

# 金融風暴衝擊下的經濟轉型 —俄羅斯的例子

吳玉山\*

## 摘 要

過去在拉丁美洲、東歐和前蘇聯都發生過區域性的經濟危機，從 1997 年開始東亞又產生了金融危機，波及了大多數區域內的國家。面對此種經濟困局，各國的新興民主政府都被迫掙扎於國際金融組織依據新古典主義所開出的紓困條件，和本國社會反抗此種強制性經濟改革的政治壓力之間，產生了左右搖擺的現象。本文先討論了最近一波國際金融危機的成因，而後以俄羅斯為例，分析葉爾欽政府如何在西方國家與國際貨幣基金會的外在壓力，和由共黨與民族主義政黨所掌握的杜馬國會之間，進行艱難經濟改革的過程。內外的雙重壓力使得葉爾欽政府在市場化和私有化政策上都產生了搖擺妥協的現象，造成了無效率的企業，從而使得稅收不足，政府的財政面臨危機，而借貸大增，對於國際投資人的依賴也就不斷攀高。此時國際金融危機出現，俄羅斯作為新興市場經濟之一，不免受到波及，從而引發了債市崩盤，盧布暴跌，政府乃被迫管制匯市，形成了俄羅斯的金融危機。

在世界經濟當中，「新興市場經濟」(emergent markets) 主要包含了俄羅斯與東歐等歐洲的前社會主義國家、東亞新興工業化國家、和拉丁美洲國家等三群<sup>1</sup>。在這三群國家當中，拉丁美洲國家首先在一九七〇和一九

---

\*國立台灣大學政治學系教授

<sup>1</sup> 在《經濟學人》(The Economist) 的分類當中，新興市場共有四群，第一群是亞

八十年代遭遇到經濟危機，並請求國際金融機構和西方國家的援救<sup>2</sup>。到了一九九〇年代初期，前蘇聯和東歐各國開始前所未有的經濟體制轉型，由社會主義的計畫經濟轉變成資本主義的市場經濟。伴隨著轉型而來的是生產的減少、物價的上漲、國際收支的惡化和大量的失業。這些前社會主義國家同樣請求國際金融機構和西方國家的援助。最後從一九九七年七月開始，經濟危機席捲東亞新興工業化國家，各國貨幣劇貶、國家財富巨幅縮水、通貨膨脹嚴重、國民所得下降，而泰國、印尼和南韓也紛紛向國際貨幣基金會(IMF)求援。馬來西亞也在受到重創之後採行了劇烈的緊縮措施，並且嚴格地管制國際資金在馬來西亞的流動<sup>3</sup>。東亞的金融危機更向外擴散，造成了拉丁美洲和俄羅斯的巨大震動。在三個不同的時期，新興市場經濟為了不同的原因而陷入危機，而國際金融機構與站在這些機構背後的西方國家便成為新興市場經濟的救援者<sup>4</sup>。

國際金融機構對新興市場經濟的紓困方案反映了新古典主義的經濟哲學。以高利率來抽緊銀根和吸收國外資金被認為是穩定匯率和金融的必要

---

洲的新興工業化國家，包括中國大陸、香港、印度、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣、和泰國；第二群是拉丁美洲國家，包括阿根廷、巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、和委內瑞拉；第三群是埃及、希臘、以色列、南非、和土耳其，比較缺乏共同的屬性；第四群是捷克共和國、匈牙利、波蘭和俄羅斯等歐洲的前社會主義國家。

<sup>2</sup> 當然這種危機在個別國家會不斷出現的，例如墨西哥在一九九四年的匹索危機。

<sup>3</sup> 關於亞洲金融危機的過程，參見長谷川慶太郎著，汪仲譯，《亞洲金融風暴》（台北：時報文化，民國八十七年）；唐欣偉，「東亞金融危機的過程與成因之研究」，學期報告，民國八十八年一月。

<sup>4</sup> 比較反映各新興市場成員國利益的國際經濟組織（例如亞太經濟合作會議，APEC）雖然在此也扮演了若干角色，但是由於力量有限，因此在提出應付危機的對策上無法和由美國所主導的西方國家集團和國際金融組織競爭。參見吳玲君，「從東亞金融危機看亞太經合會建制的本質」，《問題與研究》，第三十七卷，第六期（民國八十七年六月），頁一至一五。此外，東南亞國協（ASEAN）由於在體質上本就強調主權國家的合作，而非集體行為，同時兩大龍頭印尼和馬來西亞都陷入政治的動盪當中，因而無法提供有效的領導，在緩解東亞金融危機上也一樣無力可施。參見 Malaya C. Ronas, "The Financial Crisis in East Asia: Implications for the Regional and International Agenda," paper delivered at The Second ASEAN-ISIS/IIR Dialogue Conference, Taipei, September 30-October 3, 1998, Taipei.

政策。推動經濟體制改革和開放國內市場來滿足國際資本主義所要求的自由化和透明化也不斷地在不同的國家場合被提出。鼓勵私有企業，要求國家放棄對於經濟的壟斷更成為紓困典型條件。總而言之，穩定化（stabilization）、市場化（marketization）、自由化（liberalization）和私有化（privatization）是傳統挽救經濟危機的藥方<sup>5</sup>。從拉丁美洲到前蘇聯和東歐，再到東亞地區，一個又一個的國家在渴求國際金融機構救援的情形下，被迫吞下西方國家所開的藥方，展開痛苦的經濟改革。

新古典學派的經濟主張本身自然是有很大的爭辯餘地的。不過我們在此所要強調的是，透過國際壓力和救援資金的誘因，許多國家在相當程度上都採取了新古典的經濟改革方案，結果造成了西方國家與國際金融機構、各國政府和反映社會上反對意見的各國國會之間緊張的三角關係。基本上政府是處於國會（社會）和國際壓力之間，處境最為困難。<sup>6</sup>這種政經三角關係從拉丁美洲到前蘇聯和東歐，到東亞各國都普遍存在。

在本篇文章當中，我們把俄羅斯放置於上述的架構當中來加以觀察。由於要符合國際貨幣基金會新古典主義的要求，俄羅斯必須保持外匯和資本市場的開放，又要採取緊縮的貨幣和財政政策。另一方面，如果葉爾欽政府想要繼續執政，就必須反映社會的要求，維持一定水平的財政開支，同時要盡量保障就業。由於這兩個要求在俄羅斯的經濟環境之下是矛盾的，因此政府就必須靠借貸來滿足雙方的要求。大量外債最後成為經濟的致命傷，使得亞洲金融風暴在一九九八年八月帶來了俄羅斯的經濟熔解。

---

<sup>5</sup> 關於經濟改革的主要項目，參見 Stanley Fischer and Alan Gelb, "Issues in the Reform of Socialist Economies," in Vittorio Corbo, Fabrizio Coricelli and Jan Bossak, eds., *Reforming Central and Eastern European Economies: Initial Results and Challenges* (Washington, D.C.: The World Bank, 1991)。

<sup>6</sup> 關於國家在國際壓力和國內壓力之間所扮演的角色，參見吳玉山，「俄羅斯經濟改革之研究：1992-1994」，國科會專題研究報告，NSC 86-2414-H-002-023，民國八十六年。

## 金融風暴的成因

在一九九七年夏天從泰國點燃的亞洲金融風暴嚴重地衝擊了國際資本主義體系。究竟這個蔓延全球的金融危機是如何造成的，至今各種說法紛紜。由於對於成因的不確定，因此所提出解決問題的方法也就不可能相同。如果拿此次金融危機和一九七〇與一九八〇年代拉丁美洲的經濟危機，及一九九〇年代初歐洲社會主義國家經濟轉型時期的危機相比較，會發現此次危機對於世界經濟的衝擊更大。這不但是因為東亞經濟在世界經濟當中所佔的比例遠高於拉丁美洲和前蘇聯與東歐，東亞金融風暴的擴散效應較前兩波地區性的經濟危機更大，最重要的，是由於東亞經濟長期以來被視為成功資本主義發展的典範，因此東亞的危機相當程度上便是國際資本主義的危機。東亞的經濟在傳統的新古典學派方案下沒有起色，就代表資本主義的經濟哲學有根本的問題。以東亞的新興資本主義體制，配合符合資本主義精神的經濟方案，如果仍然不能夠挽救各國的經濟危機，自然讓人懷疑國際資本主義的基本架構是否健全。

這種挑戰是前兩波新興市場經濟的危機當中所沒有產生的。原因無他，拉丁美洲國家和歐洲的前社會主義國家在體制上並不符合資本主義的典範，因此即使是採用了資本主義的經濟改革方案，如果長期的經濟表現仍不理想，則可以將此種現象歸於這些國家在制度上的先天不足，在採納資本主義體制時有所失誤，改革進行的不徹底，而不是資本主義體制本身有問題<sup>7</sup>。如果用「對外開放」和「本國經濟體制符合資本主義」兩個變項來看，拉丁美洲國家因為長期奉行「進口替代」的政策，因此對外不夠開放，但國內的經濟制度基本上是符合資本主義規範的（私有制和市場機制）。至於歐洲的社會主義國家則不論是對外開放或是本國的經濟體制（公有制和計畫體制）都不符合資本主義的要求。於是當拉丁美洲國家和歐洲的前社會主義國家出現經濟危機的時候，都可以看作是沒有建立標準的資本主義制度體制所造成的問題（參見表一）。但是東亞新興工業化國家絕

---

<sup>7</sup> 關於這一方面的辯論，參見 Ben Slay, "Rapid versus Gradual Economic Transition," *RFE/RL Research Report*, vol. 3, no. 31 (1994), pp. 31-42.

大多數為了推動「出口擴張」的政策，都有開放的資本主義體制，和私有財產與市場機制，而與西方國家在體制上最為接近<sup>8</sup>。那麼如果東亞的經濟表現產生了重大的問題，對於資本主義的衝擊就是非常大的了。此一嚴重性相當程度表現在國際金融投資專家索羅斯（George Soros）在一九九八年九月十五日對美國國會所陳述的證詞當中所說：「過去十年來使我國繁榮的全球資本主義體系已經開始解體——部份亞洲股市的下挫比華爾街一九二九年的崩盤還要嚴重——目前俄羅斯陷入全面金融崩盤的局面中。這情形很驚人，對人類的後果以及政治後果根本無法估量。」<sup>9</sup>

表一：經濟體制與經濟危機

	國內體制符合資本主義	國內體制不符合資本主義
對外開放	西方國家、東亞新興工業化國家（出口擴張）	$\phi^*$
不對外開放	拉丁美洲國家（進口替代）	歐洲前社會主義國家

\*事實上，東亞國家在經濟體制上的分類是有相當爭議的。一種說法是東亞的發展模式是私有制加上國家對於市場的策略性調控，因此是國家資本主義，而不是典型的資本主義。關於此一觀點，參見 Yu-Shan Wu, *Comparative Economic Transformations: Mainland China, Hungary, the Soviet Union, and Taiwan* (Stanford: Stanford University Press, 1994), ch. 1。

面對此次嚴重的經濟危機，我們可以發現許多不同的解釋途徑。這些途徑由淺入深可以分為五個層次。第一個層次是「供需失調 / 景氣循環」，第二個層次是「制度不良」，第三個層次是「國家戰略互動」，第四個層次是「體系危機」，最後第五個層次是「文化缺陷」。以下我們將針對這五個層次的解釋途徑分別加以討論。

就「供需失調」的看法而言，東亞金融危機是源於一群以出口為導向

<sup>8</sup> 關於東亞和拉丁美洲國家的比較，參見 Tun-jeu Cheng and Stephen Haggard, *Newly Industrializing Asia in Transition* (Berkeley: Institute of International Studies, UC Berkeley, 1987).

