

香港傳真

(香港) 桑尼研究有限公司
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2009-56

2009年10月16日

轉向，不以人的意志為轉移

中信泰富經濟研究部 梁曉

中國改革開放30年，與國際慣例接軌，市場經濟自由民主，小政府、大社會，以美國體制為榜樣，美國就是人間天堂。始料不及的是，問題恰恰就出在全球經濟一體化程度最高的金融領域，改革開放的楷模爆發“金融海嘯”。從“金融金字塔頂端”——投資銀行出身的保爾森開始，“向左轉”，行政干預市場，大刀闊斧國有化金融企業，大刀闊斧限制買空賣空，大刀闊斧“去槓桿化”，連金融企業高管的工資獎金都不讓市場調節了，金融創新帶領“我們正進入金融社會主義時期”？¹ 具有劃時代的歷史意義。

¹ Richard Sennett：〈西方應走社會主義道路〉，《金融時報》中文網（<http://www.ftchinese.com/story.php?storyid=001022484&page=1>）；黑體字為筆者所為。

一、無法面對的國有化

美國政府大量注資，² 持有若干金融企業的多數股權，還要為企業將來可能繼續產生的虧損做鉅額擔保。³ 由政府提供，“讓這些銀行重投正常運作的資金，遠超過它們的市值”。⁴ 不管口頭上承不承認，貼沒貼上“國有化”標籤，技術上是採取對壞資產提供擔保、貸款、有投票權的普通股、無投票權但較高分紅的優先股，還是先優先股再轉為普通股等不同模式，形形色色的國有化進程，不以人的意志為轉移。耳熟能詳的例子有：

房利美和房貸美 — 這兩個世界上有史以來最大的金融機構 — 的國有化，標誌著這個資本主義歷史上最大的、最靈活的、最善於創新和最充分競爭的市場 — 華爾街股票市場和美國債券市場 — 的完全失敗。曾經是世界上最資本主義化國家的最資本主義化的政府，已經決定鏟除這個國家最大、最重要的私人金融

² 截至 2009 年 3 月 18 日，美國政府承諾的救市資金總額為 9.9 萬億美元，已動用 2.2 萬億美元，用於直接投資、借貸和擔保。其中，政府作為投資者這一項，已動用資金 1.2 萬億美元（〈美國狂印鈔票，再向市場注資九萬億〉，中國評論新聞網 2009 年 3 月 20 日，<http://www.chinareviewnews.com/doc/1009/1/8/7/100918787.html?coluid=7&kindid=0&docid=100918787>）。

³ “具體一點，花旗及美銀兩者有合理機會（但不一定）在未來數年錄得數千億美元的虧損，它們的資本（即資產減去債務）的餘額，遠遠不足以支付這潛在虧損。……這些銀行未倒閉的唯一理由是政府作為其後盾，不明言地擔保它們的債務”（Paul Krugman：〈支持銀行國有化〉，香港《信報》2009 年 2 月 24 日，第 29 頁）。

⁴ “花旗及美銀合計市值少於三百億美元，而這價值很大部分是基建於投資者憧憬銀行股東可從政府拯救方案獲一點救濟。如果政府拿出所有資金，政府應換來銀行的擁有權”（Paul Krugman：〈支持銀行國有化〉，香港《信報》2009 年 2 月 24 日，第 29 頁）。

企業的老闆，以政府任命的官僚取代之。⁵

AIG, 2008年9月實施國有化，80%股份國有，大股東——政府隨即撤換行政總裁。⁶ 截止2009年3月，AIG已先後接受美國政府1700億美元拯救資金。⁷

花旗銀行，政府以購入優先股的形式，先後注入現金450億美元，另外為花旗約3060億美元的問題資產提供擔保。⁸ 2009年2月，花旗集團設計方案增加股本，將政府持有的450億美元優先股轉換為普通股。⁹ 7月30日，美國政府正式持有花旗集團34%

⁵ *Times*經濟學家Anatole Kaletsky：“We’re all capitalists now? Not any longer”（http://www.timesonline.co.uk/tol/comment/columnists/anatole_kaletsky/article4735446.ece）。Euro Pacific Capital總裁Peter Schiff說，“這項行動代表著這個國家邁向社會主義最大的步伐，標誌著美國曾經引以為自豪的自由市場經濟的終結。”澳大利亞《堪培拉時報》評論，正如中國建設中國特色的社會主義經濟一樣，美國也在建立美國特色的社會主義經濟。前德意志銀行高管Roger Ehrenberg說，“我們已經跨越了從資本主義到社會主義的紅線”（〈外媒稱美國大步邁向美國特色社會主義〉，《環球時報》2008年9月24日，http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/world/2008-09/24/content_10100107.htm）。

⁶ 〈聯儲局6630億救AIG穩定金融體系〉，香港《信報》2008年9月18日，第2頁。當時接任的行政總裁愛德華·利迪2008和2009年的年薪只有一美元；2009年8月離任時也拒絕領取集團曾經答應分配給他的股權（〈AIG新CEO七百萬年薪加鉅額花紅〉，《星島日報》2009年8月18日，<http://hk.news.yahoo.com/article/090818/3/drgn.html>）。

⁷ 〈AIG發鉅額花紅，財政部欲阻無從〉，香港《信報》2009年3月16日，第12頁。

⁸ 這是一個“損失分擔機制”——“由此等‘毒產’引致的虧損一旦超過290億美元，美國政府與花旗將按九一之比承擔”（畢老林：〈難為大股東〉，香港《信報》2008年11月26日，第34頁）。

⁹ 如何確定轉換價格成為一大難題——如果以2月25日收市價每股2.52美元兌換，政府的持股量將大增至40%左右（〈花旗政府持股或增至40%〉，香港《信報》2009年2月27日，第14頁）。

股權，成為該銀行最大股東。¹⁰

“自由市場堅定的擁護者”格林斯潘說：“我們可能需要暫時把部分銀行國有化，急速進行有秩序地重組。”¹¹ 2009年2月26日，政府推出新“壓力測試”方案，強制資產值超過一千億美元的19家大銀行進行測試，以釐定各銀行是否有足夠資本度過金融危機。“華府給予19家銀行六個月時間，向私人市場融資，若不成功，可向聯邦政府七千億美元拯救銀行方案中獲取資金。……拯救方案的其中一個改變是引入優先股換股的選擇權，讓政府可更有彈性監管資金的使用。”¹² 中小型銀行也沒拉下，“美國聯邦儲蓄保險公司（FDIC）最近接管一些FDIC認為將破產的銀行，平均每星期接管約兩間。”¹³

