

主 编 / 李 扬

青年经济学家文库

YOUNG ECONOMIST  
LIBRARY

# 金融市场的 合约分析

Contracting  
for  
Financial  
Market

易宪容 / 著

本书对金融市场中的合约关系进行了具体分析，提出了从其他角度得不出的新见解，弥补了我国用合约理论研究金融市场方面的不足。

——王国刚

中国城市出版社

青年经济学家文库

李 扬/主编      曹红辉 夏杰长/副主编

# 金融市场的合约分析

易宪容 著

中国城市出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

金融市场的合约分析/易宪容著. —北京:中国城市出版社,  
2001.9

(青年经济学家文库)

ISBN 7-5074-1279-2

I.金… II.易… III.金融市场—研究 IV.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 047723 号

---

|        |                    |    |                   |
|--------|--------------------|----|-------------------|
| 责任编辑   | 孙建庆                |    |                   |
| 美术编辑   | 金子                 |    |                   |
| 责任技术编辑 | 张建军                |    |                   |
| 出版发行   | 中国城市出版社            |    |                   |
| 地址     | 北京市朝阳区和平里西街 21 号   | 邮编 | 100013            |
| 电话     | 84275833           | 传真 | 84278264          |
| 电子信箱   | citypress@sina.com |    |                   |
| 经销     | 新华书店               |    |                   |
| 印刷     | 北京集惠印刷有限公司         |    |                   |
| 字数     | 314 千字             | 印张 | 13.5              |
| 开本     | 850 × 1168(毫米)     |    | 1/32              |
| 印次     | 2001 年 9 月第 1 版    |    | 2001 年 9 月第 1 次印刷 |
| 印数     | 0001—5000 册        |    | 定价 25.80 元        |

---

·版权所有,翻印必究·

## 内 容 提 要

在现代社会中,任何经济运作都在于不断追求利润并求发展。而利润的获得与经济的发展需要多样化的投资。在投资计划付诸实施过程中,更需要大量的资金周转运行。因此,要实现经济的有效运作,融资决策是整个经济运作中最主要的运作之一。而经济活动的融资可以通过政府行政分配的方式来进行,也可以通过市场运作的方式来获得。前者为计划经济,后者为市场经济。在市场经济中,只要有市场就会有交易,市场就是各种不同交易的集合,而合约则是连接各种交易的媒介。无论是从个体的体验来说,还是从类的实践活动来说,人们都能体悟到,在市场经济体制中,只要一进入某种交易关系,就存在一种合约安排。这种合约安排可以为口头的或文字的,明示的或默许的,复杂的或简单的,自愿的或强制的等。交易正是借着这些千差万别、丰富多样的合约安排来进行的。可以说,人们的交易行为都是合约选择的结果。

正是从这个意义上说,市场的形成过程就是市场合约化的过程,市场的发展水平是与市场合约化程度相关连的。市场发展程度越高,其经济行为合约化的程度就越普遍。在市场经济中,整个社会的资源配置不是以强制命令的方式来实现,而是通过交易当事人自愿达成协议的一个个合约安排来实现,通过一种种合约关系来改变市场交易活动中的资源配置方式。本书也就是从动态角度来理解金融市场是一个产生、发展并不断演进的过程,并试图从一个具体的金融市场的分析来呈现出其运作机理。在本书中,我们将会重点讨论,金融市场是如何演进的?在演进的过程中出现了哪些问题?是什么决定了金融市场行为主体的选择?金融合

约的选择又是如何影响金融市场发展的？在不同的合约选择下，国际金融市场是如何运作的？在国际金融市场的演进中，各种合约方式如何形成及演进？这些合约形式的利弊如何？如何改进与演化？等等。

但金融市场合约化的过程具有十分丰富的内涵，本书仅就几个方面作了一些讨论与分析。问题的提出比问题的答案更为重要。合约分析的方式可以给人们对金融市场的分析与理解提供一个新的思路，以便激发更多的人多维度地来研究和讨论金融市场的运作与机理。

