

中国社会科学院青年学者文库

胡 绳 主编

货币机制中的金融过程

——金融制度的国际比较

孙 杰 著

社会科学文献出版社

货币机制中的金融过程 —— 金融制度的国际比较

孙 杰 著

社会科学文献出版社

(京)新登字 028 号

货币机制中的金融过程
—— 金融制度的国际比较
孙 杰 著

社会科学文献出版社出版发行
(北京建国门内大街 5 号 邮政编码:100732)
新华书店经销 新世纪印刷厂印刷

850×1168 1/32 开本 12.5 印张 320 千字
印数-0001-1700

1995 年 9 月第一版 1995 年 9 月第一次印刷

ISBN 7-80050-535-9/C·45 定价: 19.90 元

版权所有 翻印必究

中国社会科学院青年学者文库

编辑委员会

主 任	胡 绳			
副 主 任	汝 信			
编 委	王仁湘	王逸舟	王缉思	白 钢
	刘欣如	汪同三	沈家煊	李 扬
	李培林	陈佳贵	张晓山	张蕴岭
	杨 义	郑成思	卓新平	赵一凡
	郝时远	彭 卫	景天魁	樊 纲
执行编委	王 正	刘白驹	朱渊寿	何秉孟
	宋家鼎	周志宽	周明俊	金 泓
	章绍武	黄浩涛	温伯友	葛良志
秘 书 长	葛良志			
副秘书长	朱渊寿			

编辑说明

一、本丛书选收中国社会科学院青年学者的优秀学术理论著作,旨在扶植青年,繁荣学术。

二、选题范围为中国社会科学院的各个学科门类,著作范围不限,惟以学术水平和社会效益为标准。

三、国家重点课题、中华社会科学基金课题、青年社会科学基金课题、中国社会科学院重点研究课题及青年科研基金课题的成果是本丛书选收的重点。

四、入选著作的作者年龄均不超过 39 岁。

五、本丛书由“中国社会科学院出版基金”资助出版。

中国社会科学院青年学者文库

总 序

中国社会科学院拥有一支朝气蓬勃的青年研究队伍,他们多数是毕业于本院研究生院和全国许多著名大学的博士生、硕士生,有的曾出国求学。他们接受过严格的专业训练,基础知识扎实,目光敏锐,视野开阔。目前,在经济学、哲学、宗教学、社会学、法学、国际问题、文学、语言学、史学等主要学科领域,正在有越来越多的青年研究人员承担起重要的研究工作。他们中间有的已经崭露头角,有的已经成为博士生导师、学术带头人,在学科建设和发展中起着重要的作用。

在社会转型时期,社会主义市场经济既为社会科学提供了机遇,同时,研究事业也面临着诸多困难和新问题。其中一个急待解决的困难就是学术著作出版难的问题。社会科学研究主要是通过论著的形式作用于社会,出版问题得不到解决,研究成果就难以产生其应有的社会效应,研究人员的劳动价值也就得不到社会的承认。目前,学术著作出版难已经成了一个困扰研究人员的普遍的社会现象。名家的著作尚且难出版,青年人的就更难了,对青年科研人员来说,学术成果能否被社会所接受比物质生活待遇好坏似乎更为重要。因此,如何解决好这个问题,是关系到科研队伍的稳定和研究事业后继有人兴旺发达的根本问题。值得庆幸的是,在这样的情况下,社会科学院仍然有相当一部分青年学者兢兢业业,埋头苦干,致力于学科建设和研究事业,在比较艰苦的科研环境和条件下不断做出成绩,这是令人钦佩和感人至深的。从他们身上,不仅

能看到可贵的爱国情操和献身事业的精神，还能看到社会科学研究事业乃至社会主义中国的希望。有这样的精神风貌，相信他们必将能够成为跨世纪的栋梁之才。

出版《中国社会科学院青年学者文库》即是基于学术研究事业的考虑，也是为了实实在在地帮助青年学者，解决他们学术成果出版难的问题。通过丛书的编辑出版，一方面让青年学者辛勤所得能够得到社会的承认，另一方面让他们的成果接受社会和实践的检验和学界的评判，以利于提高他们的水平，促使他们尽快成才。繁荣学术，扶植青年，我想这是编辑《文库》的两个最重要的宗旨吧。

