

* 在放松管制和全球化两种密切相关的力量被削弱后，接下来投机资本这只看不见的手其真正的表现形式是什么？

Speculative Capital

The Invisible Hand of Global Finance (Volume 1)

投机资本

全球金融业中看不见的手

纳赛尔·萨博 著 齐寅峰 古志辉 等译



机械工业出版社
China Machine Press

资本运营管理

Speculative Capital

*The Invisible Hand of
Global Finance (Volume 1)*

投机资本

全球金融业中看不见的手

(美) 纳赛尔·萨博 著
齐育峰 古志辉 等译



机械工业出版社
China Machine Press

Nasser Saber: Speculative Capital: The Invisible Hand of Global Finance, Volume I.

Copyright©Pearson Education Limited 1999.

This translation of *Speculative Capital: The Invisible Hand of Global Finance, Volume I*, First Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.

Chinese (Simplified Characters only) Trade Paperback
copyright©2001 by China Machine Press/Huazhang Graphics, Inc.

All rights reserved

ISBN:0-273-64155-7(英文版书号)

本书中文简体字版由Pearson Education Limited授权机械工业出版社在全球独家出版发行，未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2001-2390

图书在版编目（CIP）数据

投机资本/（美）萨博（Saber, N.）著；齐寅峰等译。—北京：机械工业出版社，2002.5

（资本运营管理）

书名原文：Speculative Capital: The Invisible Hand of Global Finance (Volume 1)

ISBN 7-111-10106-5

I. 投… II. ①萨… ②齐… III. 资本市场—研究 IV. F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字（2002）第016787号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）

责任编辑：谢小梅 版式设计：赵俊斌

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2002年5月第1版第1次印刷

850mm×1168mm 1/32·9印张

定价：18.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

目
录

译者序

前 言

第1章 财务学理论的批判	1
1.1 引言	3
1.2 现代财务学的由来	6
1.3 经济学的核心	7
1.4 奈特和价值的来源	8
1.5 投资组合选择	15
1.6 财务金融学中的物理学家	17
1.7 资本资产定价模型：财务学理论 混乱的典型	30
1.8 假设在理论中的作用	39
1.9 对衍生工具估价基础假设的 批判检验	41
1.10 价格和价值	48
1.11 证券法律中的不确定性：财务学中 理论缺陷的表现	53

第2章 投机资本理论	57
2.1 引言	59
2.2 资本的概念	60
2.3 财务学的核心	64
2.4 资本的不同形式	67
2.5 投机资本兴起的推动力	76
2.6 投机和财务学理论	85
2.7 投机资本	87
第3章 投机资本的崛起	103
3.1 引言	105
3.2 金融资本的历史形成	107
3.3 国际金融的根本问题	109
3.4 布雷顿森林体系	111
3.5 在布雷顿森林体系下金融资本的崛起	115
3.6 投机资本的历史形成	122
3.7 由套期保值到套利的转变：投机资本的崛起	127
第4章 投机资本对市场的影响	139
4.1 引言	141
4.2 增加波动性	142
4.3 市场的连接	152

XII

4.4 投机资本在金融部门以外的影响	159
第5章 法律和政治	171
5.1 引言	173
5.2 投机资本在本国势力范围内的反限制动力	174
5.3 金融资本和美联储	185
5.4 超越国内的势力范围：投机资本作为 “全球金融”无形之手	190
5.5 东南亚货币危机：反限制案例学习	199
5.6 投机资本国际扩张的异议	208
5.7 美联储的角色	219
第6章 系统风险	223
6.1 引言	225
6.2 系统风险中“系统”的定义是什么	227
6.3 系统风险如何形成	229
6.4 系统风险的形成	256
6.5 系统风险的实质：一触即发	261
6.6 系统风险的后果	265
6.7 对系统风险的还击	269
6.8 衍生品的作用	272

第 1 章

财务学理论的批判

- 经济学的核心
- 奈特对经济理论的影响
- 投资组合选择(Portfolio Selection)在财务上的作用
- 财务学的定量化
- 资本资产定价模型(CAPM)的缺陷
- 模型中假设的作用
- 证券法律的不确定性

“没有完全适用的经济理论来解释今天发生的事情。我们或许在写教科书，但是我们还未去读它们。”[⊖]

⊖ 联邦储备局主席阿兰·格林斯潘对参议院银行委员会的陈述。被引用在《纽约时报》的“*American's Amazing Economy*”一文中February 24, 1999, p. A20。

