

货币和金融的本质与金融学的思维方法

汪其昌

(上海对外经贸大学 金融学院,上海 200620)

摘要: 货币和金融体现人与人之间的交易契约关系, 契约即博弈和承诺。货币的本质是信用, 即有购买力和购买力稳定的承诺及其兑现。由货币产生金融, 金融是通过金融资源配置其他自然资源和社会资源的一种机制。金融的本质也是信用, 即预期、承诺和兑现未来净现金流入, 是终值方与现值方的交易, 交易的标的是以实现未来现金流为核心的权利义务。实现未来净现金流入的根源和基础在于企业出清所生产的商品和劳务, 产生经济增加值。由此在金融思维方法上, 我们不应该面向过去, 而要面向未来考虑影响现金流入流出的因素, 金融的许多基础问题, 如风险管理也应是以此展开。

关键词: 货币本质; 金融本质; 金融思维方法

中图分类号: F820 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 - 0098(2017)01 - 0003 - 09

应该如何考虑僵尸企业退出? 金融业该如何支持企业转型? 是否企业融资有困难就要找银行? 为何股市上业绩不好的并购重组股上涨很快而业绩较好的银行股、白酒股上涨很慢? 为何新兴产业的股票虽然业绩不好但市盈率高? 金融该如何为实体经济服务? 对于这些金融现象在传统的金融理论中无法得到解释。这就迫使我们重新思考货币和金融的本质, 从一个简单的逻辑出发去思考日渐复杂的金融现象。

一、货币本质: 有购买力和购买力稳定的承诺及其兑现

我国传统和经典的金融学教科书认为货币是一般等价物^[1]。确实货币具备一般等价物的特征, 才可充当三个职能: 赋予交易对象以价格形态、购买和支付手段、积累和保存价值的手段, 才能将价值尺度和流通手段统一起来。但却无法解释清楚为何货币形态从低级到高级形态不断演化的过程, 为何货币法定, 也即是无法说清楚在什么条件下才能成为一般等价物。为何货币由私人发行演变为国家强制发行, 再到没有国家强制发行的数字货币(如比特币、莱特币)? 为何世界许多国家的法定货币由与黄金白银等金属挂钩到与黄金白银等贵金属脱钩? 为何没人强制接受美元却成为许多国家的储备货币? 为何欧元与主权国家分离? 为何世界各国都立法把反通胀作为首要目标? 并且这种对货币本质的描述无法合理解释货币与信用的关系, 更无法说清楚货币与金融的内在联系。

本文认为货币是基于稀缺资源下的人类交易而产生, 是人类抽象思维的产物, 本质上是源于人的有限理性和自利。货币的本质是信用, 即有购买力和购买力稳定的承诺及其兑现, 从而货币体现了人与人之间、个人与国家之间交易的契约关系。

(一) 人性与货币的产生和本质

在完全信息、完全理性、无交易成本、无时间空间约束等一系列假定约束条件下, 一般均衡理论中不需要货币, 货币顶多只是一个“面纱”。一般认为货币的产生是为了克服物物交易中双重耦合的需要, 节约交易

收稿日期: 2016 - 11 - 18

作者简介: 汪其昌(1963 -) 男, 博士, 副教授, 主要研究领域为法律与金融、银行、信托理论与实务, 以及衡平法。

费用,克服信息不对称(劳伦斯·哈里斯,1989)^[2]。这种解释只是强调了接受货币的好处,忽略了在交易中作出多边承诺的困难。杨小凯(1999)^[3]认为货币的出现和演进内生于交易的分工演进和私人信息,注意到了人性和交易的演变,从而为货币产生后金融成为一种独立的产业提供了分工角度的解释。清泷信宏和莫尔(Kiyotaki & Moore, 2002)则指出正是人性的丑恶——主要是道德风险——导致了货币的诞生^[4]。其次还有人的有限理性,导致人类在原始社会在交易过程中为解决具体实物的交易麻烦和不确定性,产生了将某一具体实物作为大家公认的货币或者说一般等价物。为了交易的方便,充当一般等价物的东西便从大米、农具、贝等发展到铁、铜、金、银等。这样将经济学的基本假设前提——经济人,与货币的产生结合起来了,使之可以把经济活动与金融置于一个统一的框架内进行解释和说明。

世界各国的货币首先是习惯形成,然后私人竞争发行,再进化到由国家强制为法定货币。为何如此?清泷信宏和莫尔认为货币的出现源于交易双方的相互不信用——谁能证明对方给自己的承诺是可以兑现的,或者说,谁能保证私人发行的某种“货币票券”的含金量?于是人性的丑恶导致了逆向选择和道德风险。只有当事人能够作出多边承诺或完全的双边承诺,作为可置信的交易媒介就能够充当“货币”。具体地,每个人都想用事实上的无法兑现的承诺(私人货币)购买更多的商品,于是私人货币崩溃;每个人在交易后又不希望承诺兑现,于是需要一个更有公信力的机构主持公道,从而出现了法定货币。因此人性的追求自己的私利,加上有限理性的弱点和资源的稀缺性是产生货币的根源,法定货币是用来克服人性本性弱点的。人性是树根,货币制度及其文化现象和经济功能则是货币这棵树上开放的花朵。货币既导致社会文化价值的量化、世俗化与理性化,又保持和促进了个人自由、平等与发展,莎士比亚借他人之口对黄金的感叹和鲁褒的《钱神论》就说明了人性在既定约束条件下的复杂表现。

