

COLLECTED
WORKS OF
FANG HANTING

Volume Two Capital Drive and
Financial Innovation

房汉廷 著

房
汉
廷
文
集

资本驱动与金融创新

经济管
ECONOMY & MANA

阅 览

房汉廷文集

2

资本驱动与金融创新

房汉廷 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

房汉廷文集/房汉廷著. —北京: 经济管理出版社, 2010. 11

ISBN 978-7-5096-1166-1

I. ①房… II. ①房… III. ①社会科学—中国—文集
IV. ①C53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 225558 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：世界知识印刷厂

经销：新华书店

组稿编辑：张 艳

责任编辑：刘 宏

技术编辑：杨国强

责任校对：蒋 方

720mm×1000mm/16

17 印张 314 千字

2010 年 11 月第 1 版

2010 年 11 月第 1 次印刷

全书 5 册 总定价：198.00 元

书号：ISBN 978-7-5096-1166-1

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

总序 历史的镜框

每个人都生活在历史的镜框中，每个人也都曾经站在镜框外看那些镜框内的历史。

从1984年发表第一篇经济学论文到今天，也不知到底写过多少文字了。这期间，我的工作和兴趣点也不断发生着变动和变化。因此，几次准备整理文稿以做小结，都几次搁笔。

近日在朋友的催促下，重新翻出那些或旧或新的文稿，慢慢整理出来。

文稿牵引着我回到了历史，进入了“镜框”。

1981~2010年，是我职业生涯中最重要的30年。这30年，在我看来相当于1000年。1981年，刚刚改革开放的中国，生产力水平不一定比得上北宋时期，大家看看张择端的《清明上河图》就足矣；2010年，世界经济总量第二的中国，生产力水平已经超越了不少发达国家。仅就个人而言，一切贫穷时的身体征候在1981年时基本都有——营养不良、面黄肌瘦、渴望吃肥肉等；一切富裕时的身体征候在2010年时基本都有——高血脂、高血压、高血糖。

30年改变了一个国家，使其从积贫积弱到繁荣富强。到底有什么秘密呢？作为一个穷30年研究和参与中国问题的学人，更是百思不得其解的难题！

整理着文稿，由远及近地进行着。渐渐地，中国伟大历史变迁的秘密开始呈现在我的面前。

中国的伟大复兴，总体上是世界上少有的和平崛起。这个崛起历程，从我的作品中都能得到明确的印证。

首先，是制度创新推开了尘封的国门，打开了国人头脑中的创新意识。笔者文集第一卷《制度创新的空间》收录的28篇文章，大多集中在1984~1998年，篇篇都在求证制度创新的空间。

其次，是资本驱动和金融创新重组了中国的经济方式，因此才有了珠三角、长三角的发展奇迹。笔者文集第二卷《资本驱动与金融创新》收录的18

篇文章，从一个侧面也印证了中国那个时期的发展动能是资本驱动与劳动红利。

最后，是自主创新引领中国走向强盛、可持续发展之路。2001年，我进入科技部工作，紧接着就参与了《2006~2020年国家中长期科学技术发展规划纲要》的战略研究、纲要编制和配套政策制定等一系列工作。由于我的工作偏重在科技投入及管理模式研究上，所以才有了笔者文集第三卷《创新投资：政府的责任与行动》和第四卷《科技金融的兴起与发展》。

当然，中国和平崛起之路并不平坦，其中也充满了荆棘与坎坷。这些同样在笔者的作品中留有深刻的印记，不论是国家层面的、企业层面的，还是个人层面的，都在不同程度地反映着中国和平崛起历程中的朵朵浪花。这就是笔者文集第五卷《谋国与持家》所给出的印象。

编辑这套文集，牵涉很多人和事。为简化起见，我给自己定了三项选编原则：一是入选文章必须是自己的思想；二是入选的合作文章必须是自己亲自执笔完成的；三是入选的课题组（包括自己做课题负责人的项目）文章也必须是自己贡献主要思想并亲自执笔完成的。

当然，编辑文集也有很多困难之处：一是对同一问题的持续研究难免会造成部分文章之间的观点、素材重复，我只能尽可能予以消除；二是很多观点、思路都或多或少地吸收了别人的意见，特别是集体性成果，但由于时间久远，很难一一注明，还需要相关人士海涵。

