

索羅斯 帶你 走出金融危機

索羅斯 / 著 李隆生、柯雷 / 譯

面對眼前這波全球金融大危機，
你是否會感到驚慌、焦慮？
藉助索羅斯的新概念架構，
思考如何走出金融危機。



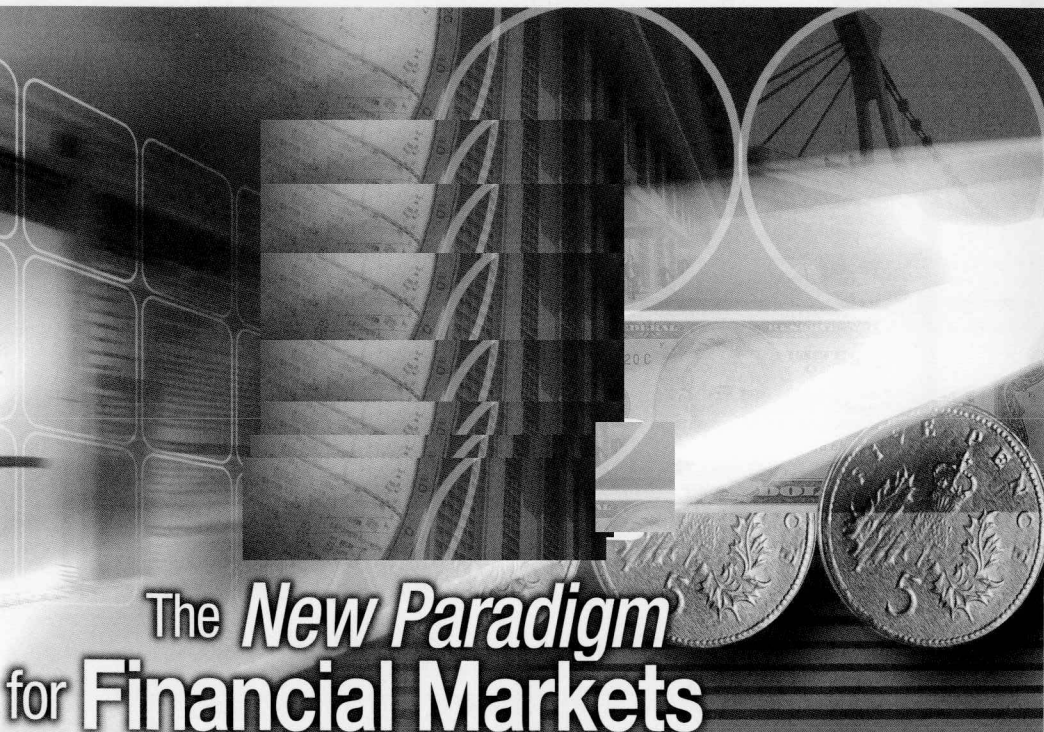
The New Paradigm
for **Financial Markets**

陳冲、謝金河 聯合推薦

永豐金控董事長

財信傳媒董事長

索羅斯 帶你 走出金融危機



The *New Paradigm*
for **Financial Markets**

索羅斯／著 李隆生、柯雷／譯

全球視野53

索羅斯帶你走出金融危機

2008年8月初版

定價：新臺幣280元

2008年8月初版第三刷

有著作權・翻印必究

Printed in Taiwan.

著者 索羅斯
譯者 李隆生
柯載雷
發行人 林載爵

出版者 聯經出版事業股份有限公司
台北市忠孝東路四段555號
發行所：台北縣新店市寶橋路235巷6弄5號7F

電話：(02) 29133656

台北忠孝門市：台北市忠孝東路四段561號1F

電話：(02) 27683708

台北新生門市：台北市新生南路三段94號

電話：(02) 23620308

台中門市：台中市健行路321號

電話：(04) 22371234 ext. 5

高雄門市：高雄市成功一路363號

電話：(07) 2211234 ext. 5

郵政劃撥帳戶第0100559-3號

郵撥電話：27683708

印刷者 文鴻彩色製版印刷有限公司

叢書主編 鄒恆月
校對 高雅茜
整體設計 李潔捷
人物素描 陳敏慧
內文排版 林燕慧

行政院新聞局出版事業登記證局版臺業字第0130號

本書如有缺頁，破損，倒裝請寄回發行所更換。

ISBN 978-957-08-3313-3 (平裝)

聯經網址 <http://www.linkingbooks.com.tw>

電子信箱 e-mail: linking@udngroup.com

THE NEW PARADIGM FOR FINANCIAL MARKETS:

The Credit Crisis of 2008 and What It Means

Copyright © 2008 by George Soros

Complex Chinese translation copyright © 2008

by Linking Publishing Company

Published by arrangement with Public Affairs,

a Member of Perseus Books Group

through Bardou-Chinese Media Agency.

