

MASTER OF FINANCE

全国金融硕士核心课程系列教材

全国金融专业学位研究生教育指导委员会组织编写
教育部研究生教育创新计划资助项目

金融理论与政策

吴晓求 王广谦 主编

← FINANCIAL THEORY AND POLICY

 中国人民大学出版社

MASTER OF FINANCE

全国金融硕士核心课程系列教材 ←

全国金融专业学位研究生教育指导委员会组织编写
教育部研究生教育创新计划资助项目

金融理论与政策

吴晓求 王广谦 主编

← FINANCIAL THEORY AND POLICY

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

金融理论与政策/吴晓求, 王广谦主编. —北京: 中国人民大学出版社, 2013. 7

全国金融硕士核心课程系列教材

ISBN 978-7-300-17752-6

I. ①金… II. ①吴…②王… III. ①金融学-研究生-教材②金融政策-研究生-教材 IV. ①F830②F831.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 144209 号

全国金融硕士核心课程系列教材

金融理论与政策

吴晓求 王广谦 主编

Jinrong Lilun yu Zhengce

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 北京东方圣雅印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2013 年 8 月第 1 版

印 张 28 插页 1

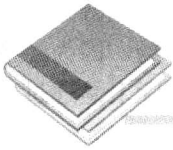
印 次 2013 年 8 月第 1 次印刷

字 数 637 000

定 价 49.00 元

版权必究

印装差错 负责调换



总 序

金融硕士专业学位（以下简称金融硕士）是我国目前 40 种硕士专业学位中的一种，其历史不过两年。随着中国金融业的不断发展和经济金融化程度的不断提高，社会对金融专业人才的需求日益增多，发展空间很大，发展前景广阔。从目前情况看，如何发展金融硕士（MF），提升金融专业学位的品牌价值和社会影响力，培养既具有扎实专业知识和技能，又有广阔国际视野和卓越实践能力的金融专业人才，是我们面临的重要任务。

一、发展金融硕士的经济金融背景

无论从国际还是国内经济发展角度看，发展金融硕士都是具有战略意义的。从国际方面看，国际经济金融之间的关系越来越复杂、越来越紧密，金融对经济的作用日益增强，金融以其杠杆化的功能推动着实体经济结构性调整、重组和成长。在国际经济舞台上，一国金融的竞争力是其经济竞争力的重要体现，现代金融成为大国经济博弈的重要平台。经济与金融的关系已经由过去的简单依附演变成现在的相互依存、相互促进，金融不再是经济的外壳，已经从经济外壳演变成内核。金融是现代经济的核心。金融成为未来大国博弈的重要平台，是因为随着经济的发展，经济资源越来越金融化、证券化了，金融成为转移风险的重要机制。我们常常说市场是资源配置的重要机



制或者基础机制，在现代经济结构下，市场主要就是金融市场，因为资源已经金融化，金融已经证券化了，这个方向非常清楚。全球经济资源的博弈，离不开金融市场，因为经济资源已经金融化了，现在无论石油、煤炭，还是贵金属，配置的主要方式实际上是通过金融市场完成的，金融已然成为大国之间的重要博弈平台。

现代金融也已成为转移风险的重要机制。从美国金融危机可以看到，美国如果没有现在的金融体系和金融结构，那么它面临的困难就要大得多。美国具有非常成熟的、开放式的金融市场，能把风险转移出来，使其经济和金融大体上处在较安全的状态。所以，金融成为大国博弈的重要平台，从资源配置和风险转移角度看，这一点非常清楚。而一国金融竞争力的核心又是什么？是制度和人才。制度造就平台，人才造就演员，两者缺一不可。这是从国际金融经济关系来分析培养金融人才的重要性。

