

香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部

中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2007-13

2007年3月13日

民眾儲蓄太少，還是政府軍費太多？

中信泰富政治暨經濟研究部 梁曉¹

2005年底，美國對世界其它國家的淨負債再創新高，達2.69萬億美元。²美國的整體住戶儲蓄率，從2003年2.5%跌到2005年下半年的負1.1%。³2006年11月，布什說，中國的儲蓄額偏高，約佔GDP的44%，美國的儲蓄額祇佔GDP的14%。⁴2006年

¹ 本文第一、二部分分析，推薦參閱王小強：《投機賭博新經濟》，（香港）大風出版社2007。

² Michael M. Phillips：“U.S. debt to rest of world hits high”，*The Wall Street Journal (Asia)* 2006年6月30日。

³ 〈貿赤天文數字，美元難逃大跌〉，《信報財經新聞》2006年5月11日，第32頁。

⁴ 所以，他希望中國人存錢別太多，希望中國能成為一個消費大國，購買大量美國貨（〈布什說中國人存錢太多〉，《信報財經新聞》2006年11月3日，第10頁）。

12 月中美戰略經濟對話，美方承諾要提高國內儲蓄率。⁵ 哈佛大學經濟學教授、美國國家經濟研究局主席馬丁·費爾德斯坦(Martin Feldstein) 說，美國居民儲蓄過少導致的美國國民儲蓄過少，是美國存在大規模貿易逆差的根本原因。美國人毫無節制的消費和入不敷出的生活方式，是導致全球不平衡的主要原因。⁶ 麥金農也曾建議，為扭轉經常項目逆差，美國應鼓勵更多的民間儲蓄，同時遏制聯邦政府的儲蓄下滑。“過去幾十年，美國家庭和聯邦政府能夠輕而易舉地獲得國外融資，他們早就高枕無憂，肆意揮霍。因此，很難讓他們迅速改變大手大腳花錢的習氣。”⁷

看來，說美國人祇管花錢，很少存錢，已經形成了一般的觀念。然而，這是一個經不住推敲的觀念。

一、“儲蓄”不等於存款

1、美國私人儲蓄形式改變

金融業不發達，“儲蓄”才會集中體現在銀行存款上。隨著金融產品的層出不窮，儲蓄的形式越來越多樣化、投資化。過去，人們為看病、養兒、防老，祇能到銀行存款；如今，則可以購買名目繁多的醫療保險、教育基金、養老基金。再有富餘的，還可以買債券、炒股票、投資各種對沖基金。美國金融業發展領先全

⁵ 〈確定兩國未來半年工作重點〉，《信報財經新聞》2006年12月16日，第21頁。

⁶ 陳晉：〈費爾德斯坦：全球不平衡的出路〉，《財經》2007年1月8日，第22~23頁。余永定也引述斯蒂格利茲的話，說美國人應該對自己的生活方式和經濟政策作根本性調整，才能平衡美國乃至全球的國際收支（余永定：〈根源在美國〉，《財經》2007年1月8日，第23頁）。

⁷ 羅納德·麥金農：《美元本位下的匯率——東亞高儲蓄兩難》，中國金融出版社2005，第197頁。

球，美國股市投資人數，1952年650萬，佔美國人口4%；1965年兩千萬，1970年三千萬，1985年四千萬，1990年超過5100萬；到1999年，將近八千萬個人投資者直接擁有公開交易的證券，另有上千萬公眾通過退休基金和共同基金間接投資，股市投資者佔美國人口30%以上、美國成年人口40%以上。⁸

70年代，美國75%的私人儲蓄是儲蓄存摺或定息債券。“而90年代比例卻顛倒過來了：四分之三的積蓄用來在交易所搞投機。”⁹換言之，過去儲蓄等於銀行存款，現在，銀行存款越來越無足輕重了。

2、金融證券化，非存貸業務劇增

美國私人儲蓄形式巨變的背後，是美國乃至世界金融市場的擴張，以及金融工具種類的日新月異。歐洲美元債券、利率和外匯互換、垃圾債券、零息債券、股票衍生品、歐洲美元期權和美國國庫券期貨，以及其它許多產品層出不窮，新的、市場化的工具數目激增，全面激活一度沉積在傳統金融機構資產負債表上的資產項目。¹⁰