博達著作權代理有限公司



ii

索羅斯

帶你走出金融危機

| 自序 |

新典範亟需建立

我們處在自1930年代經濟大蕭條以來最糟的金融危機。就某種層面而言，它類似於過去二十五年發生的其他危機，但不同的是：目前的危機標示著以美元做為國際儲備貨幣信用擴張時代的結束。過去反覆發生的危機是一個較大型泡沫破滅的一部分，目前的危機則是持續超過二十五年所形成超級泡沫的頂點。

均衡發展是錯誤觀點

為理解發生了什麼事，我們需要一個新的典範。目前普遍被大家接受的典範——金融市場總是朝向均衡發展——不但錯誤而且會誤導投資人。我們眼前遭遇的困難，大部分可歸因於：國際金融體系的發展建基在這個

典範上。

我所提出的新典範不僅適用於金融市場，還可以處理想法和實際的關係。這個新典範主張：錯誤的概念和解釋在型塑歷史的發展上扮演重要角色。早在我當倫敦政經學院（London School of Economics）學生時，那時尚未活躍於金融市場，就已開始發展這個理論架構。如我之前所寫的，我受到當代最偉大的哲學家卡爾·波柏（Karl Popper，1902-1994，猶太人，也是當代最具影響力的思想家）的影響很大，這讓我質疑完全競爭理論的基本假設，特別是完全資訊這個假設。

我逐漸了解市場參與者不只根據資訊做出決定，他們偏頗的感受還會影響市場價格，以及影響那些價格所應該反射的基本面。我認為參與者的思考提供雙重功能：一方面，他們尋求去了解自己的處境，我稱之為認知功能；另一方面，他們嘗試改變自己的處境，我稱之為參與或操縱功能。這兩項功能運用在截然不同的方向，在某些情況下，他們相互干擾，我稱之為反射。

當我開始參與市場，我將我的理論架構應用於金融市場，讓我更了解泡沫最初自我強化、但最終自我毀滅的過程。此外，當我擔任某檔對沖基金經理人時，我



也將這個洞見善加運用。在我第一本書《金融煉金術》（*The Alchemy of Finance*, 1987）裡，我曾詳加論述，這本書得到社會大眾極大地讚美，但反射理論卻未受到學術圈的認真看待。當時我困惑不已，我是否提出了一個重要的新理論？畢竟，我處理的是哲學上最基本和最被徹底研究的一個問題，因此，關於此一主題可以被探討的內容或許已經有人說過了。然而，我的理論架構對我個人而言仍非常重要，引導我在當對沖基金經理人時讓我賺錢，並讓我花錢時像個慈善家，理論架構逐漸變成我身分的一部分。

撰寫本書的動機

在金融危機爆發前，我已從積極參與管理我的基金的工作退休，這個基金屬性也已從原先的對沖基金改變成為較保守的永久基金（*endowment fund*）。然而這次的危機迫使我再次將焦點置於金融市場，並且在此積極參與投資決策。到2007年底，我決定寫一本書來分析和解釋目前的狀況，我的動機如下：首先，我們迫切需要一個新的典範，以更加清楚理解到底發生了什麼事；第

二，從事嚴肅的研究可以對我的投資決策產生幫助；第三，藉著對金融市場提供即時的洞見，或可確保反射理論最終受到嚴肅的對待。

一個抽象的理論很難獲得注意，但人們對金融市場有著極大的興趣，特別是在市場處於混亂之中。在《金融煉金術》書裡，我已使用金融市場做為實驗室去測試反射理論，目前的狀況提供一個絕佳的機會去展現其相關性和重要性。在上述的三項考慮中，第三項對我決定出版本書的影響最大。

不只談金融危機，也討論數個主題

本書討論數個主題，而非只專注在呈現金融危機。讓我簡要解釋反射理論如何應用在金融危機，和假設完全資訊的古典經濟學理論相反，市場參與者、貨幣當局和財政當局都無法只依靠資訊來做決策，他們的錯誤判斷和錯誤理解影響價格，更重要的是，市場價格影響那些價格機制所應該反應的所謂基本面的東西。如果目前的典範正確，市場價格不會任意偏離理論的均衡值。市場參與者和政府官員的觀點從未和實際狀況產生對應；



也就是說，市場從未處於經濟理論所預測的均衡狀態。感知與現實之間存在雙向的反射連結，讓泡沫最初自我強化但最終自我毀滅的過程得以發生，每一個泡沫包括一個趨勢和一個錯誤的認知、彼此以反射形式交互作用。

