

金融学译丛

卢卡斯·门克霍夫 (Lukas Menkhoff)
诺伯特·托克斯多尔夫 (Norbert Tolksdorf) 著
刘 力 贾春新 等译

FINANCIAL MARKET DRIFT

Decoupling of the Financial Sector
from the Real Economy?

金融市场的变迁 金融部门与实体经济分离了吗



金 融 学 译 丛

卢卡斯·门克霍夫 (Lukas Menkhoff)
诺伯特·托克斯多尔夫 (Norbert Tolksdorf) 著
刘 力 贾春新 等译

FINANCIAL MARKET DRIFT

Decoupling of the Financial Sector
from the Real Economy?

金融市场的变迁 金融部门与实体经济分离了吗

图书在版编目 (CIP) 数据

金融市场的变迁：金融部门与实体经济分离了吗/
门克霍夫，托克斯多尔夫著；刘力等译．
北京：中国人民大学出版社，2004
(金融学译丛)
ISBN 7-300-06226-1

I．金…
II．①门…②托…③刘…
III．金融市场-研究
IV．F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 131607 号

金融学译丛

金融市场的变迁

——金融部门与实体经济分离了吗

卢卡斯·门克霍夫 诺伯特·托克斯多尔夫 著
刘 力 贾春新 等译

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)	010-62511239	(出版部)
	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.net (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	河北三河市新世纪印务有限公司		
开 本	965×1300 毫米 1/16	版 次	2005 年 1 月第 1 版
印 张	15.25 插页 1	印 次	2005 年 1 月第 1 次印刷
字 数	194 000	定 价	28.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

出版说明



作为世界经济的重要组成部分，金融在经济发展中扮演着越来越重要的角色。为了加速中国金融市场与国际金融市场的顺利接轨，帮助中国金融界相关人士更好、更快地了解西方金融学的最新动态，寻求建立并完善中国金融体系的新思路，促进具有中国特色的现代金融体系的建立，中国人民大学出版社精心策划了这套“金融学译丛”，该套译丛旨在把西方，尤其是美国等金融体系相对完善的国家最权威、最具代表性的金融学著作，被实践证明最有效的金融理论和实用操作方法介绍给中国的广大读者。

该套丛书主要包括以下三个方面：

(1) 理论方法。重在介绍金融学的基础知识和基本理论，帮助读者更好地认识 and 了解金融业，奠定从事深层次学习、研究等的基础。

(2) 实务案例。突出金融理论在实践中的应用，重在通过实务



案例以及案例讲解等，帮助广大读者将金融学理论的学习与金融学方法的应用结合起来，更加全面地掌握现代金融知识，学会在实际决策中应用具体理论，培养宏观政策分析和进行实务操作的能力。

(3) 学术前沿。重在反映金融学科的最新发展方向，便于广大金融领域的研究人员在系统掌握金融学基础理论的同时，了解金融学科的学术前沿问题和发展现状，帮助中国金融学界更好地认清世界金融的发展趋势和发展前景。

我们衷心地希望这套译丛的推出能够如我们所愿，为中国的金融体系建设和改革贡献出一份力量。

中国人民大学出版社

2004年8月

译者前言



近二三十年来，世界金融市场上金融资产的数量和交易量的增长速度都远远快于以产品和服务为代表的实体经济部门的增长。目前，世界金融资产的数量远远超过了实体经济部门所代表的数量。这一问题引起了学术界、实业界和政府部门的极大关注，金融部门与实体经济部门相分离的问题成为人们讨论的焦点。关于这一现象产生的原因及其利弊，目前是百家争鸣，众说纷纭，迄今没有一个一致的结论和意见。在中国，这一问题同样引起了学术界和政府部门的极大关注。

由卢卡斯·门克霍夫和诺伯特·托克斯多尔夫教授撰写的《金融市场的变迁》一书，从金融与实体经济相分离的角度对金融市场的发展问题做了一个较为全面的评述与研究。本书对金融发展理论的研究进展和国际上对此问题的实证研究都做了全面而系统的总结和介绍，并针对德国的实际情况进行了实证研究。通过阅读本书，我们可以对关于金融与实体经济的关系的研究进展和各种学派的理

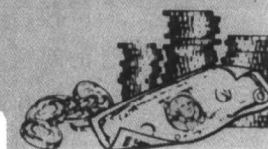


论观点，对主要发达国家的实证研究结果和目前的研究现状有一个清晰的了解，为我们更清晰、深刻地认识这一问题，针对中国的实际状况开展研究提供一定的帮助和参考。

本书由刘力、贾春新、徐爽、杨聘和袁燕翻译。本书的翻译由刘力和贾春新主持，首先由徐爽、杨聘和袁燕对本书进行了初译，刘力和贾春新对译稿进一步进行了翻译和修改，并对全部译稿进行了校对。

