

景氣為什麼會 循環 Business Cycles

History, Theory and Investment Reality
歷史、理論與投資實務

拉斯·特維德

Lars Tvede

蕭美惠 陳儀——譯

 WILEY

財信出版

目錄 CONTENTS

• 名家推薦 5

• 前言 7

► 第一篇 景氣循環的發現

1• 賭徒 12

2• 現金付款 27

3• 貨幣夢幻團隊 35

4• 金融的拿破崙 54

5• 古爾德和幽靈黃金 63

6• 七位先驅 72

► 第二篇 初期的景氣循環理論

7• 黃金年代 86

8• 考古學家 104

9• 費雪與巴布森 110

10• 凱因斯及奧地利學派 120

- 11•大蕭條 129
- 12•愛人、騎師、經濟學家 144
- 13•錢的問題 156

► 第三篇 隱藏的世界

- 14•模擬運算 170
- 15•鐵腦 192
- 16•厚尾及其相關事宜 202
- 17•有樣學樣 215
- 18•網路轟然崛起 233

► 第四篇 事物的本質

- 19•人文科學的發展狀況 242
- 20•三個問題 252
- 21•景氣循環的五大驅動力 259
- 22•中央銀行業務的十大挑戰 273

目錄 CONTENTS

► 第五篇 景氣循環與資產價格

23• 所有循環之母：房地產 312

24• 藝術品 345

25• 閃閃動人的珠寶鑽石 362

26• 用來製作各種物品的原物料 381

27• 債券、股票與基金 393

28• 世界上最大的市場：外匯市場 406

29• 景氣循環與市場輪動 415

結語• 心臟的跳動 436

附錄一• 景氣循環理論的重要事件發展清單 438

附錄二• 歷史上的超大型金融危機列表 445

【名家推薦】

本書的內容生動有趣，不僅有真相探索的玩味，也讓古今許多經濟學家在如歷史小說般的情節中登場，讓我佩服不已。本書的作者不是學者教授，而是一位資深的資產經理人，卻能從多年實務經驗中更加體會理論知識的重要，博覽群集，融會貫通，特別對於被「凱因斯革命」所遮蓋的理論給了應得的介紹。我經常被問到，能推薦給大學生什麼既好看又有經濟學知識的書，從現在起，拉斯·特維德（Lars Tvede）所寫的《景氣為什麼會循環》一定會在這份書單裡面。

——劉瑞華，清華大學經濟學系副教授

本書以生動而輕鬆的筆法鋪陳三百年來西方國家經濟的景氣循環現象與各家經濟學派對其提出的解釋。理論與實務的結合，有效地提供讀者據以觀察景氣循環的角度與方法。

——黃俞寧，政治大學經濟學系助理教授

投資人都知道，商品的價格終究要回歸到經濟面的主軸，但有哪些重要的變數會影響景氣呢？這些變數又會對不同商品的價格造成什麼樣的衝擊呢？景氣循環在各個階段會出現什麼樣轉折的訊號呢？這些投資人的疑惑，都可以在這本書中得到解答。原本印象中應該艱澀、乏味的經濟學理論經由具備多年投資實務經驗的作者娓娓道來，竟顯得清楚而充滿了新意。我個人尤其喜歡書中名經濟學家厄文·費雪和股市大作手傑西·李佛摩論戰的章節。這是一本兼具理論與實務，處處閃現著智慧和遠見的好書，閱讀之後，雖不一定能讓讀者精確掌握商品的波動，但一定能對目前所處市場的基調有一定的概念。

——陳進郎，《股市大贏家》暢銷作者

當全球投資者不斷對未來景氣預測時，常忽略人類在過去經濟歷史的軌跡。歷史給予未來框架使人類在學習和研究過去興衰中把握未來發展歷程。在投資路上要贏，就必須對歷史軌跡有透徹的體悟。要掌控投資時點契機，最需要的觀察內容是景氣循環，而景氣循環的基本，則是大家都了解的基礎心理學。自從牛頓的慣性定律以來，眾多物理學者以線性的角度來評論世界是理性且可預測的，一直到1980年以後黃金價格崩盤及許多金融危機才理解到所有的系統都是非線性現象，混沌且恆常不理性，往往循著蝴蝶效應擴大震盪。拉斯·特維德以平易近人，深入淺出且細膩的文筆將讀者拉回過去經濟學者理論以及景氣循環歷史裡，運用這些論述建立一套觀念架構，使讀者瞭解景氣循環關鍵元素，清楚認知房地產、藝術品、大宗物資及股價市景氣循環受市場不理性驅動因子加速衝擊下，所產生的泡沫輪替效應。此書是作者繼上部作品《金融心理學》之延續，點出人性，引人省思，讀者若能細細品味，將之應用於投資思考中，將可抵抗貪婪與恐懼因子，成為資本市場中的贏家！

