

金融学的十大原理

彭兴韵

编者按：彭兴韵教授所著《金融学原理》自 2003 年初版以来，历经多次修订，已成为了国内金融学的经典入门教材，其第五版还被译成英文在海外出版发行。国家金融与发展实验室理事长李扬教授在推荐序中认为：“彭兴韵博士的这部书就是一个将金融学‘本土化’的有益尝试。”

格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社最近出版了该书的第七版。该书的此次修订以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，以马克思主义基本立场、观点和方法系统性地把握和发展金融学的学科体系，严格遵循教育部《普通高等学校教材管理办法》，按照教育部《习近平新时代中国特色社会主义思想进课程教材指南》和《高等学校课程思政建设指导纲要》的要求，立足于中国丰富的金融实践，兼收并蓄，更加全面、简明地反映古今中外的金融思想、理论和最新的实践变化，将习近平经济思想中有关金融的理论“有机融入”了本书中。第七版还适当增加文学故事来阐明金融学的基本原理，这既可以拓展读者的思维，风格上对读者也更加友好，力求达到教育部要求“注重讲道理与讲故事相结合，抽象概念与生动案例相结合，显性表述与隐性渗透相结合，确保进课程教材内容可认知、可理解，指导学生将思想认识转化为实际行动”的效果。

第七版还总结提炼了金融学的十大原理。哈佛大学曼昆教授所著的风靡全球的《经济学原理》首先向读者介绍了经济学的十大原理，将初学者带入了引人入胜的经济学大厦之内。遗憾的是，虽然金融学一直是一门热门显学，但迄今仍然没有看到有关金融学的十大原理的总结。为了弥补金融学教材留下的这个遗憾，彭兴韵教授尝试总结提炼了金融学的十大原理，它们贯穿于整本书的逻辑体系之中。在这里，我们转发“金融学的十大原理”，以飨读者。

当第一次亲密接触金融学的读者捧起这本大部头时，可能有些犯怵：这么厚，学起来“压力山大啊”！将心比心，笔者十分理解。不

过，话说回来，曼昆将他“两卷本”的《经济学原理》浓缩出了“经济学十大原理”，仅仅通过“一本”书就能组织起来的金融学，同样可以通过十大原理将内核呈现在你面前。我相信，通过阅读金融学的十大原理，你会立即有一种站在高处将金融学全貌一览无余的开阔畅然之感，信心百倍地开启轻松愉悦的学习之旅。

0.1 金融与实体经济是什么关系？

原理 1：金融与实体经济相互依存，但它又取得相对独立的存在。

现代金融体系与手机、汽车、服装、食品的生产和销售似乎是完全不同的平行世界，但金融却是脱胎于实体经济、从实体经济中演化而来的。

比如，银行就是在中世纪西欧集市贸易中为商人们保管钱财和货币兑换发展而来的。随着分工越来越细，交易也就越来越复杂，贸易链越来越长、规模越来越大，于是，集市贸易就逐渐兴起了。封建时代的欧洲，人们使用的是金属货币，商人携带的货币成色和重量都不相同，交换就常常遇到困难。更重要的是，商人们卖出商品后，若携带货币回家，半路就有被打劫的危险。况且，不同国家（城邦）铸造的货币间兑换比例也不一样。于是，在集市中就出现了替人保管货币和从事货币兑换的商人，他们就是早期的货币经营商。后来，除了保管和兑换货币外，他们还开发了汇票，通过异地汇款，来完成远距离贸易的支付，这就避免了长途携带大量货币的风险。

金融将分散的短期剩余资金集中起来，转化为大规模的长期投资，促进技术进步和生产率的提高。工厂制的规模化生产、基础设施和技

术创新，都需要大规模资本投入。然而，储蓄却是分散于不同的企业与个人手中的，若没有金融体系将它们组织起来，储蓄终究像散沙。金融的基本作用就在于，将原本分散在经济各个角落的储蓄集中起来，实现资本集中，这就克服了储蓄（盈余资本）的分散性与社会化大生产资本集中要求之间的矛盾。没有金融，实体经济就难以实现规模化生产，也难以实现如此细密的社会分工，更不可能享受现代化的如此便利的生活。

金融还通过分散和转移风险来服务于实体经济。作为分散和转移风险的重要的机制——保险，就是从为中世纪欧洲远洋运输和贸易中商船队分担风险而发展起来的；股票和股份公司是也是从合伙企业演变而来的。早期的合伙，除了几个相熟的人各自出一部分钱为开办企业筹集资金外，还是为了在合伙者之间共同承担风险和分享收益，同样是在中世纪的远洋贸易中，由于船的吨位小，常常有在海上倾覆的危机，在股份公司和保险兴起之前，合伙就是远洋贸易中的常用方式，通过合伙，既筹集了资金，又分担了风险。在合伙制中演变出来的股票和股份公司，则完全承袭了合伙几个方面的基本功能。期货、期权等衍生金融工具，也是为规避谷物等农产品价格波动的风险应运而生的。

总之，现代金融体系不管多么复杂，它最终是为实体部门的生产 and 消费提供融资、支付、风险管理等方面的服务。服务于实体经济，是金融的本源，是金融的天然职能。

金融的稳健运行也离不开稳健的实体经济支撑。金融活动的**所有**

回报，最终都来源于实体经济所创造的价值。就股票价格上涨而给投资者带来的回报而言，企业持续增长的利润增长率越高、持续的时间越久，则股票投资的回报率也会越高。是故，实体经济创造的价值越高，则金融投资的回报也会越高。反过来说，一旦实体经济中的企业和个人出了问题，尤其是，实体经济恶化，就会直接给金融体系带来大麻烦。2008 年之前的数年里，许多美国人从银行借入了大量低（甚至零）首付的住房抵押贷款，但后来房价下跌、收入增长缓慢，违约率大幅攀升，最终演变成了一场肆虐全球的金融危机，股市大幅下挫，乃至美国原本的五大投资之一的雷曼兄弟，就在这场危机中破产了。中国一些上市公司因经营不善，经年累月亏损，入不敷出，无力按约定条件及时偿还债务，结果，它们发行的债券和股票价格双双大幅下挫，给投资者带来了沉重的损失。总之，实体经济的稳健是金融稳健的基础，经济不兴，则金融难强。

