



中国经济问题丛书

JINRONG SHICHANG DE ZHIDU YU JIEGOU 金融市场的制度与结构

周业安
著



金融市场的制度与结构

金融市场的制度与结构

！



图书在版编目(CIP)数据

金融市场的制度与结构/周业安著.

北京:中国人民大学出版社,2005

(中国经济问题丛书)

ISBN 7-300-06465-5

I. 金...

II. 周...

III. 金融市场-研究-中国

IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 039019 号

北京市社会科学理论著作出版基金资助

中国经济问题丛书

金融市场的制度与结构

周业安 著

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)

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 河北涿州星河印刷有限公司

开 本 890×1240 毫米 1/32

版 次 2005 年 5 月第 1 版

印 张 12.875 插页 2

印 次 2005 年 5 月第 1 次印刷

字 数 287 000

定 价 22.00

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



《中国经济问题丛书》

已出书目

书名

《中国的外资经济——对增长、结构升级和竞争力的贡献》
《国有企业治理结构创新的经济学分析》
《转轨中国：审视社会公正和平等》
《厂商规模无关论——理论与经验证据》
《资本市场：结构调整和资产重组》
《制度、趋同与人文发展——区域发展和西部开发战略思考》
《全球视野下的中国信息经济：发展与挑战》
《市场化进程中的中国财政运行机制》
《经济全球化与中国粮食问题》
《积极财政政策及其财政风险》
《中国国债市场机制及效率研究》
《我国中长期失业问题研究——以产业结构变动为主线》
《山区的综合发展——理论分析和太行山区经验证据》
《投资银行论》
《经济变迁中的金融中介与国有银行》
《过度竞争论》
《税收流失经济分析》
《企业家的激励约束与国有企业改革》
《公共支出理论前沿》
《金融市场的制度与结构》

作者

江小涓
杨瑞龙
姚 洋 等
张永生
洪银兴
蔡 昉
樊 纲 张晓晶
高培勇 温来成
严瑞珍 程漱兰
陈 共
李 新
蒋 选
严瑞珍 王政国 罗 丹 等
任淮秀
张 杰
曹建海
梁 朋
黄群慧
阎 坤 王进杰
周业安



《中国经济问题丛书》

总 序

董辅初

经济理论的发展与变化是和经济实践紧密联系的，在我国继续向社会主义市场经济体制过渡的今天，实践在呼唤经济学的发展和繁荣；同时，实践也为经济学的发展创造着条件。

中国的市场化改革是没有先例的，又没有现成的经济理论作指导，这是中国学者遇到的前所未有的挑战。他山之石，可以攻玉。随着一大批西方经济理论译介进来，以及一大批具有现代经济学素养的人成长起来，认识 and 解决中国问题开始有了全新的工具和视角。理论和实践是互动的，中国这块独一无二的“试验田”在借鉴和运用现代经济理论的同时，势必会为经济理论的发展注入新的活力，成为其发



展的重要推动力量，而建立在探讨中国经济问题基础之上的经济学也才有望真正出现。中国经济问题正是在这个大背景下获得了特别的意义。

我们策划出版《中国经济问题丛书》的主要目的是为了鼓励经济学者的创新和探索精神，继续推动中国经济学研究的进步和繁荣，在中国经济学学术著作的出版园林中，创建一个适宜新思想生长的园地，为中国的经济理论界和实际部门的探索者提供一个发表高水平研究成果的场所，使这套丛书成为国内外读者了解中国经济学和经济现实发展态势的必不可少的重要读物。

中国经济问题的独特性和紧迫性，将给中国学者以广阔的发展空间。丛书以中国经济问题为切入点，强调运用现代经济学方法来探究中国改革开放和经济发展中面临的热点、难点问题。丛书以学术为生命，以促进中国经济与中国经济学的双重发展为己任，选题论证采用“双向匿名评审制度”与专家约稿相结合，以期在经济学界培育出一批具有理性与探索精神的中国学术先锋。中国是研究经济学的最好土壤，在这块土地上只要勤于耕耘，善于耕耘，就一定能结出丰硕的果实。



目 录

第 1 章	导论	(1)
	一、问题的提出及研究 思路	(1)
	二、早期金融发展理论的 简要回顾和评价	(6)
	三、第三代金融发展理论的 进一步讨论——法律、 政治、文化、金融发展 与经济增长的关系 ...	(14)
	四、本书的结构安排	(29)
第 2 章	不完全金融市场的功能及信贷 市场的占优性	(35)
	一、金融市场是一种特殊的契约 制度安排	(37)



