

# 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. 2008-29

2008年3月25日

\*\*\*\*\*

## 利潤極大化與滯脹

《科學時報》評論員 王中宇

2007年12月5日，中央經濟工作會議閉幕。據媒體報道：中央經濟工作會議在部署2008年經濟工作時明確提出，2008年要實施穩健的財政政策和從緊的貨幣政策。

財政政策和貨幣政策是我國的宏觀管理部門調控經濟的主要操作桿，他們被粗略地分為“積極”、“穩健”、“從緊”三檔，實踐中還出現過兩個過渡檔“積極穩健”和“適度從緊”。“積極”意味著加大馬力，而“從緊”意味著收小油門。抓著這兩個操作桿，我國經濟這駕車走過了怎樣的軌跡？現在狀態如何？將走向何方？

### 資產的所有者構成：量變？質變？

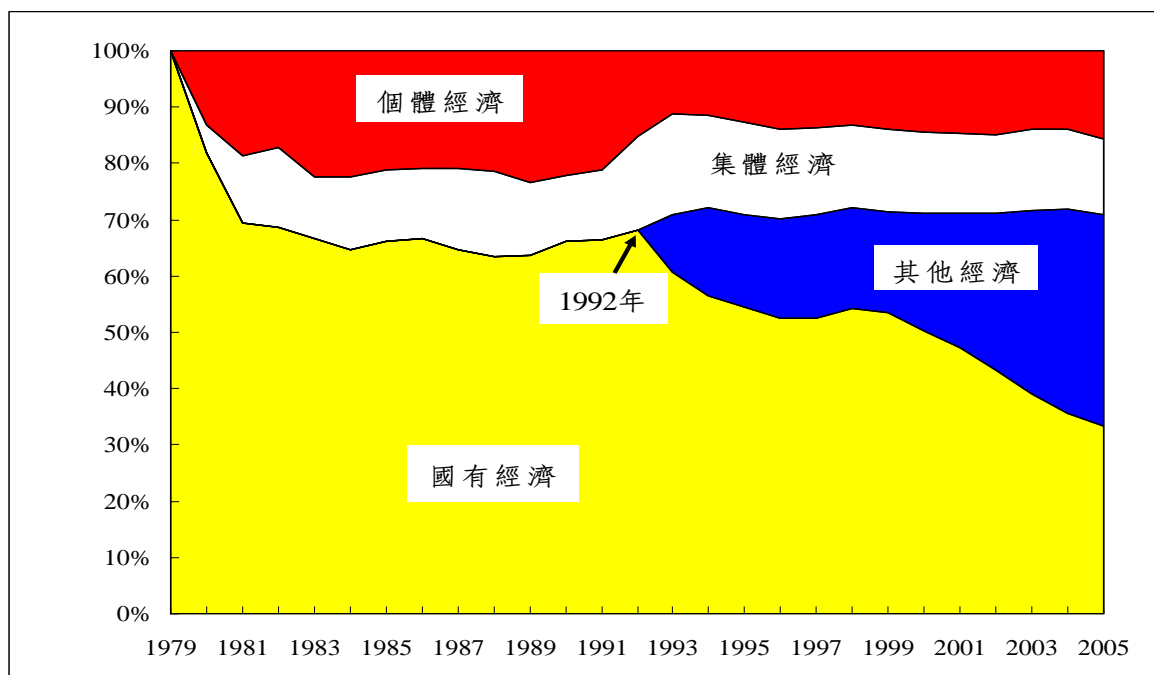
資產的所有者構成是決定一個經濟體行為的根本性因素。

改革以前，投資統計中只有國有經濟，雖然不排除存在集體經濟和個體經濟的投資，但與國有經濟相比，顯然是微不足道的。改革前期的1980~1992年，國有經濟在投資總額中的份額輕微下降，帶來了集體經濟和個體經濟的明顯發展，集體經濟和個體經濟直接與社會底層民衆的就業與生計相關，它們的發展明顯地改善了多數國民的民生問題。

到1992年後，集體經濟和個體經濟在總投資中的份額下降，同時國有經濟的份額以更快的速度下降，空出的份額被急劇膨脹的新出現的其他經濟佔有。在《中國統計年鑒》中，這其他經濟包括：“聯營經濟”、“股份制經濟”、“外商投資經濟”、“港澳臺商投資經濟”和“其他經濟”。

從1993~2005年的12年間，其他經濟所佔份額從起步昇到榜首，達37.45%。國營經濟則從1992年的68.05%降到2005年的33.42%。至於面向社會底層的集體經濟和個體經濟，其總和於1988年達到高峰36.47%，六年後的1994年即降到谷底27.75%，到2005年也僅為29.13%（見圖~1）。

圖~1：投資主體構成演化



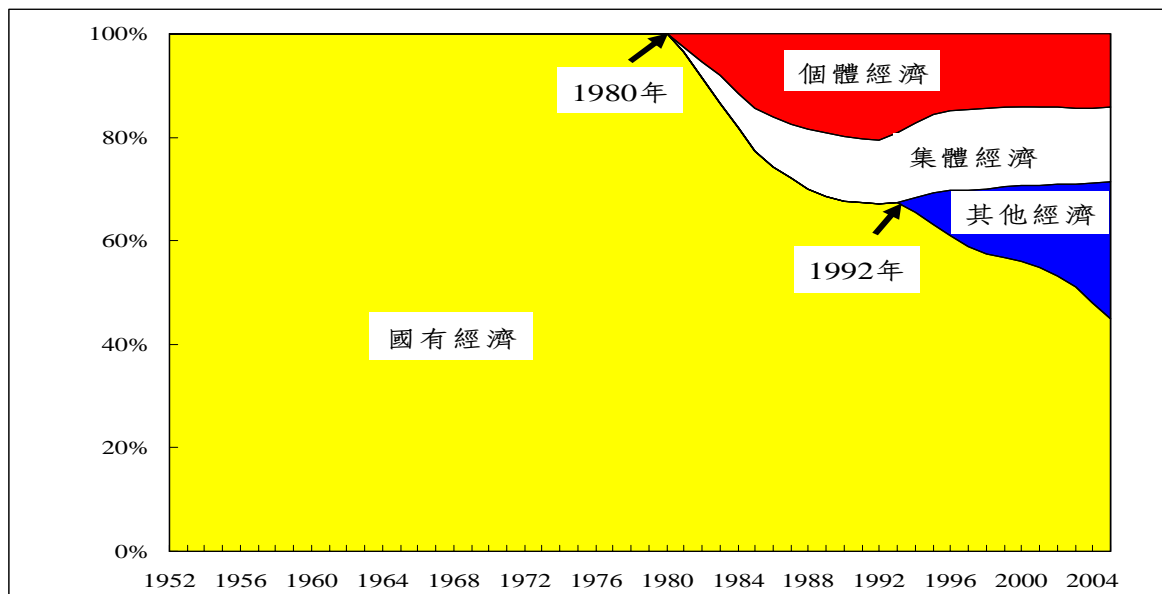
投資主體構成的變化，導致資產擁有者構成的變化。

根據張軍、章元的測算，1952 年全國固定資產存量為八百億元。<sup>1</sup>《中國統計年鑒》提供了以後歷年的固定資產投資。由此可計算歷年固定資產存量的所有者構成。

具體計算按“永續存盤”法估算。歷年投資均按 1952 年價換算。<sup>2</sup>折舊率仿照宋海岩的方法，取法定折舊率 3.8% 加上當年經濟增長率（1978 年前用國民收入，之後用國內生產總值）。據第一次全國經濟普查數據：2004 年底，在全國企業的實收資本中，國家資本佔 48.1%，而我們上面估算的結果即 2004 年國有經濟佔 48.02%，這從旁印證了估算結果大體合理。

數據顯示：國有經濟控制的資產存量份額 1991 年為 67.32%，到 2005 年已降為 44.83%，雖然仍居榜首，但已失去絕對“控股”地位。而其他經濟所佔份額，在 12 年間，從起步昇到 26.49%，位居第二。2005 年，集體經濟僅佔 14.45%，個體經濟則為 14.23%（見圖~2）。