虽然金融与实体经济是相互依存的，但它又取得了相对独立的存在形式，乃至人们习惯于将金融称为“虚拟经济”。金融相对独立的存在，不仅表现为金融机构有独立的组织形式、管理机制，而且还表现为，在一个特定的时期，金融市场可能脱离于实体经济而波动，金融资产价格也并非亦步亦趋地随经济扩张而上涨、随经济衰退而下跌。2020 年全球股票市场的表现就是生动的写照。受新冠疫情的影响，许多国家经济几乎陷入停顿，但在央行超低的利率和宽松货币环境下，股票市场在最初的恐慌下跌后，又大幅上涨，乃至美国的道琼斯和纳斯达克等指数还在经济增长率数十年糟糕时段，不断创出其历史新高。

再者，金融活动更容易受乐观、恐慌、羊群效应等心理因素所左右，金融市场的调整往往较实体经济的活动要大得多。

虽然金融有自身内在的运行规模和相对独立的存在形式，但无论如何，金融终究要受实体经济的束缚，从来就没有一个国家，实体经济的长期表现非常糟糕，却有着持续繁荣的金融市场。正如习近平总书记曾说：“金融活，经济活；金融稳，经济稳。经济兴，金融兴；经济强，金融强。经济是肌体，金融是血脉，两者共生共荣。”这深刻地阐明了金融与实体经济之间相互依存的辩证关系。

原理 2：金融是在信息不对称中通过契约建立的信任与合作。

市场经济本质上是契约经济。现代经济的良好运转，是建立在互惠互利、相互信任的契约之上的。契约规定了立约各方的权利和义务，以自己认可的方式平等地追求自身利益，立约者必须自愿接受契约的约束力，人们享有的经济权利和约束是通过契约来规范的。

契约有多种表现形式。有的是私人之间的契约，有的是社会契约；有的表现为成文的契约（或合同），有时也表现在不成文契约。成文契约，就是通过白纸黑字来约定的。你从银行获得住房抵押贷款，就要与银行就被抵押的房产、借款期限、利率等等，签订借款合同，这既是成文契约，也是你与银行之间达成的私人契约。张三在餐馆消费，餐馆就要保证向他提供安全、卫生的菜品。尽管他并没有与餐馆签订任何正式协议，但吃了它家菜导致肠胃严重不适甚至大病一场，餐馆就得给他赔偿。到市场买苹果，你和商户之间也有不成文的契约。你把钱交给他，他就得保质保量地把苹果给你。你家任何物品，其他任

何人都不能来把它强行取走，这是以法律为后盾的社会契约。所以，契约“是商务的基础，也是文明进步的基石”。

金融是基于契约的活动。所有金融契约，本质上都是对参与各方进行的风险—收益的约束与分享的界定。虽然不同金融工具的契约内容可能存在较大差异，但无非是关于资金的转移与流动、收益分享、风险分担、偿还条件和期限等方面的安排和约束。你平常不过地到银行去存款，银行就会跟你约定存款的期限、年利率等，银行应当保证存款本金安全，并按约支付利息。同样地，你从银行贷款买房，你也要与银行约定贷款年利率、贷款本金、偿还方式（等额偿还或等额本金偿还）。债券就约定了发行人向其持有人支付的利率、支付利息的时间和本金偿还的安排，也可能约定债券行人提前赎回或持有人将债券在到期前回售给发行人等等。企业发行股票时，会在招股说明书中约定募集资金的投向、股利支付方式等等。期货与期权等衍生金融工具（合约），同样约定了履约的标的产品、交割方式、价格、数量（或金额）和日期等。

金融契约为参与各方提供了相应的激励-反应-约束机制。债券在特定的时间内为其投资者支付约定的利息并承诺本金的安全，为人们将自己的钱出让给债券发行人去使用提供了激励；企业发行股票后，所有股东都有权利按持股比例参与分红，也可享有股价上涨的收益，这正是人们愿意承担风险去购买公司股票的激励——尽管投资者与公司董事长（或高级管理人员之间）互不相识。是故，金融是人类建立的信任与合作的最高表现形式。

然而，所有金融契约的达成和取得都是在信息不对称中完成的。金融活动中的信息不对称无处不在，高级管理人员比外部投资者就拥有更多公司经营和财务状况、重大事项决策方面的信息，外部投资者却常常被“蒙在鼓里”。更恶劣的是，有的公司还利用信息不对称，造假财务数据，公然虚构销售合同和单据，虚增利润、掩盖亏损，进行“财务欺诈”。总有人抱着发财的梦想踏进金融投资的世界，却最终“上当受骗”了。若金融活动中的信息不对称不能得到约束，不仅会损害金融消费者的权益，金融体系的功能也无从正常发挥，人们无法建立起信作与合作，就无法将分散的储蓄让渡给那些有创造力、创新能力的企业家去使用，也无法通过资本集中来改善公共基础设施，人类就只能处于低水平的陷阱之中了。

因此，金融契约的取得和达成，首先依赖于良好的信任。投资者购买股票，是基于对公司管理层的信任，相信他们会勤勉尽责、诚实守信地带领公司发展，为股东创造价值；投资者购买企业债券、银行向企业提供贷款，也无非是相信，债券发人或借款者能够在约定的时间、按约定的条件履行承诺，及时归还本金并支付约定的利息；人们买卖金融衍生品，也无非是相信，交易对手会无条件地履约（不管其履行是自愿的还是强制的）。总之，金融体系的良好运转需要对市场参与各方严格遵守约定，金融需要契约精神。

