

空手的勇氣

黃國華

木桐文化

2017 年電子版重版出來的最新自序

《空手的勇氣》是我在 2008 年年底出版的財經書，當時是將我從 2007 年下半年到 2008 年第三季這段期間發表在壹周刊、財訊月刊以及部落格的一些精彩文章作集結出版，目的是要為自己事先能在 2008 年金融海嘯前所作的事先預警節錄成冊，出發點絕非為了彰顯自己的先知功力，而是希望讀者能夠鑑往知來了解金融風暴的前因後果與本質，以免在未來再度遭遇金融風暴時能夠有所依據。

這本書的文章寫的過於寫實，難免得罪了許多人，我的客觀預測宛如殘酷的照妖鏡，照出許多檯面上金融界或媒體界政界的人物的醜態或過度失準且誇大的言行，從出版之後，我個人就被媒體圈與金融圈列為拒絕往來人物，只能用媒體圈的黑名單來形容自己。

但也因為被排擠在整個主流圈外，我也樂得輕鬆可以「作自己」，從《空手的勇氣》後又陸陸續續出版了許多書籍，也跨出了許多不同創作領域，如旅遊書與小說等等。作自己的孤鳥個性從此展露無遺，幾年下來又漸漸地開罪出版業，2016 年起我的作品再也沒有主流出版圈願意幫我出版，只好自力救濟採自費印刷以及電子書的型式來出版。

多年的創作歷程，直到 2016 年年底為止一共寫了二十多本書，其中絕大多數的作品都已經絕版，絕版的因素很多，有些是出版年份過久或出版契約到期，有些是因為受限於出版業的大環境，書商採用「賣完不再刷」的策略而被迫絕版，當然有些作品屬於早年文筆不佳時期，絕版倒也省事，以免在市場流通丟人現眼，然而有些作品卻具有歷史意義，絕版誠屬可惜，所以我才決定從 2017 年起，不論是新作還是舊作，一律製作成電子書的型式，免費供讀者下載，電子書沒有印刷成本與庫存問題，自然就不會再面臨絕版斷貨的窘境。

這本 2008 年底的舊作正是第一本「電子版重版出來」的舊作，內容只做些許調整，並且盡量在每篇文章的後面加註 2017 年的回顧。

2008 年初版時的自序

《創世紀》提到上帝耶和華見到世上充滿敗壞和不法的邪惡行為，於是用祂的眼淚當作洪水要消滅這些罪人。同時祂也發現，人類之中有一位叫做諾亞的好人，於是上帝指示諾亞建造一艘方舟，當方舟建造完成時，祂與家人帶著牲畜鳥類等動物跳上方舟，同時大洪水也開始了，日以繼夜地降雨以致於洪水淹沒了所有的陸地，在陸地上的生物全部滅絕，只有諾亞方舟中裡面的生命得以存活。洪水肆虐世界了幾百天後開始消退，這時諾亞放出了一隻鴿子，但牠並沒有找到可以棲息的陸地；沒多久諾亞又再次放出鴿子，這次牠腳回了一支橄欖樹的葉子，諾亞從橄欖樹的新葉嗅到了洪水已散、大地恢復生機的訊號，於是諾亞帶領著家人與動物們走出方舟重建家園。

2008 年的金融市場彷彿滅絕一切的創世紀洪水，從歐美日先進國家到金磚四國等新興市場，從股票房地產到原物料，從連動債、結構債到各種避險之衍生性金融工具，從主權基金、私募基金到對沖基金，從巴菲特、索羅斯到羅傑斯，從 DRAM、面板到汽車、鋼鐵業，無一倖免；一年多來沒有一家台灣的掛牌公司的股價可以上漲，價值投資法可說是失靈，逢低買進成為 08 年最不好笑的冷笑話；一年多以來全球的股市與各種金融商品也無一不跌，讓資產配置理論破功，分散投資卻買到了一堆廢紙；一年多來台股的十日線、月線、季線、年線、十年線與二十線通通跌破，技術分析法的均線比不上一碗蚵仔麵線；所幸一年多以來我和我的讀者跳上了「總體經濟」這條諾亞方舟上，躲過了這場金融洪災，總體經濟這艘諾亞方舟保護了我的財產，然而現在更重要的，哪些是未來台灣股市總體經濟的橄欖葉呢？我又該如何扮演稱職的鴿子去尋找大地回春的橄欖葉呢？

美國 Fed 主席伯南克還沒搬出聖誕樹，就急忙掛起「零利率」的牌子，揭糞了 2009 年將是個『驚奇不斷』的一年，當美國這個世界中心都下了零利率這道通靈符咒，往後的全球金融市場將沒有什麼事是不可能發生的，缺乏想像力的老投資方法恐怕不再適用於劇變的未來。請打開心胸接受劇變，請將卸下過去在投資領域所累積的一些經驗包袱，請反芻著這場金融裂解下的洪災痕跡，當全球同步進入零利率、當油價可以在短短的不到五個月從每桶 147 美元大跌到 33 美元、當最積弱不振的日本的匯率可以在短短的幾個月升值到歷史高

點、當全美前五大投資銀行倒了三家、當美國三大車廠同步邁到破產邊緣、當過去幾年以來趨之若鶩的避險基金竟然是場數百億美元的騙局.....2009年沒有什麼事情是不可能發生的。

這本書收錄了2007年底到2008年底，我在壹週刊發表的專欄文章以及部落格上面的文章，我很驕傲地留下了這些文字，並經由週刊與部落格上兩千五百多萬的流覽人次見證，見證經由渾厚總體經濟分析所累積出來的客觀方法，躲過金融海嘯的歷史，我詳細地記載一年來的時局裂解，以及面對變局下的每一種觀看的心情，我無意寫成教條式的造神書籍，只是想要藉由不同的財經視野，與讀者一起跳脫出浮光掠影的盤面巢臼，頃注心思在總體宏觀分析所涵孕的冷靜美感，與不受人為操縱的客觀。

一年多來，風險的善意提醒一直被眾人汙衊成「負面思想」，一直被汙衊成「唱衰台灣」，經由深思熟慮所省思的保守內斂，被習於多頭的投資者嘲諷成「無能」，然而，從2007年11月至今，我無法幸災樂禍從大崩解中抽離，因為週遭的親友中有許多人已遭金融洪水滅頂，然而，依舊還有許多朋友像「義和團」或「神風特攻隊」似的不顧風險地投入詭譎多變的金融市場當中，出版本書只是想要說出沒人會講的話。

用純粹的經濟數字演繹出投資的節奏，由時間與數據的經驗累積的細膩邏輯，站在全球視野的高度品嚐總經的美學，不再氣喘如牛的畫線看盤，不必裝模作樣地去朝拜每一個滿口謊言的上市公司CEO，更不必用債臺高築的代價去危機入市，當然更不需冒著內線犯罪的風險去尋找那些致命的吸引力；踏著利率匯率與客觀數據造訪詭譎多變的股市，細細品味著由各種指標所建構出每一個投資學上的鬼斧神工，用從容不迫的慢活態度去除掉喧嘩無用的雜訊，總體經濟指標有著愛恨分明的結構不讓投資人陷入心盲的多空模稜，更不會跌入股市大盜與騙徒所羅織的詐騙蛛網。

請積極正面地迎向人生、愛情與家人，請謹慎小心的處理你每一筆金錢與投資。

〈序曲〉創世紀之洪害——總經浩劫

洪水淹沒大地，使天下所有最高的山峰都沒頂。但是水繼續高漲，高過山峰七公尺。地上所有的動物：牲畜、飛鳥、爬蟲，和人類都死光。地上一切有氣息的生物也都死了。上主消滅地上一切的生物：人類、牲畜、爬蟲，和飛鳥.....

(聖經·創世記 7 章 19 節)

從次貸風暴重創全球金融市場，再到通膨肆虐攪亂總體經濟，如今全球經濟卻又處於惡化的通膨緊縮.....這種種敗壞之象、混亂失序，有如同《聖經·創世紀》中，神要降罪於人間，決定用一場洪水的浩劫毀滅一切罪惡。但是，到底誰是這場金融海嘯的始作俑者？我又是從哪些總體經濟警訊中預知大難將至，進而對外發出警語，並躲過這場金融洪水？一起來看看。

〈上演〉

罪惡的亞當夏娃——金融市場

主上帝對那女人說：「我要大大增加你懷孕的痛苦，生產的陣痛。雖然這樣，你對丈夫仍然有慾望，而他要管轄你。」主上帝對那男人說：「你既然聽從妻子的話，吃了我禁止你吃的果子，土地要因你違背命令而受詛咒。你要終生辛勞才能生產足夠的糧食。土地要長出荊棘雜草，而你要吃田間的野菜。你要汗流滿面才吃得飽。你要工作，直到你死，歸於塵土；因為你是用塵土造的，你要還原歸土。」

於是主上帝把他趕出伊甸園，讓他去耕種土地——他原是用土造的。

(聖經·創世記 3 章 16~23 節)

根據《聖經·創世紀》記載，上帝用地上塵土創造了亞當，用亞當的肋骨造就了夏娃。這對上帝一手造就的男女，卻一時禁不起誘惑，偷食了知善惡樹所結的果實，遂被上帝逐出伊甸園。其實，在金融市場中也有很多罪惡的亞當、夏娃，以包裝過的利多表象設下投資陷阱，

迷惑投資人，想要知道如何破解這些投資迷思嗎？本篇有詳細說明。

〈安可〉

諾亞方舟的啟航——投資做自己

上主對諾亞說：「你跟你全家的人都要進到船裏，因為我發現在這個世代只有你行為正直。你要帶牲畜進船：凡宗教禮儀定為潔淨的，每一種雌雄七對；不潔淨的，每一種雌雄一對；鳥類每一種雌雄七對。這樣，各種牲畜、飛鳥得以保存，在地上傳種。七天後，我要降大雨四十晝夜，把我所創造的一切生物都消滅。」諾亞遵照上主的命令一一做了。諾亞六百歲的時候，洪水氾濫大地。他跟他妻子、兒子，和媳婦都進到船裏，逃避洪水。

(聖經·創世記 7 章 1~7 節)

根據《聖經·創世紀》記載，當上帝決定用洪水毀滅祂所造的萬物時，只有正直的諾亞得到赦免。於是，上帝告訴諾亞如何建造方舟以躲避大洪水，並吩咐他在所有生物中選出代表，一起帶上方舟上保命。由於 20 年來的總體經濟觀察修為，我因而提早預知金融洪災，並為自己建造一艘投資的保命方舟，歷史總是一再重演，你該如何建造自己的保命方舟？讓我告訴你。

〈落幕〉

一葉橄欖——重建的訊號

一百五十天內，水逐漸消退。七月十七日，船擱在亞拉臘山脈的一座山上。水繼續消退，到了十月一日，山峰開始出現。四十天後，諾亞打開窗戶，放出一隻烏鴉。這隻烏鴉飛來飛去，一直飛到水都消退了，沒有回來。諾亞又放出一隻鴿子，要看看水退了沒有。但是，因為水還淹沒大地，鴿子找不到落腳的地方，就飛回來。諾亞伸手把牠接回船上。又等了七天，他再放出鴿子。黃昏的時候，那隻鴿子嘴裏叼著新的橄欖葉子，飛回諾亞那裏。這樣，諾亞知道水退了。

(聖經 · 創世記 8 章 3 ~ 11 節)

根據《聖經·創世紀》記載，洪水肆虐無數日夜後，亞拉臘山的山頂才露出。為了確保洪水已退，諾亞放出鴿子試探。直到看見鴿子嘴裡叨著新擰下來橄欖葉，才找到久未謀面的土地。2007 年爆發的金融海嘯，到底何時才會結束？似乎沒人敢打包票，但卻是「有跡可循」，到底股市何時才會見底？該觀察哪些重點指標，答案全在本篇中。

壹、創世紀之總經浩劫

一、空頭東西軍

『人生是一場規模龐大的摸彩遊戲，只有中獎的彩票展現在我們眼前。』紙牌的秘密 喬斯坦·賈德

行程一：美國華爾街

包羅萬象的華爾街遊歷的重點在於 CDO(註)，簡單的說就是把一堆花樣十足的借款包裹在一起，裡面除了房貸以外還有卡債、車貸、公司債等等，今年秋天以來，弱勢的美元加上信心脆落的房市造成 CDO 的大量賣壓，使得 CDO 被迫提前清償，連房貸以外的市場如車市、信用卡、公司債市場都遭蒙受極大的恐慌性賣壓。而當初授予這些債權工具高信用的華爾街大亨呢？這些領了上億美金的金童們，竟然玩起「賺飽-搞砸-腳底抹油」的老鬧劇，美林投資銀行執行長歐尼爾與花旗董事長兼執行長查爾斯普林斯在一週內相繼去職；這場辭職百老匯的主秀不在於辭職，而是依照金融業的人性本惡原則之下，繼任者一定竭盡所能地創出前任所留下的爛攤子，美林與花旗的爛帳大戲開鑼，請相信我這只是開始。摩根士丹利、美國銀行、Wachovia (美聯銀行)、Fannie Mae、巴克萊銀行、Capital One... 場景彷彿三國演義中的火燒連環船，既慘烈又嘆為觀止。

導遊伯南克 (FED 主席) 的話：未來幾個月的看法並不樂觀。受到重擊的房市仍在等待落底，房貸違約以及房屋遭法拍案件可能增加，新屋建造衰退的情況將越演越烈。

行程二：台北

已經被人遺忘在海角天涯的結構債，最近又被可惡又可愛的壹週刊給挖了出來，連身為債券專家的我都驚訝著「事情好像還沒結束」，2004-2005 年所引發的結構債風暴，只是被人為力量配合多頭的股市給巧妙掩蓋著；另一個另人擔心的 SIV (結構式投資工具)，又牽動了金控上下與敏銳投資人的心；過去國內所投資的 SIV，一向被認為是信用比較優良的工具，所謂信評只不過是太平盛世的產物，連幫這些 SIV 拍胸做保證的華爾街大老一一落跑，甚至關門大吉之際，套

句廣告詞：「別相信那些沒有根據的傳聞。」

行程三：中國

中國有什麼問題？拉回台股中的最大中國收成股-聯發科，這次反常的成為空頭的領頭羊，2007年11月2日起連續三天跌停，從650元一口氣跌到520元，在過去幾年多頭格局當中，這類的股票通常是跌勢末端才會做恐慌補跌走勢的，她的表現是否意味著中國的消費市場，有著不尋常的訊息。此外，中國官方越來越猛的宏觀調控，如限制外資直接進入房地產開發、二級市場交易及房地產中介或經紀公司；還有申請購買第二套(含)以上住房的，貸款頭期款比例不得低於40%..等等。根據中國建設銀行9月底發佈的研究報告中指出，中國個人住房不良貸款數額已呈攀升之勢。

導遊巴菲特：九到十月份陸續出清了所持有的港股與中股，還記得2000年網路泡沫最大之當下，出清科技股的巴菲特成為那些華爾街幫眾的奚落對象，如今景色依舊人事全非乎！

原兇很清楚：過高的房價與泡沫的破滅，美國正在失速下跌中；台灣房市被選舉與兩岸兩道夢幻威而剛撐著，呈現一個沒人相信的「價穩量縮」格局；中國呢？或許泡沫還沒立即破滅之危險，只不過走了六年的全球榮景，會不會在中國的璀璨煙火下做出不完美的Ending呢？

「這，不只是股災！」

註：擔保債權憑證(Collateralized Debt Obligation, CDO)。起源於1980年代後期，由銀行、基金公司或其他財務公司發行。CDO的資產群組則以債務工具為主，包括高收益債、新興市場公司債、國家債券、銀行貸款、不動產抵押擔保債券等等。

收錄在 338 期壹週刊專欄 (2007.11.12 撰寫)

橄欖葉後記：同樣的場景，相符的跌幅與不堪入目的指數表現，相信當時許多人心存僥倖，期待又一次的跌深反彈的老戲碼，其實股市與人生一樣，當您感覺到徘徊不安憂鬱難解時，適當的安排一趟旅行是有其必要的。這篇07年末發表的文章當中所提到的美林、花旗、美聯銀行、Fannie Mae、巴克萊銀行、Capital One...一年後陸續地

引爆一顆顆死傷慘重的金融核彈，其實早在 07 年底就已經露出相當明顯的徵兆了。

另外，當時從巴菲特出清中港股票，與台灣最大最優秀的中國收股聯發科的無利空爆跌的跡象，也很容易就看出中國這部經濟大引擎在 07 年末的敗相，以後千萬別只看到股神巴菲特買了什麼，更重要的是看他賣了什麼，上海與香港的股市的高點就是被股神如此精準的判斷出來（港股在 07 年 10 月底創下 31958 點的歷史高點、上海股市也在同時創下 6124 的高點），聯發科從當時的五百多元一路慘跌一年到 08 年末的 177 元，只是在聯發科毫無預警的爆跌一百多元以後，你有勇氣去壯士斷腕嗎？下次多頭的末端若發生領頭大哥級的個股有這種「無利空消息下的暴跌」，至少，千萬別去亂搶反彈。

2017 年舊瓶裝新酒：本文刊在周看後，我立刻被封為空頭大師，真的是啼笑皆非。

二、第三次世界大戰-通膨

『世界上只有一種罪行，那就是偷竊。其他的罪行都是從偷竊變化而來的。』追風箏的孩子 卡勒德.胡賽尼

美國聯邦儲備局(FED)以跌破全世界專家眼鏡的手段—大手筆的調降聯邦基金利率兩碼(0.5%)，並同步地調降重貼現率兩碼，從宣布日到三天後，美國公債市場毫不領情的反向上漲 31 個 bp(從 4.40% 走空到 4.71%)，顯示美國債券市場擔憂著一些比景氣衰退還要棘手的問題 - 通貨膨脹；過不其然，原油漲到中秋節前的每桶近 83 美元的咋舌新天價，朝著我兩個月前預估的百元油價邁進，嚴重的是從油價到貴金屬的銅、鋅、鐵、鋁、鎳，短短三天內漲幅從 5%到 10% 不等，波羅的海指數三天漲了 5%以上；惟獨美元跌到了歷史新低，一歐元可以兌換 1.41 美元 (八年前是 0.78 美元)，連美國那位較弱小的鄰居-加拿大，她的幣值竟然首度升過美元，FED 降兩碼這帖猛藥正式揭曉出：一、用通膨救美國與二、強勢美元成為歷史名詞；這道理你我皆知，FED 主席伯南克當然心知肚明，好奇的是，美國人為何要祭出這種激烈政策呢？

擠兌的世界

就在 fed 開會的前三天，英國一家專門承作房貸的北岩 (Northern Rock) 銀行竟然發生了擠兌風暴，這應該是我首次透過電視畫面看到了西方世界的白種人，氣極敗壞大排長龍的急著想要兌領他們的存款，這鏡頭肯定驚動了 FED 的眾多委員們；第二、就在 FED 開會的前二十四小時，美國的八月份法拍屋金額與數量較去年同期成長一倍的數字被披露出來，且多數集中在所謂的中西部或南部渡價勝地，這意味著許多的中低收入階層與中老年齡的美國人，他們的房地產已經蒙受到難以抹平的傷害；今天以伯南克為代表的世代，對於這樣的劇烈衰敗無法完全釋懷，他們 (包括 FED 主席伯南克) 這群生長在美好的 50-60 年代，並在 90 年代新經濟致富的老美，在驚慌之餘也只能以這種「新通膨救舊通膨」與「由全球共同分攤惡性通膨」的惡棍把戲了。

中國與美國的通膨戰役

如果美國的經濟用「硬著陸」來形容，那麼另一個與台灣息息相

關的大國-中國，只能用「無法 Landing 的爆滿班機」來詮釋，一年來中國用多次的拉高利率、調低房貸成數與稅務上的多重宏觀調控政策，想來控制過熱的中國經濟，當你知道上海的吐司麵包價格超過台北逼進東京的水準，您就清楚的了解中國的問題更是在通貨膨脹，這是十三億龐大人口的宿命，當數年前中國用人力去力拼全球經濟的那一刻起，就註定了中國用「人口」來撐起通膨式的經濟成長。

如今，美國用鈔票、中國用人口，誰勝誰負無關民族大義也無關統獨大戲，兩個國家互相對全世界輸出他們的通膨，這才是相當嚴重的問題，未來幾年將進入高度物價水準的年代，投資思維恐怕要跟著轉彎，不論那一個產業，成本轉嫁不易的中下游、成本推升的零組件、低毛利率族群、無法出口的營建業就必需要知所取捨了。

收錄在 331 期壹週刊專欄 (2007.9.24 撰寫)

橄欖葉後記：美國在 07 年的夏末丟出了次級房貸這個金融震撼彈之後，竟然在第一時間就想用更嚴重的通膨來掩蓋，沒想到這次美國捅出了問題已經大到無法用人為的通貨膨脹來粉飾太平了。

眾所皆知，美國在 2000 到 2001 年一度陷入了高科技網路泡沫破滅後所引發的經濟衰退，而美國的作法就是不斷地透過 FED 釋放資金來吹起另一個新的泡沫-房地產市場，只是不長眼的 FED 新任主席竟然在 2006 年試圖地用升息去阻止華爾街的惡漢金錢遊戲，當然，基於種種不便臆測的理由，伯南克沒多久就屈服於來自華爾街的龐大壓力，並隨即加入吹泡沫的陣營，只是，2007 年以來歐美房市的頹勢已經無法由人為的力量去阻擋，於是，2007 年 9 月這次降利息就成為 2008 年上半年惡性通膨的引爆點了。真的如我當時預測：「由全球共同分攤惡性通膨的惡棍把戲」，只是這個代價竟然真的由全世界來承擔了。

2017 年舊瓶裝新酒：當年的投資人還處於「技術分析」與「聽明牌算籌碼」的冷兵器投資時代，我也算是第一個用總體經濟與國際金融的思維來分析台股，但至今依舊感到孤獨。

三、小心次貸就在你身邊

『少年期的缺點就是相信：只要把惡魔英雄化，惡魔就會心滿意足。』假面的告白 三島由紀夫

有位媒體的寵兒大師建議投資人該「收起悲傷、迎接陽光」，我也很想用專欄寫一些看多的文字來討好與慰藉讀者，只是在專業認知與人情世故兩難中，我選擇了前者這個「烏鴉」的角色。我更想假裝沒有房貸風暴這件傷心事，趁著危機逢低吸納跌了一千五百點的台股，但是我無法乎略這個風暴的起源在美國，而且還是來自與大部份美國人生活與消費息息相關的房地產；根據經濟合作發展組織(OECD)估計，美國次級房貸市場危機造成的損失總額達三千億美元，有人認為這只佔美國金融業資產不到 3%，問題不至於太嚴重，嚴不嚴重得要看問題本身-次級房貸金融商品到底是何方神聖？

我來簡單說明現代金融市場錯綜複雜的商品結構與玩法吧！我舉泡麵為例，泡麵與現在的衍生性商品一樣，它不僅僅只有泡麵，它有料理包、調味包、蔥蒜雜穀、防腐劑、冷凍生鮮與外包裝、運送等等部份與過程；現在一個結構式的基金商品裡面持有各式各樣的組合商品中，每個部位中可能還有 A 銀行某年份的信用卡證券化證券、B 券商持有的一籃子公司債券基金、C 公司發行之 Reits；問題來了，如果美國某地區房貸金融公司發生倒閉，或許她發行的公司債就在 B 券商的公司債券基金部位中，也可能她貸放的次級房貸證券化證券有部份被交易到 C 公司發行之 Reits 中，錯縱複雜的程度需要高度專業與時間才能將這三千億的次級房貸損失抽絲撥繭；好比泡麵，如果全世界的泡麵中有 3% 的調理包發生問題，所被毀棄的、質疑的與被替換的將不只有這 3% 的問題泡麵吧！

OECD 又提到明年三月可能才是災難的頂點，估計 8,900 億美元的美國次級房貸將在 2008 年重設為更高的利率，更沉重的利息壓力將增加貸款戶的違約金額，法拍屋價格恐面臨下滑，而將造成以這些房貸擔保的資產價格再度崩落。這個意思是除了 3% 的泡麵中的調理包有問題外，另外還有一大堆的泡麵，可能會有冷凍生鮮的保鮮問題，最晚明年這些泡麵必需要銷毀或重新處理，你如果是這泡麵的消

費者，絕對影響你食用與繼續購買這家泡麵的意願；因為 3% 的有違約風險的次級房貸商品，已經透過歐美的投資銀行與避險基金的綿密行銷管道賣到世上每個角落，搞不好，你我透過理專買進的那些各種名堂的金融商品中，就隱藏有次級房貸呆帳也說不定。

次級房貸債權已經被重重包裝在琳瑯滿目的金融組合式商品中，現在恐慌的只有金融業與內行人，過一陣子這複雜的泡麵包裝漸漸被廣大投資人了解後，潘朵拉的盒子如何揭開？揭開後會對金融信心有何影響？我無法評估，所以，負責任的分析人員應該嚴肅地看待第一大經濟體美國的金融風暴發展，面對不懂的領域或無法估計的風險，等待才是最佳的投資政策，請讀者再度容忍我保守的想法，因為至現在為止，我無法估計美國房價崩跌與金融失序後，對美國與全球的消費縮減程度。

收錄在 340 期壹週刊專欄 (2007.11.26 撰寫)

橄欖葉後記：從 07 年 7 月爆發美國次級房貸風暴，一直到 08 年的第四季起，台灣的媒體與一些投資大師才回過神發現她的破壞力，然而，在這麼一個資產與財富被無情殺戮的年代下，投資人礙於被媒體所蒙蔽而輕乎了殺傷力，請投資人要無情地去檢視在 2008 年這一年來，那些一直鼓吹「收起悲傷、迎接陽光」的所謂投資大師們，他們是誤判還是私心自用呢？

我對於投資領域的態度是，當狀況不明時，尤其是發生超出自身的專業與經驗可以清楚斷定的狀況時，寧願保守再保守。

2017 年舊瓶裝新酒：2015 年起台灣的金融業賣起人民幣的 TRF，用簡單的話術包裝著高度風險的金融工具，台灣每幾年就有一大批人遭到衍生性金融商品的殺戮，當時我尚且抱著悲天憫人、苦口婆心的態度勸著世人，但一個被搖醒的人通常只會怪罪那些擾人清夢的烏鴉，漸漸地，我也選擇沉默了，那些永遠學不會教訓的投資人，送他們兩個字：活該！

四、FED 金融難民營與彭淮南敲下台股的喪鐘

『為什麼要學歷史呢？是為了要了解現在，還是為了要避免它呢？』
中性 傑佛瑞·尤金尼德斯

FED 金融難民營

上週美國聯準會聯合了歐洲、英國、加拿大、瑞士、日本與瑞典央行等七大央行對全球市場挹注資金，而挹注規模至少在六百億美元之上，陣仗之大、規模之盛是十多年來罕見，可見次級房貸所引發的景氣衰退與金融危機，必然是超過大部份想像以外的嚴重，如果上次 FED 的動作是消防車的出勤，這次大規模釋金簡直可以用「廣設難民營」來形容了，當你一覺醒來發現全球央行在你家路口設下了難民營，請別相信那些媒體告訴你：『沒關係！那只是童軍營。』

止跌的時空分析

台股歷年來中型空頭之時空結構

時間	歷時：週	跌幅：%	原因
92 年 1-4 月	11	21.4	SARS
94 年 8-10 月	12	13.3	選舉
95 年 5-8 月	11	16.6	原物料飆漲
本波 (12/17 止)	8 ?	19.6 ?	美國次貸風暴

台股歷年來大型空頭之時空結構

時間	歷時：月	跌幅空間： %	原因
----	------	------------	----

79年2-10月	9	80	房地產泡沫破滅
83年12月-84年11月	11	34	傳統產業大舉外移
86年7月-88年2月	19	47	亞洲金融風暴
89年4月-90年9月	18	67	網路泡沫破滅
93年3-8月	6	27	台灣大選爭議
本波(12/17止)	2?	19.6?	美國次貸風暴

這兩個統計表是過去十多年來台股碰到大型或中型空頭時，起跌到止跌的時間與跌幅，很清楚的是，美國金融風暴所帶給台股的衝擊已經不是「小型利空」，至於到底是「中型」還是「大型」？坦白說，沒有人曉得，此刻再提醒投資人的是，空頭的可怕不僅僅在於跌幅空間，另一個參數是『下跌時間』，沒人可以預知 7922 點是否為短中期低點，但肯定下跌或打底的時間絕對還不夠，現在距離 9859 點的高點不過才不到兩個月的時間而已呢，幸好我不是投顧老師或理專、分析師，否則連續幾個月沒有報明牌，客戶與老闆都會棄我遠去呢。

收錄在 342 期壹週刊專欄 (2007.12.17 撰寫)

調降存款準備率-彭淮南敲下台股的官方喪鐘

公元 2008 年 9 月 15 日台灣央行宣佈調降存款準備率，為近年來首度調降，廢話不多說，攤開歷史的調降日期

日期	當時指數	後續台股	調後台股跌幅
87/8/3	7400	連跌七個月到隔年二月的 5422	跌 27%
87/9/29	6800	小彈一個月後再連跌四個月到 5422	跌 20%
88/2/20	5600	返回多頭	
89/10/1	6200	狂跌一年到 90 年 9 月的 3411	跌 45%
90/10/4	3500	大漲四個月後再下挫 12 個月	持平
90/11/18	4500	大漲三個月後再下挫 12 個月	先漲 1900 點再跌 2600
91/6/28	5200	連跌四個月	跌 26%

87-88 年那三次的調降肇因於亞洲金融風暴，當時台股從 86 年 7 月跌了 19 個月到 89 年 2 月才止跌，而第一次調降存款準備率的 87/8/3 當時，台股的 7400 點不過才跌到一半，央行的行動只是確認『景氣很糟糕』這件事情，當年的二度降率，87/9/29 依然沒效，要到第三次降息才把台股的底部打出來。

89-91 那三年是網路泡沫破滅造成景氣衰退與股市崩跌，當年央行第一次出手是 89 年 10 月 1 日，第一次降存準率後，台股不領情

地加速跌勢，連跌一年從 6200 點跌到 3411 點，幾近腰斬，當次央行的調降存準率被我視為「空襲警報」；一年後的 90 年央行在 10 月與 11 月進行第二度與第三度的降息，連續密集的降息，果真造成了短期的政策扭曲效果，台股當時拉了一個與全球股市逆勢的大反彈行情，當然，漲個三個月後就不得不向全球總體經濟低頭，台股從隔年的二月開始步入當時的第二段長空，從 6400 點無量下跌連跌十二個月到 3800 點，這波的傷害比起萬點下跌更為嚴重，因為三度央行的釋金造成零利率，以致於台灣資金大量外逃。

半年多後的 91 年 6 月 28 日央行四度調降存款準備率，台股依舊毫無起色，又跌了四個月到 91 年 10 月的 3845 點，而整個股市的觸底一直遞延到 92 年的 5 月。

從過去七次調降存款準備率，能刺激短線台股上漲的只有三次，能刺激台股長線翻揚的僅有一次。

而央行每次在景氣衰退時期至少都要調降三到四次才能奏效，且每次為了挽救景氣的首次調降存款準備率(如 87/8/3 與 89/10/1)，不只無法奏效，且往往都是空頭與衰退的「保證」，且這個保證經過央行背書。

此次央行沒有參考美國 fed 的作法，率先且大幅的調降存款準備率，我的解讀是「央行認為台灣有本身的衰退危機」，且大幅調降利率後將讓台幣的貶值預期心理加劇，加深自顧不暇的外資匯出的迫切性。

救護車不會沒事在街上跑，台股與台灣景氣已經確定「墜機」，央行的調降利率不過只是確認了這個「空頭警報」罷了，請各位再去翻閱中外歷史，調降利率通常不是股市的利多，去年 11 月 fed 調降利率的事件大家還印象深刻，這波全球股市的喪鐘不正是從去年 11 月的 fed 手中敲下嗎。

或許會有許多外行的股票大師興奮地奔相走告，敲鑼打鼓臉爆青筋地、眼神飄浮無法聚焦的大師們告訴你底部來了，請你冷靜地看看我整理的這張表，無論如何等護盤成功了，景氣翻揚了再來作多也不遲。

最後，長期底部從來沒有一次是經由護盤護出來的，對不起！又潑大家冷水。

本文收錄在我的部落格 2008.9.16

橄欖葉後記：前後九個月兩篇文章都在闡述一項事實，那就是央行調降利率，絕對不是好事更別天真的認為利多降臨，台灣的央行在08年9月15日祭出了幾年沒有動用過的存款準備率調降這個寬鬆政策，不就是由央行彭總裁直接證實了景氣衰退的嚴重性，果不其然，台灣的股市就從當天的5800點左右一路下探正式宣告長期空頭市場的來臨。

2017年舊瓶裝新酒：至今大多數的投資者與媒體依舊相信升息是利空、降息是利多，幾年下來我用了大量的實證來推翻這種謬誤，效果依舊有限，難怪有人說台灣人好騙難教。

五、柏南克的不在場證明

『當你身陷流沙之中，最糟糕的情況就是奮力掙扎。』我在雨中等你 賈斯·史坦

美國聯準會 (FED) 繼 08 年 1 月 21 日調降聯邦基金利率三碼 (一碼是 0.25%) 後，在不到兩百個小時之內又火速地調降兩碼，調降後的聯邦基金利率為 3%，速度之快、幅度之大、完全超出我的想像力，伯南克一年多前上任時所提出的「目標管理」，當時我解讀成「一次到位」式的貨幣政策，果然在 2007 年 9 月以後發揮了其「風、林、火、山」般的快速決策，不到四個月合計調降了 225 個基本點 (或十碼)，這與前任主席葛老的一碼一碼的「老太婆裹腳布」又臭又長的龜毛利率政策大相逕庭，總體分析者應該早一點進入這樣的政策節奏，否則很容易進退失據。

近兩年台灣小說市場有股異軍突起的力量：日本推理小說，或許是從卡通柯南的受歡迎所帶動的，從松本清張、宮部美幸、西村京太郎到橫山秀夫等等，推理大師一部部營造出推理與警探辦案抽絲剝繭的巨著，從犯罪心理的描寫，到兇嫌與警探的鬥智，其中，最讓讀者或觀眾著迷的橋段，就是狡猾的嫌犯都會製造十分完美的不在場證明來脫罪，而讀者透過作者對嫌犯所提之不在場證明，一一作出剖析、解密與反覆推敲，然後將嫌疑者繩之以法；這股推理潮流由卡通到小說，近來流轉到全球的財金界，所有的金融市場的參與者最近共同推理大戲：誰殺了美國景氣？

嫌犯一：前任主席葛林斯班，他涉嫌的成份最大，從 2003 年至 2005 年十多次的過度調降利率自由行，造成資金氾濫成災，誘使太多的投機者與金融業大玩金融槓桿，不過事後葛老卻一副事不關己的態度，除了將責任完全推給接任者外，還出了一本書「我們的新世界」來替自己卸責並粉飾誇大自己的政績；

