

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. 2008-18

2008年2月20日

金融市場製造利益衝突, IMF 代管外匯儲備 ?

馬克思陰影又降臨了

美國加州大學伯克萊分校經濟學教授 J. Bradford DeLong¹

一個半世紀以前，馬克思既悲觀又熱情洋溢地預言，他所看到的逐漸演化的現代資本主義，將會證明無力形成可接受的收入分配機制。馬克思指出，財富的增長只會使少部分人而不是大多數人受益：高舉雙臂尋找工作的人將會變得愈來愈多，而他們舉起的手臂卻會變得愈來愈瘦弱。這種不公正會引發反抗和革命，從而形成一個新的、更好的、更公正的、更繁榮也更平均主義的

¹ 作者曾任美國財政部助理部長。資料來源：*Project Syndicate* (http://www.project-syndicate.org/print_commentary/delong74/English)。

制度。

自那以後，主流經濟學家依靠耐心地解釋為什麼馬克思的說法是錯誤的，作為他們的謀生之道。是的，工業革命一開始不平衡的衝擊，過去是、現在也是與迅速上昇的不平等相關聯的，因為它向掠奪性和開拓精神敞開了機會的大門，而由重要的稀有技能所操控的市場價格，也上昇到極高的水平。

但是，這也許是暫時性的。技術上停滯的農耕社會，註定是特別不平等的：上層階級通過武力和欺詐把農民的生活水平壓制到只能賴以維生的水平，而把盈餘的部分以他們所控制的土地的租金形式奪走了。支付給貴族地主的高昂租金提昇了他們的財富和權力，從而使他們有了壓迫農民和擴大盈利的資源，因為，不管怎樣，他們無法使土地的面積獲得增長。

主流經濟學家辯解說，與之相比，技術上不斷進步的工業社會肯定是不同的。首先，控制高價格從而製造財富的主要資源，並不像土地那樣是固定不變而是可變的：技術工人和工程師的技能、企業主的能量和經驗以及機器和建築，都是可以增加的。因此，稀有資源的高價格帶來的不是零或負的政治轉移遊戲，而是培訓更多的技術工人和工程師、指導更多的企業主和管理者以及投資更多的機器和建築的正和經濟遊戲。

其次，民主政治平衡了市場。政府進行教育和投資，提高供應並且減少技術工人所獲得的獎金，降低物資資本的投資收益率。它還通過向富人徵稅和將利潤重新分配給財富較少的人群來提供社會保險。經濟學家庫茲涅茨（Simon Kuznets）提出工業化會帶來的不平等的急劇上昇，隨之帶來社會民主水平的下降。

但是，在過去一代時間裡，對“庫茲涅茨曲線”（Kuznets Curve）的信賴消退了。社會民主政府不斷面臨著財富的重新分配

嚴重阻礙了經濟增長的指責，並且無法使選民們相信，為高等教育的另一次大擴張注入資金是有必要的。

在私人供應這一面，更高的投資收益並沒有帶來對人的更大投資，而這一代白種、土生土長的美國男子的教育水平並不比他們的上一代高。而給那些處於收入分配頂峰的那些人，愈來愈高的報酬，並沒有帶來足夠的企業市場競爭以消蝕這種差距。

其結果令那些信奉市場力量 and 社會民主的人十分氣餒，他們試圖證明馬克思關於長期的收入分配的理論是錯誤的，並試圖尋找新的經濟管理工具。

現存的社會體制聽上去愈來愈像是尖銳的批評。讓我們來聽聽《金融時報》的專欄作家沃爾夫的觀點。他最近嚴厲批評世界上的大銀行是一個“在把盈利歸為私有而把損失社會化方面擁有特別才能的行業……（並且）當政府官員……在他們陷入（應得的）麻煩時沒能及時拯救他們而自以為是地感到憤怒；……由龐大的金融市場所製造的利益衝突比其他任何行業都更難控制。”

沃爾夫隨後指出他“擔心金融體系的脆弱性和它為業內人士所製造的高報酬融合在一起，將破壞更為重要的事物，即市場經濟本身的政治合法性……”。

在沃爾夫看來，要解決這一問題需要這些銀行家在完成他們的工作後，在十年內分期獲得他們的報酬。這樣，利益共享者和投資者可以正確地判斷他們提出的建議和進行的投資從長期看是否真的那麼出色，而不僅僅是反映了一時的熱情。

但是沃爾夫的解決方案並不足夠，因為問題並不僅僅局限於複雜的財務上。真正的問題在於市場競爭沒能帶來替代的提供者，以及降低對富商要求獲得的財富。

IMF 下一個使命 — 外儲管理者？

普林斯頓大學歷史及國際關係教授 Harold James²

在國際貨幣基金組織 (IMF) 幾乎已喪失其起初作為世界性中央貨幣機構而存在的情況下，世界經濟正愈來愈受到來自對全球市場不平衡的威脅。這兩種情況都應該激勵該組織擔當起世界儲備管理者的新角色。

