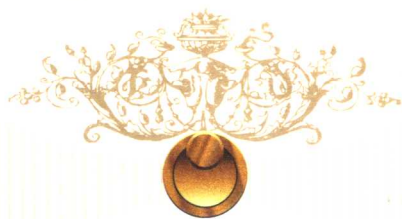


A Survey of Finance Literature



金融学文献通论

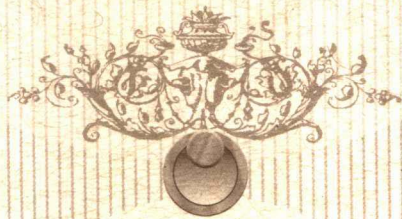
· 宏观金融卷 ·

陈雨露 汪昌云 主笔



中国人民大学出版社

A Survey of Finance Literature



F830

128

:3

2006

13

金融学文献通论

· 宏观金融卷 ·

陈雨露 汪昌云 主笔

中国人民大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融学文献通论·宏观金融卷/陈雨露,汪昌云主笔.
北京:中国人民大学出版社,2006
ISBN 7-300-07706-4

I. 金…
II. ①陈…②汪…
III. 金融学-文集
IV. F830-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 125624 号

金融学文献通论·宏观金融卷

陈雨露 汪昌云 主笔

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242(总编室)		010-62511398(质管部)
	010-82501766(邮购部)		010-62514148(门市部)
	010-62515195(发行公司)		010-62515275(盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	河北涿州星河印刷有限公司		
规 格	185 mm×260 mm 16 开本	版 次	2006 年 11 月第 1 版
印 张	38.5 插页 2	印 次	2006 年 11 月第 1 次印刷
字 数	669 000	定 价	75.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

序

经济学家们在很早之前就已经认识到货币理论和信贷市场对经济活动的作用,但大多不屑以定量的方法对其进行更深入的剖析。这样,20世纪50年代以前的金融理论主要局限于分析货币和信贷的功能,将其定位为经济学中的一个分支。这时的金融理论基本上是抽象的和直觉性的,主要是对金融实践的总结和金融政策的解释。

20世纪50年代金融学研究发生了重大变化。金融学的研究重点开始由传统的货币和银行问题转向金融市场,研究方法开始转向以规范的数理和计量模型为主。研究方法的转变从20世纪50年代美国主要金融学术期刊、美国金融学会会刊——《金融杂志》的学术论文类型变化中可以窥见一斑。翻阅20世纪50年代初期的《金融杂志》,很难找出有几篇数学符号的文章,到了20世纪60年代初运用简单数学模型的学术论文已经十分常见。20世纪50年代是传统金融和现代金融的分水岭,标志事件是哈里·马科维茨(Harry M. Markowitz)于1952年提出的现代证券组合理论,这个理论揭示风险也是最优证券组合选择的一个重要标准。之后,弗兰科·莫迪利安尼(Franco Modigliani)和默顿·米勒(Merton Miller)于1958年发表了苹果派理论或资本结构无关论(简称M&M理论)。由于在各自领域的开

拓性贡献,莫迪里安尼、米勒和马科维茨分别在1985和1990年获得了诺贝尔经济学奖的殊荣。

早期的经济学家们除了分析和研究信贷市场外,对股票和期货等金融市场也有过关注,不过他们大都对金融市场研究缺乏兴趣,这与当时的证券市场投机气氛有关。经济学家们不认为股票市场是正规的市场,而将其视为赌场的同义词,股票价格只不过是投资者的资本利得预期和反向资本利得预期作用的结果。约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)在其1936年发表的巨著《就业、利息和货币通论》中就将股票市场比作20世纪30年代在英国流行的选美比赛(beauty contest),其含义就是股票没有真实价值可言,因此,经济学家不屑为股票定价问题伤神。^①

尽管如此,也不是没有人来模拟股票价格。最早采用现代方法对股票价格行为进行理论研究的是法国数学博士路易·巴舍利耶(Louis Bachelier)。他1900年完成的博士论文《投机的理论》到20世纪50年代中期才无意中被芝加哥一大学教授发现,并将其翻译成英文出版。该译著对保罗·安·萨缪尔森(Paul A. Samuelson)后来研究股票价格行为和有效市场理论产生很大影响。1938年约翰·威廉姆斯(John Williams)发表了《投资的价值理论》一书,正式对传统经济学家关于金融市场的思维进行挑战。他的红利折现模型至今依然是西方投资学和公司财务学教材中不可或缺的股票定价模型。