嫌犯二：小布希，沒事去觸發了油價的敏感神經，搞的通膨一發不可收拾，造成其任期的跛腳期提前來臨；

嫌犯三：金融業，仰仗過於寬鬆的資金與 FED 的放縱，無所不用其極的開發出風險與報酬不成比率的各類商品，貪婪的銀行 CEO 與走鋼索的交易員，玩了一場好幾年的「縱慾過度」金錢遊戲；

嫌犯四：以中國為首的金磚四國，這二十多億的人口沒事去效法歐美日先進國家的經濟發展，結果二十多億人口的各種食衣住行需求引爆原物料超級飆漲行情；

嫌犯五：投機客房地產仲介商，當然，景氣衰敗的暴風中心正在房屋市場，從 2007 年一月起，連跌十二個月的美國房價終於衝垮了房屋貸款的貪婪邊際，一棟棟法拍屋的出現意味著這些人是兇手更是受害者。

嫌犯六：媒體，數年來一直鼓吹著「你不理財、財不裡你」的焦慮感，引起一些財務能量偏低（也就是口袋不夠深）的投資人挺而走險去從事一些高財務槓桿的投資行為，並用「M 型社會」來臨的恐慌訴求，誘使一些對理財投資知識不深的投資人為了貪圖少數幾個%的收益，深入險境買入風險完全失控的衍生性金融商品而不自知；嫌犯七：現任美國聯準會主席伯南克，不論他涉嫌的機率到底多高，整個風暴剛好是他就任 FED 主席後一年多引爆，他很難脫離干係。

二百個小時之內，伯南克迅雷不及掩耳地調低兩次合計五碼的利率，在我看來，不過是替自己在「誰殺了美國景氣？」這齣推理大戲中找一個屬於自己的「不在場證明」罷了，這齣「誰殺了美國景氣？」推理大劇十分難看，但是創下了觀眾最多，上演時間最長的多項記錄，短期間別被這種「卸責式」的政策煙火迷惘了，投資人千萬別太入戲了。

收錄在 350 期壹週刊專欄（2008.2.4 撰寫）

橄欖葉後記：長久以來，美國 FED 的一舉一動是長線投資人最關心，只是從以前的慢郎中葛林斯班換一個急驚風伯南克，兩百個小時內可以連下五碼的降息金牌，四個月狂降十碼的利率，在當時我只得到兩個結論，一是伯南克瘋了，二是美國完蛋了。無論哪一個才是正確解答，當 FED 起碼要長達半年的期間不再降息，甚至於逆向升息時，才是景氣步入復甦的起床號。

2017 年舊瓶裝新酒：請仔細看這篇文章的發表日期：2008/2/4，當時台灣瀰漫在馬英九即將當選總統的「普天同慶」下，所有人的不分藍綠都因此而成為鎖國義和團，埋在沙堆裡不想理會國際金融的天搖地動。

六、深雪東禍之投資航道

『我們改變不了事實，只能決定自己要怎麼因應。我們改變不了上天發給我們的牌，只能決定怎麼打這手牌。』最後的演講 蘭迪·鮑許、傑弗利·札斯洛

在希臘神話中，賽蓮(Siren)女海妖們住在一個小島上，島上沒有任何的生物和植物，只有沙礫和岩石。女海妖們經常藉著美妙的歌聲將航行中的水手們引誘到小島附近，然後讓船隻碰撞暗礁，當船隻沉沒後，女海妖們就將水手們全部殺死。傳說曾有兩個人順利通過 Siren 的引誘，一個是奧德修斯，他知道女妖們會在附近出沒，所以他將船員的耳朵塞住。另外一位是傑出的音樂家奧菲斯，當他聽見女妖的歌聲時，仍然保持理智地彈起他的豎琴，以優美的琴聲蓋過了金嗓女妖的歌聲，讓水手們漸漸恢復神智，將船划回原來的航道。

就算已經股市空頭的走勢以後，舉凡券商的報告、大師的語錄與媒體的報導，依舊充斥著成堆的安慰套牢者的話語，或者出於好心，或者出於私心，或者根本就是錯判行情，礙於面子亂耍嘴皮；有人連續幾個月用「即將落底」、「無需悲觀」、「資金回流」等多如星羅陳列之論點，讓台股眾多個人投資者陷入「溫水煮青蛙」的絕境，如果我們將一隻青蛙放了鍋中的滾燙開水，牠會警覺地立即跳脫，如果將青蛙放到冷水或溫水的鍋子內，牠會被慢慢的被煮熟而毫無知覺；從 9850 點下跌以來，整個台股盤勢就用一種「天天有希望天天失望、關關有支撐關關下崩」的走法跌了兩千多點。

另一個刻意被乎略的事實是中國，2008 年初一場罕見大雪造成千億以上人民幣的直接損失，單單一場雪災所造成一些深遠的影響，在此提出自己的一些看法：中國經濟一年以來就處於過熱階段，這場雪災恐怕就是過熱泡沫引爆的引信。

首先，中國的貨幣供給年增率，在 2007 年年末的 M2 年增率就速降至 16.7%，比 07 年第 3 季度的 18.5% 有顯著放緩。同時，M1 的季增率也出現 2005 年以來的首次下降。

第二，災區的華中華南地區屬於電子與機械零組件與電子組裝業

的供應重鎮，為期長達近月的交通受阻所造成的庫存問題，將會明顯減損中國 08 年第一季的經濟成長。

第三、中國官方可能為了救災或重建的理由，順勢下猛藥來抑制通膨，譬如終於找到好藉口放手讓人民幣升值，譬如祭出更猛的重要物資配給政策等等，也就是說，雪災過後，中國官方有著相當強而有力的藉口去澆息過熱的物價。

第四、一場雪災也曝露出中國基礎建設與官僚體系的嚴重弊端，從上海股市的指數可以嗅出這些不尋常的不信任，上海綜合指數在 08 年 1 月 30 日跌破年線，這個走入空頭的訊號，值得台股當中的「中國收成股」粉絲們去深思一番。

一場航行需要辛苦的滑著槳舵，需要很仔細的端詳枯燥乏味的航海圖，更要時常面對無情的風浪，投資與航海一樣，不可能很輕鬆地就可以獲得報酬，需要很孤獨的站在與市場對立的那一方（因為 80 % 的股市參與者賠錢），還要閱讀並消化成堆冗長的數據與枯燥報告，還要克服自己內心深層的貪婪與恐懼，很顯然投資不是一條愉快的道路，因為投資的偉大航道中，經常有賽蓮(Siren)女海妖們美妙的歌聲引誘著投資人陷入「死多頭」的陷阱，如果你沒有音樂家奧菲斯的能耐與智慧，可以化解並分辯市場雜訊，那麼不妨學習奧德修斯，把耳朵塞住，拒聽誘人的投資麻醉曲；相信本專欄的讀者幾個月下來，一直被我的直言所恐嚇，雖然十分的不動聽，但是起碼沒有遭受較大的虧損，面對於身邊虧損連連的親朋好友，請用哀矜勿喜的態度去面對，虧損是一時的，而友誼卻是永恆的。

收錄在 351 期壹週刊專欄 (2008.2.11 撰寫)

橄欖葉後記：

千萬別以為廣州火車站苦候多日的百萬民工，和台北旅客春節南下返鄉相同。放眼開發中國家的城市化，無不經歷將過剩農村勞力引進工業化城市的過程，台灣經驗亦然，北部都會聚居了來自中南部的外出人口。但是，當今中國進入城市工作的農民工大軍，卻無法在城市當地安居落戶。在她們的戶口制度上，農民工無法遷移都市戶口，以致他們沒有當地城市居民人人都有的醫療、養老、失業等福利與保障；農民工的小孩無法進入當地的公立學校就讀。絕大多數的農民工，住在工廠宿舍或在外租屋，他們全年僅僅春節回家一次；一年只有那兩三個星期，是過正常人的生活。

許多人在 08 年年初輕乎了中國那場雪災的殺傷力，雪災令中國直接經濟損失升至 326.7 億人民幣，大雪將推高中國 1 月 CPI 漲幅至 7.3%，這場雪災讓我想起 2005 年的卡翠娜颶風，這兩場發生在大國的天災都引發的物價高漲，然而 2005 年的全球景氣還處於溫和上揚之階段，而中國雪災引發的通膨卻發生在景氣搖搖欲墜的 08 年年初，雪災加上後來的震災似乎給了中國當局「用通膨救經濟」的想法，將原物料泡沫吹到毀滅的邊緣。

天災後的龐大需求絕對不是內需的萬靈丹，還要看引發的通膨效應以及相對的景氣位置，當然，行政效率更是關鍵呢。

2017 年舊瓶裝新酒：當年我寫出友誼卻是永恆的字句，是因為當時看空看到連朋友都不想理我，百般無奈下寫出友誼是永恆的吶喊。

七、縱慾過度之停滯性通膨

「原本以為走在裡面，不知不覺卻走到了外面，而且一直在同樣的地方打轉。」藍，或另一種藍 山本文緒

主要原物料 08 年以來之漲幅 (07 年底至 08/2/22 止)

商品	漲幅%	商品	漲幅%
原油	4.2	黃豆	18.4
天然氣	22.2	糖	27.7
黃金	13.1	小麥	16.4
銅	26.2	玉米	14.6
鋁	29.8	咖啡	17.6
鎳	7.5	棉花	7.6
鉛	23	橡膠	1.6

從這個表可以看到，08 年初不到兩個月時間，全球原物料就呈現大漲噴出的行情，這十四種最重要的原物料中，漲幅從最大的鋁(漲幅近三成)到最小的橡膠(小漲 1.6%)。

主要國家物價 08 年 1 月份上漲年增率

國家或地區	年增率	備註
美國消費者物價指數	4.4%	三年半來最高
美國進口物價指數	13.7%	史上最高

歐盟物價指數	3.1%	歐盟成立以來最高
中國居民消費指數	7.1%	十一年來最高

兩個表格的數據告訴了我們一個大家都知道的事實：「通膨很嚴重」，物價上漲其實是一刀兩刃，適當的通貨膨脹可以刺激名目所得的上揚，可以造成百業興旺的景相（或假相？），但是如果發生了特殊的通貨膨脹呢？我再用更通俗的語言來形容通膨，通膨好比人類的性慾，正常的性慾可以促進兩性和諧，增進情侶夫妻之感情，還可以傳宗接代延續人類文明；不過，過度的縱慾與偏差的性行為，恐怕會造成男女間無可彌補之憾事，2008年春節華人世界最「夯」的新聞莫過於「陳冠希明星淫照」外洩事件，呼應了通膨與性慾的相對可比喻性，從全球原物料價格與物價指數的狂飆，可以說全球消費行為已經到了「縱慾過度」的情況了。

另類的通膨有兩種：一是惡性通膨、二是停滯性通膨；人類沉耽於情慾也有兩種：一是年輕的嘉年華式狂歡，好比那些港星的脫序，反正他們多屬年輕力壯，可以承擔這種慾望遊戲的生理性的後遺症；而另一種就是威而剛式縱慾，藉由大量服用興奮催情藥物讓自己的老朽毀敗的身驅繼續縱情於聲色之間；停滯性通膨就像虛弱的身體卻還要搞到夜夜笙歌一般，我們就來看看08年以來全球主要國家的身體是屬於身強體壯還是羸弱不堪？股價是景氣的櫥窗，我習慣從股價去解讀景氣：

表 2 全球股市 08/1/1-08/2/22 之漲跌幅：%

美國道瓊	跌 6.7	上海綜合指數	跌 16.9
美國那斯達克	跌 13.2	香港恆生	跌 16.2
美國費城半導體	跌 13.7	日本	跌 11.8
德國	跌 15.6	韓國	跌 11.2

英國	跌 8.8	新加坡	跌 12.5
法國	跌 14.1	台灣加權指數	跌 4.7

從這個表可以看出全球的股市與景氣仍舊屬於衰退當中，而另外兩個指標：美國十年期公債利率從 07 年底的 4.03% 走跌到 08 年 2 月的 3.74%，代表景氣枯容極為敏感的波羅的海乾貨指數 (BDI) 雖然有跌深反彈的跡象，但是仍較 07 年底下跌了 21.4%，停滯性通膨的發生機率恐怕是愈來愈大；而台股今年以來的表現竟然獨強於全球，除了讚嘆台股投資人依舊沉醉政治的狂熱外，自己能做的還是繼續冷靜地欣賞「停滯性通膨」這齣恐怖大戲。

收錄在 353 期壹週刊專欄 (2008.2.25 撰寫)

橄欖葉後記：通膨並不是絕對會造成經濟上的傷害，甚至於於溫和的通膨乃是良好穩健的景氣循環之必然結果，可以看出我當初寫這篇文章時，我相當重視物價與景氣、股價、運費之間的關係，正常來說，這幾個指標應該都是要呈現同方向的變化，如原物料的價格上漲的話，照理代表著原物料需求增加，也意味著運費 (以波羅的海指數代表) 也應該會同步上揚，然而 08 年第一季當時卻發生的這些總體指標之間的不合理背離，只要有背離的情況發生，就是長期趨勢要改變的徵兆。

此外，從表 2 所羅列的當時股價表現，就可以看出台股的跌幅比起國際股市的跌幅，顯出相當大的差異性，台股在當時竟然獨強於全球主要股市，這也造就了台股從 08 年下半起跌得比較兇的原因，一句老話就可形容「出來混的終究是要還的！」

2017 年舊瓶裝新酒：當年根本沒有投資者會去關注原物料的走勢，更別說從原物料的消長去推敲隱藏在裡頭的總體需求消長的線索。

八、通膨第三部曲 - 冰河期

『我們的理性根本不能塑造任何東西，就連理解力也相當有限。空間是彎的，時間是延伸的。畫一條直線，一直畫一直畫，總有一天它會回到原點。』丈量世界 丹尼爾凱曼

物價與景氣循環之間有著三階段：

首部曲：由需求上升所帶動的價格上漲，經濟成長率大於物價上漲率，如 2003-2006 年快樂的成長 party 期。

貳部曲：惡性停滯性通膨期，原物料飆漲到大部份的經濟體都已經無法再忍受的地步，物價上漲遠超過經濟成長，如 07-08 年過熱的通膨油鍋期。

參部曲：通膨冰河期，原物料的價格終於高到讓絕大部份的人們開始縮衣節食，而縮衣節食的需求下降效果終於在原物料的價格中看到了，此一個階段，原物料價格開始從高檔滑落，通膨終於慢慢緩和，但必須付出了經濟衰退的慘痛代價。

所以，一旦看到了原物料開始大幅下挫之餘，別高興的太早，或許緊接而來就是消費不振、投資不振、需求不振的蕭條冷卻階段，我稱之為冰河，好比殞石撞擊地球造成大爆炸與恐龍滅絕之後，隨即進入冰河期讓過熱的地球自然冷卻，大自然早就有啟示。喜歡也好不喜歡也罷，這就是我的 view，看到原油下跌，千萬別把它當利多。

以上是寫於 08/7/25 發表在我的部落上。

橄欖葉後記：代表原物料行情的原油價格總算在 08 年 7 月上旬見到每桶 148 美元的天價開始滑落，跌到了七月下旬的每桶 124 美元，恰好台股跟著全球股市在當時似乎做了一個短線止跌的跡象（台股從五二〇一路跌到七月初，而七月中旬到八月底這段期，指數就在 7000 點左右暫時止跌），在當時媒體與一些金融專家看到指數短線的不再下跌，就心喜若狂的翻多，而翻多的最大理由竟然是「油價下跌」，所以我趕緊寫了這一篇請讀者冷靜的文章，我之所以認為油價的大幅下跌是個利空，有兩個原因，一是我一直認為油價的漲與跌只是反應全球需求的榮枯指標，也就是說油價的高低是「果」，而不是「因」。

第二個理由是我一直堅信的循環理論：

股市第一階段

- 1、股市持續下跌幾個月或低檔盤整一段期間(如 05 年 9-10 月、03 年 3-5 月)
- 2、經濟狀況持續下滑中 (別懷疑沒有打錯！)
- 3、貨幣供給開始成長
- 4、短期利率開始下跌 (這項在台灣股市不適用)
- 5、持續走高一年或以上的通膨與債券殖利率開始呈現下跌，且是加速下跌
- 6、原物料長期維持在低檔
- 7、成交量萎縮到離譜的階段

此階段是大膽建立投資組合、並出清債券的時機，選擇股票頂多 5-6 檔 (原作是 10-15)，每檔股票最好都是不同族群，而且都是該族群的強勢股與龍頭股。

股市第二階段

- 1、景氣見底復甦、GDP 季成長率開始加溫
- 2、貨幣供給加速增加
- 3、短期利率繼續下跌 (或止跌)
- 4、通膨與債券殖利率持續下跌
- 5、股票成交量明顯放大
- 6、幣值開始回升
- 7、一些總體指標加溫 (如外銷訂單等)

在這個階段漲勢明顯，持股比率應該可以加到較高水位，投資人也可趁機把手中弱勢族群拋出，加碼的選股策略可以稍微投機一些。

股市第三階段

- 1、經濟成長加速加快，如 GDP 創幾年新高
- 2、央行開始緊縮，貨幣供給成長趨緩，如 Mib 年增率由高點往下滑落
- 3、短期利率開始明顯攀升
- 4、物價上漲壓力變大，油價上揚
- 5、通膨與殖利率開始大幅攀升
- 6、股票價格創新高的家數變少，或股價兩三個月無法越過高點
- 7、成交量下跌

再怎麼強的股市終究會進入第三階段，操作策略的重心擺在降低持股，不要再選擇任何作多的標的，逢反彈就慢慢拋出持股，將現金比率拉高。

股市第四階段

- 1、經濟成長率開始變弱
- 2、貨幣供給成長甚至轉為負數（央行的緊縮政策結束）
- 3、油價與原物料開始下跌
- 4、通膨與殖利率見高點
- 5、股價破底的家數越來越多
- 6、成交量持續下跌

此階段唯一能作的就是 100 % 的現金比例，也可以買入債券。

08 年七月以來的油價大跌，不正是股市進入第四階段的訊號嗎？就算是後知後覺的投資人，也應該在 08 年七月到八月之間賣出持股，然而，偏偏當時的七千點又讓一些投資人套牢在裡面。

2017 年舊瓶裝新酒：到了現在，股市與總經的循環依舊只是少數贏家與學術間的議題。

九、十年一夢之地雷事件簿

『人哪！人性縈繞我的心頭不去！人性怎能同時間如此光明，又如此邪惡！』

偷書賊 馬格斯·朱薩克

十年前的 1998 年，應該是我從 1991 年進金融圈以來到現在（2008 不算），景氣最慘，股市最遭糕，問題公司最多的一年，一家家的上市公司因為週轉不靈而跳票、下市倒閉，然而這段歷史卻因為八年來刻意淡化與隱瞞，讓許多人對真正通縮時期下的殺傷力失去戒心，為何 1998 年下半年的股市地雷史會被媒體與金融界淡化呢？很簡單：一是政治正確、二是金融業幫兇。

本文不再去探討那段期間的過錯責任，只因某美系投資銀行主管杜英宗先生日前提出一段警語：「企業不應買庫藏股更不應該買地」，以媒體的多頭偏執狂習慣，就算有名如杜英宗之財經教父級人物，只要是提出不利股價走多的語言，當然這句話就當作船過水無痕地沒有任何後續討論，其實說穿了，以現在記者的程度與經驗，就算叫他們想破頭，也無法思考這句話背後的長年累積之經驗史觀。

還有！當政府、媒體與金融業忙著慶祝陳雲林成功下巡與開香檳準備好好炒作「兩岸概念股」之餘，08 年 11 月 9 日央行總裁彭淮南假日不在家休息，急著召開會議宣佈調降利率一碼，看起來只有彭總裁的頭腦清楚一點，因為只有他有從 1998 年的金融大震撼下記起教訓。

什麼是庫藏股，就是一家上市櫃公司用自己公司的現金到集中市場（也就是我們面對的股市）去買進自家的股票，當然買進的理由冠冕堂皇，那些抬面上的實施庫藏股之原因請大家不用認真去看，買進庫藏股的當下，凡是有人買進就必有人賣出，不然就不會成交，重點在於是誰賣出的？散戶嗎？錯！當一家公司宣佈實施庫藏股之時，散戶除了拍手叫好大讚利多以外，通常還會跟著去搶進呢！或許我觀察事務比較基於「人性本惡」的角度，但是，歷史上一直是顯示如此的事實：

『庫藏股往往是幫大股東與公司派套取現金之工具。』

十年前沒有庫藏股這個制度，但是，公司用帳上現金替股價護盤與替老闆套現，早已經是行之多年，庫藏股這個制度不過是將這些大盜行為「就地合法」罷了。

以前的庫藏股玩法是這樣的：

譬如有一家叫作「國華掏空公司」，她的帳上現金有十億，於是她用這十億去開了幾家子公司，如「國一公司」「國二公司」.....，然後由這些子公司的名義去市場買進國華掏空公司的股票。這家國華掏空公司的董事長叫黃董，其它大股東有蕭董、連董、吳董、陳董，總經理則是劉董；他們手上都持有很多國華掏空的股票，當然他們都比你我更了解景氣與公司狀況，於是他們都想趁這些「國一公司」「國二公司」...子公司們進場買進股票時，將手上的持股趁機倒掉，不過，做壞事很容易上癮，更不容易滿足。

於是十億元很快就讓子公司揮霍一空，但是黃董、蕭董、連董等人的股票都還沒賣光啊，可是外面有一堆看得懂財務報表的精明投資人呢，轉投資太多的話，還沒套現之前就會被揭穿；方法很簡單，這次母公司不出面借錢了，就讓子公司去向銀行借錢，如此一來，又有現金可以揮霍進場買進庫藏股讓大股東拋股套取現金了，而子公司的負債與投資狀況都不必列在在母公司的財務報表上，反正由國華掏空公司替子公司的借款做點保證背書就成了，更方便的是，直接把買進的母公司庫藏股拿去銀行再質借，如此一來又可從銀行搬出一大筆資金。

十幾億不夠黃董的股票套現？過多的子公司背書金額又怕被視破！簡單！這些國一公司、國二公司....等子公司終於長大了，他們也可以再轉投資成立了「國一大孫子」、「國一二孫子」....等等孫公司；而這些孫公司一生出就急著再向銀行借個十幾億，然後進場買進阿公司「國華掏空」的股票，這時候，董事會與其親朋好友們的股票通通可以解套，甚至於可以大賺一票呢。

好景不常，景氣壞到不可收拾，這些勾當有一天終於會「紙包不住火了」，且公司的營運也出現相當大的危機，一家公司在不景氣中賴以生存的現金被這種大股東如此糟蹋，有哪一家公司可以撐過經濟衰退呢？

沒關係！還有一招叫做「紓困」，只要黨政關係良好，或號召工廠一些中高年失業勞工帶著他們的七十老母與兩歲嬰兒去行政院抗議，以及請些媒體順便做點「失業悲歌」的議題，政府就會幾十億甚至於上千億的紓困款撥下來，繼續供這些人從事掏空套現。

大家來回顧 1998 年 8 月以後到隔年 1 月這短短六個月的「地雷台灣」。

七月二十九日高雄地區知名的安鋒鋼鐵的貸款因為到期展期不及，導致跳票七千九百萬元，整個安鋒集團向銀行的貸款金額高達三百五十六億元。

原因：子公司護盤。

八月、萬有紙廠成為今年第一家下市的上市公司，以生產工業用紙為主的萬有紙廠過去五年虧了四年，總共虧損金額高達二〇·八六億元，公司新舊兩派對立終於釀成萬有跳票，最後萬有被判下市，最後一天的價格是三·七四元。

原因：為防止被併購而用子公司控制過多股權。

九月、在台中市以「瑞聯天地」在房地產打響旗號的瑞聯集團，十月二日集團旗下的瑞聯建設與瑞圓紡織驚傳跳票。

原因：買地太多。

十月、東隆五金美式家具跳票

原因：子公司護盤、其中東隆也投入四十七億元買了小坪頂的土地。

十月、羅傑建設、中央票券、宏福票券、新泰伸銅、聯成食品、台芳食品跳票

原因：買地太多

十月、當年最大的掏空案-國產汽車，據我印象，連同銀行欠款民間借款...超過六百億。

原因：買地太多與子公司護盤

十一月二日新巨群集團驚傳違約交割風波，其中台芳違約金額一．一億元，中鋼構為七五五萬元、之後還有大中鋼鐵、友力鋼鐵同樣被新巨群集團掏空並跳票下市。

十一月、即使是在財政部展開五大紓困方案之後，仍有中精機引爆違約交割事件，結果是中精機旗下六家投資公司買了太多股票無力交割。上市之前中精機靠本業，每股純益約一．五元上下，上市後中精機股價皆能維持在三五元～五〇元之間，後來成立子公司拚命拉高股價，1998年年四月中精機股價一度漲到一〇二．五元。上半年中精機仍可勉強靠業外撐場面，到了下半年中精機受困於股市低迷，子公司創造業外收益的能力大減，到了第三季獲利陡降至九九八萬元，中精機股價勉力支撐在八〇元已漸感乏力。

原因：子公司護盤

十二月、三采建設、尖美建設、長谷建設、宏總建設、仁翔建設、寶祥跳票

原因：買地太多

十二月、國揚、亞瑟、順大裕、台中商銀、長億、達永興業、櫻花、寶成建設、彥武鋼鐵、名佳利、元富鋁業.....該月上市櫃地雷高達二十餘家。

一月、啟阜工、東雲、東帝士、誠州、桂宏....

十年前，台灣遭到第一次通貨緊縮的危機，短短六個月就有將近

百家的上市櫃公司跳票，一一地倒閉與下市，當時一年半以來股價指數也是呈現腰斬，而當年因為子公司孫公司護盤與買地過多也造成將近百家公司的下市，至今還沾沾自喜台灣自外於亞洲金融風暴，當然當年可憐的散戶大眾至今，起碼都已經四五十歲了，短短半年就將一兆的市值蒸發不見，買到地雷股的小散戶根本沒有後來 2000 年上萬點的翻本機會，因為買錯股票的下場就是直接宣告出局！

難怪杜英宗會發出警語。

最後！我依然站在烏鴉的立場，那些投入現金去買進庫藏股的公司或是買了太多土地的公司，請大家不要碰吧！

本文於 08/11/12 收錄在我的部落格

橄欖葉後記：股市的循環與其悲歡離合有其既定的軌跡可尋，投資人前仆後繼地投入這個金融遊戲，卻個個有如初生之犢不怕虎地忘卻了風險，學習並了解風險的方法並不是去了解一堆 $\alpha\beta\gamma\delta$ 數值，那些數學可以幫你拿到博士學位，但卻無法教你真正的風險在哪裡，我大膽地提出自己的想法，要學習風險就是要不斷地去回顧，建立起整套完整的金融史觀以後，就會發現，風險的本質都是一模一樣，人類的貪婪與恐懼幾十年來不分軒輊，看透了本質就不會被外在的包裝所蒙蔽了，不會被蒙蔽自然就少了許多風險。

貳、罪惡的亞當後代-金融市場

一、萬點之冬令進補

『市場維持不合理的期間，會長過投資人能夠忍受的期間。』凱恩斯

在糾纏不清的種種多空線索中，很難抽絲剝繭進行洗鍊的表述，也許，並沒有那些可以透過分析而預知的經濟循環，云云眾分析者只是擺渡在多與空之超不平穩的結構之上，我們都盼望能有一種更安定的投資辦法，可以沒有顧慮地去認知與確信金融市場的慣性。我尋不到，我只找到如何去面對自己的節奏與態度，淡淡地對自己訴說，自己的心比環境更珍息。

馬戲團雜耍中有一項蒙面射飛刀，由一位美女頭上頂著一顆蘋果，射飛刀者通常嘴上喃喃自語，先從離美女五公尺處射出第一道飛刀，然後慢慢地將距離拉到十公尺、十五公尺，讓觀賞者看的膽戰心驚；若將場景拉到股市來，眾家大師有如射飛刀者，保守者怕失手的從較近的地方射擊，而一些大師者當然要表演令人贊嘆的絕技，紛紛的祭出一萬點、一萬兩千點甚至兩萬點的飛刀術，我不敢預策會不會達陣，至少頭上別去頂那顆蘋果。反正媒體名嘴若看走眼，學三歲小孩在地上打滾嘟囔著「話都不是他講的」，一皮天下無難事，自古專家多厚顏；名嘴可以賴皮，政府可得付出代價。

時序進入進補的冬令，萬點關前之進補可不像吃碗薑母鴨地單純；為政者得警覺到這波五年全球大多頭的邪惡末升段中，台股如果無法在短期站內上一萬兩千點，下次的機會恐怕要等待另一個五年，因為惡性通膨的臨界點在 08 年中國奧運時就可能來臨，台股的漲幅若無法趕上國際腳步，大選的結果恐怕是顯而易見的。

第一道萬點補品-嚴控新股上市

股價不過只是供給與需求，而大量劣質新公司的掛牌，就是股市無法大漲的第二大原兇（第一大是資金外流）；首先，掛牌公司的素質簡直江河日下，02-06 年新上市公司中，有高達 64% 的公司的盈餘在上市後一年內迅速衰退，有高達 88% 的公司跌破承銷價，可見在掛牌前用虛灌營收獲利來矇騙的情況十分普遍。而最近兩年的新股市況更是慘烈，掛牌的 61 檔公司中，股價在十天內就下跌的有 48

家，一個月後仍舊下跌的有 43 檔，別忘了，兩年來的台股指數是從 6000 點大漲六成到 9600 點呢。更慘的是，新股掛牌後股價呈現腰斬的比率竟然高達 12% (詳細說明可以看我出版的『交易員的靈魂』一書) 新上市股簡直成為另類的地雷區，其原因有二：

一是政府被媒體牽著鼻子走，媒體最喜歡用「新股出走港股」來嚇唬執政當局，而半外行的財經當局竟然跟著起乩，把台股的新掛牌家數當成重要政績來推行，有了這個香港緊箍咒，當然業績灌水的、體質欠佳者以及藉上市撈錢的公司就前仆後繼的在台股上市，大吃政策豆腐。

二是利益，日前益通的承銷案鬧的沸沸揚揚，扯出證券商高級主管藉股票配銷的巨大差價來自肥的弊案，可憐的是資訊不足的散戶，被不實與誇大聳動的媒體利多而在新股投資上被坑殺，以至於資金陷入長期套牢泥沼中，可恨的是新股配銷的利益完全被自肥鐵三角集團 (承銷商、公司大股東與媒體) 掠奪一空；要查一點都不難，從配銷名單、掛牌前股權轉讓以及執筆為新股宣傳的媒體就十分清楚，請為政當局給沒有出走的正港「愛台灣」的廣大散戶一個遲來的正義。

過去百年來，所有與美國經濟採取競爭與對立的一方，如 1940 年以前的英國德國、冷戰的蘇聯、八〇年代的日本，終究要在即將追抵美國之前的那一刻，被美國狠狠的甩掉，從六〇年代的嬉皮、八〇年代的雅痞、九〇年代是 dot.com 的年代、到兩千年來的小布希蠻不講理的牛仔；嬉皮流下來個人主義、雅痞流下自由與利己精神、達康流下了創作創新、牛仔用粗暴的拳頭則告訴世界：「您爸就是老大」，而太平洋的另一端的中國也拉大嗓門喊著「老大是第一但非唯一」。數看過往近百年，老美鏟除敵人的招數中最喊狠的「七傷拳」似乎在房災與通膨下祭出。秋瑟的局勢傳來一絲肅殺的氛圍，Fed 二度調低利率讓我不再「心存僥倖」，九月下旬的那一次還可以期待激發點流動性的利多；第二次的調降，即便看不到美國經濟的橫屍遍野，也該看到 fed 的忙碌吧，僅記，消防車與救護車不會沒事在街上瞎忙的。

一位在蘇澳與泉州從事養鰻的朋友，他銷往大阪的鰻魚中，蘇澳養殖的售價硬是比從泉州出貨貴了四成，「蘇澳的水質比較清澈」他淡淡地點出其中的距離；我在金融圈十多年，看過了許多「不得善終」的朋友，如弊案纏身、內線交易等，而這些朋友皆信奉「水清則無魚」

這個金融市場的守則。九千多點以上的指數基本已經屬於「零和」的你死我活戰場，政府決策者別太過於聽信金融圈媒體圈中，股市掠奪者的「水清則無魚」謬論，想想港股與台股的指數，再想想泉州與蘇澳的鰻價，好好的嚴辦一些內線交易或利益輸送，「水清魚肥」是給政府的第二道萬點冬令進補。

收錄在 336 與 337 期壹週刊專欄 (2007.10.29 撰寫)

諾亞與橄欖葉

「消防車與救護車不會沒事在街上瞎忙的」這句話在事後竟然變成一句形容央行的名言，美國的 FED 動向長久以來是我判斷長期景氣轉折之最佳參考，通常利率政策的轉彎意味著總體經濟的多轉空或者是空轉多，多空就留給央行那些專家去幫我們判斷，總比聽那些報明牌的媒體大師客觀吧。

而台灣的新股上市的狀況，卻也日形惡化，從 2004 到 2008 年以來的上市櫃在第一年就下跌超過四成的一共有 160 家，甫掛牌一年不到股價就腰斬跌五成以上的有 128 家，最離譜的還有掛牌不到幾個月就從掛牌第一天的最高點大幅下跌九成的。

2017 年舊瓶裝新酒：新股上市的熱絡度到現在依舊是股市很管用的反向指標。

二、狡猾的預測

『請你等我一百年。請你坐在我的墳墓邊，等待一百年。我一定會來見你。』夏目漱石 夢十夜

這波的空頭從 2007 年 11 月開始，由下表可以看出走空的一年多當中，265 個交易日有 128 個收盤指數是呈現上漲，有 48.3% 的日子是上漲的，這意味著有將近一半的股市交易日會收紅讓套牢的投資人覺得安心，所以一般專業程度比較不夠或是心理素質較不成熟的散戶，的確會有一半的日子充滿著蠱惑式的「希望」，這種大空頭走勢，幾年難得看到一次，就算碰到了，也有近一半的日子是收紅的，所以大部份深知此道的分析師，他當然是天天看多，因為就算碰到這種罕見的空頭，他喊多的猜對機率也有 49.3%，因為散戶一般的毛病是，可以忍受大跌一兩千點的煎熬，但是卻無法原諒沒有搶到「三五百點的反彈」。至於大跌四千多點，投資人都不在乎自己賠多少了，分析者與大師們更不會去理會。

表一空頭的上漲與下跌日數分析

月份	上漲日	下跌日	上漲比率	月指數漲跌幅
2007/11	10	11	48%	跌 12%
2007/12	12	9	57%	跌 1%
2008/1	9	13	41%	跌 12%
2008/2	9	4	69%	漲 12%
2008/3	11	9	55%	漲 2%
2008/4	11	10	52%	漲 4%

