

大泡沫

央行没有告诉你的真相

(台湾) 王伯达 著

BUBBLE

YANGHANG MEIYOU GAOSUNI
DE ZHENXIANG

南方出版社



BUBBLE

YANGHANG MEIYOU GAOSUNI
DE ZHENXIANG

大泡沫

央行没有告诉你的真相

(台湾) 王伯达 著

南方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

大泡沫 / 王伯达著. — 海口 : 南方出版社,
2013.11
ISBN 978-7-5501-1474-6

I. ①大… II. ①王… III. ①金融危机—研究—台湾
省 IV. ①F832.758

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第267106号

版权合同登记号: 30-2013-253

本书由 先觉出版股份有限公司: 圆神出版事业机构 正式授权

大泡沫

责任编辑: 师建华 代鹤明
出版发行: 南方出版社
地 址: 海南省海口市和平大道70号
电 话: (0898) 66160822
传 真: (0898) 66160830
经 销: 全国新华书店
印 刷: 北京京科印刷有限公司
开 本: 700毫米×1000毫米 1/16
字 数: 220千字
印 张: 14
版 次: 2014年1月第1版第1次印刷
书 号: ISBN 978-7-5501-1474-6
定 价: 36.00元

新浪官方微博: <http://weibo.com/digitaltimes>

版权所有 侵权必究

该书如出现印装质量问题, 请与本社北京图书中心联系调换。

推荐序

学习判断泡沫，是成功理财的第一步

台湾 《Money钱杂志》 顾问、 理财作家 林奇芬

金融海啸发生已几年了，投资人还在余悸犹存的恐慌中。在全球低利率环境中，投资市场在 2009 年呈现不可思议的大反弹，但 2010 年随即又被二次衰退的阴影笼罩。在许多演讲场合我问现场观众，你们觉得现在市场氛围好吗？大部分人都摇摇头。通常这样的市场气氛测试，会让我蛮安心的，因为观众没有过度乐观，就表示市场还没有出现过热的泡沫危机。

但是泡沫总是会发生的，就像我们曾经经历的 2008 年金融泡沫，或 2000 年的网络泡沫，或更早之前的 1997 年亚洲金融风暴、日本地产泡沫……其实，每隔几年就会有一次比较大幅度的经济气候调整，以经济学的角度来看，经济环境永远在供不应求与供过于求之间摆荡，景气高低起伏自有一定的行进过程。

下一次泡沫危机发生的时机，会不会是如作者预估的 2011 年？还是前一阵子甚嚣尘上的玛雅预言 2012 年？谁也不知道。但我们需要学习的是，用什么方式掌握过热讯号，让我们能够在泡沫被戳破前及时逃离。

外汇储备快速增加，是不是一个危机讯号？本书作者举了很多例子，指出外汇储备快速上扬后的风险。包括，外汇储备快速累积代表必须释出大量本国

货币，国内游资泛滥将带来股价与房价的异常飙涨。在台湾第一次万点行情时，这些现象都曾经出现，并带来后续房价与股价的泡沫。而今外汇储备再次快速累积，历史是否将重演，这确实是金融市场要认真面对的讯号。

但我认为读者看这本书时，如果只把注意力放在泡沫引爆的时机上，那也未免太过狭隘，我认为读者应该认真学习的，是作者分析金融市场风险的方法，那才是能够长期保护资产、在泡沫破灭前全身而退的重要武功。

作者在这本书中，先帮我们回顾了国际金融史，从货币制度到几个重大金融事件，让我们能快速掌握国际金融市场近100年来的重大变化。接下来，作者用外汇储备与货币供给额、股票价格与房地产价格等数据，分析过去30年来的经济变动。这些指标，包括外汇储备占GDP比重、M1B增长率、股票市值占GDP比重、房价租金比、房价收入比，投资者都应该了解与学习，作为未来观察金融资产是否过热的参考。

