

END GAME

The End of the Debt Supercycle and How It Changes Everything

終結大債時代

是走向末日還是扭轉乾坤！

從家庭、企業、政府，再到國家，

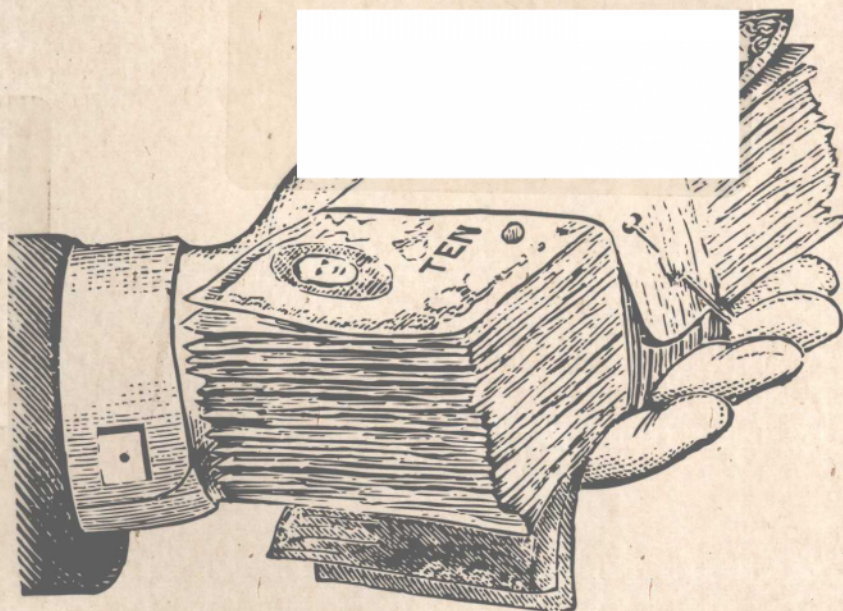
不用怪罪命運、不用迷信，

破產與違約總有轉彎的地方，

而那足以看見未來……

約翰·墨爾丁×強納森·坦伯 著 唐傑克 譯

John Mauldin × Jonathan Tepper



在本書中，二位作者（墨爾丁和坦伯）：

- ・揭露全球經濟進入低成長、高失業、高波動，以及持續衰退的原因。
- ・對主要國家逐一回顧其人口趨勢、政府政策及匯率前景。
- ・在全書最後提供投資人如何在如此艱難的環境下保護自身資產，並且從新興市場中發掘獲利機會的實務建議。

希臘無可救藥、愛爾蘭裝上呼吸器、日本像隻飛向擋風玻璃的昆蟲……全球主權債和信用危機持續地如野火燎原。家庭去槓桿化和史上僅見的私人債務國有化正在全世界上演，破產和違約（好聽一點是「重整」）不再限於家庭、企業或政府，現在是連國家都輪到了，無論已開發國家或是新興市場，沒有一個國家躲得過，痛苦程度和進展因國而異罷了。

此次危機無論是稱作「大蕭條」、「金融大危機」，還是「全球債務危機」，都是過去八十年間僅見的一次。不用怪罪命運，也不用迷信。本書提供了全球未來的藍圖。現在應該發揮勇氣和智慧，藉由本書提供的分析和心得，為未來作出明智的決定。

ENDGAME

The End of the Debt Supercycle and How It Changes Everything

終結大債時代

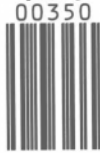
ISBN 978-986-5960-06-3

[564]