圖~2：固定產存量擁有者演化



<sup>1</sup> 張軍、章元：〈對中國資本存量K的再估計〉，復旦大學經濟學院 200433，參見 <http://www.econ.fudan.edu.cn/jsml/web/30/admin/editor/UploadFile/200512511230922.pdf>。

<sup>2</sup> 根據《中國統計年鑒》提供的可用數據，1952~1978 年用國民收入平減指數，1979~1991 年用國內生產總值平減指數，1991 年後用固定資產投資價格指數換算。

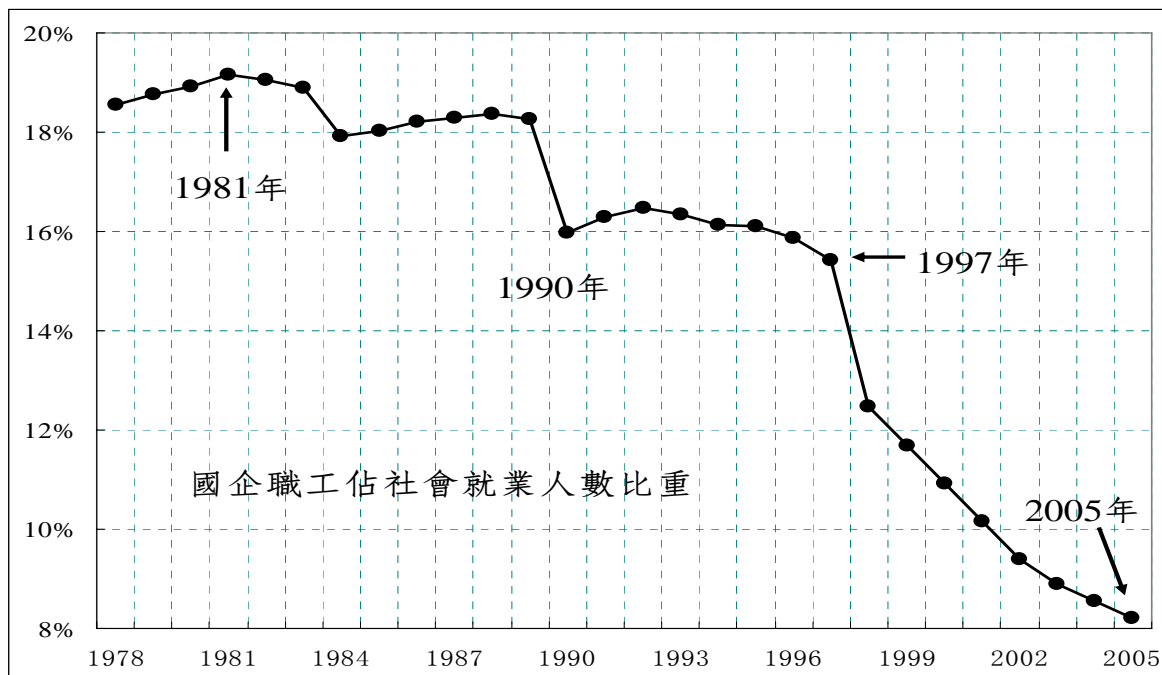
如果說集體經濟和個體經濟主要解決社會底層民衆的民生問題，國營經濟主要服從國家整體利益的需要，這成份複雜的其他經濟惟一的目標就是資本擁有者的利潤。追逐利潤的其他經濟迅猛發展，關係底層公衆民生的集體經濟、個體經濟萎縮，對全局負責的國有經濟萎縮，這是20世紀90年代以來我國經濟結構中最重要變化。

### 國有經濟：減員增效

理論上，國有經濟為“全民所有”，它追逐的首要目標無疑應事關社會整體利益。在我們這個人口衆多、人均資本稀缺的國度，整個近代史一再顯示，保障就業、保障民生是國家安定的基礎，這個基礎一旦被破壞，任何宏偉的構想都必將淪為鏡花水月。

但事實上，擁有絕大多數資產存量的國有經濟，提供的就業機會最高不過佔社會就業人數的19.15%（1981年）。此後，這個比例一波一波地下降，1997年後更是飛流直下，到2005年僅為8.22%。注意，這8.22%的就業者佔用了44.83%的社會資產存量（見圖~3）。

圖~3：國企職工佔社會就業人數比重



從絕對值看，1993~2005年，社會就業人數增加了13%，而國有經濟提供的就業崗位卻減少了43%，這期間，國有經濟擁有的資產（以不變價格計）增加了205.4%。

如此大規模地將員工推向社會，表明國有經濟的基本目標已經轉向追逐利潤極大化。

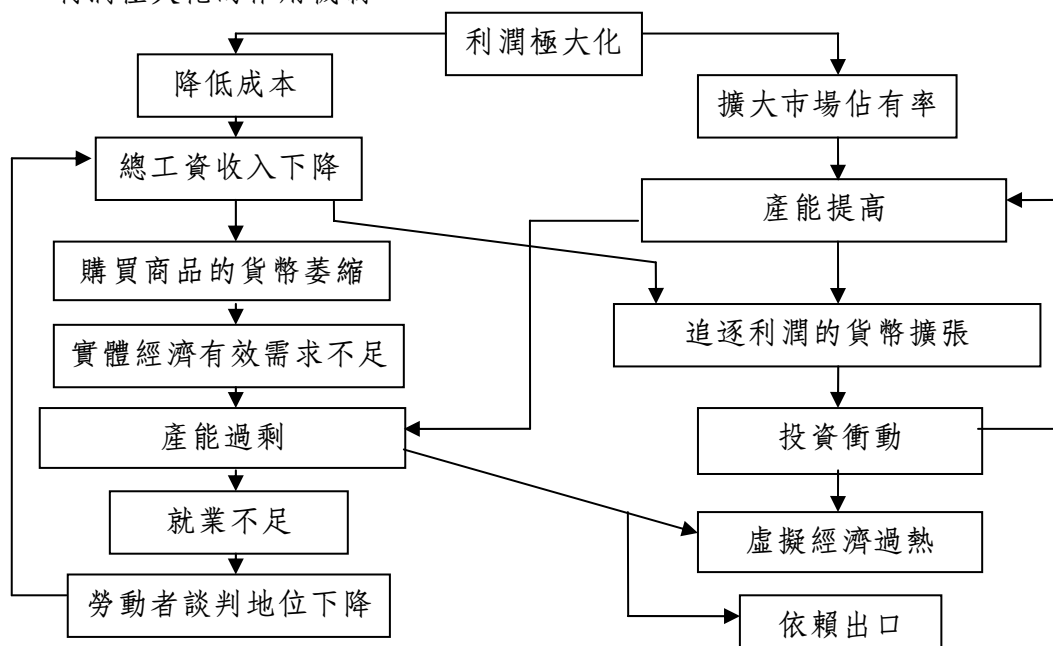
2003年5月22日，時任國資委黨委書記的李毅中在國務院新聞辦舉行的記者招待會上指出：對國企領導人的考核內容主要有兩項，一項是經濟效益指標，比如利潤、淨資產收益率；第二項是資本運營的目標，比如資產保值增值率。這說明，國有企業經營的核心目標已經是圍繞資本、圍繞利潤極大化展開。

國有經濟與其他經濟共佔有社會資產總額的71.32%，由此，資本利潤極大化已經成為我們這個社會資源配置的首要原則。一個經濟體中，如果資本利潤極大化成為資源配置的首要原則，它的基本動態特徵如何？

### 利潤極大化原則：“濕婆神”及其化身

利潤極大化原則導致的經濟體動態特徵，其邏輯分析見圖~4。

圖~4：利潤極大化的作用機制



利潤極大化一方面要求降低成本，一方面要求擴大市場佔有率。

前者導致社會工資總額相對於 GDP 下降，社會公眾購買力不足導致產能過剩、現有生產能力開工不足和就業機會不足，這又直接造成勞動者談判地位下降，從而進一步降低社會的總工資收入。這形成了一個使勞動者地位不斷惡化、社會購買力相對於產能不斷萎縮的正反饋回路。

