

# Table of Contents

[版权信息](#Top_of_text00000_html)

[目录](#Top_of_text00001_html)

[第三版精编版说明](#Top_of_text00002_html)

[第一版主编的话](#Top_of_text00003_html)

[第一篇　货币、信用与金融](#Di_Yi_Zhang__Huo_Bi_Yu_Huo_Bi_Zh)

[第一章　货币与货币制度](#Di_Yi_Zhang__Huo_Bi_Yu_Huo_Bi_Zh)

[第一节　初识货币](#Di_Yi_Jie__Chu_Shi_Huo_Bi)

[经济生活中处处有货币](#Jing_Ji_Sheng_Huo_Zhong_Chu_Chu)

[货币在对外交往中——外汇](#Top_of_text00005_html)

[货币流通](#Top_of_text00006_html)

[第二节　货币的起源](#Top_of_text00007_html)

[货币并非开天辟地就已存在](#Top_of_text00007_html)

[从交易的社会成本角度比较物物交易与通过货币的交易](#Top_of_text00008_html)

[第三节　形形色色的货币](#Top_of_text00010_html)

[古代的货币](#Top_of_text00010_html)

[币材](#Top_of_text00011_html)

[铸币](#Top_of_text00012_html)

[中国早期用纸做的货币](#Top_of_text00013_html)

[银行券与国家发行的纸币](#Top_of_text00014_html)

[可签发支票的存款](#Top_of_text00015_html)

[外汇存在的种种形态](#Top_of_text00016_html)

[计算机的运用与无现金社会](#Top_of_text00017_html)

[第四节　货币的职能](#Top_of_text00019_html)

[赋予交易对象以价格形态](#Top_of_text00019_html)

[货币单位](#Top_of_text00020_html)

[货币购买力](#Top_of_text00021_html)

[交易媒介或流通手段](#Top_of_text00022_html)

[支付手段](#Top_of_text00023_html)

[流通中的货币和货币需求](#Top_of_text00024_html)

[积累和保存价值的手段](#Top_of_text00025_html)

[国际交往中的货币职能、汇率](#Top_of_text00026_html)

[第五节　货币的界说](#Top_of_text00027_html)

[从职能视角的货币界说](#Top_of_text00028_html)

[一般等价物](#Top_of_text00029_html)

[货币与流动性](#Top_of_text00030_html)

[社会计算工具或“选票”](#Top_of_text00031_html)

[从控制货币的要求出发定义货币](#Top_of_text00032_html)

[第六节　货币制度](#Top_of_text00033_html)

[货币制度及其构成](#Top_of_text00033_html)

[币材的确定](#Top_of_text00034_html)

[货币单位的确定](#Top_of_text00035_html)

[金属货币的铸造](#Top_of_text00036_html)

[本位币和辅币](#Top_of_text00037_html)

[对钞票和存款货币的管理](#Top_of_text00038_html)

[无限法偿与有限法偿](#Top_of_text00039_html)

[金本位的发展史](#Top_of_text00040_html)

[第二章　国际货币体系与汇率制度](#Di_Yi_Jie__Guo_Ji_Huo_Bi_Ti_Xi)

[第一节　国际货币体系](#Di_Yi_Jie__Guo_Ji_Huo_Bi_Ti_Xi)

[什么是国际货币体系](#Shi_Yao_Shi_Guo_Ji_Huo_Bi_Ti_Xi)

[以美元为中心的国际货币体系](#Top_of_text00042_html)

[布雷顿森林体系的终结和浮动汇率制](#Top_of_text00043_html)

[欧洲货币联盟与欧元](#Top_of_text00044_html)

[对货币制度主权的挑战](#Top_of_text00045_html)

[第二节　外汇与外汇管理](#Top_of_text00046_html)

[外汇界说再释](#Top_of_text00046_html)

[外汇管理与管制](#Top_of_text00047_html)

[可兑换与不完全可兑换](#Top_of_text00048_html)

[我国的外汇管理和人民币可兑换问题](#Top_of_text00049_html)

[第三节　汇率与汇率制度](#Top_of_text00050_html)

[汇率](#Top_of_text00050_html)

[汇率牌价表](#Top_of_text00051_html)

[官方汇率、市场汇率、黑市汇率](#Top_of_text00052_html)

[浮动汇率与固定汇率](#Top_of_text00053_html)