——呂宗耀，呂張投資團隊總監

一本有關景氣循環驅動因子的綜合分析。本書研究十分透澈，各種資產幾乎無所不包為其特點，包括金融與有形資產。拉斯·特維德的書不僅內容豐富，他也以輕鬆、有趣、易懂的方式訴說他的研究心得。這是市場專業人士與新手都應該閱讀的一本書。

——馬可·伊利（Marco Illy），瑞士信貸投資金融執行董事

很不幸的，經濟學說並非持續進步，後來的學說也不必然勝過先前的。好的學說時常被一些不怎麼樣的新學說排擠，例如寶貴的知識被「凱因斯革命」所揚棄。因此，拉斯·特維德在書中納入由太陽王路易十四迄今各項學說的歷史有其理由，而他在書中也強調了這點。我們不僅可以看到這些學說，還有經濟學家以及他們深受環境所影響的故事，以有趣的方式增進我們的理解。

——安諾斯·福格·拉斯穆森（Anders Fogh Rasmussen），丹麥首相

《智慧型投資人》和《勝券在握》被許多人視專為股票投資人所寫的最重要兩本書。拉斯·特維德的《景氣循環》是有關景氣與投資循環的最佳書籍。閱讀本書可增強投資人瞭解債券、商品、股票和房地產價格波動的能力。

——尤根·奇德克（Jorgen Chidekel），ProValue公司總裁及創辦人

書名《景氣循環》聽起來或許像是高格調經濟题目的科學性演說。事實上，本書討論一系列經濟主題及其歷史演進。用字遣詞新鮮動人，帶領讀者的心緒回到當時的場景。本書絕對值得閱讀，同時也非常有趣，對普通人和專家而言都是如此。

——湯馬斯·艾斯徹（Thomsa K. Escher），瑞士銀行財富管理部門副董事長

身為創投資本家，我常發現自己受到一般經濟波動的影響，不論好與壞。拉斯·特維德的書是我讀過的書當中，對循環有最佳解釋的一本。他的筆法簡潔清晰，而且十分有趣。我強力推薦日常生活依賴景氣循環的人一定要閱讀本書。

——法蘭克·艾沃德（Frank Ewald），丹麥IVS公司合夥人

當眾多全球經濟的觀察家都在質問景氣循環這個觀念時，拉斯·特維德的書來的正是時候。他以創新手法深入分析景氣循環的新形態以及它們對金融市場的衝擊。身為資產經理人，我認為拉斯這本書開啟了理論與實務的新觀點，閱讀此書的過程更是一種享受。

——法蘭西斯·狄拉蘭德（François Delalande），
Notz, Stucki & Cie執行合夥人

前言

楚格（Zug）是瑞士最小的邦，土地面積雖然小，卻具有獨特的瑞士風情。木造農舍散布山丘上，牛鈴聲不絕於耳。夏季時，大多數房舍都點綴著美麗花朵。

楚格位在阿爾卑斯山腳下，可以瞭望南邊瑞吉山（Mt. Rigi）和皮拉特斯山（Mt. Pilatus）的雄偉景色。如果你爬到山上，你可以看到西邊著名的少女峰（Jungfrau）和艾格峰（Eiger）。源於山上的河水匯流到當地的楚格湖，湖的東邊是楚格舊鎮。創建於十一世紀，楚格鎮有木造房舍、狹窄街道、浪漫教堂、防禦城牆和塔樓的遺跡，以及一座小港口。

四季

這個地方的一年四季有著明顯變化。在漫長、暖和的夏天，日子十分熱鬧。眾多的小型露天咖啡座擠滿愉悅的人們，還有祭典、露天市場和音樂會，偶爾湖上會施放漂亮的煙火。夏天即將結束的第一個跡象是暴風雨襲擊。你會先看到遠處無聲的閃電，不是幾道閃光，而是數百道。然後，閃電愈來愈近。等到接近時，你會聽到模糊的低吼聲；抵達楚格時，每道閃電打在湖上或山丘，都伴隨震耳巨響。接著，風雨交加，然後就結束了。秋天之後是一段沈悶多霧的天氣。有一天，雲開霧散，你抬頭看著白雪皚皚的山頭，就知道冬天來了。

在1998年初這樣一個晴朗冷冽的冬日，我步行至蘇黎士班霍夫大街（Bahnhofstrasse），和老友尤根·奇德克（Jorgen Chidekel）

共進午餐。我們喜歡相約在中央廣場的一家餐廳談事情，通常是世界經濟和金融市場。尤根是一名避險基金經理人，對市場極為熟悉。我們點餐後，我像往常一樣開口問道：

「情況如何？」

「還是很不穩。這是一波醞釀中的大崩盤，」他說。「俄羅斯股市像石頭般往下墜。雖然有1.5億人口，但他們現在的經濟規模比瑞士還小。」

「比瑞士還小？」

「沒錯。整個俄羅斯股市的市值差不多等於幾家美國網路公司。亞太地區當然也是一團糟，有些地方好像要建立新的曼哈頓，現在卻一片空盪盪。往常的景氣循環又開始作用了。」

我們在吃午餐時又談了崩盤和景氣循環的理論，喝完咖啡後我們一同離開。當我們要在餐廳外互道再會時，我問他建議該怎麼做。「你知道，這是崩盤。大崩盤。觀望一陣子吧。」他說。天氣很冷，他說話時在空中呼出一團白霧。最後，他冒出一個大大的微笑說：「不過，天氣好極了。」我們相視一笑就走了。

