

金融的逻辑  
作者：陈志武

序言 金融的逻辑是什么？

## 第1节：序言 金融的逻辑是什么？(1)

序言 金融的逻辑是什么？

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？

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，给多国带来社会失业、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。作为权衡之际，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，我确实不知道其它学科是什么。

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，原来要跟随作导师的那位教授年纪已经较大，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，所有涉及到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。

## 第2节：序言 金融的逻辑是什么？(2)

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，今天你买下一三一重工股票，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”指的是未来不同赢利/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，还是其它任何金融交易合同，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，都涉及到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。

### 第 3 节：序言 金融的逻辑是什么？(3)

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”中的一份子的角度来研究。

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，那只是一堆废布。——这个观念对我帮助很大，特别是让我终于理解，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（至少到几年前没有），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% 的年利率，他们找不到风险相对能接受但回报很好的投资机会。

### 第 4 节：序言 金融的逻辑是什么？(4)

这种情况下，挑战在于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，他信用增强服务为张三、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”中一份子的角度研究金融，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课程的相同，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，他们对于课程的反映一般，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不能像金融理论模型中的消费者那样，能够在众多信贷、保险、投资、养老、理财金融产品中去挑选并找到最理想的投资理财组合的话，那么，在更传统的古代、近代社会中，人们又是如何生活、如何规避一辈子中方方面的风险，做好养老、病残时期的生活安排呢？金融经济理论是不是对于没有外部金融市场的传统社会的人就不适用呢？

有一点是肯定的，不管是古代，还是现代，单个人生存下去的能力是很低的，天灾人祸、身老病残时你都需要其他人的帮助。所以，为了能够更顺利地活下去，也为了生命的延续，个人必须跟其他人进行跨时间、跨空间的利益交换，即，人与人之间的金融交易是人类活下去的必须。比如，原始社会时期，人靠打猎野生动物、采掘野生果菜养活自己，那种生产方式下，个人时常会数天猎不到动物，如果不是在部落之内人人共享猎摘成果（亦即，部落成员之间隐性地跨时间的价值交换），许多个人很快会饿死。

因此，人际间的金融交易是任何社会都必须进行的，只是实现人际金融交易的形式、方式很不一样，今天我们熟悉的外部市场提供的金融证券只是其中之一。原始社会里，“部落”公有制是一种实现形式，那种安排下，个人没有自己的空间、没有自己的财产，也没有自己的权利，但好处是，在大家都没有自我的架构下，所有东西和果实都共享，让彼此活下去的能力最大化。

#### 第5节：序言 金融的逻辑是什么？(5)

农业社会里，人际金融交易也以人格化的隐性方式实现，其交易范围缩小到家庭、家族

这些血缘体系内。家庭、家族之内不分你我，养子就是为了防老，子女即人格化了的保险品、信贷品和养老投资品；亲戚间“礼尚往来”就是我说的跨时间价值交换的代名词。得到一份礼就让你“欠一份人情”，下次回送礼时你才还了那份“人情”，所以，那种金融交易安排下，交易头寸是以“人情”记下，而不是以显性金融合约的形式记录的。

当子女是实现跨时间价值转移的最主要方式时，农民规避风险、养老的境况就不是由保险产品的好坏、股票的多少、基金的投资组合决定，而是由儿子的数量和质量决定，所谓“多子多福”。“四世同堂”之所以是一种理想境界，也因为这样以来，能进行人际隐性金融交易的范围就可以尽可能的大。所以，越传统的农业社会，会在医疗技术允许的条件下尽可能让人口膨胀。

中世纪时期的欧洲，教会是血缘之外、或者说与血缘网络并行的互助结盟组织，其结盟的基础不是血缘，而是对上帝、对耶稣的共同信仰。教会跟家族、宗族类似，一方面起到经济上的互助、互保，也就是，实现成员间的跨时间利益交换即金融交易，另一方面是促进成员间的情感以及其它非物质交流，给成员提供安身立命的信仰基础。

因此，现在我们熟悉的由金融市场提供的信贷、保险、证券、基金等等金融产品，并非人际间跨时间、跨空间金融交换的唯一形式，只不过，它们是超越血缘、超越社团组织的非人格化的实现形式：在金融市场上，那些金融公司不管你姓什么、是谁的儿子、读过多少书、有什么意识形态、保留什么政治信念、信过什么宗教，只要你具有交易信用、能够有支付能力，他们就会跟你做金融交易。

那么，为什么并非所有的社会都选择发展外部化、非人格化的金融市场呢？为什么在传统的中国没有出现现代证券市场呢？这又涉及到人际金融交易的性质、所要求的信用支持架构。仔细思考一下，我们会发现，正因为金融交易是跨时间、跨空间的人际价值交换，是把交易双方在不同时间的收入进行互换，那么，彼此信任是交易是否成功的关键之关键，信用和交易安全是核心基础。换言之，金融交易跟一般商品交易有本质差别，商品交易往往是现货、以现金交易，所以，交易双方即使素不相识，问题也不太大；但是，金融交易一般不是现货交易，而是价值的跨期支付，不能是一锤子买卖，所以，没有互信、没有保证金融契约执行的制度基础，就没有金融交易的发展。

现代股票市场、债券市场、基金市场等等，是伴随着现代法治制度发展起来的。也就是说，没有支持陌生人之间交易的现代商法、合同法、证券法等方面的发展，就不会有今天我们熟悉的那些外部化了的金融证券市场；反之，金融证券交易在陌生人之间的深化进程，也带来了更多、更深层次的法治要求，促进了后者的演变。在这个意义上，人际间金融交易范围的不同，对社会的文化价值体系、对正式与非正式制度的要求也会不同。

这就是为什么现代之前，几乎所有的农业社会都有立足于血缘的文化和社会秩序，儒家文化也不例外。血缘关系是一种个人出生之前无法选择的关系，出生在哪家、是谁的儿子、谁的兄弟姐妹、谁的父母、谁的爷爷奶奶等等，这些都不是你能挑选的，也是你一辈子不能改变的。这种稳定和不可选择性，对于还没有外部非人格化法治体系的传统社会来说，是最有利于建立并维护诚信的基础，血缘关系的永恒即是信用。所以，儒家的“孝道”是一种基于血缘的跨时间、跨空间人际利益交换安排，而“三纲五常”所规范的“名分等级”秩序则是支持这种交易体系的文化制度保障。“三纲五常”的安排之下，社会中每个人都有其名分、等级，越位就是“犯上”，甚至朝廷法律也明文规定不孝子该杀。这种刚性秩序当然能增加“孝道”下的人际隐性金融交易的安全，父母不用担心在子女身上的投资会没有回报，兄不用担心弟的回报。因此，传统中国社会中，人们普遍对儒家建立的这种刚性交易体系“放心”，家庭、家族内的金融交易风险小，这也是为什么这一体系能运作两千多年。

## 第6节：序言 金融的逻辑是什么？(6)

只不过，儒家的这种刚性体系过于偏重父母、兄长作为“投资者”的权利（甚至权力），压制子女、压制年幼者的权利。只要你出生的时间晚，那怕是晚一点，你这一辈子就永远地位低于先于你出生的人。以至于“五四”新文化运动，呼唤着“打倒孔家店”、解放个人。特别是，在这样一种隐性金融交易安排下，“养子防老”等于把子女当成了经济工具，家庭的建立、养子等等，都过多受利益驱使，使利益和感情无法分离。其结果只能是淡化家庭的情感功能，侵蚀亲情间的情感氛围。

因此，虽然家庭、教会、金融市场都能提供人际间的跨时间利益交换，这几种交易安排之间也的确有极强的替代性，但是，它们的利弊差异极大。比如，在儒家“孝道”体系下，人更多是作为投资、保险、信贷交易的载体存在，人首先是经济工具，而人性价值、个人权利和个人自由被牺牲太多。一个人可以因为“不孝”而处死，等于说人存在的唯一价值就是金融交易的载体，就是他的金融工具作用，就是体现“养子防老”，不承认超越金融交易载体的人权。

相比之下，由非人格化的金融市场代替儒家“孝道”体系之后，压在家庭、家族之上的经济交易功能会逐步从家庭、家族剥离，信贷、保险、投资功能都可由金融市场取代，这就是为什么我说，金融市场正在把中国家庭从利益交换中解放出来，让家庭的功能重点定义在情感交流、精神世界上，家应该是情感的天地，是精神上的安身立命，而不是利益交换场。金融市场就是这样让中国文化走出儒家的刚性体系。从这个意义上，“五四”运动主张的“打倒孔家店”、解放个人，还必须要有家庭之外金融市场的发达，否则，“孔家店”还无法被打倒。

## 五

开始从社会的角度理解金融、从金融的角度理解社会变迁之后，我的思想世界顿时热闹了许多，原来文化就是这样随着人类生存的需要而演变、调整的，或者说，文化价值的目的第一是最大化人活下去的概率，第二是最大化个人的自由。也就是说，当生产能力低下、金融交易工具不发达的时候，人们会为了生存而愿意牺牲一些个人自由，比如，以前人们愿意接受部落公有制、儒家“三纲五常”刚性社会秩序。但是，一旦物质生产能力足够高、金融市场足够发达，继续牺牲个人自由、个人权利就没必要，社会文化必然会做相应调整，这也是中国今天的经历。

这是什么意思呢？刘教授是广州一所大学的历史学教授，他研究中国历代契约的变迁史，其学问之深令在下佩服。2005 年，刘教授来耶鲁大学访问一年。期间，他讲到自己的亲身故事。2004 年，在上海的内弟结婚，要花 120 万元买 150 平米的房子。他的内弟小王和未婚妻都在金融公司工作，年收入加在一起 18 万，他们手头的积蓄有 30 万，所以，买房子还缺 90 万元。那 90 万元怎么找到呢？

一种可能当然是小王从银行做按揭贷款，如果做 30 年到期、年息 5% 的按揭，小王今后的月供大约 4832 元，年供不到 6 万，他们当然能支付，但占小王夫妻未来年收入的三分之一。

不过，小王和未婚妻不愿意做按揭贷款，他们跟父母说，如果做按揭贷款，让他们不是一结婚成家就背上月供的包袱吗？小王的父母想想，觉得也是，不能让年轻夫妻背上这么重的担子！正好他的父母年纪 60 出头，已退休，手头有 60 万养老用的积蓄。就这样，小王父母拿出手头 60 万的积蓄，刘教授夫妇把手头仅有的 20 万积蓄贡献出，另一位亲戚出 10 万，给小王买上 150 平米的房子。

## 第 7 节：序言 金融的逻辑是什么？(7)

当然，刘教授的故事对中国人很普通，没有什么稀奇。只是这种安排改变了小王大家庭

的关系和性质。第一，刘教授现在一想起这事就恼火，作为历史学教授，自己的收入不高，20 万的积蓄是他当时所有的钱。他说自己在广州的房子还不到 70 平米，凭什么他要把自己所有的积蓄供他内弟买那么大的房子？所以，从那以后，提起他内弟，首先想到的是他过去的积蓄，而不是他跟内弟的感情有多么好，况且也因为那笔钱使刘教授跟夫人的关系紧张！

第二，本来，小王父母可以把自己的 60 万养老钱理财投资好，等再年老之后，自己能有钱养活自己，也能有自己的尊严。但是，现在钱都给了儿子，今后的养老就只能靠儿子、女儿了，也就是说，不管今后跟媳妇、女婿是否处得好，也没有别的选择，只好跟他们一起住，或者靠他们供养，等着他们给钱。这样，本来可以自立养老的小王父母，今后就只能看别人的脸面养老了，不能有自己的自主生活空间，不能想怎么花钱就怎么花了。

同样糟糕的是，正因为小王这么容易就得到 90 万元的帮助，让他无法感受到靠自己劳动养活自己的责任，那看似“免费午餐”的 90 万，只会培养懒惰。

而如果小王是通过 90 万按揭贷款，表面看会给小王夫妇带来月供压力，但是，这种压力不是坏事，会迫使小王奋发向上，培养“自食其力”的个人责任。同时，这也让其父母留住养老钱、年老后有自尊的财产基础，可以理直气壮，不需要看子女的脸面。另外，对刘教授夫妇来说，他们的关系就不会出现紧张，也当然不让刘教授一想起内弟就想到自己失去的积蓄。

实际上，这两种安排，给每个人带来的自由度也截然不同。试想，小王拿了亲戚的 90 万买了大房子，他们夫妻俩今后消费什么东西，亲戚自然有权过问、有权管，就像刘教授抱怨小王的房子比他自己的大很多一样！等小王父母更老、靠子女的钱养老时，他父母花钱也会受到儿子、媳妇、女儿、女婿的监督，花别人的钱能那么自由吗？

总之，儒家主张的靠血缘网络内部来互通有无，来实现人际金融交易，最终不能激励每个人奋发向上，培养的是等待“免费午餐”、搭便车精神。比较而言，外部金融市场更能逼着每个人去“自食其力”，也为个人空间、个人自由的最大化提供基础。

## 六

小时候，父母都会教我们不能借钱花、要“量入为出”，还有就是要多存钱。在中国文化中，借钱总是件很负面的事，透支、负债、欠钱等等是一些贬义词。或许正因为此，证券类金融市场在我们的历史上没有机会发展，一直受到抑制，金融学更是不能走上正堂。

这些年我学到，借贷类金融交易原来是，帮助借方把一次性大的开支平摊到今天和未来许多年月上，让一次性大开支不至于把个人、企业或者国家压垮。就像小王买房要 120 万元，这种开支的确很大，但买下之后，不只是今天享受，未来许多年也会享受其好处，所以，通过按揭贷款把这些支付压力平摊到未来 30 年，不是让“享受”和“成本”在时间上更匹配吗？这本应该是一件纯经济的正常事情。

到今天，借贷金融对个人、对家庭、对企业的贡献，仍然被低估。但是，如果做客观分析，我们会发现借钱花也可以是好事，在某些情况下，甚至是更好的选择。

## 第 8 节：序言 金融的逻辑是什么？(8)

在国家层面，过去我们总认为，国库真金白银越多的国家，就越强大；要借钱花的国家，是弱国。冲击我这种观念的是下面这段历史。如果我们把公元 1600 年左右的国家分成两组，一组是国库深藏万宝的国家，像明朝中国在那时国库藏银 1250 万两（尽管明朝当时快要灭亡）、印度国库藏金 6200 万块、土耳其帝国藏金 1600 万块、日本朝廷存金 1030 万块；另一组是负债累累的国家，像西班牙、英国、法国、荷兰、各意大利城邦国家。那么，从 400 年前到 19 世纪、20 世纪，哪组国家发展得更好呢？当年国库藏金万贯的国家，除日本于 19 世纪后期通过明治维新而改变其命运外，其他的到今天还都是发展中国家，而当时负债累累

的却是今天的发达国家！

莫非中国以及其他发展中国家今天又是外汇储备数万亿美元，而西方发达国家负债累累，在未来几个世纪还要重演过去数世纪的历史？关键看中国今后如何利用债券市场以及其他证券市场了，看中国是不是从这次全球金融危机中因噎废食、得出“抑制金融创新是上策”的结论了！

回过头看，正如我在《治国的金融之道》一文中谈到，我们中国是这么喜欢存钱，以至于在第一次鸦片战争之后，1842至1848年间朝廷每年的财政盈余还在1500万两银子上，这种年年财政盈余状况一直持续到1895年。按理说，第一、第二次鸦片战争失败的教训，即使没有逼着朝廷把未来的收入借过来加快国力发展，也至少使他们愿意把岁入都花掉搞发展，而不是还想着往国库存钱！到最后，晚清也像宋朝、明朝末年那样，战争开支和赔款实在太在，在历来因为不用发债融资而使中国债券市场没机会发展的状况下，朝廷无法用债券把那些大支出的压力平摊到未来。过不了支付压力这一关，清朝就只好垮台。

这些历史不断引发我对金融的兴趣和思考。为什么借债花钱使西方国家不仅没垮，反而强大起来？后来我认识到，美国就是近代最好的例子。不只是今天的美国虽然负债全球第一却是最强大的国家，美国立国之初就是靠负债幸存下来，这应该跟中国各朝代的经历正好相反（中国历朝之初国库满满，但之后每况愈下，到最后财政危机终结朝代；而美国立国之初就负债累累，之后不断利用债券市场透支未来，而且还透支越来越多，可是其国力却越来越强）。

我们一般熟悉美国于1776年7月4日宣布从英国独立，1787年的宪法大会通过美国宪法，等等这些政治史实，但未必了解金融借贷对美国历史的支柱作用。

美国独立的起因当然是英国对北美殖民地的征税权失控，殖民地人必须向英国交税，但却没权选举代表进入英国议会，去参政、议政、立法。这一背景很重要，因为这决定了美国独立战争以及之后政府的开支不能靠大规模加税来弥补：如果新成立的政府也要加税，为什么还要独立呢？所以，各届大陆会议（Continental Congress，独立运动、独立战争期间的决策机构）只能靠多印纸币、借债，来找到财务支持。但是，那时期既没有联邦政府、更没有收税机构，“大陆币”、战争债难以有市场，在1776至1787年间不断出现的债务困难，几次都差点让独立运动破产，差点迫使北美重回英国的怀抱！

稍微细看，我们知道，1763年开始，英王乔治二世通过一系列法案勒紧对北美殖民地的控制、加大征税，由此激发殖民地人的反抗，导致诸如1773年“波士顿倾茶事件”（Boston Tea Parties）、1775年列克星敦（Lexington）枪击案等关键性事件，使得北美对英国的敌意一发不可收拾。1775年6月15日，第二届大陆会议选举华盛顿作大陆军总司令，正式与英军作战。

## 第9节：序言 金融的逻辑是什么？(9)

1776年3月17日，为了避免战争对波士顿伤害太大，华盛顿请求把战场转移到纽约。英军接受请求，转移战场。当第二届大陆会议于7月4日宣布美国独立时，华盛顿正在纽约曼哈顿南端，其军队士气得到了及时的鼓舞，因为就在那时英国皇家海军正在汇集100多艘战船、3万多正规军，集中攻打守在曼哈顿、几乎没有受过正规训练的华盛顿的一万大陆军，而且大陆军也没有任何战船。8月27日，皇家海军轻而易举地夺下长岛，大陆军惨败。之后，华盛顿采用边退、边打游击战的办法，开始了跟英军的拖延战术。

实际上，宣布独立不久的美国，更大的挑战不在跟英军的战场上，而是在经费的来源上。起初，第一届大陆会议考虑过在各州征税，但因上面讲到的原因被很快否决。独立战争开支主要靠以下几方面来源，第一是由政府发行“大陆币”，在1775至1780年间共印了37次“大

陆币”；第二，由大陆会议政府发行债券，1775 年发行首批公债用于买军火；第三，是十三州（殖民地）的份子贡献，由各州自己发行战争债提供；第四，从法国借来的贷款；再就是给士兵、给供货商写欠条。

只是在 1780 年末之前，政府债已经没人买了；各州也弹尽粮绝，不愿再发债奉献了；大多数士兵的服役期到年底就结束，不愿再收欠条作军饷；眼看大陆军就要失败，几乎没有人再愿意接受大陆币。

就在独立运动要告终之际，华盛顿派助理前往法国，成功说服法国国王再借美国 250 万法国金币。法国贷款没到之前，这一消息让后来成为美国第一任财政部长的亚历山大·汉密尔顿先将其做抵押，立即通过再贷款得到救命钱，让独立军维系到次年 9 月。最终，在法国海军的支持下，大陆军于 1781 年 9 月在南方港口城市约克镇打赢关键一战，从此扭转独立战争的局面，迫使英国于 1783 年 9 月签署《巴黎条约》，承认美国独立。一个年轻国家就这样靠举债幸存下来。

1783 年独立战争正式结束了，但是，建国的挑战却刚开始。如果说今天的全球金融危机是因美国联邦政府、地方政府、企业、家庭写“借条”太多，因债务泛滥而产生的，那么，1783 年时的美国货币、“借条”、债券种类并没少多少，仅各类战争债、州政府债、社区债所用到的支付货币就五花八门，有以“老大陆币”、以“新大陆币”、以墨西哥银元、以西班牙银元、英镑，有的债券干脆就没注明以什么货币支付。整个金融市场一片混乱，许多债券的价格不到其面值的 10%，基本没人问津，商品市场也没有秩序。这种乱局严重影响人们对美国前景的信心，挑战新共和国的命运。

1790 年 1 月，年纪才 33 岁的财政部长亚历山大·汉密尔顿，向国会递交一份债务重组计划，宣布在 1788 年宪法通过之前美国发行的所有债务，包括联邦与地方政府发的各种战争债、独立战争军队签的各类借条，全部按原条款一分一文由联邦政府全额付清。为了兑现承诺，联邦政府发行三只新债券，头两只债券年息 6%（一只于 1791 年 1 月开始付息，另一只到 1801 年才付息），第三只债券只付年息 3%。换言之，由这三只可以自由交易的债券取代原来五花八门的战争债，大大简化新国家的债务局面。

今天看，汉密尔顿的债务重组举措，好像只是一种简单的债务证券化运作，但是，他的天才创新在于，这三只债券埋下了纽约证券交易所、也就是“华尔街”的种子，因为这些债券从 1790 年 10 月上市交易后，加上次年由汉密尔顿推出的“美国银行”（Bank of the United States）股票，立即将市场的力量聚焦在这四只证券，强化价格发现机制，提升流动性，集中展现市场活力。从此，美国资本市场一发不可收拾，为之后的工业革命、科技创新效劳。

## 第 10 节：序言 金融的逻辑是什么？(10)

美国金融之父汉密尔顿的创举的意义也在于，他让这三只债券成为反映美国未来前景的晴雨表，债券价格就是市场对美国未来的定价。——汉密尔顿之兑现过去所有战争债的承诺，振奋了市场对美国未来的信心，使这些债券价格随即猛涨，为更多的政府融资广开财路！

债券市场先于其它证券市场发展，而债券市场又起源于战争融资需要，早期英国以及其他西欧国家是这样，后来的美国还是这样。

那么，从美国的经历中为什么我们能理解到，230 年前负债累累的美国以及 400 年前负债压身的西欧国家，反而在那之后胜过当时国库满满的中国、印度呢？我的思路包括以下两方面。

第一，国库钱越多、朝廷银库越满，国王、皇帝肯定能专制，而且也会更专制，因为他们不需要靠老百姓的钱养着；相反，越是朝廷欠债累累的国家，其国王、政府就必然要依赖老百姓交税、有求于百姓，这最终能制约国王的权力、促进民主与规则的发展。如哈佛大学

教授 Richard Pipes 在《Property and Freedom》中所说，之所以民主法治能在英国兴起，就是因为英国皇家把土地权逐步卖掉之后，国王不得不每年与掌握征税权的议会交涉。就像在当初美国一样，一旦国家负债累累，而老百姓又不得不交税的时候，连那些本来不关心政治的公民也不得不关心政府的权力、自己的权利，交税是提醒公民权利、感受政府权力的最具体方式。不需要征税也能自己富有的君主或者政府，其制度必会走向专制。

第二，就如当年美国三只国债所表现的，这些国债的存在与交易给市场提供了评估其政府政策与制度优劣的具体工具，通过国债价格的上涨下跌，立即反映市场对国家未来的定价。只要国家的负债足够高、只要继续发债的需要还在，国债价格的下跌必然逼着政府对其政策或法律做出修正。公民投票是民主制度的重要形式，但投票无法天天进行，而证券市场对国家的监督、评估、定价却是每时每刻的！美国和英国的兴起如此，其他西欧国家的经历要么也如此，要么就被金融市场所教训！

负债累累的政府是一个权力难以扩张的政府，因为负债后，一方面政府就得面对债券市场，另一方面就得征税，就得面对纳税人。或许，负债、债券市场、征税、纳税人，这都是民主宪政的砖瓦。看来，金融不只是能帮助一个国家平摊一时的支付压力，还能促进制度的良性发展。

## 七

回头看，对金融的认识、理解，花了我二十余年时间。1986 到 2001 年间的数理金融理论训练和研究，给了我分析人、社会、经济的科学方法和基本框架，让我认识到人生一辈子效用函数的最大化是人的行为的终极目的，而达到这一目的的手段和工具在不同时期、不同社会不一样。这一分析框架或许就是一把钥匙，帮助我认识社会、文化、历史还有其它，包括反思和审视我们习以为常的许多观念，也包括再思考企业和国家的治理战略。

## 第一部分 正本清源，痛击时弊

### 第 11 节：为什么中国的钱这么多？(1)

#### 第一部分：正本清源，痛击时弊

在全球金融危机冲击下，从中国到美国、到其他发展中国家，各国政府又在将企业国有化、强化政府对资源的控制。在这种时候，我们尤其有必要重新认识自由、民主、法治的财产和金融基础。任何强化国富民穷局面的举措，显然是在民主法治的道路上开倒车。为了中国的民主法治，国有资产应该被民有化、以平等分配的形式分回给全国公民，而不是利用金融危机强化国家对各种财产和资源的所有权。

#### 为什么中国的钱这么多？

“流动性过剩”，“钱太多”，这是时下时髦的话题。实际上，在全球范围内，中东石油“钱”、俄罗斯与加拿大自然资源“钱”、美国高科技“钱”等等，到处是“钱”，以至于开放式基金、对冲基金、私人股权基金公司，随便就有几百亿、几千亿美元管理，中国工商银行在海外上市不费吹灰之力就融资 219 亿美元！在中国，“钱”更是多得不得了。如果按广义货币与 GDP 之比来衡量，那么，1980 年中国的广义“钱”量只是 GDP 的 22%，相对于每一块钱的 GDP 只有 0.22 元钱在流通。从那以后，随着市场化改革的深入，中国经济的“钱”化程度直线上升，到 2003 年达到最高，流通的“钱”量是 GDP 的 1.9 倍，相对于每一块钱的 GDP 产出差不多有 2 元钱在流通，社会上的确到处是钱！

从表面看，今天世界的钱似乎太多，有一种非理性繁荣，中国的货币供应水平尤其是历

史上少有的，也比世界其他国家都高。就以 2006 年为例，日本的广义货币相当于 GDP 的 140%，美国的广义货币为 7 万亿美元，相当于 GDP 的 50%。