从金融内部演变看，现代金融结构正在发生深刻变革，催生着对金融人才的需求。金融结构发生深刻变革的起因就是金融市场的发展。基于市场不断发展的金融结构变革，构成了现代金融的基本形式。无论在任何国家和地区，金融结构的变革如果离开了金融市场的发展就很难完成。基于市场的金融结构的调整，意味着金融功能的升级。所以，以市场为基本平台的结构调整正推动着金融功能发生重大变革：由单一走向多元，即由单一融资走向融资投资并重、风险分散等多种功能并存的一个现代金融体系。这实际上对今天的金融人才培养提出了新的全方位要求。为此，我们要进行理念创新，要理解现代金融结构变革的深刻含义，否则我们培养的学生一毕业就落伍了。

现代金融的基本趋势性特征是：金融机构越来越市场化，金融资产越来越证券化，金融体系越来越呈现高流动性特征。“金融的历史起点是融资，发展动力是投资，未来方向是基于财富管理的风险配置”，主要是指金融正在向新的方向发展，金融由相对单一的融资已经进入到融资与投资并重且投资功能日益显现的时代。金融功能中资源配置是基础，风险配置是趋势。金融硕士的培养要顺应金融的这种变革和发展趋势。

我国金融硕士发展的深厚根基来自中国金融改革、开放和发展的需要。中国金融改革和发展迫切需要一批高质量、具有卓越能力的金融专业人才。对中国金融的发展模式，虽然学者们有不同理解或存在争议，但中国金融结构的市场化、资产的证券化、金融机构的多元化、金融体系的国际化应是基本的共识。金融结构市场化的核心基点是大力发展金融市场，推动中国金融体系市场化改革。大力发展金融市场特别要关注资本市场发展。资产证券化是中国金融创新的重点，亦是金融市场发展和中国金融体系现代化的基石。没有资产证券化，中国金融体系现代化就找不到基石，也很难推动中国金融市场发展。金融机构也有多元化的特性，但基于财富管理的金融机构可能是未来发展的趋势。金融体系国际化是指构建与中国经济相匹配的大国金融和新世纪的国际金融中心。按照国务院的战略规划，到2020年要把上海建设成新世纪的国际金融中心，这也是中国金融体系国际化的一个标志。中国的金融硕士专业人才应该具有国际化视野，要具备在东西方两个平台自由行走的能力。我们培养的金融人才既要了解国际经济金融的基本规则，也要深入了解中国的国情。所以，无论从国际经济金融背景看，还是从金融自身的演变趋势和中国金融改革、开放与发展的角度看，加快培养现代金融人才都具有战略意义，其中当然包括金融硕士人

才的培养。

二、金融硕士发展的理念、使命和目标

要发展好我国金融硕士，还必须明确我国金融硕士发展的理念、使命和任务。理念、使命关系到金融专业硕士的定位，涉及我们要设计什么样的培养方案、编写什么样的教材、使用什么样的教学方法等问题。

1. 理念。在金融专业硕士的发展理念中，我们认为，首先是要具有扎实的、系统的现代经济金融知识，同时，要有卓越的实践能力。系统的专业知识和卓越的实践能力的结合就是“知行合一”。金融硕士的发展理念就是要培养知行合一的专业人才。其次，要具有全球化视野，熟知中国经济金融的改革方向和基本特征。这就是“中西融合”。离开中国经济金融的土壤，简单演绎一些西方金融理论不是中国金融硕士的培养目标。所以，中西融合、知行合一是我国金融硕士的发展理念。

2. 使命。我国金融硕士的使命是为中国金融改革、创新和发展提供高质量的专业人才支撑。

3. 培养目标。在全国金融专业学位研究生教育指导委员会（简称“金融教指委”）颁布的《金融硕士专业学位培养方案》中，对培养目标的描述是：具有扎实的经济、金融学理论基础，良好的职业道德，富有创新的精神和进取的品格，较强的从事金融实际工作能力的高层次应用型金融专业人才。这个培养目标如果要用一句话来概括，那就是金融硕士要具有卓越的实践能力。具有解决实际问题的卓越能力是金融硕士最核心的目标。金融硕士旨在为社会培养具有卓越实践能力的金融专业人才，包括金融分析师、风险（财富）管理师、产品设计师和金融企业领导者等。或者说，金融硕士培养的目标是金融家而不是金融学家。

