



世界智库译丛

货币、金融与实体经济

——问题究竟出在哪儿？

MONEY, FINANCE AND THE REAL ECONOMY:
What Went Wrong?

【法】安东·布朗代 弗洛朗丝·皮萨尼 埃米尔·加尼亚 ● 著
闫屹 项慧玲 郑志丹 ● 译

中国社会科学出版社



世界智库译丛

货币、金融与实体经济

——问题究竟出在哪儿？

MONEY, FINANCE AND THE REAL ECONOMY:
What Went Wrong?

【法】安东·布朗代 弗洛朗丝·皮萨尼 埃米尔·加尼亚 · 著
闫 屹 项慧玲 郑志丹 · 译

中国社会科学出版社

图字：01 - 2016 - 11152 号

图书在版编目(CIP)数据

货币、金融与实体经济：问题究竟出在哪儿？ / (法) 布朗代
(Brender, A.), (法) 皮萨尼 (Pisani, F.), (法) 加尼亚
(Gagna, E.) 著；闫屹，项慧玲，郑志丹译. —北京：
中国社会科学出版社，2016.4

(世界智库译丛)

ISBN 978 - 7 - 5161 - 7944 - 4

I. ①货… II. ①布…②皮…③加…④闫…⑤项…⑥郑…
III. ①欧元区—债务危机—研究 IV. ①F835.059

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 070433 号

© Editions La Découverte, Paris, 2015

出 版 人 赵剑英
责任编辑 陈雅慧
责任校对 黎玲玲
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2016 年 4 月第 1 版
印 次 2016 年 4 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 8.25
插 页 2
字 数 107 千字
定 价 36.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话:010 - 84083683

版权所有 侵权必究

序

这是一本非常合乎时宜，但同时更是一本永不过时的书。

之所以说它合乎时宜，是由于本书的题材直指现今发达国家政策制定者所面临的核心问题，即在较高的债务水平下，如何通过非常规的货币政策措施和财政政策（但值得注意的是，在许多地方，财政政策仍然面临诸多约束）恢复经济增长。

之所以说它是永不过时的，是由于本书描绘了货币、金融和实体经济相互作用的方式以及国际资本流动如何带来风险，而在这些风险真正发生之前，我们通常无法识别它们。例如，2007—2008年，当美国次级贷款危机发生的时候，全球金融危机爆发；而当希腊政府债务风险、西班牙债务风险和爱尔兰住宅建筑贷款风险发生的时候，欧洲金融危机爆发。

目前，在欧洲，相关政策的讨论主要集中在两个截然不同的议题上：其中较为特殊的议题是如何处理希腊债务问题，希腊新选举的政府甚至威胁它的欧洲伙伴要对债务违约；而另一个议题则是关于欧洲央行（European Central Bank）购买大量政府债券时货币政策和财政政策的交叉所导致的更为一般性的问题。

本书将对以上两个问题提出有益且深刻的见解。

希腊债务问题解释了金融危机之后风险是如何分布的，以及当风险链条从终极储蓄人（本书将以德国家庭作为代表性的例子）到终极借款人（希腊政府）发生断裂之后，将会发生什么？本书在检验作者自称为“货币约束”问题的时候，将进一步分

析由于 ECB 资产扩张购买计划 [通常用经济术语表述为“量化宽松政策” (quantitative easing, 缩写为 QE)] 所导致的更为一般性的问题。

本书描述了“货币约束” (monetary constraint) 可能导致经济增长低于其潜在增长率的运行机制, 进而为 ECB 的非常规政策提供支持。作者最后建议, 在极端情况如危机状态下, ECB 可直接发放现金给家庭住户, 从而刺激需求上升。是否需要采取如此不寻常的步骤, 以及“缓解货币约束”的政策能否成功仍然有待观察。

丹尼尔·格罗 (Daniel Gros)