# 总 序

李 柏

在新世纪之初,中国城市出版社拟出版一套以中青年学者为主要作者、以经济学为主要研究对象的文库——《青年经济学家文库》。中国城市出版社支持学术著作出版的这一举动,向世人展示了该社在新世纪中积极进取的新姿态和多样化发展的新面貌。作为一名以研究和写作为业,因而常常要同出版社打交道的研究人员,我十分佩服中国城市出版社在襄助学术著作出版方面所表现出的远见卓识,同时也为莘莘学子们又获得一块发表新见解的园地而感到欣慰。正因为如此,我不揣才疏学浅,承担了本《文库》选题的组织工作。

—

所谓“文库”,应当指的是以某些共同特征集合起来的若干专著系列;而阅读“文库”,则可收全面、集中、系统汲取知识之效。文库所体现的这一共同特征,可能以研究领域体现,如“经济学文库”;可能以某种身份标明,如“博士文库”;还可能以某种时代指称,如“21世纪文库”,等等,不一而足。当然,也还有一些以聚合知识体系为己任的文库,如“万有文库”。不过,这类文库,显然已

## 2 金融市场的合约分析

与一般的文库大异其趣了。

那么,我们的这套文库将以怎样的共同特征集合起来呢?我想,这特征可以用三个“新”字来概括。

首先是“新人”,就是说,本文库的作者,主要是那些目前在学术界崭露头角或者基本上还是“名不见经传”的中青年作者,其中部分收录了他们的博士论文。在我们看来,人的一生固然可能生产大量的作品,乃至“著作等身”。然而,那些在人的一生中生命力最为旺盛的年代,在大学的象牙之塔里经过数年寒窗“磨”出来的东西,可能是作者一生中最有价值的成果,至少是最有价值的成果之一。

第二是“新知”。就是说,入选的著作应能提供经过严密论证的新结论,或者,提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料。与当前社会上很多机构对学术成果的要求不同,我们不提倡在一部著作中提出多少观点,一般地,我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑,经过严格论证,而且能够被证实或证伪的论点。对于那些没有严格的前提设定,缺少合乎逻辑的推理过程,仅仅凭借少数不加说明的资料和数据,便一下子导出几个很勉强的结论的论著,我们概不收录。因为,在我们看来,提出一种观点和论证一种观点相比较,后者可能更为重要:观点未经论证,至多只是天才的猜测;经过论证的观点,才能成为科学。

第三是“新方法”。这里所说的方法,显然不是指那种在一般的课题论证书中常见的老调重弹,诸如“历史与逻辑并重”、“演绎与归纳统一”之类;也不是我们在很多论文中所见到的那种敷衍塞责,诸如“理论与实证分析的统一”等等。我们所说的方法,就理论经济学而言,指的是在某一研究领域中确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假设、模型、推论及其检验;就应用经济学而言,则指的是根据某一理论假设,为了完成一个既定目标,所使用的具体技术、工具或程序。我们深知,在方法上求新并非易

事,因此,在大多数场合,我们所要求的是按照现代经济学的研究规范来展开研究并构造论著。

## 二

既然将“新”引为本文库的特点,我们就需要对经济学中的“新”字,特别是对它在中国的具体涵义,做一些界说。

中国的经济学研究经过了曲折的发展历程。经济体制改革之前,除了较少的例外,经济学家们实际上只是在做考证经典著作和诠释现行政策的事情。在原著与转述之作之间仔细寻找差别,将经典作家的手稿与其正式出版物相互印证,乃至去推敲中文本与各种外文本之间的异同等等,几乎耗尽了一代甚至是两代人的智慧。至于对现实经济,经济学家们除了追随政策的变化而不断变动自己的阐释版本之外,基本上无所作为。少数有机会知情并有资格建言的经济学家,则可能因为有一点自己的独立思考,而遭到各种形式的批判,甚至面临牢狱之灾。