美國政府要接管的不僅僅是銀行。“華府構思可以託管（conservatorship）或接管（receivership）面對破產威脅而又危及金融系統的大型非銀行機構，當局並有權控制這些企業的業務，出售或轉讓其部分資產。新規例將容許政府提供貸款、買入資產、投資證券或擔保債務，以穩定有關企業”。¹⁴

¹⁰ 美國政府將把 250 億美元優先股轉換為普通股（〈美國政府週四將正式持有花旗集團 34% 股權〉，路透中文網 2009 年 7 月 29 日，<http://cn.reuters.com/article/wtInvesting/idCNnCN831740920090729>）。

¹¹ Paul Krugman：〈支持銀行國有化〉，香港《信報》2009 年 2 月 24 日，第 29 頁。

¹² 首 19 大銀行佔美國銀行業資產總值的三分之二，估計包括花旗、美銀、大通、富國銀行等全國性銀行。“新援助方案中，政府購入銀行優先股，股息九厘，股份可按 2 月 9 日前收市價折讓 10% 的價格，轉換成普通股，股份轉換須先取得監管機構的批准，但優先股會於七年後自動轉換”（〈美 19 銀行作壓力測試〉，香港《信報》2009 年 2 月 27 日，第 14 頁）。

¹³ Paul Krugman：〈支持銀行國有化〉，香港《信報》2009 年 2 月 24 日，第 29 頁。

¹⁴ “聯邦存款保險公司（FDIC）一向有清晰程序，以接管即將倒閉的銀行。但當局應付非銀行金融企業瀕危時沒有類似程序，因此去年應付貝爾斯登、雷曼兄弟

2009年6月1日，百年老店通用汽車申請破產保護，政府計劃將其向通用提供的五百億美元貸款，轉換為新通用公司的60%股權，成為大股東。“完成債務及業務重組的新通用，將成為美國國營企業”。¹⁵

美國以外也不平靜。2008年10月13日，英國政府向三大銀行注資370億英鎊，成為三者的控股股東；加上2月被政府收購的北岩（Northern Rock），“英國銀行被國有化的程度達到罕見水平”。¹⁶ 其中蘇格蘭皇家銀行（RBS）獲注入二百億英鎊，政府持有六成股權；2009年1月21日第二輪銀行業救援方案，政府再注資255億英鎊增持股權，並為其問題資產提供擔保，¹⁷ “這意味著RBS又向國有化進程邁進了一步”。¹⁸

2009年3月20日，德國聯邦議院通過一項新法案，允許政府在必要情況下將德國住房抵押貸款銀行（Hypo Real Estate Holding

和AIG瀕臨倒閉的問題極為複雜”（〈華府盼可接管非銀行金融集團〉，香港《信報》2009年3月23日，第12頁）。

¹⁵ 聯合汽車工會（UAW）的退休保健基金佔17.5%股份，加拿大政府亦將持有新通用12%股權，而無擔保債券持有人則佔一成股份；工會和債券持有人將獲購入更多新通用股權的認股證權益。這是美國歷來最大宗的製造業破產案，亦是僅次於2008年9月雷曼兄弟和2001年世界通訊（WorldCom）破產的美國歷來第三大破產案（〈通用汽車正式遞交破產保護申請〉，星島環球網2009年6月2日，http://www.stnn.cc:82/fin/200906/t20090602_1037627.html）。

¹⁶ 〈英銀行國有化度難關〉，香港《信報》2008年10月21日，第32頁；黑體字為筆者所為。

¹⁷ Peter Thal Larsen：〈蘇格蘭皇家銀行瀕臨國有化邊緣〉，《金融時報》中文網2009年3月2日（<http://www.ftchinese.com/story.php?storyid=001024961>）。

¹⁸ 作為對政府資助的回報，RBS與英國財政部簽署捆綁協議，承諾向英國客戶提供60億英鎊的放貸額度。在2009年1月19日曝出英國企業史上最大年度虧損之後，RBS的市值繼續大跌，比2007年2月高峰期減少了98%（〈蘇格蘭皇家銀行命懸一線，成國有化白老鼠〉，星島環球網2009年1月21日，http://www.stnn.cc:82/fin/200901/t20090121_966172.html）。

AG, HRE)股東的財產收歸國有,“這樣的強制沒收(expropriation)是德國自20世紀30年代以來的第一次”。HRE是德國第二大商業地產借貸機構,也是第一家接受政府援助的銀行,在此之前,政府已經向HRE提供了超過一千億歐元的援助和債務擔保。¹⁹

政府處處插手的必然結果,“令人匪夷所思的是,落入政府之手的美國銀行業資產比例較中國還要高”。²⁰《經濟學家》2008年11月乾脆預言,隨著英國、美國和歐洲國家相繼大手注資銀行,“到2008年底,政府將成為大部分發達國家金融行業的最大股東,這徹底扭轉了過去20年國家退出金融業的趨勢。”²¹

《倫敦時報》最近做了一項調查,發現英國目前的社會經濟狀態,足以改變國號,由大不列顛王國變為不列顛蘇維埃(Soviet Britain)。為何如此諷刺?皆因為了挽救“瀕臨破產邊緣”的國家,政府不停使出有形之手,結果政府開支高達GDP的49%;換言之,英國經濟有一半由政府控制,……在英格蘭東北部,地方政府開支佔當地GDP的66.4%;威爾士是71.6%;北愛爾蘭77.6%。即使當年的蘇聯老大哥,在上述數字面前恐怕也自嘆不如。²²

¹⁹ “The Fight To Save HRE: Bank Expropriation Bill Clears Parliament”, Spiegel Online網站2009年3月20日(<http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,614539,00.html>)。

²⁰ 〈國企全球領風騷〉,香港《信報》2009年3月17日,第28頁。

²¹ “Leaving Las Vegas”, *The Economist*網站2008年11月20日(http://www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story_id=12636991) ; 黑體字為筆者所為。

²² 畢老林:〈集體回憶〉,香港《信報》2009年2月5日,第13頁。2009年7月1日,在英國鐵路私有化20多年之後,英國政府宣佈,將會在今年底,把東岸幹線的經營權收歸國有。支持國有化的人認為,在目前經濟衰退的環境下,許多鐵路公司將面臨經營困難。政府與其不斷輸血,不如將其國有化,效仿歐洲大陸國家的公營鐵路方式,以乘客滿意程度、而不是公司盈利作為經營目標(〈呂品:英國鐵路意外的國有化〉,經濟觀察網2009年7月2日,<http://www.eeo.com.cn/Politics/international/2009/07/02/142479.shtml>)。

