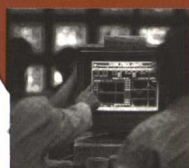


台灣
經濟論叢

台灣泡沫經濟



本書結合理論和實證，探討自1980年代至今台灣泡沫經濟之來龍去脈，兼論台灣對東亞金融危機的反應，並對1997年和1998年台灣所發生的金融危機作了深入的闡釋，以及對政府在這方面的措施作了批判性的分析。

于宗先、王金利／著

俞國華文教基金會叢書

第一章

導論

泡沫經濟(bubble economy)已取代經濟不景氣，成爲世人之夢魘。如何戰勝這個夢魘，不僅成爲金融界、學者、專家關心的課題，也是一般社會大眾茶餘酒後，談論的重點。爲了使一般社會大眾，了解這個夢魘在台灣地區的形成、特質、影響範圍及消除之道，乃是撰寫本書的主要目的。

人們對遙遠的歷史，很容易淡忘，對最近的事件，特別是那些造成巨大損失的事件，往往仍會餘悸猶存，難以忘懷。因此，人們對於十七世紀發生的泡沫經濟，是以欣賞的態度去看它；對於最近發生的泡沫經濟，仍會有切膚之痛的感覺。

1987年10月股市黑色星期一，美、日股市崩盤的景象猶歷歷在目。曾幾何時，十年之後，也就是1997年7月東亞卻發生了空前的金融危機，地區遍及東亞各國，而且股市與匯市聯袂發生重挫。這會使人懷疑到東亞燦爛的經濟發展是否也如泡沫一樣，很快就失去它眩目的光彩？作爲東亞地區一成員的台灣，曾遭受過1987年股市黑色星期一的波及，更親嘗1990年股

市大崩盤的慘痛，於今又要在股市與匯市夾縫中承受煎熬。

1980年代下半期，國際投機客(其實是國內業者)利用新台幣漸漸升值的機會，從外國匯入美金，換成新台幣，然後在台灣股市炒作；由於股價一直飆漲，在股市賺足錢後，再到匯市換成美金匯回外國。在此情況下，他們可有兩次機會賺錢。1997年，東亞金融危機的情況在性質上與上次並非完全相同。1997年真正的國際投機客將投資於東亞某一成員國股市的股票，作大量的拋售，導致該國股價的大幅下跌；再在匯市換成美金匯出，又導致該國貨幣對美元的貶值。股價下跌又產生了繼續下跌的預期心理，使股價更加下跌。而該國貨幣貶值之後，不但提高了進口價格，也使該國的外債負擔加重。不過，該國貨幣貶值之後，對提高競爭力會有幫助，也可改善貿易差額。

顯然，今後的市場經濟將以金融為主流，而金融內容隨著金融商品的不斷創新，更加複雜。像股票、債券、期貨、匯率、利率及其所衍生的商品均成為金融市場的主體。本書的撰述主要是以1980年代下半期，台灣所發生的股市泡沫為主幹，同時亦論及二十世紀末東亞金融風暴中台灣股市之大起大落。希望這兩次台灣金融市場大變動的經驗，能予人們以反思的機會，然後知所應變。

基於以上的考慮，本書的安排，除了導論外，在第二章分析泡沫經濟之涵義。為清楚了解泡沫經濟，我們須從泡沫與資產，泡沫與投機行為，泡沫與景氣循環，泡沫與通貨膨脹及股價與泡沫的分析著手，因為從它們之間的異同與關係，可使我

們更清楚地理解泡沫經濟的本質。

第三章敘述世界上著名的泡沫經濟，它包括十七世紀在荷蘭發生的鬱金香狂熱(Tulipmania)，也就是鬱金香泡沫；十八世紀初期在法國發生的密西西比股票泡沫(Mississippi bubble)，及在英國發生的南海股票泡沫(South Sea bubble)。這三種泡沫都是社會大眾非理性行爲所造成的。到了二十世紀，所發生的泡沫經濟就很多了。最著名的是美國在1930年前後，發生的經濟大恐慌(Great Depression)，1987年股市黑色星期一，1978~81年墨西哥股市泡沫，1995年墨西哥金融危機，1990年日本及台灣的股市大崩盤。無疑地，股市已成為泡沫經濟產生的溫床了。

第四章是對台灣泡沫經濟研究的回顧。自1980年代以來，在台灣始有學者觸及泡沫經濟問題，但他們的研究主要限於：台灣股價是否存有泡沫經濟現象，影響台灣股價的因素及國內股價與國際股價之關聯性。在他們的研究中發現，認為台灣股價含有泡沫的成分，並認為利率、貨幣供給、國民生產毛額、匯率都是影響股價的重要因素。

