

景氣大輪迴

謝辭

第一章 周而復始：長期景氣循環概述..... 1

第二章 循環的剖析..... 11

第三章 十九世紀的英國..... 29

第四章 目前景氣循環..... 34

第五章 大循環..... 55

第六章 群眾心理：循環的驅動力..... 65

第七章 景氣循環與國際貿易..... 67

第八章 景氣循環與經濟政策..... 75

第九章 景氣循環與社會..... 89

第十章 景氣循環與未來..... 101

第十一章 景氣循環與國際金融..... 111

第十二章 景氣循環與國際貿易..... 121

第十三章 景氣循環與國際金融..... 131

第十四章 景氣循環與國際貿易..... 141

黃嘉斌

學歷：加州大學洛杉磯分校

經濟學博士候選人

俞濟群

學歷：普渡大學企業管理碩士

01 金樹平寬

回論大原景

THE GREAT CYCLE by Dick Stoken

Copyright © 1993, Richard Stoken

Chinese translation copyright © 1994 by International Publishing
Company

Published by arrangement with Probus Publishing Company,
Chicago , Illinois 60614, U.S.A.

through Barden-Chinese Media Agency

All Rights Reserved

士亞聖普業金學大原景：聖學

目 錄

謝辭

第 一 章	周而復始：長期景氣循環概述.....	1
第 二 章	循環的剖析.....	11
第 三 章	十九世紀的英國.....	29
第 四 章	目前景氣循環.....	43
第 五 章	大循環.....	55
第 六 章	群眾心理：循環的關鍵.....	69
第 七 章	政治與經濟.....	79
第 八 章	上升波的型態.....	87
第 九 章	下降波.....	99
第 十 章	投資策略.....	103
第十一章	石油時代的結束.....	111
第十二章	知識與通訊的革命.....	123
第十三章	買賣時機.....	137
第十四章	通貨膨脹時代：康德拉契夫循環之變化本質.....	149

第一章 謝辭

周而復始：長期景氣循環概述

特別感激：

Gary Crossland 的許多重大貢獻，其中包括編製圖表，閱讀部份手稿及提供有用的建議。

Haskel Benishay 對本書第一版的建言。

Antigone Stoken 的編輯工作表現突出，許多也建議豐富了本書的內容。

Kingsley Stoken 完成本書吃力的打字工作。

Sandra Loebe 的許多建議和啟發。

感謝協助本書成書，

沒有諸位，這份工作將無法完成。

輻 輳

「大家都絕望時，先知則滿懷希望，
當所有人擁抱著希望，他卻開始絕望。」

你會問爲什麼，
因爲他透視了個中奧秘：大輪迴」

史賴·多瑪斯

尼可斯·卡沙吉斯作品

基督最後的考驗

(Simon & Schoster, 紐約, 1960)

第一章

周而復始：長期景氣循環概述

經濟衰退在1990年降臨——根據統計，這只是相當溫和的經濟萎縮。然而，比起第二次世界大戰之後的其他八次景氣復甦，情況則有所不同，經濟並未快速回歸其成長途徑。事實上，它爲了再度站穩腳步而花費冗長的時間。美國聯邦準備銀行已經盡其所能將短期利率由7.5%調降到5%、4%，最後降到3%以下的水準。但是，……經濟仍深陷泥沼。中產階級所得下降，生活水準受到威脅，焦慮感四處彌漫。

對信奉蘇聯經濟學家康德拉契夫（Nikolai Kondratieff）理論的經濟學者與華爾街人士而言，這種情況熟悉得令人毛骨悚然。在1920年代，康德拉契夫注意到，資本主義經濟從工業革命之後，便經歷長期成長與萎縮之起伏。根據康德拉契夫的理論，在卅五到卅五年的經濟繁榮與生活水準提昇後，隨之而來的是爲期約十年的經濟蕭條，在蕭條期間，工廠產能閒置，穀物生產過剩，大量勞動階級因失業而沮喪。嚴厲的經濟劇變具有相當規律的時間間隔，大約爲四十五到六十年。康德拉契夫解釋說，在經濟活動的大起伏——所謂的長期（secular）趨勢——中，當然會出現所謂經濟衰退之短暫回挫。然而，這種回挫通常都相當溫和，隨後又會出現一波經濟繁榮，造成經濟產出的