体制改革之后,随着实事求是原则的重新确立,经济学界务实之风渐兴,参与意识日强。但是,改革的实践是如此之丰富,其发展是如此之迅速,而现存的知识、经济分析工具、经济信息等等是如此之贫乏,以至于经济学家们在相当长的时期中实际上无以措手足。形势的逼迫,使得中国的经济学家们不自觉地遵循了前辈们的思维逻辑——向西方学习。一时间,不仅外国经济学名著、经济学原理的中译本和西方经济学的编写本大量出现在经济学家的案头上和大学的课堂里,就是很多经济学家们写作的文章,从赖以分析的经济学概念和方法,乃至遣辞造句、布局谋篇,都带有浓厚的翻译味道。当然,中国的经济学家并没有满足于简单的追随。他们拿着那些自己尚不熟悉、因而还须经常温习的分析工具,对中国的情况进行了认真的剖析。产生的结果是显著的。

## 4 金融市场的合约分析

20 世纪 80 年代出现的一批研究报告和文章,曾经对改革的进程产生了重大的影响,并使中国的经济学界大为兴奋。可以说,20 世纪 80 年代是中国经济学界大规模从西方国家引进经济学概念和方法的年代,是经济学家逐渐找到自己的位置,并逐步有意识地参与实际经济活动和经济决策的年代。

经过 80 年代末为时不长的彷徨和沉寂,中国经济学界在 90 年代重又活跃起来。应当说,这次复苏,主要归因于中国经济改革的巨大成功和中国经济的飞速发展,归因于中国终于找到了“社会主义市场经济”的正确发展道路。“经济学产生于活跃的经济之中”,正此谓也。90 年代是世界范围大变革的时代,也是经济全球化日益加深的时代,中国经济正以其改革和发展相互促进的显著成就,在这个世界上独领风骚。中国的经济改革,十余年来向无详尽的方案,更无严密的实施步骤。这一特点,曾经引起诸多非议。但是,当我们的“老大哥”们也步入改革行列,当他们在一些著名西方经济学家的帮助下,制定了在理论上“无懈可击”的一揽子方案,然而实施起来却陷入严重困境之时,人们对中国的经验开始刮目相看了。中国改革和发展的成就,在世界上引发了持续不断的“中国热”。西方的实业家们和经济学家们相携而至,期望在中国这个“21 世纪最有希望的国家”中寻找机会。中国作为一个总体,由此得到的是更多的外部资源和更宽松的国际环境;中国的经济学家们则更得到一份自信心:原来那些必须仰视的国外经济学家,看来也“技止于此”;那些令人敬畏的经济学理论,看来也不能“包治百病”。由此而想到的是,中国的经济学家可能而且应当对发生在自己国土上的事情发表一点意见;鉴于中国发生的事情具有国际意义,中国的经济学界可能而且应当对经济学的国际发展做出自己的贡献。这一认识,目前正激动着中国的经济学界。

可以说,编写这套文库的目的,一方面还是要继续做“拿来”的

工作,当然,这种“拿来”,显然不应当是生搬硬套,而应当是规范化地从市场经济国家中“引进”,并对之加以分析、消化、改造,使之“本土化”;另一方面,就是系统地将年轻的中国经济学家的新探索和新成果公诸于世,推动中国经济学的现代化和国际化进程。

### 三

本文库第一辑共收录6部专著。

第一部是由郭克莎博士等撰写的《差距与赶超——中国工业与世界先进水平的比较研究》。实在地说,这部著作是一份研究报告集。我们所以要把它奉献给读者,固然有鉴于其研究对象十分重要,更重要的是因为,与同类研究相比较,它不仅在资料之丰富和分析之缜密等方面见长,而且提供了一些与众不同因而值得我们深思的重要结论。这部书的重点在于研究产业竞争力的基础之差别,通过对制造业各个行业的生产效率、经济效益进行国际比较,分析各个产业与先进国家的差距及其表现形式。该书的分析结果表明:我国工业各个行业同国际水平的差距大小,与一般认识中以要素密集度来判断的结论并不一致,有些甚至相反。例如,我国的计算机和办公设备、电子和电器设备、公用工业、烟草业、汽车及零部件等技术密集型或资本密集型产业的差距较小,甚或具有比较优势,而建筑材料和玻璃、纺织业、化学和食品业等劳动力密集型产业却差距很大。在这些实证研究的基础上,作者揭示出一些在国际贸易竞争中被产量或价格问题掩盖了的重要差距,从而有利于我国工业更好地确定发展战略和提高国际竞争力。