在我目送他走回辦公室時，不禁想著他所說的話將如何在班霍夫大街傳開。「你知道，這是崩盤。大崩盤，」以及這些話如何轉過街角傳到瑞吉大街那些憂心忡忡的企業人士耳中。或者它們會一路傳到湖畔，在船上迴盪著：「你知道，這是崩盤……不過，天氣好極了。」

當晚我回到家，披著外套走入花園，坐在樹下的涼椅上。四周一片漆黑，飄著細雪。我向來喜愛這種寂靜冬夜，有時清澈的天空會有雪花輕柔地飄落我身上，就像這個夜晚一樣。我可以看到遠處皮拉特斯山頂上滑雪旅館的燈光，還有下方觀光船的導航燈光，船身優美地滑過湖水。一切美極了。

我的思緒回到午餐時我們所談論的景氣循環。我看過太多精明

的企業人士輸光每一分錢，因為他們被經濟衰退遮蔽了眼光。即使是經濟專家都覺得這個題目很難，有多少人敢說他們真的懂呢？在景氣衰退時，很多人認為我們永遠無法復甦；而在景氣熱絡時，一些人又認為可以永遠維持下去。景氣循環是個複雜的問題，不知道這種現象是如何開始的？石器時代必然沒有什麼景氣循環。那麼，它們始於1929年的大崩盤嗎？不，早在那之前就有了。或許是在亞當·史密斯（Adam Smith）的時代？不，還要更早。我想或許是在歐洲市場經濟開始使用紙幣的時候，這種現象才真正開始變得重要。

把紙幣引進歐洲的是一個名叫約翰·勞（John Law）的人，從而刺激了一個十分龐大的信用市場的發展。這個信用市場對於景氣循環現象的產生具有重大意義。所以，那或許是這種現象真正開始變得重要的起源。

我想到約翰·勞。他真的知道自己做了些什麼嗎？可能不知道吧。他怎麼可能知道呢？我試著想像他的模樣。他在我看過的舊雕刻圖像中是什麼模樣？可以確定他很高。我的腦海裡開始浮現一幅圖畫——一個高瘦男子的身影。因為當時是「太陽王」路易十四的年代，他的鞋子應該很女性化，有著許多綴飾。我閤上眼，靠在涼椅上，約翰·勞的影像益發清晰。我腦海裡看到一個自信、驕傲的年輕男子站在早晨陽光裡，一隻手放在背後。那一定是在公園，因為背景有些樹木。不遠處有一小群穿著同樣逗趣文藝復興式服裝的男子在看著他。可是，約翰·勞面向一邊，陷入深深的沈思。現在，我可以很清楚地看到他的頭部了，並注意到小顆的汗珠自他臉上流下來。他似乎沒有察覺，目光凝視著一個定點。他專注地看著另一個人。他專注地凝視。然後，我看到他很快地伸手去拿什麼東西……

第一篇

景氣循環的發現

人類時常被真相絆倒，但大多數人趕緊站起來走開，假裝什麼事都沒有發生。

——溫斯頓·邱吉爾

1

賭徒

我一直覺得，約翰·勞自成一格。

——約瑟夫·熊彼得（Joseph Schumpeter）

一把劍。他站在那裡，手上握著一把劍。他馬上要進行一件驚心動魄的事，他要與鎮上一名二十三歲的望族，年輕的約翰·威爾森（John Wilson）決鬥。約翰·威爾森的馬車已經抵達，除非約翰·威爾森改變心意，否則決鬥就要開始。約翰·勞為何同意決鬥？為什麼這麼年輕就要冒死去做這種愚蠢的事？他大可以鞠躬退場，拋開問題；或者從倫敦消失一陣子，直到這件事被遺忘。可是，約翰·勞不是那種人。正如他每次看到機會就去爭取一樣，他也面對每個遇到的問題。現在的問題是約翰·威爾森下戰帖決鬥，所以約翰·勞已做好戰鬥準備。

倫敦的賭場

約翰·勞能說善道，打扮入時。雖然臉上因為天花留下疤痕，但他看起來很聰明，而且身材十分高聳（身高180公分）、儀表出眾，魅力十足，家鄉愛丁堡的女孩稱他為「帥勞」。十四歲到十七歲時，他在父親的會計公司學習金融，那些年間他展露出優異的數學能力。他的父親在1688年過世時，將金融與金飾業務的營收留給這個十七歲的兒子。約翰·勞在愛丁堡似乎有著大好機會，可是他想要的生活不是這個小鎮所能給予的。

因此，他決定離開蘇格蘭，前往倫敦。在倫敦安定下來後，他