“信貸證券化”的結果是“銀行公司化”。¹¹私人養老金、地方政府退休基金、信用社、信託投資公司、政府資助的抵押貸款機構（Fannie Mae和Freddie mac）、指數基金、商品池經營商

⁸ 查爾斯·蓋斯特：《百年華爾街史》，中國財政經濟出版社2000，序言第13~14頁。

⁹ 彼得·馬丁、哈拉爾特·舒曼：《全球化陷阱——對民主和福利的進攻》，中央編譯出版社1998，第231頁。

¹⁰ 亨利·考夫曼：《悲觀博士考夫曼論貨幣與市場》，海南出版社2001，第56~57頁。

¹¹ 這都是考夫曼提出的重要概念——“華爾街的公司化潮流”（亨利·考夫曼：《悲觀博士考夫曼論貨幣與市場》第五章）。

(commodity pool operators)、專業金融公司、共同基金、證券公司、保險公司蓬勃發展。譬如，1979~1981年，“美林公司比花旗銀行多吸納了20多億美元的存款，但是其業務卻不受銀行規定的管制。”¹² 70年代，共同基金還是“灰姑娘”，在信貸市場資金供給的份額祇佔1%；到1998年，比例大幅度提昇到17.9%。“共同基金已經成了銀行的替代品。”¹³ “集體投資機構的發展是20世紀世界金融業發展的突出特徵。”¹⁴ “到90年代，美國的銀行貸款總額為六千億美元。而證券或商業票據所體現的信用為5500億美元。在金融體系中這確實是一次革命性變化，其影響遠遠超出了美國。”¹⁵ 美國商業銀行的資產總量在全部金融資產中所佔的比重在1980年為36%，1990年下降到30%，到1999年進一步下降至22%。¹⁶ 1980~2000年，全球上市銀行存款的比例從45%

¹² 蘇珊·斯特蘭奇：《賭場資本主義》，社會科學文獻出版社2000，第62~63頁。

¹³ 1997年為11.4%，1999年上半年為15.7%。“在股票市場上，它們的地位尤其重要，威脅到從前的私人 and 公共養老基金的投資份額”（亨利·考夫曼：《悲觀博士考夫曼論貨幣與市場》第64~65、299頁）。

¹⁴ “2000年底，全世界開放式基金資產總額達到11.87萬億美元的高峰，數目達到51683隻。……所謂世界金融資本的機構化，在相當程度上是基金化的同義詞。”1990~1995年，美國、德國、英國、意大利、加拿大五國養老基金資產總額年均增長11%。1990~1997年，對沖基金從127隻增加到1115隻（梅新育：《國際游資與國際金融體系》，人民出版社2004，第10~11、17、21頁）。2006年中，全球約有對沖基金8800隻，資產值約1.2萬億美元（〈對沖基金轉向亞洲發展〉，《信報財經新聞》2006年11月18日，第1頁）。

¹⁵ 蘇珊·斯特蘭特：《瘋狂的金錢》，中國社會科學出版社2000，第46頁。

¹⁶ 銀行存款在金融資產中份額減少，被稱為“脫媒”（disinter-mediation）現象。從1996年開始，商業銀行資產總量的比重已被養老金超過；2001年開放式基金的資產總量比重也已超過商業銀行。1985~1995年，機構投資者金融資產佔國內金融機構金融資產的比例，美國從43.8%上昇為54.6%，英國從26.7%上昇為31.6%，法國從11.4%上昇為23.4%，德國從12.8%上昇為19.0%，日本從10.2%上昇為22.6%；居民對機構投資者的債權餘額佔居民金融資產總額的比例，美國從33.4%

