

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. 2008-37

2008年4月23日

誰來養活美國？

中信泰富政治暨經濟研究部 梁曉¹

1997年金融危機以後，亞洲的美元儲備大增，美國赤字大增，引起對國際宏觀經濟平衡的高度關注。美聯儲主席伯南克上任前接受訪問，“其他國家需要採取更多行動，解決全球經濟失衡問題，以紓緩美國破紀錄的經常賬赤字”。² 唯美國馬首是瞻的IMF，召集中國、歐元區、日本、沙特阿拉伯和美國五大經濟體，共商解決“扭轉失衡的世界貿易”。³ 與此同時，全球“主權財富基

¹ 此篇原為梁曉：《世界是平的嗎？》（大風出版社 2007）一書的第七章，現根據最新數據和資料補充修訂而成。

² 〈候任聯儲局主席：雙赤未失控〉，香港《信報》2005年10月26日，第2頁。

³ IMF總幹事拉托（Rato）說：“（這五個經濟體）自願接受聯合文件，承擔全球失衡的責任。”“這五大經濟體在不同方面與當前的全球貿易失衡扯上關係，要麼因為她們當前的經常項目逆差或順差，要麼她們的產值在世界上佔據了很大的比重。……

金”（Sovereign Wealth Funds）的快速增長，吸引了越來越多的關注。美國財政部開始呼籲，由IMF牽頭，對主權財富基金訂立一個最佳行為準則。⁴ 普林斯頓大學教授James甚至建議，由IMF擔任“世界儲備管理者”，幫助新興盈餘國家管理外匯儲備資產。⁵ 還有越來越多的人在掰著手指頭算中國投資公司（“中投”）的資產分佈，算中投入股黑石（Blackstone）的賬面虧損，算中投入股美國金融機構是否已觸及10%的上限，等等……

回到問題的根本，是亞洲增加出口和積累儲備的強烈需求，將美國造就成了“全球第一赤字大國”？這迅速膨脹的全球外匯儲備、各大主權財富基金，又是怎麼冒出來的？人民幣2005年7月開始“小步快跑”升值，到如今“步伐”越來越快，原因何在？

一、東亞“高儲蓄兩難”與美國不儲蓄不難

關於東亞國家的高儲蓄率，說法不少，衡量標準不一。有說法是，中國的儲蓄率是所有大國裡最高的。包括公共儲蓄和私人儲蓄在內，中國的國民儲蓄率（未被立即消費掉的國內生產總值百分比），大約是50%。美國的儲蓄率是所有大國裡最低的，只佔國內產值的10%左右。⁶ 2007年5月，中美第二次戰略對話前

中國已經把減少外部不平衡，上昇到2007年國家要實現的一個重要目標的地位”（〈五大經濟體齊手解決全球失衡〉，香港《信報》2007年4月16日，第7頁；Rodrigo de Rato：〈扭轉失衡的世界貿易〉，香港《信報》2007年5月8日，第32頁）。

⁴ 何順文、李元莎：〈內地主權財富基金的管治問題〉，香港《信報》2008年3月12日，第31頁。

⁵ Harold James：“The IMF’s Next Mission?”，*Project Syndicate*（http://www.project-syndicate.org/print_commentary/james16/English）。

⁶ Robert J Shiller：〈中國高儲蓄率背後的民族性格〉，香港《信報》2006年8月24日，第30頁。

夕，財長保爾森繼續拿儲蓄率說事兒，認為美中貿易逆差的最重要原因，是中國存款比例高達 50%，是中國人不願消費，使得經濟很大程度上依靠出口推動。⁷

（一）東亞的“高儲蓄兩難”

麥金農認為，東亞國家或多或少都存在“高儲蓄兩難”（Conflicted Virtue），說的是“任何無法以本幣提供信貸的國際債權國都將出現貨幣錯配問題”。具有高儲蓄“優點”的國家，通常會出現國際收支經常項目順差，即向外國提供融資。隨著時間的推移，會出現兩種情況：外國人開始抱怨該國持續的貿易順差是由於貨幣低估，是不公平的做法；同時，隨著其美元權益的積累，國內美元資產持有者越來越擔心手中的美元資產相對貶值，會不斷把美元資產轉成本幣資產，迫使本幣升值。這兩種情況往往交織在一起。國外要求本幣升值的商業壓力越大，國內美元資產持有者就越是憂心忡忡。當美元資產開始轉成本幣資產時，政府就會左右為難。——如果允許本幣大幅升值，就會引發通貨緊縮，經濟最終陷入零利率的流動性陷阱，尤其在國內物價水平已經走穩的情況下更是如此。但如果不讓本幣升值，國外就會以貿易制裁相威脅。

日本首先深受其害。20 世紀 80 年代，日本的經濟總量已經非常龐大，其工業品出口迅速增長，加上鉅額經常項目順差，使之成為美國和西歐工業國家主要的商業競爭者。20 世紀 70~90 年代中期，美國不斷“敲打”日本，以貿易制裁相威脅，要求日元升值。由於 80 年代~1995 年日元持續升值，日本在 90 年代陷入通貨

⁷〈美 3 月貿赤漲 10.4%，對華逆差收窄〉，香港《信報》2007 年 5 月 11 日，第 16 頁。

緊縮之中，至今尚未擺脫。即使 1995 年以後沒有出現持續的日元升值，由於日元對美元匯率劇烈波動，日元資產利率的風險溢價也是負數。日本的利率逐步走低至零，出現所謂的“流動性陷阱”，此時貨幣政策失效，銀行新增貸款無利可圖。⁸ 中國，會步日本的後塵嗎？

麥金農進一步說，目前東亞各經濟體還很難協調行動以實現未來“共贏”，軟釘住美元，是現實的選擇。但是，穩定的前提條件是，美聯儲能保持美元較為穩定的國際購買力。⁹

問題是，美元的國際購買力能穩定嗎？從 1971 年結束金本位到 2003 年，美元對黃金的價值已經貶值高達 90%。以生活費用為標準，已經貶值 70%。¹⁰ 遠的不說，2002 年初~2007 年 10 月，美元兌歐元累計貶值超過 50%，兌英鎊、加拿大元也處在 20 年多來的最低水平。

（二）亞洲是存款率高

把亞洲國家“共贏”的希望寄託在美元幣值穩定上，只能是

⁸ 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 年，第 5~6 頁。

⁹ 羅納德·麥金農：《美元本位下的匯率》第 6~7 頁。參考“金本位”的種種優點，麥金農建議東亞各國“重歸美元本位”，以尋求匯率穩定，抵禦匯率短期大幅波動的風險。而且，美國“不能袖手旁觀”，因為“東亞想要擺脫困境，更主要還取決於美國的行為發生根本變化”。較理想的狀態是，東亞各經濟體團結協作，加上美國“私人部分增加儲蓄，聯邦政府財政扭虧為盈，就可以改善其國際貿易狀況”，亞洲經濟體的“高儲蓄兩難壓力將大大減輕”（第 190~194、197 頁）。

¹⁰ 詹姆士·涂克（James Turk）、約翰·魯賓諾（John Rubino）：《美元失色，黃金發熱》，（臺灣）時報文化出版企業股份有限公司 2005 年，第 92 頁。另有說法，美元 1971 年完全脫離黃金後，其購買力已經下降了 94.4%，今天的 1 美元只值 70 年代初的 5.6 美分（宋鴻兵：《貨幣戰爭》，中信出版社 2007 年，第 253 頁）。

麥金農的一廂情願。他能從亞洲國家的角度出發考慮問題，與只會先嚷嚷著日元、然後是人民幣升值的美國政客，不可同日而語。但是，麥金農始終沒有說清楚，所謂的亞洲儲蓄率高，其實只是存款率高。

過去，亞洲的金融市場不發達，社會保障程度低，民衆信任的是銀行存款。¹¹ 20世紀90年代開始的金融全球化，讓亞洲人也開始積極投身資本市場。可惜好景不長，金融危機隨之而來，大大小小“泡沫”紛紛破裂。亞洲資本市場90年代大發展之後，資本大規模向美、歐回流，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。¹² 對金融危機的抗受力差，亞洲居民的儲蓄只能再回到銀行體系，更加集中地體現到存款上。

日本是現成的例子。¹³ “日本從60年代以後就沒有成立過新的普通銀行”。¹⁴ 存款利率政府管制，亞洲金融危機以前沒有銀行倒閉，還有“第二財政”郵政儲蓄。日本百姓不必費心勞神，長期保持高額儲蓄，通過銀行為企業生產項目貸款投資。日本法

¹¹ 譬如，在中國的金融市場構成中，“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（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年，第89頁）。

¹² 梅新育：《國際游資與國際金融體系》，人民出版社2004年，第393~394頁。

¹³ 日本居民儲蓄形式的變化，參閱王小強：《投機賭博新經濟》（大風出版社2007年）中的有關分析。

¹⁴ 韓文高主編：《世紀末金融風暴》，經濟日報出版社2001年，第278頁。

人持股佔股票總額 70%，百姓對當股東缺乏興趣。“在日本家庭持有的金融資產中，有 60% 都屬於某種形式的存款——也就是固定資產面值和沒有市場風險的金融資產。”¹⁵ 金融自由化以後，國外日元持續升值，國內利率持續降低，一系列西化、美化的改革減少各項穩定的就業、保障和福利，迫使人民考慮儲蓄的保值問題。普通百姓既不可能像銀行放貸那樣對企業投資作項目評估，也不可能像大股東那樣深入瞭解企業經營，只能從事股市、樓市的價格投機。¹⁶ 於是，“日本出現了全民炒股熱”，“1985 年，日本個人金融資產中股票資產的比例是 9%，1987 年上昇到 16%，1989 年又上昇到 21%，日本人口的五分之一是個人持股者。”¹⁷ 然而，亞洲金融危機後，2004 年的日本股票價格不足 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%”。¹⁸