[名义汇率与实际汇率](#Top_of_text00054_html)

[人民币汇率制度](#Top_of_text00055_html)

[第四节　汇率与币值、汇率与利率](#Top_of_text00056_html)

[货币的对内价值与对外价值](#Top_of_text00056_html)

[汇率与利率](#Top_of_text00057_html)

[第五节　汇率的决定](#Top_of_text00058_html)

[关于汇率的决定](#Top_of_text00058_html)

[种种汇率决定说](#Top_of_text00059_html)

[第三章　信用、利息与信用形式](#Di_Yi_Jie__Xin_Yong_Ji_Qi_Yu_Huo)

[第一节　信用及其与货币的联系](#Di_Yi_Jie__Xin_Yong_Ji_Qi_Yu_Huo)

[什么是信用](#Shi_Yao_Shi_Xin_Yong)

[信用也是一个古老的经济范畴](#Top_of_text00061_html)

[信用是如何产生的](#Top_of_text00062_html)

[实物借贷与货币借贷](#Top_of_text00063_html)

[市场经济要求信用秩序](#Top_of_text00064_html)

[第二节　利息](#Top_of_text00065_html)

[什么是利息](#Top_of_text00065_html)

[人类对利息的认识](#Top_of_text00066_html)

[利息的实质](#Top_of_text00067_html)

[利息之转化为收益的一般形态](#Top_of_text00068_html)

[收益的资本化](#Top_of_text00069_html)

[第三节　现代社会之前的信用](#Top_of_text00070_html)

[债、usury、高利贷](#Top_of_text00070_html)

[高利率](#Top_of_text00071_html)

[历史上对高利贷的态度](#Top_of_text00072_html)

[资产阶级反高利率的斗争](#Top_of_text00073_html)

[如何诠释“高利贷”](#Top_of_text00074_html)

[中国的高利贷问题](#Top_of_text00075_html)

[当前的“民间借贷”](#Top_of_text00076_html)

[第四节　现代信用活动的基础](#Top_of_text00077_html)

[“信用经济”](#Top_of_text00077_html)

[盈余与赤字，债权与债务](#Top_of_text00078_html)

[信用关系中的个人、企业、政府和国际收支](#Top_of_text00079_html)

[作为信用媒介的金融机构](#Top_of_text00080_html)

[第五节　现代信用的形式](#Top_of_text00081_html)

[商业信用](#Top_of_text00081_html)

[商业票据和票据流通](#Top_of_text00082_html)

[商业信用的作用和局限性](#Top_of_text00083_html)

[银行信用](#Top_of_text00084_html)

[银行家的票据——银行券](#Top_of_text00085_html)

[国家信用](#Top_of_text00086_html)

[消费信用](#Top_of_text00087_html)

[国际信用](#Top_of_text00088_html)

[第四章　金融范畴的形成与发展](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ji_Qi_Han_Ga)

[第一节　金融及其涵盖的领域](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ji_Qi_Han_Ga)

[“金融”这个由中文组成的词所涵盖的范围](#_Jin_Rong__Zhe_Ge_You_Zhong_Wen)

[“金融”这个中文词并非古已有之](#Top_of_text00090_html)

[西方人对finance的用法](#Top_of_text00091_html)

[比较“金融”与“finance”](#Top_of_text00092_html)

[如何对待中文“金融”的不同用法以及本教材的约定](#Top_of_text00093_html)

[第二节　金融范畴的形成](#Top_of_text00094_html)

[古代相互独立发展的货币范畴与信用范畴](#Top_of_text00094_html)

[现代银行的产生与金融范畴的形成](#Top_of_text00095_html)

[第三节　金融范畴的界定](#Top_of_text00096_html)

[金融范畴的扩展](#Top_of_text00096_html)

[对金融范畴的界定](#Top_of_text00097_html)

[第二篇　金融中介与金融市场](#Di_Wu_Zhang__Jin_Rong_Zhong_Jie)

[第五章　金融中介体系](#Di_Wu_Zhang__Jin_Rong_Zhong_Jie)

[第一节　金融中介及其包括的范围](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Zhong_Jie_Ji)

[金融中介、金融中介机构、金融机构](#Jin_Rong_Zhong_Jie___Jin_Rong_Zh)

[联合国统计署和国民经济核算体系的分类](#Top_of_text00099_html)