美國房屋市場存在泡沫，但目前的危機不僅只是房市泡沫的破滅而已，這個泡沫比過去我們所經歷重複發生的金融危機來得大。過去所有那些危機是我所稱之為超級泡沫的一部分，這個超級泡沫是一段長期的反射過程，歷時約二十五年的時間演化而來。它包含一個明顯的趨勢、信用擴張和普遍的誤解，市場基本教義主義（流行於十九世紀的自由放任觀點）認為市場應該不加管制。該主義成功通過先前危機的測試，讓趨勢和普遍的誤解得以強化，但當趨勢與誤解變得無法持續時，目前的危機將形成一個轉折點。

所有這一切都需要更多的解釋，在本書的第一篇將討論反射性理論，這個理論不僅適用於金融市場，對那些只對目前危機有興趣的人們而言，或許會認為本書第一篇太難，但我希望讀者在努力研讀後，會感到有所收穫。第一篇包含我主要的興趣和我終生的工作，讀過我

前幾本著作的讀者將注意到，由於我的論點並未改變，在本書裡我重複了先前的一些內容。至於第二篇，從理論架構與我身為對沖基金經理人的實務經驗出發，闡釋目前的狀況。

索羅斯帶你 走出金融危機

目次

自序 新典範亟需建立 *ii*

前言 金融泡沫的形成與破滅 *1*

第一篇 我的觀點

第 1 章 我的核心思想 *21*

了解處境並參與其中，須認識兩項功能／
我對「反射性」有不同的用法／
反射理論的新見解

第 2 章 一名失敗哲學家的自白 *33*

不甚愉快的少年經驗／
深受哲學家卡爾·波柏的影響／
誤打誤撞成為套利交易員／
一名失敗哲學家再度嘗試

第 3 章 反射性理論 *49*

反射性／人類的測不準原理／啟蒙時代的謬誤／
豐富的謬誤／波柏的科學方法架構／
放棄方法一致論／追求真理／基本的可錯性

第 4 章 金融市場中的反射性 *79*

均衡理論／矛盾的理論／1960年代財團的興盛／
不動產投資信託／1980年代國際銀行業的危機／
興衰模式／市場與規範／金融市場新、舊典範的差異

第二篇 目前的危機與未來

第 5 章 超級泡沫的假設 113

美國房市泡沫／超級泡沫的假設／
房市泡沫與超級泡沫的關連／
這波危機與昔日數次危機的差異／
反射性理論更能解釋現況

第 6 章 一位成功投機家的自白 141

回憶我當套利交易員時……／
回憶在美國當證券分析師時……／
集體借貸體系的分析／
1980年，超級泡沫的開端／
金融主管機構遲緩推出對策

第 7 章 我對2008年的展望 161

各國持有美元的意願已動搖／
中國正面臨劇烈的結構轉型／
我對印度的投資觀點／我的2008年投資策略

第 8 章 我對政策的建議 185

維持經濟穩定下，給市場最大的空間／
重拾財務槓桿操作的控制權／
避免房貸戶流當房屋／
支持眾議員法蘭克的建議／
基金會出面協助預防流當

結語 同心協力讓世界更有秩序 199

致謝



金融泡沫的 形成與破滅

索羅斯說，過去25年來金融市場形成的「超級泡沫」正在破滅，目前的金融危機，其實早從1980年起就已開始醞釀。

那時貸款開始不斷膨脹，銀行和金融市場的法規愈來愈寬鬆。英美兩國的領導者都相信市場會自我修正的理論，這種放任的態度，導致後來的房市大泡沫，引發目前的慘況。



這波金融危機的爆發時間可以正式定在2007年8月，美國中央銀行當時被迫介入，對銀行體系提供流動性，如以下英國廣播公司（BBC）所報導^①：

- ◆ 8月6日，美國住宅貸款抵押公司（American Home Mortgage）資遣大部分員工後申請破產，這是美國最大的獨立房地產貸款公司之一。該公司聲稱是美國房地產市場蕭條下的犧牲者，這次的房地產市場蕭條讓許多的次級房貸業者和借款者受害。
- ◆ 8月9日，一家法國大型銀行——法國巴黎銀行（BNP Paribas）——受到美國次貸風暴影響，因此暫時終止旗下三檔總值20億歐元大型基金的交易，導致了短期信用市場的停擺。法國巴黎銀行宣稱，因為市場消失了，以致無法評估基金擁有的資產價值。歐洲中央銀行（the European Central Bank）向歐元區的銀行體系注入950億歐元，以減輕次貸風暴的影響，美國聯

^① BBC News, "Timeline: Sub-Prime losses: How Did the Sub-Prime Crisis Unfold?" <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7096845.stm>.