现代金融理论研究的黄金时期是20世纪的六七十年代。马科维茨的证券组合理论遭遇到超出计算能力而丧失其实际操作性的困境。威廉·夏普(William F. Sharpe)、约翰·林特纳(John Lintner)和简·莫辛(Jan Mossin)在独立研究的基础上相继在1964年和1965年成功解决了这一问题,并首次提出数理逻辑严谨但浅显易懂的资产定价模型(S-L-M CAPM)。夏普也因此获得1990年诺贝尔经济学奖。1976年,斯蒂芬·罗斯(Stephen A. Ross)从与CAPM的风险与收益权衡完全不同的全新角度提出套利定价理论。套利定价理论的最大特点是无须资产收益分布、投资者偏好、市场摩擦等资产定价模型所做的关键假设,而是利用“没有免费午餐”这一简单道理就可以确定一风险资产的价格。20世纪70年代初期,费雪·布莱克(Fish-

^① 如果你选择的美女是所有参赛者当中最被认为是美女(投票最多)的,你就是这场选美比赛的赢家。要注意的是,成为赢家并不是因为你的鉴赏能力特别优异而选出了真正的美女,也非因为你选择的美女是目前为止大多数人都认为是最好的。要成为最后的赢家必须能够准确地预计到所有参赛者的平均预期将处在什么水平。

er Black)、迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)和罗伯特·默顿(Robert Merton)发表的期权定价模型(B-S-M options pricing model)也是利用类似的套利定价原理。如果要举一例有关超前金融实践并引导金融实践的经济理论,人们会首先想到的就是 B-S-M 期权定价模型。毫不夸张地说,期权定价理论创造和繁荣了当今占金融产品交易量中最大份额以及金融风险管理必要工具之一的金融衍生品市场。判定 20 世纪六七十年代是金融研究的黄金时期还因为尤金·法玛(Eugene Fama)在 1965 年正式提出了有效市场理论(EMH)。有效市场理论催生和推动了金融计量分析方法。20 世纪 60 年代以来西方金融学术界的研究成果中四分之三以上与有效市场理论有关。有效市场理论市场对金融理论和金融市场的影响可见一斑。

西方金融学研究涵盖三大主要领域:资产定价,公司财务,以及金融市场、金融中介和金融监管。

资产定价重点研究金融市场中的资产(包括金融衍生品)价格的形成过程和机制。它是证券投资、金融风险管理等学科的理论基础。市场微观结构是相对新的学科。市场微观结构主要关心的是金融市场参与者如何收集和处理信息,以及信息如何通过交易而反映在资产价格中。因此,市场微观结构与资产定价密切相关。

公司财务有时被译成公司理财、公司金融。公司财务研究资金筹集、资本预算、资本结构、税收、红利政策、公司并购和公司治理等问题。由此可见,公司财务研究范围与目前国内的财务管理的范围不同。目前国内的财务管理隶属于会计学的领地,偏重财务分析和财务控制,而公司财务是西方金融学的核心领域之一。

金融市场、金融中介和金融监管的研究包括市场利率及利率机制,商业银行、投资银行、保险公司等金融中介问题,以及金融机构和金融市场的监管。

我国学术界对金融学的定义和研究领域的界定尚有争议。目前的金融研究尚集中在宏观金融问题,包括货币银行学和国际金融两大领域。而上述的西方金融所覆盖的研究领域被称为微观金融,这主要与我国的传统经济体制和脆弱的金融市场体系有关。金融市场在资源分配与风险转移方面正在发挥越来越重要的作用。可以预见,我国金融学研究领域的界定与国际接轨是长期的趋势。在接轨的过程中,宏观金融和微观金融问题的研究都对中国经济的发展至关重要。

撇开金融学研究范围的界定不说,中国金融学的研究亟须上一新台阶。

西方金融学和货币经济学的研究早已实现理论系统化、数学化和计量化。概括地说,现代金融研究的方法只有两种:一是以数学语言和数理逻辑的方式演绎金融思想;二是运用计量方法以大规模的数据表述新的金融观。当然,追求数学化和计量化本身不是目的,研究方法科学与否要看其是不是为金融研究的目的服务。一项金融研究之所以称为研究,一般呈现以下特征:

第一,持续性。一项研究必须建立在前人相关研究的基础上。西方金融或经济学的研究之所以能够发展到当今的水平,持续性是其中的关键。

第二,创新性。任何一项研究必须在相关领域有某种程度的创新。创新与持续是相互关联的,持续性是创新性的必要条件,没有创新的研究是社会资源的浪费。

第三,成果的通用性和可比性。金融学作为一门科学,其研究成果应该广泛地使用于所有金融市场。当然,不同的经济体由于其自身所处发展阶段不同,发展的环境有异,金融市场有其特殊性。但这也不能成为抹杀金融研究成果通用性和可比性的理由。

我们这一代金融学人肩负着推动和繁荣新世纪中国金融学研究的沉重责任和历史使命。有比较才有进步,有意识就有行动。“金融学文献通论”系列丛书就是本着推动中国金融学研究而迈出的新的的一步。“金融学文献通论”丛书按宏观和微观两大领域系统介绍和评述了自20世纪上半期以来西方金融学、货币银行和国际金融方面最权威、最具代表性的原创论文。

全套丛书分三卷。第一卷介绍和评述现代金融和货币经济领域中最权威的原创新文,其中含宏观金融部分论文22篇,微观金融部分21篇。第二卷综述现代资产定价、公司财务、金融衍生工具和行为金融等微观金融领域各主要理论的起源、发展以及现阶段的热点问题。第三卷纵向综述货币银行及国际金融等宏观金融研究领域各核心理论研究的来龙去脉,发展历程,当今所处阶段,并把脉未来研究发展方向。

本套丛书适合用于高等院校经济学或金融学专业博士生、硕士生和二年级本科生的教材或辅助教材。对金融学、经济学研究有兴趣的学界人士,从事金融和投资实际工作及金融监管工作的精英也将会从阅读本套丛书中受益颇多。

在上个世纪里,货币银行学、国际金融及西方金融研究如雨后春笋,涉足面浩如烟海,新的研究方法层出不穷。系统介绍和综述这些领域的原创研究本身是一项十分艰巨和复杂的基础工程。在本套系列丛书问世之际,我们十分感谢教育部“211工程”项目“金融政策与金融管理”的资助。同

时,我们也感谢中国人民大学财政金融学院的部分博士生和硕士生,尤其是第二届中美高级金融硕士实验班的学员在本套丛书撰写过程中付出了艰辛的努力,我们在此一并致谢!最后,本套丛书由于其内容的复杂性和作者的知识局限性,其中难免存在遗漏、观点片面甚至错误之处,希望读者不吝赐教!

陈雨露 汪昌云

前言

《金融学文献通论·宏观金融卷》是“金融学文献通论”丛书的第三卷，是由中国人民大学财政金融学院承担的教育部“211工程”项目“金融政策与金融管理”课题的阶段性成果之一。

无论是历史上英美等发达国家财富的迅速积累，抑或今天发展中国家的奋起直追，金融都是居功至伟。我们之所以从经典宏观金融理论的原创文献入手，就是希望在梳理理论发展脉络的基础上，把握金融理论的趋向，探究金融和经济实践发展的启示。

本书收录了26篇宏观金融理论的文献综述，涵盖了以下四个领域的研究成果：

1. 货币理论与货币政策。

货币理论与货币政策领域的文献综述共6篇，分别介绍了货币需求、货币政策传导机制、货币政策规则、泰勒规则、货币政策动态一致性、资产价格与货币政策的研究进展。

长期以来，一个稳定的货币需求函数被认为是货币政策中运用货币总量目标的先决条件，因此，货币需求理论是货币理论中最基本的构成部分，对货币需求函数的实证分析被广泛用于指导和评价货币政策的操作。货币

政策传导机制是货币政策理论的核心内容,随着不同理论之间的相互吸收与融合,传导机制方面的进展则更加丰富和多样化,不仅原有的货币传导渠道得到修改和扩展,信贷传导渠道也从定性研究深入到了定量研究阶段。20世纪90年代以来,随着金融结构的变迁尤其是资本市场的发展,资产价格的重要性日益凸现,对传统的货币政策传导机制提出了挑战,资产价格的货币政策传导机制表明资产价格已经将实体经济与货币政策联系起来。之后,西方学术界和各国货币当局将研究重点集中在货币政策对于资产价格的波动是否应做出反应以及反应机制如何建立。在实证方面,经济学家通过各种计量分析方法得出了不同的结论,相关争论也异常激烈。