<sup>9</sup> 索羅斯（George Soros）著，聯合報編譯組譯，《全球資本主義危機》（The crisis of global capitalism）（台北：聯經，民國八十七年），頁 ix-x。

的新興工業化國家彼此相互競爭。由於過度投資導致產能過剩，供過於求，結果造成貿易條件惡化，外匯收入減少，終至入不敷出，而導致外債不斷攀高（尤其在債務結構當中為應付當前需求所積欠的短期債務比重過大）<sup>10</sup>，逐漸無法維持，若干競爭者便受到衝擊，造成本國貨幣劇貶，國民所得縮水<sup>11</sup>。究其實，東亞各國紛紛採出口擴張的政策，而世界市場胃納不足，自然會有危機產生。許多人認為中國大陸在一九九四年實行匯率併軌，造成了人民幣對於美金的大幅貶值，便是此次金融危機的始作俑者。透過那一次的貶值，中國大陸的出口獲得了很大的競爭力，從而壓倒了東南亞國家所提供的產品，於是成為泰國在一九九七年六月爆發金融危機的導火線<sup>12</sup>。早在一九八六年，Dwight Perkins 便提出中國大陸將成為一個「超級新興工業化國家」的看法，並且認為世界市場是否能消化亞洲遽增的出口將會影響所有新興工業化國家的命運，可謂一語中的<sup>13</sup>。不過由於產能過剩會導致出口產品的價格下跌，透過市場機能的運作，供給過剩的現象可以自然化解，此時並不需要政治力量的干預。換言之，現有的市場機制足以化解危機，目前所需要的是有時間來讓市場力量發揮作用。因此政府不應該過度干預，市場開放應該加以維持，價格應該任其浮動，而匯率的升貶也應該依照供需的法則。這基本上是國際貨幣基金會和西方國家的看法。

以上的解釋是偏重於產品市場，另外一個類似的解釋途徑是將重點放置於國際資本的自然流動。國際投資人會不斷地從事理性分析，根據各種資產的預期邊際收益率和相對風險來調整持有比例，這其中包括了外幣資

---

<sup>10</sup> 例如在一九九七年六月東南亞各國短期外債佔外匯存底的比例是：韓國百分之二一四，印尼百分之一八二，泰國百分之一五三，菲律賓百分之八十八，馬來西亞百分之六十二。參見 Chun-tien Hu, "Economic Cooperation Challenges in the Asia-Pacific Region," paper delivered at The Second ASEAN-ISIS/IIR Dialogue Conference, Taipei, September 30-October 3, 1998, Taipei。

<sup>11</sup> 參見麥金(John Makin)對金融風暴成因的看法，載於 American Enterprise Institute for Public Policy Research, "Is Deflation the Real Threat?" *Conference Summary*, May 1998。

<sup>12</sup> 馬凱，「為什麼人民幣不應對全球貨幣升值？」，《經濟前瞻》，第六十期（民國八十七年十一月），頁二。

<sup>13</sup> 參見 Dwight Perkins, *China: Asia's Next Economic Giant?* (Seattle: University of Washington Press, 1986)。

產。由於各種資產的預期收益和相對風險變動快速，投資人對於外幣資產的持有也跟著變動，這就造成國際資金的大量流動，而引起匯率的相對變化。外幣資產的選擇比任何商品市場的交易都要來得靈敏，於是國際收支對於匯率的主要影響便由經常項目轉移到資本項目。這樣說起來，匯率的快速波動是國際資本市場自由運作的必然結果。如果承認資本的自由流動會帶來資本的最佳配置，那麼就不應該管制國際資本在各國經濟之間的進出，如此便只有接受因為國際資金快速移動所帶來的匯率和金融波動。換言之，金融風暴應該被視為在國際資本市場資金自然流動的一時性副作用。

如果把上述新古典的主張稍加放鬆，容許政府在供需失調的時候透過總體經濟政策來加以干預，則應付亞洲金融危機的方法就變成凱因斯式的了。此時政府可以用擴大內需來填補因為出口不暢所帶來的需求缺口，也可以用擴張性的貨幣政策來提供企業維持和發展所需要的資金。

另外一個相似的解釋途徑是把東亞的經濟危機當作自然景氣循環的一個表現。從十九世紀開始，各種對於經濟週期的觀察和解釋就不斷出現，通常分為長波、中長波、中波和短波四種。長波是平均長度為五十年左右的「康德拉季耶夫週期」（Kondratieff cycle）；中長波是平均長度為二十年的「庫茲涅茨週期」（Kuznets cycle）；中波是平均長度在九到十年的「尤格拉週期」（Juglar cycle）；短波則是平均長度為四十個月的「基欽週期」（Kichin cycle）<sup>14</sup>。這些週期都是經濟學家在觀察了歷史上美、英、法、德等國的長期經濟活動之後所發現的規則性經濟波動。造成經濟週期的原因米契爾（Wesley C. Mitchell）認為是單位勞動成本相對於產品價格所發生的變化影響到利潤率的上下波動；克拉克（John Maurice Clark）認為對於成品的需求對透過加速數帶來對於新設備的派生需求，使其具有更大的波動性；熊彼得（Joseph A. Schumpeter）提出了「創新週期」的理論，認為新的生產技術帶來擴張，而技術的飽和與利潤率的下跌則造成衰退；凱因斯（John M. Keynes）認為資本邊際效率的變動帶來了經濟的週期波動；佛利民（Milton Friedman）以為經濟波動的主導因素是貨幣數量；薩繆爾森（Paul A. Samuelson）則將經濟波動視為加速投資和乘數效用結合所造成的

---

<sup>14</sup> 參見沈利生，《中國經濟波動和宏觀調控研究》（北京：社會科學文獻出版社，一九九五），頁一二九。

結果<sup>15</sup>。無論採取何種解釋，資本主義經濟產生週期性的景氣波動是不爭的事實。東亞各國既然採行了資本主義的發展策略，自然會受到景氣波動的衝擊。這次東亞金融危機基本上就是反映了景氣的自然波動。由於景氣循環是市場經濟的自然現象，因此政府所能夠採取的對策是有限的。不過和供需失調論一樣，主張景氣循環論的人也可以將其命題稍微放寬，在承認循環波動不可避免的情形之下，容許政府採取一些減低循環波動幅度的措施，也就是由新古典轉向凱因斯的途徑，透過總體經濟政策的槓桿，來降低危機的衝擊。

不論是供需失調或是景氣循環，這一類的解釋都是將東亞的金融危機視為市場經濟的一個自然調整過程。雖然痛苦，但卻是自由經濟運行的一個必要的代價。這樣理解經濟危機的成因之後，所主張的政策反應當然是有限的。基本上持此論者會認為現存體制的內在機制便足以解決危機。政府所能夠做的，充其量是透過總體經濟政策來緩和衝擊，真正的復原必須依靠市場機制和景氣循環的自然運作。事實上任何超越總體經濟政策的救援做法都是被視為不恰當的。

第二個層次（制度不良）所探索的危機根源較為深層。所謂制度包含三個面向，第一個是各國本身的金融體制不夠健全，市場透明度不夠，不過在這裡並不牽涉到政治層面；第二個是各國的政治制度不夠民主，官商相互勾結，導致國家不當干預與保護，終於引發金融危機；第三個則是國際金融體制不足以肆應資金大量與快速流動的現狀，二次戰後所建立的布萊頓森林體系（Bretton Woods system）有必要做一番全面的檢討與改進。

就對於國內金融體系和政治制度的批評而言，大部分的評論是認為發生金融危機的各國常有大型的企業財團和政府具有良好的政商關係，並且利用此種關係向銀行大量借款，以快速拓展業務，維持高速成長，結果造成負債率偏高，而銀行也成為這些財團的人質，不斷地挹注資金來維持它們的生存，以減少本身的呆帳提列。由於官商勾結，金檢措施不完善，銀行的運作缺乏透明度，沒有金融紀律，國家在政策上又習慣於用資金的控

---

<sup>15</sup> 關於各種經濟波動的理論，參見吳玉山，《中國大陸派系鬥爭與經濟循環互動之研究》，國科會專題研究報告，NSC-84-2414-H-002-037，民國八十五年十月；陳寶森、鄭偉民、薛敬孝、蔡述理著，《美國經濟週期研究》（北京：商務印書館，一九九三）。



制來導引企業的投資行為，因此金融體系不能夠遵照市場的規律，反而充滿了政府的不當干預，形成了貪腐的溫床<sup>16</sup>。當景氣不佳時，企業的償債能力不足，銀行的逾放比例不斷增加，終於超過了體系所能夠承載的極限。政府在巨大的反對黨和輿論壓力之下對於特殊的政商關係也不能夠再屈意維護，於是開始檢討體系的運作方式，而財團與銀行便應聲而倒，整個國民經濟也隨之沈淪<sup>17</sup>。

在東亞金融危機當中，各國過於快速的外資自由化措施也受到論者的批評。就受創最深的泰國、印尼和韓國而言，它們都在金融危機發生前大幅度地放寬了對於資本帳的管制，也吸引了國際資金的大舉進入。由於這些國家的資本相對稀缺，對資本的報酬遠高於工業化國家的水準，因此開放資本市場的結果是帶來了大量的國外資金，從而使得國內企業得以利用向外借貸來維持高速成長。由於債務結構不健全，也就是各國的短期債務比例過大，金融市場上的投機風氣盛行，結果造成了劇烈的波動以及最後的崩盤。這種看法認為各國的國際化和自由化必須搭配其他的經濟改革措施進行，否則會產生不利的影響<sup>18</sup>。

就對於國際金融體制的批評而言，索羅斯是一個典型的例子。一方面他力圖維持全球資本主義（Global Capitalism），另一方面他又攻擊新古典的自由放任主義，認為市場沒有自行回復均衡的可能。索羅斯認定邊陲國家已經逐漸脫離全球資本主義，此時必須以強力的措施挹注資金到這些國家，而這不是依賴自由市場所能夠達到的。因此他主張成立國際信貸保險公司，又主張加強國際貨幣基金會的功能，將全球金融市場加以規範，建立一個中央銀行的體制，對各國的金融狀況隨時加以監看。這些措施都要求大幅度地改變國際金融體系的制度，但是其目的是使資本主義的市場恢復機能<sup>19</sup>。

---

<sup>16</sup> Da-Nien Liu, "A Year after the East Asian Financial Crisis – an Economic Assessment and Implications," paper delivered at The Second ASEAN-ISIS/IIR Dialogue Conference, Taipei, September 30-October 3, 1998, Taipei.

<sup>17</sup> 這可以說是韓國的模式。

<sup>18</sup> Da-Nien Liu, "A Year after the East Asian Financial Crisis—an Economic Assessment and Implications."

<sup>19</sup> 索羅斯，《全球資本主義危機》，第八章。

第二個層次和第一個層次最大的不同是制度論者認為現行制度有重大的缺失，必須加以改善，而供需論者則不強調制度的不良，卻認為市場機制本身便有自我矯正的能力（這就是索羅斯所稱的「市場基本教義」，market fundamentalism）。但是第一和第二個層次卻有一個相同之處，便是基本上服膺傳統的資本主義圭臬。供需論者認為現行的資本主義制度可以化解危機，而制度論者則認為現行制度管制和扭曲仍然太多，不利市場經濟的發展。東亞國家過去的所建立的資本主義體制摻雜了太多國家不當的干預，和私人間的特殊關係，並不是典型的西方式的資本主義制度。綜合言之，供需論者和制度論者都服膺資本主義，前者認為現制度已經符合資本主義的要求，因此可以靜待其發揮作用；而制度論者認為現制度仍然不能夠滿足資本主義的要求，因此主張更進一步朝向西方的資本主義制度調整體質，以期化解危機<sup>20</sup>。無論如何，資本主義制度都被視為最佳的經濟體制，在國際政治經濟學的討論當中，它們都是屬於「自由主義的典範」（liberal paradigm），而這個典範就構成了IMF對各國救援紓困計畫的核心概念。

「國家戰略互動」層次的看法就和供需論與制度論者不同了。以馬來西亞總理馬哈迪（Mahathir Bin Mohamed）為首的一些亞洲菁英認為亞洲金融危機是東西方在經濟戰場上較量的結果。以美國為首的西方國家強迫亞洲國家開放外匯和金融市場，以便利西方的基金進行炒作。又縱容這些國際投機資金掏空亞洲國家的財富之後一走了之，一方面本身獲得利益，一方面又可以削弱東亞的經濟實力，維持西方的獨霸地位。就像供需論和制度論是反映自由主義典範的傳統一樣，「國家戰略互動」看法的背後所反映的是國際政治經濟學的「國家典範」（statist paradigm）。國家戰略互動論者不認為國際資本主義體系本身存在重大的問題，事實上東亞新興工業化國家在這個體系之下的卓越表現證明了它們有能力在西方國家所訂定的遊戲規則之下，達成快速的發展，並且對西方構成重大的壓力。當前金融危機的成因反而是西方戒懼東亞的發展，因此一方面強迫東亞國家開放

---

<sup>20</sup> 一個典型的例子是 Chun-tien Hu, “Economic Cooperation Challenges in the Asia-Pacific Region”，在此篇論文當中一方面提出供需失調的觀點，一方面又認為各國的金融制度有缺陷，政治不穩定，而其解決危機方案基本上就是完善世界資本主義制度，包括檢討國際金融制度、透過雙邊或多邊途徑來協助解決現金帳赤字的問題、各國分享資訊、與強化各國國內的金融與銀行體系等。