後者導致產能提高，資本利潤擴張，試圖“以錢生錢”的貨幣劇增，產生了強烈的投資衝動。它強力刺激所有競爭性行業的產能大幅擴張，形成了一個導致產能擴張的正反饋回路。

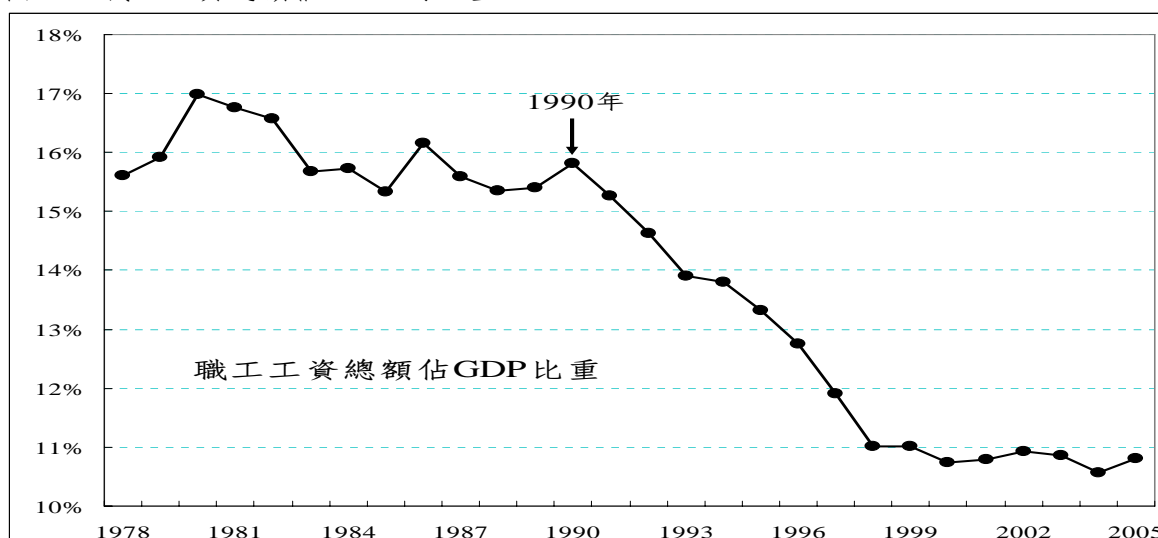
正是這兩個正反饋回路，造成了兩大失衡：試圖“以錢生錢”的貨幣與需要購買商品並祭獻利潤的貨幣間失衡；社會生產能力與社會購買能力失衡。並且，這種失衡將持續惡化，導致勞力與資本的雙“過剩”。

在這樣的基本格局下，過剩的生產能力只能靠海外市場維持，而找不到出路的逐利資金只能投入賭博性的“虛擬經濟”。

以上只是邏輯分析，可怕的是，大量的報道和統計數據證實了圖中每一框描述的現象。

總工資：1990 年以前，職工工資總額佔 GDP 的比重在 15% 以上波動，此後幾乎是直線下降，到 1998 年降到了 11%。此後，直到 2005 年一直在 10~11% 之間波動（見圖~5）。

圖~5：職工工資總額佔 GDP 的比重



有效需求不足：據前經貿委國內貿易局的調查，1996 年供過於求和供求平衡的商品佔 93.8%；1997 年又進一步擴大為 98.4%，供不應求的商品僅有十種，佔 1.6%；1998 年則已沒有供不應求的商品，供過於求和供求平衡的商品達 100%。1998 年底政府把擴大國內需求作為促進經濟增長的主要措施。當時的刺激內需的措施，一是以調整利率、福利、物價等手段趕儲蓄出籠；二是增加政府支出，甚至不惜以赤字財政大興基礎設施建設。此外，還有公務員加薪等措施。事實證明，均無效果。

產能過剩：早在 2000 年 6 月，前國家機械工業局就公佈 20 種機械產品生產能力過剩，此後，前計委、今發改委不斷發出各行業產能過剩的警告。

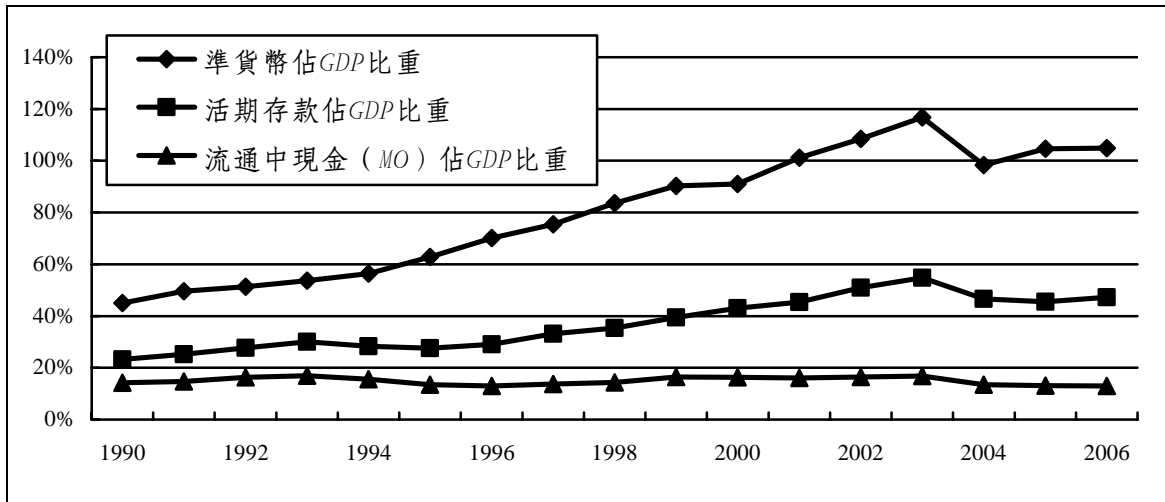
就業不足：我國有舉世矚目的 GDP 增長率和全球最嚴厲的人口控制政策，卻不能為年均增長不到 1% 的勞力提供必要的就業機會，現在連大學畢業生都就業困難。曾幾何時，“海歸”就是“金領”的同義詞，而《中國青年報》社會調查中心關於“海歸搜索行動”的一項調查表明，有 71% 的“海歸”是在歸國六個月內才找到工作，一年以後還沒有找到工作的佔 10.2%。許多人無奈地自嘲：“海歸”變“海待”了。

勞動者談判地位低下：這些年，惡性礦難不斷，礦業的生產條件如此惡劣，為什麼礦工還要在那裡就業？在這個持續危及生產者生命的行業，生產者為何無力形成現實的壓力，迫使業主做出起碼的安全投入？邏輯上我們只有一個答案：在與礦主的博弈中，礦工處於絕對劣勢，不幹你可以走人，而礦工們無處可去！

追逐商品的貨幣萎縮，追逐利潤的貨幣膨脹：央行將其貨幣發行量分為流通中的現金、活期存款、准貨幣三類。其中，流通中的現金主要用於交易，它追逐的主要是商品，並在此過程中為資本提供利潤；而准貨幣（含：定期存款、儲蓄存款、其他存款）追逐的主要是利潤；至於活期存款則介於兩者之間。圖~6 以 GDP 為尺度

