

# 二十一世紀評論

## 全球經濟展望與國情分析

### 投機賭博新經濟的挑戰

● 曉 曉

過去的資本家購買企業產權，通過企業分紅實現資產增值，當然關心企業經營。如今的投資者購買企業產權，圖的是賤買貴賣股票實現資產增值。股票市場的價格波動與企業經營的好壞越來越失去了直接關係，已經發生了從「投資到投機」的性質轉變。

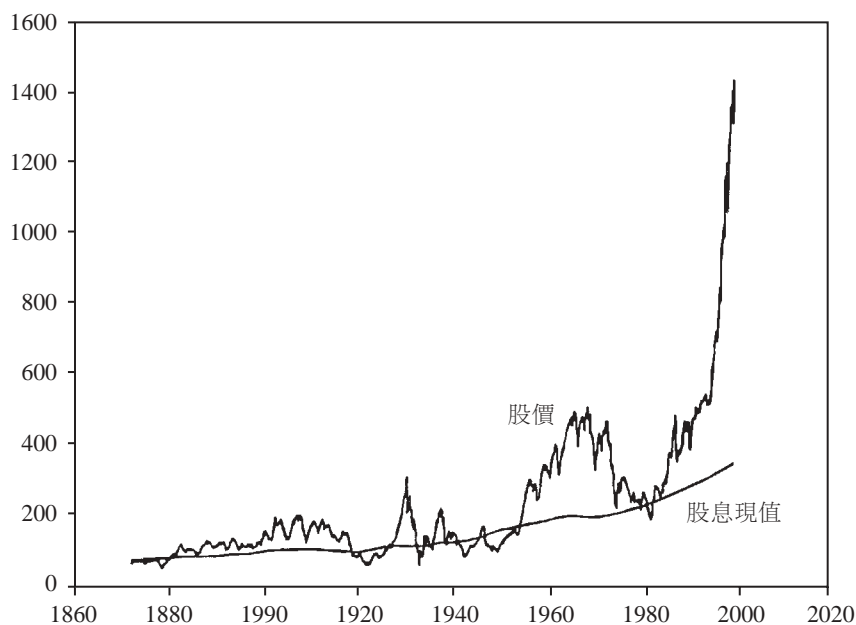
賭博是與物質生產沒有關係的金錢交易，而股票交易雖然在形式上類似於賭博但仍被看作「投資」，其前提是：股票與真實的物質生產相聯繫。但如果金融交易與物質生產的聯繫越來越弱，那麼它是否也越來越接近純粹的賭博遊戲呢？目前金融投資業一個觸目驚心的事實正是，股票市場的價格波動與企業經營的好壞越來越失去了直接關係，已經發生了從「投資到投機」的性質轉變。可以說，一個全球性的「賭博新經濟」正在難以抑制地膨脹，這對經濟理論以及各國的社會和經濟發展都構成了前所未有的挑戰。

#### 一 「世界變成了一個大賭場」：賭博資本主義<sup>①</sup>

過去的資本家購買企業產權，通過企業分紅實現資產增值，當然關心企業經營。無論是在內部董事會用手投票，還是在外部股票市場「用腳投票」，表達的都是對企業經營的意見。如今的投資者購買企業產權，圖的是賤買貴賣股票實現資產增值。1999年，微軟以4,012億美元的市值，超過所有老字號軍工、石油、汽車大企業集團，獨佔鰲頭，成為天下第一大企業。與40萬職工、年產上千萬輛汽車的通用汽車公司相比，誰看不出微軟市值高估的「真實謊言」呢？只要股票價格看漲，照樣有人買進。只要有人買進，股票價格照樣看漲。一年時間裏，微軟市值上升95%！

1997年夏天，香港「紅籌」增資擴股，光大的幾支股票價格漲到分紅派息的三千多倍，怎麼解釋也挨不着企業經營的邊。2001年3月，美國股市暴跌，一周

圖1 美國的股票價格及紅利現值變化，1871-2000年



資料來源：希勒 (Robert J. Shiller) 著，廖理、施紅敏譯：《非理性繁榮》(北京：中國人民大學出版社，2001)，頁157。

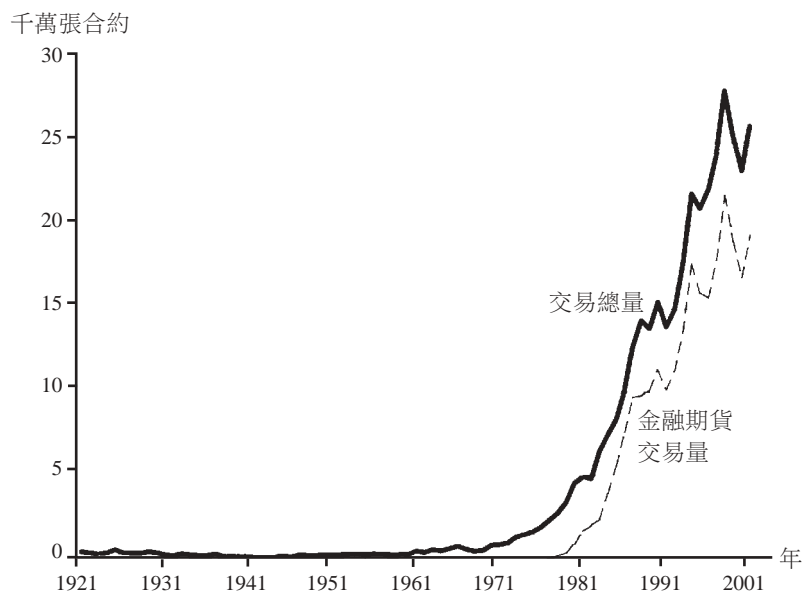
時間，納斯達克和道瓊斯股票縮水近兩萬億美元。五個工作日玩完兩個中國的GDP總額，怎麼說也和企業經營沒有關係。2001年發生「九一一」恐怖襲擊，美國50名最大富豪資產縮水440億美元。蓋茨 (Bill Gates) 一人就「蒸發」了72億美元。這算是招誰惹誰了？