降到 29%，相應的是股票和債券的比例急劇上昇。¹⁷

1999 年，“美國居民個人金融資產的三分之二由各種各樣的機構投資者負責管理和投資。這一比率是 1980 年水平的兩倍。”¹⁸

二、高負債的是美國政府

1、美國個人財富迅速增長

“美國擁有 20 世紀世界上最為成功的股票市場。”美國股市在 1802~2001 年間，每年實際回報率達到 6.9%，儘管中間有變動，但總體表現平穩，這個平均年回報率被稱為“Sirgel 定律”。¹⁹ 而且，“投資圈裡普遍認為股票的價格會永無休止地漲下去。持股的收益將可靠地保持在 9~12% 區域，在美國，這幾乎成了一種信仰，一種數學確定性。……心理與市場研究所在最近的一次調查中發現，普通的共同基金投資者希望在未來十年裡投資的年收益達到 18.1%”。²⁰

上昇為 45.3%，法國從 15.7% 上昇為 27.3%，德國從 19.6% 上昇為 28.9%，日本從 32.2% 上昇為 34.8%（王國剛主編：《全球金融發展趨勢》，社會科學文獻出版社 2003，第 31、169~170 頁）。

¹⁷ 王鶴：《歐洲經濟貨幣聯盟》，社會科學文獻出版社 2002，第 215 頁。

¹⁸ “機構投資者所管理的資產總規模，在美國相當於 GDP 的 227%，在英國為 193%，在日本為 97%，在法國為 91%，在德國為 58%”（王國剛：《全球金融發展趨勢》，第 25 頁）。

¹⁹ 小布什也認同這個“定律”，說政府應該鼓勵人們投資股市，還在全國範圍內推廣一種投資在股票和債券的個人退休帳戶計劃，預計在未來幾十年能有 6.5% 左右的年回報率（Robert J Shiller：〈股票市場的幻想〉，《信報財經新聞》2005 年 6 月 6 日，第 26 頁）。

²⁰ 亨利·考夫曼：《悲觀博士考夫曼論貨幣與市場》第 207、303 頁。“在長期中，美國股票收益率扣除通貨膨脹因素後平均為 7%，是國債收益率的兩倍”（謝國忠：〈萬億外匯儲備何處去〉，《財經》2006 年 11 月 27 日，第 121 頁）。

與金融證券化和股市收益平穩增長相對應的，是美國人在迅速積累財富。

根據美聯儲的數據，美國家庭（household）資產增值幅度不小，2003~2005年，每年增加五萬多億；同期，家庭負債每年祇增加一萬億左右。2006年第一季度，美國人資產增值1.7萬億美元，總資產達66萬億美元；負債增加2700億美元，總負債12.2萬億美元；資產增值與負債增加不在一個數量級。1995~2005年，美國家庭平均資產淨值增加72%，從1995年的26.1萬美元，增加至2005年底的44.8萬美元；2005年底，美國家庭的淨財務資產（扣除房地產按揭）總額27.8萬億美元，人均近十萬美元，個人財務狀況在西方經濟大國裡最出眾。截至2006年6月底，美國的貨幣市場基金（money-market fund）及儲蓄戶口共有5.8萬億美元，大戶或機構投資者一般看不上這類不夠刺激的保守投資，這一大筆錢的主人幾乎全是一般小投資者。²¹

財富增長，是自己跟自己比；要跟別國比，美國人的財富更顯眼。信手拈來，2005年，美國四百名頂尖富豪的身家總值1.13萬億美元，數目之龐大，甚至超過加拿大的GDP，或瑞士、波蘭、挪威及希臘的GDP總和；Bear Stern的首席經濟學家說，日漸富裕的美國中產階級平均年齡要低於他國；1996，美國個人收入64495億美元，其中工資收入36301億美元，相當於當時三、四個中國的GDP。²²

²¹ 日本家庭淨財務資產總額9.8萬億美元，人均7.65萬美元；英國3.9萬億美元，人均6.5萬美元；德國3.3萬億美元，人均四萬美元（林行止：〈財富積累比負債及消費快〉，《信報財經新聞》2006年9月11日，第12頁）。

²² 〈《福布斯》富豪榜不聞新人笑〉，《信報財經新聞》2005年9月28日，第8頁；謝衡：〈全球外匯市場“唯恐天下不亂”〉，《三聯生活週刊》2005年第26期，第104~105頁；世界經濟年鑒編輯委員會：《世界經濟年鑒~1998》第697頁。

