

中国金融书系

西方货币金融学 学说的新发展

陈野华 著

XIFANG
HUOBI JINRONG
XUESHUO
DE
XINFAZHAN

Chenyehua

西南财经大学出版社



西南财经大学
学术著作出版基金资助项目

中国金融书系

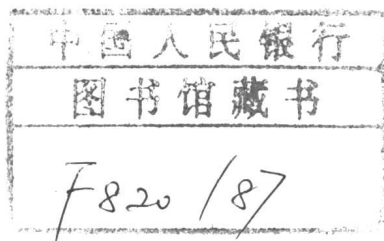
西方货币金融 学说的新发展

陈野华 著

XIFANG
HUOBI JINRONG
XUESHUO
DE
XINFAZHAN



Z0032212



西南财经大学出版社

责任编辑：黄小平

封面设计：穆志坚

书 名：西方货币金融学说的新发展

作 者：陈野华

出 版 者：西 南 财 经 大 学 出 版 社

(四川省成都市光华村西南财经大学内)

邮政编码:610074 电话:(028) 7353785

排 版：西南财经大学出版社激光照排中心

印 刷：郫县犀浦印刷厂

发 行：西南财经大学出版社

全 国 新 华 书 店 经 销

开 本：850mm×1168mm 1/32

印 张：15.125

字 数：296 千字

版 次：2001 年 1 月第 1 版

印 次：2001 年 1 月第 1 次印刷

印 数：3000 册

定 价：25 .00 元

ISBN 7-81055-747-5/F·608

1. 如有印刷、装订等差错，可向本社发行部调换。
2. 版权所有，翻印必究。

序言

从货币经济论到金融经济论 ——西方货币理论的发展轨迹

20 世纪 70 年代和 80 年代,金融创新给全球金融业带来了翻天覆地的变化。各种金融衍生产品作为货币的“替代品”在世界金融舞台上扮演着越来越重要的角色,进入 90 年代以后,其呼风唤雨的地位在东南亚金融危机所引发的世界金融危机中得到了充分的体现。金融领域的这一变化无疑对传统的货币经济理论提出了一系列值得深思的问题:作为经济的第一推动力,货币在经济中的作用固然重要,但是否只有货币才是最重要的呢?金融创新使货币作用于经济的机制和内容发生了哪些变化呢?如何从理论上论证这些变化?货币政策应该如何适应这些变化而作出相应调整呢?正是上面这些问题促使了我们写作此书。

从历史的角度看,西方货币理论的发展经历了从货币面纱论—货币经济论—金融经济论的发展过程。如果说,19 世纪末 20 世纪初的世界金融危机使传统的货币理论从两分法的桎梏中解放出来,彻底抛弃货币面纱论而建立起崭新的货币经济学

F601/0714

理论体系,那么,20 世纪末由东南亚金融危机所引发的世界金融危机则表明:金融经济时代的来临呼唤着金融经济学体系的建立。

要构筑金融经济学巨著不是本书作者所能胜任的。奉献在读者面前的,仅仅是西方货币经济论向金融经济论发展过程中的一个个小光点,是作者对金融经济学研究点点滴滴思想火花的积累和整理。但为了让读者理解这些点滴观点深刻的思想内涵,本书用较大篇幅阐述了从货币面纱论向货币经济论的发展过程,以便读者能清楚地了解西方货币理论发展的全过程。本书体系结构是这样安排的:

第一章,揭示传统货币理论的内在矛盾,从历史的角度论述货币经济理论的产生和发展过程,提出货币中性与非中性争论的主题。分析表明,货币在经济中的作用问题一直是货币理论研究的主要问题。20 世纪以前,以传统的货币数量论与萨伊定律为基础,以“两分法”为主要研究思路,这一时期货币理论的主要代表为货币中性论,其重点在于考察货币变动与一般物价水平变动之间的关系问题,认为经济的均衡是一种物物均衡(瓦尔拉均衡)而非货币均衡,对货币与实际经济的关系持货币面纱论。20 世纪初,瑞典经济学家魏克塞尔率先将货币理论的研究从一般价格水平扩展到相对价格体系,论述了货币对经济均衡的重要意义,第一次明确提出,就货币的媒介职能而言,货币是中性的;但就货币的储藏职能而言,货币在媒介资本借贷的过程中会促进储藏向投资的转化,因而是非中性的。魏克塞尔以其经济的累积过程学说表明,货币会通过货币利率与自然利率的