至于《文库》能不能起到这个作用，有没有好的社会效果，就取决于大家的努力和合作了。若干年后再来看这件事情，也许就清楚了。

胡 绳

一九九四年一月三十日

前 言

本书是对货币机制中金融过程的一项尝试性研究。它涉及金融工具、金融市场、金融机构、金融政策对货币过程的影响。通过对货币机制中金融过程作用的分析,我试图以探讨货币理论微观基础为出发点,来研究与制订和实施货币政策有关的技术工具:货币需求分析、货币供给分析和货币中性分析。借助于把金融过程分解为内生金融和外生金融这个新视角,基于对货币与金融具有天然的内生联系的观点,我提出了金融货币观这个概念。正如这个概念本身所揭示的那样,金融作为货币的定语,意味着对货币机制本身的研究将涉及到现代金融过程的一些主要方面及其特征。需要特别指出的是,借助于对与金融过程密切相关的货币供给内生性的分析,我以金融货币观的这个新角度对与金融过程、货币过程有关的现象作了重新分析和解释,并且重点分析了金融过程和金融资产与货币过程和货币控制之间的相互关系和影响,并且将其纳入对货币机制的分析之中。

本书的基本结论是:金融过程不仅是影响货币机制的一个极其重要的因素,而且金融过程本身就是货币机制,乃至货币政策中不可或缺的、内生的一项重要内容。其政策含义是,针对直接金融的发展情况和非银行金融中介在金融过程所占比重越来越大的状况,政府在制订货币政策时必须考虑到上述因素对政策效果的影响,预先在政策强度上作出相应的补偿。只有这样,才能使货币政策变得更加有效。

问题的形成与提出

如何实现宏观稳定几乎是困扰每一个现代经济学家的首要问

题,而货币问题的特殊性又使它成为实现宏观稳定的焦点。19世纪经济学家们把这种责任推给了金本位这种严厉、自然而又野蛮的约束。但不足一个世纪,不论是这个制度自身向人们显示出的刻板和能力不足,还是经济发展在金融工具,以及银行货币制度的创新都使经济发展规律不以人们意志为转移地发生了不可逆转的变化。如果说两次大战之间,人们把对金本位制稳定机制的信仰单纯寄托在国际合作上,那么战后布雷顿森林体系的建立以及凯恩斯主义特别是新古典综合派的兴起就大大推动了人们对货币政策的研究。就主流经济学而言,货币政策成了IS-LM分析和菲利普斯曲线的代名词。如果说70年代石油冲击以前西方发达国家经济形势基本平稳,货币政策的作用效果虽然也有诸多不尽如人意之处,但大体上还是可以满足政府一般目标的。那么到了70年代滞胀出现以后,对宏观稳定政策的重新审视和再设计又成了经济学的热门话题,货币主义作为一种新的政策选择方案脱颖而出,然而不幸的是,80年代英美货币主义实验却是痛苦的,并在90年代初再次导致世界性经济衰退。看来对以货币政策为代表的宏观稳定政策的探索还要持续下去。这是理论与现实的双重需要。

如果我们把视线由世界经济转到中国经济上来,就会发现改革与发展的进程同样需要我们在吸取国外经验,借鉴他人理论的基础上建立一套与建设具有中国特色的社会主义市场经济相配合的货币政策理论。如果说在1993年以前,中国改革的主旋律是简政放权,那么从取消粮食配给开始,改革必然进入第二个战略阶段:完善与市场经济运行相应的宏观调控体系。在一系列宏观调控手段中,改革金融制度是首先要突破的一道难关。在前15年的改革中,金融体系是对付简政放权造成的暂时混乱,调整发展速度,改变产业结构而又不致有悖于改革旧有管理体制总基调的一种有效手段,其作用在1986年、1988年和1993年的治理整顿中得到充分体现。因此,在为中国的金融体系引入市场因素的同时,如何保持政府对宏观经济运行实施有效控制的潜在能力是一个有待解

决的重要问题。另一方面,中国改革进程中金融过程市场化的过快发展,特别是以证券市场为代表的直接金融的超前发展,对中央政府原有货币政策(主要是银根政策)的有效性产生了一定影响。企业可以在证券市场集资,银行也可以进行正常的拆借来调剂地区资金流动,这为设计我国货币政策提出了新的课题。限于篇幅和论题,本书仅是对货币机制中金融过程作用的一般描述和分析,至于它在中国经济中的应用则是另外一个话题。

