



SOCIETY - E001
京华·大同

金融的逻辑

THE LOGIC OF FINANCE

全新修订典藏本

陈志武——著

追溯财富基因，解读资本密码
剖析金融危机，还原金融逻辑

远流出版社

THE LOGIC OF FINANCE

全新修订典藏本

金融的逻辑

陈志武——著

辽海传播出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融的逻辑 (全新修订典藏本) / 陈志武著 . -- 北京 : 五洲传播出版社 ,
2011.11

ISBN 978-7-5085-2072-8

I . ①金… II . ①陈… III . ①金融体制—研究—中国
IV . ① F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 033756 号

SOCIETY - E001

金融的逻辑 (全新修订典藏本)

陈志武 著

责任编辑——邓锦辉

特约编辑——李利明 黄 钟 何江涛 季晟康

装帧设计——颜 禾

出版发行——五洲传播出版社 (北京海淀区北小马厂 6 号 邮编 : 100038)

承印者——北京佳信达欣艺术印刷有限公司

版次——2011 年 11 月第 1 版

印次——2011 年 11 月第 1 次印刷

开本——787 × 1092 毫米 1/16

印张——21

字数——300 千字

书号——ISBN 978-7-5085-2072-8

定价——65.00 元

目录

CONTENTS

序言 金融是什么 /1

金融到底是怎么回事？危机之后，金融市场是否会终结？人类社会为什么要金融市场？金融交易除了让华尔街、金融界赚钱之外，对社会到底有没有贡献、有没有创造价值？



第一章 中国的钱为什么这么多 /23

跟以往历史时期比，今天的世界到底是怎么回事？是不是已经有一种全球金融大泡沫，而且会像一些人预测的那样不久要破灭？这些的确是新时代的新现象，我们不妨借这种难得的历史时期，来重新审视资本的奥秘，以看清当今经济的根本特征。

第二章 为什么中国钱多了许多人并不感到富有 /38

原来由亲情、友情实现的互助互惠式隐性金融交易被钱化之后，如果替代性的显性金融保险、信贷、养老、投资产品又无法跟上，中国人在钱多的同时，可能反而对未来更感到不安，这不仅使中国的内需无法

增长，使中国经济增长继续依赖出口，也让中国人的幸福感下降。

第三章 西方的兴起是因为掠夺的银子多吗 /44

过去，我们只把银子、金子、铜钱看作钱。也正是由于这种“钱”观，到今天还有许多学者认为之所以西方国家在近代兴起，是因为它们从墨西哥等拉美国家掠夺了太多的银子！说是这样才使西方国家有了“钱”！

第四章 掠夺对西方的崛起贡献有多大 /49

掠夺在先，发展在后。这样的结论下起来当然简单直接，爽快过瘾，也符合我们在中学和大学接受的历史教育的逻辑，只不过这种结论经不起仔细推敲。

第五章 资本化是美国资本主义的核心精神 /60

当年英国盛世靠的是它的海外商业贸易，而美国盛世靠的是它的科技创新。前者需要的是债务、银行和保险，而后者需要的是以股票为代表的风险资本。这就是为什么美国比当年的英国更需要一个活跃、发达的股票交易和股权融资市场。那么，中国需要什么样的金融？



第六章 治国的金融之道 /71

平均四五十年农民起义一次，两三百年改朝换代一次。这种规律似乎两千年没怎么变。对中国未来感兴趣的人们自然会问：历史规律还会不会重复？如果不想让它再重复，从金融技术角度而言又有什么办法呢？

第七章 政府有钱不如民间富有 /99

为什么当年负债累累的国家后来良性发展，根植出民主、自由与繁荣，而政府富有的国家后来却停滞不前、甚至走向衰败？为什么不管是过去还是现在，一国的民主法治似乎跟其政府负债水平高度相关？“国富”是否反而给掌权者以压制民权、践踏法治的底气呢？

第八章 中国人的理财前景 /113

不管你的财富有多少，理财的问题是每个人都无法回避的，保值、增值、养老、保险、在未来和今天的钱之间做合理配置等，这些是每个人都考虑的现实问题。那么，该如何管理财富呢？