2005 年，中國居民金融資產組成中，86% 是現金和存款，股票只佔 6%。即使是經過了 2006~2007 年的股市大漲，截至 2007 年中，股票佔居民金融資產的比重上昇到 15%，現金和存款的比

¹⁵ 亨利·考夫曼：《悲觀博士考夫曼論貨幣與市場》，海南出版社 2001 年，第 127~128 頁。

¹⁶ 譬如 2006 年，美國萬通亞洲委託香港理工大學在香港調查五百位普通股民，“有 66% 的受訪投資者未有利用客觀數據，在投資前進行風險分析”。有教授論證，“投資逾 80 支股票，才可真正分散投資股票的風險”。但香港股民“僅有 11% 的投資同時持有逾五支股票，反映港人對投資的風險意識不足”（〈調查指 66% 投資者不分析風險〉，香港《信報》2006 年 7 月 18 日，第 3 頁）。

¹⁷ 韓文高：《世紀末金融風暴》第 169、232 頁。

¹⁸ 另有說法，“1990 年前後，日本個人金融資產中，儲蓄存款為 45% 左右，股票投資僅佔 10% 左右；而同期美國儲蓄存款僅為 14%，股票等證券投資高達 43%”（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 年，第 154、135 頁）。

例仍有 71%。¹⁹

（三）美國，不儲蓄不難

“在美國，情況剛好相反，只有 15% 的家庭金融資產採取了存款或貨幣市場基金的形式。他們擁有兩萬億美元的共同基金，接近六萬億美元的普通股票，還有兩萬億的信用市場工具。這還不算他們透過養老基金和其他金融機構持有的股票和債券。”²⁰ 美國金融業發展領先全球，無論是普羅大眾醫療、教育、養老的基本需要，還是富裕階層買債券、炒股票、投資各種對沖基金的需求，幾乎都可以找到相應的金融工具。所以，銀行存款在美國私人儲蓄中才顯得越來越無足輕重。雖然統計上是低儲蓄甚至負儲蓄率，但美國人財富迅猛增長，個人消費比重並不高。²¹

值得注意的是，美國家庭最終消費支出佔 GDP 的比重，不僅高於中國、日本等亞洲國家，而且高於歐盟，踞於高收入國家平均水平之上（表~1）。按照一般的理解，百姓收入水平高、社會保障程度高，自然可以擺脫“不敢消費”的顧慮，提高消費比率。香港、日本的人均 GDP 已屬高收入之列，但社會保障程度低，家庭最終消費支出佔 GDP 比重只能與中等收入國家看齊，不足為怪；弔詭的是，歐盟人均 GDP 與美國相近，社會保障程度高，北歐各國更是早就被稱為“福利國家”，歐盟的家庭最終消費支出佔 GDP 比重，還是遠遠趕不上美國。再次說明，只有美元霸權，才足以讓社會保障水平不高的美國人越來越富裕，可以放心地理

¹⁹ 〈A股股民 1.2 億，市值 30 萬億〉，香港《信報》2007 年 12 月 3 日，第 11 頁。

²⁰ 亨利·考夫曼：《悲觀博士考夫曼論貨幣與市場》第 127~128 頁。

²¹ 詳見梁曉：《世界是平的嗎？》一書中〈民衆儲蓄太少，還是政府軍費太多？〉一章的分析。

性消費。放眼全球，獨此一家。

表~1：部分國家（地區）的消費支出與社會保障程度比較，2003年

國家（地區）	家庭最終消費支出佔 GDP 比重	總儲蓄佔 GDP 比重	社會保障程度
中國	40%	47%	低
中國香港	57%	32%	低
日本	57%	26%	低，以僱主提供保障為主
美國	71%	14%	低，以僱主提供保障為主
英國	66%	13%	低
歐盟	59%	22%	高
中等收入國家	57%	28%	—
高收入國家	63%	20%	—

資料來源：家庭最終消費支出和總儲蓄佔 GDP 比重，見 World Bank：“Table 4.9 Structure of demand, 2005 World Development Indicators (http://devdata.worldbank.org/wdi2005/Table4_9.htm)。各國家（地區）的社會保障程度比較，參考盧周來：〈轉型期中國社會公平問題研究〉，《香港傳真》No.2006~77；〈調查指八成人憂強積金不足退休〉，香港《信報》2005年10月18日，第6頁；高柏：《日本經濟的悖論——繁榮與停滯的制度性根源》，商務印書館2004年，第七章；Martin Wolf：〈誰說美國人不需要社保？〉《金融時報》中文網2007年4月23日（http://www.ftchinese.com/sc/story.jsp?id=001010940&pos=MID_HLB&pa1=0&pa2=2&pa3=005000026&loc=SPECIAL%20REPORT）。

二、美國政府的財政赤字

美國民衆的實際儲蓄率不低，“非理性消費”、“負儲蓄”的正主兒是美國政府。

2006年8月，美國財政部宣佈將出售440億美元的債券，並將從2007年開始每季推出30年期的債券拍賣。8月這輪拍賣包括三年期、十年期和30年期債券，所獲資金除了償還當月到期的223.8億美元債券外，還能多出“新資金”216.2億美元。²² 這並

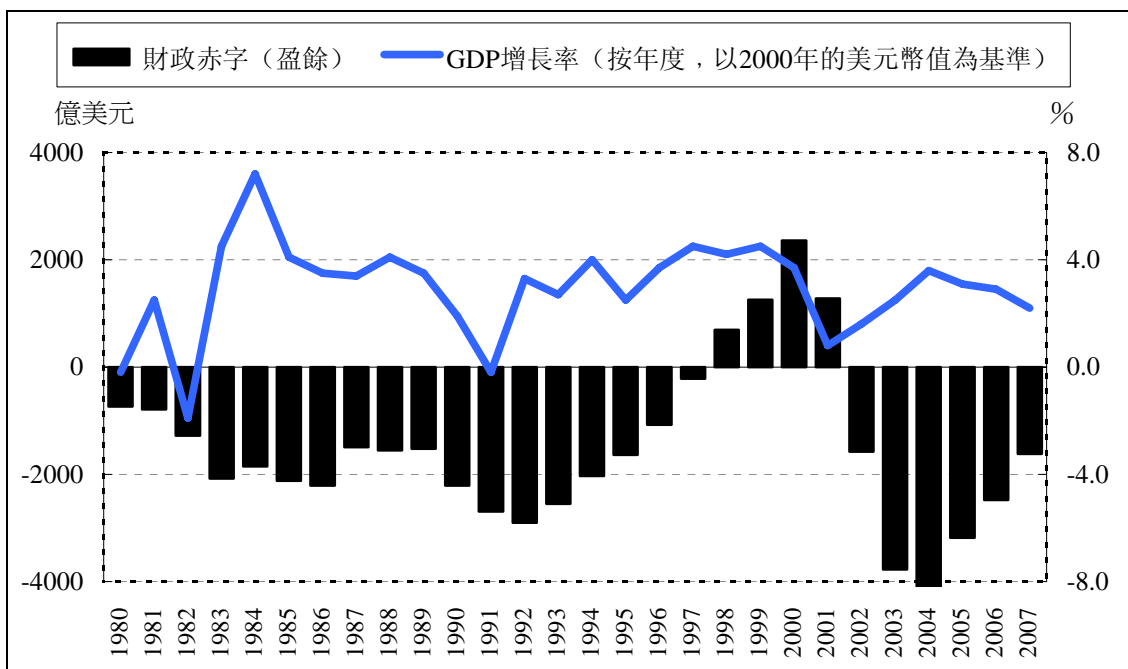
²² 〈美下週推3420億債券〉，香港《信報》2006年8月3日，第7頁。

不是偶然現象。美國正在發行越來越多的國債，來替換老國債。²³

(一) 財政赤字~軍工景氣

美國的“雙赤字”舉世聞名，財政赤字是常態。從圖~1 中可以明顯看到，美國 GDP 增長率下降，政府隨即擴大財政赤字，刺激經濟增長；反之，當財政赤字減少，甚至扭虧為盈時，隨之而來的就是 GDP 增長率下降。圖~2 則進一步說明，美國政府的財政赤字與軍費開支關係密切。