二、限高薪：工資不讓市場調節

美國總統奧巴馬 2009 年 1 月 20 日就職，2 月 4 日隨即宣佈限薪令，限制接受政府救援資金的企業高管年薪，不得高於 50 萬美元。而且，“奧巴馬政府的金融監管改革建議預料會同時包括加強監管所有銀行、金融機構甚至其它企業的高層薪酬。……新規例將適用於所有金融機構，包括目前沒有接受政府資助而不受薪酬規則監管的公司，而且可能會伸延到所有上市公司。”²³

3 月，AIG 頂風發放 1.65 億美元“留任花紅”，輿論大嘩。“奧巴馬公開怒斥 AIG，下令財政部用盡所有法律途徑，阻止 AIG 發放花紅”。²⁴ 3 月 19 日，美國眾議院迅速採取行動，表決通過法案，“針對接受政府援助的企業，向其主管的花紅徵收 90% 的稅款”，法案涵蓋的範圍包括 AIG、花旗銀行、房利美、房貸美及其它企業。²⁵ 衆口鑠金，此次領了大額花紅的“金融吸血鬼”，已經有人退還一半，有人願意全額退回。²⁶

荷蘭，首家接受政府拯救的金融集團 ING 為緩和納稅人的批評，要求包括二百名高級雇員在內的 1200 名員工退還 2008 年花紅。荷蘭財相博斯表示，“將試圖阻止受到政府救助的金融機構今年發放花紅”。法國興業銀行 2009 年 3 月 22 日表示，“該行高層將因應公眾的批評而退還認股權”。瑞銀亦在得到瑞士政府 592 億美元的救濟後

²³ 〈擬加強監管高層薪酬〉，香港《信報》2009 年 3 月 23 日，第 12 頁。

²⁴ 奧巴馬“認為發放花紅難以向協助該公司生存的納稅人自圓其說”（〈奧巴馬炮轟 AIG，全力阻止發花紅〉，香港《信報》2009 年 3 月 18 日，第 16 頁）。

²⁵ “凡接受聯邦援助逾 50 億美元以因應金融危機的企業，年薪超過 25 萬美元的員工均適用該項法案。……該法案涵蓋的企業共收取聯邦政府援助四分之三”（〈美眾院表決徵 90% 花紅稅〉，香港《信報》2009 年 3 月 20 日，第 17 頁）。

²⁶ 趙景倫：〈AIG 吸血鬼把錢吐出來！〉香港《信報》2009 年 3 月 23 日，第 11 頁。

取消發放花紅。²⁷ 4月，歐盟委員會公佈管制銀行報酬及對沖基金的規例，“以平息公眾對金融機構發放鉅額花紅的怒忿”。²⁸

8月15日，奧巴馬政府任命的“薪酬沙皇”（pay czar）肯尼斯·范伯格正式走馬上任，對那些接受政府大規模救援的大企業高管薪酬進行審查，並有權要求退回（clawback）部分款項。²⁹

8月中，英國財相戴理德表示，準備好立法監管金融業花紅。他認為，“花紅文化造成災難性後果，民眾不會再接受那些威脅經濟穩定的人獲發鉅額薪金”。新法例“將影響整個銀行體系，而不是只監管接受了政府直接資助的銀行。”³⁰

8月25日，法國總統薩爾科齊宣佈推出新措施，“向銀行交易員的花紅作出新限制，並要求20國集團（G20）成員國採取相同的標準”。³¹ 9月5日，20國集團財長會議，一致同意限制銀行家的花紅水平。³²

三、禁沽空：買賣不准自由交易

2008年9月，金融海嘯當前，為防止銀行和金融公司步雷曼

²⁷ 〈ING籲員工退還花紅〉，香港《信報》2009年3月24日，第12頁。

²⁸ 〈歐管制銀行薪酬及對沖基金〉，香港《信報》2009年4月30日，第18頁。

²⁹ 根據白宮授權，范伯格有權決定這七大企業高管的工資、獎金和退休賠償金標準（Steve Eder：“U.S. pay czar says he can ‘claw back’ exec compensation”，路透社網站2009年8月17日，<http://www.reuters.com/article/ousiv/idUSTRE57G0E820090817>）。

³⁰ 英國金融服務管理局8月曾公佈銀行業薪酬監管措施，被批評為太寬鬆（〈英擬立例監管所有銀行花紅〉，香港《信報》2009年8月17日，第12頁）。

³¹ 薩爾科齊警告，“法國政府協助銀行度過危機，不會接受銀行重拾以前的文化，再次失控地派發花紅”（〈法對銀行花紅設限，促G20跟隨〉，香港《信報》2009年8月27日，第15頁）。

³² 〈G20同意限制銀行花紅，英美拒設上限〉，香港《信報》2009年9月7日，第1頁。

兄弟後塵，繼續摧枯拉朽地倒下，各國金融監管部門當機立斷，紛紛推出打擊沽空的措施：

“美國證券及交易委員會（SEC）昨天宣佈，即時禁止金融股的沽空活動，直至下月2日。受影響企業共799間，……SEC主席考克斯矢言，委員會將動用所有工具，打擊市場投機。”³³ 同時，開始嚴管信貸違約掉期（CDS）等金融衍生工具。³⁴

“英國金融服務管理局（FSA）週四晚率先發出緊急命令，禁止沽空29間金融企業的股份。……FSA同時要求，若交易商持有金融企業短倉超過相關公司所有普通股的0.25%，下週二起須每天申報。此前持有的短倉不用平倉，但在禁令屆滿前不能增加”。³⁵ 英國首相還嫌不夠，琢磨的是如何長治久安：“股票沽空長遠有需要受監管，相關的永久性措施或將於明年推出”。³⁶

“澳洲更‘一刀切’，禁止沽空所有股票；荷蘭、德國、法國、比利時以至臺灣，都禁止投資者作出沽空”。³⁷ 其後，臺灣、印尼、韓國等也全面禁止整體市場的股票沽空活動。³⁸