刘 力 贾春新

序 言



本书是由 Wissenschaftsförderung der Sparkassenorganisation 资助的研究报告的修订本。本书的德文版于 1999 年出版 (Menkhoff and Tolksdorf, 1999), 英文版进行了更新和修订。笔者在此感谢 Deutscher Sparkassen Verlag 同意出版此书的英文版。德文版中关于经济危机的章节没有包括在英文版内, 因为很多英文文献对这些问题已经做了探讨。

本书的目的是以在德国作为争论主线的“分离假说”为基本框架, 对关于金融市场的争论做一个结构化的综述。根据“分离假说”, 金融市场的迅速增长表明其作为一项功能性工具正在同实体经济相脱离。我们将这一假说纳入关于金融市场的争论之中, 把众多能够合为一体的不同贡献归纳在一起。

在对理论背景进行讨论之后, 我们介绍了相关的实证研究。不论是对已进行的研究的回顾还是我们自己所做的新的研究, 都不能提供一个一致的、清晰的画面。许多现象可以用相互矛盾的理论进



行解释。虽然我们相信这清晰地表明金融市场确实出现了一些功能性的问题，但不能由此对“分离”提出普遍的批评。金融市场的强劲增长并不总是坏事，在绝大多数情况下，这不是产生问题的起因，仅仅是一种附带产生的结果。

由于许多数据和研究是关于德国的，所以将一些现象和问题推广到国际范围时应该提高警惕。对一些问题还需要做更深入的研究。作者希望本书，特别是本书的英文版，能够促进这方面的研究。

在此对许多给这一研究提供帮助的人士表示感谢，他们是：Axel Bertuch-Samuels、Bernd Braasch、Helmut Hesse、Ulrich Hombrecher、Eberhart Ketzler、Klaus Krummrich、Patrick Steinpaß 和 Rüdiger Teuscher。我们还要感谢就这一问题进行讨论的兰得斯银行（Landesbank）的经济学家们，以及所有在波鸿大学（University of Bochum）积极参与讨论的人们。

最后，我们要特别感谢罗宾·邦森（Robin Bonthron）出色的英文翻译，感谢克里斯琴·鲁特（Christian Rouette）提供的无私的帮助和 Wissenschaftsförderung 给予的财务支持。

卢卡斯·门克霍夫

诺伯特·托克斯多尔夫

目 录



第 1 章	引论	(1)
1.1	问题的提出	(1)
1.2	分离问题的分类	(3)
1.3	本书的结构	(9)
第 2 章	金融部门和实体经济的相对规模	(11)
2.1	金融账户的定义背景	(11)
2.2	有关发展过程中金融部门增长的经验研究	(15)
2.2.1	金融资产比率的长期变化	(16)
2.2.2	发展过程中的金融部门结构	(19)
2.2.3	关于金融部门和实体经济发展之间的因果 关系	(24)
2.3	分离假说的研究	(29)
2.3.1	典型论证模型概要	(29)
2.3.2	将分离视为固有问题	(32)



2.3.3	将分离视为根本破坏性问题	(41)
2.3.4	作为破坏性伴随物的分离	(51)
2.3.5	有关分离原因的过渡性结论	(60)
第3章	金融部门与实体经济的分离特征的实证研究	(67)
3.1	德国的金融资产比率分析	(68)
3.1.1	引言	(68)
3.1.2	实证描述	(70)
3.1.3	分离假说之原因的实证分析	(74)
3.2	对于国际外汇交易的分析	(81)
3.2.1	引言	(81)
3.2.2	实证描述	(82)
3.2.3	对于不同市场参与者的交易动机的 分析	(85)
3.2.4	实证分析	(91)
3.2.5	对金融部门与实体经济相分离的 分离假说的评述	(95)
3.3	对美国权益市场的分析	(96)
3.3.1	引言	(96)
3.3.2	根据理论观点解释交易数量方面存在 的问题	(97)
3.3.3	实证检验的问题	(100)
3.3.4	以 NYSE (纽约股票交易所) 的 数据为例阐述分析中的问题	(102)
3.3.5	关于交易数量时间序列的实证分析 的个性化因素及其解释模型	(110)
3.3.6	总结和评估	(118)
3.4	附录：成本高的金融市场周转不能得到 合理的结果？	(122)