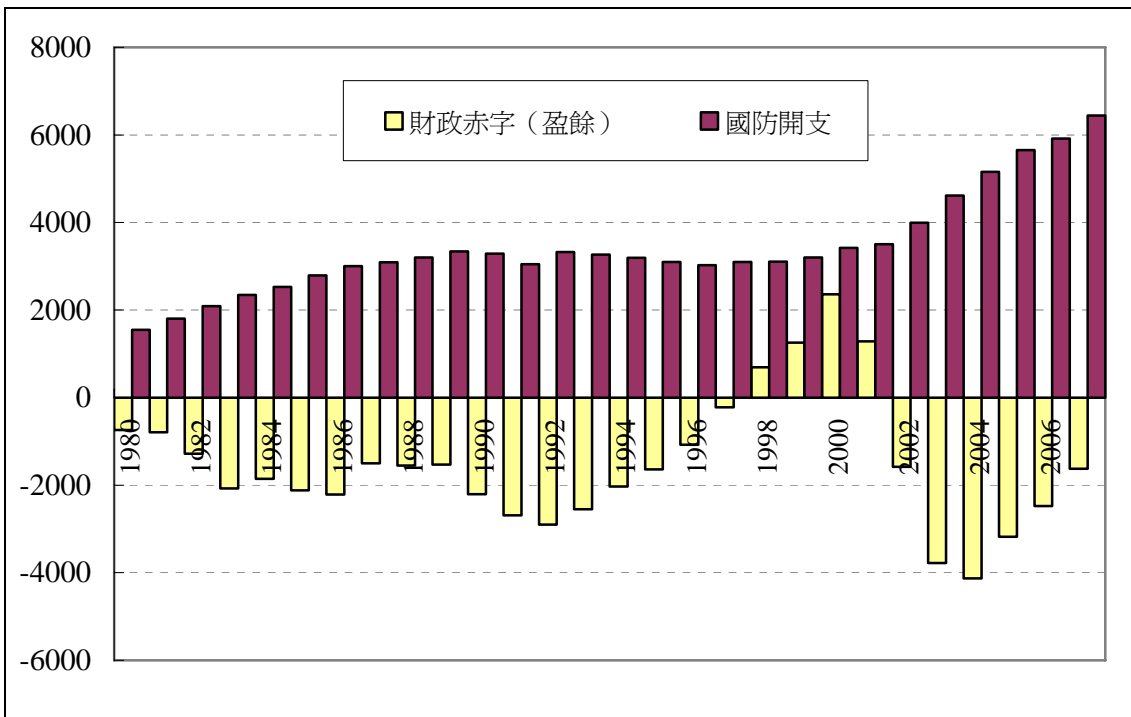
圖~1：美國 GDP 增長率與財政赤字（盈餘）比較，1980~2007 年



資料來源：美國經濟分析局（<http://www.bea.gov/national/nipaweb/Index.asp>）；US Congressional Budget Office（<http://www.cbo.gov/budget/data/historical.xls>）。

²³ 美國的貨幣發行體制是：政府發行債券，銀行以政府債券作為發行銀行券（美元）的儲備金。實際上將貨幣發行與政府債務捆綁在一起，邏輯上，政府將永遠不可能還清債務（宋鴻兵：《貨幣戰爭》第 49 頁）。

圖~2：美國國防開支與財政赤字（盈餘）比較，1980~2007年（億美元）



註：2007 財政年度美國國防開支為估計數。

資料來源：US Congressional Budget Office (<http://www.cbo.gov/budget/data/historical.xls>)；United States Census (http://www.allcountries.org/usensus/565_national_defense_outlays_and_veterans_benefits.html)；<http://www.census.gov/prod/2007pubs/08statab/defense.pdf>)。

蘇聯解體，冷戰勝利，舉國歡騰，美國政府一時沒有理由繼續軍備競賽，星球大戰計劃下馬，不得不減少財政赤字。GDP增長率也從1989年開始直線下降。由於訂單減少，在政府直接指揮下，美國各軍工集團從1993年開始馬不停蹄的大規模兼併，短短四年，20多家接受政府訂貨的著名大型軍工企業碩果僅存四家。²⁴ 國防開支穩中有降，財政赤字迅速減少，1998年甚至開始扭虧為盈。隨後，美國經濟的增長速度大幅下降，季度GDP出現十年來的首次負增長，²⁵ 美聯儲從2000年開始先後13次降息，聯邦基

²⁴ 王小強：《產業重組時不我待》，中國人民大學出版社1998年，第264~270頁。

²⁵ 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

金利率降到 1%，戰後最低，經濟沒有起色。²⁶ 直到“9.11”以後，美國打完阿富汗再打伊拉克，軍費開支從 2002 年起再度節節攀升，²⁷ 財政盈餘迅速變為赤字。戰爭經濟刺激景氣，美聯儲才敢從 2004 年起連續加息 17 次，吸引外國資本流入美國，尤其是購買了大量美國國債，讓美國的赤字財政可以繼續下去。²⁸

為什麼“財政赤字~軍工景氣”在美國這麼靈？產業結構調整、大量消費型的製造業向發展中國家轉移，帶來美國“產業空心化”。是軍工在支撐著美國製造業。美國 GDP 佔世界的五分之一，製造業增加值佔世界的四分之一，而美國的軍工產品銷售，卻佔了全世界的一半！²⁹ 所以，從資源分配上說，其它國家發展軍工，就要擠佔民用資源，以犧牲經濟發展為代價，冷戰期間的蘇聯、如今的朝鮮就是例子；只有美國，有越來越軍工化的製造業結構，才能以戰爭帶動軍工產業發展，促進本國經濟繁榮。³⁰

軍工的消費者是政府，只有窮兵黷武的政府訂單，才能支持軍工化的製造業，刺激經濟增長；而增加的政府開支不能靠加稅來彌補，否則會得罪國內百姓。因此，只能靠財政赤字。

析局網站，<http://www.bea.gov/bea/dn/gdpchg.xls>）。

²⁶ 〈減息空間有限，復甦前途未卜〉，香港《信報》2003 年 6 月 30 日，第 15 頁。

²⁷ 2002~2006 年，美國國防開支每年增加額都達到五、六百億美元。

²⁸ 詳見梁曉：《世界是平的嗎？》中〈美國：“永久性戰爭經濟”〉一章的分析。

²⁹ 世界銀行公佈的數據，2001 年，世界製造業增加值 5.404 萬億美元，美國的數字是 1.423 萬億美元（<http://devdata.worldbank.org/wdi2005/Section4.htm>）；2005 年，世界 GDP 44.6 萬億美元，美國 GDP 12.4 萬億美元（<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20535285~menuPK:1192694~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html>）；2004 年，美國佔世界軍火市場的份額是 53.4%（The International Institute for Strategic Studies：“Value of arms deliveries and market share”，*The Military Balance 2005·2006*）。

³⁰ 詳見梁曉：《世界是平的嗎？》中〈美國：“永久性戰爭經濟”〉一章的分析。

(二) 美國大舉發債，得有人買

過去，流入美國資本市場的資金以私人投資為主導，但是，目前九成的資金流入是債券投資，而且以全球各地央行為主要投資者。³¹ 過去是外匯儲備最多的日本最積極。現在，外匯儲備居全球之冠、2006 年底已經突破萬億美元的中國，也趕上來了（表~2）。美國是中國對外金融投資的最主要目的地，其中又以美國國債為主。截至 2006 年末，中國持有的美國國債達到 3970 億美元，僅次於日本，居世界第二位。³²

表~2：持有美國政府債券最多的十個國家（地區）（億美元）

名次	國家/地區	2005 年 10 月	2004 年 12 月	2003 年 12 月
1	日本	6820	7120	5840
2	中國	2480	1940	1570
3	英國	1870	1640	940
4	加勒比海地區	1140	690	550
5	中國臺灣	720	590	530
6	德國	640	540	480
7	油國組織	640	600	430
8	韓國	610	690	600
9	加拿大	520	330	210
10	中國香港	480	530	540

資料來源：IMF、國際結算銀行、經合組織、美國財政部、美聯儲、各國（地區）央行（〈中國外匯結構多元化，歐盟恐拖累美元匯價〉，香港《信報》2006 年 1 月 12 日，第 1 頁）。

“截至 20 世紀 60 年代末，全球中央銀行持有的國際儲備總和還不到一千億美元。而到 2003 年底就已經超過了三萬億美元，其中的三分之二的儲備為美元。2000~2002 年的儲備增幅最大，達

³¹ 〈貿赤天文數字，美元難逃大跌〉，香港《信報》2006 年 5 月 11 日，第 32 頁。

³² 〈華府憂“非盟友”持過多美債〉，香港《信報》2007 年 7 月 24 日，第 9 頁。據惠譽評級估計，2006 年底，中國另外持有 2300 億美元的美國政府機構債券（〈中國外部資產達 1.55 萬億美元〉，香港《信報》2007 年 3 月 22 日，第 39 頁）。

到 9070 億美元。亞洲國家中央銀行實際上是唯一的買入者，其中又尤以中國和日本為主”。³³ 這個趨勢到現在是愈演愈烈：2008 年 3 月 31 日 IMF 公佈，截至 2007 年第四季度全球外匯儲備總額 6.391 萬億美元；已分配外匯儲備總額的 63.9% 是美元資產，歐元資產比重略有上昇，達 26.5%。³⁴ 按香港金管局公佈的全球十大外匯儲備國家（地區）排名表，截至 2008 年 2 月，僅這十家的合計數已超過 4.5 萬億美元。³⁵

最突出的例子，2002 年初中國全部外匯儲備才 2174 億美元；2006 年一年就增加了兩千多億美元的外匯儲備；2007 年，僅上半年就增加了 2663 億美元，³⁶ 12 月，外匯儲備總額達到 1.53 萬億美元；2008 年一季度再增 1540 億美元，創 1.68 萬億美元新高！³⁷

³³ 安迪森·維金：《美元的墜落》，廣東經濟出版社 2006 年，第 50 頁。1970 年，美國債券市場總值八千億美元，2006 年 12 月總值 62 萬億美元，增加了 775 倍！2006 年全球 GDP 只有 43 萬億美元（曹仁超：〈投資者日記〉，香港《信報》2007 年 2 月 29 日，第 9 頁）。

