

大衝撞。

全球經濟巨變下的重建預言與投資策略。

穆罕默德·伊爾艾朗 Mohamed A. El-Erian —— 著 陳儀 —— 譯

WHEN MARKETS COLLIDE



台大財金系教授／

沈中華

中華經濟研究院研究員／

吳惠林

鐵鈞財務長／

郭恭克

德盛安聯投信總經理／

許慶雲

暢銷書《交易員的靈魂》作者／

黃國華

強力推薦

INVESTMENT STRATEGIES FOR THE AGE OF GLOBAL ECONOMIC CHANGE

投資理財 IF054

大衝撞：全球經濟巨變下的重建預言與投資策略

原 著 穆罕默德·伊爾艾朗 (Mohamed A. El-Erian)

譯 者 陳儀

企劃編輯 廖姿菱

行銷業務 陳嘉倫 高曜如 杜佳儒

業務副理 李永傑

出版經理 張景怡

出 版 者 美商麥格羅·希爾國際股份有限公司 台灣分公司

地 址 台北市 100 中正區博愛路 53 號 7 樓

網 址 <http://www.mcgraw-hill.com.tw>

讀者服務 Email: tw_edu_service@mcgraw-hill.com

Tel: (02) 2311-3000 Fax: (02) 2388-8822

法律顧問 惇安法律事務所盧偉銘、蔡嘉政律師及江宜蔚律師

劃撥帳號 17696619

戶 名 美商麥格羅·希爾國際股份有限公司 台灣分公司

亞洲總公司 McGraw-Hill Education (Asia)

60 Tuas Basin Link, Singapore 638775, Republic of Singapore

Tel: (65) 6863-1580 Fax: (65) 6862-3354

Email: mghasia_sg@mcgraw-hill.com

製 版 廠 信可印刷有限公司 2221-5259

電腦排版 菊舍工作坊 2331-9430

出版日期 2009 年 1 月 (初版一刷)

定 價 360 元

原著書名 When Markets Collide

Copyright © 2008 by Mohamed A. El-Erian.

Traditional Chinese Translation Copyright © 2008 by McGraw-Hill International Enterprises, Inc., Taiwan Branch.

All rights reserved.

English edition published by The McGraw-Hill Companies, Inc. (978-0-07-159281-9)

ISBN : 978-986-157-593-3

※ 著作權所有，侵害必究。如有缺頁破損、裝訂錯誤，請寄回對換
經銷商：聯合發行股份有限公司 電話：(02) 2917-8022

大衝撞。



Education

麥高雲格爾 麥騰國際出版公司 分公司

005	推薦序 千金難買「早知道」／吳惠林
011	推薦序 冷靜掌舵、智慧導航， 才能穿越百年難遇的海嘯／許慶雲
013	前言
021	簡介 在雜音裡尋找重要訊號
041	Chapter 1 脫軌、謎題與困惑
061	Chapter 2 傳統的資源如何讓我們失望
087	Chapter 3 區分事態的輕重緩急
123	Chapter 4 瞭解新的目標
175	Chapter 5 對未來旅程的展望
219	Chapter 6 從全球經濟與金融變局中獲益： 為投資人擬訂的行動計畫
263	Chapter 7 國家政策制訂者與 全球性機構擬訂的行動計畫
293	Chapter 8 改良後的風險管理
319	Chapter 9 結論

【推薦序】

千金難買「早知道」

吳惠林

中華經濟研究院研究員

一場被有些人稱為百年難得一見的「金融海嘯」席捲全球，隨之而來的經濟不景氣，逐漸進入衰退、大蕭條的漩渦，但見關廠、歇業一波接一波，「失業潮」也接著在全球各地陸續擴散。此時各國政府忙不迭地或單獨或聯合推出各種救援政策，不論有效與否，「苦日子」將延續一段不短的時日似已成世人的共識。

■ 貪婪欺詐促成金融海嘯

這場金融海嘯的出現，徹底暴露人類當前「貪婪」、「欺詐」成性的可怕，也將人類打回渺小的生物，更讓一大堆專家跌得鼻青眼腫，所謂的「理（財）專（家）」們有如過街老鼠，而財經名嘴的信用跌至谷底。關於風暴的來到之探討汗牛充棟，事後諸葛紛紛湧現。那麼，究竟是誰的錯？有人出書指