00350



9 789865 960063



D4006

NT\$350

Sheng-Chih Book Co., Ltd.
<http://www.ycrc.com.tw>

END GAME

The End of the Debt Supercycle and How It Changes Everything

終結大債時代

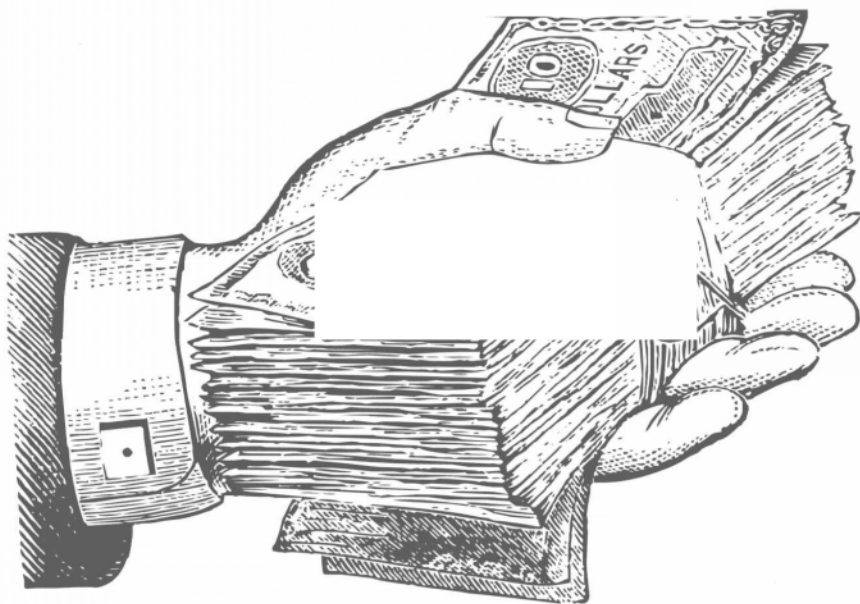
是走向末日還是扭轉乾坤！

從家庭、企業、政府，再到國家，

不用怪罪命運、不用迷信，

破產與違約總有轉彎的地方，

而那足以看見未來……



Money Tank 系列

Endgame 終結大債時代

Endgame: The End of the Debt Supercycle and How It Changes Everything

著 者／John Mauldin and Jonathan Tepper

譯 者／唐傑克 (Jack)

出 版 者／生智文化事業有限公司

發 行 人／葉忠賢

總 編 輯／馬琦涵

主 編／范湘渝

地 址／22204 新北市深坑區北深路三段 260 號 8 樓

電 話／(02)8662-6826 (02)8662-6810

傳 真／(02)2664-7633

網 址／<http://www.ycrc.com.tw>

E-mail / service@ycrc.com.tw

印 刷／鼎易印刷事業股份有限公司

I S B N / 978-986-5960-06-3

初版一刷／2013 年 12 月

定 價／新臺幣 350 元

Copyright © 2011 by John Wiley & Sons, Inc.

Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Inc. Traditional Chinese edition copyright: 2013 Yang-Chih Book Co., Ltd. All rights reserved.

* 本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回更換 *

目錄

艱難痛苦的選擇——短痛還是長痛	5
探詢、瞭解、架構、涵養，豐富投資人的分析視野	9
我們生活在一個大債時代！	11
盛宴的落幕	21
<i>Part One</i> 債務超級循環的終結	31
<i>Chapter 1</i> The Beginning of the End——走向末日	35
<i>Chapter 2</i> 為何希臘那麼重要	51
<i>Chapter 3</i> 讓我們看看規則吧！	67
<i>Chapter 4</i> 低成長和高衰退頻率的重擔	93
<i>Chapter 5</i> 這次不一樣	109
<i>Chapter 6</i> 公共債務的未來——一條難以為繼的路	125
<i>Chapter 7</i> 通貨緊縮的元素	147
<i>Chapter 8</i> 通膨與惡性通膨	171

CONTENTS 目錄

<i>Part Two</i> 世界之旅：誰的Endgame先終結？	189
<i>Chapter 9</i> 美國：我們自己就是一團亂	195
<i>Chapter 10</i> 歐洲周邊國家：現代版的金本位制	229
<i>Chapter 11</i> 東歐國家的問題	247
<i>Chapter 12</i> 日本：自尋死路	259
<i>Chapter 13</i> 英國：如何用通膨消除債務	271
<i>Chapter 14</i> 澳洲：步入冰島的後塵？	281
<i>Chapter 15</i> 意外的發展：寬鬆的貨幣政策及新興市場前景	291
結論：Endgame的投資獲利指南	301
尾聲：最後一些看法	305