大勢所趨，就連“全球最自由經濟體系”香港，³⁹ 證監會也開

³³ 納入禁止股空名單的包括高盛證券、摩根斯坦利、美聯銀行（Wachovia）、Washington Mutual（WaMu）及巴菲特的巴郡等（〈英美禁沽空金融股，防大行倒閉〉，香港《信報》2008年9月20/21日，第2頁）。

³⁴ 〈紐約州率先監管CDS〉，香港《信報》2008年9月24日，第15頁。

³⁵ 〈英美禁沽空金融股，防大行倒閉〉，香港《信報》2008年9月20/21日，第2頁。

³⁶ “白高敦指出，當部分人利用艱難的經濟情況自肥，就須予以阻止，如今金融市況極為波動，良好企業若被投機者拖垮，於理不合，故當局未來四個月將作出檢討，預料新規例及後將會推出”（〈英考慮永久打擊沽空〉，香港《信報》2008年9月25日，第16頁）。

³⁷ 陳家樂：〈禁止沽空不是救市萬靈藥〉，香港《信報》2008年9月30日，第23頁。

³⁸ 〈證監會將諮詢加強沽空披露〉，香港《信報》2009年3月24日，第3頁。

³⁹ 2009年1月，香港連續第15年被傳統基金會評為全球最自由經濟體系（〈港連

始考慮“進一步完善香港的沽空和披露情況”。⁴⁰ 幾乎與此同時，容易受大戶操縱、曾被小股民無奈戲稱為“勁假時段”的港股收市競價交易機制，也於2009年3月23日匯豐供股權上市當日，宣告取消。⁴¹

2009年7月，金融海嘯的衝擊稍退，全球股市回昇。美國證監會（SEC）仍堅持初衷，決定將一項禁止“裸賣空”的臨時性法令延伸為永久性有效。同時，證監會已開始考慮採取一些新的措施來限制常規的賣空操作，因為常規賣空也能夠導致股市價格急速下挫。證監會主席夏皮洛在一份聲明中指出：“今天的行動表明證監會決心解決賣空操作被濫用的問題，同時將更多地公開披露影響我們市場的賣空活動的信息”。⁴²

續15年膺最自由經濟體》，香港《文匯報》網站2009年1月13日，<http://news.wenweipo.com/2009/01/13/IN0901130127.htm>）。

⁴⁰ 〈證監會將諮詢加強沽空披露〉，香港《信報》2009年3月24日，第3頁。

⁴¹ 港股收市競價時段（U盤）實施還不到一年，機制的核心，是以每支股票在下午四點收市後十分鐘成交股數最多的價格，作為當日收市價。該機制實行以來廣受詬病——“因為其背後的衍生工具市場交易金額遠超現貨市場，故製造有心人利用現貨市場‘嘜價’，再透過衍生市場套利”（〈“U盤”猝死監管欠配合，周文耀恐後市仍反復〉，香港《信報》2009年3月13日，第1頁）。其中最“慘烈”的案例，是龍頭藍籌股匯豐控股，在3月9日收市競價十分鐘內股價下跌12.5%，“最初九分鐘買賣仍徘徊在37.5元，但收市前數秒，突然有四百萬股止蝕沽盤把匯控推低至33元收市，單是競價時段成交額便近四億元（〈匯控急瀉至33元，恐礙供股計劃〉，香港《信報》2009年3月10日，第1頁）。

⁴² 賣空者賭的是股價下跌，通常是借入一家公司的股票後售出，待股價下跌後再購回等量股票，將它們還給借出者，差價則收入自己囊中。“裸賣空”指的是賣家手上還沒有股票就拋售，在售股後一段時間內平倉賺差價。另外，美國證監會限制常規賣空的一個選擇方案是恢復大蕭條時期的一項規定：在股價較上日交易價至少上漲一美分前禁止賣空者操作，這一規定的目的是防止拋賣形成自我惡性循環。另一個備選方案是如果股價下跌10%或以上，當天餘下的交易時間內將不得進行賣空操作（〈美國證交會永久性禁止裸賣空操作〉，新浪網2009年7月28日，<http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/20090728/03286535248.shtml>）。

限制沽空，其實是給市場投機設了種種限制，增加摩擦，以免股價跌得太快。例如，2009年3月中旬，沽空花旗的炒家借不到貨，在新的沽空規則下被迫虧本平倉，買入花旗普通股，反而大幅挾高了花旗股價。⁴³

四、嚴管“大殺傷力的金融武器”⁴⁴

歐美國家要管的不只是沽空，整頓金融體系、加強金融監管的措施，一步一步提上議事日程。⁴⁵

處理銀行毒資產只是“治病”的第一步，歸根到底，如何重建未來金融市場的監管架構，才是金融海嘯之後最大的難題，下月召開的G20峰會，歐洲國家（主要是德國和法國）就力主應把重點放在構建新的國際金融體系、加強金融監管，所有可能引發系統性風險的金融產品和市場參與者如對沖基金、信用評級機構、⁴⁶ 衍生產

⁴³ “花旗股份由很容易借入變成幾近不能借入，只是幾天內的事。……美國市場一項規則修訂剛巧生效，規定沽空者須在沽空後13天內證明，有能力如期交付沽空的股票。……《華爾街日報》引述一家經紀行說，有客人要以年息120厘來借入花旗股”。實際效果是，3月18日花旗收市價3.08美元，是兩週前歷史低位0.97美元的三倍多（〈金融市場大逆轉，花旗淡友遭挾倉〉，香港《信報》2009年3月20日，第16頁）。

⁴⁴ 股神巴菲特在2002年致股東的信中說：“衍生工具是大殺傷力的金融武器（financial weapons of mass destruction）。”

⁴⁵ 2009年2月，“一直傾向支持聯邦政府放寬金融市場監管”的格林斯潘也說，政府推出新刺激經濟方案及減稅政策前，須先整頓金融體系（〈格老倡優先整頓金融體系〉，香港《信報》2009年2月19日，第12頁）。

⁴⁶ “美國的標準普爾、穆迪及英國的惠譽，一向自詡為‘市場看門狗’，但近年卻屢屢失節，淪為金融機構‘塗脂抹粉’的幫兇”（鄧傳鏘：〈“看門狗”屢失節，港應自設信評機構〉，香港《信報》2009年3月23日，第6頁）。“三大評級機構有百多年歷史，已建立寡頭壟斷地位。根據國際清算銀行的報告，全世界參加信