出美國財經高層、政府官員、投資人、媒體，以及學者們都脫不了干係，這幾乎將所有人都一網打盡。他們錯在哪裏呢？

關於美國的財經界高層人物，由於他們都是高薪厚職，但被批對社會的貢獻連街頭的流浪漢都不如，畢竟流浪漢不會每年支薪數千萬美元，更加不會胡亂地核發信貸、搞垮企業和銀行，讓工人失業、投資人血本無歸。

關於政府官員，尤其是財經官員，根本沒有記取歷次弊案和投機泡沫教訓，致五年一劫、十年一禍，他們一向舒服在其位，有事就降息，再不就拿納稅人的錢去拯救銀行，還沒出問題時說還有未爆彈，有了問題就說問題不大，到問題鬧大時，就大家站起來相互指責。畢竟財經高層之所以能夠胡作非為、濫批信貸、胡亂評級、亂發證券，都是因為政府管理不周。

關於廣大的一般投資人，他們是支持財經界高層的人，在這些高層做錯事時，卻仍然買入股票來支持。在市場上危機四伏時仍然逆勢炒作，將股價推高。這樣做除了助長財經界高層人物聲勢外，還等於支持他們繼續錯下去，更加令金融市場動盪不安。要是投資人不盲目投資，這些災難或許就不會接二連三的發生。舉例來說，用次貸信貸買入房地產等物業的投資人，竟連置產這種人生最重要的投資行動之一，都草率為之。

關於媒體，在金融風暴爆發前，不但沒有給人應有的危機感，還每日大談日日創新高。在金融風暴爆發時卻又大肆渲

染，誇大了金融風暴的影響力，讓散戶出現不必要的恐慌。次貸風暴也是一樣，還沒開始時，一味的唱好；剛開始時，就找那些市場權威出來說，次貸只是小事一宗。過了一會之後，次貸捲土重來，又找同一批人出來說三道四，結果是講多錯多。更離譜的是，次貸風暴還未正式開始就說已近尾聲。

關於學者，尤其是財經界的學者，確實博學多聞，很多還是得獎的大人物。可惜，幾次市場上的大禍都是學者們看走了眼，沒有及早挺身而出。有人質疑說，要是市場上出現像達康泡沫化和次貸風暴這樣明顯的人為災難，學者們都沒有指正，他們的學術成就就值得質疑，等於是學而無用。

■ 有待人人閉門思過，浴火重生

這樣子的人人出錯場景不只美國有，台灣也歷歷在目。其實，這是見怪不怪，畢竟不論多有名氣、多有權力、多有學問的人，都是「凡人」，而「世事多變，人生無常」早已是世人的口頭禪，因而「犯錯」可說是人的常態，所以，「千金難買早知道」也成諺語。正常的世界原本就充滿「未知」，再有「人造」的紛亂，當然更是雪上加霜，一般人更會六神無主，惶惶然不可終日，金融海嘯的出現就是鮮活的寫照。

那麼，難道人就要坐以待斃？難道所有的人和事物都不可信？當然不是！此時此刻每個人更要清醒、理性，找回自我，

認識人的渺小，也需仔細挑選值得閱讀的讀物做為參考，讓自己的犯錯機率降低，對自己對社會都有益。在金融風暴演變至經濟不景氣、蕭條的此刻，這本《大衝撞》（*When Markets Collide*）就是屬於這類的書。

本書作者穆罕默德·伊爾艾朗（Mohamed A. El-Erian）是英國牛津大學經濟學博士，有 15 年任職於國際貨幣基金（IMF）的經驗，曾擔任 IMF 第一副執行董事的顧問和副董事。他在 1997 年 12 月加入民間機構，曾在倫敦的所羅門美邦／花旗公司和哈佛管理公司、哈佛大學工作過，目前是太平洋投資管理公司（PIMCO）的聯席執行長與投資長，該公司是全球最大且聲譽卓著的投資管理公司之一，而作者也曾發表過相當多的經濟金融文章，並廣受肯定。可見作者兼具學理和實務，既非學術象牙塔人士，也非江湖術士。

■ 動盪世界裏的投資指南

穆罕默德·伊爾艾朗就以他在學術上的深厚底子以及犀利的分析功力，加上他在政策領域的豐富經驗、對全球金融市場和新興市場的深入瞭解，以及身為資產經理人的優異績效，為投資人、市場實務界人士和政策制訂者寫了這一本書，幫助讀者們了解並能妥善因應全球化下，金融市場高度波動的風險與機會。作者針對瞬息萬變的全球環境、金融結構，以及新興市

場地位日益重要等提出見解深刻的分析。他預見人類將進入一個和過去截然不同的時期，而在全新的時期裡，由於金融體系的規模與複雜度持續上升，現有的管理工具和國際協同度勢將捉襟見肘而將改弦更張。