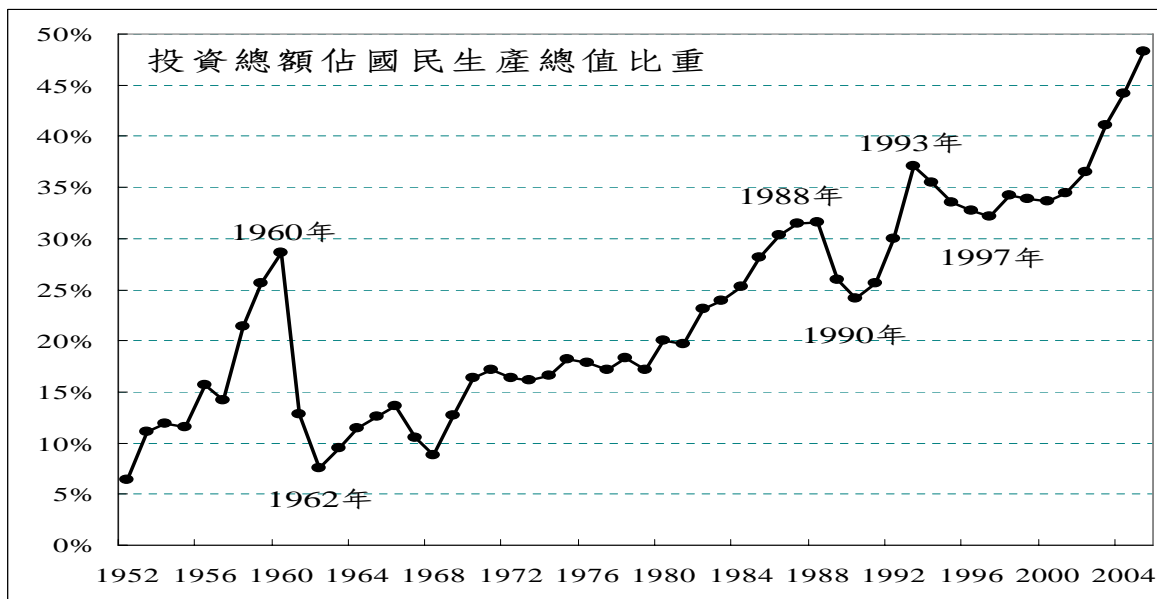
來衡量貨幣發行量。自 1990 年以來，相對於 GDP，流通中的貨幣沒有明顯變化。但准貨幣卻從佔 GDP 的 45%（1990 年），增加到 104.8%（2006 年），上漲 1.33 倍（見圖~6）。這表明，追逐利潤的貨幣明顯超過了追逐商品並提供利潤的貨幣。

圖~6：貨幣發行量的構成



投資衝動：投資總額與當年國民生產總值之比一直持續上昇，雖然其間有大幅波動。進入 21 世紀後更是以接近“大躍進”的速度衝高。到 2005 年竟高達 48.26%，這意味著近一半的產出被用於投資（見圖~7）。

圖~7：投資總額佔國民生產總值比重





虛擬經濟過熱：這是眾所周知的事實，上證指數是它最好的佐證。

依賴出口：出口佔 GDP 之比一直在波動中上昇，進入 21 世紀後更是以前所未有的速度衝高，到 2006 年已高達 37.02%，即國內產能近四成靠海外市場支撐（見圖~8）。

圖~8：出口佔 GDP 比重



事實上，上述現象人們已不陌生，但人們通常將其視為一個個獨立的問題，不同領域的專家在為不同的現象尋找著對策。而圖~4 告訴我們，這些現象互為因果，構成了至少兩個自我強化的正反饋回路。

印度教的濕婆神是創造與毀滅之神，它有許多的化身。圖~4 告訴我們：上述看似風馬牛不相及的現象是同一個“濕婆神”在不同領域的化身。這“濕婆神”就是資本利潤極大化原則，它造成了兩大失衡：試圖“以錢生錢”的貨幣與需要購買商品並祭獻利潤的貨幣間失衡，社會生產能力與社會購買能力間失衡，這最終造成了勞力與資本的雙“過剩”。在人類數千年的文明史上，還從來沒有哪位神能如此強力地創造鉅大的物質文明，同時將社會推入宿命的軌道。

## 揚湯止沸的“調控手柄”

虛擬經濟的沸騰和經濟體對出口的依賴是目前最引人注目的問題，也是大量宏觀調控措施直接針對的對象。然而在圖~4中，這兩者均不處於正反饋回路上。換而言之，它們是問題的表象而非癥結。直接針對它們採取調控措施，無異於揚湯止沸。於是人們看到，數年調控的結果是：資本市場、房地產、對外依存度均衝上歷史新高。

事實上，虛擬經濟的沸騰和經濟體對出口的依賴是觀測經濟體病態的儀錶盤。發現儀錶盤指示異常，不是去對症下藥，而是試圖阻止指針亂動，豈不可笑？既然癥結在於導致兩大失衡自我強化的正反饋回路。對症之策就在於切斷這些回路，或至少降低其反饋的強度。

仔細觀察圖~4，不難發現，貨幣政策對此幾乎無從下手。惟一看來有可能的著力點似乎是“投資衝動”。從表面上看，緊縮銀根可以有效遏制投資衝動。但所謂投資衝動是相對於實體經濟需求不足而成立的，即投資強度超過社會有效購買力之所需。緊縮銀根在壓縮投資的同時，也壓縮了就業和職工工資，壓縮了內需，經濟體內部的正反饋機制卻毫髮無損。緊縮銀根的作用在於使經濟活動冷卻，它首先導致廣大底層公眾生計更加艱難，卻根本無助於緩解兩個基本的失衡：即追逐利潤的貨幣與追逐商品的貨幣失衡、社會生產能力與有效需求失衡；反之也一樣。於是找不到出路的生產能力只能向海外尋找出路；找不到出路的逐利貨幣只能在虛擬經濟中狼奔豕突，而一旦開放資本項目下的可自由兌換，勢必出現大規模的資本外流——因為國內盈利機會萎縮。

至於財政政策，人們同樣用“積極”、“穩健”、“從緊”來形容它，表明它與貨幣政策類似，依然是靠控制貨幣量來調控經濟。差別在於貨幣政策通過金融系統起作用，而財政政策通過行政系統起作用。當年實施“積極財政政策”時，靠大規模發行國債聚集資金，由各級政府投入路橋建設、城市建設。由於所有的建設主體都

公司化了，都在追求利潤極大化，結果絲毫沒有削弱圖~4 中的正反饋回路。事實上，由於行政權力介入，導致貪污腐敗案大量出現，加劇了貨幣向少數人的集中，使他們能更有效地實現資本擴張；同時降低了底層社會公衆的收入，降低了原本希望提高的社會購買力，結果反而強化了圖~4 中的正反饋回路。

可見，只要財政投入著眼於經濟建設的速度快慢，它就無助於緩解兩個基本的失衡，對調控目標而言，就是隔靴搔癢。

圖~4 告訴我們，要緩解社會生產能力與有效需求的失衡，邏輯上有兩個方向：或者降低社會生產能力，或者提高有效需求。前者導致產品銷毀、產能閒置乃至企業破產。這並非異想天開，在羅斯福的新政時期，1933 年 5 月開始，新設立的農業調整管理局就在春夏兩季有計劃地犁掉了大約一千萬英畝棉田，收購和屠宰了大約 20 多萬頭即將臨產的母豬和六百多萬頭小豬，幾千萬頭牛和羊。但對於大多數國民還相對貧困，有的人甚至絕對貧困，而又號稱社會主義的中國，這可行嗎？

要實現後者，一個可能的途徑是對最缺乏購買力的那一部分國民進行補貼。目前建設公共財政體系，走向基本公共服務均等化，展開的教育、住房、醫療“新政”，建設主體功能區等即屬此類。它本質上是財政轉移支付，而這種支付有出無進，無法計算其“經濟效益”。

另一個可能的途徑是強化底層公衆的談判地位。但這不是財政政策的範疇，而是法制的範疇。最近關於新勞動合同的爭論即屬此類。華為強制辭職事件和關於新勞動法數不清的“應對”講座表明，指望政府頒佈一部法就能解決問題顯然過於天真。我們很多人熱衷於“與國際接軌”，而“國際”上有兩類決策機制，一類是“一股一票”，它是資本決策機制；一類是“一人一票”，它是人本決策機制。前者作用於私人領域，後者作用於公共領域。只有“一人一票”機制管住“一股一票”機制，才能緩解資本對公共決策的挾

持，才能保障底層公衆起碼的談判地位。

即便這一切措施都起到了作用，它也只能緩解而非根治問題。只要利潤極大化原則繼續起作用，追逐商品的貨幣與追逐利潤的貨幣間的失衡就會擴大，無非是速度快慢而已，問題只會日益嚴重。一旦這失衡停止擴大，意味著資本積累停止，資本利潤消失，無利可圖的資本就會“用腳投票”，大規模的資本外逃將不可避免，請注意：有專家預期資本項目下的可自由兌換將在 2015 年左右實現，觀察一下哪些人在力促資本項目下的可自由兌換，饒有興味。