就我个人的学术经历而言,对货币机制中金融过程的研究则是一个自然的发展阶段。1987年,当我撰写硕士论文时,我所关心的还仅是从国际货币制度看货币本位决定的理论及其发展趋势。那时我认为信用管理本位的基础是商品流通,具体地说是汇票和商业票据。此后,我开始研究金融深化理论。从麦金农那里,我看到了金融过程在经济发展中的作用。肖的债务中介理论使我对金融与货币产生了最初的联想,而这却正是肖在《经济发展中的金融深化》中所忽视了的一个大问题。从1990年起,我又把研究重点从发展中国家的金融深化转到发达国家的金融创新过程。金融创新作为当代金融发展的一个重要现象所带来的一个主要影响就在于它对传统货币政策提出了挑战。于是,对金融工具、金融结构、金融机构和金融市场的研究又成了我不得不从事的一项新课题。在逐步具备如上知识准备的基础上,我才逐步认识到对货币机制中金融过程的分析不仅是现代货币理论的一个核心问题,也是一项具有直接现实作用的研究。它不仅有助于我展开对上述三大问题:货币本位、金融与发展以及货币政策的深入研究,也使我开始触及现代货币理论中的前沿问题。

不满足于传统货币理论(这其中既包括以分析实物因素见长的古典主义经济学,也包括着重进行流动性研究的凯恩斯主义),致力于从根本上重新认识货币,明确提出自己的观点并为此出版专著的现代西方经济学家恐怕只有格利和肖。自50年代末格利和肖的《金融理论中的货币》发表以来,几乎每一位研究货币理论的

西方学者似乎都以引用他们的著作为荣。似乎不讲格利和肖,他们的论述就不够完善;似乎不谈格利和肖,他们就不是一个真正的货币经济学家。然而,他们在了解、熟知并运用格利与肖的观点的同时,却对货币经济分析的旧范式(不论是古典主义的还是凯恩斯主义的)依依不舍。在格利和肖开创性研究的基础上,他们甚至做出了许多卓有成就的贡献,但由于只是把它用于对旧范式的补充,大大降低了这些思想所应产生的潜在效应。前人留下的这许多有价值的思想和具体论述,本书在可能的范围内都加以汲取,甚至作为对我的基本观点论据的一部分。熟悉莫迪格利亚尼的读者可能会发现,本书中的主要立论甚至是直接取材于他的著作。不少中国作者也会看到他们所提供的一些素材乃至一些看法或多或少都体现在本书的论述中。本书最后提供了一套参考文献,表达了我向所有中外学者辛勤劳动思考的尊重和钦佩。另外必须指出的一点是,虽然我在本书中罗列、引用了大量西方学者的观点,但是显而易见的是,他们的分析远非穷尽了一切答案。就思想的博大精深而论,当然是马克思,这是我们在本书中提到的所有学者所不及的。除了一些必须的引证之外,我在写作中是以读者熟知马克思经济学体系为前提的,事实上我也在一直力图用马克思的范式去观察和说明问题,这在第一章表现的尤为明显。把马克思的思想融入分析中恐怕要比单纯地在形式上直接引用更有说服力,至少可以避免太多的重复。从这个意义上,我在本书中主要是继承了前人的思想、观点、论证乃至一些模型,而没有给读者提供更多的全新资料来支持我的论点,但这将是我下一本专著的任务。

事实上,论述别人的观点在本书中对于阐述金融货币观这个主要目的而言即是一种理论铺垫,又被作为一种间接的证明。在学习别人的东西的同时,由于自己即有的视界和理解能力,特别是一旦建立了金融货币观这个范式,在理解、引用之时就难免以偏代全,恐怕给专家留下了不少笑话。但是这样的学习却给了我启发,印证了我的观点,坚定了我的信心,并且使我不致陷入原作者的范

