

香港傳真

中國稅務雜誌社綜合研究組
香港桑尼研究有限公司

No.2002-17

2002年7月26日

“投機賭博新經濟的挑戰”讀後感

(香港) 朝軍¹

原作者在“投機賭博新經濟的挑戰”一文中的思路很明確，就是（1）先從金融市場的投資到投機的轉變論證入手；（2）再由金融市場存在投機推斷出金融市場是個賭場；（3）接著從前幾年世界各地發生的金融危機來論證活躍於這個“賭場”內的國際投機者（如索羅斯等）是如何如入無人之境般地巧取豪奪；（4）在美元獨大面前，全球金融一體化祇能使資本雄厚的美資機構獲益，連“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，何況其他弱小的發展中國家”；²（5）最後得出結論：在強權經濟面前，防範金融危機的能力從根本上說，“並不取決於什麼制度保證，靠的是支撐貨幣的經濟規模和產業縱

¹ (香港)曉曉：“投機賭博新經濟的挑戰”一文曾印《香港傳真》No.2002-13。

² “投機賭博新經濟的挑戰”原文第37頁。

深”；³（6）因此，中國祇有兩條路可走：“一是如馬哈蒂爾一樣堅持外匯管制，⁴人民幣說什麼也不可兌換；一是竭盡全力迅速發展支撐人民幣的經濟規模和產業縱深”。⁵為了證明以上觀點，原作者提供了不少實例。但從文章中所引用的實例及得出的結論看，全文有許多片面和斷章取義的地方。從文章中流露出激昂的民族主義情懷，原作者不失為一個憂國憂民之士。但如作為學術論文，則其中的許多觀點有欠嚴謹，缺乏全面的分析。我們下面就順著原作者的思路脈絡，逐項分析。

一、投資與投機的關係

原作者在文章中幾次三番論及“從投資到投機的性質轉變”。金融市場的確存在著投機行為。但是，有一點我們卻必須明確，那就是投機與賭博有著本質上的區別。要正確認識金融市場的投機行為，首先得弄清楚什麼是投資和投機。在金融市場上，投資和投機是同時存在的，投機是投資的一部分，市場中如果缺少投機，市場的機制是不完善的。股票市場本身是為投資而設，主要是供資金需求者和資金投資者作交易。但各種投資者的目的和運作有所不同。有些人從事長期投資，買進股票以獲取股票的分紅；有些人則從事短期投機，時而買進時而賣出，以獲取股價的價差；有些人既做長期投資，又做短期投機，做投資與做投機是可以轉換的。在正常運行的證券市場中，投資與投機都是必不可少的。沒有對證券的投資固然不會有證券市場，而沒有投機也

³ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第56頁。

⁴ 馬來西亞1997年受金融風暴襲擊時重新實行外匯管制，但在不到一年之後又順應大勢取消管制。

⁵ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第58頁。

不會有證券市場，因為沒有頻繁的投機，就不會形成股票的合理價格，也不會有證券市場上價格引導資金的頻繁流動，從而實現資源配置的優化。在德國有華倫·巴菲特之稱，經歷了80年投資生涯的安德烈·科斯托蘭尼說：“祇要有人類存在，就有投機和投機家，不僅見諸過去，也見諸未來。”⁶

按照《新帕爾格雷夫經濟學辭典》的定義，“投資就是資本的形成——獲得或創造用於生產的資源”。顯然，投資實質上是一種投入資金獲取生產性財富的經濟行為。而投機是指“為了再出售（或再購買）而不是為了使用而暫時買進（或暫時售出）商品，以期從價格變化中獲利”的經濟行為。兩者沒有好壞善惡之分，都是中性行為。因為從價格變化中獲利必須把握好買賣時機，因此稱之為“投機”。顯然，投機實質上是一種投入資金獲取非生產性財富的經濟行為。從廣義來講，投資也可看作是投機的一種特殊形式，是一種時間較長、“風險”較小、並非單純博取差價的投機。有價證券和外匯由於其高流動性，特別適合投機。在西方，所謂投機者往往是證券和外匯買賣的積極參與者。市場上的投資者和投機者其實是二而一，一而二的。

以期貨交易為例，買空賣空的期貨交易是不是投機呢？期貨交易是按現在的價格買賣未來的商品，但所買賣的祇是期貨合約，並沒有實物，交易的結束是通過一買一賣的對沖，即先買後賣或先賣後買進行對沖，對沖後結清價格餘額。期貨交易的產生主要是為了套期保值。那麼，誰為套期保值活動承擔風險呢？在期貨交易中是投機活動為套期保值承擔了風險。套期保值在期貨交易所賺的，正是投機活動所賠的。當套期保值者預期某商品價格上升而買入未來某日該商品的期貨時，必定有投機者預期價格下

⁶ 安德烈·科斯托蘭尼：《一個投機者的告白》，商智文化事業股份有限公司（臺灣），2002年，第38頁。

跌而賣出未來該日該商品的期貨。如果價格上昇，則套期保值者賺，投機者賠，如果價格下降，則套期保值者賠（當然他可以在實物市場上得到補償），投機者賺。投機者是為了獲得利潤而冒險，當然不會兩面下注。投機是期貨市場上的重要活動，沒有投機者，套期保值者也不可能存在。如誰都想套期保值，轉移風險，卻沒有人承擔風險，那麼期貨市場就無法存在。投機者的目標不是保值，而是獲利，獲利的動機使他們願意承擔風險。投機者的出現是期貨市場形成的標誌。在一個期貨市場上投機越活躍，市場越穩定。

期貨市場的存在為生產者實現套期保值提供了方便，從而有利於穩定自己的目標價格。這種經濟活動中風險的減少當然是有利於穩定的。另一方面，期貨市場還可以通過千百萬套期保值者和投機者的交易活動反映未來價格的走勢，這被稱為發現價格的作用。由於期貨市場決定的價格能正確地反映供求變動狀況，所以對指導生產和其他經濟活動以及穩定經濟有重要的作用。在現實社會中，我們很難區分哪一次交易是套期保值，哪一次是投機。也很難區分誰是套期保值者，誰是投機者。期貨市場可以轉移風險，也可以冒險求利，但從長期來看，這種全球範圍的買空賣空的穩定作用還是主要的。由此可見，期貨市場的存在前提是保值者和投機者並存，是以理性為主的，不能簡單地因其是零和遊戲或存在投機行為就歸結為是賭場。

目前世界發達國家並沒有因為股市和期市存在投機因素而將它們關閉。恰恰相反，股市作為一國市場經濟機器必不可缺的“零部件”，還在日復一日地運轉，而且“越轉越大”。股市上眾多的供求雙方分別依據自己對一定時期內企業、整體經濟、政治、社會及其他現象瞬息萬變作出判斷，進行股票交易。其實早在 20 世紀 80 年代，經濟學界對此就已經形成了共識。誰都承認股市沒

有投機是不行的。許多經濟學家認為不允許投機，就不會有人在股票市場上投資，投機亦是無法禁止的。對此，國內經濟學家董輔初說得很乾脆：“證券市場必須有炒買、炒賣，即我們平常所說的投機。如果沒有投機的話，就沒有證券市場。”⁷

二、辨別金融市場不是賭場的三個方法

原作者將投機行為與賭博等同看待，在概念上混淆了這兩者之間存在的本質區別。原作者的目的就是要竭力證明“世界已變成了一個大賭場”。⁸

其實，要分清投機和賭博這兩者之間的區別並不複雜。概括而言，辨別的方法可有三種。所謂賭博指的是一種完全靠碰運氣的以金錢或物質利益為標的的遊戲，輸贏的奧妙取決於概率。賭博雖然有各種技巧，但從根本上說，人們在每次下注時都毫無規律可尋（概率是通過無數次的嘗試而顯示出的結論）。如能被人揭示出一般規律，那就不成為賭博了。在金融市場上，為了把握好最佳的買賣時機，投機者需要作大量的市場分析和預測工作，依據的是可資借鑒的往績經驗，有跡可尋的市場運動軌跡，和顛撲不破的經濟規律，並通過事前，事中和事後的大量部署和安排來達致目標。一句話，投機者所賺取的利潤絕非幸至，也要通過艱辛的勞動（尤其是腦力勞動）來獲得（在此，原作者關於“通過金融交易賺錢，都不是物質生產，均屬不勞而獲”⁹的說法是片面的），其所承擔的風險與利潤之比與賭博的盲目下注和聽天由命有所不同。賭場經營者之所以最終會是贏家，是因為概率統計計

⁷ 《南方都市報》，2001年2月8日。

⁸ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第6頁。

⁹ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第16頁。

算的結果。而投機者的行為絕對不是依靠概率。再聽聽安德烈·科斯托蘭尼是怎麼評價投機者的：“投機家是有識之士，是三思而後行的證券交易人士，能準確預測經濟、政治和社會的發展趨勢，並從中獲利。”¹⁰ 這就是說，賭場的奧妙在概率，金融市場遵循的是市場規律，而經濟學是關於規律的科學，它所研究的物件包括金融和證券市場。僅從這點看，金融和證券市場與“賭場”便有著本質的區別。此其一。

不論是從理論上，還是在實踐活動中，金融和證券市場與賭場顯然是兩碼事，不能混為一談。原作者認為“賭博祇分配財富，不創造財富”，¹¹ “賭場的整體收益應當為零”，¹² 這是正確的。但如繼續演繹說股市“與賽馬賭球異曲同工”，“組合投資與輪盤賭下注別無二致”，¹³ 進而斷定股市是“大賭場”，股市也祇分配而不創造財富，則未免與事實不符。目前在經濟界確有不少人士認為證券市場玩的是一個零和遊戲。持此觀點者其實是以靜態的方式看問題。在一個給定的時空（如有時空限制的期貨交易），這個看法有一定的道理。但是，經濟學是一個動態的科學，即如果我們從動態的角度去分析，在納入時間和空間維度後，則證券市場絕對不是零和遊戲，而是能夠增值和創造財富的。賭場是零和博弈（賭場傭金除外），賺錢人賺的錢等於賠錢人賠的錢。而證券市場則不同，證券市場並非祇是將一個人兜裏的錢轉到另一個人兜裏。可以說，在一個正常發展的證券市場內，賺錢人賺的錢始終要比賠錢人賠的多（主因是經濟總量不斷地在增加）。股

¹⁰ 安德烈·科斯托蘭尼：《一個投機者的告白》，商智文化事業股份有限公司（臺灣），2002年，第33頁。

¹¹ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第28頁。

¹² “投機賭博新經濟的挑戰”原文第24頁。

¹³ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第4頁。

份公司的利潤分配直接導致股票市值的提高，也就是說在正常情況下，投資人所投資的股票本金會漲。這實際是股票在二級市場價格上漲的重要內在機理。就這個意義來說，資本市場不僅發揮著社會資源的優化配置作用，而且發揮著股票自身合理的增值作用。換言之，資本市場是能夠創造價值的，它終將引導人們進行理性投資。從各發達國家證券市場的長時間發展看，股票指數總體上是往上昇的，因此作長線投資者一般地說會賺到錢。舉例而言，美國有一些令人信服的有長期增長記錄的藍籌股，如 IBM、柯達、麥當勞、迪斯尼、可口可樂等，這些股票一般都曾經有持續增加的股利以及很大的總股本（流動性好）。這些股票不會在投機狂熱時垮掉，人們普遍的心理是購買後開始等待長期收益。如有人在 20 世紀 60 年代便開始投資於這些股票，那麼歷史已經證明，它們的蛋糕一直在做大，不斷在創造新的價值，所有參與者都能從中獲利。人們在任何時候購買這些不斷成長股都不會錯。因為長線而言，股價一定會反映出好企業優良的業績。因此，證券市場中的博弈不是賭場中的零和博弈，而是正和博弈。當然，在另一方面，長線而言，不成功的企業便被淘汰了，而且，發生得非常快，從而達到資源的合理配置。此其二。（中國股市目前因為投機成分太大，短線行為太多，可以說是接近零和博弈，這是因為制度不健全所造成的，但我們仍不能將之視為是賭場。）

通常，證券市場具有四個獨特的功能：社會資源優化配置、價格發現、風險管理和公司治理（國內經濟學家劉紀鵬還多加了兩個功能，即從一個較長的時期來看，資本市場是一個國家政治、經濟、社會的晴雨錶，同時也具有對外傳遞資訊的功能）。¹⁴ 這也是任何賭場所不具備的。二級市場的投機買賣推動了一級市場

¹⁴ 《證券時報》，2002 年 1 月 25 日。

的發行，加快了貨幣向資本的轉化，加快了小資本向大資本的集中，具有重要的籌資功能，有利於企業和經濟的發展，創造了更多的社會財富。這也是賭博絕對不能做到的。就以中國資本市場為例，中國資本市場不僅具有前述的一般功能，而且還有一個特殊功能，即推動國企改制，建立現代企業制度。不言而喻，“賭場”更不具備這樣的功能。另外，從功能上看，我們承認，當今的金融市場投機活動十分活躍，不斷創新的金融衍生產品在提供防範風險的有力手段的同時，確也為投機者帶來了更多的投機機會，增加了市場風險，但是，我們不能因為金融市場存在著投機行為和風險這樣的因素，就否定了它的重要功能，將它定性為“賭場”。這是從功能上來區分。此其三。

