



金融学前沿译丛

THE THEORY OF MONETARY INSTITUTIONS

货币制度理论

[美] 劳伦斯·H·怀特 Lawrence H. White / 著

李 扬 周素芳 姚枝仲 / 译

王传纶 李 扬 / 审校

 中国人民大学出版社



金融学前沿译丛

THE THEORY OF MONETARY INSTITUTIONS

货币制度理论

[美] 劳伦斯·H·怀特 Lawrence H. White / 著

李 扬 周素芳 姚枝仲 / 译

王传纶 李 扬 / 审校



 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

货币制度理论 / (美) 怀特著; 李扬等译.

北京: 中国人民大学出版社, 2004

(金融学前沿译丛)

ISBN 7-300-05292-4 / F · 1627

I. 货...

II. ①怀... ②李...

III. 货币制度 - 西方国家

IV. F820.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 003509 号

金融学前沿译丛

货币制度理论

[美] 劳伦斯·H·怀特 著

李 扬 周素芳 姚枝仲 译

王传纶 李 扬 审校

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)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北涿州星河印刷厂

开 本 787×965 毫米 1/16

版 次 2004 年 4 月第 1 版

印 张 16.75 插页 2

印 次 2004 年 4 月第 1 次印刷

字 数 271 000

定 价 32.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

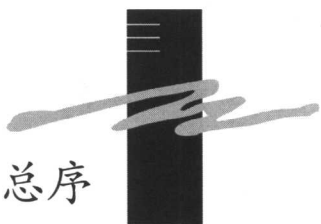
“金融学前沿译丛”编委会名单

编委会

李 扬	谢 平	刘 力	朱武祥
张 杰	唐寿宁	何 帆	吴联生
王晋斌	王忠玉	朱 勇	张晓晶
范小云	周业安	贾毓玲	潘 勤

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

AcL 07/14 I

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性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,但缺乏足够的数据支持;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

前 言

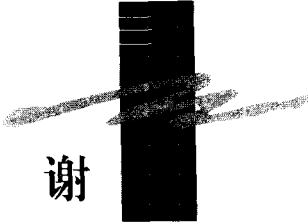
本书是在我为研究生和本科生讲授的货币银行理论和货币政策的讲义基础上扩展而成的。在讲授这门课的过程中，我一直想找到一部详细论述货币经济学中最令人感兴趣而且是最基本问题的专著作为教材，但终无所获，于是便着手写了这部书。本书的内容，我已在好几个年级讲过。然而，我无意将本书写成那种以概述本领域基本知识为要务的教科书，相反，我关注的是那些与货币制度和货币政策有关的各种理论和经验证据，这些理论和经验证据常常为人们忽视。因此，本书更适于用作教学参考书，而不是用作主导教材。如果要为货币银行理论或货币理论课程指定教学参考书的话，本书是最合适的。

然而，我希望本书的读者不局限于被指定读本书的学生。我希望我的同行经济学家们将从这里发现一些有用的东西。我还希望那些“受过基本训练的外行”来读这本书。这本书中的一些主题富于挑战性，但我已将数学的运用降低到最低限度，使其论述和说明易于理解，并尽可能将数学部分以附录形式附于章末。

本书由四个基本部分构成。头四章从理论和历史的角度出发，探索市场货币制度在不兑现货币出现前是如何演化和运行的，以及中央银行是如何走上历史舞台的。接下来两章的内容是规范性的，我们将批判性地评述政府参与支付体系的最主要理由。再接下来的四章中，我们将就现行的货币政策制度，即政府的中央银行自行操作的不兑现货币本位制度如何围绕着中央银行的政策目标而运作提供主流的理论。最后三章研究其他一些可能的货币制度及其运作机理，其中包括：简单或复杂的货币规则、竞争性的不兑现货币、兑付功能和记账功能相分离的“无现金”支付体系等。无论这些建议最后能否成为现实，仅仅去理解它们也是有用的，因为，通过比较，它们有助于揭示出我们现行货币制度的关键特征。

现在研究货币制度恰逢其时。这是因为，较之 20 世纪 70 年代，发达国家中央银行的通货膨胀倾向大大弱化了；而中东欧、亚洲、非洲和拉丁美洲那些放弃社会主义道路、从恶性通货膨胀中摆脱出来的人们在货币重建运动中，并没有想当然地认为必须拥有一个中央银行。本书不是一部改革方略的布道，但它能够使读者更好地理解：我们还可以有别的选择。