不可否認地，全球經濟體系快速變動著。對於投資人來說，要辨識與理解變動的來龍去脈根本不可能，因為影響因素錯綜複雜，雖然不太可能有全知全能者，但因變動不居世界裏個人愈見渺少、無知，反而更需要幫助，更需有價值的訊息供作決策判斷。

本書作者是經濟本科出身，再結合行為學、神經學，試圖建立一套預測模式，再找出異於常態的例外，也就是所謂的「雜音」，或是「不可能但卻發生的事」，做為決策行為的判斷。我特別欣賞作者對於「雜音」或「意外」的強調，畢竟歷史一些重大的變化往往就是一件很不起眼、被認為很不重要的小事造成的，所謂「壓垮駱駝的最後一根稻草」差可比擬，其實這就是「風險」，卻往往被專家們所忽略，投資人的確需要特別注意並判別「雜音」。

總之，這個世界已經大大改變，而本書或可協助投資人較順利面對並因應它。因為本書詳述了一個行動計畫及這個計畫的組成要素，並點出哪些因素可能衍生出代價高昂的市場「意外」。本書一再提醒投資人，在因應這個變幻莫測的世界時，

一定要將本國與國際（多邊的）政策制訂者的行動列入考量。

誠如作者所言，本書是在 2008 年 1 月份完成的，迄今全球經濟歷經一系列世人完全意想不到的發展，但這些發展卻與本書的分析若合符節。也就是說，作者事前已預測到這混亂或意外將會發生，如果世人能及早閱讀此書，或許不但不會因這些變局所衍生的必然動盪受害，反會在變局中獲利呢！那麼，亡羊補牢，猶未晚也！趕緊閱讀本書吧！

【推薦序】

冷靜掌舵、智慧導航， 才能穿越百年難遇的海嘯

許慶雲

德盛安聯投信總經理

韋氏大辭典選出「紓困」(bailout)做為2008年風雲字(Word of the Year)，同一年度廣被查詢的字眼，還包括「驚惶」(trepidation)、「險境」(precipice)與「動盪」(turmoil)，從中不難察覺，自雷曼破產事件以來的一連串經濟情勢動盪，帶給全球各地民眾的震撼與衝擊。

自1637年荷蘭「鬱金香狂熱」(Tulpenmanie)以來，經濟史上的重大動盪事件屢見不鮮，光是過去二十年來就陸續爆發1990年美國儲貸危機、1997年亞洲金融風暴、2000年科技股泡沫、2007年次貸風暴等牽動全球經濟走勢的重大事件。遺憾的是，多數人並未在歷史中學得教訓，也讓災難不斷重演。值此被稱為「百年難得一見金融海嘯」的關鍵時刻，正是我們鑑往知來、抽絲剝繭，冷靜觀察市場走勢，積極探索問題根源的最佳時機。而伊爾艾朗的《大衝撞》一書，對當今全球金融版圖的變化與挑戰具備獨到的見解，正是我們重新尋找全球經濟新秩序的最佳指南。

伊爾艾朗是全球最大債券基金公司 PIMCO (The Pacific Investment Management Company) 的聯席執行長與聯席投資長。在每一場金融危機中，總有人能夠不隨環境起舞，成為少數可以跨越風暴的贏家。而 PIMCO 在投資市場的傳奇盛名，即來自一連串預示風暴即將來襲，並且能夠成功因應的輝煌戰果，例如早在 1999 年便提醒投資人網路泡沫即將破滅，在 2006 年便公開疾呼次級房貸恐將釀成大禍。如果金融風暴是偉大的投資傳奇必經的試煉，那麼，PIMCO 的基業，就是危機不斷考驗的結果。每當華爾街因金融危機陷入愁雲慘霧中時，PIMCO 總能一貫冷靜地觀察局勢的變化，找到機會準確出擊。

由伊爾艾朗領軍的 PIMCO，能夠多次寫下令人印象深刻的投資傳奇，除了來自其陣容堅強的菁英團隊、重視投資紀律的企業文化，最重要的基石，應該是堅持從大處著眼的長期經濟觀點。與一般投資人不同，PIMCO 採取「由上而下」(Top Down) 的宏觀投資哲學，專注於長遠的總體經濟走勢，做為挑選投資標的之基礎。為了深入掌握長期經濟走勢，每年五月，PIMCO 甚至還會大費周章地舉辦年度論壇 (Secular Forum)，邀請全球各地的投資大師齊聚一堂，檢閱主宰全球未來三到五年動向的經濟變數，努力捕捉變化愈來愈迅速的全球經濟新風貌。