背离首先影响商品的相对价格体系,进而对一般价格水平产生影响。这就是说,货币对一般物价水平的影响是间接的,其间接作用的过程也就是货币对经济均衡的作用过程。经济均衡是一种货币均衡而非实物均衡。

第二章,论述货币经济理论体系的建立及其模型化的发展趋势。现代凯恩斯主义经济学的创始人梅纳德·凯恩斯以其收入支出说的货币理论体系为当代货币经济学奠定了坚实的理论基础。凯恩斯货币理论最有价值的观点是:①货币通过乘数效应会对就业、产出和收入产生实质性的影响,货币经济学是一种宏观经济学而非微观经济学或技术经济学。②货币对收入的调节是通过利率对投资的诱导作用来实现的。换句话说,货币的作用机制过程是间接的,而作用机制的效果则是直接针对有效需求而言的,因而货币政策的中介指标是利率。③在产业周期的不同阶段,货币政策的作用机制与效果是不一样的。通货膨胀与失业成为经济循环的两极,相机抉择的政策主张是政府宏观调控的必然选择。④政府对宏观经济的调控之所以选择货币政策,货币政策的中介指标之所以选择利率,是货币供给的外生性与货币需求的内生性相互作用的结果。引入货币需求的利率弹性问题是凯恩斯对当代货币理论发展的最重要的贡献。在这里,货币作为一种资产与其他生息资产并列,强调的是货币在金融领域高度的“替代效应”以及作为一种资产而存在的“财富效应”。“替代效应”与“财富效应”的理论不仅为“现代资产组合理论”(第三章)与“财富调整理论”(第四章)的诞生提供了最初的理论准备,同时也为当代货币经济学向金融经济学的发展奠

定了重要的理论基础。20 世纪 60 年代至 70 年代所产生的“金融发展论”(第五章)以及 80 年代至 90 年代所产生的“新货币经济学”(第六章),都是在强调货币的“替代效应”与“财富效应”的基础上研究金融深化、金融创新对经济影响的最有代表性的货币理论之一。在这里,货币非中性的本质特征得到了最高度的概括。(20 世纪中叶以后西方主流经济学的发展,要么是继承凯恩斯学派的传统,在上述理论的基础上不断扩展、夯实,如后凯恩斯学派和新凯恩斯学派对货币理论所做的贡献;要么是另起炉灶,与凯恩斯学派的理论展开论争而建立起全新的货币经济学体系——名义收入的货币理论,即现代货币数量论。以后各章节,我们将从不同的角度阐述上述货币经济理论各主要流派的发展和演变。)

第二章的后半部分,我们以较大篇幅介绍后凯恩斯学派所建立的宏观货币经济模型。值得注意的是,希克斯—汉森模型强调的是均衡利率与均衡收入对灵活偏好函数、储蓄函数与投资函数的影响,其最有价值的部分是运用 IS—LM 模型对货币政策与财政政策在产业周期不同阶段的效果的分析。而帕廷金四市场宏观经济模型所强调的,则是货币的“实际余额效应”对灵活偏好函数、储蓄函数与投资函数的影响。其最有价值的观点是,货币可以通过其本身实际价值的变动而影响各市场需求函数,进而对总需求的变动施加影响。从利率的传导机制过程到货币价值变动的直接作用机制过程,也就是从“凯恩斯效应”到“庇古效应”再到“实际余额效应”的发展,最终体现了货币作为一种资产而存在“财富效应”这一凯恩斯灵活偏好论的理论精