作者王伯达，具有会计与企管硕士学历，同时有国际企业并购实务经验与证券分析师执照，是理论与实务兼具的专业金融从业人员。他也是我的优秀学弟，我们有缘就读于同一所大学与研究所。除了专业素养之外，伯达更有兴趣把自己的知识与大众分享，他目前在《壹周刊》与《Money钱杂志》都辟有专栏，经常发表立论精辟的文章，甚受投资人的欢迎。而在这本书中，他帮读者搜集大量资料，涵盖范围广、时间跨度长，基本功真的很扎实，光是这些数据图表，读者就值回票价了。

在本书中，作者提出对于外汇储备攀高的疑问，也对“央行”采取新台币偏贬值的策略有不同看法，不管“央行”或产业界是否认同他的观点，我认为作者诚实地提醒大家注意风险来袭，他的勇气值得敬佩。而他甘冒大不韪提出这些警告，目的是提醒大家及早改变、及早防范，而不要坐待风险发生。

我们到目前美国与欧洲经济疲弱，就是因为先前过度扩张制造泡沫，目前则需要很长的时间疗伤止痛。现阶段全球新兴市场积极发展，追求高增长，而过度投资后隐藏的泡沫危机，也在逐渐成形中。台湾本身也有自己的风险在酝酿。在下一个泡沫被戳破之前，你能不能全身而退？这本书中的许多观念值得你学习。

推荐序

大泡沫，是预言还是谣言？

台湾“中华经济研究院”研究员 吴惠林

接到出版社编辑邀请作序的电话时，老实说我是颇为犹豫的。虽然我认为对于“泡沫经济”这个话题必须大声谈，但是对陌生的作者却充满狐疑，只好说看过初稿再说。看完第一章之后我就决定加入推荐这本书的行列，因为作者将“外汇储备”的迷思彻底解构，而且以数据和图表详加解说，一般读者都能看懂，有助于拯救人类。

如哲人所言：“人者心之器。”意思是说“人的行为是由心带动”，而心则被后天的“观念”深深牵系。“外汇储备”、“出口进口”、“贸易”、“货币”这些影响日常生活很深的世间事务，却由于错误观念的引导，产生了负面的冲击，甚至埋下毁灭人间的种子。

错误观念危害甚烈

简单地说，人与人之间的“交易”是自发性行为，用白话说就是，用我的好东西换你的好东西，实现双赢，社会上千千万万人都经由这样的行为来增进彼此的福祉。推而广之，国与国之间的“贸易”也同样是在互通有

无，彼此“好东西与好朋友分享”，是一种“等价交换”的行为，至于价值高低的判断则属于交易双方主观的决定。

不过，交易行为是有“成本”的，为了降低交易成本，就自然出现了“市场”和“交易媒介”，发展到今天，“货币”就是通用的交易媒介。但是，货币在今天却已经不只是交易媒介，而被当成了商品，再加上衍生性金融商品的日新月异，连行家们都不禁感叹：“货币究竟为何物？”人发明了货币，如今却深受其害，但货币之危害，不正是人造成的吗？

我们都知道，“诚信”是交易顺利进行的要件，因此交易的标的应该是“好东西”，交易媒介也要有“信用”，参与交易的各方更不可存心欺骗。证诸现世，令人遗憾的是，这些基本的观念统统变了质。如果不努力扭转这样的局面，“2012”人类将毁灭的玛雅预言很可能会成真！

外汇储备过多，是“富裕的烦恼”

在“2012”到来之前，台湾会不会先来一场轰轰烈烈的大泡沫破灭呢？在“出口大于进口是顺差，反之是逆差”的一般认知之下，人们理所当然地认为“一切为出口”、“出口是好事，进口是坏事”，于是“赚外国人的钱愈多愈好”也就顺理成章，而“钱愈多愈好”似乎也被大众所认同，“货币只是交易媒介、只是一层面纱”早被忘得一干二净。

就这样，原本属于“实质物品”之间的交换，竟然演变为累积“钱”，而且是外国的钱。到头来这些钱不但不会做好事，反而会作怪，变成泛滥的游资，流到哪里，哪里就泛滥成灾。更糟糕的是，它还会腐化人的心灵，让诚信和伦理沉沦、消失，而贪婪、欺骗、自私则将人淹没。

