

的玩 錢別 人

金融的黑歷史與那些
「圈內人」的高風險秘密

“可以肯定的說，
街不會喜歡這本書。”

——《財星》雜誌

出經濟學家與評論作家鉅著

年度選書

《經濟學人》

《金融時報》

《彭博》資訊

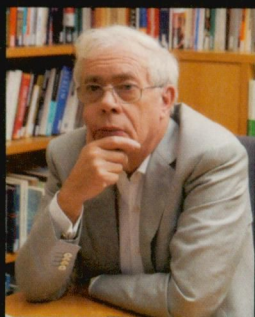
OTHER PEOPLE'S MONEY

STERS OF THE UNIVERSE OR
WANTS OF THE PEOPLE?

John Kay

約翰·凱——著 英倫翻譯社、謝孟宗——譯

有種超額報酬風險，只限聰明業內人製造（但可能由你我買單）
當代經濟中龐大不可忽視的金融部門，到底靠什麼獲利？
他們憑什麼享有特許地位，又為何能賺這麼多錢？



Photos by InetaLadace,
Bella Studio Photography (East Grinstead)

作者 | 約翰·凱 John Kay

牛津大學聖約翰學院教授暨倫敦政經學院客座教授。英國傑出的經濟學家。他是數家公開發行公司的董事，並曾每周為《金融時報》撰寫專欄，亦主持過英國政府對股權市場的檢視。（該份檢視報告於二〇一二年公布，建議英國政府大幅改革。）

約翰·凱於經濟及金融經濟領域的著述豐富，包括《市場的真相》（The Truth about Markets）、《總而言之》（The Long and Short of It）、《迂迴的力量》（Obliquity）。

譯者 | 謝孟宗、英倫翻譯社

的玩 錢別 人

金融的黑歷史與那些
「圈內人」的高風險秘密

OTHER PEOPLE'S MONEY

MASTERS OF THE UNIVERSE OR
SERVANTS OF THE PEOPLE?

John Kay

約翰·凱——著

英倫翻譯社、謝孟宗——譯

金融的黑歷史與那些「圈內人」的高風險秘密

玩別人的錢

OTHER PEOPLE'S MONEY — \$ —

MASTERS OF THE UNIVERSE OR SERVANTS OF THE PEOPLE ?

JOHN KAY

約翰·凱 | 著

英倫翻譯社、謝孟宗 | 譯

然而，這些公司的主管，管的是別人的錢而不是自己的錢包，因此遠不能預期他們會戒慎恐懼行事，一如私人企業合夥人那樣看緊投資……因此，這類公司管起事來，肯定粗心又揮霍。

——亞當·史密士，《國富論》，一七七六年

當我近幾年來說到高額融資有害，我指的是少數那些拿別人的錢去投機的人——各位芝加哥鄉親一定明白我說的是哪種人。

——富蘭克林·羅斯福，美國總統選戰競選演說，一九三六年十月十四日，芝加哥

序牛的寓言

1

一九〇六年，統計學大師法蘭西斯·高爾頓 (Francis Galton) 在鄉村市集觀察了一場猜測牛隻重量的比賽，參賽者共八百人。學者天性使然，高爾頓統計了參賽者的答案，發現平均數極為貼近正解。後來詹姆斯·索羅維基 (James Surowiecki) 將這件事寫進他那本饒有趣味的著作《群眾的智慧》(The Wisdom of Crowds)²。

後續的發展卻沒幾個人知道。幾年後，用來秤重的磅秤越來越不準確，修理費卻很昂貴，主辦單位靈機一動想到，既然參賽者這麼會猜牛隻重量，又何必修理磅秤。乾脆讓每個人猜測牛隻的重量有多重，再取平均值不就得了。

如此一來卻衍生了新問題。猜重比賽變得熱門後，就有人想作弊。他們甚至想從養牛的牧農那兒獲取獨家消息。主辦方擔心，要是有人佔了便宜，其他人就不想參加比賽了。一旦參賽者變少，群眾智慧就靠不住了，沒辦法從中得出牛隻的重量。

於是，他們祭出嚴格規範，要求牧農每三個月一次提出牛隻生長報告，張貼在市場門口供所有人查閱。要是有人透露任何牛隻的相關資訊給友人，這些資料也必須公開。若參賽者若握有獨家訊息，將會被禁賽。這麼一來，猜重比賽得以維持公平。