(二) 货币形态发展阶段与货币的契约关系

如果我们让思想之鹰飞翔历史的上空,鸟瞰货币发展史,我们可以看到货币形态发展的四个阶段。第一阶段,实物货币,人们物物交换,以猪牛羊马等实物交换大米等实物。第二阶段,商品货币阶段,以贝壳、铜铁、金银等实物作为一般等价物交换其他商品。第三阶段是信用货币,首先是发行银行券和纸币且能够兑换金银等贵金属,后来与贵金属完全脱钩,纸币本身没有价值,其使用价值取决于人们对货币发行者的信用。第四阶段是电子货币、数字货币与信用货币并存,一方面是与法定货币挂钩的虚拟电子货币,如Q币、网上商城的兑换券、京东商城发行信用卡等,另一方面是虚拟货币不与法定货币挂钩的,只在虚拟社区使用,可以在虚拟社区购买商品和劳务,如G币、Linden Dollars、Amazon Coins等。再有就是纯粹的数字货币,不与法定货币挂钩的比特币、莱特币。随着人类货币形态进入第三和第四阶段,金融也越来越发展迅速和复杂。总之,货币发展表现为三个典型特征:货币材质去实物化甚至虚拟数字化、货币价值虚拟化和货币职能符号化^[5],即货币本身演化为没有内在价值的符号,由可兑换发展到不兑换。

为什么货币形态会这么发展?这就涉及到货币的本质。人们相信发行者承诺该物或者符号能够购买其他商品和劳务,并且购买力相对稳定,接受者承诺使用该货币。这也是一种人与人、人与国家之间的契约关系,这种双向契约就是承诺及其兑现。理解了这一点,我们也就理解,为什么人类选择币材是从贝壳、铁、石头、粮食等共同认可的实用性东西,到金银等贵金属,再到私人和国家发行的纸币以及看得见摸不着的电子货币。货币只有具备信用的属性才具有一般等价物的特性,才具有价值尺度、流通手段、支付手段、储藏手段和世界货币的职能,才成为财富的代表,没有信用就不能成为一般等价物。只有大家都认可某一符号,并且相信它可以作为一般等价物就可以成为交易的媒介,才可成为记账单位。现在的南太平洋雅浦岛仍以石头为货币足以证明这一点^[6]。所以信用程度越高,货币越具有虚拟性。但是这需要解决发行者可置信承诺问题。由此,我们不难理解为什么各国都是由私人竞争性铸币发展到国家通过暴力和法律强制各国央行保持独立性发行货币和人们接受法定货币,由纸币与黄金等贵金属或者与某硬通货挂钩发展到完全的不可兑换信用纸币,并且都把币值稳定作为货币政策的基本目标,都是为了解决发行者的承诺可置信和接受者的承诺可置信。

在信用货币之前,无论国家、还是金融机构和私人发钞,都是一种负债,都要兑换成贵金属,或者商品和劳务。国家强制发钞成为信用货币之后,货币无需兑换成任何东西,是一种征税行为,所以现代国家发钞实

质是个宪政问题^{①[7]}。美元与黄金脱钩,实质是由于黄金的稀缺性,导致美国主导的布雷顿森林体系承诺不可置信,也不可能回到金本位。美元成为纯信用货币后,美国并没有强制各国(地区)接受美元,但是世界上许多国家(地区)以美元作为储备货币,以美元作为国际贸易和大宗商品贸易的结算货币,并且中国香港实行的联系汇率制度,中国大陆将人民币主要与美元绑定,都说明美国宪政体制下,美国政府的信用度相对较高。人民币要真正成为国际货币,这就要求我国人民银行保持独立性,同时要求国内经济稳定发展和强大的经济实力,使汇率波动区间稳定。固定汇率不稳定就在于承诺不可置信。

(三) 区块链与数字货币的契约关系

由费雪方程 $MV = PT$ 可知,货币少了不能满足交易需求,货币多了导致货币的购买力贬值。在以黄金白银作为货币和黄金与法币挂钩的情况下,由于黄金白银的稀缺性,很容易导致货币不能满足商品和劳务交易的需求,容易出现通缩。在黄金与法币脱钩的情况下,政府垄断发钞缺乏由可置信威慑形成可置信承诺的内在约束机制,容易发生通胀,始终不能有效解决货币购买力稳定问题,只能通过控制法币发行数量抑制通货膨胀^②,但又常常难以做到,所以哈耶克(2007)提出还是货币非国家发行,由私人银行进行竞争性发钞,利用市场机制来解决,受到技术条件等约束无法实现^[8]。历史告诉我们:退回到私人银行发钞时代还是无法解决可置信承诺问题,因为国家作为暴力机器较之私人发行具有较好的可信承诺,回到金本位虽然有限制滥发钞票的硬约束但又不能解决恰当货币量的问题。那么如何克服法定货币的缺陷呢?在这历史的节骨眼上,互联网时代基于区块链基础构架提供了克服法币先天缺陷的一种创新思路 and 选择。