### 羅斯福：“大蕭條”與“新政”

如果以為我們今天遇到的困境是“中國特色”，那就錯了。

1920 年，美國民主黨總統威爾遜離任。繼威爾遜後是三屆共和黨總統哈定、柯立芝和胡佛。這是一個全社會“向錢看”的十年，共和黨政府相信“看不見的手”，讓利潤極大化原則自由揮灑，果然創造了前所未有盛世輝煌。1929 年夏季的三個月中，美國鋼鐵公司的股票從 165 點上昇到 258 點，美國通用汽車公司股票由 268 上昇到 391。通用汽車公司總裁說：“人人都應該富裕，我們每個人都是股東”。

在中國以脅迫、欺詐方式盜取開平煤礦而起家的總統胡佛，被視為個人奮鬥的“美國英雄”，他在競選演說中對人民展示出美好的願景：“美國人家家鍋裡有兩隻雞，家家有兩輛汽車”，與我們的經濟學家提出的“每家兩套住宅”的“小康”願景異曲同工。

然而，這輝煌背後是冷酷的現實：社會財富越來越集中在少數人手中。全美最大的 16 家財閥控制了整個國家國民生產總值的 53%，全國三分之一的國民收入被佔人口 5% 的最富有者佔有；另一方面，約 60% 的美國家庭掙扎在僅夠溫飽的每年兩千美元水平上下，還有 21% 的家庭年收入不足一千美元。“新經濟”增長的喜訊掩蓋了“夕

陽產業”如採礦、造船、紡織、皮革等行業的危機，這些行業中開工不足、減產、失業相繼出現。但共和黨政府眼中似乎只看到了“繁榮”，美國財政部長保證：“這一繁榮的景象還將繼續下去”。

1929年10月24日，美國金融界崩潰了。到1932年，道~瓊斯指數較1929年的歷史最高點下降了89%，鋼鐵工業下降了近80%，汽車工業下降了95%，至少13萬家企業倒閉，佔全國勞工總數四分之一的人口失業。這場災難產生了“大蕭條”（Great Depression）這個專有名詞，給美國人留下了極為深刻的記憶，至今在華盛頓的羅斯福公園裡仍能看到紀念那次災難的雕塑——憔悴的人們在排隊領取救濟。

對這場危機，經濟學界至今沒有共識。貨幣主義者認為：當時只要控制貨幣供應量，讓市場機制恢復它的正常作用就可以了。凱恩斯則認為：現代資本主義的常態就是有效需求不能消化過量的商品與勞務的供給，以致於形成投資不振、企業開工不足和失業。

如果我們自己沒有類似的經歷，如果我們沒有逐一分析統計數據，可能無法判斷孰是孰非。現在我們知道了，控制貨幣供應量無法解決逐利貨幣與購買商品貨幣間的失衡問題，無法為多餘的逐利貨幣找到真實利潤的來源，它們只能到虛擬經濟中去玩賭博遊戲。

凱恩斯將問題的癥結歸結為“有效需求不足”。然而這個貌似“價值中立”的晦澀術語，不過是在轉述已去世的馬克思的發現：

一切現實的危機的最後原因，總是人民大眾的貧困和他們的受著限制的消費，但與此相反，資本主義生產的衝動，卻是不顧一切地發展生產力，好像只有社會的絕對的消費能力才是生產力的限制。<sup>3</sup>

“人民大眾的貧困和他們的受著限制的消費”——這就是“有效需求不足”的真實含義。迴避對具體社會群體的分析，這似乎是“主流經濟學家”們共同的偏好。然而這並沒有妨礙凱恩斯開出自

---

<sup>3</sup> 《馬克思恩格斯全集》（第25卷），人民出版社1972年，第548頁。

己的藥方：利用政府的力量，把需求刺激起來。但政府的錢從何來？凱恩斯主張發國債，提前支出，將赤字財政作為一種經常性政策。

危機導致了胡佛下臺和羅斯福上任。羅斯福著名的“新政”包含應對當前危機的措施和緩解兩大失衡的政策兩部分，其中的後者包括：

1、要求資本家們遵守“公平競爭”的規則，訂出各企業生產的規模、價格、銷售範圍；給工人們訂出最低工資和最高工時的規定。其目標在於緩解產能的擴張和受薪人員的貧困化。

2、建立“從搖籃到墳墓”的社會保障體系。保險金的來源，一半是由在職工人和雇主各交付相當於工人工資 1% 的保險費，另一半則由聯邦政府撥付。其目的不僅在於穩定社會，也在於釋放出被壓抑的購買力。

3、將小雇主視為“國家骨幹中極重要的部分，而我們的計劃的成敗在很大程度上取決於他們”，力促中小企業的復興。中國的經驗告訴我們，單位資產在小企業中提供的就業機會遠多於大型企業，而小企業人均工資低下，因而有更多的比例轉換為基本消費品的購買力，而非渴求利潤的資本。

4、大興公共工程，進行校舍、橋樑、堤坎、下水道系統及郵局和行政機關等公共建築物建設，開展植樹護林、防治水患、水土保持、道路建築、開闢森林防火線和設置森林瞭望塔等，僅工程興辦署和全國青年總署，二者總計僱傭人員即達 2300 萬，佔全國勞動力的一半以上。由此可見私人資本在解決就業問題上的無能。

5、實行一種以資產佔有量為稅基的累進稅：對五萬美元純收入和四萬美元遺產可徵收 31% 的稅，五百萬美元以上的遺產可徵收 75%；公司稅過去一律是 13.75%，根據 1935 年《稅法》，公司收入在五萬美元以下的稅率降為 12.5%，五萬美元以上者增加為 15%。其目的在於遏制逐利資金的膨脹。

6、通過《格拉斯~斯蒂格爾法案》（又稱《1933 年銀行法》），

嚴格限制金融機構經營範圍，不得同時從事商業銀行和投資銀行業務。這就是業內所稱的“分業經營”，在微觀角度，它限制了金融企業的活動空間，而宏觀角度，它制約了資本聚斂的速度。

羅斯福採取這些政策的理念源於他的系統性思維，他說過：

我一直認為，我們近來經歷的大部分困難，是在政治上未能掌握這種經濟上互相依賴的事實的直接結果。

我們尋求的是經濟制度中的平衡。

繼承其政策思想的肯尼迪說得更直白：

如果自由社會不能幫助眾多的窮人，就不能保全少數富人。

“新政”取得了明顯的成績，其影響之深遠，此後半個世紀裡，民主黨執政 32 年。然而，既然問題的根源在於資本利潤，在於資本利潤分流了社會公眾的購買力，那刺激有效需求的資金來自何方？

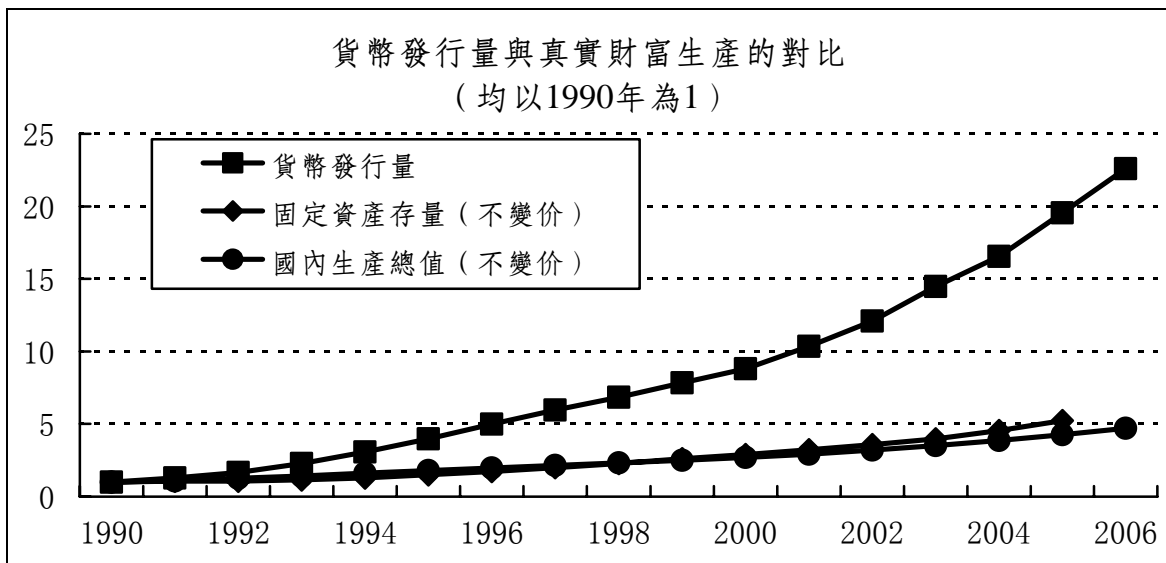
1933 年 3 月 10 日，羅斯福政府宣佈停止黃金出口；4 月 5 日，宣佈禁止私人儲存黃金和黃金證券，美鈔停止兌換黃金；4 月 19 日，放棄金本位；6 月 5 日，廢除以黃金償付公私債務；1934 年 1 月 10 日，宣佈發行以國家有價證券為擔保的 30 億美元紙幣，並使美元貶值 40.94%。