新高峰。

康德拉契夫的理論認為，經濟蕭條可以促使資本主義經濟體系消除其過剩之產能，所以它能夠像埃及神話中的鳳凰，再度從灰燼中躍起，開始另一波的工業成長。他的長官並不贊同該理論的結果，但康德拉契夫並未因此而退縮。不久之後，他便被放逐到西伯利亞，從此全無音訊。雖然如此，他的觀念仍然橫越大西洋，為一群偏執的著名經濟學家所認同，其中包括熊彼得（Schumpeter）、佛瑞斯德（Forrester）以及羅斯托（Rostow）。

大多數經濟學家則懷疑康德拉契夫的理論。他們不相信經濟活動會出現循環現象。他們質疑經濟成長會間斷。他們無法理解經濟活動之循環乃起源於人類與世界的關係。猶如宇宙星體間所存在的巨大牽引力，使太陽系能夠安於其所，而強大的社會生物牽引力則會使經濟趨勢維持在軌道中。讓我加以說明。

假設一群動物以某種昆蟲為食。只要昆蟲的數量非常充足，動物便有足夠的食物，並且能夠繁殖。然而，一旦動物的數量增加，昆蟲便逐漸消耗殆盡，而動物的食物來源也逐漸竭盡。自然地，動物開始死亡，這又使昆蟲的數量成長。當動物面臨絕種的命運，因為昆蟲數目增加又提供充分的食物來源，動物便得以再度繁殖。在時間過程中，動物的數量會出現波動現象，由大變小，再由小變大。猶如動物數量與其賴以為生的昆蟲數量之間會相互影響，風險承受者之慾望與經濟活動中交替的繁榮及蕭條之間也會相互產生影響。

風險承受者與風險規避者

風險承受者企圖從經濟成長中獲取利益。雖然他們通常被視為是利潤追求者，例如企業家與投機客，但他們也包括利用借貸以改善生活水準的人。另一方面，風險規避者則不願意其福利受到經濟擴張的影響。他們通常是偏好固定薪資所帶來安全感的人，例如領取薪資的員工，但他們也包括延遲消費以便增加儲蓄的人。這兩個範疇描述了願意擴張、或不願意擴張其經濟承諾的一般傾向。

這種行為傾向創造了經濟循環。在經濟繁榮期，人們相信自己的經濟前景將持續改善，因而受鼓勵成為風險承受者。企業家擴張其經濟承諾，消費者也勇於擴張信用改善生活水準。這些行為又促進經濟的擴張。但是，經濟趨勢不斷攀升時，風險承受者的人數會增加。當太多經濟參與者變成風險承受者，則經濟產出的供給會不斷擴張而超越其需求。這時候需要有人改變其行為模式，所以某些人變成了風險規避者；亦即，他們停止金錢借貸、停止經濟承諾的擴張。為了促成上述事件，人們必須經歷經濟陣痛期，例如一次經濟蕭條。因此，如同白天之後將有黑夜的來臨，經濟擴張之後會出現經濟萎縮，其後又會產生新一波的經濟擴張。

成為風險承受者之慾望與經濟狀況間的互動關係，產生了經濟擴張與萎縮的長期循環。長期經濟榮景所帶來的資產增值與生活水準提升，遠遠超過人們的預期。他們經歷愉快的時光。對大多數人而言，經濟面的愉快經驗會產生明確的心理變化。

在兩百多年前，英國的哲學家邊沁（Jeremy Bentham）說過：「大自然將人放在兩大主人的管轄之下一痛苦與愉快。兩者會指示我們要做什麼。」

經歷經濟榮景之後，人們認為世界較不具風險，這種看法會驅使他們的行為出現根本變化。愉快原則統帥一切。人心轉向健康樂觀的信念，更願意跨出新方向，嘗試新冒險。亦即，人們更願意從事新企業、做新投資、貸款、或增加消費。這種行為大幅提昇整體經濟。

這種普遍的心態提供了整體經濟根本支撐的來源，所以經濟衰退不會演變成經濟蕭條。很多風險承受者正等待著準備利用經濟衰退所造成的資金與勞動成本下降，來增加其投資。消費者也不會大幅刪減支出，因為他們的長期展望仍然有利。相反地，他們會動用過去的儲蓄或依賴借款，以維持生活水準。結果會造成長期性的經濟擴張。在循環的擴張階段中，商業萎縮會很短暫而且很溫和，而商業活動的每次擴張都很輕鬆地超越前一次擴張的高峰。另外，在此期間，對於產品和信用的需求成長會導致躉售物價及利率的上揚。

