

现代金融 理论前沿

XIANDAI
JINRONG
LILUNQIANYAN

易宪容 黄少军 著



中国金融出版社
CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

现代金融理论前沿

易宪容 黄少军 著

 中国金融出版社

责任编辑：王 凤

责任校对：张志文

责任印制：程建国

图书在版编目 (CIP) 数据

现代金融理论前沿/易宪容, 黄少军著. —北京: 中国金融出版社,
2004.9

ISBN 7 - 5049 - 3516 - 6

I. 现… II. ①易… ②黄… III. 金融学—研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 100043 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63286832 (010) 63287107 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63365686

读者服务部 (010) 66070833 (010) 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京华正印刷厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 26.25

字数 528 千

版次 2005 年 1 月第 1 版

印次 2005 年 1 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

如出现印装错误本社负责调换

导 读

金融学的研究基本上包括了三个方面的内容。一是宏观金融经济学。它主要对金融市场体系进行研究，如金融体系的设立与创新、金融体系运作的激励与约束机制、金融市场体系对实体经济的影响与作用，以及不同的金融体系之间差异性比较。二是微观金融经济学。它主要讨论金融市场和金融资产的定价与风险管理问题，如金融市场的组织与特性，股票、债券、期权和期货的基本特性与基本定价，国际金融市场的组织、运作和金融工具的运用，利率、汇率的特性与定价等。三是公司财务方面的研究。它主要探讨公司实物投资与财务运作的决策过程。它以公司定价理论为基础，分析公司的财务状况、投资、融资、兼并和风险管理等。公司财务学又可以分为三个方面，公司财务、公司兼并与收购、公司治理。

可以说，尽管金融学的这三个方面，其产生的理论背景与条件、成熟程度各不相同，但是，随着实体经济与金融市场的快速发展、现代科学手段的迅速更新，以及金融全球化的进一步深化，金融理论的研究对传统理论提出了巨大的挑战。许多新的构想、新的研究方向及新的工具更是日新月异、创新不止。本书试图从这三个方面对现代金融学研究的最新进展作一点综述性分析，以便为学习金融学的学生提供一些可参考的信息与思路。

本书的第一章讨论了金融发展与经济发展的新理论。在传统的宏观经济理论看来，货币仅仅被看作交易的媒介，不影响实际经济活动；尽管他们认为货币供求关系会影响利率、价格，但对实体经济活动没有多大贡献。而金融机构的产生被认为是经济增长的结果而不是把金融机构的产生看作为促进经济增长而设。新古典增长理论也不考虑货币与金融体系。索罗模型研究实物经济，没有货币作为交换的中介。虽然储蓄率的作用十分重要，但储蓄率决定于消费的时间偏好，与金融体系无关。

但是现代宏观金融理论则认为，金融体系及其作用或功能的研究应该逐步脱离传统的“工具论”，而将金融体系所提供的服务作为一种具有特殊形式的、实体经济活动的一部分来进行分析。因为，金融服务是与其他商品和服务一样具有实质财富效应的经济活动。现代金融学的不少研究表明，金融发展理论的最主要目的是论证金融发展对于经济增长是重要的。只有金融发展确实具有金融发展理

论所企图论证的经济意义，金融发展理论根据大量理论与实证研究提出的各种有关金融发展的政策主张才具有现实意义。

金融发展理论进展得益于经济学另外两个领域的开创性工作。一是内生经济增长理论，一是不对称信息经济学。前者为将金融变量引入增长模型提供了分析框架；后者则为揭示金融体系的重要功能提供了理论基础。也正是这些开创性的研究，既指出了金融发展与经济发展相互作用，也指出了不同法律体系下金融结构的差异性和对经济发展的影响，指出了金融体系的整体发展对经济增长最为有利。本章的目的就在于对金融发展理论作一全面梳理，它包括了关于金融发展与经济增长关系的理论和实证研究，以及在此基础上的政策含义等。

