

# 金融機構授信行為與總體經濟

陳妍沂 / 行政院金融監督管理委員會銀行局金融控股公司組副組長

2007年全球金融風暴發生後，美國經濟學家明斯基（Hyman P. Minsky）所提出之金融不穩定假說（Financial Instability Hypothesis），再度受到討論<sup>1</sup>。

## 明斯基之金融不穩定假說

依據金融不穩定假說，自由市場資本主義下之金融機構授信行為，可能是金融市場及總體經濟的不穩定因子。明斯基將融資行為依其負債支出對預期收入之比重，分為穩健型融資（Hedge financing）、投機型融資（Speculative finance）、龐氏型融資（Ponzi finance）三類<sup>2</sup>，在資本主義社會中，企業家自由競爭各種投資獲利機會，前一次投資行為成功之後，企業家原有的資本會持續累積，為

增加獲利、擴展規模、尋求新的投資機會，會繼續進行投資，終導致其流動性資金減少，而使投機型融資增加，一旦在景氣繁榮時期利率上升階段，負債支出將逐漸增加，大於現金流入折現值，成為龐氏型融資，此種漸漸傾向投機性融資之趨勢，為資本主義經濟體系之不穩定因子。

此外，明斯基也認為，資本主義經濟體系之銀行授信行為，也是經濟不穩定因子之一，因為銀行有持續獲利需求，必須不停設法找到新的借款戶、新的資金來源，運用各種創新方法提供金融中介功能，且隨著銀行盈餘與資本逐漸累積，要維持相同的獲利率就必須持續成長，當銀行業務成長率大於實體經濟擴張程度，提供過多資金予借款戶，導致投機性融資

1 參見Robert J. Barbra著，陳儀譯，資本主義的代價，美商麥格羅·希爾國際出版公司，2009年7月，第四章金融市場是不穩定的根源、第十四章明斯基與貨幣政策。

2 各類融資定義如下：(1) 穩健型融資，是債務人未來收益和債務本息之間，保有夠大的安全邊際，故即使未來收益有變動之可能，仍足以支付債務本金及利息。(2) 投機型融資，是債務人短期內預期收益現金流入會少於債務本息的現金流出，但整體而言，未來收益還是大於債務支出，所以短期內必須仰賴再融資，來彌補資金缺口，這一類的借款人能順利週轉的前提，是利率不會大幅提高。(3) 龐氏型融資，是債務人必須依賴新增債務，才能支付債務本息，也就是說債務支出已經大於預期收益能產生的現金流入，但在某些情況下（某些利率水準，或者某些資產價格飆漲等等），看起來好像整個現金流入仍足夠支付債務本息。當利率急升時，投機型融資之未來收益折現值減少，債務支出增加，將轉變成龐氏型融資，這是利率上升對經濟體系的風險。見Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University, 1986, pp. 206-208.

型態或風險更高之龐氏型融資比重升高，使經濟及金融體系由健全轉為脆弱<sup>3</sup>。

回顧2007年美國次貸風暴，似乎符合前述明斯基對資本主義經濟體系之觀察，因為美國在2000年網路科技泡沫破滅之後，快速調降利率，將原先6%以上利率，調降到1%，以避免經濟衰退，而住宅部門對利率敏感度高，資金轉向住宅市場集中，貸款民衆增加貸款購屋，住宅價格上漲，建商亦搶進興建，2000年前半期，國內生產毛額成長率主要來自住宅及與住宅相關之經濟活動<sup>4</sup>，民衆增加貸款之後，負債對可運用收入之比率持續提高，金融機構也透過各種方式設法提供民衆更多資金購屋<sup>5</sup>，2004年美國調升短期利率，長期利率因資金市場供需因素未能同步調高，金融機構為維持高獲利率，爰將資金投入次級房貸市場，使龐氏型融資之比重大為增加<sup>6</sup>。