[金融服务业与一般产业的异同](#Top_of_text00100_html)

[第二节 西方国家的金融中介体系](#Top_of_text00101_html)

[西方国家金融中介体系的构成](#Top_of_text00101_html)

[中央银行和存款货币银行以外的金融机构](#Top_of_text00102_html)

[跨国金融中介](#Top_of_text00103_html)

[第三节 中国的金融中介体系](#Top_of_text00104_html)

[我国金融体系的发展](#Top_of_text00104_html)

[中国人民银行](#Top_of_text00105_html)

[政策性银行](#Top_of_text00106_html)

[国有商业银行](#Top_of_text00107_html)

[金融资产管理公司](#Top_of_text00108_html)

[其他商业银行](#Top_of_text00109_html)

[投资银行、券商](#Top_of_text00110_html)

[农村信用合作社和城市信用合作社](#Top_of_text00111_html)

[信托投资公司](#Top_of_text00112_html)

[财务公司](#Top_of_text00113_html)

[金融租赁公司](#Top_of_text00114_html)

[小额贷款公司](#Top_of_text00115_html)

[邮政储蓄机构](#Top_of_text00116_html)

[保险公司](#Top_of_text00117_html)

[投资基金](#Top_of_text00118_html)

[汇金公司、中国投资有限责任公司](#Top_of_text00119_html)

[在华外资金融机构](#Top_of_text00120_html)

[第四节 国际金融机构体系](#Top_of_text00121_html)

[国际金融机构的形成和发展](#Top_of_text00121_html)

[国际清算银行](#Top_of_text00122_html)

[国际货币基金组织](#Top_of_text00123_html)

[世界银行](#Top_of_text00124_html)

[亚洲开发银行](#Top_of_text00125_html)

[第六章　存款货币银行](#Di_Yi_Jie__Cun_Kuan_Huo_Bi_Yin_X)

[第一节　存款货币银行的产生和发展](#Di_Yi_Jie__Cun_Kuan_Huo_Bi_Yin_X)

[存款货币银行名称的由来](#Cun_Kuan_Huo_Bi_Yin_Xing_Ming_Ch)

[古代的货币兑换和银钱业](#Top_of_text00127_html)

[现代银行的产生](#Top_of_text00128_html)

[旧中国现代商业银行的出现、发展及构成](#Top_of_text00129_html)

[商业银行的作用](#Top_of_text00130_html)

[“金融资本”与垄断](#Top_of_text00131_html)

[第二节　分业经营与混业经营](#Top_of_text00132_html)

[商业银行的两种类型：职能分工型与全能型](#Top_of_text00132_html)

[美、日等国从强调分业到转变方向](#Top_of_text00133_html)

[我国强调分业经营的背景与问题](#Top_of_text00134_html)

[第三节　金融创新](#Top_of_text00135_html)

[金融创新浪潮](#Top_of_text00135_html)

[避免风险的创新与资产业务证券化](#Top_of_text00136_html)

[技术进步推动的创新](#Top_of_text00137_html)

[网络银行](#Top_of_text00138_html)

[规避行政管理的创新](#Top_of_text00139_html)

[金融创新反映经济发展的客观要求](#Top_of_text00140_html)

[第四节　不良债权](#Top_of_text00141_html)

[不良债权及其不可避免性](#Top_of_text00141_html)

[需要科学的分析](#Top_of_text00142_html)

[我国银行的不良债权及其成因](#Top_of_text00143_html)

[债权质量分类法](#Top_of_text00144_html)

[第五节　存款保险制度](#Top_of_text00145_html)

[关于存款保险制度](#Top_of_text00145_html)

[存款保险制度的功能与问题](#Top_of_text00146_html)

[这一制度引进我国的问题](#Top_of_text00147_html)

[第六节　中国国有商业银行改革](#Top_of_text00148_html)

[国有商业银行改革牵扯着深层的体制问题](#Top_of_text00148_html)

[国有商业银行的改革进程](#Top_of_text00149_html)

[客观评价改革成效](#Top_of_text00150_html)

[第七章　中央银行](#Di_Yi_Jie__Zhong_Yang_Yin_Xing_D)

[第一节　中央银行的产生及类型](#Di_Yi_Jie__Zhong_Yang_Yin_Xing_D)