第二章的主要内容是从金融合约角度来研究公司财务问题。金融合约论是以往二十多年来金融学研究非常活跃的领域。公司财务理论最基础的问题就是，对需要融资的企业来说，股票与债券应取什么比例能使企业市场价值最大化。20世纪50年代中期，MM理论提出以后，基本上建立了一套传统的公司财务理论框架。但从MM定理发表之后，许多经济学家沿着由MM定理开创的思路对企业金融合约进行了深入的研究与探讨。无论是20世纪70年代的权衡理论及后权衡理论，还是20世纪80年代代理理论与非对称信息理论引入到这一领域，都大大丰富了人们对这个问题的理解，也拓宽了整个问题研究的视野。可以说，在其基础上，金融合约理论也成为现代财务学的最核心内容。

如运用代理方法来研究不同的融资方式对企业市场价值的影响、非对称信息的方法来研究企业不同融资方式的先后次序、企业的剩余控制权转移对企业融资的影响、信贷配给与企业资本结构关系、税收与资本结构关系、证券的承销或证券的转换、红利理论、债券承诺与偿还、破产法、新证券的定价与保险方式以及绩优股等，基本上都是围绕着如何通过公司财务的运作以追求公司价值最大化来展开的。当然，尽管这些研究近几年来取得很大的进展，但由于公司财务问题的复杂性，仍然有许多需要探讨的新问题。

第三章是资本市场有效性理论。在投资理论中盛行的分析方法包括基本分析与技术分析两种，前者剖析金融工具的本质与真正价值所在，后者则分析金融工具价格的变动与趋势，以此来评估投资时机与选择投资的标的。上述两种分析方法各有侧重，而投资者能否借助两者发展交易法则获得超额利润呢？现代文献上提出随机游走假设或称有效市场假说检验股价能否立即反映市场信息，或检验股市是否具有信息的有效性，如果答案是肯定的，那么上述两种分析方法所发挥作用也就值得怀疑了。

随机游走是指未来变动无法基于过去行为来预测，应用于股市的分析就是短期股价变动是无法事先预测到的。有效市场假说则假设股票市场具有信息的效率性，任何信息发生都会充分而立即反映在股价的变动上，投资者无法利用某种信

息优势来获得超额利润。20 世纪 60~70 年代的实证研究显示, 美国金融市场已达到相当程度的效率性, 技术分析或基本分析都无法提供投资者超额报酬。但是, 近十年来, 随着行为金融学的发展, 市场异常现象不断地发现, 有效市场假说也开始遭到质疑。本章首先回顾资本市场有效性假说的基本内容, 指出其局限性以及面临的困难和问题, 然后讨论分析各种金融理论特别是行为金融理论对有效市场假说的评论和挑战。

第四章是行为金融学。该理论创立者卡恩曼和特维斯基 (D. Kahneman and A. Tversky) 于 2002 年获得诺贝尔经济学奖。行为金融学以金融市场中投资人的真实行为为基础, 研究人们在面对不确定性时如何进行资源的时间配置的科学, 并以此来了解和预测投资人的心理决策过程及运作机制。因为个人在做决策时, 并不是如传统的金融理论假设理性的个人会对所有的可能情形及可能性做详尽的分析, 而是常常不能充分了解到自己所面对的状况, 会以认知的偏差, 以经验法则或直觉作为决策的依据, 反映在投资行为上, 就有过度或不足反应现象。正是在这个意义上说, 行为金融学是以新的人性模式来研究不确定性环境下投资者决策行为的科学。

行为金融学的产生主要是对现代金融学的反思。发端于 20 世纪 50 年代的现代金融学, 它假定行为主体是理性经济人, 金融资产都能够在一般均衡框架下确定其价格。这些理论较好地解释了金融市场的运作机制和金融资产的定价机制, 成为现代金融学的理论基础。但是, 自 20 世纪 80 年代以来, 随着金融研究的深入, 不少学者发现, 经济金融市场的一些现象与传统的金融理论不相一致。随着越来越多的异常现象被发现, 学者开始对现有金融理论表示质疑, 特别是有效市场理论近年来遇到了实证检验方面的严峻挑战。这种挑战也推动了行为金融理论范式的产生和兴旺。由于有效市场理论 (EMH) 的前提是投资者的完全理性, 因此它有时也称为“理性范式 (Rational Approach)”; 行为金融理论的前提则是投资者各种非理性的心理现象, 因此有时也称为“心理范式 (Psychological Approach)”。