綜上所述，如果我們用以上幾個標準去理性地分析或判斷當今世界的金融市場，那麼，金融市場絕對不是原作者所說的“大賭場”。

原作者提到獲諾貝爾經濟學獎的美國金融學會主席墨頓·米勒在針鋒相對的辯論中大量使用下注、賭注、賭局、賭博、賭徒、賭場等常識概念，¹⁵來證明賭場論。其實，米勒巧借賭場用語來幫助讀者理解複雜的衍生工具，恰恰說明了這兩者之間的區別，說明兩者在某些方面的理論是近似的，可以用來打比方，但米勒從未將兩者等同看待。他在《墨頓·米勒論金融衍生工具》一書中，充其量也祇是說“期貨市場將投機者的賭博天性用於造福社會……”，¹⁶但我們能因期貨市場利用人們的賭博天性（姑且這麼說）便斷言它是賭場嗎？顯然邏輯不通。原作者引用的凱因斯的言論中，凱因斯更是祇提“投機”，絕不“沾賭”。

¹⁵ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第5頁。

¹⁶ 米勒：《墨頓·米勒論金融衍生工具》，清華大學出版社1999，第103頁。

三、金融交易與經濟增長的關係

原作者在論證賭場論時談到的一個重要論據是股票市場的價格波動與企業經營的好壞越來越沒有直接關係，以及金融交易與物質生產在交易量上漸行漸遠。¹⁷ 我們該如何解釋這個問題呢？

其中一個解釋是，這與投資者群體行為的社會心理因素有關，或者是與市場效率有關。例如，當市場資訊嚴重不對稱時——如某些投資者（像基金經理）比其他人取得或瞭解更多股票資訊，那麼，市場上的一般投資者便可能跟從那些他們認為更瞭解情況的基金經理或投資銀行進行買賣。中國（包括其他一些市場）的情況便是這樣。即便在歐美較發達的資本市場裏，市場效率或資訊渠道都較中國規範，也還是存在著資訊不對稱的問題，人們跟風炒賣的現象也屢見不鮮，這就不難理解在投資大行極力推薦高科技股票時，市場對高科技公司產生過分樂觀的期望，大量金錢湧向沒有盈利支援的高科技股票，導致西方股市會出現網路泡沫。更何況，金融市場上經常會發生一些作假行為，或故意對投資者進行誤導（如近日美國發生的美林證券分析員誤導投資者被罰款一億美元的事件），或更有甚者，市場多方參與者不約而同同流合污（最近的“安然”事件便是一例）。因此，市場監管的其中一項職能就是制定相關規定，要求作出資訊充分披露，提高市場效率，減少市場上的噪音和誤導。假如我們因為金融市場存在泡沫、風險、動蕩或非十全十美，而看不到金融市場對經濟增長的貢獻，我們便有可能犯了將嬰兒與洗澡水一起倒掉的錯誤。

金融交易是否可為經濟增長作出貢獻？這實際上是一個實證的問題。這個問題 30 年前就有學者在進行探討。世界銀行在 2001

¹⁷ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第 2~7 頁。

年 4 月的一份政策研究報告中，彙集了不同國家大量的實證研究結果，得出的結論是：金融發展對長期的繁榮是有貢獻的。¹⁸ 報告中說，不同國家的經驗表明，金融發展對長期繁榮有著積極的作用，而且兩者之間存在著因果關係，如發達國家（美國、英國和日本）的金融體系也都較為先進。世界銀行的研究人員還研究了 1976~93 年間 49 個國家（包括富國和窮國）證券市場對經濟增長的貢獻度。結果發現，證券市場流動性最強的國家經濟增長最快，並且，股市波動與經濟增長之間沒有很密切的聯繫。¹⁹ 即使是在目前股市大幅波動的時代，股市是有其直接和積極作用的，如在不引發工資驅動通貨膨脹的情況下制止了美國失業率的下滑，這主要是因為它通過財富效應來達到刺激消費。²⁰ 另外，根據國際清算銀行的最新資料，2001 年上市公司在國際市場上發行的境外股票總市值達到 1480 億美元，其中發達國家佔 1310 億美元，發展中國家佔 115 億美元，中國佔 30 億美元。可見，沒有國際資本市場，某些儲蓄將難於找到有利可圖的投資機會，同樣，一些生產活動也會因無處融資而難以開展。²¹

以中國股市為例，至 2001 年底，在中國上海和深圳股市上市的公司達 1154 家，總市值達人民幣 43500 億元（相當於中國 GDP 的 50%）。²² 市場可交易股票市值逾人民幣 20000 億元，使中國股市在亞洲排名第三。截止 2001 年底，中國股市在這麼多年來為

¹⁸ “為增長融資：動蕩世界的政策選擇”，《世界銀行政策研究》第 22239 號，2001 年 4 月。

¹⁹ R. Levine 和 S. Zervos：“股市、銀行和經濟增長”，《美國經濟回顧》1998，第 537~558 頁。

²⁰ D. Baker：“股市泡沫的成本”，《經濟和政策研究中心》2000 年。

²¹ 《國際清算銀行季刊》，2002 年 3 月。

²² 《南華早報》，2002 年 5 月 9 日引述周小川在天津經濟月刊論壇上的講話。

境內上市企業共籌集了人民幣 6233 億元資金（如計入海外上市所籌集的資金，總額可達人民幣 10000 億元）。另外，於 2001 年，國內證券行業從業人員已超過十萬人。²³ 據國內的一份調查報告，中國的證券業和上市公司在 2000 年對 GDP 的貢獻度已分別達到 2.17% 和 5.17%。²⁴ 一個健全的金融體系對社會福利事業的發展和社會穩定也起著重要的作用。中國目前年逾 60 歲的人口已佔總人口的 10%，這個比例到 2020 年可能達到 16%，2030 年達到 22%。²⁵ 中國政府目前迫切需要建立一個良好的社會保障體系，同時確保企業在沒有政府直接投資的市場經濟中能夠獲得所需的資金，並為擁有資金的源頭提供出路。就此而言，社會福利基金是否能有效地投資於資本市場很大程度上取決於資本市場的穩定，同樣，一個有效率和穩健的資本市場可為投資者提供投資或儲蓄的選擇，並可幫助他們分散風險，提高回報，為退休後生活作好準備。此外，一個有效的資本市場也可為處處需錢的國企和如西部大開發等這樣的建設專案提供大量融資，因為它可以幫助資金貧瘠的西部地區從東部富裕地區或國際資本市場引進資金。

四、金融衍生工具與對沖基金

原作者在文章中認為“金融衍生工具造成了市場動蕩和金融風險；金融（對沖）活動不是實物生產，是賭博……不管什麼性質的（對沖）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

²³ 李揚，中國社會科學院財經研究所。

²⁴ 胡關金，國信證券公司，2002。

²⁵ Pu Yonghao（2001）：“丟失的鏈節：資本市場——中國特色的進化論”，Nomura Economic Insight。

徒……”²⁶ 這一看法並不確切。

近年來衍生工具和對沖基金在國際金融市場上所扮演的作用越來越引起人們的注意。顧名思義，衍生工具不能以自己的形式獨立存在，它是由一些基礎產品派生出來的東西，如與股票相關的認股權證、可換股債券、附認股權證公司債，以及以黃金、外匯市場為物件的期權。自從 20 世紀 80 年代金融衍生工具不斷出現以來，金融衍生工具的交易迅速擴大，金融衍生工具市場不斷發展，這本身說明了金融衍生工具的產生和發展是適應經濟和金融發展的需要。

在本質上，衍生工具是管理風險的一種較高形式，具有保值的功能，如利用利率期貨或期權可以避免借貸票據價格波動的風險，利用外匯期貨或期權可以避免匯率變化的風險，利用股票期貨或期權可以避免股票價格變化的風險，如此等等。而且，隨著風險以及風險的潛在受害者的增加，衍生工具變得更加重要。另一方面，金融衍生工具也具有投機的功能。利用利率或期權、外匯期貨或期權、股票期貨或期權可以在支付少量保證金的條件下獲得借貸票據、外匯和股票的差價。因此，金融衍生工具市場的套期保值和投機是相輔相成的。沒有投機，市場交易不活躍，人們難於實現套期保值。另外需要注意的是，金融衍生工具的交易可產生很高的槓桿率，因而易於產生過度的投機傾向。不過，高槓桿率不是造成金融動蕩的原因，它是擴大金融動蕩程度的機制。這個因果關係不可弄錯。在俄羅斯發生的金融危機就是最好的說明。

概述而言，衍生工具的交易是零和遊戲，衍生工具交易市場是一個投機成份很高的市場，其最吸引投資者的特點就在於鉅大

²⁶ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第 16~17 頁。

的預期收益的可能性。正因為有衍生市場投機者的虧損，才使衍生工具交易市場的轉移和分散風險功能得以體現。另外，通過衍生工具交易，個體風險得到了轉移和分散，但系統的風險卻相應地增大，這就是所謂的針無兩頭尖。其實，衍生工具究竟是導致市場不穩的罪魁禍首，還是使市場波動減少的對沖工具，日前理論界仍有爭論。英格蘭銀行在一份關於衍生市場的研究報告中認為，期貨買賣的波動情況已經有明顯下降。其他一些觀察家也同意這種觀點，認為衍生市場或許可令市場波動減弱。美林證券和紐約州會計師協會的專家們認為，金融衍生產品憑著分散風險或全方位的風險管理，可平抑金融市場的波動。²⁷ 說到底，衍生工具祇是金融市場的交易工具，正如人類發明了鐵器可用於提高生產力，但鐵器也可以打造成殺人的利器。正所謂，水可載舟，亦能覆舟。運用之妙，全乎一心。因此，我們不能因衍生工具可用於投資而將它視為另類。

目前許多對沖基金一般都利用金融衍生工具作為他們的投資攻略，但我們不能將對沖基金與衍生工具混為一談，這兩者是絕然不同的兩碼事。亞洲金融風暴之後，馬來西亞總理馬哈蒂爾等人嚴厲指責對沖基金是導致金融危機的罪魁禍首。對沖基金在國際金融舞臺上一時幾乎聲名狼藉。對沖是現代金融市場上回避風險的常用手段。從理論上來講，對沖基金可以增加金融市場的流動性，回避風險，提高資金的分配效率。自 20 世紀 90 年代以來，利息下降，銀根放鬆，全球金融市場興旺，資金投入增加。隨著金融衍生工具的發展，對沖基金也越來越多，規模越來越大，從 90 年代初期的四百多家發展到如今的六、七千多家，管理的資產

²⁷ 張光平：《巴林銀行倒閉與金融衍生工具》，上海人民出版社。

總量達 5000 億美元。²⁸ 為什麼許多人把對沖基金恨之入骨，視同黑幫或魔鬼？對沖基金和泡沫經濟有些什麼聯繫呢？

實際上，對沖基金既不是黑幫也不是魔鬼。對沖基金的經理們是一群擁有最現代化技術、能夠調動大量資金的金融專家。在正常的對沖交易中，他們掌握了最豐富的資訊。幾乎世界金融市場上的任何缺失都逃不過他們的眼睛。如果一個國家泡沫經濟嚴重，債臺高築，金融市場大門洞開，對於對沖基金來說，毫無疑問，面前出現了一個大發橫財的機會。從 1992 年對歐洲貨幣體系的衝擊，到 1997~98 年席捲亞洲的金融風暴，我們都可以看到對沖基金的影子。冷酷的金融市場使得許多對沖基金的經理們相信，即使他們不動手，別的對沖基金也會動手。當襲擊一個國家的金融體系的時候，沒有一個金融商人想到這個國家人民將要承受的苦難和損失。由於眾多的對沖基金一湧而上，因此，很難確認究竟應當叫誰來對金融風暴負責。對沖基金投機的特點是成交金額大，起落快，24 小時交易，輸贏勝負立見分曉。他們做短線投機時所能選擇的物件十分有限，主要是外匯、息率期貨、期權、證券指數期權等。對沖基金利用金融杠杆，其借貸額往往是資本的二三十倍，動用資金可以達到上千億美元。在這種高風險投資中，祇要投機的目標下降 3% 就可能全部虧光。如果對方政府突然改變遊戲規則，對沖基金也可能滿盤皆輸。例如俄羅斯宣告暫時停止支付任何債務，停止外匯買賣。香港政府動用外匯儲備大舉進入股市。這些意外的政府行動都讓對沖基金損失慘重。1998 年 8 月美國長期投資管理基金（LTCM）在俄羅斯虧損 10 億美元，幾乎破產。在亞洲金融風暴中，老虎基金聲稱在 24 小時內損失了將近 20 億美元，相當於總資產的十分之一。雖然泡沫經濟的形成未必

²⁸ 德國財長 Hans Eichel 於 2002 年 2 月 7 日答英國《金融時報》。

一定和對沖基金有關，但是，泡沫經濟迸裂的時候，在那些經濟規模不算很大的發展中國家的金融市場上卻一定可以發現對沖基金的影子。他們的存在就是為了賺錢，理論上這與其他投資行為沒有分別。他們的行事哲學就是金錢掛帥，“君子愛財，取之有道”或“富貴我所欲也，不以其道得之不取也”等中國傳統說教在他們那裏沒有市場。

對沖基金絕對沒有像某些報道所宣稱的有那麼大的威力。若論家底財力，西方的退休基金、保險公司及共同基金等都要比對沖基金雄厚得多。事實上，每當金融市場醞釀大的動作時，有資料表明對沖基金常常是發揮唱對角戲的作用，逆風而做，從而在市場上扮演穩定器的角色。如果我們仔細分析亞洲金融風暴，我們便會發現對沖基金並不是肇事的發難者。當時在印尼、馬來西亞和菲律賓的主要沽空者都是當地一些商業錢莊、投資銀行和本地投資者，因為祇有他們才能更容易地獲得沽空所需的經紀商同業市場和國內信貸。在亞洲金融風暴裏，從某種程度上說，對沖基金被當做某些政治人物推卸責任的替罪羊，他們的負面作用被大大誇張了。可是，儘管世上輿論痛斥對沖基金，除了喬治·索羅斯外，幾乎沒有其他人出面伸冤辯解，豈非咄咄怪事？