上述發展趨勢，與明斯基認為資本主義經濟體系為追逐獲利，會自然產生高風險性融資之見解相符。也就是說，資本主義的經濟體系，本身就有不穩定因子，必須仰賴政府及中央銀行，透過財政措施及對銀行資產品質之監控，來減緩這種不穩定因素的力量，使經濟體系維持相對安定<sup>7</sup>。

## 中央銀行角色扮演

針對上述資本主義經濟體系之不穩定因子，明斯基認為中央銀行的角色，不應僅侷限於控制貨幣供給，也應該包括避免金融不安定的現象，他建議採用的方法，是中央銀行應該導引金融機構，將資金提供予穩健型融資之債務人，減少投機型融資或龐氏型融資之比重。

至於引導的方法，是接受銀行的合格放款資產（指融資予實質生產或商業交易之資產）得貼現予中央銀行，作為銀行準備金來源之一，對於不合格的放款資產（投機型融資或龐氏融資）則訂定較高的貼現利率，透過這種方式，中央銀行就能對銀行放款資產品質進行有效的控制，阻止金融體系可能趨向不穩定之特性<sup>8</sup>。

有關上述控制金融不穩定因子之建議，明斯基於文中說明，他對於經濟體系問題之診斷及原因分析較有信心，但對於改善這些問題的建議方案則否，而且任何改善計畫縱使能得到暫時成功，也無法使經濟體系永遠保持穩定；因為，金融業務會持續創新，使不穩定因素依舊存在，但我們應該要瞭解此經濟體系之瑕疵與限制，使政府政策得以干預這種不穩定因素，減緩其對經濟體系之衝擊<sup>9</sup>。

3 Hyman P. Minsky, 同前註, pp. 197-253.

4 參見辜朝明著，戴文彪譯，衝擊波，財信出版有限公司，2009年2月，第34-43頁。

5 陳妍沂，銀行風險管理之省思，金融聯合徵信雙月刊，2009年10月，第5-7頁。

6 同前註4，第49-54頁。

7 Hyman P. Minsky, 同前註, pp. 287-333.

8 同前註, pp. 322-328。

9 同前註, p. 287。



## 金融風暴後之省思

本次金融風暴為全球矚目之事件，我國亦無法免受其影響，我國中央銀行為瞭解金融危機之起因、過程，以及相關因應改革措施，於2009年12月彙整相關論述，整理為《全球金融危機專輯》，其中第十四章金融危機與當代經濟理論的省思，結論引述經濟學者Carl E. Walsh之見解，認為未來決策者將比較願意試著採取各種政策措施，以控制初期的泡沫；以及美國Fed副主席Donald Kohn表示，在多數情況下，貨幣政策並非因應資產泡沫的適當工具，決策當局應先考慮採用審慎監理政策來因

應，在採用貨幣政策之前，央行必須有足夠的證據，顯示採用審慎監理措施並不適合，且評估資產價格大幅失衡極可能造成嚴重的經濟後果，再來作必要反應<sup>10</sup>。依上述觀點，金融監理機關之審慎監理措施，仍須注意金融機構之授信行為對總體經濟之可能影響，避免高風險授信行為損害金融及經濟之穩定發展。

參酌前述明斯基所提出之金融不穩定假說，社會上之投機型融資或龐氏型融資之比重過高時，即可能損害金融體系之穩定。避免高風險授信，可說是銀行業者及監理機關之共同目標，惟首先面臨之問題，是如何能在景氣繁榮、危機尚未形成之前，即有效辨識投機型融資或龐氏型融資，進而調減此類授信額度。穩健型融資、投機性融資或龐氏融資之區分標準，在於未來收益之現金流入與債務支出之比較，實務上銀行徵信人員在承作案件時，亦常被要求應對借戶未來之現金流量進行瞭解評估，而非僅側重授信擔保品之估價。

本次金融危機再次證明擔保品價格之不確定性，承作時價格良好之擔保品，如係資產泡沫階段之資產，其價格已偏離其在真實經濟體系所能產出或表彰之效益與價值，當泡沫破滅時，並無債權保障功能。因此，依賴擔保品保障之授信方式，在目前全球資金過剩、資產泡沫危機升高之環境，並非穩健之方式。至於評估借款戶未來現金流量，雖相對而言較能有