圖1顯示，股票價格與股息分紅，特別是80年代以後，幾乎毫無聯繫。買股票，是為了高價賣出去。故事的真偽與企業經營的好壞一樣不重要，重要的是股票價格的變化。需要判斷的不是故事的真實程度，而是推測別人對故事的可能反應，然後投出自己神聖的一票——買進或者賣出。股票價格波動脫離企業真實效益越遠，股票買賣與純粹賭博的距離越近。這時候，「企業不需要持續經營，只要擁有籌碼可供交易」<sup>②</sup>。所以，諾貝爾經濟學獎得主阿萊 (Maurice Allais) 大聲驚呼：「世界變成了一個大賭場，賭場裏邊橫排豎排，擺滿了賭桌」<sup>③</sup>。

金融市場向投機賭博大踏步地演化，發軔於1972年美元與黃金脫鉤。美元與黃金脫鉤，各國貨幣之間匯率浮動，大大增加了物質生產在不同地區和時間的不確定性，從而大大增加了期貨、特別是外匯期貨、不同幣種的利率指數等套期保值金融衍生產品的需求。與此同時，發行美元不再需要25%的黃金保證，各國紙幣對美元浮動，全世界的紙幣發行，像斷了線的風箏，可以不受牽制地無限滿足金融產品交易的貨幣需求。結果是各國之間自願自的貨幣發行越多，企業經營在不同地區、不同時間的風險越高，對金融交易的需求越大，各國之間自願自的貨幣發行越多……。金融交易與物質生產的分離漸行漸遠。

80年代以後，股票價格與股息分紅幾乎毫無聯繫。買股票，是為了高價賣出去。股票價格波動脫離企業真實效益越遠，這時候，「企業不需要持續經營，只要擁有籌碼可供交易」。所以，諾貝爾經濟學獎得主阿萊大聲驚呼：「世界變成了一個大賭場」。

圖2 芝加哥期貨市場的年交易量，1921-2000年



資料來源：Dorothy Davis, *Chicago board of trade annual volume*, Market Information Department, Board of Trade of the City of Chicago.

圖2顯示芝加哥期貨市場1921-2000年交易量的變化，可以清楚看出1971年以後，期貨交易量火箭起飛式地陡增。與外匯交易相關的金融衍生工具(尚未包括股票指數等期貨)，成為推動貨幣經濟急劇膨脹的支柱。

金融市場向投機賭博大踏步地演化，發軔於1972年美元與黃金脫鉤。發行美元不再需要25%的黃金保證，各國紙幣對美元浮動，全世界的紙幣發行，像斷了線的風箏，可以不受牽制地無限滿足金融產品交易的貨幣需求。金融交易與物質生產的分離漸行漸遠。

圖2顯示80年代以來，股市價格的陡峭增長，與圖1一樣，呈一條仰面朝天的直線。美國道瓊斯工業平均指數，1994年初3,600點，1999年突破11,000點。五年時間翻了兩倍多，股市價格總漲幅超過200%。同期，法國、德國、意大利、西班牙、英國、加拿大的股價都翻了一番。在亞洲，香港、印度尼西亞、馬來西亞、新加坡、日本和韓國，在南美，巴西、智利和墨西哥，一個賽一個，你追我趕地猛躡。股票價格漲得猛，是因為股票買賣賭得歡。1982-99年，紐約股票交易所的股票周轉率，即一年時間內所有賣出股票的股數與全部股票股數之比值，從42%上升到78%。「投資」高科技的納斯達克市場，股票周轉率從1990年的88%上升到1999年的221%④！真的是熱火朝天。中國大陸，後起之秀，更邪乎。1996年，上海和深圳股市股票周轉率分別達到591%和902%⑤！企業所有權一年時間平均換手6-10次，股東哪裏有工夫操心企業經營？產權理論、私有化、股份制改革，引進股東改善國有企業經營，又從何談起呢？

值得琢磨的是，這兩條熱火朝天的曲線，標識着一個看不到頭的瘋狂進程。2001年，美聯儲一年時間11次降息，降息幅度高達73%，達到40年以來的最低點，已經是實際負利率了。不僅美國如此，日本早就實行了多年的實際負利率，歐洲中央銀行跟着四次減息，英國銀行跟着七次減息，連中國大陸都跟着

十次降息，居民儲蓄短期存款名義利率幾乎為零。這樣短的時間裏，眼看着全世界都要被格林斯潘 (Alan Greenspan) 帶入一個前所未有的零利率時代，居然沒有一點通貨膨脹的壓力。不斷增加的通貨都去了哪裏？

得諾貝爾獎的米勒 (Merton H. Miller) 一頭霧水<sup>⑥</sup>：

近些年來，美國貨幣供應增長速度一直保持在12%左右，經濟實際增長率大致為3.5%，根據貨幣數量學說應該得出美國的通貨膨脹率在8-9%左右。顯然，這個結果與我們的實際感受相差甚遠。到底是怎麼回事？難道古老的貨幣數量學說在甚麼地方出了問題？

還是中國人民銀行研究局局長夏斌看得清楚<sup>⑦</sup>：

新增貨幣大多通過合規的或種種「非合規」的途徑流入股市。……一方面是貨幣供應不斷增加，同業拆借利率相應逐步下降、銀行資金充裕、信貸恢復微弱增長、股市連創新高、證券保證金持續攀升；但另一方面物價依然下跌、固定資產投資疲軟、就業壓力繼續增加。

與固定資產投資不旺形成鮮明對照的是，2000年我國股市人氣極其旺盛，當年新增開戶近1,400戶，流通市值增加近8,000億元（約增97.3%），證券交易保證金從年初的663.36億逐步最高增長到7月底的5,706.24億；銀行資金大量拆向證券公司和投資基金（僅證券公司就淨融入3,989億），資金通過各種渠道流入股市的趨勢十分明顯。據人民銀行對全國5,000家大企業監測顯示，1999年1月至2000年9月，企業短期投資餘額月增長率高達31%，其中90%投資於證券，而同期企業總資產平均增長率僅為6.7%。1999年到2000年企業通過股票市場籌資年增長率由12%高漲為123%，而股市籌資中用於固定資產投資的比例卻由11%降至5.9%。

