

美國聯準會前主席柏南克所寫的書《行動的勇氣》—AIA Capital 首席經濟學家 吳嘉隆專訪
整理 曾巧柔

《財經熱點》—主持人林宏文學長



2006年，柏南克獲得提名，出任聯準會主席。然而，在他還來不及慶祝時，就面臨2007年房市泡沫化，引發一連串的骨牌效應，將全球金融系統推至崩潰邊緣。柏南克和聯準會同事們竭盡心力，拯救投資銀行貝爾斯登，之後又推動規模空前的保險巨擘美國國際集團緊急紓困案，不眠不休地阻止金融危機蔓延，維持美國與世界經濟免於滅頂。

柏南克曾說，「當國家的經濟福祉需要我們採取強勁而有創意的應對措施時，我在聯準會的同仁，包括制定貨幣政策的理事與其它同事，即使面對嚴厲的批評與指責，也都能鼓起做該做的事情的道德勇氣。我感謝他們。」

主持人：今天要介紹《行動的勇氣》這本書，由前FED主席柏南克先生所寫，今周刊在最近出版，吳嘉隆先生負責審訂，吳先生是AIA Capital的首席經濟學家，在紐約住了二十年，對FED的觀察非常深入，也是研究總體經濟的專家，請先介紹這本書在談什麼？

吳嘉隆：在金融困難的情況下，要有相當程度的勇氣去採取行動，而不是單純的學者做分析。艱難危及時必須迅速行動，阻止金融體系出現系統性風險，沒有時間遲疑、瞻前顧後，對學者來講，寫論文、做研究、寫分析報告……等等，可能會慢慢思考，但是在第一線處理金融問題的時候，沒有多少時間能猶豫，所以他用《行動的勇氣》做為書名。

這本書有幾個重要的價值，第一個是史料的價值，他對金融危機之前、之後、處理過程、碰到哪些事、做了哪些思考都有一個交代；第二個，他讓我們理解當時整個金融風暴是怎麼回事，為什麼會有那麼多的過度舉債、過度投機，甚至於因為大到不能倒，逼得政府或聯準會要出來救，這些相關的問題，書裡有相當的描述，不單作為史料，更讓我們了解金融風暴本身；再來是他的對策影響到目前的國際金融市場，量化寬鬆政策坦白講是史無前例，所以現在如何退場也沒有前例可以參考，幾乎大家都在摸索，像零利率怎麼移除、怎麼正常化，正在考驗當下的聯準會主席葉倫的判斷與領導。

主持人：對於柏南克其實大家有褒有貶，當時美國金融海嘯，很多人覺得因為柏南克出手，所以美國的經濟在這幾年從衰退步入復甦，跟全世界對比，美國的經濟還是最強健的！但也有人認為QE是很糟糕的事，讓世界錢滿為患、產生很多房地產泡沫、股票泡沫，請跟我們分享你怎麼看柏南克的這些措施？

吳嘉隆：柏南克先推零利率，利率降到無可再降，還想要繼續貨幣寬鬆的話才推QE，叫量化寬鬆，由中央銀行出來直接送出強力貨幣去買債券、公債，量化寬鬆要先退場才談的上升息，只要利率還可以降就不叫量化寬鬆。反過來去看歐元，還在推量化寬鬆，所以歐洲如果將來要升息，也是要先把量化寬鬆停掉。

量化寬鬆是指利率已經到零之後還要繼續寬鬆，柏南克推這個以貨幣政策來講是種創新，史無前例，試著用這個方式來救，現在發現兩件事，第一個是他穩住了市場的信心，心理狀態撐住市場，避免恐慌再蔓延，因為聯準會出手，大家心裡逐漸穩定。可是第二個效應，資金並沒有真的進入實體經濟，因為家庭跟企業都在去槓桿化，在減債、還債，雖然聯準會降低利息鼓勵大家借錢，可是大家不敢借，因為泡沫破掉在修補資產負債，QE的實質效果遞減，但也因為國外資金流進來刺激房地產跟汽車市場，所以美國出現獨強，歐洲、日本、中國都不行。

主持人：這個措施對美國是有利的，但其他國家因為錢流回美國而受傷，你說歐洲、日本，甚至後來的中國都在做這個事。

吳嘉隆：因為美國的零利率關係，美元一時成為融資貨幣，大家來美國借錢，跑到新興市場買股買房，一旦要升息，這些資金就撤回來，量化寬鬆一開始等於美國把資金往外送到新興市場，中國為了阻止人民幣因為資金流入而升值，中央銀行出來發出人民幣，收進這些美元資產，他的外匯儲備就膨脹，現在資金要流回美國了，所以中國資金外流蠻嚴重的，光是八月份央行的外匯儲備就減少939億美元。