法定货币是一种契约,契约即承诺,但这种契约是以政府信用为担保,以法律和国家暴力为强制执行的强制契约。个体只有被动接受的份,无选择和对抗能力,美元、人民币等法定货币都是如此。比特币改变了这种强制契约,使得人与人之间的相互承诺可置信。它是如何做到的呢?比特币建立在区块链技术基础上。区块链是一个公共数据库、一种分布式系统,也是一种底层协议^③。作为去中心化的分布式账本数据库,它记录了网际间所有的交易记录,每个用户可以通过合法手段读取信息和写入信息,但又可以防止数据被篡改。作为分布式系统,它存储在某一特定服务器或者安全节点上,分布存放于网络所有的节点上,保留备份信息。作为底层协议,可开发繁多的应用。这些应用在任何时刻都保存最权威和共同认可的数据记录,遵循共同认可的机制进行无须中间权威仲裁的、直接的和点对点的交互信息。在比特币的世界里,都基于计算力的民主投票。计算力背后是一个个矿工和用户,他们用自己的计算设备直接为对自己有利的行为投票,一个GPU一票,公平合理。这里没有代议制,没有法官和警察,每个人仅仅依靠自己的投票就建立了一种P2P的新型契约,解除了法定货币的强制契约。这种契约在网络世界的发展超出了许多人的意料。比特币里面包含了密码学、经济学、政治学、货币学和计算机前沿技术等许多理论和技术,把这种思路和货币拓展到整个互联网金融领域,可以说这种契约的改变是革命性的,是闯入传统金融体系和金融理论中的一只黑天鹅,其所形成的金融体系会发生怎样的革命性变化还未完全展开,但已初见端倪。

二、金融本质:预期和实现未来净现金流入

有了货币就产生金融工具及其金融服务。本文把金融服务定义为金融工具和基于金融工具交易的辅助服务,辅助服务有支付结算汇兑、交易便利和诸如信息咨询与顾问服务之类的投资银行服务。金融服务是货币本质的延伸,是一种通过金融资源配置自然资源和社会资源的一种机制。

① [澳]布伦南、[美]布坎南著,冯克利等译《宪政经济学》,中国社会科学出版社2004年版,第149页。宪政制度是减少国家机会主义造成的内生交易费用、货币超额发行和行为不确定的关键。宪政改革滞后极易造成国家机会主义和腐败的制度化,以及央行超额发钞与通货膨胀,导致货币购买力极不稳定。

② 经典的央行调控货币供应量三大手段和泰勒规则由此产生。

③ 2015年9月,全球13家顶级银行,包括花旗银行、美国银行、摩根斯坦利、德国商业银行、法国兴业银行、汇丰银行、德意志银行、瑞典北欧斯安银行、纽约梅隆银行、三菱UFJ金融集团、澳大利亚国民银行、加拿大皇家银行和多伦多道明银行,加入了由金融科技公司R3领导的区块链联盟组织。2016年我国由26家公司成立了区块链联盟。目前区块链技术已经应用于数字货币、智能合约、权属公证、资产交易等领域。区块链可以服务于金融,包括互联网金融,从而可以提升交易的公开透明性并降低交易成本。这是从技术上增强人类的信用机制,较之第三方支付信用机制前进一大步。

(一) 金融的本质

货币衍生了金融工具,那么金融的本质是什么?是信用。但通常把信用看成是借贷行为,如黄达编著的《金融学》认为“这种经济行为的形式特征是以收回为条件的付出,或者以归还为义务的取得;而且贷者之所以贷出,是因为取得利息,借者之所以借入,是因为承担了支付利息的义务”^{[1]76},还认为“凡是涉及货币,又涉及信用,以及以货币与信用结合为一体的形式生成、运作的的所有交易行为的集合;换一个角度,也可以理解为:凡是涉及货币供给、银行与非银行信用、以证券交易为操作特征投资、商业保险,以及以类似形式进行运作的的所有交易行为的集合”^{[1]116}。这种对金融信用的理解很不准确,许多金融现象无法涵盖。首先是只关注了债这种形式,况且债也不一定是归还本息,比如可转换债、永续债券。其次许多金融信用的具体表现形式根本不是简单的还本付息,比如股、典当、租赁、信托、保险,还有外汇买卖、利用票据信用证支付结算、股票买卖、银行各类保函等。第三,没有说清楚从货币到金融这种信用的实质联系,金融交易的标的是什么。第四,无法从这一起点合乎逻辑地解释货币的时间价值、衍生产品、跨时空的风险管理、定价估值、为何需要担保等许多金融现象,更遑论诸多金融理论(如金融工程、法与金融学、货币理论与政策、公司金融、金融消费者保护)如何从此合乎逻辑地展开。