华。

第三章,考察后凯恩斯学派与新凯恩斯学派等对凯恩斯货币理论的发展。“货币供给是一种政策变量”作为灵活偏好论的前提假设条件之一,而未列入凯恩斯理论考察的重点。凯恩斯的后人们根据信用制度发展的现实提出了各种各样的货币供给内生模型,为研究货币均衡提供了实证分析的理论依据。在货币作用机制问题上,他们继利率传递与货币实际余额传递理论之后,提出了借贷传递机制的观点,强调现代信用形式在货币供给、货币派生、货币作用机制过程中的重要意义。特别需要说明的是,弗里德曼从实证分析的需要出发,也建立了自己的货币供给模型,但为了名义收入货币理论体系的完整阐述,这部分内容没有列入此章而放到了第四章。

同理,弗里德曼关于货币需求函数的内容,我们也放到了第四章,而本章关于货币需求理论的发展,包括两部分内容。第一部分是论述后凯恩斯学派如何将利率弹性引入各种动机的货币需求分析,以微观经济学的基本分析方法从单个投资者主体的角度研究货币需求函数问题。其理论贡献在于:均值一方差分析也就是收益—风险的对称不仅构建了现代资产选择(组合)理论的基础,而更为重要的是,由此而发展衍生的各种资本资产定价模型、时际模型、套利定价理论、期权定价模型等理论创新成果为现代金融经济学增添了极其丰富的内容。按照现代西方经济学对金融的权威解释,“金融以其不同的中心点和方法论而成为经济学的一个分支。其基本的中心点是资本市场的运营、资本资产的供给和定价。其方法论是使用相近的替代物给金融契

约和工具定价。”金融包括以下四个内容:①有效率的市场;②风险与收益;③替代物和套利;④公司金融。^①显然,以资本市场运营为中心,资产组合与定价是其最核心的理论部分;而给各种金融契约和工具定价的基本思路,即是考虑风险与收益的替代效应。正是从这个意义上讲,从货币经济学向金融经济学的发展,托宾、马柯维兹、威廉·夏普等的理论贡献是不可磨灭的。第二部分介绍各种现代货币需求模型。从长期来讲,实际收入、利率和物价是经验货币需求函数的主要决定因素,而短期货币需求方程应包括滞后变量。为此,短期局部调整模型、误差修正模型等相继产生。这些模型隐含着实际货币供给总是等于短期货币需求这一假定,以致货币市场总是处在均衡状态。70年代以后,银行体制改革、政府预算赤字、外汇市场基本政策与立场的改变等因素致使货币市场出现不均衡状态。新凯恩斯学派经济学家运用非均衡理论研究货币需求问题,提出不均衡货币与缓冲存量的货币需求模型。

第四章,研究现代货币学派在货币理论上的主要贡献。在货币理论的发展史上,与凯恩斯理论相比较,现代货币数量论最有价值的理论观点是:①强调货币最重要,货币的推动力是说明收入与物价变化的主要因素,因而,应立足于货币因素探讨名义收入问题。②名义收入与物价水平的波动主要取决于货币需求函数与货币供给函数的相互作用及其均衡状态。实证分析表