2、美國個人消費佔家庭財產淨值比重降低

統計上低儲蓄甚至是負儲蓄率的美國人，不但財富迅猛增長，而且個人消費佔“家庭淨值（household net worth）”比重正在下降。2005年，美國的個人消費祇佔家庭淨值16.7%，這項統計連續做了30多年，2005年的比率最低。²³ 所以，美國的個人消費支出模式很正常。所謂美國人愛花錢、儲蓄率低，根本是一個在學術上站不住腳的概念。奧妙在於如何給儲蓄率下定義。美聯儲明尼亞波里斯分行資深金融顧問、2004年諾貝爾經濟學獎得主Prescott說，“美國人不儲蓄”是一個流傳已久的錯誤概念，來源於對儲蓄含義的誤解，美國國民經濟賬戶中統計儲蓄與投資的傳統方法，對儲蓄的計算並不完備。²⁴

如果要美國居民增加傳統意義上的銀行儲蓄，回報是有限的賬面利息，還要扣除通貨膨脹損失；他們失去的將是各種各樣、名目繁多、漲勢良好的金融投資（投機）工具帶來的高回報機會。誰會願意？

3、美國的雙赤字與高負債

實際上，是美國政府在“非理性消費”。麥金農的“藥方”可以給政府而不是美國民眾用上。從80年代早期開始，美國就同時存在巨額財政赤字和經常賬戶赤字，被稱為“雙赤字”。2000年以來，美國再次出現持續增長的巨額雙赤字。²⁵ 美國審計局長

而且，普通的美國民眾，幾乎不用考慮個人資產中需要配備多少外幣；相比之下，東亞的國家和居民，經過1997~1998年金融風暴洗劫、猶有餘悸，現在又開始操心辛辛苦苦掙來的一點美元儲備（積蓄）可能要貶值。天壤之別。

²³ 林行止：〈財富積累比負債及消費快〉。

²⁴ Edward C. Prescott：“Five Macroeconomic Myths”，*The Wall Street Journal (Asia)* 2006年12月12日，第17頁。

²⁵ Robert Hormats：“The Dollar and the Twin Deficits”，*The Top Ten Financial*

(Comptroller General) 說，2005 年美國政府內部債務高達 43 萬億美元，平均每個美國人攤 14.5 萬美元，每個全職工作的人攤 35 萬美元。美國的財政缺口，每天高達 20 億美元。²⁶

4、恃金融霸權吸引全球資金

“從國際投資者資金配置的角度看，美國資本市場吸收的資本佔全球的比例遠遠超過了其經濟規模佔全球的比例”。²⁷ 美國 GDP 祇佔全球三分之一，但資本市場總值佔全球總值的一半，美元佔全球外匯儲備的三分之二，美國的金融實力早已超過生產力。²⁸ 截至 2005 年底，外國人擁有美國股票、債券、直接投資和其它資產 12.7 萬億美元，²⁹ 相當於美國當年 GDP 的 101.7%。³⁰

Risk to the Global Economy: A Dialogue of Critical Perspectives, Goldman Sachs 2006。2006 年度，美國財政赤字估計有 4232 億美元，破了 2004 年度 4128.5 億美元的歷史紀錄 (U.S. Census Bureau: “Statistical Abstract of the United States: 2007” (<http://www.census.gov/prod/2006pubs/07statab/fedgov.pdf>))。預計 2006 年美國貿易經常賬戶逆差 7654 億美元，超過 2005 年的 7167 億美元，將連續五年創新高 (〈美國貿易逆差連續三個月下降〉，新華網 2007 年 1 月 11 日，http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/world/2007-01/11/content_5592382.htm)。

