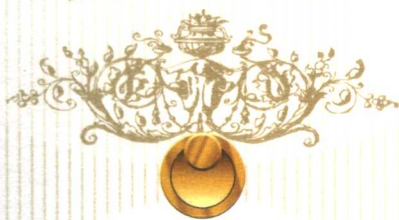


A Survey of Finance Literature



金融学文献通论

· 原创论文卷 ·

陈雨露 汪昌云 主笔



中国人民大学出版社

A Survey of Finance Literature



金融学文献通论

· 原创论文卷 ·

陈雨露 汪昌云 主笔



中国人民大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融学文献通论·原创论文卷/陈雨露,汪昌云主笔
北京:中国人民大学出版社,2005
ISBN 7-300-06697-6

- I. 金…
- II. ①陈…②汪…
- III. ①经济学-文集②金融学-文集
- IV. F0-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 077946 号

金融学文献通论·原创论文卷

陈雨露 汪昌云 主笔

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	787×1092 毫米 1/16	版 次	2006 年 4 月第 1 版
印 张	35.25 插页 2	印 次	2006 年 4 月第 1 次印刷
字 数	608 000	定 价	69.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

本书为中国人民大学“211工程”金融政策与
金融管理学科建设项目标志性成果

序

经济学家们在很早之前就已经认识到货币理论和信贷市场对经济活动的作用,但大多不屑以定量的方法对其进行更深入的剖析。这样,20世纪50年代以前的金融理论主要局限于分析货币和信贷的功能,将其定位为经济学中的一个分支。这时的金融理论基本上是抽象的和直觉性的,主要是对金融实践的总结和金融政策的解释。

20世纪50年代金融学研究发生了重大变化。金融学的研究重点开始由传统的货币和银行问题转向金融市场,研究方法开始转向以规范的数理和计量模型为主。研究方法的转变从20世纪50年代美国主要金融学术期刊、美国金融学会会刊——《金融杂志》的学术论文类型变化中可以窥见一斑。翻阅20世纪50年代初期的《金融杂志》,很难找出有几篇数学符号的文章,到了20世纪60年代初运用简单数学模型的学术论文已经十分常见。20世纪50年代是传统金融和现代金融的分水岭,标志事件是哈里·马科维茨(Harry M. Markowitz)于1952年提出的现代证券组合理论,这个理论揭示风险也是最优证券组合选择的一个重要标准。之后,弗兰科·莫迪利安尼(Franco Modigliani)和默顿·米勒(Merton Miller)于1958年发表了苹果派理论或资本结构无相关论(简称M&M理论)。由于在各自领域的开

拓性贡献,莫迪里安尼、米勒和马科维茨分别在1985和1990年获得了诺贝尔经济学奖的殊荣。

早期的经济学家们除了分析和研究信贷市场外,对股票和期货等金融市场也有过关注,不过他们大都对金融市场研究缺乏兴趣,这与当时的证券市场投机气氛有关。经济学家们不认为股票市场是正规的市场,而将其视为赌场的同义词,股票价格只不过是投资者的资本利得预期和反向资本利得预期作用的结果。约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)在其1936年发表的巨著《就业、利息和货币通论》中就将股票市场比作20世纪30年代在英国流行的选美比赛(*beauty contest*),其含义就是股票没有真实价值可言,因此,经济学家不屑为股票定价问题伤神。^①

尽管如此,也不是没有人来模拟股票价格。最早采用现代方法对股票价格行为进行理论研究的是法国数学博士路易·巴舍利耶(Louis Bachelier)。他1900年完成的博士论文《投机的理论》到20世纪50年代中期才无意中被子芝加哥一大学教授发现,并将其翻译成英文出版。该译著对保罗·安·萨缪尔森(Paul A. Samuelson)后来研究股票价格行为和有效市场理论产生很大影响。1938年约翰·威廉姆斯(John Williams)发表了《投资的价值理论》一书,正式对传统经济学家关于金融市场的思维进行挑战。他的红利折现模型至今依然是西方投资学和公司财务学教材中不可或缺的股票定价模型。

现代金融理论研究的黄金时期是20世纪的六七十年代。马科维茨的证券组合理论遭遇到超出计算能力而丧失其实际操作性的困境。威廉·夏普(William F. Sharpe)、约翰·林特纳(John Lintner)和简·莫辛(Jan Mossin)在独立研究的基础上相继在1964年和1965年成功解决了这一问题,并首次提出数理逻辑严谨但浅显易懂的资产定价模型(S-L-M CAPM)。夏普也因此获得1990年诺贝尔经济学奖。1976年,斯蒂芬·罗斯(Stephen A. Ross)从与CAPM的风险与收益权衡完全不同的全新角度提出套利定价理论。套利定价理论的最大特点是无须资产收益分布、投资者偏好、市场摩擦等资产定价模型所做的关键假设,而是利用“没有免费午餐”这一简单道理就可以确定一风险资产的价格。20世纪70年代初期,费雪·布莱克(Fish-