10 中央銀行編印，全球金融危機專輯，2009年12月，第268頁，<http://www.cbc.gov.tw/content.asp?mp=1&CulItem=36089>。

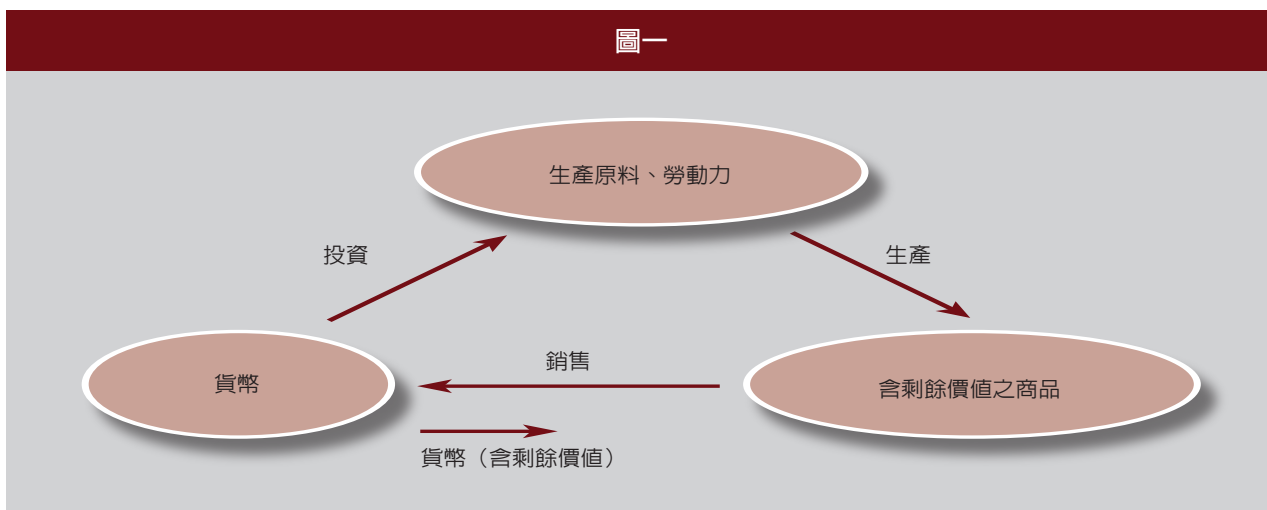
效辨識借款戶風險程度，但我國銀行業者礙於競爭激烈，或者未能取得可信賴之借戶財務資料，通常並未賦予足夠程度之重視，常未蒐集資料進行客觀之分析，而以借戶在申貸時所提供之收入預估或現金流量預估，即採信其未來現金流入足以支應債務本息。因此，尚無法有效的根據借戶未來現金流量預估，來判斷其屬穩健型融資、投機性融資或龐氏融資。

### 貨幣流通窒礙引發經濟危機

借款戶未來現金流量估計之困難，在於未來具有不確定性。過去的經營績效、目前的財務狀況，都有明確客觀的數據資料；然而，對於未來的估計，係借款人假設未來投資、生產、銷售計畫完全「成功」時，可能產生的

現金流量。銀行徵信人員必須有能力判斷借款戶未來投資、生產、銷售計畫是否會完全「成功」，能否依計畫產生這些現金流入？也就是借款戶取得融資後，成功的將資金用於生產，再將產品銷售，回收投資成本並取得利潤之可能性。Karl Marx曾在其著作Capital中對此貨幣流通過程說明如下<sup>11</sup>：

貨幣資本之流通過程，分為三個階段進行。第一個階段，是資本家購買原材料商品及勞動力，貨幣轉為商品；第二個階段是將買入商品及勞動力投入生產，並產出價值高於投入成本（含有剩餘價值）之商品；第三階段為資本家會到市場上將產出之商品出售，商品再轉換為貨幣回到資本家手中，資本家經由此一過程取得商品之剩餘價值。圖一如下。



11 Karl Marx, Capital, Volume II, Part I, Chapter I, The Circuit of Money Capital, 1893, available at <http://www.marxists.org/archive/marx/works/1885-c2/index.htm> .