房汉廷

2010年10月1日

北京·不惑斋

目 录

第一篇 总论	1
第一章 中国金融改革理论分析	3
一、改革中的货币需求理论	3
二、货币替代理论在中国的应用和研究情况	6
三、货币市场理论的引进与发展	8
四、资本市场理论的源头和中国的研究现状	9
五、企业金融理论的出现和未来	10
六、货币政策理论的深化和演进	12
七、金融风险防范理论的发端和应用	14
八、衍生金融商品理论的引入	16
九、国有企业融资机制理论的创新	17
第二篇 资本/货币市场	21
第二章 现代资本市场：概念、机能与理论	23
一、资本市场及其相关概念的定义	23
二、资本市场的机能	28
三、资本市场理论的发展（1）：CAPM 模型	29
四、资本市场理论的发展（2）：APT 模型	37
第三章 从日本资本市场的发展看中国资本市场的培育	43
一、引言	43
二、坚持以间接金融为主，对直接金融应采取慎重态度	44
三、实行银行与证券业分立制度	49
四、建立合理的持股结构，防止泡沫经济发生	51
五、资本市场的国际化进程不宜太快	53

第四章 泡沫经济理论及日本泡沫经济的崩溃 57

一、泡沫经济的概念及其研究近况 57

二、日本的股市腾落及其泡沫崩溃 61

第五章 公开市场操作：可行性分析与市场业务实施构想 67

一、引入公开市场业务的必要性与可行性 67

二、创立中国特色的公开市场操作 70

三、公开市场业务的操作目标 72

四、适用公开市场业务的金融工具及交易方式 73

五、公开市场业务参与者 78

六、市场结构 80

七、业务策略的制定与实施 82

第三篇 国际金融 87

第六章 经济开放过程中的外汇问题研究 89

一、外汇与汇率 89

二、外汇管理方式演变的国际惯例 91

三、主要发展中国家外汇管理与国际市场接轨的经验与绩效 92

四、中国外汇管理体制、汇率制度的国际化进程 94

五、扩展分析（1）：汇率制度、货币供给量与通货膨胀 97

六、扩展分析（2）：汇率变动与国际贸易 100

第七章 日本资本市场的国际化 103

一、金融国际化的概念及背景 103

二、具体分析：日本资本市场国际化的新展开 106

三、日元国际化及其对资本市场的影响 110

第八章 中国的外资金融机构分析 115

一、外资金融机构的缘起与发展 115

二、外资金融机构管理的国际比较 117

三、外资金融机构在中国：多种因素偶合的结果 123

四、引进外资金融机构的问题、原因及调整措施 126

第九章 动荡与重构：美日欧货币政策及汇率走势分析 131

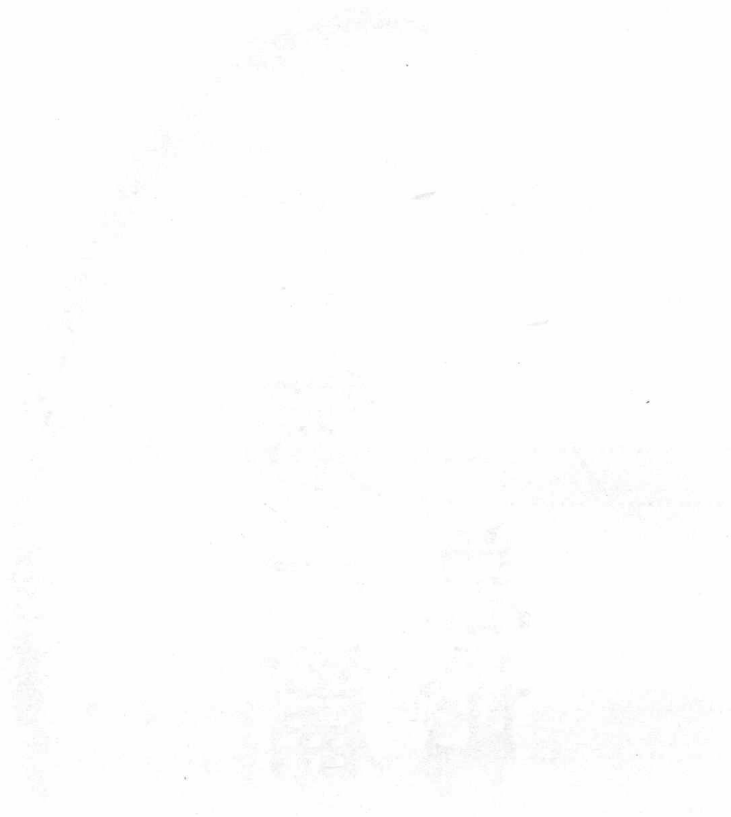
一、动荡的国际货币体系 131

二、欧洲货币体系危机的宏观经济分析	132
三、美、德、日的经济、货币政策与美元、德国马克、日元 三位一体的汇率机制	134
第四篇 金融创新	139
第十章 金融衍生商品市场的成长	141
一、金融衍生商品时代的到来	141
二、金融衍生商品的种类及特点	142
三、金融衍生商品特有的风险以及风险产生的机制	149
四、中国发展金融衍生商品市场面临的问题	153
五、一点补充：国际金融监管当局对金融衍生商品风险 管理的举措	156
第十一章 资产证券化的理论渊源和实际应用	159
一、资产证券化出现的背景及其本质	159
二、资产证券化和金融创新技术	163