金融的本质与货币的本质既有联系,又有区别。联系就是没有货币就没有金融,其本质都是信用,都是预期、承诺和承诺的兑现。区别在哪里?信用的标的物不同,货币预期、承诺和兑现的标的物是可以作为一般等价物和购买力稳定,金融领域预期、承诺和兑现的标的物是未来现金流,以此为基础和核心形成一方是现值方,另一方是终值方,都要求形成净现金流入。贴现方要对终值方践行可信承诺,终值方要对贴现方进行可置信的威慑(如图1所示)^①。这就涉及到法律上的权利义务安排和司法与执法问题。预期和实现未来现金流,这是金融领域独有的。金融的本质就是由三个核心概念形成的金融工具:未来现金流、现值和终值^②。当然也可加上复利。互联网金融没有改变金融的这一本质^③,只是更加场景化和生活化,交易中介的互联网化。纯粹的互联网金融是以比特币、比特债等互联网货币为基础。这样就把货币、信用和金融有机统一联系起来了,并且与三张财务报表有机对接起来,因为资产负债表和损益表是以预期未来现金流实现的权责发生制编制,现金流量表是以现金流的收付实现制编制,结合图2和图3,可更好地理解与社会核算矩阵和国民经济账户、投入产出表的有机联系。

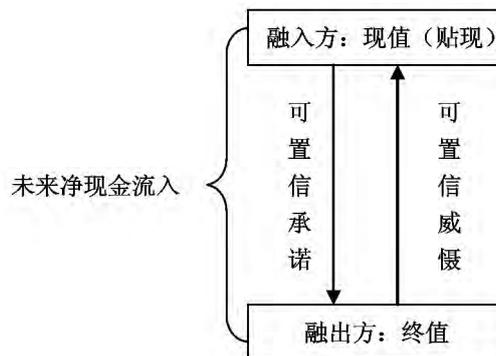


图1 金融的本质

为节省篇幅,本文不进行考古发掘式的概念比较和辨析。这种理解既不同于国内经典教科书黄达版

① 博迪和莫顿关于金融的六大功能都自然内含金融本质之中,支付结算和融资作为基础功能,就是终值方与现值方及其现值方的现金流入流出,风险管理作为核心功能就是一切为了在不确定性中实现未来净现金流入,激励功能就是把资本变现为现金流,资金汇集功能就是通过金融中介把现金从终值方转移到贴现方,跨时空配置资源就是通过金融工具作为信用的货币属性进行的,分散决策的价格信息机制是通过以货币表示价值并进行信号传递的。

② 现值 $P = FV / (1 + r)^n$, 终值 $FV = P \times (1 + r)^n$, 其中 P 表示本金, r 表示贴现率或者收益率, n 表示时间。这两个公式充满人生哲理。

③ 本人认为谢平等(2014)以一般均衡思维方法定义互联网金融值得商榷。因为互联网在一定程度上缓解了终值方与贴现方的信息不对称,但双方很难解决对“自然”的信息不对称,比如马化腾和南非私募投资者当年也不知道QQ可以发展为微信等,有这么多种用途以及今天的价值。

《金融学》对金融的理解,也不同于陈志武对金融的理解^[9],还不同于博迪和莫顿的理解^[10],与夏斌和陈道富的认识也有差异^{①[11]},但又包含了他们研究中的合理见解,力图把金融的实质特征建立在可触摸、可感知,且符合常人真实经验的基础上。

(二) 从四个核心概念出发理解和解释金融

基于上述去理解金融,我们就可发现金融并不神秘,不存在“类金融”。第一,各类金融工具和金融市场是预期未来净现金流入,不是面向过去而是面向未来。预期的改变实际也是随着信息和激励约束条件的改变而变化,这可与卢卡斯的预期理论联系起来。人们对未来现金流的预期和交易具有强烈的主观和心理因素,影响预期的因素有经济周期、产业政策、财政货币政策、自然地理环境、商业模式、企业转型和企业的核心竞争力等,还包括人的心智模式、认知心理和脑神经。预期可细分为非一致性预期、一致性预期和超预期,预期中隐含看涨和看跌期权。所谓非一致性预期就是由于人的异质性,根据过去信息对未来的预期是有差异的,表现在市场中就是你看多他看空。所谓一致性预期就是市场参与者一致看多或者一致看空。超预期有企业营业收入、盈利和经济增长等多方面看多的超预期和看跌的超预期。如图1所示,终值方与贴现方是针对预期实现未来净现金流入的一种交易来定价,定价具体表现为利率、汇率、费率等交易价格。银行信贷市场是银行预期客户能够还本付息,股票市场、外汇市场和衍生品市场对实现未来现金流的预期更是强烈和敏感。比如美国特斯拉汽车概念股、生物医药概念股,这些公司都是亏损就达到每股几百美元,腾讯不盈利在香港股市上也达到每股500-600港元。在国内也是如此,我国的银行股等股票每股收益率很高,但市盈率很低,这是因为在经济转型和经济周期下行阶段,预期银行不良信贷资产增多和利润增长放缓,反之许多重组股、代表新兴产业发展方向的公司股票估值很高,许多动态市盈率达几百倍甚至几千倍,这是因为预期这些公司高速成长和未来产生大量现金流。当然,一旦这些公司的未来现金流未实现或者没有达到预期,这些公司的股票价格也会出现“飞流直下三千尺”的现象,如当年重庆啤酒乙肝疫苗事件。这些都说明了金融预期、承诺和兑现未来现金流的独有特质^②。

