

金融資產的定位 與危機中政府的角色

●林建甫 台大經濟系暨研究所副教授

金融資產為耐久財

價格的決定一直是經濟學所探討的重要問題，供給與需求這一把剪刀決定了市場上均衡的價格與交易量，金融資產的價格決定當然也遵循這一法則。但金融資產如股票、外匯是純粹的耐久財，其價格決定的影響卻比一般非耐久財(如：農產品)對整個國計民生更大更久。因為非耐久財的影響只僅於當期的流量(市場上即時的供需)，下一期價格的決定，重新來過。上一期的影響有限。金融資產的價格影響卻是影響到所有的存量。而且明天價格的決定，基本上也就是從今天的收盤價格為基礎開始喊起。所以今天聯電一股五十元的價格是對所有發行在外的股票全適用這一個價格。不管你是高點一百四十五元買，或是一百元進場的，甚至是五十元的低點買到(今年未除權前的高低點)。而新台幣與美金的匯率三十五元，是對所有每一塊錢新台幣，不論是進出口商天天要與美元周旋的錢，或在國內零售商收銀機內的錢都一體適用。明天新台幣若要升值時，雖然有跳空缺口的可能性，但也會大量受昨天價格大力牽絆。與1997年五月在匯率為二十七時相比，98年6月新台幣的價值就已經貶值了百分之三十。換句話說，你我，大家口袋中的新台幣都縮水了。我們實在不喜歡這樣的結果。

●陳明郎 中央研究院經濟所副研究員

金融資產的定價

金融資產的價格的決定，供需的雙方主要當然會考慮基本面的狀況。在股票市場中基本面的決定為股利，包括現在及未來的股利。未來股利是推算的，它反應了公司的成長性。而外匯市場的匯率，基本面的決定則為兩個國家的實質經濟為後盾的比價。但金融資產價格的決定除了基本面外，還有泡沫的成份。泡沫的角色，往往也佔了資產價格決定相當重要的地位。

泡沫與自我實現

泡沫的產生，或有歸因於投資者的不理性。但理性的經濟人，沒有誰會拿手頭上的錢開玩笑。真正泡沫的產生，背後應是一連串預期的結果。而這種預期，甚至因而形成大家的信仰，進而實現時，就更產生「自我實現」的結果。股市、匯市「紅則長紅，黑則長黑」就是這樣的結果。在股市中，一般散戶是價格接受者，大戶或法人卻是價格的決定者。因為大戶或法人可以利用拉抬或賤賣的動作，配合利多或利空的消息或大環境的變動，去影響市場上的看法，進而影響價格的決定。當熊市的格局形成，股票價格往下探底時，大戶或法人為了用更低的價格進場為下一波拉抬做準備，自然不願做多。甚至常常利用手中的持股去灌殺價格，等待撿便

宜貨。一般投資人在看到空頭的凶猛後，馬上盤算：現在賣還能賣好的價錢，再跌就賠更多。預期會跌，恐慌性的賣壓紛紛出籠，這將製造更強的跌勢。這些預期再跌「自我實現」的力量，可以讓股價跌得更深。

外匯市場的泡沫

外匯市場上拉抬與灌殺的動作也與股票市場沒什麼兩樣，1987年新台幣升值時，由三十八元的價格一路挺升到二十五元。當時很多人絕不相信台灣有能力可以讓新台幣升值到三十元以下。但市場的力量終究推波助瀾，衝上了二十五元。當年央行爲了守住匯率，對於不斷湧入的美金，放出新台幣，再透過公開市場操作，維持住適度的貨幣供給，但卻因緩慢升值行動被料到，賠了不少外匯。

在亞洲，近日因爲日幣的貶值，市場上也人云亦云的謠傳新台幣將大貶，往下探底。但日本的基本面是出了變化，他們近幾年是沒有好的成長，官商勾結、銀行放款呆帳逐漸浮現。而且日幣貶，對於與日貿易一向入超的我們應是有正面的效果。可是市場長久以來積非成是的一比四的預期，造成整個台灣金融情勢的動盪不安。通貨膨脹的最大壞處在帶給社會的動盪不安性，它會造成所得的重分配，會形成資源流向投機的誤用，這應是我們所不願見到的。相同的，金融資產價格的過度

波動也將影響社會金融的秩序，這也是我們所不願見到的。

新凱因斯學派的預期與均衡

經濟學的價格決定，其實也在研究均衡的價格。古典學派假設人是理性的，因爲「看不見的手」會指導資源的分配；人們也會用實質相對價格做交易，貨幣只是面紗，沒什麼實質的影響。但凱因斯在看到一九二九年的經濟大恐慌時，覺得人類經濟社會並沒有那麼完美，大量的公司倒閉，非意願性的失業，到處存在。那隻「看不見的手」是出現了問題。於是凱因斯學派主張政府應利用財政政策或貨幣政策「精調」(fine tune)整個經濟社會。凱因斯學派因而蓬勃發展，也因此賦予政府積極的角色。一九七三年石油危機時，因凱因斯學派處理通貨膨脹與失業的問題時忽略「理性預期」的可能性，造成難以解釋的停滯性通貨膨脹現象。古典學派藉殼貨幣學派重新復活，強調政府只要控制適度的貨幣供給量，不要造成通貨膨脹，價格有自動調整的機能。經濟社會自己會走上正途。但近年古典學派因大環境變遷，不能只講價格有自動調整的機能，轉而重視景氣循環與成長的探討。凱因斯學派痛定思痛，羽化爲新凱因斯學派，再深入探討預期的影響後，其主要論點形成爲：由於前述的「自我實現」效果，會使資產

