

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

前國華文教基金會叢書

台灣經濟論叢①

台灣泡沫經濟

于宗先、王金利／著

台灣經濟論叢1

台灣泡沫經濟

1999年9月初版

定價：新臺幣250元

有著作權·翻印必究

Printed in Taiwan.

著者 于宗先
王金利
發行人 劉國瑞

出版者 聯經出版事業公司
臺北市忠孝東路四段555號
電話：23620308·27627429
發行所：台北縣汐止鎮大同路一段367號
發行電話：26418661
郵政劃撥帳戶第0100559-3號
郵撥電話：26418662
印刷者 雷射彩色印刷公司

執行編輯 賴韻如
封面設計 王振宇

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 957-08-2000-4 (平裝)

台灣泡沫經濟 / 于宗先、王金利著，一初版．

—臺北市：聯經，1999年

面；公分．（台灣經濟論叢：1）

參考書目：面；含索引

ISBN 957-08-2000-4(平裝)

1. 經濟-台灣 2. 證券

552.2832

88011577

新版序

《台灣泡沫經濟》初稿係在1997年冬天完成，當時東亞金融風暴已籠罩東南亞，又橫掃東北亞。在這個地區的國家股價都大幅下跌，除香港與中國大陸外，貨幣亦均貶值。惟在這一年，台灣經濟基本面之表現仍很亮麗，絲毫無不景氣的跡象。西方國家也認為，這是限於亞洲的金融風暴，不會波及它們的經濟。但是，到了1998年下半年，墨西哥與阿根廷的金融危機影響了美國經濟；而俄國的金融危機也直接衝擊到德國經濟。原屬於東亞地區的金融風暴便演變成世界性金融危機了。同時，台灣金融情勢也緊張起來，不少財團的財務告急，很多上市公司瀕於「斷頭」局面，無論政府或民間都感受到金融風暴引起的不安與憂慮。

這種現象使我們想到《台灣泡沫經濟》應將這一次的泡沫現象較完整地包括進去，況且，《台灣泡沫經濟》自於1998年春出版，經瑞典圖書公司發行以來，甚受讀者的

歡迎。我們乃有改寫這本書的動機。

聯經出版公司是在台灣出版界聲譽相當高的公司，該公司的編輯諸先生有意將這本《台灣泡沫經濟》成為他們的台灣經濟論叢之一，我們樂意接受他們的建議。於是將原著的第九章：〈1996~1997的台灣股價〉，改變為：〈台灣對東亞金融風暴的反應〉。很自然地，將1997年和1998年台灣所發生的金融危機作了深入的闡釋，並對政府在這方面的措施作了批判性的分析。同時也改寫了第一章：〈導論〉，第十章：〈結論與建議〉，使其前後一致。由于宗先、徐滇慶與王金利三人合撰的《泡沫經濟與金融危機》一書，也利用了新版的數章，尤其是第五章、第六章與第九章，一併在此說明。

在這本新版《台灣泡沫經濟》中，如有任何錯誤，這是作者的責任；希望海內外同道惠予指教。

于宗先、王金利 謹識

1999年4月

序

在戰後五十多年，除最初六年，台灣經濟拮据，通貨膨脹劇烈，民生疾苦，無發展可言外，之後的四十五年，台灣經濟發展成果卻是開發地區中表現最為輝煌的一個。在其發展過程中，有很多寶貴的經驗，也有不少慘痛的教訓，對一般開發中國家固有「他山之石，可以攻錯」的參考價值，即使對台灣本身也有「前事不忘，後事之師」的啓示作用。

對於在其發展過程中，台灣所經歷的重大經濟事件及曾面臨的許多經濟問題，都值得學術界作有系統的研究。然而，在這方面的表現，除了學術性論文外，很難見到為社會大眾感到興趣、所能瞭解的專書問世。在這個考慮之下，于宗先一直想主編，或親自撰寫這方面的專書。在他主持中華經濟研究院時，他很幸運的得到俞國華文教基金會的支持，於最近兩年先後完成兩種專書，一種是同吳惠林主編的《經濟發展理論與政策之演變》；另一種是同李