式,能更敏锐地抓住其思想火花。

面对诸多现代经济学的分析和论述,在别人也许看到不足和荒诞之处,我努力寻找其最初的动机、渊源和潜在的意图寻找一切可以借鉴的火花。尽管现代经济学分析中的一些角度、方法乃至结论过于偏颇,有些甚至论证不够严谨,但我相信,大多数经济学家的态度是严肃的,而他们提出的这些分析也绝非偶然,一般有其深刻理论或现实根源。在本书中,法马的模型就是一个例子。他的观点与我所要证明的大相径庭,但我却感到有必要对他进行较为详尽的评述,因为这种评述本身确实就曾给我带来许多灵感,所以它又何尝不是有价值的一种学术探讨。问题在于我自己不要持一种简单否定的态度。

这又引出了另一个与本书写作特点有关的话题,即如何对待纯理论的逻辑推论与真知灼见。现代经济学发展的一个显著特点是纯理论倾向的加剧。严格的假定近似于残酷,有悖于现实。经济人具有理性预期就是一个突出的例子。在“非现实性假定”基础上进行严密的逻辑推理,虽然偶尔也能得到可以用来支持弗里德曼经济学工具主义方法论的案例。但作为一般的研究,F-扭曲绝不可能是一种常态而仅是一个例外。人是多维度的人,社会是发展的社会,研究人类社会经济过程的经济学恐怕永远难以以决定论的方程进行微观模拟。这样,一个开放的经验分析体系似乎是唯一的选择,也只有在这样的分析中才能得出我们的直觉所能加以证实的,而又往往为我们所熟视无睹的真知灼见。但是,一旦我们承认经济学是一门科学,是可以进行知识积累和传递的科学,而不是一门只可以经验体会的人文学,那么经济学的经验分析和建模等实证化,可证伪的分析方法却又成了促进人类知识增长的唯一的选择,虽然这样会大大削弱理论的经验基础。弗里德曼和新古典经济学与凯恩斯相比,经验基础薄弱得多,实证材料却极丰富,结论虽然也过于怪诞,但却可以避免经典注释式无必要的争论。严格假定下的直接可证伪性可以促进人类知识增长,至少可以告诉人们什

么是错的,至少可以使人们能进行有益的,并将得出确定结果的争论,活跃思想。这也是新古典主义所一再强调的:重要的不是政策含义,而是引起人们对预期的重视。至于货币主义,虽然它有强烈的政策倾向,但同样起到了使人们注意对货币作用的分析。

我在本书提出金融货币观的概念,其实也只是为了引起人们对货币机制中金融过程作用的重视。如前所述,就这个观点本身而言,许多经济学家都曾讲过,因而本书的写作过程几乎是淹没在前人的有关论述之中,这就使我常常对写作本书的意义扪心自问。就人类发展而言,本质的过程变化最少,因而人的思想进步最慢。就经济学而言,规范经济学进步最少,而实证经济学进步则快得多。所以,经济学的发展一般是立足新的案例对原有规范进行说明和论证,从而使以前不为人瞩目,散见于许多经济学专著的分析范式成为一个崭新的体系。货币主义和新古典主义就是两个例证。因此,借用已有的分析工具、分析框架、理论概念和模型,重新加以组合,用以论述一个新的观点又何尝不是一种发展。同时,不应否认和回避的是,写作过程对我来说既是研究过程更是学习过程。不仅在驾驭洋洋 20 余万字的材料来论证一个观点时我颇感能力有限,而且作为研究和学习过程,我的观点也有许多细微的变化,甚至是徘徊和矛盾,细心的读者一定会发现这些问题。但是我以为一个具有不足、遗漏乃至矛盾的体系可能更容易引起读者创造性的思维。当然,与一般纯理论分析不同,在全书的结构中,我是从历史——现实——理论的顺序来展开我的分析的,对货币与信用历史的理论分析,对当代最主要金融特征:以金融深化和金融创新为代表的金融解除管制的自由化浪潮给予极大关注,并由此引出对金融货币观的理论说明和对货币机制中金融过程作用的逻辑分析,也是本书的另一个特点。这也许谈不上是理论的创新与发展(尽管在本书的后半部分理论色彩很浓),至多只能算是对以前有关学者就货币机制中金融过程作用的各种观点之系统阐述而已。我只希望这本书的出版能够引起人们对金融货币观的关注,从而在对货币的