樂觀之錯誤

然而，生活水準與利潤經歷一代的突出提昇之後，人們開始脫離現實。很多人相信過去所發生的事會永遠持續下去，而成為風險承受者。一大群新企業家試圖利用前瞻性的投資機

會，配合消費者支出的大幅增加，創造信用需求的遽升。長期利率（資金成本）上揚，並且超過了自然利率水準〔自然利率是資本的理論投資報酬率，加上通貨膨脹的調整值。雖然經濟學家還不能將自然利率予以量化，但如果我們採用過去150年的平均長期利率，則水準為3.5%。經通貨膨脹調整，它在1967年之前十年的水準大約為2%，所以我們可以將1967年的自然利率大致定為5.5%〕。風險承受者所支付之利率超過自然利率時，他們則犯了樂觀的錯誤。理由：這一大群新風險承受者將大幅提升對原始物料、農產品、油料、與勞工的需求，而且會到達遠超過其供給之水準。當企業家熱烈嘗試擴張產能，這些物品的價格將上揚，經濟也將歷經兇猛的通貨膨脹。在企業營運成本上揚的同時，食物與能源價格的上漲也使消費者提高了在這方面花費預算的比率。所以消費者能夠花費在工業產品的資金也相對減少，所有的需求突然消失無蹤。大幅的經濟萎縮一定會隨之而來。

然而，這並不是擴張階段的結束。產品的供給與需求之間不會永遠失調，有利的投資機會也不會完全消失。企業營運成本稍微下降之後，另一群風險承受者即將出現，並做出經濟承諾。經濟活動又出現反彈。消費者需求上升，促使企業家能夠調高售價，並抵消部分的高生產成本，至少暫時如此。但長期利率水準仍頑強地處於自然利率之上。

「高原期」的不均勻成長

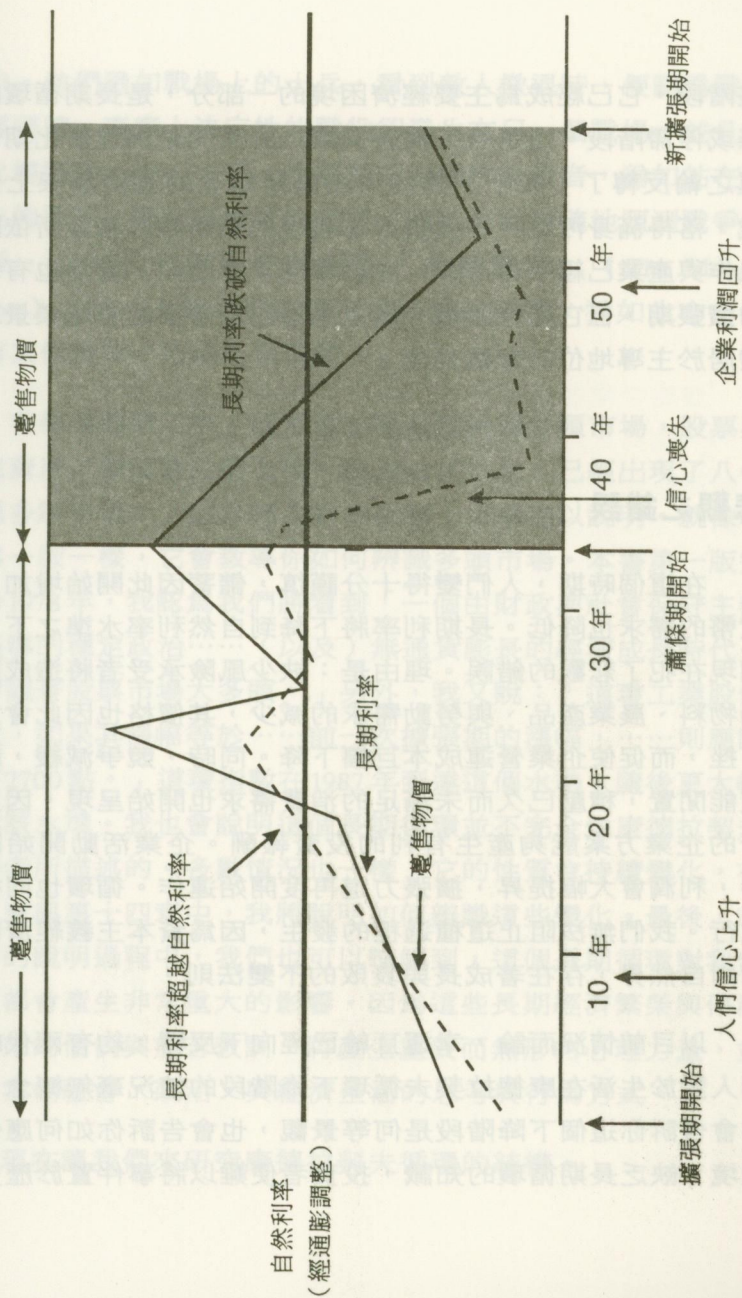
這種景氣反彈並不能產生擴張階段初期的那種全面榮景。這裡會出現為期約10年參差不齊的成長期，康德拉契夫的信奉者稱其為「高原期」（Plateau Period）。這是過渡期，其間充滿了根深蒂固的困境，例如國內外競爭轉劇、生產力不振、古老產業獲利水準下降，最重要者則為債務的巨幅增加。