END GAME

The End of the Debt Supercycle and How It Changes Everything

終結大債時代

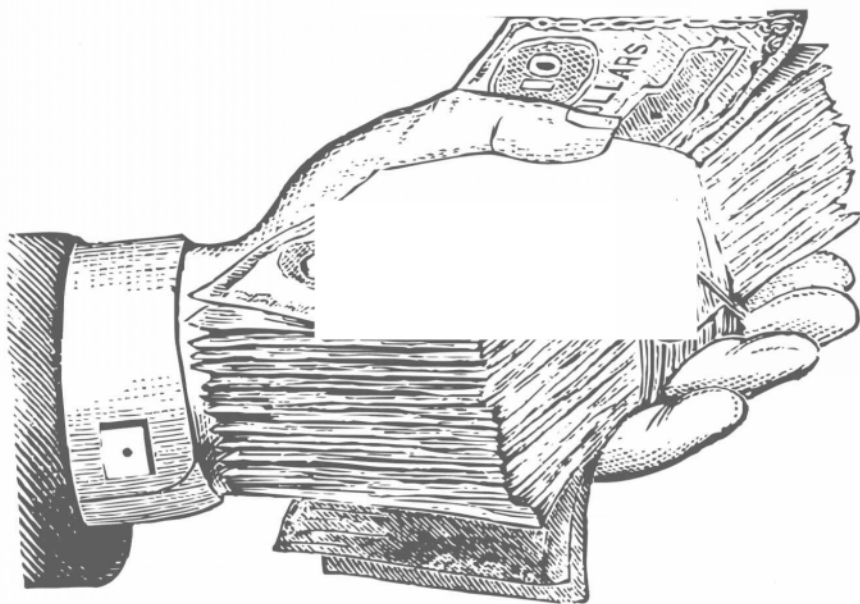
是走向末日還是扭轉乾坤！

從家庭、企業、政府，再到國家，

不用怪罪命運、不用迷信，

破產與違約總有轉彎的地方，

而那足以看見未來……



謹以此書獻給彼得·伯恩斯坦

彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein, 1919-2009）

優秀的作家，深情的丈夫，慈愛的父親

歷代投資專業人士的良師

其智慧為人推崇，永世傳誦

其眼光透視終局，洞察先機

我的朋友，當眾人歌頌你的真知灼見，

你將永為人所懷念

為了精進棋藝，你得先從終局（endgame）開始，從終局當中學習甚至無師自通，任何棋局的終結都與開始和過程息息相關。

帕布蘭卡（Jose Raul Capablanca）
古巴籍西洋棋王，
1921-1927年世界西洋棋大賽冠軍，
亦為西洋棋史上最偉大的棋手之一

艱難痛苦的選擇——短痛還是長痛

「這是一個最好的時代，這是一個最壞的時代，我們走上天堂，我們走入地獄」，這幾句出現在大文豪狄更斯名著《雙城記》（*A Tale of Two Cities*）中的名句，多年來一再被各界引用，因為我們一直面臨十字路口艱難的抉擇。之所以艱難，只因無論選哪一條路都是「痛苦的」、都要付出代價，「大」的短痛之後有一勞永逸效果，不肯短痛就會繼續沉淪讓痛苦延續，甚至走入滅絕之境。

自2008年全球金融海嘯以來，經濟不景氣就與世人長相左右，儘管其間曾有所謂的曙光乍現，仍是乍暖還寒。大家不免納悶：各國政府不是都在「拚經濟」嗎？甚至各種國際組織也都在竭盡腦汁、相互拉拔經濟，為何都沒有起色呢？

狂印鈔票成癮的後果

眾所周知，全球通用的藥方就是「印鈔票」：一來刺激需求、二來減輕或化解債務。然而，談虎色變的「通貨緊縮」沒能消除、「通貨膨脹」和「泡沫經濟」卻如影隨形、「停滯膨脹」的局面呼之欲出。問題到底出在哪裡？簡單的說，「印鈔救市」、「以債養債」都非治本之策，連治標都不是，而是「酗酒」、「毒癮」的飲鴆止渴方式。

其實，有識者早已示警，我們正重蹈1930年代經濟大恐慌，亦即，經濟衰退、蕭條會持續一段很長時間，端視世人能否因應得宜，能否瞭解必須支付相當代價才能起死回生；也就是說，要瞭解「要短痛，還是長痛，不可能不痛」。由政府祭出「救經濟」政策、美國聯準會帶頭使出

「印鈔救市」的老招來看，苦日子恐怕是沒完沒了。2013年，日本新首相安倍晉三上任，提出的「安倍經濟學」更是猛烈的貨幣寬鬆政策，藥劑之強遠甚於美國，而毒性之烈恐怕禍害更大。

安倍的這套救市政策是典型的凱因斯，也就是——「政府創造有效需求」，自30年代沿用至今，讓30年代的場景一再重演，而且每下愈況，如今已近病入膏肓。這些用盡各種方法印製鈔票來刺激需求，讓物價、房價等維持高檔，使勤儉持家、節約儲蓄者被指為戕害經濟的罪人，馬總統曾說的「人人都省錢，經濟就完了」就是鮮活地反映這種觀念。我們不得不說，這是一種似是而非、甚至是本末倒置的說法，這種還是時下流行的觀念和政策，若是不改，人類將無法免於金融風暴、經濟蕭條的一再重演，而且力道和程度將愈來愈重。