^① Stephen A. Ross:《新帕尔格雷夫经济学大辞典》,第2卷,354~358页,北京,经济科学出版社,1992。

明,货币需求函数是极其稳定的,且与货币供给相互独立,决定货币供给的因素并不影响实际货币需求函数的稳定性。换句话说,名义货币需求可以随时适应货币供给的变动作充分的调整。因而,研究名义收入与物价问题必须从货币供给着手。③货币变动对收入水平的影响既有短期与长期的不同结果,也包括对名义收入与实际收入的不同作用。结论是:从长期来看,价格或名义国民收入的显著变动几乎一成不变的是名义货币供给量变动的结果。④与凯恩斯理论强调货币在金融领域高度的“替代效应”,因而货币需求具有极高的利率弹性的结论相反,现代货币数量论强调货币的“收入效应”,强调货币在更广的领域与各种资产(包括非金融资产)的“替代效应”,并以实证分析结果表明,货币需求的利率弹性是极低的:在作为货币需求的决定因素时,利率远不如人均的实际收入重要;在作为货币流通速度的决定因素时,利率远不如恒久性收入重要。⑤货币量在短期和长期内对利率的影响是不同的。在短期内二者呈一种反向关系,但从长期来看,二者则呈一种正向关系。因此,在显示货币政策是“紧”还是“松”方面,利息率是一个会把人们引入歧途的指示器,利率不能作为货币政策的中介指标。⑥通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象,“滞胀”来源于政府干预所造成的自然失业率前提的丢失,亦即通货膨胀可预测性条件的丢失。解决“滞胀”的惟一出路就在于恢复这种可预测性条件。⑦综合上述各点,结论是:政策规则的稳定与盯住货币变动率应该作为货币政策的基本原则,“单一规则”的政策主张是经济自由主义在货币政策上的最佳选择。作为一种思想框架或理论方法,货币数

量论的影响之所以一直流传到今天,与弗里德曼在上述理论问题上的开创性研究是分不开的。

60年代初期,货币学派的另两位代表人物卡尔·布伦纳(K. Brunner)和阿伦·梅尔泽(A. H. Meltzer)融弗里德曼的货币需求函数与资产组合理论的精华于一体,在宏观总量的层次上明确了“财富”的定义,提出财富调整的货币传递机制理论并运用财富调整的分析框架,阐述货币政策与财政政策的作用机制过程。80年代以来,货币学派的重要分支——理性预期学派——的影响日渐扩大。其理性预期模型的渊源可追溯到弗里德曼对通货膨胀的适应性预期的分析,但其“稳定政策的无效性”的结论却是与弗里德曼背道而驰的政策主张。以上内容构成了本书第四章。

第五章,讨论“金融发展与创新理论”,研究货币替代形式的发展以及由此带来的金融资产、金融机构的多样化扩张和金融政策的适应性调整。从货币供给的外生性、可控性,到货币供给的内生性,传统货币理论对这一问题的研究只注重银行的作用。“金融中介论”采用总额货币论的分部门分析方法,研究各种非银行金融机构乃至各种非金融中介机构在信用创造过程中的作用,提出了内在货币与外在货币的不同派生过程,以及这些机构带来的多样化非货币间接资产对货币的替代过程,探讨了这些过程对货币需求、金融机构之间的竞争以及货币政策效果的重要影响。并提出货币政策控制的对象应该从只控制银行到也要控制非银行金融机构,从控制货币供给到控制流动性资产。“金融结构论”从各种金融工具和金融机构的相对规模以及各类

金融工具和金融机构在金融资产中的比例关系的比较分析入手,围绕金融相关率这个指标,探讨金融发展的一般规律,并在此基础上研究了金融对经济发展的引致增长作用。作为一种全新的理论观点,“金融深化论”认为,货币与实质资本的关系在发达国家表现为替代关系,而在发展中国家主要表现为互补关系,这意味着提高实际利率对发展中国家的资本形成在一定范围内有着推动作用。因此,发展中国家应该实行金融深化改革,即以实际利率为核心来实施金融自由化发展战略。当然,金融自由化理论也受到来自新凯恩斯学派、新结构主义学派和新制度主义学派的批评。而以斯蒂格利茨为代表的新凯恩斯主义经济学家则从不完全信息市场的角度提出了“金融约束论”。金融约束论运用信息经济学理论对发展中国家的金融市场和金融体系进行了研究,认为金融市场失灵本质上是信息失灵,它导致了金融市场交易制度难以有效运行,必须由政府供给有正式约束力的权威制度来保证市场机制的充分发挥。政府可通过金融约束政策为金融部门和生产部门创造“租金机会”,并通过“租金效应”和“激励作用”来有效解决信息不完全问题。