在 20 世紀 60 年代，IMF 管理了所有主要經濟體的問題，在 80 年代和 90 年代，它發展成為新興市場的危機管理者。但由於一些新型經濟體的鉅大規模，這一任務現在變得更加困難。不論如何，財政緊張的焦點正重新轉移到世界經濟的核心國家，如美國、英國和澳大利亞，它們都依賴比它們貧窮得多的國家的盈餘，延續自己鉅額經常項目的赤字。

這些盈餘反映了產油國和亞洲新興國家的私有及公共部門的高儲蓄率，其結果是快速積累外匯儲備，但這對於這些國家而言卻並不是件好事，其外儲變得如此鉅大，以至一個關於資產小幅轉換的公佈 — 比如減持美元增持歐羅 — 也能震動市場，造成混亂和恐慌。與過去提供資產選擇（如美元、英鎊和戰爭期間的黃金）的儲備機制是一樣，不穩定性是與生俱來的。

新興國家企圖在儲備資產上另闢蹊徑的嘗試，也遭遇了不少麻煩。最引人注目的是中國一萬億美元的外儲及其維持這些資產價值的努力。為了從以美國國庫券為主轉向多元化，中國去年向私募基金黑石投入 30 億美元，但很快就遭遇到了投資貶值的尷尬。

² 資料來源：*Project Syndicate* (http://www.project-syndicate.org/print_commentary/james16/English)。

作為接受方，工業國家的政府們所顧慮的是主權基金（SWF）正被戰略性地使用，而並非只是遵循市場邏輯。就連 SWF 的楷模——長期低調的新加坡淡馬錫，現在也正吸引著其持有者和經理們都不願面對的注意力。

這種日益增長的焦慮是可以理解的。畢竟，在新興市場經濟體的央行和 SWF 有效地主導資本市場的今天，決定結果的因素不再是成百上千萬的獨立猜想、決策或戰略之間的相互作用。當體積如此鉅大的實體做出決策時，它們一定會採取戰略行動，所有相關方都開始懷疑其政治操縱的目的。

不過，由此造成的爭議可以解決，政治上的敵意也是可以化解的，具體實現方式就是通過致力於實現廣大的共同利益的多邊機構進行監察。這應該是 IMF 的核心功能。目前的監察實際上就僅僅是提出建議的意思，但在 60 年代——當 IMF 還監察著布雷頓平價體系（在其 1971 年崩潰以前）的規則時——監察是和 IMF 作為一個主要金融調解機構的效率聯繫在一起的。

IMF 向英國等的國家提出強而有力建議的能力，因這些國家對其資源的依賴性而進一步增強。IMF 的影響力來自其金融實力，這種實力的增強得益於其貸款能力，起初是向設立了《貸款總安排》（General Arrangements to Borrow）的 G10 貸款。

在布雷頓森林體系崩潰後的十年裡，IMF 化身為 70 年代石油價格震盪所帶來儲備盈餘的首要管理機構。它向新興國家借款，後者也由此通過 IMF 的調節，在一定程度上管理新資產，其結果就是該組織能夠向受到石油價格提昇衝擊的國家發放貸款。

的確，大型金融機構能夠扮演穩定性的角色。在過去，大型私營機構的行動在恐慌時期能夠穩定市場預期。洛希爾家族（The House of Rothschild）穩定了 19 世紀上半葉；在 1895~1896 和 1907

年的大恐慌中，JP 摩根安撫了美國經濟；在 30 年代的大蕭條中，卻沒有同等的中堅力量。在 2007 年，有跡象表明，高盛感到有義務為了穩定市場逆風而行。

如果 IMF 能夠管理新興盈餘國家的相當一部分儲備資產，那麼它就能成為一個強大的金融穩定者，因為如此一來，它就有足夠的優勢與投機者博弈。這最終會給儲備資產的所有人帶來益處，因為積累了鉅額的盈餘，它們在世界經濟和金融的穩定方面有著相似的利益；同時，通過一位受到國際社會監控的管理人來管理儲備資產，能夠消除人們對為了戰略政治目的而使用資產的疑慮。

不過，要執行這項全新的任務，IMF 須要重獲其成員國的信任。許多亞洲國家儲備激增是對 1997 年金融危機的刻意回應，這場危機進一步加深了它們對 IMF 的失望，因此，在 IMF 履行全球儲備管理者的職責以前，新興的盈餘國家須要在該組織的治理方面擁有更多發言權。只有這樣它們才會相信自己不會淪為政治操縱的受害者。