在这一目标下，金融硕士应该具有四种意识。首先，要有较强的创新意识，因为金融的灵魂就是创新。其次，要有强烈的市场意识，市场意识意味着我们培养的人才必须要时刻了解客户需要什么。所有的金融创新，都要高质量地服务于客户。再次，要有根植于心的服务意识。金融业是一个服务业，没有服务意识，金融业就很难发展。最后，要有国际意识。金融业的很多规则都是全球通用的，发展规律也是一样的，国际意识实际上就是要善于学习、善于借鉴。所以，创新意识、市场意识、服务意识和国际意识是金融硕士具有卓越实践能力的四大要素。

三、金融硕士的知识节点

与“卓越的实践能力”相适应，金融硕士应该掌握哪些知识节点呢？这是编写教材所必须明确的。这里有一个与科学学位相比较的问题。概括地说，金融科学学位是要走“求真”之路，使命是探索真理；金融专业学位可能是寻“求解”之道，目的是拿出方案，解决问题。科学学位和专业学位之间的重点是有差别的，一个是“求真之路”，一个是“求解之道”。科学学位和专业学位可能都会问“为什么”，金融科学学位的“为什么”，可能



是想探索事情的逻辑过程以及问题背后的客观规律；金融专业学位的“为什么”，则是要了解事情的原由，由此找到解决问题的办法。所以，金融硕士要有自己独特的教学重点和知识节点。金融科学学位可能更注重理论逻辑和知识体系，也就是构画“山脉”；金融专业学位可能通常更多地关注理论逻辑和知识体系中的重要节点，也就是关注“山峰”。要找到“山峰”必先找到“山脉”，不知道“山脉”也就找不到“山峰”。所以，从这个意义上说，金融专业学位的教学要求更高。

以下试图用几个例子说明金融科学学位与专业学位的联系与区别：

第一个例子。金融科学学位在研究货币结构时，可能更多地关注货币结构的演进过程及其原因，从M0到M1、M2、M3……，研究它为什么会呈现出这样的层次，研究其逻辑演进过程。金融专业学位可能更多地关注货币结构的变化对市场的影响，以及M0、M1、M2、M3……之间的相互转换对市场带来的影响。这可能就是它们在教学中的差别。

第二个例子。金融科学学位在研究金融危机时，可能更多地关注“为什么会发生金融危机”，金融专业学位可能更多地思考“如何应对这场金融危机”。

第三个例子。科学学位可能更多地关注“过程”，专业学位可能更多地注重“结果”。

第四个例子。科学学位关注宏观可能甚于关注微观。宏观指的是制度、经济、社会、环境等。金融专业学位可能更关注微观，包括市场结构、产品、风险、机构、流程等，它关注微观甚于关注宏观。

举这些例子是想说明我们首先要理清科学学位与专业学位之间的特点和它们的知识节点，进而突出教材特色，找到教学重点，体现金融硕士特点。

四、金融硕士的培养模式

在理念和目标确定之后，我们就必须思考从现在到未来目标如何实现，这里的核心任务是培养模式的创新。金融硕士培养模式的基本要点是：课堂教学与实践能力训练相结合；课程学习与案例分析相结合；学院派师资与实践型师资相结合；基础必修课与专业选修课相结合；一般标准与培养单位特色相结合。

1. 教学方式。教学方式上要采用课堂教学与实践能力训练相结合，要整合传统资源，建立系统的实践实验教学体系；组建一批目标清晰、制度健全、管理有序、实效明显的教学实践基地，为金融硕士走向职业化道路提供过渡性平台。目前，在实践训练方面我们还是有所欠缺的，我们要建立实践能力训练基地为金融硕士走向职业化道路提供一个适应性平台，要保障实践教学时间，注重教学实践内容设计、教师聘任、实践过程管理。要对实践计划、实践工作日志、实践总结报告和实践过程产生的新知识、新方法、新方案、新产品等进行质量评价。

2. 教学方法。我们主张教师讲授、案例讨论、团队作业互相结合的教学方法。课程学习与案例分析相结合，其中，案例分析应占相当的比重；提倡团队作业，而不是师傅带徒弟的传统方式。我们要逐步形成具有金融硕士特点的案例分析集。

