

方翔
著

繁花經濟學

看懂時代的錢與路

山頂文化

目 錄

序 茶餘飯後的經濟學 _1

第一 部分

風雲變幻的金融市場 _11

1. 爺叔的生意課和四道考題 _12
2. 做個長期的股票投資者 _22
3. 股市裏的追漲殺跌 _31
4. 眾聲喧譁的股市 _41
5. 抄底的機遇和挑戰 _51
6. 一副珍珠耳環值多少錢 _60
7. 社會責任與資本市場 _67

第二部分

激蕩的中國經濟 _77

1. 當跳河的小寧波遇到不會游泳的寶總（一） _78
2. 當跳河的小寧波遇到不會游泳的寶總（二） _87
3. 外貿經濟機遇的偶然和必然 _94
4. 中國製造之路 _101
5. 貿易結算貨幣為甚麼重要 _109
6. 中國經濟改革史上的幾個爆款和名人 _117
7. 玻璃寫字間吃茶，還是好工作嗎？ _127

第三部分

無處不在的經濟學 _135

1. 懂 26 種語言的電梯員 _136
2. 「借運道」的門道 _143
3. 至真園的後廚和乾炒牛河 _150
4. 假作真時真亦假 _158
5. 黃河路上的飯店為何成群地開 _166
6. 大明星為甚麼可以贏者通吃 _174

後記 繁花：上海香港的雙城記 _180

序

茶餘飯後的經濟學

這是一本閒適的書。如果你看完了《繁花》，好奇電視劇或者小說裏的內容可以怎麼用經濟學來掰一掰，歡迎在茶餘飯後打開這本書。或者你沒看過《繁花》，也不打緊，也歡迎打開這本書，一起來玩經濟學。

在開始閒聊之前，我想談一個稍微嚴肅的問題。寫這本書的時候，我問自己：一個不從事經濟實務和研究工作，與經濟學只有遙遠的聯繫的人，會想讀、需要讀怎樣的經濟學？

一般來說，科普須由大家操刀，像我這樣的後學晚輩，不論資望功力，都是不配回答這



樣的大問題的。這本書最初緣起於一次分享閱讀和觀賞《繁花》感受的經濟學花絮，承蒙出版人青睞，邀請擴大發展為一冊《繁花經濟學》。既然應承了要寫，就得硬着頭皮思考這個問題。這本書始自《繁花》，落腳點卻得是經濟學。

我的結論是，如果你和經濟學只有「遙遠的聯繫」，也許這三個半維度的經濟學會對你有用：思維、知識、觀念和歷史（算半個）。

所謂「思維」，是指經濟學思考問題的方式。舉例來說，經濟學家通常同時考慮供給和需求，權衡成本和收益，警惕和努力矯正信息不對稱。經濟學家在設計政策時，不能一廂情願地不顧人們的反應。

思維這個東西可淺可深，道理無處不在，應用千變萬化。諾貝爾經濟學獎得主加里·貝克爾（Gary Becker）把經濟分析的範式拓展到了社會生活的點滴，從教育、醫療，到生育、犯罪，幾乎無所不包，也造就了「經濟學帝國主義」一說。這本書的一部分篇幅，就是截取

了《繁花》中的一些小片段，嘗試用經濟學的思維方式去解析它們背後的道理，挖掘那些肉眼看不到的東西。

思維就像武俠小說裏的內功，練到深處可以無窮無盡，但擁有一身渾厚內力卻也可以像《倚天屠龍記》裏的覺遠大師那樣不會打架。

經濟學的第二個維度是「知識」。任意翻開一本經濟學教科書，都由許多的知識構成。甚麼是供給和需求？金融資產如何定價？宏觀經濟如何運行和調控？對於專業人員來說，這些知識就是他們安身立命的本錢。就算不是專業人員，了解這些知識，也能增進對世界的認知。寫得好的教科書，能把思維滲透到知識中，讓你不知不覺得到進益，就像武俠小說裏寫的，「吃飯睡覺，內功都有長進」。

這本書雖然屬於茶餘飯後，也沒法避免講知識。畢竟脫離了具體情境的思維就如同鏡花水月，就算聽得一時爽，也管不了甚麼用。系統地傳授知識屬於學院，這本書裏講到的知識，會儘量限制在相關的情節範圍之內，希望