2008/5	11	10	52%	跌 3%
2008/6	9	12	43%	跌 13%
2008/7	9	13	41%	跌 7%
2008/8	10	11	48%	漲 0.3%
2008/9	9	12	43%	跌 19%
2008/10	9	12	43%	跌 15%
2008/11	9	11	45%	跌 8%
合計	128	137	48.3%	跌 46%

表二多頭之上漲與下跌日數分析

月份	上漲日	下跌日	上漲比率	月指數漲跌幅
2006/8	12	11	52%	漲 2%
2006/9	10	11	45%	漲 4%
2006/10	12	8	60%	漲 2%
2006/11	16	6	73%	漲 8%
2006/12	11	10	52%	漲 3%
2007/1	11	11	50%	跌 2%
2007/2	8	4	67%	漲 3%

2007/3	16	7	70%	跌 0.2%
2007/4	11	9	55%	跌 0.1%
2007/5	11	11	50%	漲 3%
2007/6	14	7	67%	漲 9%
2007/7	15	7	68%	漲 5%
2007/8	12	11	52%	跌 3%
2007/9	12	11	52%	漲 5%
2007/10	12	10	%	漲 2%
合計	183	134	57.7%	漲 50%

舉完空頭的例子，換個多頭來說好了，見表二從 95 年 8 月的 6454 點漲到 96 年 10 月的 9711 點，漲了三千多點，漲幅五成，是一段典型的多頭走勢，而在這 317 天的大多頭當中，上漲的天數更是高達 183 天，差不多十天就有六天是上漲的，大空頭市場天天喊多都可以玩弄散戶心理了，更何況是多頭行情呢！賣力喊多是不會錯的。

台股從去年 10 月 30 日盤中的 9859 點以來到 08 年 12 月，已經跌了 13 個月，跌幅將近六成，跌點高達 5800 點，在這麼短的時間內跌了如此慘烈，就台股歷史來說只有 1990 年的 12682 跌到兩千點的那一段可以匹配。

但是我發現了一個奇怪的現象，我將十三個月以來 (2007 年 11 月到 2008 年 12 月) 每週週五的指數收盤漲跌做個統計，過去 54 個禮拜五當中竟然有 31 個週五的指數是收紅的，也就是說在狂跌了將近六千點的這段史上罕見的大空頭時期，竟然有 57% 的禮拜五是收紅的，這意味著一些買盤偏好在週五的盤中做買進的動作，然而就我對台股多年的經驗而言，週五就是所謂的週刊行情，台灣三大財經股票出貨週刊出刊日都在週四的下午到傍晚，週五的盤中，這三大死多頭週刊的看多文章早就被讀者廣泛的閱讀了，即便是過去這段如此

慘烈的大空頭，這些出貨週刊仍然一本"不做多會死"的出版初衷，繼續麻痺與蠱惑著大群被週刊餵養與洗腦的讀者，然而，很顯然地一波空頭下來，這些在週五買進的週刊的讀者應該是台股的最大輸家，因為每當週四晚上看到週刊的文章後，不是興沖沖地進場攤平，要不然就是被危機入市的號角蠱惑入市，要不然就是被大師明牌挑逗進場，多少讀者被週刊的不負責的多頭蜜劍所迷惑而一路凹單至屍骨無存。

既然連空頭市場都有超過五成七的週五交易日，台股指數是呈現收紅的，卻恰好可以讓投資人喘息或自我安慰三天。大半的交易日指數是呈現上漲加上大部份星期五也是收紅，所以，十三個月以來大跌的過程，大部份的日子是讓股民充滿著自欺欺人的樂觀期待。

(本文收錄於作者部落格，撰寫時間分別是 08.1.4，並在 08.10.6 補充後續數據)

橄欖葉後記：我們檢視過去兩年多以來的台股，得到一個結論：上漲的天數遠大於下跌的天數，而散戶只要看到指數上漲就會輕易地相信多頭樂觀言論，所以絕大部份的股市分析者看透了此一現象，當然是天天喊多天天樂觀。

捫心自問您在空頭的過程當中是否有浮現下列的心理：

- 1、 終於漲了
- 2、 幸好昨天沒去停損
- 3、 危機入市是對的
- 4、 都跌到這裡了難道還會再跌嗎？

投資路上最大的敵人其實是自己。因為大多數的人訴諸於情感的投射而非數字的抽絲剝繭。

2017 年舊瓶裝新酒：值得慶幸的是，到了今天，財經雜誌與媒體對於行情已經完全喪失影響力，我多年來的努力也算有些成果吧！

三、股神很忙

『前面是明白易懂的謊言，後面是無法理解的真相。』生命中不能承受之輕 米蘭昆德拉

「巴菲特 07 年第三季以來陸續加碼嬌生公司 (Johnson & Johnson) 二千四百六十萬股，至 07 年第三季已累積約六千一百六十萬股，增加了六成股份」、

「波克夏對不動產抵押債權證券 (MBS) 的投資，從 07 年第一季的十八億美元加碼一倍至三十七億美元。」、

「07 年 11 月中旬股神巴菲特加碼美國生技類股」

、「07 年 12 月中旬巴菲特的柏克夏海瑟威公司斥資四十五億美元，從購入工業集團馬蒙控股 (Marmon Holdings) 六成股權，為巴菲特保險業之外最大手筆的企業收購。」、

「08 年 1 月中旬股神巴菲特逢低承接，以近八億美元買進瑞士再保險公司百分之三的股權。」、

「巴菲特 08 年 1 月上旬買入 BNSF 鐵路公司 72.18 萬股股票，目前總持股比重達 17.6%。」.....除此之外，礙於篇幅無法羅列股神從 07 年第三季以降的每筆投資；從 07 年第三季以來，股神巴菲特似乎每一兩個禮拜就買進了一些個股，先不論這些個股本質，他每次的出手就被金融界與媒體拿來安慰與麻痺套牢頗深的散戶，卻沒有人願意說出巴菲特的投資本質，股神的投資本質在於他的口袋夠深，他可以在一波長期空頭下持續地不停買進，你能嗎？從 07 年 8 月至今，若跟著股神的腳步一直買進與緊抱持股者，到現在的損失恐怕是連神仙都救不了。

別犯了看太長的毛病

房仲業者與理專們，最喜歡用港股的例子來催眠我們的理智，他們一貫的說法是：「1997 年回歸中國時，對香港沒信心而賣掉股票與房子的人，現在都後悔莫及」，乍聽之下真是連孔孟再世都會贊同；事實上是，1997 年 8 月港股 16800 點，爾後一年後的 1998 跌到 6500 點，隨後跟著世界景氣浮沉，到 2003 年 SARS 肆虐之際又跌出一個 8300 點的低點，一直到 2004 年 9 月才站上 97 年的高點；沒錯，接下來港股一路走高到三萬點，可是誰能告訴我，在 1997 年

買進港股的投資人，先後在六年內面臨兩次腰斬，抱了七年多才解套，之間的六七年該如何去煎熬？人生有幾個六七年？所以投資上別犯了看太長的毛病。除非你有港星阿 B 賺錢的能力，97 炒樓破產後還爬得起來，或者有股神巴菲特的口袋，可以源源不絕的買不停，出問題還可以請 FED 一次調降利率三碼來補破網，如果你沒有其財力與大靠山，請謹慎選擇進場的時點與標的。

FED 調降三碼的解讀

說穿了全球股市不過只跌了三個月，或跌了 15-20% 不等，與過去二十年來幾次像樣的空頭，動不動就跌個四成到六成或跌上一年半載相較，似乎並沒有特別嚴重，可是 FED 竟然一口氣祭出三碼的猛藥，要救的恐怕不是「生病」的經濟，而是瀕臨死亡邊緣的大衰退了；依照目前狀況與 FED 的歷史經驗，未來至少還有多次的降息，那麼，弱勢的美元一定會持續更加弱勢，債券市場的長期多頭也正式的確認，歐洲央行只能「被強暴般」的眼睜睜看著歐元續強拖垮歐元區的出口競爭力，中國除非用更猛的方式引導股市房市重挫，否則人民幣的漲勢將被無情的引爆，導致新一輪的停滯性通膨。至於台股，或許短線上會隨著國際股市的反彈跟著止跌，只不過我找不出長線落底的訊號，上週提到的波羅的海乾貨指數 (BDI)，一週來又重挫到 6437 點 (08/1/25)，代表著原物料與貿易需求持續的低迷中；此外，再來提一個長線落底的徵兆：指數震盪；從來沒有一個中長線的底部是天天漲跌幾百點或上下震盪幾百點的，有耐心的投資人可以等到量縮且指數振幅不到五六十點再進場。

收錄在 349 期壹週刊專欄 (2008.1.28 撰寫)

橄欖葉的後記：除此之外，股神巴菲特在 07 年 10 月出手買進美國次級房貸「受災戶」全國金融公司 (Countrywide Financial Corporation, CFC)，當時 CFC 每股股價為 20.25 美元，八個月後這家 CFC 用每股約 7.6 美元的價值將全部股票賣給美國銀行 (BOA)，股神虧損達七成；其實巴菲特從 07 年以來的投資已不如以往靈光，一年多以來巴菲特不停地對著證券市場信心喊話，他用接近宗教信仰的信念堅信情緒最悲觀的時機就是樂觀出擊的最佳時機，只不過他喊進場喊了一年多，除了美股一點也不捧場外，他擁有的柏克夏公司的股價連番破底，股神堅持的「價值投資」也不敵總體的金融海嘯。

寫這篇文章的當時我陷入是否要因為跌深反彈而進場做多，當時指數是 7500 點左右，而一些因為政治卡位的買盤已經蠢蠢欲動，讓我可以忍受有可能被軋空手甚至於被恥笑的主要因素就在於當時 FED 竟然一口氣調降利率三碼，這種破天荒的幅度就是讓我更加深信歐美經濟已經到了殘破不堪的危險地步，所以台股後來從 08 年 3 月的 7500 點漲到 08 年 5 月的 9300 點，這一段過程我才可以忍住那股「馬上好」的激情，讓我逃過一劫。

2017 年舊瓶裝新酒：至今巴菲特的投資方法依舊是顯學，而且越來越「神聖不可侵犯」，從巴菲特的價值投資法衍生出來的台股怪招「存股」，更是背信奉者奉為宗教，偏偏大家就是不去深究巴菲特賺錢的最大秘訣在於：特權。

四、這些老外

『有些東西可以教，有些可以從書本裡學到，但是，還有一些東西，必須親自去看！去感受！』燦爛千陽 卡勒德·胡賽尼

1、關於外資

Q：擁有龐大資金的外資，在台灣淺碟資本市場進出，動見觀瞻，一進一出之間，一來影響新台幣匯價，讓新台幣兌美元升值或貶值個幾角；二來影響股市漲跌，小散戶全得看盡外資的臉色。小散戶不小心坐上順風車，一路吃香喝辣；但常常是成了外資倒貨的最後一隻老鼠，究竟是該愛外資還是應該恨外資呢？怎麼樣才得知外資的動態呢？

A：外資的力量雖然看起來頗為巨大，不過在台股中所扮演的角色，如果用事後的諸葛來看成敗的話，其實外資的進出跟台股的散戶作法大同小異，追高殺低、見利多就追捧逢利空就砍殺，所以，投資人不必把外資的進出當成是投資台股的依據，頂多參考參考就好了；然而外資進出台股的一個重要操做準則是在於匯率，如果外資認為台幣有升值的可能，就會傾向匯入資金並買超台股；反之，就會賣超，從 08 年 3 月下旬大選過後就可以看出，當新台幣匯率無法一口氣升破三十塊錢之後，外資就從 3/27 一路賣超到 12/4，合計賣超了六千百億元，而這段期間的新台幣也從 29.6 元一路貶到 34.6 元。

Q：外資常對台股大勢的多空研判發表看法，立委選舉前講如果某黨勝選就可以在短期內漲過萬點，結果選完狂殺 1,000 多點；要不就是物色好一檔股票之後，想盡辦法地宣揚這檔股票的壞消息，以壓低買進價格；當外資要出貨賣股票時，就連續發布好消息。究竟該怎麼解釋外資的言行呢？

A：在台灣報章媒體上常見的所謂外資，說穿了不過是接外資買賣委託的「sales」，他們頂多只有對外資買賣的建議權，而沒有代為決策的權力；二來，既然這些所謂的外資只是高級的業務員，他們的言行與思考標準當然是以「業務」為唯一依據，所以「言行不一」乃屬於商場上的常態，投資人千萬別把業務所需的語言看的太認真。

Q：有人說外資報告都有兩份，一份給公司內部同仁及買研究報告的客戶、一份給媒體呼攏散戶。當報紙上出現某外資發表一檔股票大力

看好，目標價大幅調高的時候，實際上給他們的研究報告早已建議賣出。針對這類指控外資都撇清說，將研究報告提供給客戶，客戶不見得就會照著做買賣，這樣的澄清是說得過去嗎？

A：當然是說不過去，過去幾年來這樣「嘴巴看多操作賣空」的證據已經是多到「罄竹難書」，這種外資的兩面手法早就不是金融界的秘密了，只要有投資大眾相信所謂的外資報告那一套的話，這些把戲就會一直上演著，而且會操作的愈來愈細膩；投資人在進場之前，請記得，這些外資可不會幫你分擔一分一毫的投資損失啊。

4、典型的外資勾當

這是一篇 08 年 11 月 7 日收盤後發表的一篇新聞稿：

『壽險股短線反彈 貨幣政策放寬有利銀行股長期表現

全球金融風暴已近尾聲，加上江陳會、MOU、央行降息等利多消息一波接著一波，金融股近期股價表現亮眼，也讓外資圈開始重新評估金融股的長線投資價值。花旗環球證券金融產業分析師指出，壽險股短線可望維持跌深反彈走勢，而央行寬鬆的貨幣政策以及政府對金融政策的改革將有利銀行股長期的表現。

花旗環球證券分析師表示，江陳會後兩岸題材仍將持續激勵金融股股價，其中富邦金透過香港富邦銀行持有廈門商業銀行 20% 的股權，可望搶得前進大陸銀行業的頭香，而未來還將看到更多台灣金融業以類似的模式透過香港進軍大陸。

壽險股方面，由於之前曝險部位過高，導致違約風險大幅提升；好在全球金融風暴的暴風圈已過，花旗環球證券分析師認為，若全球信貸市場能維持穩定狀態，則壽險股短期內將延續熊市反彈行情。而銀行股受惠於政府金融制度的改革以及央行寬鬆的貨幣政策，長期表現也很值得期待。

花旗環球證券分析師認為，金融股股價先前因市場不分青紅皂白的賣壓而一路下滑，而現在出現反彈跡象時，投資人就可以好好觀察尋找良好標的佈局。就花旗銀行私下的訪談消息指出，中小型金融機構較難受惠於政策利多，大型金融機構較值得逢低買進，其中第一金是最具防禦性的個股，而元大金因資本水位足夠、又沒有過度海外曝險，因此將成為台股反彈走勢中的代表性個股。』

1303南亞	633	137	496	2892	第一金	391	632	241
2353宏碁	465	0	465	8046	南電	29	235	206
6116彩晶	414	0	414	2885	元大金	644	838	194
3009奇美電	391	0	391	2204	中華	46	228	182
2382廣達	390	0	390	5854	合庫	299	480	181

富邦金(2881)法人持股明細											
近五日 自設區間：從 97年11月3日 ~ 97年11月7日 GO											
日期	買賣超				估計持股				持股比重		
	外資	投信	自營商	單日合計	外資	投信	自營商	單日合計	外資	三大法人	
97/11/07	14,363	3,343	2,392	-8,628	2,025,199	146,032	19,981	2,191,212	26.23%	28.39%	

花旗環球證券對富邦金(2881)之進出明細表											
近20日 自設區間：從 97年10月13日 ~ 97年11月7日 GO											
日期	買進(張)		賣出(張)		買賣超(張)						
97/11/07			859	23,424		-22,565					
97/11/06			464	10,308		-9,844					
97/11/05			197	25,144		-24,947					
97/11/04			325	16,907		-16,582					
97/11/03			80	34,636		-34,556					
97/10/31			1,660	30,043		-28,383					
期間累計買賣超張數： -142,825											

該外資早就連續賣了五天，賣超超過十四萬張。

發佈研究報告後，花旗環球證券對富邦金控的賣超張數

11/7	賣超 22565 張
11/10	賣超 13693 張
11/11	賣超 9324 張
11/12	賣超 9744 張

利用散佈利多，該外資的客戶在短短四天內又賣了富邦金控五萬五千多張的持股。

2017 年舊瓶裝新酒：二十多年的投資經驗雖然無法讓我找到一個萬無一失的投資方法，但是，至少我曉得聽信這些外資或法人的報告就會讓財富屍骨無存。

五、西瓜、駝鳥與國王的新衣

『你們想聽的是，不是會讓你們感到意外的故事，而是可以證實你們早就知道的故事！』少年 Pi 的奇幻漂流楊·馬泰爾

下週要舉辦總統大選，這是十五年前就知道的事情，候選人是哪兩位人士，也是十個月前就知道的事情，選舉的勝負為何？這大概也是你我都猜得到的事情，也就是說，既然是一件已經被充份預期的事情，對於金融市場而言，早已反應，或早已不反應。

媒體的立場完全反映在其所有的版面文章，別以為一個媒體的立場只出現在政治版，高明的洗腦，連社會、財經、娛樂與副刊都會暗藏包裝美好的偏頗意識，大選前的財經分析者，特別是那些握有媒體的知名分析大師，他們當然要根據大選結果的預測去壓寶，請注意，這裡講的壓寶，不是投資多空的壓寶，而是西瓜偎大邊的壓寶，事業與影響力的壓寶；當然，站在媒體的利益而言，這無可厚非，但是，她們為了討好未來執政者，而所寫的財經分析，其參考性就很低了；記得有位國師級的財經大亨（我不想稱他大師），在 01-02 年時與當時的執政黨關係走的很近，還被前總統多次邀請到府院做演講，於是國師之稱謂就如此流傳下來，為了替當局的政策粉飾，在當時低迷的國內與全球景氣中逆勢看多了兩年，散戶閱讀者無一倖免的在當時無情的空頭下遭受損失；突然到了 03 年底，這位國師的筆調與立場，突然一百八十度轉變到支持當時的在野陣營總統候選人，於是積極的鼓吹政黨輪替是件利多，忽略了 2004 年 1-3 月受到中國宏觀調控與美國利率政策大轉彎所造成的不確定，國際股市一遍慘綠下台股獨強下的潛在風險；後來 04 年選完，國師所壓寶的對象沒有如他所願的當選，他花了一年要去修補與連任的總統與政黨關係，當然，可以想像的是，這位國師的信用早已破產。

時序到了 05 年 8 月，這家媒體與這位國師，恐怕是熱臉去貼冷屁股久了，或者是氣極敗壞，竟然將他的仇恨心轉成媒體立場，在 05 年 8 月到 10 月，用旗下的報紙週刊與月刊，全力的看壞台灣經濟與股市，並鼓吹投資人大買海外基金，結果，05 年 8 到 10 月，台股真的被國師唱衰逆勢下跌了 15%，而當時的全球股市可說是一遍欣欣向榮，台灣經濟的四大引擎美中日歐全數在多頭軌道上，國師又一次的逆國際景氣將他的政治立場納入多空中，於是，幾乎所有的讀者都沒有在那波大多頭的起漲區 5500-6000 點上車，甚至於在當時還被這些媒體的意識型態給嚇出場呢。

講一句沒人願意說，但又不得不說的話，從過去的經驗來觀察，並沒有證據顯示國內的政黨有辦法有效地帶領國內經濟與股市躲避全球景氣的風暴，台灣畢竟只是個以出口為導向的國家，也就是說一塊餅的大小，完全取決於外在環境，至於政治，不過是決定那塊餅的分配而已，分不到的分的少的就哭鬧、咆哮，如此罷了。

新總統有沒有辦法解決以下問題

- 一、 美國金融風暴引發的消費大退潮：美國消費者信心指數退到十六年最低，fed 一再降息所造成的可用政策工具越來越少，一堆金融業與基金遭受到倒閉與清算，如果漫延到大型的花旗、美銀、高盛等等的 Mr.BIGs，怎麼辦？
- 二、 油價漲到每桶 111 美元所造成的進口物價狂漲：這波全球性罕見的停滯性通膨，現在已經不是會不會發生的問題了，而是會造成什麼巨大的經濟傷害的探討了。
- 三、 中國的長年緊縮政策造成的景氣趨緩問題：中國是個總經數據失真的國度，但是可以從港股與上海股市去窺見這個國家的總經位置，如果你相信技術分析的話，你應該曉得當股價的中期均線(季線)向下跌破已經下滑的長期均線(年線)，也就是俗稱的死亡交叉的時後，會發生什麼事情；但不幸的是，恆生指數與上海股市，將在未來三到五天會發生「死亡交叉」，這已經是全世界最後一個步入死亡交叉的股市，這意味著全球沒有一個股市不步入空頭了。
- 四、 美元貶值所造成的資金大流動：過去全球大炒家所借的低利率低匯率的日圓，竟然升破了 100 日圓兌一美元，而不斷降息的美國與升息的日本間的利差已經縮小，所造成的「償還日圓負債」資金流動，算是近兩年來金融市場波動的主要來源，既然要還負債，簡單的說，當然要出售些資產求取 cash-out 才能清償，cash-out 這個過程，造成了股市匯市債市房市的更大波動性，空頭市場來臨後若再加上這些巨大波動，那會使得一些長線買家不願意進場，如主權基金喊了半天，只看到他們保守到不行的策略，當然，像中國的主權基金中投公司 07 年七月一出手買進美國私募基金「黑石」，至今竟然虧損了本金的六成，這種波動性，當然會讓長線買家陷入明哲保身的觀望。

說那麼多，只是想要表達，如果你認為新總統可以順利地解決這些事情的話，那麼，『逢低買進』當然是你該做的事情，如果你跟我一樣地認為，上述這些事情非一朝一夕可以改變，不可能輕易地藉由一位新總統上任就可以力挽狂瀾的話(請看看南韓新總統上任後，其股匯市依舊跟隨國際環境不佳而下挫！)，就繼續地觀望吧。至於那些要大家忘記險峻的國際景氣的媒體與大師，他們要壓寶做生意是他們的事情，選前總有一些卡位與壓寶的動作與聲音，為了討好新老闆，以便讓他們的生意與影響力更上層樓，生意場合逢迎拍馬的言論，千萬別拿來當做多空判斷又！

選票與股票是不一樣的！

本文在 08/3/15 收錄在我的部落格

諾亞與橄欖葉：這篇文章我在 08 年總統大選前向幾家媒體投稿，想當然耳，不會有媒體會刊登與社會氣氛相左的財經文章，在當時九千點左右的時空，又有多少人能冷靜的看著台灣的股市與國際景氣嚴重背離的「不能說的事實呢！」。幾十年來台股的投資人一而再地被政治的氛圍所影響，造成難以彌補的投資損失，政客與媒體長年以來，運用財經新聞和財經專業包裝藉由虛幻利多或虛構的利空來攫取選票與政治利益，投資人能夠做的是就是遠離那些報紙吧。

上述那些利空結束了沒？找到解決方法了沒？經過時間淡化與沉澱了沒？長期多頭趨勢被嚴重破壞後不就意味著中長期空頭走勢來臨了嗎？如果這些問題找不到答案，就請繼續觀望遠離市場，因為，每下跌一點，就代表著我們未來的投資購買力增加了一些，下跌過程不就是為了累積未來的財富嗎？

2017 年舊瓶裝新酒：這位媒體大師在 2016 年又對著蔡英文總統說三道四，雖然這位大師早已遭受散戶的唾棄，但他依舊仗著媒體影響力刷著好笑的存在感。

六、來去火星加油去

『這甜蜜的諾言卻讓我感到無限空虛，它猶如細砂般從我的指縫間溜逝，那絕望的感覺，每晚都在鞭笞著我的心靈。』砂之器 松本清張

在 08 年五月下旬到六月初，台灣的股市瀰漫著航空股的利多，很顯然的，炒作的是題材就是兩岸直航和陸客來台。

1、國際環境：

據 International Air Transport Association(國際航空運輸協會；IATA) 表示，因油價攀高，08 年航空業預估將損失 23 億美元，一改此前預估的獲利 45 億美元。代表全球超過 240 家航空公司的 IATA，08 年三月份曾表示，今年獲利預計可達 45 億美元。此為 IATA 今年第二度下修其預估。

IATA 執行長 Giovanni Bisignani 說：「燃料價格每增 1 美元，我們的成本即上升 16 億美元。」航空業今年的燃油支出預計為 1760 億美元—佔營運支出比例約 34%，比去年多 400 億美元。

實際情況是：

1、美國航空類股的指數，伴隨著成本不斷上升虧損不斷擴大，整體類股的股價從 2007 年 6 月連跌一年多到 2008 年 5 月。

2、台灣航空股的逆勢

這就神奇了，2008 年上半年台灣的航空股卻維持在高檔。

3、從財務報表切入

長榮航的現金流量，從 2007 年第一季已經開始轉為負數，且長榮航近兩年來的單季損益表，是的！都是虧損的，2008 第一季的虧損明顯惡化，這種財務表現與全球航空業並無兩致。同樣情形也發生在華航身上，現金流量已經惡化兩季，且從 2007~2008 年第一季的虧損不止沒停歇，還惡化到幾年來單季最差的狀態。

4、其它國家航空股股價，如大英航空、全日空、AMRCP、國泰航空...等處於破底階段。

結論：

1、除非我們的航空公司去火星加油，否則面對高漲的燃油成本與全球同業都相同的。

2、當然！寄望中國觀光客或許是一場不錯的夢，不過，難道中國觀光客只來台灣，其它航空公司都沒有中國觀光客嗎？

3、政治激情的年代需要澆點冷水冷靜一下吧！

本文於 08/6/4 發表在我的部落格。

橄欖葉後記：從這篇文章，投資人可以了解到一些邏輯，首先要將自己的情緒從媒體與社會氣氛抽離出來，採取一個比較懷疑的角度；再來你可以檢視全球整個行業的榮枯，主動去尋找一些國際組織的客觀報告，與盡可能的找一些相關行業的外電報導，這些功課當然是平常就要不斷地深入，想辦法建立自己的資料庫。當你了解一家公司所處行業的國際景氣的位置後，接下來第二項功課就是這些公司的財務報表的分析。

以當時 08 年第一季的華航與長榮航空的損益表與現金流量表，略懂財務報表分析的投資人都可以很輕易地看出她們的問題，也就是說這兩家公司的問題相當地明顯，虧損連連與現金流量的惡化，應該就很容易澆息一頭熱的看多氣氛。

第三個步驟可以再檢視一下其它國家的航空股的股價表現，這種評比的方式是我相當倚重的一個環節，因為我不單單認為台灣的大盤無法獨強於全球，甚至於連個股都無法獨強於全球，很清楚地，我找了英國美國香港與日本的主要航空股來比較，發現她們都處於空頭走勢當中，由於也可以更篤定華航與長榮的價位，受到非經濟因素吹捧而過度碰風了。

經過這樣比較冷靜的分析，讓我沒有受到非經濟因素的氣氛而莽撞地進場買進航空股，幾個月後，華航與長榮航又交出連續兩季的虧損，以及更為惡化的現金流量，當然，不到五個月後華航股價從 16 元大跌到 5 元，長榮航空從 18 元大跌到 6 元以下，我就可以輕鬆地作壁上觀，然而今年被氣氛沖昏了頭的投資人，真令人不勝唏噓。

2017 年舊瓶裝新酒：當時我寫了這篇後被許多人封為「綠疽酸民」，但事後證明，投資航空股幾年下來只是空歡喜一場。

九、庫藏股血拼成癮

『在追求終極完滿的過程中，我們會進入事物的內在世界，在這個世界裡，我們永遠也走不到盡頭。』笑忘書 米蘭昆德拉

柏騰在 2008 年三次庫藏股

1、2008/2/22-4/8：買回 445 張，買進價格每股 163.61 元，買進金額 72 百萬。

2、2008/7/15-8/5：買回 1500 張，買進價格每股 132.8 元，買進金額 199 百萬。

3、2008/8/6-10/6：買回 1055 張，買進價格每股 89.04 元，買進金額 94 百萬。

三次庫藏股一共花了 3.65 億元，以致於資產負債表的現金（含短期投資）從 2008 年第一季的 8.27 億，銳減到 2008 年第三季僅剩 1.7 億，而在第三季卻增加了短期借款 2.3 億，這家公司為了買進庫藏股不惜擴張信用去舉債。

第一次實施庫藏股在 08 年 2/22-4/8，當時她的股價高達 170 元，且當時的大盤處於選舉的熱烈氣氛，為何要實施庫藏股？

第二次宣佈庫藏股的時機在 08/7/14，當時的股價仍舊在 160 元的高檔，且大盤還在七千點以上，一百六十元的股價應該還不到要「救亡圖存」的地步吧！

第三次宣佈庫藏股的時機在 08/8/6，根本就是認為第二次買進庫藏股的張數不夠，迫不急待地立刻宣佈第三次買進，然而以當時的股價以柏騰 08/8/9 收盤價 133 元來看，所有一千多家上市上櫃公司當中，股價排名第 26 名，這種排名的股價需要用庫藏股買進護盤嗎？

該公司在 07 年底掛牌上市，上市時辦了現金增資共募得 12 億，

其中買庫藏股用去 3.65 億，發放現金股利 4.9 億，購買固定資產 2.4 億，上市增資所募來的現金，大量用在非營業的支出行為上；此舉與一般健全的財務管理行為有所出入。

她的一些訊息：

- 1、08 年第二季面臨產業淡季，且因為將提列仕欽(6232)無法回收之款項 600 萬人民幣。
- 2、新開浙江輪圈產線提列 2000-3000 萬元的費用。
- 3、08 年下半年到明年的 NB 市場能見度不高 (仁寶的老闆所言)

在這些虧損產生與資金需求增加之條件，何以要將公司帳上的現金大量揮霍掉呢？

當然，我不知道為什麼？也找不到答案！反正疑點一堆加上曾被大師力薦過的公司，對於我這種小額投資人而言，只能選擇離她遠一點囉！

如果用正常的財務分析或邏輯推理都得不到答案的話，投資領域上請用最嚴格的「有罪推定」方法，無法合理解釋一些異常財務安排的公司，我是根本不會去投資，三次庫藏股實施之後，股價卻一蹶不振地跌到四十多元，更令人疑竇的是，股價兩百元時要實施庫藏股，為何跌到四、五十塊錢就不需要在用庫藏股護盤了。

莫非，庫藏股不是用來護盤的，難道有其它目的嘛？佛曰不可說！

行政院在 2008 年六月底時緊急推出八大措施救股市，包括保險基金可以投入股市、鼓勵上市櫃公司實施庫藏股等，當時共有一二四家公司響應政府宣布實施庫藏股，只是一個月後算一算，真正公告已經買回的公司卻僅有十一家，還不到十分之一，和政府一樣，庫藏股淪為「口水護盤」。

到了 08 年八月中旬，宣佈公告實施庫藏股護盤的上市櫃公司更高達 200 家。然而相關統計也顯示，包括泰林、龍邦、蒙恬等掛牌公司實施庫藏股期間，有公司內部人在同時期轉讓持股。

公司實施庫藏股的主要目的，就是要用公司的錢去買下大股東或特定人手上的股票，經由一買一賣替大股東或關係人套現，至於大股東會用公司的錢替散戶解套？我寧可相信尼斯湖有水怪！

請投資人別相信庫藏股的宣示，上市公司實際庫藏股就有如花心的外遇慣犯丈夫，被捉姦時對老婆的「不會再犯」的保證一樣，沒有效力，不值得信任以及充滿了「謊言」；如果還會相信大股東與公司派的庫藏股護盤鬼話，那麼，請你立即退出台股的投資，因為，總有一天你的本金會屍骨無存。

2017 年舊瓶裝新酒：你知道柏騰這家公司 2017 年年初的股價嗎？21 塊錢！當年跟著進場用 160 元買進的投資者如今安在乎？

八、越賠越有價值

『這對夫妻面臨的是有史以來最難以回答的問題：「現在，這兩個女兒非得二選一不可。你要選哪一個？」』姊姊的守護者茱迪·皮考特

價值投資法最重要的一個財務比率為是股東權益報酬率 (ROE)
= 稅後純益 / 平均普通股東權益

巴菲特、財務學教授、投資大師、報章雜誌與銀行理專個個都來告訴我們，ROE 越高越好，然而從 2008 年的第三季起，這個理論將被推翻，因為，台灣的金融業卻上演著虧越多，ROE 越高的神奇魔術，我以 2008 年第三季中信金控的財務報表為例：

根據中信金控的資產負債表，第三季有一個長期投資評價損失 116.9 億，這表示該金控本季有新增的 99.7 億的「非交易目的」的投資損失 (註 1)，這筆龐大的損失不必認列在當期損益表上，但需要列成股東權益的減項，好了！問題來了：

由於不必將這個長期投資損失列在損益表，所以中信金的損益表也就擦粉擦的很漂亮，第三季稅後淨利為 42.66 億元(前一季為 39.81 億)，就官方的鴛鴦說法是：較上季成長 7.16%！34 號魔術棒一變，要興奮有興奮要活水就有活水。但是若沒有修正 34 號公報的話，第三季應該起碼有 55 億以上的真實虧損。

中信金 08 年第三季的股東權益經過這個投資評價的損失後，從上季的 1478 億降低為 1413 億，神奇的公式來了。

第二季的股東權益報酬率 (ROE) = 2.69% (39.81/1478)

第三季的股東權益報酬率 (ROE) = 3.02% (42.66/1413)

虧錢可以掩蓋以外，還可以藉由分母的下降而提高 ROE 呢！

這個神奇的魔術也讓資產負債表有長期投資損失高達 231.8 億的新光金，她的 ROE 由上季的負 8% 變成正的 1.9%。

新光金的 08 年第三季的資產負債表中長期投資評價損失為 231.8 億，所以單單本季新認列之投資損失為 165 億(231.8-66.7)，而第三季損益表上的本季稅後淨利卻還有正數 10.28 億，經政府加持過的 34 號公報大補丸真的是又強又老又大，165 億可以不認列在本期損益表中，別以為只有新光金，因為多數的金融業至今還沒公佈這些數據呢？