股票市場、債券市場、外匯市場發明創新的各種金融衍生工具，從無到有1,400多種。全球外匯日交易量，1995年1.2萬億美元，1998年1.9萬億，2001年三萬億<sup>⑧</sup>！金融市場貨幣交易的急劇擴大，產生深不見底的貨幣需求，黑洞般吞噬持續增加的貨幣供應。新印出來的鈔票，不買東西只買錢，匯成滾滾時代潮流，蜂擁而入各類資本市場——賭場。

耐人尋味的是，所有金融衍生工具的創新，設計原理都是從降低風險出發的。台灣稱它們為「避險基金」。怎麼就讓索羅斯 (George Soros) 「逼良為賭」，演化成金融危機裏興風作浪的兇猛巨鱷？避險基金從管理風險的微觀理性出發，演化成金融危機的宏觀結果，是一個值得分析的有趣現象<sup>⑨</sup>。這裏，「對沖」是核心概念。為了規避風險，將不同品種在不同時間、地點交易的可能收益和損失「對沖」，不把雞蛋放在一個籃子裏，不奢望一筆投資的全勝，而且由計算機程序精密計算，真的是要多穩健有多穩健。所以能夠從銀行和證券公司借到大筆資金。

股票市場、債券市場、外匯市場發明創新的各種金融衍生工具，其設計原理都是從降低風險出發的。怎麼就讓索羅斯演化成金融危機裏興風作浪的兇猛巨鱷？問題的關鍵在於，各種金融衍生工具的創新，不僅為物質生產者規避風險提供了套期保值的機會，而且為投機賭博提供了多樣化組合的選擇。

問題的關鍵在於，規避風險的多個籃子之間，是光速溝通的。各種金融衍生工具的創新，不僅為物質生產者規避風險提供了套期保值的機會，而且為投機賭博提供了多樣化組合的選擇。所謂只賺不賠的投資「夢幻組合」，指導思想是不冒大的風險，貪圖蠅頭微利，將不同金融市場上不同金融產品之間瞬時發生的些微利差，以光速吃乾喝盡。嚴格地說，不管甚麼性質的基金，即便是生產者自己套期保值，通過金融交易賺錢，都不是物質生產，均屬不勞而獲。進了賭場，就是賭徒。

## 二 經濟學的困惑

經濟學之所以成為經濟學，立足於兩個基本假設：第一，稀缺；第二，理性。自私的人為追求利益而交換有限的商品。在這個基礎上，上下交叉的供給需求曲線，在產品數量（橫軸）上，隨價格變動（縱軸）而自求平衡。因為供給曲線在價格維度是上行的，一旦生產條件給定，要增加供給，就得增加投入，隨着邊際成本增加而產品價格上升，需求減少，市場均衡。這時候，衡量價格變動的貨幣，外在於供給需求曲線原理圖。根據對物質生產的分析，新古典在宏觀經濟層面，強烈抗議凱恩斯 (John M. Keynes) 主張的政府干預，認為政府唯一的經濟職能，就是根據經濟增長的一定比例，提供穩定的貨幣供應。

### (甲) 宏觀經濟學的困惑

不期然而然的是，新古典取得勝利沒過多久，外在於供給需求曲線的貨幣，自己成為商品交換的主角。金融市場，貨幣經濟，貨幣本身成為經濟了。然而，具有挑戰意義的問題是，貨幣一旦與黃金脫鉤，理論上就不再是稀缺的商品。可以說，貨幣經濟的大發展，使越來越大份額的貨幣，在功能上變成投機賭博的籌碼了。

根據托賓 (James Tobin) 的「財富效應」理論，股市紅火，鼓勵消費，促進繁榮<sup>⑧</sup>。匯率浮動以後，實行擴張性貨幣政策，國內產業的競爭力由於貨幣貶值而增加，等於「把失業出口到國外」，結果「必然會導致貶值競爭」<sup>⑨</sup>。遏制貶值競爭的唯一約束是通貨膨脹。一旦有金融市場吸納貨幣，免除了通貨膨脹的後顧之憂，國內的「財富效應」，國際的匯率鬥法，加上一起又一起貨幣貶值的金融危機，三個方面推動着世界各國貨幣發行直線上升。

頗具諷刺意義的是，濫觴於美國的新古典，是高舉貨幣供應學派的旗幟全面復辟的。新自由主義的祖師爺——弗里德曼 (Milton Friedman) 用實證數據模型戰勝凱恩斯提倡的政府干預，榮獲諾貝爾獎，斬釘截鐵的結論是：除了承諾固定數量的貨幣供應增長，政府對市場的任何干預均屬多餘。西方經濟學主流從此倡導數學化、模型化、技術化的「沒有理論的數量分析」<sup>⑩</sup>。不曾想，時過境遷，如今是新古典自己找不到、並且正式放棄貨幣供應量與實際物質生產之間

新自由主義的祖師爺弗里德曼提出：除了承諾固定數量的貨幣供應增長，政府對市場的任何干預均屬多餘。如今卻連新古典自己也找不到貨幣供應量與實際物質生產之間的數量關係了。中國的中央銀行也正式提出放棄貨幣供應量的控制指標。原因是越來越多的貨幣不買東西只買錢，變成賭場裏的籌碼。

的數量關係了。連中國大陸的中央銀行，都正式提出放棄貨幣供應量的控制指標。原因是越來越多的貨幣不買東西只買錢，變成賭場裏的籌碼。過去降低利率，刺激投資。經濟學把投資與消費定義成「最終需求」，因為投資直接意味着添置機器設備、興建土木工程、僱傭職工發薪領賞，從而刺激物價，推動經濟增長。如今，原本花錢買東西的投資，在越來越大的一部分變成不買東西只買錢的投機。股票市場、外匯市場、債券市場、期貨市場都是金融市場，顧名思義，本來就是錢生錢的貨幣經濟。「新增的貨幣在證券保證金和企業、居民活期存款帳號之間來回運動，必然不會轉化成為經濟學意義上的投資。」<sup>⑬</sup>