[中央银行的初创阶段和迅速发展阶段](#Zhong_Yang_Yin_Xing_De_Chu_Chuan)

[国家对中央银行控制的加强](#Top_of_text00152_html)

[中央银行制度的类型](#Top_of_text00153_html)

[第二节　中央银行的职能](#Top_of_text00154_html)

[中央银行业务经营的特点及其职能](#Top_of_text00154_html)

[发行的银行](#Top_of_text00155_html)

[银行的银行](#Top_of_text00156_html)

[国家的银行](#Top_of_text00157_html)

[中央银行的资产负债表](#Top_of_text00158_html)

[第三节　中央银行的独立性问题](#Top_of_text00159_html)

[中央银行的独立性问题](#Top_of_text00159_html)

[中央银行的独立性是相对的](#Top_of_text00160_html)

[第八章　金融市场](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Shi_Chang_Ji)

[第一节　金融市场及其要素](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Shi_Chang_Ji)

[什么是金融市场](#Shi_Yao_Shi_Jin_Rong_Shi_Chang)

[金融市场中交易的产品、工具——金融资产](#Top_of_text00162_html)

[金融资产的特征](#Top_of_text00163_html)

[金融市场的功能](#Top_of_text00164_html)

[金融市场运作流程的简单概括](#Top_of_text00165_html)

[金融市场的类型](#Top_of_text00166_html)

[我国金融市场的历史](#Top_of_text00167_html)

[第二节　货币市场](#Top_of_text00169_html)

[票据与票据市场](#Top_of_text00169_html)

[中央银行票据](#Top_of_text00170_html)

[国库券市场](#Top_of_text00171_html)

[可转让大额存单市场](#Top_of_text00172_html)

[回购市场](#Top_of_text00173_html)

[银行间拆借市场](#Top_of_text00174_html)

[第三节　衍生工具市场](#Top_of_text00175_html)

[衍生金融产品](#Top_of_text00175_html)

[衍生工具的迅速发展](#Top_of_text00176_html)

[远期和期货](#Top_of_text00177_html)

[期权](#Top_of_text00178_html)

[互换](#Top_of_text00179_html)

[金融衍生工具的双刃作用](#Top_of_text00180_html)

[第四节　投资基金](#Top_of_text00181_html)

[投资基金及其发展历史](#Top_of_text00181_html)

[契约型基金和公司型基金](#Top_of_text00182_html)

[私募基金](#Top_of_text00183_html)

[对冲基金](#Top_of_text00184_html)

[收益基金和增长基金](#Top_of_text00185_html)

[货币市场基金](#Top_of_text00186_html)

[养老基金](#Top_of_text00187_html)

[第五节　外汇市场与黄金市场](#Top_of_text00188_html)

[外汇市场的概念与功能](#Top_of_text00188_html)

[外汇市场的参与者和交易方式](#Top_of_text00189_html)

[我国的外汇市场](#Top_of_text00190_html)

[黄金市场的历史发展](#Top_of_text00191_html)

[黄金市场的金融功能](#Top_of_text00192_html)

[我国的黄金流通体制改革](#Top_of_text00193_html)

[第六节　风险投资与创业板市场](#Top_of_text00194_html)

[风险投资基金和风险资本](#Top_of_text00194_html)

[风险投资的发展历史及其作用](#Top_of_text00195_html)

[风险投资的退出途径](#Top_of_text00196_html)

[创业板市场](#Top_of_text00197_html)

[第七节　金融市场的国际化](#Top_of_text00198_html)

[对金融市场国际化的理解](#Top_of_text00198_html)

[欧洲货币市场](#Top_of_text00199_html)

[金融市场国际化的演进和格局](#Top_of_text00200_html)

[国际游资](#Top_of_text00201_html)

[第九章　资本市场](#Top_of_text00202_html)

[第一节　股票市场](#Gu_Piao_Shi_Chang_Gai_Shu)

[股票市场概述](#Gu_Piao_Shi_Chang_Gai_Shu)

[我国股票市场的发展](#Top_of_text00204_html)

[第二节　长期债券与长期债券市场](#Top_of_text00205_html)

[长期政府债券](#Top_of_text00205_html)

[公司债券](#Top_of_text00206_html)

[长期债券市场](#Top_of_text00207_html)

[第三节　初级市场与二级市场](#Top_of_text00209_html)

[初级市场](#Top_of_text00209_html)