第五章和第六章專門探討台灣經濟的泡沫問題。在1986年以前，無可觀的泡沫現象發生。自1986~90年，台灣泡沫經濟是：每次泡沫的起落，更有主泡沫的大起大落。不斷持續的出超(或超額儲蓄)使新台幣升值，地下投資公司之趁機炒作，對當時的股市、房市產生了火上加油的功效。爲了了解台灣泡沫經濟之形成，乃建立了泡沫經濟的理論架構，認為當時泡沫經

濟之產生，源自總體經濟失衡和政治社會失衡，並同時作了實證分析。我們用簡單的迴歸式去探討股價與出超，股價與超額儲蓄，股價與匯率，股價與外匯存底，股價與貨幣供給，股價與利率，股價與物價，股價與國民生產毛額，台灣股價與美、日股價，股價與外資，股價與預期心理的關係，並發現它們對股價都有某種程度的解釋能力。在股價的最後決定式中，我們也發現前期股價、匯率、貨幣供給、消費者物價指數、以及工業生產指數，對月資料所表示的股價，都有相當高的解釋能力，尤其前期股價對當期股價的影響為最大。

關於台灣的房地產價，它在1980年代下半期之飛漲幅度，也是有史以來罕見的。1990年初，房地產價漲到最高點，然後伴同股價作大幅度滑落，但滑落幅度不及股價來得大，但它的影響卻很深遠，直到1997年房地產業仍處在不景氣中，其下跌後的價格欲漲乏力。關於房地產價格決定因素，在實證分析中，發現前期的股價對房地產價格之變動有很大的解釋能力，而貨幣供給對其也有相當大的影響。

第七章是討論泡沫經濟發生時期之社會現象及破滅原因。在發生時期之社會現象，諸如地下投資公司的更加猖獗，股市使很多人脫離工作崗位，助長色情行業之蔓延，使餐飲業極盛一時，以及失業現象被隱藏。至於破滅原因，在檢討中，認為本益比過高，台灣經濟成長呈下降之勢，政府貨幣政策的作用，國際股市的影響都是重要原因，而投資者之逢高追高，逢低殺低之非理性反應，是脆弱股市崩盤的根源。而第八章是分析泡

沫破滅後之影響，它包括扭曲股市為資本市場之形象，嚴重影響工業發展，導致台灣財富分配更加不均。地下投資公司因泡沫破滅而跟著瓦解所帶來之衝擊，導致房地產業一蹶不振，但股市泡沫之破滅也給貪婪者一個教訓：記取歷史教訓，理性觀察現實。

本書的重點本是討論1980年代末期的台灣泡沫經濟，但到了1997年，台灣的泡沫經濟又有浮現的跡象，1997年7月起的東亞金融風暴於1998年吹襲台灣，造成相當大的經濟損害。故在第九章我們討論台灣對東亞金融危機的反應，首先申述東亞金融危機爆發前後的台灣金融局面，然後分析1998年台灣對東亞金融危機的反應，進而陳述政府的紓困措施，並進行批判性的分析，同時也與1980年代末期的泡沫經濟進行比較。最後，我們仍應用已建立的泡沫經濟理論架構進行實證分析，發現貨幣供給與匯率以月資料所表示的股價，都有相當高的解釋能力。

最後一章是結論與建議。在結論方面，特別強調股價變動是一種貨幣現象，凡影響貨幣供給變動的力量都會使股價變動。台灣股市含有很大成分的非理性行為，非理性投機客頗有影響股價的力量，而投資散戶多盲從跟進。這是股價大起大落的主要原因。在建議方面，包括對投資者的建議和對執政當局的建議。對於前者，建議投資者重視基本面，作長期投資，不要將資金全投在股市上，更不可擴大信用；對於後者，如果金融市場完善，應讓市場自由運作，不宜作直接干預；如果金融

6◎ 台灣泡沫經濟

市場不完善，政府在採取影響貨幣走向而具有預警作用的措施時，應把握時機。無論如何，對股市採取任何行政干預都會產生些許後遺症。政府應從市場管理著手，規定股票上市公司財務的透明化，以徵信於投資大眾。

第二章

泡沫經濟之涵義

自1990年代以來，泡沫經濟一詞便成爲金融界、新聞界常常提到的名詞。尤其最近兩、三年來，1995年墨西哥金融危機，1997年泰國金融風暴，而台灣的股價在一年之內暴漲了一倍多，泡沫經濟幾乎成爲人人琅琅上口的名詞。泡沫經濟之所以受人重視，主要是因爲它不僅與產業之盛衰息息相關，而且也與社會大眾生活十分密切。