品市場、避稅天堂、高官薪酬、企業資本金以至會計準則等，都可能要列入監管或改革的名單內。⁴⁷

2009年4月，作為歐盟及20國集團推動加強監管金融業的一部分，歐盟委員會“建議對沖基金公司必須註冊，在歐盟成員國的營運亦須受到密切監察。對沖基金和私募基金亦必須向監管機構報告數據，以確保沒有足以動搖金融體系的風險”。⁴⁸

6月，國際結算銀行（BIS）建議，“金融產品應如藥物制度般註冊，從而在證明產品安全前，防止普通散戶投資相關產品。只有最安全的證券才能讓任何人都可以購買，就像無處方藥一樣。……低一級的是只供授權的投資者才可投資的金融工具，一如處方藥般；再次一級的是只供預先得到審批的散戶和機構投資者才能進行有限額投資的產品，好像尚在實驗階段的新藥；最低

評的銀行和公司中，穆迪、標普、惠譽包攬了超過九成”（〈“三大”包攬，亞洲私營同業難成氣候？〉香港《信報》2009年3月23日，第6頁）。“國際三大評級機構歷年的劣績可謂‘罄竹難書’，它們不單未能對市場發出預警，甚至還在危機發生後推波助瀾。……1997年底亞洲金融風暴席捲韓國，國際信用評級機構在一天內把南韓的信用等級連降11級，從投資級降至垃圾級。2002年7月，穆迪降低日本債券評級，使這個世界第二大經濟體的信貸級別竟然排在非洲小國博茨瓦納之後，逼使日本政府向穆迪索償。2003年，標普把包括德國最大鋼鐵製造商蒂森克虜伯公司在內的一些德國企業信評級別降至垃圾級，導致蒂森克虜伯股價暴瀉，德國政商界普遍認為是由於德國在攻打伊拉克戰役中屢次向美國‘說不’而招致報復。……”（〈國際評級機構劣績斑斑〉，香港《信報》2009年3月23日，第6頁）⁴⁷〈除毒債股市受落，講監管美國耍手〉，香港《信報》2009年3月24日，第2頁。4月的G20會後，“各國首次同意制訂全球銀行系統的改革原則，將有一個全面的計劃，包括把對沖基金等影子銀行系統，納入全球監管網。各國又同意制訂國際會計標準，並對評級機構進行監管，以防止出現利益衝突”（〈G20注資8.53萬億IMF，全球共濟〉，香港《信報》2009年4月3日，第2頁）。

⁴⁸〈歐管制銀行薪酬及對沖基金〉，香港《信報》2009年4月30日，第18頁。

一級就是非法金融產品。”⁴⁹

6月18日，奧巴馬公佈了“美國20世紀30年代大蕭條後最大型的金融改革方案”，建議將美聯儲昇格為監控整體金融經濟風險的機構，新設監察消費金融產品的機構，並收緊對金融業的監管。⁵⁰ 隨後，歐盟各國也達成共識，支持成立一個跨國銀行監管系統，讓成員國可以對日後的危機有更佳準備。⁵¹

7月，新加坡金融管理局首度頒佈禁令，禁止當地十家被指出售雷曼兄弟有毒資產相關票據時有問題的金融機構，再出售結構性票據。禁令維持半年至兩年，受處分的金融機構包括荷蘭銀行、星展銀行等等。⁵²

8月，美國聯邦交易委員會（FTC）公佈打擊操縱石油市場的規例，禁止石油批發市場的欺騙行為，亦禁止可能扭曲油市的漏報資料行為，因為“這種不正當行為對美國經濟有廣泛影響”。⁵³

清理金融產品，推行中央結算，也是加強監管的重頭戲。從2008年清算雷曼CDS開始，美國金融監管機構就希望通過集中結算，減低金融衍生產品損失對金融市場造成的衝擊。⁵⁴ 2009年4月，〈衍生

⁴⁹ 〈BIS倡設金融產品註冊制〉，香港《信報》2009年6月30日，第22頁。

⁵⁰ 〈奧巴馬改革金融監控，聯儲局肩負重任〉，香港《信報》2009年6月18日，第1頁。

⁵¹ 〈歐金融改革建跨國監管系統〉，香港《信報》2009年6月20/21日，第12頁。

⁵² 〈星洲迷債事件，十公司禁售結構票據〉，香港《信報》2009年7月8日，第14頁。

⁵³ “違規行為包括有關計劃中定價或產量決定的虛假公佈、申報錯誤的統計數字或資料、或為了掩飾市場實際流量或個別石油產品價格而進行的虛假交易”（〈美公佈規例打擊油市操控〉，香港《信報》2009年8月7日，第14頁）。

⁵⁴ 美聯儲、商品期貨交易委員會和證監會2008年11月14日簽訂諒解備忘錄，推動建立金融衍生產品的中央清算平臺。雖然後來無法在12月31日最後期限內完成該項審批，但對金融衍生產品進行合作監管的諒解備忘錄依然有效（〈美國金融監管機構無法在最後期限內完成CDS清算審批計劃〉，世華財訊網站，<http://content.caixun.com/NE/01/41/NE014lmh.shtm>）。

工具交易展開大整頓〉，將結束高盛、摩根大通等十家銀行對衍生工具市場的絕對主導權，並有助於增加市場透明度。⁵⁵ 6月，美國證監會提出了由其監管的場外交易（OTC）金融衍生產品的範圍；並建議成立統一的中央結算機構，充當所有市場參與者的“中央交易對手”（CPP），對可以標準化的場外交易產品進行統一登記和結算。⁵⁶

9月2~3日，美國兩大監管機構——證監會和商品期貨交易委員會（CFTC），“史無前例展開一連兩天會議，商討如何結合兩個機構的規則來保障投資者及懲罰違例者”。⁵⁷ “作為打擊美國股市不法交易的行動之一”，證監會還提議，禁止交易所向一小撮交易商發出“快閃盤”（flash order），以免後者利用比公眾快幾分之一秒得悉買賣指令的優勢，倚仗極速電腦交易軟件圖利，造成不公平情況。⁵⁸

9月，繼英國金融服務管理局主席之後，⁵⁹ 德國財長聯同外

⁵⁵ 此次針對衍生工具結算的改革，對監管機構打算下一步為CDS設立專門結算所的計劃十分重要（香港《信報》2009年4月9日，第16頁）。

⁵⁶ 證監會主席夏皮洛認為，這一體系有利於提高透明度，降低信用違約掉期（CDS）交易中，投機炒作或欺詐行為給美國金融體系帶來的系統性風險（李增新：〈美證監會力推OTC產品中央結算體系〉，《財經網》2009年6月23日，<http://www.caijing.com.cn/2009-06-23/110188127.html>）。