早在1988年，我就曾以《富裕的烦恼——解开外汇储备过多的结》一文

作过阐述，可惜当时没得到认同。20多年来，不但台湾依然故我地继续追求及累积外汇，其他的国家和地区也竞相效仿。更令人难过的是，1985~1990年发生在台湾的那场金钱游戏的悲惨结局，似乎没成为教训，反而变本加厉地传染到新兴市场国家和地区，而2008年金融海啸的重锤也仍然没有敲醒迷梦中的人们，甚至有人还在怪罪自由市场，还在赋予原本最该反省改过的政府更大的金融管制权。看来，人类已是“不到黄河心不死、不见棺材不掉泪”。

记取教训，亡羊补牢

这本书虽然讲的是台湾，其实是放诸四海皆准，它直接而坦白地揭露了政府不当管制政策和金钱为祸的真相。前五个单元非常精彩，但最后几个单元的论述却还有值得商榷的余地。不过，这并无损于全书的价值。我希望凡是懂中文者都来读这本书，尤其大陆人更应该看，因为大陆目前的情况也比较严重。

最后必须强调的是，泡沫成形已是既成的事实，我们能选择的是让它早破或晚破，而愈晚破则危害愈大。换句话说，错误已造成，绝不可能有不必支付代价的云淡风轻、船过水无痕，我们能做的只是减少代价，而认清真相、勇于承受、相互扶持就是因应的良方。更重要的是，记取教训、端正观念、寻回诚信伦理，脚踏实地认真做好自己该做的事。让我们从历史中得到启示，让历史真的成为一面镜子，而不要再任由历史悲剧不断重演下去。这本书，正可说是一面清澈的明镜！

自序

迎接大泡沫年代

2009年年初，我到上海出差。在一次与当地同事们聊天的过程中，我了解了上海姑娘对于婚姻的观念，也见识了大陆人们对于住房的刚性需求。

一位上海的女同事要结婚了，她兴高采烈地与我们聊起她前段时间看房子的的心得，当然，也免不了抱怨一下上海的房价简直是一日三市，买房的人跟去菜市场买菜一样，一出手就买好几套。女同事好不容易看上了一套，虽然有点贵，但她的未婚夫还是下了订单，等了几年后这回他们终于能够结婚了。这时，我心里不禁起了疑问，就问道：“如果你未婚夫买不起房，你还嫁他吗？”“当然不会”，我得到了一个简单又明确，完全不需要思考的答案。从经济学的角度来看，这叫做刚性需求。顺道一提，在台湾，向女孩子求婚是不需要拿出房地产所有权证明来的。

2010年年初，一位在重庆工作的高中同窗回台湾，我约他吃饭，顺便聊聊近况。他说重庆人最近也在疯狂炒房，他的父母几个月前去重庆看他，顺便就在那里买了两套房，一套留给他，一套作投资用，听说投资报酬率相当不错，比放在银行和股市好得多。同窗的父母过完农历新年以后还要去重庆看房，当然，也会顺便看看他们的儿子。从经济学的角度来看，这叫做资金的

效率配置。

中国国际经济交流中心在 2010 年第一季度所作的分析显示，中国房价收入比已超过 15 倍，上海、北京、广州等地的房价收入比则超过 50 倍以上。而国际房地产网站 Global Property Guide 更指出，5 年前北京的租金收益率还有 9%~13.5%，上海则是 5.4%~7%，然而现在这两个城市的租金收益率都低于 3%。从经济学的角度来看，这叫做资产泡沫。