誠主編的《經濟政策與經濟發展：台灣經濟發展之評價》。

1997年春，又得到俞國華文教基金會的支持，我們開始撰寫《台灣泡沫經濟》。台灣泡沫經濟是個新鮮的名詞，也是1980年代以來，台灣經濟發展的新經驗。這個經驗，無論對台灣，或對開發中國家都很重要，更何況自1996年夏以來，台灣股價又開始飆漲，一年之內，股價便上漲了一倍多。可是到了1997年9月，由於東南亞金融風暴的波及，台灣股價又開始暴跌，兩個月之內，竟從一萬多點跌到七千多點，跌幅在25%以上。這種暴漲暴跌的局面，又使人回想到1989~1990年股市的情景，及投資者遭受重大損失所顯出的無奈。

經過十個月的精心合作，我們完成了這本書，並為減少書中內容的錯誤起見，特別聘請專家、學者給我們提供意見，使本書得以較理想的面貌，呈現在讀者面前。

在此，我們需表示感謝的，除對本書內容提供批評及改進意見的陸民仁教授、李庸三董事長、許嘉棟副總裁、張鴻章教授及巫和懋教授外，為本書提供文獻的顏子魁教授，他遠從美國寄來參考論文；中央銀行經濟研究處簡濟民處長及嚴宗大博士，證券管理委員會的丁克華副主任委員，提供必要的統計資料；行政院主計處何金巡研究委員，不但提供整理好的統計資料，而且也協助部分計算工作；以及中興大學法商學院財稅學系的高櫻月助教、林育君助教、程文田先生與吳香蘭同學，他們為蒐集並整理計算資

料，盡心盡力。若無他們的協助，本書很難如期完成。

最值得感謝的，乃是俞國華文教基金會，若非它的鼎力支持，我們對台灣泡沫經濟空有構想，也難有如願實現的機會。

本書若有任何謬誤，我們負完全責任，尚祈海內外同道，不吝指教。

于宗先、王金利 謹識

1997年12月

目次

新版序	i
序	iii
第一章 導論	1
第二章 泡沫經濟之涵義	7
一、泡沫與資產	9
二、泡沫與投機行爲	11
三、泡沫與景氣循環	12
四、泡沫與通貨膨脹	14
五、股價與泡沫	16
六、泡沫種類	22
第三章 世界上著名的泡沫經濟	25
一、荷蘭鬱金香狂熱	26
二、法國密西西比股票泡沫	28
三、英國南海股票泡沫	31

四、美國股市泡沫	35
五、日本的泡沫經濟	41
六、墨西哥的泡沫經濟	43
第四章 台灣泡沫經濟研究之回顧	47
一、台灣股價泡沫現象之驗證	47
二、台灣股價影響因素之分析	49
三、國內股價與國際股價關聯性之探索	56
第五章 台灣經濟的泡沫現象	59
一、股市泡沫現象	60
二、房地產泡沫現象	72
第六章 台灣泡沫經濟之形成	77
一、泡沫經濟之理論架構	79
二、泡沫經濟之實證分析	84
附 錄	123
第七章 泡沫經濟發生時期引發之社會現象及破滅原因	129
一、發生時期引發的社會現象	129
二、破滅原因	136
第八章 泡沫破滅後的影響	141
一、扭曲股市為資本市場之形象	141
二、嚴重影響工業發展	144
三、導致台灣財富分配更加不均現象	147

四、地下投資公司瓦解帶來的衝擊	148
五、導致房地產業一蹶不振	149
六、股市崩盤是對貪婪者的一個教訓	150
第九章 台灣對東亞金融危機的反應	153
一、東亞金融危機爆發前後的台灣金融局面	153
二、1998年台灣對東亞金融危機的反應	157
三、政府的紓困措施	165
四、民間對政府紓困措施之反應	172
五、1998年與1990年泡沫現象比較觀察	177
六、股價與總體經濟變數之實證關係	180
附錄	190
第十章 結論與建議	193
一、結論	193
二、建議	196
參考文獻	203
索引	213