⁵⁷ “證監會和商品期貨交易委員會在執法權力上有很大差別，而且對市場操控、民事罰款、仲裁、投資者索償和內幕交易等範疇上有重大的立場分歧”（〈美監管機構商協作規管〉，香港《信報》2009年9月5/6日，第10頁）；黑體字為筆者所為。

⁵⁸ “雖然兩者只有數分之一秒之差，但已足夠讓配備功能強勁電腦的對沖基金及華爾街大行圖利”（〈美證監禁“快閃”交易〉，香港《信報》2009年9月19/20日，第12頁）。

⁵⁹ 英國金融服務局主席特納表示，“支持向金融市場交易徵收全球性的稅項，以防金融機構賺取過多利潤，遏制薪酬過高的現象”（〈英金管局主席支持“銀行全球稅”〉，香港《信報》2009年8月28日，第19頁）。

交部長也提議，徵收全球金融交易稅（FTT）。⁶⁰

五、“避稅天堂”過街老鼠

根據國際貨幣基金組織（IMF）統計，全球目前共有 60 個離岸金融中心，……有統計顯示，被定義為避稅天堂的國家或地區，其處理的金融資產可能達到十萬億美元，相當於法國GDP的五倍。國際貨幣基金組織也表示，五成國際貿易活動時通過這些稅務天堂作中轉站，這些國家或地區擁有四千家銀行、佔全球總數三分之二的對沖基金公司、高達二百萬家為逃稅而設立的公司。⁶¹

2008 年初，德國嚴厲打擊國民利用列支敦士登銀行賬戶逃稅。瑞典、美國、英國、法國等十國也進行了類似調查。⁶²

2008 年 6 月，“美國聯邦部門罕有地要求瑞銀集團交出部分涉嫌逃稅客戶的戶口資料”。⁶³ 2009 年 2 月 18 日，瑞銀同意向美國政府支付 7.8 億美元罰款，並交出部分機密檔案，涉及 250 名被懷疑曾逃稅的美國客戶；19 日，美國國稅局再接再厲，向瑞銀索取 5.2 萬個賬戶資料，“顯示美國與瑞銀以致瑞士就瑞士銀行保密制度的

⁶⁰ “數以千萬億的歐羅美元正在流向銀行業進行救助。與此同時，金融市場的鉅額薪酬還在不斷出現，伴隨著實體經濟不斷攀升的失業率。……如何處理華爾街和社會大眾應該承擔的責任非常重要，這對維持社會統一、金融市場的穩定和政治領袖多年的聲望起到非常關鍵的作用。……時機已經成熟，效果有百利而無一害”（德國財長Peer Steinbrück：〈開徵全球金融交易稅〉，香港《信報》2009 年 9 月 24 日，第 33 頁）。

⁶¹ 〈瑞士被整治，港星或遭池魚之殃〉，香港《信報》2009 年 3 月 28/29 日，第 6 頁。

⁶² 德國特工部門以 420 萬歐羅向列支敦士登最大銀行LGT前雇員買到 1400 名客戶資料，“願意免費與其他國家分享”（〈11 國查列支敦士登戶口〉，香港《信報》2008 年 2 月 27 日，第 15 頁）。

⁶³ 〈美迫瑞銀交客戶資料助查逃稅〉，香港《信報》2008 年 7 月 2 日，第 14 頁。

真正角力剛剛開始”；⁶⁴ 拉鋸到 8 月 19 日，瑞士和美國政府終於達成協議，瑞銀集團將交出 4500 個涉嫌稅務詐騙的銀行賬戶。⁶⁵

這並不僅僅是瑞銀集團一家、瑞士一國的問題。“規模達七萬億美元的全球離岸銀行業亦密切關注事態發展，擔心離岸銀行業賴以生存的銀行保密制度決口進一步被衝擊”。⁶⁶ 2009 年初，美國國會參議員卡爾·萊文提出《停止濫用“避稅天堂”》議案，並獲美國政府表態支持。⁶⁷ 2 月 23 日，歐洲主要國家領導人在柏林開會，“也要求對逃稅天堂和不合作的司法區採取果斷行動”。⁶⁸ 3 月 1 日，阿根廷總統克里斯蒂娜表示，阿根廷將在 20 國集團倫敦峰會上建議徹底取消“避稅天堂”。⁶⁹ 4 月，20 國集團峰會公報表示，“銀行保密制的年代已經結束，與會國將對避稅等不合作司法區採取行動，準備好隨時為保護自己的公共財政及金融系統而採取制裁”。避稅天堂黑名單也成為峰會的焦點之一。⁷⁰

六、保護主義逆全球化

既然大舉動用了納稅人的錢救市，就得從本國利益出發，就

⁶⁴ 〈美窮追猛打，再索瑞銀客戶資料〉，香港《信報》2009 年 2 月 21/22 日，第 10 頁。

⁶⁵ 〈瑞銀向美交逾四千戶口資料〉，香港《信報》2009 年 8 月 20 日，第 14 頁。

⁶⁶ 〈美窮追猛打，再索瑞銀客戶資料〉，香港《信報》2009 年 2 月 21/22 日，第 10 頁。

⁶⁷ 管克江、劉華新、陳曉航、鄒志鵬：〈美歐盯上瑞銀集團〉，人民網 2009 年 3 月 9 日（<http://world.people.com.cn/BIG5/14549/8926583.html>）。

⁶⁸ “相關國際機構應該制訂不合作的司法區名單，以及一系列可行的制裁措施”（〈歐籲加強監管對沖基金逃稅天堂〉，香港《信報》2009 年 2 月 23 日，第 12 頁）。

⁶⁹ 管克江、劉華新、陳曉航、鄒志鵬：〈美歐盯上瑞銀集團〉，人民網 2009 年 3 月 9 日。

⁷⁰ 〈經合組織提及港避重就輕〉，香港《信報》2009 年 4 月 4/5 日，第 12 頁；黑體字為筆者所為。

得對本國納稅人有個交代，沒有條件創造條件也要上，哪怕不符合經濟學原理，甚至違背盟國之間的約定。以今日之我否定昨日之我，就業保護主義、貿易保護主義、資金保護主義種種壁壘，口頭反對不耽誤實際執行。⁷¹