欧洲政策研究中心 主管

2015 年 3 月

前 言

几十年来，金融系统失效的现象已经屡见不鲜，并且其过度的金融行为也经常受到谴责 [Aglietta & Rebérioux, 2004]。然而，无论是危机的频率还是其不道德行为的规模都没有真正减弱。既然如此，为什么还要惊讶于许多人认为当今臃肿的金融系统存在令人担忧的堕落迹象？问题在于，即使是一个不健康的器官，它仍然要履行其职能，而金融系统的功能常常被那些金融系统过度行为的批判者和试图或多或少控制这些行为的人们所曲解。为此，自由市场的思想应该负主要责任，自由市场思想宣扬这样一种理念：将金融和市场交给其本身，那么我们的经济就可以通过“看不见的手”这一市场机制更好地分配储蓄。然而，循环于金融系统的货币和风险具有危险性，这一点是明确无误的。为了控制其破坏性（甚至是爆炸性）作用，必须将审慎性原则和经常性监督结合起来。最近的金融危机使大家开始意识到这一观点，但远未对金融机构所扮演的角色达到深刻理解的程度。对许多人来讲，金融在本质上更多地被认为是一个应当反抗的敌人，而并非是一个可以利用的工具。尽管如此，金融仍然在经济运行中扮演着非常重要的角色，一旦被忽略，后果将是非常严重的。无论是对孤立的个体经济，还是对整个世界经济而言，储蓄的分配、生产水平和经济的增长率全依赖于它。

有时候，我们倾向于忘记我们的经济是以货币为基础的。鉴于我们的消费需要以货币的形式进行结算，通过限制预期的交易

价值，可以限制流通中的货币量，但也会制约我们的生产水平。从这一点上来看，从金属货币到银行货币（scriptural currency）的转变有着相当重大的进步。显然，货币约束将继续存在，但是可进行交易的货币数量却在不断地调整，以使有效生产能够提供充分就业。如今，银行贷款作为货币发行的来源，银行所需的仅仅是筹集发放贷款所必需的资金。显而易见，政府当局必须肩负起调节金融机构行为的任务。如果仅凭自己，银行无法获悉究竟需要多大的贷款规模，或者为什么不能超过这个贷款规模。央行的角色正是利用其权利，通过设定利率的方式，以保证银行所能够获得的贷款量正好满足充分就业的需要（第一章）。

由于央行的决策将影响金融机构所能提供的所有金融投资和贷款的报酬，其利率政策的变动将最终对实体经济产生影响，但实际影响远远没有其所被描述的那么大。与现在人们普遍的观点相反，利率的下调，既不能增加企业的借贷，也不能增加其投资，因此，企业的反应是相当弱的。而生产情况好转时，企业反而会新增借贷，扩大生产能力或者收购新的公司；当生产减速时，由此产生的金融泡沫也将破灭。与之形成鲜明对比的是，家庭对贷款的需求反而对利率的变动十分敏感，从本质上来讲，家庭借贷的速度将对经济的增长产生直接影响。跟许多发达国家一样，这种货币政策的传导模式并非没有任何后果。在很大程度上，家庭借钱是为了购买已经建成的房屋。这类借贷行为和购买行为必须在数量上成倍增长，冒着引发房价上涨的风险，才能对生产产生影响。这种“泡沫”的形成几乎全部是实施“正常”货币政策造成的（第二章）。

金融体系并非被动地传递利率政策的变化，也不是机械地回应对利率敏感的信贷需求者。授信意味着承担风险，金融机构的任务还包括对所要承担的风险进行评估。风险评估的信息能够帮助银行决定信贷供给，但是除此之外，银行没有任何产出。最终，这些信息的运用将对宏观经济的稳定运行起到决定性作用。

当银行承诺为一家工厂或者建筑的建设提供资金时，它必须为了完成该项目而保证未来存款资金的可用性和持续性。鉴于相当比例的家庭和企业借款是长期的，而储户将自有资金投资于金融机构，很少会冒险将投资设定那么长的期限，于是，贷款方不但需要确保资金有很大的概率能够被偿还，同时还要确保有足够的资金来发放这笔贷款。如果没有这种日常的金融活动信息的收集，以及金融机构基于这些信息做出的决策，央行会发现仅仅依靠利率政策很难在维持宏观经济均衡的同时保持经济增长（第三章）。