三、资产证券化的基本结构	166
四、资产证券化技术在国际上的应用	179
第十二章 企业债权资产证券化研究	183
一、从债务危机的后果说起	183
二、债务危机的根源	184
三、化解债务危机的基本方法及其评价	191
四、企业债权资产证券化——一个可行的思路	196
第五篇 金融秩序	207
第十三章 金融运作的规范化	209
一、金融运作规范化：一个还需诠释的话题	209
二、中国金融运作规范化的业绩	215
三、中国金融运作规范化面临的问题	222
四、关于中国金融发展的一点展望	225
第十四章 中国农村社会养老保险筹资模式研究	229
一、农村社会养老保险筹资现状评价	229

二、各国社会养老保险筹资模式比较	231
三、用预筹基金制进一步完善农村社会养老保险制度	234
四、农村社会养老保险基金的使用	234
第六篇 国际投资	237
第十五章 引进和利用外资的效应分析	239
一、引进和利用外资的乘数效应	239
二、引进和利用外资的产业关联效应	240
三、引进和利用外资的“输血”、“换血”效应	241
四、外资对经济起飞的效应的比较	242
五、利用外资对我国经济增长的作用	244
第十六章 外商直接投资与我国的经济增长	247
一、基本说明：资本移动与产生乘数	247
二、资本流入与经济增长	247
三、资本流入与资本汇出及其对经济的影响	250
第十七章 外商投资与资本输入国的技术进步	253
一、外商投资的技术意义	253
二、外商投资的技术升级效应	253
第十八章 中国企业的对外投资	257
一、走进国际市场的中国企业	257
二、对外投资的条件及中国企业对外投资的问题	259
三、重构中国企业对外投资的战略	262
后记	263



第一篇 总论



第一章 中国金融改革理论分析

选编说明：本章是一篇全角式分析中国金融改革理论的文章，最初收录在张卓元老师主编的《中国改革开放经验的经济学思考》（经济管理出版社 2000 年版）。之所以讲改革理论，是因为文中主要探索影响中国金融改革的理论，而不是探索或分析中国形成了哪些金融理论。

改革开放 20 年，中国经济体制和经济运行机制发生了巨大的变化，相应地，作为其重要组成部分的金融体制和金融运行机制也发生了重大变化，并且这种变化已经或正在反映为金融理论的发展和变化。由于中国的金融改革理论与中国的经济体制改革是直接联系在一起的，因此金融理论的发展脉络也离不开中国近 20 年的改革和发展。正是在这样的经济背景和金融环境下，中国的经济学家和金融专家们通过不断引进、吸收、继承已有的金融理论成果，逐步提炼和创新出了颇具中国特色的金融改革理论。金融改革理论涉及中国金融的方方面面，笔者虽然尽其可能地对其展开全面的分析，但还是会挂一漏万，下面几个方面放到中国金融理论的整体中，充其量也只是个侧面。

一、改革中的货币需求理论

1. 货币理论的渊源

中国改革开放以来逐步形成的货币需求理论，有两个重要的理论来源：

(1) 西方货币理论。在西方经济学中，最早进行现代意义上货币需求研究的是瑞士经济学家瓦尔拉（《纯政治经济学要义》，1874 年；《货币理论》，1886 年）。其后是古典经济学的研究成果，如费雪（1911）的现金交易数量学、马歇尔（1924）和庇古（1917）的现金余额数量学。此外，凯恩斯（1936）、弗里德曼（1956）、托宾（1958）等人进一步提出的货币需求理论，