之所以有人在新聞媒體上責難卻沒有人申辯，是因為眾多的對沖基金都是國際金融市場上的隱身人。按照美國證券交易委員會的規定，對沖基金的投資人限於99人以下，並通過配售限制投資人，其中至少要有65人的淨資產不少於100萬美元。雖然許多對沖基金的代表人物都在紐約和倫敦活動，但是卻很少有對沖基金向美國或英國政府登記註冊。為了逃稅，許多對沖基金都在百慕大群島和開曼群島等離岸地方註冊，祇限在註冊地買賣。目前，七大工業國對所在國的對沖基金尚無一個較為完善的直接監管辦法（商品和期貨交易的對沖除外）。為了最大限度地取得資訊並

靈活地變換投資策略，對沖基金很少接受媒體報道。對沖基金既無宣傳又無廣告，飄忽不定，驟起驟落，再加上他們的投資組合方式缺乏透明度，就顯得更加神秘兮兮。正是由於他們神龍見首不見尾，目前官方對於全球對沖基金的準確數目或管理的資產值仍然沒有一個可靠的統計數位。²⁹ 新聞媒體上常提及的“國際金融投機機構”指的就是這些對沖基金。事實上，在一般情況下我們很難區分正常的對沖與投機，監督的難度也很大。況且對沖基金從事的都是合法的買賣，有些對沖基金甚至並不參與投機。因此，原作者在文章中把對沖基金合法的金融投機活動與金融詐騙、市場不法行為乃至政治腐敗現象，如住房儲蓄和貸款協會（S&L）危機、巴林銀行破產案、賴昌星案或“龐氏騙局”等相提並論，混攪在一起是不正確的。

五、從微軟的市值看新經濟

原作者在文章中將高科技行業的股價和市值與老字型大小傳統產業進行比較，然後輕率地下結論說“與40萬職工、年產千萬輛汽車的美國通用相比，誰看不出微軟市值（1999年達4012億美元）高估的‘真實謊言’呢？”³⁰

原作者之所以會作這樣的比較，可能是因為微軟的市值在某一刻包含著新經濟股所特有的經濟泡沫。那麼我們應怎麼理解新經濟特有的泡沫呢？在泡沫經濟的內涵中關鍵是虛擬資產必須有著相應的實物資產相支撐，也就是正常水平的資本應該可以在

²⁹ B. Eichengreen：“對沖基金：我們真正瞭解了什麼？”1999，IMF《經濟問題》第19期。

³⁰ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第3頁。

市場中立即轉化為相同價值的實物資產，即所謂的“媒介效應”，但是新經濟的核心是沒有實物形態的知識和資訊，這和長久以來深入人心的“媒介效應”原則有著根本的不同。因為“新經濟”條件下的資本的“媒介效應”是體現在對無形的知識和資訊的轉化和促進上的。資本市場上電腦軟體和因特網的概念神話是由投資者對於新技術所特有的“幻覺”造成的。這種幻覺是由於投資者將電腦軟體和因特網的直接運用等同於電腦軟體和因特網所能造成的生產力飛躍和社會財富的增加而產生的超常的信心。

另外，人們始終不渝地緊盯電腦軟體和網路股，也因為電腦軟體和網路股不同於普通股，真正的電腦軟體和網路企業一旦形成規模，“利潤和收益呈幾何遞增規則”將會發生作用。當網路公司祇有一二千個用戶上網時，賠錢；當有數萬人上網時，賠錢；當有數百萬人上網時，仍賠錢；而一旦達到臨界值——千萬人上網時，這種突變就出現了：廣告收益、電子商務收益、股市股權變現收益就會排山倒海般地湧來。軟體公司的效應完全一樣，所不同的是它是以出售軟體而獲取利益，而一旦微軟軟體被各行各業廣泛使用，並與整個世界的政治、經濟、社會乃至軍事的活動等密不可分時（遺憾的是，目前的情況正是如此），我們再怎麼高估微軟的市值都不為過。這個道理祇要是使用過電腦的人都很清楚。而通用汽車公司的股價卻受公司本身和該行業的傳統市盈率影響，難望有驚人的突破（除非通用汽車公司在汽車技術方面出現了劃時代的本質突破，可那時汽車也不成其為汽車了，或新技術部分早已另行分拆上市了）。上文所說的“新經濟”的“新”是今日之“新”，亦是明日之“舊”。想當年，汽車剛剛面世，汽車股的市值又何嘗不像今天的微軟那樣被人高估（昨日之“新”）？當年汽車製造商也一樣如雨後春筍般一下子冒出數百家之多，可它們大多數而今安在？同為消費者生產所需的產品，

微軟的市值不同於通用的關鍵就在於投資者對兩者未來的前景有不同的解讀。但是，到頭來還是消費者所需的“產品”而已，廣義上毫無分別。而其股價高低在互比中祇能代表投資者對兩者將來盈利能力的預期。這種預期可能高估，也可能低估，但絕非是“謊言”（假設資訊是正確和公開的）。

不錯，有人會說因特網或電腦軟體本身不能生產大米，也不能生產鋼鐵，更不能給病人看病，都是些虛的東西，不像傳統企業那樣能生產出讓人看得見、摸得著的東西，有讓人放心的收入和利潤。但是，股市反映的是未來，新經濟下的虛擬企業會在未來居主導地位。

歷史有驚人的相似之處。19世紀中期，鐵路迅猛發展，憑著人為的直覺，大量熱錢流向鐵路股使其股價令人目瞪口呆。今天，當人們對新經濟的認識從無知、盲從、迷茫、恐懼、憤怒走向熟悉、認同、理智時，衆多傳統企業開始運用電腦和網路手段發展業務，這時，一個增長健康，發展協調的新舊經濟融合的局面將要形成。從電腦軟體和因特網股上昇過程中受到的追捧我們能夠體會到全球範圍內對新經濟的看好。當然，新經濟整體的前途無量並不等於個別電腦軟體和因特網企業的前途無量。個體的消亡不影響整體的生機勃勃，鐵路和汽車是這樣，通訊行業是這樣，電腦業和網路行業也是這樣。在新經濟中，隨著電腦軟體和網路企業運作模式的逐步規範合理，軟體和網路技術的不斷革新和突破，以及軟體和網路所引起的社會制度及法律體系的不斷完善，因軟體和網路而引致的額外社會交易成本會不斷減少，泡沫會逐漸減少，而其社會效益會相互增加。在這一過程中，人們的生活方式、交往方式、產品的生產、交換、分配、消費方式等都會發生變化。這一變化會是漸進的，可能是10年，也可能是20年，這一變化也是實實在在的，並不是臆想幻覺中的泡沫。

六、如何看待中國的股市

原作者在文章中多處談到了國內股市存在的弊端，如“（國內）股票價格與企業經營越來越沒有關係”、³¹“上海和深圳股市換手率高，股東沒有工夫操心企業經營”、³²“上市後可以大玩比改善經營更能賺錢的錢生錢遊戲，可以變戲法一樣重組產權債務”³³等，那麼，我們應該如何看待中國證券市場的成就與問題呢？

對中國證券市場的總體評價首先要區分成就和問題哪個是主流，以及因果關係。這是一個根本性的問題。儘管在中國股票市場發展的過程中暴露出一些問題甚至是十分重大的問題，如欺詐上市、利潤操縱、內部人控制、股價操縱等等，但是如果誇大這些問題，甚至因為這些問題而一筆抹殺前 10 年中國股票市場所取得的鉅大成就，那就是“一葉障目，不見泰山”，那不僅是唯心的，而且是片面的，同時也是十分有害的。在成就方面：首先，中國國有企業改革曾經作過很多嘗試，包括承包制、利潤分成、租賃、利改稅、股份制等。近 20 年的改革實踐證明，祇有股份制改革經受住了時間的考驗和實踐的檢驗，成為中國國有企業改革和經濟改革最重要也是最有成就的形式。中國的股票市場是適應國有企業的股份制改革而產生的，反過來又極大地推動了作為市場經濟微觀主體的國有企業建立現代企業制度。

其次，中國股票市場自成立以來為境內上市企業共籌集了人民幣 6233 億元資金（截止 2001 年底），這對於順利啟動國有企業的股份改造和進一步發展起到了非常重要的作用。僅 2000 年，中國資本市場就籌資 1500 多億元；為國家提供直接稅收

³¹ “投機賭博新經濟的挑戰” 原文第 2 頁。

³² “投機賭博新經濟的挑戰” 原文第 9 頁。

³³ “投機賭博新經濟的挑戰” 原文第 26 頁。

1200 多億元，2000 年僅股票交易印花稅就達 480 億元，超過農業稅一倍，成為國內重要的稅收來源。³⁴ 此外，資本市場還提供了幾十萬個就業崗位，增加了就業機會。利用資本市場的籌資和集資功能，使中國許多重大基礎建設工程得以建成，許多重大科技專案得以投產，許多具有國際競爭力的企業和產品加快發展。這是有目共睹，不容置疑的事實。中國的證券業和上市公司在 2000 年對 GDP 的貢獻度分別達到 2.17% 和 5.17%。³⁵

第三，隨著股票市場的發展，其優化資源配置的功能越來越受到重視，其推動結構調整的功能正在逐步體現。這具體表現在它推動了社會資源配置從計劃方式、財政渠道向市場方式、金融渠道轉換。世界各國的實踐證明，在產業結構調整和科學技術發展過程中，證券市場發揮著非常重要的作用，中國的實踐也初步證明了這一點。另外，中國證券市場對推動民營企業發展的重要作用也將明顯體現出來。

第四，中國證券市場的發展推動了符合市場經濟內在要求的社會信用體系的建立。受長期以來計劃經濟的影響，中國社會信用體系還不夠完善，信用基礎還比較薄弱，在法律上應由市場主體承擔的信用責任在相當程度上還需要國家信用來維繫。而證券市場的運行特徵是股權多元化、自主決策、風險自擔，通過資訊披露和股東決策來實現微觀約束，這有利於推動社會信用體系的建立和完善。

第五，證券市場有利於促進市場經濟觀念和文化基礎的建立，包括經濟金融意識、風險意識、理性投資意識和法律責任意識；有利於推動法律和會計制度從適應計劃經濟管理向符合市場經濟要求轉變。證券市場的發展增強了國人的金融意識，改變了國人

³⁴ 《證券時報》，2002 年 3 月 21 日。

³⁵ 國信證券公司：《中國股票市場與經濟增長關係的實證研究》2001。

的投資理財觀念。

最後，從國際競爭的戰略高度來說，中國證券市場的發展還關係到中國的國家利益。這是因為證券市場規範運作和健康發展關係到國有企業和國有經濟的進一步改革，關係到中國國民經濟的現代化。入世之後，中國必須從國際競爭的角度來看待證券市場的重要性，它關係到中國的國際競爭力和國際地位，關係到國家利益和民族前途。祇有從這個高度看待證券市場，我們才不會因一時、一事的問題而模糊自己的視野和思路，才會更加珍惜中國在過去十幾年中曆盡艱難建立起來的證券市場，不輕言“推倒重來”。

其實，證券市場存在問題並不可怕，因為就是經過幾百年發展歷史的國外成熟市場也同樣存在很多問題，而且這些國家的股票市場在發展初期出現的問題比中國更多，可怕的是我們對問題無動於衷和回避推諉，更可怕的是誇大問題的嚴重性，把局部的問題放大成全局的問題，把次要的問題放大成股票市場發展的主流。要用發展的、動態的、歷史的眼光看待中國股票市場前10年存在的問題，而不是一味地橫加指責。要看到前10年股票市場發展所取得的鉅大成就，看到股票市場發展對國民經濟成長的貢獻，看到千百萬投資者為這個市場的發展所付出的心血和犧牲，看到目前的股票市場已成為千百萬投資者共同擁有的事業。當然，我們不能回避和掩蓋股票市場存在和累積的問題，需要積極地採取措施有效地解決這些問題。事實勝於雄辯，不看主流，祇講支流，甚至攻其一點，不及其餘，全盤否定證券市場或上市公司的投資價值，都是不正確的，是與事實相悖的。

對中國資本市場存在的問題應該將與生俱來的資本經濟的虛擬屬性問題和上市公司與仲介機構作假等後天發生的問題區別開來，不要把這兩類問題攪在一起。其實，資本市場的作用就像一

個硬幣的兩面，不可能祇要這面而不要那面。中國股市在發展過程中因體制不健全、法規不完善、監管不得力和投資者不成熟等原因會帶來這樣和那樣的問題。明白了這一因果關係後，顯然，這些發展中的問題也祇能在發展的過程中去逐步解決和完善。

七、亞洲金融風暴是由內因和外因造成的

原作者在文章中把亞洲金融風暴的禍由歸咎於國際金融市場上參與“賭博”的各類索羅斯式的對沖基金、共同基金和退休基金等，將它們形容為“血盆大口的食人怪獸”、“滿世界橫衝直撞，惹事生非”、“用相信自己的虛妄煽風點火”、“發財致富、腦滿腸肥的金融大鱷盡在美國，飛沙走石、灰頭灰臉的金融危機每每發生在其他國家”，以及“客觀上具有弱肉強食的帝國主義性質”等等，³⁶ 對事件的因果關係缺乏持平的分析。那麼，事實的真相又是如何呢？客觀地說，東南亞金融危機的產生是由多方面複雜原因造成的，從內在因素去找深層次的原因，比較突出的主要有四個：

1. 資金籌措過度依存外資，忽視本國國際收支的經濟安全和風險防範。80~90 年代初，東南亞許多國家平均年經濟增長率高達 7~9%，為了平衡國際收支，它們大幅度開放資本專案，而且大量使用短期資本專案來填補外貿逆差和資金缺口。據報導，1997 年 6 月底東南亞發生金融危機前，東南亞各國和地區（除日本）共向國際性銀行借貸 3700 多億美元，印尼、泰國、菲律賓、馬來西亞外債分別在 300~1300 億美元之間，而且短期債務佔三分之二。外