3. 教学内容。基础必修课与专业选修课相结合，其中专业选修课应占较大比重。专



业选修课根据培养方向的不同和各培养单位的特点可形成不同模块或“课程组合包”。金融领域非常庞大，案例分析可按不同模块进行，有的可以侧重于商业银行，有的侧重于证券市场，有的侧重于财富管理，有的侧重于风险管理等。每一个培养单位特点不同，所以，根据不同的培养方向和各个培养单位的不同特点要形成多个不同模块和“课程组合包”，以实现金融硕士培养的多元模式。我们提倡比较、竞争，不要搞一元化的东西，通过多元化的相互比较发挥各自的优势和特点。

在教学内容上，要注意国际性与中国元素的结合。我们不赞成两个极端：一个极端是，全盘照抄、照搬美国、欧洲的课程；另一个极端是，仅仅讲授我们本土的东西。我们需要学习发达国家的经验，要学习现代金融学知识体系和理论范式，但全盘照抄、照搬不行。我们反对仅仅介绍本土的传统，讲一些传统落后的知识、理论和方法，排斥现代金融学中成熟的理论和方法，要把两者很好地结合起来，最终是要解决中国的问题。

4. 教师（导师）的双轨制或“双师制”。倡导高校全职教师与实践部门具有良好理论素养和丰富实践经验的专业人士为共同导师，实行“双师制”。面对金融硕士的教学要求，高校教师实际上面临着挑战，要防止金融硕士与金融学硕士同质化的倾向。

5. 国际化与中国元素的结合。鼓励引进国际课程、双语教学、海外游学、国际暑期课程、国际学生交流。鼓励在海外金融机构建立实习实践基地。主动参与国际人才培养市场的竞争，努力造就一批国际知名的教师队伍、精品课程，培养一批国际知名的金融精英。在提升国际化程度时，要注意与中国元素特别是中国金融元素的结合，要讲清楚中国金融的现状、面临的问题是什么、发展方向是什么，不了解中国金融体系的现状及未来变革的方向，难以说教学过程是成功的。

五、金融硕士的教材建设

教材建设是人才培养的基础环节。2012年6月17日召开的全国金融专业学位研究生教育指导委员会第一届第二次会议经过充分讨论，决定组织相关领域的专家学者撰写供各培养单位选用的金融硕士系列教材，教材编写范围侧重于金融硕士的专业基础课和专业主干课，包括《金融理论与政策》、《投资学》、《公司金融》、《财务报表分析》、《金融市场与金融机构》和《衍生金融工具》等六部教材，其中《金融理论与政策》是金融硕士的专业基础课教材。

金融领域外延在不断拓展，内涵也在不断延伸，金融结构越来越复杂，与此相对应，金融理论和知识体系也愈加庞杂，金融文献浩如烟海。编写出一套既有别于本科教育，又有别于现有学术型研究生教育的适合金融硕士的系列教材，的确是一件很困难的事。在编写中，我们力图使教材不要包罗万象，不要太追求逻辑体系，但要尽可能地突出相应领域的知识节点，凸显知识体系中的“山峰”，展现金融学研究领域的最新进展。同时，在专业主干课教材中，尽可能体现案例教学的特点。总体要求是，不求全面，但求特点；隐含“山脉”，突出“山峰”；不追求严密的理论逻辑，但求个性化的案例分析。



当然，这套教材能否体现这些特点，还要由实际的教学效果来验证。我们将根据教学实践定期加以修正。

本套教材得到了教育部研究生创新计划——专业学位研究生教育指导委员会建设项目资助，谨此致谢！

全国金融硕士教材编委会
2013年5月



全国金融硕士教材编委会

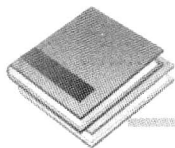
▶ **主任** 吴晓灵

▶ **副主任** 吴晓求 张健华 王广谦

▶ **委员** (按姓氏笔划排序)