金融活动中的信任和契约精神首先源自于内在的自觉，但是，内在的自觉需要有法律上的强制为后盾，若没有后者，自觉的信任也会崩塌，契约精神也就无从谈起了。若没有法律对债务人的约束，借款

人也就不会自觉地去遵守契约了，借出去的钱也便“有去无回”，信用崩塌了，金融也就崩溃了。当借款者无法还本付息时，法律手段维护债权人权益的维护，就对债券市场的健康发展至关重要。上市公司管理层恶意侵占公司资产或以公司为代价谋取私利，就不仅会受到监管处罚，严重者当有牢狱之灾。因此，金融是基于平等的、自愿的契约关系，又是以法律为后盾的经济活动。

原理 3: 金融创造流动性, 同时, 流动性也是金融的生命力所在。

金融对经济发展的首要作用在于动员和分配储蓄资源，将分散的短期资转化为长期投资，促进物质资本的形成和技术进步，最终增进人类福祉。建设大规模的工厂、修建高铁和机场等，无不集中社会上分散的储蓄。但这会遇到一个问题，那就是，把分散的短期资金集中起来转化为长期的物质资本后，人们需要将变现或退出，怎么办呢？

设想，甲公司为建设动力电池生产线，很顺利地从小人那里获得了 10 亿元资金，工程建设需要两年时间、调试设备和试生产需要半年，形成规模化的生产（量产）和在经营中获得足够收入以收回初始投入的 10 亿元建设资金，还需要 10 年时间。若没有其它措施，所有向其投资的人，就只能等到 10 年后才能收回初始投入的资金。但是，工程进展到第二年，王小二等 1000 人有紧急需要，又没有别的资金来源，他们就可能要求该公司提前偿还，但它又没有别的渠道来补充资金，不难想见，它动力电池生产线的投资就会成为“半拉子工程”。若为了使工程投资得以继续，对王小二等需要变现的要

求不予理采，他就无法解燃眉之急。这就是流动性问题。

金融体系可以从两个方面为投入资金的人提供流动性。

首先，商业银行为存款者创造了流动性。由于商业银行拥有许许多多分散的存款者，他们一般又不会同时去取款，因此，银行只需掌握少量准备金，就足以应付人们的日常取款和支付需求，而将其它绝大部分资金贷放给企业，让企业建造厂房、购置机器设备等固定资本。比如，上述 5000 位资金出让者不是直接向甲公司提供资金，而是将钱先存入银行，再由银行向它提供 10 亿元的贷款用于建设动力电池生产线。王小二等 1000 人急需资金时，只要向银行发出取款要求就可以得到满足了。因此，银行实际上为存款者提供了一种流动性保险。通过提供流动性服务，商业银行就顺利地实现了期限转换，保证借款企业建设厂房、安排生产线等物质资本投资，实现规模化生产；也保证了人们可以通过长达 30 年的住房抵押贷款，平滑生命期内收入与支出时间错配的矛盾。

其次，金融市场也能为人们提供流动性。金融市场有一级市场和二级市场之分。在一级市场中，企业、政府等通过发行各种证券而筹集资金而用于长期投资。某公司发行股票，你成功中签，就是在一级市场上完成的。假设上述甲公司为建设动力电池生产线而向王小二等 5000 位投资者发行股票筹集了 10 亿元的资本。但王小二等 1000 人购买甲公司股票半年后因资金需求而变现，他们跑到公司董事长办公室去要求退还股本金么？若如此，董事长一定会回答他们：“工程刚出地面呢，退了你们股本金，工程就没法建下去了，况且，股本是不

退还本金的，只有以后在盈利的前提下分红！”不过，他们的需求可以借助于二级市场来满足，二级市场就是供在各种金融工具流通和转让的市场。王小二可以在二级市场上将其股票卖给别人，这不仅满足了他们需要变现的要求，也不会因为他们转让股份而影响公司在设备、厂房等方面的投资，可谓各得其所。

流动性也是金融体系得以稳健运转生命力之所在，它就像生命体内的血液，需要循环流动、而且需要自身有造血的功能，才能保持旺盛的生机。金融机构失去流动性，也就是当面临大量的资金流出需求时，若没有及时的、充足的资金来源，那它就可能失去偿付能力，加剧人们的恐慌心理，于是，可能发生挤兑——大量的存款者蜂拥而至，要求提取其存款。挤兑会加快其破产的进程。2023 年美国硅谷银行——全美第 16 大商业银行——就因为流动性的丧失而破产了。若有相当一部分金融机构流动性不足，则金融体系就会瘫痪，信用与货币供应萎缩，进一步的后果自然是失业攀升、经济衰退。

金融市场同样需要充分的流动性才能维持其正常的功能。与金融机构不同，金融市场可以公开地对金融资产进行定价并通过价格变动来反馈相关信息。在金融市场上，证券价格是公开、透明的，而且随时在变动。证券价格要能够充分地反馈相关信息，就需要金融市场有充足的流动性。设想，若金融市场缺乏流动性，人们想买进或卖出证券，很难成交，这就难以通过竞争形成合理的价格，以反映证券发行人的基本面信息。若在金融市场在较长时期内丧失了流动性，这实际上意味着市场参与者的信息已荡然无存了，金融市场也就难以为企业