³⁴ 〈2007 年末全球外匯儲備中美元比重小幅上昇〉，路透網站 2008 年 4 月 1 日（http://www.reuters.com.cn/investing/FinanceArticle.aspx?type=currencies&storyID=2008-04-01T022052Z_01_CN0375208_RTRIDST_0_ZHAESMA17558.XML）。另一項由 IMF 對 124 個成員經濟體所做的外匯儲備調查顯示，截至 2007 年 3 月底，各成員外匯儲備總額達 3.5 萬億美元，其中美元儲備 2.24 萬億美元，比 2006 年底增加了 4%；同期各成員的歐元儲備，換算後僅為 9110 億美元（〈美元穩如泰山，中國不會拋售〉，香港《信報》2007 年 7 月 4 日，第 2 頁）。

³⁵ 香港金融管理局網站（<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/press/2008/attach/20080307c3a1.doc>）。

³⁶ 〈外儲創新高達 1.33 萬億美元〉，香港《信報》2007 年 7 月 13 日，第 40 頁。用 2007 年第一季度的數據來比較，中國當時的外匯儲備總額已接近 18 個月的進口額，遠超過大多數經濟學家所建議的 6~9 個月（Michael Pettis：〈中國苦覓貨幣良策〉，《華爾街日報》中文網絡版 2007 年 7 月 5 日，<http://chinese.wsj.com/big5/20070705/opn200158.asp?source=channel>）。

³⁷ 中國人民銀行：〈黃金和外匯儲備〉2007~2008 年（<http://www.pbc.gov.cn/diaoc hatongji/tongjishuju/>）。

表~3：各國（地區）官方外匯儲備排名，2008年3月（億美元）

排名	國家（地區）	儲備額	截止時間
1	中國內地	16822	2008年3月底
2	日本	10080	2008年2月底
3	俄羅斯	4907	2008年2月底
4	印度	2946	2008年2月22日
5	中國臺灣	2778	2008年2月底
6	韓國	2624	2008年2月底
7	巴西	1929	2008年2月底
8	新加坡	1676	2008年1月底
9	中國香港	1603	2008年2月底
10	德國	1473	2008年1月底
	以上十項合計	46838	

註：近年來，新興發展中國家的儲備額紛紛上榜，在排名表中的位置還不斷攀昇。例如，印度2002年、俄羅斯2004年、巴西2007年開始榜上有名，馬來西亞也曾於2005年名列十大。

資料來源：香港金融管理局網站（<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/press/2008/attach/20080307c3a1.doc>）；人民銀行網站（<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2008S09.htm>），並進行相應計算。

表~4：中國歷年外匯儲備數據，1981~2008年3月（億美元）

時間	金額
1981年底	27
1990年底	111
1996年底	逾1000
2001年底	逾2000
2004年底	6099
2005年底	8189
2006年2月	8536
2006年10月	10096
2006年12月	10663
2007年12月	15282
2008年3月	16822

資料來源：〈大陸外儲1.06萬億美元〉，香港《信報》2007年1月16日，第9頁；中國人民銀行：〈黃金和外匯儲備報表〉1999~2008年（<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongji/tongjishuju/>）。

相應地，全球主權財富基金規模也在迅猛增長。據美林集團

估計，截至 2008 年初，世界上約 40 個國家有主權財富基金，資產累計約 2~3 萬億美元，超過了對沖基金和私人股權投資基金。2008 年 9 月才掛牌的中國投資公司，註冊資金兩千億美元。“在世界級的主權財富基金中，中投是個超級大嬰兒。”³⁸ 而且，主權財富基金膨脹的勢頭還會持續：美林估計，2011 年主權財富基金將攀升到 7.9 萬億美元；IMF 研究部的估計是，2012 年達到十萬億美元；摩根斯坦利則認為，2015 年主權財富基金能達到 12 萬億美元。³⁹

急增的這麼多美元哪來的？美國印出來的！“美國作為主要貨幣儲備國，擁有無限的美元儲備。”⁴⁰ “只有美國能夠成為一個鉅大的淨債務國，而不會危及本國金融體系的健康。”⁴¹

（三）世界最大債務國，長年投資淨收益

身為世界上最大的淨債務國，貿易經常項目逆差了 20 多年，

³⁸ 一位投資銀行人士如是說。主權財富指一國政府積累形成的公共財富，來源不一，可以是財政盈餘、強制性養老金、自然資源收入和國際收支盈餘等，由政府控制與支配，通常以外幣形式持有（李筭、于寧、凌華薇、陳慧穎：〈2000 億美元的問題〉，《財經》2008 年 3 月 3 日，第 46~56 頁）。

³⁹ 曹海麗、季敏華、林靖、由珊珊、柳墉眩：〈四問主權財富基金〉，《財經》2008 年 3 月 3 日，第 60~62 頁；Simon Johnson：“The Rise of Sovereign Wealth Funds”，*Finance and Development* 2007 年 9 月（<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/straight.htm>）。

⁴⁰ 蘇珊·斯特蘭奇：《賭場資本主義》，社會科學文獻出版社 2000 年，第 10、220 頁。黑體加重為筆者所為。

⁴¹ “在一個匯率不斷波動的世界裡，那些能夠用本幣自由借貸的國家最容易累積大量淨外債。原因很簡單：只有這些國家可以大量借貸，且不會造成金融體系內部出現嚴重的匯率失調”（Martin Wolf：〈亞洲金融危機的啟示〉，《金融時報》中文網 2007 年 5 月 30 日，http://www.ftchinese.com/sc/story.jsp?id=001011696&pos=DAILY_NEWS&pa1=mainnews&pa2=0&loc=DAILY%20EMAIL#ContinueReading）。

美國卻還保持了 20 多年投資收益順差、淨流入。“欠了別人大量債務，不但不需要向別人付息，反而要從別人那裡收取利息。”不能不令經濟學家感慨不已，以至於要討論經濟“暗物質”的存在。⁴²

其實，根本不需要說到“暗物質”這麼玄乎。明擺著的邏輯是：各個發展中國家的政府為了穩定匯率，一頭用高回報吸引外商投資，一頭買回大量低回報的美元資產。“裡外裡，美國人什麼也不用幹，單憑美元霸權，坐收鉅額利潤。”⁴³

按當代常規理論，為了保持匯率穩定和貨幣安全，一國的儲備金應該相當於其以美元計價的短期外債；或者相當於 4~8 個月的進口支付。2002 年，美國國庫券的利率為 1.75%。換言之，發展中國家用商業利率借進多少外債，或者用高於商業銀行利率的盈利承諾引進多少外資，就得購買相當比例利率僅為 1.75% 的美國債券。⁴⁴“龐大的外匯儲備事實上相當於中國為富裕的美國消費和投資提供鉅額補貼”。中國用佔 GDP 相當份量的資金購買美元債券和資產——美國短期國債、長期國債、以房地產抵押作擔保的證券等等，中國央行與其他亞洲國家央行一道，實際上承擔著美國幾千億美元的全部經常性項目赤字。⁴⁵“日本和中國的央行正掌握著價值二萬億美元的低息債券，其中大部分是美國國庫券和抵押貸款，這項對美國納稅人的鉅額補貼，……堪稱世界上最大

⁴² 余永定：〈中國國際收支結構的深層問題〉，《二十一世紀雙月刊》2007 年 4 月號，第 4~10 頁。

⁴³ 王小強：《“文明衝突”的背後——解讀伊斯蘭原教旨主義復興（增訂本）》，（香港）大風出版社 2006 年，第 69、88 頁。黑體加重為筆者所為。

⁴⁴ 王小強：《“文明衝突”的背後》第 88 頁。哪怕是美聯儲後來連續加息到了 2006 年的 4.5%，這樣的回報率與美國投資發展中國家的豐厚利潤，仍不可同日而語。

⁴⁵ Bradford DeLong：〈中國外匯制度困境〉，《財經》2005 年 4 月 4 日，第 69 頁。黑體加重為筆者所為。

規模的外國援助項目。”⁴⁶

表~5：各國（地區）投資美國各類證券情況，2007年6月30日（億美元）

排名	國家或地區	總計	股票	長期債		短期債
				資產抵押債券 (ABS)	其它債券	
1	日本	11970	2200	1330	7680	760
2	中國內地	9220	290	2170	6530	230
3	英國	9210	4210	1600	3160	240
4	開曼群島	7400	2790	2360	1860	380
5	盧森堡	7030	2350	1040	3200	440
6	加拿大	4750	3470	230	830	220
7	比利時	3960	250	560	3130	30
8	愛爾蘭	3420	810	750	1010	850
9	瑞士	3290	1740	410	990	150
10	荷蘭	3210	1850	640	590	130
11	中東產油國	3080	1390	180	1070	440
15	新加坡	1750	1080	130	520	30
18	韓國	1380	50	130	1050	150
19	中國香港	1380	310	240	750	90
20	中國臺灣	1210	110	270	800	30
	全球合計	97720	31300	14720	45350	6350

原註：中國內地，不包括香港、澳門和臺灣；中東產油國，包括巴林、伊朗、伊拉克、科威特、阿曼、沙特阿拉伯、阿聯酋。

資料來源：美國財政部：“Preliminary Report On Foreign Holdings Of U.S. Securities At End-June 2007”（<http://www.ustreas.gov/press/releases/hp853.htm>）。

美國財政部公佈的數據，截至2007年6月30日，外國持有美國各類證券9.77萬億美元，比起2006年的7.78萬億美元，又漲了25.6%；其中，32%是美國股票，61%是美國長期債券（大部分是“無資產抵押”債券），另有6350億短期債券。日本和中國這兩大美國貿易逆差來源地，持有美國證券總額最大，其中大部分正是無資產抵押的“其它”長期債券；中國內地、香港、臺