第 4 章	分析金融部门分离的可能后果	(128)
4.1	金融分离是 CAPM 失真的反映	(128)
4.2	价格波动性	(141)
4.2.1	导论	(141)
4.2.2	关于价格波动性的实证研究结果	(143)
4.2.3	对金融分离和有效市场假说的解释	(153)
4.2.4	评价	(158)
4.3	价格	(160)
4.3.1	引论	(160)
4.3.2	对价格的实证研究结果	(161)
4.3.3	对金融分离假说和有效市场假说的 解释	(170)
4.3.4	估价	(175)
4.4	金融部门的稳定性	(177)
4.4.1	不稳定性的定义和原因	(177)
4.4.2	金融部门(不)稳定性的实证记录	(182)
4.4.3	从竞争性假设的角度给出的解释	(185)
4.4.4	初步估价	(187)
第 5 章	经济政策: 估价和选择权	(189)
5.1	分离假说的证据	(190)
5.1.1	分离现象	(190)
5.1.2	分离原因的指示器	(191)
5.1.3	金融部门与实体经济分离的结果	(193)
5.2	三个评价驱动的反应概念	(196)
第 6 章	分离假说的总结评论	(201)
	参考文献	(207)



1.1 问题的提出

在人们的心目中，当前国际金融市场的作用比几十年前增大了许多。但是，人们尚不清楚这种变化是一种人们所希望的进步，还是意味着风险的增加。如果金融市场作为资源配置的核心可以有效地提高经济运行的效率，那么这种变化就是有利的。相反，如果金融市场是由于它导致经济进程的混乱而引起人们的关注，则这种变化就产生了问题。上述两种可能是金融市场与实体经济之间的关系的反映，也是本书所要研究的问题——一是正向的“支持”关系，二是反向的“破坏”关系。

目前人们对金融市场以及相关的金融部门的迅速发展给予了极大的关注。毫无疑问，在过去一二十年间，金融部门的发展速度超过了实体经济的发展速度。与企业的实物资产或国家的实际产品相比，股票市场、资本的流动和国际金融交易的重要性在提高。一些



分析人士认为，这已经导致了某种本质上的变化——一种（金融与实体经济的）分离、脱钩或金融向着独立自主方向的运动。过去，生产性的实体经济处于中心地位，金融部门扮演着辅助实体经济发展的角色。然而，现在这种支配地位似乎发生了颠倒。金融市场按照自己的逻辑和规律运行，而实体经济不得不使自己适应金融市场的运行规律。这是一种“悲观主义的观点”，它也是本项研究的核心——“分离假说”。

然而，也有完全相反的观点：随着金融市场的日益扩大以及它的日益国际化和专业化，其中所隐含的经济效率对市场经济中其他部门的影响越来越显著。这也可以看做是一种本质的变化，当然是正向的变化，这种观点可以看做是“乐观主义的观点”（Tietmeyer, 1997）。

关于金融市场高速增长的争论最多的可能就是外汇交易量巨大而强劲的增长。目前，外汇交易量是外贸交易额的 25 倍之多。许多观察家将这一比率当作这个核心问题的典型表现：金融市场目前是如此强大，以至于它与实体经济之间的共同之处已经很少了。外汇交易量的例子表明，实际外贸额对外汇交易的影响已经很弱，外汇交易的主要动力来自于外贸之外的其他纯金融因素和动机。根据“悲观主义”的观点，金融部门已经从实体经济中分离出去了。

而“乐观主义”者则认为，巨大的外汇交易量创造了巨大的流动性，使得所有与汇率有关的信息的传播可以不受个别市场参与者或特定信息的影响，从而使汇率能够反映基本经济状况的变化，而不仅仅是贸易量的变化，所以它所包含的信息不仅更加全面，而且更能精确地反映事件的变化速度（因为外贸信息对汇率的影响存在一定的时滞）。在这种意义下，分离使得价格形成机制更加完美。

上述关于外汇交易的争论表明了分析家对各种现象所持的观点存在的差距有多大。在这方面，他们更多地像在讨论“神话”（Hellwig, 1997, p. 212），而不是进行理性的评估。没有任何经济

理论告诉我们外贸与外汇交易的固定比率应该是多少？是1：1还是其他。这种争论的实质在于什么是“正常”的经济关系，而这需要用更清晰的公式进行必要的检验。无论是巨大的外汇交易量确实远远超过了有效的价格形成机制的需要，还是这种巨大的流动性确实有它的益处，都只有当我们知道为什么这一比率会以这样一种方式演变时，我们才能对它进行评价。争论的双方都承认，他们真正关心的并不是金融部门与实体经济之间的具体比率，而是关心这种变化所反映出的金融市场的功能的一种质的变化。

本研究的目的是追踪这种变化的轨迹，对它们的宏观经济功能进行分析与评估。我们将看到，想就某些争论（如前面提到的外汇交易市场的强劲增长）得到一个令人满意的答案的想法太天真了。事实远比表面情况要复杂得多。因此，这一研究也不会给出任何绝对的结论和意见，其结果是既不“悲观”，也不“乐观”。