邦準備理事會（Fed）日本銀行也採取類似的做法。

- ◆ 8月10日，歐洲央行對銀行提供了額外610億歐元的資金。美國聯準會說，它應該也會提供銀行足夠的隔夜拆款資金來對付信用緊縮。
- ◆ 8月13日，歐洲央行向貨幣市場注入477億歐元，是第三次對市場注入現金，美國和日本的央行也再注入更高金額的資金。高盛（Goldman Sachs）證券表示會對旗下受到信用緊縮的某檔對沖基金注入30億美元，以捍衛它的價值。
- ◆ 8月16日，美國最早和最大的抵押貸款公司全國金融公司（Countrywide Financial）用光115億美元的信用額度。澳洲的抵押貸款機構朗斯住宅貸款（Rams Home Loans）也承認發生流動性問題。
- ◆ 8月17日，美國聯準會降低重貼現率2碼，以幫助銀行處理信用問題（但這毫無用處，已開發國家的央行只好接著在更長的時期注入更大量的資金，並前所未見地接受範圍更廣的證券做為抵押品）。



- ◆ 9月13日，英國最大的抵押貸款銀行——北岩（Northern Rock）被揭露處於周轉不靈的邊緣，導致英國發生數百年來首次出現的銀行擠兌。

危機源自2000年，逐年緩慢擴大

這個危機緩慢產生，但數年前就可以預見它的發生。危機起源於2000年末網路泡沫的破滅，美國聯準會在短短數月內將聯邦基金利率從6.5%降到3.5%，以因應網路泡沫的破滅。接著在2001年發生911恐怖攻擊事件，為避免經濟瓦解，聯準會持續降息，到2003年7月，聯邦基金利率來到1%，達半世紀以來的新低，並維持整整一年之久。連續三十一個月，經通貨膨脹調整的短期利率始終為負值。

低廉的資金導致房地產泡沫，槓桿併購和其他無節制的行為大量發生。當資金取得免費時，理性的借款人會持續借款，直到無法再借到錢為止。抵押放款者放鬆他們的標準，並創造新的方式去刺激交易和獲取手續費。華爾街的投資銀行發展出許多新的技巧，將信用風

險轉由其他投資者來承擔，例如渴求報酬的退休基金和共同基金。他們也創造出結構式投資工具（structured investment vehicles, SIVs），讓他們持有的部位不用出現在資產負債表裡。

從2000年到2005年年中，房地產成屋的市場價格上漲超過50%，並伴隨大量的新建案。美林（Merrill Lynch）預測，在美國2005年上半年的經濟成長中，房地產相關的產業就貢獻約一半，直接有關的包括房屋建造，以及諸如新家具和房地產相關的消費，間接有關的如再融資貸款所產生的現金消費。白宮前經濟首席顧問馬丁·費德斯坦（Martin Feldstein）預測，從1997年到2006年，消費者從他們的房地產貸款取出超過9兆美元的現金。2005年，由葛林斯班（Alan Greenspan）帶領的研究團隊預測，在2000年代，房地產貸款提供所有私人消費所需資金的3%。到了2006年第一季，可支配所得的近一成抽取自房地產貸款^②。

房地產價格每年以兩位數上漲，導致了投機風潮。當預期房地產價值上漲率超過資金借貸成本，則擁有

^② 註解文請見下頁。



自住以外的房地產是很合理的事。到了2005年，投資和第二個家佔了新屋成交比重的四成⁶。由於實質所得的中位數在2000年代幾乎沒有成長，放款者竭盡心力讓房地產顯得容易負擔，具有誘餌的可調整利率貸款（adjustable rate mortgages, ARMs）——前兩年低於市場利率的貸款利率——成為最普遍的工具。放款者期望，兩年後，當貸款利率變高，上漲的房地產價格和利率會讓借者重新融資，放款者還可因此收到新的費用。信用標準崩潰，信用不佳的人們也可容易獲得貸款（稱之為次級貸款）。「另類A」（或稱騙子貸款）的貸款經常受到貸款經紀人和放款者積極的縱容，這些貸款通常

⁶ *Economist*, September 10, 2005; Martin Feldstein, “Housing, Credit Markets and the Business Cycle,” National Bureau of Economic Research working paper 13,471, October 2007; Alan Greenspan and James Kennedy, “Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debts on One- to Four- Family Residences,” Federal Reserve staff working paper 2005-41 (data updated through 2007 by Dr. Kennedy and furnished to the author).

⁶ Joseph R. Mason and Joshua Rosner, “How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruption?” paper presented at the Hudson Institute, Washington, D.C., February 15, 2007, 11.