财政方面的专著有两本。

一本是马拴友博士的《税收政策与经济增长》。该书比较正规地采用了现代经济学的研究方法,突出了量化分析,在着眼于税收又适当联系财政支出的基础上,试图深入和全面地研究税收与经

## 6 金融市场的合约分析

济增长的关系,避免了以往有些研究只有理论而没有实证计量,或只有统计分析而没有理论基础的缺陷。另外,该书对该论题所涉及的国内外有关文献进行了系统梳理,对于进一步研究这一问题,提供了良好的文献基础。全书总体遵循着从概念框架到经验证据,再到结论和政策建议的顺次展开的研究范式,主要使用演绎推理、实证研究和定量分析方法,对传统的收入—支出模型、税收的经济效应、税收的效率成本、税收与经济增长等进行了理论和实证分析,得到了一些有趣的结论和颇有参考价值的政策建议。

另一本是刘云龙博士的《民主机制与民主财政》。该书讨论的是中央—地方的公共财政关系,重点研究政府间财政分工及分工方式的选择等两大问题。应当说,这部著作研究的是最近一些年比较热门因而已经产生了大量研究成果的问题,要想做好并不容易。我们所以挑选这部著作,就是因为它跳出了财权和事权划分、财权与事权的对称、公共物品供给与政府层级的匹配等一般性讨论的传统套路,而独辟蹊径,始终抓住民主机制与民主财政这条主线,对公共财政背后的民主性和立宪性进行了比较深入的剖析。特别是,作者花了大量功夫对国内外的财政史和财政制度史进行了研究,在归纳了古今中外千差万别、千变万化的政府间财政分工的状况的基础上,捕捉到具有基础性制度特征的财政分工方式。在我看来,这部书中关于美国和欧盟的联邦主义财政模式的概括,关于中国封建社会中“集权中的放权”的财政模式传统的分析,都是非常发人深省的。我相信,一切关心中国财政改革问题的人们,都会从这部著作中得到启发。

金融方面的专著也有两本。

一本是黄金老博士的《金融自由化与金融脆弱性》。与其他讨论金融自由化的著作不同,这部著作在确认金融自由化可以促进经济增长,金融自由化的总体收益大于总体风险的前提下,花了大

量篇幅讨论了金融自由化可能加剧金融脆弱性,从而可能引发金融危机并造成经济衰退的不利方面。该书的一个重要贡献,是对一个较早就被提出,但却一直没有得到系统研究的概念——“金融脆弱性”——进行了细致且深入的研究。在概念上,该书区分出广义脆弱性和狭义脆弱性;在造成金融脆弱性的原因方面,该书分别从信贷市场和金融市场,从信息不对称方面,从资产价格的波动性及其蔓延上,进行了多方面的探讨。在确认金融自由化是一个不可逆转的历史趋势的条件下,该书重点探讨了金融自由化的顺序问题。该书系统论证了金融自由化必须是渐进的观点,论证了自由化应当遵循先实体部门再金融部门,先内部再外部的顺序。同时,该书还论证了金融自由化必须以有效监管为前提的观点。所有这些分析,对于我国下一步的金融改革,都有积极的推动意义。

另一本是易宪容博士的《金融市场的合约分析》。这部著作从合约关系的角度对金融活动进行了新的探讨。这部专著认定:人们的交易行为都是合约选择的结果。在这个意义上,市场的形成过程就是市场合约化的过程;市场的发展水平与市场合约化程度正相关。认识及此,作者提供了一个从动态的角度来理解金融市场演进的视角,并试图揭示出从计划经济向市场经济转轨的运作机理。在本书中,作者系统讨论了金融业演进和发展的一系列重要问题,诸如金融市场如何演进,在演进的过程中会出现何种问题,决定金融市场行为主体选择的主要因素,金融合约的选择如何影响金融市场的发展;在不同的合约选择下,国际金融市场如何运作,各种合约的得失利弊,以及进一步改进与演化的路径,等等。本书还对国有银行改革、金融市场风险、加入世贸组织、股票市场、养老基金、住房金融制度、混业经营与金融业制度重组等方面出现的金融合约问题进行了深入探讨。我相信,这种以新制度主义为基础的系統探讨,将会加深我们对金融活动的理解,从而为规划我