	二、金融市场中的逆向选择和道德风险 ... (43)
	三、不完全金融市场的功能 (47)
	四、贷款合约的占优性——主流经济学家的看法 (54)
	五、信贷配给与市场控制的失灵 (62)
第 3 章	信贷市场的效率边界 (70)
	一、关系契约治理金融交易 (71)
	二、金融市场上不同治理机制的选择 (76)
	三、信贷市场关系契约的特征及其局限性 (82)
	四、信贷市场的边界 (91)
第 4 章	资本市场与信贷市场的替代与互补 (94)
	一、资本市场关系契约的特征及局限性 ... (95)
	二、资本市场与信贷市场之间不同的替代性均衡 (99)
	三、经济发展过程中的信贷市场边界 (100)
	四、资本市场与信贷市场的动态互补 (105)
	五、信贷市场与资本市场互补关系的数理表述 (112)
第 5 章	金融市场的结构均衡与经济增长 (117)
	一、导言 (117)
	二、金融发展的内生增长模型——基本模型 (122)
	三、风险分散功能与经济增长 (124)
	四、信息集散与经济增长 (135)
	五、企业监控、投资与经济增长 (142)
	六、交易成本、动员资源与经济增长 (147)



	七、信贷市场与资本市场的互补性与经济增长	(152)
第 6 章	产品市场与金融市场的制度结构均衡——一个扩展分析	(160)
	一、引言	(160)
	二、金融市场与产品市场的结构均衡分析	(162)
	三、产品市场与金融市场的替代和互补关系	(177)
	四、几点推论	(188)
第 7 章	金融约束抑或金融深化——对金融政策的扩展分析	(193)
	一、问题的提出	(193)
	二、金融抑制论	(197)
	三、金融约束论	(201)
	四、为什么金融约束论不可行?	(207)
	五、政府在金融发展中的作用	(220)
第 8 章	金融抑制的后果——中国企业金融层面的经验分析	(230)
	一、企业融资能力的提高依赖于一国的金融深化程度	(232)
	二、利率管制对居民储蓄影响的分析	(238)
	三、信贷市场抑制下的资金漏损	(244)
	四、资本市场抑制对企业融资能力的影响	(252)
	五、结论及其政策含义	(258)
第 9 章	我国金融市场化的测度、市场化过程和经济增长	(260)



	一、导言	(260)
	二、中国金融市场化指数构造方法和 结果	(266)
	三、金融市场化、金融发展与经济 增长	(276)
	四、结论	(289)
	五、附录：金融市场化指数构造中各指标 数据的形成依据	(291)
第10章	上市公司内部资本市场研究 ——以华联超市借壳上市为例分析	(298)
	一、内外部资本市场的互动——理解中国 企业内部资金配置行为	(298)
	二、案例分析	(303)
	三、简要结论及进一步讨论的问题	(318)
第11章	金融监管的新视角——行为和制度 分析	(322)
	一、导言	(322)
	二、政府管制的一般理论回顾	(330)
	三、金融市场的制度结构和不完全性的 治理	(335)
	四、私人合同和公共合同——法律与金融 市场的治理机制的互补和替代	(340)
	五、政府监管的讨好理论——一种行为经济 学的视角	(347)
	参考文献	(356)
	后记	(401)



第 1 章

导论

一、问题的提出及研究思路

经济学家对市场的认识进展缓慢，自从亚当·斯密提出那只著名的“看不见的手”以来，这一百多年人们针对市场本身做了三件主要工作：第一件是把价格机制模型化，故以前微观经济学又称为价格理论；第二件是发现了市场失灵；第三件在于揭示出了价格的信息显示功能，以及价格的形成和波动背后的制度因素。这三件工作中的每一件都使人们对市场的认识前进了一大步，但就理论的解释力来说，都不时显示出苍白的一面。例如，当产品市场出现垄断时，根据市



场失灵理论，必须由政府通过反托拉斯法直接干预垄断企业的行为。然而，按照可竞争理论，只要存在潜在的市场进入者，没有政府直接干预，经济仍然是有效率的。这些理论都能自圆其说，又都不能击败对方。于是，经济学研究就有一点盲人摸象的感觉。

同样的问题出现在对拉美和东亚金融危机的解释上。很明显，从各种研究结果看，引发危机的原因既有内在的，如产业结构失调，金融体制脆弱等，又有外部的，如国际资本市场的易变性及投机者对暴利的追逐。整个结果似乎与金融市场本身关系不大，但最后的对策基本上是强调，一国政府要逐步地、有序地开放金融市场。这一结论几乎同时包容了政府干预和市场自我调节两种视角。模棱两可的政策总是会惹麻烦的，因为拉美和东亚各国或地区恰恰是在逐步地、有序地开放金融市场过程中出现金融危机的，所以，经济学家的建议只能是要求一国政府去努力寻找最佳的市场化路径。