2008 年前三季以來新光金控的長期投資評價損失已經高達 231.8 億，這些都還不包括損益表上所認列的損失。

不見了，本季長期投資的損失 165 億不見了，偌大的虧損再也不必放在損益表中，因為笨散戶只懂得看損益表，誰會沒事去看股東權益的變化呢？

註 1：08 年 10 月 16 日，金管會宣布，考量到國內外金融情勢變化，跟進 IASB(國際會計準則理事會)作法，放寬 34 號公報重分類作法，除了衍生性商品以外，企業若不再以短期出售為目的的股票和債券，即可從以交易為目的，重分類至備供出售或持有至到期日。舊的 34 號公報不允許企業任意更改會計項目，掛在「交易目的」項下，就不能改掛到其他項目，否則就有操縱損益嫌疑，這次同意重新分類，將掛在「交易目的」項下的金融資產，改列「非交易目的」，如「備供出售」或「持有至到期」後，金融業在這波金融海嘯中龐大的投資損失，就可以暫時不列入損益表，大幅減輕虧損壓力。

2017 年舊瓶裝新酒：紙終究包不住火，新光金股價從當時的 28 元連跌八年到 2016 年只剩 6 塊錢。

九、金融顛天錄

『穿過縣境上長長的隧道，便是雪國。夜空下，大地一片白茫茫.....』雪國 川端康成

四百年前，一個西非自由港附近的海邊無名小村落，夜開始淡淡地出現在山頭上，帶著朱紅色的雷雲，不遠的海上裹著黑色波浪以萬千個稜切面輕輕搖擺，有三兩艘舢舨小船浮沉飄蕩在平靜的海波上，海邊的村壑間麥田沐浴在西沉的夕陽中，搖曳出金黃色的波浪，染紅的海天一色如茂密的楓紅潑灑在天際上在海影中。

一對到海邊捕捉蝦貝的黑人兄妹，為了明天的部落祭典能有多一點食物，走到了離村落較遠、平常不會去的河口潮汐處，忽然間，哥哥被一個棍子敲昏，兄妹被一群不知名的、膚色慘白的、包著頭斤拿著彎刀的一群凶神惡煞押上一條船.....。

四個月後這對兄妹已經被抓到密西西比河，被迫當起棉花農奴....，兄妹兩人分隔數百公里，他們此生再也沒有見過面，而那場部落的祭典已成為好幾代黑人的心靈最深的吶喊與渴望。

四百年後的 2008 年九月，台灣某金控同一天發生了兩件只有社會記者有興趣的事情，一位理專上班前站在高樓的邊緣，她握緊雙拳，鼓起了一躍而下的衝動；兩百公里外的同一家金控客戶手握著連動債契約與股票融資強制處份通知書，踱步到了那家銀行附近一座無名湖泊縱身投下，了結生命裡那一潭早已靜止的黑暗湖水，人生的終點竟也盪漾起來。

電視傳來美國總統布希用流氓的口吻威脅著國會也順便警告全世界，像足了一個惡霸青少年拿著槍指著所有人：「把錢都給我！」

世界完全改變。通貨不再膨脹、夢想更加緊縮。

你說：「你的人壽保單快要到期，再過三個月」，你的券商將派你到香港做一場 road show。你日以繼夜為「EUR CMS 10y 與 EUR CMS 30y」這兩檔連動債的契約做最後的修訂。你笑稱不該將生命浪費在這厚厚高達數百頁的法律與數量的綜合文章，只為了你所愛惜的百萬獎金，你作簡報，你作分析，你辦演講，你將去遊歷，到殘敗而猶存風韻的華爾街，繞了地球一圈後學會把高槓桿的十年期結構票券賣給七十五歲的田僑老阿公。

你從惡夢中醒來心有餘悸地喘息著，夜半香港維多利亞港邊的鬧區依舊，你打國際電話向我傾吐，我問著：「你又夢到相同的惡夢嗎？」

是的！夢中化成戴著頭巾的北非阿拉伯人，將一批又一批的黑奴趕到船上，又把一個又一個生病的黑奴丟下大西洋中；當黑人奴隸婦女被強暴、被欺凌，在船上生下小孩後，又眼睜睜看著自己的丈夫被鞭打到體無完膚，接近斷氣，黑婦坐在船邊上，眼神流露著，是掏空後的絕望，然後，靜靜地，往後一仰，抱著孩子墜入海中。

那無助與怨恨的眼神，一晚一晚地在夢中折騰著你三十年。然而那天撈起的客戶浮屍，眼神透露出與跳下海的黑婦相同的眼神。

你的主管急忙 call 你趕赴現場，只為了比新聞記者早一步，早一步把陪葬的連動債契約銷毀，以免公司名譽受損。

「對了！順便把客戶身上的斷頭通知書銷毀，那家券商和我們有策略性的往來.....。」推著金邊眼鏡的副總如是交待著。

被抓去當奴隸的黑人們，上船前被脫個精光，聚集在出海口的一顆大樹周圍，拿著彎刀的阿拉伯商人叫著：

『開始繞這棵大樹三圈，理由是因為被帶往歐洲後死掉的人，靈魂可以回到非洲故鄉，所以這是回鄉之樹！』

『只要繞回鄉之樹三圈，就算肉體死掉了，靈魂也可以回到非洲！』

奴隸商人讓黑人如此相信著，目的是給他們微薄的希望，讓他們更加順從。

接著黑人們的脖子被一塊塊的木塊相互連接，然後朝向海邊走去，在灼熱的沙子上一步步走向絕望的奴隸們，就這樣走上了一條幾百年才能抵達靈魂深處的船。

你說你找了一個股票大師也找了一群客戶，大師的明牌幻燈片，撫慰著那些已經被掠奪到幾乎一無所有的客戶，為的是麻痺他們並順便榨出一點最後的價值，聚光燈、攝影機、幻燈片、下午茶、財富管理、資產配置、價值投資、金融創新....一株株靈魂之樹，他們再也回不去了。

華爾街把所有希望都寄託在七千億美元的救市方案上。但是美國眾議院 2008 年 9 月 29 日否決了此案，大失所望的華爾街金融展開

焦土報復，美國主要股指皆遭重度攢壓，睽違 20 年後，投資人又再度目睹了一次「世紀難逢」的黑色星期一，當天大跌 777 點。領千萬年薪的對沖基金操盤人、打著蝴蝶結的無線新聞財經主播與評論員氣極敗壞的辱罵著那些國會議員，猶太籍的投資大師與避險基金合夥人努力的集結一切空方力量，非得把股市跌幅不停的擴大。

「我的利益我自己獨享，捅出來的爛攤子交給納稅人買單」一語道出投資銀行之經營哲理，一位先祖因經營西印度公司致富的雷曼兄弟低調合夥人說著。

隨著次貸危機延燒全球，各國金融市場都深受其擾。隨即就傳出 4 家歐洲銀行傳出破產危機，德國、英國、冰島、比利時等央行紛紛注資紓困、接管，以避免影響金融市場穩定性，美國的金融海嘯造成歐洲版圖的裂解。

你說道遲早亞洲的大地也會遭受冰封，但進入冬眠前務必要填飽足夠的脂肪，學學北極熊的敬天態度，冬眠前趕快再拉幾筆投資型保單。

她皺著眉頭質疑：「這個李大嬸是咱們多年的老鄰居，我們家老大是靠她幫忙帶大的，賣她這種商品，好嗎？」

你努力學著簡單的俄文對話，你也賣力兜售連結著俄羅斯黑海油田產量與三十年期東歐某國營保險公司的壽險，你更努力地啃著俄國文學，因為帶點人文氣息的理專會對銷售有幫助的，至少那位轉行幹銀行總經理的文學院教授如是說著。

輪盤運氣始終不佳的杜斯妥也夫斯基，在德國威斯巴登輸光了所有預支的稿費，四處躲債，狼狽不堪，不過卻為此貢獻了兩部文學作品——《罪與罰》和《賭徒》。托爾斯泰的豪賭讓他賠上家產裡一棟最有價值的屋子，他後來痛定思痛，寫出《戰爭與和平》，並靠其版稅將房子贖回，從一個層面看，沒有那場賭博桌上的狂輸，就沒有《戰爭與和平》這部文學巨著的產生。

你把杜斯妥也夫斯基與托爾斯泰當作人生梟梟，比起那些破產八次又爬起來的投資造神大師，這樣的鈔票少了銅臭多了冷酷，冷酷到以將客戶抵押之房屋強制執行為樂，你笑說：

「先介紹客人去買林口的超天價豪宅，將超過客人還款能力的錢借給客人，先多賺利息，利息繳不出來又可以賺滯納金，進入債務協商後還可以資產重估，再多借一些錢給客戶還利息，並規定這筆新借

款的一半資金必須要買黑海石油連動債，賺點手續費，房屋可以重新保險，再賺一筆保險代理人佣金；有一天終於爆了，反正可以將債權賣給資產管理公司，他們會把這個債權再包裝成新的林口房地產連動債賣給下一個李大孀呂大媽等。」

這筆俄羅斯黑海油田連動債，正是那位先祖因經營西印度公司致富的雷曼兄弟低調合夥人所負責的，他對自己的商業世家的血統相當自豪。

販賣黑奴從 1450 年開始至 19 世紀初，估計當時每年有超過 30 萬黑人從非洲大陸被運往美洲，總共有 1000 萬至 2800 萬的非洲人被運往美洲販賣為奴隸。在運輸途中，他們帶著手銬腳鐐遭受疾病的折磨。西印度公司便是奴隸買賣的箇中翹楚，靠西非的奴隸賺了大錢一如高盛在金融市場的手法，西印度公司的操作大致是先從荷蘭運送武器以及便宜的貨物至西非，將武器與貨物賣給阿拉伯人，再從當地阿拉伯奴隸販子手中購買黑奴，船隻再駛至美洲將奴隸賣掉，所獲得的錢用來購買美洲昂貴的物品，再回歐洲與印度賣掉。

四百年前用暴力掠奪黑奴，四百年後利用無知的貪婪引誘散戶。

載運黑奴的船隻每次可以載運數百名，這些黑奴就像是貨物一樣被塞進船艙，他們幾乎都是兩兩被綁在一起，手綁手，腳綁腳。船艙的通風與採光是不會被詳細考慮的，因為他們跟貨物一樣。當然，耗損率會被考慮，如何運送最多的黑奴，並控制在最少的死亡率，是他們所重視的問題。通常會擠進最大載運量的 150% 的黑奴，如此一來就算死了三分之一，也不會產生虧損。

這些計算的神秘公式一直流傳下來，成為現在財務金融學理的基礎，如此的掠奪方法也複製到金融業當中。

眼神流露著掏空後的絕望、然後靜靜地往後一仰抱著孩子墜入海中的那位黑婦，旁邊坐著從西非自由港旁被抓上船的那對兄妹，他們看著那位阿拉伯奴隸商人，用最絕望也最怨懟的眼光，同時也對這位手拿彎刀者下了一個他們部落的最禁忌的毒咒。

終於，那位自殺客戶已經出殯，你拿著面額壹千萬的銀行本票，銜命去與他的妻子達成和解，金控的立場就是「一切用錢解決」，反正只是小錢，萬一鬧上了八卦雜誌的版面，商譽受損就罷了（金控還有商譽嗎？），引來主管機關查帳或擠兌就麻煩了。客戶的老婆說著：

「他已經死了四十天了，我每天早上五點多就被惡夢驚醒，出現在腦海中的第一件事就是我的老公不見了，我沒有家了....。」她的眼神和夢中的黑奴妹妹一模一樣，你說你不敢直視著她。

你進入這家金控上班，一開始被冷凍了四年。每一次升遷的機會都擦肩而過，他們從不告訴你原因。四年過後的某一個寒流來襲的早上晨會，協理通知你即將轉任財富管理中心的理財專員，年薪加五成獎金另議，有自己的辦公室，開銷費用實報實銷，不必上下班打卡，當天早上你吹著口哨，不用每天背著大包小包的票據跑遍交換所，不用到夜市擺攤賣現金卡信用卡，不用像哈巴狗似地陪那些行內的熟女長官渡過沒有歡娛的焦慮夜晚。

十五、十六世紀的大航海時代，住在西非海岸的黑人，由於戰爭，或被俘虜，或被驅逐出來或被拐騙綁架，而成為奴隸貿易的犧牲品。他們從遙遠的非洲被捉，熬過三個月的可怕航程，最後在奴隸貿易港口被當作物品交易買賣，一個個被拉上高台上拍賣喊價。黑人奴隸就這樣陸陸續續的從非洲大陸被運出。

自由港旁的黑人兄妹被載到了他們一輩子都未曾聽聞的地方，而這個地方竟然困住了他們與他們的子孫們將近三百多年，卻沒人曉得他們的先祖是從獅子山這個地方的漁村被抓的。

哥哥被賣到密西西比河下游一個大棉花田，妹妹看著五花大綁的哥哥被推下港口，兄妹兩人遠遠對看，望著天唱起了長老教他們唱的祭典歌，拿著彎刀的阿拉伯人皮鞭一鞭鞭地打著她哥哥，她哥哥還是挺著腰唱著歌一直目送妹妹的船離開他的視線。

「老天老天！你的恩典可以降臨吧！請你召回族之靈魂！請你恩賜這片大地！」

車上傳來一陣陣黑人靈魂音樂，你說你聽到靈魂樂就渾身不痛快，會讓人感受到全然的孤寂與枯萎，你可以說出一千張股票的代號，卻想不出過去與你同居的女人們全部姓名；

「Linda？紀珠？小茹？明悉子？羅貝塔？..有一個不到兩個月的叫做什麼萱的？曉萱？明萱？...反正這一代女生有一半都叫做萱萱的，好比散戶有一半喜歡聽明牌一樣！」

「有一回我帶著客戶們到林口一個人工湖的岸邊，心中突然靈光乍現，頓時明白所謂金融的意義，其實就是大家圍坐在火堆旁聽故事。」

「聽故事？」

「對！告訴他們台北信義計畫區房價二十年漲二十倍，告訴他們抗通膨就要買房子去準備。」

「好單純的對白！」

「客戶就是這麼單純！單純的客戶才有銷售的空間！」

說了這話後夢中一張張黑奴的臉突然出現，黑奴與房奴的臉都是那麼的天真無暇。

現在的金融，膚淺、廉價的致富神話故事像骯髒的雪一樣漫天蓋地席捲我們，市面上充斥著大師的言論，電視的談話節目也盡談些「你不理財財不理你」的口號，而很少關心投資人到底需不需要這些商品，那些想要賣東西給我們的人所說的故事，根本無法解救我們，我們需要聽的是一些教導我們要有耐心、懂得與人分享，以及認真看待事情，俄國文豪托爾斯泰對財富的定義是：

「不需要的東西愈多，你就愈富有。」

外電傳來這樣的新聞：「美國次貸危機的危害從投資銀行系統擴散到整個金融市場，從虛擬經濟蔓延實體經濟。投資者恐慌拋售和股價、房價大跌，金融企業虧損、破產或處於破產邊緣。投資人對金融體系的信心動搖，失業率上升，食品和能源價格高漲，消費者信心持續下降，經濟成長趨緩等現象一一出現，說著美國正在經歷著 1929 年大蕭條以來最嚴重的金融危機。」

這次還沒夢到奴隸船的黑婦，就被一通通半夜的電話把你喚醒。

「雷曼兄弟倒閉了，你賣給我的連動債有沒有問題？」

「你賣給我的投資型保單有沒有問題？」

「你賣給我的綠能農金能源基金什麼時候可以回本？」

「你賣給我的大師推薦的新上市股票會不會倒？」

「你賣給我的....？」

你冷冷地抽了一口早已戒了一年多的香菸，用一種經過公關公司的「美聲訓練」所調教過的語調——安慰客戶，這種美聲與美儀訓

練是這家金控的利器，凡是新的理專一入行就要接受如下的課程：

美聲、禮儀、聆聽、品酒、高爾夫球、瑜伽、靈修等等課程。

「那金融與財務的專業訓練有包括哪些？」一個研究所的 MBA 對你如是地問著。

「美聲、禮儀、聆聽、品酒、高爾夫球、瑜伽、靈修就是理專的專業。」

將那對兄妹中的妹妹與其他西非海邊抓來的最後一百名黑奴趕下船，交給了美利堅的棉花大亨後，手握著彎刀的阿拉伯頭巾客與其他穆斯林的船員終於忙完這趟出航，剛進這條船工作不久的頭巾客還算是個菜鳥，被船大副叫去作「清艙」的工作，他們從遙遠的非洲捉奴隸上船，他們幾乎是人疊人的被塞在船底，熬過三個月的可怕航程，其中病的死的不聽話的通常都在航程中被丟下海處理掉了，然而船長這趟載了近千個，恐怕有些黑奴會死在船艙夾層或一些角落，菜鳥頭巾客要在偌大的船上上上下下地尋找「未處理物」。

今天一大早天剛亮，銀行大廳擠進了幾十個要贖回雷曼連動債的客戶，有坐著輪椅來的、有攜家帶眷來的、多數看起來就像是最保守的一群客戶。

副總對九個理專說：「照例！今天抽籤決定誰當客戶投訴服務員。」

你曾抱怨說當客訴人員最沒意義，沒有獎金拿還要被客戶罵，麻煩的要命。

「呼！」當小張抽到客訴的籤時，連你也鬆了一口氣。

「喂！就是你！去頂樓守著，這些客戶萬一要自殺，請他們去別家金控或別家分行跳樓，別讓他們在我們面前跳樓。」

你走上金控大樓的屋頂，打開門鎖走了出去，一抬頭眼前充塞著無邊白色天際。頂樓周圍白色的欄杆上，布滿了雨跡和塵埃的污痕。

這棟鋼鐵巨物似乎有著人類劣根性之殘酷與孤傲，它們靜伏在你

我眼前，你看著遠方的山巒間，今天的朝陽有點扭捏作態，挾著大霧飄了過來，白白茫茫冷冷清清。

每接近頂樓的欄杆一步，就像轉瞬間通過脊髓傳來了戰慄一樣，從無盡無邊的高空，往下傳來了莫名的暈眩和顫抖。

咦！頂樓上真的有一名穿著大衣的人影，副總猜的沒錯，幸好及早叫我上來巡一下屋頂，聽說他以前的一位老長官就曾經去跳樓，靠！長官也需要跳樓？

「對不起！這個頂樓是銀行私人處所，請別在這裡逗留！」你對著那位客戶喊著。

那人對著天際吶喊：「我正站在金控高處，站立在令人目眩的高處；利用權力和金錢的力量，站立在宛如鋼筋鐵骨的建築物一般的無情高處。」

叮的一聲，那人撞開了頂樓的欄杆。

你的喉間發出「啊啊啊啊」的聲音，跑了過去。

欄杆竟然倒了，彷彿在看慢動作鏡頭。

美國華爾街倒了，林肯總統解放黑奴了。

那人站在你面前，你看清楚了那臉孔。

是那奴隸船上抱著嬰兒跳下海的黑婦。

你失去了平衡，分不清是金控大樓還是奴隸鐵殼船。

巨大的黑色嬰兒扯住你，母子的絕望表情與船上那對兄妹的詛咒。

你三十年的夢終於有了完結篇，你也被頭巾客踢下船了。

你終於看透了拿著彎刀的頭巾客的臉，一張與你同一個模子印出來的臉孔。

往下掉往下掉，道瓊指數、價值投資、清算餘額...通通掉下去了。

「先生先生！你醒醒！」一位穿著套裝的銀行女行員喚著你。

你坐在面試會場的外面睡著了，嚇出一身冷汗，醒了過來。

「讓你在外面等久了，我們國華金控已經決定聘請你擔任本行的理專，起薪是....。」

你想到了夢中奴隸船上黑婦母子的絕望神情後說著：

「對不起！我不想當理專了！」

一旁電視牆的新聞播放著美國首位黑人總統當選的畫面。

走出金控大樓，天空露出了一道彩虹。

2017 年舊瓶裝新酒：當年我嘗試著用意識流的手法寫下當年金融風暴的慘狀，從此之後我開始文學小說的創作，哈哈！

十、猴子金融物語

『有時候，你犧牲了某個珍貴的東西，並不代表你真的失去它，你只不過是把它傳遞給了另一個人。』在天堂遇見的五個人 米奇·艾爾邦

從前有一個到處都是猴子的地方，一名叫作「外資」的男子出現在村子，並向村民宣布，他將以每隻 10 元的價錢購買猴子。村民走進森林開始抓猴子。外資先生花了數千元購買的猴子，猴子數量開始減少，村民越來越難抓到。外資先生隨後宣布，他將出價每隻猴子 20 元。這又讓村民重新努力抓猴子。但很快供應量更為減少，他們幾乎很難再抓到了，因此人們回到農場，淡忘了抓猴子這件事。

外資先生提高買進價格到每隻 25 元，但是猴子的供應變得更稀

少，再怎麼努力都很難見到一隻猴子，更別談抓猴子了。外資先生於是再度調高評等，每隻猴子他出價 50 元！然而，從這時候他離開了，去城裡辦一些事務，他的助手代表他繼續從事購買猴子的業務。助理告訴村民：「瞧瞧外資先生購買在大籠子裡的猴子，我每隻用 35 元賣給你們，等外資先生從城裡回來，你們可以將它們每隻 50 元賣給他。」於是，村民匯集所有的積蓄，購買全部的猴子。但他們從此再也沒有見到外資先生和他的助理了。除了辦公室門口一張，「重申猴子買進評等不變，目標價每隻 50 元。」

買猴子之評等絕招

這個時候村民急了，人手一隻猴子不知該如何處置，剛好村子內有個有錢的家族突然靈機一動，找到那位外資先生合開了一家「金控猴園」，並告訴這些村民說，如果你們把手上的猴子存到金控猴園，外資先生就會發揮專業為各位猴子主人創造利息與利潤，於是村民又歡天喜地將猴子交給這位外資先生。然而好景不常，這位外資先生染到一種「雷曼猴子瘟疫」，造成金控猴園的猴子死的死、病的病；村民們著急地想要領回猴子。

茫然不知所措的村民驚動了村長，這位村長找來外資先生商量對策，這位外資先生一付從容地拿出錦囊妙計：「34 號大力藥丸」，並向村長保證，這些猴子只要吃了這顆 34 號大力藥丸後，保證立刻起死回生，不過這一陣子，不能讓村民進入猴園探視猴子，否則藥力就會失效；村長聽了後喜出望外地對村民宣布：

「各位的猴子絕對沒有問題，死掉的猴子通通是短期問題，沒多久以後那些死掉的猴子就可以復活，不過為了整個村子的信心起見，即日起各位猴主不得進入猴園探視猴子...。」1 個月後，這位外資先生賣光他的金控猴園持股後又跑掉了。辦公室門口依然留著一張：

「重申猴子金控買進評等不變。」

金融業之財報迷霧

2008 年 10 月 16 日，金管會宣布，考量到國內外金融情勢變化，跟進 IASB(國際會計準則理事會) 作法，放寬 34 號公報重分類作法，除衍生性商品外，企業若不再以短期出售為目的的股票和債券，即可從「以交易為目的」，重分類至「備供出售」或「持有至到期日」。

舊的 34 號公報不允許企業任意更改會計項目，掛在「交易目的」項下，就不能改掛到其他項目，否則就有操縱損益嫌疑。這次同意重

新分類，將掛在「交易目的」項下的金融資產，改列「非交易目的」，如「備供出售」或「持有至到期」後，金融業在這波金融海嘯中龐大的投資損失，就可以暫時不列入損益表，大幅減輕虧損壓力。

說得白話一點，只要藉由新的 34 號公報的會計魔術，金融業可以把虧損的長短期投資隱藏起來，讓投資者看不到實際的虧損；然而，外資可沒有那麼笨！

從 10 月 16 日宣布修改 34 號公報以來，外資對金融股的賣壓排山倒海，這段期間前 10 名賣超的個股中有 6 家金融股，賣超前 30 名的個股中金融股也高達 12 家，近 1 個月以來的外資賣壓幾乎可說是集中在金融股，巧的是同一期間融資增加前 10 名的股票中竟然有 4 檔金融股。

村子的村民至今仍然引領期盼著，「重申猴子買進評等不變，目標價每隻 50 元」的這一道彩虹呢！

收錄在 391 期壹週刊專欄 (2008.11.17 撰寫)

2017 年舊瓶裝新酒：聽說這篇文章當年在周刊發表之後，一些金融業想要從我的老東家那邊挖掘有關我的醜聞，希望藉由抹黑醜化我來降低我的文章對金融業的殺傷力，挖了半天，除了我曾經翹班去打球以及曾經用公司的電腦看看色情影片外，根本挖掘不出我的醜聞。

十一、壹百次不要

『日本式洗澡很麻煩，他們在浴池裡放了很多水，從外面加熱。大家不能把肥皂放進洗澡水裏，把水弄髒，這樣下一個人就沒辦法洗了。』 別鬧了，費曼先生 理查費曼

08年第一個月，我去銀行將閒置了兩個月之久的微薄活期存款，轉為定存，一半想存了三個月台幣定存，另一半存了美金元三個月定存，當我向櫃臺提出這兩項提款與轉帳要求時，銀行的櫃員與後面的那位主管，就趨前一搭一唱的開始他們的推銷，一下子建議里曼兄弟連動保本三個月期公司債，一會兒又推薦美國**高收益新興市場債券 CDO，兩分鐘後看我無動於衷，又推薦了一藍子連動玉米與石油基金，短短的十分鐘，講了不下二十種連我都搞不清楚的商品。

我耐著性子回答：「我只想存定期存款！」

緊接著，連樓上的經理大人也下樓了，經理襄理專櫃員六七人包圍著我，一如賣鹿茸的鏢客圍住心軟的遊客，我從**連動債、**保本基金、**連結憑證中殺出一條血路，仰天長笑對著銀行大廳的天花板吼著：

「給我定期存款的開戶單」

我幾乎是要跪下來求行員們別再強迫推銷了，就在我連續嘶叫著八十一聲：

「不要」、「不要」、「不要」.....後；從銀行經理以降等六七名行員才死心，改用一種：「這個傢伙是鄉巴佬」的不屑表情與語氣，緩緩的說：

「存定存是吧！」

「請填以下九百三十六個表格，簽署以下一千多次的簽名」

我瞄到一旁另一個客戶受不了填表格與冗長簽名的程序之折磨，卸掉了心防與銀行漂亮理專走入旁邊一間舒適的小房間，裡面傳出優美音樂與咖啡之香濃味道。

或許我露出了對咖啡香味的偏號，一旁不死心的櫃員再度用極為誘惑人的語氣說：「我們推出一系列**保本商品，如果你願意購買的話，將有專人為你辦妥一切手續，還有免費趴車與東非咖啡，嗯...」，就在那聲「嗯」，讓我想起了當年當兵時差點被連長與營長用威脅與利誘逼迫簽下「四年半自願役期同意書」，當年的那股抗拒的精神又重回我的靈魂，....

「不！不！不！我只想存定存！」

灰心的經理冷冷的回敬我一句：「活存轉定存，本行的電腦作業需要一些手續與時間」，我眼睜睜的看著自己的座車被拖吊車從銀行門口當場拖走，我心中微弱地吶喊著：「我不要買商品，我只想存定存。」

一個晚娘她阿媽的大姨媽臉孔的櫃台主管說著：「本行大額存款必需要與總行議價！」

「蝦米！五十萬叫大額！好啦！我認了！」

只見那位大姨媽拿起電話假裝喃喃自語的不知所云，和總行通了幾十通電話後，半個多小時後終於用一種鄙視的臉孔對我說：「三個月是 1.8%！」

「厚！那麼低！」我嘟嚷了一下。

突然間晚娘她阿媽的大姨媽臉孔突然變成酒店小姐的甜美可鞠之笑容：「不然可以試一下本行新推出的台※銀證券債權評證保本三個月期連動債。」

「不！給我定存其餘免談！」

前前後後折騰了兩個小時，站在櫃台前連個椅子都沒有，我的兩條象腿開始有點靜脈曲張的現象，簽了幾百個表格，汽車也被拖吊，中午接小孩時間也錯過了，我歷經了千百個理專的糾纏與誘惑，用了史上最強悍的拒絕態度，終於如願存到定期存款。

『爸爸！我存好定存了，我沒有被連動債給誘惑了！』

『太太！妳應該以我為榮』

後記：這是真實故事，太多的理財行為有必要嗎？連我這樣的專業投資人都會遭受這種無情的行銷砲火，一般投資人怎麼有辦法分辨呢？少一點無謂與無知的理財，多一點心寬，更少掉一些風險，今天起，拜託，銀行，讓我們單純的與你往來吧。

2017 年舊瓶裝新酒：2016 年我又到那家銀行去辦外幣存款，發現櫃員與理專通通換了一批，連招牌都換了。

十二、外資聊齋

『我的書評家們終日抱怨整個加拿大森林都被砍掉，拿去用來印刷我所寫的滿紙胡言亂語。』史蒂芬金談寫作 史蒂芬金

一、2008 年 03 月 03 日

「末日博士」麥嘉華 (Marc Faber) 提醒：現在一定要建立黃金部位，並買進農產品。美元上周對歐元貶值 2.4%，並一度創下歷史新低 1.5239 美元兌 1 歐元，未來最低恐貶至 1.55。

結果是：2008 年 3 月上旬黃金創下一盎司 977 美元以後，一路走跌八個月，跌到一盎司 730 美元。同時期的歐元也創下了 1.6 美元兌 1 歐元，之後歐元卻反轉走貶到八個月後的 1.23 美元。

二、2008 年 03 月 04 日

花旗環球證券亞太策略分析師樂至勤說：「台股是亞洲最便宜的市場，股東權益報酬率最高，建議加碼台灣，尤其是內需族群。」

樂至勤推薦潛力股包括，股價現金流量比最佳的前 5 名包括力晶、奇美電、友達、力成和日月光。

結果是：08 年 3 月以後的台股竟然是亞洲股市中跌幅第二重的，而這位分析師推薦的股票中後來有三檔跌到面額以下，並陷入 09 年的雙 D 風暴。

三、2008 年 03 月 06 日

吉姆羅傑斯 (Jim Rogers) 昨天在新加坡演說時，透露已悄悄布局台股。他說：「本周已買進更多台灣股票，因為買台股就是投資中國最佳管道。」幾天後的 2008 年 03 月 13 日，「新興市場教父」墨比爾斯 (Mark Mobius) 也重申看好新興市場股市論調

結果是：台股從 08 年 3 月跌到年底，跌點超過四千點；新興市

場股市普遍下跌四成到六成不等。

四、2008 年 03 月 13 日

美林證券指出，從研究機構釋出面板報價觀察，今年面板淡季可以宣告結束，而淡季持續時間創 10 年來最短紀錄。

結果是：面板業從兩個月後的 08 年 5 月開始步入史上最大衰退期。

五、2008 年 03 月 27 日

韓國面板廠樂金顯示器 (LG Display) 繼投資瀚宇彩晶 (6116)，參加彩晶私募進行策略聯盟後，將與國內液晶電視大廠瑞軒 (2489) 合作。準備投資瑞軒 3 成股權。

結果是：三星以每股 17.6125 元吃下彩晶特別股 1.8 億股，彩晶與瑞軒股價的跌幅後來都超過六成，LG 看起來應該是這波面板寒冬的大輸家。

六、2008 年 04 月 22 日

惠譽信評昨指出，受到台股交易熱絡影響，去年國內本土券商股東權益報酬率 (ROE) 高達 10.7%，創下近 5 年來新高，不過今年第 1 季以來台股單日交易量平均值又高於去年，讓證券業股東權益報酬率 (ROE) 可望再締新紀錄；惠譽指出，台灣券商資本適足率高於 350%，比主管機關要求的 150% 更高出 2 倍以上，顯示整體產業穩定性極高。近期就有 7 家券商評等獲得提升，其中國票證、中信證、工銀證、玉山證是因為集團經營實力提升一級評等；康和證、宏遠證、亞東證券則因改善信用體質，評等上調。

結果是：在惠譽信評調高評等後，這些證券股很快地見到股價高點，然後一路腰斬到年底，信評公司和電視購物相同處都在運用媒體進行洗腦，不同處在於信評公司不用自己叫賣金融商品。

七、2008 年 04 月 23 日

摩根士丹利證券科技產業分析師王安亞直言：「以目前僅 5 倍本益比的股價，實在沒有比友達更便宜的股票了！」王安亞表示，雖然首季市場對友達雜音不少，但現在友達已經用實際的財報證明一切，如果還有負面反應，那也沒辦法。」

結果是：摩根士丹利證券這家外資，從我有印象以來就從沒看空過股市，尤其是 2008 年，當其他的外資與法人的死多頭情結多少受動搖之際，唯有這家摩根士丹利與旗下的分析師，從九千多點一路看多到跌破四千點，絕心從未動搖。

八、2008 年 05 月 08 日

美國財政部長鮑爾森 (Henry Paulson) 周二表示，金融市場逐漸走出陰霾，「可能已經度過最低潮」，是次貸風暴發生以來，美國官員最樂觀的評論。他又說儘管「前途難免還會再有顛簸，市場還需要幾個月的時間來消化利空，但我相信我們可能已經度過了最低潮」。

結果是：官字兩個口。

九、2008 年 05 月 08 日

著名避險基金經理人畢格斯 (Barton Biggs) 更進一步預估，下半年美國經濟就會展開復甦，美股 S&P 500 指數今年夏季將刷新去年 10 月 1565.15 點紀錄再創新高，意即有 11% 漲幅空間，而 3 月中他曾率先喊出道瓊工業指數將反彈 1000 點或 8.4%。

結果是：道瓊就在 08 年 5 月初創下當年高點 13132 點後，這位媒體寵兒畢格斯立刻喊出媒體與散戶愛聽的「復甦」、「創新高」等催眠神笛；幾個月後，他的目標價沒來到就算了，美股竟然不聽這位寵兒的話而跌了 40%。

十、2008 年 06 月 15 日

葛林斯潘先前看空美國經濟前景，認為步入衰退的機率超過 5 成，不過周五在和墨西哥市的衛星視訊會議上表示，美國政府退稅支

票似乎刺激零售買氣回溫，美國經濟持續展現驚人韌性，如今「陷入大規模、嚴重衰退的機率已經降低」

結果是：當官當久了，沒當官也是愛看多。

十一、2008年06月25日

中國的第3大QDII(合格境內投資者)基金公司嘉實基金公司風險控管總監畢萬英表示，台股投資價值浮現。

結果是：中國的QDII也是不看總經的死多頭。

十二、2008年06月28日

台股連番跌破重要支撐，市場對於底部已經不敢多想，不過摩根大通證券昨日仍舊認為，台灣兩岸政策開放，改善經濟結構，未來若40%企業投資上限能解除，台股還是有機會上看11000點的新高。

結果是：兩岸該開放不該開放的全開了，台股不只沒來到摩根大通證券的11000點，反而先大跌到四千點以下。

十三、2008年07月01日

正當台灣政府為搶救股市忙得焦頭爛額之際，美國《華盛頓郵報》前天在財經版點名看好台灣市場，認為台灣與中國的關係獲得改善，台灣市場可望異軍突起，成為亞洲投資市場新契機。

《華盛頓郵報》(Washington Post)報導指出，中國股市近年鋒芒畢露，使得投資人忽略鄰近區域其他規模較小的交易市場。最新一期新興市場通訊刊物《絲路投資者》(Silk Road Investor)點名看好台灣市場，將台灣列為亞洲熱錢新目標第四名，僅次於俄羅斯、香港和印度。