总的来看，我们认为没有惟一的选择：宏观经济告诉我们，市场需要一个适当的环境保证它们能够正常地发挥作用，在新的适当的机制和机构产生之前，创新会导致不确定性的增加；从微观经济的层面看，市场参与者的性质或信息的差异意味着新的环境会产生新的不均衡，虽然这与促进职业金融市场参与者采取有效率的行动的设想完全不同。如果金融市场的功能产生了任何变化，这些变化都会伴随着一些负面效应。由于分离假说主要关注这些负面效应，并因此得出更加悲观的评价，所以我们的研究也对“阴暗面”给予了特别的关注。

1.2 分离问题的分类

对分离问题的关注已经使人们认识到，“分离”实质上是与金融市场的“功能性”相关联的，正是金融市场的“功能性”构成了我们衡量金融市场变化的“标尺”。经过更仔细地观察，我们会发现，



不同的文献通常会对金融市场的功能进行不同的讨论。这些功能的性质由研究者的研究倾向所决定，它们会相互重叠，也会涉及不同的方面。这里我们不深入地详细讨论关于金融市场功能的诸多定义，只讨论其最基本的特性：金融部门在经济中扮演着什么样的角色？

根据赫尔威格（Hellwig, 1997）的定义，我们把金融部门的功能定义为以下五个方面：

1. 通过引入货币来降低交易成本，换句话说，**支付功能**是金融最基本的功能。
2. 作为配置实际资源的手段，而不是经济中的货币供给，金融部门与其他价格系统一样可以提供实现实际资源的合理配置所需的信息，即它具有**信息功能**。
3. **金融功能**的基本作用就是为私人和公共投资与消费提供资本。
4. 金融部门的另一个重要功能是**防范风险**，即**保险功能**。
5. 最后，金融部门通过衡量资本使用中的风险和收益之间的关系，履行着**控制功能**。

上述定义与赫尔威格（1997）的定义相比，主要的差别就是增加了支付功能。与得到温克（Winkler, 1998）赞同的默顿和博迪（Merton and Bodie, 1995）的分类相比，默顿和博迪提出了融资功能。此外，他们还强调了金融部门正在兴起的一项功能，即自动地、及时地、在不同个体之间重新分配资源的功能。实际上，这就是金融部门配置资源的功能，是否应将其看做一个正在兴起的新兴的“基本”功能是值得怀疑的。前述五个功能中的后四个功能或许可以放在一起看做理性配置资源的过程。最后，值得一提的是施米特和蒂勒尔（Schmidt and Tyrell, 1997），他们区分了金融系统与金融部门的差别 [这与 Hellwig (1997) 是不同的]。金融系统是一个更广泛的概念，除我们这里讨论的金融部门的功能外，它还包括企业进行自我融资（尤其是通过折旧和摊销）等过程。我们先不讨论这一问题。

如果金融部门如期望的那样具有某些经济功能，那么这一标准与关于有效率的金融市场的争论，特别是关于金融市场的信息效率的争论之间是一种什么关系呢？托宾（Tobin, 1984）讨论了这种联系，他在讨论中将金融市场的效率分为四种类型：信息套利效率、基本价值效率、完全保险效率和功能效率。虽然这四种类型是并列的，但它们在内在逻辑上存在着相互重叠。

在上述分类中，涉及面最广的是功能效率，“金融行业作为一个整体，在经济中发挥着服务功能”（Tobin, 1984, p. 10）。在托宾看来，这一功能显然是与产品和服务的生产联系在一起的。根据托宾的分析，金融市场用于这项功能的能力仅仅是它全部能力中的一部分。他以证券交易为例对此进行了说明：“显然，在证券行业数额巨大的市场交易中，只有很小的一部分是直接为实际投资活动提供融资服务的。”

基本价值效率和完全保险效率的广泛性要弱于功能效率。前者的目标是保证证券基本价值的正确性，后者则是保证市场在产品、时间和环境维度方面的完整性（阿罗-德布洛意合约）。根据福利经济学的分析，这两者都是保证市场机制优于其他资源配置机制的先决条件。

在托宾提出的四种功能中，信息套利效率毫无疑问是最低层的效率要求。从狭义来讲，套利是指立即可以获利的无风险交易，无套利表明市场上不存在这种获利机会。从广义的角度讲（Tobin, 1984, p. 5），无套利不仅包括无风险交易（套利），而且包括可以无成本地利用信息进行交易（信息套利）。比如，托宾明确地提到了利用历史信息（主要是价格信息）预测未来价格的技术分析，以及金融市场对基本信息的短期反应。因此，具有信息套利效率的金融市场有这样的特征：从一致性和经济性的角度来看，技术分析是无利可图的，价格对基本信息的反应是灵敏的。

我们必须注意到，“功能性”是一个比在有关金融市场的研究文