筹集长期资本了，金融市场也就丧失了其基本的功能。

0.2 金融体系是如何定价的？

原理 4：同质金融资产因时因地出现价格差异时，会激发套利行为。

人们常说：“低买高卖”，这就道出了套利的实质。当一种同质商品在不同市场的价格有较大差异时，就出现了套利机会。《史记》“货殖列传”写道：“故物贱之征贵，贵之征贱。”意思就是，一种东西价格便宜时，就贩到别处去寻求高价卖出，价格昂贵时，就到外地寻求低价买入。这实际上就讲到了套利的思想。左拉《金钱》中的戈尔“……在各地以低价买进金元，然后熔化，把它铸成金条拿到金价较高的国家去卖。”这就是他利用黄金在两个国家的价格差异而进行的套利。加罗和塔特吉在《衍生证券、金融市场和风险管理》中讲了一个套利的故事。一天，一位金融学教授和他的两个学生甲、乙走进麦当劳，麦当劳正在做巨无霸“买一赠一”促销活动。甲正想告诉导师这个好消息，但他发现，导师和乙的餐盘里已经有了两个巨无霸，他们正在低声讨论将第二个巨无霸按半价给卖给他。导师告诉他：“将麦当劳赠送的巨无霸以半价卖给你，是一个很好套利！”还有一个足球世界杯决赛中的套利故事，巴西和德国在世界杯决赛相遇，山姆就与他的朋友比尔打赌，若巴西夺冠，他就给比尔 1 万美元，否则，比尔就给他 5 千美元。同时，他又与罗伯特打赌，若巴西夺冠，罗伯特就给他 1.1 万美元，若德国夺冠，他就给罗伯特 4 千美元。通过这个套利，山姆不仅完全对冲掉了风险，而且，无论是哪个球队夺冠，他都稳妥

地赚得 1 千美元。

在金融活动中，套利则更加普遍。当两个国家利率之间出现较大的差异时，会激发大量套利交易。若日本借款年利率为 0.5%，中国三年期国债利率却高达 3%，那么，套利者就会在日本借入日元，将其换成人民币后再去购买中国国债，若它对人民币与日元汇率风险进行了完善的对冲，它就可以得到 2.5% 的套利收益。在国际金融市场上，从低利率国家借入资金，再到高利率国家买入债券或放款，就叫“携带交易”。在国际外汇市场，若某两种货币的汇率在不同市场出现差异时，人们在汇率低处买入、高处卖出，这就是套汇，也是一种套利行为。在金融市场上，套利活动每天涉及的金额非常巨大，尤其是在各类金融衍生品市场中，激进的交易商利用计算机获取不同市场上实时价格，并从中寻找套利机会，赚取财富。

若套利交易没有什么约束或障碍，则套利最终会让同质产品的价格差异缩小甚至消失，即便在不同的市场里，套利交易也会使同质产品的价格相同，这就是一价定律。根据该定律，同质商品，比如黄金，扣除运输费后，无论是在上海还是在纽约抑或是伦敦，按同一种货币（美元、人民币或英镑）表示的价格是相同的。这就好比两个水位不同的木桶，中间通过管子连接起来，两个木桶里的水位最终会相同一样。

虽然套利无处不在，但依然有一些因素妨碍了套利，因此，同质产品或金融资产在不同市场上的价格仍可能相异悬殊。根据一价定律，中国同一家公司在上海或深圳证券交易所发行的 A 股和在香港发行

的 H 股，按同一种货币（人民币或港币）来计算，其股价应是相同的。但长期以来，A 价格明显高于 H 股价格，这就是 A、H 股溢价。即便中国大陆和中国香港之间建立了沪（深）港通和港股通，但 A、H 股溢价的现象依然存在，且十分明显。

这说明，现实中，有种种因素制约了套利交易。首先，**缺乏卖空机制**。所谓卖空，就是以一定的保证金卖出自己账户里本没有的证券，然后在价格下跌后反向买入了结交易的金融行为。在 A、H 股溢价的例子中，套利交易需要投资者在香港买入 H 股，同时在沪（深）证券交易所卖空其 A 股，但中国大陆并没有个股的卖空机制，这就阻碍了 A、H 股的套利交易。其次，**金融市场的交易也涉及到诸多的交易成本**，每一次交易都会发生诸如印花税和佣金之类的成本，这也会制约套利交易。

原理 5：决定金融资产价格的长期因素是它未来能够带来的现金流。

萨缪尔森曾说，一只鹦鹉，只要教会了它说“供给”和“需求”，它就成为一名经济学家了。这当然很夸张，但供给和需求的确是经济学分析最基本的出发点，它们共同决定了均衡价格。需求越多，价格就会上涨，反之，则会下跌；供给越多，价格就可能会下跌，反之，则可能会上涨。反过来，价格本身也是平衡供给和需求的重要机制。当供给大于需求，价格下跌后，一方面刺激新的需求，另一方面供给又会减少，使供给和需求重新趋于平衡；当需求大于供给，价格上涨后，一方面会有新的供给进入市场，另一方面更高的价格会抑制需求，

使供需建立新的均衡。经济学的这一原理同样适用于金融资产的价格。

但与实物商品不同的是，金融资产价格上涨的最初阶段，由于原来已经买入了它（如股票）的投资者，预期其价格将会进一步上涨，他们就会产生惜售心理，这将使市场上的金融资产供给反而会趋紧；其他新进入的投资者则在乐观心理预期的驱使下，会急于以更高的价格买入，创造更多的需求，这就会在资产价格上涨的一定限度内加剧资产供给与需求的矛盾，推动金融资产价格快速上涨。当资产价格上涨到更高水平后，人们的预期开始会逆转，先前买入并“见好就收”的投资者就会大量抛售，资产供给会大量增加，需求则会因价格昂贵而疲弱，最终导致资产价格进入螺旋式的下跌过程。

