

房子惹的禍！

金融海嘯——起因、分析、終結

- 2009年4月14日 台積電董事長張忠謀表達對金融海嘯的看法，「當美國房價止跌回升時，經濟可望復甦。」
- 2009年6月11日 張忠謀復出兼任總執行長，重新帶領台積電對抗金融海嘯。
- 金融海嘯過了嗎？
本書告訴你 發生原因何在！
企業如何面對！
個人如何避險！



繁星出版

THE CREDIT CRUNCH

格萊姆·特納 著
Graham Turner

許瑞宋 譯

房子惹的禍

金融海嘯的起因、分析、終結

作者 格萊姆·特納(Graham Turner)
譯者 許瑞宋

發行人 李家恩
總編輯 黃智成
副主編 宋勝祐
編輯 王怡婷

出版者 繁星多媒體股份有限公司

董事長 黃瑞循

總經理 黃山

執行顧問 張雪玲

社務顧問 黃仁雄

行銷總監 陳淑惠

編務統籌 胡惠君

發行經理 張純鐘

教推經理 蕭毅

客戶服務 徐雪娥 黃珍宜

地址：台北縣五股工業園區五工五路37號

電話：(02) 22999822 · (02) 22982836

電子信箱：service@BeautyEnglish.com.tw

經銷商 聯合發行股份有限公司

印刷 2009年7月初版

定價 新台幣300元

ISBN 978-986-6414-04-6

版權所有 翻印必究

◎本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回本公司調換。

Printed in Taiwan

THE CREDIT CRUNCH

Housing Bubbles,
Globalization and the
Worldwide Economic Crisis

房子惹的禍
金融海嘯的起因、分析、終結

國家圖書館出版品預行編目資料

房子惹的禍：金融海嘯的起因、分析、終結／
葛萊姆·特納(Graham Turner)作；許瑞宋譯。

—初版。—台北縣五股鄉：繁星多媒體，2009. 07
面；公分。—(金星★商管；2)

譯自：The Credit Crunch: Housing Bubbles,
Globalisation and the Worldwide
Economic Crisis

ISBN 978-986-6414-04-6 (精裝)

1. 金融危機 2. 信用貸款 3. 全球化
4. 石油貯存 5. 石油工業

561.9

98008784

THE CREDIT CRUNCH:

Housing Bubbles, Globalisation and the
Worldwide Economic Crisis

Copyright © Graham Turner 2008. First
published by Pluto Press, London www.
plutobooks.com. Traditional Chinese
edition copyright © 2009 by InStars
Multimedia Co. All Rights Reserved.

序	5
第一章 引言	11
第二章 蔓延全球的疫症	31
第三章 債癮	51
第四章 「自由貿易」與資產泡沫	81
第五章 收拾殘局	131
第六章 全球信貸泡沫	169
第七章 日本的超級空頭市場	203
第八章 流動性陷阱中的政策失誤	237
第九章 何去何從？	279

序	5
第一章 引言	11
第二章 蔓延全球的疫症	31
第三章 債癮	51
第四章 「自由貿易」與資產泡沫	81
第五章 收拾殘局	131
第六章 全球信貸泡沫	169
第七章 日本的超級空頭市場	203
第八章 流動性陷阱中的政策失誤	237
第九章 何去何從？	279

作者

格萊姆·特納 (Graham Turner)

獨立的經濟顧問公司 GFC Economics 之創辦人。該公司提供經濟預測服務，客戶包括數家世界最大的銀行。特納在金融業工作已超過二十年，一九九〇年代任職於日本銀行業。

譯者

許瑞宋

香港科技大學會計系畢業，曾任路透中文新聞部編譯，亦曾從事審計與證券研究工作。

序

「保住 Burberry 職位，保住 Burberry 職位！」他們反覆呼喊。約六十名憤怒的特雷奧奇 (Treorchy) 居民從這個南威爾斯的採礦小鎮遠赴倫敦，在 Burberry 位於新龐德街 (New Bond Street) 與麗晶街 (Regent Street) 精華路段的旗艦店外抗議。

二〇〇六年九月六日，Burberry 位於羅達谷 (Rhonda Valley) 特雷奧奇社區的工廠成了「商業邏輯」的犧牲品。該工廠自一九三九年起開始生產服裝，一九八九年遭 Burberry 收購。現在 Burberry 決定關廠，將職位遷往中國。Burberry 稱，特雷奧奇工廠財務上已「無法負荷」。「一件 Burberry 經典 T 恤在南威爾斯製造的成本是十一英鎊，但在中國只需要四英鎊。在 Burberry 品牌加持下，每件 T 恤可賣六十英鎊。」