⁴⁶ Kenneth Rogoff：〈什麼魔力支持美元〉，香港《信報》2007年2月15日，第24頁。黑體加重為筆者所為。

灣和新加坡持有的“其它”長期債券，加起來有 7880 億美元，超過了日本（表~5）。⁴⁷ 美國財政部沒有對“其它”類再做詳細解釋，但是，沒有資產抵押還能如此大量發債的，非美國政府莫屬。

外國人在美國的投資罕有豐厚回報，通常比投資國外的美國人所得要低很多。⁴⁸ 以外資在中國的投資回報為例，20 世紀 90 年代，外資的利潤匯出急劇增加，大量抵銷了貿易順差，對中國國際收支的經常項目平衡發生負面影響。更有甚者，在“市場換技術”口號下，不少外國直接投資具有借貸的性質，地方政府往往給外方提供高達 15% 以上的收益率保證。⁴⁹ 商務部統計，到 2006 年 2 月，中國累計批准外商投資企業 55.8 萬家，實際使用外資 6310 億美元，外商直接投資存量 2720 億美元。⁵⁰ 1990~2004 年，中國的外資企業利潤匯出額逾 2500 億美元。⁵¹

調查顯示，2006 年標準普爾 500 指數公司的海外業務增長可觀，海外銷售額平均佔公司總銷售額的 44.2%，其中，可口可樂、

⁴⁷ 有意思的是，除了美債買得實在太多的中國和日本，投資美國證券排名第 3~14 位的，幾乎全是投資美國股票較多的歐美國家（美國財政部：“Preliminary Report On Foreign Holdings Of U.S. Securities At End-June 2006”，<http://www.ustreas.gov/press/releases/hp337.htm>）。

⁴⁸ Kenneth Rogoff：〈什麼魔力支持美元〉，香港《信報》2007 年 2 月 15 日，第 24 頁。美國商務部公佈，2006 年，外國投資者在美國資產上賺得的收益（6293 億美元），首次超過美國人在國外的收益（6220 億美元，是美國有紀錄以來首次出現“投資赤字”（〈美國去年投資赤字〉，香港《信報》2007 年 3 月 16 日，第 28 頁）。即便如此，2006 年在美國收益較大的，恐怕也是持有大量股票資產的歐美國家，而不是大量持有債券的亞洲。

⁴⁹ 然而，經驗研究表明，外國直接投資並未帶來很多新技術轉讓（崔之元：〈擴大內需是一場深刻的革命〉，《香港傳真》No.99~8）。

⁵⁰ 秦大軍、劉喜梅：〈外企五年佔據全國出口半壁江山〉，香港《信報》2006 年 4 月 24 日，第 34 頁。

⁵¹ 〈商務部長薄熙來：中國是經濟全球化的積極參與者〉，《人民日報》2005 年 5 月 23 日，第 14 頁（<http://politics.people.com.cn/BIG5/1026/3407718.html>）。

麥當勞和IBM的比率高達 65%、65%和 56%。⁵² 與此相呼應，2006 年美國股票型基金平均收益高達 15%，是當年銀行利息的三倍。其中，投資中國和印度等亞洲新興市場的基金回報率更是高達 36.9%。⁵³ 2007 年，巴克萊資本訪問了幾十位來自歐洲、亞洲和美國的資產管理人員，80%的受訪者認為，投資中國資產每年回報率最少達 16%。⁵⁴

有中國和日本們大力地吸納美元，不惜讓外匯儲備額屢創新高，才有美國用赤字財政大力發展“戰爭經濟”、保持連續 20 多年經濟平穩增長的餘地。靠血汗工廠出口廉價產品，幾經辛苦換回的美元，還會乖乖回到美國，投資低回報的美債；以美國為首的跨國公司，則在中國理所當然地收取著高額投資回報！2007 年，外企出口額佔中國出口總額 57.1%。⁵⁵ “中國紡織品生產商只能拿到 10%的利潤，90%的利潤都屬於品牌擁有者、批發商、分銷商、零售商等各個環節，而這些環節大多被進口國壟斷”。又譬如，一臺出口DVD售價 32 美元，交外國專利費 18 美元，成本 13 美元，企業利潤一美元。一臺MP3 售價 79 美元，國外拿走 45 美元專利費，製造成本 32.5 美元，企業利潤 1.5 美元。⁵⁶

⁵² 標準普爾研究員調查了標普指數 500 家公司中的 238 家，2006 年的平均比率比 2001 年的 32.3%有大幅增長。隨著海外市場迅速增長，越來越多美國產品在海外生產和銷售，這一增長趨勢還會持續下去（“Foreign Sales by U.S. Companies on the Rise, Says S&P”，標準普爾網站 2007 年 7 月 9 日，http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/070907_SP500FOREIGN.pdf；林行止：〈美匯疲不能興，美國樂享其跌〉，香港《信報》2007 年 8 月 10 日，第 43 頁）。

⁵³ 盧懷謙：〈共同基金緣何成為美國人投資最愛〉，新華網 2007 年 2 月 22 日（http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-02/22/content_5761946.htm）。

⁵⁴ 〈中國資產回報潛力勝印度〉，香港《信報》2007 年 5 月 7 日，第 8 頁。

⁵⁵ 2005 年和 2006 年的比例分別為 58.48%和 58.18%（國家統計局：〈中華人民共和國國民經濟和社會發展統計公報〉2005~2007 年）。

⁵⁶ 〈中國紡織品出口應實行新戰略〉，香港《信報》2005 年 5 月 25 日，第 14 頁；

這，就是“中國通過政府操縱等不公平競爭手段，在美中貿易中大發其財，然後又投資美國政府債券，操縱美國的經濟命脈，對美國的經濟和安全造成嚴重的威脅”？⁵⁷

三、產業轉移與美國貿易赤字

貿易赤字，也不斷地被美國政府和國會拿著來說事兒。2007年5月，保爾森又說話，2006年美國對中國的貿易逆差創下2325億美元的最新紀錄，“已使美國國會充滿挫折感和彌漫保護主義氣氛，這對中國是不利的”。⁵⁸

美國貿易到底怎麼了？

（一）低增值、高污染產業轉出

隨著“世界是平的”全球化推進，以美國為首的跨國公司，將大量高污染、高能耗、低技術、勞動密集型的產業或工序，向發展中國家轉移。跨國公司的產業競爭能力和對發展中國家的產業領導能力，也空前加強。分散的發展中國家，成了西方的生產

〈一臺DVD賺取一美元利潤，中國製造能走多遠？〉人民網 2005年3月11日（<http://homea.people.com.cn/GB/41391/3236349.html>）。又譬如，中國玩具佔據全球市場份額的七成；2006年中國玩具出口超過70億美元，2007年1~8月的數字已達50.9億美元；這鉅大的生產力背後，最大的受益者並非中國企業，而是美泰這樣的外國採購商和品牌製造商；美泰年收入50億美元，其年銷售總量的65%是從中國直接採購的（張浩：〈玩具業能否拒絕“潛規則”〉，《財經》2007年10月1日，第112~114頁）。

⁵⁷ 美中經濟與安全審查委員會負責經濟事務的委員帕特里克·莫洛伊如是說，純屬得了便宜還賣乖（〈美報告：中國已控制美國經濟命脈〉，中國經濟網 2006年11月28日，http://finance.ce.cn/macro/gdxw/200611/28/t20061128_9608325.shtml）。

⁵⁸ 〈保爾森：中國須加快匯改〉，香港《信報》2007年5月4日，第15頁。

線、車間、甚至是大“排污池”。⁵⁹

在這個背景下，除了牽扯軍工的幾家汽車，美國的許多普通消費品製造，早就轉移日本、韓國、臺灣和中國內地了。譬如“休瑟說，現在美國人消費的製造業產品有三分之一來自進口，在1992年這個比例只有四分之一，在1982年只有15%。自從1998年以來，進口產品中有三分之二來自發展中國家，其中有一半來自中國。”⁶⁰

（二）軍工與高科技嚴格管制

跟低端的消費品製造業正相反，高附加值的美國軍工和高科技產業，不會輕易轉出去。相應地，美國的製造業增加值，可以從1990年佔全世界23.58%，進一步上昇至2001年的26.33%。⁶¹

這些高科技和軍工產品，不但技術不轉，連產品都不輕易賣。幾十年來，以美國為首的“巴統”17國，對蘇聯、東歐國家以及中國等採取禁運，目的是防止和限制西方的戰略物資、高技術及產品流向社會主義國家。冷戰結束，1994年“巴統”解散，限制卻依然存在，1996年成立的“瓦森納協議”就是“巴統”的延續。在“瓦森納協議”的兩份控制清單中，一類是兩用商品和技術清單，涵蓋先進材料、材料處理、電子、計算機、電信、信息安全、傳感與激光、導航與航空電子儀器、船舶與海事設備、推進系統等九大類；另一份是軍品清單，涵蓋各類武器彈藥、作戰

⁵⁹ 詳見梁曉：《世界是平的嗎？》中〈美國：“永久性戰爭經濟”〉一章的分析。

⁶⁰ 李玥編輯：〈貿易全球化之利弊〉，《經濟觀察》2006年第23期，第32頁。

⁶¹ 根據世界銀行公佈數據，中國製造業增加值佔世界比重，從1990年的2.64%增加至2001年的7.54%；歐盟的比重，則從1990年的27.57%減少至2001年的20.73%（<http://devdata.worldbank.org/wdi2005/Section4.htm>）。