资产泡沫的出现是经济发展的成功，也是经济发展的失败。

成功之处在于，泡沫出现的必要条件就是经济的高度增长，如果一个国家的经济长久萎靡不振，连刚性需求都欲振乏力，那么这个泡沫就算是想吹也吹不起来。失败之处呢，则在于资金与资源配置的低效率。举例来说，房产投资者原本可以拿这笔钱来从事有生产性的投资事业，开个店或弄个工厂都可以，但这些投资者显然认为这样的报酬率远远不如炒房，因此他们全都涌到房地产市场来了。从银行的角度来看也一样，偏低的利率水平原希望大家能借钱从事生产性的工作，创造经济的增长，但为什么大家都拿钱去炒房呢？很简单的道理，做生意的报酬率比炒房低得太多。

从这样的角度来看，我们可以把资产泡沫归咎于流动性过高，也可以归咎于现行产业结构已经不符合潮流，其实这二者是一体的两面。正是因为现在的主流产业形态无法创造高报酬率，所以市场上就会出现这样的现象：多余的资金流入房地产市场，而不是拿来做实业投资。所以要消除这个泡沫，需要采取两方面的措施：一方面要收回流动性，这个在较短时间内可以产生效果；另一方面就要调整产业结构与形态，引进更好的技术与产品，并把资金引导到这类项目上，而这个就需要较长的时间。然而，不管是哪一方面的措施，都会把资金从房地产市场里面抽走，因此房价是不会永远这样涨上去的。

近几年来，我读过很多大陆学者出版的书籍，但越读就越觉得遗憾，因

为越来越多的书中观点倒向了阴谋论，尤其与货币和总体经济相关的书籍更是如此。丰田事件是阴谋，轮胎特保案是阴谋，对冲基金是阴谋，这次中国的房地产泡沫也是阴谋，仿佛全世界都被蒙在鼓里，就这些专家看得最明白。我不否认国际上的政治角力总免不了有一些手段，然而若我们把所有事情全部丢给“阴谋论”三个字，那才真的是把整件事情想简单了，当然，这也是面对失败时最好的卸责借口。

本书以台湾的货币政策作为出发点，通过这样的内容来反思，政府的所作所为是否真的符合全体人民的最大利益，长期来看是否符合国家和地区的利益，而这样的政策又将如何把人民带到另一个金融危机当中。这本书的繁体中文版在2010年9月出版之后获得了热烈的反响，不仅台湾的电视、广播以及杂志都以大篇幅报道，同时也入选台湾连锁书店金石堂所选出的2010年最具影响力的十大书籍以及诚品书店和博客来书店的年度百大书籍。而在“立法院”相关会议期间，还有人当着所有媒体面拿着这本书来质询台湾“央行”的货币政策。

虽然台湾“央行”总裁彭淮南先生在“立法院”保证“2011年绝对不会泡沫化！”，然而台湾地区政府出台的一连串调控房市的措施却越来越认真，越来越直指核心。2011年3月，被台湾媒体称之为“奢侈税”（“特种货物及劳务税条例”）的“法案”正式送交台湾“行政院”，该“法案”规定非自用住宅在二年内转手将按交易价格课征10%的税负。若在一年内转手则需课征15%的税负。一时之间，“政府”的认真态度反倒让大众开始担心：房价是不是真的过高了？“政府”更严厉的调控措施是否会陆续出台？台湾的房地产泡沫危机是否一触即发？大家似乎已经把“央行”的保证全都抛到脑后了。

正如台湾“中华经济研究院”研究员吴惠林博士为繁体中文版所写的序言

中所说，这本书虽然主要讲的是台湾，但其实是放诸四海皆准。“外汇储备的诅咒”曾出现在1929年的美国、1990年的日本与中国台湾及1997年的东南亚。20年后的今天，这个泡沫的问题再度出现在台湾，然而这次的台湾仅仅只能算是配角，近十年来外汇储备快速增加，外汇储备存量已经攀升至世界第一的大陆，自然也无法置身于外汇储备的诅咒之外，并即将成为这场泡沫游戏的主角。

我在繁体中文版的内容中提出的几项预测，目前都一一被证实了，我们现在所面临的情况仿佛是2008年的翻版，只不过上一次的主角是美国，这一次，主角则换成了中国。下面是我已被证实的预测：