然而，就长期趋势而言，归根结底，**金融资产的价格都是由该资产在未来能够带来的现金流所决定的**。假设你到银行存入 10 万元的一年定期存款，年利率 5%，一年后，你到银行去取款时，银行支付的本利总额应该为 $10 \text{ 万元} \times (1+5\%) = 105000 \text{ 元}$ 。这是在你已存入本金、年利率和存期的条件下，一年后应该得到的本利。

现在，把问题反过来。在利率为 5% 的情况下，银行一年后给你的本息总额为 105000 元，那你现在应该存入多少本金？根据刚刚讲的内容，你会立即给出答案：10 万元！由此可见，你到银行存入的本钱，本质上就是你从银行购买了一个资产所支付的价格。也可表述为，在利率为 5% 时，你在 1 年后得到的 105000 元的现金流，现在的价值为 10 万元。因此，资产价格既是你现在购买该项资产所支付的本金，也是它未来的现金流按一定利率（也叫贴现率）折算为当前的价值（现

值)。

再设想，你购买了某种金融资产，在未来一年中，连本带利能够得到（本利总和）100 元，且假设利率为 5%，那你愿意为它支付多少的价格呢？根据上面的介绍可知，这个价格，其实就是你愿意投入的本金。一年后得到 100 元的现金流、现在利率为 5%的情况下，它的现值就是 $\frac{100}{(1+5\%)} = 95.2381$ 元。根据同样的方法，你可以计算一下，当利率为 5%但一年后的现金流为 200 元时，它的价格是多少？又或者，当一年后的现金流为 100 元，但市场利率为 8%或 2%时，该资产的价格又分别是多少呢？

从这些不同情况的结果中，你会发现，**资产未来带来的现金流越多，在市场利率一定时，其价格就会越高，反之，价格会越低；在现金流一定时，利率越高，资产价格会越低，反之则反。**尽管资产未来的现金流折算的现值很不精确、也难于计算，但它是决定资产价格长期趋势的“不二法则”。无论股票还是债券，决定其价格的最根本的因素就是，它能够在未来带来多少现金流！这意味着，“现金流”是金融投资分析的“灵魂”。举一个更现实的具体的例子，中国贵州茅台股价之所以“贵”，上市后价格上涨了数百倍，根本原因就在于茅台的利润在持续增长；美国的微软、苹果等公司股票之所以自上市后的上涨幅度超过一般人的想象，就是因为它们的利润持续了近 40 年的增长。

理解这一点，极其重要，它将影响你在金融活动中（尤其是投资理财）的基本理念和策略。将资产价格建立在未来现金流折现的基础

上，是树立价值投资理念的基础，掌握了这一点，你在投资理财中就会将重点放在对公司层面现金流或利润增长趋势的判断上，而不是去听小道消息。若仅仅将资产价格归结于市场供需波动和心理预期的影响，那就只能被“带节奏”而成为名副其实的投机者，或热衷于从证券价格的变动去预测其未来的价格。一个不能为其持有者提供源源不断的现金流的“物”，终究会丧失其“资产”的属性，沦为纯粹投机的对象；一个经营利润丰厚、而且还在持续不断地保持较高增长的公司，无一例外地会给它的长期持有者带来超乎想象力的回报。

原理 6：利率是金融体系的核心价格。

金融体系有着纷繁的价格，股票、债券、期货等等都有着自己的价格，不同公司的股票或债券、不同品种的期货价格表现相异悬殊，但在金融体系中仍然有一个共同的核心价格，那就是利率。

通常而言，利率被定义为使用资金所支付的价格。你到银行去存一笔钱，若银行向你支付 3% 的存款年利率，这就是银行使用存入的资金向你付出的代价；反之，你从银行获取一笔抵押贷款买房，你与银行约定的贷款年利率为 4.5%，这就是你使用银行提供的资金而向银行所支付的价格。

利率是金融体系的核心价格。所有资产的价格都与利率有关。根据原理 5，利率上升时，资产价格会下跌，反之，利率下降，资产价格可能会上涨。在金融体系中，利率是一个复杂的体系，每一种金融资产都对应着自身的利率，这个利率在金融学中被称为“贴现率”。各种金融工具对应的利率，既受基准利率的影响，也受自身的风险特

征和期限的影响；利率还受宏观经济（经济增长率）和通胀率的影响。

在复杂的利率体系中，不同金融工具的利率往往存在很大差异，这主要是因为，利率受各种金融工具自身特点的影响。发行人的信用、资产的流动性、税收待遇和其它合约条款（如选择权、期限）等都会影响其利率水平。发行人的信用越好，其发行在外的债务工具的利率会越低；反之，信用越差，则其发行在外的债务工具的利率就会越高。在任何一个主权国家，政府的信用往往最高，所以政府债券支付利率就相对更低。税收待遇的不同也会影响利率，有的债券（比如国债）支付的利息是不需要纳税的，而有的则需要纳税，相比于无需纳税的债券而言，应税债券的利率就会更高。若在债券合约中，赋予了对债券持有人有利的选择权，则其支付的利率往往就更低，比如，可转换公司债券——债券持有人可以按约定的价格将债券转换为公司普通股——的利率就非常之低，比如，2022 年中国一些公司发行的可转债，在第一年支付的利率通常只有 0.5%，聊胜于无。最后，一般而言，同一时期同一债券发行人发行的不同期限的债券之间，利率也存在较明显的差异。期限越高，利率越高；期限越短，则利率越低。经济增长率趋于下降或陷入衰退的时期，通货膨胀率也会趋于下降，则利率水平也会随之而趋于下降。反之，经济增长率趋于上升或进入高涨期，通胀率也会趋于上升或处于较高的水平，利率也水涨船高，随通胀率的上升而上升。