主持人：美國透過QE其實是想救經濟，但現在看起來騎虎難下，利率降到零之後，美國的QE已經先收了，但目前利率到底要不要升其實是個大問題，這本書談到很多，重點是央行最重要的目的是要打擊通膨，請吳先生分享你的看法。

吳嘉隆：這本書等於在談貨幣政策的思考，貨幣政策首要任務毫無疑問是打擊通膨，因為中央銀行發行的貨幣市值購買率一直在下跌，等於在賣瑕疵品，問題是現在沒有通膨，所以中央銀行就可以移動到第二個目標，刺激就業、經濟。柏南克的量化寬鬆跟QE要救的有三個東西，第一個救市場，第二個救金融機構，包括像AIG保險機構，第三個是才是救經濟，這三個環節都是在預防系統性風險，金融部門不能受傷嚴重到整個攤掉，如果這個救不起來，後面經濟衰退甚至大蕭條就會來，所以他優先考慮救金融機構，避免系統性風險造成恐慌心理擴散。

柏南克在中央銀行任內制定貨幣政策，對他至少可以提出三點質疑，第一個，他為什麼2006年2月1日上任後連續升三次利息？利息升高對房地產泡沫有打擊的效果；第二個，為什麼在2007年次級房貸問題爆發之後低估衝擊？他說次級房貸佔整個美國房貸約兩成，對經濟影響應該有限，他有說明為什麼當時談判，所以這本書有各種正面、反面教材；第三個，他為什麼不去救雷曼？他最近接受CNBC訪問也在談這個問題，回答是聯準會沒有能力去救雷曼兄弟，問題是他前面救了Bear Stearns，華爾街第五大投資銀行，用300億美元透過大通銀行去收購Bear Stearns，為什麼不願意去救雷曼兄弟？他解釋沒能力救，理論上來講，聯準會第一個考慮點是道德風險，如果對出問題的金融機構又去救，這些金融機構就會過度承擔風險，因為有賺是我的，賠的話聯準會財政部會出來救，這樣等於鼓勵金融機構過度冒險，到時金融風暴反而源源不絕，所以聯準會的確要教訓一下這些過度投機的行為，問題是什麼時候去教訓他？值得不值得用美國經濟衰退、全球經濟風險，只是為了教訓一家過度投機的公司？

所以我說有三個問題：第一，為什麼上任就三次升息？利息過高房地產泡沫會撐不住；第二，事情發生以後低估衝擊；第三，雷曼兄弟的問題，個別金融機構的破產救還是不救？為什麼不救？當時他救的話說不定兩千億美元可以解決，後來金融海嘯他向國會提出撥款，結果空白支票第一筆款就要了七千億，兩三千億你不付，你去付七千億，而且後來還不止，這樣的算盤划算嗎？這裡有討論的空間，因為中央銀行也不能說金融機構一出問題就去救，這樣會鼓勵金融機構以後沒完沒了，所以他這樣做也對，也不對，相當值得以後的人就這個個案加以討論，中央銀行其實有他可以做的事情，也有他可能不能做的事情，這本書提供了很多案例跟思考，值得讀者們當作理論、史料、個案來看待。

主持人：很多經濟學家都有不同看法，但現在還不能蓋棺論定，因為事情尚未結束。FED不是學者在研究事情，是真的要行動，有很多時候要面對市場的質疑，不是順著大家的意。

吳嘉隆：不但要有行動的勇氣，也要有行動的智慧，在正確的方向加足馬力，如果你做得很好，問題是方向走錯了，那不行，等於你很努力、有效率去做了一個不對的事情。所謂行動的智慧是你怎麼去判斷總體經濟情勢，這是聯準會主席首要的事情，柏南克的前任格林斯潘，當年在網路泡沫的時候談判，不相信那個是泡沫破掉，那時第一次泡沫來大家沒有措手不及，七十年來一次，他當時解釋崩盤為漲多之後的修正，不是泡沫破掉，遲遲不降息，在泡沫掉兩個多月以後，2000年第二季還升息，根據常識，泡沫破掉要降息，他不降還升兩碼，從6%升到6.5%，拖到最後媒體都要求降息，很多學者也呼籲要降息，直到2001年1月3日才召開會議緊急降息。

柏南克自己講過他談判房地產市場的情勢，現在葉倫要移除零利率，讓利率正常化。除了從別人的成功去學習，我們也要從失敗裡面去看出行動的智慧，這本書的價值是多方面的，成功跟失敗都可以提供後人啟示。