马君潞 刘 亚 刘少波 庄毓敏 朱孟楠
朱新蓉 邢天才 宋逢明 张桥云 李 成
李心丹 杨再平 陈学彬 陈共炎 徐信忠
赫国胜 戴国强

▶ **协调与编辑** 刘庭竹



目 录

导 论	金融理论的发展及其演变	1
第一篇	货币理论与政策	17
第一章	货币供求及其均衡	19
	第一节 货币需求的理论与问题研究	19
	第二节 货币供给的理论与问题研究	30
	第三节 货币均衡的理论与问题研究	38
第二章	货币失衡与调整	43
	第一节 货币失衡的一般理论研究	43
	第二节 通货膨胀与通货紧缩的一般理论	46
	第三节 货币失衡效应分析	54
	第四节 货币失衡治理	58
	附 录 CPI 观测案例	62
第三章	中央银行与货币政策	73
	第一节 中央银行资产负债业务分析	73
	第二节 中央银行货币政策的制定与实施	83
	第三节 中央银行货币政策的传导与效应	90
	第四节 开放经济条件下的货币政策	94
	第五节 关于中央银行的若干争议	98

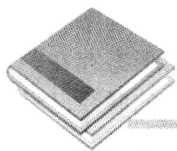


第二篇	金融功能与金融结构理论	105
第四章	金融中介理论	107
	第一节 金融中介的概念与功能	107
	第二节 金融中介理论	109
	第三节 主要国家金融中介体系的演变与现状	119
	附录 影子银行体系	133
第五章	金融功能理论	135
	第一节 金融功能观的理论框架	135
	第二节 主要金融机构的金融功能	140
第六章	金融结构理论	156
	第一节 市场主导与银行主导：金融结构的两大基本范式	156
	第二节 金融结构的历史演进：全球视野	170
	第三节 金融结构与经济发展——基于功能实施机制的比较分析	175
	第四节 金融结构演进的决定因素	182
第三篇	金融市场理论	193
第七章	利率期限结构理论	195
	第一节 相关基本概念	195
	第二节 利率期限结构理论	202
	第三节 名义利率期限结构模型	206
	第四节 实际利率期限结构模型	221
第八章	公司金融理论	229
	第一节 公司金融理论的发展	229
	第二节 资本结构	232
	第三节 公司治理	243
第九章	资产定价理论	254
	第一节 马科维茨的资产组合理论	255
	第二节 资本资产定价模型	256
	第三节 套利定价模型	265
	第四节 基于消费的资本资产定价模型	269



	第五节 有效市场假说	272
第十章	金融衍生工具定价	277
	第一节 金融衍生工具种类	277
	第二节 金融衍生工具的价格确定	280
	第三节 金融衍生工具市场的经济功能	291
第十一章	从有效市场假说到行为金融学	298
	第一节 市场有效性的含义与形式	298
	第二节 对市场有效性的质疑	303
	第三节 行为金融	310
第四篇	开放金融理论与政策	321
第十二章	汇率决定与汇率制度选择	323
	第一节 汇率决定与汇率变动	323
	第二节 汇率制度选择和国际货币体系	336
第十三章	开放条件下的宏观均衡与汇率政策	350
	第一节 开放经济下的宏观经济均衡	350
	第二节 宏观经济均衡分析框架：蒙代尔-弗莱明模型	360
	第三节 汇率政策对宏观均衡的影响机制	372
第五篇	金融监管理论与政策	385
第十四章	金融风险与金融危机	387
	第一节 金融风险的一般理论	387
	第二节 系统性金融风险与金融危机的形成	396
	第三节 金融风险与金融危机管理	400
第十五章	金融监管	410
	第一节 金融监管的一般理论	410
	第二节 金融监管模式及体制	416
	第三节 金融危机后的金融监管改革	421
后 记	434