在纷繁复杂的利率体系中，有一种利率的变动会引起其它各种利率相应地变动，这就是基准利率。如今，发达经济体中央银行的政策

利率，就大体上发挥着基准利率的作用。比如，美国联邦储备银行（媒体上通常简称为“美联储”）通过各种政策工具调控的联邦基金利率——美国商业银行之间相互借贷的隔夜利率，就是美国的基准利率。举凡其它长短期国债、公司债券等等利率，都会随联邦基金利率的变动而波动。2022 年，美联储大幅提高联邦基金利率，就导致了美国国债与公司债券利率大幅攀升，美元汇率大幅升值，而其它非美元货币（如日元、欧元）则出现了明显贬值。长短期债券与银行存贷款利率的变动，又会进一步影响投资、消费乃至进出口，当然也影响了人们的工作机会和钱袋子，这自然又会传导给股票等风险资产市场。所以，熊彼特说，货币市场是经济体系的总部，一道命令从这里下达到经济的各个角落。

正因为如此，利率——特别是中央银行确定的基准利率，是金融体系的核心价格。

原理 7：完美市场中资产价格不可预测；但受情绪与心理驱使，市场并非完全有效。

在充分信息、人们完全理性和没有摩擦的完美市场中，金融市场价格会对相关信息做出及时、充分地反应，资产价格等于其预期的内在价值，所有人都不可能获得超额收益。根据有效市场理论，由于信息是不可预测的，证券价格也是随机游走而不可预测的，就像喝得酩酊大醉的醉汉走路一样，你是不知道他下一步是向左、向右，抑或是向前、向后。由于证券价格不可预测，在有效市场中，没有能人打败市场获得超额收益，更没有“股神”，所有市场参与者都只能获得市

场平均收益。

但是，金融市场参与者并不是完全理性、面若冰霜的“经济人”，他们在决策中会受信息不完全、认知能力、情绪与心理的影响。《庄子》“达生”就说，当一个人用瓦片做赌注时，会表现得心灵手巧；用价值较大的钩下注时，就会因有所忌惮而瞻前顾后和忌惮了；一旦用黄金做赌注，则会错误频出，虽然参与赌博所需的技巧并没有变化，会有什么结果差异这样大呢？原因就在于，太看重外在利益，使自己的内在变得蠢笨不堪，因而错误百出。庄子很好地解释了很多模拟交易时能获得满意的收益，但当投入真金白银后就恍然发现不是那么回事了，“模拟交易”相当于以“瓦注”，亏了也无所谓；投入真金后，面对市场价格波动和账户盈亏，就难免使自己的情绪被行市所左右了。

《金融危机史》对投机者的情绪和心理活动做了细致入微、生动形象地刻画：“投机者表现出与躁狂抑郁行为相关的很多特征。……在躁狂期，他精力充沛，举止夸张，贪婪，注意力不集中，能言善辩，……最重要的是，他非常乐观。……他的情绪周期性起伏；在抑郁期，他会变得腼腆羞怯，焦虑不安，无精打采，犹豫不决，缺乏自信。他看不清大局，只会盯着无关紧要的细枝末节。”凯恩斯曾说：“证券价格之崩溃，可起因于投机信心之减低，也可起因于信心状态之逆转。”

人们的情绪和心理在金融活动中会从多方面表现出来。过度自信就是一种普遍的心理现象，即人们会倾向于高估自己的知识水平、能力和信息精度，对未来和自己的控制能力表现得过于乐观。具体地说，

过度自信的人会高估对自己有利的事件发生的概率、低估对自己不利事件发生的概率，这就不可避免地导致其认知和决策偏差，错误地确信自己能够战胜市场，出现“规划谬误”，设定不切实际的收益率目标，收到好消息会过高地高估证券过度交易、过度集中持仓而承担过多的风险。由于认识和信息处理能力的约束，人们在金融活动中往往也会寻求决策捷径，试图以最小的计算量做出看起来合理的决策，这就导致了人们过分依据过去的经验、直觉来做判断，也会效仿他人（尤其是大佬）的决策，于是，羊群效应、追涨杀跌、抢购“爆款基金”和“热门股”，就成为金融活动中的典型现象。

由于人们在决策中会受到情绪和心理因素的影响，资产价格不一定反映资产的内在价值，因此，市场定价并不是完全有效的

0.3 金融如何帮助人们管理风险？

原理 8：金融投资需承担风险，但并非承担了高风险就一定能获得高收益。

英国哲人培根说：“不要爱惜小钱，钱财是有翅膀的，有时自己会飞去，有时你必须放它去飞，好招引更多的钱财来。”人们打算把钱财放出去，无非是希望它在未来招引更多的钱财来，让钱财去“飞”，就是以偿还和相应的回报为条件，把自己的钱财让渡给他人（根本不认识的人）去使用，这个让渡，不是让钱财“飞一会儿”，绝大多数时候要“飞”很长时间，这就保不准它还会不会飞回来、会不会受损了，因此，任何投资，都需要承担相应的风险。塞翁圈养的马逃出去了，结果带了一些野马回来，这就是他所得的“意外”收益；但塞翁也承

担着自己驯养的马匹溜出去，被其它凶猛动物猎杀的风险，也面临被野马带走的风险。风险是任何金融活动与生俱来的。有人说，只有税收和死亡是永恒的，若还有别的什么是永恒的，那一定是“风险”。

“天下熙熙，皆为利来，天下攘攘，皆为利往”，获得回报，说得俗一些，发财致富，是人类内在的欲望，对财富的追求，也是人类社会进步的基本动力之一，正如司马迁所说：“富者，人之情性，所不学而俱欲者也。”“农工商贾畜长，固求富益货也。”所以，让钱财去“飞”，无非是坚信它会连本带利“飞”回来，日积月累，逐渐变富。更何况，“富强”是我国社会主义核心价值观之一，“治国之道，富民为始”。这正是我国强调的“多渠道增加城乡居民财产性收入”的要义所在。要获得更高的收益，就需要承担更高的风险，将钱存入银行，大抵是有保障的，但也不可能获得很高的收益；或者，要使人乐意承担更高的风险，就必须给予更高的收益。正所谓“重奖之下，必有勇夫”，司马迁说：“壮士在军，攻城先登，陷阵却敌，斩将搴旗，前蒙矢石，不避汤火之难者，为重赏使也”。人们之所以愿意将剩余资金投入 to 更高风险的金融活动中去，也无非是更高的预期收益“重赏”的驱使罢了。

