

# 財經內閣的挑戰

## 一經濟現況的分析

■林建甫／台灣大學經濟學系教授

### 一連串棘手的財經問題

自從民國86年9月1日蕭萬長接掌行政院長後，標榜財經為主的內閣卻遭遇到一連串財經最棘手的問題。首先是股市在86年8月時還攻上了10256，重返睽違近十年的萬點大關。當大家還沈醉在大多頭的牛市時，股市因為亞洲金融危機已經開始有了風吹草動。但是政府首長還疾呼「萬點健康、九千點正常」，因此不少散戶仍繼續跟進或緩出，爾後一直困住在這些高檔的套房裏，這造成不少潛在的民怨。從86年9月起，股價開始下滑，到了10月底的7040為最低，而後逐漸盤整。87年年初雖有重返9000點，但畢竟曇花一現。股市一直低迷，8月就破了87年最低的7040，停留在6000多點。後來隨著年底的選舉逼近，護盤基金進場，一度拉到7300，但交易量也由87年經常的近2000億左右大量萎縮到每日的六、七百億小量。

其次匯率的波動也不容小嘍。86年9月1日新台幣對美元還有28元左右，但這時在亞洲金融危機的影響之下，周圍其他國家都已經陸續貶值。央行在貶與不貶之下也猶豫了好一陣子。政府是一直信誓旦旦的說不貶值。但10月16日卻開始放手不管

時，新台幣對美元匯率馬上由28.5貶至32.5，而後市場新台幣賣壓沈重之下，對美元匯率又降到34.5。到了87年12月才又逐漸上升至32.5。

### 最近的現況

一般說來，從87年7月2日開始的亞洲金融危機，臺灣的經濟表現相對亞洲其他國家，本來一直都還不錯。但到87年的下半年開始，企業的連續跳票就有瑞聯集團、萬有紙廠、東隆五金、國產車、國揚實業、新巨群、聯成食品、羅傑建設、安峰集團、長億集團、廣三集團、中精機集團、東帝士建設陸續發生問題。金融服務業則另有宏福票券、中央票券等票券公司產生危機。

當局鑑於經濟情況不佳，除積極推動擴大內需方案的執行，另外一方面財政部與中央銀行積極紓困，拼命救火。財政部要求銀行將屆期債務延展6個月，實施所謂雨天不收傘的政策。中央銀行也隨之起舞，除了釋金降息之外，又調高銀行存款準備乙戶利率。甚至在87年年底，行政院與央行對房地產業提出振興方案，這等於是送給業者一個年終的大紅包。行政院送出千億融資利多，央行也宣布提供優惠購

屋及企業低利貸款。各方面質疑的聲音接踵而至。因為台灣自有住宅擁有率已經高達80%，政策可能會沒有多大效果。並且買不起房子的民眾，不會因利率降低而去買。如此的房地產政策，不但讓該跌的房價不跌，也讓無殼蝸牛繼續沒有房子住，只有讓建商解套。整體而言，對錯誤的建築投資根本失去懲罰作用。

## 經濟學的思考

央行高度配合的政策馬上就受一般人質疑行政不中立或獨立性不夠。這個問題各方面討論已經很多。我就不要再談。接下來我想由經濟學的層面來談穩定基金與紓困的反效果。

人是經濟理性的動物，想賺錢，想套利，是一般的現象。因此經濟行為的表現也就有軌跡可循。而考慮經濟的問題，也就不能只考慮表象，而是必須考慮進一步的互動反應結果。

## 隨機游走的股價

在經濟社會中，市場價格機能的最重要表徵，就是金融資產的價格是隨機游走。隨機游走的價格，就是明天的價格多少，是不可以預測的。如果你能預測明天的價格走勢，例如明天股票會漲，那麼你今天就會去買。你看得到，別人也看得到，大家都蜂擁而至，買來等著明天賣，來賺錢。最後的結局，一定是今天的股票價格就會漲了，而不會等到明天再去漲。因此股票價格的軌跡是隨機游走，是不可以預測的。在這種套利的心理下，產生的經濟行為，是最無情，也是市場上最安定的理由。人們如果自以為自己的預測能力很