使货币需求理论的研究更加精彩纷呈。正是在这样一系列重要成果的基础上,货币需求理论的研究在进入最近的20年时,终于从体系、定性等研究中脱离出来,逐步发展到数量化和政策化的运用上。该时期的代表性成果有华莱士(1980)的世代交叠模型、卢卡斯、斯文森(1985)的现金限制模型、莱得勒(1985)和古德费蓝德(1985)的“缓冲存量”方法等。

(2) 20世纪50年代到改革开放前的“传统”货币需求理论。“传统”货币需求理论研究的主要特点是诠释、理解马克思的有关货币理论,引进前苏联货币学教材的有关内容,并建立了中国货币需求研究的货币流通规律、货币必要量等基本理论。“传统”货币需求理论的一个重要成果是关于货币需求量的—组经验数据,即货币流通量(指现金)对社会商品零售额要保持1:8的比例,对商品库存要保持1:5的比例,对农副产品收购要保持1:4的比例。这一组经验数据在传统体制时期以及改革开放初期,一直是中国货币金融管理当局控制货币供给的理论依据。

2. 改革货币理论的形成

改革开放以来,中国的货币理论研究,是在继承和扬弃计划时期的货币需求理论研究的有效成果基础上逐步发展起来的。特别是在十一届三中全会后,由于经济运行基础的逐步改变,商品货币关系的扩大,金融在经济中核心地位的确立,传统货币需求理论受到很大冲击。经济建设实践的发展既对理论研究提出了挑战,又为理论研究提供了大量材料。尤其是对西方经济理论的借鉴吸收,丰富了中国货币需求理论研究的视野和思路,新观点、新思路和新问题不断出现。正是通过这种讨论、归并,并逐渐和实践发展情况相结合、验证,初步形成了具有改革特色的中国货币需求理论。

改革货币理论的特点是发展性和过渡性,因此其争论的焦点也经常出现一些转移或回归。概括地讲,中国改革阶段的货币理论研究重点主要集中在以下三点:

(1) 货币必要量的研究。在计划经济时代,货币需求量的理论根据是马克思的货币流通理论,即 $M=PQ/V$ 。改革开放初期,一些研究者以马克思的这个货币流通规律公式为基础,认为用1:8的经验数据推算的一个确定值,虽然依然具有意义,但并不是一个毫无弹性的数值,应该是一个可调整的区间。这就是著名的货币需求点线之争。从点线之争,逐步形成了指导今天货币必要量的“适度货币量”的改革理论。在达成该理论的同时,金融理论界也深化了

对货币流通速度^①、货币均衡^②等问题的认识。

(2) 通货膨胀的研究。随着改革开放后商品货币化程度的深入,以及传统的货币必要量经验值的放弃,特别是对商品价格管制的放松,经济实践中出现了通货膨胀现象。针对这种现象,产生了不同的货币理论解释,有人认为“通货膨胀是由于货币过度发行而引起的货币贬值现象”;^③有人则认为“通货膨胀的根源并不来自于经济系统本身,而主要在政治方面”,^④即通货膨胀是一种社会现象,由制度性因素产生。由于这种分歧导致了关于通货膨胀“有益论”^⑤和“有害论”^⑥以及“中性论”^⑦的争论。

(3) 通货紧缩的研究。当中国经济进入20世纪90年代中后期,中国的经济格局恰好出现了与80年代中后期及90年代中前期的通货膨胀相反的现象,即通货紧缩。一般经济学家的观点认为中国自1997年10月起,由于零售物价指数的持续下跌,已经可以确定为通货紧缩。当然,目前中国理论界对通货紧缩和通货膨胀是否是对应的概念,还存在不同的认识。^⑧

3. 中国货币需求理论的不足

尽管中国的货币需求理论研究已经有了很大进展,但由于经济改革还处在发展和变动中,有关理论研究的参数还不能真正符合理论提炼的要求,因此目前的货币需求理论还只是零散的、个别性的,距离成体系的中国货币需求理论还有很长的路程要走。现有的研究成果是观点、思路,破多于立,立论多于定论,具体分析多于整体分析。不过,从需要解决的实际问题看,货币需求理论当前至少有两点应该重视:一是利率和货币需求的关系;二是货币需求函数模型的确立。利率是货币需求的函数,在完全市场化的经济体系中已成定论,但在中国经济的半市场化中,利率仍然呈现出很强的僵直性,还不能对货币需求的变动做出真正、及时的弹性反应,它和货币需求的相关程度还受许多非市场因素的影响。正像有些学者强调中国通货膨胀或通货紧缩的政治性因素一样,