平臺及其相關部件、設備、材料和技術，共 22 類。⁶² 美國商務部下屬工業安全局（Bureau of Industry and Security, BIS）制定出口管理條例，2500 多項技術和產品需要申請出口許可證。⁶³ 近年來對中國的限制還不斷增加。在中國進口的科技產品中，美國的份額已經從 2001 年的 18%，下降到 2005 年的 8%。⁶⁴ 2005 年，中國商務部副部長廖曉淇說，美國拒絕向中國出口核電子技術設備和衛星等高科技產品，至少喪失了 250 億美元的對華出口。⁶⁵ 2007 年 6 月 15 日，美國公佈對華高科技出口管制新規定，進一步擴大了對華出口管制許可證商品和要求中國商務部出具最終用戶說明的範圍，涉及 20 個大類。⁶⁶

至於沒什麼敏感技術含量的產品，例如大豆、牛肉、好萊塢大片，美國倒是想方設法地出口，經常成為貿易談判和爭端的重要議題。斯蒂格利茨說，美國“借自由市場之名行保護主義之實”。以農業補貼為例，2.5 萬名“富得流油”的美國棉農把高達 30~40 億美元的補貼瓜分殆盡，美國成為全球最大的棉花出口國。增加的產量壓低棉花價格，僅在非洲撒哈拉沙漠以南地區就有一

⁶² 如何貫徹上述清單，同意出售什麼或拒絕什麼，理論上由各國根據自己的法律和政策自主決定。但是，美國就一直極力阻撓歐盟的對華軍售解禁問題（翟玉成：〈歐盟對華軍售禁令的歷史、現狀與前景評析〉，中國網 2004 年 6 月 7 日，http://www.china.com.cn/military/zhuanti/dhjs/txt/2004-06/07/content_5580274.htm）。

⁶³ 李昕、黃山：〈美對華科技出口管制調緊〉，《財經》2006 年 6 月 12 日，第 100~102 頁。

⁶⁴ 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〉，香港《信報》2006 年 11 月 15 日，第 21 頁）。

⁶⁵ 〈美喪失 250 億美元對華出口〉，香港《信報》2005 年 11 月 15 日，第 5 頁。

⁶⁶ 新規定涵蓋航空器及航空發動機、慣性導航系統、激光器、光學纖維、貧鈾、水下攝像機及推進系統、先進複合材料以及高科技通訊器材（〈商務部：美須承擔收緊高科技出口後果〉，香港《信報》2007 年 6 月 20 日，第 17 頁）。

千萬棉農受影響，竭盡全力只為爭取能糊口的收入。美國沒想過取消棉花補貼，反而提出開放國內棉花市場，使談判具有了“超現實主義色彩”——由於鉅額補貼帶來的低價格，美國即使取消官方壁壘，也根本不需要進口棉花。⁶⁷

農產品的戰略意義不言而喻。大量轉移出去的普通消費品製造業，美國政府不補貼。於是，廉價消費品不斷進口，美國繼續逆差，而美國的逆差來源地，過去主要是日本，現在加上中國，本國貨幣倍受來自美國的升值壓力。值得一再提醒的是，1985年“廣場協議”，日元被迫大幅升值，隨後，日本經濟泡沫破裂，一蹶不振了近20年。美國經濟卻在穩定地蓬勃發展。⁶⁸

四、誰來養活美國？

美國GDP只佔全球三分之一，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。⁶⁹

（一）亞洲補貼美元霸權

由於美元具有國際核心貨幣的地位，美國可以獨自背負鉅額的本幣債務，不會像較不發達、存在原罪問題的債務國那樣，受到貨幣攻擊。在沒有通貨膨脹的情況下，美國幾乎可以無休止地從國外

⁶⁷ Joseph Stiglitz：〈布殊政府補貼棉農得不償失〉，香港《信報》2006年10月23日，第27頁。

⁶⁸ 90年代以來，美國經濟增長率平均為3%左右，只有1990~1991年以及2001年出現兩次輕微衰退，失業率也維持在5.5%以下（〈格去貝來新局面，利率去向看不清〉，香港《信報》2006年2月1日，第1頁）。

⁶⁹ 曹仁超：〈投資者日記〉，香港《信報》2006年6月3日，第9頁。

借債，彌補其鉅額財政赤字。從某種程度上說，這是一個“良性”循環。⁷⁰

歐洲人說，“美國是免費旅行，購買了貨物只付紙。”⁷¹ 美國人說，“只有勞作才能創造出財富。而‘美元’卻不是勞動造就的——印製一千億美元的鈔票和印製一張一美元鈔票所投入的勞動有多大差別呢？它不僅欺騙了普通百姓，即使是那些用商品和服務去換取我們的‘美元’的人，也是上當受騙的受害者”。⁷² 美國人墨頓·米勒拿諾貝爾獎興高采烈，“我們指揮你們給我們送來這些費盡千辛萬苦生產出來的、奇妙的汽車、照相機和機床。而我們又給你們提供了什麼呢？只不過是喬治·華盛頓的一些頭像。”⁷³ 蒙代爾討論時說：“日本儲蓄率很高，投資和建造了很多工廠，生產出大量的產品。接著他們把一些儲蓄借給美國人，使他們購買自己的產品，再生產過程就完成了”。⁷⁴ 布盧姆指出：“亞洲目前是美元勢力的最後支柱”。⁷⁵

⁷⁰ 羅納德·麥金農：《美元本位下的匯率》第196頁。

⁷¹ 納賽爾·薩博：《投機資本：全球金融業中看不見的手》，機械工業出版社2002年，第124頁。

⁷² Lawrence Parks：“What the President should know about our monetary system”，安迪森·維金：《美元的墜落》第80頁。源源不斷地收取著“鑄幣稅”的美國，還不忘“節省成本”：2007年10月，美國鑄幣局表示，考慮減少美元硬幣的金屬用量，希望為美國政府每年節省一億美元（〈美硬幣改成色省成本〉，香港《信報》2007年10月30日，第36頁）。

⁷³ 墨頓·米勒：《墨頓·米勒論金融衍生工具》，清華大學出版社1999年，第247頁。

⁷⁴ 傑弗里·弗蘭克爾：〈日本和東亞的經濟政策〉，羅伯特·A.蒙代爾、保羅·J.扎克編：《貨幣穩定與經濟增長》，中國金融出版社2004年，第190頁。

⁷⁵ 匯豐外匯策略員布盧姆如是說。格林斯潘認為，各地的金融管理局和央行，正在把美元資產轉為歐元資產。國際結算銀行（BIS）2006年10月公佈的報告也指出，澳大利亞、南非、智利、巴西等國正逐漸擺脫與美元的密切關係（〈格老稱央行棄美元增持歐羅〉，香港《信報》2006年10月27日，第7頁）。

越來越多的內在失衡已經讓美國經濟焦頭爛額：貿易赤字、聯邦預算赤字、個人債務、空前低水平的國民儲蓄率、資產的價格泡沫，當然還有史無前例的高消費支出。如果把這些失衡放在任何一個其他國家的身上，恐怕這個國家早已經分崩離析了。但是美元卻逃脫了這一命運，其原因在於，亞洲國家的中央銀行為避免本幣升值而開始囤積美元。⁷⁶

對發展中國家，“無論危機具體情況如何，國際貨幣基金組織給危機國家開出的藥方一概是‘自由化+財政緊縮’的萬應靈丹。”結果往往造成“IMF蕭條”乃至“IMF騷亂”。曾任肯尼迪總統特別助理的歷史學家阿瑟·施萊辛格評價說：“至於華盛頓堅持的財政純潔性，就一個曾以通貨膨脹、濫發紙幣和向國外投資者出售公債後又以拒絕償付的辦法為自己的開發籌集如此大量資金的美國來說，那或許是最不恰當的廢話。如果以國際貨幣基金組織的準則來支配19世紀的美國經濟，則我們自己的經濟發展勢將推遲很長時間。對發展中國家宣揚正統的財政理論，我們有點兒像站在一位老妓女的地位說話，她現在有錢退休了，但卻認為，為了公眾道德應關閉花街柳巷。”⁷⁷ 安迪森·維金說：“如果在一個能夠真正實現貨幣自由流通的體系裡，美元恐怕早已經土崩瓦解了。”⁷⁸ 其實，美國並沒有像施萊辛格所說——已經“從良”，相反，在美元霸權的威力下，“雙赤字”帶動經濟平穩增長，玩得越發純熟。事實上，美國成了國際金融體系中惟一不受監督的特權國家。⁷⁹

⁷⁶ 安迪森·維金：《美元的墜落》第47頁。

⁷⁷ 梅新育：《國際游資與國際金融體系》第401~402頁。

⁷⁸ 安迪森·維金：《美元的墜落》第46頁。

⁷⁹ 梅新育：《國際游資與國際金融體系》第429頁。黑體加重為筆者所為。

在 40 年前布雷頓森林體系的最後日子裡，尼克松政府的財長約翰·康納利告訴歐洲同行，雖然美元是“我們的”貨幣，但其錯配及其造成的全球不平衡，可是“你們的”問題。……今天的情形沒有什麼不一樣。⁸⁰

(二) 新“三角貿易”

我們只用很少的紙幣（美元）去交換亞洲地區豐富的產品和服務，我們也足夠聰明地知道這一切並不公平，當我們送去這些紙幣時，我們必須要提供真正有價值的產品——美國太平洋艦隊。⁸¹

美國海軍學院教授 Thomas Barnett 道破了其中的關鍵。在所謂的“地理大發現”年代，臭名昭著的“三角貿易”，把沾滿非洲黑奴血汗的美洲金銀，源源不斷地輸送到印度、中國和日本等地，為歐洲抵銷對東方的貿易赤字。⁸² 運轉的潤滑劑，是歐洲的船塢炮利。如今，異曲同工的新“三角貿易”已經形成。