## 8 金融市场的合约分析

国今后的金融改革提供新的思路。

这套文库中选择了一本研究城市外部空间结构形成的经济机理的书,这就是陆军博士的专著《城市外部空间运动与区域经济》。作者研究的是一个国内学术界尚不十分熟悉但其重要性在日益提高的新领域——空间经济学,因此,作者的探讨具有填补空白的性质。在这部著作中,作者将经济运行与城市空间结构运动结合起来,进行了一系列有意义的研究。作者提出了城市空间可以划分为规划空间(或行政空间)和结构空间(或经济空间)等两类的观点;提出并论证了城市外部空间系统的结构形成与演变定律、结构形态定律、结构演变路径定律,以及区域空间边界的划分定律;建立了城市生产率(或城市经济规模)和城市经济辐射范围关系模型、刻画城市外部主导经济联系方向的静态和动态模型,以及城市经济区的空间边界模型,等等。另外,本书对环渤海经济区、长江三角洲经济区和珠江三角洲经济区进行了城市外部空间结构运动的实证研究。所有这些工作,都具有一定的开创性。

### 四

值此文库第一辑付梓之际,我愿再次感谢中国城市出版社。出版社的领导和编辑为文库的创意、组织和及时出版付出了大量艰辛的劳动。另外,夏杰长博士和曹红辉博士为文库的组织花费了大量的时间和精力,在此也谨表谢忱。由于时间仓促,文库选题的组织存在着这样或那样的问题,同样,所选的各本专著也存在很多不完善的地方。遵循出版业的惯例,如果选题方面出现问题,当归因于主编才疏学浅;而在各本书中出现的问题,则由该书作者本人负责。

2001年6月5日  
于北京方庄芳古园

# 推 荐 序

王 国 刚

合约是现代经济社会生活最典型、最普遍也最基本的现象。一方面,就“合”而言,是共识、共意、共为的结果,因此,总是有两个以上当事人;另一方面,就“约”而言,是承诺、义务、责任的确定,由此,具有权益性、约束力。合约可以是有形的(如纸面文本、电子文本等),也可以是无形的(如口头约定、道义约定、业内惯例等)。在现代市场经济中,合约是各类经济行为的基本前提和重要组织方式,因此,可以说,没有合约就没有市场经济。合约具有三个基本特点:一是形成合约的各当事方处于平等地位。任一方不得将自己的意志和要求强加于对方;二是权益、义务、责任相互制约,谁都不能只图利益不履行义务、不承担责任;三是一旦违约,就应受到惩处,以维系合约的严肃性。在传统计划经济中,各种经济关系主要靠“计划”和行政机制来维系,因此,合约关系严重缺乏。这决定了,对中国来说,建立市场经济新体制的过程,同时也是一个推进规范化的合约关系形成完善的过程。

“合约”的经济意义不仅在于“形成”,更重要的还在于“履行”。20多年来,随着改革开放的深化和市场经济的成长,在中

## 10 金融市场的合约分析

国, 合约关系快速成长, 有关法律法规体系初步形成, 履约率也明显提高, 但是, 仍有相当多的个人和机构缺乏合约理念, 一些应以合约规范的行为尚未形成进入合约范畴, 同时, 违约现象也时有发生。除行政机制仍然在相当程度上发挥作用、干扰了合约关系的有效发展外, 缺乏必要的财产担保机制、社会信用机制和执法不力等也是重要原因, 为此, 要推进合约关系的成熟和发展, 一方面必须将有关合约建立在财产担保的基础上, 即合约各方当事人应以其自有财产来担保合约的履行, 由此, 应进一步深化产权关系的改革, 避免“拿他人财产来冒险”的经济现象发生; 另一方面, 加快社会信用体系的建设, 将个人和机构的各种经济活动、经济行为纳入社会信用范畴, 使遵信、守信、履信成为一种自觉的行为, 实际上, 不讲信用就没有合约; 再一方面, 完善法治, 对各种不履行合约规定的现象予以坚决惩处, 不仅应禁止违约者从违约中谋取利益, 而且应令违约者遭受财产的重大损失, 以维护守约者的权益和合约关系严肃性。