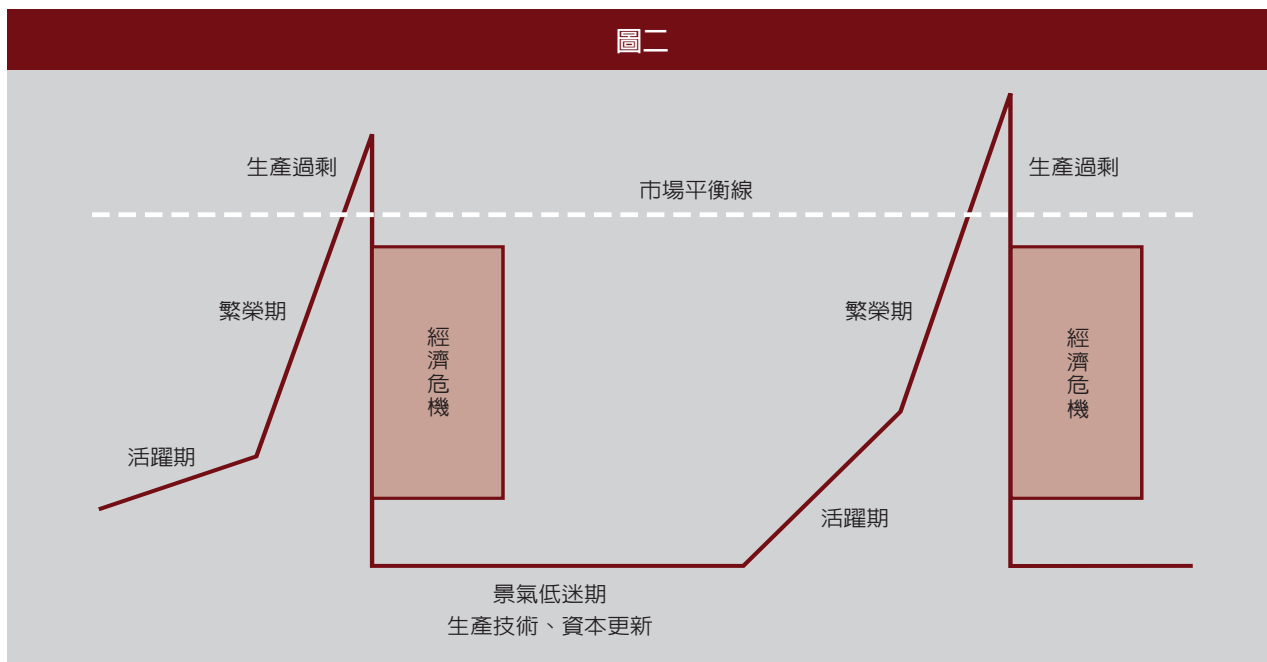
在經濟體系中，以上貨幣流通過程能否順利完成，決定個別借戶能否依計畫實現其現金流量，獲取盈餘以償付債務本息；總體而言，也同時決定其國內生產總值（GDP<sup>12</sup>）是否成長，以及失業率高低<sup>13</sup>。只要這個貨幣資本循環順利進行、社會上投資持續發生、企業家僱用勞工，勞工就業後將獲取之所得用以購買企業家投資生產之商品，經濟就能維持穩定的成長。在理想情形下，銀行貸放予企業之資金，在企業獲取利潤後，可將利息部分分配予銀行，本金部分可視企業需要再次投入生產循環；至於貸放予勞工用於消費之款項，如其薪

