



馬桶裡的電子眼

這個月我想譴責發明電子自動沖廁裝置的人。沒錯，我要在這裡講廁所，也就是便便問題。接下幾段所講的事，我希望自己不必親自經歷。我知道，我其實可以跟各位講一些更有意義、比較不會令人反感的議題。但我覺得許多讀者會對我講的事有同感（如果不是有相同經歷的話），因此我決定再度以一些瑣碎的事來為《投資展望》開頭，好突顯我們共同的人性感覺，以及對手動沖廁裝置近期消失的悵然若失。

我不知它確切裝在哪裡，但如今公共廁所的抽水馬桶裡裝了電子眼，可以偵測到你站起來與坐下去的動作（還是應該說坐下去與站起來？），以及你何時「辦完事」——我想你明白我的意思。我的醫生告訴我，直腸檢查是必要之惡，但在廁所裡裝鏡頭也是必要之惡嗎？我還從不曾從這角度看自己，將這任務交給一個鏡頭，然後跟它說以下這句話，還真是特別尷尬：「照照看，有哪裡不對勁嗎？」我想，既然有一隻眼睛看著，應該也可以有一把聲音跟如廁者說：「請坐下。」上廁所時，我當然會坐下，而且通常會趕快坐下，帶著趁自己還沒引人注目，趕快辦完事的心情。

但是，真正的考驗，是在「辦事」完成之後。它沖還是不沖呢？確實知道答案的，只有那顆電腦晶片。但是，有時候，你交了功課，拉起褲子，離開的姿勢都擺好了，那馬桶就是毫無動靜，沒有水沖

1

本文翻譯自 2010 年 8 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。



下來。嗯，碰到這情況該怎麼辦呢？你也知道，總不能就這樣離開。有時馬桶塞住了，而廁所裡又沒有歐式廁所常備的通廁工具，你還可以趕快溜走而不會良心不安——當然，你會先確保廁所裡沒人看見你，免得將來有人出庭作證，說你辦完事沒沖廁。但是，對著裝了電子眼的馬桶，你不可能安心地溜走。因此，你會對著鏡頭揮手，希望藉由阻斷光波，說服那自動沖廁裝置有人真的已經用過馬桶，不要忘了沖水！抑或它不沖水，是因為東西太少，根本就不值一沖？喂，哈羅！徒勞無功之後，你會試圖找一個緊急沖水按鈕，類似那種「起火時請打破玻璃」的廁所版本。但想想那數以十億計的細菌！如果有一根老式的沖水把手，至少你可以用鞋子去踩它，雙手舉起，像是醫生在施行手術前擦洗手臂那樣，然後離開，就像是在試演《急診室的春天》(ER)裡的一個角色。我想你最後還是會奪門而出，離去時一直在期待沖水聲、沖水聲，那美妙的沖水聲。你會想：讓大家自己動手沖廁，不是省事得多嗎？這就是為什麼我認為我們應恢復以前的方式——不過不是後院的屋外廁所，而是那美好的老式沖水把手。只要按一下，嘿，你就可以走了！

這個月我的確有一個嚴肅的訊息帶給大家，它是新常態 (New Normal) 的附屬物，未來多年很可能將顯著影響經濟成長與金融市場。我們的新常態，容我不厭其煩再講一次，是基於去槓桿、加強監管與去全球化這三大趨勢。三者皆傾向壓低已開發經濟體的經濟成長率與通膨率，而初始狀態較佳的新興市場國家則大致不受影響。近幾個月來，穆罕默德·伊爾艾朗 (Mohamed El-Erian) 指出新常態一個發展中的事態：當局面對結構性而非週期性問題，未能

2

本文翻譯自 2010 年 8 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



提出適當的政策措施。大家應該閱讀他常發表在媒體上的評論，了解他較完整的分析。傑佛瑞·薩克斯（Jeffrey Sachs）等人也就如何回到舊常態提出了一些有益的觀點，大家也應看看他們的文章。

但是，人口因素將使得我們更難回到舊常態。人口因素就像地心引力，不容易看見，但影響無比強大。人口因素——我們這裡講的是人口成長——的影響是非常長遠的事，長遠到經濟學家與觀察家在解釋經濟運作時，往往從不考慮人口問題對經濟成長的必然影響。生產仰賴人，不僅是因為實際生產過程中需要人，還因為人的最終需求是支持生產活動的根本原因。消費者越多，需要生產的東西就越多。我願意這麼說：不僅是經濟成長仰賴人口成長，資本體制本身或許某程度上也仰賴人口成長。在近幾個世紀的現代資本主義時代，世界人口從不曾萎縮，甚至每年成長率不曾低於1%。目前全球每年增加7,700萬人，成長率1.15%，但正日趨放緩。儘管如此，我們一年仍然多了7,700萬人要吃飯，7,700萬人要穿鞋子，也就是多了7,700萬個小小的經濟需求單位：房屋、家具、汽車、道路、石油，以及更多，更多。我願斷言，資本體制在需求愈來愈多、愈來愈多時會繁榮興盛；但如果是需求愈來愈少，或是預期將愈來愈少，資本體制就不會有那麼好的表現了。這並非馬爾薩斯式觀點，馬爾薩斯是認為在人口不斷成長的情況下，世界終有糧食不足的一天。我想說的，是資本體制仰賴最終需求，而如果人口成長放緩，資本體制這個世上最有效率的經濟制度將遭受考驗。我的觀點甚至可以說是反馬爾薩斯的，因為我認為我們的生產總能滿足不斷成長的人口，但人口成長卻可能不足以支持生產不斷成長。