價格產生泡沫，脫離基本價格。因此均衡往往不是只有一個，有多重的均衡。

往下的泡沫

尤有進者，一般經濟學家往往只看到往上的泡沫。因為往上的泡沫是資產價格的虛胖，顯而易見，甚至可預言其破裂終會到來。但一般經濟學家卻忽略往下的泡沫。其實這才是更可怕的效果。因為資產價格嚴重的低估，甚至透過新凱因斯學派所重視的「流動性限制」的景氣循環擴散機制，將會出現融資斷頭、週轉不靈、廠商倒閉，或甚至銀行呆帳，回收困難，銀行擠兌等連鎖效果也會出現，影響實質面甚巨。在外匯市場上，貶值本來是可以增加競爭力，但超貶以後，引發輸入型通貨膨脹，生產成本增加，只有藉著更大的貶值才能再增加競爭力，於是形成貶值循環。任何一個超貶的價位都會形成均衡的結果。況且超貶如果太快，廠商無法快速調整，容易造成以內銷為主的廠商或負債較多的廠商倒閉。由於骨牌效應，經濟的基本面將受損。如果我們的目標又定在與我國相競爭的國家，如韓國、印尼。他們貶，我們跟著貶；我們貶，他們跟著貶。那麼環環相扣，競相貶值。天底下如果貶值就能解決國際收支問題，那麼置國際金融與國際貿易的研究於何處？

所得重分配

股票市場政府可以不管，因為那畢竟

是每個投資人自己選擇的結果，須自負盈虧，而影響所及，主要也只是國內的所得重分配。但外匯市場影響的是我們與外國的所得重分配，因為新台幣貶值是對外，你我口袋裡的任何一塊錢都貶值，都縮小了。影響所及絕對不是只有每天外匯場上交易的三億美金，一百億台幣而已。

匯率在貶值的守與升值的守不同

匯率在貶值的時候要守的道理，其實相對升值的時候要守簡單多了。因為現在在新台幣看貶之時，是手頭上有新台幣者才能去投機換美金。升值要守時，因投機熱錢(美金)可源源不斷的湧入，付出的成本將永無止境。而超貶以後，就會有升值的壓力。那時人們如果已習慣了新台幣相對低的價位，升值的問題就會顯現出來。然而金融市場的投機管道，其實也不是這麼僵化，一定要以貨幣換貨幣。上面所提的其實指的是即期市場。遠期市場當然也可以如即期市場般的運作，或拿信用狀，遠期支票來運作。但另一重要的管道即無本金遠期外匯(NDF)。其作用是最後只需結算差價，不需檢視本金。因為不需本金，所以投機者可以藉此「以小搏大」，尤其是投機客的動作又透過媒體的渲染，加深貶值的預期，「自我實現」的可能性就大增。投機的獲利也就十拿九穩。政府關閉 NDF 的目的就是截斷投機客的

投機工具，當然因此也需付出違背自由化的代價。但兩害相權取其輕，這也是經濟學做選擇的問題。爲了減低真正需要避險的不便，簡化 DF 的手續，促進換匯，選擇權市場的健全與運作，則是應做的配套措施。

重商主義情結

上一波央行在二十八塊半花了五十億外匯去守，其實大部分是落入我們廠商的荷包中。況且如果不棄守，那些投機廠商也不會賺。至於所花的五十億其實也應不能稱爲損失，因爲是還諸於民，藏諸於民。如果空有龐大的外匯放著，而任台幣一直貶，則與重商主義時代據金銀自重，而不注重實質經濟有何兩樣？

政府的角色

因此，政府所應扮演的角色，套句孔老夫子的話，必須監督經濟體系「大德不

越闌，小德出入可也。」正常情況，政府不應干預，任由經濟體系來決定。但嚴重失衡，尤其在信心危機時，維持金融秩序的安定，對政府而言是萬萬不可推脫的責任。對股票市場，嚴格檢查董監事法定持股比例是否滿足規定，有無假外資而出脫手中持股。甚至黨政基金的進場，只要宣示效果，不一定要如大戶法人的拉抬。對挽救投資人的信心，絕對有幫助，進而更可破除因「自我實現」效果的向下泡沫。就外匯市場，強力進行干預，嚴守新台幣合理的價位，決策透明，貫徹始終，減少不必要的波動，才是正確的。央行千萬不可因爲外匯存底由於波動的增值而喜，更不必要對外匯存底因爲進行干預以致減少而擔憂，這才是正確的認識。央行更不要藉著修理投機客爲樂，而是讓投機客摸摸鼻子，自行遠離，才是上策。 ■