如圖~3 所示，美國的財政赤字、製造業軍工化和貿易赤字相輔相成，其中的關鍵，就是製造業軍工化。軍工不是市場經濟，通過政府財政赤字增加國防預算，可以直接落實到對軍工企業的採購訂單。因此，在普通製造業外移、佔 GDP 比重下降的趨勢下，越來越大的軍工成份，讓美國製造業還可以保持總產出額和增值額平穩增長。高科技就是軍工。一頭是美國對高科技產品和技術

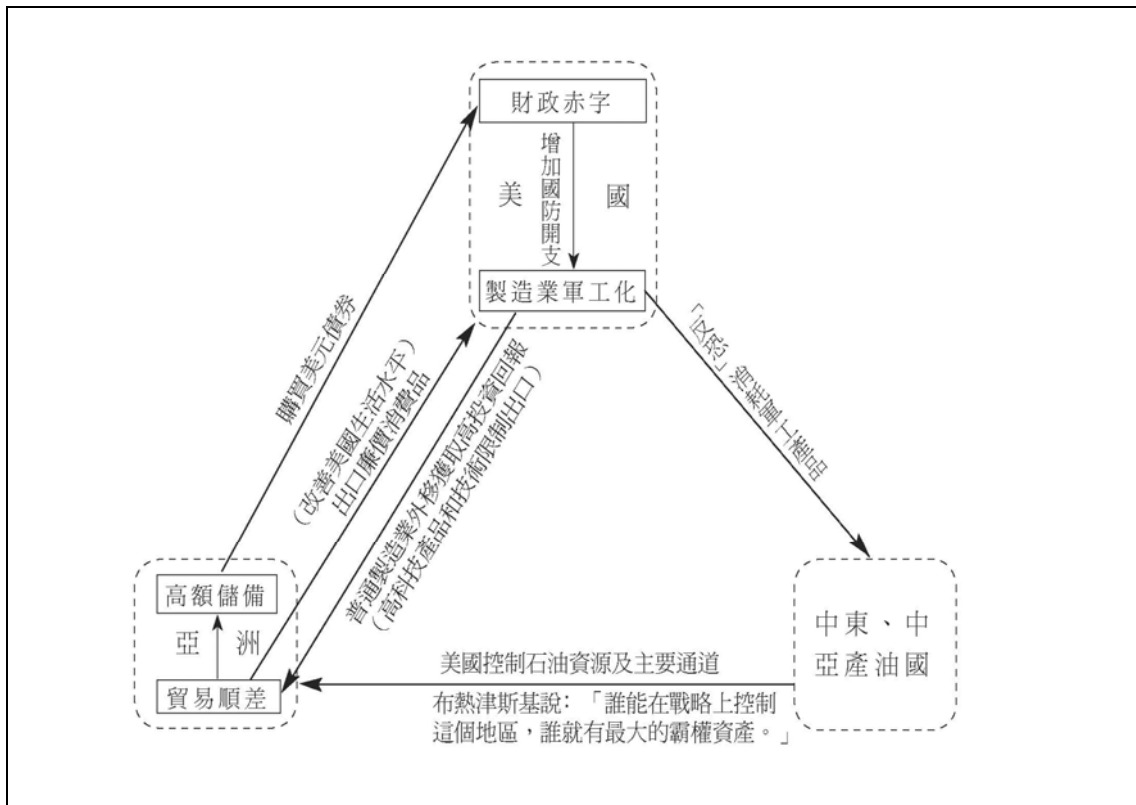
⁸⁰ 布拉德福德·德龍：〈“你們的問題”〉，《財經》2007 年 12 月 24 日，第 118 頁。

⁸¹ 美國海軍學院教授 Thomas Barnett 文章中如是說（〈美聯儲——世界上最神秘的私人壟斷公司〉，中國社會科學院經濟文化研究中心：《調查研究通訊》No.2007~2）。

⁸² 貢德·弗蘭克：《白銀資本——重視經濟全球化中的東方》，中央編譯出版社 2001 年，104~119 頁。

出口諸多限制；另一頭，是跨國公司為追逐低成本而搬到亞洲的工廠車間，源源不斷地將消費品輸回美國，反映在海關統計上，是美國的進口。一裡一外，美國對亞洲的貿易赤字只能居高不下。

圖~3：貨幣博弈參與的新“三角貿易”之邏輯流程



亞洲的存在不可或缺。除了提供廉價日用消費品外，由於不斷累積的對美貿易順差，亞洲的美元儲備迅速增加。這些亞洲美元不斷回流，支持美國政府大量發行美元債券，彌補鉅額財政赤字。財政赤字、貿易赤字和製造業軍工化成了良性循環，成了一個對美國越來越有利的正反饋。再加上“上帝站在我們這邊”的“反恐戰爭”，美國生產出來的軍工產品，可以“消費”到所謂的“恐怖主義”國家，讓美國得以控制中東和中亞地區極具戰略意義的石油資源。這些地區的石油，有相當部分還要通過美國控

制的海上航線，例如馬六甲海峽，最終輸往東亞。⁸³ 新“三角貿易”，完整地“世界大循環”起來。

美國的軍費支出，常年佔世界軍費支出的一半。更有甚者，2005年新增的全球軍費開支，80%來自美國。⁸⁴ 美國擁有獨一無二的軍事地位，再加上美元霸權“無與倫比的影響力”，⁸⁵ 新“三角貿易”運轉的潤滑劑，仍然是“不當帝國的帝國主義”。

（三）美元貶值“削債”

為了讓美國在這個新“三角貿易”中的利益可以進一步擴大，還有一道手續不可少——美元貶值，是公開的變相“削債”。“如果一國發行了大量的以本幣計值的外債，那麼該國就有利用通脹和匯率貶值降低債務負擔的強烈動機。”⁸⁶ “美國作為主要貨幣儲備國，擁有無限的美元儲備。”美國對外負債越多，美元貶值的誘惑力越大。⁸⁷ “對美國國民而言，美元貶值和美元加息相比，前

⁸³ “瞥一眼所謂的恐怖分子避難所和敵對無賴國家分佈地圖，會發現它簡直就是一幅‘世界主要能源分佈地圖’”（瓦西里斯·福斯卡斯、比倫特·格卡伊：《新美帝國主義》，世界知識出版社2006年，第15頁）。日本的石油消費，99%靠進口，其中七成以上來自中東地區；2005年，中國的石油對外依存度是42.9%，這一比例還在上昇，進口的石油中，有80%要通過馬六甲海峽。關於石油的戰略意義，詳見梁曉：《世界是平的嗎？》中〈石油：不全是經濟〉一章的分析。

⁸⁴ 2006年全球軍費開支約1.2萬億美元，美國5287億美元，佔46%。排名第2~15位的國家加起來也不過是37%（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）。

⁸⁵ 王小強：《投機賭博新經濟》第247頁。

⁸⁶ Robert J. Barro：〈世界貨幣聯盟〉，亞洲開發銀行：《東亞貨幣與金融一體化》，經濟科學出版社2005年，第149頁。

⁸⁷ 蘇珊·斯特蘭奇：《賭場資本主義》第10、220頁。

者是更好地恢復國際收支平衡的工具。因為美元加息是讓美國國民自己承擔調整成本，而美元貶值是讓其他持有美元資產的國家和美國一起來承擔調整成本。”⁸⁸

當一般性地貶值不完全有利時，還可以特殊逼迫債權國貨幣升值，達到更直接的“削債”目的。所以，真正的美元霸權，不僅體現在各國儲備中美元儲備的份量，或是美元的國際化率比其它貨幣高多少；更關鍵的是，美國欠別國的美元債務，還可以用“超級 301 條款”、半年一次的“匯率操縱國”認定、⁸⁹ 反補貼稅、向 WTO 申訴，乃至重量級的“廣場協議”，五花八門的“大棒”，逼債權國貨幣升值。

日本歷來是買美債最多的國家。“從布雷頓森林體系崩潰以來的整個歷史階段來看，日元兌美元的匯率主要受美國政府控制，日本政府對這一匯率的影響明顯處於弱勢。……日元的匯率主要由美元或者說是美國決定”。⁹⁰ 日元兌美元匯率，從 1985 年的 240 飆升至 1995 年的 80，且不說日本股市和房地產泡沫由此破裂、出現嚴重的通貨緊縮、經濟陷入低谷十幾年難以翻身，僅是美元債權價值“大縮水”的損失，就已經是“打落牙齒和血吞”了。