根據IMF的統計，從1990-97年，採用管理匯率的國家由23個增加到48個；採用完全自由浮動匯率的國家由25個增加到51個<sup>⑭</sup>。亞洲金融危機以後，馬來西亞實行外匯管制。中國大陸多年引進外資世界第二，僅次於美國，人民幣尚未完全可兌換。金融自由化和全球一體化的改革開放，勢必迫使馬哈蒂爾 (Mahathir Bin Mohamad) 回頭是岸，勢必迫使中國大陸、印度次大陸、北韓半島、古巴飛地的這幣那幣早晚與國際慣例接軌。

讓新古典們手足無措的是，大撒把式的一路降息，名義利率已經接近零了。增加貨幣供應的手段，眼看努到了極限，市面上仍然通貨緊縮得一派蕭條。印刷機當然可以多印錢，在公開市場上買回國債，增加貨幣供應，甚至政府直接印現鈔當財政支出。可是，印出來的基礎貨幣，只有經過銀行系統的運作，才能進入經濟體系循環周轉。存款不付利息，甚至收保管費，都可以想像。但是，商業銀行放貸時總不能說：「我借你一百元，不僅不要利息，倒找你十塊錢。」古怪的是，西方宏觀經濟學對這樣的邏輯前景，一直啞口無言。

宏觀經濟調控，貨幣財政兩大手段。70年代，錢買錢的外匯市場日交易額不到三千億美元，全年不過上百萬億美元規模。對應當時不到30萬億美元的GDP，經濟活動對政府的宏觀調控十分敏感。刺激景氣，貨幣手段：美國利率調整需要精確到小數點以後兩位數。稍不留意，就通貨膨脹。財政手段：凱恩斯講話，政府花錢挖坑填土，都能刺激有效需求。如今，外匯交易眼看到了上千萬億美元的規模，另外還有急遽膨脹的股市和樓市，對應不到40萬億的GDP，利率降到零都跟不上投機賭博的貨幣需求，政府在百億、千億級別上減稅和增加財政支出，相比之下，自然成了杯水車薪。貨幣、財政兩大手段，隨着股市、樓市、錢市的急遽膨脹而急遽萎縮。貨幣需求由貨幣供應量和流通速度構成。當格林斯潘把全世界貨幣都帶到零利率的水平，貨幣供應量就增加到極限了，政府的宏觀調節就徹底沒招了。經濟還能不能重新火起來，走出中央銀行已經竭盡全力卻仍然通貨緊縮的蕭條，就只能看股市、錢市、樓市的交易量——貨幣流通速度的變化了。

## (乙) 微觀經濟學的困惑

貨幣與貴金屬脫鉤，當成商品在市場交換。供給需求自動平衡的經濟學原理，在微觀層面上也文不對題了。譬如，在金融市場上拿美元買日元，美元和

讓新古典們手足無措的是，大撒把式的一路降息，名義利率已經接近零了。存款不付利息，甚至收保管費，都可以想像。但是，商業銀行放貸時總不能說：「我借你一百元，不僅不要利息，倒找你十塊錢。」古怪的是，西方宏觀經濟學對這樣的邏輯前景，一直啞口無言。

日元都是隨便敞開印的。印一張一塊錢的鈔票與印一張100元的鈔票，印一張美元與印一張日元，追究其生產成本之差異，毫無意義。決定買賣的唯一依據是，對美聯儲和大藏省印刷機印刷速度的推測。不幸的是，決定美聯儲和大藏省印刷機印刷速度的唯一依據是，「市場」對美聯儲和大藏省印刷機印刷速度的推測。

經濟學理論告訴我們，價格上升往往會使需求減少，供給增加。股票市場就不是這樣。價格上升會增強購買者的緊張心理，反之，價格下降則會降低購買者的緊張心理，從而導致從眾行為的出現。……當股價開始下跌時，跌勢會助長跌勢。……在這樣的情況下，根據理性預期採取行動反而是不理性的<sup>⑩</sup>。

早在1988年，索羅斯第一本著作出版，標榜所謂「反射性」致富哲理。說的是市場價格由市場參與者所左右。如果你看漲(或看跌)，只要堅定不移大手買進(或賣出)，越是奮不顧身，義無反顧，不惜傾家蕩產，越是能夠用實際行動說服、影響其他唯恐錯過發財機會的投機者紛紛跟進，結果往往能夠如願以償，心想事成<sup>⑪</sup>。在凱恩斯年代，貨幣發行以貴金屬為最終依據，國際國內金融管制，貨幣經濟尚處從屬物質生產的初級階段。金融市場具有投機者難以左右的客觀性。所以，投機哲學以推測他人的推測為主。索羅斯是金融自由化的產物。隨着錢買錢的交易規模越來越大，「選獎」推測的層次，從現貨到期貨、到指數、到指數期貨、到期權、到期權指數，逐級上升，直到米勒斷言：「有足夠多的理由可以證明，近來股票市場才是指數期貨和期權交易的衍生物。」因為「衍生產品市場已從傳統的股票交易所那裏取代了在股票定價中的重要地位。不僅美國如此，而且近年來建立了指數衍生市場的其他許多國家中也是這樣」<sup>⑫</sup>。

不僅如此，全球範圍的金融自由化，匯率浮動，買賣自由，迫使各國貨幣發行者——中央銀行成為牌桌上的對手，從而使投機哲學可以實現「超越指數」的理論昇華，變成點石成金的「金融煉金術」<sup>⑬</sup>。本來在賭場裏，有人贏是因為有人輸，有人賺多少錢是因為有人賠多少錢。賭場的整體收益為零。自從中央銀行坐上牌桌，賭博就成為經濟了。

回頭看圖2，期貨與金融衍生工具交易暴漲，與各種貨幣發行的頻繁變動相對應。從美元與黃金脫鉤以後，世界各國一次又一次貨幣形態的金融危機，不是貨幣貶值、股市崩潰就是股市崩潰、貨幣貶值。可憐的中央銀行，一次又一次主動、被動地開動印刷機，推動貨幣經濟增長「曲」線扶搖直上，仰面朝天！

西方清高的學術界主流，一直沒有正式接納索羅斯實踐結合理論的真知灼見。直到2000年，耶魯大學正牌經濟學教授希勒(Robert Schiller)的《非理性繁榮》(*Irrational Exuberance*)成為暢銷書，用「龐氏騙局」描述投機賭博滾雪球式地繁榮昌盛。所謂「龐氏騙局」，就是沈太福、鄧斌集資案。只要新「圈」進來的錢，足夠支付前一撥錢承諾的高額回報，遊戲就可以永無止境的玩下去<sup>⑭</sup>。有意義的是，書中提出「自發的龐氏騙局」。