誠如伊爾艾朗在書中所言，我們正處於「世紀大轉型」(secular transformation) 時期，勢必會面對極大的挑戰。學習伊爾艾朗所秉持的 PIMCO 長期觀點精神，並利用《大衝撞》一書所提供的前瞻思維，來徹底辨識並理解改變全球經濟體系的動力，相信是幫助每位投資人走出一時迷霧，尋找全球市場新秩序的最佳利器。

前言

《大衝撞》一書是討論正在改變全球經濟體系的一些動力。儘管對投資人來說，要徹底辨識與理解這些動力有困難，但還是一定要試著去瞭解它們。這些動力牽涉到成熟與新興金融市場之間的變化，而相關的變化將連帶衍生許多風險結構不同於以往，且更複雜的全新機會。

我想與各位分享一些和全球經濟「新終點」(new destination)有關的分析和見解。在這個過程中，我也會論及沿途可能出現的「炸彈」、分散人們注意力的歧途，以及經濟自我轉型過程中的劇烈起伏。經過一段期間的分裂與混沌之後，這個世界終將再次嶄露頭角。

被分析師稱為「世紀大轉型」(secular transformation)的眾多長期變化，勢必將帶來極大的挑戰。這些變化牽涉到經濟勢力的重組，另外，決定經濟成長、財富、通貨膨脹與投資報酬等要素的影響力也將出現微妙的換手。一開始，要分析那些剛剛崛起且影響力強大的「演出者」和工具是有困難的。更整

體來說，這個世紀大轉型將觸發昨日世界與今日世界之間的衝突，而且過程中一定會產生很多雜音。

隨著我們逐漸朝向這個新終點邁進，現有的基礎建設和系統都將承受沈重的壓力，這包括現在被迫使用殘缺資訊與落伍工具來因應艱困政策挑戰的各國政府。另外，散戶與法人機構也都必須適應實際與體認到既得利益的全新概念。短短幾年內，全球賽局裡的「前」主導玩家也必須開始嚴肅看待之前還不被他們放在眼裡的競爭者。此外，那些突然變得有影響力的新玩家，也必須善加管理隨著「成功」而來的挑戰。

這個世界已經轉變，而本書將協助投資人順利度過這個轉型過程，因為全球經濟的轉變將嚴重衝擊投資策略，同時影響各項風險管理方法的有效性。書裡也將詳述一個行動計畫及這個計畫的組成要素，並點出哪些因素可能衍生代價高昂的市場意外。本書主張投資人在駕馭這個轉型過程時，一定要將本國與國際（多邊的）政策制訂者的行動列入考量。

過去，我非常榮幸得以從事和投資跟政策議題有關的職業生涯，而且我也體認到，在一個全球經歷巨變的時代裡討論投資策略，一定要具體說明投資人與政策制訂者應該與將如何回應。不管你是處在哪一方，一定要瞭解另一方應該怎麼做、可能會怎麼做，才有可能成功。

我期待那些希望維持優異績效與降低突發風險及大額虧損

的投資人，會感覺本書的架構與見解有助於瞭解全球新景象的背景、展望與含意。

《大衝撞》一書涵蓋以下主題：

第1章詳述近年來經濟與金融情勢的脫軌、謎題與困惑現象。就其本質來說，這些現象全都對我們釋出「世紀大轉型正在進行」的訊號。

第2章闡述的是，儘管瞬息萬變的景況愈來愈難以理解，但投資人卻反而去承擔更大的風險，而且他們用來承擔高風險的方式，多半已超出傳統監督機構的管轄領域。於是，2007年夏天起展開的一個重大亂象，重創了金融體系的神經中樞，這個衝擊讓法人機構產生一系列的高額虧損，點燃了全球的信用危機，同時也迫使各國政府緊急採取政策。

第3章是以前述發展為背景，進一步討論為何投資人總是需要一段時間，才能理解眼前所發生的結構性轉型有何意義。在討論怎麼分辨什麼是雜音，什麼是訊號時，我們提出一些擷取自傳統經濟與金融、行為科學與神經科學的工具。這些工具有助於解釋許多市場矛盾的導因，同時也說明這些矛盾如何隨著時間的消逝而自行消退，以及為何會自然消退。

這又引領我們進入第4章的內容：全球金融體系的新長期終點。它闡述了經濟成長、貿易、價格形成與資本流動等四