²⁶ 劉迺強：〈警號：全球經濟衰退〉，《信報財經新聞》2006 年 10 月 10 日，第 12 頁。

²⁷ 梅新育：《國際游資與國際金融體系》第 392~393 頁。

²⁸ 曹仁超：〈投資者日記〉，《信報財經新聞》2006 年 6 月 3 日，第 9 頁。

²⁹ 2005 年底，美國擁有海外資產 10.1 萬億美元。美國淨負債又創新高 (Michael M. Phillips: “U.S. debt to rest of world hits high”)。“到 2000 年一季度，外國投資者擁有的美國各類資產分別為：政府證券 17400 億美元，佔美國國債市場 35%；公司債券 8640 億美元，佔美國公司債券市場 20%；股票 13720 億美元，佔美國股市 7%；直接投資 11990 億美元；其它投資 12680 億美元；合計 6.5 萬億美元。”據美國財政部的統計，2000 年 1~6 月外國投資者購買美國有價證券 2284.2 億美元。“其中 1511 億美元來自西歐” (王鶴：《歐洲經濟貨幣聯盟》第 231 頁)。

³⁰ 2005 年美國 GDP 12.487 萬億美元 (U.S. Census Bureau: *Statistical Abstract of the United States: 2007*, <http://www.census.gov/prod/2006pubs/07statab/income.pdf>)。

1992~2001 年，美國經常帳戶赤字佔全球盈餘的比重從不足 20% 提高到 69.2%。³¹

表~1：國外私人投資者購買的美國資產，1996~2000 年（單位：十億美元）

年份	政府債券	公司債券	公司股票	直接投資	總計	直接投資 佔總計 (%)
1996	191.7	83.7	11.1	89.0	375.5	23.70
1997	191.7	84.0	66.8	109.3	451.8	24.19
1998	94.5	122.4	43.8	193.4	454.1	42.59
1999	51.9	158.9	94.3	282.5	587.6	48.08
2000	60.2	175.3	176.35	257.3	669.15	38.45
合計	590.0	624.3	392.35	931.5	2538.15	36.70

原表註：2000 年的數據是在上半年數據的基礎上按年計算得出。

資料來源：羅伯特·布倫納：《繁榮與泡沫 — 全球視角中的美國經濟》，經濟科學出版社 2003，第 203 頁。

“美元不僅是體系中無可爭辯的國際貨幣，而且也祇有在美國才可以找到最大、最活躍的金融市場。正是在那裡所有主要革新被發明出來，後來傳播到倫敦或東京。……全世界的主要銀行不得不在美國國內以及美國國外經營”。³² “美國的國債市場是世界最大的金融市場，日交易量超過五千億美元，年交易量超過一百萬億美元。這個市場的大約 95% 在美國，即大部分在華爾街”。³³ 2000 和 2001 年，外國人購買美國股票和債券，分別佔美國外商投資總額的 49% 和 58%。³⁴ 1998 年末，美國債券市場未清償總值約 12 萬億美元，美國以外債券市場 13 萬億美元，美國佔世界的 48%；70 年代曾高達 62%。³⁵

³¹ 梅新育：《國際游資與國際金融體系》第 392 頁。

³² 蘇珊·斯特蘭特：《賭場資本主義》第 204 頁。

³³ 瑞·坎特伯雷：《華爾街資本主義》，江西人民出版社 2001，第 8 頁。

³⁴ 埃曼紐·托德：《美帝國的衰落》，世界知識出版社 2003，第 76 頁。

³⁵ 亨利·考夫曼：《悲觀博士考夫曼論貨幣與市場》第 366~367、51 頁。

由於資本大規模向美、歐回流，令人吃驚的是，儘管在 20 世紀 90 年代取得了長足發展，但亞太股市市值在世界股市總市值中所佔的比重反而下降了。根據國際證券交易所聯盟（International Federation of Stock Exchanges）2000 年年報提供的統計數據，1990 年，在世界股市總市值中，北美所佔比重為 36.7%，歐洲佔 26.5%，亞太和南美分別佔 36.5% 和 0.3%；2000 年，北美、歐洲、亞太和南美所佔的比重分別為 51.9%、31%、16% 和 1.1%，亞太所佔比重下降一半以上。³⁶ 譬如日本，2004 年股票價格不足 1989 年的二分之一。個人金融資產中，“現金和銀行存款比例反而從 44.3% 上昇到 55.4%，股票及其他證券投資等從 30.7% 下降到 13.5%”。³⁷ 譬如中國，在金融市場構成中，“銀行牢牢佔據主導地位”，債券（非銀行持有的部分）、股票比重一直很小。³⁸