騙局最終總要被戳穿。一旦圈錢進來的速度趕不上付錢出去的速度，美國20年代的「龐氏騙局」也好，中國90年代的「沈氏騙局」也好，牛皮風光得再邪乎，到頭來，難逃牢獄之苦、血光之災。但是，這是結果。邏輯上，即便是萬

在凱恩斯年代，金融市場具有投機者難以左右的客觀性。索羅斯則是金融自由化的產物。他在1988年出版第一本著作，標榜所謂「反射性」致富哲理。說的是市場價格由市場參與者所左右。如果你看漲，只要堅定不移大手買進，其他投機者就會紛紛跟進，結果往往能夠如願以償。

眾一心自欺欺人，誰都不相信股市可以永遠「牛」下去，泡沫最終肯定破裂。貨幣與黃金脫鈎之後，是甚麼制約着股市必然不能永遠「牛」下去呢？能夠看到的最終制約是，「虛擬經濟」對真實物質生產發生破壞作用。當物質生產難以為繼的時候，投機賭博就玩不下去了。1996-99年，阿爾巴尼亞七宗「龐氏騙局」，同時積聚20億美元，相當於全國GDP的30%。結果是搶劫銀行商店，焚燒建設物，大規模社會動亂，軍隊開槍鎮壓，「一些造事者被殺」，總理辭職，內閣解散。這時候，無論是「龐氏騙局」還是「索氏騙局」，受騙上當也好，自欺欺人也好，肯定都得穿幫。遺憾的是，這也是結果，不是論據。根據供給需求隨價格波動自動平衡的市場原理，給不出直接的邏輯說明。

### (丙) 政治經濟學的困惑

新經濟、知識經濟的核心概念是「知本家」。需要強調指出，今天人們喜聞樂見的知識經濟，與「科學技術是生產力」的傳統表述不同，同樣經歷了從凱恩斯「選美變選獎」昇華到索羅斯「反射性原理」的本質飛躍。傳統的科學技術、發明創造，需要物質生產(或服務)的轉換，才能轉化成為社會生產力，才能創造財富。所以，改革實踐中，總是存在科學技術與物質生產相結合的問題。新經濟裏的「知本家」是一夜之間可以「變」成的。借助各種金融市場的貨幣認同，不用大費周張地與物質生產(或服務)相結合，或者只要不成比例地結合一點點，一種知識、一個主意，就能憑空創造匪夷所思的市場價值，直接大把賺錢。

「知本家」主導的知識經濟，新就新在不受價值規律束縛，自然不存在資本家剝削工人階級剩餘價值的罪惡。索羅斯除了辦公室秘書，總共沒有僱傭幾個人，剝削誰的剩餘價值了？微軟幾千億美元的市值，是市場評估的結果，怎麼能說成是蓋茨僱傭的那幾個軟件程序員創造的剩餘價值？

投機賭博古已有之，本來不是創造價值的物質生產過程。賭徒之間平等下注，回報與風險相對應，誰也不用勞動，自然不存在誰剝削誰的是非。投機賭博只分配財富，不創造財富，邏輯上不容易變換出新的經濟規則。然而，美元與黃金脫鈎，在貨幣發行上，割斷了紙幣與金銀—物質生產相聯繫的臍帶，割斷了貨幣與價值的最後一線物質聯繫。紙幣交換的貨幣需求，從此可以像賭場裏的籌碼一樣，由各國中央銀行的印刷機不受限制地無限供給。美元與黃金脫鈎的目的是美元貶值日元升值的匯率浮動，改善美國的國際收支。追求的目標就是打破不同貨幣之間的穩定聯繫，匯率浮動的實踐結果自然是，金融危機一波未平一波又起，錢買錢、錢生錢的金融市場大發展，全球貨幣供應量像斷線的氣球扶搖直上，貨幣經濟急劇膨脹，成為不受價值規律束縛、犯不着勞神剝削工人的投機賭博新經濟。

1970年以後，左右世界經濟的力量已不再是商品及勞務的交易(實際需求交易)，而是已經大大地轉移到了金融領域的交易。換句話說，這一現象有力地說

傳統的科學技術、發明創造，需要物質生產(或服務)的轉換，才能轉化成為社會生產力，才能創造財富。新經濟裏的「知本家」是一夜之間可以「變」成的。借助各種金融市場的貨幣認同，一種知識、一個主意，就能憑空創造匪夷所思的市場價值，直接大把賺錢。



明了貨幣經濟取代商品經濟並逐漸成為世界經濟的主導因素。這是全世界開始的金融自由化以後特別明顯的現象<sup>20</sup>。

### 三 美元霸權與賭博帝國主義

全球經濟一體化，化得最徹底的是光速流動的金融市場。最公平的投機賭博，結果並不公平。如今，美國有四至五千億美元索羅斯式的投資基金，滿世界橫衝直撞，惹是生非；另有五至六萬億美元的各種共同基金，風馳電掣，如影隨形。前者是「蒼蠅不叮無縫的雞蛋」，用心想事成的賭徒自信製造事端，興風作浪。後者玩的是「夢幻組合」，計算機模型自動操縱的「程序交易」，全天候監控所有市場的每一處角落，一有風吹草動，光速調動的大筆資金瞬間雲集，推波助瀾。有政治意義的是，這兩種功能上相輔相成、相得益彰的高科技怪獸，客觀上具有弱肉強食的帝國主義性質。