³⁶ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第 30 頁。

資結構的嚴重失調，為以後的危機產生埋下了內在禍根。³⁷

2. 產業發展盲目求大求高並倚重房地產業，出現了泡沫經濟。由於短期外國資本一般祇選擇投資效益快，而且有高回報率的行業，如股票和房地產市場，隨著泡沫經濟昇溫，出口成本上昇，出口競爭力反而下降，外貿逆差越來越大，東南亞各國祇能再借短期外債，尤其是短期商業性貸款，由此出現惡性循環，為國際投機資本的興風作浪提供了機會。以上兩條為麻省理工學院教授克魯格曼（P. Krugman）強調的“宏觀經濟基礎論”。³⁸

3. 金融制度法制不健全，管理鬆弛，不良貸款比例嚴重超過標準許可範圍。東南亞許多國家經濟起飛快，但相應的金融體系沒有及時改革，適時跟進，金融體系過於薄弱，銀行機制不健全，對金融運作的監督很不力，因此，貸款審查不嚴，不良貸款比例嚴重超過銀行一般可承受程度，形成了金融運作內在隱患。此為世界銀行首席經濟學家斯蒂格裏茨（J. Stiglitz）歸納的“金融體系脆弱論”。³⁹

4. 政府與企業關係、銀行與企業關係不正常，人為關係因素突出，大量問題長時間被掩蓋。東南亞許多國家經濟起步往往採用了“國家扶植”、“政府保護”、“銀企合作”等方式，這種方式在某些方面發揮了優勢，對許多國家經濟起飛發揮了積極的推動作用。但是，由於存在大量“暗手”交易，使得這種“支援”帶有一定程度的腐敗性，即使出現問題，政、銀、企各方都互相保護、掩蓋，不可能適時解決某些“癰疽”。

除了上述內在因素外，外在衝擊因素主要有兩方面：

³⁷ 世界銀行：《東亞資本流動管理》，1996。

³⁸ Krugman, 1998: “What happened to Asia?” Mimeo, MIT, January.

³⁹ 約瑟夫·斯蒂格裏茨，1998：“金融穩健與亞洲的可持續發展”，《經濟社會體制比較》第2期。

一是“信心衝擊”。對東南亞各國出現金融危機，應重視內在因素考慮，這是從根本上解決危機，從長遠考慮出發的正確觀點。但是從這次危機產生的全過程分析，20世紀90年代的東南亞金融危機與80年代的墨西哥外債危機，都表現為支付危機，可是“同轍不同根”。80年代墨西哥金融危機是無力償債，而東南亞危機是資金周轉不靈。本來經過國際合作、支援，是可以緩解問題，甚至不釀成危機的，可是由於當時投資者對東南亞各國的“不信任感”，出現了“草木皆兵”，形成了全面撤資浪潮，壓垮了東南亞各國。此為哈佛大學教授薩克斯（J. Sachs）診斷的“金融恐慌論”。⁴⁰

二是“投機衝擊”。不可否認，在這次東南亞危機中國際投機資本惡性炒作所起的重要作用。國際投機資本看准了東南亞國家的最薄弱環節——泰國，因為泰國經常帳戶赤字佔GDP總值8%，泰銖又最為脆弱，於是，他們調集龐大資金和利用金融衍生工具龐大的杠杆放大作用，進行“閃電戰”，得手後再一連攻擊其他國家，使東南亞各國抵擋不住，一路崩跌，造成頹勢，並引起連鎖反應，一些正常的客戶在恐慌中也立即拋售它們的貨幣和股票，形成了不可收拾的局面。

從根本上說，東南亞金融危機的最主要原因始終是東南亞國家內部經濟存在著鉅大的缺陷。通過危機的破壞性處理，這些國家的若干共性問題得到了一次總暴露和被動性校正。惟其如此，儘管危機是一場災難，受害者無不損失慘重，儘管誰都不希望發生，但它既然發生了，又未嘗不是一件好事。它通過鉅大的變革力量修正錯誤，為未來的發展提供了機會和警示。儘管代價十分鉅大，但如果問題現在不暴露出來，將來積重難返，爆發時付出

⁴⁰ Sachs, Joffrey D: “The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects”, Brookings Papers on Economic Activity Iss: 1 Date: 1998.

的代價可能更大。痛定思痛，祇有深刻進行反省，認真吸取教訓，對內重整家園籬樊，對外加強國際溝通和合作，採取各種確實有效的措施以免重蹈歷史覆轍，這才是智者應有的取態。

總體而言，東南亞金融危機可以看成是國際投機資本通過強制措施和破壞性方式戳破了這些國家的“泡沫經濟”。其中，國際投機資本的衝擊是外因，而各國已形成的泡沫經濟和一系列財經政策的失誤則是內因。按照唯物辯證法，外因是次要因素，內因才是決定性的主要因素。導致危機的深層次原因是一國投融資結構與產業結構的嚴重錯位，從而導致國際投機資本直接參與了一國泡沫經濟的製造。危機的直接誘因是由於一國金融市場尤其是銀行體系存在著鉅大的缺陷。金融風暴為何有這麼大的摧毀力？說到底，金融危機就是民衆對銀行和外匯系統的信用危機。許多案例顯示，當民衆喪失信心時，如果投機集團拋出相當於五億美元的本幣，就可能導致民間拋出 50 億到 100 億美元的本幣，其放大程度取決於民衆對該國金融體制的信心。量子基金充其量也不過幾十億美元，用不著過度誇大這些金融投機集團的能量。在亞洲金融風暴中，固然國際金融投機集團推波助瀾，起了非常惡劣的作用，但是導致匯率崩潰的最根本的原因是民衆的信心危機。值得注意的是，在泰國、印尼、馬來西亞和韓國，首先拋售本幣的並不是國際金融投機集團，而是這些國家的企業家和民衆。因此，可以這麼說，東南亞金融風暴屬於“禍起蕭牆”。也就是說，物先自腐，而後蟲蛀之。

八、國際貨幣基金組織是“黃鼠狼”嗎？

從目前發表的衆多有關金融危機的論文看，針對 IMF 在國際金融危機中所扮演的角色，持批評意見的據多。反對意見主要認

為 IMF 是“趁火打劫”、“幫兇”、“黃鼠狼給雞拜年，沒安好心”。這些意見主要來自受援國。原作者也持類同觀點。如原作者說“印尼剛剛金融危機就招來 IMF 的廣泛干預，自由化這個，改革開放那個，迅速演化成全面經濟危機”。⁴¹ 再如原作者在文章中說，正當亞洲金融危機如火如荼之際，IMF 專門選擇香港開會，達成促進資本專案自由化的目標協定，意在向中國施加壓力，全力推動中國的金融自由化。⁴²

在眾多國際組織中，IMF 是最早對這次東南亞金融危機作出反應。截至 1997 年底，IMF 就許諾向東南亞提供近 1200 億美元的緊急援助，這是 IMF 有史以來規模最大的救援行動。作為回報，韓國、印尼和泰國都同意實行 IMF 為之設計的嚴厲的一攬子計劃，採取調整經濟結構、緊縮預算、降低經濟增長速度、提高利率等經濟政策。儘管這一系列措施的最終效果還有待觀察，但 IMF 無疑已借此加強了它在亞洲的地位，持客觀意見者不僅認為 IMF 在危機中起到了穩定局勢的作用，而且還將 IMF 看作是有能力挽救危機局勢的唯一機構。

在 IMF 宣佈與韓國政府就援助達成協定的當天，韓元、林吉特、印尼盾、泰銖立刻出現大幅反彈。香港的一家經濟諮詢機構在其發表的報告中認為：IMF 向陷入金融危機的亞洲國家伸出援手，與其說是提供緊急貸款，倒不如說是協助它們和投資者“重建信心”。因此，正如我們所看到的事實，IMF 是東南亞金融危機中最積極的干預者，這種干預對於恢復國際社會對東南亞經濟的信心是至關重要的，這也是危機後的東南亞最需要的。IMF 的這種“世界金融警察”的地位是任何單個的國家或地區性組織所無法替代的。

⁴¹ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第 53 頁。

⁴² “投機賭博新經濟的挑戰”原文第 54 頁。

金融危機的發生，的確說明發展中國家在金融和經濟全球化道路上容易遭受衝擊和震蕩，但不能把危機統統歸咎於全球化。事實上，東南亞在此之前一直是經濟全球化的受益者。持續 20 多年的“東南亞經濟奇跡”，是因為東南亞國家和地區抓住了 20 世紀 70 年代後加速發展的全球化的歷史機遇，積極參與國際分工和國際競爭，採取出口導向戰略，大量利用國際資本市場的資金和先進的科技成果，在發展中國家率先實現工業化，使得經濟增長速度領先於全球。順應全球化潮流，努力同目前主導的世界經濟體制接軌早已是東南亞各國的共識。為此，它們在 WTO、IMF、APEC 等機構中非常活躍，通過聯合的方式推動新的國際規則的制定，維護自己的利益。危機發生的深層次原因在於這些國家國內宏觀經濟的失調，以及它們對西方市場經濟遊戲規則的認識不足。擺脫困境既要求進行自身的調整和改革，更需要充分利用現有的國際協調機構，尋求外部支援。

IMF 等國際協調機構的存在和大量國際規則的施行，本身就表明國際社會為建立一種有序的世界經濟秩序的努力。在面臨可能禍及整個世界金融體系的危機關頭，接受以 IMF 等國際機構的援助和干預是經濟全球化的必然結果，這不完全取決於受援國家的意志。IMF 對這次東南亞危機的干預，既非第一次，也不會是最後一次。但是，由於這次東南亞危機的後果嚴重，由於這次 IMF 干預力度空前，由於長期以來東南亞經濟發展的獨特模式同西方國家的民主自由理念存在較大差異，因此圍繞這次干預所引發的爭執在廣度和深度上都是前所未有的。

IMF 在這次東南亞金融危機中的所作所為，是國際協調在經濟全球化潮流中的一次個體體現。它也引發了東西方的一些批評意見。IMF 提供貸款不會是無條件的，以韓國為例，其接受的條件包括：削減政府開支，減少進口限額，開放金融市場，允許外

國銀行在韓國開業，逼迫運作不良的金融機構關門，保證政府不干涉中央銀行的工作，把 1998 年的經濟增長率減至 2.5% 以下（過去均為 6% 左右），把物價上漲率控制在 5% 以下等等。⁴³ 如此苛刻的條件，難怪有人發出疑問：韓國是否飲鳩止渴？馬來西亞拒絕 IMF 的援助，其中一個重要的原因就在該組織的條件過於嚴厲。

可以肯定的是，今後受援國與 IMF 的摩擦還會有所表現，甚至激化。東南亞國家接受貸款條件是為了挽救即將崩潰的國家經濟，它們別無選擇而不得不吞下這劑苦藥。至於這劑苦藥是經濟發展的良藥，還是毒劑，它們並無十足把握〔不可否認，IMF 強迫（有意無意尚不得而知）發展中國家接受其按英美市場模式開出的某些藥方可能與受援國的具體國情不符。乘人之危強加於人更容易引起人們的反感，讓人覺得動機可疑，甚至因此而予以拒絕〕。其實，問題的關鍵並不在於金融領域是否需要 IMF，因為經濟全球化中國際協調的重要性早已人所共知。問題的關鍵在於 IMF 能多大程度改善干預，使之更加符合各國的利益，符合世界經濟發展的共同利益。少數西方學者宣揚西方已不再需要 IMF，甚至提出取消 IMF 的要求，其目的並非是對國際協調本身的否定，而是從西方優勢地位出發，企圖繞過 IMF 直接干涉他國內政，迫使發展中國家就範。若從這個角度看，IMF 非但不是黃鼠狼，反而應是發展中國家的福音了。

經濟全球化對發展中國家來說，既是機遇，又是挑戰。國際協調也是如此，它不僅意味著國際機構和有關國家聯手解決與各國利益有關的重大問題，而且意味著一些國家不得不接受國際社會在一定程度上對其經濟主權的干涉。實踐證明，一個沒有國際協調的世界經濟環境，對發展中國家來說風險更大。沒有國際協調，意味著沒有規則，沒有制度化的組織結構。如是這樣，發展

⁴³ 曹洪軍等：《金融魔杖：金融紅與黑》，山東人民出版社 1999，第 193 頁。

中國家雖然可以因此而不受約束，但發達國家就更可以肆無忌憚了，可以不履行對世界經濟的義務。在這樣的一場力量對比懸殊的經濟較量中，無異於“弱肉強食”，發展中國家不可能擺脫其經濟上的附屬地位。因此，儘管國際協調對發展中國家有利有弊，但總體而言，利大於弊。

九、國際機構投機者 — 以追求利潤最大化為目標

原作者在談到國際金融市場上“索羅斯式”的遊資時，把這些以追求利潤最大化為目標的“美式資本”形容為攻無不克，戰無不勝的洪水猛獸，什麼“泰山壓頂，殺雞牛刀，銳不可擋，勢如破竹”、“大象跳進池塘裏，攪的翻天覆地”、⁴⁴ “一個亞洲金融風暴，美國卷回家上萬億美元”等等，⁴⁵ 似乎“美式資本”在國際金融市場上是不分青紅皂白“見人就噬”的“金融大鱷”，從而竭力渲染出一幅國際金融的恐怖畫面。且不說這種“妖魔化”的結果所產生的心理上的反效果，就事實本身而言，這些“索羅斯式”的基金儘管有以大欺小的嫌疑，但它們沒有違反遊戲規則，贏得也漂亮（它們所運用的財技和金融手段都可以作為財經院校的經典教材）。這與明火執杖，強盜般地打家劫舍有本質上的不同。從學習、借鑒和欣賞的角度看，我們祇能感嘆他們把金融遊戲玩得爐火純青，將國際金融體制和規則上的漏洞發揮得淋漓盡至，對各受害國存在的金融破綻洞若觀火。我們祇能對它們攻擊時絲絲入扣的組合拳套路和分寸時機的拿捏把握嘆為觀止。實際上，現在追究誰是金融風暴的罪魁禍首並沒有多大的意義。當一群蒼蠅飛過來時，指著最先飛來的蒼蠅，或者指著最大