导 论

金融理论的发展及其演变

学习目标

1. 掌握金融理论发展的逻辑脉络
2. 了解现代金融学面临的挑战
3. 知悉金融理论的发展方向

一、早期金融学的理论脉络：从货币、信用到银行与利率

早期金融理论的演变和研究重心的变化，根据不同的标准，有不同的理解和概括，但围绕价格决定及其波动因素的研究，无疑是金融理论研究的重点之一，也是推动金融理论演变的重要因素。实际上，在市场化金融结构出现之前，金融学研究演变的轴心是从关注商品价格波动即通货膨胀规律逐渐过渡到研究资金价格即利率确定的影响因素。出于对商品价格的关注，早期金融学重点研究了货币的职能和货币数量，从商品数量与货币数量对比的角度得出了价格变动的规律。对资金价格即利率的关注使早期金融学开始分析货币需求和货币供给机制，并最终形成了中央银行通过调控货币供给进行宏观调控的政策分析框架。

早期金融学脱胎于古典经济学家们对货币问题的分析，尤其是货币本质与货币数量的问题。从被称作“英国政治经济学之父”的威廉·配第（William Petty）到亚当·斯密（Adam Smith）和大卫·李嘉图（David Ricardo），都对货币的本质和起源、货币的职能、货币流通规律展开了深入探讨，其理论探讨的成果最终形成了古典的“货币数量论”^①。在古典学派货币理论的基础上，马克思科学、系统地论证了货币产生的必然性、本质、职能，以及流通中的货币必要量。

^① 关于流通中的货币数量，大卫·休谟（David Hume）、大卫·李嘉图和弗朗索瓦·魁奈（Francois Quesney）在各自著作中均有不同表述。

早期金融学的形成始于货币、信用与银行之间的紧密关系以及其对物价、利率和经济运行产生重大影响之时。在古典经济学家们的视野中，货币主要以金属铸币形态存在，货币与信用仍然保持着相互独立的状态。随着银行券的广泛使用，货币与信用的联系已经日益紧密。到20世纪30年代，发达资本主义国家先后实施了彻底不兑现的银行券流通制度，货币流通与信用活动变成了同一的过程，由此形成了一个新的范畴“金融学”。约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）纳入投机动机的货币需求理论和以米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）为代表的货币主义货币需求函数都是早期金融理论的重要内容。早期金融学的研究核心是基于银行体系的信用货币创造机制。信用货币创造数量的多少相应引起商品价格水平变动即通货膨胀的形成过程，同时也会影响货币价格即利率的确定。因此，早期金融学通过研究货币供求的均衡关系进而研究货币对经济的作用亦即对货币政策的探讨。

早期金融学研究的核心机制是信用货币创造机制，集中体现为双层次的存款货币创造。对这一机制的理论研究始于切斯特·A·菲利普斯（Chester A. Phillips）1920年出版的《银行信用》^①一书，该书首次提出了原始存款和派生存款的概念，并对货币乘数机制进行了详细分析。1934年詹姆斯·E·米德（James E. Meade）在《货币数量与银行体系》^②一文中用正式的货币供给模型对货币供给机制和银行系统的货币创造进行了系统研究。中央银行通过投入通货及扩大信贷创造了基础货币，基础货币及其量的增减变化直接决定着存款货币银行准备金的增减，从而决定着存款货币银行创造存款货币的能量。众多存款货币银行通过自我约束机制分散决策，根据安全、流动、盈利的准则，判断在多大程度上满足客户的货币需求。

在早期金融学的理论研究中，人们最先关注的是商品价格决定及其波动的影响因素，在考虑了信用货币创造机制后，货币供给和货币需求的对比在一定程度上决定了通货膨胀的高低。大约从19世纪末期开始，人们对商品价格形成原因的研究逐渐减少，进而转向研究利率决定。如果说对商品价格的研究是对有形商品价格的研究，那么对利率的研究实际上就是对资金价格的研究。慢慢地，早期金融学开始全面、系统地研究利率，试图找到是什么因素决定了利率的形成以及利率的高低，研究利率在经济运行及经济均衡中起着什么样的作用。这一时期的经典著作是欧文·费雪（Irving Fisher）1930年出版的《利息理论》。费雪系统阐述了有关现值、利率和投资的理论，提出了定量的货币理论，被誉为中央银行货币规则的创始人。显然，从经济发展的阶段性看，从主要研究商品价格到逐步转向主要研究资金价格即利率，是金融理论研究的一种深化，同时，也似乎表明经济活动开始出现某些虚拟化的倾向。经济的虚拟化实质上是经济体系的进步。