不过，单纯从货币供应占 GDP 之比还不能判断“钱”是太多还是太少，关键还要看通货膨胀率的高低。如果通货膨胀不是问题，货币供应、资本供应再多也没问题，这就是为什么现在各国中央银行都以通货膨胀为货币政策的目标。虽然各国货币供应多，但目前主要国家的通货膨胀却都在 2% 至 3% 左右，这说明货币供应多得有因。

可是，这么说并没有从根本上解释为什么中国的“钱多”、世界的流动性“过剩”不是问题。为什么“钱”多、资本多而通货却不膨胀呢？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得那样不久要破灭？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。以往，我们更关注过去 200 年工业革命对人类社会的影响，却忽视了发生于过去 150 年的金融革命。不认识这场金融革命，就难以认清资本的奥秘，当然也就不能深入理解美国经济的本质以及正在中国发生的经济与社会变革。

### 钱、资本和财富

我们先要回答一个问题：什么是钱？资本？财富？简单讲，“钱”主要是一个货币的概念，流动性最好，可直接用于交换，并同时又是市场交换的结果，是具有最普遍接收性的价值载体。钱既可以是纸币，也可以为东西，比如金银、丝绸，只要大家都认就行。资本也是活的价值，尽管其“活”性较钱低，但它是能够生产价值的价值。而财富既包括流动性的，也包括不流动的价值，即死的有价值物，一般的财富并不一定能产生财富。从契约理论的角度讲，财富往往是物、是“东西”，货币是把“东西”卖掉之后的价值载体，而资本更多是“东西”的“产权证”，它是广义的货币，是与具体的“东西”相对应的产权。

最能区分这三者的“东西”要算土地，土地是财富，但它不一定是资本，更不一定是钱。首先，土地必须能买卖交易，否则它既不是钱，又不能转换成资本。比如，如果土地是国有，就不能被买卖，土地顶多是财富，不是资本，也不能变成钱，更生不了多少钱。如果土地是私有并且能被买卖，那么土地与钱之间只有一次交易相隔，土地就能随时变成钱，就像钱了。当然，即使私有土地可以买卖，除了直接出售之外土地还不一定能转换成资本。也就是说，只有在产权保护制度和契约权益保护相对可靠的情况下，土地即使不卖掉，也可以被抵押转换成资本。这时，土地的“产权证”就最重要，“产权证”的流动性使土地权成为资本，以资本的形式让土地所承载的财富赚更多的钱。

## 第 12 节：为什么中国的钱这么多？(2)

另一个典型的例子是未来收入，比如，个人的未来收入是财富，但是如果没有金融工具把未来收入做票据化、证券化变现，那也顶多是可以感觉到但不能花的财富，也不是资本。通过将部分未来收入以“产权证”（抵押）形式流动起来，未来收入流也能成为资本。

财富不一定能一下子变成钱，财富的范围比资本大，资本比钱的范围大。问题是：什么决定财富、资本与钱之间的相互距离呢？一个国家对“东西”、对未来收入流进行资本化的能力，也就是市场、契约与产权制度，决定了这三者间的距离。从根本上讲，货币是将“财富”卖掉的所得，资本是以产权契约、金融票据、证券契约等形式将“财富”资本化的所得，是资产和未来收入流的“产权证”。只不过，通过这些“产权证”，把本来就已存在但是“死”的“东西”和未来收入流变活了。在这个意义上，只要金融票据、证券、货币是相对于实在的价值而发行的，金融化在增加价值载体的流通性的同时，本身并不必然导致通货膨胀或经济危机。

市场化改革让中国的钱多了

在 2007 年的一次交谈中,《纽约时报》驻上海的记者说到,中国今天似乎充满了互相矛盾的现象,让人难以理出头绪。一方面腐败这么严重,许多钱被贪污浪费,或者以形象工程烧钱,或者通过国有银行继续向那些不断亏损的国企输血;可是,另一方面,在上海、浙江、江苏、北京等许多地方,在空气中你能处处感受到那种日夜不熄的创业干劲,谁都在谈生意、做投资赚钱。而且,现在中国人的钱的确很多,买房有钱,投资有钱,到境外旅游有钱,买奢侈品、买高档车有钱。这到底是怎么回事?中国这种增长到底能持续多久?为什么在市场制度、法治秩序还欠缺的中国,其经济仍然能持续增长这么多年?

这位朋友做记者许多年,在中国已经两年有余,碰到、看到、听到的事当然很多,但中国的事让他对这个社会、对今天的世界一天比一天更着迷,中国为什么在庞大行政机器压制下还这么有活力?

谈到这里,我说,中国这些年的经历可以从许多方面去理解,如果简单点讲,是由于“改革开放”,但从更深的层面,我们可以从“钱化”和“资本化”的角度来理解中国这些年的经历。过去 28 年的改革开放大致可分成两阶段,第一阶段是从 1978 至 1990 年代中期,其核心是给老百姓买卖东西的自由,他们有选择生产什么、到哪里卖、如何卖的自由,包括劳动力市场与创业市场上的自由,那是从计划到市场的“市场化”或说“钱化”阶段。1990 年代中期开始,特别是 1998 年之后的阶段,可以概括为“资本化”时期,就是让企业资产(包括有形资产和未来收入流)、土地和各类自然资源、劳动者未来收入流,都可通过产权化、证券化或者金融票据化转变成流通的金融资本。一个国家可以卖的东西越多,或者已经资本化或能够被资本化的资产和未来收入流越多,它的“钱”自然就越多。

当然,“市场化”阶段使中国“钱”多,这好理解。在计划经济时期,人们普遍没“钱”。而之所以没“钱”,并非完全由于没有“东西”,而是由于那时的市场化水平极低,几乎没有“东西”可以通过市场换成“钱”,也没有什么出口贸易,经济被“钱”化得太少,所以,那时候张三可以有“东西”、有一双手,也有许多时间,但他没有“钱”。文革时期在农村,大人出差旅行时,都得带上一袋大米、菜以及被子、席子等等,而不能带“钱”。也就是说,那时候要东西有,但要钱则没有。我们不妨想象一下,如果出差旅行要靠自己带粮菜、被褥,一方面旅行在外的时间不可能太久、走的距离不能太远,另一方面能够跨地区运输的货物也必然有限。因此,“钱”化程度低的社会自然是人口流动少、跨地区贸易有限的社会。

### 第 13 节:为什么中国的钱这么多?(3)

1978 年后的市场化改革,使几乎所有的“东西”可以在市场上交易,包括各类农产品、制造品、劳动力、房产等等都可交易,市场的交易自由度在逐年上升。不管是国内贸易、出口贸易,还是简单的日常市场交易,这些都需要货币支付,自然地“钱”的需求上升了,“钱”的供应必然要上去。因此,在“东西”产出相同的情况下,市场化程度越高,货币相对于 GDP 的比例必然会升高。与此同时,外贸出口在逐年猛增,这本身就加快了中国资源和劳动力的变现规模和速度,必然也使中国钱多。

不过,钱多的原因还不只如此。一方面,货币化的上升催化人口流动、催化跨区域贸易。也就是说,如果市场很发达、“钱”的供应不稀缺,张三出差之前可先把自己产的粮食、蔬菜、家禽等在本地市场卖掉,换成“钱”,然后带着“钱”而不是“东西”出差,每到一家目的地餐馆、酒店用现金支付即可。到今天,当然连现钞都不用带,信用卡更方便,远道旅行就容易得多。因此,货币化发展对人口流动、异地贸易是一种根本性的催化剂。许多人会说,虽然货币化带来方便,可是各地市场物价差别很大,张三家乡的大米、蔬菜、肉食比外地更便宜,所以,权衡之下,还是自带食物、被褥合算。——这当然有道理,但这恰恰说明市场化的重要性,如果市场化发展足够到位,如果跨地区的“投机倒把”商业运作畅通无

阻，那么，到最后，各地之间的物价可能会因为运输成本还有差别，但那种价差会低于异地运输成本。在这种情况下，张三当然会选择先将“东西”换成“钱”，带“钱”出差。从某种意义上讲，只要有人还选择带粮菜出差，那说明中国的市场化程度还有待加深。

另一方面，人口流动的增加、异地贸易的上升也反过来增加对“钱”的需求，又刺激中国经济货币化水平的提升。当一个村、一个镇、一个社会的人哪里也不远游、不外出时，他们对“钱”的需要会很少，金融在经济中的份量会很低。可是，一旦远游盛行，一旦异地就业日益普遍，金融在经济中的地位会越来越高，“钱”相对于经济产出的比例就越多。换句话说，即使人均收入没有上升，人口流动以及异地就业的逐年增加也会让货币供应量增加，更何况 GDP 在快速增长呢！这种因真实需要而增加的货币供应，当然不一定带来通货膨胀。

城市化和工业化是社会“钱化”的另一个催化剂。1800 年时，美国 95% 的人口生活在农场上，过着自给自足的生活，由于吃住都靠自己的农场，许多农民连续数周见不着一分“钱”，也用不着“钱”，最多与邻村农民以货易货就够了。那时，全美国的货币供应才 2800 万美元，农业经济不需要“钱”。反过来说，农业经济也就没“钱”！十九世纪的工业革命在城市创造了众多更高收入的就业机会，美国人逐渐离开农场进入城市，靠领薪水过日子，这时，人们的吃住行都要靠“钱”买！对货币的需求因非农的发展、因城市化而自然地猛增，到 1900 年基础货币供应量升至 24 亿美元。到 2006 年，美国经济已完全以服务业为主，农业占 GDP 不到 2%，服务业在 GDP 中的份额超过 80%，对“钱”的需求自不用说，2006 年仅基础货币量就高达 13000 亿美元，比 1900 年的水平上了许多层楼！

中国的城市化和工业化在过去 28 年也在飞速发展，1978 年中国的城市人口占 16%，到 2004 年超过 40% 的人生活在城镇；1978 年时，农业占中国 GDP 的 41.3%，到 2002 年则只占 14.5%。就像美国社会的经历一样，工业和服务业的发展以及城市化当然也使中国社会的货币化程度上升，“什么都需要钱”！这不是一种价值判断，也不表明中国人本质上更自私、更自利了，而是工业化与城市化后生活方式、工作性质的必需。农村人的温饱可以通过自己双手、不用现金就能实现，而城市人连基本温饱都要用钱买。所以，因工业化和城市化而增加的货币供应不是在制造虚假繁荣，由产业结构调整而增加的货币供应也是“钱多得有因”。

#### 第 14 节：为什么中国的钱这么多？(4)

##### “资本化”带来经济增长

市场化改革只是缩短了“财富”跟“钱”之间的距离，而“资本化”改革则是过去十几年中国“钱”越来越多的更重要原因。也就是说，第二阶段改革的直接效果是将以下四大类“财富”转换成“资本”，使中国的金融资本大增。第一是土地和自然资源，第二是企业财产和未来收入流，第三是社会个人和家庭的未来劳动收入，第四是政府未来财政收入。——这四类财富是任何国家的核心资本源。但，并不是所有国家都能把这些资产、未来收入流变成资本，能这样做的前提条件是这些资本源的产权被明确界定、能被买卖，最好是能以产权契约的形式自由买卖。

前面谈到，1978 年时，中国所有土地和自然资源是国有，不能交易买卖，所以，那时的土地、自然资源没有资本价值。企业基本全是国有或集体所有，它们的资产和未来收入流当然也不可以买卖，更何况这些产权也没清楚界定过。那时，老百姓的未来劳动收入流是否被“资本化”呢？当然不可能，作为社会主义大机器中的“螺丝钉”，老百姓换工作、结婚都没有自我决定的自由，都要领导批准，个人的双手、大脑也属于国有财产，个人的未来劳动收入不可能被金融票据化。所以，改革开放前的中国是一个有财富但没有资本的社会。

虽然在第一阶段改革中商品交易自由、劳动力交易自由在中国慢慢恢复，人们可以选择辞职换工作，也可以选择以自我创业的形式使用自己的劳动力，但还不等于有资源资本化、

企业资本化、收入流资本化、人力资本化了！正如前面所说，在财富、资产、未来收入能资本化之前，它们首先必须被产权化，产权的范围和归属要清晰，而且这些产权必须可以通过票据化形式自由交易、流通起来才变成资本。

从 80 年代末开始，首先是股份制企业形式的恢复，在一片争论中股票市场于 1990 年推出。对此后的资本化改革来说，当时围绕股份制和产权的讨论是非常基础性的铺垫工作，没有那些讨论，就没有后来资本化改革所需要的认知储备和法律制度上的深化。当然，在明晰了产权制度的同时，企业产权还必须从国有转变成可以私有，否则，明晰后的产权只要还是国有，就不能真正做市场化的交易，从而就不能被资本化。好在从 90 年代初到现在，一方面是国有企业不断民营化，私有经济不断发展，另一方面是股市也在发展，包括境内股市和境外股市。这两方面的发展大大强化了中国经济资本化的能力，到今天 A 股市值达到 17 万亿元，境外上市公司市值近 1.5 万亿美元，相当于 11 万多亿元，境内外股市共为中国经济提供了超过 28 万亿元的资本！上市后的公司股票本身就是新的资本供给，新资本供给量等于股票价格。

这 28 万亿元的金融资本代表的是什么呢？其中一部分是这些公司有形资产的价值，比如厂房、设备等等，相当于公司的账面值或说净资产，反映公司过去的投入，但这只是公司市值很小的一部分，更大部分是公司未来收入的折现，是对未来收入的资本化。以无锡尚德为例，它的市值是 53 亿美元，但其净资产只有 6.6 亿美元，是公司总市值的八分之一，所以，有 46.4 亿美元是无锡尚德未来收益的贴现值。如果没有股市这种未来收入折现机器，今天这 46.4 亿美元的资本供给是没有的，中国的“钱”就会少 46.4 亿美元！中国银行 A 股价格是每股净资产的 3.8 倍，其中 2.8 倍是未来收入预期的贴现，因此中国银行近四分之三的市值是未来收入资本化的结果！

## 第 15 节：为什么中国的钱这么多？(5)

也就是说，一个国家可以有千千万万个无锡尚德公司，但是，如果没有股市这种未来收入折现机器，这些公司的未来收入流再多，这个国家也不见得有多少金融资本。比如，在 80 年代中国还没有股市，中国企业也不少，只是不能在境内或到境外上市，所以中国当时没有能力将未来收入流转化成资本，中国就很缺资本，只好靠引进外资。

除股市之外，各类企业债也是将企业未来收入流做证券资本化的方式，可惜中国企业债市场规模还只有 2 千亿元左右，仅为 GDP 的 1%。当然，企业的短期银行贷款和商业票据也是对企业未来收入的资本化，只是期限往往较短，资本属性相对较低。

### 土地、资源与未来劳动收入的资本化

第二个资本源是土地、自然资源和房地产。在 1998 年住房市场化之前，由于住房基本属于单位、不能交易，这块财富数额巨大但也是死的。

从 1998 年开始，土地以两种方式在资本化，其一，各地政府每年将部分土地出售，供房地产开发或者工业建设，这是土地的直接货币化，本身还不是资本化。卖土地的收入是为地方政府贪污和浪费埋单的主要方式。按北京大学平新乔教授的估算，仅 2004 年，全国地方政府大约有 6150 亿元的“土地财政收入”，这当然为腐败浪费提供了极大的空间。土地使用权由政府出售之后，这种使用权在二级市场上可以交易，让使用权证具备了资本的属性，而且是相对独立于土地之外的资本，使全社会的资本供给也因此增加。换言之，那些土地照样存在、不会跑掉，但其使用权作为可交易的契约具有单独的资本价值。

其二，房地产商品化带出的不只是住房交易这种实物市场，而且在住房私有并可交易的情况下，房产又可拿来作抵押借贷，通过住房按揭贷款，将房产所占用的土地、房子本身的资产以及业主自己的未来劳动收入作金融资本化。也就是说，虽然住房按揭贷款的质押物是

房屋，但真正用来做支付保障的不是房屋，而是买主的未来工资收入，所以，住房按揭贷款体现的主要是买主未来劳动收入的资本价值，而这种资本化也是在土地使用权私有、房地产市场化之后才有的事。因此，从本质上看，1998 年的房地产改革是一个划时代意义的转折点，为中国的土地、资源以及老百姓未来劳动收入的资本化开了大门。1997 年时的住房按揭贷款余额是 190 亿元，2006 年底升到 2.2 万亿元，也就是说，所有住房按揭贷款票据所代表的资本总值为 2.2 万亿元，这是许多家庭未来收入流的折现值。所以，那次改革为今天提供了至少 2.2 万亿的金融资本，如果没有住房按揭贷款，人们未来的收入照样会有，但却无法变成今天的资本了。

第三个资本源是众多个人的未来收入流。虽然住房按揭贷款已将劳动者的部分未来收入资本化，但那只是一小部分，2.2 万亿的住房按揭贷款只是中国 GDP 的 11%，而美国的 13 万亿美元按揭贷款是其 GDP 的 100%，所以中国的个人收入资本化空间还很巨大。其他消费信贷还在起步阶段，汽车信贷、信用卡借贷、学生信贷等都可看成是将个人未来收入流提前资本化的金融契约，这些工具当然也增加中国的资本供应，但到目前的消费信贷规模还只是 2 千多亿元，是中国 GDP 的 1%，相比之下，美国消费信贷为 3.5 万亿美元，是美国 GDP 的 30%。

资本化是中国经济未来增长的主要推动力

讲到最后，我们可以把中国和美国在 1978 年时的境况做简单对比，以此来理解中国改革开放的经历。1978 年时，美国的企业资产与收入流、土地与资源、老百姓未来收入流不仅都是私有并能自由交易，而且相当一部分已证券化、金融化成资本，所以这些年美国能做的资本化空间越来越小。

相比之下，中国则恰好在另一个极端，1978 年时中国是什么都国有，从而不能买卖交易，更没有被资本化。所以，在 1978 年之后，即使不算外资的进入，中国政府每年只要让部分国企民营化并把它们未来的收入证券化，或者出售部分国有土地的使用权并让土地产权自由交易，或者通过住房按揭贷款、消费信贷、信用卡等让老百姓将部分未来收入资本化，每年做一点这三类资本化运作中的一个或两个，即可给中国提供大量的资本，即可让中国的“钱”多很多。这就是对中国过去十几年经济增长的资本化解释。

哪个国家都有土地，有资源，也有各种未来收入流，但并不是所有国家都能将这些资产和收入流转变成资本，甚至也不知道将这些资产与收入流资本化的重要性。但要做到资本化，特别是想要产生出最大限度的资本，那么，资本化的制度架构就极其关键，不仅私有产权要界定清楚，而且要有可靠的产权保护与契约执行架构，否则，只能做些粗糙的资本化运作，不能深化。

当然，如果换个角度看，这也说明，企业国有、土地国有以及人力资源国有在过去抑制了多少资本，机会成本大得无法估算。虽然过去十余年的资本化改革已为中国的经济增长提供了关键性的推动力，未来的持续增长还只能靠更多资产、更多收入流的资本化，只有进一步的资本化才会给内需增长提供动力，才会有个人创业、创新所需要的资本支持。为了使中国更有“钱”，土地和国有企业都应该私有，为进一步资本化开路。

## 第 16 节：为什么中国人钱多了反不安？(1)

为什么中国人钱多了反不安？

中国正在经历的转型总是一个说不完的话题，因为正在发生的事情太多、太广，也太快，对于有兴趣研究人、理解社会的学者来说，这是个千载难逢的研究机会。还是以我们在前面谈到的“中国的钱为什么这么多”这个话题为例，我们看到由于商品交换的日益市场化、经济活动的进一步钱化、财富和未来收入的快速资本化，这些都使中国的钱和金融资本越来越

多。

但是，除此之外，正在经历的中国社会结构与文化转型也在给中国带来很多钱。具体讲，就是原来许多通过亲情关系、友情关系所实现的隐性经济交易、隐性保险信贷投资交易，都逐步被显性的市场交易取而代之，被直接钱化、金融证券化了，其结果必然使中国的钱和收入大大增加，同时当然也对金融业的发展提出挑战。如果中国的金融业跟不上，在原来由亲情、友情实现的互助互惠式隐性金融交易被钱化之后，而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，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。

靠亲情实现的隐性交易逐渐由市场取代

人类自古就难以以个体生存，人际经济交易、感情交换历来是人类得以存活的主要保障形式，必须通过彼此间的利益交换，特别是在不同时间、空间之间的人际利益交换，来最大化我们的生存概率，来让我们对未来的生活保障（包括养老）有安全感。但是，人际交易、尤其是跨时间或空间的人际交易必须以相互信任为前提，否则，交易的不安全使我们即使有需要，也不会去跟他人做不同时间之间的价值交换，不会去互相保险、互相借贷、互相养老、互相投资。

#### 第 17 节：为什么中国人钱多了反不安？(2)

在市场规则、信用交易保障体系均不发达的社会里，人们主要依靠以血缘建立的家庭、家族为跨时空利益交易的场地，或者说家庭、家族就是隐性的内部金融市场。在传统中国社会里，血缘是这些族内、亲情内部利益交换的信用基础，而儒家“三纲五常”名分等级秩序便是信用交易的具体文化制度保障。“孝”道文化是这种个人未来生活安全保障体系的另称。

“养子防老”，亲戚间“礼尚往来”，生老病死时的相互帮助，这些都是保险、养老、信贷、投资等的具体实现形式，“血浓于水”的信念是用以强化这种体系的信用基础的文化价值。这些当然都是不能称作“利益交换”的跨时空经济交易活动，是只能做但不能这样说的经济活动，因此，这些经济交易所创造的价值从来不能以货币单位计算，没有被“钱化”，自然没有记入 GDP 之中。家庭、家族之内的经济交易或者说“互相帮助”、“互相照顾”再多，这种价值交换由于没以钱来核算，人们自然不会感到“钱多了”。

不过，随着中国社会结构的转型、文化价值观的变化，原来靠血缘、亲情实现的隐性金融交易正在由金融市场以显性金融交易的形式取而代之。原因有几个方面：第一，人口流动大大增加，在江西出生但到北京、上海、广州生活的人口比例越来越高，人口流动起来后，由血缘、家族提供的经济保障和养老互助功能越来越不可靠，正式的金融交易产品必须取而代之；第二，多年来所执行的独生子女政策也使单纯的家庭、家族养老互助体系无法胜任，特别是人均寿命的上升，使年轻的夫妻很容易要负责上两代 12 位老人的生活，因此，以血缘为基础的保障体系的效果越来越低；第三，在文化价值观上，中国人越来越追求个人自由和经济独立，把未来的生活保障尽量掌握在自己的手里，通过各种金融品种的组合安排把未来各类经济需要事先设定好，以此最大化自己经济上的独立。

越来越多的中国人开始依赖金融市场，而不是只依赖家庭、家族达到保障未来生活的目的，这当然也使中国的市场交易额大大增加，钱自然也多了。

就以中国的保险业为例，寿险、财产险、人身险、意外事故险、健康险等各类保费的总额，在 2006 年底为 2 万亿元，到 2007 年 5 月底大约是 2.5 万亿元，5 个月增长 25%。也就是说，如果是在传统中国社会里，这些保险品种都会以人格化的形式在家庭、家族以及朋友网络间实现了，隐性地实现了，那么，这 2.5 万亿元金融资产就不会在中国经济中出现，全社会的金融资本供给量就会少 2.5 万亿元，保险业的公司收入和从业者的收入也不会有，中

国的钱量当然也会少许多。换言之，正是由于这些保险功能已逐步走出血缘、走出友情，由保险行业取代，中国的金融资产多了 2.5 万亿元，中国的货币收入也因此增加了许多。

信贷行业、养老行业、基金行业、证券行业的增长，也部分得益于由传统家庭家族实现的隐形金融交易正在被逐步显性化。也正由于这些经济利益交易功能会进一步走出血缘网络，中国的各类金融业今后必然会更快发展。与此同时，钱的供应量就必然要更快增加，今后的钱只会更多。

靠友情实现的交易越来越由市场取代

在血缘关系之外，朋友网络是另一个能为信用交易提供支持的基础架构，这也是一种相当人格化的小范围利益交易体系。以前，当张三要搬家或者因外出要带大件行李时，他可能要找朋友帮忙，朋友往往会一叫就到，也不会要求报酬，自然不会用钱支付。但是，朋友之间有一个隐性的共识或默契，那就是在这次来帮忙的朋友下次也要搬家或者也要外出有行李时，张三必须也能随叫随到。

### 第 18 节：为什么中国人钱多了反不安？(3)

按照同样道理，张三生病发烧不能起床时，他的可靠朋友会带他去医院；但是等他的朋友生病时，他也必须提供帮助。张三如果一时缺钱，朋友可能会帮忙，但当朋友有类似需要时，张三也必须以类似帮助去回报。

以上所举的友情帮助表面上看不是经济交易，而是友情，但实际上都是隐性的跨时间利益交换，具备投资、保险或信贷的经济功能。市场越不发达的社会，这些隐性利益交换会越普遍，靠亲情、友情来进行跨时空的利益交易是传统社会的普遍特征。这些交易不要钱，却是典型的经济交易，也因此使传统社会“钱少”。

到今天的中国，许多这类交易也被市场交易显性化了，被“钱化”了。比如，中国现在有许多搬家公司，张三搬家不必找朋友，而是更愿意花钱找搬家公司；暂时缺钱或者要购房等大件时，可以找信贷机构；去火车站或机场时，不必找朋友送，而是找出租车；外出旅行时，不必找朋友家住，而是更自在地住在酒店，“在外靠朋友”原来是市场不发达的结果！

这样一来，我们中国人以前很多在友情名义下所从事的“经济活动”，今天正在被一一市场化，使许多原来没有收入意义的友情“经济活动”今天以“钱”结算了，直接对每个人的收入有贡献了，个人的收入都会因此而增加，个人“钱多了”；在国家层面，为支持市场化程度的上升，货币供给量也必须增加，这就很容易产生表面上的“流动性泛滥”的境况。

在这里，我们必须认识到，这种过去是隐性的经济活动今天被“钱化”之后，每个人的“钱”收入当然会增加，但这种新增的收入只是表面的，并不一定是真实的收入增加，因为这类收入和投资原来就有，只是没有被“钱化”而已，是隐性的。今天在市场化发展深化之后，这些经济活动被市场取代了，同样的经济交易被显性化了。这就是为什么许多人在钱包鼓起来的同时，却并不一定感到更富有，原因在于市场化发展后“什么都要钱了”。