用泡沫一詞形容一種經濟現象之盛衰、起落，可說相當貼切。泡沫發生較快，而破滅更快。在發生時，呈現炫麗奪目的光彩，可是好景不長，它會很快的破滅，而無影無蹤。於是有人將這種自然現象應用到經濟現象。在經濟世界中，有那幾種經濟會呈現泡沫現象呢？泡沫經濟不會發生在農業社會，因爲任何一種農產品生產都需要較長的時間，而且多有季節性。我們所見到的泡沫經濟主要發生在工商業社會，特別較富裕的城市社會。它也不會發生在以物易物的社會，而是發生在以貨幣作媒介的社會。自1634~37年荷蘭鬱金香狂熱所形成的泡沫經

濟以來，它通常發生在資產上面，如股票價格，房地產價格，而且成爲金融市場的一種重要現象。

理論上，泡沫經濟之發生，乃是市場經濟的一種失衡現象。在計劃經濟社會或配售制度社會，鮮有泡沫現象之存在。泡沫經濟之發生主要由於：(1)資訊不靈通，不對稱，即對有關交易對象的供需資訊欠缺，而且賣者與買者對未來情況的認知不一樣；(2)預期心理之過度反應。在理性上，認爲一種資產價格不應漲得那麼高，或者跌得那麼低，可是非理性的投資者，卻認爲它的價格還會漲，或者還會跌。在決策程序中，非理性的因素往往居優勢。也就是說，當一種資產價格，預期還會繼續上漲時，對它的需求就會增加；當需求大過供給時，該資產價格就會節節上升。

在世界上，曾有很多大小不一的泡沫經濟發生，每種泡沫經濟都有其造因、特徵及破滅等階段。泡沫現象對一國經濟能否造成「動搖國本」的後果？端視這個國家的經濟體質是否健康，尤其它的金融制度是否健全而定。如果金融制度並不健全，則易產生泡沫經濟。

爲便於分析，我們在本章中，先廓清泡沫經濟與其相關的幾種觀念間之關係，例如資產、投機行爲、景氣循環，以及通貨膨脹，然後再討論股票與股價的有關問題。

一、泡沫與資產

泡沫經濟通常發生在資產價格的變動上，諸如股票、黃金、外匯、土地、房地產的價格，但它不會發生在有限到期日的資產，如債券¹。最常發生泡沫現象的資產是股票。當它發生於一種產業的股票時，它就會很快地蔓延到其他產業的股票，而且在股市泡沫現象發生時，無一種產業的股票得以倖免。股市崩盤往往是股票的全面崩潰。

顯然，泡沫經濟會使資產價值膨脹，這種資產的價格就會暴漲；泡沫經濟也會使資產價值縮水，這種資產價格就會暴跌。一種衡量方式為：因為資產市價(Ap_t)是由資產的基要價值(FP_t)和資產泡沫(B_t)所組成，即

$$Ap_t = FP_t + B_t$$

所以

$$B_t = Ap_t - FP_t \dots\dots\dots (2-1)$$

$B_t > 0$ 即為泡沫現象； $B_t = 0$ ，無泡沫現象。

當一種資產的市價高於被折現後的未來資產每期預期收益

1 參見Hardouvelis的1988年文。

總和之數值，或資產的基要價值時，稱為資產泡沫現象²。所謂資產的基要價值，乃是將未來資產每期之預期收益總和加以折現後的價值，也就是

$$FP_t = \sum_{i=1}^{\infty} \delta^i E(Y_{t+i} / I_t) \dots\dots\dots(2-2)$$

式中 FP_t 為 t 期資產的基要價值

δ 為折現因子，即 $\delta = 1/(1 + dr)$ ， dr 為折現率 (discount rate)

E 為預期符號

Y_t 為 t 期資產收益

I_t 為 t 期資訊集合

一種衡量泡沫的方式為：

$$B_t = Ap_t - Fr_t > 0 \dots\dots\dots(2-3)$$

式中 B_t 為一種固定資產的泡沫，像房地產。

Ap_t 為某一期間內除以營造工程物價指數的固定資產價格的平均上漲率。

Fr_t 為金融界基本放款利率。

亦即固定資產價格的實質上漲率大於基本放款利率時，即為此固定資產的泡沫現象。

2 參見Santoni的1987年文與Hardouvelis的1988年文。

二、泡沫與投機行為

在中國社會，大家對投機行為(speculation)持一種不屑一顧的態度，認為投機行為是市場的破壞力量。但是西方學者認為投機行為有穩定物價的作用³。理性的投機行為可減少物價波動的幅度，乃是因為它在低價時買進，高價時賣出，從而使上升的物價不致持續上升，而下降的物價不致持續下降。可是非理性的投機行為則是低價時賣出，高價時買進，因為他認為當期價格之上升是未來價格進一步上升的前兆，於是增加當期需求，從而更加提升當期價格。所以投機運作能否穩定價格，主要取決於它對未來物價的看法。