資所得大於借款消費之金額，亦可順利回收。甚且由於銀行對企業家及消費者提供信用，有促進投資與消費之作用，有助於經濟成長。

惟根據歷史經驗，以上貨幣循環流通過程，未必能順利完成。只要上述生產過程與銷售流通過程未能配合，經濟危機就發生了，一般產業景氣循環圖二如下<sup>14</sup>。

經濟危機發生的關鍵因素，是企業家生產的產品無法銷售。在前述貨幣循環過程中，生產完的商品是以「使用價值」（use-value）的形式存在，接著商人為商品決定了「交換價值」（exchange-value），就是商品價格，商

圖二



12 Gross Domestic Product，指一個國家一年內生產的所有最終商品和服務的市價。

13 根據Okun's Law，美國經濟學家歐肯(Arthur Okun)蒐集GDP成長率與失業率之間的關係，發現若失業率每上升1個百分點，實質GDP成長會下跌2個百分點。相關網頁參見[http://en.wikipedia.org/wiki/Okun's\\_Law](http://en.wikipedia.org/wiki/Okun's_Law)。

14 卡爾馬克思原著，謝洪波編譯，圖說資本論，華文出版社，2009年5月，第132頁。

品將透過價格轉變為貨幣形式。只要商品能順利轉換為貨幣，經濟危機就不會發生。

但是，當商人未將資源用於買方需要的商品，而用於製造買方不需要的商品；或者某些商品已經過度生產，市場需求已經飽和；或者這商品的交換價值與使用價值之間，存有差異，買方寧可持有與該商品相同交換價值之貨幣，而不願意支付貨幣取得商品時，經濟危機就可能發生<sup>15</sup>。

這時候商品價值無法實現，企業家投入生產之資金無法回收，融資予這些企業家的銀行也會遭受損失。因此，當社會上對某些商品生產過剩，超過市場上有意願且有能力負荷這類商品消費者之需求（市場平衡線）時，與該產業相關的企業家就有面臨經濟危機之風險，如果這些企業家的資金來源是由銀行提供，這些風險就會轉由銀行承擔。

銀行雖然本身並不投入生產，但以提供資金的方式，使社會上的生產活動可以順利進行，如果這些生產活動順利完成前述貨幣循環，銀行得以分享其利潤率，如果前述經濟危機發生，銀行會承受重大損失，而且經濟危機也會轉變為金融危機。因此，銀行在提供授信功能時，應該清楚瞭解其所提供之授信，實際扮演了促進經濟活動進行的功能。如果將資金

提供予正確的產業發展方向，經濟可望穩定成長，若是忽略分析實體經濟面的供需，只是順應借款人所提出之資金需求即授予資金，不僅使該金融機構面臨風險，亦導引經濟體系走上危機方向。

再以美國次貸危機為例，當房價上漲，而民眾工資並未上漲時，其實多數消費者的收入無法負擔高昂的房價。使用居住高價住宅，亦無法提供消費者較高的收入來支應房貸，此時房屋的使用價值與交換價值已經相互偏離，甚至高價房屋的利息支出，占消費者收入比重過高，消費者在擁有這些房屋時，利息支出會使他的資產淨值減少，而非增加，他的財務狀況會逐期惡化，惟有依賴上漲房價的利益，再取得其他融資才能支付房價，此為明斯基所提出之龐氏型融資之典型特徵。

我國銀行業者，遇到房價上漲、而消費者收入未增加時期，承作房貸以及土建融授信案件，亦宜就最基本的經濟實質面，考量房屋產品之整體供需是否配合，這些商品能否順利在一定時期內轉為貨幣，以免透過金融機構之融資功能，助長資產泡沫，成為經濟體系之不穩定因子。（本文僅代表作者個人意見，與其任職機關無關。）

15 Karl Marx, *Capital*, Volume IV, *Theories of Surplus Value*, Chapter XVII, *Ricardo's Theory of Accumulation and a Critique of it (The Very Nature of Capital Leads to Crises)*, 1861-3, available at <http://www.marxists.org/archive/marx/works/1863/theories-surplus-value/ch17.htm> .