① 郑先炳:《马克思的货币流通速度理论研究》,《中央财政金融学院学报》1987年第3期;丁鹤:《扑朔迷离的货币流通速度》,《金融研究》1986年第8期。

② 黄达:《财政信贷综合平衡导论》,中国金融出版社,1984年版。

③ 曾康霖:《金融理论与实际问题探索》,经济科学出版社,1997年版。

④ 刘永强:《通货膨胀的理论分析》,《金融研究》1987年第3期。

⑤ 王松奇:《通货膨胀功能及对策的再思考》,《金融研究》1987年第11期。

⑥ 丁鹤:《论通货膨胀与资本主义经济增长的关系》,《金融研究动态》1979年第19期。

⑦ 王富采:《数量型经济增长是导致我国通货膨胀的根本原因》,《金融研究》1988年第5期。

⑧ 余永定:《打破通货收缩的恶性循环》,《经济研究》1999年第7期。

货币发行和货币需要确实有着非市场因素的作用,但这种作用程度有多大,至今还没有得到有效的解释。关于建立中国的货币需求函数模型,虽然有人在尝试着做,但有些变量的权数确定以及制度性因素是否具有规律性的局限,仍然使这样的函数模型缺乏对现实的解释力和对政策的指导功效。^①

二、货币替代理论在中国的应用和研究情况

20 世纪 70 年代,货币替代问题成为西方经济学家密切关注和研究的重要课题,中国对该理论的研究则始于改革开放后的转轨经济体制。

货币替代理论与经济体制、金融环境、市场发育等密切相关。在开放经济条件下,一国之内通常存在多种可兑换货币的流通。当本国出现比较严重的通货膨胀或出现一定的汇率贬值预期时,公众就可能缺乏对本国货币稳定的信心,并出于机会成本与相对收益的考虑,减少持有价值相对比较低的本国货币,增加持有价值相对比较高的外国货币,此时外国货币便作为国内的价值贮藏手段或交易媒介而逐步替代了本国货币。这种现象通常被称为“货币替代”(Currency Substitution)。货币替代反映的不是“格雷欣法则”的劣币驱除良币,而恰好是良币驱除劣币的现实。

作为货币替代发生的条件,一是国内经济主体可以持有外国货币(并不一定完全自由地持有,只要这种持有可以通过某种途径能够完成足够的数量即可),二是国内经济主体持有的外国货币余额必须随利率、汇率、通货膨胀率等重要经济变量的波动而变化。最早研究货币替代的外国学者是美国经济学家卡鲁潘·切提(V. K. Chetty, 1969)。他在《美国经济评论》发表的《关于对近似货币的衡量》一文中,首次提出了货币替代的概念。广义的货币替代是本国对外国货币的需求,或由持有一种货币之相对成本的变化所导致的本国货币持有比例的变化。狭义的货币替代则只将外国货币充当国内交易媒介的情形视为货币替代。换言之,狭义的货币替代更加强调货币替代对最具流动性的那部分货币需求的影响,严格地将货币在贮藏功能上的替代排除了。货币替代形式有三类:一是完全的货币替代与非完全的货币替代;二是直接的货币替代与间接的货币替代;三是对称的货币替代与非对称的货币替代。关于货币替代的原因,一般认为有六点:一是跨国公司为便于在各国开展业务,必然会使其所持有的现金余额的货币构成多元化;二是从事国际贸易活动的进出口企业也会出

^① 戴国强:《中国货币需求分析》,复旦大学出版社,1995年版。

于交易动机、预防动机甚至投机动机，而持有最优的多元化货币持有结构；三是即使个人，也可能由于需要购买外国商品、出境旅游、保持货币购买力或投机套利而持有外国货币；四是由国外金融创新所带来的外币交易成本的下降，也会诱导人们增持外币，从而导致货币替代的发生；五是两种货币相对流动性的变化也会引起货币替代的出现；六是国内金融机构中介成本的上升同样会引起经济主体持币结构的变化。