金融市场必须加快发展

在原来由亲情和友情实现的隐性养老、隐性经济互助、隐性意外事件互保以及其它人际利益交换被市场取代、被“钱化”之后，人们的收入是增加了，钱也多了。但是，如果各类品种的保险、养老、医疗、投资、理财产品不能够发展到位，那么，在中国人钱多的同时，可能反而对未来充满不安。

道理很简单，原来大家都把注意力和经济收入投放在家庭、家族和朋友网络上，今天不记经济成本的互相帮助和相互援助，是对自己未来经济安全的投资，是在买人格化的保险，或是在放贷，这些为个人提供安全感。当这些经济活动被逐步市场化、“钱化”之后，人们在家族、朋友网内的这些投入会越来越少，亲情和友情更多的会以感情交流为主，而不是以

经济利益交易为核心。那么，在这种时候，如果金融产品的丰富程度又有限，钱多了以后的中国人就会难以安排好未来的各种经济需要，反而会对未来深感不安。这就好像在“打倒孔家店”后，如果金融市场的发展程度又没跟上，人们要么会惶惶不安，要么会重建“孔家店”。

从最近我跟杜俊林同学组织的调查中看到，像北京这样的大城市，金融产品已日益丰富，市场提供的各类保险、借贷、养老和投资品种越来越多，北京人的家庭已越来越定位在感情交流上，未来生活的保障功能正在进一步从血缘体系中淡出。相比之下，农村中国的金融很不发达，农村的家族结构虽然远没有过去那么牢靠，传统的农村社会结构也必然会在未来进一步解体，但是，虽然血缘体系所能提供的经济安全感在农村正在衰退，还好农村的家族形状还在，通过重新对家族网络的投资，农村人还多少能靠着亲戚得到一些经济互助和生活保障。可是，地区市和县城的人们对未来最没有安全感，在传统家族和现代金融市场中间，他们哪边都不靠，因为这些地方的人基本都是近代城市化中进入城镇，已离开了自己的血缘家族网，所以他们不能靠家族、亲戚实现经济互助和安全保障；同时，那些县城和地区市又没有发达的现代金融。在两边都不靠的情况下，这些中小城市的人反而对未来生活最没有安全感。

## 第 19 节：为什么中国人钱多了反不安？(4)

一方面，市场化、“钱化”出来的钱的确越来越多。另一方面，中国的金融发展水平总体还很低，投资和理财的选择空间很小，只有少数有限的投资渠道。这两方面挤在一起，特别是在政府高度管制金融和国有金融垄断的情况下，各种资产价格扭曲和畸形资产泡沫层出不穷，就不奇怪了。

为什么说西方的兴起主要靠制度而不是掠夺？

在前面的章节中，笔者谈到之所以美国更有钱，“关键在于美国有着让人们能放心进行证券、票据交易的制度架构和金融中介体系。”很多读者看了以后有两类反应。第一，把未来的收入或财富证券化变现，无非是把未来的钱提前花，提前透支，这与以后花有什么区别？第二，虽然在美国能把未来收入流、把“死”资产作证券化变现，但这并不能让美国“更有钱”，因为钱的供应是由中央银行固定了的，证券化的过程无非是将投资者手中已有的钱转移到证券发行方的手中，这种支付转移并没有产生新的钱。

未来收入资本化之后

把未来的收入今天就资本化变现，其好处在哪里呢？不久前，笔者有幸跟年轻的创业家沈南鹏谈起这个问题，一说到这里他立即领悟到其中的意思。1999 年他创办携程，2003 年在纳斯达克上市使他立即成为亿万富翁。通过上市变现的是携程未来多年的部分收入，所以他的钱不同于中国传统意义上的钱。当然，有了这些通过证券化变现的“未来财富”之后，沈南鹏继而又于 2004 年投资分众传媒、创建如家快捷连锁酒店等企业，其中，分众于 2005 年成功上市，如家快捷正在上市申请过程中。去年，他辞去携程的总裁和首席财务官职位，创办美国私人股权基金——红杉（Sequoia）在中国的分公司，开始更多的创投项目。换句话说，正是由于沈南鹏能够把它创办的携程的部分未来收入提前变现，让他今天的“钱”就多了亿万，他在过去几年里能通过利用这些钱做新的投资，从而创造更多的财富，也使他的发展空间进一步扩大。相反地，如果他不能将携程和其他企业的收入流权利通过证券化、票据化交易变现，他的创业空间就要小得多。能否把未来的收入流作证券票据化，对企业的意义也是如此。

金融证券技术不仅对个人、对企业的意义重大，对国家的发展也是如此。比如说，为什么在十八世纪到十九世纪的欧洲竞争中，英国最后战胜了法国进而主宰世界？英国之所以在十八世纪开始远远超过法国，并最终在世纪末战胜法国，其关键之一就在于英国有更发达的

金融技术让它更能将未来收入提前变现。中世纪的欧洲战争不断，慢慢地大家都要靠借国债发展军力，谁能借到更多、更便宜的钱，谁就能拥有更强的军队，特别是海军。1752 年时，英国政府的公债利率大约为 2.5%，而法国公债利率是 5% 左右。1752 年到 1832 年期间，法国政府支付的公债利息基本是英国公债利息的两倍，这意味着什么呢？要知道 18 世纪中，英国每年的财政收入有一半是用来支付国债利息的，也就是说，假如那时英国的国债利息跟法国的一样高，那么要么英国必须减少借债、要么英国每年的所有财政收入都用来支付利息，前者会使英国的军力下降，而后者会使其政府破产。两种可能的结局中，哪种都不好。但正因为英国有着比法国远为发达的证券市场，使英国不仅能以未来收入为基础融到更多国债资金发展国力，而且需要支付的融资成本也比法国低一半。更强的证券化能力使英国可以筹到更多的钱用于发展国家实力，使英国从 18 世纪到 20 世纪初都一直拥有世界最强大的海军，让不到两千万人口的英国主宰世界两个世纪。

## 第 20 节：为什么中国人钱多了反不安？(5)

谁能够以更低的成本把更多的未来收入作证券化变成今天的钱，谁就能在未来拥有更多的发展机会。因此，证券融资不只是简单地把未来的收入提前花，而是为未来创造更多的发展空间，也会决定在竞争中谁会成功。

### 证券化使“钱”更多

把未来收入流、土地之类的“死”财富证券化后，社会中的“钱”的确会因此增加。这里的关键在于“钱”的定义与内容。日常用语中的“钱”往往指政府发行的货币。但我们知道，世界上由政府统一发行货币只是近现代的事情。在中国，即使到晚清、民国初期，甚至各个县都有自己的纸钱、银铜钱，还有私人钱庄、票号、当铺、杂货店等发行的有价票券，这些不是“官钱”，是“私钱”，但也是整个社会总“钱”量的一部分。换句话说，只要是别人愿意接收并具有流动性的有价物或票据，只要它代表着信用，那么任何物或票据都具有“钱”的本性，也可看作“钱”，其流动性越高，“钱”性就越强。

携程未来的收入流是未来的财富，但不是物，也不是票据，所以不是“钱”。但上市之后，代表携程未来收入流权利的股票就有了极好的流动性，携程公司可以拿其股票去收购别公司，买任何物资；其股东也可拿股票去换“政府钱”、换“私人钱”，或干脆拿它去“换饭吃”、“换衣穿”。因此，携程股票、分众股票、百度股票也是“钱”，只是它们自身不是“政府钱”。

根据以上意思，未来收入流、“死”财富证券化的效果实际上是让更多的有形和无形财富货币化，让社会中的“钱”更多，达到更高的让财富产生财富的效果。货币化加快资源的配置速度，降低配置成本，提升配置效率。

过去，我们只把银子、金子、铜钱看作钱，是因为在没有保障证券、票据的价值信用的现代制度架构下，只有硬型有价物才有可能成为通货或者说“钱”，社会只认实物“钱”。所以，铜银开采量的多少，加上铜银的进出口量，就决定了中国有多少“钱”，以至于在中国近代史上多次由于银子被运出国太多，而致使中国没“钱”了，给中国带来经济危机。也正是由于这种“钱”观，到今天还有许多学者——比如畅销书《白银资本》——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”！

作为一种金属，白银本身没有太多的工业价值。但正因为许多国家在不同时期用白银作为货币，所以它就特别值“钱”。而之所以白银被用作“钱”，就是因为没有发展出支持票券信用的制度。换言之，只要有了便于金融票券交易的制度，金银作为“钱”的价值就没有了。这也是为什么随着现代政治法律制度的兴起，金银作为“钱”的价值越来越低。

因此，一个国家有没有“钱”取决于它能不能将各种未来收入流和“死”财富作证券化、票据化，不取决于它有多少金银。而能否进行广泛的证券化和票据化交易又受制于它的制度。所以，制度的优劣决定一个国家“钱”的多寡。

## 第 21 节：为什么政府有钱不如民间富有？(1)

为什么政府有钱不如民间富有？

上一章谈到这样一个事实：

“如果把公元 1600 年时的国家分成两组，一组是国库深藏万宝的国家，像明朝中国藏银 1250 万两、印度国库藏金 6200 万块、土耳其帝国藏金 1600 万块、日本朝廷存金 1030 万块；另一组负债累累，像西班牙、英国、法国、荷兰、意大利城邦。那么，从 400 年前到 19 世纪、20 世纪，哪组国家发展得更好呢？当年国库藏金万贯的，除日本于 19 世纪后期通过明治维新改变其命运外，到今天还都是发展中国家，而当时负债累累的国家，今天基本是既民主法治，又经济发达。”

几个世纪前的场景今天再次重现，中国以及其他发展中国家外汇储备数万亿美元，而发达国家则负债累累。在当前金融危机之下，国库富有的发展中国家当然兴高采烈，可是，这次的最终结局会如何？莫非未来还要重演过去数世纪的历史？

在这种时刻，重新回味上一章以及其中的故事和逻辑，意义具体又特殊。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今天，一国的民主法治似乎跟其政府负债水平高度相关？借钱花的国家反而比最大化存钱的国家，更能催生出某种制度？“政府总是缺钱”是否成了民主宪政制度的催化剂？“国富”是否反而给掌权者以压制民权、践踏法治的底气呢？

人间之事，有时就是这么不可思议，表面看，国家借钱花好像不好，但是，从更深层思考，或许，不需要借钱花的政府反倒容易腐败专制，毫无顾及地侵犯民间权利，抑制个人创造力，不思进取，就像富家子弟更容易横行霸道、不思奋发一样。只有当独裁王权或者集权政府的开支总是不够或者刚好够，需要经常借债、与民间讨价还价征税的时候，权力才可能愿意接受约束，权力制衡制度才有机会成为现实，民间的创造空间才能被解放。

民间富有是自由、民主、法治的基础。但政府太富有，会挑战民间的空间，挑战民主宪政与法治。

这话怎么说呢？在本章，我们再看美国的故事，不只是今天的美国全球负债第一，美国立国之初就是靠负债生存下来。——这跟中国各朝代的经历正好相反，历朝之初是国库满满，之后每况愈下，到最后以财政危机终结朝代；而美国立国之初负债累累，之后不断利用债券市场透支未来，而且还透支越来越多，可是其国力却越来越强，法治日益完善。

为什么美国自独立起就必须靠借债？

对美国历史，我们一般熟悉其政治史，知道北美十三个殖民地于 1776 年 7 月 4 日宣布脱离英国独立，1787 年的宪法大会通过《美国宪法》，等等，但未必了解美国政府历来是多么穷，未必熟悉金融借贷对美国历史的支柱作用。

从 1607 年开始，英国人陆续冒险到北美，先后由独立的股份有限公司建立十三个殖民地，包括今天的弗吉尼亚州、宾夕法尼亚州、马萨诸塞州等。直到 18 世纪中期之前，英国对这些殖民地除了花钱提供安全保障外，基本是放任不管，也不怎么征税。比如，1754 至 1760 年间，英国皇家军队跟法国连续作战，以保护这些北美殖民地。到 1763 年，法国在北美、欧洲大陆两个战场上向英国认输，同意把加拿大割让给英国。

乔治三世于 1760 年登基英国国王，当时他 22 岁。由于英国在北美、欧洲大陆连续跟法国作战达九年之久，到 1763 年战争结束时，英国政府面对严重的财政危机。

这时，年轻的国王想，北美十三个殖民地享受英国保护一个半世纪，但没有给祖国任何财务支持，该是他们报效祖国的时候了，至少应该交税供养常年驻扎北美的军队。在乔治三世的授意下，英国议会于 1764 年通过《食糖法》和《货币法》，前者要求十三个殖民地向英国交各类消费品进口关税（包括食糖、纺织品、咖啡和酒），后者禁止殖民地自己发行任何纸币，只能使用英国货币。1765 年，议会通过《印花税法》，要求北美殖民地为各类书刊等出版物向英国交税；1767 年，通过《汤森法案》（Townshend Acts），要求殖民地为纸、玻璃、茶等日用品交税。

## 第 22 节：为什么政府有钱不如民间富有？(2)

乔治三世的一系列立法和试图收紧控制北美的政策，引发了殖民地居民的反抗，殖民地人在英国没有代表权、投票权，但却要向英国交税？！一些革命组织团体抵制英货、挑战英国军队。1770 年 3 月 5 日，一群人在波士顿围住一队英国士兵起哄，后来局势失控，发生冲突，英方士兵开枪打死 5 个当地人。这就是著名的波士顿屠杀案（Boston Massacre）。屠杀激发了殖民地的愤怒，压力之下，英国议会同年废除《汤森法案》，但保留对茶叶征税。

1773 年，英议会把北美殖民地的茶叶贸易垄断权授予英国东印度公司。当年 12 月，一群革命人士假装为印第安人，登上三艘停留在波士顿港口的东印度公司茶叶运船，炸开 340 个货箱，将大量茶叶扔到海里。这就是著名的“波士顿倾茶事件”（Boston Tea Party）。那次标志性事件使北美殖民地跟英国的矛盾大大升级，逼着英国政府下决心进行整治。

接下来，英国议会在 1774 年通过四项新法，统称为“不可容忍法案”，命令皇家海军封锁波士顿海港，要求波士顿政府全额赔偿所倾茶叶，禁止马萨诸塞各地的群体集会，宣布英军可以随意住进殖民地老百姓家里，等等。对马萨诸塞的居民来说，这些法案当然是火上加油，激怒北美殖民地老百姓。随即，第一届大陆会议（Continental Congress，独立运动、独立战争期间的决策机构）成立，呼吁殖民地百姓武装组织起来，共同与英国作战。

为整治叛乱，英军到处查探民兵练习地和武器库。由于听说波士顿远郊的莱克星敦镇是革命者基地并藏有大量武器，1775 年 4 月 19 日，英军派出千余士兵赶往莱克星敦镇，结果与殖民地民兵组织发生冲突，打出美国独立战争的第一枪。随后，其他殖民地的自发武装团体闻讯也迅速赶来支援。双方增兵两个月后，6 月 19 日展开一场大战，英方伤亡一千多士兵、殖民地一方死亡五百余名。

独立战争就这样打开了。1775 年 6 月，第二届大陆会议选举华盛顿作为大陆军总司令，正式与英军作战。为了避免战争对波士顿伤害太大，1776 年 3 月 17 日，华盛顿迫使英军将战场往南转移到今天的纽约市周围。

1776 年 7 月 4 日，华盛顿的军队汇集在纽约曼哈顿南端，而英国皇家海军正在调集 100 多艘战船、3 万多正规军，准备集中攻打守在曼哈顿、几乎没有受过正规训练的一万名大陆军，而且华盛顿的大陆军没有任何战船。可以想象，这种不对称实力是如何打击华盛顿军队的士气。好在那天，华盛顿得到第二届大陆会议宣布美国独立的消息，让其军队多少得到及时的鼓舞。尽管如此，8 月 27 日，皇家海军轻而易举夺下曼哈顿边上的长岛，大陆军惨败。之后，华盛顿采取边退边打的游击战办法，开始了跟英军长达四年、辗转南北的拖延战术。

实际上，宣布独立不久的美国，最大的挑战并不在同英军作战的战场上，而在经费的来源上。起初，第一届大陆会议考虑过在各州征税，但是，怎么能在当时美国的十三州征税呢？美国独立的起因就是由于英国对他们征税失控，这一背景决定了美国独立战争以及之后政府的开支不能靠大规模加税来弥补，试想：如果新成立的政府也要大量征税，那为什么还要独立？

当时，十三个州的政府本身就很很小，没什么税收，没有政府军队，更没有州政府财产或

者“国有企业”。美国中央政府又不存在，是真正的白手起家。所以，各届大陆会议只能靠印纸币、借债，来找到财务支持。这就是为什么美国从立国之初，就要靠金融和债务市场！

### 第 23 节：为什么政府有钱不如民间富有？(3)

但是，那时期美国不仅没有联邦政府，更没有收税机构或中央银行，“大陆币”、战争债难以有市场。在 1776 至 1788 年间，大陆会议政府不断出现经费困难，几次让独立运动濒于破产，差点使北美重回英国怀抱！

具体来说，独立战争开支主要依靠以下来源，第一是由政府发行“大陆币”，在 1775 至 1780 年间共印了 37 次“大陆币”；第二，由大陆会议政府发行债券，尽管谁都不知道那些债务将来靠什么偿还；第三，十三州的份子贡献，由各州自己发行战争债提供；第四，从法国借来的贷款；再就是给士兵、供货商写欠条。

1775 年 6 月 3 日，大陆会议授权发行首批公债，融资 600 万英镑，用于买军火。但是，那时的独立运动激进派，主张以发行“大陆币”纸币为主要战争融资手段，他们的计划是，如果钞票太多导致通货膨胀，大陆会议政府可以强行禁止民间涨价！——这种偏好很好理解，如果开动印钞机就能有钱花，谁还去发债券融资？这种一边印纸币、一边禁止涨价的做法，短期效果还可以，只是长期难以持续。

可是，仅发行“大陆币”还不行，由于当时的军火是从欧洲买进，欧洲不太认“大陆币”，所以，独立运动必须有国际认可的通货才能买军火。为此，他们必须发债券融资。一般的做法是，债券发行时以黄金、白银、英镑等国际通货购买，而后政府用“大陆币”或者“大陆币”票据支付利息、偿还本金。

1776 年 10 月 3 日，大陆会议政府发行第二批债券，年息 4%，面值共 500 万“大陆币”。为了发行这笔债券，他们在各州设立“大陆借款办公室”（Continental Loan Office），专门负责政府债的销售和之后的利息支付服务。这等于是美国最早遍及全国的投资银行销售与服务网，是现代证券市场的雏形。他们采用各种手段推销。比如，1776 年 11 月，十三州的大陆借款办公室出售了大量彩票，中奖者得到的不是现金，而是一些年息 4%、期限 3 年以上的公债。通过彩票销售为独立战争借债融资，头几年很成功。

只是到 1780 年下半年，政府债已经没人买了；各州也弹尽粮绝，不愿再发债奉献了；大多数士兵的服役期到年底就结束，不愿继续接收欠条作军饷。在战场上，华盛顿的军队到那时，几乎看不到胜利的希望。眼看着大陆军要失败，几乎没人再愿意接受“大陆币”，多印钞票已经不再是有出路。

独立运动快要告终之际，华盛顿派助理前往法国，成功说服法国国王再借 250 万法国金币给美国。贷款没到之前，这一消息让后来成为美国第一任财政部长的亚历山大·汉密尔顿先将其做抵押，通过贷款立即得到救命钱，让大陆军维系到 1781 年 9 月。最终，在法国海军的支持下，大陆军于 1781 年 9 月在南方港口城市约克镇（Yorktown）打赢了关键一战，迫使英军投降，从此扭转独立战争的局面。1783 年 9 月 3 日，英国签署《巴黎条约》，承认美国独立。一个年轻国家就这样靠举债存活下来。

由于美国独立运动的特殊背景，整个战争不能靠征税支持，各州政府又很穷，所以只能靠借债。在连大陆会议政府、十三个州政府自己都不知道未来靠什么收入来还债的情况下，独立运动居然能从 1775 至 1780 年的六年时间里连续发债，这当然是奇迹。如果没有美国本土私人投资者、法国与西班牙国王、荷兰投资者的债务支持，今天我们熟悉的美国可能根本就不会有，金融就是这样影响历史的。

### 第 24 节：为什么政府有钱不如民间富有？(4)

大量债务逼着美国发展资本市场

1783 年独立战争正式结束，但是，建国的挑战却刚刚开始。中国以往改朝换代时，新政权总能从原来的朝廷缴获藏在宫廷的金银财宝、地产，掠夺一些私人家产，或者没收地主、资本家的财产，等等。可是，美国成立时，英国人没有留下任何财宝，新政府真穷。就在《美国宪法》签署的 1788 年，也就是在清朝国库存银 6000 多万两银子的时候，美国政府的外债和内债是如此之多，不管从哪种意义讲，已是一个破产的国家。当时政府税收极少，维系债务的唯一办法就是以新“借条”还老“借条”。

如果说今天的全球金融危机是因美国联邦政府、地方政府、企业、家庭写“借条”太多，因此债务泛滥而产生的，那么，1788 年时，美国货币、贷款、债券种类并不比今天少太多，仅各类战争债、州政府债、社区债所用到的支付货币就五花八门，有以“老大陆币”、以“新大陆币”、以墨西哥银元、以西班牙银元、以英镑为支付货币的，有的债券干脆就没注明以什么货币支付。整个金融市场一片混乱，许多债券的价格不到其面值的 10%，基本无人问津，商品市场也难有秩序。这种乱局严重影响人们对美国前景的信心，挑战新合众国的命运。

怎么处理这些公债，让新合众国站起来呢？早在 1781 年，独立运动的第一位行政长官——财务总长（Superintendent of Finance）罗伯特·莫里斯（Robert Morris）就做过努力，特别是在那年 9 月大陆军打赢约克镇关键一战、迫使英军投降之后，他知道，如果大陆会议政府不把这些战争债处理好，美国必然重新亡国。莫里斯当时研究过英格兰银行的兴起对英国崛起的贡献，很熟悉债务可以变成通货、变成社会财富载体的道理。

关于如何处理战争债问题，当时的大陆会议议员中有两派。一派以保守的农场主为主，他们认为，应该把这些战争债通过多印纸币一次还清，也就是，用通货膨胀的办法推掉战争时期欠下的公债，变相让老百姓、外国投资者一次分摊这些债务负担。当然，这样做的风险是，老百姓和债券持有者会暴动，独立运动的命运会终结。

但是，莫里斯代表的一派不想这样，他认为，这么多的债不可能、也不应该一次付完，而是通过政府持续征税、按季度付利息，将这些债券和票据长期延续下去。这样做的效果是，让这些债权所代表的是获取未来定期的固定收入流的权利，让它们成为金融投资资产，也就是让债权成为流动起来的资本。在莫里斯看来，第一，为了每季度付利息，联邦政府必须在各州征税，没有任何东西比经常性的税赋更能将各州凝聚在一起，筑起一个团结一心的新合众国；第二，税赋能提醒每位公民，要关心国家公共事务、关心政治，因为这涉及他们自己的切身利益；第三，债务一方面是负面的负担，是不好的，但另一面代表的则是“信用”，代表着流动的价值（未来收入流的价值），所以，如果不付完这些公债，社会中的流动性不是更多、更有利于经济增长了吗？保留这些公债反而更有益。

莫里斯估算了一下，如果不一次还清战争债，大约每年需要付利息 200 万美元，按当时的国民收入计算，这是一笔大钱。1782 年 7 月 29 日，他向大陆会议提交一份议案，建议为了支付这 200 万美元的年息，在各州推出四种税：进口税、土地税、人头税、饮酒税，各贡献 50 万美元。可是，由于农场主派的反对，加上独立战争结束后政府再发债的必要性暂时消失，更何况没有人愿意多加税，莫里斯的议案在大陆会议中拖了一年多也没通过。1784 年 11 月，莫里斯辞职从商。

## 第 25 节：为什么政府有钱不如民间富有？(5)

莫里斯 1783 年的议案未能通过后，债务负担一直困扰着美国。1788 年各州签署《美国宪法》，正式成立美利坚合众国，国会选举华盛顿为第一任总统。随即，华盛顿任命亚历山大·汉密尔顿为美国第一任财政部长，他的首要任务是对付巨额公债。这种“穷政府”或说

“已破产政府”局面，使得华盛顿和汉密尔顿不可能表现出“权力傲慢”，而是必须讨好老百姓、尊重民众权利、赢得金融市场的信任。

1790年1月，33岁的财政部长汉密尔顿，向国会递交一份债务重组计划，要求按面值100%兑现在1788年宪法通过之前发行的所有公债，包括联邦与地方政府发的各种战争债、独立战争军队签的各类借条，所有债务由联邦政府全额承担。为了实现承诺，联邦政府发行三只新债券，头两只债券年息6%（一只于1791年1月开始付息，另一只到1801年才付息），第三只债券只付年息3%。换言之，由这三只可以自由交易的债券取代原来五花八门的战争债，大大简化新国家的债务局面。

今天来看，汉密尔顿的债务重组举措，好像只是一种简单的债务证券化运作，但是，他的天才创新在于，这三只债券埋下了纽约证券交易所、也就是“华尔街”的种子，因为这些债券从1790年10月上市交易后，加上次年由汉密尔顿推出的“美国银行”（Bank of the United States）股票，立即将市场的关注聚焦在这四只证券上，强化价格发现机制，提升流动性，集中展现市场活力。换句话说，原来的成百上千种债券、借款条即使能够换手交易，由于种类太多、条款各异，无法形成证券市场气候，市场活力做不起来，证券价格自然不会高，流动性也会差。但是，把市场注意力集中到四只证券上后，情况就大为不同。

比如，这样集中之后，更方便外国投资者认购。到1804年时，53%的美国政府公债是由西欧投资者持有（所以，不只是今天的美国公债主要由中国、日本等外国投资者持有！），美国银行62%的股份在外国投资者手中。

被称为“美国金融之父”的汉密尔顿继承了莫里斯的金融思路，他的创举的意义也在于，让这三只债券成为反映美国未来前景的晴雨表，债券价格就是市场对美国未来的定价。——汉密尔顿承认所有战争债的承诺，振奋了市场对美国未来的信心，使这些债券价格随即猛涨，到1791年底债券市价甚至超过面值！从此，美国资本市场一发不可收拾，投资与投机交易都很活跃。1803年，美国政府通过向国内外投资者发公债，融资买下路易斯安那，使美国领土面积翻倍，等等。证券市场就这样为美国的成长服务，为之后的工业革命、科技创新融资效劳！