1977年,Kydland & Prescott 将动态非一致性问题引入,引发了新一轮规则与相机抉择的辩论热潮。泰勒规则的理论扩展及实践检验的成果颇丰,推动了货币政策规则理论研究的新进展。近期货币政策规则理论的研究成果,更多地融合了相机抉择与规则的优点,既要按规则进行系统性的操作,保持政策的透明度、连贯性和可靠性,又要适当地保持操作的灵活性、前瞻性和创新性。可见,货币政策规则的研究经历了一个从静态到动态,从分散到系统的演变过程。

2. 国际金融理论。

国际金融方面的文献综述共9篇,覆盖了汇率决定理论、国际收支理论、内外均衡理论、汇率制度理论、最优货币区理论、国际宏观经济政策协调理论、Balassa-Samuelson 效应、三元悖论以及新开放经济宏观经济学方面的研究成果。

国际金融理论是宏观金融理论的一个重要分支,历史悠久。特别是第二次世界大战以后,随着经济金融全球化的加速和国际经济关系的日益密切,国际金融理论的研究范围逐渐扩大,研究内容愈加深入,经历了一个不断总结、发展并日趋成熟的过程。在这一过程中,不仅传统的国际金融理论有了新的发展和突破,也出现了一些新的研究方向成为经济学家们关注和争论的焦点。汇率决定理论、国际收支理论、汇率制度理论和内外均衡理论属于传统的国际金融研究领域,是国际金融的核心问题,它们的发展历史同时也构成了整个国际金融发展史的主体部分。最优货币区理论、国际宏观经济政策协调理论、Balassa-Samuelson 效应、三元悖论是国际金融领域近年来得到理论界关注和讨论较多的热点命题。新开放经济宏观经济学的精髓是由奥布斯特费尔德和罗格夫于1995年在著名论文《汇率动态回归》中提出的,并成为了研究国际金融问题的新方法。近年来,经济学家应用、改

进和发展这一方法来对传统的国际金融问题重新进行研究,使新开放经济宏观经济学逐步成为国际金融学一个新的发展方向。

3. 金融中介理论。

金融中介理论方面的文献综述共5篇,分别回顾和展望了金融中介理论、比较金融系统理论、信贷配给理论、关系型融资理论以及金融控股公司理论的研究进展。1930年,Fisher开启了金融中介重要性的理论闸门,金融创新和信息技术革命对基于市场不完善的现代金融中介理论提出了新的挑战,随着近年来金融中介职能的转变,风险管理和参与成本被用来解释金融中介的作用。金融市场和金融中介作用的各种组合与比较构成了比较金融系统的主要内容(Allen & Gale,2001)。在现代经济中,金融系统对资源配置而言是至关重要的,良好的金融系统能够强有力地促进一国的经济增长,事实上,不同类型金融系统之间的比较是复杂的,因为每一种金融系统都有各自的优缺点。

关系型融资(relationship finance)以及金融控股公司理论是近年来西方金融中介理论研究的热点问题。关系型融资理论是20世纪90年代才引起经济学家关注的前沿问题,对关系型融资的成本收益进行分析,具有较强的现实意义。金融控股公司是一种金融组织制度创新,从金融经济学的角度对金融控股公司的收入、成本以及风险监管进行的研究受到了广泛关注。

4. 宏观金融风险与监管理论。

宏观金融风险与监管领域的文献综述共6篇,囊括了金融发展理论、金融脆弱性理论、金融泡沫理论、金融危机理论、最终贷款人理论以及金融监管理论的研究精粹。金融稳定与金融发展是古老而又现代、历久而又弥新的课题,世界各国频繁发生的金融危机以及全球经济金融一体化加速使其引起更为广泛的关注。金融稳定是一国经济持续增长的前提条件,而金融泡沫的破灭则对经济运行具有“金融加速因子”效应。频繁出现且损失惨重的金融危机使人们越来越多地认识到世界金融体系具有一定的脆弱性。金融脆弱性理论建立在信息经济学和制度经济学等一系列新兴经济学理论基础之上,金融脆弱性假说和安全边界学说进一步归纳总结了经济学家有关金融脆弱性产生根源以及如何衡量金融脆弱性等方面的研究。