可以说, 行为金融学对所发现的金融市场上各种“异常现象”或“谜团”, 到底是基本理性假定的错误引起的, 还是只反映人们预期心理如对风险评价的变化作了一定的解释。尽管这些解释并非那样完善, 但开拓了金融学研究的新天地。同时, 行为金融理论并非简单针对有效市场假说, 它在某些方面对传统金融经济学提出的挑战直接针对新古典理论的一些基本理论前提。因为行为金融学牵涉到基础理论, 争议非常大。可以说, 行为金融学的出现和成熟不是一种孤立的现象, 它可以看作是一场经济学大变革中的序曲。

第五章为风险投资的理论与发展。风险投资在变化快速、科学技术日新月异的今天已经不仅仅是一个微观现象, 它对宏观经济增长的作用早已逐步得到了强

化。尽管 2000 年美国纳斯达克泡沫破灭后, 国人对风险投资兴趣有所减弱, 但是它作为一种特殊投资工具, 风险投资的成长具有特殊的历史原因和背景。其中最为重要的是风险投资的极具特色的组织结构和合约安排, 这使它能够适应新的多变的环境。可以预计, 在 21 世纪, 这种新型的融资体系将会逐步成为主流融资体系。本章对风险投资的产生、背景、他国发展之经验、基本的合约安排与组织特征、监管模式及退出机制都进行了详细的讨论。

同时, 本章也指出了随着中国经济增长向纵深发展, 中国加入世贸组织以后融入世界经济体系步伐的加快, 我国的投融资领域可能将很快面对一次大的变革, 风险投资在我国将有广阔的发展前景。正如美国风险投资协会主席所指出的那样, 一流的研究机构、对企业家友善的法律和监管环境、技术敏锐的人力资源是保证 21 世纪风险企业增长乃至经济增长的三大基本条件。

第六章是养老基金的理论、实践与发展。20 世纪以来, 人口老龄化的问题成为世界发达国家最为热点、最为棘手的经济问题, 在发展中国家, 人口老龄化问题也非常突出, 特别是中国, 人口老龄化问题将使中国经济面临重大的挑战, 它不仅成了中国经济改革所遇到的一个严重障碍, 也是中国经济未来持续稳定发展的障碍。因此, 建立养老保障制度也就成了社会经济政策的重要一环。

这些年世界各国已经积累了不少有关老年社会保障制度的经验。从资金筹集方式来看, 大体上有现收现付制、完全养老金制及部分养老金制, 其制度安排不同, 收入再分配效应和经济增长效应殊异。本章既讨论了世界养老保障制度总体发展趋势及中国建立社会保障制度的必要性与条件, 又分析了中国新的养老金制度三个重要支柱(即养老金支付方法的社会支柱、缴费方法的个人养老金账户、由各个企业自愿的补充养老保险)现有的条件与不足, 指出了中国养老金制度的改革所经受的历史负担和现实的阻碍, 及养老基金制度改革的过程中所面临的问题。

本章特别指出了如何利用金融市场来促进中国养老金改革与建立中国有效的、安全的社会保障体系, 在资本项放开的情况下养老金如何运作的问题, 研究开放程度不同的情况下养老金运作的基本条件, 以便为加入世贸组织后如何改革中国养老金制度, 为中国的社会保障体系建立和中国金融市场的改革提供一种可选择的思路。

第七章为国际资本市场监管的最新理论。近十余年来, 全球资本市场的发展迅速, 庞大的投机资金在全球资本市场的流动加剧了世界金融市场的动荡, 尤其是给金融体系脆弱的广大发展中国家带来了严重的破坏性或者威胁。全球资本市场监管体系的建立已经提上了各国政府的议事日程。在过去的二十年中, 全球金融市场出现了金融服务业的全球化、间接融资和直接融资功能的融合、金融创新的层出不穷等三大发展趋势。这些新的发展趋势给各国的金融监管者带来了严峻挑战。

本章就资本市场的监管目标、资本市场的监管原则、监管条件和结构的演变、新兴资本市场与发达资本市场的监管进行了深入的分析与研究,指出了最近国际资本市场监管措施的变化、发展趋势及所面临的困难与问题。