這些知識能夠引申出一些經濟學更底層的思維和觀念。

第三個維度是「觀念」。觀念比起知識和思維來要更進一層，是在對現實經濟長期的觀察和理論總結後提煉出的一般原理，可以被視作知識和思維的昇華。例如說，價格是調節市場、加總信息的有效信號，這個觀念既適用於商品市場，也適用於金融市場。再比如說，行政介入只有在市場失靈時才可能是能夠有效提高福利的，同時我們也需要警惕干預失靈。又比如說，信息不對稱的首要解決方案是找到激勵相容的機制。這些觀念超越一時一地的具體問題而具有更一般的普遍性。

有時候，觀念和教條只是一線之隔。經濟學教科書裏的某些知識經昇華成為觀念後，如果將之奉為金科玉律，不可變更，那樣觀念就成了教條。觀念與教條首要的區別在於，觀念是可以修正的，需要經歷邏輯、事實的不斷反思和檢驗。觀念是我們分析問題的工具盒，而不是那片使得我們「一葉障目」的葉子。阻

止觀念變成教條，這其中的關鍵就是思維。經濟學在下面這個維度上是科學的：經濟學的一切結論都可以推翻和證偽，也都有成立的條件和適用性。經濟學裏不存在甚麼正確不移、不可挑戰的真理。一個具備經濟學思維的人，能夠並且應該經常嘗試用邏輯和事實去證成或證偽一種觀念。當然，這樣可能的代價是，十個經濟學家對世界有十一個不同的觀點，然後各自八仙過海各顯神通地找自己的依據，吵吵鬧鬧，莫衷一是。然而世界本就是亂糟糟的，經濟學只能試着在亂中尋找一些秩序。

這本小書也會涉及到一些觀念，希望你在讀的過程中偶爾能夠靈光一閃，發現有些道理好像挺普遍。如果沒有看到那些普遍的觀念也沒關係，觀念的形成本來就是一個持久的過程。我在書裏所講述的觀念，大多是經濟學中較成熟有定見的，當然也會反映我自己的偏愛和立場。但誠如我前面所說，這些觀念不是真理，只是看待世界的參照和工具，希望你不要把它們變成頭腦中不移的成見。



還有半個維度是「歷史」。經濟學是基於現實經濟的，而現實經濟在歷史中展開。這本小書講的是《繁花》，而《繁花》的背景，則是轟轟烈烈的中國經濟改革大潮。^①任何關於中國經濟的敘述，都難以脫離這個讓人心神澎湃的時代，不能離開這個歷史背景。只有在這個歷史背景裏，那些經濟學的思維、知識和觀念，才能更鮮明和立體。所以我會在書中提到許多中國經濟改革的歷史。事過境遷，它們化為電視劇的一瞬間背景，化為我筆下不起眼的一個小節。如果你是親歷者，或者你的父母長輩中有親歷者，他們一定還記得那個時代的風起雲湧，跌宕起伏。

最後，我想說，了解一些經濟學，還有一個重要的維度，就是了解經濟學不能做甚麼。前些年有著名的企業家批評經濟學家無用，也有成功的投資人批評金融學教授根本不懂如何

① 電視劇《繁花》和小說《繁花》的情節有較大的不同，儘管其精神內核是十分相似的。本書的大部分內容基於電視劇《繁花》的情節舉例，特此說明。

成功地投資。擁有經濟學博士學位、在大學教金融學的我，經常被親戚朋友問：股票下個月會不會漲？哪些股票會漲？人民幣匯率會怎麼動？現在該不該買房？我常會給他們解釋，這些問題我沒有答案，他們很疑惑：那你唸的是甚麼書，教的又是甚麼書呢？這個問題很難用三言兩語解釋清楚。歷史學家王汎森先生有本書，叫做《歷史是擴充心量之學》。他說：「現代人因為受到自然科學與社會科學的影響，認為有用的知識帶有『律則』(law) 的性質。但是如果人們在茫然無所知的未來中，想要擁有一些『資源』、『暗示』或『線索』，則非求助於歷史不可。」經濟學是一門社會科學，追求律則。但我們也應當承認，當前的經濟學，並不能如物理學那樣在「律則」的道路上走得很遠。很多時候，它更像王先生筆下的歷史，給我們以資源、暗示和線索。從這個意義上說，學習經濟學，也有擴充心量（即提升人們整體的心智能力）的功效。希望我的這本小書也能對「經濟學能做甚麼和不能做甚麼」的思考，提



供一些視角。

在看電視劇《繁花》時，我常常想到十多年前，我在復旦大學讀書時的一段經歷。當時正值中國改革開放三十週年，全國上下都掀起了一陣紀念大潮。當時的我，懷揣着新聞夢想，在校媒《復旦青年》做記者，參與了「紀念改革開放三十週年」的選題製作。在那段時間，我讀了很多關於中國改革的書，採訪了許多來自不同學科背景、有着不同經歷的教授。他們有的講述了自己的成長和求學歷程，有的介紹了自己的研究和體會，也有的表達了自己對時代的種種擔憂。今天回看，我是多麼幸運，在不到二十歲的年紀，就得以由一批傑出的復旦教授引領着去領略這個偉大時代的五光十色。