构建符合现代金融业发展的金融监管体系,维护金融体系安全与稳定运行,已成为各国政府高度关注的重大问题,对金融监管的发展历程、必要性、有效性以及监管模式等方面进行研究综述具有非常强的现实意义。

参加本书撰稿的有:陈雨露、边卫红、侯杰、王玉、王晓帆、徐元铨。由陈

雨露和边卫红对全文进行了统一修订。

通过综述和评析经典宏观金融理论的发展脉络,界定理论发展的标志性阶段,我们希望帮助读者更加系统地了解宏观金融理论的历史沿革和最新发展动态,同时,站在巨人的肩膀上,我们能够在充分消化和吸收先进理论的基础上,探索切合我国特点的现代金融理论,解决中国经济发展中的金融问题。然而,准确把握宏观金融研究涉及的范畴、历史演进及最新前沿的工作无疑是富有挑战性且相当艰巨的。本书中的宏观文献综述成果只是我们的一种探索和尝试,其中的疏漏之处,敬请学界同仁和广大读者不吝赐教。

陈雨露 汪昌云

目录

§ 1. 货币需求理论	1
§ 2. 货币政策传导机制研究	27
§ 3. 西方货币政策规则理论	54
§ 4. 泰勒规则	68
§ 5. 货币政策动态一致性	83
§ 6. 资产价格与货币政策	99
§ 7. 汇率决定理论	126
§ 8. 国际收支理论	158
§ 9. 内外均衡理论	190
§ 10. 汇率制度理论	219
§ 11. 最优货币区理论	252
§ 12. 国际宏观经济政策协调理论	275
§ 13. Balassa-Samuelson 效应	292
§ 14. 三元悖论	306
§ 15. 新开放经济宏观经济学	317
§ 16. 金融中介理论	336

§ 17. 比较金融系统理论研究	365
§ 18. 信贷配给理论	389
§ 19. 关系型融资理论	405
§ 20. 金融控股公司理论	423
§ 21. 金融发展理论	444
§ 22. 金融脆弱性理论	474
§ 23. 金融泡沫理论	506
§ 24. 金融危机理论	525
§ 25. 最终贷款人理论	557
§ 26. 金融监管理论	571

§ 1. 货币需求理论

Laurence Harris(1981)认为货币理论中最基本的问题就是“什么是货币”以及“为什么要用货币”，并断言“在许多高深的货币理论发展背后，也存在着这两个问题”。其中，对于“为什么要用货币”这个问题的研究就构成了货币需求理论的基本内容。当然，货币需求理论所研究的内容不仅仅限定于为什么对货币产生需求，它还研究具体的货币需求数量与其决定因素之间的因果联系，并试图获取一个稳定的货币需求函数。而长期以来，一个稳定的货币需求函数被认为是货币政策中运用货币总量目标的先决条件，因此，货币需求理论不仅在理论上是货币理论中最基本的构成部分，在实践上它也成为货币政策选择的理论依据，被广泛用于指导和评价货币政策的操作。

一、货币需求理论的发展：一个概述

人之所以对某种事物产生需求必然是因为该事物具有某种功用。同样的，我们对货币产生需求也是因为货币在经济生活之中具有某种作用或职

能。现代的经济学教科书普遍把货币定义为任何一种发挥着交换媒介、计价单位和价值储藏作用的商品或法定凭据。而在货币的这三种基本职能之中,货币的计价单位职能并不需要使用真实的货币,因此对货币的需求就来源于货币的交易媒介职能与价值储藏职能。

早期货币理论的一个典型特征就是把货币仅仅看做一种交易媒介,而使用货币的动机是为了克服物物交换的不便或减少交易费用。与此相对应,同时期的货币需求理论也就把货币的交易媒介职能看作是对货币产生需求的唯一来源。这种观点从16世纪重商主义时期一直延续到20世纪初,中间经过休谟、配第、斯密、李嘉图以及费雪等人的深化和完善,最终形成了古典货币数量论。古典货币数量论关于货币需求的观点集中表现在费雪的交易方程式之中。