三、軍工刺激出來的景氣

1、財政赤字源於巨額軍費支出

1997 年亞洲金融危機後，全球經濟陷入通貨緊縮，2000 年科網股泡沫破裂，美國經濟步入蕭條，季度 GDP 出現十年來的首次負增長，³⁹ 美聯儲從 2000 年開始先後 13 次降息，聯邦基金利率

³⁶ 梅新育：《國際游資與國際金融體系》第 393~394 頁。

³⁷ 張季風：《掙脫蕭條：1990~2000 年的日本經濟》，社會科學文獻出版社 2006，第 154 頁。

³⁸ 喬納森·安德森：《走出神話 — 中國不會改變世界的七個理由》，中信出版社 2006，第 89 頁。

³⁹ 2000 年第三季度、2001 年第一和第三季度，美國 GDP 出現負增長（美國經濟分析局網站，<http://www.bea.gov/bea/dn/gdpchg.xls>）。

降至戰後最低點 — 1%，仍然沒有經濟復甦的跡象。⁴⁰ 2003年3月，小布什以“莫須有”的罪名向伊拉克宣戰。美軍的“精確”戰爭，背後是龐大而昂貴的軍事採購。⁴¹ 2005財政年度，美國國防部的合同總額達到2692億美元，比2004年增加385億美元，增幅16.7%。⁴² 2005年，美國GDP增長3.5%。

從邏輯上可以推導出這樣一種可能性：全球需求下降，經濟不景，美聯儲將利率調降至接近一釐仍無法刺激經濟；此時，發動戰爭成為刺激景氣唯一的出路，於是，小布什向伊拉克宣戰；戰爭將美國經濟帶入新的增長期，同時也大量消耗了國防經費，克林頓政府積攢下來的財政盈餘迅速下降變為赤字；在戰爭經濟帶來的繁榮下，美聯儲有了提高利率的政策空間，2004年開始的17次連續加息，可以輕而易舉地吸引外國資本流入美國，⁴³ 比美國居民更積極地進行固定資產投資，⁴⁴ 並購買大量美國國債，⁴⁵

⁴⁰ 〈減息空間有限，復甦前途未卜〉，《信報財經新聞》2003年6月30日，第15頁。

⁴¹ 美國軍費開支常年居全球之首。2002~2005年，美國軍費因“反恐戰爭”迅猛增長。2005年全球軍費開支約1.12萬億美元，美國5366億美元，佔48%，排名第2~15位的國家加起來也不過是36%。2005年新增的全球軍費開支，有80%來自美國（瑞典斯德哥爾摩國際和平研究所（SIPRI）：“Recent trends in military expenditure”，http://www.sipri.org/contents/milap/milex/mex_trends.html）。

⁴² 〈揭秘2005財年美國國防部十大軍備合同商排名圖〉，新華網（http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/mil/2006-02/06/content_4141950.htm）；“Defense News Top 100” 2005, *Defense News*（<http://www.defensenews.com/content/features/2005chart1.html>）。

⁴³ 2004年第四季度到2005年第三季度，流入美國債市及股市的資金超過一萬億美元，“輕而易舉”地解決了同一時期內美國八千多億的經常項目赤字（林行止：〈黃金石油，最佳投資〉，《信報財經新聞》2006年1月9日，第10頁）。

⁴⁴ 在最近一個加息週期裡，2004和2005年的非居民固定資產投資對美國GDP增長的貢獻率，均高於同期居民固定資產投資的貢獻率（“Table 1.5.6. Real Gross Domestic Product, Expanded Detail, Chained Dollars”，Bureau of Economic Analysis）。

⁴⁵ 截至2005年9月，外匯儲備排名前兩位的國家，日本持有美國政府債券6870

使美國的赤字財政可以繼續“玩”下去。所以，美國政府用財政赤字堆出來的“永久性戰爭經濟”，才是高負債的主要原因。⁴⁶ 政府削減軍費支出，才會對改善財政赤字大有幫助。⁴⁷