在這個階段，有利的投資機會逐漸耗盡，但風險承受者並沒有注意到這種現象。他們仍然十分樂觀，持續從事新投資計劃，他們相信消費者仍會增加支出。結果造成嚴重的超額產能與龐大債務。在企業營運成本高漲的期間從事新投資，與擴張階段初期從事投資相比較，兩者是截然不同的，前者將損傷企業的獲利能力，競爭將變得十分劇烈。很多市場變得過分飽和，而企業家發覺他們再也不能以調高價格的方式來抵消成本的增加。利基逐漸遭到侵蝕。產能過剩與大量債務再也無法受到支撐。他們必須加以清算（參閱圖1-1）。

經濟萎縮的結果將令過度擴張的風險承受者感到恐懼。他們開始清算債務，並觸發骨牌式的破產與失業。資產價值、工作保障、與生活水準等各方面的意外減損成為痛苦的教訓。人們發現親朋好友陷入困境，也認為世界是個具有相當風險的地方。他們對經濟前景感到十分悲觀。也造成行為方式的根本改變。他們的注意焦點移轉到如何避免痛苦與保護自我。企業經營者結束營運、降低負債、遣散員工，停止虧損的事業。同時，消費者延後其購買行動。多數人推諉經濟承諾，使整體經濟雪上加霜。

經濟萎縮再也不能自我修正。它再也不是主要擴張期的調

圖 1-1 理想的波型



整階段。它已經成為主要經濟困境的一部分，是長期循環的蕭條或停滯階段。這是令人痛苦與難以忍受的結構性變化期。幸運之輪反轉了，成千上萬的人由其所攀登的經濟高架上倒頭栽，落得滿身污泥。一覺醒來卻發現他們事業與儲蓄所依附的工作與產業已經不再可靠。在循環的下降階段，當然也有循環的擴張期，但它動作遲緩，難以創造出所需要的普遍榮景以改變居於主導地位的悲觀信念。

悲觀之錯誤

在這個時期，人們變得十分謹慎，儲蓄因此開始增加，對貨幣的需求也降低。長期利率將下降到自然利率水準之下。人們現在犯了悲觀的錯誤。理由是：缺少風險承受者將造成對原始物料、農業產品、與勞動需求的減少，其價格也因此會大幅下挫，而促使企業營運成本巨幅下降。同時，競爭減緩，超額產能閒置，積壓已久而未滿足的消費需求也開始呈現。因此，新的企業方案能夠產生有利的投資報酬。企業活動開始回升時，利潤會大幅提昇，擴張力道再度開始運作。循環也同樣在進行。我們無法阻止這種過程的發生，因為資本主義經濟體系如同自然界，存在著成長與衰敗的不變法則。

以目前情況而論，幸運巨輪已經向下反轉，約有兩代的美國人對於生活在康德拉契夫循環下降階段的情況毫無概念。本書會告訴你這個下降階段是何等景觀，也會告訴你如何應付新環境。缺乏長期循環的知識，投資者便難以將事件置於歷史宏