第九章 反思高利贷与民间金融 /120

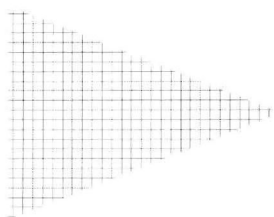
为了解决高利贷问题，最好的办法是什么？从20世纪50年代初开始，我们的做法是禁止所有的民间借贷，由国家全面垄断金融借贷，把任何民间金融机构都宣布为非法。这是不是最好的选择？

第十章 中国是否会发生金融危机 /134

晚清中国涉足股票之后的头一百年里，为什么金融危机频频发生？是什么使中国的“金融洋务运动”这么艰难？当时导致金融危机的要素在今天的中国是否还存在呢？

第十一章 金融现代化为何如此艰难 /142

在现代中国之前，民间借贷、钱庄票号等传统金融的发展似乎能以一定规模进行，但现代银行和证券市场却难以前进，我们到底如何理解这种差别？是什么在妨碍中国金融的进一步发展？



第三部分 PART THREE

金融危机的逻辑

第十二章 从美国次贷危机中学到什么 /155

这次由次级按揭贷款引发的金融危机结局会如何？是否会导致美国式金融经济全面崩盘？现在的问题是否真的是“如何拯救美国”的问题？给中国的启示又是什么呢？

第十三章 政府为解救危机而持股银行不是国有化 /168

当下，各国经济因美国金融危机而全面受挫，危机之下，英美等国家，都在由政府接管银行、券商或保险公司，要么全资国有，要么由国家实质性控股。这是不是对过去二十余年私有化的反动，是不是“再国有化”的起点呢？

第十四章 金融危机之下，美国的借贷消费模式会改变吗 /174

现在，次贷危机引发了几乎是全面的金融危机，甚至正在挑战整个美国社会的生活方式，挑战这种借贷消费支撑的经济模式，挑战美国金融资本主义模式。这种模式的未来会如何？将要终结吗？如果是终结，其替代模式又是什么？

第十五章 消费驱动型模式不会改变 /184

雷曼兄弟破产、美林被收购、AIG 急需巨额现金来摆脱财务困境，这些同时袭来的危机是美国次贷危机的深化。这会冲击美国“信贷驱

动消费”的经济模式，但这种模式不会终结，只是其程度将会有实质性收敛。



第十六章 中国股市怎么了 /191

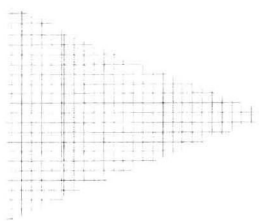
在社会对炒股从负面转向正面、大学毕业生竞相争取基金公司工作岗位之后，中国是不是从此有了健康的股市文化，还是这表面看像“股市文化”，但实为传统中国“赌博文化”的翻版呢？

第十七章 从国有银行A股上市中看到什么 /196

当国内股市基本只对国有企业开放时，中石化、中国银行、工行上市当然也轰动，但背后没有一个活生生的创业故事，不会带动未来中国的任何精神，不管是创业精神，还是创新精神。

第十八章 资本市场与法治发展的互动 /202

有利于市场发展的法律固然令人渴望。但是，如何才能达到这一境界？什么东西可以更好地促进法治的变革？法律如何变革才能为经济的持续发展提供条件呢？



第五部分 PART FIVE

文化的金融学逻辑

第十九章 对儒家文化的金融学反思 /235

除了儒家是否有更“好”的社会秩序安排？西方文明真的只是物质文明，而东方文明是更高尚的精神文明吗？会不会是东方的物质文明和精神文明都落后呢？

第二十章 儒家“孝道”文化的终结与中国金融业的兴起 /255

为什么中国金融业的潜力极大并隐含着巨大的商机呢？这不仅可以从企业融资、把未来收入流作金融证券化的角度来理解。更重要的是，社会转型正在逼迫人们减少甚至放弃对儒家“孝道”文化的依赖，转而依靠正式的保险与其他金融证券市场，由市场逐渐取代家庭为个人提供经济保障。

第二十一章 儒家文化与中国金融发展的滞后 /267

自 1860 年代跟工业科技一起进入中国的西方证券技术，到今天是否已真的扎根？股票、债券、基金、金融权证等现代金融技术在中国是否还水土不服？如果还水土不服，到底缺少哪些土壤或土质？