2008年11月，20國集團首腦會議，各國簽署承諾避免推行貿易保護主義；到2009年2月中，20個國家中有17個增加了貿易障礙措施；⁷²從4月的20國集團首腦會議至8月底，“各國持續傾向實施更限制性及扭曲的貿易政策”，20個成員國實施“91項可能是保護主義的新措施，其中15項源自美國”。⁷³“保護主義繼金融海嘯後正向全球蔓延，估計可令2009年全球貿易量下降15%，為1982年以來首次下降。”⁷⁴

國家利益當前，北美自由貿易協定、乃至一體化程度最高的歐盟，都顯得有點蒼白。例如，2009年3月，美國單方面取消與墨西哥間的跨境汽車運輸試點項目，被墨西哥指責“帶有貿易保護主義色彩並違反了北美自由貿易協定”，隨即宣佈報復：對89種美國工業品和農產品加征10~45%不等的關稅。⁷⁵2月，法國總

⁷¹ 詳見中信泰富政治暨經濟研究部：《加快轉變經濟發展方式》，第五篇〈市場原教旨主義的歷史終結，怎麼終結？〉

⁷² 根據世界銀行的研究報告，包括G20中17個成員國在內的多個國家，在2008年G20峰會後合共推出並實施47項犧牲別國的限制貿易措施（〈世銀稱G20增加貿易障礙〉，香港《信報》2009年3月19日，第2頁）。

⁷³ “國際監察組織的報告顯示，幾乎所有G20的國家均違反了以前的反保護主義承諾”（〈各國被批加劇保護主義〉，香港《信報》2009年9月19/20日，第12頁）。

⁷⁴ 世界銀行公佈，2008年10月~2009年6月，共錄得89宗保護主義新限制。世界貿易組織（WTO）所錄得的數字更大（曹仁超：〈向鄰居行乞〉，香港《信報》2009年7月6日，第17頁）；黑體字為筆者所為。

⁷⁵ 鞠輝：〈墨西哥對美國實施貿易報復〉，《中國青年報》2009年3月20日（<http://finance.people.com.cn/BIG5/8994838.html>）。

統薩爾科齊接受電視採訪，“法國汽車公司不能拿著政府的補貼，跑到捷克等其他國家去開辦新工廠”。⁷⁶ 英國工人罷工、抗議，喊的口號是“英國職位給英國人”。⁷⁷ 同屬歐盟成員國，限制跨境僱用、限制資金流向，凡此種種，均與歐盟內部貨物、人員、服務和資本自由流動的原則背道而馳。

而且，當初越是賣力推行金融創新和金融自由化的——走在世界前列的美國、英國，以及房地產按揭證券化創新的先鋒“兩房”，曾經世界第一大的“金融百貨公司”花旗，曾經世界第一大、金融衍生工具 CDS 賣得火熱的保險集團 AIG，越是最先轉向。無論是國有化、限高薪、批判“金融吸血鬼”慷慨激昂，還是打擊投機沽空、監管銀行客戶，國家利益促使金融發展高速度直接換倒檔，值得深思。

在此背景下，中國採購團繼續往歐洲、美國大手筆採購，⁷⁸ 能產生多大功效？

2009 年 1~5 月，中國遭遇反傾銷、反補貼、保障措施、特保

⁷⁶ 法國政府鉅額貸款救助兩大汽車，要求貸款期間不能關閉國內工廠，盡力確保 2009 年不再裁員，德國、瑞典等汽車大國強烈批評，說讓他們的車廠更加艱難（〈法經援車廠掀保護主義陰霾〉，香港《信報》2009 年 2 月 12 日，第 11 頁）。

⁷⁷ 英國工會領袖“批評勞工法有漏洞，容許企業以‘外派工人’（posted worker）名義僱用廉價外勞，影響當地工人就業。……僱傭問題曠日持久，將令英國首相白高敦進退維谷”（〈英反外勞工潮恐陸續有來〉，香港《信報》2009 年 2 月 7/8 日，第 8 頁）。

⁷⁸ 2009 年 2 月下旬，中國採購團的“承諾之旅”，在德國、瑞士、西班牙和英國一共簽下約 130 億美元的協議。商務部長陳德銘說：“還會有專門的考察組和工作組一個一個地來，所以未來的一段時間會絡繹不絕，會很熱火朝天”（〈中國與歐洲四國簽下 130 億美元協議〉，中國新聞網 2009 年 2 月 28 日，<http://news.sina.com.cn/c/2009-02-28/105217307907.shtml>）。“中美雙方高層進行戰略經濟對話之前派出採購團改善中美貿易平衡，已經成為慣例。”2006~2008 年，中國連續三年向美國派出採購團，採購金額分別為 162 億、326 億和 136 億美元（〈商務部擬本月率團赴美採購〉，香港《信報》2009 年 4 月 1 日，第 16 頁）。

措施調查 46 起，涉及出口額 76.36 億美元；2008 年全年涉及金額 62 億美元。2009 年 6 月 23 日，一天內遭遇三起貿易救濟措施(trade remedy measures)， “這可能會成為貿易史上的一項紀錄”。⁷⁹ 9 月 11 日，美國再接再厲，宣佈對中國輸美輪胎產品採取懲罰性關稅的特殊保障措施。⁸⁰

表~1：2009 年 6 月中國遭遇的貿易摩擦

時間	國別	貿易救濟措施
6 月 26 日	美國	對產自中國的金屬絲網托盤發起“雙反”調查
6 月 24 日	澳大利亞	對產自中國的鋁擠壓材發起“雙反”調查
6 月 23 日	歐盟、美國	就中國對九種原材料的出口限制上訴至 WTO
6 月 23 日	歐盟	8 月起對產自中國的金屬盤條徵收為期五年的反傾銷稅
6 月 23 日	印度	對從中國進口的鋁平軋製品徵收 14% 的關稅，鋁箔征收 30% 的保護性關稅
6 月 19 日	美國	對產自中國的鋼格柵板發起“雙反”調查
6 月 17 日	美國	對產自中國的預應力混凝土用鋼絞線發起“雙反”調查
6 月 11 日	墨西哥	對中國製液壓千斤頂用瓶狀材料進行反傾銷調查
6 月 4 日	阿根廷	對原產於中國的電梯用捲揚機進行反傾銷調查