看《繁花》，似乎又讓我再一次得以接近那個年月的激情和夢想。《繁花》小說開頭寫道：「如果不相信，頭伸出老虎窗，啊夜，層層疊疊屋頂，『本灘』的哭腔，霓虹養眼，骨碌碌轉光珠，軟紅十丈，萬花如海。」王安憶的《長恨歌》開篇寫道：「當天黑下來，燈亮起來的時分，這

些點和線都是有光的，在那光後面，大片大片的暗，便是上海的弄堂了。那暗看上去幾乎是波濤洶湧，幾乎要將那幾點幾線的光推着走似的。」那軟紅十丈，萬花如海，就像我們的時代，而那波濤洶湧的暗，就是大時代裏的《繁花》主人公們，還有我們。希望這一次的旅程，比起大學時代的我，可以更多一分經濟學者的理性和冷靜。

謹以這本休閒之作，致敬過去四十多年偉大的中國經濟改革。也以此感謝我求學、研究道路上教我經濟學思維、知識、觀念和歷史的每一位師長、同學和朋友。

The background of the entire page is a light gray with a subtle, repeating pattern of stylized, overlapping flower petals or leaves. The pattern is composed of thin, curved lines that create a sense of depth and texture.

第一部分

風雲變幻的金融市場



1。

爺叔的生意課和四道考題

對於很多《繁花》的觀眾來講，第一集裏爺叔給寶總上的生意課，是印象至深的。游本昌老師扮演的「爺叔」霸氣十足，胡歌從「愣頭青阿寶」到「帥氣寶總」的形象轉變也瀟灑而利落。這幾堂課的隻言片語就把我們帶進了那個時代的風雲變化。爺叔給寶總的生意課到底說了甚麼，背後又有怎樣的經濟學，頗值得細細說一番。

爺叔的課是這樣開頭的。他問阿寶：假如做生意的本金是 100 元，利息是 20%，要做多少利潤才可以持續？阿寶的答案是 120 元。爺叔說，錯，是 280 元。接下來爺叔細數了 280 元的構成：連本帶息要還 120 元，20 元生活，40 元成本，多的 100 元能繼續拿來做生意。

有了這個理論知識，爺叔用四道考題讓阿

寶實踐了如何從 100 元變成 280 元的過程。第一道考題是，去上海最貴的和平飯店訂一間包房。阿寶用 80 美金加兩包中華煙完成了。第二道考題是借 6000 塊錢買一隻指定的股票，持有一定時間，到點不論盈虧全部離手。阿寶找到自己的鐵桿兄弟陶陶借到錢，卻在離手後損失一半。第三道考題是再融資一萬元買指定的股票。無處借錢的阿寶再次找到陶陶，在陶陶媳婦芳妹撕心裂肺的罵聲中掏空了兄弟的家底。不過這一次，阿寶卻一舉翻盤，贏下了第一桶金，為後來成為「寶總」揭開了序幕。最後一道考題是讓阿寶等到十二點——這一道考題頗有漢時黃石老人讓張良月下等候，終傳《太公兵法》的意味，為的是考驗阿寶的心性，是否勝而不驕，沉得住氣。阿寶通過了這四道考題，終於成為爺叔的「入室弟子」，獲得了爺叔的「太公兵法」，一個日後縱橫商場，呼風喚雨的寶總，已經呼之欲出。

如果你是經濟學專業的讀者，也許會注意到一些概念上的不嚴謹，例如，利息和成本都



應當從利潤中扣除。我們暫時忽略這些細節來審視這四道考題構成的第一課。這一課，生動地詮釋了商業經營的特質。

首先，我們需要理解，為甚麼爺叔說，100元的借款，需要280元利潤才能維持經營，而不是120元呢？如果利潤是120元，那麼經營者只是盈虧平衡，經歷了一番掙扎，不過「竹籃打水一場空」，回到原點。或許你會說，這個道理我懂，可是從120元到280元，這個跨度也太大了，拋開20元生活和40元成本這些相對容易理解的項目，一筆100元的借款，真的需要多賺100元的利潤來繼續生產才可持續嗎？