^① 如果你选择的美女是所有参赛者当中最被认为是美女(投票最多)的,你就是这场选美比赛的赢家。要注意的是,成为赢家并不是因为你的鉴赏能力特别优异而选出了真正的美女,也非因为你选择的美女是目前为止大多数人都认为是最好的。要成为最后的赢家必须能够准确地预计到所有参赛者的平均预期将处在什么水平。

er Black)、迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)和罗伯特·默顿(Robert Merton)发表的期权定价模型(B-S-M options pricing model)也是利用类似的套利定价原理。如果要举一例有关超前金融实践并引导金融实践的经济理论,人们会首先想到的就是 B-S-M 期权定价模型。毫不夸张地说,期权定价理论创造和繁荣了当今占金融产品交易量中最大份额以及金融风险管理必要工具之一的金融衍生品市场。判定 20 世纪六七十年代是金融研究的黄金时期还因为尤金·法玛(Eugene Fama)在 1965 年正式提出了有效市场理论(EMH)。有效市场理论催生和推动了金融计量分析方法。20 世纪 60 年代以来西方金融学术界的研究成果中四分之三以上与有效市场理论有关。有效市场理论市场对金融理论和金融市场的影响可见一斑。

西方金融学研究涵盖三大主要领域:资产定价,公司财务,以及金融市场、金融中介和金融监管。

资产定价重点研究金融市场中的资产(包括金融衍生品)价格的形成过程和机制。它是证券投资、金融风险管理等学科的理论基础。市场微观结构是相对新的学科。市场微观结构主要关心的是金融市场参与者如何收集和处理信息,以及信息如何通过交易而反映在资产价格中。因此,市场微观结构与资产定价密切相关。

公司财务有时被译成公司理财、公司金融。公司财务研究资金筹集、资本预算、资本结构、税收、红利政策、公司并购和公司治理等问题。由此可见,公司财务研究范围与目前国内的财务管理的范围不同。目前国内的财务管理隶属于会计学的领地,偏重财务分析和财务控制,而公司财务是西方金融学的核心领域之一。

金融市场、金融中介和金融监管的研究包括市场利率及利率机制,商业银行、投资银行、保险公司等金融中介问题,以及金融机构和金融市场的监管。

我国学术界对金融学的定义和研究领域的界定尚有争议。目前的金融研究尚集中在宏观金融问题,包括货币银行学和国际金融两大领域。而上述的西方金融所覆盖的研究领域被称为微观金融,这主要与我国的传统经济体制和脆弱的金融市场体系有关。金融市场在资源配置与风险转移方面正在发挥越来越重要的作用。可以预见,我国金融学研究领域的界定与国际接轨是长期的趋势。在接轨的过程中,宏观金融和微观金融问题的研究都对中国经济的发展至关重要。

撇开金融学研究范围的界定不说,中国金融学的研究亟须上一新台阶。

西方金融学和货币经济学的研究早已实现理论系统化、数学化和计量化。概括地说,现代金融研究的方法只有两种:一是以数学语言和数理逻辑的方式演绎金融思想;二是运用计量方法以大规模的数据表述新的金融观。当然,追求数学化和计量化本身不是目的,研究方法科学与否要看其是不是为金融研究的目的服务。一项金融研究之所以称为研究,一般呈现以下特征:

第一,承续性。一项研究必须建立在前人相关研究的基础上。西方金融或经济学的研究之所以能够发展到当今的水平,承续性是其中的关键。

第二,创新性。任何一项研究必须在相关领域有某种程度的创新。创新与承续是相互关联的,承续性是创新性的必要条件,没有创新的研究是社会资源的浪费。

第三,成果的通用性和可比性。金融学作为一门科学,其研究成果应该广泛地使用于所有金融市场。当然,不同的经济体由于其自身所处发展阶段不同,发展的环境有异,金融市场有其特殊性。但这也不能成为抹杀金融研究成果通用性和可比性的理由。

我们这一代金融学人肩负着推动和繁荣新世纪中国金融学研究的沉重责任和历史使命。有比较才有进步,有意识就有行动。“金融学文献通论”系列丛书就是本着推动中国金融学研究而迈出的新的第一步。“金融学文献通论”丛书按宏观和微观两大领域系统介绍和评述了自20世纪上半期以来西方金融学、货币银行和国际金融方面最权威、最具代表性的原创论文。