#### 政府穷民间富催生民主与法治

美国的起点是政府穷、民间富，逼着政府求助于金融债券、求助于民间税赋。西欧民主国家的兴起也大致如此。除了法国等少数国家外，欧洲城邦历来没有强势、富有的政府。像荷兰、意大利城邦国家，在经历中世纪后期连续不断的战争之后，城邦政府基本都负债累累，是典型的“政府穷民间富”社会。那时期，政府的战争融资需要也是推动债券市场最先在意大利城邦和荷兰发展的主因。

英国跟法国的经历形成极有意义的反差。虽然英国王室在17世纪英国革命前就逐渐出售皇家土地，但是，即使到英国内战开始的1642年，皇家家产收入以及一直以来的税收还是不少。但是，1642至1649年的长期内战消耗皇家资源，到1649年查理一世国王被送上断头台、英国共和国成立后，皇家土地被没收并低价出售。等到查理二世国王于1660年回到英国、重新登基时，皇家土地所剩无几，自己的收入已无法支持皇家日常开支，更无法供养其军队，皇家很“穷”了！在这种情况下，英国议会通过法案，今后每年由议会从政府税收中拨款120万英镑，供皇家自用，但是有几个条件，第一，政府征税权必须由议会控制，国王无权决定；第二，议会每年审查皇家的开支情况，包括战争开支以及其他日常开支；第三，皇家新增开支项目，必须经过议会的程序。这样，在皇家所代表的“国家”与议会之间，有了相互制约的权力架构。

#### 第26节：为什么政府有钱不如民间富有？(6)

有意思的是，尽管皇家的经费在 1660 年后受到议会的监督，到 1680 年代初，查理二世的财务状况又出现膨胀。通过节约开支、改善收税机制，皇家金库照样能累计增长！1685 年查理二世去世，由其兄弟詹姆士二世继位。皇家财大气粗之后，王权又不断膨胀，詹姆士二世国王随即解散议会，将权力集中于自己手中。这就为 1688 年的“光荣革命”制造了前提，当年，英国人求助于荷兰王子威廉三世，请求他与妻子玛丽（詹姆士二世的女儿）回英国，之后，他们来到英国，逼着詹姆士二世逃亡法国，威廉三世与玛丽此后登基为英国的国王和王后。作为让威廉三世继承王位的条件，英国议会要求威廉三世签署《人权法案》(Bill of Rights)，保证国王不会侵犯公民权利，也要求他签署其他法律，保证王室不会废除议会通过的法律、征税权继续由议会掌握、皇家召集军队必须先经过议会、公民有权拥有枪支武器、公民有言论自由，等等，这些法律奠定现代英国自由与民主制度的框架。

当然，还有就是，皇家的开支继续由议会支配。光荣革命之后，英国政府的开支增加，而老百姓的税赋已经足够高。在皇家财产不多、税收增长又有限的情况下（“穷政府”），国债成为英国发展的必需。1693 年，英格兰银行成立，其核心任务是帮助政府发行国债，但国债的决定权由下议院掌握，而不是由国王控制。英国的自由、民主、法治，就这样跟“穷政府”加国债金融市场相伴为孪生兄弟，同步发展。

法国的早期经历跟英国的相反。在光荣革命之前的一个多世纪，英国皇家不断出售土地，使其自身越来越“穷”，随后被迫受制于议会的财务控制。法国的传统则不同，国王登基时，必须宣誓无论如何不会出售皇家土地，于是，土地财产收入和税收加在一起，使法国王室从 14 世纪到 17 世纪一直是欧洲最富有的王室。也正因为王朝太富，不需要通过议会这样的民意机构为其征税创收，跟同期其他西欧国家比，法国的议会制度在 14 世纪至 16 世纪发展缓慢，以至于到 18 世纪末法国大革命前，其王权专制程度胜过西欧其他国家。甚至到今天，法国文化对政府集权的认同、向往程度仍然高于英国、荷兰甚至德国。

国富民穷必然威胁民间权利

从美国、西欧与政府富有的其他国家的不同经历中我们看到，自由、民主、法治跟财富在国家与民间之间的配置结构有着很微妙的相互关系。也因此使得自由、民主、法治对金融市场有明显的依赖。

第一，国库钱越多、朝廷银库越满，国王、皇帝肯定能专制，而且也会更专制，因为他们不需要靠老百姓的钱养活，不需要向金融市场借钱；相反，越是朝廷或政府负债累累的国家，其国王、政府就必然依赖老百姓交税，有求于百姓，财务约束最终能制约王权、促进民主与规则的发展。所以，民主的国家不能拥有财产、拥有经营性企业，至少不能有太多国有企业，而是让政府靠税收运作，政府靠每年的税收才能有钱花。那么，是不是征税越多越好呢？当然不是，税要少到刚好能支持国家的经常性开支，包括维护社会秩序、保障社会的基本生活安全、保护私人财产、维护契约权益、维持市场秩序的开支的程度。那么，如果出现天灾人祸、战争、经济危机等，这些非经常性、长期公共项目开支怎么办呢？这就需要金融市场的支持。政府通过发行国债、特别公债，把这些非经常性开支平摊到未来许多年，由未来每年的税收补充。

## 第 27 节：为什么政府有钱不如民间富有？(7)

也就是说，国富民穷必然迫使老百姓为了生存而求着政府，当饭碗都控制在政府手里，民权与法治会只好让位给权力。由于朝廷富有，在这样的国度里，政府不需要发国债，金融市场当然也没必要发展，这就是中国、印度这样的传统社会的过去。相反，如果是政府穷民间富，政府有求于民间，政府权力只好让位于民间权利。由于在这样的国度里政府不富有，所以，税收不够用时，就必然求助于金融借贷市场，包括债券市场。于是，金融债券市场是

民主法治的孪生兄弟，同在近代兴起，彼此相依。

第二，就如当年美国三只国债所表现的，国债的存在与交易给市场提供了评估政府政策与制度优劣的具体工具，通过国债价格的上涨下跌，立即反映市场对国家未来的定价、对具体政策与制度的评估。只要国家的负债足够高、只要继续发债的需要还在，国债价格的下跌必然逼着政府对其政策或法律制度做出修正。公民投票是民主制度的重要形式，但投票无法天天进行，而证券市场对国家的监督、评估、定价却是每时每刻的！所以，公债市场对政府权力的制衡既连续、又具体。美国和英国的兴起过程如此，其他西欧国家的经历要么也如此，要么就被金融市场所教训！

关于自由、民主与法治的财产和金融基础，是“五四”以来的中文文献中所缺少的，从人文社会、政治理念的角度谈自由、民主与法治当然重要，是基本启蒙，是社会觉醒的必要。但是，在全球金融危机冲击下，从中国到美国、到其他发展中国家，各国政府又在将企业国有化、强化政府对资源的控制。在这种时候，我们尤其有必要重新认识自由、民主、法治的财产和金融基础。任何强化国富民穷局面的举措，显然是在民主法治的道路上开倒车。为了中国的民主法治，国有资产应该被民有化、以平等分配的形式分回给全国公民，而不是利用金融危机强化国家对各种财产和资源的所有权。

民富是自由、民主与法治的基本条件。有利于催生民主法治发展的格局包括许多方面，一是“政府穷民间富”，另一个是国债金融市场。负债累累的政府是一个权力难以扩张的政府。负债、债券市场、征税、纳税人，这些都是民主宪政的砖瓦。

## 第 28 节：为什么国有银行上市不能培植创新文化？(1)

为什么国有银行上市不能培植创新文化？

在新股上市停顿一年多之后，现在终于重新启动。特别是加上即将完成的股改，中国股市应该比以前更像一个市场。遗憾的是，新股上市的机会仍然像以前一样，优先甚至只对国有大企业开放。刚刚完成的中国银行 A 股上市，融资 200 亿元，这当然给中国股民和机构投资者带来一份激动。接下来，工行还要再破纪录，计划在 A 股融资 400 多亿元，并且是 A+H 股同步同价上市。这些天文数字的融资量的确说明中国股市的融资潜力很大。上市也为银行等少数几个还没有改制的国有垄断行业提供了一个改变经营模式、提高效率的途径。

不过，问题也恰恰出在这里，到目前中国股市还是一个基本为国有企业服务的市场，这不仅迫使证券监管部门和司法、执法权力机构继续对上市公司的违规违法行为睁只眼闭只眼，使它们无法作为独立的裁判和执法者出现在证券市场上，国家作为大股东有太多的相关利益；而且从根本上使中国股市无法在激励创新、鼓励创业方面起到实质性作用。只要股市还不对民营企业真正开放，培植中国的创新文化要么是一句空话，要么就只能继续依赖香港和美国的资本市场。

中行工行上市和携程百度上市是完全不同的故事

中国银行 A 股上市从许多方面讲都产生极大的震动。第一，由于上证综合指数的特殊计算方法，中行占该指数的权重高达 20%，其价格波动对整个上证指数影响巨大，上市当天，中行股价跳空高开就使上证指数上涨 73 点。其次，随着 7 月 5 日中行的上市，一场盼望已久的新股发行重新启动的盛宴终于到来，让成千上万的投资者反倒有一种新的失落感。再者，对于流通市值才一万多亿元的 A 股市场来说，200 亿元的融资占整个股市近 2%。等工行上市一完成，两家银行的融资额将达到整个市值的 6% 以上。对任何股市来说，这当然是极大的事件。

但是坦率的讲，这些国有企业的上市盛宴实在没什么令人激动的。当然，这是整个银行业改制过程中必要的举措，对中国经济有着积极的意义。但，这些上市故事本身更多反映的

是中国股市乃至中国经济的畸形。本来，这种大公司的上市应该同时向我们带来许多传奇式的个人创业故事、个人或团队创新精神，带来一个个活生生的财富故事，以此通过媒体的放大效应激发整个中国社会的创新激情和创业文化。但是，中行、工行、中石化的上市不会带来这些，对社会来说，它们更是抽象的故事。

相比之下，2004 年的盛大上市，2005 年的分众传媒、百度以及尚德的上市，这些不只是一个个单一事件，而是在每个公司的背后还有一个或者多个个人化的创业故事，陈天桥、江南春、李彦宏、施正荣，还有百度另外六位亿万富翁和一百多位千万美元富翁，还有当年搜狐的张朝阳、携程的沈南鹏、新希望的刘永好，等等。这些人都不仅年轻，而且就像我们中间的任何一个普通人一样，不一定有特殊的家庭背景，他们的成功也不一定靠特殊关系。看到他们的故事，我们每个年轻人甚至长者都可以有一种“我也可以像他那样创业！”的反应，创业文化和创新精神在美国就是这样来的，只不过他们在过去 150 年里已有了千千万万个这样的激发创新的公司上市故事。如果许多读者能像我一样幸运，也能有机会亲自与这些创业者面对面对谈，你也会像我一样不得不欣赏、崇敬他们的创业才华与创新激情。这些私人起家的企业，不只是一些成功的非人格化的公司法人，而且是代表中国未来的真实个人。

可是，这些激动人心的上市故事不是来自中国股市，而是来自纳斯达克市场和香港联交所。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。

也谈凯雷收购徐工

实际上，中国股市基本只对国有企业开放的副作用还不止于此，因为这意味着中国的金融资源还继续被低效配置，钱还是重点用来帮助不断产生亏损的国有企业和制造呆坏账的国有银行，而不是被投放到产生更多就业机会、提升中国经济竞争力的民营企业。另外，这也迫使中国民营企业无法融到足够资金参与国有企业改制过程中的竞标，使国有企业的股权差不多只能卖给外资。换言之，“中国企业卖给外资”是过去几十年经济制度与体制问题所造成的代价的具体表现。

以时下炒得沸沸扬扬的凯雷收购徐工案为例，许多人把民营企业不能收购徐工的问题提到民族主义、国家利益的层面上来谈，这当然大可不必。其实，大家都清楚，在大型国企改革中民营企业之所以难以唱主角，除了一些政策歧视外，也是因中国金融市场对民企不开放所致。像徐工这样的国企规模较大，民企必须在外部融资的支持下才有可能参与竞价。虽然中国人存在银行的钱很多，股市现在也有再融资的机会，但由于银行贷款和股市融资机会都为国企服务，民企无法融到这些钱，所以他们难以参与国企重组过程中的竞争。因此，在本国金融不发达、融资体系对民企歧视的情况下，外资差不多是可行的主要选择。这不是民族主义问题，也不是政治问题，而是经济政策问题。

## 第 29 节：为什么国有银行上市不能培植创新文化？(2)

从表面上看，中国在 1978 年后的高速经济增长使中国重新崛起，似乎使过去 100 年里没完没了的战争、政治运动、国家垄断金融给中国社会所带来的代价顿时烟消云散，可实际上没那么快，也没那么容易。从工业技术角度看，本来 19 世纪后半期的洋务运动使中国的现代工业化进程不亚于明治维新后的日本，但 1911 年后的革命与多年内战，再加上从 1930 年代开始加快的经济国有化运动，此后的抗日战争和内战，1966 年开始的文革，这一系列的战争和政治运动令中国痛失良机，中断了宝贵的工业化进程。而 1978 年前的 80、90 年恰恰是世界工业技术，特别是汽车和电子类技术突飞猛进的年代，但中国却在忙着那些战争和

运动。

在资本市场的发展上，从中国第一个现代股份制公司——轮船招商局——的股份于 1872 年公开交易开始，到 1950 年证券市场全面停止时，中国已经有过长达 78 年的证券市场经验，在上海、天津等城市已培植了相当规模的证券公司与其它金融中介，金融从业人员数量已不少，并发展出了运作得有条不紊的各类证券和金融行业自律公会。但是，这些金融发展在 1950 年到 1980 年代之间则完全停止，完全丢失积累了 78 年的证券经验与知识。虽然在 1990 年后重新恢复证券市场的发展，但中国的证券市场和银行业到今天还完全由国家垄断，使它们难以显出这些市场应有的本性。结果是，一方面中国的证券市场与银行基本只为国企服务，另一方面在有钱的投资者和需要资本的企业间仍然有多条难以逾越的鸿沟。

因此，在过去 100 年、特别是过去 50 年中国在工业技术和证券技术上丧失的发展机会、耽误的发展时间，这些都是有代价的。遗憾的是，这些代价不能自然消失，而是要今天的中国社会来一一付出。为还清这些代价，其付出方式可以多种多样。比如说，由于中国自己的资本市场不发达，所以国企改制时基本只能靠出售股权给外资，因为外资能找到大量资本；为了赶上现代技术，中国企业不得不靠进口核心部件、进口核心生产设备，等等；或者，干脆以市场换技术。这些都是在具体为过去的战争和政治运动的代价埋单，也是为过去几十年的国有企业制度、为国家垄断金融埋单。过去的代价自身是不会凭空消失的。

当然，中国也可以选择什么都由自己慢慢发展出来，比如，资本市场靠自主发展，核心技术也靠自主发展，要等多少年就等多少年。但，那样会使中国经济长久无竞争力、长久落后，长久处于不安全状态之中。引进外资和外国技术与品牌反而能缩短中国建设竞争力的时间。直接引进已经成为发展的捷径。

为了激发未来中国的创新精神和创业文化，也为了减少未来发生像凯雷收购徐工这样的争议，我们现在应该做的首先是把国内股市、国内金融业对民营企业真正全面开放，让民营企业也能像中国银行、工商银行那样在 A 股上市，让 A 股市场也产生出一个个搜狐、携程、分众、百度、尚德这样的故事，民营企业家也应该能像国企那样从银行融资，也能进入金融业。如果 20 年后的中国证券市场还是由国有垄断并主要为国企服务，那么那时的中国经济还会过分依赖外资。

为什么消费驱动模式不会改变？

2005 年，大卫·拉普卡从耶鲁大学读完 MBA，在康州的一家基金管理公司找到工作，年薪 12 万美元。他知道，他未来的收入和财富前景很好，今后的年收入会更高。只是他当下的现金财富非常有限。小时候，他立志要自立，要靠自己的收入养活自己，以此换得最大化的个人空间。读大学时，为了减少学费给父母的负担，他借了学生助学贷款 3 万美元，读 MBA 时再借了 3 万美元助学贷款。所以，到 2005 年又开始工作时，大卫共欠债 6 万，但是，那时，他必须要买辆车，这又要花 2 万美元，同时，他又刚刚跟多年的女朋友结婚，要花 17 万美元买栋房子。

### 第 30 节：为什么国有银行上市不能培植创新文化？(3)

大卫的确感到经济压力，让他极为痛苦的是，他知道此后的收入会很多，特别是到他退休时财富会最多，可是，他现在 28 岁，正是成家立业最需要钱的时候，而此时偏偏最没有现金，还负债！好在有按揭贷款银行，他算了一下，如果再借钱买车、买房子，他会累计欠债 25 万美元，如果按 30 年分期付款，当时的利息是 5.5%，这样，未来的月供是 1800 美元左右。这样算下来，还不错，因为他未来月收入一万美元，去掉纳税以及保险、退休金等之后，还能拿到手的有 6 千多美元，也就是说，债务月供只占可支配收入不到三分之一，他还有 4 千多美元做其它开支。事过 3 年，到今天，大卫的年收入已超过 20 万美元，有一个女

儿，还在等第二个。

大卫的故事在美国当然很典型，也是美国靠借贷推动消费、再靠消费推动增长的经济模式之最好的典范，有钱家庭出身的人如此，劳动阶层出身的人也如此。这种模式之所以在美国社会如此根深蒂固，是由人一辈子的收入轨道所决定的，年轻力壮时最没钱，到年老退休时钱最多，而花钱消费的年龄轨道又正好与此相悖，所以，信贷市场的发展就是为了帮助人们纠正这两种轨道的矛盾。按揭贷款衍生证券市场的深化，最终就是最大化借贷资金的供给，同时最小化借贷的利息成本。

现在，次贷危机引发了几乎是全面的金融危机，正在挑战大卫、甚至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？

### 借贷消费的起源

就像我们熟悉的传统中国社会一样，19 世纪末之前的美国社会也不知道上面介绍到的大卫的生活方式，经济学家当时也没听说过消费驱动型经济增长模式，更不熟悉以借贷消费带动增长的模式。这不奇怪，因为在那之前，以借贷支持消费的必要性不高。

原因是，一直到 19 世纪末之前，人类还没有完全解决好基本的温饱问题，所能生产的东西还不够满足基本生存需要，因此，20 世纪之前的经济都是生产驱动型的。就像我女儿多次去过湖南农村老家后，对我感慨说，“你家乡的人，好像没有什么基本生存和简单精神空间之外的世界，他们早晨清早起来去为生存而生产，忙碌一天下来，吃过饭，到晚上很早又睡觉，他们自己这一代如此，到了下一代还是重复着如此，生存就是为了能多工作一天，多工作一天就是为了简单地多生存一天，每天这样重复，每代这样重复。”以前的美国社会也差不多像传统中国农村一样，生产决定一切，一切也差不多都围绕着生产。所以，毫不奇怪，工业革命的首要任务是改进生产技术、提高人类的物质生产能力，是让人们走出简单的温饱挑战。

事实上，1780 年左右工业革命开始，一直到 19 世纪中期，技术革新主要是围绕纺织的机械化、规模化生产，围绕提高每个工人每天的生产率，接下来的火车技术发展是围绕如何把商品跨地区运输，让各地能最大限度地互通有无。

也就是说，在基本的生存需要还没满足的时候，当然还顾不上去通过发展金融刺激新的消费需求的出现、刺激非基本生存的消费增长。那时候，银行和其它金融机构几乎没有消费信贷业务，平时，老百姓当然偶尔要借钱，以解决临时出现的资金需要，但基本是在亲戚、教会、朋友网络间相互帮助，正规金融的介入还不成规模。

## 第 31 节：为什么国有银行上市不能培植创新文化？(4)

缝纫机是第一个进入美国家庭的工业革命产品，或说是第一个家庭“大件”，那发生在 1850 年代，这一大件开启了消费信贷的历史。在那之前，美国家庭只有一些木制家具、一些金属餐具等，但没有所谓的现代工业品，更没有今天熟悉的电冰箱、电烤箱、微波炉、电扇、电视、汽车、电脑等等，这些都是 20 世纪的事。——起初，只有少数有钱家庭能买得起缝纫机这样的奢侈消费品，到 1855 年左右，一台缝纫机要 65 到 150 美元，而普通家庭的年收入才 500 美元左右。

之所以缝纫机是美国借贷消费模式的起点，是因为一台缝纫机的价格相当于普通家庭年收入的七分之一有余。到了 1855 年时，当时最大的缝纫机公司——I.M. Singer 公司发现其销售很难再增长。原因是，那时候，做妻子的一般都不工作，虽然缝纫机能把家庭主妇手工做衣服的时间大大减少，一件衬衣原来要花一天半才能做好，有了机器后只需不到两小时，但让妻子节省时间后，她把时间做什么用呢？一般家庭就不愿意花那么多钱去买进一件工业

革命的东西。

1856 年，I.M. Singer 公司的市场营销总监 Edward Clark 想出一招：“我们为什么不让更多美国家庭先用上缝纫机，然后分期付款呢？”（见 Lendol Caldor, 《Financing the American Dream: a cultural history of consumer credit》，1999 年，Princeton University Press，第 164 页）最初，首付款是 5 美元，然后，每月再付 3 至 5 美元，到付完为止。他的这种金融创新今天看来当然很简单，但这么简单的想法，执行之后，使该公司到 1876 年时共销售了 26 万多台缝纫机，远超过所有其它缝纫机公司的总和！

同一时期，钢琴制造公司也按照分期付款的金融手段促销，让本来只有富有家庭才能享受的钢琴，能够进入许多中等收入家庭，让他们的子女也能从小学习弹钢琴。

就这样，简单的金融创新不仅把更多的“大件”带进普通美国家庭，而且也降低了高收入跟中低收入家庭的差别，使那些大件不再是富人独有的。

借贷消费模式的巩固

1850 年时，美国人只有 2% 左右的收入花在耐用消费品上。随着分期付款模式的推广，信贷消费日益被接受，到 1880 年，已有 11% 的个人收入花在耐用家用制造品上。从那以后，耐用消费品的生产增长速度每年达到 4.7%，远高于耐用工业品的增长速度。（见 Lendol Caldor, 《Financing the American Dream: a cultural history of consumer credit》，1999 年，Princeton University Press，第 167 页）

美国经济增长由生产驱动到由消费驱动的模式转型，发生在 1880 至 1920 年代间。为什么会是这样？一个原因是经过 100 年的工业革命，人们的收入已增加不少，消费需求自然会上升，消费占经济的比重当然要上升；同样重要的原因是，到那时，规模化的工业生产技术已经趋于成熟，开动机器就能生产很多东西、很多产品，已经成为事实，工业产能开始过剩，到了“你要多少，我就能生产多少！”的地步，于是，生产已不再是经济增长的瓶颈，消费需求才是瓶颈，就完全像今天的中国经济所处的状况一样！

问题是如何促进、推动消费增长？当然，最好是收入都增加。但是，在收入增长相对较慢的情况下，有什么方式松解消费的瓶颈呢？

## 第 32 节：为什么国有银行上市不能培植创新文化？(5)

这就又回到分期付款或说按揭贷款上。最好的例子莫过于私人汽车。即使在今天，除了房子以外，汽车仍然是多数个人最大的“大件”（另外，对有些人，还有私人飞机、游艇等等）。汽车按揭贷款是从根本上完成美国经济向借贷消费模式转型的一件大事。

在私人轿车面世的初期，从 1899 至 1909 年间，每辆车的价格从 1559 美元上升到 1719 美元（见 Lendol Caldor, 《Financing the American Dream: a cultural history of consumer credit》，第 185 页）。而当时一般工人的年收入才 800 美元左右，私人汽车主要是有钱人的消费品。1908 年，福特公司推出简易型“Model T”汽车，定价 850 美元，其目标是让千千万万个普通美国人都能买得起自己的车。这么低的价，的确让福特汽车的销量大增。但，其价格还是高于一般家庭的年收入。靠现金购买只能把市场扩大到一定的规模。

1913 年，一个叫 L.F. Weaver 的人在旧金山成立美国第一家汽车按揭贷款公司，专门向普通大众提供汽车消费贷款，买车者只需付四分之一的预付款，剩下的分期付款。这个行业此后快速发展，1917 年美国有几十家汽车按揭贷款公司，到 1922 年时有近一千家，到 1925 年则上升到近 1700 家（见 Lendol Caldor, 《Financing the American Dream: a cultural history of consumer credit》，第 192 页）。

这中间有一段富有启示的经历是，1916 年，一个叫 Edward Rumely 的财务顾问向福特公司创始人递交一份很长的报告，建议福特公司自办一家汽车按揭贷款公司，专门为其汽车

经纪商和顾客提供低息贷款，以此保证其市场份额能上升。他说，“或许是由于人的本性，更多人愿意先买车、后分期付款，而不愿意等到有足够多现金时，才一次付清买车。”可是，福特回答说，“我们的车非付现金不卖！”

不过，通用汽车公司的老总不觉得借钱花有什么不好，那只不过是把未来的收入预支到今天，你未来的收入和今天的收入，不都是你的收入吗？加上通用汽车的车价一般是福特的两倍左右，按揭贷款所提供的分期付款安排对通用汽车尤其效果更显著。1919 年，通用汽车成立自己的汽车按揭贷款公司，专门为其汽车的销售服务。

结果如何？1921 年，福特公司仍然最大，其汽车市场份额为 56%。可是，到 1926 年，它的龙头地位让给了通用汽车公司。虽然两年后，福特公司也推出自己的汽车按揭贷款公司，但已经晚了。自那以后，福特永远做了老二。

到 1920 年代末，借贷消费、“先买后付”已普及到美国各种耐用品、甚至非耐用品市场。像通用汽车那种靠“信贷促销”制胜的策略，在各个行业竞争中，被广泛使用，谁不提供“先买后付”，谁就会被击败。

1910 年，全美国的分期付款消费信贷总额只有 5 亿美元。到 1929 年已上升到 70 亿美元（见 Lendol Caldor, 《Financing the American Dream: a cultural history of consumer credit》，第 201 页）。1930 年那一年中，70% 左右的新汽车、85% 的家具、75% 的洗碗机、65% 的吸尘器、75% 的收音机都是靠分期付款卖出的。借贷消费就这样在美国社会扎根了。