本章的最后部分,我们讨论金融创新理论。迄今为止,国外金融创新理论研究的主要内容首先集中在探讨金融创新的动因方面,较有代表性的金融创新理论有:西尔伯的约束诱致假说、凯恩的“自由—管制的博弈”、制度学派的金融创新理论、希克斯和尼汉斯的交易成本理论等。其次是讨论金融创新对金融发展的影响,金融发展需要大力发展金融上层建筑,金融创新正是实现这个宏观目标的微观过程,这种影响是从金融工具、金融机构

和货币政策三个角度进行讨论的。最后是金融创新与金融发展安全,这方面主要有两种思路。一种思路认为金融体系本身具有内在脆弱性,金融危机是不可避免的。代表性理论有明斯基提出的金融体系周期性振荡假说和信息不对称理论。前者是基于资本主义经济繁荣与萧条的长波理论,从债务—通货紧缩的角度来分析金融危机。后者认为金融体系具有内在脆弱性,是因为金融市场上借款人和放款人的信息不对称而导致的逆向选择和道德风险问题。另一种思路认为金融体系本身是稳定的,具有内在完备性,金融体系危机是由于不确定的随机事件冲击的结果,这是一种非线性经济学的解释。由于金融体系中存在非线性机制,使得某些金融冲击或单个金融机构的危机有可能演变成金融体系的危机。

第六章,我们探讨 80 年代以来货币经济理论的最新发展动态,研究分两种思路进行:第一种思路是在宏观经济模型中加入货币的因素,考察货币与经济增长的关系问题,从宏观和微观的不同层面维护和发展既有的货币经济理论体系。从宏观层面的研究以托宾的“新古典货币增长模型”与罗斯和斯泰因的“凯恩斯—魏克塞尔型货币增长模型”为代表。托宾(Tobin, 1965)在新古典单要素生产模型中加入货币因素,发现货币增长所导致的通货膨胀将对人均资本(或资本密度)产生正向作用,从而对产出具有积极的影响,这个发现后来被称为“托宾效应”。然而,托宾模型是对现实社会的高度简化和抽象,它关于经济行为的若干假定存在很多问题,后来的研究者在部分修改有关假定后,沿用其模型的主要框架,结果却得到了相反的结论。稍后于托

宾模型,60年代后期又出现了以罗斯(Rose,1966)、斯泰因(Stein,1966)为代表的“凯恩斯—魏克塞尔型货币增长模型”,在他们的理论模型中,储蓄和投资函数相互独立,从事前的观点看,计划的储蓄与投资不一定相等,结果也得到与托宾模型相似的结论。受60年代以后宏观经济学追求微观基础这个潮流的影响,货币经济学就货币存在的合理性问题出现了三派主流理论,它们分别是“效用(及生产)函数中的货币”、“货币先行约束”以及“世代交叠模型”。在这三种微观理论的基础之上,货币增长模型理论在70年代以后获得了进一步的发展,但与先前的理论模型一样,新的货币增长模型仍然极大地依赖于一些难以证明或证伪的先验假设,它们的结论也存在相当大的差异。进入90年代以后,关于货币增长模型的理论探索仍在继续,经济学权威刊物上不时还会有新的货币增长模型版本出现,但越来越多的经济学家已经意识到,仅仅依靠这种高度简化的理论模型并不能得出货币究竟是“中性”还是“非中性”的确切结论,很多人开始将注意力集中到对具体国家(地区)和具体时间的经验证据的分析。

第二种思路是从货币与各种金融资产的替代效应出发,对传统货币理论的基本框架提出质疑,主张淡化货币的作用,取消货币在经济理论中的特殊作用,提出所谓“新货币经济学”。其主要观点是:现有的货币、金融体系并非自然演进的结果,而是靠法律限制(或政府管制)支撑的。在自由放任的竞争性市场环境中,不会存在集记账单位与交换手段两大职能于一身的“货币”。“货币”现有的两大职能将由不同的东西分别承担,货币交