此例一開，法幣發行量失去了任何物質制約，只能仰賴政治家和銀行家的道德、操守與判斷力，而歷史事實證明，對社會公眾而言，這恰恰是最靠不住的。過去 20 多年，中國為“創匯”，付出了鉅大的勞動、資源和環境代價，將大量的美元作為財富積攢起來。而今美元“跌跌不休”，等於讓我們鉅大的付出白白送給了美國人。美國人還得了便宜又賣乖，喋喋不休地對我們指手畫腳，耳提面命。

超量的貨幣發行只要能轉化為“有效需求”，圖~4 的循環過程就可以持續下去。然而，這一循環必然使貨幣持續積累為資本，於是，持續的超量貨幣發行就成為經濟持續循環的必要條件。由於貨幣發行不再受到黃金存量的制約，使當局有可能持續超量發行。然而，這一過程必然導致貨幣的增長速度超過真實財富的增長速度，

由此，我們發現了利潤極大化原則必然會造成的第三個失衡：貨幣發行量與真實財富間的失衡。其長期後果必然是鉅大的通脹壓力。圖~9 顯示，這一過程在當今的我國也展開了，自 1990 年以來，貨幣發行量的增速，遠超過以不變價格計的國內生產總值和固定資產存量，僅 16 年就積累了鉅大的差額，其效率之高，令人瞠目。

圖~9：貨幣發行量與真實財富生產的對比



貨幣發行量與真實財富間的失衡，其長期後果必然是鉅大的通脹壓力。一旦超過某個臨界點，危機很容易被突發事件觸發。

### 滯脹 — 宿命？

1970 年代初，美國走到了這個臨界點。

赤字財政：美國政府公債在 50 年代每五年的增長率只有 6.3% 左右，但 1960~1965 年增長率上昇至 11%，1965~1970 年更高達 18%，1970~1975 年則猛增至 42%。1958~1960 年，聯邦儲備銀行每年平均淨購政府證券 11 億美元，1961~1965 年每年平均淨購 27 億美元，1966~1979 年每年平均淨購額上昇到 60 億美元。

超額貨幣發行：銀行將認購政府公債的債款或政府借款作為存款列入政府往來帳戶，以供財政部隨時支取。由於銀行增加了這筆



虛假存款，從而使它有可能擴大對客戶的放款。這就是所謂“派生存款”，如此步步“派生”造成存款的連鎖擴張。聯邦儲備銀行在60年代把實際利率控制在2~3%的低水平上，為銀行信貸的大規模擴張創造了條件。1951~1960年，美國實際國民生產總值年平均增長率為3.2%，而貨幣供應量年平均增長率只有2%；但1961~1970年，美國實際國民生產總值年平均增長率為4.2%，而貨幣供應量年平均增長率猛升到4.7%。

貨幣供應量增長超過實際國民生產總值增長，造成了美國經濟學家所謂的“奔馳性通貨膨脹”。

這就是1968年上臺的尼克松面對的情況。他的經濟顧問建議他大規模削減開支。芝加哥學派的貨幣主義者米爾頓·弗里德曼則向尼克松的高級顧問們保證：只要停止貨幣供應量的增長和提高利率，通貨膨脹在六個月內就可以扭轉。

將信將疑的尼克松在1969年4月14日提出了所謂“姑且一試”計劃，從約翰遜提出的聯邦預算中削減開支40億美元，不再延長肯尼迪總統為刺激私人投資在1962年實行的投資稅優惠，並嚴格審查各種免稅項目，從而在1969財政年度使聯邦收支獲得平衡，且略有盈餘。此外，財政部和聯邦儲備委員會密切配合，緊縮貨幣，並於1970年將利率提高到內戰以來的最高點。其結果是經濟急劇下降，失業人數繼續增長，對於克服通貨膨脹則無濟於事，觸發了通貨膨脹和經濟衰退兩症併發的“滯脹”現象。

限制經濟增長的貨幣主義政策成事不足敗事有餘，迫使尼克松於1971年1月宣稱“我現在也是一個凱恩斯主義者”，他轉而用赤字財政政策來實現充分就業。然而他同時又把通貨膨脹的原因歸咎於工人工資過高，使資方不得不把成本增加轉移到價格上去。1971年8月15日尼克松向全國宣佈實行“新經濟政策”。其主要內容為：凍結工資、物價、房租和紅利90天，要求國會削減聯邦開支，停止外國中央銀行用美元向美國兌換黃金，對進口商品增收10%的附加稅。

“新經濟政策”的實際作用是讓工人承擔經濟危機的損失，其後果必然是社會購買力相對於產能進一步萎縮，卻無助於矯正貨幣發行量與真實財富間的失衡。結果，美國一步步深陷於滯脹之中。

到 1975 年 5 月，美國失業率達 8.9%，為 1941 年以來最高紀錄。私人建築開工數從 1973 年 1 月的最高點到 1974 年 12 月的最低點，計下降 64.8%，這是戰後下降幅度最大的一次，接近 30 年代大危機期間的下降幅度。汽車產量從 1973 年 10 月的最高點到 1975 年 1 月的最低點，計下降 56.4%。鋼產量從 1974 年 3 月的最高點到 1975 年 7 月的最低點，下降 34.4%。經濟萎縮的同時，物價卻在上漲：消費物價指數 1973 年上昇到 6.2%，1974 年 4 月新經濟政策宣告收場時，昇到 12.2%，1975 年仍達 9.1%。

一般認為，是里根讓美國走出了滯脹，而里根奉行的是供應學派和貨幣學派理論。供應學派的核心主張是減稅，貨幣學派的核心主張是控制貨幣發行量。減稅的後果是政府財力下降，社會保障體系被削弱；控制貨幣發行量的後果是投資能力與購買力同時下降，整個經濟冷卻。

1981 年 2 月，里根提出其“經濟復興計劃”；7 月，美國開始進入戰後以來持續時間最長、程度最嚴重的第八次經濟危機之中。里根經濟學實施兩年後，美國經濟陷入戰後最嚴重危機，出現了 50 年來最高的企業破產數，40 年來最高的失業率，以及有史以來最大的預算赤字。

從 1982 年下半年起，里根政府不得不同意增稅以減少赤字。聯邦儲備委員會也從 1982 年年中起放鬆銀根，使 1982 年貨幣供應量大大超過原定 4~8% 的增長目標，達到 11%。

事實上，長達十餘年的滯脹完成了一次破壞性的調整，加之中國向資本主義世界開放，社會主義陣營瓦解，資本主義全球化重新抬頭，提供了向廣大地區轉移矛盾的可能性，恐怕這才是美國走出滯脹真正的原因。

由此我們看到，由於利潤極大化的內在邏輯造成的兩個基本失衡（有效需求與產能的失衡、購買商品的貨幣與追逐利潤的貨幣失衡），生產萎縮成為經濟體系的固有趨勢。無論用財政政策還是貨幣政策來校正它，都勢必造成第三個失衡：貨幣發行量與社會真實財富的失衡。短期內這種政策可以維持經濟系統的運行，甚至可能造就烈火烹油般的盛世；從長期看，只要無法轉移矛盾，第三個失衡的積累勢必導致滯脹，這將是此類經濟體的宿命。