为什么分周、分月或分季付款在现代社会中是更合适的金融安排呢？我们前面谈到大卫·拉普卡的故事时，说到他未来年收入很多而今天没现金，所以，他要靠金融产品帮他跨时间转移收入。此外，也因工业革命改变了个人收入跟时间季节的关系。以前，农业社会时期，“青黄不接”是常事，秋收时期粮食多、收入多，但在春夏时期则没有，而且往往吃不饱，所以，农业社会的借贷，往往是春夏季节借入，秋收时节还出，是两点式的支付安排。

### 第 33 节：为什么国有银行上市不能培植创新文化？(6)

可是，工业革命带来的城市化，让大家都变成工薪阶层，按月获得工资收入，工资不一定高，但，每个月收入基本等同。为了适应这种变革了的新方式，针对个人的金融借贷支付安排也应该是“次数多、金额小”，月供最理想，与月薪相呼应。于是，很自然地，以分期多次付款为特色的贷款安排就普及开来。

借贷消费不道德吗？

美国经济向借贷消费增长模式的转型并非没有争议。事实上，美国以基督教为主，教会最初极力反对借贷消费。19 世纪中，一种普遍的看法是：那些借钱消费的人一定是自我约束力太差，道德境界欠缺，因为他们是这么贪图享受，以至于今天的收入用完还不够，还要透支未来。

就像中国社会一样，美国社会历来对借钱投资、借钱经商，都能接受，因为这些投资是赚钱，是用钱赚钱，所以，付利息投资、借钱投资不是贪图享受，而是进取向上。可是，如果是借钱消费，那不能接受，因为那是在把钱花在吃喝、花在享受上，而吃喝和享受又不能创造价值，是纯粹的付出。

随着借贷消费越来越流行，19 世纪末就有许多美国人呼吁抑制消费欲望，警告人们不要被贪婪所淹没，被债务拖得不可自拔。“借贷消费是恶魔”！美国当时的主流文化对借债消费看得那么负面，以至于即使自己借钱消费，也害怕别人知道，怕别人小看自己。在 1926 年，一项民意测验发现，尽管有近一半人认为分期付款消费“蛮好”，但被抽样的人当中，每四人中有三人说“我的邻居借贷消费得太过份了”！也就是说，他们普遍认为自己分期付款消费不是坏事，但是对别人借钱花费的态度还是很负面的。而另一项民意测验中，只有四

分之一的人赞同分期付款消费，剩下的都持否定态度。

尽管借贷消费到 1926 年时在美国已经很普遍，但社会舆论对这种做法继续很负面。因此，在伦理上，借贷消费面对一场社会文化挑战，就好像今天中国年轻人借钱消费，也被社会普遍责备一样。

1927 年，美国社会对负债消费的态度发生根本性转变，变得普遍认可。主要原因是，这年，哥伦比亚大学经济系主任 E.R.A. Seligman 出版了两卷研究著作，《分期付款销售的经济学》（The Economics of Installment Selling）。他的第一个论点是，不存在什么“生产性信贷”和“消费性借贷”的本质差别，因为“消费也是生产”，没有什么只进不出的消费。他说，表面看，好像个人消费是把钱享受掉了，好像没有产出什么东西，但实际上，人的消费开支也是一种生产性投资，是对人力资本的投资，因为如果个人住房舒适、开的车好、穿的正装潇洒，那么他工作得更卖力、更勤奋，能做成的生意、能创造的价值也会多。亦即，个人消费是对人力资本的投资。

他的第二论点是，根据对大量个人借贷消费数据的研究分析，他并没有发现借贷消费使人堕落的证据。恰恰相反，正因为分期付款消费后，大卫每个月有月供，表面看这给他压力、使他日子难过，让他成了“房奴”、“车奴”，但实际上，那些分期付款消费的人反而因为定期要交的月供，使自己变得更有财务纪律，自律能力强。

Seligman 教授的研究著作作为借贷消费正名。1927 年后，分期付款消费不再是一件见不得人的事了，而是被社会广泛接受。到今天，大卫也好，其他人也好，不通过按揭贷款买房、买车、买家用大件，那反倒是让人觉得不正常了。

从学理上讲，你今天买下房子、汽车，不只是今天、今年从中得到好处，而且只要你还住在其中、在开着车，今后每年都从中得到好处，那么，今后当然应该每年为其付费。这种分期付款的安排对于理顺个人收入流程跟消费流程的关系，不愧为精妙之作。

借贷消费模式还会继续

过去几年，住房按揭贷款市场走过头了，出现太多不负责任的放贷行为，结果造成今天的金融危机。这次危机还在蔓延，对美国和世界的负面冲击还需要一段时期才能消化。尽管这次危机是大萧条以来最严重的，但是，美国自 19 世纪末演变而来的、靠借贷消费带动的增长模式不会改变，其金融资本主义模式也不会终结，在质上不会变，只是在度上会有收缩。

道理在于上面讲到的，工业技术、农业技术已足够完善，人类的物质生产能力已大大提高，不怎么费力即能满足物质消费需求。最终制约人类经济增长的不是生产能力不足，也不是投资不足，而是消费需求跟不上。除非从今以后每个人每天的食物需要、生存需要出现根本性的增加，一天不是只吃三顿饭而是十顿饭，一人不是只穿保温所需要的衣服而是天天穿 100 层衣服，否则，这些历史进程是不可逆转的，消费继续是经济增长的瓶颈。

金融市场发展的目的之一是通过住房抵押贷款、汽车贷款、教育贷款等，来缓解人们因在不同年龄时收入不均匀而导致的消费力不平衡问题。医疗保险、养老保险、各类基金等金融品种，其目的也在于安排好未来各种可能的需求，以减轻青年、壮年时期的存钱压力，从而促进消费。总之，住房抵押贷款证券化以及其它相关的金融发展，都是围绕着把人们从存钱压力中解放出来，进而释放消费动力。

这种借贷促进消费的发展模式不是美国专有的，发达国家都不同程度地采用了这样的模式。实际上，中国经济现在也要从投资驱动型的模式向消费驱动型的模式转型，否则，中国只能继续依赖制造业和出口市场。

## 第二部分 审视传统，展望出路

## 第 34 节：治国的金融之道：藏富于民(1)

第二部分：审视传统，展望出路中国一方面应该减税，至少应该控制税负的增长，藏富于民，并同时进一步让政府退出经济，让市场真正发挥作用，提高民间创业与投资的回报；另一方面可继续依靠国债促进发展。但是，这两方面都有一个共同的前提，就是政治体制改革必须先行，否则财政赤字和国债的空间就会越来越小，靠赤字发展就没有希望。

治国的金融之道：藏富于民历史学者可能很难回避中国历史的周期性：平均四五十年农民起义一次，两百年改朝换代一次。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，那又有什么办法呢？

当然，不同的人会有不同的回答。对科学技术发展史感兴趣的同仁可能会从军事技术角度来谈，他们也许会说，导弹、飞机、夜视镜已使传统意义上的农民起义几乎不可能成功，所以那种靠百姓武装革命达到改朝换代的时代已经结束。试想，在以矛和盾、木棒和斧头为主要武器的年代里，正规军和起义军在武器水平上的确很对称：拿起木棒和斧头，你的武器就跟政府军旗鼓相当！更何况起义军往往热情高涨而政府军是为别人卖命而士气低落，那时革命成功的概率肯定不低。但在今天，正规军与老百姓间的武器不对称已达到极点。原来，地下党可以在白天睡觉晚上活动，但如今的夜视仪已消灭了白天黑夜的差距；原来，后方革命根据地可以长年累月地为革命军提供养兵千日的条件，但今天的飞机和高精度导弹使这类根据地也成为历史。因此，现代科学技术已使昔日的改朝换代周期无法重演，游戏规则已被重新定义。

## 第 35 节：治国的金融之道：藏富于民(2)

而我们从金融技术角度也能看到，金融技术使得现代国家难以重复过去的改朝换代规律，当然，这不是说金融技术把革命的问题根除了，而是它可以降低发生改朝换代的概率。关于金融技术、特别是证券技术对国家治理的作用，以往认识较少，过去我们集中关注金融发展对企业、对家庭的作用，不太注意证券、特别是长期限债券市场对治理国家的妙处。

近二十几年持续增长的启示：政府敢于“借钱花”

首先让我们看一下最近的经历。正是由于现代金融和证券的发展，中国过去二十几年的国家理财策略已从本质上不同于传统中国朝廷的手法，敢于利用公债市场把未来的钱借到今天花，也不怕靠财政赤字发展今天的中国经济。这些新的国策使中国经济得以持续增长，使社会至今还没有出现不少专家预测会发生的经济危机和社会动乱。

1978 年开始改革开放之后，以包产到户和联产承包责任制为核心的市场激励使中国经济在 80 年代快速增长，那时的增长是粗放式的，不需要金融的太多帮助，只需要政府退出经济管制并解放个人的创业权利，让市场发挥作用即可。1981 年启动国债，政府开始把一小部分未来财政收入提前到当时花，当年共发行 121 亿元的国债和外债，相当于那时政府全年开支的 9% 左右。不管规模大不大，对于一个习惯于反对“借钱花”的社会来说，启动国债这件事本身就是一种大的观念冲击。

1986 年，国家财政赤字达到 82 亿元，占财政收入的 3.9%。如图 1 所示，那年新发行国债 138 亿元，比上年增长 54%。到 1988 年，财政赤字升到 134 亿元，占财政收入的 5.7%。1989 年，国家财政继续恶化，当年新发行国债 408 亿元。

自 80 年代中期开始，中国经济增长的主要动力一方面来自外资支持的制造业，另一方面来自政府财政和公债支持的基础建设项目。因此，在国家财政恶化的情况下，银行贷款和公债市场成为经济能否持续增长的两个关键之一。在 1989-1991 年经济相对低速增长期间，三年共新发行国债 1245 亿元，给经济增长提供新的推动力。结果，GDP 增速从 1990 年的

3.8%回升到 1991 年的 9.2%。

1994 年，财政赤字上升到 575 亿元，占当年国家财政收入的 11%，创历史新高。为了填补赤字并支持发展，当年国家发债 1175 亿元，也创历史新高。

在 1997-1998 年亚洲金融危机期间，世界都在担心中国经济、继而世界经济会被连带拖下水。1998 年，国家发债 3311 亿元，1999 年再发债 3715 亿元。在 1998 年财政赤字高达 1744 亿元（占财政收入的 15%）的情况下，这些公债融资让中国经济在亚洲金融危机期间和之后保持高于 7% 的速度增长，并带动世界经济度过那次危机。

截至 2004 年底，国债余额为 29631 亿元，其中内债 28803 亿元，外债 828 亿元。国债余额占 GDP 的比重为 21.6%，低于国际公认的 60% 的警戒线，也低于美国约 70% 的国债负担率。2003 年国债还本付息总额近 3000 亿元，约占当年财政收入的 14%。

这些国债数据当然不包括国有银行、国有证券公司、国有保险公司以及信托公司的呆坏账，按照一些商业机构的估计，仅银行呆坏账可能有 4、5 万亿元，是 GDP 的 29% 至 36%。如果包括这些呆坏账，国家负债在 GDP 的 50% 至 58% 之间。

从 1982 年到 2004 年，国债余额的年增速在 25% 左右。如果再继续按照这一速度增加国债并以此支撑中国经济的持续增长，那么在达到危机线之前还能维持多少年？如果这种持续多年的财政赤字发生在王朝时期，那情况又会怎样？今天的选择跟过去又有什么区别？

### 第 36 节：治国的金融之道：藏富于民(3)

朝代时期的发展模式：最大限度地存银子

不管是宋、明、清还是其它朝代，各朝都遵循一种基本的财政规律，朝代新起时期都是国库储蓄丰盛，随后递减，再后就是财政日益吃紧，赤字越来越不可收拾，最终致使改朝换代。以往，学者主要以腐败来解释这种周期性规律，基本认为朝代初期腐败不普遍，但正是因为中国历来没有对权力的可靠制约与监督机制，随着专制体系的年龄越来越高，贪污腐败也会越加猖狂，到最后国库空空，迫使朝廷在财政税负上狗急跳墙，然后便是官逼民反，朝廷最终灭亡。——权力失控和贪污腐败肯定是改朝换代规律的制度性根源，但除此之外还有国家理财策略以及金融技术上的差别。

由于清朝的财政数据相对较多，过去对其研究得也比较细，我们以清代为例，看看它与当前中国的差别。

从统治者的角度讲，他们最怕的应该是在国家出现危机、社会动乱的时候，国库没钱，财政上入不敷出。事先规避这种危机风险的手段大致有两种，其一是事先多存钱，往国库中存的越多则越好；第二种手段是靠事先尽最大可能地发展国力，不仅把到手的钱都花完用于发展，而且还尽可能借钱发展，透支未来的收入先发展。这两种经济国策实际上类似于宋朝王安石、司马光关于开源与节流的辩论，第一种策略强调“节流”，而第二种国策强调“开源”。过去二十几年中国的发展国策以及美国历年的策略都属第二种，而以往中国各朝的经济方针基本属第一种，这种国策当然也跟儒家理财思想非常一致。

图 2 给出了从康熙四十八年（1709）到道光三十年（1850）户部库存银两的变动情况。按照传统儒家评价国家财富的标准，可以说清朝即使在鸦片战争之后、太平天国起义之前还是非常富有的，这种富有在乾隆后期达到顶峰，1781 年国库存银 7000 万两，到 1789 年为 6000 万两左右！1850 年时降到 800 余万两。太平天国起义对朝廷开支带来极大的负面影响，发生货币危机，但即使在 1853 至 1863 年间，户部银库仍然年增 19 万两。这不多，但对传统的中国人来说，那至少比今天承担越来越高国债的中国要好，更比今天负债 9 万亿美元的美国要富有。只不过，正如我在前面谈到的，那种国库财富只是反映过去收入的钱，它并不能表示清朝未来也会富有。图 2 基本说明，清朝初、中期往国库积累了大量财富，但从那以

后就开始每况愈下，印证了朝代财政先富后贫的周期性规律。

我们也可从国家财政收支来细看晚清的发展经历。图 3 给出 1838 年后一些年份的财政收支情况。据史载，从康熙中叶开始，每年财政盈余约 500 万两，乾隆中期以后年均结余在 1000 万两左右。从图 3 看到，鸦片战争之前的年度财政盈余也超过 500 万两，到鸦片战争后的 1847 年，财政结余为 380 万两。甲午战争前的 1893 年，国家财政结余高达 760 万两。这些数据说明，虽然按照传统儒家理财观念看晚清的结余可能还太少，但当时的经济国策从根本上讲极其荒谬，在两次鸦片战争都失败同时又面对日本的威胁下，朝廷不仅不想把未来的收入透支来加速发展国力，反倒一心放在“节流”上，只想到往国库多存钱。结果是，国力相对其它国家继续衰退。

清朝财政赤字的真正起点是甲午战争之后，1896 年赤字高达 1292 万银两，1899 年为 1300 万两。义和团运动带来的庚子赔款大大冲击了清政府的财政，1903 年的赤字高达 3000 万两！此后的清代朝廷债务缠身，一直到 1911 年灭亡之前仍然如此。

### 第 37 节：治国的金融之道：藏富于民(4)

#### 两种国策，两种结局

谈到这里，我们不得不看到，今天的中国和清朝中国所采用的两种经济国策带来了截然不同的结局。在传统中国财富观念的主导下，清朝的国策是以最大限度存银子，“节流”。在 1896 年之前的两个半世纪，清朝的财政基本都健康，很少有赤字，按传统标准，那时的中国应该很强盛。但实际的结果是它不堪一击，清朝很快垮了，守财丧命。

相比之下，在当代中国，自 1982 年开始，不仅年年有财政赤字，而且赤字由当年的 18 亿元增长到 2003 年的 2916 亿元，财政赤字占 GDP 之比由 1982 年的 0.33% 上升到如今的 2.5%。正如前面讲到，在此期间国债也从几乎为零增长到今天的余额 2.9 万多亿元。这种靠赤字推动发展的经济国策当然有悖于传统中国的儒家理财观念，但有了这些赤字和国债之后，今天中国在世界中的地位反而比没有赤字的时代强。两种国策，两种结局，这是怎么回事？

实际上，依照 James Macdonald 在《A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy》(2003 年)一书中提供的资料，如果我们按 1600 年时哪国能借到大量公债、哪国没借公债将各个国家分成两组，那么你会发现，400 年前国库里金银万贯的国家今天基本贫穷落后，而当年靠发国债发展的国家今天基本都既有民主和法治，又有发达的经济。像那时的明朝国库藏银约 1300 万两，朝廷甚至储存了足够吃 9 年的谷粮！就怕天塌地陷。可是，越怕天塌下来，天还真的会塌下，不久明朝就被改朝换代。当时的印度国库则储藏了近 6000 万两金银，坐在那些金银上等着被殖民化。

当然，最有名的靠赤字增长的案例莫过于美国了。美国今天的 9 万亿美元国债使它在国债竞赛中遥遥领先任何其他国家，但美国利用国际资本市场借过来别人不愿花的钱，他们是透支过多，可正是这种经济国策使美国保持世界最强的地位。

晚清的财政危机到底有多严重？

甲午赔款和庚子赔款对清政府是致命的冲击。日本以及八国联军的侵略行为是任何中国人都不能忘记的，那两次赔款是侵略者强加给中国人民的耻辱。如果我们暂时把对战争以及赔款的道德评价放在一旁，那些赔款所带来的财政危机到底有多严重呢？假如中国当时的证券金融业已很发达，清朝的结局是否会不一样呢？

我们先看一些数据。按照陈锋先生的估算，由于这些赔款以及其它外债支付，清政府在 1902 年后每年要付约 4700 万银两，这相当于 1903 年政府财政收入的 44.7%（那年的财政收入为 10492 万两）。但是，1903 年的实际财政赤字约 3000 万两，占财政收入的 28.6%。

跟今天中国的赤字相比，这种规模是否很离谱呢？2000 年财政赤字是中央财政收入的

18.6%，从 1999 到 2003 年间，该比率维持在 13.5% 与 18.6% 之间。从这些比值看，晚清的财政赤字并没比今天中国的高太多。如果跟英国早期比，1697 年英国政府一年的短期债务支付是它的财政收入的 3 倍，1710 年时是后者的近 4 倍，但那并没迫使英国灭亡，实际上英国从那以后反而日益强盛。

相对于 GDP 或国民收入而言，3000 万银两的赤字、6.5 亿两赔款债务并非像以往历史书说得那么可怕。按照刘光临先生的估算，1880 年代中国的国民收入约 27.8 亿银两，老百姓税负约占国民收入的 3.2%。以此税率推算，根据 1903 年的 10492 万两财政收入，那年的国民总收入约为 32.8 亿银两。那么，3000 万银两的赤字只是 1903 年国民收入的 0.9%，低于 1998 年后中国财政赤字占 GDP 的百分比，比如，2002 年该比例为 3%，2003 年为 2.5%。

### 第 38 节：治国的金融之道：藏富于民(5)

按照 32.8 亿银两的国民收入估算，6.5 亿两赔款债务约为 1903 年国民收入的 20%，比今天 2.9 万亿元国债余额占 GDP 的比重（21.6%）还低一点。从这一角度看，晚清的财政与国债状况并不比今天的差。

作为比较，1650 年时荷兰的国债总额是国民总收入的 1.3 倍，1715 年之后是 2 倍多；那时英国国债为其国民收入的 80%。但那些负债率并没有使它们灭亡。今天，美国国债余额是 GDP 的 70%，日本的国债余额是 GDP 的 170%。单从这些数字看，晚清的负债并没有以往说得那么可怕，关键在于当时缺乏缓和财政赤字危机的手段，问题出在在国家理财策略上。

#### 靠增税缓解财政危机的陷阱

财政危机的出现往往是由于像战争、天灾、人祸等突发或者一次性事件所至，这些事件虽然不是每月、每年发生，但一旦发生，其成本开支一般会很高，容易冲乱正常的开支安排，说不定还会将一个国家置于灭亡之地。这就像一个家庭，假如张三一年的年收入为 5 万元，在正常情况下，这 5 万还够花，甚至还有一点节余；可是，如果张三生场大病，要花 20 万元住院与手术费，这时问题就来了。当然，这种危机也可能因为车祸、地震甚至抢劫而发生，等等。

对于家庭来说，一种事先避险的办法是多存钱，就像过去朝廷一样。但正如前面讲的，这是一种非常低效的办法，一方面意味着牺牲今天的消费机会和创业、投资机会，让张三一家无法尽最大限度地发展，另一方面这样做也不一定能完全规避掉各类风险，特别是难以规避低概率、高损失的风险事件。第二种办法是靠家族里的亲戚和亲人，这就要求张三平时投入家族事务、给家族无私的奉献和帮助，以此来换取他们在你有需要时也给你帮助的隐性许诺，依赖血缘关系达到互相保险的效果。但，这种隐性互保毕竟不是能硬性执行的契约，而且范围小，风险分摊的效果不佳。

第三种办法是买各种保险和其它金融品种，这样，张三只要付较小的保险费即可达到医疗保险、财产保险、天灾保险、人寿保险等等，由于保险公司的客户人数多、地理范围广，风险分摊效果最理想。

当然，如果上面这些规避风险的安排都事先没做到，在今天，张三还可找银行贷款，以此把今天这一次性的开支压力平摊到未来的许多年里，让他一家能度过今天的难关。

对于家庭和个人来说是这样，但一个主权国家就没有这么幸运，即使到今天也没有完全像血缘“家族”这样的国家互相保险共同体，也没有为国家提供各类保险的保险市场。因此，特别是过去的朝廷，它们远远没有那么多可选择的规避财政危机的工具，它们要么像清廷那样尽最大限度地存银子，要么就像美国或者近期中国那样通过借国债加速发展，通过把经济

实力这个“饼”做大，以此来强化未来对付危机的能力。然而，传统的中国朝廷只会选择存银子“节流”，而不是先把“饼”做大。

那么，当过去累积的“节流”不足、发生财政赤字时，朝廷是如何找到出路呢？最惯用的办法当然是增加税赋，反正皇权不受太多制约。以明代为例，明中叶后，政府财政逐渐吃紧，16世纪中叶（嘉靖朝）每年财政赤字多者400万两，少者百万两。到1567年，太仓银仅存135万两，只够三个月的开支。

### 第39节：治国的金融之道：藏富于民(6)

自万历四十六年始，“辽东兵事兴??先后增赋凡五百二十万有奇，遂为定额”（张廷玉，《明史》卷202，中华书局，1974）。但是这些增税并没缓解明廷的财政危机。到1628年崇祯帝继位时，财政赤字为113万两。据王昊先生引证，为补亏空，崇祯帝在万历年间每亩加9厘税赋的基础上，再增3厘，共增税165万两。这笔税跟万历年间三次加派加起来，共达680万两。但是，农民战争不断爆发，军费开支不断上升，增加财政赤字压力。如果再加税太多，会加剧官逼民反的势头，朝廷只好尽量拖欠军饷等债务，崇祯元年时各边欠饷已达520万两。到崇祯十年（1638），朝廷仍然拖欠边镇的军费，导致边兵大量投身于农民起义军，把明朝进一步推向崩溃的边缘。到崇祯十一年，战情急转直下，财政危机也日益恶化，“不集兵无以平寇，不增饷无以饱兵”，崇祯帝只好“勉从廷议，暂累吾民一年”，批准加派280万两新税。

据王昊《论崇祯帝》一文的引证，当时，崇祯帝还试过一些其它办法来缓和财政危机，包括要求富室勋戚捐助、节省宫廷开支等，但都不成功。

我们看到，从相当程度上，由于明代前中期经济国策的缺陷，使中国错失发展海外贸易的机会，到崇祯年间，其国力已经太弱，崇祯帝的理财能力再强可能也难以扭转明朝的宿命。再加上崇祯年间，灾荒频繁，遍及全国各地，大大加重了农民的生存困难。在这种时候还要强征新税，如果民不造反，那反而怪了，这当然加速了明朝的灭亡。

靠单年的加税来解决财政危机，其最大的缺陷是强化了一次性大额开支对社会当年的冲击，等于是“税负休克疗法”，它无法让朝廷把一次大开支平摊到未来30、50年的财政收入上，没办法让社会大众为其每年支付一点。比如说，单是崇祯年间拖欠的边饷就超过明廷一年的财政收入，如果这笔钱要在一年内付清，等于是老百姓多付一倍以上的税，压力太大，没人会接受。通过当年加税来解决财政危机的办法，只能把突发的财政开支在众多老百姓之间分摊，但它无法把一时的支付压力在不同年份之间分摊，后者只有长期债券等证券才能作到。

#### 缓解财政危机的金融手段

当然，除了通过征税赤裸裸地向老百姓要钱之外，另外一个历朝惯用的手法是在货币上动手脚。按照刘光临先生考证，宋代是一个使中央集权在经济、军事、社会等多方面大幅扩张的朝代，官府机构不断臃肿，官员数量不断扩充，这当然也使其开支相应地膨胀，宋朝财政几乎始终面临入不敷出的威胁。根据汪圣铎先生的著作，出现财政危机时，宋廷往往利用货币发行来转嫁危机，主要表现在铸行铁钱、大钱和滥发纸币上。“宋仁宗时期，宋夏战争，军费骤增引起财政危机，于是就在陕西铸行铁钱和大铜钱，造成了灾难性的后果。宋神宗时，为了支持西部战争，四川交子开始两界沓行，即增加了一倍的发行量。又企图在河东、陕西发行交子，因与盐钞发行冲突，遭到失败。……宋徽宗时，为了支持西部及后来的对辽战争，……发行成本低、面额大的当十钱、夹锡钱，将楮币推向全国，且无节制地扩大发行量，结果造成通货膨胀，经济秩序一片混乱”。

宋朝纸币的发展，不仅有利于在全国范围内调拨财赋、有利于中央集权的运作，而且通

过发行纸币朝廷也能更方便地转嫁财政危机，更隐晦地掠夺老百姓的钱财。据汪圣铎先生的引证，到了嘉定年间，纸币“总发行量已超过亿贯。这时，朝廷上下、君臣之间，都已认识到楮币不应再多印。但是，此后发行量还是不断增加，直到 10 亿贯以上仍不停止”。