1.1 引言

财务学没有主流的理论。所谓的现代财务理论是不同时期由不同的理论家们提出的个人观点折中组合而成的“脚手架”。由于缺乏统一的基础，

所谓的现代财务理论是个人观点折中组合而成的“脚手架”。

这些观点互相之间是不协调的和矛盾的，更为重要的是它们很难解释现实生活中的现象。

这些问题主流财务学的教科书并没有涉及到，它们往往被隐藏在学术性杂志的技巧性语言中。在这些杂志中，即使当作者感到必须指向某个重要的缺点时，语言也往往很暧昧，以试图来分散由于提出缺点而带来的紧张感。Sears和Trennepohl(1993,p.421)写道：

罗尔论证了只要分析家使用一个市场指标……它是依据过去经济发展情形分析的、均值-方差有效的……，那么对资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model,CAPM）的经验检验应该产生 β 系数和期望回报的线性关系。

如上文所说，罗尔认为不能检验资本资产定价模型，所以这个模型也就没有什么价值。（我们将在本章的较后部分来深入考察资本资产定价模型。）

这种“礼貌”并不是我们的一项选择。我们的目标是开发一个

能够解释金融世界每天所发生的事情的理论：什么造成了东南亚的金融危机和经济危机？“全球金融”是什么，它又是从哪里起源的？为什么美国国会中的共和党人限制克林顿政府对国际货币基金组织的资金援助？而后来为什么他们又同意了？为什么股票市场变得愈加反复无常？为什么证券和衍生工具的法律总是在变化？为什么那些德高望重的法律学者没有、也不能经过深思熟虑后找到一种排除这种不确定性的中肯的论述？我们怎么能够知道布莱克-斯科尔斯模型(Black-Scholes Model)是对的？它究竟对吗？

读者往往习惯于把财务学看做是“现金流研究”，上述的问题好像和这个学科无关。他可能会说：“美国国会对国际货币基金组织的资金援助不是财务学研究的主题。我猜你可能是因为它牵涉到资金的分配才说和财务学‘有关系的’。但是它肯定不属于我们所说的期权定价的范畴，对国际货币基金组织的资助属于一个政治问题。现代理财是一门科学，主要是处理数学问题。”然而，正如我们将要在全书中所看到的，如果不了解反对资助国际货币基金组织的理由，就很难理解期权定价。实际上，我们所提到的所有问题都是围绕这样一根主线展开的，那就是投机资本。法规制定者、商人、政治家和律师都没有想象到他们所走的道路是如此的相近！

把同一现象所表现出的不同实例误认为是没有联系的各自独立的现象，是现代财务学致命的缺陷。由于不能提供一个一致的 and 一贯的解释，所以

理论使我们从只是因为事件发生而

顺从的接受中释放出来。

在这些问题上还保持缄默。^①但是理论的任务就是解释发生了什么，也就是，什么在变化着？只有当理论能够说明变化的原因和方向以及它所导致的结果时，这个理论才能解释这种变化。从这方面考虑，理论使我们从只是因为事件发生而顺从的接受中释放出来，让我们能够构建一个合理的系统结构来解释这些事件，而且如果需要的话，可以采取行动来影响它们。

因为危险的并不是由于西方经济缺乏前景，所以对理解和干涉的需要从来就不是很大。推动西方经济发展的投机资本自25年前产生以来，已经稳固地成为了资本主义的主要的火车头。但是对利润追求的无形的手推动着这个火车头，并且把它放在一个各类事物碰撞的过程中。套利机会产生了投机资本，而投机资本又消除了套利机会。从这一方面考虑，投机资本存在一个内在的自毁的趋势，一个常常在不同情形下出现投机资本的趋势。中央银行家们已经注意到这种威胁；他们称之为“系统风险(systemic risk)”——模糊地理解为违约的连锁反应所引起的风险。不幸的是，模糊的观念作用甚微，因为事实证明了这些银行家的行为有时是增加了系统风险。为了防范这种风险，我们需要对它构成的动力有一个全面的理解。我们需要一种理论作为行为的指导。