2、長短期利率倒掛不再“謎思”

長短期利率倒掛，成為“戰爭經濟”景氣的一個印證。

2005年底至2006年第一季度，美國債券的孳息率出現了“長短息倒掛”現象——對美聯儲調整聯邦基金利率最敏感的兩年期債券息率，略高於十年期息率。對此，美聯儲前任主席格林斯潘在位時曾經稱之為一個迷，並列出了一串可能導致長息偏低的理由。一時之間，眾說紛紜，但美聯儲一直沒有定論。⁴⁸

從2006年7月起，“長短息倒掛”發展到一個新局面，短期利率的代表——聯邦基金利率，連續半年高於10年期、30年期國債孳息率（見圖~1）。這一更加違反經濟學常識的現象，卻再沒掀起討論熱潮。伯南克總結的原因，還是說發展中國家對美國長期國

億美元，中國持有2520億美元，中國香港還另有480億美元。2005年底，中國持有的美債進一步增加到3109億美元（林行止：〈民怨與股市背馳，新興股市受垂青〉，《信報財經新聞》2006年3月22日，第10頁；〈中國是美國國債第二大持有國，達到3109億美元〉，人民網2006年6月23日，<http://finance.people.com.cn/BIG5/1037/4524020.html>）。

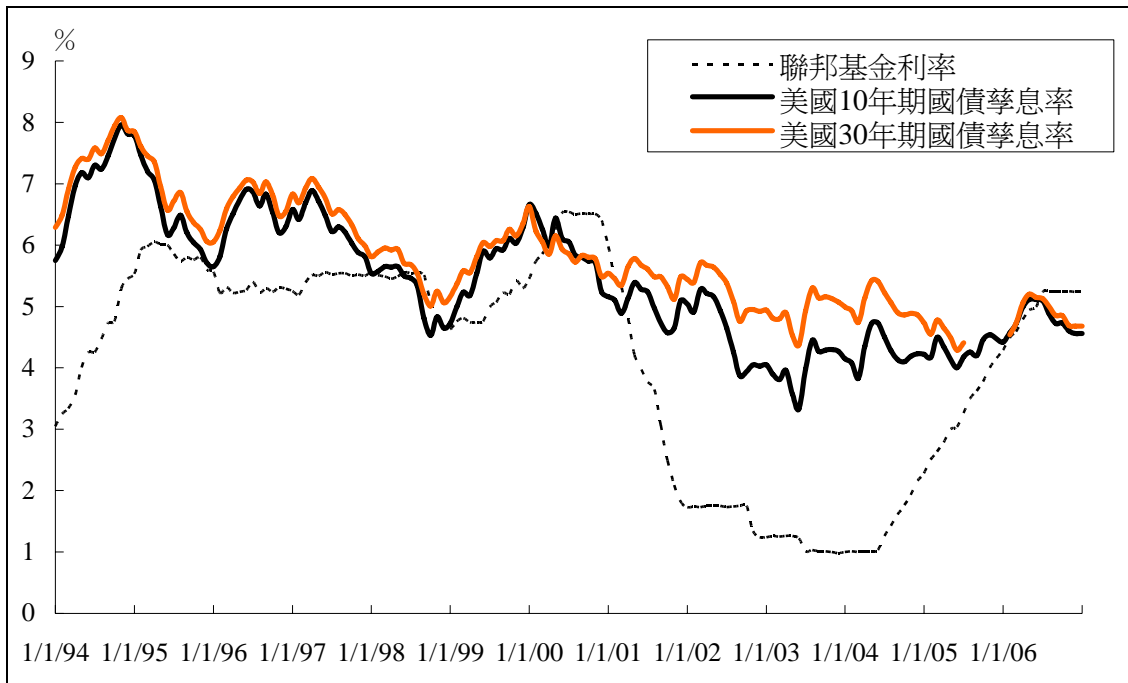
⁴⁶ 詳見梁曉《世界是平的嗎？》一書中關於美國“永久性戰爭經濟”的分析（梁曉：《世界是平的嗎？》（香港）大風出版社2007）。