Burberry 低估了關廠所引發的反彈。威爾斯的經濟不但因眾多煤礦場停產而備受打擊，

自一九九〇年代中期以來還流失了四萬六千個製造業職位。面對資方的關廠決定，廠房工人誓言抗爭到底，他們獲得許多支持，包括當地名人、著名歌星湯姆瓊斯（Tom Jones）、曼聯足球隊領隊弗格森爵士（Sir Alex Ferguson）、以及演員伊恩葛魯佛（Ian Gruffudd）、萊斯伊瓦斯（Rhys Ifans）及艾瑪湯普森（Emma Thompson）。當地居民努力奔走遊說，希望工廠能繼續經營下去。

但是，他們失敗了。二〇〇七年三月三十日，工人在合唱團的陪同下，從工廠門口出發，在特雷奧奇街上進行最後一次遊行。

但又有何用呢？和許多奢華品牌廠商一樣，Burberry 認為將工作移到成本較低的地區，可以增加公司盈利。此次關廠估計每年可節省成本一百五十萬英鎊，雖然不及該公司年度營業利潤的一％。但不管金額多小，只要能增加盈利，理論上即可提振公司股價。的確如此，但為時短暫。

羅達谷工廠關閉不到一年，Burberry 被迫發出獲利預警，股價一天內暴跌逾十六％。該股在關廠一個月後觸及七・二五五英鎊的高位，但獲利預警發出後已跌至四・〇六五英鎊。隨著信貸緊縮加劇，該股續挫，觸及三・六四英鎊的低位。不到一年，Burberry 股價已下滑四十九・九％。純粹以削減成本為基礎的自由貿易模式窒礙難行，受害的遠不止羅達谷居

民。

如此戲劇性的逆轉令人驚嘆，但 Burberry 的情況僅是世界經濟走上歪路的小小例證。信貸泡沫直接源於西方無數企業濫用自由貿易，將大量職位移往海外，僅爲了提高利潤率。但 Burberry 等公司發現此路不通，因爲企業仰賴消費者購買它們的產品，消費者則必須有工作，方有能力購買商品與服務。借錢消費畢竟無法長期持續。

隨著愈來愈多西方企業將職位外移至海外的低成本生產基地，各國央行被迫將利率維持在低檔以刺激經濟成長。西方國家負債增加，正反映職位流向東方的現象。債務不斷膨脹之下，信貸泡沫終告破滅。作爲經濟發展策略，這真是蠢到家了，即便是 Burberry 等企業也得償失。負債增加撐起了七年的榮景期，但當派對結束時，股市暴跌，現在已跌破二〇〇〇年時的水準。極力追求削減成本的自由貿易模式孕育了信貸泡沫，結果不但損害工人利益，企業也一同遭殃。

本書並非旨在攻擊自由貿易，作者僅想闡明信貸泡沫的成因，以及房地產市場的必然崩盤。自由貿易是好事，但當企業將此當作減省成本的詭計時，則是另一回事了。西方國家的負債多年來節節升高，現在要降至合理水準需要多年時間。此外，當局政策嚴重出錯，加重經濟災情的風險也相當高。本書亦指出當前危機跟日本的債務通縮（debt deflation）經驗相

似之處，這是當局目前所忽略的。債務通縮是指物價下滑而推高了實質債務負擔，導致更多債務違約，進而觸發物價更大幅下滑，由此產生一種惡性循環。美國聯邦準備理事會的降息行動開始得太晚，而且在防堵房貸違約潮上亦過於遲緩。

本書指出，此次危機不能完全歸咎於金融機構、各國央行以及監管機關——雖然當前針對它們的多數批評皆有充分根據。不顧後果的放款手段促成了此次泡沫，並將加重長期的衰退。

但如果限縮自己的視野，我們將無法了解信貸泡沫的真正成因。坐視負債水準不斷上升、經濟表面繁榮時即厚顏居功的政客是真正的罪人。聯準會放任次貸放款機構胡作非為，因為美國政客不惜任何代價地追求經濟成長。民主、共和兩黨替美國簽訂了多項自由貿易協定，令美國的工業核心流失大量職位，導致實質薪資中位數下跌，負債無可避免地上升。

北岩銀行（Northern Rock）會失控，是因為監管形同虛設。金融服務管理局（FSA）與英國央行會失敗，是因為它們對警訊視而不見。但「新工黨」才是孕育出北岩這頭怪獸的經濟政策之創造者。英國首相布朗（Gordon Brown）一再吹噓英國景氣之佳為三百年來僅見，卻無視這一切不過是靠負債撐起的。