結果是：從 08 年 7 月到年底，華盛頓郵報最看好俄羅斯、香港、印度與台灣的股市分別跌了七成、六成五、五成與四成以上，感覺好像是看空的標的。

十四、2008 年 07 月 02 日

台股跌破 7500 點整數關卡後，520 以來已慘跌近 2000 點，不過摩根士丹利證券台灣區研究部主管王嘉樞昨天率先信心喊話強調，台股已超跌了，建議投資人可開始留意金融、資產營建與電子下游等下半年基本面改善且股價先行走穩的族群。他表示，本周兩岸周末包機直航、陸客來台陸續登場，加上下半年基本面可望改善，台股應該朝正面利多前進，王嘉樞估算，以陸客來台為例，預估就可以貢獻經濟成長率 (GDP) 0.2~0.5 個百分點。

結果是：台股當時不只沒有超跌，還是個重要的逃命線呢！陸客陸官陸資陸貓陸熊都來了，GDP 卻沒有如摩根士丹利證券所估計的增加 0.2~0.5 個百分點。

十五、2008 年 07 月 24 日

摩根士丹利證券台股策略分析師王嘉樞即指出，單以很多公司實施庫藏股就判斷股市底部已經到來，但歷史紀錄顯示，台股一旦啟動大規模庫藏股買回行動，未來 3 個月內股市反彈走高的機率高達 75%。

結果是：08 年 7 月 24 日後的三個月，台股從 7368 點跌到 4110 點，一共跌了 44%，堪稱台股史上跌幅最慘烈的三個月，不過這對外資而言，不過就是他們的預估誤差的調整而已，千萬年薪照領，萬點行情照喊。

十六、2008 年 08 月 13 日

雷曼兄弟：台灣明年 GDP 上看 6.2%

結果是：史上最荒謬、最詭異、最啼笑皆非的一則新聞。

十七、2008 年 08 月 15 日

台積電大股東飛利浦 4 階段釋股作業全部完成。台積電昨盤中出現鉅額成交 38 萬 961 張，每股交易價格為 57.2 元，較前 1 交易收盤價 61.2 元，約折價 6.54%，含盤後鉅額交易金額 218.98 億元，台積電及飛利浦皆證實是飛利浦將持股轉讓給特定人，從去年 3 月開始分批釋股 4 階段動作已於昨日執行完畢。

結果是：這，才是外資幹的事情：出貨。

十八、2008 年 08 月 23 日 巴菲特翻多 不再唱衰美經濟

投資大師巴菲特 (Warren Buffett) 今年以來多次發言指出，美國經濟已步入衰退，甚至還參與紀錄片《I.O.U.S.A》演出，認為美國赤字飆高，拖垮美國經濟。影片更預言，美國將面臨破產。但昨天在紀錄片首映之後的討論會中，巴菲特態度卻大轉彎。他樂觀表示，美國經濟曾經克服無數挑戰，他看好美國未來也將跨過困境，步入繁榮。

結果是：到底是媒體對巴菲特講的話斷章取義還是誤用，08 年的巴菲特就如同一位喜怒無常的老番巔，一月看多、二月看空、三月看多、四月看多.....變幻萬千。

十九、2008 年 09 月 12 日 花旗 麥格理 齊喊進鴻海

電子大哥鴻海 8 月營收出爐，不僅恢復成長動能，還創下歷史次高，也替鴻海股價打劑強心針，外資也跟著捧場。花旗環球證券在最新報告中表示，鴻海 8 月 iPhone 出貨約 300 萬台，9 月還有向上攀升空間，重申鴻海「買進」評等，目標價 193 元。麥格里證券也在報告中指出，鴻海 8 月營收 1440 億元，月增率 10%、年增率 43%，符合今年營收 30~35% 的成長，重申鴻海「優於大盤」評等，目標價 171 元。

結果是：鴻海遭到中國比亞迪的搶單的消息早在 08 年 7、8 月就傳遍法人與媒體圈了，這兩家老練的外資竟然可以精準在鴻海股價的「空頭」起跌日，給她來一個最後的喊多，從當天過後，鴻海股價就從 150 元跌到 52 元。

二十、2008 年 09 月 24 日

有「新興市場教父」之稱的坦伯頓資產管理公司執行董事長墨比爾斯 (Mark Mobius) 認為，美國經濟衰退持續時間可能低於預期，新興市場包括中國、印度、俄羅斯等則有自己的辦法擴大內需，對後市仍抱持樂觀態度，認為現在是投資撿便宜好機會。

結果是：墨比爾斯是賣基金的，請投資人要搞清楚。

二十一、2008 年 09 月 25 日

面板產業長夜將盡！摩根士丹利證券指出，面板廠降低產能利用率與資本支出奏效，大膽預言，面板景氣明年第 1 季觸底，明年下半年 V 型反轉。

結果是：這已經是摩根士丹利證券從 08 年第二季面板業景氣反轉急下以後的無數次看多與買進建議之一了，顯然地，她們的投資策略就是一直凹到總有一天面板景氣回春，然後就可以自吹自擂地大言不慚自居為「面板權威」，然後將旗下的分析師包裝成「面板天后(王)」。

2017 年舊瓶裝新酒：到了今天，挖苦外資揭發外資面目的文章在網路上已經一卡車的多，身為打臉外資的祖師爺的我，也算有點欣慰。

叁、諾亞方舟的啟航-投資做自己

一、真假多頭之田豐啟示錄

『你敢不敢堅持做自己！敢不敢與眾不同！甚至一與全世界為敵？』巧克力戰爭 Robert Cormier

多空和敏感的政治邏輯十分接近，多頭是儘管說別亂做，空頭是可以做但絕對不要說，既然別說「空頭」兩字，就姑且稱為「假多頭」好了。

2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
漲 1438 點	漲 249 點	漲 409 點	漲 1275 點	漲 683 點

2007 年還是多頭格局，既然台股已經連漲五年，一些認為台股弱勢或跌深的看法，實在是找不出長線根據；如果指數連漲五天，第六天下跌整理應是件稀鬆平常的事情，但是若我提出台股與美股已經連漲五年，第六年恐將整理一番，你認同嗎？

擠爆的看多列車

台股從六月初的 8240 點起漲至今 (11/30)，大盤指數爬了兩次萬點關前的高山後再爬下來，指數僅上漲區區 350 點，而從六月至今融資卻增加 1030 億 (含上櫃)，另一個散戶指標投信買超的金額，六月份以來買超 1650 億，這代表大半的散戶套牢了超過四千億 (1030 億的融資代表著 2575 億的股票) 在八千五百點以上，而其中的七成套牢在九千點以上，這股龐大的套牢額度讓我擔憂，我認為現在的氣氛僅在「擔憂」，還沒到恐慌的地步，所以請別隨便相信「恐慌入市」的理論，去當一個亂搶反彈的莽夫。

假多頭的三大徵兆

多頭市場與空頭市場都能大漲七、八百點，而且空頭市場的漲勢比起多頭市場更為犀利，更會讓散戶安心的抱著股票，只不過，多頭漲後還有另一個七、八百點，空頭反彈後往往伴隨著更深的下跌走勢，至於是不是假的多頭？我有三個看盤徵兆：

一是：多頭市場是「強者恆強、弱者恆弱」，空頭市場的反彈是「跌最深的類股反彈最兇」，最近漲勢凌厲的 DRAM 股似乎印證了第一個徵兆。

第二個徵兆是新股沒有蜜月期，特別是具富爸爸的新上市股的表現，去年有富爸爸撐腰的新股，如群創、原相、創意等掛牌上市之漲勢就十分亮麗，所以去年到今年屬於多頭，不過，最近上市的一些重量級集團新兵卻紛紛地熄火，如友達集團的達方、台塑的福懋科、華碩的華擎、英華達旗下的無敵與眾多重量級股東的聚積等新股，紛紛掛牌就重挫甚至跌破承銷價，富爸爸效應完全失靈。

第三個徵兆是美國十年期公債殖利率，四個月來從 5.33% 跌到 3.85%，下跌的幅度與速度創了 2001 年以來的記錄，台灣十年期公債近兩個月來走低了 0.2%，為兩年多來沉悶行情中少見的多頭走勢，猛烈的債市多頭意味著逃難的資金潮從其他市場源源不絕地撤退與轉進。

三國時代有一個關鍵戰爭：官渡之戰，該戰役後曹操大敗袁紹，從此之後袁氏王國兵敗如山倒，曹操因而吞併了中國北方，官渡之戰前，袁紹的參謀總長田豐一直勸戒袁紹別發動這場戰爭，或起碼多準備幾年，因為田豐認為沒有打勝仗的條件，袁紹一意孤行發動戰爭並把田豐定罪入獄；一年後果然如田豐所料，袁紹被曹操徹底打敗，消息傳回鄴城（袁紹的都城），有人告訴田豐：「袁紹不聽你建議，終於打敗仗，等袁紹回來後一定釋放你出獄並重新重用你。」

田豐苦笑說：「如果袁紹打勝仗，或許在他高興之餘，我還有活命之可能，如今打了敗仗，我將是第一個被他殺死來洩恨的人。」

果不其然，袁紹大軍還沒回鄴城，袁紹的賜死令就送到監獄，田豐成為唯一要替打敗仗負責的高級官員。

收錄在 341 期壹週刊專欄 (2007.12.3 撰寫)

橄欖葉後記：07 年的指數漲了 683 點，我的想法很單純，我曾在多個演講場合問起當指數連漲五天以後，若第六天呈現下跌，在場觀眾會覺得不可思議的請舉手，沒有一個觀眾舉手，只是，若是連續漲了五年呢？第六年會下跌這種預測似乎就犯了眾怒了，就純粹心理層面來說，投資人要修鍊的魔障還很險惡呢！

我曾經在 06 年底到 07 年 10 月的將近一年之間，一度還成為媒體喜愛的採訪對象，只是從 2007 年 11 月開始偏空保守以後，立刻就沒有媒體願意找我上節目談財經投資，這讓我想起了三國時代的田豐的故事，只是那些死多頭的袁紹在這場金融海嘯戰役中直接戰死於金融沙場中，我這位烏鴉田豐倒也不必被死多頭的散戶給處決了吧。

2017 年舊瓶裝新酒：財經界的田豐後來成為孤鳥流浪在網路陸續發表了許多旅遊文章與小說。

二、失焦的 2008

「重要的是妳的看法，而不要為別人的價值觀而活。」傷心咖啡店之歌 朱少麟

每年到了十二月的歲末，眾多依賴股市場維生的名嘴專家們，免不了要替來年股市編織美好的夢幻，在投資世界中作夢乃屬稀鬆平常，適當的作夢叫做多頭，狂飆的作夢叫大多頭，夢醒時刻的另一種解釋是空頭，無論夢幻的買進持有，還是夢滅的逢高放空，總還有方向可循，股市老手最害怕的夢魘反而是「找不到夢幻與童話」，回顧去(06)年歲末，我提得出 4i 的響亮口號，找得到賭博與遊戲等兩大醉生夢死的題材，07 年第一季底可以找到中國電子消費需求，七、八月可以嗅到原物料的最投機之波動；不過，近一個月(07 年 12 月)來我運用了想像力，看了幾百篇產業與國際金融趨勢報告，流覽了近千檔美中日歐的個股 k 線，卻找不出 08 年可織夢的趨勢與議題。

官民猛烈大鬥法

與台股景氣息息相關的兩個大國，從 07 年初就上演了民官大鬥的年度大戲，先談中國好了，07 年一共調高了連專家都記不住次數的利率，宏觀調控政策從每兩個月出台一次，搞到現在「照三餐調控」的祭出，相信 08 年的調控政策會連宵夜場都追加出來，但有趣的是中國股市除了官方以外，我找不到任何一位空頭。

相反的，除了美國政府積極做多外，美股好像找不到多頭呢？飽受次級房貸與消費者信心喪失之苦的美國，FED 三個月兩次半的瘋狂印鈔票（降利率就是印鈔票！）給金融市場，連小布希都弄了一個「Hope Now」計畫，將凍結某些次級房貸利率五年，避免某些屋主因貸款升高，付不出房貸，導致房子遭到法院拍賣。講白話一點就是學台灣兩年多前的卡債協商，不得再提高貸款利率；這個政策的殺傷力非常深遠與嚴重，將迫始美國金融業者不願意再增加新的各種融通，會逼迫未來銀行的放款利率「一次到位」，不會再有任何的利率寬限期，這將抵銷未來 FED 調低利率的政策有效性，未來美國人向銀行申請貸款會變得昂貴與困難，這將動搖兩個美國國本：

「Hope Now、not future！」

一是動搖美國經濟自由化的立國依據，二是讓所有美國消費者回到四十年前的「先儲蓄再消費」的烏托邦境界，只能說這政策是「Hope Now、not future！」，次貸風暴不惜讓小布希動搖國本，也讓口口聲聲不降利息的英國央行被迫食言地降息，可見問題的嚴重性；而以橘郡為代表的佛州、康州、麻州、蒙大拿與金恩郡、華盛頓州等地方政府，此時驚覺他們的龐大投資已被次貸的壞帳消耗殆盡，接下來會不會有車貸、優質房貸與更讓人擔憂的消費性貸款一一被引爆呢？

模糊的 2008

當分析股市的政治變數時，請放下自己的顏色與意識型態，不管你是什麼顏色，一定有另外幾百萬人與你想法不一的投資人，總統誰勝誰負，不要再用自己的主觀想法去做出樂觀過頭或悲觀仇恨的分析，我不認為哪一個候選人，可以解決中國的「經濟硬著路與否」的泡沫問題，也不會無限上綱的相信，哪一方勝出就可以走出「美國消費衰退」的陰影；更別用自己的觀點認定哪一方的輸與贏，就是「萬眾所望」或「國之將亡」，台灣的美麗與台灣的困局，都不是誰上台誰下台就可以輕易解決的，「選舉時分」與「股票下跌」本來就是產生瘋子的兩大旺季。解讀台股，我一向都只從嚴肅的「企業盈餘」、「總體經濟」、「新產業興盛」與「美中歐日四大市場」等課題切入；至於政治議題，我早就把它放在投票所的一角，投票前投票後都不會把它帶出來。

長線題材失焦下的唯一操作準則只剩「跌深反彈」，從 8174 點反彈一個多禮拜來到 9000 點前，請大家思考一個問題，現在指數距離兩年來的低點與高點，孰近孰遠？現在的總經與國際股市的險峻度比一年前，孰高孰低？將 8700-8900 點的位置拉長景深來看，「跌深」兩字似乎言過其實；跌深反彈的操作原則是：不管手上的持股有沒有跟著反彈，大盤反彈就得站在賣方，彈得越高就賣得越多。

空虛的利多和大國的利空，兩者所交媾的總體經濟似蛛網繁星般，成捆如麻地投射在失焦的視野，短線反彈、中線作帳和長線利空三者時而搏鬥、時而相擁，這場三國爭霸將沒有最後贏家。

收錄在 342 期壹週刊專欄 (2007.12.10 撰寫)

橄欖葉後記：對於長線的規劃，除了總體經濟的位置以外，更要有「爆炸性」產業題材才有波瀾壯闊的上漲行情，而在我寫這篇文章的當時，所有專家的買進理由只有「政治」與「跌深」，就一個具有宏觀的分析者而言，當時的八千多點怎麼會是「跌深」的位置呢？可惜的是，大部份投資人卻也深信不疑。

只從嚴肅的「企業盈餘」、「總體經濟」、「新產業興盛」與「美中歐日四大市場」等課題切入；而不要一味地看政治連續劇的鼓動和沉溺於技術線型而無法自拔；當時我這句「不要再用自己的主觀想法去做出樂觀過頭或悲觀仇恨的分析」，也只能徒乎無奈，然而，我敢保證被政治選舉操弄了冷靜的多空判斷而追高殺低者，在未來不可能會減少的。

2017 年舊瓶裝新酒：直到 2016 年，股民依舊迷信國民黨比較會搞經濟，2016 年小英當選，一整年上漲了一千多點，但絕大多數投資人卻選擇壁上觀，錢通通被外資賺走了。

三、別小看這些數據

『妳必要面對妳的選擇了。一條路是留在這充滿醜陋回憶的屋子中，糾纏在那些已經發生的事情裡。一條路是把這段經歷拋諸腦後，重新起步。』屈辱 柯慈

一、請忘記元月行情這個沒有事實根據的傳言，過去十年元月份指數漲跌分配表：

元月份上漲年份	2000、2001、2002、2003、2004
元月份上漲年份	1998、1999、2005、2006、2007

過去十年元月份上漲的機率是 50%，如果把 1988-1997 的十年也加進來統計，過去二十年來的台股，一共有 11 年的元月指數是上漲的，上漲的機率為 55%；五成也好、55% 也罷，略懂得統計學的投資人都知道五成的機率是沒有判斷上的意義的，與銅板的正反面與骰子的比大小沒有不同；所以請投資人不要一廂情願的就憑「元月行情」這個沒有科學根據的江湖術士命理之言就進場作多。

二、請不要忽略美國次級房貸所引起的消費衰退：

2006 年區域 GDP 表：

單位：兆美元

北美	西歐	中國	美國	日本	金磚四國
16.8	12.8	2.5	15	4.9	4.6

註：北美包含美國、加拿大、墨西哥、西歐包含德、英、法、義大利、西班牙等 13 國、金磚四國指中國、印度、俄羅斯與巴西。

以美國為首的北美在 07 年爆發的次級房貸的巨型壞帳風暴，看到 FED 不顧物價高漲的危險(美國消費者物價年增率從 07 年 8 月的 1.9% 一路飆升到兩年來最高的 07 年 11 月的 4.3%，生產者物價指數年增率也從 07 年 8 月的 2.1% 陡峭地攀到 07 年 11 月的 7.7% 之高峰。)，四個月來調降兩次的利率，也看到從美國一直蔓延到歐洲，

一家家的大型金融業不斷的提出越來越大的損失金額。

在 08 年的投資思考上，請把上面這張區域 GDP 表當成主要的投資依據之一，美國的 GDP 有近七成來自於消費的貢獻，北美區的 GDP 只要有 1% 的衰退，金磚四國就要增加 3.6% 以上的 GDP 才能補上衰退的缺口，在已經過熱的中國經濟，根本不會再增加額外的 3.6%，更何況中國的電子與民生製品、印度的軟體與資訊服務、俄羅斯與巴西的原物料當中，至少有三成以上的最終出口地是美國呢！所以，別認為美國是叢耳小國，更不要迷失於中國等四個金磚的成長性。

三、 別小看聯發科營收與警訊：聯發科兩度公佈營運的下滑預測，07 年第四季單月合併營收可能下滑到五十億以下的低水準，聯發科有 70% 以上的營收是來自於中國的二線手機或白牌手機業者，且在該類手機市場的市佔率達七成以上，對聯發科的營收衰退，我的解讀是中國沿海以外的內地消費力，恐怕已經受到宏觀調控的衝擊，第二，聯發科一年來營收起伏之巨大，讓我擔憂中國產銷與通路體系的高度不透明，這樣的高度不透明與持續的中國高壓的調控政策之下，08 年中國收成股的投資人，恐怕要有比較強的心臟。

四、 一個被忽略的多頭指標：波羅的海指數

波羅的海指數 (BDI) 是衡量海運運費的最主要指標之一，而運費的高低又與全球景氣榮枯息息相關，該指數是許多總體策略分析家所依賴的重要多空指標，過去五年來每當 BDI 創新高後都會帶動全球主要股市上漲，反之若從高檔滑落時，全球主要股市也很難有亮眼表現；07 年 10 月 25 日的 BDI 高點 11025 點，何時可以重新站上，將是我判斷長多與否的最重要依據，反之若 BDI 越跌越低，就請投資人要注意海運運費不振所帶來的警訊。

五、 原油恐將會維持在高檔：07 年年終的原油價格，每桶依然堅挺在歷史高價區的 96 美元，這個數字的背後涵意已經不只是景氣熱絡所帶動的需求，而是原油的庫存與供應端出現了嚴重問題，07 年第四季以來全球受到美國次級房貸的影響下，消費或多或少都有受到波及，從貴重金屬的鉛銅鋁到食物的小麥甚至於是天然氣、房屋價格等，都有價格鬆動下滑的走勢，惟獨原油不受景氣面干擾，可以預見的是除非 08 年的全球景氣陷入「大蕭條」，

否則原油與替代能源的價格是易漲難跌的。

六、 07 年七月份成交六兆的套牢冤魂

時間	成交量
1997 年 7 月	5.2 兆
2000 年 1 月	5.3 兆
2000 年 3 月	5.0 兆
2007 年 7 月	6.5 兆

07 年七月份上市與上櫃成交量合計 6.5 兆，從過去三度單月成交五兆以上的記錄來觀察，該月所創下的指數，在短期內是十分難以克服，07 年七月的 8800-9800 這個 6.5 兆大量套牢區，將會是 08 年要面對的高檔惡靈。

至於 2008 年的新總統，我認為兩人都沒有能力去改變與扭轉上述這些總體事實，就別浪費時間去分析。

收錄在 345 期壹週刊專欄 (2007.12.31 撰寫)

橄欖葉後記：上述這些觀察的面向都讓當時的我感到相當不安心，從這篇就可以看到

- 1、元月行情不過也是沒有根據的傳說。
- 2、總經的解讀依然要看著美國，美國的景氣榮枯還是要看她的消費。
- 3、多頭市場絕對要有領頭羊的個股如宏達電聯發科與鴻海之類，但是一旦這些領頭羊一直深陷於衰退甚至於虧損的泥沼中的話，或者沒有新的領頭羊個股的誕生，就請別一廂情願地認為多頭市場已經重臨大地了。

4、總體經濟的另一個重要指數：波羅的海指數走勢（請看拙著：交易員的靈魂）若無法重回多頭軌跡，則代表全球貿易量尚未脫離不景氣。

5、果真由大蕭條帶動原物料需求與價格的降溫甚至於到崩盤的慘狀，原油的良性需求也是我觀察全球景氣榮枯的重要指標，原油的溫和上揚不正代表著經濟活動能量的暢旺嗎？

6、巨大的成交量幾乎就是長期空頭的開始。

四、少一點就會多一點

『一個不成熟男子的標記，是他願意為某種原因英勇地死去；一個成熟男子標記，是他願意為某種原因謙卑地活著。』麥田捕手 J. D. Salinger

近來聽到了太多「通膨恐懼症」的說法，除了少數像我這種「理性到冷酷」的人，懂得如何調整心情並躲避心理恐懼以外，多數人被通膨嚇到失去理智，或者是說台灣投資人多數從來沒有理智過，寫這篇不想找答案，我只想丟一個問題供眾人思索：

7%的物價上漲率在台灣已經稱的上「惡性」了，過去三十年來，僅有兩年超過這個7%，就算08年的通膨高達7%，你若只將資金放在定存，那麼你的購買力是被剝削掉5%，發生7%惡性通膨的機率是2/30；請問你去投資任何商品，股票基金房地產，一年損失5%的機率高不高？答案是：高到不行。

我愛旅遊，但不愛跟團，原因不是耍帥或孤僻，自助旅行的費用通常還比跟團高10-40%不等呢！不跟團的理由是：

我。想。要。少。一。點

長年台灣人海島移民的個性，生活很拼，工作很拼，玩樂很拼，連歌唱比賽都要拼老命挖空心思地「拼命催淚」，出國旅遊攤開旅行社行程，或許現在台灣消費者已經脫離比價的習慣，但是，非得要一日七個景點八條行程九種料理十分忙碌，當然比起對岸中國人的旅遊習慣——他們還停留在血拼買藥買土產（在我眼中，LV不過就是巴黎土產，只不過貴了一些而已），我們的旅遊觀念是略為先進，已經懂得購物不是出國首要之事，因為我們不用藉著購物回國當成炫耀戰利品。不過，台灣的人旅行，真的是太忙了，我依舊問一個問題：

多數人都去過日本，有許多人泡過溫泉旅館，你們是否還記得旅館名稱？當地風土人情？我有些朋友去過日光，但是，他們連拜訪的季節都忘記了，匆忙的在東照宮拍照尿尿買O-miyage後就拉車到

五十公里外的江戶村看猴子軍團表演。

台。灣。人。連。旅。遊。都。太。拼

還有一個更是很難根除的「民族性」：過度投資，台灣人好像天天都必需投資一下，否則好像無法渡日的樣子，我常笑稱：日本人的五大生理需求：食衣住行與泡澡，法國人的五大生理需求：食衣住行與偷情，台灣人的五大生理需求：食衣住行與投資；少女雜誌有星座理財專刊，綜藝節目也有明星投資甘苦，政論節目也要拿台股來分藍綠，從股票到基金，從套房到 Reits，從 A 股到非洲股市，天天要投資，隨時要理財，不買點債權連動新興市場中概衍生性一籃子外幣連結憑證就好像落伍，就好像是十九世紀的滿清遺老，就會被可怕的通膨侵蝕掉辛苦的老本，理專與大師，媒體加行銷，撲天蓋地襲捲而來，買個基金比買鮮奶還方便的台灣，我覺得太超過了。

投。資。的。要。義。在。於。賣。出。而。非。買。進

有人說我是投資大師，之前有媒體想要捧我，說我是台股巴菲特，這些通通不適用，如果我告訴你們我的理財習慣的話，恐怕會一哄而散：

我。的。資。金。一。年。有。半。年。以。上。擺。在。活。期。存。款

活期才有彈性，有彈性才能等待，能等待才懂冷靜，懂冷靜就有機會。

(本文收錄於作者部落格，撰寫時間是 08.1.10)

橄欖葉後記：台灣人太愛投資了，一天不投資就好像不是在過生活一樣，投資變成一種病態的心理需求，不要說為了追求高利潤而去冒著高風險，連低利潤的連動債，只為了比定存多 2% 就不顧風險地

前仆後繼的買進，台灣竟然是里曼公司的連動債銷售金額第三高的國家呢。

過動兒的投資態度被台灣的金融界與媒體界供為投資顯學，一如尊儒家鄙他人言的唯我獨尊，用莊子大宗師篇的一段話「與其譽堯而非桀不如兩忘而化其道」來解釋吧：堯與桀都是遠古的神話(或政治)人物，堯優桀劣的定義是由後人為了政治或統治的目的而定，實情如何根本無從考證，而具大智慧的莊子卻提出「不如兩忘」，古代中國的歷史有如今天之媒體，莊子在千年前就看出端倪，而後人在幾千年後依舊擺脫不了媒體那種數十年排山倒海的綿密麻醉文字；莊子千年來一直被主流儒家所排除，民智已開(？)的今日，認同莊周思維的分析人員還是明哲保身吧。

2017年舊瓶裝新酒：到了2014年後，過動兒們轉進到期指、權證與選擇權的操作，繼續前仆後繼地將本金輸光光，但意外地讓台股成交量慢慢沉澱，變成穩定成熟的市場。

五、別相信沒有歷史根據的論點

『驕傲多半是由於我們對自己認知的過分膨脹，虛榮則是我們期望別人對我們的看法。』傲慢與偏見 簡·奧斯汀

每年到了七、八月就會有些「一生看多、始終如一」的投信，自欺欺人地對外宣傳七八月是現金股息的發放期，所以將有上兆現金溢注台股，所以行情不必看淡，首先，我不預測到底七、八月會不會漲，股息年年都會發放，隨著上市上櫃含興櫃公司家數每年 15-20% 的成長，現金股息每年成長本來就只是「數學上」的關係罷了，與多空或景氣榮枯沒有什麼關係。

每年七八月一向都是除息旺季，不是今年才有，那麼，我們來看看歷年的七八月台股行情吧：

	87 年	88 年	89 年	90 年	91 年	92 年
七月	+1.4%	-13.5%	-1.8%	-10.9%	-4.1%	+9.2%
八月	-14.4%	+11.3%	-6.1%	+3.6%	-3.6%	+6.3%
	93 年	94 年	95 年	96 年	97 年	
七月	-7.2%	+1.1%	-3.7%	+4.6%	-6.6%	
八月	+6.4%	-4.4%	+2.4%	-3.3%	+0.3%	

過去十一年以來，七月上漲四次下跌七次，八月上漲六次下跌五次，由此看來，現金股息的發放並沒有顯著的讓大盤指數上漲，其中的七月份，過去十一年來下跌的機率還將近三分之二呢。

當然，台股從 91 年以來才開始接受現金股利的觀念，從該年開始才慢慢地以現金股利取代股票股利，那麼我們來瞧瞧，從 91 年開

始被大量股息所溢注的七、八月台股，有沒有什麼變動呢？

從 91 年 (含) 至 97 年六年下來，七月份上漲三次下跌四次，八月份上漲四次下跌三次，機率與擲骰子差不多。

投信為了吸引客戶門所以要為看多找理由是無可厚非，但要有歷史根據。不然就叫做欺騙。

關於除息，我提一個簡單的除息模式，假設你用 100 元買進股票，除息 3 元，除息參考價為 97 元。不對！沒那麼簡單！還要加計員工紅利，假設 1 元好了，那麼明天股市開盤的參考價就是 96 元。不彷來看看你參加除息是犯了哪些蠢事：

1、除息後股價自動將股息減下來，不過只是你把自己口袋裡面的三元拿去寄放在股市，當現金發放下來的時後，難道你就會高興的去數那些本來就是在你口袋裡的鈔票嗎？別笑！就是有人誤以為那是投資利益。

2、拿出屬於自己的三塊錢存在股市，要等到一、兩個月後才發還給你下來，除了沒有賺到利息以外，還要扣稅呢！這三塊錢將會併入你的個人綜合所得稅裡面一起計算。對了！連匯款手續費都要內扣。

3、噢！還有員工分紅的一塊錢呢？對不起！你替上市公司老闆代發獎金，恭喜你，你突然之間多了幾千幾萬個員工，他們都等著員工分紅的配股配息，你這個股市大善人願意掏錢出來給他們，不過，他們不會感謝你這位默默無名的股市善人。

4、每年的第四季不管多空都是跌多漲少，還有，每年下市跳票倒閉或被惡性掏空的掛牌公司平均有 25-30 家，你還得燒香拜佛地祈求自己買進得持股別淪落成力霸歌林太電博達.....等。

那你到底參加除息是去除個屁啊！別當一個比股市大師還要外行的散戶，大家加油好嗎！

08/6/20 收錄在我的部落格

2017 年舊瓶裝新酒：至今還是有許多人迷失於現金股利中，只看殖利率高低與股價絕對高低，不去理會帶給股價的最關鍵因素：成長性。

六、成長歸零的季節

『我依然很有信心地將未來託付給曾經相遇的人們，我相信只要有這些人存在，京都的街道仍將健在。』京都思路 壽岳章子

08年9月25日傍晚台灣央行突然宣布降息半碼（1碼=0.25%），不痛不癢的微小幅度，不會有人相信這是央行的挽救股市之措施；隔日傍晚，銀行公會召開理監事聯席會議，突然通過對企業的紓困方案，更是2003年遭逢SARS以來之首見，這些極度不尋常的政策透露出兩個相當大的危機，其中第一個政府不願意也不能夠告訴我們的秘密就是 - 經濟負成長又來臨了。

讓我簡單說明一下，一般所謂的經濟成長是指國內生產毛額（Gross Domestic Product, GDP）的年成長率，為在本國內所有生產機構或單位之生產成果，其構成的計算公式為： $GDP = \text{民間消費} + \text{政府支出} + \text{投資} + \text{貿易順差}$ 。

民間消費降低

民間消費：這是占台灣GDP最大的項目，今年下半年以來受到股市房市的重挫，高通膨陰影下的縮衣節食以及毒奶粉等衝擊之下，民間消費勢必無法如官方的預期，主計處估計2.04兆元，我打個折估計2兆元，事實上我已經屬於相當樂觀，中經院的估計是1.88兆元。

政府支出與投資：我的估計與官方差距不大。

貿易順差：台灣在傳統出口旺季的今年7、8兩個月，交出了罕見的貿易逆差140億元，所以今年第三季的貿易數字鐵定會比官方所預估的還要遜色許多，我假設9月份立即恢復正常的順差數字，儘管如此，今年第三季的貿易順差恐怕會降到1,000億元以下。

近2年各項經濟數字

單位：新台幣兆元

	民間消費	政府支出	投資	出超	國內生產毛額 (GDP)
96.1Q	1.94	0.40	0.56	0.22	3.09
96.2Q	1.71	0.34	0.69	0.14	2.91
96.3Q	1.95	0.37	0.69	0.25	3.26
96.4Q	1.84	0.40	0.71	0.35	3.32
97.1Q	2.04	0.41	0.62	0.15	3.22
97.2Q	1.78	0.35	0.67	0.16	2.97
97.3Q (官方版)	2.04	0.39	0.72	0.19	3.34
97.3Q(我的估計)	2.00	0.40	0.72	0.09	3.21

第三季 GDP 成長率計算表

	97.3Q	去年同期	GDP 成長率
主計處版	3.34 兆	3.26 兆	2.5%
我的估計	3.21 兆	3.26 兆	負 1.53%

步上衰退陰霾

最後結算，我估計今年第三季 GDP 只有 3.21 兆元，較去年同期衰退 1.53%，顯然地，這個數字與官方的預估值相差甚遠，而且近一個月來已經陸續有些學者與外資機構做出與我的估計相距不大的 GDP 預估模型，政府過度樂觀的態度是否又會再度地讓投資大眾誤

信誤判，央行與銀行公會如此不尋常的政策與陣仗，似乎與我的擔憂不謀而合，台灣的景氣很有可能繼 2000 ~ 2001 年後再度步上負成長的衰退陰霾。

低度成長也好，負成長也罷，這意味著在經濟基本面持續惡化的蕭瑟季節中，股票市場的任何大大小小反彈，一如上週（08 年 9 月中旬）近 600 點的反彈，你都應該站在降低持股的那一方。當然我希望自己是杞人憂天，更希望國泰民安、五畜興旺、上位者官運亨通！

收錄 2008.9.9 我的部落格，並刊登在 384 期壹週刊專欄（2008.9.29 撰寫）。

橄欖葉後記：我在 08 年 9 月初，第三季還沒結束就估算出台灣將會步入負成長與通貨緊縮，可惜的除了在部落格發表以外，只有壹週刊願意讓我暢所欲言，在當時大部份的媒體與專家依舊相當看好，而不知道後面的金融大海嘯即將到來，甚至於在壹週刊刊登這篇負成長的預期之後的幾天，主計處的官員還來信糾正我一些看法與數據，指責我的專業判斷過於悲觀，希望我能重新計算。

兩個月後的 08 年 11 月 20 日，主計處公佈了 08 年第 3 季經濟成長率為負成長 1.02%，並預測第 4 季負成長 1.73%。台灣連三季負的經濟成長率，正式步入經濟衰退。