⁴⁴ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第39頁。

⁴⁵ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第41頁。

的那隻蒼蠅痛罵都無濟於事。最重要的是搞清楚發生危機的原因，找到解決問題的辦法。聰明者不是不犯錯誤，而是善於改正錯誤，並且在今後不重復同樣性質的錯誤。法國哲學家約瑟夫·尤貝特（Joseph Joubert）說的好：“誰要關心未來，就必須帶著敬畏之心接受過去。”

金融商場就如同刀光劍影的戰場，祇不過這裏進行的是沒有硝煙但酷烈程度則有過之而無不及的生死搏鬥。金融鬥爭“不是請客吃飯，不是做文章……不能那樣雅致，文質彬彬，那樣溫良恭謙讓”。這是一場事關身家性命、聲譽榮辱，是“從將軍到奴隸”，還是“從奴隸到將軍”的不是你死就是我活的決戰，容不得絲毫溫情手軟，一切按遊戲規則辦事。這就是我們所說的在商言商，生意場上無父子。金融市場不屬於道德範疇，不是說它不講道德，而是道德根本不存在於這裏，因為金融市場有自己的遊戲規則。這裏物競天擇，祇有見利忘義才能適者生存，這是資本的本性所決定的。要做好人，待打贏這場戰後，勝者再樂善好施，大灑金錢做慈善不遲（索羅斯不就有個“大慈善家”的稱號嗎？據說，他是美國，可能也是世界上最大的慈善家之一，⁴⁶現退休後專注慈善事業和哲學研究，放下“屠刀”，他想立地成佛了）。因此，我們不能用東方的道德倫理傳統去看待全球金融一體化後的市場行為，要求國際投機者講良心，講道義，否則就是馬來西亞總理馬哈蒂爾嘴裏的“無政府主義者”、“破壞者”、“惡棍”、“比販毒者還兇惡”。可笑的是，在亞洲金融風暴中表現硬氣，聲稱決不向“惡勢力”低頭的馬哈蒂爾竟在捶胸頓足之餘，指責國際投機者“不講良心”，豈不令人莞爾。

索羅斯2001年9月在出席於北京舉行的“21世紀的中國與世界”國際論壇時，有記者問他：“要是你發現中國的金融體系存

⁴⁶ 曹紅軍等：《金融魔杖－金融紅與黑》，山東人民出版社1999，第407頁。

在缺陷，覺得可以掙錢，您會不會看在梁從誠先生和今天在場的這麼多人的面上，不來衝擊中國市場？”索羅斯這麼回答：“出於友誼，我可能會先警告你們，然後我還是要賺錢。如果你開放而且你有弱點的話，金融市場上有很多“鱷魚”。中國的金融市場開放後，會有很多人來，不止我一個。我現在這樣說，好讓你們有時間為此做準備。所以你們需要改革金融體制，而且需要做好心理準備。中國的金融體制需要開放。而且我認為中國在對外開放前，應該有一個內部的開放。這就是我認為“開放社會”的概念目前對中國非常重要的原因。”⁴⁷

國際投機者“絕情不義”的行為是資本的本性所使然，這體現出金融領域鬥爭的艱鉅性、複雜性和殘酷性。金融戰場不相信眼淚，沒有理想主義的浪漫和不切實際的幻想，崇拜的是勝利者，講究的是實力，一切唯利是圖，幹得就是乘人之危，落井下石的事，而且還要“宜將剩勇追窮寇”，痛打落水狗。這就是嚴酷的國際現實。在這個冷峻的現實面前，一切空話、大話和狠話都顯得是那樣的幼稚和無力，惹人訕笑。另外，國際投機者之所以能夠頻頻得手，也反映出當前的金融遊戲規則和國際金融體制存在著極大的漏洞和不平等。要改變現有規則和堵塞漏洞，就必須更加積極地參與這個全球化過程，決不能回避，更不可因噎廢食，一遭被蛇咬，十年怕井繩，從此遊離於世界潮流之外，以為關門閉戶，就可保平安無恙，那就大錯特錯，誤國誤民了。這其中的緣由我們在下文闡述。我們祇需看中國在面對風急浪高，亂雲飛渡的複雜國際經濟和政治環境時，仍不斷咬牙作出讓步，一切為了早日加入WTO，就知道中國目前的主流思想仍然是堅持改革開發。越是面對複雜的局面，我們越應該保持平穩的心態，把注意力放在韜光養晦，苦練內功上，而不是對外部世界充滿敵意，口

⁴⁷ 《北京青年報》，2001年9月19日。

誅筆伐。仇恨祇會令人喪失理智。人在矮簷下，不低頭祇會碰得頭破血流。還是錢琪琛說的深刻：“有多少實力，說多少話。”

十、上的山多終遇虎 — 市場有時也是公平的

國際投機者真有原作者渲染的那麼可怕嗎？有道是，天道迴圈，盛衰有時。聖經曰：七個豐年之後必然會有七個荒年。不斷締造神話的索羅斯並非永遠所向披靡，戰無不勝，他是人，不是神，也會犯錯走措運。在他看錯市勢時，再雄厚的財力也救不了他，反而更令他深陷泥沼，損失更為慘重。遠的不說（如他在1987年美國股市大跌時，進退失據，幾天內八億美元化為烏有；1994年，他因投機日元貶值，一天就損手六億美元），1998年8月，挾東南亞市場成功炒作的餘威，索羅斯企圖一鼓而下攻陷香港的聯繫匯率，沒曾想竟一頭撞上了南牆，遭到了港府的竭力抵抗，鏖戰連日，結果竟未能全身而退，以虧損八億美元鎩羽而歸。專揀“軟柿子”捏的他這回竟看走眼了。在同年8月，俄羅斯既然市場急劇動蕩，股市和債市價格大跌，盧布大幅貶值，索羅斯旗下的量子基金在俄羅斯的投資終因俄羅斯無力償還所欠債務，結果在盧布大跌中難於脫身，致使量子基金遭到重創，大賠了近20億美元。在日本市場，索羅斯也大敗而歸，他錯誤地認為日本經濟在2000年會穩步復蘇，於是大做多頭股票，拋空債券，沒想到日經指數一跌再跌，致使索羅斯的基金損失慘重。自詡總能“走在曲線前面”的他，這回一個不留神，從曲線上掉了下來。1999年1月1日，歐元啟動。索羅斯看好它會上漲，但是隨後歐元的疲軟走勢有目共睹，在一年多時間裏，索羅斯基金不幸再次敗走麥城，損失了10億多美元。他的“折射理論”竟然不靈了。在一次次的損失中，對索羅斯打擊最大的是他在美國高科技市場的炒

作。從俄羅斯歸來，索羅斯的噩運仍在繼續，他將其基金轉移到美國的網路股，試圖從新興的科技股中撈回損失。不料，2000年3月15日卻發生令人驚恐的一幕：以科技股為主的納斯達克綜合指數重挫124點，而一度沈寂的道·瓊斯工業平均指數卻陡昇320點。在隨後的五個交易日裏，索羅斯的旗艦量子基金從年初的盈利2%一下子淪為虧損11%，再次慘遭滑鐵盧。當年4月28日，索羅斯表示就此“金盆洗手”，今後不會進行證券市場的“豪賭”了。一連串的失敗，讓他身上的光環逐漸散去。他的身影更多地出現在其位於華盛頓郊區的私家花園裏，常常獨自在小徑上行走的腳步變得蹣跚而蒼老。

大師級的人物尚且如此，其他跟風炒作的基金更好不到哪去了。美國對沖基金長期資本管理公司（LTCM）、美國的老虎基金和奧馬加基金等大型對沖基金在1998年也頻頻投機失利，出現嚴重虧損，其中LTCM瀕臨破產，老虎基金約損失23億美元，奧馬加基金約損失10億美元。華爾街有家金融市場研究結構統計說，1998年8月，美國約有100家對沖基金嚴重虧損，其中大部分是因為在亞洲和俄羅斯等地的投機炒作中遭到慘敗。看來，兇猛的金融龐然大鱷也是“紙老虎”。我們完全不必要談“對沖基金”而色變，妄自菲薄，無端嚇唬自己。

十一、關於國際貨幣體系

原作者在文章中認為“美元與黃金脫鉤，解放美元，匯率浮動，主要目的之一，就是沖著日元和馬克去的”。⁴⁸ 瞭解這段歷史的人祇需簡單地回顧一下，便不難發現其中的漏洞。

佈雷頓森林體系是一種美元與黃金掛鉤，各國貨幣與美元掛

⁴⁸ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第32頁。

鉤，可調整固定匯率的國際貨幣制度（美國政府允許各國中央銀行以一盎司等於35美元的官價向美國兌換黃金；各國貨幣含金量不得隨便變更，如變動超過10%，必須得到IMF的批准；成員國的貨幣匯率祇能在上下1%的限度內波動等）。這種“雙掛鉤”制，實際上建立了以美元—黃金為基礎的國際金匯兌本位制。佈雷頓森林體系所確立的以美元為中心的固定匯率協調機制，是在戰後特定的歷史條件下建立和運行的。它消除了戰前各個貨幣集團之間的相互對立，避免了各國之間相互實行外匯傾銷，進行貨幣戰和匯率戰的局面，穩定了戰後國際金融局勢。客觀地說，在佈雷頓森林體系實行期間，世界經濟增長迅速，國際貿易和國際投資也有很大的發展。但是，由於這一體系具有難以克服的內在缺陷，它在誕生同時就注定了必然失敗的命運。

首先，由一國貨幣（即美元）充當國際貨幣，將會遇到國際清償力不足的問題，即為了該體系的順利運轉，美國必須通過國際收支逆差向其他國家提供足夠的國際儲備，但長期的國際收支逆差會削弱美元信用，動搖佈雷頓森林體系的基礎；而為了加強價值本已高估的美元信用，保護美元地位，美國必須擁有足夠的黃金儲備，保持美元對黃金的有限兌換，這就要求美國同時保持國際收支順差。可是順差勢必會減少甚至斷絕其他國家國際儲備供應，導致國際清償能力不足，使該體系難以運行。這種非此即彼的兩難選擇是國際貨幣體系本身無法解決的。⁴⁹ 這就產生一種被稱為“特里芬難題”（Triffin Dilemma）的兩難局面。

其次，該體系以美元為中心建立起來的固定匯率制，可調幅度小且管制嚴格，使匯率制度過於僵化，不能發揮其調節國際收支失衡的功能。各國推動國際收支的匯率調節手段，祇限於外匯

⁴⁹ 羅伯特·特里芬：《黃金與美元危機—自由兌換的未來》，商務印書館1997。

管制，不僅損害了經濟發展，也使該體制的兩個主要目標——穩定匯率與自由支付發生矛盾。

再次，是該體制下的利益完全向美國傾斜而不利於其他國家。一是美國擁有用本國貨幣進行國際支付的特權，導致其他國家的實際資源向美國轉移，無異於向美國繳納“鑄幣稅”。二是各國貨幣釘住美元，使各國經濟政策極易受美國貨幣政策的影響。特別是在美國發生通貨膨脹，美元匯率下跌時，各國為維持美元匯率穩定的義務，須大量拋售本幣購買美元，因而會增大貨幣投放量，輸入通貨膨脹。

由於國際經濟的不斷發展需要不斷增加作為國際儲備資產的美元的供給，而美元的不斷增加供給，唯一地祇能通過其不斷產生國際收支赤字來實現，所以，從 20 世紀 60 年代開始，美國逐漸積累起鉅額的國際收支逆差，這反轉過來對其貨幣國際和國內穩定性造成不利影響。終於，美國無法忍受其鉅額國際收支赤字，不得不在 1971 年宣佈美元貶值，並導致整個體系土崩瓦解。我們所看到的歷史進程正是如此。

1960 年，由於美國的對外短期債務首次超過它的黃金儲備，該年 10 月，爆發了戰後第一次大規模拋售美元、搶購黃金的美元危機。20 世紀 60 年代中期越南戰爭爆發以後，美國的國際收支進一步惡化。到 1968 年 3 月，美國黃金儲備已降至大約 120 億美元，祇夠償付其對外短期負債的 1/3。這導致國際投資者在倫敦、巴黎和蘇黎士黃金市場上又一次大規模拋售美元並搶購黃金。此即第二次美元危機。第三次美元危機爆發於 1971 年。這次危機較之以往任何時候都更為劇烈。面對鉅額的國際收支赤字與各國中央銀行要求兌換黃金的壓力，美國總統尼克松被迫於當年 8 月 15 日宣佈實行“新經濟政濟”，停止美元兌換黃金，終止美元與黃金的官方兌換關係，同時決定在國內凍結工資水平。美元與黃金的官

價兌換的終止，宣告了歷時 25 年之久（1947~1971 年）的佈雷頓森林體系的瓦解。由於外匯市場對美元的信心已經徹底喪失，各國中央銀行美元資產繼續積累，市場匯率則以更大的幅度劇烈波動。這種局面愈演愈烈，終於在 1973 年 2 月 12 日迫使美國再度宣佈美元對黃金和其他主要國家貨幣貶值。到該年 3 月，幾乎所有的國家均放棄了維持固定匯率制的努力。至此，佈雷頓森林體系壽終正寢。⁵⁰