自由貿易的擁護者或許會說，儘管西方國家深受過度負債之害，至少許多發展中國家獲

益匪淺。但我們將證明這也只是一種謬論。發展中國家亦陷入了怪異的信貸泡沫，許多國家的負債增長之快，甚至超過英國或美國。他們也將面臨困境。這場大逆轉從美國開始，但將以許多發展中國家「淪陷」為結局。

信貸泡沫的災情會有多嚴重，端視各國政府的反應。如果它們重蹈一九九〇年代日本央行的覆轍，後果將非常嚴重——自由貿易將受挫，衰退之路將慘重漫長。如果我們能快速吸取教訓，則世界經濟或可迅速復甦。但時間正一分一秒地流逝。作為全球最大消費國，美國的景況動見觀瞻。美國房市已崩盤，而且當局看來嚴重低估了局勢之險峻。該國看來難逃一場嚴重衰退，而且可能把其他西方工業國家也拖進衰退泥淖。英國的債務負擔比美國更重，信貸泡沫留下的爛攤子可能需要很長時間收拾，景況同樣嚴峻。

錯誤的經濟政策衍生了一九三〇年代以來最大規模的信貸崩盤，我們必須了解這場危機的根本原因，以免重蹈覆轍。明白了危機的成因，我們即可減輕損害。為免掉入債務陷阱（debt trap），不管油價是否上揚，利率必須大幅調降——這或許有些費解，但事實如此。此外，當局亦必須祭出貨幣政策的極端手段，包括量化寬鬆（quantitative easing）措施。以公帑援助陷入財困的銀行，或將其收歸國有的情況也將更為常見。

但各國政府未來必須調整政策，不再一味提倡「大企業」——它們正是近年信貸泡沫的

核心問題。鼓吹自由貿易但坐視企業掠奪大部分利益，無異於埋下泡沫的禍根。這場泡沫的結果將需要多年時間收拾，在此期間，人們將推動新的經濟政策，務求平衡企業與勞工之間的利益，令自由貿易不再衍生劇烈的經濟動盪。

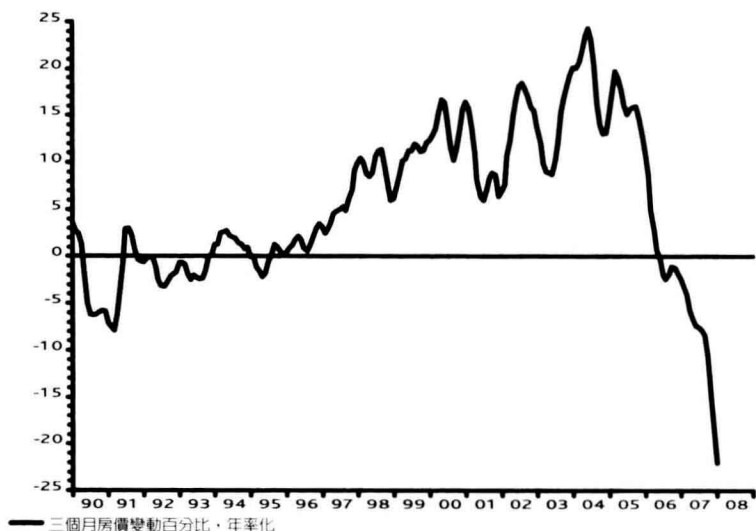
註釋：

- ¹ 見〈Closure Put Back at Burberry Site〉，英國廣播公司（BBC）新聞報導，二〇〇六年十一月八日。
- ² 見〈Squaring up to Burberry〉，英國《觀察家報》，二〇〇七年三月二十五日。
- ³ 見〈Burberry Workers to Fight Closure〉，BBC新聞報導，二〇〇六年九月七日。
- ⁴ 見〈Factory Closure Saves Burberry Only 1% of Profit〉，英國《衛報》，二〇〇七年四月十八日。
- ⁵ 見〈Burberry Warns on Profit〉，《華爾街日報》，二〇〇八年一月十六日。
- ⁶ 美國方面，Wilshire 5000 股價指數二〇〇〇年三月二十四日觸及一四七五一．六的高位，二〇〇八年二月底收在一三四五六。英國方面，當時一〇〇〇股價指數一九九九年十二月三十日觸及六九三〇．二的高位，二〇〇八年二月底收報五八八四．三。日本日經二二五指數二〇〇〇年四月十二日觸及二〇八三三．二的高位，二〇〇八年二月底已跌至一三六〇三．〇。德國DAX三〇指數二〇〇〇年三月七日觸及八〇六五．〇的高位，二〇〇八年二月底跌至六七四八．一。