早期金融学关于货币对经济的作用以及货币政策调控的分析集中反映在IS-LM模型上。^③LM曲线包括了所有满足货币需求数量等于货币供给数量这一均衡条件的点，因此，货币供给的变动或者货币需求的自主性变动都会导致LM曲线的移动，相应引起利率水平

① Phillips, Chester A. (1980), *Bank Credit: A Study of the Principles and Factors Underlying Advances Made by Banks to Borrowers*, Arno Press (first published, 1920).

② Meade, J. E. (1934), "The Amount of Money and the Banking System," *Economic Journal*, No. 44, 77-83.

③ Hicks, John (1937), "Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation," *Econometrica*, 147-159.



和总产出水平的变化。货币当局的货币政策操作正是基于这一机制通过调控准备金率、再贴现率以及公开市场操作影响货币供给,从而影响经济体的总需求及总产出。

二、资本市场发展与现代金融学的理论演进

(一) 资本市场发展对早期金融学的影响

20世纪50年代以后,作为较为古老的一种金融中介,以经营传统信贷业务为主的商业银行在经济生活中虽然仍然发挥着重要的作用,但是有迹象表明,其传统的核心功能似有衰退的迹象。这从当时金融结构的市场化变化就可以略见端倪。金融结构市场化变革的推动力量来自资本市场的蓬勃发展。也正是从20世纪50年代开始,经济学家们开始越来越多地研究资本市场问题,特别是资产或风险的定价、风险管理技术以及高度市场化状态中的公司资本结构问题。资本市场的内容非常广泛,它不仅仅是股票市场的问题,更不只是股票价格的波动。股票市场及其价格波动只是资本市场理论研究中的一个重要组成部分。金融结构的市场化导致金融理论发生了根本性的变化。从实体经济运行的角度来看,资本市场构造了经济运行的新基础、新平台。这个新基础、新平台的出现,意味着经济活动的行为准则和运行轨迹都将发生重大变化。如果我们不随之进行调整,那就意味着会被新的规则所抛弃。在没有资本市场的情况下,经济活动是相对规则化的,经济活动的规律性看得相对比较清楚,经济变量之间的关系在理论上也存在着相对的稳定性,它们之间的逻辑关系是清楚的。在资本市场不断发展特别是当资本市场成为全社会经济运行的基础之后,很多经济变量之间的相互关系就变得不那么直接甚至不那么稳定了,它们之间需要有转换的变量。也就是说,资本市场的发展将使全社会经济运行的规则发生根本性的调整。在传统商业银行主导金融结构的时代,商业银行制定的所有规则构成了社会的基本规则。如果不与它相对接,就无法获得银行体系资金的支持。在金融制度相对单一的那个时代,没有银行体系的支持,就不可能有持续的发展,从而也就不可能有竞争力。在资本市场蓬勃发展之后,资本市场的规则亦将成为社会经济活动的重要规则。^①

资本市场的发展首先使货币的度量变得困难了。资本市场发展以前,货币供给的计量标准主要指存款货币银行的存款货币和经济体系中流通的现金通货。但是随着资本市场的发展和金融创新的开展,区分货币与非货币变得越来越困难,货币层次之间的界限也变得模糊了。以货币市场共同基金为例,这类基金把资产投向货币市场,很大程度上与存款货币银行的存款资产存在竞争性替代关系,在一些国家如美国被计入广义货币供应量(M2),而在中国则尚未被计入货币供应量。^②再如,日本央行公布了四个口径的货币供应量指标: M_1 、 M_2 、 M_3 和 L , 其中 L 口径的货币供应量包括了投资信托、银行债券、金融

^① 参见吴晓求:《金融的过去、今天和未来》,载《中国人民大学学报》,2003(1);《梦想之路——吴晓求资本市场研究文集》,257~275页,北京,中国金融出版社,2007。