專業分析師檢視了這些規章，提醒客戶可能的影響。原本他們會設宴款待牧農，但是

一旦牧農被要求要留心所揭露的資訊，這樣的飯局就變得多此一舉。有些聰明的分析師也察覺到，光是知道牛隻的健康狀況及飼養情形其實沒有多大用處。既然牛不會過秤，重要的反而是得知道大家的猜測值，於是致勝關鍵也不再是能準確推測牛隻重量，而是如何揣摩他人的猜想等這一類的事。

但也有人如「老巴菲特」主張，這種流程的結果與實際養牛情況越來越脫勾。但只是沒人理會他。是沒錯，老巴的牛兒看著都很壯、養得很好，他的荷包也越發滿盈；不過他是個不識字的鄉下人，不太懂市場運作法則。

後來還成立了個國際組織，明定如何評估牛隻重量。市面上有兩套標準，一是「一般牛隻測重原則」，另一套是「國際牛隻測重標準」，但兩套標準都同意一項基本原則：要排除個人主觀因素。因此牛隻重量正式定義為每個人推估值的平均。

不過有個問題是，有時只有少數幾個人，甚至沒人參與。這問題很快就有解。芝加哥大學的數學家發展出運算模型，只要有先前推估的牛隻重量，就能算出估值的平均數會是多少。不用懂畜牧，有最先進的電腦就行。

到了這時候，龐大的產業於是成形，有了專業猜測牛隻重量的、專業辦猜重比賽的，還有專業幫大家精修猜測值的顧問。雖然有些人建議，把磅秤修好或許會比較省錢，但卻只換來嘲笑：要是能從這麼多聰明人的群體智慧中得利，又何必走回頭路只靠一位拍賣官來評斷？

——然後牛就死掉了。因為在這陣沸沸揚揚中，沒人記得要餵牛。

目錄

序／牛的寓言

004

導論／過猶不及的金融

009

I 部 金融化

1／當代金融小史

020

021 至波特鎮之路

026 交易員的興起

034 新市場，新企業

046 從危機到危機

054 強盜大亨

060 我們是那百分之一

2／風險的定義

068

069 乳牛、咖啡，以及信用違約交換

078 逐夢

087 逆向選擇與道德風險

3／謎一樣的仲介者

096

097 中間人的角色

104 流動性

113 多元化

117 金融槓桿

4／利潤從何而來？

124

125 聰明人

131 競爭

133 優勢

138 管制套利

144 到時，我不在，你也不在了

154 金融界的利潤有多龐大？

II 部 金融的功能

5／資本配置

164

165 實體資產

170 住宅金融

177 房地產與基礎建設

INTRODUCTION

183 大企業

188 中小企業融資

6 / 存款管道 198

199 家庭財富

207 支付系統

215 存款管道的活動

7 / 投資管道 224

225 管理

234 專業交易者的行動傾向

239 資產管理機構的角色

III 部 新金融政策

8 / 管制 248

249 金融管制的起源

252 巴塞爾協議

258 證券管制

261 管制產業

266 出了什麼錯？

9 / 經濟政策 274

275 大師

283 金融市場與經濟政策

288 退休金與跨世代權益

296 消費者保護

299 英國的兩難困局

10 / 改革 308

309 改革的原則

315 健全的系統與複雜的結構

321 他人財富

325 結構改革

332 個人責任

11 / 金融的未來 338

後記
／ 皇帝警衛的新衣 352

354 致謝

356 各章注釋

導論

INTRODUCTION

過猶不及 的金融

城裡人個個會買賣，未曾聽人相詢理由何在。既然他們高興買賣，天可憐見，就隨他們去吧。

——亨伯特·沃爾夫 (Humbert Wolfe)，
《非聖之城》 (The Uncelesstial City)，一九三〇年

任何人走經過華爾街的摩天高樓，或是倫敦的舊金融城與金絲雀碼頭新金融城，肯定會對現代金融的規模與範疇留下深刻印象。商標閃著花旗集團 (Citigroup) 及匯豐銀行 (HSBC) 這類熟悉的名號。較低調的黃銅招牌則標記著不做大眾生意的機構。金融業界最重要的總部大樓、位於曼哈頓西街兩百號的「高盛」(Goldman Sachs) 總公司，依舊不掛招牌。華麗的樓宇、隨處可見的加長型豪華轎車。坐在行政套房裡的高階主管，一個月的薪水比多數人一輩子賺到的錢還多。不過，這些人究竟在做什麼？他們彼此交易，程度遠超過你的想像。