[二级市场](#Top_of_text00210_html)

[第四节　证券价格与证券价格指数](#Top_of_text00211_html)

[有价证券价格](#Top_of_text00211_html)

[证券价格指数](#Top_of_text00212_html)

[第五节　资本市场的效率](#Top_of_text00213_html)

[市场效率的定义](#Top_of_text00213_html)

[研究市场效率的意义](#Top_of_text00214_html)

[对有效市场假说的挑战](#Top_of_text00215_html)

[第十章　金融体系结构](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin)

[第一节　金融体系与金融功能](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin)

[金融体系](#Jin_Rong_Ti_Xi)

[金融功能](#Top_of_text00217_html)

[第二节　金融体系的两种结构](#Top_of_text00218_html)

[中介与市场对比的不同结构](#Top_of_text00218_html)

[不同金融体系格局是怎么形成的？](#Top_of_text00219_html)

[优劣比较要求理论论证](#Top_of_text00220_html)

[第三节　对存款货币银行的再论证](#Top_of_text00221_html)

[传统银行的“衰落”](#Top_of_text00221_html)

[银行存在理由的再论证](#Top_of_text00222_html)

[第四节　金融体系结构的演进趋势](#Top_of_text00223_html)

[趋同还是收敛？](#Top_of_text00223_html)

[中介与市场的渗透发展](#Top_of_text00224_html)

[影子银行](#Top_of_text00225_html)

[把金融中介机构作为总体的研究](#Top_of_text00226_html)

[第十一章　金融基础设施](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin_1)

[第一节　金融体系与金融基础设施](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin_1)

[换个角度看金融体系](#Huan_Ge_Jiao_Du_Kan_Jin_Rong_Ti)

[关于金融基础设施](#Top_of_text00228_html)

[第二节　中央银行体制下的支付清算系统](#Top_of_text00229_html)

[支付清算系统和中央银行组织支付清算的职责](#Top_of_text00229_html)

[支付清算系统的作用](#Top_of_text00230_html)

[常用的清算方式](#Top_of_text00231_html)

[票据交换所](#Top_of_text00232_html)

[第三节　金融市场基础设施](#Top_of_text00233_html)

[金融市场基础设施及其作用](#Top_of_text00233_html)

[金融市场基础设施的国际标准](#Top_of_text00234_html)

[第四节　金融业标准](#Top_of_text00235_html)

[关于金融业标准](#Top_of_text00235_html)

[资本质量标准](#Top_of_text00236_html)

[会计准则](#Top_of_text00237_html)

[风险管理标准](#Top_of_text00238_html)

[金融业标准在中国的实践](#Top_of_text00239_html)

[第三篇　货币均衡与宏观政策](#Di_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Jue_Di)

[第十二章　利率的决定及作用](#Di_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Jue_Di)

[第一节　利率及其种类](#Di_Yi_Jie__Li_Lu_Ji_Qi_Zhong_Lei)

[利率系统](#Li_Lu_Xi_Tong)

[基准利率与无风险利率](#Top_of_text00241_html)

[实际利率与名义利率](#Top_of_text00242_html)

[年率、月率、日率](#Top_of_text00243_html)

[第二节　利率的决定](#Top_of_text00244_html)

[马克思的利率决定论](#Top_of_text00244_html)

[古典学派的利率决定](#Top_of_text00245_html)

[凯恩斯理论的利率决定](#Top_of_text00246_html)

[新古典综合学派的利率决定](#Top_of_text00247_html)

[影响利率的风险因素](#Top_of_text00248_html)

[管制利率](#Top_of_text00249_html)

[第三节　利率的作用](#Top_of_text00250_html)

[对利率作用的一般估价](#Top_of_text00250_html)

[利率发挥作用的环境和条件](#Top_of_text00251_html)

[第十三章　货币需求](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Xu_Qiu_Li_Lun)

[第一节　货币需求理论的发展](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Xu_Qiu_Li_Lun)

[前人的货币需求思想](#Qian_Ren_De_Huo_Bi_Xu_Qiu_Si_Xia)

[马克思关于流通中货币量的理论](#Top_of_text00253_html)

[费雪方程式与剑桥方程式](#Top_of_text00254_html)

[凯恩斯的货币需求分析](#Top_of_text00255_html)

[后凯恩斯学派对货币需求理论的发展](#Top_of_text00256_html)