但金融系统的活动并非仅限于贷款的分配。一旦这些贷款到位，也意味着与贷款相关联的风险开始传播和循环。至少在一段时间内，这一可能性将减少风险厌恶者为金融供给带来的障碍，它同时还将使准备承受风险的人们直面各种风险。债券和股票市场一直是风险产生和流通的场所，而资产证券化以及金融衍生品的创新进一步拓展了风险的传播范围，而结果却是金融系统的抗风险能力得到加强。大量的与储蓄积累相关的风险可从传统金融机构的资产负债表（balance sheets）中移除，并由影子银行体系（shadow banking system）的风险承担者来承担。但是与银行不同，影子银行体系不能发行货币。为了承担风险，影子银行的参与者只能借款，这也是金融系统脆弱性的一个新根源。如果未来它们接受到的贷款被榨干，那么系统的稳定性也将受到威胁。从2008年的状况来看，由于缺少政府当局作为风险承担者的替代方，一旦金融系统的稳定性被破坏，将很难恢复（第四章）。

几十年来，每个经济体内部都形成了自己的“融资渠道”，从借款方，经由风险承担者，再到金融资本提供者，不断地运行着。这些渠道的本质、运行方式和容量根据国家的不同而不同。尤其是在新兴地区，这些渠道还较为初级，但在一些发达国家，特别是向家庭直接融资的地区，这些渠道有着强大的吞吐量。从21世纪初开始，贸易和金融的开放使得存在大储户的国家至少

在一定时期内减轻了由于货币约束所导致的经济增长衰退：在美国或西班牙获得的住房抵押贷款刺激了中国或德国储蓄的形成。这种依靠少数国家融资渠道和借款的肆无忌惮的货币全球化，导致了储蓄的巨大浪费。从这一事件中可吸取的教训是很清楚的。今天的经济体能够产生的储蓄远远高于其吸收能力，这将使世界经济有陷入“长期增长停滞”（secular stagnation）的深渊 [Summers, 2014] 的风险。为了应对这一风险，有必要建立新的融资渠道，从而为本已超负荷运转的融资渠道减负，并引导可用资金流入急需投资且还未被资助的领域。新融资渠道的实现有赖于政府部门为其奠定坚实的基础（第五章）。

目 录

前言	(1)
第一章 货币约束	(1)
第一节 货币约束的运行机制	(2)
第二节 货币约束的缓解	(5)
第三节 从一个规则到另一个规则	(11)
第二章 货币冲击与经济响应	(22)
第一节 利率政策变动的传导机制	(22)
第二节 利率对企业支出的影响	(27)
第三节 利率对家庭消费的影响	(36)
第三章 信息与信贷供给	(45)
第一节 宏观经济调控的跨期问题	(46)
第二节 存款吸收人的信息工具	(53)
第三节 债券市场的作用	(57)
第四节 债务人偿付能力分析	(61)
第四章 金融与风险循环	(66)
第一节 传统市场的角色	(67)
第二节 证券化的作用	(73)

第三节 一种新的金融中介形式	(80)
第五章 货币约束、金融全球化与世界经济增长	(92)
第一节 货币政策和金融全球化	(93)
第二节 潜在可利用的存款准备	(98)
第三节 构建新的融资渠道	(105)
结论	(114)
参考文献	(116)
作者简介	(121)

专栏目录

专栏 1	基础货币或中央银行货币	(14)
专栏 2	泰勒和相关规则	(19)
专栏 3	欧元区和美国的金融体系结构	(24)
专栏 4	法国、德国和美国的投资方程回归	(29)
专栏 5	家庭金融投资、借贷和金融储蓄	(37)
专栏 6	信息状态、对风险的态度和经济增长	(50)
专栏 7	新中介以及货币资源的循环	(86)
专栏 8	证券借贷市场	(90)
专栏 9	金融财富与发展	(101)
专栏 10	经济增长边界	(111)

第一章 货币约束

在现代经济中，金融活动和货币之间存在着密切的联系。然而，长期以来，人们在经济分析中常常忽略了这种联系。如今，还在不时应用的所谓的“二叉树”方法将决定充分就业所需资源的相对价格机制与一般价格水平分离开来，而后者常常被认为是可用的货币资金总量的函数。货币与现实的分离使得货币仅仅成为“以货易货”的一层“面纱”。从这个意义上讲，货币对实体经济不会产生任何影响，而仅会影响一般价格水平。这种方法忽略了实体经济功能的基本面，事实上，过去几个世纪以来，货币已经成为贸易活动中必不可少的中介，持有现金不仅是为了现金拥有者自身的利益，还在于交易本身必须用货币来结算。因此，流通中的货币数量可能不足以解决充分就业所隐含的交易总量。由于货币的确仅仅是一层面纱，一般价格水平必须具有一定的灵活性以及与可用货币总量相适应的调节能力，否则，生产活动就会被约束。鉴于许多价格，尤其是劳动力价格具有下跌刚性，这一约束会更大。由于所有价格水平无法调整到与实际可用的货币数量相符，价格刚性，即使是暂时的，也会使得生产水平维持在低于充分就业水平。