第二十二章 市场经济是个人解放的必由之路 /289

如果年轻人自己通过按揭贷款买房、结婚，自己以后赚了钱还银行，自己花自己的钱，而父母把积蓄买养老保险、养老基金，等退休后花自己的投资回报钱，那不是让大家都更有自尊、自由吗？

最后的话：

发展证券金融是中国唯一的出路 /302

金融证券品种的发展不发展，最终不仅仅影响到 GDP 的增长快不快，而且会影响到我们到底娶什么样的媳妇，嫁什么样的丈夫，有多少自己的自主权和个人尊严。

附 录：

编辑说明/322

致 谢/324

序言 | 金融是什么

2007年7月，美国出现次贷危机。到2008年秋，次贷危机进一步演变成全方位的金融危机。在2008年9月15日雷曼兄弟公司倒闭之后，美国的金融危机不仅裂变成全球金融危机，而且转变成十足的经济危机，对全球经济形成严重冲击，给多国带来失业大增、政治动荡的严峻挑战。

在这种时候，我们自然想知道：金融到底是怎么回事？危机之后，金融市场是否会终结？人类社会为什么要金融市场？金融交易除了让华尔街、金融界赚钱之外，对社会到底有没有贡献、有没有创造价值？如果有的话，是如何贡献的？如何创造价值的？金融的逻辑是什么？



我跟金融结上缘，完全是巧合。或者说，整个人生都是一系列巧合，随机事件组合在一起，形成系列，就构成了你我的人生。

1986年1月，我从国防科技大学毕业，拿到系统工程硕士学位。由于那时我的英文较好，学校不让离校，于是，毕业即留校。只是到那时，我已对工程没有兴趣。权衡之下，就要求分到政治教研室工作，这样，至少能名正言顺地看些社会科学类著作。在那时候，全国没有几个政治学、社会科学类的研究生，就这样，我创造了历史，成了第一位进入国防科大政治教研室的硕士毕业生。去那里之后，具体工作主要是给教研室老师分苹果、送花生、收钱，等等。到3月份，我收到耶鲁大学管理学院的录取通知，给我奖学金和生活费用，让我进入其博士班。由于该博士项目包括金融、财会、市场营销、管理经济学以及运筹学，说去了之后我可以选择其中任一学科作为研究方向。这么多选择，一下把我弄糊涂了，当时，除了经济学和运筹学之外，我确实不知道其他学科是什么。

那时，崔之元在国防科大读数学本科，我跟他在一起写文章、译书。问他：“什么是 finance？”他说：“是金融。”“那，什么是金融？”他接着再给了一个解释，只不过，我确实没听懂，也就更不明白了，没记住他的解释。我想，反正我的兴趣是要用数理方法研究政治、经济与社会，所以，不知道“什么是金融”也无妨。

就这样，1986年8月28日，我稀里糊涂地来到耶鲁大学。第一学期，要上的课程没有多少选择，不管你今后学哪科，都要上线性代数、概率论与统计、微观经济学以及效用函数理论。第二个学期上的是非线性代数、计量经济学、博弈论、微观经济学。这期间，我发现，原来要跟随的那位导师教授年纪已经较大，他所做的研究课题有些过时了。同学给我建议：“不要选择博弈论政治学或者数理经济学了，还是学金融经济学吧。”

但是，“什么是金融”呢？

二

到今天，按照我的定义，金融的核心是跨时间、跨空间的价值交换，所有涉及价值或者收入在不同时间、不同空间之间进行配置的交易都是金融交易，金融学就是研究跨时间、跨空间的价值交换为什么会出现、如何发生、怎样发展，等等。

比如，“货币”就是如此。它的出现首先是为了把今天的价值储存起来，等明天、后天或者未来任何时候，再把储存其中的价值用来购买别的东西。但，货币同时也是跨地理位置的价值交换，今天你在张村把东西卖了，带上钱，走到李村，你又可以用这钱去买想要的东西。因此，货币解决了价值跨时间的储存、跨空间的移置问题，货币的出现对贸易、对商业化的发展是革命性的创新。像明清时期发展起来的山西“票号”，则主要以异地价值交换为目的，让本来需要跨地区运物、运银子才能完成的贸易，只要送过去山西票号出具的“一张纸”即汇票就可以了！其好处是大大降低了异地货物贸易的交易成本，让物资生产公司、商品企业把注意力集中在他们的特长商品上，把异地支付的挑战留给票号经营商，体现各自的专业分工！在交易成本如此降低之后，跨地区贸易市场不快速发展也难！

