



金融学前沿译丛

COMPETITION AND FINANCE

A Reinterpretation of Financial and
Monetary Economics

竞争与金融

——金融与货币经济学新解

凯文·多德 Kevin Dowd/著

丁新娅 桂 华 胡宇娟/等译

王志芳 周业安/等校

 中国人民大学出版社

金融学前沿译丛

COMPETITION AND FINANCE

A Reinterpretation of Financial and
Monetary Economics


竞争与金融

——金融与货币经济学新解

凯文·多德 Kevin Dowd/著

丁新娅 桂华 胡宇娟/等译

王志芳 周业安/等校

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

竞争与金融：金融与货币经济学新解/多德著. 丁新娅等译.
北京：中国人民大学出版社，2004
(金融学前沿译丛)

ISBN 7-300-06097-8/F·1943

I. 竞…
II. ①多…②丁…
III. 金融学-研究
IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 109860 号

金融学前沿译丛

竞争与金融

——金融与货币经济学新解

凯文·多德 著

丁新娅 桂华 胡宇娟 等译

王志芳 周业安 等校

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.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		
开 本	787×965 毫米 1/16	版 次	2004 年 11 月第 1 版
印 张	50.75 插页 2	印 次	2004 年 11 月第 1 次印刷
字 数	717 000	定 价	65.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

“金融学前沿译丛”编委会名单

编委会

李 扬 谢 平 刘 力 朱武祥

张 杰 何 帆 吴联生 王晋斌

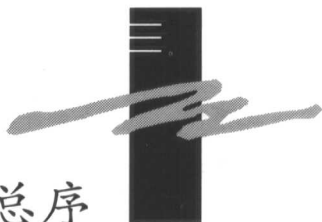
王忠玉 朱 勇 李卫华 张晓晶

陈彦斌 范小云 胡曙光 贾毓玲

执行主编

周业安 唐寿宁 马学亮

“金融学前沿译丛”总序



无论是对研究者还是对实践者，金融领域都是一处最值得冒险的乐园。诺贝尔经济学奖不断眷顾着这个领域的佼佼者；政府、企业和居民都已经认识到，金融系统构成了整个经济体系的“心脏”。穷国的百姓们逐渐接受着超出传统的储蓄思维以外的投资知识，股票、债券不再是发达资本主义国家的专利，跟随经济全球化的步伐，不发达国家的居民开始和发达国家的居民一同选择明星公司的金融产品，并成为这些公司的所有者。不过，金融产品的复杂性和金融市场固有的

投机性并不仅仅带来刺激，当自己的财富在较短时间内像水蒸气一样蒸发时，金融就仿佛和撒旦紧密结合在一起了。直到今天人们还在议论着密西西比事件、郁金香事件、南海泡沫等，20世纪30年代的大危机更是很多人心头挥之不去的阴影。

如果在这样一个世界里，各种金融产品的收益可以通过概率估计出来，同时，通过历史数据的收集和处理，可以推断一种金融产品的收益方差和标准差，那么投资者就可以通过精确的数学工具来计算满足自己要求的投资组合，实现同等风险下的收益最大化或同等收益下的风险最小化。果真如此，投资者就可以在不确定的世界里从事类似确定条件下的决策，这样，就可以避免金融市场上的泡沫和金融系统的危机。20世纪50年代，一些代表性的学者从理论上和经验实证上分别注意到了投资者理性决策的重要性。首先，阿罗（Arrow）通过对保险和风险的研究，特别是通过对一般均衡框架中或有证券的研究发现：只要针对未来的每一种潜在的可能性设计出相应的应对条款，那么就能构造出一种“阿罗证券”来确保总体经济的一般均衡。不过，阿罗也注意到，投资者理性决策依赖一定的信息条件，如果该条件得不到满足，金融产品的合同安排就可能不完全，比如，在保险业会出现“道德风险”问题。这些观点对后来的金融理论的发展产生了巨大影响。

其次，哈里·马克威茨（H. Markowitz）在20世纪50年代借助于统计技术发展出了均值方差模型，并被广泛用于实际的资产组合决策。马克威茨的思路可以追溯到伯努里（Bernoulli, 1738）和费雪（Fisher, 1930）等人，前者考察了概率与博彩问题，也就是不确定下的决策，后者考察了利息理论。这些早期的理论为后来的金融产品估价技术及金融工程学科的开拓打下了坚实的基础。不过，正是马克威茨第一次系统地用数理统计的语言描述了金融市场上投资者的可能行为。尽管当时他的研究并没有成为金融经济学的模型基础，但在华尔街却广为流行，成为众多投资者投资决策的技术依据。