資本市場，一方面利用國際投資客來加以突襲打壓。過於快速的國際化和自由化造成了東亞新興工業化國家無法防衛本國的經濟體系。面對此種態勢，東亞國家的對策應該是透過政府的管制來箝制投機客的行為，並且強力衛護本國的貨幣。<sup>21</sup>在國內經濟方面，服膺國家典範的人士會主張超越供需論的總體經濟政策，而直接向特定產業或甚至於向個別企業傾斜。由於一切制度對於國家論者而言都是國家追求發展的工具，因此他們對於市場並沒有內在的尊重，也不認為國家的政策要受到特定經濟學理論的拘束。

「資本主義發展國家」(capitalist developmental state)的傳統使得許多東亞國家在採取非正統政策時較少顧忌<sup>22</sup>。

除了自由主義典範和國家典範之外，另外一個國際政治經濟學的傳統就是「激進主義典範」(radical paradigm)<sup>23</sup>。這個典範可以被視為馬克斯主義的國際化，其基本的命題是對國際資本主義採取全面性的批評，認為它是建築在依賴和剝削之上，同時斷言資本主義存在深刻的矛盾和危機，會在一定時期爆發出來。如果用在亞洲金融危機的分析上，這就是「體系危機」的看法。此種看法認為當前的亞洲金融危機是整個國際資本主義制

---

<sup>21</sup> 馬來西亞在一九九八年九月二日宣佈將馬幣和美元的匯率固定在 3.8 Ringgit / \$US，並規定外人在馬國股市的投資必須在一年後才可以撤資，同時馬幣只能在馬來西亞交易，九月底前沒有匯回的馬幣一律作廢。這些動作雖然受到許多自由主義典範支持者的質疑，但是也得到一些西方經濟學者的有限支持，其中包括最早點出東亞國家將會面臨危機的 Paul Krugman。參見 Paul Krugman, "Saving Asia: It's Time to Get Radical," *Fortune*, 7 September 1998, pp. 33-38；及 Paul Krugman, "A Letter to Malaysia's Prime Minister," *Fortune*, 28 September 1998, pp. 25-27。

<sup>22</sup> 關於「發展國家」的傳統，參見 Chalmers Johnson, *MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925-1975* (Stanford: Stanford University Press, 1982), ch. 9; Chalmers Johnson, "Political Institutions and Economic Performance: The Government-Business Relationship in Japan, South Korea, and Taiwan," in Robert A. Scalapino, Seizaburo Sato, and Jusuf Wanandi, eds., *Asian Economic Development--Present and Future* (Berkeley: Institute of East Asian Studies, 1985), pp. 63-89; Robert Wade, *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1990)。

<sup>23</sup> 關於這三種不同的典範，參見 Edwin A. Winckler and Susan Greenhalgh, eds., *Contending Approaches to the Political Economy of Taiwan* (Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1988), pp. 5-12。

度內在矛盾的顯露，不是用部份的制度改革所能夠化解的。由於開發中國家進入國際資本主義剝削性的交換關係一定是得不償失，因此最佳的政策便是脫離體系。

比「體系危機」層次更進一步的是「文化缺陷」，也就是認為在東亞文化當中的若干成素會阻礙資本主義經濟的發展，最終形成危機。這個看法和以往用文化因素來解釋東亞經濟奇蹟的理論正好相反。從韋伯（Max Weber）開始，許多經濟社會學家都注意到文化和經濟發展之間的關係。韋伯本人一方面認定新教倫理會創造資本主義精神<sup>24</sup>，一方面卻又以為中國的儒家文化會阻礙經濟的現代化<sup>25</sup>。到了東亞經濟蓬勃興起之後，文化論的解釋又大行其道<sup>26</sup>。有認為儒家文化在功能上就和新教倫理一樣，也出現了「入世禁欲主義」，並影響了商人階層<sup>27</sup>；有認為儒家文化對於「產生」資本主義缺乏作用，但是對於「模擬」資本主義卻有效用<sup>28</sup>；有認為儒家文化是透過「家族倫理」、「成就動機」、「工作倫理」和「關係取向」等內容，從而促進了資本的累積和人力資源的充分利用<sup>29</sup>；還有研究區分了中國、韓國和日本不同的儒家文化，並且認為這些不同的分支對於各國的經濟發展起了不同的作用<sup>30</sup>。這種用文化來解釋經濟表現的研究方法本來主要是學術

<sup>24</sup> 關於韋伯的理論，參見 Reinhard Bendix, *Max Weber: An Intellectual Portrait* (Berkeley: University of California Press, 1977)。

<sup>25</sup> 關於韋伯對於中國的看法，參見韋伯著，簡惠美譯，《中國的宗教：儒教與道教》（台北：遠流，民國八十年）；顧忠華，「韋伯的中國研究」，載於傅偉勳與周陽山編，《西方思想家論中國》（台北：正中，民國八十二年）。

<sup>26</sup> 見顧忠華，「儒家文化與經濟倫理」，載於劉小楓，林立偉編，《中國近現代經濟倫理的變遷》（香港：香港中文大學，中國文化研究所，一九九八），頁四七；杜維明，《現代精神與儒家傳統》（台北：聯經，民國八十五年）；與杜念中、楊君實編，《儒家倫理與經濟發展》（台北：允晨，民國七十八年）

<sup>27</sup> 參見余英時，《中國近世宗教倫理與商人精神》（台北：聯經，民國七十六年）。

<sup>28</sup> 陳來，「世俗儒家倫理與後發現代化」，載於劉小楓，林立偉編，《中國近現代經濟倫理的變遷》（香港：香港中文大學，中國文化研究所，一九九八），頁一九至一二。

<sup>29</sup> 參見 Peter L. Berger and Hsin-Huang Michael Hsiao, *In Search of an East Asian Development Model* (New Brunswick, N.J.: Transaction, 1988)中的討論。

<sup>30</sup> 參見 Gilbert Rozman, "The East Asian Region in Comparative Perspective," in Gilbert Rozman, ed., *The East Asian Region: Confucian Heritage and Its Modern Adaptation* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1991)。

討論，但是自從馬來西亞的馬哈迪和新加坡的李光耀大力提倡「亞洲價值」(Asian Values)，並且和西方價值加以相對立之後，東西方的文化論爭便開始抬頭<sup>31</sup>，並且將重心置於何種價值對於促進經濟發展更為有利<sup>32</sup>。而當亞洲金融危機開始之後，許多西方的評論便針對東亞的文化進行批評和檢討，認為重視關係取向、缺乏法治精神的東亞國家難以建立真正的資本主義市場經濟<sup>33</sup>。於是東方文化(尤其是儒家文化)瞬間由推動經濟發展的功臣變成了帶來金融危機的禍首，亞洲價值也成為眾矢之的。不過縱使接受在東亞文化之上不容易搭建資本主義體系，由於文化的改變緩慢，用文化途徑來解決金融危機必然會緩不濟急。

從「供需失調 / 景氣循環」的層次到「制度不良」的層次，再到「國家戰略互動」的層次和「體系危機」的層次，最後到「文化缺陷」層次，金融危機的根源不斷深入，而所要求的對應策略也越趨激進。很明顯地，如果經濟危機無法用較低層次的方式加以解決，較深層次的解釋會更易為人所接受，而政府也就更可能會採取更激進的對策方案。這種關係很清楚地表現在表二當中。

表二：解釋危機的不同層次與對應策略

危機根源所在層次	危機的對策	學說典範
供需失調 / 景氣循環	讓市場機制自行發揮作用，政府不宜介入太多(新古典) 政府可以採用總體經濟政策來擴大內需或減輕週期波動(凱因斯)	自由主義
制度不良(國內金融體系、政治制度、國	完善金融體系、增進民主、強化國際金融體系	自由主義

<sup>31</sup> 參見 Richard Robison, "The Politics of Asian Values," *The Pacific Review*, vol. 9, no. 3 (September 1996), pp. 309-327.

<sup>32</sup> 反映此一現象，在一九九五年十二月澳洲梅鐸大學和香港大學舉辦了一場 Contest for Asia Conference，以亞洲價值作為討論的核心。參見 Wu, Yu-Shan, "Away from Socialism: The Asian Way," paper presented at the Hong Kong University, Hong Kong, December 4-5, 1995.

<sup>33</sup> 參見田長霖，「亞洲金融風暴衝不垮亞洲經濟？從人文環境看亞洲金融危機」，《工商時報》，民國八十七年五月二十六日、二十七日，第四十版。

際金融體系)

國家戰略互動

國家積極干預市場，產業政策向特定  
產業或企業傾斜

國家典  
範

體系危機

與國際資本主義體系脫鉤

激進典  
範

文化缺陷

逐漸改變文化(緩不濟急)

文化典  
範

---

## 俄羅斯面臨金融風暴時的背景

俄羅斯在面臨金融風暴時已經經歷了七年半的經濟轉型，並且形成了特定的經濟結構。這個結構是在兩種相反的壓力下形成的。一方面國際金融機構和西方國家要求俄羅斯政府採取以穩定化、市場化、自由化和私有化為鵠的的「震盪治療」(shock therapy)，一方面俄國社會和反對黨要求盡量減輕經改所帶來的痛苦，要求寬鬆銀根、控制重要物價、限制國際資本的活動、以及保障俄羅斯職工的權益。每當俄羅斯政府採用霹靂手段推動經濟改革時，就會產生巨大的社會代價，而反對黨便以國會為根據（一九九二至一九九三年是人民代表大會，一九九四年以後是國家杜馬），強迫政府修改政策。社會壓力特別會在選舉時產生（一九九三、一九九五年國會大選；一九九六年總統大選），選舉前（為了爭取選票）後（當反對勢力剛控制國會時）政府的立場尤為虛弱。另一方面，每當經改趨緩而保護主義的弊端顯露時，政府較有立場堅持改革。此時西方國家和國際金融機構的壓力尤其強大，而俄羅斯政府在債務纏身、經改有賴西方支持的情形下也必須遵從這一方面的意見。當離選舉還有一段時間或葉爾欽勝選後政府改革的力量較為強大。由於國際和國會的壓力高峰交替出現，俄羅斯政府的經改政策便不斷在兩者之間擺盪，這樣所造成的經濟結構在面對金融危機時是非常脆弱的。

俄羅斯的前身是蘇聯。蘇聯的經濟成長在布里茲涅夫（Leonid Brezhnev）統治的後期便已經趨近停滯。雖然在一九五七、一九六五、一九七三和一九七九年蘇聯曾經試圖推動在統制經濟體制內的經濟改革，但是都成效不彰<sup>34</sup>。於是到了戈巴契夫（Mikhail Gorbachev）成為蘇聯共產黨的總書記之後，便開始綢繆從根本上來改變原有的經濟體制。從一九八五到一九八七年，由於本身的政治力量不足以完全壓倒中央經濟官僚和保守的共黨領袖，因此戈巴契夫所推動的一系列措施（例如「加速」（uskorenie）、反酗酒運動、工資改革和建立國家品管制度等）都還不是

---

<sup>34</sup> 關於蘇聯的經濟改革史，參見 Edward A. Hewett, *Reforming the Soviet Economy: Equality Versus Efficiency* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1988)。

體制性的<sup>35</sup>。不過到了一九八八年之後，由於戈巴契夫開始能夠全盤掌握局勢，於是一種仿效匈牙利在一九六四年「新經濟機制」(New Economic Mechanism)的市場社會主義改革便透過「蘇聯國有企業法」而推展開來(參見圖一與圖二)<sup>36</sup>。

戈巴契夫後期(一九八八至一九九一)的改革基本上是在維持社會主義公有制的體制之下，透過引進市場機制和要求企業自負盈虧來達成增進生產效率的目標。雖然戈巴契夫在鼓勵合作社和個體經濟方面也有若干的著重，並且希望透過開放來吸引外資，但是改革的主軸還是國營企業的市場化改革<sup>37</sup>。由於所有制沒有改變，企業軟預算的問題就沒有辦法徹底解決，於是市場化的結果必然帶來企業支出的大量增加，包括工資的上漲。在物價已經逐漸放開的情況下，企業和家戶部門支出的增加自然導致物價的急速上漲。結果到了一九九一年，蘇聯的生產負成長了百分之十五，通貨膨脹率則高達百分之一五<sup>38</sup>。經濟危機的出現配合民族問題的引爆終於在一九九一年底將蘇聯送進歷史<sup>39</sup>。

葉爾欽(Boris Yeltsin)在一九九二年初所繼承的俄羅斯是一個處於經濟危機當中的國家。他改變了戈巴契夫市場社會主義的經改架構，決定大膽地走向完全的資本主義(參見圖二)。為了達到這個目的，葉爾欽重用蓋達(Yegor Gaidar)為首席經濟顧問，以副總理的身分實際掌控經濟改革的大權。蓋達對於經改的設計類似波蘭的巴爾策羅維茨(Leszek Balcerowicz)，以穩定化為第一要務，同時並放開物價<sup>40</sup>。這個安排是希望

---

<sup>35</sup> 關於戈巴契夫初期的改革，參見 Anders Aslund, *Gorbachev's Struggle for Economic Reform: The Soviet Reform Process, 1985-88* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1990)。

<sup>36</sup> 匈牙利的經濟改革大師科奈爾(Janos Kornai)對市場社會主義改革的闡述是最為權威的。參見 Janos Kornai, "The Hungarian Reform Process: Visions, Hopes, and Reality," *Journal of Economic Literature*, vol. 24, no. 4 (1986), pp. 1687-1734。

<sup>37</sup> 參見吳玉山，《遠離社會主義：中國大陸、蘇聯和波蘭的經濟轉型》(臺北：正中，民國八十五年)，第四章。

<sup>38</sup> *EIU Country Report: Russia*, no. 4, 1991, p. 13.