⁴⁷ 為消滅赤字，小布什2006年初提交年度財政預算案，計劃削減醫療保險、教育、司法及交通等公共開支，但繼續增加軍費開支。2007年提出的財政預算案，軍費照樣猛增，超過七千億美元，約佔整體預算的四分之一，醫療保險等開支繼續受控（〈布什減赤削醫療開支，軍費反增〉，《信報財經新聞》2006年2月8日，第8頁；〈布什增軍費應付伊拉克戰爭〉，《信報財經新聞》2007年2月6日，第7頁）。

⁴⁸ 謝國樑：〈美國經濟基本面仍然良好〉，《中銀財經述評》2006年5月3日。

債需求太大，⁴⁹ 是需求因素抬高了價格，人為壓低了長債利率。

圖~1：美國短期及長期利率走勢，1994年1月~2006年12月



資料來源：美聯儲網站（<http://www.federalreserve.gov/RELEASES/h15/data.htm>）和 Financial Forecast Center 網站（<http://www.forecasts.org/ffund.htm>）。

在格林斯潘和伯南克列出的各種理由中，沒有提到戰爭經濟對景氣刺激的特殊性。對軍工及相關企業來說，戰爭期間工人加班，失業率下降，設備利用率上昇，存貨上昇等等，都會導致對流動資金的需求增加。然而，高科技軍工產品，研發週期長、資金投入大，必須政府支持。有了納入軍費預算的撥款，不會因為戰爭的發動，而突然大幅增加民間對長期資金的需求。私營企業也無法預測軍需，所以對長期資金的需求變化不大。而且，統計數據表明，在此期間美國經濟增長主要由消費拉動，而非投資拉動。⁵⁰ 2006年下半年以後更為顯著的長短期利率倒掛，成為美國

⁴⁹ 許思濤：〈“保~伯效應”難改大勢〉，《財經》2006年12月11日，第66頁。

⁵⁰ 詳見梁曉《世界是平的嗎？》一書中關於美國“永久性戰爭經濟”的分析。

“戰爭經濟”帶動特殊景氣的又一印證。

四、不變的美國貿易逆差

金融霸權，使美國得以大量吞噬海外資金，以戰爭和軍工產業刺激國內經濟增長，但是，不可能解決貿易逆差問題。美國的產業結構調整和中美貿易格局，決定了中美順差必然長期存在：低附加值、低技術含量、高污染、高能耗的製造業，大量轉移到中國，跨國公司的產品搖身一變，成為中國對美國的出口；同時，高附加值的高科技和軍工產品，長期管制不對中國出口；⁵¹ 美國只剩下服務貿易長期順差，一枝獨秀。⁵²

產業分工、資本流動全球一體化，倡導自由市場經濟規律；貿易，尤其是高科技和軍工產品，卻不按經濟規律辦事。美國的貿易逆差，不體現在日本，就體現在中國。⁵³ 人民幣被迫持續升值，跨國公司的“出口加工工業”抬腳就能到印度、巴西、越南去設生產線。不變的，是美國貿易繼續逆差。

⁵¹ 美國在中國進口科技產品中佔的份額，已經從 2001 年的 18%，下降到 2005 年的 8%。根據中國商務部 2006 年的一份報告，美國政府依據 1979 年出口管理法案，對一些技術產品和軍事用途產品實施了長達數十年的管制（〈美修訂輸華高科技產品規定〉，《信報財經新聞》2006 年 11 月 15 日，第 21 頁）。

⁵² 祇可惜，服務貿易在美國貿易總額中的比重，不到四分之一（U.S. Census Bureau：“Figure 28.1 U.S. International Transaction Balance: 1990 to 2005”，*Statistical Abstract of the United States: 2007*，<http://www.census.gov/prod/2006pubs/07statab/foreign.pdf>）。

⁵³ 1971~1994 年，日元兌美元匯率從 360 日元昇到 79 日元，美日貿易始終逆差。