總體經濟的分析最可貴的精神就是在於用有系統的方法，加上對現實狀況的深入了解後，比別人提早兩個月觀察到趨勢的變化，當 08 年 9 月初公佈當年 8 月的出超大衰退金額之後，敏感的投資人就要警覺到 GDP 的轉弱可能，然後又客觀的數據去推估一下，應該都可以事先算出負的成長率即將發生，算法很簡單，重點在於投資人的敏感度高低罷了，只是這種經濟數據的確是相當枯燥，比不上直接找明牌的「一翻兩瞪眼」來的簡單。

很清楚地，08 年 9 月上旬，如果投資人有點總體概念，而花點時間在事先推算出台灣將要進入衰退期的功課的話，您可以在 6400 點左右從容的退場，反觀，一直要等到 GDP 轉負被確認才願意死心

的出場，指數位置已經來到 4300 點了。

相對的，只要景氣還會循環，經濟成長率總有一天會轉正，你只要擁有一點計算 GDP 的能力，就可以從容的進場投資。

2017 年舊瓶裝新酒：當年寫這篇文章只是想秀一下我的總體預測的功力，幸好沒漏氣。

七、危機能入市嗎

『有人說我們永遠看不到世界的真貌，因為我們只看得到我們想看的世界』僕人—修道院的領導啟示錄 詹姆士·杭特

從 07 年十一月看空到今天 (08 年 11 月)，至少有上千個媒體朋友、讀友與網友提問：

「什麼時候翻多？」

他們看起來似乎正期待著我能手撫水晶球、筆排八字流年、嘴巴唸著符咒，然後穿起道士服壓低聲音故作神密的說：「某年某月可以買進、某年某月可以賣出」。很不幸地這些絡繹不絕的求神問卜者通通失望地離我而去，因為我只有一个答案就是「我不知道！」，理由是我還在等待一項決定性的總體經濟指標的回升：那就是小學六年級社會課所教導我們的：『做生意的目的就是要賺取利潤』。用在台股投資上的運用就是要觀察「全體上市公司的淨利」，這個數字的榮枯可以很精確的指引投資人長線的方向。我把過去幾年全體上市公司加總起來的淨利，用年與年的比較基礎，做了下面這個表格 (表一)。

神奇的多空數字

表一

期間	全體上市公司淨利年增率	當年台股
2002 年	+78%	長線在下半年正式落底
2003 年	+370%	漲 1500 點
2004 年	+170%	漲 250 點
2005 年	-19%	漲 400 點
2006 年	+17%	漲 1300 點
2007 年	+31%	漲 700 點

資料來源：金管會網站與其公告

台灣上一波不景氣是在 2000-2002 年，而台股正是在 2002 年落底展開波濤洶湧的五年大行情（從三千多點漲到將近萬點），一個最根本的原因就在 2002 年當年的上市公司，交出了比 2001 年成長 78% 的好成績，也就是說上市公司在 2002 年多賺了 78%，然後到了 2003 年，這個成長數字更是高達 370%，還記得 2003 年第一季發生了 SARS 嗎？當時人心惶惶股市低迷，但是單單那一季的全體上市公司就賺了 1400 億元，足足接近 2001 年全年的 1500 億，也超過了 2002 年的一半。眾所皆知的是股價的長線價值在於「賺錢與否」，最簡單的道理，卻也經常被人忽略。

夭壽！別亂喊危機入市

有許多投資人著迷於危機入市這個似是而非的口號，我認為所謂的危機入市必須得建立在「上市公司的淨利能持續成長」的前提下才成立，如當年 2002 年下半年到 2003 年上半年，上市公司已經交出了近一年的亮麗成績單後，股市碰到 SARS 的危機而下跌，那種情況才適合危機入市的精神，否則，當上市公司賺的錢越來越少甚至於到虧損的時機做過多投資的話，那只能說是莽夫的舉動。

很不幸的，這個神奇的數字從今年第一季以來就呈現出很難看的衰退訊號，而且有逐季擴大的趨勢（見表二），看到這個表，回到一開始的問題：

「什麼時候翻多？」

我的答案就是：「等到上市公司的淨利又開始成長的時候吧！」

「翻多後要買什麼？」

我的回答是：『只有沉澱到底以後還能浮上來的東西，對我來說才是真實的。』

期間	全體上市公司淨利年增率
2008 年第一季	衰退 9.1%
2008 年第二季	衰退 17%

2008 年第三季	衰退 21%
-----------	--------

資料來源：金管會網站

投資的世界不就只是基本的數字，加上簡單的加減乘除，這個專欄的讀者大多是一般的小散戶，然而在投資之領域上，小散戶比起法人有著相當的優勢，如散戶不必買進太多標的(不像單一基金就至少要買上十近二十檔個股)，散戶不用做績效評比(頂多沒賺到罷了)，散戶的部位小，所以買賣也比較容易；最後我請散戶拋掉那些找不到規律的短線多空，用最基本的公司盈餘來穿透股價高低，「不要將簡單的事情複雜化」是我數十年立於不敗之心的心法，提出來與各位共勉之。

刊登在 390 期壹週刊專欄 (2008.11.10 撰寫) 。

橄欖葉後記：二十年來的投資歲月，養成了自己不輕易出手的習慣，一位我熟悉的媒體朋友，看到我忍耐了十三個月依舊不出手之後，他很不以為然地對我嗤之以鼻，他認為躲起來去買美金、存定存、買債券這種行為稱不上投資大師，且連短線短多都不搶，日子太無趣了。

我不願意與這位記者深談，只是心中浮出了自己的兩項很強的信仰：

- 1、 我只想在多頭市場做多，因為我不想當投資大師，我只想長久的存活在金融市場內。
- 2、 買進與賣出是很煩瑣且容易出錯的專業行為，請把買賣當工作，別當成殺時間的兒戲。舉凡短線進出、當沖買賣甚至於試單、攤平買賣都不是我該做的事情。

我的買進三個技巧第一是根據總體經濟分析決定買進時機，二是根據財務報表決定買進標的，三是根據自己承擔風險的能力決定買進金額多寡。我告訴自己，有朋友笑稱這是「宅男投資術」。我笑了！我承認吧！

2017 年舊瓶裝新酒：後來一堆奇怪的宅男出的財經投資書籍。

八、淺談央行

『欲將眼底無常世，看作千秋不變形。死生有命終當絕，爾我恩情永不衰。』源氏物語第三十四回

長年的研究、投資與閱讀的經驗讓我領略到央行的威力(或稱之為破壞力)，那央行又是透過什麼動作來干預或導正他想達到的政策，教科書上面寫了很多，但不外乎就是三種：1、喊爽的 2、價格 3、數量。

先寫一寫我對央行的定義，所謂央行就是銀行的銀行，有點繞口是吧！更白的說法：央行的客戶只有銀行(了不起加了幾家票券公司和債券自營商)，各位多了錢去銀行存款，缺了錢去銀行借款；相同的，商業銀行的資金供需也是靠央行來調度；央行就是最大的大水庫，那麼股市、債市、房市、原物料等金融市場是小水庫，而銀行就是自來水公司了。

有時候大水庫希望小水庫能增加或減少一些水位，他有時會對水公司用喊的，有時他會調高供應水公司的水費，來促成水公司對各小水庫的水費往上調，而有時候一些小水庫因為缺水若渴，下游客戶用水量，這種調高水費的方式，往往不易達到大水庫的目標，也就是說當景氣暢旺甚至過熱時，調高利率(水價)不易達到降溫的功能，反正商業銀行(水公司)他只是賺個利差(大小水庫都賣水給他，他略為加工後再將自來水賣給其他缺水的小水庫)，只要利差存在，商業銀行根本毫不在乎利率的高低。

此時央行最大的政策工具-存款準備金的調整就很重要了，所謂存款準備率就是商業銀行吸收存款，每一元存款需要多少元回存央行，例如準備率為 8% 時，就代表著商業銀行從客戶收取 100 元存款，至少要繳交 8 元到央行，也就是說商銀只能拿其中 92 元去做放款與投資；調高準備率的意義就是大水庫要用量來控制各小水庫了，乾脆全面抽掉一些小水庫的水，來達到大水庫想節約用水(景氣降溫)的政策目標，還記得 03 年台灣的旱災嗎，那時候用殺手戩-分區供水限時供水的措施，就讓一些行業如洗車與游泳池完全無水可用了。

準備率的調高所影響的層面，比單純提高利率來的直接、可怕(注意：我不用有效的字眼)，一般而言各國央行是不輕易啟動這個機制；會在歷經道德勸說(喊爽的)、調高重貼現率或擔保融通利率(美國稱聯邦基金利率)等價格的調控後，都認為無效時，才會啟動量的管制，量的管制除了直接不分對象的抽水外(調高準備率)，央行這個大水庫有時會直接到小水庫或自來水公司之間，做點買賣，如央行會進行所謂的沖銷，直接發行票券(如央行發行的可轉換定存單)去吸收資金，但是這類買賣畢竟是短期的效果，想達到長期性的效果的話，最後就被迫使用準備率。

我回想起從前曾經在三家銀行擔任過資金調度人員，當央行調高存款準備率時，已經不是單純利率的問題了，一些存放比較高的商業銀行，除了拉高存款利率吸收更多的存款外，另一方面也因為在同業調撥市場的緊俏，到最後勢必就是拉高放款利率，甚至直接抽回一些放款，不過就以個人的經驗與回憶，有辦法回收的放款其實都是品質優良的客戶；所以我一直認為央行提高存款準備率，恐怕會造成其銀行體系不良債權比率的進一步提高。

最後一個想法，千萬不要小看提高存款準備率的緊縮效果，這效果除了直接、長期以外，還會有殃及無辜的可能性發生，如中國央行從 2006 年以來一連串的緊縮政策，升息與調高存款準備率交互著實施，這就可以知道中國官方為了控制投資與流動性過剩的問題，寧願錯殺一百也不願錯放一個的心態；

此外這個舉動勢必牽動美國 FED 的政策；我曾提過通膨並不可怕(起碼對股票市場與企業盈餘而言)，可怕的是央行的控制政策會不會失當，央行貨幣政策都有效果的嚴重遞延性，05-06 年的原物料飆漲肇因於 2001-2003 葛老的長期降利；而伯南克因為是菜鳥上任會受到短期媒體的干擾，若不小心用長期政策試圖去解決短期問題的話，那只會把問題遞延，如調高利率是為了有效控制通膨，但若被短視的新聞牽著鼻子走，不斷用越來越激烈的手法，想要在短期內控制通膨來滿足媒體的話，很有可能會調整過頭，而引起較大的經濟衰退。

2007 年初收錄在我的部落格

橄欖葉後記：中國從 07 年初一路調高存款準備率，我在當時寫下這篇文章，時空背景和 09 年初的蕭澀有著完全不一樣的面貌，然而就在中國央行開始下存款準備率這道超級冷卻猛藥八個月之後的 07 年 10 月，上海股市終於跟隨著全球股市見到高點步入空頭。

許多人將提高利率與提高存款準備率混為一談，央行的利率說穿了，象徵性意義大於實質的意義，除非調整的次數與幅度相當顯著，況且調高利率的動作往往只是把過低的利率給導正一下，所以反而央行一旦開始調高利率之刻，還可以解讀成央行對景氣「放心」的風向球。然而調高存款準備率可就是直接大筆地收縮市場資金了，會祭出這種政策，通常是在央行調高了多次的利率後，顯示央行認為景氣過熱，已經進入緊縮的貨幣政策階段，當然過熱的經濟不是一朝一夕可以冷卻的，只是，就長期投資者的角度而言，一旦央行下了存款準備率這道猛藥，股市恐怕頂多剩下末升段可以期待，既然進入了股市的末升段，操作與投資的心態就要跟著調整了

肆、一葉橄欖-重建的訊號

一、 向安藤忠雄學投資

『生活匆匆忙忙難免會變得表面化，當我們匆忙之際，自然會像蜻蜓點水一般，無法與這個世界或其他人有深入接觸。』慢活 Carl Honore

成為一位不靠鑽營抬面下不當利益的獨立投資人，要不斷地從其它領域的先趨者吸收視野的驚喜，是保持一顆不受任何投資理論框架束縛的最好的方法；自從看空台股以來，邀約不斷的演講與通告忽然就消失，於是清閒地安排一趟建築大師安藤忠雄的朝聖之旅。用旅行來記錄歲月的刻痕，用遊歷來沉澱煩瑣的多空雜訊，當我漫步在大師安藤忠雄的空間中，我讀到了大師要說的話，安藤忠雄是位建築領域的天才，在投資領域上當然也有許多著作等身的天才，只是庸才如你我，為何會想要效尤之？天份雖無法複製、機運卻可以等待！淡路島就是一個關於「等待」的傳奇。

日本八〇年代在淡路島夢舞台現址的那片土地，挖了山頭 100 公頃約 7 百倍東京巨蛋的土方去蓋關西空港，當關西機場完成之際，淡路島的山頭卻只剩一個寸草不生的禿頂，土石刨光、樹木砍盡；緊接著有如遭天譴地在 1995 年又碰上阪神地震，震央就在淡路島上；命運的巨輪將十年的陰霾面轉向了淡路島，所幸安藤忠雄的堅持，終於在十多年後的淡路島命運轉盤撥到了希望面。

日本政府委託安藤「如何讓淡路島重啟新生？」時，當地人本來想蓋高爾夫球場，可以迅速讓禿黃的大地變成綠茵；安藤卻有更長遠的構思，他認為淡路為關西機場與日本人背了沉重的原罪，應該要有更好的回報。他要創造淡路成為一個回歸自然、回歸生活、回歸人本的典範。

日本政府給安藤八年的工期，前五年他只在淡路島上不斷地種樹、種樹與種樹，在「蓋房子」上面沒有任何進度，他只是「等」，等待樹苗不斷長大，到了第六年他終於開始動工造屋，而且很準時地

在 3 年內完工了。他等待著淡路島的面貌「還原」後才開始起造國際會議廳、五星大飯店、植物園、海教堂.....等。2000 年 3 月 18 日，以「人與自然的對話」為主題，「淡路國際花卉博覽會」開幕。安藤用「等待」，將淡路島！成功新生。

種樹是還原大自然的基本功，當淡路島遭受天災人禍雙重摧殘下，重建的掌舵者選擇用改變基本面這種需要耐心的方式，當你面對兩度萬點前崩塌的台股時，體會一下安藤大師在夢舞台內，所要呈現的「敬天」內涵，底部無法藉猜測可以窺得，更不是用短線攤平搶短換股就可以脫離底部泥沼，淡路島用五年多的時間去種樹，卻又花不到三年時間就起了高樓，崩跌後的基本面所需要的就是時間的療養，不用猜測也別去摸底，等待從底部區冒出第一株青綠的樹苗後再說吧。

該等那些訊號呢？一是融資餘額必需降到今年六月起漲區時的 3000 億 (11/15 為 3857 億)，二是帶領大盤上攻與下跌的領頭羊 IC 設計族群，要有半數以上止跌上攻，三是油價不要再大漲以免停滯性通膨的發生，四是 FED 不能再調降利率，五是開放陸資來台投資，六是日圓不要再升，七是美國債券利率不要再走跌；說了這麼多無非要告訴讀者，短期內回升再攻萬點的機率已經很低，如果你非得投資不可的話，能源類基金或原物料輸出國如紐澳等國的貨幣，不然在弱勢美元下，投資一些歐元計價的高品質債券也還算安全，當然，安藤大師的等待哲學是我現階段的最佳建議。

成為一位不靠鑽營抬面下不當利益的獨立投資人，要不斷地從其它領域的先趨者吸收視野的驚喜，是保持一顆不受任何投資理論框架束縛的最好的方法；自從看空台股以來，邀約不斷的演講與通告忽然就消失，於是清閒地安排一趟建築大師安藤忠雄的朝聖之旅。用旅行來記錄歲月的刻痕，用遊歷來沉澱煩瑣的多空雜訊，當我漫步在大師安藤忠雄的作品內，結構的美感讓我讚嘆，空間的擺盪讓我驚奇，建築物與天地的分野讓我再三玩味，身在安藤空間中，我讀到了大師要說的話，安藤忠雄是位建築領域的天才，在投資領域上當然也有許多著作等身的天才，只是庸才如你我，為何會想要效尤之？天份雖無法複製、機運卻可以等待！淡路島就是一個關於「等待」的傳奇。

日本在泡沫經濟的八〇年代末期，在明石大橋附近淡路島夢舞台現址的那片土地，挖了山頭 100 公頃約 7 百倍東京巨蛋的土方去蓋關西空港，當關西機場完成之際，淡路島的山頭卻只剩一個寸草不生的禿頂，土石刨光、樹木砍盡；緊接著有如遭天譴地在 1995 年又碰上阪神地震，震央就在淡路島上；命運的巨輪將十年的陰霾面轉向了淡路島，所幸安藤忠雄的堅持，終於在十多年後的淡路島命運轉盤撥到了希望面。日本政府委託安藤「如何讓淡路島重啟新生？」時，當地人本來想蓋高爾夫球場，可以迅速讓禿黃的大地變成綠茵；安藤卻有更長遠的構思，他認為淡路為關西機場與日本人背了沉重的原罪，應該要有更好的回報。他要創造淡路成為一個回歸自然、回歸生活、回歸人本的典範。要給淡路島一個嶄新的「夢舞台」。要給淡路好多個可以傳誦的故事。

日本政府給安藤八年的工期，前五年，他只在淡路島上不斷地種樹、種樹與種樹，安藤在「蓋房子」上面沒有任何進度，他只是「等」，等待那些原本只有 10 公分的樹苗不斷長大，到了第六年，他終於開始動工造屋，而且很準時地在 3 年內完工了。他等待著淡路島的面貌「還原」後才開始起造國際會議廳、五星大飯店、植物園、海教堂、水庭、空庭、山回廊、海回廊、野外劇場等。2000 年 3 月 18 日，以「人與自然的對話」為主題，「淡路國際花卉博覽會」開幕。為期半年、30 個國家參展、將近 100 萬人次參觀，收入近 65 億台幣，並列當年世界三大盛事。原本只產橘子和柿子的淡路，在阪神震災侵襲後更凸顯了這個島的貧窮，如果沒有安藤忠雄的堅持，淡路島不會有夢。安藤用「等待」，將淡路島！成功新生。

種樹是還原大自然的基本功，當淡路島遭受天災人禍雙重摧殘下，重建的掌舵者選擇用改變基本面這種需要耐心的方式，當你面對兩度萬點前崩場的台股時，體會一下安藤大師在夢舞台內，所要呈現的「敬天」內涵，底部無法藉猜測就可以窺得，更不是用短線攤平搶短換股就可以脫離底部泥沼，淡路島用五年多的時間去種樹，卻又花不到三年時間就起了高樓，崩跌後的基本面所需要的就是時間的療養，不用猜測也別去摸底，等待從底部區冒出第一株青綠的樹苗後再說吧。

第一株底部冒出的幼苗，還早的很呢！

收錄在 339 期壹週刊專欄 (2007.11.19 撰寫)

橄欖葉後記：

這篇文章當時設下的一些訊號，除了融資一項有出現以外，油價一直大漲到隔年（08年）的第三季，FED一直從2007年第三季起一直降利率到08年底仍不停歇，領頭羊的股票也不出現明確的打底完成的型態，債券利率一路下跌尚未反轉，日圓也一路從07年底的1美元兌110日圓升值到08年底的90日圓，陸資一直延到了08年12月才開放，結果也只是來了幾十億的「杯水車薪」；我就是一直依據這些訊號的出現與否去做等待，幸運地是，訊號一直等不到，我也沒有被2008年的金融海嘯給滅頂。

此外，何以我要提出日圓這個關鍵因素，眾所皆知，這幾年來日本已經是個零利率的國家，所以到日本銀行去借出日圓的成本相當低廉，從本世紀以來，這種借日圓去套高利率貨幣、或借日圓去買近其它國家的股票房地產甚至於衍生性金融商品與原物料，一直是國際金融市場的最大宗的生意，然而，日圓的匯率就在2007年的6到7月間創下了124的低點後就一路升值到07年11月的107元，這個訊號告訴我，這股從低借貸成本的日圓所創造出來的流動性金融遊戲似乎有停歇的跡象，日圓大舉升值就代表著她的金融帳有著不尋流入，而日本的股市與金融市場早就已經不是全球熱錢所青睞的市場，很顯然是資金潮回家了，所以日圓的升值不正是代表著金錢遊戲的退潮；況且台灣產業中的零件與材料大多來自於日本，日圓升值不也是台灣出口業的一大隱憂嗎？深層的思考才有財務自由的空間。

二、台股之聖嬰現象

『最美好的生命，不是一個速度不斷加快的生命，而是速度在加快跟緩慢之間有平衡的生命。』天地有大愛 蔣勳

「聖嬰」現象和「反聖嬰現象」，是種每隔三到七年就會出現的氣候異常，不過兩者完全相反；所謂「聖嬰現象」是熱帶太平洋的海水溫度上升，高於標準平均值攝氏 0.5 度以上；相反地，如果熱帶太平洋水溫低於平均值攝氏 0.5 度時，則稱為「反聖嬰現象」。「聖嬰現象」所造成的氣候反常，會讓多雨的地方變成乾旱、乾旱的地方反而多雨；至於「反聖嬰現象」，則是會讓乾旱的地方更乾旱，多雨的地方更多雨。從 2007 年以來的世界氣候就遭逢「反聖嬰現象」之重大影響，如 2008 年元月中國華東華南地區的大雪成災，到北台灣地區的連續一個月濕冷天氣，太平洋西岸的東亞（中國、日本、韓國與台灣）氣候入冬後特別潮溼與酷寒，一點也不輸給近來股市投資人所遭受的寒氣；無獨有偶的，台股從一年前也出現了一個與教科書不一致的「價量罕見現象」，如果「反聖嬰現象」造成四季更為分明，那麼過去一年來的台股的詭譎走勢就有如「聖嬰」現象，台股與氣候皆呈現反常的走勢。

一般正常的股價價量分析與技術分析學派的說法是：正當股價進入上升軌道（如大漲小回、各天期均線多頭排列等）時，成交量能會隨著股價或指數的上漲而上揚，多頭氣氛下會促進投資人的買賣熱度與信心，所以在典型多頭格局中，伴隨著股價上揚與成交量的增加外，股價的振盪也會劇烈。傳統上當股價步入空頭格局後，除了股價大跌小漲與均線向下彎曲外，隨著股價的低迷與人氣的退場，成交量會漸漸的萎縮，而且股價的上下震盪程度也會因為人氣的渙散而愈來愈小；但是，這慣性被台灣股市，我將單日指數上漲或下跌 1.5% 以上，以及當日最高最低點的震盪幅度超過 1.5% 的行情稱為「大幅震盪」。

05 年 11 月是上一波台股多頭的起漲區，台股的指數從當時 5618 點一路過關斬將漲到 07 年 7 月的九千八百點，然在這段台股指數大漲四千多點最甜美的收割多頭噴出期間，卻罕見大幅上漲與下跌，也很難會有盤中劇烈變動，在大漲四千點的過程中，台股經常維持了極為內斂與沉穩的走勢；相對的，台股在 07 年 8 月以後，大幅震盪的天數就開始明顯增多，在股價的高檔區發生劇烈的上下波動乃屬合理

與常見，不過，最為詭異的是，從 07 年 8 月台股開始起跌以來，這個大震盪的比率卻不減反增，盤中經常性的大漲大跌卻成為常態。

大漲四千多點的過程天天沉悶，大跌的過程反而天天精采，這點出了台股操作的真正宿命，多數投資人在操作台股的沉穩度相當不足，特別是短線操作者，在二十個多月大漲四千多點的過程中，不到 5% 的交易日出現大幅漲跌，也就是說，多頭市場中，以短線操作居多數的台股投資人是很難靠短線操作獲利；而更另人氣結的是，在大跌兩千點的過程中，卻幾乎天天都是大幅震盪的「刺激」盤勢，讓套牢者與短線客充滿著無限的希望。

我無能也不必去解釋台股為何有這種類似「聖嬰」的反常現象，只從中學到「動輒大漲大跌不是多頭現象」，就夠了。

收錄在 352 期壹週刊專欄 (2008.2.18 撰寫)

橄欖葉後記：長期多頭的總體環境之轉變過程中，一如天氣會有罕見的現象產生，多頭穩定的慣性一旦被打破，難免會出現許多失序的現象，好比 2006 年的美國債市發生罕見的逆殖利率曲線 (長天期債券利率低於短天期利率)，以及 2007 年年底以來的「價格越跌、波動越大」的非常理表現；下次，一旦又在景氣熱絡期或股市高檔時發生一些背離的跡象，就千萬要提高警覺了。

台股從 07 年 7 月底見到 9800 點以來一路下挫到 08 年 11 月的 3955 點，這個大跌近六千點的十七個月當中，兩百一十五個交易日有高達三分之二的日子，大盤充滿了上下震盪與短線激烈交鋒。

從台股的這種異常現象可以得到一個投資法則：等大盤上下波動進入沉悶的時期再進場。

2017 年舊瓶裝新酒：2016 年台股整年度更是處於量縮的大沉悶平台，但指數卻悄悄地漲了一千多點。

三、貨幣恆等式

『當發現自己懼怕幸福時，已經走入幸福的地盤了。此時退出，也無法保持原狀了，只能受傷。』人間失格 太宰治

奧地利學派貨幣恆等式： $M \times V = P \times Y$

M：貨幣數量、V：貨幣流通速度、P：物價、Y：生產總額

我們可以簡單的思考，當左式不必變，但物價上漲的時候，國民生產就會下降；在 2000 到 2005 年的這幾年，全球央行透過降息釋出龐大資金讓 M 大增，而金融業的銀行透過放款乘數以及投資銀行透過高槓桿投資，也大舉提高了 V；左邊的 $M \times V$ 大幅增加下，右式的 P 與 Y 當然也會跟著上來，如果 Y 增加了速度高於 P 物價漲幅，此刻當然就是一個正循環。一旦 P 物價上漲的速度遠高於 Y 增加的速度，甚至因為全球生產產能與效率不足以支撐過大的產出需求時，P 上漲的速度就會更失控，造成惡性通膨或停滯性通膨。

此刻若央行在恆等式的左邊做了一些「調高利率」的政策，就會造成：

- 1、利息支出上揚。一個正常的經濟體的利息支出占總產出 (Y) 的 5%-7%，然而過去幾年下來，過度金融的結果，誘惑一些投資銀行的槓桿高達百倍，連一些國家如冰島或南韓也玩起大量借款的把戲，雖然我無法細算，但肯定的是最近兩三年以來，利息支出占總產出 (Y) 的百分比鐵定比過往的 5-7% 高出許多，所以一旦調高利率，利息支出對總產出 (Q) 的傷害就比以往大，而利息上揚的更大影響在於 V (貨幣流通速度) 的下跌或趨緩。
- 2、一些主要央行在過去 2005-2007 年間「調高存款準備率」的直接收縮資金的方法，造成恆等式左邊的另一個參數 M (貨幣數量) 的下跌或趨緩。

2005-2007 三年下來，美日中等央行不斷地透過調高利率與收縮資金的方式，讓恆等式的左邊 $M \times V$ 總量不斷地降溫再降溫，到了

2007 年的某一天終於面臨了收縮的「臨界日」，當然這「臨界日」來得無影無蹤，所以無人可以精準的算出是那幾天。然而，恆等式的右邊，特別是 P 物價這一個數值，卻不管臨界日的來臨與否，原物料在 2007 年底到 2008 上半年有如脫韁野馬般地往上飆漲，於是

$M \times V$ 不再增加，而 P 又越來越高....

在 $M \times V = P \times Y$ 恆等式下，代表國民生產的 Y 只能往下跌了。

惡性收縮期：在沒有發生金融風暴的昇平期間，只要全球央行降息讓 M 大增之下就可以抵抗 Y 的下跌，然而 2008 年的金融業，一家家因為高槓桿或流動性問題被迫倒閉、限縮業務甚至於收歸國有，貨幣恆等式左邊的 V (貨幣流動速度) 恐怕大幅遞減，原因就是在於金融業的虧損大到影響持續放款與投資的意願與能力，理論上當金融業遇上了恐慌的收縮期間，她所創成的流動速度恐怕會趨近於一甚至於小於一，也就是說，金融業的貨幣乘數效果將會失靈，所以不論央行釋出多少貨幣 (M)，都無法讓 $M \times V$ 在短期內恢復正長的增長。

於是左邊方程式的總量已經下降，右邊的物價與生產都會一起下跌，而進入幾十年首次的「惡性通縮」時期。翻遍各家經濟大師的理論我得到三個造成貨幣速度劇降的原因：1. 消費者過度儲蓄、2. 商業銀行的流動性陷阱、3. 債務型通貨緊縮。下面的幾篇「通縮黑洞」就是廣泛地探討以上這些議題。

2017 年舊瓶裝新酒：這篇文章相當理論且艱澀，但卻是當時我的部落格點閱率最高的文章之一，可見大家喜歡這類難到看不懂的論述。

四、通縮黑洞 1-形成與現狀

『美不是一種存在，是一種消失。夕陽的美是因為你知道它下一刻不存在；你眷戀青春，是因為它終將消逝。』榮格的心理學說

美國聯準會 (Fed) 08/12/15 宣布調降基準利率 32 碼來到 0%-0.25%。基本上經濟情勢與金融市場走到這一步，Fed 除了降利率這個法寶外似乎也沒有別的戲碼可唱，Fed 在大砍利率到 0%後，是否會走上日本的長年緊縮的後塵呢？當利率歸零，央行這個衙門是否該打烊了？

曾經在 2001-2006 連續 5 年零利率的日本，在 06 年短暫調高了 0.5%後，卻又是 08 年底跟隨美國腳步降息，日本央行宣布降息 20 基點至 0.3%，為 7 年來首度降息，又將利率再度降到零的宿命。

接下來歐洲央行、加拿大央行、英國央行、台灣央行.....將會一一將利率調低到極低水位，甚至於是零利率，why？因為失蹤五年的通貨緊縮的夢魘已經重回經濟舞臺，所謂通貨緊縮的定義，一般來說是指消費者物價指數連跌兩季，包括物價、工資、糧食、能源等價格普遍下跌，而全部出現供過於求的現象。而隨著物價下跌後的失業、名目所得降低、消費支出降低....將會導致國民所得 (GDP) 年增率產生二到八季不等的負成長，企業營收與淨利都會跟著縮水。

對於經驗豐原的投資老手來說，等股市回升花幾個月甚至幾年都沒有太大關係，但是對於多數美國人來說，這並非買或賣股票的問題，而是連下個月的房貸與車貸都無法繳出來的困境。或許金融業的屠殺告一段落，但是最終的消費者與房貸戶之壓力未曾解決，且隨著所得縮水與預期衰退的心理，壓力會更加的難以排解。

美國商務部的報告顯示，08 年第三季國內生產毛額 (GDP) 較去年同季衰退 0.3%，是自去年 (07 年) 第四季衰退 0.2%以來再次經濟負成長，並寫下自 2001 年第三季以來最大的單季 GDP 降幅。同時，美國的消費支出也結束連續近 20 年的擴張期，讓經濟陷入萎縮局面，總體經濟的數字殘酷地印證著通貨緊縮的日子已經來臨。翻開歷史過去兩次惡名昭彰的通貨緊縮的股市表現，一是美國道瓊在

1929 年崩盤後，耗了十五年的光陰才重返高點；二是日本股市渡過了十八年的通縮日子，目前還處於持續創新低的夢魘。

沒錯！一年之前的 2007-2008 年上半年大家還受惡性通膨所苦，沒想到當這波全球通膨危機解除後，緊縮的日子立即來臨。在全球央行經過金融風暴的震撼教育之後，肯定會發覺通貨膨脹其實不難解決，真正難搞的是通貨緊縮，為了搞定通膨所下的猛藥至今反撲而變成緊縮黑洞。以前美國花了十五年才解決（1929 年的美國緊縮其實是靠二次大戰所造成的需求與戰後重建等等因素方能克服），而日本耗了十三年略為搞定（1991-2004）後的景氣通縮，在 2008 年又面臨相同困境。

通貨膨脹比通貨緊縮來得好處理，是因為我們有足夠的工具對抗通膨。八〇年代美國為了遏止通膨，利率竟然拉到一九%之高，還維持了一年多，儘管過程相當痛苦，最後通膨總算是消滅；從 2007 年以來的惡性通膨，也是經由一、兩次的央行調控政策（當然通膨火種的中國，她的央行花了十多次才降溫），不到一年後的 08 年七月，最後一隻通膨神奇寶貝-原油，三兩下地就被一一收服，可見這個世界的真正景氣是處於冰河期，降溫不用一年，增溫卻要三、五年甚至於數十年。

但是通縮呢？一旦利率降到零或 1% 以下，再來就沒「政策」空間可用了。經濟如果不成長，資金就往外流，過去 20 年來的日本例子歷歷在目，更可怕的是，如果大部份國家都將利率降到零或 1% 以下，資金雖然不見得會外流，但是資金回流銀行與央行所造成的資金冰凍會比過往更為險峻，畢竟在過去十七年以來，全球只有日本單獨承受大量資金外流的苦果，為何我認為資金回流銀行與央行體系是件可怕之事呢？答案就在去槓桿化！過去幾年來豐沛的日本資金與 Fed 不斷降息釋放資金，而這些資金四處投資，如果把全球人類所持有的所有資產，加總一起在同一張資產負債表上的話，無疑地，在 2007 年第三季次貸爆發以來，左邊的資產總值是不斷地膨脹，然而，這些膨脹的資產是用哪裡的錢來購買的？很不幸的，大部份是負債而來的。

本世紀以來由於美國雙赤字以及全球資金分配的極度不均，資金與流動性由少數國家壟斷，如工業大國的日本德國，代工大國的中

國，產油國以及亞洲新興國家（如台灣新加坡），這些為數不到十個國家手中握有全部的流動性，於是赤字累累如美國，與大部份競爭力薄弱的國家，甚至於一些野心勃勃、想要大量舉債以短支長的短視國家（如冰島南韓烏克蘭匈牙利...）這些國家與其企業，就利用華爾街近年來所創造的各種琳琅滿目的信用借貸工具，大刺刺地舉債從事各種投資，於是乎近年來的各項金融資產包括股票、房地產、原物料、貨幣、債券、衍生性金融商品等等皆處於價格膨脹的虛幻當中。

當然資產負債表右端的負債金額也不斷地累積，直到有一天發現資產價格無法如傑克豌豆般地漲到天際時，殘酷的債主竟然上門了，但是，你不能過分苛責這些債主，因為這些債主如投資銀行如保險公司如商業銀行也自身難保，有一天你也發現那些來自中東與日本的金主們，突然急著要你變賣資產還錢，日本金主因為日圓升值不得不趕緊匯回東京老家陪藝妓吃飯，或逼迫那些投機客趕緊還錢；產油國奢侈成性的王子因為石油收入縮水無力支撐他的上百位妻妾之索求無度，除了叫他的好兄弟如韓國三星趕緊還錢以外，也只能被迫去變賣他們在曼哈頓與上海浦東亂買一通的房子。08.11.2 發表在我的部落格