註：“雙反”指反傾銷反補貼。

資料來源：于海榮：〈貿易起烽火〉，《財經》2009 年 7 月 6 日，第 90~91 頁。

七、復甦，還是市場原教旨主義的歷史終結？⁸¹

各國“大政府”救市，重拳出擊，義無反顧，給金融投機製造

⁷⁹ 貿易救濟措施主要包括傳統的關稅、配額，以及反傾銷、反補貼、保障措施、特保措施等（于海榮：〈貿易起烽火〉，《財經》2009 年 7 月 6 日，第 90~91 頁）；黑體字為筆者所為。

⁸⁰ 9 月 13 日，中國商務部宣佈，“依照中國法律和世貿組織規則，對原產於美國的部分進口汽車產品和肉雞產品啟動反傾銷和反補貼立案審查程序”（〈中方反擊，查美產品傾銷〉，香港《信報》2009 年 9 月 14 日，第 14 頁）。

⁸¹ 推薦參閱中信泰富政治暨經濟研究部：《加快轉變經濟發展方式》，第五篇〈市場原教旨主義的歷史終結，怎麼終結？〉

摩擦的招式不少，美聯儲“開動直昇機撒鈔票”不缺資金，⁸² 缺的是如何復甦的邏輯。當初，美國樓市大跌引發一連串負面效應，最後導致金融海嘯；如今，金融市場能站穩甚至反彈，國有企業“兩房”等大力提供按揭優惠，⁸³ “維穩”房地產市場，⁸⁴ 功不可沒。政府主導的退稅、“買美國貨”、換車津貼、提出醫療改革等等，也不無幫助。但要想就此走出困境，進而復甦百年來僅見的“非理性繁榮”，恐怕是緣木求魚。因此，金融海嘯過後是“無就業復甦”（jobless recovery）。⁸⁵ 2009年9月，美國失業率再創歷史新高，達到9.8%；⁸⁶ 流失的職位數“比任何一次的戰後衰退更嚴重”。⁸⁷ 經合組織（OECD）預計，30個成員國的失業率在2010年二季

⁸² 除了自掃門前雪，各國還“擯棄歧見，努力合作”，20國集團同意向IMF撥款高達1.1萬億美元，挽救全球經濟（〈G20注資8.53萬億IMF，全球共濟〉，香港《信報》2009年4月3日，第2頁）。

⁸³ 政府注資、入股後，“房利美、房貸美和房屋業官員計劃推出新的按揭修訂計劃，為數以萬計面對收樓威脅的業主降低還款要求。……按揭供應商將與借款人協商，把每月還款額降至相當於借款人收入的38%這個可負擔水平，並降低本金和利率，以及延長還款期”；花旗同意暫停強行收樓，研究重訂總值約二百億美元的按揭合同，以便財困業主毋須失去安居之所；摩根大通、美國銀行、富國銀行等也面對壓力，需要進一步協助按揭借款人（〈花旗暫停收樓，涉1560億按揭〉，香港《信報》2008年11月12日，第14頁）。

⁸⁴ 房利美和房貸美，佔全美未償還房貸近半；2008年9月美國政府入股前，“兩房佔住屋按揭比例更攀升至七成，令兩者的存亡成為美國樓市能否復甦的關鍵。”保爾森明確說，“美國經濟和金融市場必須在樓市調整完結後才能回穩，而兩房在當中扮演重要角色”（〈華府接掌兩房，或耗1.56萬億入股〉，香港《信報》2008年9月8日，第14頁）。

⁸⁵ Paul Krugman：“Boiling the Frog”，*The New York Times* 2009年7月12日（http://www.nytimes.com/2009/07/13/opinion/13krugman.html?_r=2）。

⁸⁶ 〈失業率創26年高位，美股反復〉，香港《信報》2009年10月3/4日，第8頁。白宮估計，失業率還會進一步逼近10%大關。

⁸⁷ 從2007年12月衰退開始至2009年8月，美國流失的職位數目達690萬（〈美8月失業率9.7%，26年新高〉，香港《信報》2009年9月5/6日，第2頁）。

度將昇至 10%。⁸⁸

正如我們反復論述過的，此次金融危機，是市場自由化“玩大發了”造成的；當前的反彈，或稱之為“復甦”，恐怕也得加上定語——“金融社會主義的復甦”，是建立在干預自由市場、國有化等措施基礎上，用老百姓和全世界的錢墊起來的。⁸⁹這不是靠市場經濟“看不見的手”自主調節出來的“均衡”，恰恰是各國政府手摺把拿、不讓市場充分活動的成果。而且，也只能算是臨時性的、救急措施的成果，邏輯上沒解決根本問題，更談不上“退市的時機”。⁹⁰即使從滅頂之災中逃生的金融機構現在紛紛要求還錢，急於擺脫政府出錢救命帶來的處處掣肘，也改變不了當初的事實。和尚頭上的蝨子，不以人的意志為轉移。

如果不面對現實，從這一角度出發來認識問題，進而在限制市場、管理市場的層面上深化改革，別的不說，只消設想“兩房”不再兜底大量岌岌可危的房地產按揭，各大金融市場重新敞開了沽空，十萬億、百萬億美元計的衍生工具繼續擴大場外交易、繼續為各類“不熟悉風險”的客戶“量身訂造”……值得參考二戰前的 1929 年大股災：1929 年下半年美國股市崩盤，連續大跌至 11 月，累積跌幅達 48%；隨後，1930 年 1~3 月道瓊斯指數大幅反彈，4 月衝上 297 點；此後又急轉直下，1930 年 5 月~1932 年 11

⁸⁸ 〈OECD料全球失業率趨昇〉，香港《信報》2009年10月3/4日，第8頁。

⁸⁹ “儘管世界正在遭受如此鉅大的痛苦，而倖存下來的金融機構卻能從政府的救助計劃中獲利良多。20國集團對金融市場的平均救助超過GDP的30%（這包括資本注入、擔保、財政借貸、資產購買、周轉資金及其它央行支持的手段等）。從各國政府對此次金融危機的態度來看，他們佔了主導地位，為此採取了新型的金融救助和財政手段”（德國財長Peer Steinbrück：〈開徵全球金融交易稅〉，香港《信報》2009年9月24日，第33頁）。

⁹⁰ 英國首相白高敦警告各國領袖，目前不是退市的時機，“不應‘關掉生命維持器’”（〈白高頓警告現非退市時機〉，香港《信報》2009年9月23日，第20頁）。

月，股市連續出現了六次暴跌（見圖~1）。

圖~1：道瓊斯工業平均指數，1929~1933年



資料來源：雅虎財經網站 (<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EDJI&a=00&b=1&c=1929&d=11&e=31&f=1933&g=d>) 。