劳伦斯·H·怀特
佐治亚大学经济学教授
1998 年 7 月



致 谢

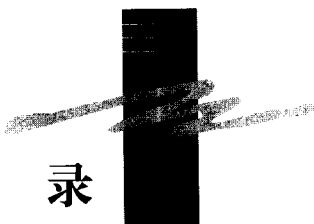
首先，我得感谢约翰·M·奥林基金会（John M. Olin Foundation）为我提供研究资助，使我得以在1988—1990年期间开始这一研究项目。麦克·布特（Mac Boot）和澳大利亚国立大学经济史系对我的照顾很周到，使我1989年秋的写作具备了舒适的环境。特里商学院的特里资助计划和佐治亚大学支持了我几个夏季的研究工作。查尔斯·希克森（Charles Hickson）提供了好几个宝贵的机会，使我得以在贝尔法斯特皇后学院讲述这本书的部分内容。我从乔治·塞尔金（George Selgin）、布赖恩·卡普兰（Bryan Caplan），以及三位读者——乔治·梅森（George Mason）大学的泰勒·考恩（Tyler Cowen）、弗吉尼亚大学的马文·古德弗兰德（Marvin

Goodfriend) 和伦敦经济学院的简·莱蒙 (Jan Lemmen) ——那里得到了非常有用的评论。洛伊丝·艾伦 (Lois Allen) 提供了非常有效率的研究帮助。另外, 布莱克威尔出版社的编辑们付出的远不止是耐心。

最重要的是, 我要对这些年就学于我的研究生和本科生们表示感谢, 他们的提问、异议和深究使我受益良多。最后, 我还要特别感谢卢安·阿尔格伦 (Louann Ahlgren)、费尔南多·阿尔瓦雷斯 (Fernando Alvarez)、米歇尔·弗莱明 (Michele Fleming)、纳塔利·詹森 (Natalie Janson)、柯蒂斯·梅尔文 (Curtis Melvin)、凯文·罗杰斯 (Kevin Rogers)、库尔特·舒勒 (Kurt Schuler)、克里斯托弗·索罗 (Christopher Sorrow)、理查德·谢登赫尔姆 (Richard Shedenhelm)、约翰·特纳 (John Turner) 等。

阿森斯, 佐治亚州

1998 年 7 月



目 录

第1章	市场货币制度的演变	1
	货币的神秘之处	2
	重述门格理论	4
	门格理论的若干含义	7
	从简单的商品货币到铸币	8
	银行发行的货币	11
	普遍按平价承兑	13
	清算安排	15
	实现不兑现货币的路径	17
	清偿媒介和记账媒介能否自发 分离?	18
	习题	21

第 2 章	商品货币	25
	价格水平的决定	26
	简单的黄金供求存量—流量分析	27
	黄金供给扰动的历史渊源	34
	金本位制度的益处	36
	金本位制度的资源成本	39
	金本位制度的价值超过其资源成本吗?	44
	习题	45
第 3 章	自由银行的货币发行	50
	货币的购买力	52
	银行的最优化问题和银行发行货币的均衡量	53
	纠正单个银行的过量发行	56
	纠正整个银行体系的过量发行	57
	对需求变动的反应	60
	存款和通货之间的转换	62
	习题	63
第 4 章	中央银行的演化及其基本原理	66
	中央银行的职能和清算所协会	67
	政府中央银行的起源	74
	历史案例	75
	习题	79
第 5 章	政府是否应当在货币上发挥作用?	83
	货币具有公共产品的某些属性吗?	84
	选择使用何种货币具有外部性吗?	86
	选择持有多少货币具有外部性吗?	97
	基础货币供给存在自然垄断吗?	106
	习题	108
第 6 章	政府是否应当在银行业中发挥作用?	114
	银行挤兑问题	115
	理论上的内在脆弱性:戴蒙德—迪布维格(DD)模型	116
	DD 银行的脆弱性:数字例证	118

DD 模型中的存款保险	119
针对 DD 模型的批评	120
存款合约是否具有内在脆弱性?	121
内在脆弱性的历史证据	124
银行发行货币是否存在自然垄断?	126
政府发行货币是否更有效?	126
习题	127
第 7 章 铸币税	131
铸币税的起源	132
最大化铸币税	135
法定储备	141
其他法律约束	144
恶性通货膨胀的动态演变	145
稳态间的转换: 诚实是政府最好的政策吗?	148
现实中的政府行为多大程度上可由铸币税最大化 来解释?	153
习题	155
附录	156
第 8 章 作为官僚政治机构的中央银行	163
对美联储运行程序的官僚政治解释	164
官僚主义和“通货膨胀倾向”	166
习题	169
第 9 章 政治性经济周期理论	170
诺德豪斯-麦克雷模型	170
从理性预期观点提出的批评	176
另一种表述形式: 瓦格纳的政治铸币税周期	178
“党派”政治性经济周期理论	179
习题	181
第 10 章 相机抉择和动态不一致	183
基德兰德和普雷斯科特模型	185
实证意义: 应用该模型解释通货膨胀的变化	189