第八章为资本账户开放的理论及运作。20世纪50~60年代以来,随着经济国际化、金融全球化,一国经济时常会受到国际经济波动的影响,国家间经济往来越来越密切,国际资本对一国经济的影响也就越来越大。特别是20世纪70年代布雷顿森林体系瓦解后,一些发达国家开始解除对资本的管制,随后许多发展中国家也开始开放其资本账户及相应的资本市场。资本管制的解除或金融自由化,国际资本流动立即呈现出不断加速和扩大的趋势。国际资本对一国经济的影响更是无可复加。因此,如何管理好国际资本就成为国家经济政策中最重要的课题,同时,国际资本对一国经济的冲击及造成区域性的经济危机也成为国际间亟待解决的议题。

一般来说,发展中国家为了管理好国际资本以达成经济成长的目标,通常会采取以下的政策:一是二次世界大战后到20世纪80年代期间东南亚国家所采取的控制国际资本流动的经济政策,结果是,这些国家在严格控制资本流动的政策下,国内的金融制度及资本市场被扭曲,片面追求出口贸易快速成长,从而导致了1997年的亚洲金融危机。二是20世纪60~70年代拉丁美洲国家采取开放市场,准许国际资本自由流动的经济政策,使得政府控制物价及汇率能力下降,从而导致了1982年拉丁美洲的外债危机。不过,拉丁美洲国家在汲取以往教训的基础上,对国际资本流动开始采取较为谨慎且渐进的方式。1985~1996年,智利等国对国际资本流动采取了综合性的谨慎政策,从而使资本账户自由化取得显著的成绩。本章研究了政府如何在资本控制、金融自由化、经济成长与稳定之间找出均衡点,即资本账户开放的条件、顺序及时间是什么,中国从中能够获得多少启示等问题。

本章讨论资本管制与金融自由化的一般含义及两者的内在关系,然后讨论资本管制与金融自由化历史演进过程,并从中引申出资本账户开放的基本内容及含义、前提条件、开放顺序与速度、国际模式及经验;最后用这些理论来探讨中国的资本账户开放改革的问题。

第九章是美元化的理论、问题及展望。美元化作为国际金融市场一种货币替代现象,尽管目前学界对它的兴趣有所减弱,但它的作用与影响仍然不小。本章对什么是美元化、美元化问题是如何产生的、实施美元化的利弊得失如何、美元未来发展如何等问题进行全面的分析讨论。这不仅有利于人们了解国际金融市场,也有利于形成有效的人民币汇率机制为决策者提供一些可参考的思路。当然,正如美国前财长鲁宾指出的,无论是对于希望美元化的国家还是美国,实施美元化一定要采取谨慎的态度,利弊要反复地权衡。正是在这个意义上说,美元

化未来发展如何仅用传统智慧是无法预测的。

第十章为 21 世纪金融业发展趋势。21 世纪金融业发展基本上会表现为两大特征：一是金融全球化，二是金融业混业经营。所谓的金融全球化包括了三层含义：首先，金融全球化不仅是一个金融活动超过民族国家藩篱的过程，而且是一个风险发生机制相互联系而且趋同的过程，强调其风险性；其次，金融全球化固然是西方发达国家和一些国际经济组织有意识推动的，但在相当程度上更是由无数的微观经济组织或个人通过市场逐步一体化所导致的结果，强调其市场自发性；再次，金融全球化是一个不断深化的历史过程，强调其过程性。一句话，金融全球化就是金融资本在大规模、大范围的自由流动中寻求更多的获利机会。

由于各国、各地的经济条件不同，政策环境殊异，金融全球化的趋利性、风险性、市场自发性及历史过程性也就决定了各国、各地金融全球化的发展程度有别，方式的差异以及人们对待它的态度不一致。因此，面对着这场静悄悄来临的革命，本章描述金融全球化的现状，探讨了它的成因与发展和对现实经济的影响，指出了它的基本特征（如国际资本大规模与快速度的流动、金融资本证券化、金融市场向少数特大城市集中、市场竞争的不完全性、金融机构全球化和金融协调监管全球化等）及其未来发展趋势。