我们似乎不应该忘记，从早期米塞斯、哈耶克到后来的西蒙等，都一直在警告世人，不要过分相信人类的理性，不要忘记人类自身有着无知的一面，当我们相信自己的无知时，就不会幻想政府能够找到所谓的最佳的市场化路径。中国渐进式改革的成功充分说明，让老百姓自主地追求自身的利益是多么重要。所谓渐进式改革模式，恰恰回避了人为设计改革路径的可能。这似乎意味着，最佳的市场化路径应该来自市场本身，即市场化过程中会内生出一条最佳路径来。而政府的作用似乎在于通过经济和法律手段间接地调节这个市场化过程。

这又回到前面的论述，经济学家之所以在政府和市场的



职能范围上喋喋不休，恰恰是因为市场本身还是一个未知领域。科斯（Coase，1988：7）敏锐地指出，在现代经济学中，市场比企业更模糊。如果市场这块无知之幕未揭开，又如何讨论政府和市场的作用？

一个被经济学家明显忽视的现象是，拉美和东亚的许多国家和地区都是在经历了市场开放的好处后，才面临金融危机的。问题就有点奇怪了，同样的政府干预为什么在一些国家或地区取得了成功，而在另一些国家或地区却业绩不佳？为什么干预政策在某一时期支持了经济增长，而在另一时期又阻碍了经济增长？如果说前一个问题还可以通过国情差别来解释，那么后一个问题就只能从市场本身的变化去寻找根源了。

从这些新兴市场国家或地区的经济成长经历可以看出，它们都存在不同程度的市场抑制（尤其是政府对金融市场的抑制），但与此同时，又都奉行所谓的外向型赶超战略，积极参与国际产品市场的激烈竞争。中国的渐进式改革也恰恰是从开放产品市场着手的。我们不得不问：这些国家或地区的经济增长归功于政府对市场的干预，还是产品市场及其他市场的开放？也许日本、韩国等国家的金融危机可以提供一个答案：在这些国家，一旦国际产品市场出现某种不利冲击（比如美欧诸国的企业竞争力快速提高），国内受抑制的市场的诸项弊端也就凸现出来。当企业能够保持一个持续稳定的增长率时，人们很少注意背后的体制缺陷，而当这种增长率下降时，有如发生雪崩一般，各种问题纷至沓来，集中到一点，就是政府对市场干预过度。因此，我们需要解释，为什么产品市场的开放能够解决或弱化政府过度干预的负面影响？



答案似乎只能从市场之间的相互关系中去寻找。在现代经济学中，一般均衡理论可以告诉我们，产品价格、工资和利率是在当事人利益最大化行为的相互作用下同时决定的，但如果瓦尔拉斯的拍卖人不在，三类价格机制就无法通过相互作用达成一种均衡。所以现代经济学常常返回到局部均衡，仅仅讨论某一市场上的价格决定，例如，产品价格受产品市场结构及产品供求关系的影响；利率则受金融市场结构及资金供求关系的影响。在这种局部均衡分析框架中，无法解释我们前面提到的问题。因为那些问题实质上要求理论能够解释市场之间的相互影响。正是在这种意义上，我们才判断，现代经济学对市场本身的认识确实太肤浅。

要回答上述问题，我们必须抛开主流经济学的价格理论范式。一种可能是引入新制度经济学的研究成果。新制度经济学把市场看作是一种制度，价格不仅受供求关系调节，而且还受习惯、规范、法律等制度因素调节，因此，价格的变化有一个时滞并常常失灵。然而，新制度经济学只解释了价格形成和波动背后的一系列契约活动，却没有解释市场之间的相互作用关系。问题在于，既然制度安排之间存在替代和互补的可能，为什么市场之间不存在这种关系呢？

在本书的一系列研究中，我们发现，作为契约制度的市场的确是异质的，表现出各具特色的制度特征；这些异质的市场具有类似的功能，比如激励和约束市场参与者的行为，揭示信息及动员资源等，这些功能具有可替代性，从而造成了异质市场之间的可替代性。例如，当产品市场垄断时，价格机制对垄断企业的约束力弱化乃至消失，那么金融市场上投资者或金融中介的监控行动就可以弥补产品市场的不足，这就是金融市场在激励约束功能上对产品市场的替代；反过