按照原作者的說法，佈雷頓森林體系的解體是美國政府的陰謀，這實在是過於抬舉美國政府了。當時焦頭爛額、自顧不暇的美元怎麼可能主動地去算計馬克和日元？我們怎能用後來在 20 世紀 80 和 90 年代如日中天的日元和馬克這一結果論去反推歷史的進程呢？

十二、如何看待美元獨大和美國在金融全球化中的得益

按照原作者的觀點：美元與黃金脫鉤後，金融自由化可讓美元大佔便宜，美聯儲就不再是傻瓜的中央銀行，美元一家獨大，怎麼玩，祇有美元玩殘小貨幣的結局。⁵¹ 這麼說雖有一定的道理，但實際情況要複雜的多，並非原作者所說的這麼簡單。美元的強勢使其作為國際貨幣具有了無法比擬的特權地位——目前世界石油交易幾乎都是以美元作為結算貨幣進行的，60%的國際貿易是以美元結算的，各國政府的外匯儲備中的大部分也是美元；美元的強勢使美國成為當今世界可以四處沾光，左右逢源的唯一國家——按照經濟學的一般常識，一個的國際貿易收支不平衡，存在鉅

⁵⁰ 陳岱孫：《國際金融學說史》，中國金融出版社 1991。

⁵¹ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第 38~41 頁。

額赤字，同時又欠下鉅額外債，勢必在國內引發諸如通貨膨脹等嚴重的經濟問題。但美國卻能獨善其身，仿佛置身於經濟規律之外。

當然，美元的強勢地位主要建築在其強勁的經濟增長上。美國政府一直主張美元的堅挺有利於美國經濟及世界經濟的穩定發展。按照美國前財長薩默斯的說法，美元強勁反映美國經濟的強大，外國人為賺取更高的報酬率，甘願將本幣兌換成美元，投資於美國企業。這些投資進而使美國企業更具有生產能力和盈利能力，又能吸引更多的外國投資。這種“強國強幣”的良性迴圈可以概括為：美元的堅挺和升值是以美國經濟實力的強大作為基礎。而強勢美元又能為美國經濟的進一步強大添磚加瓦。在目前和今後可預見的一段時期內，我們尚看不到有任何一種貨幣能取代美元作為最主要的國際貨幣的地位。美元在外匯市場供求關係的變動及美元匯率的波動仍然是國際金融市場及世界經濟中最敏感一環。

不過，自 1998 年初以來接連掀起的世界金融市場動蕩持續時間之長在戰後歷史上是罕見的。雖然震蕩減弱，但餘波未息，至今還看不到有明顯的轉機。2000 年下半年以來，隨著納斯達克股指跌宕起伏，屢創新低，如秋風中的落葉一樣下落，隨著美國的經濟衰退的徵兆逐漸顯露，不少經濟學家和分析師認為，美元的強勢地位也差不多走到了盡頭，如薩默斯所說的良性迴圈已達到極限，美元已升值到扭曲世界經濟的價位，理應得到糾正。於是，美國國內要求美元貶值的呼聲日益高漲，這種呼聲一方面來自一部分政治勢力對有史以來最高的貿易逆差的不滿，另一方面來自出口商。美元的居高不下致使美國產品價格在全球失去競爭力，使得出口商利益強烈受阻。

從深層次上看，目前美元最大的風險來自於美國龐大的經常性帳目赤字，這一定時炸彈可能隨時引爆，導致美元下跌。前幾年，由於財富效應造成美國人開支增大，進口的增長高於出口的增長，從而形成美國目前鉅額的經常性帳目赤字，約佔 GDP 的 4.2%（相反，歐元區是經常性帳目盈餘，約佔 GDP 的 0.3%。亞洲金融風暴前，韓國、印尼、馬來西亞和泰國的經常性帳目赤字佔 GDP 分別為：4.82%、3.30%、3.30% 和 8.51%）。美國這一鉅額經常性帳目赤字意味著它每年需要吸納 4000 億美元的淨資本流入。從目前的跡象看，資本流入美國的勢頭已難以為續。一般來說，很少有哪個國家能夠長時間支撐這一鉅額的經常性帳目赤字，對一個世界上最大的經濟體來說，每年要從全球的儲蓄中吸納 4000 億美元，更是難上加難。儘管美國財長奧尼爾對美國目前的經常性帳目赤字不以為然，認為這祇不過是一個會計上的辭彙，但 IMF 卻堅持認為美國的鉅額經常性帳目赤字是對目前國際經濟的最大威脅。美國聯儲局的一項研究已經告訴我們，一旦發達國家的經常性帳目赤字超過其 GDP 的 5%，該國的整個經濟就將為此付出代價，其名義匯率將平均下跌 40%，GDP 增長將急劇下挫。

美元雖然還是世界主要儲備貨幣，但是其地位已今非昔比，所佔世界外匯儲備的比例已從 1976 年的近 90% 降到目前的 70% 左右。大多數發展中國家的外匯儲備主要是美元，約佔 70~80%。美元暴跌將無形中使這些國家的外匯儲備值損失鉅大。據估計，每 10 張面值為 100 元的美鈔就有七張在美國以外的市場流動，而大多數發展中國家的貨幣同美元“掛鉤”，美元貶值將對多數國家造成弊大於利的影響。如海灣國家在海外的投資、銀行存款約 6700 億美元。假設美元對日元比價下跌 3%，那海灣和阿拉伯國

家的損失就可高達 180 億到 200 億美元。⁵² 股市欣欣向榮、經濟增長強勁、財政盈餘及美元強勢，這些美國 90 年代經濟繁榮的要素正陸續告別美國。前三者已依序先後離去，美元強勢也正開始消失（近兩個月，美元兌歐元和日元連續走低，走勢令人憂慮）。看一下美國投資銀行摩根士丹利在 2002 年 5 月中旬發表的某些研究報告，也許可以給予我們一些啟示。

摩根士丹利寫道，美國的相對生產力、相對貿易條件、相對財政地位和淨外國資產地位這四種變量，已造就美元的強勢，使美元價值被過份抬高。為什麼美元以往一直呈強勢？我們可以回顧美國 90 年代後半期經濟繁榮的第一要素：即美股的持續飆昇。雖然這種昇勢在 2000 年首季以來已證實不可能經久不衰，但它曾有助推動美國的經濟增長和吸引龐大的外資流入美國。當然，在股市上昇的年份，美國投資者也匯錢出國。但數字告訴我們：在 90 年代末期，掌握國際資本流動最大份額的國家是美國。在 1995 年至 1997 年間，美國每年流出海外的直接投資資金超過流入量，但在 1998 年和 1999 年，外資的直接投資金額超過美國的資金流出，在 1999 年甚至超出一倍。2001 年，流入美國金融資產的資金達到 4980 億美元，約佔美國國內生產值的 5%，但比起 2000 年則未見增長。2000 年流入美國金融資產的外資亦祇增長 1200 萬美元，已達到頂峰。現在這一數字開始下降。同時，外資在美國的直接投資已經暴跌，達到 1580 億，與 1999 年 3010 億美元的高位相比，幾乎差了半截。外資流入的重要性在於支撐美國的赤字，美國的經常性帳目赤字 2001 年達到 4170 億美元，相當於美國國內生產總值的 4%，現在美國指望外資流入的美股和債券都表現欠佳。匯價正在下跌的美元，已經下跌的股市，不斷膨脹的財赤和

⁵² 趙文明等：《索羅斯空襲香港》，中華工商聯合出版社 1999，第 369 頁。

疲軟的經濟增長：這些正是一個非理性經濟擴張走向反面的所有要素。歷史的發展總是這樣。

儘管如此，從目前的情況來看，我們估計美元的強勢地位短期內仍很難改變。儘管美國的資本市場大幅震蕩，經濟增長放緩，但這一切對美元似乎都沒有構成多大的威脅。而保持美元低利率不見得會趕走國外資金，因為低利率將激勵股票以及債券市場的表現，有利於讓大量資金繼續滯留在美國資產市場，令國際資金流向不會在短期內改變。從這些角度來看，就不難理解為何美元在四面楚歌中依然屹立不倒。

但是，從人類歷史的發展規律看，沒有永恆的鼎盛，但霸主地位的禪替都是通過多種重大因素的交互作用來實現的。經濟全球化儘管已經把各國、各地區經濟結合成了一個經濟整體，但這個“整體”並非一個一元的、同質的、均衡的整體，而是多元的、異質的、極不平衡的。在全球化的大環境下，發達國家之間，發達國家和發展中國家之間，由於經濟發展水平、科學技術力量、國際競爭力的不同，決定了從全球化中獲益程度的不同。因而，美國可以從全球化中獲得高額的利益並主宰全球化的進程，另一些發達國家則難如願以償。這也是為什麼鄧小平時期中國的美國問題高級智囊、中國社會科學院前副院長、美國研究所前所長李慎之教授在不久前接受“鳳凰衛視”記者採訪時，一不留神把中國當時對外開放的決策底盤捅了出來：“中國的對外開放其實主要就是要對美國開放，對其他國家開放都沒有意義。”說實話，儘管歷史已證明這話的內容已是公開的秘密，但它如此赤裸裸地出自一個中國參與高層決策意見的人物之口，其震撼效果是可想而知的。

十三、日本真的讓金融自由化“玩成殘廢”啦？

原作者在文章中用了相當長的篇幅描述日本經濟和金融體系目前已不再輝煌的淒涼，並認為日本目前的困境（如資產價格暴跌，股市一落千丈等）是由金融開放造成的。比如原作者說：“正當日本志得意滿的時候，金融自由化了”，⁵³“世界第二大經濟實體與國際金融接軌，尚且玩成了殘廢……”等等。⁵⁴

公平地說，原作者並不諱言日本的金融體制和產業經濟中存在著鉅大的弊端和泡沫，但如果把觸發日本經濟爆煲的導火索推在實行金融自由化身上，則未免有欠公正。在此，我們可從其他一些方面進行分析，並提供一個新的角度去思考問題。

在原理上，無論哪個國家，泡沫經濟對國民經濟的傷害都是一樣的。但是，泡沫經濟對國民經濟的衝擊程度則取決於泡沫經濟的嚴重程度和這個國家的承受能力。毫無疑問，一個國家的經濟實力越雄厚，其承受能力也就越強。從靜態來看，在過去幾十年內日本經濟得到了長足發展，積累了大量的財富。日本的黄金和外匯儲備在 1998 年 11 月為 2139 億美元，海外純資產餘額在 1997 年底為 9587 億美元，都居世界第一位。日本是世界上最大的債權國，到 1997 年 8 月 31 日為止，日本擁有美國國庫券總額達 3000 億美元。美國股市上有 38% 的投資來自於外國，其中日本佔四分之一。日本的個人儲蓄為 1200 萬億日元(大約 95000 億美元)，相當於日本兩年的國民生產總值。其中由政府經營的郵政儲蓄系統存款額高達 18300 億美元。⁵⁵ 從動態來看，日本製造業實力雄厚。日本的汽車、電子產品在世界市場上具有很強的競爭能力。

⁵³ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第 31 頁。

⁵⁴ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第 37 頁。

⁵⁵ 日本銀行：《國際收支統計月報》；經濟企劃廳：《國民經濟計算》1998。

日本的外貿順差在世界上名列首位。在全世界最大的 10 家銀行中，日本銀行佔了六個。全球最大的 10 家公司中有五家是日本公司。俗話說“百足之蟲，死而不僵”。雖然日本的泡沫經濟非常嚴重，但是，日本的實質經濟部門並不是一個空心湯糰。為了渡過金融危機，在政府的支援之下，日本的大財團拼命死撐，在維護他們的銀行同時，促使所屬的大企業增加生產，增加出口，減少進口。正是因為財力和工業生產實力雄厚，日本才能在泡沫經濟崩潰之後死撐至今。當初泰國、印尼和墨西哥等國在泡沫經濟崩潰時也曾經竭力支撐，但是無論從經濟競爭能力、國家財力和社會傳統等各方面，他們都沒有辦法和日本相比，所以支撐不了多久，便一個跟著一個垮了下去。

日本政府採用“拖”的策略，實際上是盼望著拖到世界經濟景氣的到來。可是日本政府的一廂情願很快就落空了。在日本政府苦撐了七年之後，他們見到的不是世界經濟大繁榮，而是橫掃亞洲各國的金融風暴。當泰國、印尼、馬來西亞、韓國等國在 1997 年相繼陷入困境時，不僅日本的海外市場劇烈萎縮，連日本在這些國家的許多投資也急劇貶值，甚至血本無歸。在 1998 年，金融風暴又襲擊了俄羅斯和巴西，弄得全球經濟動蕩不安。惡劣的國際環境徹底粉碎了日本政府想蒙混過關的幻想。日本泡沫經濟留下來的問題越來越嚴重，終於迫使日本政府不得不認真地考慮實施經濟改革。

就這樣，日本在 1998 年 4 月開始金融體制改革，要求在三年內廢除國內所有的金融業現存限制，革除弊病，實現金融市場自由化。從 1998 年 4 月起，新的外匯法允許所有的銀行都可以自由兌換外匯。日本參院在 1998 年 11 月 16 日通過《金融重建法案》(Big Bang)。這個被稱為“人類金融對策史上的最大手筆”將動用

60 萬億日元（5170 億美元）來挽救奄奄一息的日本銀行體系。⁵⁶ 5170 億美元究竟是多少？也許引用一些數位對比可以讓我們看的更直觀一些。當泰國遭遇金融風暴的時候，IMF 給予了 175 億美元的緊急救援。曾經許諾給印尼的救援資金是 230 億美元，給俄羅斯的救援資金是 230 億美元。當韓國遭遇金融危機的時候，IMF 答應提供 570 億美元的緊急救援，這在當時已被世人稱為異常慷慨的大手筆了。可這些救援計劃和日本的《金融重建法案》的 5170 億美元相比，簡直就是小巫見大巫。