第二,任何金融服务都是一个或者一组以现值方和终值方为核心的双向或多方交易契约。市场经济的本质就是交易,而交易的本质如康芒斯和科斯所言就是权利交易的交易^③。因人的有限理性,面向未来的交易是不确定的,所以金融交易是面向未来现金流的不确定性决策。一个人的权利是另一个人的义务,一个人的权利是其资产、收入,表现为另一个人负债以及成本支出。正如经济学家斯密德(2004)所说“成本是权利的函数,正是权利决定谁的利益是其他人的成本,正是权利使一个人的利益成为其他人的成本变为可能”^[12]。以未来现金流为基础,任何金融工具都具有金融属性、法律属性和会计属性,所谓金融创新就是这“三性”的模块化组合,其中法律属性是指未来现金流是一种财产权利,有股、债、典当、租赁、保险、信托五种基本的权利义务关系^④,当然其中任一项都可细分下去,或者交叉,如股有普通股、优先股、黄金股等,各自的

① 陈志武认为“金融的核心是跨时间、跨空间的价值交换,所有涉及价值或者收入在不同时间、不同空间之间进行配置的交易都是金融交易,金融学就是研究跨时间、跨空间的价值交换为什么会发生、如何发生、怎样发展,等等”,见陈志武著《金融的逻辑》,国际文化出版公司2009年版,第2-3页,他还认为金融有三个基本原理“一是价值的跨时期转移;二是就未来结果达成的契约和权利;三是可转让性”,见[美]威廉·N·戈兹曼、K·哥特·罗文霍斯特编著,王宇、王文玉译《价值起源》,万卷出版公司2010年版,第3-7页;博迪和莫顿认为金融是“研究如何对稀缺资源进行跨期分配,其中成本与收益分布于不同时期,也即为了在未来获得现金流而在当期进行投资”,见[美]兹维·博迪、罗伯特·C·莫顿著,伊志宏译《金融学》,中国人民大学出版社2000年版,第3页。夏斌和陈道富认为金融的本质是“对风险的定价和分配”,“货币金融的实质是人类之间的一种信任”,“金融是以一定承诺为基础,……促进资源优化配置的一种工具、载体,或者说系统网络”,“在这个过程中,一定法律形式将商品未来现金流的权利固定并且直接描述出来,通过国家强制力保证契约的执行,就成为形成和运用信任的关键”,见夏斌和陈道富著《中国金融战略2020》,人民出版社2011年版,第19-35页。

② 银行等金融机构对金融资产计提损失准备金都是根据预期未来现金流的实现程度而分类。

③ 在制度经济学方面的一个微观理论发展就是威廉姆森奠基的合同经济学。

④ 1998年,LLSV发表了《法律与金融》这一奠基性文献,认为金融工具现金流的获得是与附着于证券上的相应权利相关联的。这些权利的大小以及这些权利能不能够有效地行使,会影响到现金流的获取,从而影响到证券的价格。权利是由法律来决定的,权利能否有效行使是由一个国家的执法系统和司法系统来决定的,因此法律和金融之间存在非常密切的联系。有的学者盲从国外的金融理论,看不到Mayer提出的金融啄食顺序理论是美国法律严厉规制的结果而盲目套用于中国,看不到博迪和莫顿提出的金融功能发挥是建立在一系列正确和科学的法律规则等基础设施之上的,对于MM定理,很多人同样看不到不同金融工具基于未来现金流的不同财产权利性质与权利义务、风险分配不同的法律规制,看不到不同的融资结构为何会对公司治理和公司价值产生不同的影响。

权利义务关系差异很大,交叉的有债转股、信贷资产证券化等^[13]。因而基于未来现金流的权利义务交易就会产生内生交易费用、外生交易费用和中性交易费用,交易效率就是总收益减去三项交易费用之和^[13],经济资本回报率就是各金融机构度量效率和有效平衡各利益相关者权利义务的有效关键指标。由此我们可以更好地理解经济结构转型与金融服务的关系、直接融资和间接融资与实体经济的关系、伊斯兰金融少有金融危机和制定不同金融工具特征的会计准则进行信息披露^①。如图1所示,在金融领域双方交易的标的是未来净现金流入,贴现方对终值方承诺和兑现未来现金流,终值方为使贴现方的承诺可置信,往往要求贴现方提供各种形式的担保^②,如抵质押、第三方保证、留置、回购、保险等进行可置信的威慑,为此进行一系列权利义务安排,同时也要对贴现方能否兑现承诺进行分析评估。^③由此法律对金融创新具有非常重要的意义。