来,当金融市场上出现政府抑制时,产品市场的开放可以提高市场对企业的激励和约束效果,这是产品市场对金融市场的替代。

除了相互之间功能上的替代关系外,异质市场之间还存在一种战略上的互补。具体地说,每一种特定市场上都在进行着相应的交易活动,参与交易的当事人为了追求利益最大化,必须采取相应的战略行动,表面上看,这些战略行动的结果构成了本市场上的价格波动,实质上还有更丰富的内容。因为当一个当事人采取特定的战略行动时,会产生一种溢出效应(或称为外部性),从而影响到其他市场上当事人的行为。例如,投资者在股票市场上买卖股票似乎是一种孤立的战略行动,其直接后果是形成了不断波动的股票交易量和交易价格,但是,这种买卖股票的战略行动是有外部性的,因为投资者在采取这项战略行动时,会认真收集有关投资对象的信息,当许多投资者的单个战略行动汇总成一种整体股票市场行为时,股价波动及成交量的变化等就能够揭示出企业的真实信息,它相当于多个投资者与企业重复交易的结果。股票市场的这种信息揭示功能就弱化了产品市场上垄断企业的私人信息优势,客观上为信贷市场上的金融中介提供了贷款依据。所以,单个投资者在股票市场上的战略行动改进了信贷市场上金融中介的决策,这就是一种典型的互补性。

很明显,当我们把市场的制度结构——异质市场之间功能上的替代和战略上的互补关系——引入经济分析时,可能会得出一些有新意的结论。例如,主张政府直接干预信贷市场的理由是信贷市场上存在协调失灵,但考虑到如果有一个竞争的产品市场、劳动市场及股票市场,这种协调失灵就可



能自动弱化甚至消失。再比如，拉美和东亚金融危机的一个重要原因可能是，当这些国家或地区的企业参与国际产品市场竞争时，政府未适时开放金融市场，这种金融抑制的不良后果被产品市场的竞争所掩盖，一旦产品市场上出现不利于企业的外部冲击，金融抑制的弊端会迅速暴露出来。同样，垄断企业之所以未表现出严重的低效率，可能是因为其他市场有效地激励和约束的结果。因此，我们的政策主张不是政府直接干预市场，而是协调各市场之间的开放程度及战略关系，目的是充分发挥市场的功能。

二、早期金融发展理论的简要回顾和评价

金融体系与经济增长之间的关系是一个很古老的话题。斯密、李嘉图等古典学派经济学家早就认识到，银行通过信用流通工具的创造，节省了流通费用，从而减少了一国非生产性资本的占用，增加了生产性资本的占用；同时银行信用促进了社会现实资本的流动，把零散于民间的死的资财变成活的资财，从而促进了一国的经济增长。这就是早期古典学派朴素的“信用媒介论”思想。后来，熊彼特等人发现，银行不仅有媒介资本的功能，而且还有信用创造的功能，银行通过购买力的创造，源源不断地向创新活动提供资金，从而促进经济增长。这就是早期的“信用创造论”。后来的金融发展理论基本上是沿着这两条主线逐步深化的^①。

但是，早期经济学家的上述思想随着新古典主义的兴起

^① 关于早期经济学家的金融发展思想的详细阐述，参见周延军（1992）。



而趋于消失。新古典经济学采取了一种“古典二分法”的金融观，认为金融体系只影响名义变量，对实际变量无任何影响，货币成了一层“面纱”。新古典学派的这种极端观点后来在其继承者那儿得到调和。以卢卡斯、萨金特等为代表的理性学派承认，如果短期内货币当局的政策不被预期到，仍会影响到产出水平。而巴罗等实际经济周期学派的经济学家甚至不赞同理性预期学派的调和，而是强调金融体系与经济增长的相互关系之所以实际存在着，是因为经济增长促进和决定了金融发展而不是相反，换句话说，金融体系只不过是经济增长的一个意外的副产品（有关新古典各学派观点的详细评述，参见胡佛，1991；斯诺登等，1998；吴易风等，1998）。

坚持新古典传统的人始终不承认金融体系对经济增长的影响，这是与他们深信萨伊定律、市场无摩擦及当事人完全信息等所谓的理论前提有关的。从经济学说史的发展过程可以看到，凡是从新古典理论前提出发的，金融体系都不起作用，反之则作用明显。凯恩斯（1997）不承认当事人完全信息和市场无摩擦的假定前提，指出不确定性和市场非均衡常态才是现实的经济活动特征，此时金融体系会影响到实际变量。凯恩斯的思想后来衍生出三支具有代表性的金融发展理论学派：

（1）金融体系的作用等同于货币交易媒介的作用。以希克斯、汉森为代表的凯恩斯主义者；以萨缪尔森、托宾等为代表的新古典综合派；以弗里德曼为代表的货币主义者都坚持这种看法（这些学派的详细评论参见斯诺登等，1998）。这些经济学家都承认，货币政策肯定会对实际产出产生一定程度（甚至决定性的，如货币主义者）的影响，但他们也都