

# 後金融危機時代總體經濟學的省思

網資小組

2011.6.30

# 一、錯誤的總體經濟學信仰須為這次全球金融危機負責

- 英國女王伊麗莎白二世在2008年底視察倫敦政經學院時曾問到：為什麼事前沒有經濟學家預測到此次全球金融危機？
- Stiglitz、Krugman、White、Grauwe諸多知名經濟學家均認為，目前**主流的總體經濟學範本**，讓許多經濟學家盲目，看不到史上最大金融泡沫，**必須負責**。
- **全球金融危機前後總體經濟學思維之轉變**

<b>危機前認為完美的理論架構</b>	<b>美麗不等於真理，危機後的省思</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• 推崇理性預期 (rational expectation)、效率市場假說 (efficient market hypothesis)；相信市場機制會使價格趨於均衡的完美功能。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 金融市場不同於商品市場，在貪婪的自利心與不理性行為下，放任市場機制只會讓金融資產價格愈來愈偏離基本面。</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>• 貨幣政策專注物價穩定 (price stability)，即可確保金融穩定 (financial stability)。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 物價穩定仍無法保證金融穩定，放任資產價格膨脹易肇致金融危機的後果。</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>• 崇尚資本自由移動的效益；認為資本管制不具正當性、無效。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 過度誇大資本自由移動的效益，且資本移動具擴散危機的風險；確認資本管制的正當性、有效。</li></ul>

## 二、全球金融危機前後總體經濟學思維之轉變

### ■ 對理性預期、效率市場假說，以及市場機制的看法

- 危機前的主流思想：接受理性預期、效率市場假說，相信市場機制的完美功能
  - 接受理性預期：經濟個體是理性且具有充分資訊，可深度瞭解這個高度複雜的世界。
  - 相信市場機制：市場可迅速對新資訊作出反應並進行調整，市場那隻看不見的手在自利心的驅使下，能有效達到最大的經濟福祉；因此，市場價格會自動達成均衡，資源能有效配置，不會有價格泡沫、資源無效配置的問題。
  - 不容政府干預：市場只可能出現暫時性的偏離，政府不需干預，即使干預也無效。
- 危機後的省思：理性預期、效率市場假說不切實際，市場機制並不完美
  - 危機前，貪婪的自利心促使投資人堆砌出金融市場榮景的假象，危機期間，恐慌情緒則引發投資人的「動物本能」（animal spirits）；非理性的集體行動造成金融市場的大起大落。
  - 證實金融市場不同於商品市場，在貪婪的自利心與不理性行為下，市場機制只會讓金融資產價格愈來愈偏離基本面。此與「市場基本教義派」（market fundamentalism）認為，市場會迅速調整價格、恢復供需平衡的假設，完全不符。
  - 政府干預是必要的，且政府的影響力絕對不亞於市場<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> White, William (2009), "Modern Macroeconomics Is on the Wrong Track," *IMF Finance & Development*, Vol. 46, No. 4, Dec..

## ■ 對物價穩定、金融穩定的看法

### ● 危機前的主流思想：維持物價穩定即可確保金融穩定

- 資產價格循環 (asset-price cycles)基本上無害，或至少是相對不重要的貨幣政策傳遞管道；因此，央行**毋需使用貨幣政策工具來因應資產價格膨脹**，僅需在泡沫破滅後進行清理工作。
- 央行執行貨幣政策的基本目標為維持低且穩定的通膨，**只要維持物價穩定，即可確保金融穩定**；基於此，1980年代末期以來，「通膨目標化」(inflation targeting)機制盛行。

### ● 危機後的省思：只有物價穩定仍不足夠

- 處於本次危機核心的已開發國家，因過度專注物價穩定，甚或採「硬通膨目標化」(hard inflation targeting)機制，致坐視擔保品價值高估的債務不斷大量累增的風險。
- **Stiglitz大力抨擊「通膨目標化」機制過於粗糙**，是肇致本次金融危機的成因之一；再者，目前採行「通膨目標化」機制的國家，其通膨類型多屬「輸入性通膨」，提高利率對抑制「輸入性通膨」的效果有限。**Stiglitz呼籲放棄「通膨目標化」機制**。
- **金融部門具有不穩定的本質**，例如在「大溫和」(Great Moderation)的物價穩定環境，卻出現嚴重的金融動盪；**央行的職責除物價穩定外，亦應兼顧金融穩定**。

## ■ 對資本自由移動、資本管制的看法

- 危機前的主流思想：資本自由移動有益經濟發展，資本管制不具正當性、無效
  - 國際資本自由移動是貿易自由化的必然結果，且資本自由移動可帶來融通資本接收國內投資、協助經濟成長、加速發展金融市場等有益於全球經濟發展的好處。
  - 資本管制非但不具正當性，且容易規避而無效，反對資本管制。
- 危機後的省思：資本自由移動具擴散危機的風險，資本管制具正當性、有效
  - 資本自由移動潛藏諸多風險，且易擴散金融危機
    - 聯合國、IMF等國際組織均警告，國際資本大舉移動除潛藏金融不安的隱憂，並帶來諸多的總體經濟政策挑戰；其中，證券投資型式資本的波動性高，已開發國家過多且快速的資本，流入規模較小的新興經濟體股市，將造成「大魚游向小池塘的問題」（big fish small pond problem）<sup>2</sup>，尤不利彼等的經濟金融穩定。
  - 資本管制有效，且應為正當政策工具的一部分
    - 近期，聯合國、IMF、ADB、OECD等國際組織皆已認同資本管制有效，且公開承認資本管制的正當性（legitimacy），並建議將資本管制作為因應大量國際資本湧入的政策工具之一。

<sup>2</sup> Haldane, Andrew G. (2011), "The Big Fish Small Pond Problem," BoE's Financial Stability Executive Director Speech at the Institute for New Economic Thinking Annual Conference, Bretton Woods, New Hampshire, Apr. 9.

### 三、總結：後危機時代總體經濟學的修正

- 除Stiglitz、Krugman、Blanchard、Summers、White、Grauwe等知名經濟學家外，連國際金融炒家Soros都呼籲，應認清「市場基本教義派」的謬論，體認金融市場既不理性，也不是那麼有效率，市場機制則更不完美；政府應對金融部門加強管制，千萬不要過度迷思於金融創新（例如證券化）的誇大效益。
- 貨幣政策只關注物價穩定仍不足夠，尚須促進金融穩定；「通膨目標化」機制雖然簡單、美麗，但卻有嚴重缺陷，恐須修正或放棄。後危機時代Minsky的「金融不穩定假說」（financial instability hypothesis）普受認同；央行應有促進金融穩定的職責，但以貨幣政策工具為之是“大而無當”（blunt），應提供額外的總體審慎工具。
- 放任國際資本自由移動極端危險，為維持經濟金融的穩定，央行應進行外匯干預，管理式浮動匯率制度優於自由浮動匯率制度<sup>3</sup>；此外，央行應針對不穩定的國際資本移動採行審慎措施，資本管制亦為手段之一。對於近期台灣所採行資本帳的管理措施，國際間給予高度肯定<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> Horch, Daniel (2011), “IMF Official: Capital Controls May Aim at Weaker Currency,” *iMarketNews.com*, May 27.

<sup>4</sup> 例如，哈佛大學教授Dani Rodrik、波士頓大學教授Kevin Gallagher、哥倫比亞大學教授José Antonio Ocampo等人。