第三,现值方和终值方之现金流入流出的运动都是通过账户进行的,在信息经济社会之前,账户和支付结算清算转账被央行和商业银行垄断,在互联网时代,出现了大量的第三方支付账户和区块链账户。许多金融机构更加注重通过账户提供金融服务^④。由此产生了互联网金融和风险管理的革命性变化,使得一些传统的金融理论基础,比如信用创造、货币政策理论的假设前提在动摇^⑤。

第四,所谓金融化就是把任何有价值的东西都变成未来现金流,相对应存在终值方和现值方。比如一家上市公司对经营管理层设计的期权期股方案就是把人力资本变成未来现金流,人力资本所有者就是终值方,公司是贴现方。发行者定向增发购买矿山就是把矿产的未来现金流贴现,持有购买矿产的股票或者债券一方就是终值方,届时收到未来现金流股息和本息。大米、鸡蛋、钢材等实物资产将其证券化变成期货进行交易也就是将其价值变成未来现金流,进而发现价格。

许多金融现实理论和现实问题都可从这四个核心概念出发进行逻辑演绎与解释,为解决许多金融问题提供方法论启示,比如金融的脆弱性、风险管理、金融中介、金融脱媒、金融功能、金融杠杆等,以及金融服务的特质、治理金融危机、金融如何服务实体经济、不同的金融工具与金融市场对企业不同发展阶段和治理的影响等等。囿于篇幅,在此恕不详述。

三、未来现金流的表现形式及其根本来源

现值方对终值方实现未来现金流的承诺,其具体承诺内容依法律规定和合同约定而定,比如股就是分红,债就是到期付本息,保险就是触发合同规定条款的理赔,票据就是见票无条件付款。什么是未来现金流?就是在将来特定时点或预期时间段内的现金及其等价物(如银行活期存款、银行承兑票据、银行汇票、信用证存款、信用卡存款等内容)的流入与流出。

(一) 实现未来现金流的源泉

实现未来净现金流入的源泉何在?按照贴现主体划分,金融主体有政府、公司、金融机构和个人与家庭,分别形成政府金融、公司金融、机构金融和个人(家庭)消费金融。政府及其事业单位的未来现金流入来自税费,公司的未来现金流入来自销售的商品和劳务,个人(家庭)的未来现金流入主要来自工资收入、奖金与投资。从根源上讲,所有主体的未来现金流入主要来自实体经济的商品和劳务。所以金融从根源上要为实体经济服务,实体经济产生实实在在的净现金流入,是政府(包括事业单位)和个人与家庭之现金流的源头。金融工具买卖的现金流来源于实体经济、买卖价差。以银行对工业企业贷款为例,信贷资金的运动过程可用

① 不同法律属性和金融属性的金融工具,会计处理也不同,详见中国财政部颁布2005年的《信托业务会计核算办法》和2007年布的《企业会计准则第21号——租赁》、《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第23号——金融资产转移》、《企业会计准则第24号——套期保值》、《企业会计准则第25号——原保险合同》和《企业会计准则第26号——再保险合同》,以及2010年颁布的《典当会计核算》。

② 无杠杆不金融。权益与负债之比、负债与担保之比、首付与负债之比都是杠杆。金融机构与实体企业的一个重大差别就是高杠杆。

③ 现在许多机构是通过大数据、云计算进行。

④ 只要你打开网银账户、证券账户和微信账户,你就会发现账户的用途和功能非常多。

⑤ 笔者翻阅国内外金融学教材,尚未发现对账户这一基础设施进行理论阐述,更没有谁指出一些金融理论隐含账户的假设前提。我国最近几年,还一批互联网企业和平台,凭借第三方支付账户,打破了银行对信贷的垄断,由此央行对银行控制货币供应量已经力不存心,要走向以利率为中介目标,我国央行正在研究以区块链账本(户)发行人民币数字货币。

图 2 表述如下:

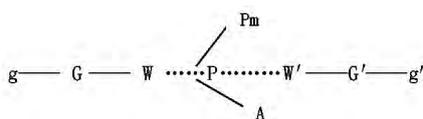


图 2 未来现金流的实现过程

从银行发放贷款(g)开始,企业将此转化为货币资金(G),企业将货币资金购买所需的生产要素(非人力要素 P_m 和人力要素 A)投入生产过程(P),创造出具有新的价值的产成品(W'),通过销售后获得新的增值货币资金(G'),也就是销售收入,企业以销售收入减去成本后的利润归还银行贷款本息(g'),信贷资金的运动过程结束。如果生产的商品和劳务不能实现“惊险一跃”,不能产生增值,也就是卖不出去,或者(G')为负值,则企业实现银行信贷未来净现金流入的承诺就难以兑现。非生产企业如商贸企业只是省去了生产环节(P),其循环过程也是如此,但要产品和服务卖得出去,收进来的现金流要大于支出的现金流。企业不产生现金流或者净现金流入,不可能有银行授信,现金流量决定企业资信。在这个循环过程中,企业的现金同时流出,要向水电煤气等部门支付费用,政府获得营业税、所得税和教育附加费等税费,政府部门把所得费税分配给事业单位及其职员,进行公共支出,个人在企业中获得工资奖金。