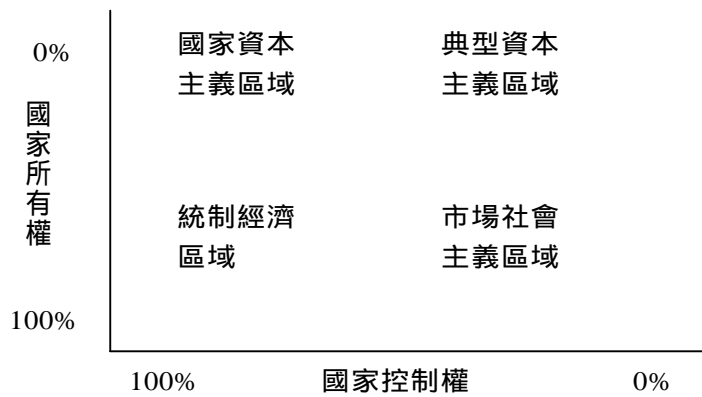
<sup>39</sup> 關於蘇聯在多重危機的壓力之下覆亡的過程及其分析，參見吳玉山，《共產世界的變遷：四個共黨政權的比較》(臺北：東大，民國八十四年)，第四章。

<sup>40</sup> 參見吳玉山，《遠離社會主義：中國大陸、蘇聯和波蘭的經濟轉型》，第五章。

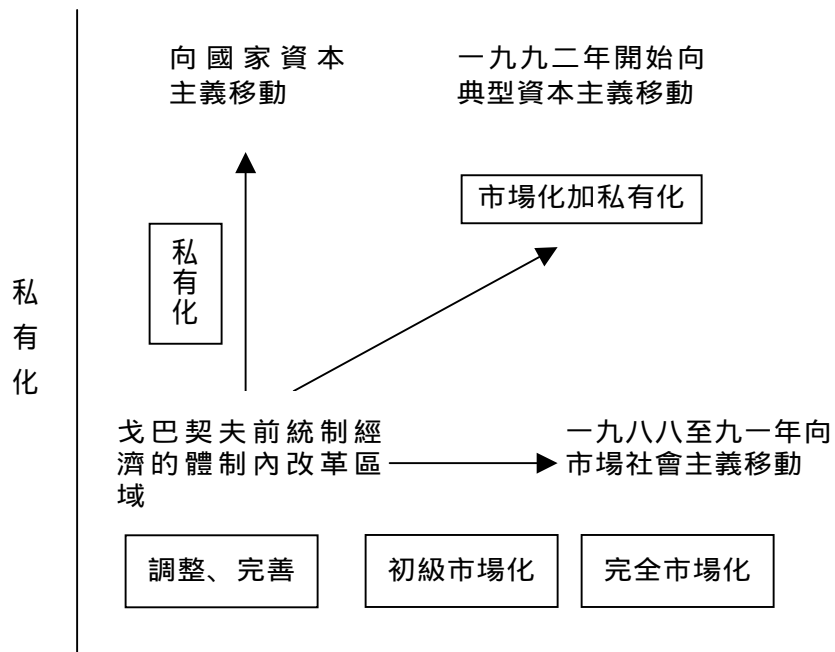


以自由價格作為配置資源的機制，又用抽緊銀根的方式來控制住通貨膨脹。但是施行的結果卻是物價飛騰，而生產下跌。在一九九二年的第一季，俄羅斯的商品與服務價格上漲了百分之一、二，而 GDP 與去年同期相比下跌了百分之十六，民怨自然沸騰。同時期盧布對美金大貶，政府的赤字翻升，達到了 GDP 的百分之六點八。個人所得比一九九一年十二月降低了百分之七十一，銀行儲蓄也失去了百分之八十二的價值。

圖一：國家的所有權和控制權與經濟體制



圖二：社會主義經濟改革的路徑



---

### 市場化

在這種惡劣的經濟環境當中，製的國會（人民代表大會）開始大肆抨擊葉爾欽，而政府也被迫做出反應。當時有兩個決策對於日後產生了深遠的影響。第一個是在貨幣政策方面，從四月開始政府放鬆了管制，到了七月，主張保護企業最力的葛拉成科（Viktor Gerashchenko）取代馬秋行（Georgii Matiukhin）成為俄羅斯中央銀行的主席，對企業的軟放款更大幅度地增加，而消費者物價指數也不斷攀升。因此就穩定化的角度而言，俄羅斯的震盪治療事實上只實行了四個月，和波蘭的情形相去甚遠<sup>41</sup>。到了一九九三年國會和政府之間的爭執更形擴大，導致四月的公民投票，和十月的武力對抗。在十月動亂之後，葉爾欽沒有國會的掣肘，西方國家對他多所支持，他的財政部長費多洛夫（Boris Fedorov）便大力推行緊縮的貨幣政策，因此在新杜馬國會（State Duma）開議之前，俄羅斯的貨幣政策又回到一九九二年頭四個月的情形。但是由於一九九三年十二月國會選舉反對力量獲得很大的勝利，齊諾梅爾金總理（Viktor Chernomyrdin）在面對新國會時採取了低姿勢，於是貨幣政策又開始放鬆<sup>42</sup>。在此種態勢之下，一九九四年俄羅斯的通貨膨脹非常嚴重，國際金融組織和西方國家對其施展了很大的壓力，政府被迫重新緊縮貨幣，結果一九九五年俄羅斯的通膨局面獲得了較大的改善。到了一九九六年，因為總統選舉在六月舉行，葉爾欽必須拉攏各種利益團體和產業工人，於是政府的貨幣政策又趨寬鬆，而通貨膨脹又逐漸高漲。這種態勢一直到一九九七年才獲得紓解。當年俄羅斯從脫離蘇聯獨立以來第一次經濟出現正成長，而通貨膨脹也獲得較佳的控制。綜觀俄羅斯從一九九二年開始的穩定化之路，可謂顛簸難行，其政策在鬆緊之間擺盪，充分反映出俄羅斯政府處於國際壓力和國內需求之間的兩難地位<sup>43</sup>。

---

<sup>41</sup> 參見 Ben Slay, “Rapid versus Gradual Economic Transition”。

<sup>42</sup> 此種態勢反映在蓋達和費多洛夫在一九九四年一月新國會開議後立刻去職。

<sup>43</sup> 關於俄羅斯政府的貨幣政策在鬆緊之間的擺盪，參見梁絮萍，「一九九二年至一九九四年俄羅斯國有企業改革政策取向之變化」，政治大學俄羅斯研究所碩士論文，民國八十七年七月。

葉爾欽在一九九二年面對國會的挑戰時所做出的第二個重要決定是改變了私有化的方案。私有化是俄羅斯的經濟改革從一開始就確定的目標，但是究竟應該採取哪一種私有化的方案卻始終有許多的爭議。私有化的方案有多種，而各種方案對於企業效率、財富分配、政府收支、民主鞏固和選民支持等各個面向的影響都不相同。在表三當中，我們可以很清楚地看到，全民憑證私有化和職工私有化（包括直接配股和優惠認購）對於企業的經營效率都無法增益，但是在政治上卻容易受到歡迎。另一方面，如果透過股票上市或拍賣競標的方式，有可能會尋覓到有高度經營意願的投資人，從而大幅改進經營效率，但是在政治上此種方式不易討好選民。同時釋股的對象如果是特定財團，有嚴重的內線交易的情況，或拍賣競標時有嚴格的資格限制，則企業的新擁有者可能是靠和政府的特殊關係獲得企業的所有權。在此種狀況之下，軟預算便不容易排除，而企業的經營效率便難以改進<sup>44</sup>。由於私有化的方案各有利弊，在選擇時便有相當大的困難。基本上主張改革的人士會主張以股票上市和拍賣競標的方式來移轉國家股權到私人手中，希望能夠增進企業的經營效率，同時可以充裕國庫。然而如果因為經濟改革帶來民眾很大的痛苦，反對黨趁勢批評，造成改革派的政府岌岌可危，則站在維護政權的考慮，政府便有可能轉向職工私有化或全民私有化的方案，此時政治考量便會超過經濟效率的考量<sup>45</sup>。

俄羅斯的國有企業私有化分為兩個階段。第一階段是從在一九九二年一月到一九九四年六月，其特色是職工私有化和全民私有化。第二階段是從一九九四年七月到一九九五年年底，其特色是以出售股票的方式來移轉國有企業的所有權到私人手中。事實上在一九九一年底俄羅斯開始計畫私有化方案的時候，最主要的考慮因素是經濟效益和國家的財政收入，因此計畫中的主要形式是拍賣競標和股份化，另外為了減少職工的阻力，也有一些職工私有化的特色，但這不是主要的<sup>46</sup>。因此到了一九九二年四月，蓋

<sup>44</sup> 參見吳玉山，「俄羅斯經濟改革之研究：1992—1994」。

<sup>45</sup> 關於俄羅斯私有化受到政治的影響情形，參見 Michael Macfaul, "State Power, Institutional Change, and the Politics of Privatization in Russia," *World Politics*, vol. 47, no. 2 (January 1995), pp. 210-243.

<sup>46</sup> 這裡主要是指葉爾欽在一九九一年十二月二十九日所發佈的《關於加速國有和私有企業私有化》的總統命令。該命令批准了一九九二年俄羅斯政府的私有化綱

達和負責私有化的楚拜斯 (Anatolii Chubais)<sup>47</sup> 仍然主張以下諾弗哥羅德模式作為典型<sup>48</sup>。然而由於國會中反對派的壓力，在六月所通過的一九九二年私有化計畫卻將重心移轉到全民私有化和更進一步的職工私有化上來，這是政治考慮超過經濟考慮所帶來的結果<sup>49</sup>。

由於國有企業的所有權屬於國家，而人民便是國家的主體，因此將企業先股份化，再將股份分給人民，在直觀上是處分國有資產最公平的方法。這個方法對於深受共產意識形態和平均主義影響的俄羅斯人民而言更是具有吸引力，因此全民私有化便成為蓋達和楚拜斯發動社會力量支持改革的

---

要，決定以競爭拍賣和股份化的方式來作為國有企業私有化的主要模式。當時認為拍賣國家資產可以增加財政收入，同時有償出讓才能使得新業者努力經營。如果是無償分配則無法提供經營者提升效率的動機，最後只會荒廢國家資產，照楚拜斯的話說，就是「隨風而至者必隨風而逝」。參見 Lynn D. Nelson and Irina Y. Kuzes, *Property to the People: The Struggle for Radical Economic Reform in Russia* (Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1994), p. 63。

<sup>47</sup> 楚拜斯主持國有財產管理委員會，從經濟改革一開始就負責私有化的任務，一直到一九九五年第二階段私有化進行完畢為止。他在一九九五年年底國會大選共黨大勝後，為了讓葉爾欽能夠安撫反對黨，以利其總統大選而去職。但是在葉爾欽連任成功後，楚拜斯又被重新任命為總統府秘書長，以及握有經濟大權的副總理（一九九七年三月）。楚拜斯最後是因為財務醜聞而在一九九八年三月被解職。

<sup>48</sup> 下諾弗哥羅德 (Nizhnii Novgorod) 在俄羅斯經濟改革初期以拍賣形式進行私有化，並且鼓勵私人興業，成效卓著，創造了諾弗哥羅德模式，成為經改典範。