借助“银行货币”（由银行发行），先是放松，进而打破可用的货币数量与地下开采的货币金属数量之间的联系，标志着经济发展到一个重要的阶段。但是即便如此，也无法解除货币约束。它仅仅意味着无论交易性质如何，都将所涉及资金从一个银

行账户转移到另一个账户，而并非是将钱币从一人之手转到他人之手。当然，主要的区别在于如今货币的可用数量取决于银行的借款数量，因而，货币数量是可调整的。这一重大转变也带来新的风险，即货币超额发行导致价格上涨的风险。近几十年来，金融主管当局似乎已学会了控制这种风险。

第一节 货币约束的运行机制

为了便于讨论，我们假定一个虚构的村庄作为独立的经济体，在那儿唯一的货币就是从现今已然枯竭的矿井中开采的黄金，货币以不同重量的金币的形式流通。所有商品和服务的生产与交换的价格均以黄金的重量进行度量。经过一段时间的反复实践，商品和服务的交换价格达到均衡。自此，价格不再变动，社会达到充分就业状态，生产和贸易只是月复一月地重复。在交易中，我们仅考虑商品和服务，假定每个月所有村民将其全部收入都用于消费，并且没有任何金融交易发生。流通中黄金的数量 M 能够执行全部交易（假如交易额为 T ，以黄金价值表示），村民每月所获得的收入为 Y （以黄金价值表示）。尽管这个例子非常简单，但这个经济体确实是一个货币经济：不存在任何形式的易货交易，对于任何一桩交易而言，买方必须拥有足量的黄金用于结算。月复一月，每位村民都将他们获得的收入用于消费，流通中的黄金在任何时候都不会在任何人的口袋中作过多停留，即使他刚刚收到报酬且还没有将之用于支付结算。

假如在一个黑暗的冬天夜晚，一群山贼洗劫了所有村民，第二天早晨将会发生什么？由于抢劫导致的巨变使得货币缺乏，这个经济体无法再作为货币经济继续运行，交易将不再发生。那些有一定原料存货的人们还可以继续生产一些时日，但是由于产品无法出售，整个市场经济生产将会陷入停滞。没有货币，货币经济将无法正常运行。

以这个显著的事实作为出发点，我们现在就可以定义一个在经济中起着核心作用的概念，即货币周转率（the velocity of circulation of money）。假如某些追击抢匪的村民发现了抢匪在匆忙逃跑过程中所丢弃的一袋黄金，他们打算将这些被盗的金币送还给附近的邻居。假如金币的总量为 m ，如今交易可以恢复，假定价格恢复到抢劫发生以前的普遍水平，刚刚失而复得金币的少数享有特权的村民可以像往常一样进行日常采购。相应地，他们的供应商现在有了资金，至少能够部分地执行往来的交易，以此类推。随着时间的推移，重新取回的货币将以此方式进行循环。月底的时候，货币循环可能使得交易额达到 t ，价值仍然以黄金重量进行度量，比率 t/m 则代表了经济中货币的循环速率 v ：在给定的月份中，质量为 m 的黄金所能允许的最大交易量为 vm 。这个速率表明一克黄金平均每月的转手次数，为了说明它只是一个纯“技术性”的量级，我们这里以准实验的方式对它进行定义。^① 在实践中，它取决于村庄的地理位置、货币在其中流通的难易程度、交易的频率、交易网络结构，等等。

在速度既定的条件下，找回的那袋金子所能产生的交易并不能使该村庄达到实现充分就业的经济水平。由于充分就业所决定的所有交易只能通过小于总量 M 的货币进行交易，因此交易过程中的价格就应当适当下调。假定交易的物价指数为 p ，袭击之前这一指数等于 1，如今这一指数必须降低，进而允许质量为 m 的黄金用来完成与先前习惯相同的总的交易量，这意味着 $p = m/M$ 。如果确实下调了价格，并且村民能够很明智地将追回的金币按居民个人损失等比例返还，他们将回到袭击以前的水平，所有的现金将具有等价的购买力，尽管损失了部分的库存黄金，但是村民的生活还将恢复到以前的正常状态。但是值得注意的