货币替代理论虽然出现的时间比较短，但其对现实金融的影响却很大。中国经济体制进行市场化改革以来，货币替代现象在中国的金融结构中也开始出现。特别是1997年亚洲金融危机以来，中国周边国家的货币纷纷贬值，人民币贬值的压力至今还很大。由此出现的货币替代现象也有了进一步走强的趋势。因此，有些金融学者对中国的货币替代现象也进行了初步的理论归纳。^①他们认为中国不仅存在货币替代且已经出现货币替代走强的趋势：一是商业银行的外币存款显著增长；二是资本外逃的倾向增强且规模明显放大；三是外汇黑市交易活跃；四是外汇业务运行中的违规、违法现象增多。对中国的这种货币替代走强的原因，他们认为是中国经济和金融运行的共同作用使然，现在已经对中国经济产生了不可忽视的负面影响：一是在一定程度上削弱了货币政策的效果；二是容易导致通货紧缩；三是容易导致汇率不稳定；四是容易涣散社会公众对本币的信心；五是干扰了国家的外汇管制，容易导致经济、金融运行秩序的紊乱。

货币替代现象是中国金融运行中新出现的问题，对此的研究还刚刚开始。但随着中国金融对外开放程度的加深，特别是加入WTO之后，中国金融面临着全面开放，货币替代的负面影响将越来越突出。所以，作为货币替代理论的对策部分——反货币替代政策，将具有非常重要的作用。目前，国际上有两种反货币替代理论：一是一个主权国家放弃本国货币发行（即货币供给），转而使用一种强势货币代替本国货币（如阿根廷计划用美元作为法定货币），实行彻底的货币替代。由于彻底替代消除了被替代货币，转而只剩下了最强的货币，货币替代现象自然就会消失。这种思路具有一定的可行性和实用性，但也存在着很大的局限。因为发行本国货币，不仅是一个主权国家或独立经济实体的标志，而且货币发行当局还可以从货币发行中获得一笔非常可观的货币发行费（即货币实际价值与制造货币本身价值的差额），很多国家不会轻易放弃货

^① 苑德军、陈铁军：《中国货币替代的理论与实证分析》，载《中国金融理论前沿》，社会科学文献出版社，2000年版。

币的发行权。二是通过实施有效的金融政策,降低货币替代的程度,减轻货币替代的负面影响。例如,实施保证币值稳定的稳健的宏观经济政策、提高本币的实际收益率、加强金融市场体系建设、推进利率和汇率的市场化改革、实行必要的外汇管制等,都可以在某种程度或某些方面降低货币替代造成的负面影响。

三、货币市场理论的引进与发展

1979年之后,中国逐步开放了长期禁锢的金融市场。相应地,有关中国货币市场的理论也迅速发展起来。

总括近20年的中国货币市场理论,可以归纳如下:

(1) 横向经济联合理论的提出。1979年以前,在传统体制下,财政统收统支、物资统购统销、银行统存统贷,各项经济活动都以按条块下达指令性计划为核心运转,不允许自主的双向选择和交流。80年代初,在对外开放、对内搞活的基本方针指导下,理论界提出了横向经济联合的思路,即承认地区、部门和企业具有相对独立的经济主体地位,允许产销见面、资源互补、技术合作、相互投资和利益共享,促进产业和区域经济的有机结合,直接目的就是打破计划经济下的管得过多和统得过死的僵化体制。这个理论的提出和实践,给传统的货币信用制度提出了直接挑战。为此,在1984年中国金融学会的第三届年会上(中国合肥),有关专家提出了发展金融市场的设想,即“建立一个以银行信用为主体,多种渠道、多种形式、多种信用工具筹集和融通资金的信用体系,推动资金的横向融合和流动,逐步形成以中心城市为依托,不同层次的不同规模的金融中心和适合中国国情的金融市场”。这个思路后来成为中国金融改革的一个初级目标,在1985年的银行改革中实行了“统一计划、划分资金、实贷实存、相互融通”的信贷资金管理体系,以银行同业拆借为核心的货币市场正式出现。

(2) 扩大直接金融融资理论的提出。改革开放初期,在处理中央和地方、政府和企业的关系时,基本上是按照放权让利的思路,扩大地方和企业的主权;在生产和消费之间、积累和分配之间,也引入了经济利益原则,扩大了企业的定价权、奖金和工资的支付权、投资安排权。由此,国家财政控制国民收入的比例和银行存款来源也就都跟着发生了变化,特别是居民储蓄存款上升得非常快,成为银行信贷资金的重要来源。由于银行信用满足不了企业增长的资金需求,理论界此时提出了开放商业信用,发展直接融资的思路。于是,1985