<sup>49</sup> 在葉爾欽一九九一年十二月二十九日的總統命令當中，已經規定職工可以無償取得私有化企業百分之二十五無投票權的股份，並且可以用七折的價格購買另外百分之十的股份。企業領導成員（包括經理、副經理、總工程師、總會計師及大企業車間主任一級的領導人）可以按照票面價值優惠購買百分之五的股份。到了一九九二年六月，俄羅斯最高蘇維埃通過了國有財產委員會所提的私有化計畫，規定除了原有的職工私有化方案之外，本企業的員工又可以用股票票面價值一點七倍的價格購買公司百分之五十一的股票，其中一半並且可以用股票憑證購買，不得分期付款，其餘的股票由財產基金拍賣。結果到了一九九二年底，採用新方案辦理私有化的國有企業佔全部私有化企業的百分之五十，可見其受歡迎的程度。另外採用原有的職工私有化方案的也佔到百分之四十五。在一九九二年的計畫中又提出在中型企業當中如果公司特定職工團體願意擔負經營責任，並且保證不會讓公司破產，則在三分之二職工同意的情形下，承包人可以以票面價格購買百分之二十的股份，而公司職工可以用三年分期付款的方式以七折價購買另外百分之二十的股份。這些方案都是以職工私有化為目標，希望能夠獲得職工的認同，並且為政府爭取國有企業職工的支持。

重要措施。如果能夠獲得民間的支持，國會中的反對勢力便不足畏懼。除了這些考慮之外，經濟的衰頹使得民間缺乏資金來購買國有企業的股票，阻礙了私有化的進程，從而危及整個經改大業的推動，因此要推動私有化便無法固執地要求有償出賣國有產權。最後，全民私有化所創造的新興資產階級將會是改革最可靠的支持者。葉爾欽說全民私有化是為了使所有的人民都參與經濟轉型。藉著分配資產來增加新政權的合法性，以及藉著創造大量的小資產者來減低共黨的威脅是自從二次大戰結束以來美國所常用的策略，此時也被葉爾欽所採用<sup>50</sup>。基於這些考慮，俄羅斯政府便在一九九二年的十月向全民發放了一億四千四百萬張每張面值一萬盧布的私有化憑證。

表三：私有化的方式與影響

私有化的方式	影響				案 例
	企 業 效 率	公平性與政治上的可行性	有償或無償 - 政府財政收入	對穩定總體經濟的影響	
全民憑證（大眾）私有化	如無法產生戰略性投資人則效率增長有限	極高	無償 無增益	如果憑證成為準貨幣在市面流通，則會帶來通貨膨脹的壓力	第一階段的俄羅斯私有化計畫；捷克的主要私有化計畫
職工配股	甚低	高	無償 無增益	無	莫斯科在一九九二年推行的碧雅雪娃計畫*
職工優惠認購股票	甚低	高	部份有償少量助益	因為國家有若干貨幣收入，對減低通膨略有助益	第一階段的蓋達 - 葉爾欽計畫
對國人招標或拍賣股票	高（但程序必須公平）	中等	有償 高	有助於貨幣回籠和穩定物價	第二階段的俄羅斯私有化計畫

<sup>50</sup> 即如在二次大戰後美國在日本、南韓和台灣所支持的土地改革，或是如沙俄末期斯脫里平的土地改革。參見 Yu-Shan Wu, *Comparative Economic Transformations: Mainland China, Hungary, the Soviet Union, and Taiwan* (Stanford: Stanford University Press, 1994), ch. 5。

公開招標或拍賣股票（不限國人）	高（但程序必須公平）	低	有償高	有助於貨幣回籠和穩定物價	匈牙利經驗
幹部私有化	中等	最低	幾乎無償 少量助益或無	無	私有化開始前的俄羅斯

\*在一九九一年六月，波波夫擔任莫斯科市長，請碧雅雪娃為其經濟顧問。碧雅雪娃強調的是快速移轉所有權，而職工私有化最能夠符合她的要求，因此設計出將國有企業移轉給職工的私有化計畫，而莫斯科也成為職工私有化的第一個試點。

除了強調全民私有化之外，另外一個減少私有化阻力的方式就是進一步加強職工私有化的程度。職工和本企業的利害關係最深，對本企業的私有化方式也最為在意，他們的態度和私有化能否順利推行更是息息相關。在共產主義意識形態的教育之下，職工對於本身所工作的企業感覺到擁有特殊的權利和地位。他們一般恐懼標售、拍賣和公開出售股票所造成的企業所有權轉移對於他們的切身利益所帶來的影響。因此為了讓員工能夠不受威脅，歡迎私有化，就必須設計出有效的職工私有化方案。職工私有化的另外一個考慮因素是在政府正式推動私有化的工作之前，由企業的領導階層所暗中進行的「幹部私有化」已經將大筆國家資產納入企業經理的個人手中，結果造成一般職工的極大反感。為了顯示公平，並爭取職工的支持，政府便必須壓制企業領導的特權，而推出嘉惠一般職工的私有化模式<sup>51</sup>。爭取職工支持在政治上更有一個重大的意義，就是在國有企業佔絕大比重的俄羅斯，職工及其眷屬構成了龐大的投票部隊，任何一個想要爭取民眾支持的政黨都不可能漠視職工的權利。

面對反對黨的威脅和社會對於經濟改革的反感與抗拒，葉爾欽認為如何讓私有化進行下去比選擇經濟上最有效率的私有化途徑更為重要，於是開始向職工私有化與全民憑證私有化傾斜。事實上在這兩者之中，職工私有化佔據了主要的地位，而全民憑證私有化不過是職工私有化背書的工具。造成此種現象的原因是第一，俄羅斯的改革者太過於強調職工優先購股的權利；第二，私有化憑證是以現金定價，而不是像捷克一樣以點數計

<sup>51</sup> 參見 Silvana Malle, "Privatization in Russia: Options and Transaction Cost," in Robert W. Cambell, ed., *The Postcommunist Economic Transformation* (Boulder, CO: Westview, 1994), p. 164.

數，因此在劇烈的通貨膨脹之下受到很大的侵蝕<sup>52</sup>；第三，俄羅斯的憑證不是登記在特定人之下，而可以公開交易，因此破壞了平等分享國有資產的原則；第四，憑證在俄國的用途廣泛，又可以兌換貨幣使用、又可以投資基金、又可以購買公寓，事實上成為一種準貨幣，喪失了分配國有資產的特定功能。對職工的優惠待遇加上對私有化憑證使用方式的不合理規定（現金計價、可轉讓、可兌現）使得職工私有化成為實際上處理國有企業資產的主流，而全民私有化的作用僅限於政治號召。

在此種情況之下，不可避免地會產生一些經濟上的不利後果。職工私有化的主要缺點在於第一，職工獲得公司的股權主要是透過低估的資產和國家所發放的私有化憑證，並不是以個人的資金去從事投資，也因此對於企業的經營成敗和收益狀況缺乏足夠的關心<sup>53</sup>。第二，一般職工由於股權零散，所寄望於股票的不過是定期的分紅，也不可能參與決策<sup>54</sup>。而作為工人，他們更講求的是工作的保障，和如何在劇烈的通貨膨脹之下維持實質工資，也就是要求就業保障和增加工資。於是企業不能解雇工人，還要在經營狀況極端惡劣的情形下加發工資，這自然是和增進企業的效能互相抵觸的<sup>55</sup>。因此由職工來作為企業的所有人，便不易改進企業經營的績效，反映到國民經濟上來就是總產值的持續下跌。由於經濟繼續萎縮，自然加深了物價上漲的壓力，俄羅斯的經濟在一九九二到一九九四年之間很清楚地表現出滯脹的局面。

第一階段私有化在數字上的成績非常亮麗。國有經濟在國內生產毛額中的比重很快地由一九九二年初的百分之八十七下降到一九九四年中的百分之四十二，其中工業部門的私有化更達到了百分之七十的程度。到了一

---

<sup>52</sup> 在推行全民私有化最成功的捷克，一般人民可以用相當於一點二五美金的價格購買私有化的點數券，然後再付三十五美金將其登記為本人名下。點數券是用來投資於私有化基金，然後私有化基金再來標購企業股票。捷克的全民私有化進展相當順利，同時相當受到民眾的歡迎，因此增強了當時的財政部長，後來長時間擔任總理的克勞斯（Vaclav Klaus）的聲望。

<sup>53</sup> 參見 Silvana Malle, "Privatization in Russia: Options and Transaction Cost," p. 165。

<sup>54</sup> 參見許新，「俄羅斯私有化評析」，《世界經濟》，一九九六年第四期，頁四七。

<sup>55</sup> 私有化企業不願意解雇工人的另外一個原因是企業雇用工人的數目越大，它和政府討價還價的籌碼就越多。參見 Anders Aslund, "Russia's Success Story," *Foreign Affairs*, vol. 73, no. 5 (September/October 1994), p. 67。

九九四年底，私有化使得六千萬人成為股東，約佔俄羅斯居民總數的百分之四十。這個規模是空前的，而俄羅斯私有化所帶來的股東人數也是全世界最多的。在一九九四年底實現私有化的企業共有十一萬二千六百個，佔所有國家和私人企業總數的百分之四十七<sup>56</sup>。私部門並且雇用了百分之六十的勞動力，其生產佔 GDP 的百分之五十<sup>57</sup>。雖然有這些巨大的進步，但是私有化所應該創造出來的效率和成長卻遲遲沒有出現<sup>58</sup>，這其中的關鍵就是職工私有化的內在問題<sup>59</sup>。

正是由於私有化的經濟表現不佳，所以俄羅斯政府在一九九四年七月一日開始第二階段的私有化時，便改變了私有化的主要形式。新計畫主張要「促進戰略性私有者的形成」，也就是要找到有長期目標並且善於經營的國有企業的購買者<sup>60</sup>。在這種考慮之下，拍賣和招標又成為出售國有企業的主要形式，也就是回到了一九九二年初的情形。只不過這一次透過拍賣和招標所出售的是國有企業的大宗股票（依規定不得少於公司法定資本的百分之十五到百分之二十），結果只可能有一個得標者，而此得標者必然是資金雄厚的投資人<sup>61</sup>。在第一階段的私有化當中，職工對於企業的股票具

<sup>56</sup> 參見許新，「俄羅斯私有化評析」，頁四七。

<sup>57</sup> 參見 Robert W. Campbell, "Evaluating Russian Economic Reform: A Review Essay," *Post-Soviet Affairs (Soviet Economy)*, vol. 12, no. 2 (April-June 1996), p. 181.

<sup>58</sup> 參見智效和，「俄羅斯國有企業私有化新階段的政策調整」，《經濟科學》，一九九五年第一期，頁六六。

<sup>59</sup> 當然對於認為私有化的速度和幅度是很重要的經濟改革目標的人士而言，俄羅斯的私有化無疑是成功的。參見 Maksim Boycko, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Privatizing Russia* (Cambridge, MA: MIT Press, 1995)。

<sup>60</sup> 根據費多洛夫 (Boris Fedorov) 的看法，第一階段的私有化是意識形態化的，並不是真正的私有化。指望通過廣大的職工和公民來提高效率是愚蠢的。私有化應當是讓有錢的並且知道怎樣發財的人進入企業。參見智效和，「俄羅斯國有企業私有化新階段的政策調整」，頁六七。

<sup>61</sup> 這種做法非常類似波蘭在相同時間 (一九九四年十月) 所推動的私有化。在波蘭的計畫當中，每一個要私有化的國有企業都必須將其股票的百分之六十交給十五個左右的國家投資基金，其中佔股最多的控股基金要掌握百分之三十三的股份。這一部份的股份如果要轉讓必須一起轉讓，不能分割，同時控股基金在九席的董事當中要佔四席，其餘十四個基金則均分百分之二十七的股份。這一部份的設計是為了確保戰略投資人的存在。同時波蘭的公民可以低價購買公司的股票，從而使全民私有化和戰略投資人結合起來。另外職工可以無償獲得百分之十五的股



有優先認購權，一般投資者必須在職工認股之後才能購買，這是造成職工私有化的一個重要的因素。在第二個階段，雖然對於職工認購股票的三個方案都予以保留（職工無償與優惠認購百分之四十的股票；職工一次以票面價一點七倍的價格購買百分之五十一的股權，和承包人與職工優惠購買百分之四十的股份），但是企業資產不再不合理地低估，而是以會計報表上的資產價值來估定。結果職工想要購買股票，就必須付出比股票面值高出幾十倍的價格，而這是一般職工所無法承受的。這種做法有效地遏制了職工成為公司的新所有人，方便戰略性投資人的形成，同時也對國家的財政產生若干助益。

第二階段的私有化方案從一九九四年七月開始，到一九九五年年底結束。由於在一九九四年十二月車臣戰爭開始，一直到一九九六年十月透過列別得（Aleksandr Lebed）將軍的調停才達成休戰，於是在第二階段私有化方案推動期間政府正好支出大增，國庫耗費幾近五十億美金<sup>62</sup>。為了解燃眉之急，葉爾欽在一九九五年八月三十一日簽署實施「以放款交換股票」的計畫，將俄羅斯境內最有獲利能力的大型國有企業以遠低於市價的拍賣方式出售給俄羅斯的財閥（例如俄羅斯的第二大石油公司 Yukos 的售價在當時只有一億美金，但一年後的市價卻達到三十億美金）。國有企業的戰略投資人確實產生了，但是財閥壟斷的情況也出現了。這些財閥透過政治捐輸，在相當大的程度上幫助葉爾欽贏得了一九九六年的總統大選，也因此更增強了他們的政治影響力。

俄羅斯的私有化產生了兩種特殊的現象。一種是在第一階段的私有化中產生的職工私有化，一種是在第二階段私有化中所產生的財閥私有化。這兩種新的私有企業都缺乏內在追求效率的動機，但是通常都規模龐大，和國計民生密切相關，並且與政府有千絲萬縷的聯繫。葉爾欽在政治考慮之下，不敢放手讓它們破產。由於這些企業一意維持原有的雇工規模，而國家又不能任其倒閉，因此只好繼續投注資源支持這些企業，結果軟預算

---

份，以彌補其失去企業控制權的損失，而政府則保有剩餘的百分之二十五股份。參見 Josef C. Brada, "Privatization Is Transition – Or Is It?" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, no. 2 (Spring 1996), p. 73.