金融研究中取得新的突破,并能够对完善和改革货币政策的设计有所益处。

本书的章节安排和逻辑结构

由于分析和演绎过程与叙述和推理过程在顺序上的差异,由于本书在论题演绎中所具有天然的多层面特点以及阐述一些必要的新的分析角度的需要,也为了读者理解上的方便,我在此回顾一下全书的推理逻辑可能是非常必要的。它不仅能使读者更清楚地了解全书的分析层次,相信也有助于读者通过对全书结构的理解,并自然对我将作重点论述的金融货币观产生共鸣和联想。

第一章和第二章,作为本书的第一部分,我从信用角度重点分析了货币和金融。尽管对金本位、金融机构、金融市场和金融工具的论述充斥在所有货币金融学的著作中,但是我却把货币和金融在二者共同信用基础上联系起来,从而为以后对货币过程中金融过程的分析奠定了一个理论基础。在这一部分中,另一个值得读者注意的新观点是我对内生金融和外生金融的划分。外生金融概念,实际上扩展了金融的外延,政府的财政行为被视为一种以国家信用支持的单向金融活动,从而构成了人们对货币政策传导机制分析框架中一个本来就是必不可少,但长期以来却被分割在外的一个因素,同时也为说明“挤出理论”和“李嘉图等价”乃至“公开市场业务中的莫迪格利亚尼——米勒定理”提供了金融理论基础。利用内生金融概念,我进一步明确揭示出金融过程是一种自发的经济行为和市场过程所具有的主要特征。也就是说,只要存在金融市场(而金融市场的存在是现代金融过程的一个核心),金融机构和金融工具经营型与规避型的创新活动就是不可避免的。由于金融工具与货币的天然联系,对货币过程中金融过程的分析应是每一个货币政策决策的基本出发点。

在作为本书第二部分的第三章和第四章,我几乎用全部篇幅探讨了现代金融过程中的新趋势,即解除管制和金融创新。从金融过程的市场机制来分析,必要的金融管制固然是必不可少的,但问

题在于经济环境的变化要求管制的相应发展。不论是从发达国家还是从发展中国家金融自由化的实践看,金融创新和金融深化的结果并不一定是解除管制。80年代发展中国家的债务危机和发达国家的银行业危机就是管制解除的一个后果。金融深化(特别是金融市场的发展)和工具创新,或大大提高了金融中介比率,或极大促进了金融资产与货币的替代,社会财富流动性的增强使现代金融过程不稳性(或称脆弱性)问题日益突出。这给宏观稳定政策在理论依据和实施技术上提出了新的挑战。其中,首当其冲的问题就是货币政策效力的下降。解除管制还是再管制作作为西方国家金融界争论的一个主要问题,其效果必然通过金融——货币机制反应在现代宏观经济学的发展中。事实上,对金融深化过程和金融创新机制的分析包含了对货币经济的微观分析。人们在以金融深化和金融创新为代表的金融自由化趋势面前所面临的全部困惑是如何协调宏观最优目标与微观最优目标的问题。显然,改变微观经济活动中的效用函数和需求函数是不可能的,持续而稳定的增长又是宏观经济过程不可动摇的准则,因而唯一可变,并且需要加以修改的就是宏观调节技术了。金融自由化的挑战实际上表明了传统宏观经济学中微观基础的缺陷。在本书中,我们不可能为宏观经济学奠定一个新的微观基础,但至少通过上述分析可以看出,现代宏观经济学的基本内容应该集中在对货币金融机制的分析上。

在第一部分揭示金融过程与货币问题天然联系的基础上,经过第二部分对现代金融过程新趋势的分析,在第五章和第六章,也就是本书的第三部分,我们回顾了西方现代货币政策的理论与实践,其中包括中央银行体制及其货币控制方法。自50年代以来,货币政策的屡屡失误不能简单归咎为对政策时滞的认识和估计不足。当然,这在70年代以前可能也是主要原因之一。金融创新把如何认识金融资产与货币互动作用的问题提上了议事日程。结果之一就是使60年代已经产生,在70年代才获得学术界重视的货币主义理论成为以利率传导机制为主的凯恩斯主义的主要对手,