1. 2010年下半年，欧洲会再有国家被调降债信
2. 弱势美元推升粮食、金属、原油价格
3. 拉尼娜现象影响粮食产出与价格
4. 新兴市场物价快速上扬迫使“央行”加息
5. 台股吹起最后“烟火”

很高兴有机会把这本书介绍给大陆的读者们，我希望这本书的简体版出来以后能够让大家进一步反思：我们的货币、汇率、金融及产业政策是不是真的符合我们的需求，是不是能够强化国家长远的竞争力，是不是能为我们的下一代打造更好的环境。我也衷心地期盼我们都能够顺利地度过这次房地产泡沫与通货膨胀危机。

王伯达于2011年3月

你准备好面对这前所未有的大泡沫了吗？

资产像啤酒，没有泡沫就没有滋味。

但切记，要在泡沫消逝之前一饮而尽，否则当泡沫散去，留下的就只有苦涩了。

台湾“行政院”曾在2009年年底举办过“十大民怨”评选活动，结果第一名为“都会区房价过高”，第五名则为“民生物价过高”。在前五名当中，资产泡沫与通货膨胀就占了两名，由此可见，泡沫问题的严重性确实让台湾的民众有了切身感受。然而，有官员表示：“不能打压房地产，好不容易火苗才烧上来，若将房地产这个火车头产业压下去，会赔上全民经济。”看到这样鲜明的对比不禁令人想问，究竟是我们的民众“自我感觉不良好”，还是我们的官员“自我感觉太良好”呢？

其实，不论是民众还是官员，都不应该以“感觉”来作为诉求或决策的依据。历史上所有的泡沫都有迹可循，台湾目前是不是处于泡沫之中？如果是的话，又为什么会产生泡沫呢？我们只要“看看别人，想想自己”，就可以

从中窥得蛛丝马迹。

过去数十年以来，全球发生了多次著名的资产泡沫，其中“美国1929年大萧条”、“日本失落的十年”，以及“亚洲金融风暴下的泰国”，应该是读者相对来说较为熟悉的案例了。虽然这三个泡沫的背景与成因不尽相同，但它们却都出现了一个共同的信号，那就是在泡沫破灭之前，外汇储备均出现大量且快速的增加。本书将会详细说明这个现象，在此姑且先称之为“外汇储备的诅咒”吧！

外汇储备的诅咒对于台湾来说，是个很有趣的题目。

读者可能已从新闻媒体上得知“台湾外汇储备高居全世界第四名”这项“殊荣”了吧？从1998年以来，台湾的外汇储备每年都创下新高，2008年以来更是连续创下新高。只不过，过多的外汇储备对台湾民众来说不但不是殊荣，还可能是一个诅咒，甚至一场噩梦。

台湾历史上唯一一次能称得上重大资产泡沫的，大概就只有1990年台股冲上12682历史高点的那一次了。台湾股市在泡沫破灭后不到一年的时间内跌幅将近80%，跌去将近一万点。紧接着，房地产崩溃，当时的惨况应该让目前50~60岁的读者还记忆犹新。台湾房地产在经过那次的泡沫事件之后，十年之内都没有回到当时高点的价格水平，而巧合的是，在当时的万点泡沫破灭之前，同样也出现了外汇储备的诅咒。

台湾的外汇储备在近30年来的走势大致可划分为三个阶段。1981~1990年的10年间，台湾的外汇储备增加了9倍，金额增加了660亿美元，这外汇储备的诅咒让台湾在1990年爆发了万点泡沫。接下来在1991~1997年的7年之间，外汇储备维持在一个相对稳定的水平，总额仅仅增加了10亿美元而已。然而，从1998~2010年，外汇储备又出现了另一波激增，这次增加的金额高

达 2800 亿美元，远远超过万点泡沫时的规模。正当台湾地区政府与新闻媒体欢欣鼓舞地将此当做政绩与经济奇迹的时候，我却开始担心，外汇储备诅咒的再现是否意味着现在的台湾正处于泡沫之中呢？