最后，莫迪利亚尼（Modigliani）和米勒（Miller）也在20世纪50年

代开始关注金融市场上的证券供给问题，他们采取了标准的微观经济学的均衡分析方法，在假定金融市场完全竞争的前提下，试图通过公司的融资成本—收益决策来推导出证券供给曲线，不过，现在人们已经很少关心这个目的，主要原因是他们的结论因为“MM定理”闻名于世，其背后的证券供给曲线反而被忽视了。MM定理说明：在给定的若干假定条件下，公司的资本结构选择并不能给公司创造价值。这一结论奠定了现代公司金融理论的框架，因为该定理为复杂的公司金融活动分析创造了一个基本构架，相当于经济学中完全竞争市场的作用。

继承前面诸人的成果，夏普（Sharpe）、林特纳（Lintner）等人于20世纪60年代在马克威茨工作的基础上发展出了资本资产定价模型，罗斯（Ross）等人又进一步发展出了套利定价模型，奠定了研究资本市场价格的理论框架。法马（Fama）等人在20世纪70年代提出了有效资本市场假说，并给出了金融市场价格运动规律的经验实证研究思路。布莱克（Black）、斯科尔斯（Scholes）和莫顿（Merton）等人于20世纪70年代在MM定理和资本资产定价模型的基础上发展出了金融产品的定价模型，并被广泛应用于实务，从而导致了金融产品的大量创新。

另一方面，阿罗早期的研究重新受到重视，20世纪70—80年代，大量的博弈论和信息经济学模型被用于分析金融市场，如罗斯（S.Ross）、格罗斯曼（S.Grossman）、普雷思克特（E.Prescott）、斯蒂格利茨（J.Stiglitz）、利兰（H.Leland）、布雷纳（M.Brennan）、杰森（M.Jensen）、哈特（O.Hart）、哈里森（M.Harrison）、克瑞普斯（D.Kreps）、布哈塔期瑞（S.Bhattacharya）等人。这些学者把金融产品看作是契约，如果当事人的信息不对称，就可能导致契约的不完全，从而出现逆向选择和道德风险问题，此即金融市场资源配置的低效率。如果要提高资源配置效率，就必须采取有效的治理机制、恰当的证券设计及充分的信息披露，而这些正成为金融系统中日益重要的制度架构。

经过近40年的开拓，现代金融理论才真正成型，它不仅形成了以契约

为基础的金融经济学，而且在公司和各种金融中介的金融活动、金融市场的价格运动、市场微观结构、金融系统的演变及金融监管等诸多方面都有专门的理论，从而构成了一个较完善的理论体系和研究方法体系。

不过，随着金融产品的多元化和金融系统的复杂化，学者们逐步发现，20世纪80年代以前的金融理论仅仅考虑定价、套利、均衡、合同等问题，这是不够的。比如，有效资本市场假说的核心是完美套利，但现实世界中套利是不完美的，这就预示着作为理论基础的完全资本市场假定缺乏理论预见力；资本资产定价模型、代理理论模型等虽然比较精致，但缺乏足够的技术支持；以现值为基础的证券估价模型缺乏理论意义，扩展到不确定条件和多个时期也是如此；当事人的风险偏好假定不现实，越来越多的实验经济学研究结果证明了这一点；股权溢价之谜、市场效率异常等得不到合理解释，期限结构、波动理论等也是如此；金融市场的制度基础没有得到充分的重视，制度如何影响价格还不清楚等等。

正因为过去的理论有诸多局限，从20世纪80年代开始，金融学家进行了广泛的新探索，这一探索分两条线索展开：一方面，在过去的金融理论模型中嵌入制度等因素，着重研究金融契约的性质和边界、金融契约选择与产品设计、金融契约的治理与金融系统演化、法律和习俗等制度因素对金融活动的影响等。另一方面，一些金融学家基于卡尼曼(D.Kahneman)等人发展的非线性效用理论，开始引入心理学关于人的行为的一些观点，来解释金融产品交易的异常现象，比如有限套利、噪音交易、从众心理、泡沫等，这些理论形成了现代金融理论中的行为学派，又称为“行为金融”。