在一般情況，就購買實質資產而言，主要是為了獲得資本利得(capital gain)，並非為了享受利用它所獲得的利益，因為資本利得係來自資產價格在未來的增加。投機需求不僅為當期價格的函數，也是預期未來價格的函數，以及其它包含在標準需求函數之內的變數。即

$$D_{ts} = f(P_t, P_{t+i}^e, O_t) \dots \dots \dots (2-4)$$

3 理性的投機者，通常是在價格走低時買進，使價格止跌回升；價格走高時賣出，使價格止漲回降，這種反應，就有助於物價的穩定；可是非理性的投機者則在價格走低時賣出，價格走高時買進，也就是追高殺低，不利於物價的穩定。

式中 D_{it} 代表投機需求， P_t 當期價格， P_{t+1}^c 代表預期價格， O_t 代表其他變數。

像台灣的股市，理性的投機行為是：股價攀高時賣出，攀低時買進，也就是說，在股價趨向上漲時，他賣出所持有的股票，在股價趨向下跌時，則購進市場上所提供的股票。在前種情況，因拋出股票而使股票供給增多，在需求為一定的情況下，股價會下跌；在後種情況，因購進股票而使需求增多，可使股價停止下跌或上漲。但是在一個股市裡，往往是既有理性的投機者，也有非理性的投機客。非理性的投機行為則為追高殺低，也就是說，當股價愈漲時，他就愈購進股票，使股價供給減少，造成股價的進一步上漲；當股價愈跌時，他就愈賣出股票，使股票供給增多，造成股價的進一步下跌。當理性投機者主宰股市時，股價不會一直飆漲，也不會一直暴跌；可是當非理性投機者掌握股市時，股價就會一路飆漲上去，或一路暴跌下來，於是泡沫現象便產生了。

「追高殺低」的結果，會使股價像雲霄飛車一樣爬得愈高，跌得愈慘。1980年代後期，台灣股市崩盤就是非理性投機「追高殺低」的結果。

三、泡沫與景氣循環

泡沫現象不同景氣循環。泡沫經濟不是經常重複發生的經濟現象，它發生於某一產業，當其產品價格或所引發的股票價

格，快速的上升之後，馬上又快速的降下來，而這種升降主要源自非理性的投機行爲，因爲它不是定期重複發生的，所以沒有循環的特性。

我們所熟悉的景氣循環，是指一種經濟的波動現象，它會在某一期間內，由復甦達至繁榮局面；然後由繁榮局面趨向衰退，再由衰退達至蕭條。蕭條之後，又會因經濟體制內或體制外因素的衝擊，趨向復甦，然後，再出現繁榮、衰退及蕭條局面。但是泡沫經濟則無這種循環現象。像圖2-1 就是景氣循環現象，而圖2-2 就是泡沫經濟現象。

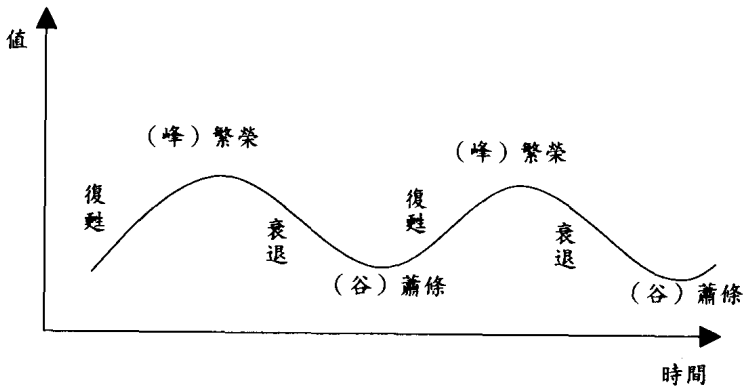


圖2-1 景氣循環現象

景氣循環中的復甦或衰退，通常不是在短時間之內就改變的，它需要數月，數季，甚至數年；但是泡沫經濟的興衰，則是短時間之內發生的現象。如果用雲霄飛車形容泡沫經濟也許較恰當些。雲霄飛車在拉上去時，速度較慢，但它是一直向上