英國銀行的資產約有七兆英鎊，四倍於國民年所得總和。銀行的負債總和也差不多是這個數字。英國銀行的資產是政府負債的五倍，但這些資產多半是對其他銀行的債權。他們的負債主要是需支付給其他金融機構的債務款項。人們多半以為，銀行主要業務是借款給生產產品和服務的公司與個人，但其實這只占百分之三（見第六章）。

現代銀行以及多數其他金融機構用證券交易，而這類交易的增長是金融部門成長的主因。金融機構建立對資產（公司的營業資產與未來獲利，或是個人的有形資產與預期收益）的債權，而任何這樣的債權幾乎都能轉換為可交易的證券，再透過電腦進行的「高頻交易」頻繁出價買賣證券。買賣之間，證券所有人持有證券的時間短於一眨眼。電信業者「廣布網絡」公司 (Spread Networks) 建造了一條貫穿阿帕拉契山脈的線路，好讓紐約與芝加哥兩地間的數據傳輸時間可以再少將近一毫秒。

世界貿易成長迅速，但遠不及外匯交易的激增。單日外匯交易額，是全球商品與服務交易額的近一百倍。英國每年經手的支付總額為七十五兆，大約是英國國民所得的四十倍。證券的交易增長迅速，但是暴量的金融活動，主要歸因於衍生性金融商品市場的發展。這類商品的價值衍生自其他證券的價值，因而得名。如果說證券是對資產的債權，衍生性證券就是對其他證券的債權，其價值取決於這些基礎證券的價格（最終還是看價值而定）。一旦創造出衍生性債券，就能創造出一層層價值取決於其他衍生性證券的衍生性證券，可以不斷延續。這類這種衍生性契約所根據的基礎資產價值，是全世界有形資產總額的三倍。

那麼，這一切所為何來？此活動用途何在？收益何以如此之高？按常理推斷，要是這麼一個封閉的團體持續彼此交易票券，這些票券的總值縱有改變也必定有限。若某些成員獲取驚人利潤，必然是因為其他成員有所損失。可想而知，這樣的活動不會使交易資產出現大變動，整體而言並不能生財。然則，這等出於常理的觀點究竟錯在何處？

我的結論是，此一觀點並無大謬。不過，為了說明立論有據，就得檢視金融部門種種活動，以及它如何改善人類生活、提升企業效率。評估金融業的經濟貢獻是件複雜的工程。畢竟，要解讀關於金融業活動產出與獲利能力的提報資訊並非易事。話說回來，我會證明金融業的獲利能力言過其實，其產出價值也鮮見於經濟統計中，其作為多半對人類生活與企業效率幾無助益，在多項確能協助推進社會經濟目標之處卻表現不彰，在某些方面甚至全無貢獻。

現代社會少不了金融。這兩者間有顯明的因果關係，也能從廣泛面向中尋得確鑿佐證。在工業化的初始階段及全球貿易成長之際，英國、荷蘭等國的金融也正要起步。時到今日，放眼全球，

統計證據指出，金融發展關乎人均所得的水平與增長¹。即便在貧窮國家推出一些讓付款更便利和提供小額信貸的措施，都可顯著提升經濟動能。

再者，我們也經歷了某種實驗，看著共產主義抑制金融發展。俄羅斯與中國的金融機構發展分別受阻於一九一七和一九四九年的革命。捷克和東德於二戰前已有較為成熟的金融體系，但共產政權關閉信貸市場與證券市場，改採由中央統籌分配資金給企業。此流程既乏效能、又缺效率，直接導致這些國家經濟表現黯淡。

唯有金融體系運作良好，國家方能繁榮昌盛。但這不代表金融體系越龐大的國家就會越富庶：過猶不及。要開創工業社會，金融創新不可或缺。但不是每種現代金融創新都有助於經濟成長。很多好點子做得太過頭，反而壞事。

金融正是如此。現今的金融業在政治上舉足輕重：他們是最有力的產業遊說團，也是重要的競選金主。新聞媒體每天都會報導「市場」動態，也就是證券市場。公司經營方針受金融支配：二十年來，增進「股東價值」一向是金科玉律。經濟政策的執行也以「市場」看法為依歸，而家家戶戶也越發得仰賴「市場」來掙得退休後的好日子。頂尖大專院校的頂尖畢業生，有極高比例選擇金融業。

照我的說法，過去三、四十年來，金融登上這等經濟主導地位的過程可稱作「金融化」(financialisation)。這個醜惡詞彙堪用以指稱這段對我們的政治、經濟、社會有深遠意涵的歷