并在 80 年代开始影响政府宏观经济政策。货币主义的兴起和货币主义实验使人们对货币的定义产生更大的兴趣。在这方面的一个明显趋势就是货币外延的不断扩展和货币政策目标的频繁变动。货币不仅包含了越来越多的新型金融工具,而且开始考虑到与影响信用扩张和资产流动性的有关因素。这些不能不说是受了金融深化与金融创新的影响,同时也是人们面对金融自由化挑战时的一种最简单的对策。在理论上,把货币问题与金融过程、信用创造和债券管理联系起来进行的分析时时反映在凯恩斯学派、货币主义和新古典经济学的论著中。不同学派间出现的这种共同趋势的确是一个虽然不引人注目但却意义重大的现象。对货币政策传导机制的研究,也开始从利率、资产选择发展到了银行行为、企业融资理论和对菲利普斯曲线的讨论。名义变量能否、如何、怎样才能影响到实际变量,或者说货币中性与非中性问题,乃至对市场均衡的看法等经济学的基本问题却成了现代宏观经济学的前沿问题。值得注意的是,随着人们对传导机制研究的深入,对储蓄行为和投资行为的研究事实上已经为现代宏观经济学奠定了新的微观基础,而对宏观稳定政策的讨论已经把宏观经济学变成了货币金融学,就业、收入和增长等传统宏观经济问题已经被纳入对货币政策传导机制的分析中,就连财政过程也因挤出效应和李嘉图等价而成为金融分析的内容。

经过上述三部分对货币过程的金融基础、现代金融的货币化趋势以及货币政策金融化的分析,在第七章和第八章,展开了对金融货币观的理论论证。首先我们讨论了货币理论的基础,即为什么在存在生息资本的情况下人们要持有货币。保罗·萨缪尔逊以其最简单的“纯粹消费信贷模型”向人们展示了货币的金融起源、持币的金融动机,以及货币在金融过程中所发挥的担保作用。这个模型在华莱士和卢卡斯那里得到了进一步的发展。这些模型从理论上与第一章对货币金融(信用)基础的历史实证相呼应,从而完成了对货币金融观的纯理论证明。当然,论述中所涉及的分配效应和由

此展开的对货币中性问题的讨论,为论证以货币政策为主的宏观稳定政策的必要性打下了基础。当然,货币非中性的结论和由此得到支持的以名义货币量变动作为传导机制的观点与以利率作为传导机制的观点并行不悖。而且事实上人们可以通过名义货币量的变化,促进或抑制金融信用活动,进而影响实质经济活动。在这个意义上,金融过程乃是联结货币经济与实质经济的传导机制。这种看法可能要比虽然主张货币最重要,但只见货币不见金融的货币主义对传导机制的看法合理一些,因为以金融作为传导机制至少与以利率作为传导机制的传统凯恩斯主义一样合理。在运用银行经营中超额准备金概念分析货币供给的内生性之后,借用莫迪格利亚尼的模型,我们证明了在货币供给最初的外生推动之后通过对影响金融过程和利率变化的预测(即经过货币供给内生机制作用之后),最终实现对货币供给控制的可能性。从而最终为金融货币观的政策含义提出了一个初步设计方案。

最后,我还必须指出的是,本书的写作虽然是我个人学术研究成果的一个阶段性成果,但与许多前辈和朋友们的帮助和支持是分不开的。作为国家社会科学基金青年基金课题《金融制度的国际比较》的主要成果,项目协调人张宇燕博士的支持是使本书最终得以完成的一个重要因素,中国社会科学院科研局温伯友同志为本书的出版也做了大量细致而繁琐的文字编辑工作,世界经济与政治研究所王怀宁、沈华嵩两位研究员和国务院发展研究中心杨培新教授审阅了书稿并提出了许多有益的建议。李明东女士为本书完成了主要的技术编辑工作,陶洁女士则为我校对了全部书稿。在我写作过程中,我妻杜素华不仅始终在精神上给了我极大的鼓励,而且与她就财会制度问题进行的讨论也使我受益非浅。

在此,我还要感谢陈沙同志在我动笔写作之前,为我安排了一次到海南赛格国际信托投资公司工作5个月的机会。与公司主要负责人和各级职员的交流,对公司业务运作的调查,为我写作本书提供了一个不可替代的经验基础。特别在那时,政府正致力于整顿