#### 第 40 节：治国的金融之道：藏富于民(7)

不过，即使没有纸币，金属货币也能让朝廷间接转走老百姓的财富。不只是宋、元、明代这样做，晚清和民国时期也这样做。比如，为解决太平天国引发的财政危机，咸丰朝廷于 1853 年经户部发放官票、宝钞（纸币），同时也铸造大量重量轻、面值大的铜铁大钱。据张国辉先生的引证，当时铸造面值为 1000 文、500 文铜大钱的成本分别只有 114 文、90 文，等于让清廷只需花 114 文的价值就能从民间获取价值 1000 文的财物！按照同样的逻辑，1854 年户部、工部开始铸造铁大钱。在 1853 至 1861 年间，朝廷共铸造等于 826 万银两的铜铁大钱。随着铜铁大钱、票钞纸币的滥发，城乡物价飞涨。相对这些举措之前的价格比，到 1860 年香油涨价 3 倍多，硬煤涨 4 倍，茶叶涨 5 倍，猪肉涨 6 倍，羊烛涨 7.5 倍。物价猛涨，货币大幅贬值，不仅使百姓生活更加困难，而且让他们的真实收入与财富相对大幅缩水。社会动乱、民怨沸腾自然就不奇怪了。

这种失信的行为不仅加快了朝代的更替周期，而且使早在宋朝发明的纸币难以在中国社会持续使用，让本来可大大加快经济发展、促进专业分工的纸币无法发挥作用，在长达 900 年的时间里纸币在中国总是时断时续。

当然，通过在硬币、票钱上做手脚来缓解财政危机不是中国历朝的独特创造。早在 4 世纪古罗马，皇帝缺钱时，干脆不用费功夫以更低成色重铸硬币，而是在老硬币上把数字改一下，比如，由 10 改成 100，含金银量不变。中世纪的西欧也惯用这类博取百姓钱财的手法。整个 16 世纪，西班牙经常拖欠债务支付，但总体而言不在其货币上打主意。但是，在高额债务和财政压力下，西班牙国王菲利普三世于 1600 年开始将其银元由纯银改为银铜混合物（当时叫 Vellon），以这种更便宜的混合金属来当全值的纯银使用。从 1600 至 1626 年共发行 4100 万混合银元，给西班牙王室增收 2500 万至 3000 万银元。到 1628 年其货币贬值 70%。1650 年，西班牙王府干脆也像古罗马皇帝一样，在老银币上把数字改大一下即可。但，这些滥用信用的举措也启动了西班牙帝国的衰败历程，使其世界强国地位很快不再。

虽然由操纵货币来掠夺大众钱财不像直接征税那么一目了然，但它的缺点跟后者相似：给社会的短期冲击太大，极易导致动乱甚至起义，而且会从根本上破坏社会对政府的信心。换言之，以低成色的银钱铜钱或者以没有足够金银作保证的纸币，并强制社会把它们认作真金实银使用，由此掠夺的社会财富是短期的、一次性的，但其代价却是长期性的。这也是为什么这种办法往往只有狗急跳墙的政府才使用，老百姓在看到朝廷这种行动时往往也知道这个朝廷即将结束了，中国各朝以及民国基本都经历过由纸币、大钱泛滥引发的社会动乱。

由于国家不能发行股票，最理想的缓解财政危机、支持发展的办法是发行长期债券，其期限越长越好，因为如果期限很长（比如 100 年），就可把一次性的大开支平摊到未来很多年上，大大减轻任何单年的支付压力。比如说，如果是 100 亿元年利 5% 的无期国债（该债券永远不到期），那么政府今天得到 100 亿元用于解决财政赤字或者用于发展，未来每年只要还 5 亿元。

这里有两点值得记住。第一，从征税的角度讲，今年一次性加税 100 亿和今天调高一点税率使以后每年税收增加 5 亿，这两种选择给社会的压力冲击是不一样的，前者是后者的 20 倍。第二，国债期限到底多长更好？这取决于所支付项目所带来的收益期限。比如，如果国债是用来修路，修好的路之使用期可能只有 5 到 10 年，那么债期可长到 10 年；如果国债是为支持战争开支，那么其目的是保卫国家，成功后会让国家永久性存在下去，这种开支

可用无期债券来支付，其成本应该由世代代的国人都承担一点；其它情况依此类推。

#### 第 41 节：治国的金融之道：藏富于民(8)

在中国，朝廷因战争开支或财政危机向民间借债，最早可以追回到 2600 年前的齐国，当时因战争费用，管子建议向民间富人借钱。从那以后，各朝代可能都这样做过。但是，在现代银行于 19 世纪末出现在中国之前，一方面这种私人借贷的规模有限，风险分摊的范围也很有限，传统中国的民间借贷利率在许多世纪里高于 30%；另一方面借贷期限一般不超过 6 个月到一年，这么短的期限对缓解朝廷财政危机帮助不大。当然，我们必须看到，如果是民间私人之间借贷发生纠纷，被侵权方可向对方讨债，甚至打官司；可是，如果私人把钱贷给朝廷，在专制皇帝不还债时，你可能只能仰天长叹了。因此，在皇权之下，即使朝廷想借债，也不会有太多人愿意借出。中国一直没有发展出长周期的资本市场，这当然限制了朝廷解决财政危机的能力，使朝代更替的速度加快。

比如，因太平天国引发的财政危机，1853 年政府尝试过内债。据彭泽益先生考证，那次尝试最初只在山西、陕西、广东等省，议行“劝借”，亦即向“殷实之家”，“暂时挪借，以助国用”。在山西，当地官府先向各“饶富之家”示以筹款成数，之后按借数给以印票，分年照期归还。并且还规定，“如有借至十万两以上者，除按年归还本银外，若借债人本身已得功名，准其赏给祖父封典”。在陕西则“捐借兼行”，“规定如能自一万捐至数万、十万两者，随时由官府按照银数，立即奏请奖励。如有不愿请奖者，除由官府按数给予借贷印票，分年归还外，仍按照银数多寡，分别建坊给匾，以示优奖”。由于在山西、陕西的试验较成功，此后再推广至江苏、浙江等地。只不过，这些内债并未照数偿还。类似在齐国时期的做法，在内乱结束之后，各省借口“库款支拙”改由官府奏请给奖，有些绅商则由朝廷以官爵进行偿付。--- 这种赖债行为从根本上使晚清政府失信，使甲午战争后再想发行“昭信股份”国债时变得不可能，几乎无人问津。但有一点是肯定的，那批“内债”帮助清廷度过一场危机。

从本质上，1853 年晚清尝试的“内债”更像欧洲中世纪的“强制性借贷”(forced loans)，当时西欧城邦政府为了战争或基建项目融资把债务强行摊派到有钱商人头上。这些短期债务更多像贷款契约，而不是可交易的证券。

以未来税收流作抵押发行的政府公债证券最早出现在 1262 年的威尼斯。由于那些西欧城邦国家之间没完没了的战争，融资需要不断膨胀，当初惯用的期限不到一年的短期借贷已无法缓解财政压力。以佛罗伦萨为例，1470 年一年的总利息是 36 万金元，超过其全年财政收入，比清政府在 1903 年要付相当于全年财政收入 44.7% 的债务利息加本金还要严重得多。这就逼着佛罗伦萨人在金融创新上着手，想法把债务期限延长。

当时，被西欧政府惯用的证券有三种。第一种是人寿年金，只要购买者证明其身体健康即可申购，买后在投资者去世之前他每年可得到 5% 至 8% 的回报，他去世之后政府的支付义务即结束。这种债券广受欢迎。尽管对于具体的个人而言，这种债的实际期限不确定，但对于发债的政府，这些人寿年金债券的平均期限在 20、30 年间，能达到不错的平摊支付压力的效果，增加政府的负债能力。该债券品种尤其在 15、16 世纪的荷兰以及后来的英国广泛使用。

#### 第 42 节：治国的金融之道：藏富于民(9)

第二种是嫁妆礼基金券，一般是在女儿出生几年内，父母即从政府手里买些嫁妆礼基金券，让政府融资。在他们的女儿出嫁前发券方不付任何利息，但在女儿出嫁时父母可得到本

金加累计的利息，用作嫁妆礼。但是，如果女儿在 15 年内不嫁或者出家做修女（当时约占女孩的四分之一），那么父母就永远得不到回报，政府就没有债务了。1425 年佛罗伦萨就设立这类嫁妆基金，在威尼斯等南欧城邦也流行。实际债务期限平均在 10 年以上。

第三种干脆就是无期债券，没有到期日。这当然能大大扩大政府的负债能力。

前面讲到，1715 年荷兰的国债余额为其国民收入的 2 倍多，英国的是 0.8 倍，它们主要利用长期债券渡过财政难关。英国那年的国债大约为 6000 万英镑，其中，1640 万英镑是无期国债，利息在 5% 到 6% 之间，主要由英格兰银行、东印度公司和南海公司持有；1260 万英镑分别是 99 年期和 32 年期的年金债券（不是人寿年金）；1140 万英镑是彩票债券，32 年到期，年利率至少为 6.84%，但根据抽彩结果利率最高可以到 8%；剩下的为短期和其它长期债。1717 年后，无期国债和长期年金债利率都被重新调低到 4% 左右。

跟同期的西欧政府比，中国宋、元、明朝廷没那么幸运，无法通过发行无期国债或任何超过一年期限的债券让他们挽救或延长其朝代生命。他们甚至没有晚清中国那么幸运，因为在甲午战争之后，虽然甲午赔款、庚子赔款是无理强加的，但清政府毕竟能从外国银行借到 36 年期限、5% 年息的债务，帮助他们渡过亡国的危机，延长了清朝的生命。根据当时人们对国债的根本性否定的态度，借外债当然更无法接受，但那总比让中国成为殖民地好。——我们一会儿再回到此话题。

虽然中国到 19 世纪末还没建立国债市场，日本却已走在前面。据朱荫贵先生考证，在 1870 至 1880 年期间，日本政府发行的内外公债总额即达 2.4 亿日元，这些公债用来赎回大名和武士的封建权利、替大名偿还新旧债务，但更重要的是用于修筑铁路、开发矿山和建筑港口及道路所用，类似 1990 年代中后期中国政府公债的用途。此外，1868 年 4 月，明治政府以“振兴产业，发展贸易”的名义发行了 4800 万元太政官纸币，1869 年 9 月再发行 750 万民部省纸币，还有 1871 年 10 月发行的 680 万大藏省兑换券。我们看到，明治维新时期日本敢于利用公债支持发展，而同期清廷还忙于往国库存银子。结果，到甲午战争时，两国的国力已大相径庭。

甲午战争失败后，社会方方面面的危机感大升，将“强国”运动推向高潮。中国的第一个现代银行——中国通商银行——于 1897 年创建，之后银行业有了较快速的发展。国内债券市场的真正发展起始于民国初期的 1914 年左右。由于北京政府在一战期间难以举借新的外债，便转向国内发行公债。1912~1926 年间，政府共发公债 27 种，共 6.12 亿元。经过此后的进一步发展，到 1949 年，公债市场已具备相当规模。虽然在 50 年代后期基本停止了国内债券市场，但在 1982 年之后又陆续得到恢复。借助于 1949 年前银行、股票市场以及债券市场的发展经验，这种恢复银行与证券市场的工作进行得较快。由于现代银行金融机构的网络已遍及全国，使中国在过去 20 几年的公债融资能力不断提高。

### 第 43 节：治国的金融之道：藏富于民(10)

现在中国的国债期限最高为 30 年，这种期限已为中国经济渡过像亚洲金融危机、每年财政赤字这样的挑战提供了方便，使现在的中国比历史上任何朝代更有能力缓解财政危机，减少改朝换代的压力。

什么情况下靠公债更增强国力？

前面讲了这么多，我们可能还是不清楚为什么现在的中国、美国还有当年的西欧、日本靠债务发展得越来越强盛，而朝代时期的中国、印度、土耳其还有当年的中东、非洲国家尽量往国库存钱，反而是越存越穷？之所以两种国策带来两种不同结局，部分原因在于把金银存到国库之后，实际上是把本来有资本属性、能进一步生钱的这种金银钱变成了死财富，扼杀了其本来能促进经济发展的流通能力，使这些金银变成了博物馆里的陈列品，而不是资本。

自然，我们这里不是说无论如何都应该借最多的债、无谓地制造赤字。更不是说无论政府怎样花钱，无论政府的预算过程是否受到民主监督，靠赤字支持政府开支都比存国库更好。一些基本的权力监督与制衡是必要条件。

为了便于理解，我们可以把国家看成一个公司，从公司财务的角度来看待国家理财问题。首先，如果国家借债的利息高于国家投资或开支的项目所能带来的回报率，比如国债利率是20%而国家投资项目的回报率只有2%，这里国债利率是成本，投资回报率是收入，那么国家开支的项目每年要亏损18%。在这种情况下，除了必不可少的国家开支外，政府应该停止、减少开支，尤其不应该通过赤字、国债来让政府浪费钱，应该降低税负。如果是这样，政府的确要尽量存钱，以防未来出现财政危机时要花20%的利息去借债。在这个意义上，由于中国历朝的民间借贷利率都在20%、30%或更高，同时投资项目因抑商而很少、回报率也低，像在1934年民国时期的土地投资租金回报率一年在8%至15%之间，远低于借贷利率，所以各朝代的理性国策是多往国库存钱，少花钱，也少征税。换言之，过去金融市场的不发达迫使朝廷多存钱。

当然，如果政府开支只是用于消费、挥霍而不是花在有回报的资本性项目上，那么其开支的回报率等于零。像这些年部委、省市、县、乡各级政府大动土木，盖各种超级豪华办公楼，这些形象工程项目是纯粹的挥霍消费，带来的是零回报。在这种情况下，不管国债利率多低，也应该极力限制政府开支。

相反地，如果国债利率低于国家开支项目的回报率，那么往国库存钱只会阻碍国力的增长，使国家衰退。

所以，决定经济国策的两个关键要素是国债利率和国家投资回报率，前者取决于金融市场的发达程度，后者取决于国家制度是否有利于市场交易。下面，我们可从这两个角度来审视中国和其它国家的经历。

之所以1600年左右靠国债发展的西欧到后来越走越强盛，而当时国库深存金银的国家则随后每况愈下，是因为一方面西欧越来越发达的长期债券市场使其债息不断降低，另一方面它们的大西洋、印度洋贸易给它们带来日益上升的投资经营回报率。以英国为例，前面讲到，1715年时它的国债平均利率在6.3%左右，到1717年降至4%左右。英国在1688年光荣革命之后，请来荷兰的王子作其国王，该王子带来的不只是他自己和荷兰亲戚，让荷兰不再跟英国作战，而且把当时荷兰拥有的西欧最发达的金融技术带到英国，其中最重要的可能是金融中介公司的信用增强作用。换句话说，如果是英国政府自己面对投资者负责，市场投资者可能对未来的不确定性有所顾忌、怕政府不认账，但是在英格兰银行于1694年成立之后，该银行自身是独立法人，也有外部股东（英格兰银行是上市公司），当英国政府把1000万英镑的国债委托英格兰银行承销时，这国债的背后不仅有英国的税收、政府信用作支持，而且英格兰银行也是重要的后盾，有该银行提供的增强信用，投资者显然更放心，要求的利息（包含风险溢价）也就低，因为万一出事，英格兰银行的股东要承担损失。那时，东印度公司和南海公司在证券市场的信誉也非常好，所以英国政府先把债券卖给这两家上市公司，然后由它们再以出售股票的形式从市场融资。有了第三方在中间增强信用，政府公债的利息即可大大降低，这两家上市公司实际上也算是证券中介公司。英格兰银行甚至能以1.5%的年利率帮英国政府借国债！这是当时任何其它国家做不到的。在这种情况下，只要投资回报率高于4%，英国通过借国债发展就会是净赚！

#### 第44节：治国的金融之道：藏富于民(11)

中国近几年的国债利息在3%至4.5%之间，这种低利息一方面得益于自1897年后中国银行业的不断发展，另一方面也得益于现代通讯和运输网络，方便了全国债券销售网络，扩

大了银行体系和证券市场的融资能力。在这种情况下，只要政府的投资项目能产生高于 4.5% 的年回报率，那么不担心赤字、靠扩大公债融资来刺激发展就是一项强化国力的国策。1978 年改革开放以来，放开了的市场经济加上积极的对外开放使中国经济以平均高于 9% 的速度增长，使一些项目的投资回报率可能超过国债利率。于是赤字和国债就成了国力上升的催化剂。这可能是最近 20 几年虽然中国的财政赤字越来越大而国力却越来越强的道理所在。当然，过去这些年国债投资项目的回报是否真的高于国债利息，这本身是一个值得用数据做进一步研究的问题。

我们也可借助此分析框架来看看甲午赔款、庚子赔款后晚清的选择。我们几乎都指责当时的英、德、法、俄银行以 5% 左右的利息借给清政府的外债。关于那两次战争以及其赔款本身的事，那是本文之外的话题，我们只谈这些国债融资是否帮助了清朝。在中国当时没有债券市场的情况下，一方面除了外债别无出路，另一方面这种 5% 的利息在当时的中国是几乎不可能找到的。特别是当时由汇丰银行等帮助发行的铁路外债，其利息也基本在 5% 上下。按照我们上面的分析，只要当时的项目投资回报率在 5% 以上，利用这些外资来发展中国经济应该是天大的好事，应该是好国策，那样也可能让国力像最近 20 几年一样地发展。实际上，那时期的工业化、外贸行业的确在快速发展，只是由于传统理财观念对债务的抵触，再加上种种民族主义的作用，没能让中国借外人发达的资本市场来最大化自己的国力。

说到底，是应该往国库多存钱，还是不仅把收入都花掉而且要借国债发展，答案取决于长期资本市场的发达程度，也取决于国家的政治制度 and 经济制度，前者决定公债利息成本的高低，而后者决定政府投资的效率以及回报的高低。由于金融发展也取决于国家制度资本，所以，最终是制度决定了国策模式。

加税或国债：哪种更好？

上面的分析中，我们没有把征税问题跟发债决策放在一起考虑。换言之，假如国家有高回报率的开支或投资项目，那么所需资金是靠发国债，还是靠征更多的税，哪个更好呢？我们可能会说“反正羊毛出在羊身上，与其借债，反倒不如由老百姓先交税”。

今天美国的做法或许能帮助我们理解这个问题。美国 2005 年的财政赤字是 3183 亿美元，占财政收入的 15%，跟中国财政赤字占财政收入的百分比几乎一样。2005 年联邦政府的债券利息开支为 1840 亿美元，占全年财政开支约 8%。美国国债余额约 9 万亿美元。

尽管如此，美国政府不仅不增加税率、不要老百姓多交税还债，反而还在布什政府期间不断减税。美国人当然交得起更多税，但政府还是更愿意借债花费，使赤字越来越大。这是怎么回事？这不仅有悖于我们传统的理财理念，而且有悖于一般的常理。——美国这些年的经济国策真的有损其国力吗？

其实不然。我们可以算一笔简单的经济账。答案的关键还在于政府的融资成本和民间的投资回报率，只要纳税人的投资回报率高于政府公债利息，最优的国策是：少征税，把钱留给老百姓去投资创业，藏富于民，政府尽量用公债来补充财政赤字。

## 第 45 节：治国的金融之道：藏富于民(12)

相反地，如果公债利息高于民间投资回报率，那么靠赤字负债发展是下策。同时，如果政府的投资回报低于民间投资回报，政府就既不应该借债发展，也不应该加税，而是要减税和退税。

举例说，假设所得税是 20%，政府公债利息永远为 5%。先假定老百姓的投资回报率今后每年都是 6%。在这种情况下，如果少向老百姓征收一万元税，那么老百姓把这一万元投资后，第一年得到 600 元税前回报，其中 120 元交税，剩下的 480 元加本金一万元重新用于投资；第二年得到 628.8 元税前回报，其中 125.76 元交税，剩下的 503.04 元加本金一万元

再用于投资；以此类推下去，年复一年，不仅老百姓的财富越滚越大，而且政府的税收也按每年 4.8% 的速度增长，政府得到的是一个永久的税收流，这个税收流的总折现值为 6 万元（以政府公债利息 5% 作为折现率）。换言之，如果政府通过借债维系开支，把更多钱留给老百姓投资，那么今天每少收一万元的税，实际上政府最终得到的是今天值 6 万元的未来收入流，让国家财富净增 5 万元。

如果老百姓的投资回报率是 5%，那么政府通过减税得到的额外好处为零；而如果投资回报率低于 5%，则减税会吃亏。当然，如果民间投资回报远高于 5% 的国债利息，那么借国债并同时减税就让这个国家发横财了！其妙诀在于让老百姓的收入变成资本后，就能通过利滚利、钱滚钱让国力和民财同时上涨。当民间的投资回报很可观的时候，政府征税等于是“杀鸡取卵”，害民又损己。

上面的例子当然有一些理想化的假设。比如，在现实中，政府公债利息可能会不断波动，民间投资回报也会时高时低。如果是这样，那么，只有在民间投资回报与国债利率之差更大的时候，“发国债同时又减税”的国策才最优。

不管怎样，这个例子基本反映了美国二战之后经济国策的总体逻辑。美国的资本市场最发达，给美国政府提供了无限的将未来收入证券化变现的能力。由于人们对美国制度的稳定性非常有信心，美元和美国政府公债是世界投资者最为放心的增值保值手段，因此其公债利息近几年保持在 4% 左右，这是美国老百姓所无法得到的融资成本。换句话说，如果美国民间要借钱投资，他们需要支付的利息远比美国政府要支付的利息高，在这种情况下，与其由个人或私人公司去借钱，还不如由美国政府代替老百姓借，并同时通过减税让老百姓把钱留着自己去投资！那么，美国民间的投资回报如何呢？以美国股市为例，从 1926 年至今，平均年回报率为 10%；在二战以后，平均年回报 12%。相比之下，这期间的政府公债利息平均在 6% 左右。也就是说，1926 年至今，民间投资回报率与政府公债成本间的差平均在 4%，二战后为 6%。

外国人和外国政府喜欢买美国国债，美国政府用低息借到这些钱后，通过减税把钱转给美国老百姓去做股票等生产性资产的投资，这种策略的效果是让美国财富超速增长。这即是自己有鸡再“借鸡生蛋”的效果。

由此，我们终于明白了美国靠赤字、靠国债、靠减税做强的道理了。从 1940 年之后，除了少数几年外，美国基本年年有赤字，而且越来越大，然而国力也越来越强。

那么，什么时候要开始逆转靠赤字发展的国策呢？一旦民间投资回报率相对公债利率太低时，即是放弃赤字的时候。

## 第 46 节：治国的金融之道：藏富于民(13)

中国做强之路能走多久？

本章的分析让我们大致能看清过去西欧、美国、今天中国的国策逻辑，也是日本在明治时期以及自 1990 年后的经济政策逻辑。发展证券市场特别是长期限资本市场，让政府退出经济管制、放开市场的空间，这是其中的两个关键。

如果中国继续靠国债促进内需增长，以此带动增长，那么这种模式还能持续多少年呢？这当然是个难以回答的问题。假如中国今天占 GDP 21% 的国债发生在清朝或任何其它朝代时期，改朝换代可能会难以避免了，但多谢现代证券金融技术，中国实际国力比那些朝代时都强。相对今天美国、日本以及西欧的国债负债水平而言，中国的不算高，还有一些赤字空间。但是，在进一步靠公债发展之前，有必要审视一下今天所处的状况。第一，据《福布斯》杂志的计算，今天中国人的税负排世界第二，政府财政收入占 GDP 的 20% 有余。这个比重看起来跟美国联邦财政收入也占 GDP 的 20% 不相上下，但在开支上，美国的财政一多半用

于社会保障、医疗保险等福利，而中国的财政开支用途不在这些。中国财政从民间“杀鸡取卵”太多，牺牲太多民间的致富机会。这些年的税收以两倍于 GDP 增速的速度上升，加税不受立法制约，这种税负必须降低。

根据中央财经大学民间金融课题组 2006 年初对 27 个省市借贷利率的调查，全国民间借贷利率平均为 16.4%，其中借方以企业为多，这说明他们的资金使用后回报率至少在 16.4% 以上，远高于 4% 左右的国债利率。减税让更多的钱留在民间，显然会创造更多财富。

第二，过去 20 几年，特别是 1994 年后，相当一部分公债被投到各类形象工程，或者是这些债券融资虽然没有直接投入形象工程，但间接地让政府一些挥霍性工程的上马成为可能，造成了大量浪费。比如，2005 年国家审计署的审计结果表明，部分城市基础设施国债项目（包括污水处理）效果差，城建项目中有许多由于规划不当、管理不善、设备不合格以及工程质量缺陷等原因，存在严重的损失浪费问题。这些项目的投资回报是否赶得上 4% 左右的国债利率，显然是个大问号。

第三，给政府部门更多的钱花，就必然创造更多的贪污腐败机会，也必然导致更多的地区间、城乡间以及社会群体间的机会不平等。特别是在缺乏实质性权力制约、财政预算过程又不透明的情况下，政府开支的分配不可能做到公平、公正。

不同国家以前的不同经历或许可以给我一些启示。上世纪 30、40 年代的民国政府也得到当时快速发展的国内债券市场的帮助，加上对银行的国有控制，让政府能同时发公债、操纵货币，以多种方式解救财政与金融危机，但是，由于军政府权力不受实质性制约，腐败盛行，债券市场帮助民国政府平摊支付压力的能力再大，也无法对冲掉制度缺陷所注定的命运。1997-98 年亚洲金融危机期间，许多人把印尼、马来西亚、泰国、韩国的遭遇归结到外债，说是这些国家对外债的依赖使它们受重挫。从表面看好像如此，但其根本原因不是它们的外债太多，而是它们普遍缺乏对权力的制度化约束，黑箱操作滋生腐败，政府财政和外债被当权者私用。

相比之下，美国近 9 万亿美元的国债中，外债约 2 万亿美元，占近四分之一。而且，从国债规模讲，今天日本国债是 GDP 的 170%，意大利、比利时国债都超过 GDP 的 120%，美国国债是 GDP 的 70%。这些国家没有因高额国债或外债而产生金融危机、社会动乱，可是，1990 年代的亚洲国家、1930-40 年代的民国中国以及过去 20 年里的拉美国家却因国债、外债而频繁出现危机和社会动乱，这是为什么呢？