Fisher(1911)认为,人们持有货币的目的在于交易,因此存在如下恒等关系式: $MV=PT$;其中 M 是货币数量, V 是货币流通速度, P 是价格水平, T 是交易量。如果用 M_d 表示货币需求量,并将交易方程式进行简单的变换,就可以得到货币需求方程: $M_d=\frac{1}{V}PT$ 。因为短期内 V 为常量,所以货币需求仅为收入的函数,利率对货币需求没有影响。

古典货币数量论认为,人们持有货币仅仅为了进行交易的观点显然过于狭隘,因此剑桥学派的经济学家马歇尔和庇古等人在继承古典数量论的基础上有所发展,提出了现金余额数量论。现金余额数量论认为,人们持有货币是因为货币具有交易媒介和价值贮藏功能,因此货币需求方程(剑桥方程)应当是: $M=kPY$ 。其中 M 表示货币数量,即现金余额; Y 代表总产量; P 表示一般价格水平; k 是常量,表示以货币形式保持的财富在全部财富中所占的比例。在方程之中,作为交易媒介的货币,其需求量与交易水平有关,进而与名义收入成比例;作为价值贮藏的货币,其需求量与财富水平引起的名义收入变动成比例。

尽管马歇尔和庇古率先将货币的价值储藏职能引入了货币需求分析,并将货币需求与名义收入挂钩,但是剑桥方程式和费雪方程式没有显著的区别,利率因素依然被排除在货币需求方程之外,因此在结论上现金余额数量论与古典货币数量论一样,都体现了货币中性的思想。

在货币需求理论的发展历史上真正起到里程碑作用的是凯恩斯在1936年出版的《通论》一书中提出的流动性偏好的货币需求理论。

在流动性偏好理论中,凯恩斯假定人们对货币需求出于三个动机:交易

动机、预防动机和投机动机。

凯恩斯在流动性偏好理论之中将货币需求方程式写为：

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

其中, M_1 表示满足交易动机和预防动机所持有的货币数量, M_2 表示满足投机动机所持有的货币数量。 L_1 和 L_2 是对应于 M_1 和 M_2 的两个流动性偏好函数, L_1 取决于收入水平 Y , 并与其成正相关; L_2 取决于利率 r , 并与其成负相关。

流动性偏好理论的提出在货币需求理论发展的历史上具有重要的意义：

首先, 流动性偏好理论强调了货币的价值贮藏职能在货币需求中的重要性, 同时, 通过货币的价值储藏职能把利率因素引入货币需求函数是流动性偏好理论主要的特点与贡献。

其次, 货币需求动机概念的提出巩固了由马歇尔、庇古开创的从微观主体的持币动机、持币行为考察货币需求的新视角, 使得微观分析方法成为现代货币需求理论研究方法的主流。

最后, 出于预防动机的货币需求是货币数量论所未涉及的, 因此, 将对货币的交易媒介职能的需求分解为交易动机和预防动机是对货币数量论传统的完善与发展。

在凯恩斯的《通论》出版之后, 流动性偏好理论迅速地成为货币需求理论的主流, 而从微观主体的持币动机、持币行为来考察货币需求成为后续的货币需求理论的一个普遍的研究视角。

一种观点认为, 凯恩斯之后的经济学家在货币需求问题上的理论贡献主要集中在对流动性偏好理论的货币需求方程中的两个子函数 L_1 和 L_2 的重新阐述之上。这种论断或许稍有夸张, 但若抛开弗里德曼 (Friedman) 对货币需求理论的贡献不谈, 上述的说法也离事实不远。大体上, 凯恩斯之后的货币需求理论有着三个发展方向：

其一, 强调货币的交易媒介职能对货币需求的影响。这个发展方向的总特征是强调货币的交易制度和“技术”性质, 主张货币的主要职能是作为交易手段。在这个方向上, 货币需求子函数 L_1 被分解为预防动机的货币需求模型和交易动机的货币需求模型并获得重新阐述。预防动机的货币需求模型的代表有惠伦 (Whalen) 的立方根定律, 而交易动机的货币需求模型又可以进一步地分为两个子方向：“货币需求论”与“货币的微观基础论”(瓦尔拉斯派)。“货币需求论”力图弥补流动性偏好理论中没有