五、通縮黑洞 2-記憶是唯一的路標

『裡面那一堆人正要打炮，我們這兩個槌子到底在幹什麼？我們是皮條客？還是銀行員？』台北金融物語二部曲金控迷霧 黃國華

我們來嘗試著想一個過去幾年以來都不曾想過的問題，那就是商品的價格為什麼會持續下跌？（排除掉季節性下跌因素），原油就是個很好的例子，當每桶從將近 150 美元（08 年 7 月 11 日盤中創下每桶 147 美元的歷史天價）跌到 100 美元時尚可歸咎於投機泡沫的破滅，但是當價格跌到 77 美元（也就是腰斬）甚至於跌到 63 美元（跌幅達 58%），這種跌法就意涵著相當嚴重的問題（到了截稿的 08 年 12 月時每桶原油跌到四十七元）。有什麼問題呢？問題在於物價與通膨的循環三部曲：讓我們再來復習一下：

首部曲：需求上升所帶動的價格上漲，成長率大於物價成長率，如 2003-2006 年快樂的成長 party 期。

貳部曲：惡性停滯性通膨，原物料漲到大部份經濟體無法忍受的地步，物價上漲遠超過經濟成長，如 07-08 年過熱的通膨油鍋期。

參部曲：通膨冰河期，原物料的價格終於高到讓絕大部份的人們開始縮衣節食，而縮衣節食的需求下降效果終於在原物料的價格中看到了，此一個階段，原物料價格開始從高檔滑落，通膨終於慢慢緩和，但必須付出了經濟衰退的慘痛代價。所以，一旦看到了原物料開始大幅下挫之餘，別高興的太早，或許緊接而來就是消費不振、投資不振、需求不振的蕭條冷卻階段，我稱之為冰河，仿佛史前之殞石撞擊地球造成大爆炸與恐龍滅絕之後，隨即進入冰河期讓過熱的地球冷卻，大自然早就有啟示。

冷卻冰河期只是讓某些生物滅絕，但依舊會有其他更能適應環境變化的物種存活下來並取代原先的恐龍，通常的循環中，到了參部曲唱完，股市下跌，物價上漲率跌回低檔（注意！這裡提的是低檔，表示起碼還是正數，如 1982-1986 年的美國，1993-1997 的台灣），萬一！如果在整個通膨循環下累積的泡沫大到傷害金融業這個經濟心臟的話，就會像 2008 年以來的金融風暴，非但無法回到首部曲，反而會進入肆部曲『通縮黑洞期』，比冰河還要可怕的黑洞。

過去的世界沒有聲音，就像夢也沒有聲音一樣。黑洞更是連聲音

與光線都會吸光。回到問題原點：價格為什麼會下跌？

1、 因為消費者不願意買。而消費者為什麼不願意買？因為他們擔心會被減薪，甚至裁員；如果公司的產品削價求售還不能維持營運，身為員工的消費者能一天到晚提心吊膽，擔心公司哪一天會出事倒閉？在這樣的環境氣氛下，消費者怎麼會因為商品價格便宜而開心呢？

2、 預期跌價心理。這是最可怕的消費災難，既然跌價已成為家常便飯，消費者就會延遲購買意願，這現象本來只有在金融商品市場如股市才會發生，如果我們預期台股股價明年還會跌 20%，投資人就會傾向觀望而沖淡買進意願，一旦買氣縮手，股價說不定就真的如預期般地跌 20%。如果，預期下跌心理蔓延到一般商品呢？買氣的遞延影響的就不只是商品價格本身，商品的製造販賣運輸....等等廠商都要受波及，輕則虧損重則倒閉，其聘請之員工輕則收入縮水重則失業，又回到前面那個消費者的意願問題，好像連環套。

你可能想到一些解決方法—消費者不消費，那麼就由偉大英明的政府來帶頭花錢好了，景氣蕭條金融風暴時總有一些偉大的學者會登高一呼，顯然地這很讓政客歡迎，1930 年代的凱因斯與 2008 年的克魯曼都是時代的寵兒，他們提出一些讓政客很窩心的理論，很糟糕的是 1930 年那次好像有點成功（至少表面上是如此），於是從美國到剛果，從民主黨到全民最大黨，從資本主義社會主義到兒皇帝主義，通通著了魔地瘋狂進行政府大手筆的支出，台灣近幾年也不遑多讓，2000 年以前的政客最喜歡花錢，穿著夾克拿張支票到處下鄉，還有位仁兄深諳此道，還差一點讓他當選總統呢！到底政府支出有沒有效果？

沒效果！

特別是越大的國家就越沒效果，美國從雷根時期就用雙赤字來治國，財政赤字已經累積到破表的十兆美元，自己債留子孫不夠還要花外國人的錢，貿易赤字龐大到美國本身所產之紙漿不夠印鈔票所需；三〇年代的美國與近期的日本，通貨緊縮都是在泡沫經濟破滅之後發生；這些年日本政府如果沒有拚命借錢、積極花錢的話，恐怕也會步上三〇年代的美國嚴重後塵。然而，日本政府預算赤字約占國內生產總值的六到十%，而且過去這十多年來都差不多是這個比率，這些年累積下來的債務餘額應該已經超過國內生產總值的規模；更糟的

是，就算未來經濟能有所起色，其有限的成長空間恐怕也會被龐大的赤字給吃掉。

這兩個經濟大國政府拼命的帶頭消費，日本從來未見太大成效，而美國似乎也越來越不妙了。記憶是唯一的路標，回到通縮的歷史找解答吧！

當我們坐著多啦 A 夢的時光機回到 1990 年日本東京的六本木，當年她賺進太多外匯存底，可是進口物品卻因為種種管制而導致國內的物價因為資金過多而一路走高，經歷過一段嚴重的通貨膨脹，物價拉得很高，商品卻無法順利從國外進來；由於價格高、選擇少，民眾的生活品質與國民所得不成比例。此外，錢多就會作怪，十二年前的那一場泡沫，造成股票大跌、經濟走下坡；可是日本央行對當時的高物價及高房價投鼠忌器，在經濟衰退之初不敢調降利率，還維持好多年的高利率政策。

時光機再往前旅行來到一九二九年股市大崩盤的美國紐約華爾街，當時政府也認為有必要冷卻之前的過熱經濟及高物價，所以對股價崩落的現象視而不見，繼續維持高利率政策，結果造成美國陷入了十餘年的大蕭條時期。

這兩段歷史夢魘就是現在所有國家央行決策人員的行事圭臬，講白的就是全球央行專家們的「錯誤示範教材」，於是近十年來，一遇有衰退的影子就猛烈的降息再降息，形成流動性太過氾濫的主因，我常常思考著，時空不一樣問題的發生原因也不一樣，為何央行會如此擔心重蹈 1928-1930 年美國與 1990-1992 年日本的覆轍，卻沒有再去想想，日本從 1993 年起開始降息十二年的成效如何呢？央行的心態就是：「反正我有降息了！有問題別扯到我身上」的微妙官僚心理。

日本的問題在於沒有把泡沫弄破，而只是一昧地灌資金進去把泡沫撐著。

一個泡沫能有多久？一個泡沫要用多少人的青春來彌補？在一連串人為政策及天災之下，日本的經濟成長整整黑暗了十多年，而且有進一步延長到下一代的趨勢。我衷心希望我們不會踏上這個曾統治

台灣五十年鄰居的老路。

挾著貿易順差所帶來的金錢湧向東京，當年 1989 年，一塊榻榻米大的新宿土地可以買下美國一條街；夜夜笙歌的景象很快地在泡沫經濟戳破後，由絢爛歸於平淡，股市由三萬九千多點（1989）反轉至今（2008）將近二十年。1989 年的東京六本木的紙醉金迷似乎在 2007 年的倫敦、紐約、上海、莫斯科、香港與杜拜等地遍地開花，一個日本的房地產泡沫就已經如此棘手且無解了，那麼我無法想像出十個日本規模的美、歐、金磚...等國之總合泡沫，其泡沫問題該如何收拾？何時解決？

2008.11.3 發表在我的部落格

我們一直都在學習循規蹈矩，把字寫在框框裡，努力走在直線上，但是從來沒有人教我們怎麼面對異常，怎麼處理發生在自己身上和大多數人不同的狀況；或者，怎麼看待發生在他人身上而和自己不一樣的狀況？碰到經濟的驚嚇威脅，安靜是最重要的，多思考才是投資不敗之鑰，共勉之。

六、通縮黑洞 3-扶桑的黑暗十五年

『出版界沒有什麼色不色情的刊物，只有暢銷刊物與滯銷刊物』
台北金融物語首部曲內線國度 黃國華

日本當年發生了哪些事情？

一、零利率

日本在泡沫經濟崩潰後，為了刺激景氣復甦，不斷利用降息的貨幣政策，企圖以寬鬆的貨幣政策，讓日本景氣復甦。在這段漫長的期間，一度有央行總裁因為覺得日本經濟已經「很穩」，可以支撐升息壓力而宣布升息，但不幸地景氣立即腰斬，繼任的日銀總裁再也沒有一個膽敢升息，零利率的不正常現象一晃就過了十幾年。

這段期間日本長期的經濟不振，一般認為是其國內金融體系呆帳過大及國內人民不敢消費及投資所致。日本政府在將長短期利率調降到接近零時，也將貨幣基數 (Monetary Base) 增加了二五% (一九九四年至九七年) 及一〇% (一九九八年至九九年)。但我們注意到，其國內實際的貨幣供給額 M2 只增加了一一% (九四年至九七年) 及三% (九八年至九九年)；這代表了中央銀行刺激經濟的寬鬆貨幣政策並未落實到基層體系，以至於乘數效果有限。在日本政府採用傳統凱因斯理論以調降利率來刺激經濟卻絲毫不見成效。

也就是說貨幣恆等式中

$$M \times V = P \times Y$$

左邊的 M 就算一直膨脹，卻被左式中另一個變數 V (貨幣流通速度) 的下降，兩兩抵銷，導致於所得 Y 無法有效提升。

二、政府天文數字的支出

接著 1997 年的亞洲金融風暴使得數家規模龐大的金融機構隨即宣告倒閉。隨之而來的景氣嚴重衰退使得 GDP 連續 5 季呈負成長。日本政府採取一系列的救援方案，包括減稅，挹注公共資金重整和處理金融機構不良債權。其中公共資金更進一步直接以購買金融機構特別股和次順位債券(subordinated debt)的方式為金融機構增資(recapitalization)。至 1999 年底為止，日本政府投入救援和重整金

融體系的公共資金已高 70 兆日元 (約六千億美元)。同樣是挹注公共資金來處理銀行的不良債權，瑞典和芬蘭政府分別投入 GDP 的 4.7%(1991-93)和 7.3%(1991-92)。而日本政府注入的 70 兆日圓相當於 GDP 的 14%。

日本在 1997-1999 年兩年之間就投入了六千億美元拯救國內金融業與企業之紓困，事後證明毫無成效；而美國在十年後的 2008 年第四季，匆促決定投入七千億美金拯救搖搖欲墜的金融業，日本的 GDP 總量約 4.9 兆美元，是美國的三分之一強 (美國 2006 年 GDP 為 13.5 兆美元)，用當年的日本失敗的紓困歷史來看，今日之美國的紓困金額，連五分之一大的日本都無濟於事，美國七千億美金紓困案很顯然地恐怕會步入日本的後塵。

三、能拖就拖

當時，日本當局面對 1991 年地產泡沫崩潰之後的反應也有很大的錯誤，大藏省一開始就採取寬容政策(forbearance policy)，容許銀行壞帳的激增，希望以拖待變來期待經濟狀況與房地產市場的自然回春，便能解套，當年政策的想法是根據景氣循環理論，認為景氣盛衰有如自然潮汐，政府不要太大驚小怪。這也稱為拖延戰術(buy-time policy)。

在 1991 年股價與房地產價格開始崩跌之後，即使金融業壞帳已經快速增加，然而，一開始銀行的反應卻是持續放款給虧損連連的房地產相關產業，反而排擠了其他產業的融資機會。政府與銀行這種用更大量的資金去增加貸放給房地產相關產業的措施，希望用資金去拯救需錢孔急的企業，防止更多的潛在或已曝光的壞帳浮上檯面的這種方法，是想藉由繼續吹起破滅中的房地產泡沫，只是，壞帳的金額遠大於大藏省估計的餘額，當年的日本大藏省與銀行想用資金去填補壞帳的如意算盤因而失效。

大藏省會弄這種吹泡沫政策，還有一種考量，在當時，既然認為放款的擔保品價值早已所剩無幾，與其任令銀行抽銀根和拍賣擔保品，不如展延放款甚至持續提供流動性給房地產業者。這稱為 "forbearance lending" 或是 "private forbearance"。於是銀行的資

金再度套牢在日漸向下沈淪的房地產相關產業，愈陷愈深，同時其他產業卻因為資金排擠作用而得不到所需的資金。

這些紆困的愚蠢金融行為，讓新的投入資金很快地成為新呆帳，結果造成壞學生繼續敗壞倒閉，好學生也得不到政府與金融業資金的幫忙而一一出現新的壞帳，當年日本金融業與政界為了面子問題不敢壯士斷腕，也是讓通縮發生的主因。

但縱觀這長達十多年的寬鬆貨幣政策，除了在 1995-96 年間受阪神地震引起之內需有短暫回升，以及 2005-2006 年短暫的股價與房價止跌回升外，對實質經濟的刺激似無太大作用。貨幣政策的傳遞機制可說是再也無法影響到實質經濟活動，貨幣的寬鬆甚至於零利率都無法刺激投資意願。

四、曇花一現

日本整個金融體系在一九八九年投資與房地產市場泡沫破滅後，幾乎只能用摧枯拉朽來形容，股價與房地產市場狂跌，導致抵押資產價值嚴重縮水，企業倒閉事件頻傳。一九九七年時，甚至有大型金融機構砰然倒地，日本政府隨後又開始對銀行業挹注資金，並大力推動金融業整併。但是就當銀行業開始休養生息之際，卻又碰上 2000 年網路泡沫破滅，於是日本銀行（央行）索性將利率降至零，想要脫離通貨緊縮的泥沼，卻沒有發生作用。二〇〇三年又發生理索納銀行（Resona Bank）瀕臨倒閉事件，促使日本政府再展開一輪注資行動。並透過金融控股公司將金融業做了大規模的整併，且將日本郵政民營化，試圖用自由競爭的方式讓金融業恢復戰鬥力，進而用活潑的金融業進一步活絡日本國內的投資與消費。

經過了 2005 年短暫的小泉炫風似的股市房市與經濟的短暫回春後，日本的金融業的確是變活潑的，鎖在郵局的幾千兆日圓終於甦醒了，這些龐大的資金卻被活潑的日本銀行理財專員與華爾街來的搨客導引到紐澳的外幣存款，引誘日本存款戶與金融業捨棄低利存款，而把資金源源不絕地流到外國的銀行與海外市場，日本在 2005-2007 年資金外流達到史上的最高水準，之會有這樣的局面，就是零利率所造成的。只是眼看到了 2006 年，東京大阪的房價終於看到睽違已久的回升，一年後的 2007 年又碰到更大的通貨緊縮災

難，這次的通縮中心由東京移到紐約，並擴散到全球。

從 1990 到 2007 年的日本，看看 2008 年的美國英國甚至於台灣。

一樣有降到歷史低點的利率，一樣有全力釋放資金的央行，一樣有掩耳盜鈴的拖延戰術，一樣有消費信心的崩落。歷史有其必然也有其偶然，詭譎的是，當全球陷入通縮風險的泥濘當下，這些已受通縮洗禮的日本金融業卻成為 2008 年金融風暴下受傷最輕的，然而這些卻建立在長期資產縮水的苦痛上，以日本東京近郊的埼玉縣（通勤到東京市中心的時間約一百分鐘）為例，其房價從 1989 的高點跌到 2005 的低點，平均跌了 90%，最受日本皇室喜愛的輕井澤森林渡假別墅，在 2006 年的平均單價與台灣三峽房價相當，略高於廣東的汕頭市區。

這是日本十五年慘痛的經驗，而另一個記憶比較新的例子在於 2000-2001 年的美國與台灣，是的！那次的名稱叫做網路泡沫，它的形成因素與當年的日本不一樣，網路泡沫引發通貨緊縮的原因在於「存貨」，其因是 2000 年有個千禧年，當時各企業與個人害怕 2000 年 1 月 1 日那天的電腦，會誤判西元年代的「00」而當機，於是在 1999 年當時大量更替電腦與網通設備，訂單源源不絕地湧進 IT 產業，然而到了 2000 年以後，發現後續的需求突然的銳減，於是各行各業從下游到最上游紛紛地縮減他們的訂單數量，只是訂購或生產的產品無論如何的控制，最終端的消費卻更加地下跌，造成企業產品的庫存越來越多到難以收拾的地步，於是紛紛地裁員關廠、或將投資計畫撤消與延宕，造成了 2000-2001 年美國 IT 與網通業的大浩劫。

這讓個人回憶起很幸運的往事，我在 2000 年 4 月上旬將當時服務的證券自營商的股票投資部位（當然也包括了個人的持股），通通出清躲過後來五千點的殺戮，一個最關鍵的數據就是當時美國躉售庫存的增加速度太高，讓我警覺到美國的企業是否再也無法順利地去化產品，眾所周知，產品的週轉率如果太低，該就會讓產品的庫存數量增加，一旦庫存的問題越來越惡化，將會讓企業投資卻步、資金調度壓力大增、降價求售造成營收盈餘降低。投資人請務必觀察這個「躉

售庫存」數字，若產生連續半年的上升，就很可能由庫存問題再引發一些通縮隱憂。

『只有沉澱到底以後再浮上來的東西，對我來說才是真實的。』

2008.11.9 發表在我的部落格

七、通縮黑洞 4-去他的槓桿化

『我們這些老打包工都是在無意中獲得學識的，不知不覺中家裡都有了一個規模不小的書庫，我們閱讀它們，感到幸福。』過於喧鬧的孤獨 赫拉巴爾

許多人心中可能看到原物料從 08 年第四季以來的狂跌而浮出一線希望，認為以美國為首的消費與工業大國將受惠於原油下跌所節省的開支，不！別那麼天真，作為超級工業大國的美國，耗油量為全球之冠，她在 2007-2008 年之間，每日平均進口 950 萬桶，以從 2007 到 2008 年以來的油價平均下跌 40 美元計算之，一年可以節省大約 1350 億美元的購油支出，感覺上似乎還不錯，且慢！1350 億占 2008 年美國 GDP 的比重大概只有 0.96% 左右(2007 年美國 GDP 為 13.82 兆美元、2008 年估計為 14 兆)。

況且別忘了 2008 年的美國金融業的損失與規模，讓我們來加總一下美國財政部 2008 年提出的經濟刺激政策、金融機構紓困方案、房屋救助計畫、Fannie Mae 與 Freddie Mac 接管等等，總計相當於 1.5 兆美元，光看聯準會的 08 年七到八月的資產負債，其債務就從 8500 億美元爆增到 2 兆美元，這還不包括後續的新增紓困計畫以及對 AIG 的注資。我保守估計單單美國金融業所造成的直接損失就超過 2.5 兆美元 (其它還有更)，這些損失就是購油節省的成本的二十倍以上。

所以想效法 1998 年藉由原物料的下跌與成本下滑來達到所謂熊彼德博士的創新格局，今天恐怕很難如法炮製。

到了 2008 年，絕大部份的金融資產的市價都從高檔下滑 3-7 成不等，所以我們把全球資產或個人資產通通濃縮並簡化成一張資產負債表，左邊是資產，右邊是負債與股東權益，簡單的說，你所購置財產的資金來源一是來自舉債，另一個來源是自有資金，很清楚吧！左邊的資產價值如果下跌，試問右邊的負債會不會下跌？當然不會，怎麼辦？當資產價值小於你的負債的時候，正是意味著你的股東權益為負數，講白話一點就是破產；如何防止這狀況發生？一是繼續吹泡泡讓資產價格上漲膨脹，如果無法吹出更大的泡沫，就只能變賣資產清

償負債了，這個工作在「囉嗦無比」的財務學上就是「去槓桿化」！於是你變賣美國的股票，我變賣英國的債券，他變賣中國的土地....然後一起去還債，經過這麼一輪猛賣以後，還沒處分資產的人會跟著嚇到，「先賣先贏」於是成為顯學。

或許有人會提到資產負債表當中左方的資產跌價，不過就是先前的「紙上富貴」縮水而已，並沒有實質的損失啊，這樣的論點忽略了資產負債表右方的負債，萬一你的負債是在資產價格很高的時期，依據資產的當時高價所借出的融資所買的，這個時候，你可不能說你所積欠的負債也是「紙上負債」，因為你的債務人將會很快（或已經）找上門，而這些人的嘴臉可和當初慫恿你借錢投資的漂亮理專不一樣。

可怕的是，有些資產再還沒有經過「市場買賣」的洗禮之前，根本無法知道它的「金玉其外，敗絮其中」，一堆衍生性的 CDOs 與 CDS、ABCP....等等，拿到市場拋售變賣以後才知道所謂的資產評價原來是一場「paper work 的笑話」，金融業與投資人才知道手上的金融商品價值原來已經貼近「壁紙」，等到大家真正去處分資產的時刻才發現手上的那些受益憑證原來只是一場投資大師設計的「龐氏騙局」(註)。

美國耶魯大學的經濟大師費雪 (IRVING FISHER) 在一九三三年的論文中強調，過高的債務將壓迫經濟活動，因為所有的錢都用來養債。而在價格全面下滑時，債務緊縮導引全面性的景氣蕭條。價格全面下挫的恐怖之處在於嚴重影響借貸成本，若是價格下跌一〇%，即使名目利率為零，實際的利息也會達到一〇%，當面對實際債務上揚的痛苦償債時刻，通貨緊縮的壓力也就愈大，因為償債的速度會跟不上價格下跌的速度，最後則是償債愈多，負債愈大，最後則形成爭先恐後的資產求現風暴。

這就是導致通縮的第三個原因：「債務型通貨緊縮」，資產的價值不斷地下滑以致於造成破產的銀行、企業與個人越來越多，為了自求多福，於是發生了銀行間的互抽銀根，銀行的企業與個人的放款趨向緊縮甚至於「雨天收傘」，企業為了解決債務問題而要求來往廠商提

供更嚴格的現金交易往來，個人因為「實質負債」增加而緊縮消費，形成貨幣流通速度 (V) 降低：

$$M \times V = P \times Y$$

2008 年下半年以來發生的風暴其實就是這種「債務型通貨緊縮」，既然貨幣流通速度大幅降低已是事實，各國的央行只能不斷地釋放資金，讓右邊的實質所得提高（起碼達到不要衰退）。

很難估計的負債端的去槓桿化工程，要持續多久的時間？這麼龐大的資產減損，我認為只有 5 種方法：

1、短期內找到一個更大的泡沫：

如 2000-2001 年的網路 IT 泡沫破滅後，歐美相中了低迷許久的房市，吹起了一個比網路 IT 業更大的泡沫讓總資產再度膨脹起來。

2、找到實質改善人類文明的資源：

如十六世紀發現新大陸，十八世紀發明蒸汽機火車，二十世紀發明電腦；這就是資產價格不變之下，讓總資產變多的方法。我認為除非立刻發現火星上有立刻供咱們使用的資源，否則靠技術與科學的提昇，目前應該是看不出來。

3、發生不得不面對的損害，立刻有效率且被迫增加政府與民間支出的事件：

如大規模災難與戰爭；戰爭是最快消除資產與負債的方法。如當年日本打敗中國並取得台灣，台灣的資產立刻變成日本的資產，左邊的資產迅速膨脹，右邊的負債就微不足道了。

4、找到善心人士可以將債務賴給他：

如將企業的負債轉移到國家機器上，或者大國對小國的債務赦免，不過這次金融風暴連工業大國本身都發生自身難保的問題，不太可能會扮演對小國的散財童子，例如亞洲金融風暴的救援投手 IMF，這次都面臨資金不繼的窘態，或許可以伸出援手救一下如冰島或烏克蘭之叢爾小國，然而恐怕已經無力金援大一點的國家，你總不能叫少棒球隊的救援投手去幫統一獅解決西武獅吧。

5、將問題延長讓時間去解決：

這要花比較久的時間，或許至少還要兩年吧(亂猜的！不過倒是有一堆專家學者與研究機構預測 2010 年見到景氣從谷底翻揚。)

債務的去槓桿化的目的正是要消除債務，但是這必須經過大規模的去資產泡沫工程，去資產泡沫就要面對大規模的破產或倒閉，或直接讓資產用最快的速度下跌到合理甚至不合理的低廉價格，如雷曼兄弟發行的債券或連動商品就是典型代表，或許這個痛苦的過程，部份可以由政府承擔，但是在全世界政府的赤字都已經龐大到天文數字的今天，要政府承受無疑是飲鴆止渴卻又不得不然，無論如何，將債務轉到政府也只能移轉一部份，畢竟就 GDP 的構成份子來看，政府部門的經濟能量大概是 10-40%不等，除非是北韓那種獨裁體或小型產油國如巴林、汶萊，才能單獨靠政府的債務概括承受而短暫渡過危機；長久下去民間私部門必須很殘酷地面對資產大減損之事實。

通貨緊縮來臨，全球經濟陷入萎縮，那麼與昔日通貨膨脹迥異的投資理財手法，也將出現大變化，此時現金重要性加重，過度舉債將成沉重負擔，減輕債務將成為通縮時期的當務之急，其次是資產不再是保值最佳工具，房地產重要性日漸降低，如果將過多資金押注在房市，或高額舉債投資土地或不動產將是危險動作。昔日通貨膨脹時代的寵兒，包括石油、黃金、房地產角色日趨式微。在通縮時代，保有足夠現金的人是贏家，負債越少的人，且能夠握有現金越牢的人，意味著在將來的購買力將相對增大。

註：08 年 12 月爆發前那斯達克證交所 (Nasdaq) 董事長馬多夫 (Bernard Madoff) 以類似老鼠會的龐氏騙局詐欺全球企業，非法募得五百億美元，包括歐洲的西班牙國家銀行、巴黎銀行，亞洲的野村、匯豐以及超過十家的南韓本土資產管理公司等都踩到地雷，曝險金額從少於一三三〇萬到三十一億美元，而且災情有越滾越大的趨勢。此為史上衝擊華爾街的最大金融騙局之一，受害的金融機構遍及全球，瑞士的 Reichmuth & Co.表示該行有三．二七億美元瀕於危險，巴黎銀行估計曝險部位可達四．六八億美元，西班牙國家銀行強調其投資馬多夫的基金曝險三十一億美元，日本野村控股曝險金額大約三．〇二億美元，南韓第二大壽險公司大韓生命保險株式會社曝險金額達三千萬美元，瑞銀聲稱虧損高達五十億瑞郎，瑞士幾家銀行的虧損至少達到二十五億美元。

虧損的基金公司包括 Fairfield Greenwich 以及 Tremont 資本管理公司，英國 Bramdean Alternatives 承認該公司的損失已經高達 10%，日內瓦私人投資銀行 Banque Benedict Hentsch 指出該行有價值四七五〇萬美元的資產瀕於危險。

馬多夫 500 億美元「龐氏騙局」的新受害者不斷冒出，遍及全球金融業者和各階層投資人，如匯豐控股公司的曝險金額可能高達 10 億美元，避險基金曼氏集團(Man Group)、蘇格蘭皇家銀行(RBS) 都傳出龐大金額的曝險，連知名導演史蒂芬史匹柏及諾貝爾和平獎得主魏瑟爾、房地產大亨祖克曼(Mortimer Zuckerman)都是受害者。

08.11.16 發表在我的部落格。

八、通縮黑洞 5-通縮的模樣

『你覺得真正的美是什麼？就是人生無法實現的事。』在世界的中心呼喊愛情 片山恭一

通貨緊縮下所造成的物價下跌會造成消費與投資的「遞延效果」，尤其是預期跌價心理，這是最可怕的消費災難，如果跌價已成為家常便飯，消費者就會延遲購買意願，這現象本來只有在金融商品市場如股市才會發生，如果我們預期台積電股價明年還會再跌 20%，投資人就會傾向觀望而沒有買進意願，一旦買氣縮手，股價說不定就真的如預期般地跌 20%。如果預期下跌心理蔓延到一般商品，買氣的遞延影響就不只有商品價格本身，連商品的製造販賣運輸整個上下游等等廠商都要受波及，輕則虧損重則倒閉，其聘請之員工輕則收入縮水重則失業，而又回進一步影響消費與投資的意願，好像連環套的難解困境。

最有名的例子是台灣經濟部在 08 年 10 月底提出 09 年起舊車換新車可以減免貨物稅兩萬五千到三萬元的計畫，其立意是為了刺激民眾購車的意願，但卻引發消費者遞延的心理，造成 08 年年底的訂單大量遞延與買氣急凍，讓年底的汽車銷售進一步受到打擊；另一個例子是，台灣央行為了因應國際金融環境嚴峻決定將 08 年第四季理監事會議提早到 12 月 11 日召開，相較於以往在第四週才召開會議，整整提前了兩週，這恐將又會造成大眾因為預期利率即將再度降低，而趕在 12/11 還沒調降利率之前趕緊去買入定存單，央行的宣示卻意外地造成資金的逆循環，反而成為刺激景氣的反效果。

黑洞下的股票投資對策

股票投資方面，在總體經濟環境沒有好轉之前，投資股票的比重越低越好，不持有任何股權金融工具當然也是一種不錯的作法，雖然再嚴峻的通縮空頭都有漲勢兇猛的反彈，「快進快出不戀戰」是空頭操作的最高指導原則；在理財方面，刺激消費是政府的事情，咱們小老百姓還是盡可能的縮衣節食保有現金，並積極清理你的負債和不必要的投資。

人們花了半年就解決惡性通膨（08 年上半年），但對於通貨緊縮就沒有那麼好解決了，通縮不只是景氣衰退，尋常的景氣趨緩只是如冷灶中的火候不足，只要政府進場點火就可以解決，然而通縮卻好

比是座連柴火都沒得燒的空灶，空有政府的點火也是徒勞無功的，我無意評論政府的政策，但就一個長線投資者的角度而言，還是等到這個衰退冷灶重新熱鍋以後，我們再將手上的麵條下鍋吧，不然冷鍋下麵是浪費資源的。

美國的汽車業

大家都知道 08 年第四季的汽車業前景，可說是風聲鶴唳的地步，這種由惡性通膨所引發的泡沫爆炸與消費緊縮所造成的通貨緊縮的反噬，1930 年代也發生過一次，當年的許多如今早已不為人知的車廠紛紛地倒閉或被三大汽車廠併購，其實道理相當簡單，當消費大眾的名目所得降低與資產價值大幅縮水之際，金額大的開支將會被列入最優先的「縮衣節食」，依序是房屋-汽車-奢侈品-裝潢-旅遊娛樂-捐贈-.....；汽車業先被 07-08 年的高油價侵蝕的它的成長，接下來又被通貨緊縮造成整體市場的萎縮，而美國汽車業又面臨亞洲貨幣如韓元的貶值，源源不絕地低價韓系汽車又吃掉美國三大汽車的市占率，這個汽車業的現狀正是通縮期的明顯縮影。

惡搞的韓國

每個國家的內需與消費都面臨衰退的窘態，於是一些國家就會動起他國的消費的念頭，這當然就叫做出口，要在短時間內奪取他國大量市場的最快速途徑就是惡性貶值，像韓元在 2008 年 7 月到 11 月間的短短四個多月，竟然就從一美元對 994 韓元貶到 1515 韓元，快速地貶值 52%，讓她的出口貨物在幾個月內多了 52% 的價格優勢，這種貶法差不多已經到了「七傷拳」的傷人七分損己五分境界，也可以說是到了不要臉的「價格不均衡」，韓國忍受高失業率、資金外逃、股市房市價格大跌，甚至於因為貶值造成的進口消費物價的提高，都要死命的出口，如果這招奏效的話，那麼，更惡性的大衰退就要來了。

萬一這種不要臉的貶值從韓國蔓延出去，一些被消費不足所困擾的國家一定會如法炮製，反正先想到歐美日的「所剩不多的消費」再說，於是貶值競賽勢必會產生，而大家最終的消費市場-美國歐洲，就歷史的例子與自利心的合理邏輯推演之下，保護主義的浪潮說不定又會產生。我從 2008 年 12 月 1 日人民幣兌美元急挫 499 個基點 創匯改以來最大貶幅，(12/1 人民幣對美元收 6.8848 元，11/28 上周五為 6.8349 元)，嗅出這些不尋常的味道。保護主義萬一又死灰復燃，那麼匯率的爭議將是最明顯的導火線。2009 年的人民幣能否保

持穩定，將是 2009 年亞洲景氣能否觸底的重要觀察重點。

通貨緊縮還有一個明顯的特徵，那就是商品原物料的跌跌不休，我常用 CRB 指數來衡量原物料的價格高低與其走勢（關於 CRB 指數的說明請看拙作：交易員的靈魂一書，有相當詳細的入門指引），08 年 7 月上旬的 CRB 指數還在 473 點，不到五個月的時間就大跌到 220 點，跌幅超過五成以上，跌幅比起上一波通貨緊縮的 2000-2002 年還要大，原油每桶從七月份的 147 美元跌到 12 月 1 日的每桶 49 美元，足足跌了三分之二，其它的像銅跌了 58%、黃金也曾經跌了 26%、橡膠跌了三分之二、鉛、鎳、煤、鐵砂、天然氣、鑽石...也是跌得相當慘重。

CRB 指數是個斷定通縮的良好指標

當 CRB 的長期走勢回到多頭趨勢的時候，就是通貨緊縮時代的結束，屆時也將是投資人重返股市的重要指南。

原物料上漲與下跌不單單只是各行各業與消費者的成本而已，當油價不斷地升高之際，其實大家在油價裡面已經付出了內含的「和平紅利」(註)，而原物料的下跌也意味著「和平紅利」正在縮減中。

註：和平紅利見本篇的『十五、通縮黑洞 7-大國的紅利點數』一文。

2008.12.2 發表在我的部落格、部份篇幅刊登於第 393 期壹週刊
(08.12.3 發行)