儘管日本政府決定投入如此龐大的資金來振興經濟，卻並沒有被經濟學家們看好。許多經濟學家指出，如果日本政府在五年前，甚至三年前採取這樣的舉動，也許就可能達到振興經濟的目的。但是日本政府猶豫不決，一拖再拖，錯失良機。日本泡沫經濟所帶來的困境越拖越嚴重。從 1992 年開始日本已經採取過八次刺激經濟的措施，日本在 1992~96 年之間先後動用了 60 萬億日元來刺激經濟，結果全無起色。1997 年底再動用 30 多萬億日元，還是一無所得。前後投入金額累計達 99 萬億日元（8000 億美元）。在 1998 年 6 月 17 日，日本中央銀行一次就動用 16 萬億日元來支援振興計劃。⁵⁷ 投入的資金並不少，結果，泥牛入海無消息，這些刺激政策根本就沒喚醒日本經濟。諸葛亮說過：“攻不可再，戰不可三，量力而用，用多則費”。⁵⁸ 日本政府在危機處理上一副小家子氣，採用的是兵家最忌諱的添油戰術，逐次增兵。就像大堤決口一樣，丟幾袋砂石下去，一下子就被大水沖走了。再加幾袋下去，又不見蹤影。與其如此，倒不如下狠心，一次拋下去，把決口一下子就堵起來。這一次是日本政府針對泡沫經濟的第九

⁵⁶ 美聯社消息，1998 年 11 月 16 日。

⁵⁷ 經濟企劃廳：《國民經濟計算》1998。

⁵⁸ 諸葛武侯集·便宜十六策·治軍。

次振興經濟計劃了，動用的資金額也最多。在泡沫經濟崩潰九年之後採取這些行動，能不能挽回民衆的信心，在這篇文章成文時，三年早過去了。情況如何大家有目共睹。看來日本的經濟改革之路仍任重道遠。前幾天有新聞報道，日本 2002 年頭三個月的經濟增長連續向好，見底復蘇有望。結合近日日元兌美元匯率連續走高（由月前的 137 日元兌 1 美元升至 124 日元兌 1 美元），看來日本或許有可能盼來一個小陽春。

對於日本的金融開放策略，原作者和日本左翼經濟學家皆視之為是日本經濟崩潰的罪魁禍首。但是，我們還可以從另一個角度去思考日本推行《金融重建法案》的深意。對於迎接全球金融一體化的浪潮，日本似早有準備。1996 年 4 月，日本三菱銀行與東京銀行合併，總資產世界第一。這次推出的《金融重建法案》，事實上是在 1996 年 11 月制定的，當時日本的著眼點是與歐美金融改革同步，在全球競爭上毫不相讓，其路徑是實行“休克療法”，將一向保守和封閉的日本金融體系一下子對外敞開。日本的《金融重建法案》，實質上是拆除了對外資銀行的各種屏障，給予他們以充分的活動自由和空間。門戶洞開，無疑是引狼入室，令日本的處境險惡萬分。按照通常的理念，以日本人深藏不露、謹小慎微、精於算計和緝緘必較的民族性格，日本人這回的做法真有點讓人匪夷思議。

在亞洲金融風暴的衝擊下，日本的金融問題充分顯露，壞帳和體制問題互為因果，改革非一朝一夕可成。在這種情況下，日本有一千個理由延宕《金融重建法案》的推出。它祇需緊守門戶，捱過危機，再言改革不遲，這樣做不僅言之有據，並且也是可行而保險的。但日本硬是按預定日程將方案推了出來，並採取一系列的連續動作，將危機昇級，自行引爆，讓來勢洶洶的歐美資金長驅直入，任由私人儲蓄外流，日元對美元的匯率暴跌，把自己

置於險境，富貴險中求，在危難和動蕩中艱辛競爭。日本人這種置於死地而後生的戰略，顯然是源於全球金融一體化的逼人浪潮。一方面，它以雄踞全球的視野看到了這一浪潮不可抗拒，機不可失；另一方面當然是大浪前奏已至，迫於其金融體制非改不可的壓力所致。日本這一開門揖盜迎接金融震蕩的做法，的確具有一番大家風範。用中國道家的哲學眼光看，日本用的是損忍之術。在對抗歐美列強凌厲攻勢的遊鬥中，日本不惜採取自損之策，敞開門戶，任人進擊，借他人之刀修理自己；在損忍中求得尺寸寸的進步，求得重生。用現代眼光看，它是在浪濤洶湧中逆流而上，在危機中厲行改革，在動態中進行調整，在急流中學習游泳，而不是退避三舍，閉門造車。應該說，日本開放金融市場的風險比亞洲很多國家要大的多。但日本還是堅定地制定藍圖開放市場。讓私人儲蓄像水銀瀉地般濺向全世界，誘敵入境，收縮戰線，在本土上同歐美列強決一雌雄。

精明過人的大和民族不會做虧本的買賣。日本人決不會沒有看到金融開放後所帶來的風險。如果說日本為泡沫經濟付出了沈重的代價之後有些什麼積極的後果的話，那就是泡沫經濟的崩潰給了日本朝野很深刻的教訓，終於結束了他們長達十幾年的爭論，認識到了金融貨幣政策的重要作用。金融體制改革被提到議事日程上來。有的人批評日本政府不應該在經濟最困難的時候開始金融體制改革。當然，如果經濟狀況比較好的話，實施改革相對比較容易一些，但是，在日本經濟狀況比較好的時候，又有多少人想要改革呢？回顧一下歷史，日本在世界大潮中的每一次大的經濟躍進，不是它通過主動或被動的開放促成的呢（如明治維新）？在當今世界上，改革是大勢所趨，而主動積極推行改革，斷無失敗之理。若干年之後，日本金融體制大手筆式的改革，加上本身已深厚之極的生產和市場經驗，其將建立起的金融力量不可小

觀。中國從中又能得到什麼啟示呢？起碼，興災樂禍地斷言日本已被金融自由化“玩殘”的心態是要不得的。低估或貶低對手都是對自己的不自信。

十四、開放金融市場會否造成金融危機？

開放金融市場是否一定會為一國帶來金融危機？原作者的觀點很明確。瞧瞧日本金融自由化的結果，再看看至今還沒緩過勁的東南亞各國，這答案不就呼之欲出了嗎！其實，一種經濟現象的形成是由多方面的因素造成的。我們不能簡單地以一孔之見或一家之言以蔽之。勿庸置疑，大撒把式地開放金融市場會危及金融體系的穩定。一些發展中國家在實行金融自由化改革之後出現了嚴重的金融危機，這引起了人們對金融改革中金融體系穩定性的關注。金融部門的運行有其特殊性，政府的干預固然可能產生不良的效果，但放任其自由競爭也會造成金融體系的動蕩。通常的情況是，金融自由化將導致銀行投資的利潤趨於下降。在這種情況下，銀行傾向於增加它們的投機活動。投機活動可能在短期內獲得豐厚的利潤，但長期來看會對銀行資產帶來毀滅性的影響。以上因素結合在一起，便產生出下面的後果：一方面，金融體系的脆弱性增大，使任何一次無法彌補的詐騙活動或違約行為都可能成為觸發一場金融危機的導火索。一些因此而損失慘重的金融機構的破產會像滾雪球一樣越滾越大，直至釀成整個金融體系的危機。另一方面，金融市場上競爭的加強不僅沒有為經濟發展帶來更多的投資資金和更多的生產性貸款，相反卻造成了銀行行為的短期化，大量的資金被投向短期性的贏利性金融資產（例如股票和外匯資產）或者非生產性（例如房地產）的投資中去，使得實物經濟的發展受到抑制。發展中國家的實踐顯示，在貨幣

金融改革自由化的道路上如果急於求成，就可能步入“自由化”陷阱，結果非但沒有促進資本形成與經濟發展，反而會造成國內金融業的無序，以及高位的通貨膨脹與債務危機。20世紀80年代的拉美債務危機，以及1997年的東南亞金融危機就是證明。

根據傳統經濟學的理论，開放金融市場後，國民儲蓄有限的國家可以為國內的投資項目引入資金。其實，問題的關鍵並非在於國家應否開放金融市場，而是在於如何開放金融市場。由於各國在經濟和金融發展、組織架構以至法律制度和營商手法等皆存在差異，所以開放金融市場的過程也將會是異常複雜的。舉例來說，如果中國目前不顧國內主要銀行負債累累的現實，或者它們可能在開放市場後出現資不抵債的情況，而強行開放國內金融體系，向外資敞開大門，那麼中國有可能將難於掌控形勢的發展，金融風險將大幅飆昇。從目前情況看，中國開放銀行業的手法表現的還是相當謹慎和理智的。在加入世貿後，中國決定在五年內逐步開放銀行業，由此可見國內主管部門的頭腦是冷靜的，絕無一蹴而就的念頭。

此外，原作者認為“從所有國家的經驗可以看出，防範金融風險的能力，從根本上說，並不取決於什麼制度保證，靠的是支撐貨幣的經濟規模和產業縱深。很少有經濟學家認為，美元不發生金融危機是因為美國的銀行制度健全，監管得力。”⁵⁹也就是說，原作者認為美元得以安然渡過這場金融風暴，是因為其經濟體系規模龐大，因此國際上的金融投機活動亦無法令其受到重創。其實，美國金融市場在20世紀曾經歷了不少風浪：除了1929年和1987年的股災和80年代一連串的存貸款機構破產事件外，最近還發生了LTCM的清算危機，聯邦儲備局為此要動用公帑去挽救瀕

⁵⁹ “投機賭博新經濟的挑戰”原文第56頁。

臨崩潰的它，並在其後頒佈了一系列加強監管的措施。另外，美國證監會不斷強化對美國金融市場的監督和管理，有一整套較為完備的體系架構和不斷充實完善的法規程式，不論是在制度上，還是在具體運作上都發揮了有力的保障作用，從而將在美國本土爆發大規模金融危機的風險降至最低。不過，最近美國發生的“安然”事件說明，即使有一個較完善的制度，但也並非就十全十美。道高一尺，魔高一丈。沒有哪一個制度敢誇口說自己無懈可擊。世界萬物在不斷變化，人類在不斷進步，今日之是，可能成為明日之非。一個完善的制度可能隨著時過境遷而逐漸破綻百出。人類唯一可以做的就是接受現實，不斷地修補和改進現有體制，使之趨向“完善”。人類社會就是這麼不斷進步的。

從各國發生的金融危機來看，金融風險主要有兩種類型，一類是在正常的市場環境下，純粹由不確定性導致的風險。另一類是市場經濟體制不完善或未根本建立的條件下，規則不清，內外監督不力，不確定性空間增大導致了更大損失。如果我們把前一種風險因素定義為正常的市場性風險因素，那麼另一種風險因素便可稱之為體制性風險因素。墨西哥和阿爾巴尼亞的事件表明，後一種因素所導致的損失往往會超出金融領域，並極易導致社會動蕩。而動蕩之後留給人們的一個教訓是，完善的經濟體制儘管不能確保金融風險不發生，但至少可以儘量縮小風險發生的範圍和程度。

健全的金融法規和監管制度，無論是以自我約束還是立法規管的形式進行，都是健全的金融體系必不可少的環節。優良的監管制度可以維護投資者的利益、維持市場的正常運作及提高市場的運作效率。金融監管的目的就是通過制定操作守則，並要求市場人士及時準確地披露資訊，以此修正市場內部有欠完善的地方。如果缺乏妥善有效的監管措施，那麼發生人為操縱、內幕交

易、金融詐騙和系統危機的機會就會隨之上升。1997年發生的亞洲金融風暴已證明了金融監管制度在預防和管理危機方面所扮演的重要角色。當時，在亞洲金融市場的頹垣敗瓦之中，香港和新加坡——兩者在亞洲地區擁有最為健全的金融監管制度，因此能夠迅速走出危機的陰影（在1997年，兩者的GDP仍分別增長了0.26%和0.23%）。相對而言，金融監管較為鬆懈和薄弱的泰國、印尼和馬來西亞在重創之下幾乎一蹶不振（它們當年的GDP分別下滑了5.95%、3.33%和0.75%）。再舉一例，金融全球化對發達國家和發展中國家的影響程度很不相同。在發達國家，資金的跨國流動也會帶來風險，如1992年的西歐金融風暴、1995年英國巴林銀行倒閉事件。但是，這些金融動蕩的不利後果大多局限在某個金融領域。從近年情況看，金融全球化對發達國家的不利影響相對較小。對於發展中國家而言，情況則大不相同。金融領域某一方面的崩潰往往會帶來多米諾骨牌式的金融和經濟“陷落”。從泰國發端的東亞金融危機即為例證。為何發達國家和發展中國家抵禦金融風波的能力有很大差別？這主要因為，發達國家的金融體系和金融法規在完備性和精密性上都遠遠超過發展中國家。在金融全球化過程中，發達國家處於主動地位，發展中國家處於被動地位。因此，完善的制度所起的保障作用還是非常重要的。原作者那種一切憑實力說話而將制度視若無物的偏激看法是不對的。