本书就是一个旅行，它的目的就是为了建立这样的理论。旅行的第一步就是去除掉挡住去路的“现代财务学”中的绊脚石。这个

^① 财务学理论不应该被专家的观点所曲解。这些专家相互之间通常对基本问题达不成一致的事实，就是在财务学上没有普遍接受的准则的一个证据。

步骤在旅行中并不是次要的部分，而是它的先决条件。

1.2 现代财务学的由来

被认为是现代财务学的由来据说要追溯到1952年马考维茨 (Markowitz) 的“投资组合选择”论文的发表。作为现代财务学的先驱之作，“投资组合选择”的作用在过去的50年中被广泛地讨论。这些讨论被一种虔诚的、近乎虚构的倾向所标注：一开始财务学一片漆黑，后来出现了哈里·马考维茨 (Harry Markowitz) 和他的“投资组合选择”。一个颇受欢迎的财务学史作家博恩斯坦 (Bernstein, 1992, 第41页) 写道：

在现代财务学和投资学历史上。最著名的见解出现在一篇以“投资组合选择”为题的篇幅很小的论文中。……包括马考维茨本人在内，没有人会意识到他的论文会成为财务学思想史上的里程碑。

财务学史上的这一最著名的见解没有被他人所欣赏是可以想象到的，很多天才们所做的著作也只有通过一段时间，其重要性才得到别人的认可。但是我们知道马考维茨本人也没有意识到，他的见解会成为财务学思想史上的里程碑。这是很令人奇怪的。怎么创建者本人没有领悟到他的论文的重要性？随便任意的财务学史并没有做出回答。

马考维茨的论文是基于强大的外部力量的影响，而他对这种力

量既没有理解也没有承认。他的作品就像一只钟表冻结在爆炸时间，抓住了发生在他周围的地震的一瞬。从这一方面说，它对这一学科的历史是一条有价值的线索，开始时具有包含科学方法的成功的希望，但是逐渐变得远离现实世界，直到投机资本和衍生工具的出现，把它带到了死胡同。为什么一个有前途的开始最终变得离成功那么遥远，这让我们回到经济学的核心问题上。

1.3 经济学的核心

自从资本主义出现以来，经济学家就努力去了解资本主义发展的自然规律。经济学中最重要的问题就是利润的来源，或者说资本的生产力。这门学科试图去解释给定数量的资本在等价交换的原则下怎么产生价值。

例如一个商人购买一件商品花了100美元，其后又以110美元的价格将其出售。这个商人在购买和后来的出售过程中获得了10美元的利润。这10美元是从哪里产生的呢？

你可以争论说商人是通过出售商品时比他购买时索要更多的钱来获取利润。这是不言而喻的。但是它的真正意思是说这个商人比他的交易伙伴更聪明，这才是利润产生的原因。这个争论经不起古典经济学家的详细审查。他们指出在任何一种经济中，从某种意义上说所有的买方都会成为卖方，反之亦然。在这种经济中如果代理商能以比买价更高的价格卖出商品，这种购买和销售的净效应就会

彼此抵消，也意味着整个国家中净效应将为零，但是很显然“国家财富”增加了。而且，关于精明的商人的论断意味着这个商人总是在其每一笔交易中打破等价交换的规则。但是一种社会经济的系统不可能建立在这样的欺骗行为之上。这个商人不可能从稀薄的空气中抽取10美元的利润。如果这个商人将10美元视为利润的话，那利润就不得不存在。但是它在哪里且来自何处呢？

关于这个问题特性的调查开始于早期的经济学家如威廉·贝第(William Petty)、大卫·休莫(David Hume)和本杰明·富兰克林(Benjamin Franklin)，首先产生了亚当·斯密(Adam Smith)和大卫·李嘉图(David Ricardo)的理论，并从那里产生了卡尔·马克思(Karl Marx)的学说。马克思扩展了李嘉图的劳动价值论，他指出资本生产力来源于使劳动力处于运动中的能力。劳动力本身创造价值。事实上马克思认为资本只不过是“凝结”的劳动力，这个事实解释了资本能够创造利润的奇迹。

1.4 奈特和价值的来源

对马克思观点的批评接踵而至，批评家们提供了各种不同的解释资本价值创造的秘密。一种站得住脚的观点是风险的概念，它认为资本回报的来源仅仅是对投资的风险补偿。

1921年美国经济学家弗兰克·奈特(Frank Knight, 1921, 第232页)提出了有别于风险的“真正的不确定性”是资本生产力的来源的命题：

可以通过任何方法来把一种不确定性降低到一个目标，即定量的确定的概率。通过分组案例来使它变为一种完全的确定性……但是现时更重要的任务是找到不确定性的更高形式的结果，而不是去测量，进而消除它。正是这种“真正的不确定性”，通过阻止竞争趋向实现理论上的完美胜任，给予“企业”作为一个整体的经济组织以独特的形式，并且解释企业家的特权收入。为了保留可测量的不确定性和不可测量的不确定性二者之区别，我们使用“风险”这一术语来指定前者，用“不确定性”指定后者。