表 次

表 2 - 1	基要價值與泡沫	21
表 3 - 1	鬱金香價格漲跌表	28
表 3 - 2	世界上著名的泡沫經濟	45
表 5 - 1	台股股價與其相關重要股市訊息	61
表 5 - 2	台灣的國際收支情況	70
表 5 - 3	最近八年(1986~94)公告現值調整幅度表	73
表 5 - 4	台北市住宅價格	74
表 6 - 1	貨幣供給與物價變動	96
表 6 - 2	台股股價與重要經濟變數之季資料	110
表 6 - 3	台股股價與重要經濟變數之季成長率	111
表 6 - 4	1980年代季資料台股指數與主要經濟變數 之間的Pearson 相關係數	112
表 6 - 5	1980~90年月資料台股指數與主要經濟變數 之間的Pearson 相關係數	113
表 6 - 6	雙對數型態月資料台股股價決定式	114

表 6 - 7	1980年代大台北地區 房價與重要經濟變數資料一覽表	118
表 6 - 8	1980年代大台北地區 房價與重要經濟變數之成長率	119
表 7 - 1	勞動生產力與成本成長率	133
表 7 - 2	1988~90年重要金融股的最高股價及其本益比	137
表 7 - 3	重要經濟變數年成長率	138
表 8 - 1	工商業就業分配	146
表 9 - 1	1997年7月至10月20日止 亞洲國家貨幣與股價漲跌一覽表	156
表 9 - 2	1998年台灣貨物出口情況	158
表 9 - 3	1998年台灣經濟指標	158
表 9 - 4	1990年與1999年台灣上市公司最低股價	161
表 9 - 5	1998年股市重大訊息	167
表 9 - 6	1998年存款準備率與利率的調整情形	168
表 9 - 7	1989~91年各產業與進出口成長率	178
表 9 - 8	1996~98年股價與重要經濟變數	182
表 9 - 9	1996~98年股價與重要經濟變數之成長率	183
表 9 - 10	1996~98年月資料股價與重要經濟變數之 Pearson 相關係數	189

圖 次

圖 2 - 1	景氣循環現象	13
圖 2 - 2	泡沫經濟現象	14
圖 3 - 1	印度公司股票價格(1719~20)	29
圖 3 - 2	南海股市(1720)	33
圖 3 - 3	美國道瓊股價	36
圖 3 - 4	1929與1987年美國道瓊股價	37
圖 3 - 5	1987年美國道瓊指數日收盤價	38
圖 3 - 6	美國和日本股價變動情形 (1987年9月1日~12月23日)	40
圖 3 - 7	日本日經指數	42
圖 5 - 1	台灣股價指數變動圖	63
圖 6 - 1	泡沫經濟形成流程圖	85
圖 6 - 2	台股指數與貿易順差	87
圖 6 - 3	台股指數與超額儲蓄	89
圖 6 - 4	台股指數與匯率	91

圖 6-5	台股指數與外匯存底	92
圖 6-6	台股指數與貨幣供給量	95
圖 6-7	台股指數與重貼現率	98
圖 6-8	台股指數與消費者物價指數	100
圖 6-9	台股指數與國民生產毛額	101
圖 6-10	台股指數與工業生產指數	102
圖 6-11	台股與美國道瓊指數趨勢比較圖	103
圖 6-12	台股與日經指數比較圖	104
圖 6-13	前期與當期股價變動圖	108
圖 6-14	總體經濟變數之間的關係	108
圖 6-15	1980年代台灣股價實際值與估計值	116
圖 6-16	房價與股價變動圖	120
圖 6-17	房價與貨幣供給變動圖	120
圖 6-18	1980年代大台北地區房價實際值與估計值	122
圖 7-1	地下投資公司之繁殖與投資	131
圖 9-1	台股指數與貨幣供給	184
圖 9-2	台股指數與重貼現率	185
圖 9-3	台股指數與匯率	187
圖 9-4	台股指數與外匯存底	187
圖 9-5	台股指數與工業生產指數	188

第一章

導 論

泡沫經濟(bubble economy)已取代經濟不景氣，成為世人之夢魘。如何戰勝這個夢魘，不僅成為金融界、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。為了使一般社會大眾，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，很快就失去它炫目的光彩？作為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