这正是经典的金融学理论告诉我们的：收益和风险是对称的。要获得更高的收益，就必须承担更高的风险；反过来，要鼓励人们承担高风险，就要给予更高的回报，这就是“风险补偿”或“风险溢价”。

不过，需要牢记的是，并非只要承担了风险，都能得到应有的高回报。中国人常说“偷鸡不成倒蚀一把米”，倒成了许多投资者不堪

言说的理财之痛。若以波动性(统计上的方差)作为风险的衡量指标,它最可能的结果恰恰是,波动性是财富杀手,因为市场的任何一次较大的波动,都会极大地左右着投资者的心理和情绪。实际上,有许多低波动性的股票给投资者带来的长期回报,却是那些高波动性股票无法望其项背的。所谓“风险与收益对称”原理,可能会导致那些不能真正恰当地理解风险的投资者,教条式地把概率当作风险,认为资产的波动性越大,带来的回报也会越多,结果反而极大地损害了自己财富。进一步说,若将风险和收益的关系局限于这个层面,那极有可能助长赌博和投机的心理动机。

原理 9: 金融风险不可消除, 却是可以转移和交易的。

金融风险无处不在, 这是由经济、金融活动的复杂性、未来的不可预知性、人类认知能力和有限理性所决定的。即便进入了人工智能、大数据的信息时代, 但对纷繁复杂的人类经济与金融活动, 即便拥有超级强大的计算能力的计算机, 也依然不能精确地预测未来。例如, 纵然美国拥有发达的科技系统, 但也没能预测到并及时阻止 2001 年 9 月 11 日基地组织发动攻击纽约世贸中心, 也没能预测到和控制 2020 年新冠病毒的传播, 当然更没能预测到 2008 年的全球金融危机。有诺贝尔经济学奖获得者斯科尔斯参与管理的长期资本管理公司, 利用复杂的定价模型和强大的计算机技术, 曾获得过超高的收益, 但最终还是因 1998 年俄罗斯政府违约而破产了, 事后, 他们总结道, 再完美的模型和再强大的计算机, 也无法预测到俄罗斯政府会违约。聪明如斯的全球顶级经济学家在金融活动中都不得不面对和承受金融风

险，普通百姓要参与比较复杂的金融活动，就更不用说了。

金融风险既来自于实体经济，也来自于金融体系自身；既来自于国内，也来自于国际间的传染。实体经济的金融风险可能源于资本使用者（如企业）的决策失误，不能产生足够的现金流，无法按约定条件履行承诺，偿还本息，或利润下滑、经营亏损导致股价大跌。宏观经济衰退，不仅会引发股票市场的系统性下跌，还可能会引起大面的债务违约。金融体系可能因金融机构管理不善而遭受巨额亏损、破产，引起金融市场的剧烈波动，也可能市场狂热后的泡沫破灭而灾难性地下跌。在 2008 年次贷危机轰然倒下的美国原五大投资之一的雷曼兄弟，就是因为，管理层的决策失误而持有大量的有毒资产而损失惨重。硅谷银行对监管者的警示置若罔闻，迟迟未能解决监管部门指出的问题，导致它在 2023 年的破产，美联储副主席巴尔直陈“硅谷银行的倒闭是管理不善的教科书式案例”。人类无论怎样聪明和努力，都不可能完全消除风险，就像我们不能消灭地球上的蚊子、病毒一样。

虽然风险是不可消除的，但风险是可以转移和交易的。这正是人类的聪明之处。为了应对各种风险，开发了许许多多分摊、转移和交易风险的金融机构和工具。虽然无法根除病毒，但人类研发了疫苗，人体自身也会在与病毒的斗争中产生抗体、完善免疫系统。同样，虽然无法消除金融风险，但人类也创造了许多金融机制来转移、交易和管理风险。这既包括专门购买风险的金融机构（如保险公司），也有特别偏好风险的企业和个人去承担风险，而那些风险规避者则支付相应的费用后，将约定的风险转移给那些风险偏好者。保险就将个体无

法承受的集中的风险和痛苦，通过共同分担的形式而加以分散和转移；商业银行吸收存款和发放贷款本质上也是购买风险的过程，具体地说，存款者将剩余资金存入银行，实际上就是将直接向借款者提供贷款的风险转移给了商业银行。当然，商业银行也时常需要将它面临的种种风险转让给其它风险承担者，比如，银行也会通过外汇与利率等金融衍生工具来对冲汇率和利率风险。此外，许多实体企业也通过期货、期权等衍生工具，将铜、铝等等原材料或产成品价格风险转移给那些偏爱风险的风险承担者。因此，尽管人类不可能完全消灭金融风险，但可以在不同参与者之间相互转移（让）风险，金融通过合约的安排，在重新配置资源的同时，也在重新分配风险。在这个意义上，那些带有投机性质的风险承担者，其实是健全的金融体系不可或缺的一部分。

0.4 政府在金融中发挥什么样的作用？

原理 10：金融离不开政府的作用。

金融的发展和稳定运行、金融功能的正常发挥，都离不开政府的积极作用。

首先，政府为金融活动提供制度空间，通过法治来保障金融契约得到遵守、信用得以维护和彰显。这其中，政府对产权的保护，就是促进金融稳健发展的基本制度保障。产权是社会最基本、最重要的激励机制，也是对人们行为的约束，习近平经济思想中就有一个科学的论断：“产权激励是最大激励”。明确的产权及其保护，才鼓励了人们去承担风险和创新，因为，产权不单是人与物之间的关系，更是指由物的存在而引起的人们之间相互认可的行为关系和规范。比如，产权