金融混业经营是全球经济自由化浪潮的必然结果。美国 1999 年《金融服务现代化法案》以金融业“混业”经营为核心，对旧有的金融体制、金融法规及金融监管体系进行了全面的改革与调整，从而为 21 世纪美国金融业发展奠定了坚实的制度基础。因为，该法的通过与实施，必将在美国乃至世界范围内引发一场包括金融制度变革、金融机构整合、金融服务创新、经营理念重塑的金融革命，从而对全球金融业未来发展产生全面而深远的影响。也正是这个意义上说，金融业从分业经营向混业经营的回归将是 21 世纪全球金融业发展的必然趋势，也是在 21 世纪银行业得以生存的最终选择。本章对金融混业的历史、成因及发展趋势作了全面的分析。

总之，迈入 21 世纪，金融市场的发展日新月异，金融理论的创新层出不穷，我们只有站在前人研究的基础上才能让自己看得更远。本书是作者长期对现代金融学关注与研究的结果，希望为读者提供一些有用的信息、观点、分析方法及资料，为读者提供一些学习与研究的便利。

易宪容

2004 年 5 月

于北京王府公寓

目 录

1	1 金融发展与经济发展的新理论
1	1.1 新古典经济学中的货币与金融
2	1.2 金融体系的功能
3	1.2.1 一些基本前提
3	1.2.2 金融体系的功能
9	1.3 金融发展过程
9	1.3.1 金融发展的总量指标
12	1.3.2 金融总量的发展
17	1.3.3 金融结构演进与经济发展阶段
22	1.3.4 金融体系与法律制度环境
26	1.4 金融发展与经济增长
26	1.4.1 早期研究
28	1.4.2 金融发展推动经济增长——机制
32	1.4.3 金融发展推动经济增长——实证
43	2 现代金融合约与资本结构理论
43	2.1 导言
49	2.2 MM 定理与资本结构
51	2.2.1 企业的市场价值
52	2.2.2 MM 定理
54	2.3 金融合约、代理问题与证券设计
55	2.3.1 代理理论与资本结构
59	2.3.2 代理问题与证券设计
64	2.4 非对称信息与资本结构
65	2.4.1 信号传递与资本结构——罗斯模型
68	2.4.2 信号传递与经理规避风险
70	2.4.3 资本结构与负信号效应
73	2.5 控制权与资本结构

73	2.5.1 不完全合约理论与资本结构
78	2.5.2 证券期限与资本结构
79	2.5.3 小结
80	2.6 企业资本结构与企业接管
80	2.6.1 金融合约与企业接管
84	2.6.2 证券投票权与公司控制
87	2.7 金融合约与信贷配给
92	2.8 小结
93	3 资本市场有效性理论的新进展
93	3.1 引言
94	3.2 资本市场有效性理论
95	3.2.1 有效资本市场与完全资本市场
96	3.2.2 股票价格反映信息的合理尺度
98	3.2.3 资本市场均衡的特殊性
98	3.2.4 对市场有效性的检验
99	3.2.5 经验金融学 (empirical finance) 关于市场有效性的基本内容
102	3.2.6 对有效市场理论的一点评论
105	3.3 股票回报的可预测性
106	3.3.1 随机游走、鞅与市场有效性
108	3.3.2 股票市场的可预测性
108	3.3.3 序列自相关
112	3.3.4 多变量可预测性分析
115	3.3.5 多因素资产定价模型
118	3.4 异常现象
118	3.4.1 小市值效应
119	3.4.2 日历效应
122	3.4.3 新股谜团
126	3.5 反应过度与反应不足
126	3.5.1 财务信息
127	3.5.2 分红派息
129	3.5.3 收购与兼并
129	3.5.4 相反原理与惯性原理
135	3.5.5 总结