這還不算完。雖然美元兌日元貶值的大方向已定，日本央行仍然很頑強地頻繁干預匯市，試圖保持日元匯率穩定。“但是干

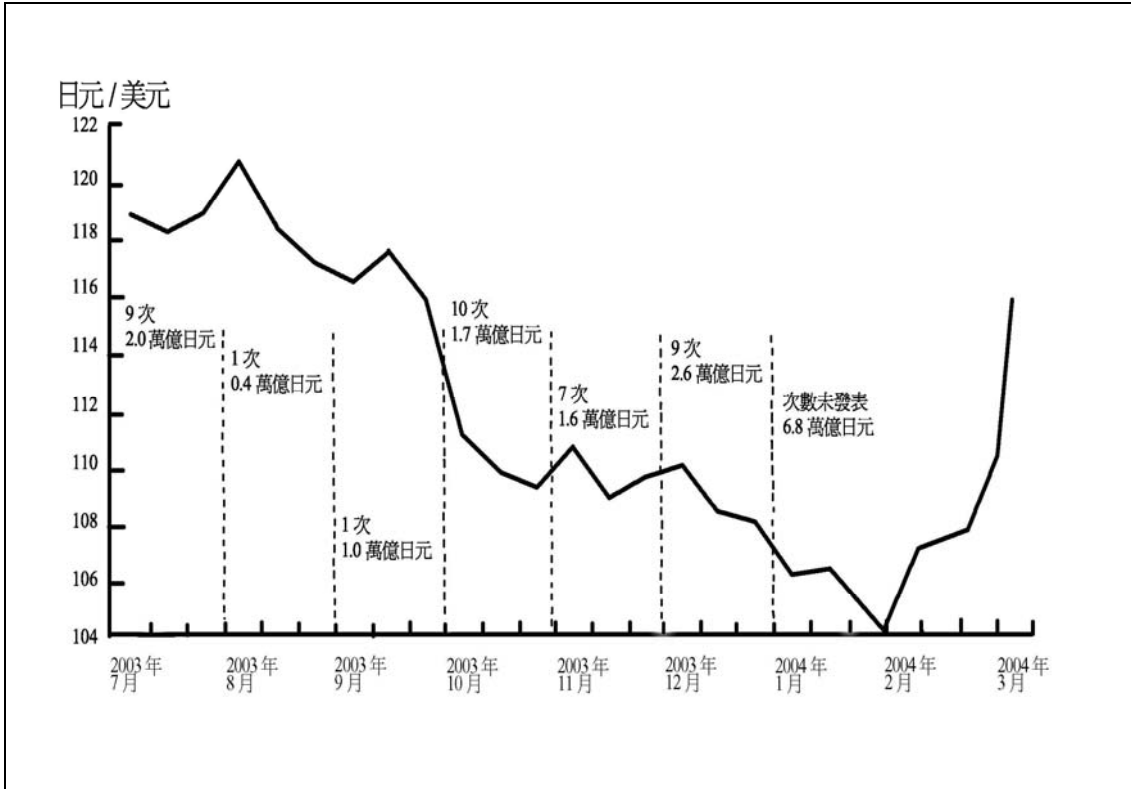
⁸⁸ 張明：〈美聯儲政策如何影響中國經濟〉，《新京報》2007 年 5 月 11 日（http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-05/11/content_6084030.htm）。

⁸⁹ 實際上，最大的匯率操縱國正是美國自己（Henry C K Liu：“The US as leading currency manipulator”，*Asia Times*，http://www.atimes.com/atimes/China_Business/IB15Cb03.html；Caroline Baum：“China Isn't a Manipulator, U.S. Congress Is”，*Bloomberg News*，<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601039&sid=agnIfmHbnjVg&refer=home>）。

⁹⁰ 趙慶明：《人民幣資本項目可兌換及國際化研究》，中國金融出版社 2005 年，第 131、157 頁。

預往往以失敗告終。”

圖~4：日元匯率與日本對匯市的頻繁干預，2003~2004年



資料來源：日本銀行資料（參照張季風：《掙脫蕭條：1990~2000年的日本經濟》第79頁，修訂繪製）。

例如，日本央行2003年前五個月的匯市干預就耗資6.4萬億日元——相當於2002年日本對美貿易盈餘的84%。2003年下半年，日本政府干預匯市動用的資金多達20萬億日元以上，創歷史最高紀錄。日本財務省2003年12月18日決定，在2004財政年度預算中，將干預匯市所需資金額度大幅增加到40萬億日元。⁹¹幾萬億甚至幾十萬億日元的大手筆干預，敵不過美國的敲打、大量國際投機熱錢對日元昇值的預期、以及升值預期的自我實現，2003年下半年到2004年初，日元匯率仍是毫不留情地拾級而上，

⁹¹ 趙慶明：《人民幣資本項目可兌換及國際化研究》第131、145頁；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年，第79頁。

日元兌美元從 119 昇到 104 (圖~4)。強大市場壓力下央行的逆市干預，可能會像“用一隻水桶和一塊抹布去對付密西西比河水泛濫。”⁹² 幾年的貿易順差，可以輕而易舉地在外匯市場上輸掉。

如今，中國成為美債的第二大買家。⁹³ 中國外匯儲備已近 1.7 萬億美元，其中美元儲備的比重，流行的說法是大概佔七成。2005 年 7 月~2008 年 3 月，人民幣兌美元累計升值超過 15%，⁹⁴ 邏輯上，意味著上千億美元的儲備隨著美元貶值而“蒸發”。僅 2008 年第一季度，人民幣就升值了 4.15%。還有人按中國外匯儲備九成是美元的比例測算，僅 2008 年 2 月，就“縮水”357 億美元。⁹⁵

不買美債行不行？人民銀行行長周小川曾表示，“中國無意

⁹² 1992 年，索羅斯率百億美元打英鎊，英鎊隔夜拆借利率摸高一百釐。歐盟全體手忙腳亂，投入成百上千億美元救市時，遭金融界如此嘲諷（韓文高：《世紀末金融風暴》第 51 頁）。

⁹³ 不是巧合的巧合，正是在 2003 年日元升值壓力最大的節骨眼上，日本率先發難，提出人民幣幣值低估。自此以後，日元的升值壓力果然開始減輕，日元兌美元匯率從 2004 年 2 月開始大幅下降，3 月已經下降到 112 左右，平穩波動。與此同時，人民幣的升值壓力則越來越大，2005 年 7 月不得不“突如其來”地升值 2%，從此進入“小步快跑”的升值軌道。到 2006 年，日元甚至可以在 120 左右波動了。

⁹⁴ 2005 年 7 月 20 日，1 美元兌人民幣 8.2675 元；2008 年 3 月 28 日，1 美元兌人民幣 7.0105 元。

⁹⁵ 〈人民幣升值快，2 月外儲料縮水 357 億〉，香港《信報》2008 年 4 月 7 日，第 9 頁。這還只是假設美元儲備原封不動，換算為人民幣的匯兌損失。實際上，目前的結匯制度下，人民銀行從商業銀行手上買入外匯，勢必增發人民幣；為了對沖這憑空多出來的一大塊基礎貨幣，又必須採取提高存款準備金率、增發央票等措施，來收緊銀根（梁曉：〈中國宏觀調控捉襟見肘〉，《亞洲週刊》2008 年 3 月 9 日，第 38 頁）。裡外裡，都會使人民銀行的負債上昇。任志剛說得明白，既然這是新增的負債，自然要為此支付利息（任志剛：〈累積外匯儲備〉，香港金融管理局網站 2007 年 1 月 4 日，<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/viewpt/index.htm>）。李衆敏測算，中國 1.5 萬億外匯儲備每年成本超過 750 億美元，相當於借入年利率為 7.2% 的資產（李衆敏：〈我國外匯儲備的成本、收益及其分佈狀況研究〉，*Working Paper No.0806*，中國社會科學院世界經濟與政治研究所國際金融研究中心 2008 年 4 月 3 日）。

進一步擴大外匯儲備”，美元匯率應聲大幅下跌，國際輿論大嘩。2007年初，中國政府決定設立投資公司管理國家外匯，對外匯儲備作更多元化的投資，同時一再表示，“公司正式投入運作後，中國將繼續買入美國政府債券”；中國拓寬外匯運用方式主要是解決新增外匯的運用問題，“不會涉及既有外匯資產，更不會大量出售美元資產”。⁹⁶ 美聯儲主席伯南克語重心長：中國購買美國國債“有自己的利益在其中”，……任何急劇的改變都不符合中國的利益。⁹⁷ 還是無官一身輕的格林斯潘說得輕巧：別擔心中國會大量拋售手中的美國債券，因為，找不到這麼多買家。⁹⁸

多買些其它外匯資產行不行？趕在中國投資公司正式掛牌的當口兒，歐盟官員說得更明白，主權財富基金（SWF）在歐洲的投資將受限制。⁹⁹

貨幣博弈，不是經濟，而是政治。

⁹⁶ 郭茹、王蔚祺：〈美元一度大跌，市場誤讀“無意擴儲說”？〉《第一財經日報》2007年3月22日（<http://finance.people.com.cn/BIG5/5497723.html>）；〈人行：設投資公司後仍購美債〉，香港《信報》2007年3月12日，第2頁；〈人行：拓寬外匯運用不影響美元資產〉，香港《信報》2007年5月11日，第14頁。

⁹⁷ 〈貝南奇：中國不會拋售美國債〉，香港《信報》2006年2月18日，第5頁。美國前財政部長薩默斯則說得直接：如果中國停止平均每星期幾十億美元的美債購買量，美國經濟就會有大麻煩，但是，中國經濟由於對美國出口萎縮，也會有大麻煩，事實上，雙方已經陷入“金融恐怖平衡”的狀態（宋鴻兵：《貨幣戰爭》第229頁）。

⁹⁸ 美國國債價格持續下跌，格林斯潘於2007年6月12日如是說（〈格林斯潘暗示美債風光不再，中國難大量脫手〉，星島環球網2007年6月13日，http://www.singtaonet.com/fin/200706/t20070613_556433.html）。

⁹⁹ 醞釀多時的主權財富基金“新丁”中國投資公司，2007年9月29日正式掛牌，有可能入股歐洲最大的私募基金Apax Partners；幾乎同時，歐盟官員說，主權財富基金的運作應該更加透明，否則，在投資歐洲某些戰略行業或嘗試進軍某些行業時，歐盟有充分理由介入。據估計，中國及中東諸國的主權財富基金總資產高達2.5萬億美元（〈歐威脅限制SWF投資〉，香港《信報》2007年9月29日，第8頁；〈中投今成立，或入股歐最大私募〉，香港《信報》2007年9月29日，第7頁）。