這裏涉及到一個經濟學裏的基本原理：對於商業經營者來說，自有資金永遠優於外部資金。外部資金來源有兩種：股權和債權。股權既可以來自公開市場的發行，例如在證券交易所上市融資，也可以來自私人募資。債權的來源也多種多樣，比如銀行貸款，發行公司債券，當然也可以包括私人借款，就像寶總問陶陶借錢一樣。

股權和債權有甚麼不同呢？對一家公司而

言，債權人具有索取回報的優先權，即債務到期時借債人必須還本付息。除非公司破產清償，否則不論經營者盈虧如何，所還本金加利息都不隨之改變。與之相反，股權就是公司所有者自己的錢，經營的所得扣除成本和債務利息以外，原則上都屬於股權擁有者。公司需要決定多少部分的利潤直接以現金的方式作為紅利派發給股權持有者，又有多少利潤用於投資和擴大再生產。如果公司賺得多，股權擁有者就獲得的多；如果公司虧損，只要還沒有到破產清償這一步，這些虧損也都將由股權所有者承擔。^①

① 對於公司的資本結構，經濟學中有一個著名的 Modigliani-Miller 定理（簡稱 MM 定理）。這一定理表明，在不考慮稅收、破產成本、代理成本等摩擦因素的情況下，企業的價值不受公司融資結構的影響。換言之，公司的資金多少來自於內部，多少來自於外部，多少來自股權，多少來自債權，都並不影響公司的價值。這一定理的兩位提出者弗蘭克·莫迪格利尼 (Franco Modigliani) 和莫頓·米勒 (Merton Miller) 分別獲得了 1985 年和 1990 年的諾貝爾經濟學獎。

這一定理之所以重要，並非因為它精準地刻畫了現實。相反，在現實中，公司的資本結構是公司最重要的決策之一。這一定理的重要性在於它為思考和理解公司資本結構提供了一個供參照的坐標系。在這一定理提出之後，研究資本結構的決定和不同資本結構對公司的影響都必須回答，為甚麼 MM 定理被違背了。



當一個公司需要擴大經營，尋求從外部募集資金時，無論是通過股權還是債權融資，都面臨着嚴重的信息不對稱而帶來的融資約束。試想一下，假使你有一筆閒置的資金，一個經營公司的朋友邀請你投資他的公司，而你又對他的公司經營業務所知不多，你的反應是甚麼？是不是會認為朋友一定遇到了經營困難，資金周轉不靈，所以才想借你的資金解套？要是你那樣想，那麼你一定不願意冒着錢都打水漂的風險，把你的閒置資金投入朋友的公司。

有一種方式或許可以讓你心動。如果你的朋友自己拿出更多的錢來擴大公司的經營，那麼不論是作為股權還是債權投資者，也許你都會不那麼擔心。尤其是對於債權投資者來說，公司經營者的資金越多，債權的違約風險越低。如果一個擁有 100 元自有資金的公司問你借 100 元投資，你可能不會有太大的擔心，畢竟他的投資要虧損 50% 才會導致破產無法償還你的債務。但如果一個公司只有 10 元自有資金，那麼你一定不會願意借 100 元給他，因

為一個擁有 10 元自有資金的公司如果借債 100 元，它所能夠承受的虧損甚至低於 10%，這個風險太大了。如果對方是你的朋友，你可能最多願意借給他 20 元甚至 10 元。那麼當然，公司要想擴大經營規模，投資具有利潤空間的項目，就困難得多了。^①

股權和債權融資之間有時會相互影響，以至於有些公司越來越大，有些公司磕磕絆絆，始終難以起步。假使你是股權投資者，你了解一個公司已經具備強大的借債能力，未來即使遇到風吹草動，借錢融資也不是問題。那麼，你也更容易對這間公司具有信心，更願意將自己的資金投資其中，你的資金也就因此而成為公司的自有資金，可以更好地使公司進一步做大做強。反過來，假使你是債權投資者，你

① 在 2007—2008 年國際金融危機以後相當長的一段時間內，國際學術界、政策界都聚焦於研究金融危機的生成和防治。其中一個重要的成果就是強調充足資本的重要性。對於一個需要融資的主體來說，不管它是一家公司，還是一家金融機構，它的自有資本越多，融資就越容易。對於整個金融系統來說，如果金融機構擁有充足的資本金，系統的穩定性可以得到增強。



發現一間公司在股權融資市場上表現良好，你對公司資不抵債的擔憂就比較低，這間公司也就更容易借債做大。所以說，成長早期的公司有充分的動機去積累更多的自有資金，從而實現股權和債權這兩類外部融資市場上的正向循環。畢竟，在公司的初創階段，規模小，自有資金少，外部融資面臨的阻力就尤為明顯，公司急需迅速地生長，掙脫自有資金不足的陷阱，才能在未來的外部融資市場上具備足夠的能力。