从目前的理论发展看，两条线索互相竞争，互相促进，共同发展，基于信息不完全、不对称和一般均衡理论的模型在解释金融市场异常方面有明显不足；但行为金融还不能有效地应用于金融产品定价，并且现有理论模型本身缺乏更广泛的经验证据支持。双方正处于争论阶段，构成现代金融理论发展过程的主旋律。

很明显，现代金融理论从20世纪50年代开始逐步摆脱了过去那种纯货

币理论的状态，确立了资产定价在金融学中的核心地位，如同一般均衡理论在经济学中的地位一样，它像一顶皇冠，吸引着无数的追求者。所谓现代金融理论其实就是用标准的主流经济学的原理和方法精确刻画金融活动的产物。而20世纪80年代以后，经过经济学家的不懈努力，金融产品和金融系统的复杂性日益受到关注，金融理论开始走出资产定价技术这一狭窄范畴，越来越多的人开始从金融活动参与者的行为本身来解释纷繁复杂的金融现象。行为的多元化导致金融产品和金融系统的多元化，也导致金融理论的多元化。现代金融理论的核心从资产定价转向参与者行为，这可以看作是向经济学本来面目的复归。

当现代金融理论日新月异的时候，国内的金融学研究尚处于启蒙阶段，几个明显的特征可以支持这一判断：首先，从教学上看，货币银行学仍是金融专业最核心的课程，而且还是经济类专业的基础课程，如果按照课程体系的逻辑去理解，这有点本末倒置、不伦不类。从国际化角度看，金融工程学开始试点，但很多人仅仅把金融工程学理解为纯技术的科学，忽视了它背后的经济学理论，这种把金融学等同于数学的看法实际上是对现代金融理论新发展的片面理解。其次，从研究层次看，对国外研究成果模仿者居多，对现存问题描述性讨论较多，缺乏自身对现象背后的内在逻辑的理解。实际上，金融问题和任何经济问题一样，都有其社会制度背景，如果忽略这种背景知识，盲目地和国际接轨，只能给人以隔靴搔痒的感觉。最后，从出版物看，金融读物的出版可能是经济类读物的出版中最繁荣的一块，但这些金融读物大多是对金融现象的描述分析，缺乏强有力的理论逻辑和科学的研究方法。国内著作的现状与国外译著引进的落后局面有关。迄今为止，很多出版社相继推出了各种金融学名著译丛，但所选名著大多代表20世纪80年代前的理论成果，并且这些著作大多是针对本科生的教科书，对于最新的理论名著和探索性的著作则介绍得很少。

金融活动没有国界，但对金融活动的理解一定是有文化和制度内涵的。中国的金融市场要得以繁荣，仅仅依靠一些缺乏理论和经验证据的政策辩论

是毫无意义的，并且还可能误导决策者和普通投资者。如果要形成正确的金融活动决策，就需要掌握科学的研究方法，这就要求中国的学者必须对国外研究成果有较全面的掌握，而不能各取所需，一叶障目。也只有全面了解现代金融理论前沿的进展情况，才能真正实现学者之教书育人和传播知识的功能。正是对中国金融研究现状的担忧，使得我们下决心把国外一些最新的研究成果介绍进来，一方面能够使国内的研究者，特别是青年研究者较全面地了解现代金融学的进展；另一方面，也可借此机会和众多同仁切磋心得，共同提高国内的金融研究水平。

基于以上的想法，中国人民大学经济学院西方经济学教研室、北京奥尔多投资研究中心和中国人民大学出版社共同组织翻译了这套“金融学前沿译丛”。这套译丛不仅包括《不确定条件下的投资》、《资产定价》这类纯技术著作，也包括比较制度分析在金融领域中的运用，如《比较金融系统》；还包括最新的行为金融著作《并非有效的市场——行为金融学导论》。同时，我们也关注到金融中的传统课题——货币，不过新的研究更加重视政治对货币政策和经济周期的影响，所以我们选译了《货币制度理论》。这些译著中，有些未必是经典著作，但它们至少能够从研究层次上拓宽我们的视野，比如《金融创新》一书，该书运用熊彼特（Schumpeter）的理论系统研究了金融创新活动，这也是迄今理论界对金融创新活动的一个较好的理论解释。当然，我们将继续从国外现有的研究成果中遴选出比较独到的作品呈献给读者，也希望得到同仁们更多的批评指正。