137	4 行为金融理论的前沿发展
137	4.1 导言
137	4.2 理论概述
138	4.2.1 新古典金融理论的困境
143	4.2.2 理论发展回顾
145	4.2.3 对新古典金融经济学基础理论的挑战
147	4.3 心理学基础
148	4.3.1 视界理论 (Prospect Theory)
150	4.3.2 典型示范偏差 (Representativeness Heuristic)
152	4.3.3 保守主义偏差
153	4.3.4 参照系偏差
155	4.3.5 过分自信与其他心理现象
157	4.3.6 心理偏差的纠正
158	4.4 市场套利的局限性
158	4.4.1 基本因素风险、模型风险与操作成本
159	4.4.2 噪音交易者风险
161	4.4.3 其他说明
161	4.4.4 一些事实
163	4.5 总量股票市场“谜团”的行为解释
163	4.5.1 股票市场溢价谜团
167	4.5.2 股票市场波动性谜团
170	4.6 “异常现象”的行为解释
170	4.6.1 判断偏差行为模型
173	4.6.2 偏好偏差行为模型
174	4.6.3 其他“异常现象”的行为解释
175	4.7 封闭式基金谜团的行为解释
175	4.7.1 封闭式基金谜团
175	4.7.2 “理性范式”的解释
176	4.7.3 行为金融理论的解释
177	4.8 行为金融理论与市场有效性：总结
181	5 风险投资的理论与发展
181	5.1 导言
181	5.2 风险投资及其产生背景
184	5.3 各国风险投资业的发展

184	5.3.1 美国的风险投资业
190	5.3.2 欧洲的风险投资业
193	5.3.3 亚洲及其他国家风险投资概况
195	5.4 有限合伙制风险投资基金的合同安排与组织特征
195	5.4.1 高风险投资面临的制度问题
197	5.4.2 风险投资基金主要组织特征
199	5.4.3 有限合伙制合同分析
203	5.5 风险资本的投资结构与对企业的监管
203	5.5.1 分段投资
206	5.5.2 对企业监管
207	5.6 风险投资的退出
208	5.6.1 影响风险企业 IPO 的若干因素
210	5.6.2 风险企业的公开上市 (IPO)
214	5.7 政府的作用
217	6 养老基金的理论、实践及发展
217	6.1 导言
221	6.2 现收现付制向养老基金制转轨的国际趋势
227	6.3 养老基金运作机理及资本市场
236	6.4 现行养老基金发展模式的经验及理论分析
236	6.4.1 美国的养老基金模式
240	6.4.2 智利的私营养老基金
242	6.4.3 中央公积金制
244	6.4.4 香港的强制性公积金制
245	6.5 资本账户开放下养老基金运作的国际经验
247	6.6 中国养老基金发展的现状及问题
248	6.6.1 中国现收现付制的特征和改革历程
250	6.6.2 中国社会保障体制的现状、存在问题及原因
254	6.6.3 养老金的隐性债务
256	6.7 中国养老金进入资本市场的困难与障碍
264	7 国际资本市场监管的最新理论
264	7.1 导言
264	7.2 资本市场的演变
264	7.2.1 资本市场的全球化

265	7.2.2 混业经营
266	7.2.3 金融创新
266	7.3 资本市场的监管目标与监管原则
266	7.3.1 资本市场的监管目标
268	7.3.2 资本市场的监管原则
271	7.4 监管体系的演变
271	7.4.1 监管结构的变迁
271	7.4.2 市场准入条件的放松
272	7.4.3 风险防范措施的加强
273	7.4.4 跨国监管的协调、合作和有效实施
273	7.5 新兴资本市场的监管
274	7.5.1 亚洲金融危机带来的反思
275	7.5.2 新兴市场证券监管的作用
276	7.5.3 维护市场稳定
277	7.5.4 市场参与者的风险管理与客户资产保护
278	7.5.5 公司治理与国际投资者的监管
279	7.5.6 金融自由化、放松管制与市场发展
280	7.6 发达资本市场的监管
280	7.6.1 资本市场监管的法律框架
280	7.6.2 资本市场监管措施的主要变化
283	7.6.3 美国证券监管年表
286	8 资本账户开放的理论及运作
286	8.1 导言
287	8.2 资本管制与金融自由化
290	8.3 从资本管制到资本账户开放
290	8.3.1 资本管制的发生背景与作用
293	8.3.2 放松资本管制, 逐步开放资本账户
296	8.3.3 20 世纪 90 年代各国资本账户开放 逐渐走向成熟
299	8.4 资本账户开放的含义及内容
303	8.5 资本账户开放的前提条件
310	8.6 资本账户开放的顺序与速度
310	8.6.1 经常账户与资本账户开放孰先孰后的问题
312	8.6.2 资本账户本身放开的顺序