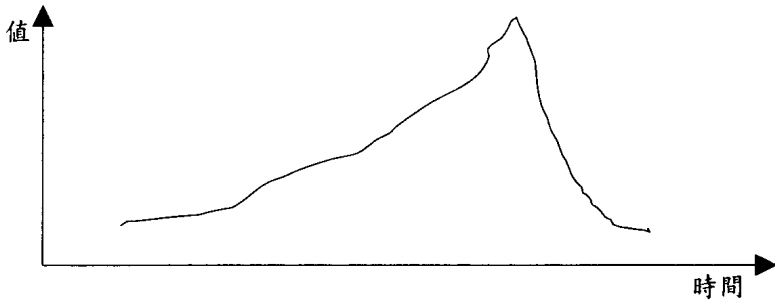


圖2-2 泡沫經濟現象

拉的；拉到頂之後，便以加速之勢，滑下來，直到最低點。

四、泡沫與通貨膨脹

通貨膨脹(inflation)一詞，正如森穆遜(Paul A. Samuelson)所說，它常被人誤解。根據他所作的定義：通貨膨脹之發生，乃是當物價與成本的「一般水準」正在上升。他所指的一般水準是指麵包、汽油、汽車的價格、遽增的工資、土地價格及資本財所衍生的租金等。相對的另個名詞為通貨緊縮(deflation)，則是指價格與成本的普遍下降。在通貨膨脹時期，並非所有物價與成本均以相同的比例上升，而是某一些物價與成本的一般水準上升⁴。

4 參見Samuelson的*Economics*, 1985年版。

通常通貨膨脹是以消費者物價指數的上升為指標，而通貨緊縮也是以消費者物價指數的下降為指標。消費者物價指數用來衡量消費者貨物與勞務的市場成本。這些消費財及勞務包括食物、衣服、住宅費用、燃料、交通工具和醫療等。除此，尚有生產者物價指數(即躉售物價指數)和國民生產毛額平減指數(GNP deflator，國民生產毛額構成因素總合的物價指數)，也可用來表達通貨膨脹。

通貨膨脹主要來自某一期間內總需求大於總供給所引發的。當物價慢慢上升時所產生的通貨膨脹稱為低度型通貨膨脹(moderate inflation)，所謂「低度」乃指物價年上升率不逾個位數，像1960年代台灣的通貨膨脹。當物價開始以兩位數字上升，如年率超過10%，稱為飛馳型通貨膨脹(galloping inflation)，如1973~74年石油危機時的台灣通貨膨脹。當物價以超速上升，如年率在100%以上，稱為超速型通貨膨脹(hyper inflation)，或稱惡性通貨膨脹，如1947~49年，中國大陸的通貨膨脹。

由上面的定義看來，快速型通貨膨脹或超速型通貨膨脹究與泡沫有何不同呢？泡沫通常發生在一類商品，如股票或房地產等。股價也是一種商品價格，這種商品不是消費者物價的構成因素，也不是躉售物價或國民生產毛額平減指數的構成因素，它的價格，基本上，也取決於股票的供需。無論股票的供給或需求都受預期心理的影響，而且股價對預期心理非常敏感。一般消費者物價指數不會在一夜之間下跌30%，或上漲30%，但是股價下跌或上升的速度都非常快。通貨膨脹所指的

消費者物價指數包括許多商品的價格，然後按權數，構成指數。但股價僅是各種股票的綜合價格。在變動型態上，兩者有些相似。所不同的是一般消費者物價指數不會在一夜之間就暴漲或暴跌幅度那麼大。同時預期心理因素對消費者物價的影響有限，而且股價變動所呈現的「追高殺低」的行為在消費者物價變動中卻見不到。

五、股價與泡沫

股票是一種流動性資產(liquid asset)。持有一個公司的股票，不僅希望定期獲得公司配給的股利，也希望在某一期間，它的價格會上漲。股利之大小及有無，取決於該公司的稅後利潤。如果這個公司不賺錢，稅後利潤可能為零，也可能為負值。至於預期價格，主要取決於股票的供需力量，如果需求殷切，股價就會上漲；如果需求萎靡，股價就會下跌。

預期價格是預期報酬最重要的決定因素，理論上股票的預期價值係來自投資者對它的預期報酬之看法。譬如，投資者在股市買進某一股票，它對該股票的預期報酬率必然會與風險性相同的其他資產報酬率相當。若該股票的預期報酬相對下滑，投資者就會拋售該股票，結果造成該股票價格的下跌；若該股票的預期報酬相對上升，投資者就會買進該股票，結果造成該股票價格的上升。當所有具相同風險性的資產之預期報酬率皆相等時，便會產生均衡的資產價格。