^② 尽管中国人民银行尚未把货币市场基金纳入货币供应量统计口径,但近年来已经逐渐考虑金融市场发展的影响。例如自2001年起,把证券公司客户保证金纳入广义货币供应量,自2011年10月起,货币供应量已包括住房公积金中心和存款类金融机构在存款类金融机构的存款。



机构发行的融资券和政府债券、外国债券。^① 韩国央行于2006年6月调整了广义货币供应量 M_3 的结构, 并采用金融机构总体流动性 (L_f) 作为最新的广义流动性指标。^②

资本市场的发展同时也使货币需求变得不再稳定, 难以有效估计, 这是由于资本市场的发展带来了一系列的金融创新, 大量的证券化金融资产的涌现使得这些金融资产和货币之间的替代性大大加强。20世纪70年代在金融体系出现了“脱媒”现象, 即大量资金从商业银行体系转入资本市场。在货币估计的经验研究中也出现了“失踪货币”之谜 (Goldfeld, 1976), 即根据传统货币需求方程对货币需求进行的估计结果明显大于实际的货币余额。

资本市场的发展为货币政策及宏观调控带来的最为严峻的挑战是货币政策的传导机制甚至货币政策的目标函数都在发生变化。在金融结构市场化变革之前, 凯恩斯学派的观点认为, 货币政策通过利率途径对经济活动产生影响, 这一机制通过 $IS-LM$ 模型来表达, 强调货币资金的价格——利率在货币政策传导中的作用。然而, 随着资本市场的深化和发展, 金融资产价格的变动使得货币政策传导机制变得更加复杂。艾伦·格林斯潘 (Alan Greenspan, 1999) 指出, 美联储的货币政策应更多考虑股票市场的因素。资本市场中种类丰富的金融资产价格变动可能通过托宾 Q 效应、财富效应以及资产负债表效应对中央银行的货币政策实施传导, 这一传导的结果是使货币政策的传导链条更加复杂, 同时也削弱了货币供应量作为货币政策中介指标的效力。因此, 一些发达国家放弃了以货币供应量作为货币政策中介指标, 实施泰勒规则以利率为中介指标。关于货币政策是否应对金融资产价格变动做出反应尚存在争论, 部分学者如古德哈特 (Goodhart, 1995) 认为, 金融资产价格变动能够准确反映未来消费物价的变化, 中央银行货币政策不应把目标只限定在通货膨胀上, 而应当构建包括房地产价格、股票价格在内的广义通货膨胀指标。而现任美联储主席本·伯南克等 (Ben Bernanke et al, 1999, 2001) 的研究则表明, 货币政策没有必要对金融资产价格的变动做出反应。在中国, 亦存在类似的争议和分歧。

(二) 现代金融学的理论演进

伴随着资本市场发展所推动的金融结构的结构化变革趋势的到来, 现代金融学研究的轴心从资金价格逐渐过渡到金融资产价格, 从股票、债券等基础资产的定价理论逐渐发展到期货、期权、互换等衍生品的定价理论。

20世纪50年代后, 经济结构特别是金融结构发生了重大的变化, 利率虽然仍是人们所关注的问题, 但已经慢慢地不被经济学界的主流所重视。人们开始逐渐将视野转向更加复杂的价格理论, 即资本市场资产价格的变化及其决定。经济学家们对这个问题的研究与当时的经济结构特别是金融结构正在发生重大变化有着密切的关系。20世纪50年代以来, 金融对经济活动的作用急剧加大。如果说人们着力研究利率理论意味着货币对经济的推动作用日益明显, 那么价格理论的研究重心从较为虚拟化的资金价格即利率转向更加虚拟化的资产价格, 则表明以市场化金融结构为特征的现代金融已逐步成为现代经济的核心。马克思认为货币是经济运行的第一推动力。延伸到今天, 似乎也可以概括为, 建立在金融结

^① 根据日本中央银行对货币供应量口径的说明。参见网站 <http://www.boj.or.jp/en/statistics/outline/exp/exms.htm/>。

^② The Bank of Korea (2008), *Monetary Policy in Korea* (Second Edition), Seoul: Jung Moon Printing Co, Ltd.