甚麼是「無縫的雞蛋」？南美債務危機之後，巴西、墨西哥靠借錢發展民族工業的癡心妄想，被薩克斯 (Jeffrey Sachs) 的「休克療法」徹底治癒了。「債轉股」的產業重組，把陷入困境的國產汽車變成跨國公司的生產車間，財務脫困與產品銷路同時解決，並且引進了先進的技術和管理。強調經濟獨立的「依附理論」變成明日黃花，從此無人問津。亞洲金融危機之後，日本、南韓標新立異的「東亞模式」，被戴上「裙帶資本主義」的帽子。政府干預和產權不清的交叉持股，成為痛改前非的主要內容。跨國公司參與「債轉股」的產業重組，在金融領域全面展開，在製造產業循序漸進。顯而易見，無論是南美的巴西、墨西哥、阿根廷、智利、秘魯，東歐的俄羅斯、烏克蘭、捷克、波蘭、匈牙利，東亞的緬甸、泰國、印度尼西亞、菲律賓、台灣、香港、新加坡、南韓、日本，統統都是「有縫的雞蛋」，而且是誰家的政府干預越多，經濟越不自由化，發生金融危機的「縫」越大，災難越是積重難返。古怪的是，1992年，索羅斯們橫衝直撞芬蘭馬克、西班牙比塞塔、葡萄牙埃斯庫、比利時法郎、荷蘭盾、丹麥克朗、瑞典克朗、意大利里拉、法國法郎、英國英鎊、德國馬克，簡直像黃鼠狼跳進雞窩裏，一個個雞飛蛋打，四散而逃，經濟學家們從來沒有察覺這些國家體制上有甚麼弊病。世紀交接，一個歐元籠罩過去，就甚麼毛病也沒有了。幫助發展中國家總結金融危機的經驗教訓，是完全必要的，非常及時的。可是，檢討的深刻程度，不應當超出一個簡單的假設太遠：倘若全世界都用美元，壓根就不會有貨幣形態的金融危機。

日本經濟世界第二大，擁有強大的製造業生產系統，決非泰國一般憑空泡沫，風飄水浮。日本經濟從狂熱沸騰的顛峰跌入泡沫破裂的深淵，值得認真反省。美元與黃金脫鈎，解放美元，匯率浮動，主要目的之一就是衝着日元和馬克去的。二戰結束以後，從幫助日本恢復經濟的目的出發，美國佔領軍的「道奇改革」，制訂了一美元兌360日元的固定匯率。幾十年一貫制地執行下來，日本

如今，美國有四至五千億美元索羅斯式的投資基金，另有五至六萬億美元的各種共同基金，前者是「蒼蠅不叮無縫的雞蛋」，後者玩的是「夢幻組合」，全天候監控所有市場的每一處角落，一有風吹草動，即光速調動大筆資金推波助瀾。這兩種高科技怪獸，客觀上具有弱肉強食的帝國主義性質。

經濟持續高速發展，與今天市場調節狀態下一美元兌130日元的匯率相比，積累了日元低估60%的強大勢能。換言之，放開外匯管制，匯率從360調整到120的反覆拉鋸，美日兩國利率水平從兩位數降到零，實踐的是一場貨幣印刷速度的較量，意味着天文數字的貨幣發行。

1985年，西方五國《廣場協議》以後，日元兌美元的匯價從240陡升到120，導致日本出口下降，進口增加，出口主導型經濟損失慘重。1986年，日本國民生產總值實際增長從1985年的6.6%下降到3.8%。一年時間，日本僅匯率損失三萬五千億日元。為了減輕日元升值對經濟的壓力，大藏省急忙採取「金融緩和」政策，連續下調貼現率。早在1987年，日本就是2.5%的「超低利率」了。增加貨幣供應量，你貶我也貶，至少不能升得太高，是日本對抗美元貶值的一貫伎倆。

然而，持續低利率，有「逼良為賭」的嫌疑。舊日的日本，老百姓的高額儲蓄，通過銀行為企業生產項目貸款轉化為投資。60年代以後，日本就再沒有成立新的普通銀行了。老銀行長命百歲，老百姓一百個放心。存款利率上限由政府管制，從未發生「高息攔儲」。加上政府辦的郵政儲蓄，號稱「第二財政」。不曾擔驚受怕，不用費心勞神，是日本長期保持高儲蓄率的必要條件。美元與黃金脫鈎以後，國外日元持續升值，國內利率持續降低，一系列「住房商品化」的西化、美化改革浪潮，迫使百姓不得不考慮「儲蓄保值」。普通百姓不可能像銀行放貸那樣對企業投資項目作出技術分析。百姓投資，只能是進入股市、樓市和錢市投機。「日本出現了全民炒股熱」，由此奠定了企業通過股市、債市直接融資的群眾基礎<sup>②</sup>。

日本是典型的出口導向型經濟，是靠製造業物質生產而不是靠金融投機成長壯大的。50-80年代，整整30年的歷史證明，日本企業制度的創新，比西方企業制度更適合製造業物質生產。在激烈的國際競爭中，生產企業發揚團隊精神，在政府和銀行的支持下，長期忍受比西方低得多的利潤和股份分紅，使日本從二戰的廢墟上迅速崛起，成為世界第二大經濟實體<sup>②</sup>。不幸的是，更適合物質生產的經濟體制，不能適應投機賭博新經濟。匯率固定、利率控制、金融分業和外匯管制，是物質生產健康發展的必要條件。80年代以後，當這些條件被一一改革開放之後，剛剛想說「不」的日本，不僅一敗塗地，而且一蹶不振。

世界第二大經濟實體——日本，與國際金融慣例接軌，尚且玩成了殘廢，其他弱小落後的發展中國家，就更值得認真掂量自己的斤兩了。全球經濟一體化的口號，自動蘊涵與國際慣例接軌的改革含義。隨着所有國家主動、被動地參與接軌，全球經濟一體化越發成為不可抗拒的歷史潮流。經濟一體化當中，「金融資本享有優越的地位，因為資本較其他生產要素更具流動性，而金融資本則比其他形式的資本更具流動性。金融市場的全球化已經削弱了單個國家對資本徵稅和管制的的能力，因為它可以輕易地轉移到其他地方」<sup>②</sup>。所以，全球經濟一體化進展最快的，是全球金融資本流動一體化。誰對資本實現這管制那徵稅，不僅外國資本不往誰那裏去，而且本國資本也會想方設法離家出走。所

日本是典型的出口導向型經濟，不是靠金融投機成長的。80年代以後，匯率固定、利率控制、金融分業和外匯管制這些物質生產健康發展的必要條件被一一改革開放。剛剛想說「不」的日本，不僅一敗塗地，而且一蹶不振。日本這個世界第二大經濟實體，與國際金融慣例接軌尚且玩成了殘廢，其他發展中國家，就更要認真掂量自己的斤兩了。