本书从各种不同指标分析台湾目前的资产价格后发现，目前台湾许多的资产价格指标不仅远远高于亚洲国家和地区的平均水平，甚至还超越了台湾在 1990 年万点泡沫时的水平。因此，虽然我很不愿意这么说，但我还是必须诚实地告诉各位：“是的！台湾正处于一个前所未有的巨大泡沫之中。”

为什么外汇储备的激增会是一种诅咒呢？又为什么在有了 1990 年的经验之后，20 年后的台湾还是走上了相同的不归路呢？本书在第二部分将会解释“外汇储备的诅咒”这个现象。而之所以会走上资产泡沫一途，我认为这是因为台湾“央行”没有告诉我们、也不敢告诉我们的真相：为了刺激出口、为了“国库”的预算、为了政府的财政，“央行”释出了大量的新台币到市场上，造成了新台币的贬值与资产的泡沫，得利的是政府、财团、“央行”等。而在既得利益者把持游戏规则之下，泡沫更没有停下来的可能，唯一的下场就是破灭。

资产泡沫的破灭对于我们老百姓的影响是什么？

我认为最显而易见的影响便是，各种金融资产大幅缩水，其中股票市场必然会出现大幅度的下挫，而高涨的房地产价格将会紧接着出现崩盘。以台北市为例，我认为房价可能下跌的幅度将超过 40%。这会使得全台湾超过 5 万亿元新台币的住房贷款出现严重亏损，金融机构将会因此蒙受极大的损失，其中部分小型商业银行甚至可能因此倒闭或被接管。然而，到此为止，这些还只不过是资产泡沫所带来的第一波影响而已。

资产泡沫的破坏力就有如原子弹，金融资产的大幅缩水只不过是第一波爆

炸的威力，隐藏在蕈状云中的辐射线才是真正具有杀伤力并影响深远的致命武器。当金融机构出现危机，紧接着而来的便是信用紧缩，以及政府的洒钱救市行动，而这两者的破坏力与持续性将远远超过金融资产缩水所造成的伤害。更重要的是，不管你手中有没有金融资产，届时都将无法置身事外。

以前者来说，信用的紧缩将会形成一连串的紧缩螺旋。当金融机构紧缩信用时，中小型企业或个人将因此无法拿到借款或被迫使用高成本的资金，如此一来，倒闭潮与失业潮将会逐渐被引爆，而金融机构在承担更多的坏账之后，将被迫进一步紧缩信用，恶性的紧缩螺旋便因此而形成。而政府的救市行动需要释出大量的货币注入金融体系，如此一来会使得已经债台高筑的台湾地区政府雪上加霜，用不了几年，台湾地区政府将无力支付各种退休金与福利补助。届时，政府可行的做法就是加税、印钞票或削减福利，但不管采用哪一种手段，受损失的还是我们这些老百姓。

从国际经济形势的发展以及台湾目前的资产价格水平来看，我认为最快在2011年，台湾的这波泡沫就会开始出现崩坏的现象。先是股市，再者是房市，陆陆续续会出现法拍屋（编者注：法拍屋是指购房者以向银行贷款方式购买房屋时，当购房者无法或不愿支付后续的利息与本金时，银行便有权收回这项资产，并进行拍卖，这就是银拍屋或法拍屋）数量急速增加以及开发商的财务危机，接着危机将会扩散到金融体系与产业，然后把政府的财政拖下水。当然，最后免不了由全民买单来收拾这个残局。1990年的万点泡沫让台湾的房地产停滞了10年，日本的泡沫破灭的经验从失落的10年变成了20年，而台湾这次泡沫的恢复期会是多久呢？我建议读者应及早做好准备来迎接寒冬。

就我个人而言，我衷心地期盼台湾不会出现泡沫破灭的现象，然而从具体的数据来看，这并不是“会”或“不会”的问题，而是“时间早晚”的问题。即便如此，本书还是提出了对地方政府政策的建言。虽然这次的泡沫