## 第 47 节：治国的金融之道：藏富于民(14)

答案还在制度资本上，在对权力的制约以及政府预算过程是否透明上。实际上，不只是当今世界不同国家承受公债的能力千差万别，即使回到历史上也如此。比如，16、17 世纪荷兰的国债比西班牙的高很多，1650 年时荷兰国债折合人均 1.6 公斤银子而西班牙国债仅折合人均 0.6 公斤银子，但前者的国债利息在 3% 至 5% 之间，西班牙在 16 世纪要支付 10% 以上的利息，荷兰没有因这种国债而衰败，而西班牙则从 17 世纪中叶开始衰落。18 世纪中叶，英国的国债承受力也远比法国高，前者的人均国债高于法国，但那种高负债不仅没拖垮英国，反而是英国的国债利息只有法国的一半左右，让英国不断强盛。之所以英国（以及当年的荷兰）的国债融资成本比法国的低一半，其证券市场也比法国更发达，根本原因与 1688 年英国光荣革命之后所巩固的宪政制衡有关，那次革命之后英国王权受到议会的进一步制约，使国王不能随意征税、不能侵犯私人财产，财产税等只能由议会立法。由于议会更能代表社会的利益，并且其立法与决策过程也非常透明，这使证券投资者对政府有充分的信任，因此很愿意买英国的国债，而且要求的利息（融资成本）也不高。相比之下，西班牙、法国的王权不受制约，国王的决策过程又不透明，多次对其国债赖账、拖欠利息，这些都无法让

投资者对集权政府有信心，其结果可想而知。由此可见，一个国家是否能长久靠赤字加国债发展，跟其制度架构分不开。

我们可能会说，既然中国的制度问题以前就存在，而由赤字带动增长的模式在以前 20 几年成功了，那么为什么今后不能再继续呢？——在经济增长的初期，增长的确可以是粗放式、高资源消耗、低经济回报，甚至可以充满贪污腐败，但不能总是靠修路、架桥、盖大楼刺激增长，也不能指望社会对贪污腐败总能承受。正如前面所说，如果政府投资回报长期低于公债利率，如果财政被长期用于挥霍性形象工程并为贪污腐败提供基础，那么靠赤字或靠税收支持的财政开支只会是无谓地烧钱，使中国的负债能力快速下降，带来社会动荡。

因此，中国一方面应该减税，至少应该控制税负的增长，藏富于民，并同时进一步让政府退出经济，让市场真正发挥作用，提高民间创业与投资的回报；另一方面可继续依靠国债促进发展。但是，这两方面都有一个共同的前提，就是政治体制改革必须先行，否则财政赤字和国债的空间就会越来越小，靠赤字发展就没有希望。

## 第 48 节：金融市场的发展将最终打倒“孔家店” (1)

### 金融市场的发展将最终打倒“孔家店”

近几年来，儒家文化再次成为热门话题，这些讨论不只是限于文化圈内，而是直接涉及到小学、中学以及大学生每周花多少时间读经、多少时间学习现代知识的问题。此外，要求立儒学为国教的呼声也不小，因此信不信儒学已不仅是个人的选择问题，还是一个全社会以及整个国家的根本问题。实际上，一些新儒家学者声称要“以夏变夷”、“用中华文明整合世界”，国家已拨款数亿在国外设立孔子学校，以具体行动在世界推广儒家文化。中国这么大，世界更大，做一些这类事情也未尝不可。但是，其成效将如何则可能是另一回事。

那么，文化到底是什么东西？儒家文化为什么会在中国出现？除了儒家外是否有别的更“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？“五四”新文化运动给中国带来了自由、民主、法治的思想，让中国走近世界一大步。但是，现在人们发现，在当年打倒“孔家店”后，今天似乎又要重建“孔家店”，这是怎么回事？我们还缺少什么才使个人权利、个人自由难以扎根？

文化显然不是一成不变的，比如，今天的中华文化跟汉朝的汉人文化、唐朝的唐人文化、宋朝明朝的中国文化、甚至民国时期的华人文化都不一样，其他种族文化的动态变迁也大致如此。如果文化是不断变化的，那么是什么在推动其变迁？为什么有的文化内容经久不衰而有的则时过境迁即消失？这里，我们试图从金融学、经济学的角度来回答这些问题，尽量从文化之外的视角来理解文化。我们会发现，文化内涵必然是因某种需要而生，同样会因为某种不需要而死。换言之，一旦文化的某种功能能够由其它更受社会欢迎的东西取代，那么那项文化内涵的生命就会结束。我们会看到，随着经济和金融技术的发展，社会所需要的文化内涵也会变化。所以，简单意义上的文化复古不仅是一厢情愿，而且是毫无意义。

文化为什么是这样而不是那样的？

文化的内容当然很多很广，我们关心的不是像“川菜”“湘菜”这样的非制度性文化，而是规范言行的制度性文化以及影响人们作价值判断的处世文化。此外，先要说明的是本文不谈及儒家“三纲五常”中的“五常”等处世之道，原因是，像“仁、义、礼、智、信”这些道德规范是世界各种文化的普遍价值，并非儒家文化独有，否则我们中国人出国之后就不会有与别人交往的任何基础。这些内容是今天的中国以及任何社会都应该教导的。

本文的反思集中在儒家“三纲五常”中的“三纲”以及相关的“五伦”社会秩序。家文化是各种文化的核心，也是儒家跟其它文化的核心差别的体现。我们来看看它们的差别。

不管是远古，还是现代，任何人自出生即面对两种基本需要，一种是吃穿住行这些物质

消费，即所谓的物质生活，“民以食为天”；另一种是心理或说精神需求，即所谓精神生活。从生存需要看，物质生活的重要性应该排第一，精神生活居其次。人的这两种基本需要既是文化的起因，也是文化的目的。

所有动物都有其文化，而一种动物的文化程度又跟该动物的个体独立生存能力有关。在所有动物中，人出生后的自生能力可能在最弱之列，婴儿一岁之前靠吃奶，即使一岁之后能吃一般食物、能走路了，在 12、13 岁前一个人还是难以独自谋生。相比之下，马的自生能力极强，小马出生一、两天内即可站立走路，也能很快自己吃草。但尽管如此，出生之后，小马还会追随母亲一、两个月，母马也会给以母爱，保护小马，形影不离，所以，连马也体现出一定的“家庭观念”、“家文化”。笔者小时候在湖南农村，最怕的就是还在抚育一群小狗的母狗，母狗为保护其孩子所表现出的凶恶，真是奋不顾身，任何人只要靠近她家的领地范围，母狗绝对会出来咬你！所以，狗的“家庭观念”也不弱。“家”作为基本生存单元是动物的共性。

当然，对于自生能力远比马要弱的人类，家更是人种延续下去的最基本条件。任何今天还存在的民族，它必须有重视家庭的基本文化内涵，否则就不可能延续到今天。各类文化都重视家庭，这是人种生存的基本底线。

除了要满足今天的物质消费和精神需求外，一个人面对的更重要的挑战是对未来生活的担忧，包括未来物质生活所需的收入的不确定性、身体健康的不确定性，还有未来精神生活、心理状态的不确定性。不确定性风险事件可以是天灾人祸，比如，根据邓云特先生在 1937 年《中国灾荒史》一书中的统计，16 世纪中国共发生过 504 起大水灾、旱灾、蝗灾、雹灾、风灾、疫灾、地震和雪灾，平均每年 5 次以上；17 世纪共有各类大灾 507 次，18 世纪共 411 次，19 世纪 407 次，20 世纪的头 35 年有 101 次大灾。这些记入史册的不包括小灾，也不包括时常发生的战争和大大小小的农民起义，兵荒马乱时期个人的物质生活与精神生活当然会受到冲击。这些都是人们想规避的系统风险。

## 第 49 节：金融市场的发展将最终打倒“孔家店”(2)

在个人层面，生病、交通或工作事故、房子起火等意外事件也会引发财产收入、精神状况上的损失，还有娶妻、嫁女、盖房、养老等这些大开支项目，都是个人一辈子要应对的不好预测的风险或大额开支事件。此外，在创业、生产投资上也会面对大大小小的不确定性，有可能血本无归，有可能收成不好。

这些因自然、社会以及个人自己带来的难以避免的风险事件让人充满忧虑，这就逼着人们去寻找规避未来物质风险和精神风险的手段，否则一个家庭、一个民族生存下去的概率就会远小于 100%，社会也不能安宁。大致讲，人类有两种途径规避未来风险，其一是靠发展，“发展是硬道理”，通过提高物质生产力和精神供给量来提升人类整体生活水平，这当然能加强个人度过风险事件的能力。物资供应有结余时，即使一时发生天灾人祸或生产歉收，也不至于给人造成致命的危机。“硬”技术创新的贡献即在此。

其二是通过个人之间的经济交换、精神交换达到互保、互助、资源共享的效果，以此提升社会共同的避险能力，使个人能更好地度过经济紧张、精神压抑时期。任何社会中，个人之间的收入风险特征以及能力都会不同，使他们能通过交换而达到互保、互相配置资源的效果。在精神生活方面也如此，不同人会在不同时候出现喜怒哀乐，为人际间的感情交换提供了基础。

问题是，如何进行交换？在经济利益方面，金融产品就是让不同人（买方和卖方）实现在不同时间和不同状态之间的物质交换（当然，在未来也许可以有实现不同时间和不同状态间感情交换的证券）。例如，借贷合同是让贷方今天把钱借给另一方使用，但到期时借方要

还本付息，其效果是贷方把今天的收入转移到未来花，借方则把未来收入转移到今天花。其它诸如人寿年金、医疗保险、人寿保险、养老基金、股票、债券等金融产品，虽然合约的支付安排不同，但道理都是实现不同人在不同时间、不同状态间的利益交换。可问题是，这些金融品种直到近代才发展。那么，在古代以及传统社会里，类似这样的金融保险交易和精神感情交易靠什么方式进行呢？这是一个交易风险或者说契约执行问题，如果大家都担心另一方会赖账、不履行其交换义务，那么互保互助交易就无法发生。历史上不同时期、不同社会所推出的文化与制度基本都是为了保证这些交易能顺利进行。

在原始社会，由于生产能力低下，靠狩猎、采摘野果谋生，其收成的风险太高，打猎时可能连续多日一无所获，没有食物供给，生存挑战必然是每天的首要问题。如果那时期生产和生活都以个人或家庭为单位，那么人的生存能力会极低，人类可能很快灭种。所以，原始部落就成为规避生产风险、规避天灾人祸、提供原始精神消费的基本组织。尽管部落公有制淹没了个人的空间、也没有独立的家，但在当时生产能力的约束下，原始部落可能是最理想的经济互助体和社会共同体。那时没有正式金融契约交易，但部落里共享一切，其实就是基于隐性利益交换的原始社会保险安排。

到了农业社会，可以圈养家禽，在固定的地方重复种植粮食，这两类生产技术革新大大提高人类生产力，使物质供应大增，降低了饥饿的频率。在这种情况下，人类文化也发生变化，人们没必要再继续部落公有制这种经济互助组织。毕竟，为了支持公有制达到分摊未来风险的效果，每个人需要牺牲太多的个人空间和个人自由。只要生产力有所突破，让个人的独立生存能力有实质性提高，人们必然会寻求新的、扩大个人空间的经济组织与社会组织，一种全新的文化也会应运而生。这就是阿玛塔亚·森所说的“发展就是使个人更自由”，也是人性所向。

## 第 50 节：金融市场的发展将最终打倒“孔家店”(3)

在农业社会，外部化的法治没有建立，与陌生人交易的成本还太高，商业特别是金融保险、借贷、证券业都不发达，还没有市场提供的互保互助交易。所以，在走出部落公有制之后，还必须找到一种新的保证经济交易、精神交易能顺利进行的安排。这时，家族、宗族就成为主要的经济互助体和社会共同体，亲情与血缘成为保证互保、互助交易能顺利进行的自然基础，家族像是一个非正式的内部金融市场。以家庭为基础性存在单元当然没把个人充分解放出来，不等于个人完全自由了，但“家”可能是那种时代里让个人达到规避未来物质风险、精神风险的最可靠安排。

在任何社会里，家庭有两个主要功能，一个是经济互助，一个是社会功能即精神互助。其经济功能包括两方面，第一，在家庭内部存在各种隐性金融契约关系，父母在后代身上有投资，所以后代有隐性“回报”责任；兄弟姐妹之间则你欠我的、我欠他的等等；这个家欠同族上另一家的，等等，相互间存在许多说不清、也说不完的隐性债务、保险责任。第二，因血缘关系，“家”能大大减少各成员间利益交换的执行风险，减少交易成本。

为了支持“家”的经济互助和精神互助功能，社会就必须有相配的家庭、家族文化，帮助实现这些错综复杂的隐性金融契约。这就是儒家以及其它源自农业社会的传统文化所要达到的目的，也是 2500 年前儒家文化产生的背景。

### 儒家文化的今与昔

也就是说，在没有市场提供的各类保险、借贷、股票、投资基金、养老基金等金融品种的前提下，成家生儿育女，而且最好是生儿子，就成了规避未来物质风险和精神风险的具体手段，即所谓“养子防老”。生儿女既是父母对未来的投资，又是为未来买的保险，儿女是人格化了的金融品种。父母也许爱子女，也许不爱，这不是最重要的，关键是儿女长大后要

“孝”，这是保证父母投资有所回报的关键。“养子防老”是保险和投资的概念，而“孝”则是儿女履行隐形“契约”的概念。以“孝”和“义务”为核心的儒家文化是孔孟为了降低这些隐形利益交易的不确定性、增加交易安全而设计的。正如谢幼伟先生在《孝与中国文化》一书中所说，“中国文化在某种意义上，可谓‘孝的文化’。孝在中国文化作用之大，地位之高，谈中国文化而忽视孝，即非于中国文化真有所知”。

于是，由“三纲”、“五伦”建立并延伸出来的家秩序、社会秩序就很关键了，臣必须服从于君，子必须服从于父，妇必须服从于夫，弟必须服从于兄。这些服从关系是无条件的，也不管有理还是无理。按照梁漱溟先生的说法，“就是把社会中的人各就其关系，排定其彼此名分地位，而指明相互间应有之情与义，要他们时时顾名思义。……伦理关系即表示一种义务关系，一个人似不为自己而存在，乃仿佛互为他人而存在者”。儒家文化的核心是按照天然的长幼以及男女将每个人编入一个等级组织中，然后，根据出生位置给他课以一辈子不变的责任与义务；不管是成年之前，还是之后，甚至儿女、弟弟都六七十岁了，每个人在这个层次秩序中的地位不变，永远是在长者说话时幼者只有听话的分，只能低一等或几等，永远没有自我。从儿女出生开始，通过《三字经》等经典将他们嵌入“孔家店”，扣上“三纲”包袱，让他们任何时候都会因不服长者的意愿而内疚得无地自容。这个“孔家店”只有一个目的：保证父母、兄长以及其他长者的投资有回报。

#### 第 51 节：金融市场的发展将最终打倒“孔家店” (4)

人出生之前是无法选择家庭和出生顺序的，所以，以长幼定名分、责任所实现的利益交易是非自愿的交易。而强制性的交易有悖于个人权利。

不以个人权利但以名分界定的等级结构，的确让中国社会在 2500 年中基本不变（改朝换代除外），但这种文化也阉割了中国人的个性，阉割了我们的创造力。阉割了个性的结构或许稳定，可代价是中国长期处于温饱与饥饿之间。就以这些年的留美学生为例，我们这些学生以及毕业后留美工作的人，虽然专业水平较高，但跟美国人、印度人、欧洲人相比，儒家文化让中国人往往缺乏个性，习惯于听话，但不争取自己的权利和利益。“顺从”、“听话”的习惯当然让我们只适合打工。

国粹派喜欢说西方文明是物质文明，而中华文明则是更高境界的精神文明，其根据似乎是西方近代工业科技发达，物质生活丰富，而中国却到近年才解决温饱。——这种逻辑值得商榷，原因很简单，西方物质生产比东方发达并不必然意味他们的精神文明就落后，而东方的物质生产落后也并不必然意味我们的精神文明就先进。会不会是东方的物质文明和精神文明都落后呢？

我们可以从三方面看这个问题。第一，精神生活丰富的前提是精神食粮供给丰富，学术和文学艺术又是其主要源泉。中国的学术两千多年围绕儒、法、墨、道家打圈圈，佛教在汉代逐步进入中国后，曾推动过唐宋时期文学、诗词等领域的发展，也出现过宋明理学的发展，但总体上没离开对早前经典的解读和再解读，并且这些哲学与文学发展基本限于士大夫的小社会内，对绝大多数人为文盲的社会的精神生活影响有限。正如著名的新儒学代表人物张君勱在 20 世纪 30 年代所感言的：“然秦后两千年来，其政体为君主专制，养成大多奴颜婢膝之国民。子弟受大家族之庇荫，依赖父母，久成习惯。学术上既受文字束缚之苦，又标‘受用’‘默识’之旨，故缺少论理学之训练，而理智极不发达。此乃吾族之受病处。”（张君勱：《明日之中国文化》第 84 页，山东人民出版社，1998 年版）。

中国并没像西方那样有系统组织的宗教，规范人们日常行为的儒教不是严格意义上的宗教。在这种缺乏正式的理性与非理性生命观的社会里，大众的精神世界只好由“牛鬼蛇神”迷信来支配，看不出这种精神文明高级在哪里。反倒是汉代进入中国的佛教、明代进入的天

主教以及其它基督教派扩展了我们的精神资源。退一步讲，“中庸之道”扼杀的不只是物质文明上的创新能力，而且也激发人们不要在精神资源上有“出众”的创新突破。

第二，或许有没有以宗教或者理性学术支撑的精神文明不重要，更重要的是我们把生活重点放在精神追求上，而不是过分追求物质生活。中国人追求的精神生活或许不是宗教性的，而是家庭温暖和亲情。但是，人之间的友情是一件非常个人化的事情，每个人有不同偏好、不同性格，即使是同父母的兄弟姐妹，性格与喜好也难以相同，他们除了知道彼此是兄弟姐妹而“应该”有亲人关系外，不一定有心灵深处的相通，不一定有出于“自愿”的友情。家庭成员间会因为名分以及相应责任而彼此相依赖、相交往，可是这不等于是他们的关系能超出原始情感而达到更高的心灵沟通境界，就像包办婚姻中夫妻知道彼此有责任、是夫妻，但他们之间可能没有“爱”的体验。难以想象在人的个性与自由空间都被压抑的社会里，情感与心理世界能够天马行空，飞翔到朴素感情之外。

## 第 52 节：金融市场的发展将最终打倒“孔家店”(5)

第三，中国文化的核心重点在于维护“家”的经济功能，轻视其社交与情感功能，这必然抑制中国文化的精神文明内涵。从某种意义上讲，连温饱问题都没完全解决的农业社会里，“家”的第一功能当然应该是实现家庭成员间的经济利益交换，所以儒家文化里“孝”、“顺从”、“听话”排在第一，这是可以理解的。但问题也在这里，一旦经济利益交换是“家”的最主要功能，人们容易先看到利益，后才是亲情，或者只看到经济利益。经济利益夹在“家”中，你搞不清亲戚对你好是真好，还是出于利益。在现实生活里，笔者在湖南家乡看到更多的是因为利益大打出手的儒家家庭，而不是突出亲情、突出情感关系的温情脉脉的儒家世界。那种理想化了的儒家世界在中国还没实现过，从内在逻辑上可能也很难实现。说到底，在儒家文化抑制物质文明发展的情况下，传统中国始终没完全走出温饱的挑战；在那种境况下，说精神情感世界里能达到文明顶峰，那只能是奢望。

传统学问对中国社会的研究太多停留在研读经典上，好像研读经典就是了解真实的中国。显然，《四书五经》讲的是“应然”，但“实然”可能是另一码事，就好像不能说基督教《圣经》里的世界就是西方社会一样。书本里的儒家伦理社会当然温情脉脉，充满诗情画意。而真实的中国传统社会里，虽然不“言利”，但实际连“家”里也以利益当头。从经济学的角度讲，儒家“刚性”的“孝”可能反而迫使家庭关系以利益交换为主。

我们可以从今天的中国来看到这一点。中国今天实际上包含了许多不同亚文化的社会。2005 年，杜俊林同学协助笔者对北京、丹东、徐水县以及三个河南村——九连城、牛庄、宋庄作过一次调查，各地随机抽样 300 多人，这些地方的收入水平和经济发展程度当然是北京最高，丹东市次之，徐水县第三，九连城、牛庄、宋庄最低。

许多家庭交往、社会交往呈现经济交易的内涵。比如，在现代社会中，送礼往往是象征性的，“醉翁之意不在酒”，“大礼”反而是有目的的。但在传统社会中，送礼是一件很认真的事，而且要大，因为“礼尚往来”不只是为了“情”，更多的是一种借贷利益交换。村里人遇到婚嫁、乔迁等大事时，都会大摆宴席，然后收受礼金，相当于帮助缓和大大开支给主人带来的困难；此后，等到对方也有类似大事时，再送去相应数量的礼金。

对六个地方的抽样调查结果是，北京人之间的借贷和礼物往来最少，丹东和徐水次之，农村人之间的借贷和礼物往来最多。因此，前者已不是传统社会，但后者仍然是。特别是在农村，借贷和礼物主要发生在亲戚之间，亲戚之外很少。由此可见，在农村，亲戚间的经济利益关系很重，家庭、家族仍然是经济互助中心。

当问他们“你为什么要有小孩？”时，北京只有 12% 的人说“养子防老”，而三个村平均有 69% 的人说“养子防老”，丹东和徐水在这两个极端之间。

当被问到“你是不是因为爱小孩而生孩子？”时，北京有 55% 的人说“是”，而三个村平均只有 16% 的人说“是”，丹东和徐水仍然在两端之间。

通过对总样本的计量分析发现，收入越高同时又买了某种金融保险品种的城市人更容易说“生育子女是出于感情”，而不是为防老等经济目的。

### 第 53 节：金融市场的发展将最终打倒“孔家店” (6)

这说明像北京、上海这样的发达城市，有了满足生活需要的收入同时又利用保险品种、投资基金等把夫妇未来的经济风险安排好之后，他们更多把“家”看成是感情交流、满足精神需要的社会单元，原来由“家”胜任的经济功能逐渐由金融市场承担，“孝道”责任逐渐由“爱”取代，经济与金融发展正在改变这些社会的文化。相比之下，在农村，家庭关系仍然以经济交易当先，“养子”继续是规避未来风险的主要手段，而“家”的情感功能就弱，那里更需要儒家伦理来维系隐性经济交易，于是，那里更保留了儒家价值观。

那么，中国未来的文化走向会是什么呢？是朝着像北京、上海等发达社区的文化发展，还是要恢复儒家传统、走向传统乡村的价值体系呢？社会文化的走向是个人难以设计的，而是由社会的需要所决定。

#### 中国文化的出路

“五四”运动给中国带来了自由、民主、法治思想。回过头再看，当时的思想先驱至少在两方面存在盲点，其一是私有产权，其二是发展金融与保险市场，这二者是实现自由、民主、法治的经济基础。换句话说，如果没有自己的私有产权而是靠“领导批准”谋生，那么个人就没有声张自己权利的财产基础，自由、民主、法治当然无从谈起；如果没有市场提供的保险与金融品种让你去规避自己一辈子的生活风险，那么在你打倒“孔家店”、失去了“家”这个传统的互助保障体系之后，你会对未来充满着不安，这时你也不会有底气去争取个人的自由与民主权利。如果没有这两类经济基础，打倒“孔家店”之后，你又不得不重建“孔家店”。也正因为 80 几年前的思想先驱以及后来者都缺乏这种认知，所以，那之后的政权还去试过不同的制度安排，甚至走过与这两个基础要素完全相反的路，到最后当然就无法实现“五四”民主自由理想。

这些认知盲点的确也跟中国学术历来轻“术”的传统有关，因为经济学、金融学都是太低级的“术”，所以，看不到这些也不奇怪。遗憾的是，时下的新儒家学者还是不能走出用文化来谈文化的圈圈，特别是以儒家文化来评价儒家文化，其结论当然不会是别的，用“四书五经”来看“四书五经”，只能是越看越美。如果脱离传统儒家社会的实践现实，不去研究特定文化背后的成因（特别是经济成因），不能看到儒家体系只是多种不同文化体系中的一种，那么得出“以中华文明整合世界”这样的认识就不奇怪了。

一些学者认为中国文化重视家庭，而西方文化则不然。——这显然是一种误解，实际上中国人和西方人都重视“家”，只是追求的“家”的境界不同。传统中国的“家”侧重强制性的经济交易功能，西方社会的“家”侧重基于自愿的感情交往功能。在处于温饱与饥饿之间的农业社会里，生存是一个永恒的挑战，所以“家”的功能很难超出利益交易和保险互助，温情脉脉会过于奢侈，这种社会可能必须要有“刚性”的家庭结构，要阉割个性，否则“家”之内的经济交易就很难有确定性，这就是儒家以及任何传统农业文化的共性。在近代西方社会的生产力上升、人们的收入超出温饱之后，“家”的经济功能逐渐由金融保险市场来胜任，这时的“家”文化没必要那么“刚性”，也不必约束个人的自由，因为感情的交融是逼不出来的，只有基于个人权利、基于个人自由选择的“家”里，父母、兄弟姐妹之间的感情交流才是自愿真诚的，才不是出于“义务”责任感而为的。中国人和西方人的儿女都会照顾父母老人，只不过前者可能更多出于“义务”责任感，而后者是出自“爱”，差别即在此。

## 第 54 节：金融市场的发展将最终打倒“孔家店”(7)

儒家学者说，中华文化比西方文化更侧重精神生活的境界。——这种结论很难站住脚。儒家文化强调压抑个人世界、阉割个性，让你只知道你的名分，让你丝毫不能有质疑、挑战长者或权威的动向，让你只能按照士大夫给你设定的麻木人生去过日子。相比之下，西方“家”文化已经走出利益交易功能，强调的是个人的权利与自由，让你根据自己的偏好和世界观去不受制约地最大化自己的精神世界。一种是被阉割个性的精神文明，另一种是个性自由被最大化了的精神文明，哪种境界更高、更能丰富人生之体念？

从北京、丹东这样的大中城市的文化观念变化中，我们看到，随着经济和金融证券在中国的快速发展，大中城市的“家”已经发生了极大的变化，其经济功能也逐步由金融市场取代，看到儿女时父母首先想到的不再是自己的投资和养老保障，也不再把儿女当成自己的财产，“家”已主要是情感交流、心灵沟通的地方。家庭生活不再死气沉沉，而是越来越有个性，父母跟子女间的交往也日益平等，个人自由在中国终于有了更好的基础。这是中国主流文化发展的大趋势。