九、通縮黑洞 6-四個爆點

『真實人生中，我們往往在大勢底定，無可更改時才遲遲進場，卻又在勝敗未分的混沌中提早離席。』帶著鮭魚去旅行 安伯托·艾可

2007 年夏天以來的通膨-通縮之劇變成因，以及大部份的金融崩潰的原因大致是如下四項：

- 1、 高度槓桿
- 2、 以短支長
- 3、 大量贖回等流動性災難
- 4、 缺乏短期融通

1、高度槓桿：顧名思義地是過去幾年以來，各個領域的投資人借了過多的資金去從事證券化的高風險投資，會造成這樣的風潮，來自於全球央行在 2000-2005 年之間放出了過多的強力貨幣，以及原物料上漲造成以中東和俄羅斯為代表的國家，她們以一種史上最快的速度累積了龐大的所謂油元，而這些國家的內需建設與消費，或因政府貪腐造成的效率低落，或因貧富差距過大以致於出售原物料之油元收入無法有效地流入其國家的「國內部門」，加上華爾街的金融操作日益簡單（買股票比蓋電廠快速多了吧！）與總總吸引，一個個這些國家的「主權基金」或「私募基金」前仆後繼地投入華爾街的金融遊戲。而這筆龐大油元的迅速回流歐美，不也造成這些歐美國家的貨幣流通速度的加速，到了 2007 年下半年終於就步入了自我毀滅了。

2、以短支長：企業與個人用短期信用工具去舉債借錢買入長期的金融商品，前者如用短期公司債、商業本票或商業銀行的融通額度等，而對應買入得標的是長期到期的債券，或是沒有到期日的股票與房地產。或者利用近年來發展出來的金融工具，將商業本票給長期化，譬如某公司要借一筆資金，她貪圖商業本票的發行成本較低，於是這家公司與投資銀行（類似台灣的綜合券商加票券公司的混合體）簽定五年期的貨幣市場籌資工具，然後每 30 天或每 60 天發行一次，也就是說這筆商業本票 30 天到期

以後，這家公司必須還要再發行另一筆 30 天的商業本票來償還到期的短期負債；當然還有其它各種短期融通工具的出現，之所以會出現這些短期借款和貨幣市場工具，主要是商業銀行與保險公司的帳面需求，因為一般而言，金融機構所持有的短期資產，會被認為是風險值較低的投資，對相同的借款人融通，30 天期借款與三年期借款，前者具有對銀行的財報與各種信評的美化效果，當然會誘使許多金融業去弄一些變相的短期融資工具來吸引客戶借款。

也就是在短期信用市場的蓬勃發展之下，短期融通市場在金融業的投入與競爭之下，變得讓投資人相當容易就可以取得超過其信用容忍範圍之外的短期資金，我們在 2005 年下半年以來從「逆斜率殖利率曲線」就可以看得出來，大量的短期資金需求造成短期利率高於長期利率的異常現象，而這個現象長達年餘；下次的景氣循環，當投資人又看到長時間的「逆斜率殖利率曲線」再度發生時，恐怕要豎起你的耳朵提高警覺了。

3、大量贖回等流動性災難：這個因素是因是果？很難定論，不論是亞洲金融風暴中的泰國或南韓，還是 2007 年底英國的北岩銀行，還是 2008 年第三季的冰島烏克蘭，她們被大量贖回當然是事出有因，但就我們站在投資人的立場來思考的話，前因後果的思考遠不如採取行動來得重要，這些「遠在天邊」的流動性災難，往往會很快地影響到幾千公里外的你我手上之「就在眼前」各種資產的價格，謹記，往後的投資生涯中再度聽聞這些風暴的時候，別再相信政客「我們台灣相對穩定」的官話。

過去數年美國金融市場因為資金過於寬鬆而低估風險，例如在 2006 年 2007 年中，C 級公司債與國庫券殖利率差距僅在 5% 到 6% 之間，這是相當低的水準。C 級公司債信用風險甚高，在 2005 年之前其與國庫券殖利率差距在 10% 以上（甚至在 15% 以上）。大量的資金擁入購買這些信用工具，一旦景氣趨緩造成這些公司債的違約比率提高，當然就造成資金的爭相出脫，若一旦這些公司債又用了以短支長或各種結構化的方法去拆解發行的話，事情除了一發不可收拾之外也變得十分複雜，一旦金融業的問題複雜化以後就會花上冗長的時程去解決，所以往往無法在第

一時間就讓債權人獲得明確的答案與確定的「實際損失」，於是整個金融市場就陷入無底洞中，人人都無法知道「我還剩下多少資產？」，爭相逃脫的恐懼就有如戲院火災，更可怕地是，這些現象又不斷透過媒體與網路迅速的傳播，逃難者與趁火打劫者往往比消防隊來得更快，於是一發不可收拾。

過，這種巨型金融災難而言，第一批逃跑的人往往是唯一僥倖生存者。

4、缺乏短期融通：當大型的金融風暴初期，一些比較早期出事的國家和企業往往被有權有責的機構或他國所輕忽，如 2007 年的貝爾貝登和英國北岩銀行，如 1997 年 7 月的泰國，有能力的如 Fed、IMF、歐洲央行與白宮在風暴之始，說穿了搞不好還弄不清楚到底是怎麼一回事呢！

非理性的繁榮（羅伯席勒著）一書提到人類的智慧不可思議的強大，但有時卻也不可思議的愚昧與浮燥。我蠻同意這個結論的。

2008.12.8 發表於我的部落格。

十、通縮黑洞 7-大國的紅利點數

『我恨春天為我帶來的東西，我恨那在我身體深處所引起的鈍重疼痛般的感覺。這是我有生以來，第一次這樣強烈地痛恨什麼。』挪威的森林 村上春樹

紅樓夢中有兩個世界，大觀園內的理想世界與園外的現實世界。園內是美好富於詩文的教養。園外則相反，凶險、髒污、墮落且淫穢。然而華麗的烏托邦卻是建築在骯髒的現實世界上。二十一世紀之總體經濟一如紅樓之世界，過去幾年歐美先進國家之美好景氣不也是奠基在原物料的過度開採和對亞洲（特別是中國）勞力的剝奪。2005年7月人民幣開啟了升值，大量資金用更快速的方式流入中國，以中國為首的新興國家累積了龐大的工業投資，並把全球工業產能推向史上最高，同時也將原物料（特別是原油）的需求推上高峰緊逼原物料開採極限。

這些都是多數人耳熟能詳的總體經濟趨勢變化，只是許多人忽略了在人民幣升值與原物料上漲的兩大掩護之下，所提供了金磚四國大量的就業，以及原油生產國的巨大財富累積，讓2003年以來到今年（08）上半年的景氣擴張期過程中，因為這兩大區塊的發展而讓全球得到「和平紅利」。

恐怖活動	當時油價
1998/8/7 美國東非使館爆炸	14
2001/9/11 美國 911 事件	21
2002/10/12 巴里島爆炸案	26
2004/3/11 馬德里爆炸案	35
2004/9/1 俄羅斯校園劫持	48

2005/7/7 倫敦地鐵爆炸案	58
原油價格一路飆升到 2008 年 7 月的每桶 147.27 美元，但至今(08/12/6)卻崩跌到 40 美元。	
2008/11/26 印度孟買恐怖攻擊	54

在 1999-2004 年當中還有近百起傷亡超過百人的恐怖攻擊事件。

和平紅利的消失

一家之貧窮帶來家人怨懟，一國之貧窮帶來治安敗壞，而全球景氣之衰退則會帶來恐怖活動與區域失衡；眾所皆知的是原物料（特別是原油）的生產國大多是昔日的第三世界，我無意去討論政治問題，但是這些區域往往是恐怖主義的溫床，如中東、非洲與中亞等，當開採原物料的收入銳減，造成這些地區的人民更為貧窮的話，所謂「重賞之下必有勇夫」，像九一一那種不要命的恐怖活動就會有鋌而走險的勇夫了。從圖表中看出，大規模恐怖活動往往隨著油價上揚而消聲匿跡，當然這些沒有學理的基礎，只是我從邏輯與事實上去推測，一般而言，只有連溫飽都無以為繼才會讓人鋌而走險，原物料上揚所帶給第三世界的些許富足，的確讓恐怖組織找不到貧窮這個溫床。

相同的，人民幣升值所帶給中國的直接投資，讓大量農村過剩勞動力有了就業的出口，曾幾何時中國大陸同胞在亞洲的印象，從「跳機」的非法入境者搖身一變成為「觀光嬌客」，這些轉變正是人民幣的大升值趨勢下所帶來的「和平紅利」。萬一失業潮再起的話，這些嬌客恐怕又要成為鄰國頭疼的社會問題了。

紅利消失的隱憂

原物料與原油從 08 年 7 月以來至今跌跌不休，印度孟買恰好又爆發了幾年來罕見的恐怖慘劇。另一方面人民幣在 12 月初卻迅雷不及掩耳地貶值近 1%，升值趨勢正式告一段落。全球四年多以來的和平紅利兩大支柱陸續地裂解，2009 年將會是很不平靜的一年，無論如

何，我都不希望這些預測會成真，更不願意看到「安全」有關的產業大發災難財啊。

收錄在 394 期壹週刊專欄 (2008.12.8 撰寫)

橄欖葉後記：與反恐、安全與治安有關的產業，包括了軍火、國防工業、保全、安全監控等等，台灣沒有前兩項產業，而保全業多半是「在地化」的經營，唯一會受惠於和平紅利消失的台灣產業，可能就屬於安全監控系統業為首選了。

十一、通縮黑洞 8-利息歸零的年代

『你看到的每一本書，都是有靈魂的。這個靈魂，不但是作者的靈魂，也是曾經讀過這本書，與它一起生活一起夢想的人留下來的靈魂。每一本書，每一次換手接受新的目光凝視每一頁，它的靈魂就成長一次，也茁壯了一次。』風之影 卡洛斯.魯依斯.薩豐

在長達十二年的交易員 (或操盤人) 的專業生涯，以及三年的專業財經作家經歷，我總算在 2008 年的第四季大開眼界，在以往，央行調降利率是多麼的罕見，更是相當的慎重，好幾年難得一見降息的舉動，而且在以往的降息都只是半碼到兩碼之間，且每次降息的間隔都至少有一到三個月的時間，就算是 1990 年起就陷入通貨緊縮的日本，當年從 1993 年開始降利率，至少也花了四到五年才把利率降到零的地步，而從 08 年第三季底起由美國 Fed 帶頭降息，緊接著歐洲、英國、日本、中國、瑞士、加拿大、澳洲、台灣.....全球一輪猛攻，到了十月再一次大降息，十一月十二月亦同，降息的次數與規模與範圍好像電影 ID4 中全球對抗外星人的情節，連我這樣的專業人士都搞不清楚最新的利率，其實，也不用傷腦筋去背誦最新的各國基準利率，因為到了 2009 年，多數國家的央行都會將利率引導到零利率的水準，別認為這是危言聳聽，本月 (08 年 12 月) 的美國短天期國庫券就一度出現負 0.02% 的成交利率。

零利率是政策的必然結果，更是面對史上最大房地產泡沫裂解之後的歷史共業，走到這般的田地的最大原因，是在於泡沫破滅後就會接踵而來的通貨緊縮危機，而通貨緊縮時代的特徵是各項資產價值不斷地縮水，以及最可怕的是「負債不會縮水」，想想看如果物價與經濟成長都跌 5%，名目負債不變的情況下，不就是等同是負債被迫增加了 5% 嗎？相信投資人都同意這次的金融風暴的主因是太多人借了太多資金，去追逐不斷上漲的各種資產包括房地產、股票、原物料等，一旦這些資產價格發生劇烈跌價的時候，不管是個人企業金融業甚至於國家 (如冰島烏克蘭等) 就會發生負債遠大於資產的「破產」窘局。

要解決這種「大規模破產」的風暴，除了不能讓資產再度大跌以外，更要讓負債能夠降低，讓負債降低的術語就叫作「去槓桿化」，降低負債的傳統方法有債務赦免或打折，以及所謂的紓困措施，但這

些都只能對特定國家或產業實施，要大規模的去槓桿化的方法還有減輕利息負擔，讓全球的負債不能再無止盡的增加，而減輕利息負擔的最快方式，就是由央行帶頭將利率引導到低水準，讓受龐大負債與利息之苦的企業與個人多了喘息與生存的時間。

當然，這種作法有許多風險，最大的風險就是會誘使資金外逃，如 1993 年以來的日本和前幾年的台灣，畢竟資金會自然流向高收益的地方；不過，這次既然是由美國帶頭要搞零利率大戰的話，其他各國不論是自願或被迫都得跟著美國降利率，或許這樣就沒有資金外逃的風險了，而全球央行從 2008 年以來降利率的次數簡直比樂透彩開獎的次數還多，由此透露著這次金融風暴的殺傷力大過網路泡沫、亞洲金融風暴、日本房地產泡沫等過去二十年之所有危機的訊息，所以，全球主要工業國家將利率一起降到零的日子應該是在 2009 年的某一天可以看到。

有沒有效果？古今中外只有日本有過零利率的歷史經驗，很可惜的是她的經驗顯示出零利率是無效的，然而我擔心的是一旦史無前例的「人類聯合大降息」的狀況發生的話，只要有幾個國家降息降得比較慢，她恐怕就要獨自忍受大量熱錢進去套利與升值的慘狀，我認為 2009 年的國際金融匯市將會有更劇烈的變化，當然，在零利率還沒到來之前，政府公債都還是個不錯的短中期投資標的，而股市的投資恐怕要等到這些「好戲連連」的總體經濟大戰結束後再進場。

收錄在 395 期壹週刊專欄 (2008.12.8 撰寫)

橄欖葉後記：就在這篇文章公開發表不到三天，美國 Fed 召開 FOMC 會議，宣布決議降息 3 碼，聯邦基金利率範圍來到 0-0.25% 的史上新低，正式開啟了美國零利率時代的來臨，也意味著「央行」這個大店舖打烊了，我的解讀是美國的景氣竟然惡化到要實施零利率這道猛藥，可見問題之嚴重性。

當年的柏南克提出了解答：

美國 Fed 主席柏南克回憶小時候聽聞外婆說起經濟大蕭條 (Great Depression) 時代的往事，讓他對於當時通貨緊縮時，大量的閒置產能感到不可思議，也使他日後致力於研究這一段經濟史，而他無論在學術研究或評論，也對此多所著墨。柏南克認為嚴重的通貨

緊縮會造成以下的後果：

- 1、導致零利率的窘境
- 2、造成流動性陷阱，利率政策的功能將失效
- 3、可能引發螺旋狀的經濟蕭條

所謂的螺旋狀經濟蕭條，指的是當名目利率為零的情況下，若通縮惡化，對應的實質利率將會提高，形同一種緊縮性的政策，此將進一步造成需求衰退而讓物價更加下跌，形成通貨緊縮的惡性循環。

2002 年當時只擔任 Fed 理事的柏南克便提出，即便短期名目利率為零致央行失去傳統的利率政策手段，仍可積極運用公開市場操作配合財政政策刺激，包括政府移轉、甚至是減稅搭配貨幣融通 (money-financed tax cut) 的方式，增加名目支出並創造人為的通膨。所謂的減稅搭配貨幣融通，是指政府為了施行財政上的寬鬆措施，採減稅動作；而減稅造成的財政缺口，則由政府向央行融通，同時創造貨幣供給擴張信用，形成財政與貨幣政策雙管齊下的寬鬆手段。

由於柏南克認為，此政策的實行效果相當央行「開直昇機在空中撒錢」(helicopter drop)，因此素有 Helicopter Ben 的別號。看起來美國要帶領全球進入「印鈔票」的年代了。

投資人不必也無法去計算這場風暴之險峻，長線的投資者可以等到零利率時代的結束才進場布局，央行撒錢的直昇機恐怕要來回好幾趟，才能填飽嗷嗷待哺的景氣，我的邏輯相當簡單，央行的降息既然是為了拯救衰退中的景氣，如果哪一天央行宣布將利率拉高脫離零利率之際，則是央行對景氣已經復甦的確認，我的投資想法更單純，投資的時點用景氣位置來判斷，而不是用股價位置。

「復甦了以後！再進場！」

十二、通縮黑洞 9-貪婪的回顧

『切記！買銀行千萬別花自己的錢。』台北金融物語二部曲金控迷霧 黃國華

通縮最主要的成因：史上最大房市泡沫的崩裂。

全球金融之所以會捲進去這樣大的一個漩渦，實在與美國在 2005 年以前將利率維持在 60 年來最低，以及近年來財務與科技的結合及創新大有關係。簡單來說，美國房地產泡沫的形成與破滅雖是造成此次美國金融機構紛紛中箭落馬的主因；但若不是因為利率政策的失誤及財務工程的創新的推波助瀾，房市泡沫也不至於吹到這麼大才破滅。

估計全球已開發國家房地產總值自 2000 年至 2006 年間從 40 兆美元增加到 100 兆美元。

葛林斯班從 2000 到 2004 年放出了太多資金，吹起了房地產泡沫來解決網路泡沫，雖然他從 2004 年起就反向升息想要收回過多的流動資金，只是，他的升息速度過慢（每次半碼到一碼，四年下來一共升了十七次，），緩慢的過程讓房屋市場完全失去戒心，甚至因為利率上漲的高度預期心理而造成購屋者產生了「先借先贏」的逆市場心理，緩慢升息非但沒有造成冷卻的效果，卻演變成新房屋的搶建，以及房貸戶與投資客的搶借貸款，當然華爾街的那些人相當樂於見到這樣的心理。

此外，由於房貸利率的上揚，造成許多財力堅強的房貸者不願意再借入高成本的房貸，於是華爾街找上了那些沒有議價能力甚至於還款能力薄弱的客戶，因為只有這些人才會接受高利率的借款，於是次等級信用的房貸就越來越多了。次級房貸占全部房貸的比率由 2003 年的 10% 增加到 2006 年的 26%，而因為次級房貸不但是貸款給其實不符合條件的客戶，更因為有兩年幾乎完全不用繳款的「寬限期」，也還是有許多人沒有受到利率上升的影響，照樣申請房貸購屋。只不過兩年的蜜月期終究得結束，幸福快樂的日子總是短暫的。

這些大量推出次級房屋貸款的金融業，雖然短時間內創造出相當亮眼的業績，但次級房屋貸款本身仍具有相當的風險。為了分擔風險，債權被重新包裝成債權擔保憑證 (CDO ; Collateralized Debt Obligation)，出售給投資銀行。這些華爾街的投資銀行不斷地向這些房貸業者買入各式各樣的高收益 CDO。

到了 2004 年以後，事情發生了些許變化，美國 Fed 開始拉高了利率，如前文所提，更大筆的次級房貸需求與更多的 CDO 流入貨幣市場，擅於以短支長的避險基金發現貨幣市場短期借貸或商業本票的成本逐步墊高，CDO 收益與短期借款之間的利差逐漸縮小，這時候日本銀行出現了，經過 1999-2002 年整併改革的日本銀行想要更積極的國際化，以及替日本國內龐大資金尋找出路，於是，不到 2% 的借貸成本以及搖搖欲墜的日圓匯率就變成避險基金的大肥肉，沒多久，她們發現日本的錢真的多到借不完，在 2006 年以前，日本央行貸款利率僅為 1.5%；普通 CDO 利率可能達到 12%，所以投資銀行光靠利差就賺得滿滿滿了。

投資銀行、房貸業者與保險公司內部總有些敢冒險的高學歷天才，他們認為投資銀行的玩法太保守太拘謹，於是這些人紛紛跳出來自立門戶成立了幾萬家避險基金，這些聲名狼藉的避險基金由於本身信用遠不及美林高盛那些老東家，於是他們找上了受長期利率維持在低檔所苦以致於收益不佳的保險公司，兩者一拍即合。

他們聯手用大量持有的 CDO 打造並捧紅了另一新產品 CDS (Credit Default Swap ; 信用違約交換)，投資銀行將部位中的 CDO，每年提撥一部份做為保費，若發生問題，則由保險公司理賠一定的金額。有了像 AIG 這種保險公司的保證下，避險基金所持有的這些 CDO 商品立刻被評為 AAA 級，於是她們不斷地將更大量的次級房貸證券化成 CDO，並將 CDO 做各種信用分級，並把一堆 CDO 又組成基金型態的結構商品。過去十年間 CDO 呈現爆炸性成長。1995 年幾乎沒有 CDO，但去 (2005) 年發行逾 5,000 億美元，約四成 CDO 擔保品為住宅抵押貸款 (residential MBS)，其中近 75% 是在次級房貸和次順位抵押貸款，其他則是一級房貸。

由於購買其他人不想買的 MBS 高風險產品，CDO 已成為抵押貸款市場重要的一環，主要賣給退休金基金和保險業者，但若風險較高

部分賣不出去，市場將大受影響。

向日本人借錢去買 CDO，將 CDO 包裝成結構債再賣出，如果事情只演變至此，後來的風暴就不會這麼大，剛剛提到了一個衍生性商品 CDS，它改變了金融市場的遊戲生態，它引導了保險公司進入衍生性金融市場商品，以為把幾個新的大富翁帶進高風險遊戲裡，就可以降低風險，沒想到一如吳三桂引清兵入山海關，一發不可收拾；到了大概 2006 年，日本竟然復甦了，從 2007 年初日圓開始不再貶值了，龜毛成性的日本銀行的資金似乎不像 2003-2005 年那麼的豐沛。況且龐大的日圓負債漸漸地產生匯兌損失，日圓的借貸成本已經越來越昂貴了，一旦投資標的的收益率與日圓的借貸成本（含利息、匯損與管理費用）慢慢拉近不再有超額利差可以套利，這些投機的資金就開始浮動焦躁了。這就是我在本書中一直討論日圓的理由。

山不轉人轉，華爾街發現了另一批更多金更阿沙力的金主，她們是販賣原物料累積一堆油元的阿拉伯、俄羅斯，以及販賣廉價勞力與貨品的中國與印度，這些國家被華爾街那些人灌了迷湯，給了一個「金磚四國」的恩客外號，就把鈔票源源不斷地買進這些越來越危險的次貸商品，於是這些 CDO、CDS 商品經由大型保險公司的保證（或掩飾）之下，找到了新的金主恩客，直到 2007 年的六月，過熱的次貸核子風暴就從投資銀行 Bear Stearns 這根核子反應爐心開始溶解了。

風光了整整 5 年的美國房地產終於從頂峰重重摔了下來，這條食物鏈也終於開始斷裂。因為房價下跌，優惠貸款利率的時限到了之後，先是普通民眾無法償還貸款，然後房屋貸款公司倒閉，避險基金大幅虧損，繼而連累 AIG 保險公司和貸款的銀行，花旗、摩根相繼發布巨額虧損報告，同時投資避險基金的各大投資銀行也紛紛虧損，然後股市大跌，民眾普遍虧錢，無法償還房貸的民眾繼續增多。

故事似乎找不到盡頭！

整個通貨緊縮來自於房地產的泡沫引爆，而會有如此深遠的影響卻是由於人們的無知與貪婪。

雖然經濟學家對「泡沫經濟」的定義還莫衷一是，但至少已有下列三點共識：

一、「市場價值遠超過其真實的價值」：所謂的泡沫經濟，指的是經濟中「虛擬成分」的比重超出了實際價值，使得經濟結構出現嚴重扭曲。

二、「存在假性的超額需求」：在泡沫經濟下，即使價格已經很高，但由於假性的超額需求極度旺盛，使得大多數投資人仍預期價格會再升高，於是勇於追高買進，形成「過多的資金，追逐較少的商品或資產」的現象。

三、「非理性的榮景」：由於公眾行為非理性的投資狂熱，加上希望一夜致富的人性貪婪，致使每個投資人都相信價格永遠不會下跌，可以更高的價格轉手賣出，深信自己不是那隻「最後的老鼠」，以致「泡沫愈吹愈大」。

產生房市泡沫的根源有三：金融業、監管機構和評級機構。金融業是華爾街的魔法師，他們發明了理應能廣泛分散風險的證券，而實際上這些證券卻產生了超出合理水平的過多的槓桿。

如此大的泡沫還需要有短視近利的房貸業者、不知天高地厚的購屋者和不知風險為何物的投資者參與其中。不過如果不是金融機構將個人次級房貸進行分拆重新結構化成證券的話，情況還不至如此糟糕。投資者認為這些有著五花八門簡稱的證券比其背後的貸款要更加安全。這些券商的做法看起來就像是在把一點兒毒藥放進一個大水庫裡面稀釋，以求風險的分散，而實際上，隨著毒藥越來越多（結構證券發行量大增），以及水庫的水漸漸蒸發（從長期國庫券利率低於短期國庫券利率，就可知道支應這些房貸商品的資金大多來自於短期資金），於是他們把整個水庫都污染了。

理論上風險分散這個想法很好，不過實際上，這要取決於分散給了什麼人；從事後看來，金融業並沒有把風險分散給那些強手，而是

分散給了那些承受不住風險的弱者，最後反而使動盪加劇了，如在台灣販售之雷曼兄弟發行的連動債幾乎都是由散戶承購。此外，金融業從頭到尾根本搞不清楚經由自己承銷出去或留下來成為投資部位的金融商品的風險值。

其實，人們能從歷史學到的教訓，就是人們永遠從歷史學不到教訓。原因是當金融業的獲利看來輕而易舉時，這些人便變得傲慢。華爾街會對這些高度風險的次貸證券，及曖昧不明的衍生性金融商品胃口這麼大，與他們根本不了解這些產品的本質有極大關聯。就像 LTCM (Long-Term Capital Management) 想像不到俄羅斯會違約，或是雷曼也想像不到房價會急遽下跌；或許是，他們根本也不想去了解，反正那些高額且快速累積的承銷佣金與買賣利益正等著他們去幹活呢。

在一個現代的資本主義體系中，金融監理機構應該要提供防護使市場不至把經濟推向懸崖。但就全球的監管機構幾乎都沒有做到這一點。金融監理機構沒能阻止那些不知天高地厚的購屋者去購買他們負擔不起或一無所知的房屋；且一而再的成為幫兇，從台灣的 08 年「馬上好」的氛圍更可以明顯看出，當新政者幾乎是用一種「房市榮景」的暗示成為選舉政見時，政客-建商-銀行這個鐵三角當然會將搖搖欲墜的房地產風險推向更險峻的深淵內，而金融監理機構能夠不當幫兇就已經是算很超然了。

令人擔憂的是台灣的金融管理偏重在道德風險的控管，以 07 年下半年以來的次貸金融風暴和 2004-2005 年台灣本土的雙卡金融風暴，整個崩解之始末，人為掏空或舞弊的成因很低，大部份肇因於對風險的失控與對景氣的過度樂觀，再者對流動性的評估也過於樂觀，經過高度金融科技所創新出來的各種證券化商品，完全沒有次級市場可供交易，或者是因為評價不易，或者是因為初級發行市場的利潤遠大於辛苦維持 market maker 來得高，所以就很不負責任的把這些工作丟給信評公司。而信評公司早就成為拿錢辦事的「評等販售行業」了，和我的作家工作沒多大差別，一樣是寫讀者（顧客）喜歡看的文章，只是，評等公司的酬勞比版稅高上幾千萬倍。

2008.12.14 發表在我的部落格

橄欖葉後記：這一系列的通縮黑洞文章，幾乎濃縮了對 2007 年以降所發生的總體經濟的演化、故事與歷史，我不想做成條理式的陳列，因為這不是教科書，也提不出太多結論與解決方案，因為我只是一個小小投資人。在一長串繁雜的記憶裡，隨著時光的流逝，成長的夢幻與緊縮的現實擺盪在二十一世紀以降的總體環境，曾經發生過的事與似曾發生的事二者間的界限逐漸淡化。不幸的是現實迅速吞食著夢境。

當人們還很年輕時，往往認為現實只有一個，而未來的夢幻與思想空間卻孕育著種種變化。然而隨著年齡的增長，已發生的現實又會變得多樣且殘酷，唯有時間才能沖淡現實的不完美，過去的夢似乎連接不起來一個又一個複雜的現實，記憶中夢境的界限也就會變得越加模糊不清，慢慢地不再作夢，漸漸地選擇遺忘現實，漸漸地放空了全部的自己，漸漸地形成全新的自己，「從底部重新出發」。

附錄、金融海嘯的人事誌

『一個呆子所講的很糊塗很荒謬的話，往往也會使一個聰明人手足無措。

』死靈魂 果戈里

07/4/2 全美國第二大次級貸款公司新世紀金融公司 (New Century Financial Corporation)於 2007 年 4 月 2 日申請破產保護。

07/8/17 美國 Fed 終於啟動了睽違六千天的首度降息政策 (上次降息是 2003 年六月初)。

07 年 10 月底巴菲特前往南韓，拜訪波克夏海瑟威旗下公司時，就公開表示南韓股價被低估，他認為，南韓股市不存在泡沫，未來 10 年間表現可望較全球股市為佳。

07/11/26 中國人民銀行宣布為加強銀行體系流動性管理，抑制貨幣供給成長過快，將存款準備金率上升 0.5 個百分點，由 13% 至 13.5%，創下 20 年來新高水準，預估將自市場吸收 1900 億元人民幣 (8170 億元台幣) 游資。

07/11/20 摩根大通公司 (JPMorgan Chase) 表示，由於貨幣升值提高東南亞、中國大陸和香港消費者購買力，08 年這幾地的股市表現將優於亞洲其他市場

07/12/10 新光金子公司新光銀行今天標售民生大樓，底標 70 億元開標，在一片驚訝聲中以「流標」收場。戴德梁行台灣區總經理顏炳立表示，市場錯估形勢，投標人怕追高價因此不敢出手投標，以致於演變成「林志玲太美了導致沒人敢追」的情況。

07/12/14 今周刊黑傑克專欄：「這次又是利率反轉惹的禍，但藉由資產證券化層層包裝的結果，幾乎人人有份，沒賠到錢的金融機構一定是不入流的，不只全球排名沒份，區域內的可見度也低。」

08/2/5 日本政府為因應美國次級房貸問題所引發之世界性金融、資本市場危機，2月5日正式成立「相關省廳(政府部會)會議」。

08/2/9 美國供應管理協會 (ISM)服務業指數反映近9成經濟景氣，1月份指數由前一月的54.4下滑至41.9，滑落至2001年10月以來最低。

08/2/10 大雪將推高中國08年1月CPI漲幅至7.3%。

08/3/18 有85年歷史的美國第五大投資銀行貝爾斯登(Bear Stearns)終於熬不過龐大資金缺口，在聯準會(Fed)火速處理下，正式由美第二大投資銀行摩根大通(JP Morgan)收購。

08/4/17 國際投資大師吉姆·羅傑斯 (Jim.Rogers) 來台灣演講預言，由於全球供需失調，加上中國、印度等新興市場的後續需求，原物料等商品市場還會走15到18年的多頭

08/4/17 吉姆·羅傑斯說：我希望永遠不要賣掉手中的台股！

08/4/23 呂宗耀說台灣房潮來了，預期比20年前更猛 寶島將成華人地區杜拜。

08年四月底謝金河說：「六檔金融股，一年飆一倍

08/5/16 財金文化董事長謝金河指出，若新政府7月兌現周末

包機與開放大陸觀光客來台二張支票,「眼睛閉一下,台股就上萬點」。

08/05/20 萬寶周刊社長朱成志表示,今(5/20)日指數大跌純屬短多下車、獲利了結,台股 100 天內將無低點,一路直達萬點。

08/5/17 摩根士丹利證券台股策略分析師指出,新政府上台後,隨著投資人對台灣信心改善,鮭魚返鄉效應長期而言,有機會引發 2000 億美元(約 6 兆元台幣)資產部分回流至台股。

08/5/31 「呂張投資團隊」總監呂宗耀指出新政府上任後將推動愛台 12 項建設,可創造台灣新興投資機會,創造新的就業潮,這是過去 20 年所沒有看過的,「怎麼看台股都要大漲,而且要走個五年、十年」。

08/6/20 台股跌破八千點

08/06/24 朱成志蘋果日報專欄:只是政府基金出現,這裡應就是台股的「地板」所在。

08/07/03 台股大跌時仍進場加碼,尾盤由黑轉紅,阿土伯今賺百萬。

08/7/7 鉅亨網台北綜合報導:陸客遊台至少 70 萬人就業,帶動逾 600 億美元商機。

08/7/10 美國 7 月密西根消費信心 56.6,近 28 年來最低水準。美國景氣正式步入蕭條。

08/7/11 美兩大房貸業房地美(Freddie Mac)與房利美(Fannie

Mae) 已無力償債，亟需政府出手紓困。

08/7/15 台股跌破七千點。

08/8/3 呂宗耀認為，往後反彈也將會非常強，他還向投資人疾呼：「現在你一定不能出場。」無論做期貨或現貨也好，一出場就沒有了。

香港命理大師李居明說，台股要到今年 8 月 8 日金秋之後才會大漲，8 月 8 日之後，北京奧運一展開，台股將出現脫胎換骨的氣勢，而 9 及 12 月將是股票最瘋狂的時候。台股「三通」利多刺激，以及美國景氣也將在第四季復甦，台灣將對世界資金敞開大門，股市將一路直上飆上萬點。

08/8/10 李居明效應發酵，呂張投資團隊總經理張獻祥指出，台股基本面強，有許多值得注意的投資機會，但之前投資人對台股沒有信心。李居明的預言可以產生安定人心的力量

08/8/22 投資大師呂宗耀說半導體最壞情況已出現。

08/9//5 日投資大師呂宗耀說花旗、美林、雷曼兄弟等金融業，經過幾季減損提列下，金融業曝險部位已大幅降低。

08/9/13 富邦證券董事長葉公亮則師法投資大師巴菲特，很有信心地說：「可以賣房子來買台股了！」

08/9/15 金管會主委陳樹還在面對其獨立性質疑時直言：「金管會還不是獨立機關。」

08/9/15 美國第四大投資銀行雷曼兄弟倒閉。

08/9/16 台股跌破六千點

08/9/17 台積電董事長張忠謀，這波景氣低迷至少會持續好幾季才能回穩、

08/9/17 全球最大的保險公司美國國際集團 (AIG) 傳出財務危機。

08/9/24 陳樹：慶豐銀 財務有問題

08/9/25 遠雄企業團董事長趙藤雄表示，全球金融危機下，台灣房地產相對漲幅仍低，10年才上漲16.6倍，基本面良好，因此國際資金都紛紛佈局進來台灣房市。目前，台灣房市最壞時機已經過去，因此政府最重要的是振興房市，不是股市。

08/10/6 美國道瓊指數跌破一萬點。

08/10/17 台股跌破五千點。

08/10/22 美國投資大亨索羅斯(George Soros)於日前在一項訪談中表示，中國將是目前金融危機的最大贏家，也將成為下一個新的「金融帝國」。

08/10/22 富邦金併安泰人壽，中華信評：長期評等列「信用觀察負向」名單。

08/10/23 巴菲特投書《紐約時報》，以「Buy America」(買進美國)為題，為文要加碼美國，他認為，「壞消息是投資人最好的朋友，讓你可用低價投資一小塊美國的未來。」

08/11/7 英國央行 6 日一口氣降息 6 碼至 3%，歐洲央行(ECB)也再降基準利率 2 碼到 3.25%，以因應金融危機引發的經濟衰退。

08/11/21 台股盤中一度跌破 4000 點，美國道瓊跌破 7500 點。

08/12/16 美國 Fed 將利率降到零。

08/12/18 紐約原油價格收每桶 36.22 美元，創 2004 年中以來最低點。