## 敢問路在何方

早在 2004 年有關滯脹的預警就出現在媒體上。瑞銀（UBS Ltd）的經濟學家警告稱，每桶 45 美元的油價將引發滯脹問題。當時的估算顯示，石油輸出國組織（OPEC）只有每天 50 萬桶的閒置產能，不及全球市場每天 8300 萬桶的 1%。迴旋餘地極為有限。人們擔心油價會導致通貨膨脹以同樣幅度上漲，將世界拖入滯脹。

2004 年謝國忠在《新財經》第八期上發文〈亞洲各央行是否應向滯脹宣戰〉，警告：

亞洲各央行正面臨一個十字路口。若不開始解決通貨膨脹問題，那麼，全球經濟可能通過滯脹經歷有史以來最大的一次財富再分配。

他的論據是：

政府和非政府部門的經濟學家們紛紛下調了國內生產總值的預期，但他們的通貨膨脹預期卻居高不下。

他也提到了石油：

如果各央行出於對增長的擔心而不從現在開始著手對付物價上漲問題，那麼，石油供應危機的再度爆發或許會迫使他們容忍更為嚴重的通貨膨脹。20 世紀 70 年代的歷史將會重演。

2005年2月《經濟》雜誌發文，稱美元貶值推動中國通貨膨脹，使中國存在發生滯脹的危險。作者在文中意味深長地寫道：

美國走出20世紀70年代滯脹的途徑，是利用它的特殊世界地位發動“戰爭”。

2005年4月9日《證券時報》發表〈滯脹離我們有多遠〉一文，報道國內專家對滯脹可能性的不同意見。悲觀派的論據是能源瓶頸和經濟週期；而樂觀派則認為油價對消費者價格指數影響有限。

2006年2月21日，中國宏觀經濟學會常務副秘書長王建在《中國證券報》上發文，提出：2006年中國經濟“可能進入滯脹階段”，其理由是：“滯”——“本輪經濟週期已經進入到大量產能開始釋放的階段”，“在2005年先期建設的部分項目開始投產，2006年的產能釋放規模會更大，到2007年則會進入高峰”；“脹”——大宗商品如糧食、石油、礦石漲價，勢將帶動生產者價格指數上昇。

2006年8月匯豐銀行亞太區經濟顧問梁兆基警告：美國目前正面對滯脹的風險。

2007年12月3日英國《金融時報》，題為〈冷卻了但壓力增加：為什麼說很快會出現70年代那種滯脹〉的文章指出：“世界上幾乎每個角落的通貨膨脹率都居高不下，這讓決策者們頭痛不已，他們正竭力應付全球信貸市場動盪對經濟增長的威脅。”

這各說各的理由難免讓人無從判斷，如此多的人關注滯脹卻耐人尋味。問題是：對中國而言，脹從何來？滯因何據？

自2006年第四季度開始，國內蛋、肉、糧、油、菜明顯漲價。當時有專家稱，那是“恢復性”上漲。然而，很快價格就接近甚至超過了歷史最高水平，這時又有專家出來說，這是“結構性”上漲。如2007年8月20日，發改委價格司司長曹長慶在答記者問中表示，他認為目前的價格上漲主要是結構性上漲，非全面通貨膨脹的前兆。

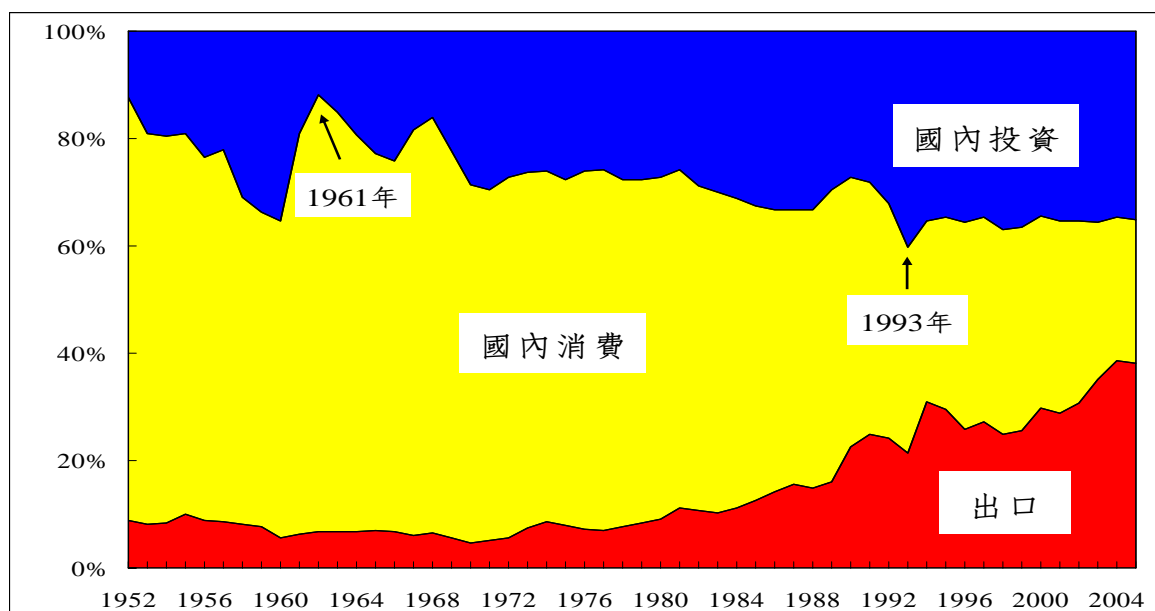
從一直關注產能過剩的發改委的角度，整個經濟體產能過剩，漲

價只可能是局部的、短期的，這就是所謂“結構性”上漲。然而，產能過剩未必能杜絕通貨膨脹。這裡有兩個重要的因素：其一，貨幣發行量，當所發行的貨幣量明顯超過社會真實財富時，通貨膨脹將不可避免；其二，資源性物資（如農產品、石油、礦石）匱乏時，再多的產能也只能閒置，通貨膨脹將不可避免。第一個因素已經是現實，第二個因素正露出端倪。由此，通貨膨脹的危險絕非空穴來風，這次經濟工作會議決定實施“從緊”的貨幣政策，顯然不是無的放矢。

那“滯”的可能性呢？我們來看看國內生產者面對的市場結構。

理論上，國內生產者面對的市場由國內消費、投資和出口這“三架馬車”決定。進口一部分滿足國內消費，一部分滿足國內投資，用固定資產投資總額、社會零售商品總額的相對比重分解進口量，可估算國內生產者在內需和投資上所佔的份額，從而估算出國內生產者面對的市場結構演化（圖~10）。

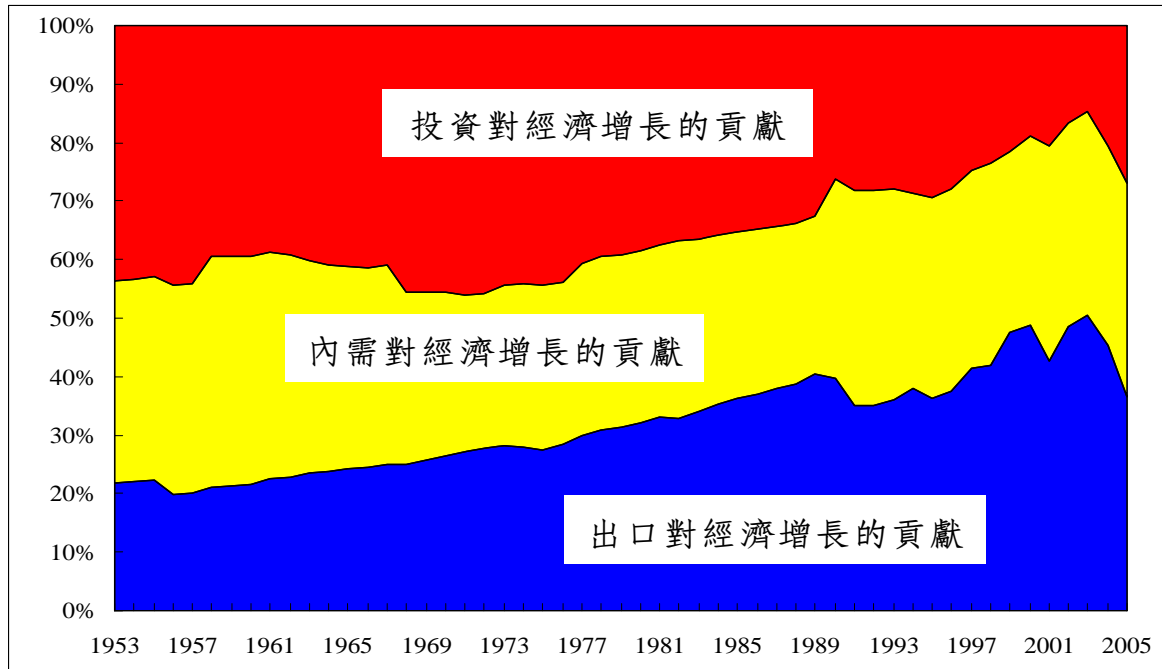
圖~10：國內生產者市場結構的演化



數據顯示，1978年以前，雖然投資所佔的份額越來越大，國內生產者主要還是面對國內消費市場。1978年以後，國內消費市場所佔份額已經大幅萎縮，投資所佔份額增幅有限，而出口所佔份額則明顯上昇。事實上，中國的經濟增長越來越依賴出口，進入21世紀