<sup>62</sup> Robert Orttung, "Lebed, Kulikov Battle Highlights Russia's Political Instability," *OMRI Analytical Brief*, vol. 1, no. 393 (17 October 1996).

依舊，而企業的擴張性支出形態並沒有改變，所以通貨膨脹遲遲無法壓抑下來。無效率的企業既然無法關閉，生產資源就沒有辦法轉移到生產效率較高的新興私有部門，經濟成長也沒有辦法提升，造成了相當大的機會成本。

除了沒有辦法掌控貨幣政策，又進行了後遺症極大的私有化策略之外，俄羅斯政府在進行經濟改革之時，沒有充分考慮到市場結構的問題，造成了日後很大的困難。在蘇聯時代，為了追求分工和規模經濟，由政府建立了很多生產中心，專門供應全蘇聯的特定產品，形成計畫經濟體制下人為創造的市場壟斷（即專業壟斷，*otraslevoi monopolizm*）。此種壟斷的局面到了俄羅斯的時期並沒有改變。許多巨大的國有企業，不論產權如何變更，或是改成職工所有，或是改成財團控制，其不變的市場壟斷地位都使得它們成為價格的決定者，而不是接受者。壟斷企業會依其生產成本來決定產量，目的是獲得極大化的利潤。它們並不需要改進效率，因為競爭並不存在。經濟改革只會增加壟斷性企業藉提高產品價格、減少產量來增加利潤的空間。在此種狀況之下，任何產權改革（不論是市場化或是私有化）都沒有辦法增進效率<sup>63</sup>。

綜合而言，俄羅斯在經歷了一九九二至一九九七年的經濟改革之後，雖然計畫體制取消了，私有化取得了很大的進展，對外也開放和自由化了，但是由於改革派政府沒有辦法堅持緊縮政策，私有化的方式不當使得軟預算持續，再加上壟斷性的市場結構沒有獲得基本的改善，因此經濟成長持續低迷（到一九九七年才恢復成長），而通貨膨脹也難以控制。最重要的是，政府本身並沒有能夠在經濟發展過程當中扮演一個正面的角色。相反地由於政府介入經濟的方式不當，財政出現重大的問題，經常帳赤字居高不下而外債嚴重，結果變成經濟危機的一個重要成因。由於基本面不佳，政府又不能帶來穩定，因此當亞洲金融風暴向俄羅斯侵襲時，危機立刻出現。

---

<sup>63</sup> 參見 P. Hanson and E. Teague, "The Political Economy of Unemployment Benefits and Indexation in the Russian Federation," in R.F. Kaufman and J.P. Hardt, eds., *The Former Soviet Union in Transition* (Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1993), p. 306.

## 金融風暴的發生

金融風暴在一九九七年七月侵襲泰國。當時最直接的原因是泰國的出口不振，外債高築，於是國際投機客便大肆攻擊泰銖，造成貨幣大貶，股價慘跌，金融界受創尤其嚴重。俄羅斯在一九九八年八月時其基本面比泰國等受到亞洲金融風暴侵襲的國家還要脆弱，因此金融危機在俄羅斯產生並不令人意外。

俄羅斯金融危機的核心現象是盧布的劇貶。盧布貶值最直接的原因是政府的財政長期入不敷出，靠發行公債維持。受到亞洲金融風暴的影響，俄羅斯政府的債信受到市場質疑，於是引發連鎖效應，終於導致匯市和股市相繼崩盤。問題的根源是政府本身的財政危機，而這又導因於俄羅斯的企業體質不健全，政府完全缺乏徵稅的能力，於是舉債成為必然，而債券市場上的波動就直接影響到整個經濟體制的運作。

企業本身的不健全是一切問題的根本（參見圖三）。俄羅斯的大型國有企業在第二階段私有化之後紛紛落入財團手中。這些財團常常以銀行為核心，構成所謂的「金融企業集團」<sup>64</sup>。它們利用政府在車臣戰爭中需款孔急，以低價收購了最有價值的企業<sup>65</sup>。例如 Unexim 銀行透過其姐妹公司 MFK 持有俄羅斯第四大石油公司 Sidanko 的百分之五十一股份；SBS-Agro 銀行持有第七大石油公司 Sibneft 的百分之八十股份；Minatep 銀行則擁有第二大石油公司 Yukos 的百分之七十八的股份。總計民間股權佔多數的石油公司其石油產量佔俄羅斯全國石油產量的百分之八十五。財團也可以由大型的國有企業產生，例如天然氣獨佔公司 Gazprom 已完成民營化，其股東大部分為公司主管和天然氣產地的居民。Gazprom 旗下便擁有 Bank Imperial、Gazprom Bank、National Reserve Bank 與 Inkombank。這些橫跨金融與產業界的集團憑藉其無比的資金，在政治上縱橫捭闔，幫助葉爾欽在一九九六年選舉總統成功，發揮了很大的影響力<sup>66</sup>。面對由財團所保護的

---

<sup>64</sup> 參見自由歐洲電台（Radio Free Europe/Radio Liberty）所做的「俄羅斯金融帝國」的報導（<http://rferl.org/nca/special/rufinance/index.html>）。

<sup>65</sup> 這種以銀行為核心的俄羅斯財團相當程度上類似日本的財團組織。

<sup>66</sup> 這其中最著名的便是別列佐夫斯基（Boris Berezovskii）。參見“Tycoon Berezovsky Endorses Kiriienko,” *Russia Today* (on internet), 26 March 1998 與 Andrei Bagrov,

企業，俄羅斯政府可說是無力可施。

企業體質不佳，而政府又必須加以保護，這其中很重要的一個機制便是容許企業用產品實物納稅，而企業都會虛報產品的價值，這其中就蘊含了政府的變相減稅，於是稅收自然不足（參見圖三）。據估計在企業納稅額當中只有百分之八是以現金支付，其餘都是以實物支付<sup>67</sup>。這個現象也反映了俄羅斯一般經濟的狀態。在一九九六到一九九七年之間，企業間以物易物、債務交換及其他非貨幣性交易佔全部交易額的百分之七十三。這是蘇聯時期的國有企業在經歷了俄羅斯政府的經濟改革後所發展出的維生機制，也就是在缺乏現金的情況下將交易返回原始狀態，以非貨幣的方式進行，同時相互寬宥積欠，目的是使得大家都能夠存活。物物交易固然保存了相當多數的企業不至於倒閉，並且使得失業率維持在低檔，但是社會的資源也因此被閒置在缺乏生產力的部門，造成了很大的機會成本。

稅收既然不足，俄羅斯政府的收入便必須仰賴出口能源，這是外匯收入的大宗。但是受到亞洲金融風暴的影響，世界的能源需求大幅減少，於是能源價格降低，而俄羅斯的出口收入便劇減。在一九九八年上半年，俄羅斯的經常帳由去年同期的順差七億美金逆轉為赤字八十七億美金，上下相差了 GDP 的百分之四點八，對俄羅斯政府的財政收入產生了極其不利的影響。此外由於國有企業多為低價賣給財團，因此私有化的收入極其有限。稅收的不足、出口的銳減和國有資產的賤賣使得政府財政左支右絀，在一九九八年上半年已經到了危急的地步（參見圖三）。新上任的基里延科（Sergei Kiriyenko）政府雖然試圖用縮減開支的方法來緩和財政危機，但是成效不彰。

當財政收入不足的時候，政府可以加發通貨或是借貸。由於和國際貨幣基金會有所協議<sup>68</sup>，同時俄羅斯政府視其在一九九七年對於通貨膨脹的控

---

“Yeltsin Threatens to Kick Berezovsky Out of Russia,” *RIA-Novosti Daily Review* (on internet), 16 April 1998.

<sup>67</sup> 參見 Clifford G. Gaddy and Barry W. Ickes, “Russia’s Virtual Economy,” *Foreign Affairs*, vol. 77, no. 5 (September/October 1998), p. 53.

<sup>68</sup> 在一九九五年和一九九六年，IMF 分別給予俄羅斯六十五億和一百零一億美金的貸款，條件是用緊縮政策壓抑通貨膨脹，維持穩定的盧布，增加政府稅收，同時取消進出口的管制，持續自由化的經濟改革。這表示 IMF 對於俄羅斯持續地開出傳統自由主義典範的藥方，並且用貸款來驅使俄羅斯接受其條件。參見 Michel

制為經改的一大成就（當年消費者物價指數只上漲了百分之十一），因此加發貨幣不可行<sup>69</sup>。於是俄羅斯的政府就大量發行公債，尤其是國庫券（GKO<sub>s</sub>）和聯邦放款債券（OFZ<sub>s</sub>），以為挹注（參見圖三）。為了達到吸收資金的目的，政府公債的利率非常高，常常達到百分之三十的水準，於是吸引了許多外資購買。到了一九九八年年初，為了降低利息負擔，政府發行了許多短期國庫券，密集在下半年到期，這就構成了金融危機的導火線。購買政府短期國庫券的大部分是俄羅斯財團的銀行。它們從外借入資金，再用這些資金購買盧布公債來賺取利潤。銀行的公債持有人對於俄羅斯的經濟是缺乏信心的。在一九九八年六月，俄羅斯的外債高達一千七百七十億美金，債負比率為百分之二四二，遠超過百分之二十五的安全標準。其中政府與政府保證的外債佔百分之八十五，約一千四百九十億美金<sup>70</sup>。國內銀行的外債有一百六十億美金，其中一百四十億為短期外債。企業的外債則有一百一十億美金，大多數為中長期外債與能源部門所發行的歐洲美元債券。這樣的一個債務結構，讓飽受金融風暴驚嚇的投資人容易產生保守傾向，也就是提供了撤出俄羅斯市場的誘因，因此在政府債券到期時多不願展延，結果俄羅斯便陷入金融危機當中<sup>71</sup>。

危機是從國庫券的殖利率不斷上升開始，在七月時已經超過百分之一三。基里延科政府急忙向國際貨幣基金會尋求救援，並達成了二百二十六億美金的紓困協議。但是國會連續否決了幾項加稅的法案，使得政府的償債能力受到質疑，國庫券利率飆升到百分之二一，而國際貨幣基金會的第二筆紓困貸款四十三點三億美金可能因此無法在九月十五日撥給。這

---

Camdessus, "Russia and IMF-Meeting the Challenges of an Emerging Market and Transition Economy," <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/040198.htm>; 謝文娟, 「俄國經濟與 IMF」, 學期報告, 民國八十八年一月。

<sup>69</sup> 參見 The Central Bank of Russian Federation, "Monetary Policy: Exchange Rate Policy," ([www.cbr.ru/eng/dp/pvk.html](http://www.cbr.ru/eng/dp/pvk.html))。

<sup>70</sup> 政府的債務還包含了前蘇聯所留下的債務，與積欠國際貨幣基金會及其他國際金融機構的債務。參見 "Russian Debt-Default Setting," *The Economist*, 7 November 1998, p. 84。

<sup>71</sup> 俄羅斯政府大量發行公債的結果，一方面是使得政府的債信受到國際市場嚴格的檢驗，增加了匯率波動的風險，一方面是對於企業籌募資金產生排擠的效應，減少了私有部門投資的誘因，結果減緩了經濟增長，最後又導致政府稅收的不足。

些不利的消息衝擊著心情上有如驚弓之鳥的投資客，激起了盧布的賣壓，更加深了股票市場的跌勢。俄羅斯的股票市場曾在一九九七年創造了 RTS 指數五七一點六六點的佳績（RTS 指數在一九九五年一月一日開始計算時是一百點），但是隨著俄羅斯的經濟前景逐漸黯淡，東亞金融危機又籠罩在所有的新興市場經濟之上，於是 RTS 指數開始從一九九七年年末開始巨幅下跌，到了一九九八年七月已經跌破了二百點的關卡（參見圖四）。隨著外資大量從俄羅斯的股票市場撤退，外匯市場上盧布的賣壓也更加沉重。