如图 3,现金在不同主体之间流入流出、贴现方与终值方的相互性和关联性形成整个社会的信用网络,一损俱损一荣俱荣。从一国拓展到全球也是如此。由贴现主体,形成政府金融、金融中介、公司金融和消费金融,许多宏观金融现象是这四大主体微观金融交易的结果。认识到金融实现未来净现金流入的源泉,我们就很好理解为什么金融要为实体经济服务,金融风险的根源来自实体经济。我们教科书上金融理论的最大不足之处是很少讲实体经济与金融的内在逻辑联系^① [14]。

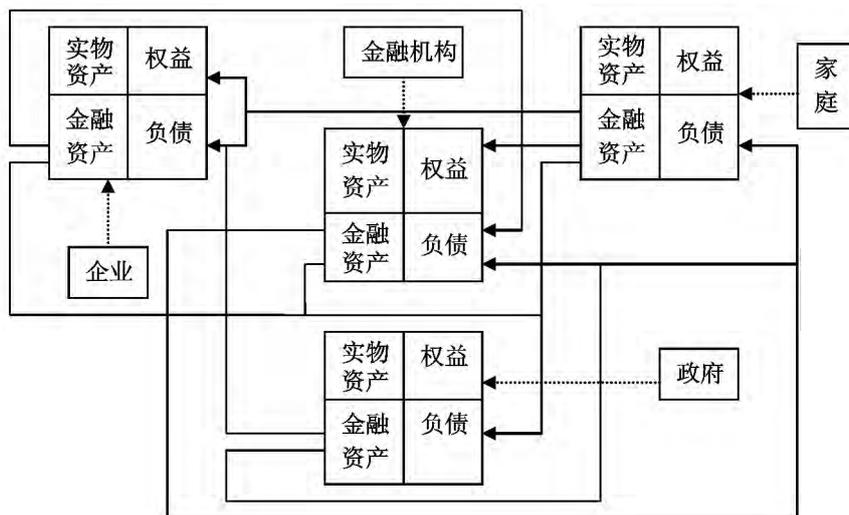


图 3 金融工具与家庭、政府、企业和金融机构形成的信用网络

(二) 金融的脆弱性

由于人的自利本性和人的有限理性,人与人、人与自然之间存在严重的信息不对称,由此对未来形成不确定性(人的行为不确定性和自然环境的不确定性)和风险(受益受损的概率),产生终值方未来现金流能否实现的问题。所以金融是面对实现未来净现金流入的不确定性决策,追求金融利润就是风险利润。这也产生一个悖论:货币的产生是为了解决人类交易不确定性和利益冲突的问题,由货币产生的金融工具能否实现

① 比如货币政策理论的微观基础,在于微观企业实现商品和劳务产生的现金流。新凯恩斯主义的主将斯蒂格利茨从 1977 年至 2002 年一直致力于探索货币政策的微观基础,似乎国内鲜有人关注,更不用说引入货币政策实践。详见约瑟夫·斯蒂格利茨,布鲁斯·格林沃尔著,陆磊,张怀清译《通往货币经济学的新范式》,中信出版社,2005 年版。

未来净现金流入又产生了新的不确定性和利益冲突,这是金融跨期交易产生脆弱性的表现^①。

为理解这一含义,结合图1和图2,我们以下列公式来说明。设 Y_t 为终值方某时点 t 的金融工具的本金, r 为参与资金的预期收益率, rY_t 为参与资金的预期收益,不考虑其他成本。只有满足以下平衡式才能持续下去:贴现方返还本金并支付对终值方承诺的收益,是由下一期实现的现金流 Y_{t+1} 来支付,则:

$$(1+r)Y_t = Y_{t+1} \quad (1)$$

该方程的解为:

$$Y_t = A(1+r)^t \quad (2)$$

由于约束条件

$$\begin{aligned} r &> 0 \\ 1+r &> 1 \end{aligned}$$

所以,必定是发散的,一旦贴现方的下一期现金流入没有实现,或者净现金流入没有实现,必将破局。通过上式,我们看到即使在时间上借新还旧,在空间上拆东墙补西墙,或者金融工具链条进行到一定长度时,一旦在未来时点 $t+1$ 的收益 r 没有实现现金流入,就会形成破灭的庞氏骗局。结合前述金融未来净现金流入的源泉,企业借贷实现未来净现金流入的源泉在于有效益,个人借贷实现未来净现金流入在于有收益大于支出,国债收益的实现源于税收。