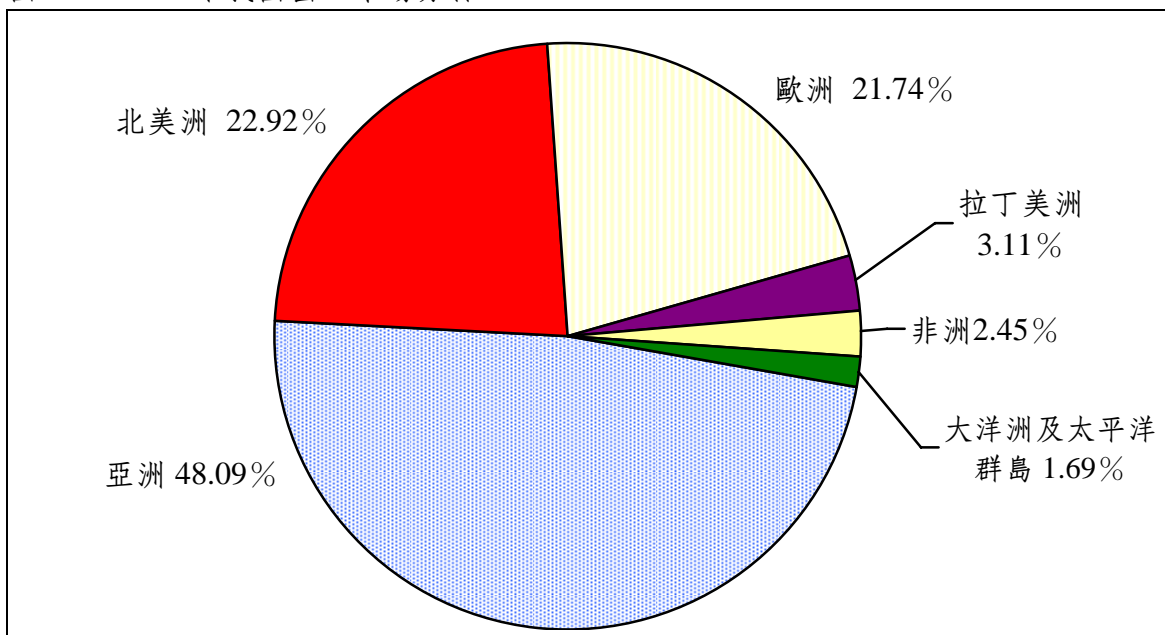
後，出口對經濟增長的貢獻平均達到 50%（見圖~11）。

圖~11：不同市場對經濟增長的貢獻



邏輯分析和統計數據顯示的趨勢都提示我們：由於內需不振，投資飽和，中國經濟增長主要依賴出口。要繼續維持經濟運行，出口的份額就必須繼續擴大，其可能性如何？我國出口市場分佈見圖~12。

圖~12：2005 年我國出口市場分佈



歐洲、北美佔到我國大陸出口市場的 44.6%，而亞洲部分，東亞的港、日、韓、新、臺即佔了整個亞洲市場的 75.5%。其他市場相比之下微不足道。在我們的主要出口市場，貿易保護主義日漸濃厚，針對中國的貿易糾紛此起彼伏，出口量絕難維持當前的增長率。而一旦出口停止增長，中國的經濟增長率將至少下降一半，其後果是什麼？

更為莫測的是，席捲美歐的次貸危機歷時四個月後仍看不到落幕的跡象。美聯儲前主席格林斯潘稱：當前的市場動盪與 1998 年長期資本對沖基金危機以及 1987 年股災時的情形幾乎完全一樣。美國財長保爾森則警告說，目前次貸危機在信貸市場引發的信心危機，可能比以往 20 年中任何一次金融震盪的持續時間都要長。憑他個人的經驗判斷，本次次貸風暴的強度和持續時間將甚於前兩次金融危機，而平息這樣的危機沒有“速效藥”，市場動盪預計將持續更長時間。

2007 年 12 月 13 日加拿大央行（Bank of Canada）、英國央行（Bank of England）、歐洲央行（European Central Bank）、美聯儲（Federal Reserve）和瑞士央行（Swiss National Bank）宣佈：計劃協同行動，向陷入困境的市場投放流動資金。英國《金融時報》首席經濟評論員馬丁·沃爾夫（Martin Wolf）稱此為“央行直昇機向市場撒錢”，克里斯·賈爾斯（Chris Giles）則質疑“美歐央行在孤注一擲？”，可見問題的嚴重程度。

由於格林斯潘長期的低利率政策，美國已貨幣發行過量，面臨通脹壓力。在次貸危機爆發初期，2007 年 8 月 7 日美聯儲還聲明：“關注的重點仍是通脹壓力能否像預期那樣得到緩解”。次貸危機迫使各國央行增發貨幣，無異於飲鴆止渴，為通脹積累更強大的應力。

如果應對次貸危機失敗，美歐各國經濟難逃衰退，我們在亞洲的主要出口地亦難置身事外，於是中國的出口不但無法維持目前的增長率，反而會收縮，那中國經濟將如何避免“滯”？

當然不是沒有積極因素，中國的出口企業，已經悄悄地在品牌

和原創技術方面發力，一些微觀案例提示我們，只要假以時日，中國企業在這方面將顯出可怕的競爭力，不排除徹底改變國際貿易格局的可能性，這才是令美、日、歐神經緊張的真正原因。如果我們的生態與資源環境能夠熬到這一天，如果我們的社會穩定能夠維持到這一天，如果我們的資本集團能躲過國際資本的金融洗劫，早晚有一天我們的資本集團會在裝備工業、信息工業、能源工業、高檔消費品工業等以前絕對劣勢的領域向他們發起挑戰。問題是，這些兩三百年來一直在洗劫別人的國際資本，會坐等這一天嗎？回顧歷史，這將是一場什麼性質，什麼強度的衝突？那時的地球能否承受這樣的衝突？

出路何在？根本的出路在於內需，只有內需與產能達到某種平衡，中國經濟才不會被拴在別人的戰車上，中國的經濟增長才能帶來大多數國民生存方式和基本素質的改變。然而內需建立在佔人口多數的社會底層公衆的貨幣收入上。如果這收入依賴政府轉移支付，勢必導致財政赤字和超額貨幣發行，“從緊的貨幣政策”的作用將被抵消，從而導致通脹。要想避免這一態勢，惟一的出路是在工資性收入和財產性收入間做出調整，既然利潤這個財產性收入是導致問題的癥結，壓縮它、制約它而不是鼓勵它就成了惟一對症之藥。

然而，利潤空間縮小，資本會不會“用腳投票”，逃之夭夭？別忘了，2005年11月，央行行長周小川表示過，中國將在2010年完全實現資本項目下可自由兌換。<sup>4</sup>

可見我們的學術界和精英集團面對的是一個根本性的難題，在常規的“主流”理論下，是找不到答案的。或許若干年後，人們才會發現“驀然回首，那人卻在燈火闌珊處”。

---

<sup>4</sup>〈最新升值壓力四起 人民幣引領關注重點〉，《中國證券報》2005年11月22日。