俄羅斯金融危機的爆炸性發展出現在當債市波及匯市的時候。在一九九七年十一月十一日，俄羅斯中央銀行（CBR）規定從一九九八年一月一日開始，到二千年為止，盧布對美金的匯率將訂在 6.2 RUR/\$，但容許百分之十五的波動空間<sup>72</sup>。當俄羅斯的國際收支在一九九八年的上半年出現逆差，而國外的資金又因為亞洲金融危機而對所有的新興市場經濟都開始觀望卻步的時候，對於盧布貶值的預期就大增，而拋售盧布的誘因也就增強，CBR 的匯率走廊因而逐漸無法支撐了。由於俄羅斯的外匯市場是開放的，因此 CBR 唯一可以捍衛盧布的工具就是俄羅斯的外匯存底，此一存底隨著外貿的惡化和國際資金的抽離而不斷減少。適巧此時索羅斯投稿《金融時報》（*Financial Times*），表示盧布應該溫和貶值百分之十五到百分之二十五，以反映原油價格的下跌，然後便應該建立聯繫匯率，並由俄羅斯、國際貨幣基金會和七大工業國聯合出資來加以防衛<sup>73</sup>。結果索羅斯聯繫匯率的主張沒有獲得重視，他對於盧布應該貶值的看法卻引起市場的劇烈反應。面對此種態勢，葉爾欽在八月十四日做出信心喊話，堅決表示盧布不會貶值。但是此時俄羅斯政府僅保有一百五十一億美金的外匯存底，實在無力捍衛盧布，因此被迫只有將盧布貶值，同時採取一系列的限制措施。

CBR 捍衛盧布的原因主要是穩定的匯率是葉爾欽第二任期中少數最重要的經改成就。如果盧布對美金貶值，則進口價格會上漲，而國內的通貨膨脹就會死灰復燃。對於通貨膨脹的控制一直是俄羅斯經濟改革的首要目標（就是穩定化），並且被國際貨幣基金會視為促進成長的必要條件。<sup>74</sup>如

<sup>72</sup> 從一九九八年開始，俄羅斯中央銀行發行新鈔，新的一盧布可以兌換一千元舊盧布，而盧布對於美金的匯率也隨之調整。

<sup>73</sup> 見索羅斯，《全球資本主義危機》，頁一六。

<sup>74</sup> Stanley Fischer, Ratna Sahay, and Carlos A. Vegh, "Stabilization and Growth in

果通貨膨脹出現，政府的公共支出必然增加，薪資和退休金積欠的情形也會變得更加嚴重。同時由於俄羅斯的主要外匯收入是石油等能源，而這些產品是用美金計價的，因此盧布貶值對於增加此類出口的競爭力並沒有多大的助益，這和以製造品為主要出口內容的國家可以利用本國貨幣貶值來增強出口的競爭力大不相同。因此盧布貶值對於俄羅斯的經濟沒有任何益處，而捍衛盧布就成為 CBR 的主要政策目標。

由於受到外匯市場大量拋售盧布的壓力，在八月十七日基里延科政府宣佈的應變措施包括移動並且放寬盧布的波動區間，從原先的 5.27 7.13 RUR/\$ 變動為 6.00 9.50 RUR/\$，等於變相貶值（參見圖五）。同時基於盧布所受的壓力主要來自於政府無法清償債務，因此決定暫停債市的交易，並且重整將於一九九九年十二月三十一日前到期的四百億美金盧布公債（包括 GKO 與 OFZ），其中包括一百一十億美金由外國人所持有的國庫券<sup>75</sup>。俄羅斯政府又命令銀行暫停償還外債九十天，並且實施資本管制，限制俄羅斯人民進行大額的外匯操作以及禁止外國人投資一年內到期的盧布證券，希望能夠加強對於資金外流的控制。

這一連串的動作表明俄羅斯已經從國際資本市場撤退，同時好不容易開始成長的經濟也再一次落入衰退<sup>76</sup>。在一九九八年三月，葉爾欽曾經因為權力繼承的問題撤換了長期擔任總理的齊諾梅爾金<sup>77</sup>，而以年僅三十五歲的

---

Transition Economies: The Early Experience,” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, no. 2 (Spring 1996), pp. 45-66.

<sup>75</sup> 在八月二十五日俄羅斯政府公佈了重整細則。債權人可選擇將公債轉換為新的三年期、四年期或五年期盧布公債，其利率分別為百分之三十，前三年百分之三十第四年百分之二十五，和前三年百分之三十第四年百分之二十五第五年百分之二十。或是選擇領回證券面額百分之五的盧布現金，百分之二十轉換成美元公債，年息百分之五，二 六年到期，最後百分之七十五再轉換成上述三種盧布公債。由於盧布大貶，折換美金公債的年息又低於市場價格，因此不論是哪一種算法，投資人都會蒙受很大的損失。

<sup>76</sup> 參見 *RFE/RL NEWSLINE*, vol. 2, no. 157, Part I, 17 August 1998; Robert Lyle, “Russia: Camdessus To Brief Board On Talks With Chernomyrdin,” *RFE/RL*, 28 August 1998.

<sup>77</sup> 撤換齊諾梅爾金的官方理由是他任事不力，導致積欠工人大量工資，俄羅斯的經濟也長期凋敝，欲振乏力。但是一般的觀察卻是葉爾欽身體狀況極差，隨時都有可能無法視事，再加上總統的任期將在二 年屆滿，現在已成跛鴨。而齊諾

基里延科代之<sup>78</sup>。基里延科的任命案經過三次國會投票(四月十日、十七日、二十四日)才通過,幾乎造成憲政危機。現在基里延科政府處置金融危機失當,葉爾欽便於八月二十三日將其革職,但是居然又代以原先擔任總理的齊諾梅爾金<sup>79</sup>。結果國會大譁,再不願接受葉爾欽的擺佈。在八月三十一日,杜馬國會第一次否決了齊諾梅爾金的任命案,結果俄羅斯股票市場大跌,華爾街也受到重創<sup>80</sup>。然而葉爾欽仍然堅持繼續提名齊諾梅爾金。結果在九月七日第二次表決前盧布跌到 17 RUR/\$,而在國會又否決了齊諾梅爾金的任命案後盧布更貶到 20.8 RUR/\$。為了使俄羅斯的經濟免於全面崩潰,葉爾欽終於妥協,改提名較易為國會所接受的外長普里馬科夫( Yevgenii Primakov )為總理<sup>81</sup>,而國會也樂意地在九月十一日以三百十七對六十三票

---

梅爾金身為總理,是第二號的權力人物,接班態勢明顯。他一方面是包括國會在內的各方面都能夠接受的人物,和杜馬領袖們相處融洽,一方面在國際上也建立了一定的威望。他和美國副總統高爾( Albert Gore )的相知相惜更被認為是為美、俄未來的領袖建立了良好的互動關係。這種種的跡象都犯了葉爾欽的大忌,因為不論他是否要參選二 年的總統,他都不願意現在就看到自己大權旁落,於是便以霹靂手段撤換了擔任總理之位已經五年三個月的齊諾梅爾金,而代之以政治上的微量人物基里延科,以便控制,同時昭告世人在克里姆林宮仍然是由葉爾欽當家作主。參見吳玉山,「歐洲後共產社會的政治制度變遷:以俄羅斯聯邦為例」,《美歐季刊》,第十二期,第四卷(民國八十六年,冬季號),頁八九至一四五。

<sup>78</sup> 基里延科來自下諾弗哥羅德( Nizhnii Novgorod ),父為猶太人,母為俄羅斯人,而基里延科則為烏克蘭姓。他於一九八四年畢業於高爾基(即今之下諾弗哥羅德)鐵路工程學院。曾在家鄉協助開設銀行( Garantiya bank ),而後成為全俄第三大石油公司( NORSI )之董事長。此時涅姆佐夫( Boris Nemtsov )正在下諾弗哥羅德大刀闊斧地推動經濟改革,成功地建立了下諾弗哥羅德經驗,而基里延科便大為受到涅姆佐夫的賞識。基里延科是在一九九七年三月隨涅姆佐夫進入聯邦政府,成為燃料及能源部副部長(涅姆佐夫為第一副總理兼部長),在莫斯科的政治圈中可謂新人。然後當葉爾欽在十一月決定第一副總理不得兼任部長後,涅姆佐夫的能源部長座位便被基里延科所取代。因此可以說基里延科的宦途長期受到涅姆佐夫的翼護。

<sup>79</sup> Yuri Zhigalkin and Matthew Frost, "Russia: Currency Crisis Endangers Reform Process," *RFE/RL*, 28 August 1998.

<sup>80</sup> "Communists Say They Will Block Confirmation of Russian Premier," *CNNfn* (on internet), 31 August 1998.

<sup>81</sup> 普里馬科夫是老共產黨員,在一九八九年升任為政治局候補委員,是戈巴契夫在



的懸殊比數通過了普里馬科夫的任命案<sup>82</sup>。盧布對美元的匯率也迅速地在九月十五日回升到 8.7 RUR/\$。

新總理普里馬科夫以對西方的態度強硬著稱。他所組成的新內閣當中有共黨議員馬斯留可夫 (Yurii Maslyukov) 擔任副總理主掌經濟。馬斯留可夫曾在蘇聯時期擔任國家計畫委員會 (Gosplan) 的第一副主席和主席 (一九八五)，和蘇聯部長會議的第一副主席 (一九八八)，是前蘇聯的高級經濟官僚。他和葛拉成科 (回任央行主席) 的主掌經濟大權代表俄羅斯大幅度地轉回保護主義的老路<sup>83</sup>。原本在一九九六年總統選舉之後，俄羅斯的經濟改革在楚拜斯、涅姆佐夫 (Boris Nemtsov) 等的指導下，已經漸有起色<sup>84</sup>。GDP 在一九九六年還是負成長百分之三，到了一九九七年則第一次出現正成長百分之零點八，工業生產也開始正成長 (百分之一點九)。通貨膨脹率在一九九四年高達百分之二一五，到了一九九七年已經下跌到百分之十一，並且在一九九八年的前八個月維持低檔。失業率雖然在一九九七年突破了兩位數，但是一直維持在百分之十一左右，反映私有化逐漸產生效果。對外貿易持續維持出超，在一九九七年達到三百二十一億美金的水準；尤其是匯率也逐漸穩定，在一九九七年只貶值了百分之五 (從 5,560

---

八 年代末期推動改革時的重要智囊。普氏在一九九 年被任命為外交政策特別顧問，後曾擔任國安會第一副主席。他在一九九一年底出任蘇聯的對外情報工作負責人，後擔任俄羅斯對外情報局局長。在一九九六年一月接替親西方的科茲瑞夫 (Andrei Kozyrev) 擔任外長。

<sup>82</sup> "In Compromise, Yeltsin Nominates Primakov," *CNN Interactive* (on internet), 10 September 1998; "Primakov Confirmed as Russian Prime Minister: Economy Awaits Action," *CNN Interactive* (on internet), 11 September 1998.