以，金融自由化，成為經濟體制與國際慣例接軌首當其衝的改革內容。市場經濟，價格調節。金融市場買賣的商品是貨幣，貨幣的價格是利率和匯率。所以，與國際慣例接軌，金融自由化的本質是放開利率和匯率。只要價格放開，混業經營和衍生工具自然是擋也擋不住的題中應有之義。為此，美國經濟學家特別針對發展中國家，提出深化金融促進經濟的「金融深化論」：

發展中國家必須有效消除金融壓抑現象……金融當局放棄對金融市場和金融體系的過度干預；放棄對利率和匯率的控制，使利率和匯率正確反映資金和外匯的供求情況；有效地抑制通貨膨脹；發展各種類型的現代金融機構和金融工具，以提高儲蓄率和投資水平，從而實現金融對經濟發展的促進作用。

所有這些經濟學分析，自然閉口不提美元與黃金脫鈎。另一個故意迴避的基本事實是，無論接軌的願望多麼強烈，經濟體制、法律環境、政治制度，方方面面，全方位接軌，有兩條軌是永遠接不上的。第一，人民不能自由流動；第二，貨幣得自己發行。或者說，由於國際慣例不承認人民有選擇居住和工作地點的基本人權，所以貨幣得自己印。阿根廷不得不放棄連繫匯率制度，說明即便是美國的后院，自願放棄中央銀行都不行。這就把通貨膨脹和失業相交的菲利普斯曲線，留給了各國貨幣發行當局。只要不同國家人口和經濟發展水平的差異，在經濟政策上有所體現，計算機程序控制的光速交易就有利可圖，專業惹是生非的索羅斯們就有機可乘。

如今，美國三大股市18萬億美元，佔世界股市28萬億美元總額的64%<sup>29</sup>。1997年，香港股市緊排在紐約、東京、芝加哥、倫敦和納斯達克之後，世界第六大，總市值六千億美元。其中真正流通的，不過四千億港幣。如今，全球外匯市場每天交易三萬億美元。1995年，香港外匯市場世界第五大，每天交易900億美元。要命的是外匯交易裏，大部分是美元，餘下是馬克、日元、英鎊。港幣直接參與的外匯交易，僅佔5.6%，不到50億美元的規模。索羅斯們調度幾十、上百億美元，要想衝擊美國股市或美元，蚍蜉撼樹談何容易？充其量，不過在一些板塊上呼風喚雨。相反，同樣規模的美元拿到香港來衝擊每天只有50億美元交易額的港幣，根據貨幣局制度下港幣需求增加利率自動升高的機制，一天就把隔夜拆借利率抽高到300釐，等於不借了。等着拆借頭寸周轉股票買賣的，頓時陷入「卡脖子旱」，要想活命，就只有忍痛「賣青苗」，壯士斷腕出手股票了。同樣的道理，幾十、上百億美元沖到比香港市場容量更小的泰國、菲律賓、馬來西亞、印度尼西亞，就好比大象跳進池塘裏，很容易攪得翻天覆地，形成貨幣意義上的金融危機。這個意義上說，除了碩大無朋的美元，又有那個雞蛋沒有縫呢？——馬來西亞的外匯管制，中國大陸人民幣不完全可兌換。吸引外商直接投資源源不斷，尚未敞開短期投機大進大出的門縫。

結論是清楚的：第一，貨幣規模不夠大，掃除金融市場貨幣交易的管制障礙，與國際慣例接軌，等於引進爆發金融危機的機制。第二，美元一家獨大，怎麼玩，也只有美元玩殘小貨幣的結局。不管是誰賺錢，美國的索羅斯也好，

如今，美國三大股市18萬億美元，佔世界股市28萬億美元總額的64%。索羅斯們調度幾十、上百億美元，要想衝擊美國股市或美元，談何容易？但同樣規模的美元拿來衝擊香港，甚至比香港容量更小的泰國、菲律賓等地市場，就好比大象跳進池塘裏，很容易攪得翻天覆地，形成貨幣意義上的金融危機。

中國的羅索斯也好，佔便宜的都是美元——美國。第三，美元貶值，誰不跟着貶誰倒楣。一路貶下去的結果是，貨幣經濟急劇膨脹。黃金儲備一去不返，是因為再也無法與龐大的紙幣印刷相對應。貨幣發行的外匯儲備，不得不更依賴美元和美元資產，反過來強化美元的主導地位。

亞洲金融危機「過」後，除了馬來西亞重新外匯管制，其他國家和地區雖然多對短期資本流動施加種種技術性限制措施，改革開放的體制基本沒變，時時處於「亞洲第二次金融風暴」的威脅。為此，泰國、菲律賓和馬來西亞積極倡導成立600-1,000億美元的「亞洲貨幣基金」，立即遭到美國的強烈反對。理由是「任何基金的成立，都會影響IMF在世界經濟出現經濟狀態時所能發揮的主導作用。美國副國務卿塔爾博特 (Strobe Talbott) 說：美國無法信服『亞洲貨幣基金』能讓本地區國家在金融危機時可支付需要的經援；我們認為解決這類問題的適當機構，是跨國區域性的及國際性的組織，而不是交給新成立的區域性組織，因為問題本身影響深遠，超越了亞太地區的疆界」。當日本在西方七國財長會議上再度提出「亞洲貨幣基金」，反對最激烈的是美國和全力推動歐元的德國。德國財長認為：「如果亞洲地區建立這樣的基金，無疑會破壞現有的國際金融秩序。」<sup>⑥</sup>

甚麼是西方認可的「國際金融秩序」？一場接一場的金融危機，是「國際金融秩序」；美元獨霸，是「現有的國際金融秩序」；比「亞洲貨幣基金」走得更遠的歐元，是「現有的國際金融秩序」。1997年12月，國際金融秩序們終於允許亞洲成立一個沒有固定數額、提供短期信貸的「亞洲備用信貸設施」，雖然貸款安排必須根據IMF的標準，畢竟可以不由IMF直接管理了。但是，誰能夠說得出來，從這個「亞洲備用信貸設施」，到規模足夠抵禦索羅斯衝擊的貨幣聯盟，還有多麼漫長的路要走？