314	8.7 资本账户开放的国际经验与模式
315	8.7.1 日本资本账户开放的过程及措施
317	8.7.2 智利资本账户开放的经验与启示
325	8.8 人民币资本账户可兑换的困难与问题
330	9 美元化的理论、问题及展望
330	9.1 引言
332	9.2 美元化的内涵及类型
333	9.2.1 部分美元化和完全美元化
335	9.2.2 单边美元化和双边美元化
336	9.3 美元化的理论背景
336	9.3.1 美元化与货币替代
337	9.3.2 美元化与“三元悖论”
338	9.4 美元化的现实背景
338	9.4.1 美元化与美国经济
340	9.4.2 金融自由化与经济全球化
342	9.5 美元化的利弊
342	9.5.1 美元化的有利之处
344	9.5.2 美元化的弊端
347	9.5.3 美元化对经济影响的实证
349	9.5.4 阿根廷的失败
351	9.6 美元化展望
354	10 21世纪金融业发展趋势：全球化与混业经营
354	10.1 引言
355	10.2 金融全球化的现状
355	10.2.1 国际资本快速地大规模流动
356	10.2.2 全球金融市场证券化趋势
358	10.2.3 金融市场集中
359	10.2.4 国际金融市场竞争的不完全性
359	10.3 金融全球化的成因
359	10.3.1 全球实体经济的一体化
360	10.3.2 金融创新风起云涌
361	10.3.3 金融自由化奠定制度基础
362	10.4 金融全球化的代价

364	10.5 金融业分业经营已成历史
365	10.5.1 金融业的分业经营
366	10.5.2 分业经营的逐步衰落
370	10.6 美国《1999 年金融服务现代化法案》
371	10.7 混业经营的影响
373	10.8 全球化与混业经营发展展望
373	10.8.1 金融机构并购风潮与银行一体化
375	10.8.2 网络银行大势所趋
377	10.8.3 中国混业经营改革展望
380	参考文献

金融发展与经济发展的新理论

1.1 新古典经济学中的货币与金融

传统的宏观经济理论只将货币看作交易的媒介，它是不影响实际经济活动的；货币供求关系虽然会影响利率、价格，但对实质经济增长是没有多大贡献或作用的。金融机构在宏观经济学中也只是起着对中央银行的基础货币的放大作用，除此以外它们的功能是有限的。例如，真实经济周期理论的代表人物 Kydland 和 Prescott 就认为，虽然短期内货币量的变动确实会引起其他经济变量的变化，但长期中货币只对价格产生影响而对经济实际总量不产生实质作用^①。即使在实证数据上发现了货币与产出之间的相关关系，但它们之间是否存在因果关系以及因果关系如何还是有争议的。例如，著名经济学家弗里德曼和舒瓦兹的研究发现，在美国历史上，货币增长率的变化在一个较长的滞后期后会引发实际经济活动的变化，如周期性波动。但是，1982 年以后美国经济的数据又显示，上述关系在逐步消失^②。更重要的是，弗里德曼和舒瓦兹所研究的货币量的变化和经济增长率的变化关系只是简单的统计关系，并没有表示出货币是增长的原因。大多数传统经济学家认为货币是增长的结果而不是原因。这是因为货币量是由中央银行控制的，中央银行的决策通常是根据经济实况来选择的，中央银行的政策必须通过适当的传导机制来实现；在市场经济环境中，这一机制体现为微观经济主体对政策的反应。如果经济增长不因宏观政策的变化而改变，微观主体是不会随政策而改变他们的投资或消费活动的；只有在经济增长的情况下，微观经济主体的投资和消费才会上升。因此，从数据上看可能出现货币量增长提前于经济增长之前的现象，但实际却是经济增长带动对货币的需求。托宾所建立的模型便说明货币量的增长产生于经济或产出的增长^③。这个理论也得到了最近的实证研究结

① Carl E. Walsh, 1998, *Monetary Theory and Policy*, The MIT Press, p13.

② 同上, p14.

③ Tobin, J., 1970, Money and Income: Post Hoc ergo Proctor Hoc? *Quarterly Journal of Economics*, 84, 301 ~