相比之下，借贷交易是最纯粹的跨时间价值交换。你今天从银行或者从张三手里借到一万元，先用上，即所谓的“透支未来”，明年或者5年后，你再把本钱加利息还给银行、还给张三。对银行和张三来说，则正好相反，他们把今天的钱借出去，转移到明年或者5年后再花。

到了现代社会，金融交易已经超出了上面这几种简单的人际交换安排，要更为复杂。比如，股票所实现的金融交易，表面看也是跨时间的价值配



置，今天你买下三一重工股票，把今天的价值委托给了三一重工（和市场），今后再得到投资回报；三一重工则先用上你投资的钱，今后再给你回报。你跟三一重工之间就这样进行价值的跨时间互换。但是，这种跨时间的价值互换又跟未来的事件连在一起，也就是说，如果三一重工未来赚钱了，它可能给你分红，但是，如果未来不赚钱，三一重工就不必给你分红，你就有可能血本无归。所以，股票这种金融交易也是涉及到既跨时间、又跨空间的价值交换，这里所讲的“空间”指的是未来不同的赢利或亏损状态，未来不同的境况。

当然，对金融的这种一般性定义可能过于抽象，这些例子又好像过于简单。实际上，在这些一般性定义和具体金融品种之上，人类社会已经推演、发展出了规模庞大的各类金融市场，包括建立在一般金融证券之上的各类衍生金融市场，所有这些已有的以及现在还没有但未来要创新发展的金融交易品种，不外乎是为类似于上述简单金融交易服务的。金融交易范围从起初的以血缘关系体系为主，扩大到村镇、到地区、到全省、到全国，再进一步扩大到全球。为什么人类社会的金融交易规模与范围发生了这么大的变迁？跨越时间、跨越空间的价值交换所要解决的人类问题是什么？其发展的基础条件是什么，或者说，金融市场靠什么才能发展？

三

虽然到今天我对金融的定义和理解是这样，但刚开始，我接触金融的视角却是另一回事。1987年秋季，也就是在耶鲁大学读博士的第二年，我兴奋地等到了上“金融经济学”课程的时候。一开始，教授既没讲金融是怎么回事，也没介绍人类的金融发展史是如何如何，而是一上来就把所有金融交易由随机变量来描述，亦即，不管是股票、债券、借贷签约，还是其他任何金融交易合同，都可以由随机变量来表达。老师说，正因为所有

的金融交易都是由金融合同来完成的，都涉及今天和未来不同时间之间的价值交换，而未来又充满不确定性、充满着随机事件，所以，通过把任何金融交易合同的细节条款转换成不同的未来随机事件、分析清楚在每种事件出现时交易双方的得失，由此得到的交易双方得失跟未来事件的关系，就是概率论中讲到的随机变量。

于是，金融学所要研究的就是如何实现这些随机变量的交易、如何为这些随机变量定价的问题。老师说，金融市场的作用之一就是对未来定价、对交易风险定价。

对于当时还没有进入主题状态、没有了解金融交易实质的我，那些课是一头雾水。搞数学推导、为这些随机变量做定价模型，我还可以，因为在中南大学读计算机专业和国防科大读系统工程时，学过不少数学，到耶鲁的第一年学了更多。只是从那时一直到2001年前后，我研究的对象与其说是“大社会境况中的金融市场”，还不如说是数学世界里的随机变量和随机过程。对于我这个还比较喜欢数学的人来说，那不是一件坏事，也是中国教育体系出来的人的一种优势。可是，那也让我离人的世界较远，不能够从金融作为“大社会”中的一分子的角度来研究。

那些年的学习中也不乏观念上的冲击。最大的冲击莫过于价值论，一件东西、一种经济活动的价值由什么决定？交易行为本身是否创造价值？按照我们从中学、大学政治经济学中学到的劳动价值论来理解，一件物品有它的固有价值，即，其生产所要花的时间乘以社会单位劳动时间的成本。也就是说，只有劳动创造价值，交易不创造价值。