换最终将为“精密的物物交换”所取代。这样,新货币经济学框架下,不存在相对价格与物价水平决定相分离的问题,实际上是通过取消“货币”而达成改造后的货币理论与传统的价值理论相统一。新货币经济学的主要思想早在两百年前就曾出现过,80年代这一理论再次以新的面孔出现,是基于1979—1982年美联储“货币主义实验”的失败加剧了人们对传统货币理论和货币政策的怀疑。而80年代以来金融业的飞速发展,为取消“货币”提供了现实的可能性。新货币经济学的主要代表,一是以布莱克(Black, F.)、法马(Fama, E.)和霍尔(Hall, R. E.)三人的姓氏首字母命名的“BFH体系”。该体系采用“思想实验”方法,从逻辑上推论:如果取消货币管制,未来金融体系将如何运作?他们设想了一种完全竞争条件下金融体系的运作模式,它完全不同于现实中以“货币”为中心的金融运作机制,为货币理论研究提供了一种崭新的角度,为最大限度地消除货币对经济均衡的破坏作用提供了一种崭新的思路。二是由新古典学派著名代表人物尼尔·华勒士(Neil Wallace)、托马斯·萨金特(Thomas Sargent)所创立的“法律限制理论”(Legal Restrictions Theory),该理论继承源于奥地利学派门格尔、米塞斯等人的“货币制度研究的进化论方法”,从史实出发,分析和解释过去和现在货币金融制度的形成原因,而提出“现有的货币、金融体系并非市场力作用下自然演进的结果,而是为政府的法律限制所决定”的观点。新货币经济学之所以称为“新”,是因为它一反传统理论先接受“货币”的存在,然后研究“货币”的作用这种思维惯性,出人意料地提出“取消货币会如何”这样的问题,如果不看它的推导过程,

单就其结论而言,的确是令人惊异的。新货币经济学对金融学研究最重要的意义,首先在于它让人们重新对传统的理论格局进行反思,在当前金融经济高度发展,各类金融资产对货币的替代性越来越强的情况下,且不说货币内生性越来越强,即便中央银行能够控制货币量,它对储蓄、投资、利率等的影响也日渐消减。反过来,如果金融体系的其他部分出了问题,则引起的经济震荡也不亚于历史上货币危机所产生的冲击力。其次,是关于“货币是价值尺度与流通手段的统一”的定义,新货币经济学打破了这一思维定势,提出“为何二者必须统一,两者分离又如何?”这一关系到货币经济学微观基础的重大问题,货币经济学要存在、发展,就必须首先解决这个问题。

第七章,我们围绕全书的中心——货币经济与实质经济的关系,分析开放经济条件下货币的价格——汇率——的决定及其变化的理论模型。一般而言,货币的价格——汇率——决定于外汇的供求。从历史演进及理论的发展来看,早期的外汇供求主要派生于实质经济中对商品与劳务的需求。因而,早期的汇率理论模型集中于“购买力平价模型”及其发展形式。凯恩斯革命把利率看成是放弃流动性偏好的报酬,而流动性偏好是货币需求。利率既然能影响人们的货币需求,亦能影响货币的价格——汇率。凯恩斯初步建立起了古典利率平价理论的框架,再经过保尔·艾因齐格等人的发展,从金融市场套利的角度研究了汇率的决定因素。60年代初期,蒙代尔、弗莱明在凯恩斯宏观分析的框架内,以新古典一般均衡分析为基础,阐述了内部均衡与外部均衡的货币政策与财政政策配合问题。70年代初期,

随着资本流动的加剧和汇率的频繁波动,汇率的决定更加脱离了实质经济中由商品与劳务所派生的外汇供求,而主要决定于资本项目。货币主义的汇率理论应运而生,强调货币供给对汇率的决定作用。70年代中后期,多恩布什综合了凯恩斯主义的短期分析与货币主义的长期分析,将商品市场与金融市场相统一,从“汇率的超调”角度研究了汇率的易变性。迄今为止,随着国际资本大规模、高速度的流动,越来越多的国家资本账户的对外开放,为规避汇率风险与投机,运用货币替代的动机越来越强。而货币替代强化了货币供给增长率与汇率之间的正向关系,使其系数变大了。货币替代更大程度上影响着汇率的变动。

陈野华

2000年5月30日于光华村