^① 在现实中，因为并非所有村民都进行相同的交易，这种情景需要进行大量的重复，以获得观测的平均速度，进而得到想要的结果。

是，如果并非所有的价格都下降到其所需的比例，现金余额的不足会使得社会经济水平低于其充分就业水平。

然而，劫掠并非是导致这一状况产生的唯一因素。现在，我们就将村民的金币恢复原状，继续检验另一种新的情形。假定技术进步使得产出全面统一地上升了一个固定的比例 y ，并且所有村民的收入、购买商品和服务的总量也等比例地上涨了 y ：当达到贸易均衡时，经济的扩张并不会导致商品和服务的相对价格变动。但是，若所有价格并没有变动时将会发生什么？货币约束将再一次发挥作用。假定技术进步没有对货币流通速率进行任何修正，可用黄金的数量 M 使得每月交易总价值不超过 Mv ：即收入 Y 所生成交易量不能超过先前的收入水平。如果村民想要享受技术进步带来的所有好处，那么他们可处置的黄金总量也必须以同样的比率增加。如果无法实现同步增长，可用资本数量的不足将会抑制经济增长。保持经济增长的唯一途径只有价格也随 y 降低同一比率。

我们再来考虑一个终极的情形：村民找回了所有金币，从此村民的经济活动又恢复了往日的重复状态。出于慎重考虑，现在他们突然决定每月从收入中留出 s 比例的金币。以黄金价值来衡量，每人的花费和收入以相同的比例减少；按实值来计算，这个经济体的充分就业均衡无法再进行修正，因为每个村民像之前一样既可以生产相同的商品又可以从其他人处购买相同的商品，唯一不同的是他们决定留存少量的黄金用于其他目的。每月都有总量 Ys 的货币贮藏起来，退出流通，由此，货币约束重新浮现。如果整体价格水平月复一月地持续降低，那么流通中的货币购买力才能够保持不变，而达到充分就业均衡水平点的交易总量也才能维持。但是，如果一般价格水平未能持续降低，随着流通中货币总量的递减，生产水平不得不随之递减：每月初，由于无法完成结算，上一个月完成的部分交易将不可能再发生，经济也将渐渐地与充分就业水平背道而驰。若要避免上述现象发生，只能有

奇迹出现，即我们必须每月将等量的货币发放给村民，用于补偿其囤积起来的那部分货币。

我们一眼便可从上述“实验”得到一个简单但却稳健的经验教训。仅仅15年以前，在一些主要的经济体中，货币政策仍然受到管控。如果价格具有下跌刚性，为了补偿出于贮藏目的而被冻结起来且不再参加流通的那部分货币，货币的总发行量就必须随着交易总量的增加而增加。除非货币总供应量的增加，否则经济将无法达到充分就业水平，更不用说经济的扩张将会受到抑制。当实行金属货币本位制时，这种约束是非常有效的。在新世界发现黄金之后开始的重商主义政策便是以此直观推理为基础的。贸易顺差和海盗行为是没有金矿的国家获得发展所需黄金的最好方法。这一推理同样可以解释，在更早的时期，为什么伊斯兰教禁止囤积贵金属，而在当时，贵金属是阿拉伯部落的主要资源。

第二节 货币约束的缓解

很久以前，在经济中流通的货币早已不再是金属的实物，而是“银行的”账面记录，每个人持有的仅仅是银行存款，并将之用于交易结算。事实上，这些账面记录取代金属货币并没有改变货币约束的运作方式：如今，假如购买者没有足量的资金用于支付和结算，他也和以前一样无法进行交易。此外，货币约束在决定生产水平中的作用并没有减弱。唯一改变的仅仅是决定交易价值的不再是金属货币的充裕或者缺乏，而是银行发放贷款的金额，它也决定了可用存款的数量。然而，这一改变确实带来了一个前所未有的可能性，即货币的创造速度可以根据经济的需要随时调整。

现在我们来想象一下，有一天我们的村民决定从今以后由一家银行来持有存款账户，每个人均将他们手中的金币移交给银