执行主编 周业安 唐寿宁 马学亮

2003年4月



中文版序言

为中文版的《竞争与金融》写序言是我莫大的荣幸。十多年前我写了《竞争与金融》的英文第一版，之后世界发生了很大的变化。然而这本书所涉及的根本问题仍然存在，如：货币和汇率政策的问题，是否要调控金融系统，或者说怎样调控金融系统等。这些问题确实是长期存在的。然而，这些问题的答案会随着时间的推移而变化。经济学家们爱赶时髦是众所周知的，我们教经济学的大部分人都熟悉一个玩笑：我们告诉学生们考试题目和去年的相同，但其中的圈套在

于，他们得给出今年的正确答案才能及格，谁要是给了去年的正确答案就会不及格。令人遗憾的是，这个老掉牙的笑话只有一点儿真实成分。对金融和货币经济学来说同样如此。仅举一例：在20世纪60年代早期，两个最主要的自由市场经济学家，米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）和弗里德里希·哈耶克（Friedrich Hayek）都拒绝接受自由银行业——或者，货币和金融自由市场——的构想。因为即使对他们来说，这一构想也太激进了，这一构想似乎太荒谬了，不堪深思。可是，随后他们更严密地审查了这一构想，两个人都承认本质上它没有任何错。甚至，正是哈耶克本人随后做了大量工作来展开关于这个课题的严格意义上的讨论。

随后的这些年，我们为数不多的几个人追随这一领先思想，并且得出了与西方主流经济学家们完全不同的结论。从我自身来说，我的观点非常直截了当。我坚信市场通常起作用而政府一般失败：市场的看不见的手比政府的完全看得见，又经常是笨重的手更好。这不是说市场解决方案是“完美的”——对现实世界中的问题来说，没有完美的解决方案，即使有，也非常少——但是，市场为复杂问题找到巧妙解决问题的能力经常给我留下深刻的印象，而经济计划者从来没有找到这些问题的解决方案。多年来，“看不见的手”的回击方式也一次又一次令我震惊，而且，在严密仔细的研究下，那些为政府政策所做的肤浅且似是而非的辩护渐趋清晰。事实上，作为一个经济学家，我花了职业生涯的大部分时间来检验这些论点，并且在每个论点的检验中我都得出相同的结论：“市场失败”过去常常证明政府干预是正当的，那是表面上的而非真的；被提议的解决方案——政府干预的某种形式——并没有被证明是正确的，而且常常弊大于利。我也花了很多年来观察政府的行为，有时候是非常近距离地观察。这也灌输了我一个强烈的认识——政府在实践中失败的普遍性。任何相信政府确实起作用的人都应该花点时间亲眼看看政府内部。的确，政府惟一可以实现它们目标的时机是当一些强大的特殊利益群体劫持了政府的力量，并为了它们自己的目的来使用政府权力的时候——这些给了我强烈的感受，更多的是作为反对政府干预的论据，而不是

支持政府干预。

结果，我所做的研究不过是当他们应用于货币金融系统时，为得出这些问题的结论而不懈努力。坦白地说，大多数经济学家对自由银行思想的抵制一直令我困惑：我一直都不理解为什么大多数经济学家满足于赞成一般自由贸易法则，然而却反对自由银行业，而自由银行业恰恰是金融服务业的自由贸易。如果自由贸易是好的，那么自由银行业错在何处；如果自由银行业是不受欢迎的，他们如何鼓吹自由贸易？他们是真的支持自由贸易法则，还是不支持？同时，政府在这个领域的干预——金融监管体制，存款保险制度，银行救援等等——看样子得分至少有点像政府在其他经济部门的干预那样惨淡。时过境迁，但是根本问题依然存在，而且同一个老错误被一再重复。凡事在变，而凡事依旧。不足为怪，我们纠正许多难题的基本方法依然如初——与市场力量合作，而不是与其对抗。