由此也不难理解我国大量僵尸企业存在对银行信贷、企业债和股市与外汇市场的影响,进而可理解美国二十世纪八十年代至九十年代初的银行危机和2007年发端的美国次贷危机,无非是源头的借款人没有现金流还贷,造成整个交易链条的现金流中断。这就很容易发现问题所在和发生、传染的机理,而不是宏大、脱离金融与实体经济本身运行的轨迹,且不着边际的任意解释^②。假如借款人普遍没有偿还本息的现金流入,无非是相关企业倒闭破产,更深层的原因是经济周期进入衰退周期和产业结构调整,新的主导产业和支柱产业还没有成长起来。

四、结论

本文认为货币的本质是发行者承诺和兑现能够购买且购买力稳定,是发行者与接受者之间的一种契约关系。由货币衍生金融,金融的本质是信用,即预期、承诺和兑现未来净现金流入。围绕实现未来现金流,现值方与终值方进行一系列权利义务安排,因此,金融工具不仅具有金融属性,还有会计属性和法律属性。全社会实现未来现金流的源泉在于工商企业生产的商品和劳务形成经济增加值。金融的脆弱性根源在于人的有限理性有时不能实现未来净现金流入。金融是配置其他自然和社会资源的一种机制。思考金融理论和金融现象都应该从此逻辑展开。

参考文献:

- [1]黄达. 金融学[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2013.
- [2]劳伦斯·哈里斯. 货币理论[M]. 梁小民译. 北京: 中国金融出版社, 1989.
- [3]杨小凯, 黄有光. 专业化与经济组织——一种新兴古典经济学框架[M]. 北京: 经济科学出版社, 1999.
- [4]清泷信宏, 约翰·莫尔. 罪恶是所有货币的根源, 比较[M]. 北京: 中信出版社, 2002.
- [5]李昀, 长铗等. 比特币: 一个虚幻而真实的世界[M]. 北京: 中信出版社, 2014.

^① 监管层对宝能系收购万科股权资金的追问,进行穿透式监管,不仅在于高杠杆的风险,更在于债权资金转换股权资金对未来现金流的实现在期限上不匹配。宝能获得万科24.79%的股份之后,获得了股份之上的表决权、控制权。可见本文提出的金融工具“三性”理论有很强的实际意义。

^② 朱崇实,刘志云等译《美国八十年代至九十年代初银行危机——历史与教训》,厦门大学出版社2010年版;刘士余,王科进等译《危机管理:1980-1994年联邦存款保险公司和处置信托公司的经验》,中国金融出版社2004年版;美国金融危机调查委员会著,俞利军,丁志杰,刘宝成译《美国金融危机调查报告》,中信出版社2012年版;〔英〕阿代尔·特纳著,王胜邦、徐惊蛰和朱元倩译《债务和魔鬼:货币、信贷和全球金融体系重建》,中信出版社2016年版。

- [6] [美] 米尔顿弗里德曼. 货币的祸害——货币史片段 [M]. 安佳 译. 北京: 商务印书馆 2007.
- [7] [澳] 布伦南, [美] 布坎南. 宪政经济学 [M]. 冯克利 等译. 北京: 中国社会科学院出版社 2004.
- [8] [英] 弗里德里希·冯·哈耶克. 货币的非国家化 [M]. 姚中秋 译. 北京: 新星出版社 2007.
- [9] 陈志武. 金融的逻辑 [M]. 北京: 国际文化出版公司 2009.
- [10] [美] 兹维·博迪、罗伯特·C·莫顿. 金融学 [M]. 伊志宏 译. 北京: 中国人民大学出版社 2000.
- [11] 夏斌, 陈道富. 中国金融战略 2020 [M]. 北京: 人民出版社 2011.
- [12] 阿兰·斯密德. 制度与行为经济学 [M]. 刘黎, 吴水荣 译. 北京: 中国人民大学出版社 2004.
- [13] 汪其昌. 发现内生于人性和金融本质的法律规则: 司法审判视角 [M]. 北京: 中国金融出版社 2016.
- [14] 约瑟夫·斯蒂格利茨, 布鲁斯·格林沃尔. 通往货币经济学的新范式 [M]. 陆磊, 张怀清 译. 北京: 中信出版社 2004.

The Essence of Currency and Finance and the Thinking Method of Finance

WANG Qichang

(School of Finance, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 200620, China)

Abstract: Currency and finance embody the contractual relationship between people, which is game and commitment. The nature of currency is trust, which is the purchasing power and purchasing power stable commitment. Finance is generated by the currency. As a mechanism, finance is the allocation of other natural and social resources through financial resources. The nature of finance is also trust, that is, expectations, commitments and the realization of net cash flow in the future. Finance is the transaction between the terminal value and the present value, the object of the transaction is the rights and obligations to achieve the future cash flow as the core. Realization of net cash flow in the future lies in the production of goods and services in enterprises, which will result in economic value added. Therefore, in the financial thinking method, we should not toward the past; we should consider factors that we can affect cash inflows and outflows for the future. The core issue of financial risk management should also be based on the realization of net cash flow in the future.

Key words: the essence of currency; the essence of finance; the thinking method of finance

(责任编辑: 张秋虹)