奈特并不是第一个将风险视为一种经济参数的人。在他的著作当中，他引用了许多经济学家的观点，他们都对经济学的风险研究做出了贡献。然而，他是第一个将真正的风险和利润联系起来的人。直到20世纪60年代中期，“正确的”经济学思想和言论才要求注意区分风险和不确定性，正如密尔顿·弗里德曼(Milton Friedman, 1953a, 第21页)所举的例子：“用‘利润’这个术语能够更好地区分实际值和‘期望值’、实际收益和预期收益。那么‘利润’就是不确定性带来的，而且……事先它不能被故意地最大化。”

如果不确定性和风险是不同的，不确定性是资本生产力的来源，那么区别就是令人难懂的资本生产力。通过这个方法，

奈特的观点解释不了任何事物。

奈特的观点把经济学研究引向了定量方法上。这个研究揭示了真正的不确定性和可测量的不确定性之间的分界线是很模糊的，因为附

加的信息会使得真正的不确定性转化为可测量的。这就使得奈特的观点解释不了任何事物。因为只有真正的不确定性才产生一定的利润，所以他的论述即使是对的，也不能详细阐述。它没有实践的和理论的价值。所以“真正的不确定性”就被漠视了。风险和不确定性就成为了同义词：

由于弗兰克·奈特使得在经济学理论化过程中形成一个传统，就是区分“风险”（被假定为一种在已知概率下存在可选择的结果的情形）和“不确定性”（一种未知概率下产生结果的情形）。在本文中并不采用这种区分，在我们看来，“风险”和“不确定性”是同义的。(Hirschleifer,1970,第215页)

这应该是奈特观点的终结。但是将风险和利润（或者是回报）联系起来的思想却没有结束。尽管存在着巨大的矛盾，但是它还是笼罩着经济学和财务学，并且逐渐成为了他们的中心。

在另一方面，在研究的方法论上，奈特也不是以很直接的方式影响着其他的经济学家。在他们努力测量真正的不确定性时，奈特的追随者们着手于一条定量分析的道路，把经济学研究的中心从传统的规范性方法转变为一种实证的方法。

1.4.1 规范性方法和实证方法：“为什么？”与“怎么样？”的比较

规范性方法和实证的方法并不是调查中可以选择的两种不同的

方法，而是描述研究的中心之所在。前者把注意力集中在事情的“为什么”上，后者则集中于“怎么样”这方面。方法的选择首先取决于研究的主题，其次是调查人的抱负和智力水平。当亚当·斯密开始写《国民财富的性质和原因的考察》时，他并不只是简单地报告事实，而是有更多的内容；他想说明和解释它们。斯密的被称做是“调查”的方法在古典经济学家中是很普通的。随着资本主义制度的发展，这些经济学家努力去理解它的动力的法则；为什么资本主义制度按照它所运行的方式运转。甚至梅纳德·凯恩斯的经济学评论也有一种断然的、规范性的特征。

在美国，经济学的调查方法已经历史性地转向了实证的研究方法。^①“直截了当”地解释事物在实际中是怎样运行的一直比探寻事情为什么按照现行的方式运转更受欢迎。美国是出产“怎样”的书籍的地方，也是农民年鉴的诞生地：只有事实，没有解释。^②甚至美国发达的政治经济大部分也是考虑关税的结果。只有在本杰明·富兰克林的著作中，我们才能发现独创的、具有理论深度的思想。^③

① 在很大程度上，这种“历史的”移动是由于经济因素和奈特所提出的经济思想的影响。

② 这种趋势没有减弱的迹象。纽约时报曾经报道一篇题为《美国的小学生在科学事实上得高分而对其原因却答不上》的文章中报道说：“美国的学生对基础的科学事实和原则有一定的理解，但是根据最新的全国科学教育考试来看他们应用科学知识、设计实验或者清晰地解释其原因的能力却令人失望。”1997年5月4日，第36页。

③ 在题为《纸币的特征和必要性初探》的小册子中，23岁的富兰克林就对货币的职能和价值的特征的观点表示赞同，这个观点在半个世纪之后成为亚当·斯密《国富论》的中心思想。