3

本文翻譯自2010年8月號PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

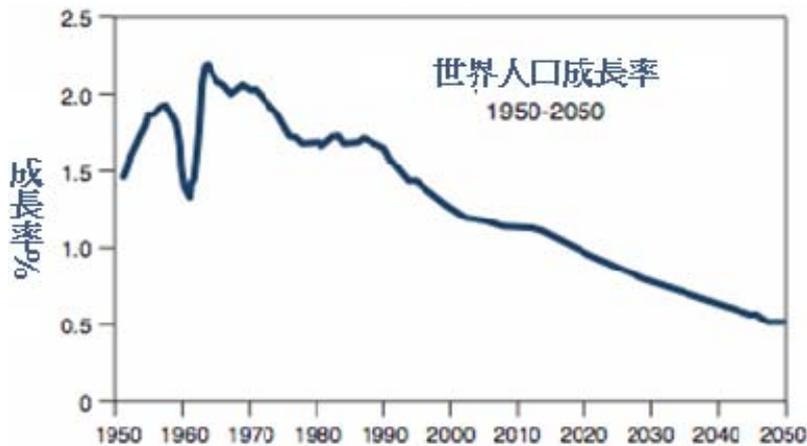
德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路378號5、6、7樓及9樓
Tel：(02) 2502-8889
Fax：(02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96金管投信新字第020號



觀察家會指出，如下圖所示，自 1970 年以來，全球人口成長率持續下降，但並未產生明顯的不良效應。沒錯，我想到 2008 年時，情況的確如此。事實上，自 1970 年代以來，民間市場就從不曾在沒有人為的資產價格刺激下，靠自身動能長時期維持興旺狀態。人口成長不足，很可能是已開發國家金融體系槓桿升高，政府與民間總債務大幅膨脹的主要原因之一（以美國為例，政府與民間總負債對 GDP 的比率從 150% 升至逾 300%）。因為總人口不再顯著增加，為維持既有的 GDP 成長率，所有已開發國家皆鼓勵靠債務融資提升人均消費額。最後，美國消費支出佔 GDP 的比率升至 70%，家庭部門債台高築，此時刺激消費之路已走到盡頭，消費只能向下調整。絕大多數已開發國家也出現類似情況。

人口趨勢非常不妙



資料來源：美國統計局，國際數據庫，2007年7月版

4

本文翻譯自 2010 年 8 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
 台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
 Tel : (02) 2502-8889
 Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
 96 金管投信新字第 020 號



相對於以往的去槓桿週期，眼下的危險是我們在非常不利的大環境下嘗試去槓桿：人口成長結構性放緩，而不是正經歷十年的顯著成長期。日本就是眼前一個活生生的例子，告訴我們在人口成長放緩（如今是負成長）的情況下去槓桿可以發生什麼事。美國與歐洲經濟體 1930 年代經歷的去槓桿時期也適逢類似的人口狀態，當時出生率是二十世紀最低的，人口成長極度疲軟。當時經濟表現糟透了。如今已開發經濟體的人口成長率，幾乎一定顯著低於過去 50 年間的 1.5%。即使是就全球經濟而言，未來 10 至 20 年的人口成長率也將只有 1% 左右。

上述分析甚至還未觸及成長放緩之下，人口日益老化的問題。在日本、德國、義大利，當然還有美國，隨著嬰兒潮世代逐漸跨越 60 歲大關，整體人口一年比一年老。即使是中國，因為先前厲行一胎政策，如今也面對類似的老化問題。而雖然老人家的支出佔所得的百分比比較高（也就是說，老人家儲蓄率較低，最終還會開始動用已累積的儲蓄），但他們人均支出遠低於較年輕的人。老人不會買新屋，而且會減少度假，較不注重炫耀性消費，也不會每隔數年買新車。他們最關心的是醫療保健。這種老化趨勢對未來 5 至 10 年的新常態環境非常不利：總人口中新的消費者減少了，愈來愈多較老的人則減少消費。整體效果是進一步拖低經濟成長。

PIMCO 的新常態觀點至今未改：去槓桿、監管加強與去全球化趨勢會產生結構性阻力，導致經濟成長率降低，資產報酬率降至歷史均值一半左右。在新常態下，人口成長放緩，以及週期性政策錯誤（在消費者基礎萎縮的情況下，力推刺激消費的凱因斯政策）都不是好

5

本文翻譯自 2010 年 8 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號

Bill
Gross



Investment Outlook

P I M C O

2010年8月

事。目前的赤字支出試圖將消費者支出佔 GDP 的比率維持在人為的高位，這有如用錢去沖經濟馬桶。明智得多的做法，是創造或模仿一些政府產業政策，以改善基建、潔淨能源、更有意義的教育，以及較不昂貴的醫療服務為目標。在我們做這些事之前，政策制定者將繼續對著電子眼揮手——等待沖水、等待沖水、等待沖水，而結果往往是徒勞無功。華府人士應該嘗試其他辦法了。伊爾艾朗、薩克斯及其他二十一世紀的政策思想家有更好沖水方法。

威廉·葛洛斯(William H. Gross)
執行董事

6

本文翻譯自 2010 年 8 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號