但是，在1987年的“金融经济学”课上，我学到，任何东西或证券不存在什么“固有价值”，只存在相对价值。也就是，只有相对于人的效用而言，才有价值这回事。东西或证券的价值取决于它能否让个人的效用提高，包括消费效用、财富效用、主观幸福或满足感。这等于说，即使要花百亿元投资、十万劳动力一年的时间才能建好的漂亮形象大楼，如果没



有任何人或机构要用它，那么，那栋楼也会一文不值；花费再多的机器设备，如果没有人要，也一文不值；再怎么费苦力做成的衣服，如果没有人愿意出价钱买，也只是一堆废布。**这个观念对我帮助很大，特别是终于让我理解，原来计划经济时期只顾生产、不顾所产东西有没有人要或者有没有市场，那不是在创造价值，而是在摧毁价值。原来，没有派上任何实际用场的一代代银河计算机，也是一堆废铁，是在摧毁价值。等等，等等。**

反而看之，即使一样东西没有花多少投资或者多少劳动时间，它的价值照样可以很高。最具体的例子是像百度、腾讯、无锡尚德这样的公司，这些公司都只有不到十年的历史，而且都是由几十人创办起来，也没有自己的高楼大厦（至少几年前没有），但市值都是几十亿美元，不仅远高于其实际投入的资金和时间成本，而且比那些投资花费巨大、拥有众多厂房设备与高楼大厦、经营运作了几十年的武钢、一汽、二汽等，更值钱。之所以是这样，是因为价值取决于这些公司能带来的效用，或者说收益，而不取决于其建设成本，跟建设所需的劳动时间关系不大；换言之，价值由未来的收益而定，不是由过去的成本决定。

效用决定价值，而不是劳动成本决定价值，这对于理解金融的逻辑极为重要。一个最典型的例子是投资银行中介服务，假如张三要创办一个造船厂，就像江苏熔盛重工集团三年前创业时候一样，他手头已经有 20 亿美元的造船订单，只是需要两亿美元投资。如果造船厂做成了，公司的价值能涨到 20 亿美元以上。问题是，张三自己无法找到投资者。在另一方，温州、香港等地很多个人和机构有很多空闲资本存在银行，赚 3% 的年利息，他们找不到风险相对能接受但回报很好的投资机会。

这种情况下，需要资金的创业者找不到投资方，而愿意投资的又找不到合适的项目，经济发展就这样受阻。投资银行家李四的作用恰恰是把他们两方牵到一起，利用他平时在张三和投资方中间建立的信任，让他们两方做成投资交易。这对张三和投资方来说，是双赢，张三的造船业务能扩

张、个人财富能大大增加，而投资者的未来回报预期也远优于银行存款利息。为促成这种金融投资交易，虽然李四可能只花了5天时间，劳动付出有限，但是，由于张三和投资方都信任他，他的信用服务于双方，为张三、为投资方分别创造了数亿美元价值（他至少是使这种价值前景成为可能），那么，李四得到1000万美元（相当于所筹两亿美元资金的5%）的佣金是应该的。当然，5%的佣金或许有些高，但是，正因为李四给交易双方带来这么大的未来财富前景，他的贡献的价值显然应该跟这种未来财富前景相连，而不该由他花的劳动时间决定。

四

从金融作为“大社会”中一分子的角度研究金融，那还是2001年之后的事。回过头看，那之后的学术思考和研究，让我更加认识到金融发展的价值。转折点出现于2001年暑期，那次回国旅行，让我看到中国社会变化如此之大，激发我研究市场发展、关心社会转型的问题。

2002年6月至12月间，我在清华大学经济管理学院访问，期间上一门“金融经济学”课程。课程内容基本跟我从1991到2001年间在威斯康星大学、俄亥俄州立大学以及耶鲁大学所授博士班的课程相同，那就是，先假定各类金融市场已很发达，已给定了，我们唯一要做的是如何为金融资产定价、如何在资本市场上运作、如何利用证券产品把投资和风险配置得更好，等等，讲课的重点是推导金融数学模型、市场经济模型。之后，在北京大学光华管理学院也讲过类似课程与内容。

几次讲下来，我意识到，对于金融市场还处于发展之中的国内同学来说，这些理论不仅很超前，而且的确难以把这些理论跟他们的生活以及未来就业联系上，因此，他们对课程的反应一般，应属情理之中。

但是，那些教学经历和观察也启发我的思考，如果说今天的中国人还