全套丛书分三卷。第一卷介绍和评述现代金融和货币经济领域中最权威的原创论文,其中含宏观金融部分论文22篇,微观金融部分21篇。第二卷综述现代资产定价、公司财务、金融衍生工具和行为金融等微观金融领域各主要理论的起源、发展以及现阶段的热点问题。第三卷纵向综述货币银行及国际金融等宏观金融研究领域各核心理论研究的来龙去脉,发展历程,当今所处阶段,并把脉未来研究发展方向。

本套丛书适合用于高等院校经济学或金融学专业博士生、硕士生和高年级本科生的教材或辅助教材。对金融学、经济学研究有兴趣的学界人士,从事金融和投资实际工作及金融监管工作的精英也将会从阅读本套丛书中受益颇多。

在上个世纪里,货币银行学、国际金融及西方金融研究如雨后春笋,涉足面浩如烟海,新的研究方法层出不穷。系统介绍和综述这些领域的原创研究本身是一项十分艰巨和复杂的基础工程。在本套系列丛书问世之际,我们十分感谢教育部“211工程”项目“金融政策与金融管理”的资助。同

☐ 序

时,我们也感谢中国人民大学财政金融学院的部分博士生和硕士生,尤其是第二届中美高级金融硕士实验班的学员在本套丛书撰写过程中付出了艰辛的努力,我们在此一并致谢!最后,本套丛书由于其内容的复杂性和作者的知识局限性,其中难免存在遗漏、观点片面甚至错误之处,希望读者不吝赐教!

陈雨露 汪昌云

前 言

本书是由中国人民大学财政金融学院承担的教育部“211 工程”项目“金融政策与金融管理”课题的一项成果,是“金融学文献通论”丛书的第一卷。

本书介绍和评述了西方现代金融学、货币银行学和国际金融领域具有重大影响的原创论文共 43 篇,其中货币银行学和国际金融部分 22 篇,西方现代金融学部分 21 篇。

西方现代金融学是 20 世纪 50 年代以后逐步发展的,在西方大学里属于商科中的重要研究领域之一。虽然与作为经济学重要分支的货币银行学和国际金融有关联但并无内在的逻辑联系。本书集现代金融学、货币银行学和国际金融三个领域的原创论文于一体,符合中国学术界广泛认同的广义金融概念和目前金融学科发展的实际情况。广义金融范畴下的宏观金融包括货币银行学和国际金融,微观金融即为现代西方商科领域的现代金融学。

参加本书撰写的有(按姓氏笔画):于泓达、马贱阳、方舜岚、边卫红、王欣然、邓冬昀、孙滨、齐宁、陈雨露、汪昌云、张光耀、罗丽、陆丽红、周轶海、徐芳、柏立军、耿琳、常旭鹏和臧海涛。

本书评述的西方现代金融学、货币银行学和国际金融原创论文代表西方学术界学术思想的精髓,勾勒了各领域理论发展的轨迹。一方面,评述其原创论文对理解西方现代金融学、货币银行学和国际金融等领域的基本理论和方法,推动中国金融研究和金融学科建设至关重要。另一方面,这也为评述原创论文的工作带来严峻的挑战。本书是作者对本书涵盖的各种理论的理解存在局限性的前提下所做的一种尝试。《金融学文献通论》即将付梓之际,身为主笔,我们欣喜之余,更多的是忐忑。还望同行专家和诸位读者对书中偏颇之处直言不讳,以期本书再版之时能够更加完善。

陈雨露 汪昌云

目录

宏观金融理论

- 3 剑桥方程式
- 14 流动性偏好利率理论
- 27 货币理论的一般均衡分析方法
- 41 不完全信息市场中的信贷配给理论
- 61 借贷者偏好、信贷配额及货币政策有效性
- 73 交易性货币需求：最优存货理论方面的探讨
- 89 动态均衡价格指数：资产价格和通货膨胀
- 98 MCI 指数的运用以及在加拿大的实践
- 107 作为货币政策的通货膨胀目标
- 120 货币政策和资产价格波动性
- 133 相机抉择 VS 政策规则的实践
- 143 规则优于相机抉择：非一致性最优计划
- 157 利率期限结构理性预期的实证检验模型

- 170 我们能把一价定律推广多远?
- 178 贬值的经济效应:弹性方法与吸收方法的一个简化综合
- 188 预期与汇率动态学
- 198 现在的外汇状况
- 204 最适度货币区理论
- 215 经济发展的金融方面
- 226 金融加速因子
- 241 金融脆弱假说
- 251 羊群行为、泡沫及其崩溃