亞洲國家倡導成立「亞洲貨幣基金」，遭到美國和德國的強烈反對。德國財長認為：亞洲建立這樣的基金會破壞現有的國際金融秩序。甚麼是西方認可的「國際金融秩序」？一場接一場的金融危機，美元獨霸，比「亞洲貨幣基金」走得更遠的歐元，都是「現有的國際金融秩序」。

### 註釋

① 該稱謂由斯特蘭奇 (Susan Strange) 的《賭場資本主義》(Casino Capitalism) 首創；見張海濤：〈再論美國「賭博資本主義」〉，《國史研究參考資料》，2001年第11期。

② 庫爾茨曼 (Joel Kurtzman)：《金錢之死》(海拉爾：內蒙古文化出版社，1997)，扉頁。

③ 轉引自阿爾貝爾 (Michel Albert) 著，楊祖功等譯：《資本主義反對資本主義》(北京：社會科學文獻出版社，1999)，頁166。

④ 希勒 (Robert J. Shiller) 著，廖理、施紅敏譯：《非理性繁榮》(北京：人民大學出版社，2001)，頁2、31。

⑤ 1996年，股票周轉率在紐約股市為52%，東京27%，韓國91%，倫敦58%，香港54%，泰國30%，新加坡40%，台灣243%。參見林毅夫：〈國有股減持的隱含前提〉，《財經》，2002年1月22日，頁23。

⑥ 米勒東拉西扯的三個短期因素，沒有觸及到問題的實質。米勒1994年時得意洋洋地演講，決不會想到美聯儲2000年11次降息對貨幣數量理論的致命挑戰。見米勒 (Merton H. Miller) 著，劉勇、劉菲譯：《墨頓·米勒論金融衍生工具》(北京：清華大學出版社，1999)，頁102。

⑦⑬ 夏斌、廖強：〈為甚麼要改變貨幣政策中介目標〉，《財經》，2001年雙周試刊，頁82；82。

⑧ *Financial Time*, 4 January 2002.

⑨ 按照米勒的說法：「在期貨市場上進行交易的所有人，可以列入『投機者』一類的不到四分之一至三分之一。其餘的人都是套期保值者」。見米勒：《墨頓·米勒論金融衍生工具》，頁102。

⑩ 美聯儲的經濟學家曾經算出，「美國消費者財富的市場價值每下降一美元，他們就要減少他們的貨幣支出4-5%」。見斯特蘭奇(Susan Strange)著，楊雪冬譯：《瘋狂的金錢——當市場超過了政府的控制》(北京：中國社會科學出版社，2000)，頁95。

⑪ 格哈德·伊寧(Gerhard Illing)著，楊偉國譯：《貨幣政策理論：博弈論方法導論》(北京：社會科學文獻出版社，2002)，頁147。

⑫ 弗里德曼(Milton Friedman)著，張瑞玉譯：《資本主義與自由》(北京：商務印書館，1988)；勒帕日(Henri Lepage)著，李燕生譯：《美國新自由主義經濟學》(北京：北京大學出版社，1985)。

⑭⑮ 韓文高主編：《世紀末金融風暴》(北京：經濟日報出版社，2001)，頁211；225-27。

⑯⑰ 索羅斯(George Soros)著，王宇譯：《開放社會：改革全球資本主義》(北京：商務印書館，2001)，頁78-98；2。

⑱ 關於索羅斯提出的“reflexivity”有翻譯成「反射理論」。筆者認為心想事成的「反身性原理」，似乎更符合索羅斯的原意。

⑲ 米勒：《墨頓·米勒論金融衍生工具》，頁106-107。

⑳ 傳統的賭博，是零和遊戲。有贏家贏多少，就一定有輸家輸多少。輸贏靠的是運氣。指數曲線無法超越，是因為賭局裏用的牌是一副。

㉑ 1920年，美國龐茲(Charles Ponzi)用套購國際回復郵票作局，七個月時間吸引三萬投資者，「圈」錢1,500萬美元，成當時大案。「龐氏騙局」因此得名。1989-95年，阿拉斯加一鄉村小鎮，家庭主婦勃漢姆(Raejean Bonham)用套購航空公司里程優惠券作局，許諾投資者在兩個月時間拿到50%回報，吸引了美國42州1,200名投資者，收益1,000-1,500萬美元(希勒：《非理性繁榮》，頁51-54)。

㉒ 宮崎義一著，陸華生譯：《泡沫經濟的經濟對策》(北京：中國人民大學出版社，2000)，頁10。

㉓ 亞洲國家過去金融投機市場不發育，銀行穩定，居民儲蓄率高。日本法人持股佔股票總額的70%。股東通常只是領取固定分紅，百姓對當股東本無興趣。低利率和股市泡沫高漲，掀起全民炒股熱。「1985年，日本個人金融資產中股票資產的比例是9%，1987年上升到16%，1989年又上升到21%，日本人口的1/5是個人持股者」(見註⑲韓文高，頁232)。

㉔ 如今，這些過去人們熟知的優點，統統成為日本企業低效率的鐵證。完全不提日本製造業市場份額的巨大變化，似乎在50-60年代，在造船、汽車、家用電器等產業，日本從來就有世界第二大經濟實體的市場份額。荒謬偏見的典型，是波特(Michael E. Porter)與兩位日本教授合著的新書：《日本還能競爭嗎？》(Michael E. Porter, Hiroataka Takeuchi, Mariko Sakakibara, *Can Japan Compete?* [Basingstoke: Macmillan, 2000])。《經濟學家》雜誌推薦為「2000年非文學類好書」。台灣天下遠見出版股份有限公司2000年以《波特看日本競爭力》為書名翻譯出版，封面的廣告辭是：「一本震撼太平洋兩岸的書！」

㉕ 〈對沖基金也現泡沫？〉，《信報》(香港)，2001年12月12日，頁18。1998年9月，美國股市佔世界總額的53%。見薛君度、陸忠偉主編：《顛簸的日本》(北京：時事出版社，2001)，頁120。