十五、質疑原作者為中國金融開放所擬出的藥方

原作者在論證“賭場論”、“金融強權論”之後，最後總結了：在強權經濟面前，防範金融危機的能力從根本上說，“並不取決

於什麼制度保證，靠的是支撐貨幣的經濟規模和產業縱深。”⁶⁰ 面對如此險惡的國際經濟環境，中國的出路何在呢？原作者擬出了藥方：中國祇有兩條路可走：“一是如馬哈蒂爾一樣堅持外匯管制，人民幣說什麼也不可兌換；一是竭盡全力迅速發展支撐人民幣的經濟規模和產業縱深。”⁶¹ 至此，原作者貫穿全文的理論思路就是國際金融市場是大賭場→賭場的規則有利於大莊家→大莊家財大氣粗→財力不夠的小賭徒無不損手損腳，以被玩殘告終→要想自保，祇能閉門戒賭，或待財力可比大莊家般雄厚時再參賭。（用原作者的話說：“貨幣規模不夠大，解除金融市場貨幣交易的管制，與國際慣例接軌，等於引進爆發金融危機的機制。”）⁶² 我們在以上幾個章節已就原作者前面的理論鋪墊和推演一一作出了評論，間中也都涉及到對金融全球化的看法，下面，我們再對原作者的以上結論作一些分析。

我們首先對原作者一片赤誠的憂國憂民之心表示敬意。不過，對於原作者提出的中國金融市場死活不能開發或要開發也得等中國成為世界第一強國之後再說的結論，我們卻認為此言差矣。先看看人家東南亞受害國在金融風暴之後是怎麼痛定思痛，也許對我們接下去的論述有所幫助。至 1999 年 9 月，在東南亞金融風暴席捲東南亞兩年後，經過東南亞各國政府的艱苦努力和經濟改革，東南亞經濟從整體上看已步入復蘇軌道。刺激東南亞經濟走向復蘇的因素，除了國際上的資金援助外，主要是東南亞國家和地區繼續積極進行經濟改革和對外開發，同時採取寬鬆的財政、貨幣政策以刺激經濟復蘇。主要措施有：1. 改革金融體制，推進金融自由化。各國政府首先對原有的金融機構進行整頓和改革，各國

⁶⁰ “投機賭博新經濟的挑戰” 原文第 56 頁。

⁶¹ “投機賭博新經濟的挑戰” 原文第 58 頁。

⁶² “投機賭博新經濟的挑戰” 原文第 40 頁。

還制定或修訂金融法律法令，使金融運作、金融監管法制化、規範化；同時成立專門機構處理不良債權。金融風暴並沒有使東南亞各國和地區在金融自由化的道路上退縮，相反大部分國家和地區反而加快了金融自由化。例如，韓國放寬了外資持股比例，提前開放債權市場，並且從 1999 年 4 月到 2000 年年底分兩階段開放外匯交易。2. 採取擴張性財政政策，通過增加政府公共開支刺激消費，擴大內需。3. 採取寬鬆的貨幣政策。各國央行紛紛降低金融機構的存貸款利率，多次調低法定準備金率，鼓勵商業銀行向企業發放大量貸款。如馬來西亞的法定準備金率已由 1999 年年初的 8% 調低到 4%；菲律賓中央銀行連續 18 次降低利率。4. 重振中小企業，改革大企業。東亞地區中小企業數量衆多，但其抗風險能力弱，各國政府積極設法解決中小企業的流動資金，幫助它們進行債務重組和結構調整，並鼓勵中小企業向高科技方向發展。⁶³ 連在風暴中表現最硬朗的馬來西亞，也在一片“沈舟側伴千帆過”的潮流局面下，於宣佈實施外匯管制後的不到一年就順應潮流放棄管制。形勢畢竟比人強。不是有這麼句話嗎，歷史潮流，浩浩蕩蕩，順我者昌，逆我者亡。走改革開放的回頭路，逆國際潮流而動，最後的結果祇能是落後挨打。

“人民幣說什麼也不可兌換”就可保中國無恙嗎？事情要真是這麼簡單，那中央防範金融風險領導小組的袞袞諸公何須為運籌帷幄而夜不能寐？衆多中國高級經濟智囊又何必搜腸刮肚地思索研判？中國目前的金融風險主要不是來自市場風險，而是來自制度風險。人民幣不兌換祇能壓抑或延緩危機的爆發，國內不是已有不少文章分析國外已有許多遊資通過這樣和那樣的渠道流入中國賺取匯率和利率上的差價嗎？全球化使得各國間經濟相互依存度日益提高，它要求各國將本國的經濟安全置於全球政治、經

⁶³ “東亞經濟步入復蘇軌道”，《人民日報》，1999 年 9 月 9 日。

濟框架內統盤考慮。祇有更大地融入國際市場和世界經濟，特別是參與國際經濟和金融決策，才能更好地維護自己的利益。由於高收益必然伴隨著高風險，一國無法期望光從對外開放中獲得利益而不承擔相應風險，或者總想“搭便車”。特別是原先較為封閉的國家在與世界接軌過程中，各種各樣的震蕩不可避免，有時可能要付出沈重的代價。為了“避害”而拖延或拒絕開放進程，不僅會失去機遇而無從“趨利”，從長期看，還必然會帶來更大的痛苦，中國在近代史因封閉落後所受的屈辱教訓難道還不夠深刻嗎？因此，一國在制訂國家經濟發展與安全戰略時，既要看到眼前的挑戰，要看到潛在的威脅，更要著眼於大局、著眼於未來。

在經濟全球化的趨勢下，發展開放型經濟已成為各國的主流選擇。中國在“十五”計劃中，已把發展開放型經濟列為“十五”的戰略目標，其實，這本身已反映出中國在目睹金融風暴之後仍然作出了正確的政策選擇。發展開放型經濟實際上也是中國經濟發展的內在要求。當今世界，以資訊技術為代表的新一輪科技革命推動生產力突飛猛進，中國若不急起直追，與先進國家的差距會越來越大。如果按傳統模式發展經濟，資源瓶頸和生態環境惡化的制約作用將越來越明顯。因此，要想實現可持續發展，中國祇有通過發展開放型經濟，充分利用國內外兩種資源、兩個市場，才能克服資源、資金、技術、人才、管理等諸多方面的制約。其次，發展開放型經濟也是中國建立市場經濟體制的必然要求。從國際經驗看，成熟的市場經濟都是開放型經濟。市場化程度越高，經濟開放的程度也越高。在經濟全球化背景下，祇有充分利用國內外市場，才能真正發揮市場在資源配置中的基礎性作用，實現資源的最優配置。最後，發展開放型經濟同中國對外承諾的國際義務也是一致的。中國加入世貿組織後，為換取相對穩定的外部環境和進入別國市場的權利，中國政府已就逐步開放市場做出承

諾，而且，大部分措施將在“十五”期間兌現。江澤民主席 2001 年在上海 APEC 會議上也承諾中國將在 2020 年實現貿易與投資的自由化。因此，中國發展開放型經濟實際上已有分階段的時間表（有評論指：江澤民這話其實已經道出了玄機，即人民幣實行資本專案自由兌換的最終時間表不會遲於 2020 年。）

原作者的顧慮是：中國之所以在 1997 年亞洲金融危機中得以倖免衰退，主要原因之一是中國的經濟尤其是金融並沒有完全放開。如果放開，如何避免外界帶來的風險？這個顧慮並非沒有道理。確實，較之封閉型經濟，開放型經濟更易受到來自外部的衝擊，發生經濟波動的風險更高，因此對宏觀經濟管理水平與機制的要求也更高。在這些方面，中國的頭腦是清醒的。經濟全球化既孕育著極大的機遇，也埋藏著相當高的風險，現行國際經濟秩序和制度安排存在著嚴重的缺陷，貿易、投資和金融自由化並不能保證各國公平地分享經濟全球化的利益。對國際金融市場上鉅額遊資的投機行為，中國從來就沒有放鬆過警惕。中國發展開放型經濟是既定的國策。在實行人民幣完全自由兌換問題上，中國必將會趨利避害，控制風險，確保經濟安全，正如中國人民銀行行長戴相龍所說：“我們已實現了人民幣在經常專案下的可兌換，最終實現資本帳戶的人民幣可兌換是中國的既定方針。加入 WTO 後，中國經濟進一步融入全球市場，我們將積極創造條件，穩步推進資本專案的可兌換工作的進程。”⁶⁴ 2002 年 5 月 24 日，戴相龍於世界儲蓄銀行協會會員大會上致辭時表示，中國將會逐漸放寬外匯管制，但無特定時間表。目前要進一步完善有管理的浮動匯率制度，⁶⁵ 在保持人民幣穩定的前提下，逐步完善人民幣

⁶⁴ 戴相龍在第六屆世界華商大會上的演講，2001 年 9 月 19 日。

⁶⁵ 註：中國的匯率制度實際上是盯住美元的固定匯率（名義上叫有管理的浮動匯率制），因而缺乏彈性變動。

匯率形式機制。⁶⁶

其實，中國可以成功地避開全球金融風暴的另一個主要原因是因為世界上沒有任何一個國家存在著一個在其境外，又僅為其服務的國際資本市場，祇有中國有香港。香港在中國改革開放 20 年中對內地投資平均佔到中國吸收外資總額的 50% 以上，這並不是因為香港人特別有錢，而是因為香港是世界第六大資本市場，在其中上市的近一千家公司，90% 以上對中國有投資，由此形成了“中國概念股”。香港上市公司利用香港資本市場，從世界各地的投資人手中籌資，再對中國作直接投資，這樣在發生亞洲金融風暴的時候，就不會發生投在中國內地的外資大規模抽逃的情況。從這個意義上說，香港既是中國引進外資的聚寶盆，更是中國與國際金融市場之間一個不可多得的“風險緩衝地”。這種“既沒有開放資本市場，又充分享受到開放資本市場的好處”的情況，是擁有“一國兩制”的香港的中國大陸所得天獨厚。

在對待金融開放和人民幣自由兌換這些敏感性問題上，中國既要遵循審慎、穩妥、漸進的原則，防止冒進和盲目樂觀，也要避免出現如原作者所說般就此將人民幣“雪藏”起來，對自己缺乏信心，關起門來像阿 Q 般夢想自己有朝一日會成為世界第一。金融問題很大程度上反映的就是信心問題。國際投機資本的衝擊是很可怕，但敵尚未至，自己心理上就怯了三分，祇想著如何如“駝鳥”般消極防禦，這仗還怎麼打？香港以彈丸之地尚能不畏強敵，奮起抗爭，拒敵於國門之外，泱泱中華大國反而退避三舍，高懸免戰牌，豈不讓人羞煞？關於中國人民幣的開放進程，1999 年獲得諾貝爾經濟學獎、被喻為繼凱因斯之後最有影響力的經濟學家、⁶⁷ 有“歐元之父”稱謂的蒙代爾教授在 2002 年年初說：

⁶⁶ 《新華社》2002 年 5 月 24 日報道。

⁶⁷ 《華爾街日報》，1999 年 10 月 14 日社評。

“人民幣的完全可自由兌換問題，我覺得應該謹慎。在這個問題上謹慎是必需的，而且選擇適當的時機也非常重要。放鬆匯率的步伐應該放慢，而且要選擇國際收支有盈餘、人民幣在外匯市場上比較堅挺的時機。中國現在符合這兩個條件，但放鬆匯率的速度仍然應該放慢。在對外開放後還需要進行其他調整……我不會具體說出一個時間，稱這是人民幣可自由兌換的最佳時機，但是我個人的意見認為，在2008年北京奧運之前放開人民幣自由兌換的市場將是一個很不錯的主意。”⁶⁸ 從目前情況看，全球發生金融風暴的可能性依然存在，⁶⁹ 這一潛在危險有可能會再拖上兩到三年，因此中國必須提高警惕。從這點看，在未來三至五年，在外部世界的亂象未止之前，在中國金融體系（尤其是四大商業銀行）的問題和狀況沒有確實得到解決和改善之前，在中國的金融監管尚未完善及還不能發揮真正有效的作用之前，在國人對中國經濟的信心還沒有完全建立起來之前，以及在國際金融市場尚未有一個公平的金融監管和調解機制之前，談人民幣資本專案的自由兌換的確時機尚早。

“無恃其不來，恃吾有以待也。”原作者開出的第二個藥方是（中國）應竭盡全力迅速發展“支撐人民幣的經濟規模和產業縱深”。按原作者的說法，具體措施是西部大開發及東部大串聯。這兩個措施的發展方向沒有錯，指導思想也是正確的，可惜藥方並不十分對症。對眼下要祛除的急難病症有點“遠水解不了近渴”，幫助不大。這兩個措施都是曠日持久的宏偉構想，後者尤其變數甚大，十數年內恐難見成效。若把中國金融開放的寶押在

⁶⁸ 《南方都市報》，2002年5月16日。

⁶⁹ 註：香港金融管理局總裁任志剛2002年5月21日還說，由於國際上缺乏一個有效的金融管理體制，加上亞洲區內目前仍充斥著大量遊資，亞洲可能還會發生金融風暴。

這上面，那豈不成了畫餅充饑、望梅止渴了？

總的來說，原作者在文章中就國際金融市場的一些問題提出了不少有意思的觀點，這些觀點對於中國當前的經濟分析和政策研討還是有一定的參考價值。儘管原作者的某些觀點不無片面性，有些甚至頗有爭議，但是原作者的這篇文章仍不失為一篇有獨特見地和有啟發性的好文章，有助讀者作進一步的思考和分析。中國的改革開放已走上了一條不歸的康莊大道，中國需要世界，世界也需要中國。中國要屹立於世界民族之林，就必須更深更廣地融入到世界事務中。當前全球一體化的“遊戲規則”主要是基於英美市場經濟理論和體制而形成。中國要參與“遊戲”，就必須學習和掌握這些“遊戲規則”，知其然，亦知其所以然，並最終“師夷長技以制夷”，青出於藍而勝於藍。若一味畏戰退縮，封門閉戶，則無異於坐以待斃，是為智者所不為。值此複雜多變的國際形勢，中國一方面要繼續堅持走改革開發的道路，另一方面則要韜光養晦，戒急用忍；外聯諸好，內修仁政；以德治國，以法治國。在開放中促進改革，在穩定中求得發展。