金融市场中的各种投融资交易活动也都建立在合约关系基础上。不仅各种金融产品本身就是不同类型的合约工具, 而且在各种金融活动中遵守“三公”原则、遵守各项法律法规等等也属守约履约范畴。例如, 在股票市场中, 股票就是一类合约的载体。在股票发行中真实披露法律法规要求公司披露的各种信息、不弄虚作假属于守约履约, 在股票交易中不散布虚假信息、不操纵股价、不进行内幕交易等也属守约履约, 在公司运作中维护中小股东权益、严格按照招股说明书的约定进行投资还属守约履约, 因此, 不遵守这些约定或有意违反这些约定的行为均应予以惩处。再如, 在公司债券市场中, 公司债券也是一类合约的载体。公司发布的有关信息、资信评价属于合约范畴, 按期付息还本也属合约范畴, 维护债权人权益、重视债权人要求仍属合约范畴, 因此, 发布虚假信息、

抬高或降低公司资信等级、不按期付息还本等等均属违约,应予以防范。可以说,没有各种金融合约以及这些合约的履行,就没有金融市场,而各种金融产品创新也总是建立在各种合约关系组合基础上的。从这个意义上说,维护金融合约严肃性、推进金融合约关系的规范化和成熟,是发展金融市场的基础性工作。

易宪容先生从事合约理论研究多年,在这方面有很高的造诣。曾先后发表过《现代合约经济学导论》、《交易行为与合约选择》等专著,不但总结了前人的研究成果,而且根据中国实践,提出了新的见解,获得同仁好评。如今,他又将合约理论应用于金融领域,对金融市场中的合约关系进行了具体分析,并提出了从其他角度不易得出的新见解,因此,弥补了我国用合约理论研究金融市场方面的不足。我乐于向读者推荐这本书,一方面是希望在中国金融市场发展的同时,合约关系的规范化能够引起社会各界的重视并在此基础上能够有效推进;另一方面是期待着这方面研究在同仁的努力下能够进一步深化完善。

2001年4月18日于北京

# 目 录

|           |         |
|-----------|---------|
| 总 序 ..... | 李 扬 (1) |
| 推荐序 ..... | 王国刚 (9) |

## 第 1 章 金融市场合约化与制度安排 ..... (1)

|                                       |      |
|---------------------------------------|------|
| 1.1 合约的界定与性质 .....                    | (2)  |
| 1.1.1 “合约”的词源与思想发展 .....              | (3)  |
| 1.1.2 合约的界定与原则 .....                  | (5)  |
| 1.2 交易的界定与性质 .....                    | (8)  |
| 1.2.1 交易思想的演进 .....                   | (9)  |
| 1.2.2 交易的意蕴 .....                     | (12) |
| 1.3 市场合约化与制度合约 .....                  | (14) |
| 1.4 中国金融市场合约化的过程 .....                | (20) |
| 1.4.1 传统计划经济体制下的非合约关系和准<br>合约关系 ..... | (21) |
| 1.4.2 传统体制下的非合约性金融资源运作 .....          | (27) |
| 1.4.3 中国金融市场合约化的过程 .....              | (28) |

## 第 2 章 金融市场合约化与国有银行改革 ..... (34)

|                            |      |
|----------------------------|------|
| 2.1 不良贷款是政经合约互动的结果 .....   | (35) |
| 2.2 不良贷款合约为各当事人谋利之工具 ..... | (41) |
| 2.3 金融市场合约化与高速经济增长 .....   | (47) |