微观金融理论

- 263 资产选择理论
- 274 资本资产价格模型:风险状态下的市场均衡理论
- 289 风险厌恶的局部度量与整体度量
- 303 期权定价模型
- 317 公司债务的定价:利率的风险结构
- 334 市场基准价格与价格泡沫
- 348 信息有效市场悖论
- 362 股票市场反应过度了吗?
- 376 股价波动性与未来股息变化
- 394 噪声
- 404 正向反馈投资策略以及非稳定性理性投机
- 420 金融市场中的噪声交易者风险
- 433 横截面股票预期收益的规律性
- 455 三因素模型——股票和债券收益的共同风险因素
- 467 收益动能与市场有效性
- 486 行为资本资产定价理论
- 504 资金成本、公司财务和投资理论
- 515 股利政策、增长和股票定价
- 524 代理问题和现代企业理论
- 532 资本结构之谜
- 541 自由现金流的代理成本、公司财务和并购

宏观金融理论

剑桥方程式^①

作者简介 Arthur Cecil Pigou (1877—1959)



1877年11月18日出生的庇古(Arthur Cecil Pigou)是家中的长子,母亲家族是爱尔兰政界的名门望族,庇古家族的贵族背景为庇古后来的学术发展铺平了道路。像他父亲一样,庇古也进入了哈罗公学学习,由于其杰出的运动才能和学术天赋,他以优异的成绩毕业于哈罗公学。毕业后,庇古决定进入剑桥大学皇家学院学习历史,师从奥斯卡·伯朗宁。在剑桥,庇古是一个天才的演说家,他是学校辩论协会的成员,并经常发表演说。在进入剑桥第三年,庇古才开始对经济学产生兴趣,然而在1901年他开始执教之前,他在这个领域仍无所建树。之后,庇古成为剑桥学派创始人马歇尔的大弟子和忠实的跟随者。庇古以其在福利经济学方面做出的突出贡献而闻名于世,素称“福利经济学之父”。从1901年起,他在剑桥大学任教,1908—1943年担任政治经济学教授。他一生出版了20多本著作,发表了大量的文章,兴趣广泛,不仅仅包括经济学,还对其他领域有所研究。退休后,庇古一直过着隐居的生活,很少在公开场合发表自己的观点,一度比较消极。1959年3月7日在剑桥大学悄然逝世,很多学术观点不为人知。

^① 本文发表于 The Quarterly Journal of Economics, Vol. 32, No. 1 (Nov. 1917), pp. 38 - 65.

庇古是剑桥学派创始人马歇尔最得意的门徒，剑桥学派的继承人和主要代表人物，他以精确、明晰的表述忠实地传播马歇尔的学说。庇古还是现代福利经济学的开创者之一，他从边际效用基数论出发，提出国民收入量愈大国民收入分配愈均等化，社会经济福利就愈大的命题，被誉为“福利经济学之父”。他通过区别“边际私人纯产值”和“边际社会纯产值”两个概念，来说明怎样使生产资源在各生产部门的配置达到最适度的一点，从而使国民收入总量最大，社会经济福利最大，这使剑桥学派带有浓厚的改良主义色彩。

庇古还有一个重要的贡献就是 1917 年的论文“The Value of Money”。针对美国经济学家费雪 1911 年出版的《货币购买力》提出的货币需求的费雪交易方程式，从人们持有货币是因为货币具有交易媒介和价值贮藏功能的角 度，发展了货币需求理论（又称“现金余额数量论”），提出了“剑桥方程式”。

主要学术成果

庇古早期宣传和发扬马歇尔的观点，并在货币需求理论方面提出了剑桥方程式。庇古最大的贡献是在福利经济学方面的研究。1912 年出版了他最著名的《财富和福利》一书，1920 年修改后为《福利经济学》，首次把社会福利引入经济学的研究范畴。他主张政府可以通过税收和补贴来纠正私人部门导致的社会福利损失。然而不幸的是，他出生在一个“错误”的时代（现在看来，他的很多观点还是很有价值的，如庇古税等），他的观点立即引起了罗宾逊等人的猛烈抨击，并在 20 世纪 30 年代提出了“新福利经济学”，完全否定了庇古的福利经济学观点。后来的公共选择学派对其幼稚的“慈善的暴君”假设提出了严厉批评。最后，科斯证明了在产权明晰的条件下，配置是有效率的，彻底推翻了庇古的观点。甚至更为不幸的是，他的好朋友，继承人凯恩斯竟然把他的失业理论（1933 年）作为证明新古典理论错误的主要证据。从此，他一蹶不振，只是偶尔进行反击，提出了庇古效应（1943, 1947），然而主要还是接受了凯恩斯革命的观点。