<sup>83</sup> 葛拉成科曾經擔任蘇聯的中央銀行主席。在一九九二年接馬秋行擔任俄羅斯的央行主席，到了一九九四年十月因為盧布大貶 (黑色星期二) 下台，而由度比寧 (S. K. Dubinin) 代之。此次盧布再大貶，葛拉成科獲得國會的支持又回任央行主席。他一向主張寬鬆的貨幣政策。

<sup>84</sup> 涅姆佐夫是激進的改革派，自從一九九七年三月從下諾弗哥羅德調升中央以後，就和長期掌握私有化業務的楚拜斯共同負責推動俄羅斯的經濟改革，但是兩人並不能夠和衷共濟。楚拜斯、涅姆佐夫和齊諾梅爾金相互傾軋，進行俄羅斯的「中生代卡位」，為「後葉爾欽時期」預作準備。到了政府重組的時候，葉爾欽開革了齊諾梅爾金和楚拜斯，但是保留了涅姆佐夫。參見 *Financial Times*, 28-29 March, 1998, p. 7。

RUR/\$到 5,960 RUR/\$)。這些成果得來不易，相當程度上也是涅姆佐夫等新銳的改革派力行緊縮政策，努力擺脫財團控制所創造的成績。這些成績並且獲得了 IMF 的肯定，更在一九九八年六月給予俄羅斯二百二十六億美金的貸款。但是金融危機一旦發生，俄羅斯經濟本身的內在缺陷便完全暴露出來。而其結果是主張保護主義的力量增強，俄羅斯的經濟離經濟改革的目標就更遠了。

## 俄羅斯的經驗

俄羅斯的金融危機和東亞國家有很大的不同，但是也有相似之處。就不同之處而言，俄羅斯正在經歷由社會主義統制經濟向資本主義市場經濟轉型的過程，而東亞國家並沒有這種制度轉變的背景。另一方面，俄羅斯長期經濟衰頹，在整個一九九〇年代都是處於負成長（除了一九九七年曇花一現地成長了百分之零點八之外），而東亞各國在金融風暴來襲前是世界上最為成功的經濟成長典範。兩相比較之下，很清楚地俄羅斯相對地位較弱。事實上就經濟表現而言，俄羅斯在金融危機發生前本身的經濟表現已經有如新加坡和菲律賓等受創較小的東亞國家。俄羅斯的加入危機行列，所帶來的效果是將其在整個九〇年代好不容易積聚出來的成長機會粉碎，使其落入印尼與馬來西亞之列。

就相同之處而言，東亞和俄羅斯的金融危機都植基於企業的軟預算。在俄羅斯經濟改革將蘇聯時期無效率的壟斷性企業私有化了。但是職工私有化和財團私有化的結果使得軟預算依舊，而政府為了降低失業率和交好財團，必須忍受長期稅收的不足，即使想要有所突破也受到國會的壓制。這個因素加上地下經濟的活躍、私有化沒有帶來合理的財政收入、和原料及能源價格的下跌造成政府長期入不敷出，預算赤字龐大<sup>85</sup>。雖然財政極其

---

<sup>85</sup> 俄羅斯地下經濟的產生主要是由於在新舊體制交替時期非正式經濟大量出現而缺乏法律的規範。前蘇聯原先存在的龐大地下經濟也構成了當前地下經濟的基礎。關於俄羅斯地下經濟的概念、成因與影響，參見 V. Papava and N. Khaduri, "On the Shadow Political Economy of the Post Communist Transition: An Institutional Analysis," *Problems of Economic Transition*, vol. 40, no. 6 (October 1997), p. 16; T. Kuznetsova, "Several Aspects of Research on the Informal Economy in Russia,"

困窘，但是俄羅斯政府從一九九六年總統選舉以後卻相當能夠控制貨幣供給，並且盡量節約開支，於是赤字只能靠借貸彌補，而債市對於俄羅斯經濟的運行就產生了非常大的影響。

國內的經濟體制問題是由國際的衝擊所引爆的。亞洲金融危機造成俄羅斯的出口大減，又促使投資客對於所有的新興市場經濟都心存觀望，因此將資金調回北美和西歐，俄羅斯股市與債市的風險更加速了此種資金抽離的動作。在貿易入超、投資卻步和投機炒作的三重壓力之下，盧布終於不能夠撐得住 6.3 RUR/\$ 的價位，而一路狂貶，俄羅斯的金融危機從而爆發。在貨幣大量貶值的情形下，如同亞洲國家一樣，俄羅斯經歷了國家財富大量縮水的情況，物價也開始重新飆漲，經濟成長再一次跌落谷底，俄羅斯的國際債信也在八月十七日的管制措施推出後蕩然無存。

總體而言，雖然亞洲的金融危機觸動了俄羅斯的經濟熔解（meltdown），但是核心問題還是本國的企業體質與產權安排。俄羅斯的特殊私有化途徑（職工化和財團化）使得私有化最大的目的 - 硬化預算（hardening budget） - 無由實現，因此只是形式上的私有化。在軟預算維持的情形下，經濟改革的衝擊可以較為降低，因為企業不會倒閉，大規模的失業也不會出現。但是在此種情形之下，生產效率無法提升，資源的配置僵化而不合理，更拖垮了國家的財政，使得政府債台高築，而整個國民經濟也成為國際投資客的人質。

在金融風暴的衝擊之下，各國都會受到影響，但是抵抗能力的強弱卻和經濟體質相關。在本文開始的時候我們提到各種解釋金融危機的層次和國際政治經濟學的典範。從俄羅斯的情況來看，危機的根源是在本國的企業結構和治理形式（corporate governance），尤其是私有化的模式。這個模式產生的背景是俄羅斯政府在國際和國會的雙重壓力之下，一方面要推動快速的私有化、一方面又要照顧到職工的權益和顧及社會的公益，於是便選擇了沒有經濟效益的職工私有化和全民私有化。到了職工與全民私有化的缺點顯露（效率不彰、財政收入不足），俄羅斯政府又改弦更張採取標賣的方式，希望產生戰略性投資人，結果促成大財團的興起。職工私有化

---

*Problems of Economic Transition*, vol. 40, no. 11 (March 1998), p. 21; 張樹華，「轉型過程中俄羅斯社會的兩大難題：灰色經濟與集團分利」，《東歐中亞研究》，一九九八年第五期，頁二八。

與財團私有化形成了俄羅斯特殊的企業結構，為金融危機的爆發埋下了伏筆，其根本原因便是俄羅斯政府在國際和國內的雙重壓力之下左右擺盪，所形成的政策因此充滿了妥協性。

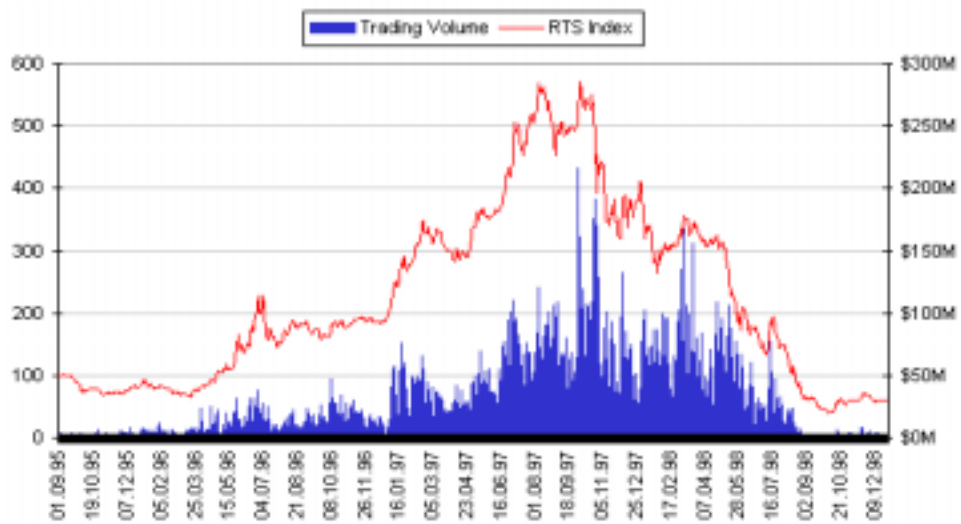
如前所述，每當俄羅斯政府採用霹靂手段推動經濟改革時，就會產生巨大的社會代價，而反對黨便以國會為根據，強迫政府修改政策。社會壓力特別會在選舉時產生，選舉前（為了爭取選票）後（當反對勢力剛控制國會時）政府的立場尤為虛弱。另一方面，每當經改趨緩而保護主義的弊端顯露時，政府較有立場堅持改革。此時西方國家和國際金融機構的壓力尤其強大，而俄羅斯政府在債務纏身、經改有賴西方支持的情形下也必須遵從這一方面的意見。當離選舉還有一段時間或葉爾欽勝選後政府改革的力量較為強大。在經歷了一九九三、一九九五和一九九六年的國會與總統大選之後，俄羅斯的改革者本有機會將經濟體制在較少政治壓力的情況之下加以整頓（下一次的國會選舉要到一九九九年底，總統選舉在二年中），但是先有齊諾梅爾金、楚拜斯和涅姆佐夫的卡位之爭，後有葉爾欽用基里延科替換齊諾梅爾金的衛權之舉，改革派的政治菁英並不能夠團結一致。不過即使如此，俄羅斯的經濟局面在金融危機衝擊前還是從一九九二年改革以來最好的。各項經濟指標都顯示出俄羅斯的經濟終於可以從谷底翻升。然而過去在國際國內的雙重壓力下所形成的企業體質畢竟不良，在亞洲金融危機的衝擊下俄羅斯還是免不了受到重創。

細觀俄羅斯對於經濟危機的反應，可以看出還是在兩條路線、兩種壓力之間搖擺。金融風暴的導火線是政府的債務，而債務的產生雖然有結構性的因素，債務的處理卻反應了俄羅斯政府在雙重壓力下的為難角色。一方面國會堅持不可以加稅，而將政府的重大經濟改革法案推翻；一方面在國際壓力之下政府不能夠擴張貨幣，必須維持總體穩定。這就表示政府必須大舉借貸，而在國際經濟環境急速惡化的情況下，政府的債信必然遭到質疑。結果從債市所引發的金融風潮席捲到匯市，終於導致盧布崩盤。政府在八月十七日的反應，和接下來的內閣改組，代表在經歷了涅姆佐夫和基里延科等人的改革路線之後，政府又擺盪到親國會的保護主義方向。從這個角度來看，金融風暴是俄羅斯整個經濟轉型過程當中的一個階段，它的背景和過程都深深的烙印著雙重壓力的痕跡。從一九九二年到今天，俄羅斯貨幣政策的緊緊鬆鬆、私有化在職工／全民模式與拍賣模式之間的擺

邊、與對外自由化政策的進進退退，在在凸顯了轉型經濟受到國際與國內  
雙重壓力的影響，以及政治和經濟之間密切的互動。



圖四：俄國股市交易量與 RTS 指數

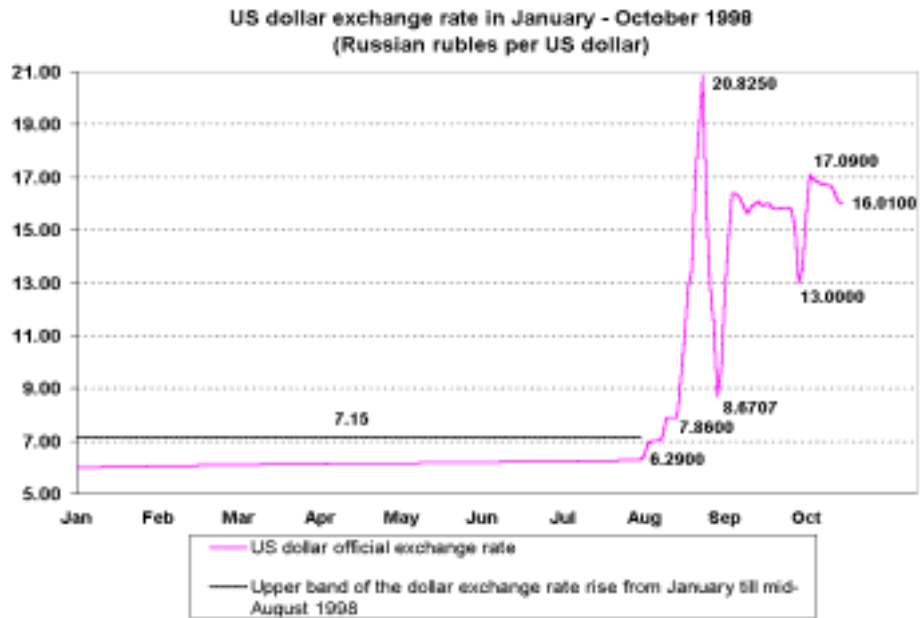


資料來源：<http://www.rtsnet.ru/scripts/engl/index.full.idc> (RTS Archive, “RTS1-Interfax Index History”)

RTS 指數最高點：571.66，出現於 1997 年 10 月 6 日

RTS 指數最低點：37.74，出現於 1998 年 10 月 2 日

圖五：俄羅斯盧布匯率



資料來源：<http://www.cbr.ru/eng/dp/pvk.html> (Central Bank of Russia, “Monetary Policy: Exchange Rate Policy”)



# Economic Transformation under the Impact of Financial Crisis: The Case of Russia

Yu-Shan Wu

## Abstract

Regional economic crisis struck Latin America and the former Soviet bloc in the past. Now it engulfed East Asia. Faced with this kind of crisis, most nascent democracies had to navigate between neo-classical rescue packages imposed by the international financial organizations and the domestic political reaction to involuntary economic reform. This article first delineates the various theoretical approaches to the surge of the current financial crisis originating in East Asia, and then explores the causes of the Russian economic meltdown. It analyzes the painful process in which the Yeltsin government navigated between the IMF and the State Duma. Cross pressure caused policy fluctuations and compromises that resulted in inefficient enterprises and serious tax shortage. The government thus faced a financial crisis and had to rely heavily on international investors. The untimely strike of the Asian financial crisis on Russia touched off a chain reaction and caused collapse of the bond market. The government was forced to impose strict controls on the currency market and the Russian economy was plunged into a crisis.