當然，對於公司來說，一味地積累自有資金也不是最好的選擇。畢竟投資者的終極目標是分享公司成長的紅利。如果所有的資金只是一輪又一輪地投入公司的成長而投資者沒有獲得任何回報，終究也是不可持續的。但是，在公司的早期，經營者和所有者都更有動力減少紅利分配，積累自有資金，減低融資約束。等公司做大做強，融資面臨的限制相對較少時，他們才會更多地考慮與投資者分享公司成長的成果。

在美國，最不積極分紅的公司大概要屬科技公司了。科技巨頭 Meta、谷歌、亞馬遜在相當長的時間內都不給股東分紅。從他們上市開始這十幾年內，互聯網技術的發展極大地推動了這些公司的增長，即使沒有分紅，股東們也願意投資於這些企業未來的價值。但是經歷了這十幾年的成長，他們也漸漸成為了美國市場上最後的「不定期分紅者」。2024 年，Meta 和谷歌先後給股東派發紅利，終結了「從不分紅但股價猛漲」的科技傳奇。

或許你要問，公司為甚麼一定要向外融資，能不能都用自己的資金呢？如果一間公司擁有無窮無盡的資金，當然很好，但是在現代經濟中，當公司越做越大，自有資金總有不夠的時候，如果盲目拒絕外來資金，就意味着經營者必須放棄大量具有利潤空間的項目，很容易在激烈的市場競爭中被淘汰出局。

阿寶在第一次見爺叔的時候，他的自有資金幾乎是零。如果說第一道考題是一道入門題，考察了阿寶的靈活手段，那麼第二道和第



三道考題，就是在考察阿寶突破融資約束的能力。萬事起頭難，對於公司經營來說，如何克服融資約束，幾乎決定了公司的成敗。第二道考題爺叔要求阿寶在短時間內借到 6000 元，就是考察阿寶有沒有能力「平地起高樓」，陶陶這個鐵桿兄弟此刻成為了阿寶堅強的後盾。可是爺叔還不放心，畢竟做生意也好，搞投資也好，成敗都是「七分天注定，三分靠打拚」，是輸是贏，有時候只有天知道。這也就有了第三道考題，讓阿寶在虧錢後再借一萬元。這一題是考察阿寶在虧錢以後是否具有再融資的能力。要知道，有無數公司就是倒在了「再融資」這一關上。這些公司也許運營良好，只是因為運氣不好而一時資金周轉不靈。但資本市場總是嫌貧愛富。投資者面臨無數公司提供的巨量信息，實在無法準確地知道哪些公司只是周轉不靈，而哪些真的是經營不善。那些一時周轉不靈的公司如果無法在短時間內克服融資困難，縱有再好的項目，天才的創意，也敵不過投資者的冷眼。這時候的陶陶，再一次扮演了

阿寶的救星，幫助他通過了第三道考題。

在金融學裏有一個分支叫做「公司金融」，討論的就是公司融資的問題。這一分支佔據了金融學的半壁江山。要做好一間公司，最重要的兩個任務就是找到好的投資項目和保障穩定的資金來源。隨着金融市場的不斷發展，股權、債權的融資模式不斷創新，但最基本的邏輯卻始終一貫。爺叔給寶總的第一課，講的就是融資。爺叔有個精闢的總結：人有三個錢包，一個是實際有多少錢，一個是別人肯借你多少錢，一個是別人認為你有多少錢。這三個錢包，講的正是融資和自有資金的重要性。而爺叔的四道考題，證實了寶總是個長袖善舞，擅長突破融資約束的潛在商人。正因如此，爺叔才有理由相信，未來的寶總大事或可成。



2。

做個長期的股票投資者

在許多中國人的觀念裏，股票市場是一個「大進大出」的修羅場。這大概和中國人記憶裏的股市有關。在當代中國人裏，對股市印象最深的，獲利最大的，或者輸得最慘的，大概都是上海人。經歷了快四十年的沒有股票的世界以後，1980年代，有八家公司在上海面向社會發行股票，史稱「老八股」。其中的飛樂音響股票，還被國家領導人作為禮物贈予來訪的美國紐約證券交易所主席，見證中國經濟體制改革的決心。1990年上海證券交易所成立，新中國第一次擁有了可以交易股票的場所，上海人也就成了全國第一批股民。《繁花》電視劇中的寶總艦隊和麒麟會，都是最早一批殺入上海股票市場的人。在那幾年裏，股票市場剛剛建