主持人：這樣的說法把三個FED主席都談進來了，他們事實上都在犯錯，這其實蠻可怕的，因為FED掌握這麼大的權力。

吳嘉隆：他們不是故意的，只是盡力去做，事後看起來他們都在犯錯。這個犯錯涉及到有沒有眼光去對總體經濟情勢做判斷。

主持人：我們最關心的是目前FED主席葉倫，你剛剛講她可能判斷錯，可以跟我們說明嗎？

吳嘉隆：現在問題很嚴重，她九月不升息，不升息照理說股市應該慶祝，但股市卻是跌的，為什麼？第一個，市場的解讀，你之所以不敢升息是不是你預測世界經濟可能衰退？第二個，聯準會最擔心的公債市場，長期公債市場的殖利率如果出現恐慌性拋售、資金大逃亡，殖利率衝高的話，長期利率就拉高，他不樂於看到這件事情所以不敢升息。

主持人：葉倫是公認的鴿派，她在升息的過程一直都很謹慎，前後任的三位FED主席，你也講到有一些判斷事後來看可能是錯的，他們要及時去補救，剛提到格林斯潘，也是你在紐約快20年的時間觀察最多，最近格林斯潘的聲音都完全沒有了，柏南克的聲音很多，他經常到處演講，看來他是很想出來幫過去的政策做辯解對不對？

吳嘉隆：這個問題牽涉到這本書背後的場景，就是格林斯潘的沒落，格林斯潘在任一直到卸任為止位高權重，整個金融市場都在針對他講的話仔細檢視，美國總統一月下旬到參眾兩院聯席會議發表國情咨文的時候，他就坐在總統夫人旁邊，直到他卸任兩年後發生的金融海嘯，大家才明白原來這要怪罪於格林斯潘的政策。

柏南克記取這個教訓，他知道歷史定位很重要，因為現在沒有人聽格林斯潘的分析或判斷，格林斯潘寫了兩本書，台灣都有中譯本，他企圖去解釋為什麼當時談判，問題是現在沒有人聽這個，也沒有演講行情，柏南克在他被人家發現他的政策可能也不對之前，趕快出來演講，賺一點演講費，問題是葉倫是救援投手，從量化寬鬆的退場到零利率的移除，就是利率、貨幣政策正常化，如果最後沒有好好完成，這個帳還是算到剛剛下來的投手柏南克的身上，所以葉倫的任務其實很重大，不只為自己，也要為前任收尾。

柏南克的零利率以及量化寬鬆，在貨幣政策上來講的確是史無前例的一個實驗，目前為止還沒完全完成，如果真的順利完成，大家才可以說以後碰到系統性金融風險的時候這樣做可能有效；如果失敗，零利率最後退出市場泡沫，市場泡沫又破掉，到時會有幾個問題，第一個，利率已經不能再降，第二個，再推量化寬鬆的話，市場也明白效果遞減，若下一輪金融風暴又來，大家會覺得很恐怖，因為之前還有聯準會撐住，現在聯準會不能降息，量化寬鬆也不行，還有什麼政策工具來處理下一輪金融風暴呢？

世界市場比較了解情況的人都在擔心這一點，譬如原物料的貿易商Glencore有危機，散裝航運也有危機，原物料七月八月又開始全面下跌，從原油帶頭，鐵、礦、砂、鋁、銅，還有黃豆、小麥、玉米，整個原物料全線下跌，從今年夏天一路降，這樣搞下去的話原物料部門會爆掉，貿易商的公司債可能會違約，引發新的金融風暴，那聯準會還有什麼工具可以用呢？如果讓葉倫處境很艱難的話，恐怕這個帳要算在柏南克頭上。

主持人：我們也來談談台灣，台灣央行過去的政策當然也是有褒有貶，國際上好像對我們彭總裁非常肯定，從美國FED的例子來看，台灣在貨幣政策上有哪些可以學習或記取教訓的地方？

吳嘉隆：這個問題很重要，第一個貨幣政策要預防泡沫，原來貨幣政策預防物價上漲叫通膨，現在要預防資產價格上漲，特別是過度高估的泡沫，台灣因為經濟的疲軟，不容易拉抬炒作，加上美國可能升息，外資就把資金調回美國，所以賣台股調現金，看起來台股的泡沫並不嚴重。台灣的問題主要是經濟本身的動能比較消退，難以給股市作夢的空間，相對嚴重的不是股市而是房市，資金如果堆積出資產泡沫，的確會給央行政策造成很大的困難，美國的貨幣政策吹起泡沫又來戳破泡沫，這個值得我們警惕，台灣要避免資產泡沫，是相當重要的政策目標

主持人：這應該是央行的首要目標，至於剛剛講的經濟成長，可能不是央行單獨的責任，經濟部、財政部、行政院等部門都應該讓經濟進一步升級或轉型創新，非常謝謝吳嘉隆先生跟我們分享柏南克《行動的勇氣》這本書！

節目分享：http://www.uni967.com/newweb/index.php?menu=2&page=2_1&ID=11999