从原始社会到农业、到工业、再到服务业社会，人类的制度性文化总在随着生产力和金融市场而演变，其整体方向是个人自由空间的最大化，发展就是使个人自由。最初在生产能力低下时，人是迫不得已接受部落公有制，牺牲个人与家庭；一旦农业使人的独立生存能力稍微提高，人们的基本生活单元就从部落归缩到宗族、家族，然后再归缩到离个人更近的“家”；到了工业社会，生产能力远远超过人的温饱需要，金融市场的发展又将经济互助交易功能从家庭剥离出来，使个人从家庭的经济制约中得以解放，给他以最大自由追求自己精神世界的最高境界，是经济发展和金融市场解放了个人。北京、丹东等大中城市文化观念的变迁即证明人类追求自由的自然倾向，这一点不会因人种而异。因此，在今天的发展水平上，儒家基于“三纲”的家文化和由此延伸的政治哲学可以休矣。

“用中华文明整合世界”的口号有意义吗？

当然，像前面谈到的“用中华文明整合世界”之类的呼吁已不是第一次。据袁伟时先生在《告别中世纪》一书中所讲，早在 1901 年，也就是在鸦片战争败给英国、甲午战争输给日本、义和团运动让中国败给八国联军之后，就在清朝廷被迫逃命到西安、中国自己身处亡国危机的时候，辜鸿铭先生声称“……人类未来文明……依赖于中国文明的根基，或更确切地讲依赖于远东民族可称为儒家文明的东西”。以中华文明拯救世界的呼声在“五四”新文化运动中进一步达到高潮，其中梁启超的言论尤为突出，“我希望我们可爱的年轻人，……把自己的文化综合起来，还拿别人的补充他，叫他起一种化合作用，成了一个新文化系统。……把这新系统往外扩充，叫全人类都得到他的好处。……我们的年轻人啊，立正，开步走！大海对岸那边有那几万万人，愁着物质文明破产，哀哀欲绝的喊救命，等着你来超拔他哩！”

前辈们的超脱和大公无私当然令人敬佩，但是这些勇敢背后可能难以找到学理基础。1901 年和 1919 年前后，都是中国自己国难当头、国家前景渺茫的时期，那时还主张拿让中国走到那种亡国境界的文化体系去救他国的命，这的确需要超强的勇气。另外一种解释是，中国传统学问存在根本性的“实证”盲点，让文人把中国过去一百多年的遭遇跟中国文化脱离开来，认为那些落后挨打不是传统中华文化所致，而是由外国人所致。有意思的是，今天的情况跟那时期正好相反，中国经济今天正在崛起，这时我们只愿意把成功归功于自己，归结于中华文化，跟世界整体发展无关。也就是说，如果自己处境不好，那是别人强加于我的；如果我们成功，那完全是自己的功劳。所以，无论如何，我们的文明似乎总是上等的。于是，在中国经济今天处于崛起势头的时期，再次听到“用中华文明整合世界”，就不奇怪了。

但是，在我们对制度文化的成因有更深入了解之后，“用中华文明整合世界”的口号是否还显得有意义呢？

## 第 55 节：发展金融是中国的唯一出路(1)

最后的话：发展金融是中国的唯一出路

金融技术、经济增长与文化之间存在怎样的联系？一般来说，关于金融的话题主要会讲金融发展或者金融市场，而不是以“金融技术”来表述，更不会把文化和金融技术联系在一起。在我看来，文化，尤其是家庭和社会的文化在很大程度上取决于一个社会的金融技术发展与否，或者说许多文化内容都是为了克服金融的不发展而产生并演变出来的。金融发展与否也是国家兴衰的决定因素之一。因此金融技术发展是经济增长、社会福利趋向合理化的必要架构。

### 科学技术与金融技术

五四运动讨论的德先生和赛先生之中，赛先生在中国社会被接受的程度现在已经非常广泛，关于科学技术给人类社会带来的好处，我们大家都能够理解或者充分认识了。比如，1854 年容闳作为第一个留美中国学生从耶鲁大学毕业后，坐船从纽约回国共花了 154 天，经历近半年时间的海上折磨才到家。而今天从纽约到北京只要坐 13 小时的飞机。现代运输技术显然大大加快了跨地区贸易的速度，使人们在一年里能完成的交易次数上升十倍、百倍，运输成本也大大降低了，使产品市场扩展到全世界，让我们的收入增长许多。越洋电话、email、互联网技术就更不用说了，这些不仅使世界变得很小，也大大增加了人类生产力，使经济发展上升到全新的高度。由此我们很容易看到信息和交通技术对人类的贡献，对 GDP 的贡献是多么的巨大。那么金融技术呢？似乎我们都不曾想过这个问题。

按照我们熟悉的政治经济学，只有劳动才创造价值。我们中国人的传统观念也如此，总觉得只有生产那些看得见摸得着的东西、制造实物，那才是真正在做事，在真正创造价值。我们说金融的作用是帮助对资源进行配置、对不同时期和不同境况的收入进行配置，也帮助不同人之间进行资源配置，这些当然是看不见、摸不着的贡献。因而，按照中国的传统观念，当你说“华尔街公司和我们这些研究金融、经济学的人也给社会创造关键的价值”时，这是我们中国人绝对不能理解、也不能够接受的。

如果长此以往，研究金融、经济学的人在社会里就只好是二等公民或者三等公民了。我们怎么证明我们做的东西和那些搞工程、搞科学的人对社会做的贡献是可以相比的？要改变人们传统的观念可能是非常长的一个过程，但是我们不妨试一试。因此，我今天要讲的就是金融技术方面的变迁、创新和发展，给社会带来的影响实际上至少不应该低于电脑和科学技术能给社会带来的贡献。

### 金融技术对个人生活的意义

我们先来看看金融技术发展对生活、对个人和家庭的实际影响可能是什么。有意思的是，过去这些年当人们讲到证券市场发展的重要性时，绝大多数都是围绕着企业融资来讲的、是围绕着宏观经济增长来讨论的。也就是说，我们的观点是：为了企业的发展，我们必须去发展金融和资本市场。但我要讲的是，抛开金融发展对企业、对整体经济本身的影响不管，那怕只是针对老百姓的生活，金融发展也是非常重要的。

以住房按揭贷款（mortgage loans）为例，这个金融品种虽然看起来简单，但对老百姓一辈子的生活幸福是影响非常、非常大的。为理解这一点，我们大致可把一个人的财富分为两部分，一部分是流动性资产，比如存款、房地产和股票；另一部分是人力资本（human capital），就是未来工资和其它收入流的总折现值。但这两者是有差别的。举一个简单的例子：张三今年 28 岁，今天拿到金融博士，假设他拿到金融博士后找到一份好工作，未来 30

年里每年的收入预期为 10 万。这些未来收入的折现总值就是张三的人力资本。假设折现后他的人力资本一共为 200 万元，那么即使张三今天没有流动性资产，他今天拥有的人力资本财富是 200 万，他应该觉得已经很富有了。但，问题是这个财富毕竟是不能马上花的，如果没有金融技术的帮助，对张三来说他依旧会感到很穷。

## 第 56 节：发展金融是中国的唯一出路(2)

有了金融市场和证券市场，有了金融工具的帮助，这 200 万的人力资本不仅能让张三心理上感到很富，而且这 200 万财富中至少有一部分是他今天就能花的。住房抵押贷款正是这样一种工具。如果没有住房按揭贷款，如果张三想在上海买一个 100 平方米、每平方米价格为 5000 元的房子，那么他在未来 10 年里每年要存 50000 元才能买到这房子。在这种情况下，张三的储蓄压力是很大的，而且要等上 10 年才能买到自己的房子。其结果会如何呢？第一，在他 28 岁最能享受自己房子的时候，他却不能买房；而等他年纪大了享受房子和其它消费的能力不那么高的时候，他偏偏有房子。第二，如果张三这时候在谈恋爱，或许会因为今天买不到房子使他女朋友跟他分手了。第三，也许张三的单位能分给他房子，但条件是他必须先结婚；于是，为了得到房子，他不得不勉强提前结婚，或许留下终生遗憾。

如果有住房按揭贷款，那么由于张三未来的收入流很好，今天可很容易得到按揭贷款，让他马上就能买到自己的房子，刚才讲到的这些问题就都没有了。所以，金融发展对于每个人的生活有着很具体的含义，让张三李四们不必提前结婚就能在年轻时有自己的房子。

从另一个意义上讲，假设张三可以按 30 年还贷 4% 的利率借到 50 万元，那么在今天买房以后他每个月只要支付 2300 块钱，一年支付 27600 元，和之前每年 50000 元的存款相比，他的储蓄压力就会小很多。张三由此每个月少存的 1700 块钱又可以供他用于其它消费，让他在最能消费的年轻时候有更多的钱花，提高他一辈子的幸福。对整个经济而言，这会促进整体消费需求的增加，使经济增长得更快。如果整个社会都如此，到最后又会反过来增进人们未来的收入机会，让张三的未来收入预期不再是一年 10 万，而是更多。

说到这里，我也可谈谈自己的感受。回想起来，在二十几年前我读大学的时候，如果那时每天能多一块钱的消费，那么那时每天一块钱的消费带给我的满足可能要大大高于今天我每天多花 1000 块钱的满足感。还有就是，最近我跑过世界许多国家，这要是在二十年前，我会幸福得不得了。在那时候，我要是知道在一个月后有机会去北京或者上海的话，我会非常激动，要激动一个月。为什么呢，因为那时候我很年轻啊，那是通过花钱能带来的享受是最多的时候，也是最有能力花钱的时候。可遗憾的是，那时却是最没钱的时候。现在让我去北京、去如何一个地方的话，给我的效用绝对是负效用，不再是享受而是累的感觉；而在 20 年前，绝对是提前几个月就很激动了，得到的效用绝对是正的。我说这个话是什么意思呢？我恰恰要说明，有没有金融市场的发展，最后就会决定是不是在你最能花钱、最想花钱的时候反而是你最没钱的时候，而你通过花钱得到的效用最小的时候又恰恰是你钱最多的时候。

住房按揭贷款的效果是如此，很多其他金融证券发展的效果也会如此，都可帮助我们把一辈子中不同时期的收入流做些更好的安排，使我们不至于在最能、也最需要花钱的时候没钱花，而等到年老不想花钱也不需要花钱的时候又偏偏钱很多。金融证券发展的好处是帮助我们摊平一辈子的消费水平，让我们不至于一会儿饿得要死、一会儿钱多得无处花。金融证券能提高我们整个人生的总体幸福水平，进而提高全社会的福利。

## 第 57 节：发展金融是中国的唯一出路(3)

## 金融技术的发展与家庭、社会文化

金融发展与否对个人、对家庭的幸福和不幸福的意义到底还在哪里？在现代金融经济学模型中，我们一般都假设已经有很多的证券品种，可随便供你选择，你需要考虑的只是怎么组合搭配这些证券品种，由此安排退休养老、规避未来收入风险、防范未来不测之灾。过去两年我一直在思考，在美国确实有很多证券产品可供选择，金融证券市场已很发达，你需要做的真的只是做数理分析，为最优组合求解。但是，在传统社会里，你没有什么金融证券产品可供选择，那么在古代或者在现在中国的农村，人们是不是就不需要安排这个消费与投资组合、规避未来风险呢？如果需要，他们又是如何去实现呢？

实际上，自古以来，不管有没有完备的金融证券市场，人们都不可避免地需要针对退休养老、针对未来收入风险、针对未来不测之灾而提前进行规避，也就是要面对我们在经济学中讲的消费与投资组合问题。为什么呢？有一个很抽象的架构，比如从今年到明年，我可能运气很好，赚很多钱，也可能是运气不好，亏很多钱，后年也同样是这个样子，由此一年又一年地让命运带着走。在任何一个社会和时代，任何一个人从出生到工作、到晚年都会面对很多的不确定性。传统社会没有汽车，也就没有汽车保险，但会有水灾、旱灾、火灾、地震，或者生病，防老等需要。这些都是从出生开始都不可避免的问题，面对未来的不确定性，每个人都会有风险规避的自然要求。

但问题是，在传统社会里，没有股票，没有医疗保险和失业保险，也没有退休金和住房按揭贷款，他们是怎么去规避未来风险、安排不同年龄时的生活需要呢？他们靠的是后代，靠的是家族、宗族。如果按照现代金融理论的角度去理解，家庭的后代就是他们的股票、退休金、保险、信贷，这些证券被人格化地表现在后代的身上，后代是这些证券工具的具体替代。养子防老就是一个投资的概念，而且不仅仅是一个投资的概念，还是一个保险、信贷的概念。我今天把钱花在儿子身上，他到时候都要还回来；我今天把所有的保都投到他身上，但是等我老了要靠他。如果是这样理解的话，过去传统社会里的证券并非不存在，而恰恰是以人格化的形式被具体地表现在后代身上。

我们今天讨论的公司治理、股东权益保障问题，强调的是要用外部性的法律、法院和行政手段去保护投资者的利益。如果我们把这些概念套在传统的家庭理念上，那会怎么样呢？父母亲作为投资方，作为保险的购买者，他们以后的利益，或者说传统社会中父母投在后代身上的养老金、保险金、信贷等，靠什么机制来保证呢？靠什么机制保证父母亲作为投资者能有所回报呢？传统社会里没有可靠的法院，你不可能要求法官来维护你的合法权益，你可以投诉到县太爷，但那些县太爷没有工夫搭理你。

后代作为父母养老金、保险金、信贷的替身，这些都是隐形金融合约，它们的执行机制不是靠法官、检察院、警察，也不靠县太爷，而是靠文化。也就是说，社会与家庭文化的内容必须作相应的发展，以此来保证这些隐形金融合约的执行，文化是一个因经济需要而内生的隐形合约执行机制。

比如，中国家庭里，老子说话时，孩子不可以还嘴。你从小就得养成这个习惯，每个父母亲在孩子出生之后就有责任给他们灌输这个概念：你要孝敬，要听话，哪怕这话是不合理的，你也只能听，不能还嘴。否则的话，等你长大之后你不是要无法无天、要随意犯上了吗？那不是让那些隐形金融合约未来难以执行了吗？——这些隐形的金融合约都是靠内疚来执行的，靠后代的内疚感来保证对上一代人的经济利益回报，而后代能不能有内疚感又恰恰是文化的东西。也就是说，父母必须让自己的孩子从小就对每一个违背长辈意愿的言行都感到很内疚。如果能达到这个效果的话，等孩子长大以后父母就不用太担心自己的投资者权益了。我们从小吸收的中国文化实际上是为了确保隐形金融合约的执行而来的。

## 第 58 节：发展金融是中国的唯一出路(4)

还比如,《三字经》里说,“父母在,不远游”。父母的未来都砸在孩子身上了,如果我的孩子随便远行,那我的投资利益就很难有保障了,我作为“股东”的权益就可能要受侵犯了。传统文化必须为了克服金融的不发展而内生。

那么,这种文化的直接后果是什么呢?一个典型中国人的一辈子实际上是不幸的:小时候你必须无条件地听父母亲的话;年轻时最能花钱但却没钱花;等到真正有钱的中年时候又不可能幸福,因为首先要四世同堂,没有个人的空间,也要负担父母的生活;老了以后也是很不幸的,如果只有一个孩子,那个孩子可能看着父母亲时会想:“他怎么还这么健康,我还要养他”。如果有两个孩子,他们看着年老的父母就会互相推诿。那么,作父母亲的就在想:“我怎么还不死?我怎么要靠他们的施舍来给我生存的保证?”后代看到老年人感觉是负担,老年人看着后代又感觉要看很多面子,也处于一个更不幸福的状态。不管是这些年还是在很久以前,报纸上和我们生活周围都充满了这类不幸故事。我不是说不鼓励孝敬,孝敬应该是一种自愿的选择,是一种美德,但不应该是老年人的唯一养老途径。

在很多美国家庭里,父母和孩子往往是一个平等交流的关系,是一种以感情为主线的关系。因为,美国的父母亲自己已经有很多的经济保障,他们不需要把孩子看作是未来的保障,他们已通过金融产品的组合安排好了自己未来的方方面面,没必要把孩子培养得对自己言听计从,没必要把孩子训制得对每一个违背长辈意愿的言行都感到很内疚。因此,他们没必要背上中国传统家庭文化这种包袱。

两年前,我在耶鲁带的一个朝鲜族博士生,跑来跟我说,他必须搬回洛杉矶陪他父亲,因为他母亲死了两年以后,他父亲已经没法和他妹妹过了。我就问他,“你有没有意识到传统亚洲文化给你造成了什么影响?因为等你几年以后回来读这个博士学位,就没有什么老师愿意带你了,因为你随时可能跑掉”。这个学生的潜力是非常强的,但由于他父亲要他必须回去,那就意味着他未来的职业发展肯定不会是最优的了。如果我们沿着这个思路再想下去,那么以后我这个博士生也会这么要求他的孩子,一代代下去都会如此。长此以往,每一代人的职业追求和他们的潜能发挥肯定都不会最优了,这是传统亚洲社会的共同特点,是金融不发展造成的后果之一。由此可见,美国的金融发展也从这个角度使其整个社会效率那么高,因为在金融市场发达以后,父母亲不需要为了自己未来的保障而要求孩子无条件地和自己生活在一起,不会因为经济的原因要求孩子“父母在,不远游”。在美国家庭里,父母会支持孩子去任何一个最有利于孩子自身发展的地方,让他最好地发挥自己的职业潜能。

这样看来,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。金融市场的发展,可以解放我们的个人发展空间。现在想起来,五四主张的“打倒孔家店”以及个人的自由和独立,这些愿望当然很好,但是如果没有金融市场的发达,那你实现这些愿望的工具就不存在。你“打倒孔家店”之后,回到家里还得面对如何规避未来不确定性的需要,结果在金融市场不发达的情况下我们还得重建“孔家店”。

## 第 59 节: 发展金融是中国的唯一出路(5)

我简单地看了一下,美国也好,其它国家也好,到底是个人主义盛行还是集体主义盛行,在很大程度上取决于金融市场的发展程度。如果一个国家的金融市场不够发达,那么它即使想鼓励个人主义,也是不可能实现的,因为没有相配的金融市场的支持。可以想象,之所以那么多的传统社会都推崇集体主义文化,那也是没得选择之举。只有推崇集体主义文化让每个人都忘了自我,才能让那些人格化了的隐形金融合约有得以实现的基础。

研究公司金融的人有时会把企业的外部资本市场和企业内部资本市场做一个区分。在缺

乏外部资本市场所需要的制度机制的这些国家里，企业往往更多地依赖其内部资本市场，这就出现集团公司等结构，在集团内的子公司之间调配资金，其资本成本毕竟要低得多。其实，在家庭层面也是这样的，当整个社会的外部金融证券市场不发达的时候，家族和宗族作为一个内部金融证券市场就至关重要。宗族是一个无形的金融交易市场，交易的内容往往是看不见摸不着的隐形许诺。这些许诺当然可以很值钱，也可以一文不值，关键取决于双方是否互相信任，使这些承诺被当成一回事。而家族中的血缘关系恰恰可帮助这些承诺更好地在家族这个小范围之内执行。

在我老家那个地方，当家族里有哪家娶媳妇或者盖房子等这类一次性的大额开支出现时，其亲戚就会觉得应该尽最大可能借给那家钱，帮助他摊平这种大额开支所带来的短期财务冲击。但，这样做有一个前提，就是等我盖房子的时候他也会借钱给我。另外，这个钱他当然是会还的，因为他还有很多地方要依靠我们。有了血缘关系和相配的家族文化，家族的内部金融市场就有了比较可靠的金融合约执行架构。但是，超出家族之外诚信就成了很大的问题。

从清华大学秦晖教授所收集的资料看，近代沿海地区的宗族发达程度是最高的，而中原等内地却很低。我的一个解释是，沿海地区由于比较早的介入对外贸易，经济比较发达，很早就出现了融资以及规避经济风险的需求。但是，以前，外部资本市场和金融市场又没有（甚至到今天也不发达），因此他们都转向家族内部的金融市场，到家族内部找资金，这就促使其家族结构的发展。发达的家族结构又反过来使他们的风险规避能力和融资能力进一步发展，使沿海地区的经济上升到一个新的层面。这个过程长此以往下去，其结果是不仅沿海地区的经济远胜于内地，而且其家族结构也更发达。

以前我做金融数学模型的研究，当初以为这些模型和理论对中国的情况不适用，但后来又发现并不是这些抽象的理论对中国没有意义，只是我们所讲的金融证券的表现形式在传统社会与现代社会是不一样的。在现代金融理论里我们研究的是一些外部化了的证券品种，但在传统中国社会里，这些证券以一种人格化了的隐性形式一直都是存在的。只是这些人格化了的证券所提供的效用和产生的效果是很差的。比如说，不管哪个家族、宗族有多大，宗族内的隐性相互保险市场所能够达到的风险配置效果是很有局限性的，不可能达到在更大范围内的保险市场所能取得的风险配置效果，所以效率会很低。只有以全社会为基础的外部金融市场才能实现最大化的金融配置效果，而外部金融交易又要求有可靠的、独立的外部法治架构，以内疚为契约执行方式的文化是已经不够用了。

## 第 60 节：发展金融是中国的唯一出路(6)

### 发展证券金融是中国唯一的出路

因金融证券的不发达而带来的负面后果还远非如此。例如，正因为证券金融不发达，我们中国人赚到钱后，恨不得每一分钱都存下来。我们总认为这是中国人勤俭节约的美德。我要说的是，这个美德其实并不是我们想象的那么“美”。过分地强调勤俭节约，一个是不能让我们的资本和证券市场得到发展，另外呢，还带来很多其它后果。

喜欢存钱是一回事，但把积蓄的财富放到哪里呢？在证券市场不发达时，我们只能把储蓄存放到银行。如果银行也拿这些存款去做投资，同时这些投资又为未来的 GDP 增长带来贡献，那问题也有，但不会那么严重，这一点在此就不细谈。但实际的情况是，中国的银行已经有太多的呆坏账，银行拿着这些存款不愿意去做新的投资了。这在某种意义上又逼着政府为了促进内需而发行国债，对银行来说正是求之不得，买政府公债成了银行存款的主要去向，这样银行把老百姓的存款很容易就变成了财政部、发改委可以控制的钱。那这又有什么问题呢？既然老百姓不愿意花钱，那么政府就来代替老百姓花钱，这似乎不失为一种比较好

的办法。

但是，由政府来花别人的钱和老百姓自己花自己的钱，其效果是两码事。花自己的钱才心痛，才知道怎么花，才会花在最有价值的地方。政府替老百姓花钱存在很多的问题。首先，许多官僚拿着老百姓的钱做自己的政绩工程。花老百姓的钱是不会被老百姓问责的，即使有问责，由另一个官僚来评价我这个官僚的政绩的时候，他也要向其他官僚交待，他也会根据我这个钱是不是花在这些看得见摸得着的硬件上来判断，一层扣一层大家都只会把钱花在看得见摸得着的硬件上。

比如，这些年投入大学的经费，原意往往是让这些大学改进教学和研究，但实际情况是相当多的投入都变成了大楼。当然，大楼也重要，但不能成为主要的去向。这里，关键的问题在如何衡量“好的教育”、“好的研究”上，什么是“好的教育”？什么是“好的研究”？北大和清华的教育水平，谁的更好？假如以这两个学校学生毕业后的起薪来衡量的话，那么如果北大的高很多，我们可能就认为北大的教育水平比较高。——如果真如此，有人就会说不能这样衡量，这太短浅。所以什么是好教育，除了受教育者自己之外别人是很难判断的，是看不见摸不着的东西。相比之下，如果把教育投入用来盖房子，崭新的大楼是谁都看得见摸得到的，政绩显而易见。

你想想，如果我是任何大学的校长，假如我真的把经费都花在提高教学质量 and 研究水平上，那我才是笨蛋。为什么呢？如果你做这些投入，由于你的任期是非常有限的，5、10年，暂且把这个放在一边不说。即使我未来20年都是某校长，我也不应该把10亿、20亿的投入花到改善教育内容、教学质量这些虚无缥缈的东西上。如果我真的这样做，那我的政绩，别人是看不到的。相比之下，如果我把这10个亿、20亿都拿去盖一栋栋大楼，而且不断地盖新楼，每一来访者就会说：你的大学真的变化很大！你真是一个好校长！

如果我是某市的市长，假如我真的把资金用在改进人民生活质量上，那我也是笨蛋。什么叫“更好的”人民生活质量？这也是别人看不见摸不着的。而如果我花钱都用来盖更多、更新的大楼，不管这些楼有没有用、有没有人要，这些都不重要，关键是我会有更好的政绩，那样谁到我的城市都会说：你的城市变化真大，这才是时代的进步，你真是有成就的好市长！——那么，我就能升官了。由此产生的结果，显而易见是资源的流失和浪费。

由政府代替老百姓花钱的其它后果也非常多，比如，为政府官僚腐败创造了必要的资金基础，在过去这些年里，哪个政府部门掌握的项目资金最多，那个部门因贪污受贿而坐牢、甚至被判死刑的就最多，因为那些部门掌权者受到的诱惑实在太大了。例如，这些年政府投入公路的资金最多，这本身是好事，但是过多的资金也带来了过多的腐败问题。如果你去调查一下，你会发现各省市交通厅管公路建设的局长、处长们因贪污受贿而坐牢的特别多，被判死刑的也相对最多，你觉得这奇怪吗？

而如果我花自己的钱，花得好还是不好，划算不划算，我不必向任何人交代，只要我自己觉得应该花就行，不需要做表面功夫，就不会浪费。

单就经济效率的损失角度讲，“大政府”的后果是非常严重的，而金融的不发展又恰恰逼着政府只能更大。由此看来现今社会的许多弊病，在很大程度上，也和证券市场的不发达有密切的联系。如果我们的资本市场都很发达的话，那老百姓可以利用不同的金融产品，把钱投到银行之外的证券投资品种上，也不至于逼着政府去浪费。另一方面，如果资本市场很发达，老百姓自己也可去向未来的收入借钱，自己就可以更好地安排消费，让每一分钱用到对他来说最重要的事情上面。这比把钱都交给银行，交给政府，让政府去花的结果要好很多。