好，想要低買高賣，打敗市場其實是很困難的。想要買在最低點，賣在最高點，那更是天方夜譚。一般而言高買低賣，雙面挨耳光的可能性也很大。

## 穩定基金是卡特爾

因為經濟情況的不佳，股市穩定基金的進場，目的當然是希望能穩住股價，回復投資人信心，振興經濟。但是刻意的想要拉抬股價，就會破壞隨機游走的走勢，也使人們產生套利的空間。穩定基金想要購買的標的股是不難猜出的。這些大戶，投信手中有股票的，知道現在賣可以賣好價錢，穩定基金會接手。但是經濟情況的不佳，該跌的還是會跌，於是穩定基金就住進套房了，他們也就解套了。甚至可以等到以後再逢低進貨，再來翻雲覆雨一番。

而且穩定基金的組成，基本上就是鬆散的「卡特爾」。卡特爾的最大問題在於：勾結有內在的不穩定性。承諾的約定是對大家一致的目標最好。但別人去遵守，自己的違約、欺騙，可以獲利更多。再多的道德規範勸說，也比不上利字當頭。而且這是等於有內線的確定收益。不賺自不賺。賺了以後的問題，留待以後再說。

## 紓困的道德危機

而政府面對不佳的經濟情況，雖然宣示企業可以倒，但銀行絕不可以倒的大原則。但對面臨財務危機的企業仍有紓困方案。紓困政策是以納稅人的錢幫助面臨困難的企業。紓困方案當然是對正派經營，運氣不好的企業，給予援助，避免倒帳的風險。但是如何界定市場上的表現已面臨財務危機的企業是正派經營實在有很大的

困難。而且如果財政部或央行所紓困的企業，本來就是體質不良、應該倒閉的企業。花了大筆納稅人的錢來拯救它們，對於台灣的經濟有何好處呢？這只是延續企業自然調整的時間。萬一幾個月後這些問題企業仍無償付能力，甚或在其間利用機會上下其手。到時，不良債權大增，而且質押品市值所剩無幾，可能使銀行損失更加慘重。最後豈不是又要祭出納稅人的錢來填補這個黑洞？這種讓破洞越補越大的做法實在令人不敢苟同。

而且最重要的問題是政府強調銀行絕不可以倒，強調對企業的紓困，就會產生所謂的「道德危機」(moral hazard)。銀行、企業知道自己有困難，政府會伸出援手出拯救。那麼就不會那麼小心翼翼的從事經營與投資。而會甘冒大風險。反正賺了是我的，賠了是政府的。

經濟情況的不佳，正是自然整頓企業的大好時機。不正派經營的倒閉是天譴，是公平正義的原則的履行。萬一有正派經營的企業倒閉，也不用大驚小怪，物競天擇，自然淘汰。而且有很多潛在的問題，不是局內人，很難曉得的玄機。企業換手、併購，就是股東大會外的制衡監督法

則。一味的由政府來收拾爛攤子，只是延後景氣循環復甦階段的來到。

## 不應與市場做對

政府應了解，市場是最不會騙人的。短期偶而的插花可以，長期而言絕對不應與市場做對。自以為是，想要與市場做對，只會留給人家上下其手的機會。政府也應修正對股市的態度，不是萬點健康，九千點正常。六、七千點應是目前的正常水準。每日成交量也不是1000億以上才正常，七、八百億應可修正成現在可接受的範圍。新的經濟學理論，自然失業率已經不再是固定比率，遲滯效果(hysteresis)的現象使得自然失業率也隨前陣的經濟狀況而有所修正。而因為幾次的大漲大跌下來，股票的全民運動，可能熱潮都有衰退。很多散戶、投資法人，現在多小心謹慎，寧願觀望。而且每日當沖量的減少，也是注重長期投資的好現象。所以政府不干預頂多是損失證交稅收入，而不是把護盤基金的老本都陪上，或是把大家對台灣的經濟信心都搞掉了。◎