轉個念面對不景氣

說實在的，經濟不景氣，金融風暴的發生看似壞事，其實是一種警告，是一個重錘，要敲醒迷茫的世人檢討到底做了什麼錯事。以金融海嘯來說，正預告了人們貪婪、不誠信、濫用金融、製造並炒作有毒金融商品；以大蕭條來說，是投機泡沫讓「生產或供給大量過剩」；而一般物價普遍性且大幅度地長期下跌的「通貨緊縮」，就是反映出的現象，此時正是平常有儲蓄者「搶便宜貨」的好時機，但因泡沫實在太大，必須有一段調整時間才能清理掉。不可否認的，這段期間有人會破產，會有大量失業，沒有儲蓄者甚至面臨斷炊危機，是有必要發揮人飢己飢，人溺己溺的互助救難精神來救人，但被救助者應懷感恩並儘快改正錯誤，重新奮起。這種市場調節方式，最能讓經濟不景氣快速觸底，才能在付出「相當代價」後否極泰來，讓經濟健康發展。

政府的「刺激消費，創造需求」政策，到頭來反而是阻礙經濟健康復甦的因素。有必要再次強調，政府「印鈔救市」和振興經濟政策，不但是「毒癮」，而且「愈用愈無效」，經濟體質也愈見虛弱，應趕緊改弦更張為要！

我也知道，以上的說詞很難讓人理解，必須有完整的大篇幅論述才能講清楚、說明白。這本《Endgame終結大債時代》正是扮演此種功能的一本書。這本書將全球經濟危機實況清楚闡述，並以理論來明白剖析，將來龍去脈以十五章加上引言、結論，完整的解讀，作者們引用凱因斯所得恆等式，但並非肯定政府支出的功效，而是質疑政府排擠民間投資的資金，從而導出政府財政赤字，終而積累龐大公債，歐債當然最知名，實情是各國都負債累累。

撙節才是刨根治本之道

大債時代危機如何解決？作者們認為，「唯有時間和撙節才是根本解決之道」，長期貨幣政策是無法解決的；作者們也指出，「經濟衰退在定義上具有通貨緊縮特性」，而且經濟體是非常脆弱的，具有高波動性與信用危機後衰退的頻率大增，「削減支出比增稅更能改善信用危機後的經濟體質」。這是我在上文所強調的「短痛」、「市場調節」之觀念，也是米塞斯（L. Mises）和海耶克（F. A. Hayek）領導的「奧地利學派」（Austrian School）之理論。（作者們在書中有以一小段介紹這個學派的模式）

簡言之，「政府支出要砍到見骨，稅收也是如此」，優點是「一次痛到底，才能從最壞和最深的衰退中復甦」，缺點是「必須承受高達30%的失業率，並且可能會有另一次的衰退，而且需要極長時間才能恢復」。這是「置於死地而後生」的藥方，也是刨根治本之道，但作者們也明白表示：「這個學派的主張幾乎不可能被應用。」因為各國政府急於迎合「短視且怕痛」的人民，於是「酗酒」、「毒癮」式的凱因斯「印鈔救市」屢屢被採用，而且以「這一次不一樣」來迷惑自己繼續服用。那麼，是不是已到無可救藥的地步了呢？

本書的緒論以〈盛宴的落幕〉暗示前景淒涼，作者們強顏歡笑，以文字明示樂觀，且認為「我們一定會撐過的」，並對其子女說：「經過1970年代的艱困時期，當2020年到來時，新的醫藥和科技讓生活變得更進

步，那時沒有人會想要回到2010年的好時光。你們會活得更久（我也希望自己多活幾年享受一下含飴弄孫的生活）。在1975年，我們不知道新的工作機會在哪兒，那時景氣真是冷到不行。不過，新的工作就這麼出現了，而未來也將會如此。」「那有沒有更好的消息呢？你們還年輕，還是個孩子（真的！）。我直到35歲左右才有比較好的收入，也有些意外之財（抽中一支手機）。就算在那之後也不是事事順遂，但畢竟壞年冬過去了。我們也有了家庭，國家和世界也更加心手相連。」