规定不能去侵占别人的劳动成果和财产，是故，产权给人们提供追求长期利益的稳定预期，建立了利益的分享、风险的分担等方面的重复博弈规则。产权的取得要符合法律的规定，抢劫、受贿等犯罪方式获得任何物质和资产，都没有合法的产权；同时，凡是依法取得产权，也需要法律的保护。习近平经济思想就强调：“要健全以公平为核心原则的产权保护制度，加强对各种所有制经济组织和自然人财产权的保护”。法律最重要的任务就是对个人的产权给予有效的保护，使得人们有积极性建立信誉，努力工作，承担风险，遵守契约，履行责任和义务。通过公平正义的法律保护产权，正是政府的重要职责之一，也是经济和金融发展的基础制度保障。

其次，需要政府的合理监管来提高金融体系的稳健性。金融具有天然的脆弱性，自由放任可能会带来周期性的金融危机，加剧金融风险的传染性和对实体经济的破坏性。为提高金融体系的稳定性，政府金融监管部门通常会对商业银行、保险公司等各类金融机构设置最低的资本充足要求，提高它们吸收意外损失的能力，为风险提供足够的缓冲垫。此外，政府监管机构还会要求商业银行等降低资产集中度，促使它们保持必要的资产分散性，从而合理地分散风险；政府还要求金融机构保持充足的流动性和清偿能力，以应对突发事件导致的大量资金流出压力。在我国，金融安全是国家安全的重要组成部分，也是经济平稳健康发展的重要基础。为了加强金融安全，既要坚持党中央对金融工作的集中统一领导，促进金融更好地服务于实体经济，也需要将金融活动全部纳入金融监管，金融创新必须在审慎监管的前提下

进行，守住不发生系统性金融风险的底线。此外，当金融市场出现剧烈波动甚至金融危机、市场参与者的信心丧失殆尽之时，就需要政府及时地进行危机管理，恢复人们对金融的信心，让金融体系重新回复正轨。金融体系受宏观经济波动、投资者心理等多种因素的影响，人们在追求自身利益的时候，也容易出现“个体理性导致集体非理性”的局面。所以，在系统性的金融风险暴露之时，需要政府的干预、救助甚至“兜底”。

政府参与金融体系的第三个方面则在于保护金融消费者的权益。

在原理 2 中，我们看到，金融是通过契约确立的收益与风险分配机制，需要保证合约条款的公正与公平性，但是，现代金融合约内容和条款繁多，不仅可能超过了大多数老百姓知识储备和理解的范围，因此，无论是保险合约、存款或购买基金、到证券公司开通各种金融交易账户，都需要由金融机构向人们（金融消费者）提供经监管部门认可的标准化、格式化的金融合约，以金融消费者“上当受骗”。此外，金融体系总是在不完全信息中运行的，若没有政府合理、充足的监管，那些通过发行股票或债券、或通过银行贷款筹集到巨额外部资金的企业，就可能出现严重的道德风险，比如，控股股东挪用上市公司的资产（金）、或要求上市公司为控股股东不合理地提供担保、企业转移资产或去从事一些严重损失投资者（或资金提供者）的利益的活动等等，这些行为会给投资者造成巨大的损失甚至危害一个国家金融体系的稳定。更何况，一些拥有资金和信息优势的机构和企业为谋求自身的利益，可能会进行不公平、不公正的交易，比如，在金融市场上，内

幕交易或利用资金优势进行价格操纵，不仅会严重地损害了其市场参与者的利益，也使金融市场价格更不能准确地反映企业真实经营状况的信息，最终结可能是，金融体系无法组织和重新分配资源了。因此，金融体系需要政府必要的监管，以保证市场交易的公平，通过相对公平的交易来提升金融体系的效率。

然而，政府的行为不当也会对金融体系造成扭曲，损害金融体系的效率。许多经济学家就认为，政府对问题金融机构的救助，就可能让它们采取更加机会主义的行为，恶化其道德风险；货币政策过度宽松，会助长金融泡沫和系统性风险的累积；随之而来的激进的货币紧缩则又可能造成新的金融动荡。比如，互联网泡沫破灭和 9.11 事件后，美联储迅速地降低了联邦基金利率，但全球流动性过剩又导致了随后的通胀，于是，2004 年美联储开启了加息的进程，至 2006 年 6 月联邦基金利率就升到了 5.25%，两年时间联邦基金利率提高了 4 个百分点。那一次加息周期中，次级抵押贷款违约率不断上升，一场席卷全球的金融危机就这样随之爆发了。2022 年 3 月后，美联储在不到一年的时间里连续 9 次加息，其中 4 次加息 75 个基点、3 次加息 50 个基点，完全摒弃了它过去“谨慎有序”的利率调整原则。结果，2023 年硅谷银行破产了，美国不得不再次采取了对银行业的救助。美国的教训告诉我们，宏观经济政策行为不当，本身可能就是产生系统性金融风险的重要根源。

这就要求政府充分认识和尊重金融运行的内在规律，否则，即便主观愿望和出发点是“好”的，但也可能阻碍金融的发展，甚至损害

金融效率，造成金融不稳定。宏观经济政策是“主观”的，是决策者的“主观”见之于经济运行的“客观”的过程，如果“主观”没有反映“客观”或者“违背”了客观，即出“主观”是善意的、用心良苦的，那最后的结果也适得其反。科学的宏观调控、有效的政府治理，正是发挥社会主度市场经济体制优势的内在要求，也是我国金融发展所需要的。