第一章 引言

美國已深陷經濟危機。房地產市場正經歷一九三〇年代以來最嚴重的衰退，指標住宅價格二〇〇七年第四季跌幅高達十七·五%（以年率計，見圖一·一）。在部分地區，賤價求售的賣家甚至打出高達五十%的折扣。「房貸違約率創紀錄新高，光是二〇〇八年一年即可能有超過二〇〇萬戶家庭失去房子，顯示資本主義制度面臨戰後最大考驗。信貸衝擊波及所有工業國家。英國以空前規模的負債撐起十年的經濟榮景，現在一切正打回原形；西班牙、愛爾蘭以至整個歐元區的房市正逐步崩盤；而世界第三大經濟體日本長達十八年的通縮夢魘亦未露曙光。

多年來的全球化模式，以不受約束的市場機制為基礎，終於闖出大禍。房市泡沫並非監管疏失導致的單純意外，而是不惜代價持續擴展自由貿易的必然結果。強大的企業勢力主導



圖一·一 美國住宅價格走勢

資料來源：標準普爾／Case-Shiller，住宅價格指數，十城市綜合數據。

了經濟擴張的模式，公司盈利得以暴增。國民所得流向企業的比重愈來愈大，遭犧牲的是勞工收入。薪水不敷支用，消費信貸應運而生，空前的借貸短期內似乎解決了一切問題。執政者吹起房市泡沫，製造表面繁榮以求延續政權。民眾被慫恿借錢消費，目的是確保經濟成長達成目標。

美國房市急挫，英國則遭遇一八七八年以來首見的銀行擠兌²，主流財經媒體因此閉門尋找代罪羔羊，選擇性抨擊監管機構、中央銀行，以及部分明顯較為冒失的銀行經營者，指責他們未盡審慎經營的職責。辱罵這些罪人慰藉了狀似無辜的其他人，令

他們不必因為未能識破陷阱——藉不斷增加負債來刺激經濟成長，終有付出慘重代價的一天——而自責難過。

輿論不提負債暴增的根本原因。評論者不敢觸及此議題，擔心因此暴露了自己信奉的經濟理論充滿矛盾與謬誤。他們的論調是：貪心是好事，問題只是少數人有點衝過頭了。懲治這些害群之馬，殺雞以儆猴，然後讓派對重新開始吧。

是的，政府以前也曾拯救過金融市場，這一次又何必自尋煩惱、那麼認真檢討危機的成因呢？那太痛苦了，會迫使大家面對殘酷的現實：社會太不公平，資產泡沫由此而生。財富分配日益懸殊，無疑會導致房價暴漲劇跌。若想擺脫這種毀滅性的經濟動盪，我們就得承認，自由貿易應有限度，而且所得分配必須公平一些。

但是，維護現狀的力量巨大，其實質意義的政策改革方案乏人問津，更遑論推動。網路泡沫爆破亦僅促成監管上的小修小補與少數象徵性的罰則，很快我們就推動了新一波的投機潮來刺激經濟成長。在政府的讚許下，許多國家的央行放鬆管制，而使債務暴增至空前高位。

因政府放任企業壓低薪資成本，刺激資產升值成了西方工業國家維持經濟成長的必要手段。本世紀初科技股崩盤後，消費者積極借錢消費、負債激增帶動經濟復甦，對此幾乎所有

政府皆樂觀其成。信貸交易暴增，各式工具如MBS（房貸抵押證券）、CDO（債務擔保證券）、CDS（信貸違約交換）與SIV（結構式投資工具）盛況空前，令銀行業者得以對懵懂溫馴的公眾隱瞞無可避免的風險，當時也看不到有哪些政府反對這種發展。

財富幻覺

事實上，房價上漲在現代社會有非凡的象徵意義，代表著財富與成就。人們總覺得，房價大漲時，所有人的景況都變得更好——彷彿負債同時增加也沒有關係，彷彿房地產升值是零和遊戲也沒有關係。整體而言，社會其實無法因為房價上漲而獲益——階梯上的人所獲得的利益，只能由愈來愈多根本上不了階梯的人來埋單。

當人們沉醉於財富增加的幻覺時，房市泡沫的確能短暫提振經濟成長。而鼓吹自由貿易、盈利至上的政府，無不樂於製造這種迷人的幻覺。是的，許多政府的確仰賴這種財富幻覺，它們都希望擁有房屋的民眾不要去想債台高築的潛在禍患。你看英國新工黨如何吹噓政績：「連續十年的GDP成長，三百年來最長的榮景。」³這等於告訴選民，經濟成長比什麼都重要，而房價急升是因為經濟強勁與供不應求。一九八〇年代末，日本也曾流行類似說