作者最後還叮嚀其子女：「做你喜歡的事。努力工作、存錢、控制花費，還有想想如果有一天經濟衰退了，手邊的工作是不是值得做下去。注意公司的獲利情況，把自己變成公司最重要的員工。並且相信一切會更好。2020年代想必是史上最寒冷的時期，直到我們卸下債務超級循環的重擔，重新啟動成長引擎。最重要的是，老爸以你們為榮，並且愛你們。」

這是實在又真確的建議，讀者不妨汲取書中精確、獨到的見解，細細咀嚼之餘，相信會有所收穫。

最後，值得一提的是，中譯本譯筆流暢、易讀，且譯者是專業人士，將書中所提及的重要事件及專有名詞以隨頁註的方式予以解析，既有畫龍點睛之妙，更強化本書的可讀性。

吳惠林

中華經濟研究院研究員

2013年4月16日

探詢、瞭解、架構、涵養，豐富投資人的 分析視野

「為什麼會這樣？」

身處於瞬息萬變的全球金融市場，擔任財務金融投資的銷售配置諮詢角色，在過去的二十年中，不管是在投資銀行資本市場面對法人機構客戶，或是在私人銀行財富管理接觸高資產個人客群，當市場產生波動，投資組合受到影響，客戶以及自己的第一個問題就是：「為什麼會這樣？」而我們首要的工作便是為當下的市場波動找原因，為投資組合作影響分析。

「現在該怎麼辦？」

常常為求效率，我們被迫找出短期影響因素，為造成的短期市場波動加以分析，但當下該做出投資決策時，我們其實應該負責任的自問，這是一個應急的短期戰略？或是一個長期策略的轉折到來？

「未來會怎麼樣？」

我們面臨的難題是我們只能嘗試尋找方向，卻無人能有十足的把握扮演先知的角色。我們該做的其實應該是探詢歷史事件所造成的連動演變，加上自我在過去每一次的市場波動中所觀察得到與應變的經驗，戒慎恐懼的在市場洪流中，瞭解趨勢，掌握趨勢，發展出適當的投資行為與哲學，以期在波動中，站穩在浪頭上，往正確的方向前進。

“*ENDGAME: The End of the Debt Supercycle and How It Changes Everything*”的作者，在這本書中結合一些經濟的基本觀念及近期發生的大事，嘗試帶我們瞭解整個債務循環的輪廓；同時針對世界主要已發展國家及新興國家現今的問題加以探討，鑑古知今。這本書讓我們在嘗試對金融市場波動探詢長期因素、瞭解長期趨勢、架構長期策略、涵養長期哲學時，提供了一個深入多元的看法，也豐富了我們的分析視野。

張今寶

UBS瑞士銀行／投資產品暨服務執行副總裁

我們生活在一個大債時代！

莎士比亞的名劇《哈姆雷特》（*Hamlet*）中，哈姆雷特的叔父克勞迪亞斯（*Claudius*）有一句著名的台詞：「當悲傷來臨時，不是只有一個，而是接踵而來。」（*When sorrow comes, they come not single spies, but in battalions.*）個人的經歷如此，眾人的經歷亦然。黎明前的黑暗總好似永無止盡，成功前也必然會有無數次的失敗，當投資人期待下一個多頭來臨前，也不會只有一個經濟泡沫破滅，而多頭市場本身就是一個無可避免的泡沫。

美國次級房貸風暴被公認是這一波長達數年景氣衰退的元兇。次貸的形成是不是一個泡沫，我想沒有一個人會否認。次級房貸原本是美國抵押貸款中相當小的一塊，1994年僅占有所有房屋抵押貸款市場的5%，老實說實在不足以撼動整個金融市場。但泡沫為什麼會生成？為什麼會長大？又為什麼會破滅？

有人將原因歸咎到葛林斯潘主政下的聯準會，2001年因應網路泡沫破滅，將基準利率從6.25%一路降到1%，給了房屋投資者極大的誘因去炒房；有人說柯林頓總統倡行「住者有其屋」（*affordable housing*）政策，小布希加碼推動「特殊住房放款」（*special affordable loan*）讓原本拿不到房貸的人有了鑽漏洞的機會；甚至有人將原因追溯到1980年代以來，國會基於新自由主義理念將一連串的法規加以開放，像1982年國會通過「加恩—聖傑曼儲蓄機構法案」（*Garn-St. Germain Depository Institutions Act*），讓儲蓄機構與銀行擁有類似的業務，但卻不受美聯儲的管制。（至少保羅·克魯曼認為此法的通過是次貸泡沫的始作俑者）；其他如