我坚信，同一个基本经济理论到处都适用。不同的国家在文化、制度、法律和其他方面存在着极大的差异，但以往所描述的“经济规律”是通用的。近些年中国已享有了显著的经济增长，但持续和普遍繁荣的关键之一是健全的制度结构——发展和完善制度机构，将有助于释放“看不见的手”的全部力量，而不是抑制它。因而，对中国来说重要的是要拥有健全强大的货币体系，拥有健康的金融制度，拥有适当的政策来促进金融进一步发展，等等。在中国同样重要的是拥有一个强大高效的非正式金融部门。在所有这些问题中，我强烈建议中国的政策制定者们按照放任的方法思考，回避按照控制和监管等方法来思考的诱惑——正如古谚所说，要是没破，就别修理。对任何地方的政策制定者来说，同样重要的是学习他国经验——特别是从他国的错误中汲取教训。普遍存在于西方国家的某些类型的政府干预——存款保险，资本充足度的规定，甚至中央银行自身——我认为根本就是荒谬的，而其他国家不去效仿它们将做的很好。

看到《竞争与金融》的中文版，我非常高兴。我暗自欣喜，希望这本书能在中国产生有益影响。因此，我想向那些使中文版成为可能的所有的人表

示我最热诚的谢意。我深深感激我的中国同事们——周业安副教授和他的团队，王志芳，江艇、丁新娅、胡宇娟、桂华、韩梅和黄纯纯，感谢他们为翻译我的书所做出的辛勤努力。我也深深感谢出版者，中国人民大学出版社，感谢它出版这本中文版。我真诚地感谢编辑们，并希望他们以及中文版全都成功。

英国诺丁汉大学商学院

凯文·多德教授

英国

2004年5月

绪 言



本书对金融和货币经济进行了新的解释。此成就来得有些迟。金融和货币经济这两个基本主体长久以来一直偏离了它们自身的方向，对一个领域的熟悉往往忽视了对另一个领域的摸索。而且，金融经济已经大致成形，而货币经济则并未明确。货币经济缺乏一个连贯的结构，关于如何构造这个主题，货币经济学家并未达成一致意见。所以，即使在关于我们如何思考货币经济这一方面，我们也无法达成一致，更不要说统一对很多重要的货币经济问题的回答。

本书试图通过提供一个（相当）统一的概念框架来解决部分困难，这个概念框架融合了金融和货币经济，本书还尝试回答它们引发的很多问题。这个框架具有两个基本特征。第一个特征是对市场“摩擦力”的强调，“摩擦力”需要有一个更好的术语来表示。近年来已经有关于这些“摩擦力”的研究——特别是在代理和信息经济学领域——毫无疑问，在我看来，这些新的宏观经济学家持有解释真实世界制度的主要特征的关键方法。最关键的是，它为我们提供了关于证券设计和公司资本结构的明智的经济理论，这个理论，反过来，能被用于提供一个理论上一致、经验上可接受的银行业的经济理论。

这个框架的第二个特征是无限制的竞争，或者说自由主义。读者可以将这个概念世界看作是无政府主义，或者政府严格置身于金融和货币领域之外的世界。一个需要注意的地方是，它让我们能够将货币本位内生化的：这里出现的货币本位，作为系统的一个均衡特征，是由系统内生决定的，而不是系统外生给定的（例如，如同在大部分自由银行业文献中）。另一个值得注意的地方是，它有助于我们更清晰地思考政府干预是理性的还是缺乏理性的，但我还希望这个基本框架对于其他学者依然有用，即使他们不同意我提供的一些答案。毕竟，政府干预的提倡者应该知道自由主义产生的世界是什么样子，即使他们觉得政府可以改进它：他们必须知道，如果他们并不知道政府可以改进什么，他们不可能对政府干预提供任何经济辩护。这就是说，我也相信这个框架确实自然而然地推导出自由主义的答案，我希望它能够争取到我的很多专业同事站到自由银行业这一边，这一点我从不掩饰。然而，最后，我希望重申自由银行业的位置，这对于近来的理论发展和其他经济学家提出的对于自由银行业的关注来说是公正的。



答 谢

我从 1989 年夏天开始着手写这本书。开始时，我只是试图将一些粗略的想法添加到我早期著作中——《国家和货币系统》（Philip Allan/Martin 出版社，1989）——但那时我并不打算让自己陷进去。（研究项目的现实计划从来都不曾成为我的难点。）我天真地想像将会花几个月而不是拖延了一年又一年，随着项目的开展，我意识到，把这些想法中的一些拿出来发表比较好。结果，本书中部分章节作为论文发表在各种学术刊物上，并且许多人曾对本书或这些文章提出