[弗里德曼的货币需求函数](#Top_of_text00257_html)

[货币需求理论的发展脉络](#Top_of_text00258_html)

[第二节　中国对货币需求理论的研究](#Top_of_text00259_html)

[“1：8”公式](#Top_of_text00259_html)

[一个有争议但广为流传的公式](#Top_of_text00260_html)

[第三节　货币需求面面观](#Top_of_text00261_html)

[名义需求与实际需求](#Top_of_text00261_html)

[发挥产出潜力的货币需求](#Top_of_text00262_html)

[金融资产交易的需求应如何纳入货币需求模型](#Top_of_text00263_html)

[第四节　货币需求分析的微观角度与宏观角度](#Top_of_text00264_html)

[货币需求分析的微观角度](#Top_of_text00264_html)

[资产选择](#Top_of_text00265_html)

[货币需求分析的宏观角度](#Top_of_text00266_html)

[两个角度不可偏废](#Top_of_text00267_html)

[第十四章　现代货币的创造机制](#Di_Yi_Jie__Xian_Dai_De_Huo_Bi_Du)

[第一节　现代的货币都是信用货币](#Di_Yi_Jie__Xian_Dai_De_Huo_Bi_Du)

[现代经济生活中的货币都是信用货币](#Xian_Dai_Jing_Ji_Sheng_Huo_Zhong)

[信用货币与债权债务网](#Top_of_text00269_html)

[第二节　存款货币的创造](#Top_of_text00270_html)

[现代银行创造货币的功能集中体现为存款货币的创造](#Top_of_text00270_html)

[原始存款与派生存款](#Top_of_text00271_html)

[现代金融体制下的存款货币创造](#Top_of_text00272_html)

[存款货币创造的两个必要前提条件](#Top_of_text00273_html)

[存款货币创造的乘数](#Top_of_text00274_html)

[扩展的存款货币创造模型和创造乘数](#Top_of_text00275_html)

[派生存款的紧缩过程](#Top_of_text00276_html)

[第三节　中央银行体制下的货币创造过程](#Top_of_text00278_html)

[关于“现金”的再说明](#Top_of_text00278_html)

[现金是怎样进入流通的](#Top_of_text00279_html)

[现金的增发与准备存款必须不断得到补充](#Top_of_text00280_html)

[准备存款的不断补充必须有中央银行的支持](#Top_of_text00281_html)

[中央银行是否可以无限制地为存款货币银行补充准备存款](#Top_of_text00282_html)

[基础货币](#Top_of_text00283_html)

[货币乘数](#Top_of_text00284_html)

[发行收入与铸币税](#Top_of_text00285_html)

[第四节　对现代货币供给形成机制的总体评价](#Top_of_text00286_html)

[现代信用货币制度是最节约的货币制度](#Top_of_text00286_html)

[双层次的货币创造结构](#Top_of_text00287_html)

[联结微观金融与宏观金融的关节点](#Top_of_text00288_html)

[第十五章　货币供给](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Gong_Gei_Ji_Qi)

[第一节　货币供给及其口径](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Gong_Gei_Ji_Qi)

[货币供给问题述要](#Huo_Bi_Gong_Gei_Wen_Ti_Shu_Yao)

[货币供给的多重口径](#Top_of_text00290_html)

[外国的、IMF的和中国的M系列](#Top_of_text00291_html)

[M1/M2——货币供给的“流动性”](#Top_of_text00292_html)

[区分货币与非货币的困难](#Top_of_text00293_html)

[第二节　货币供给的控制机制](#Top_of_text00294_html)

[货币供给的间接调控与控制工具](#Top_of_text00294_html)

[居民持币行为与货币供给](#Top_of_text00295_html)

[我国国有商业银行行为与货币供给](#Top_of_text00296_html)

[乘数公式的再说明](#Top_of_text00297_html)

[第三节　货币供给是外生变量还是内生变量](#Top_of_text00298_html)

[外生变量还是内生变量](#Top_of_text00298_html)

[中国货币供给的内生性与外生性问题](#Top_of_text00299_html)

[货币供给能否既是内生变量又是外生变量](#Top_of_text00300_html)

[第十六章　货币均衡与总供求](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Jun_Heng_Yu_Fe)

[第一节　货币均衡与非均衡](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Jun_Heng_Yu_Fe)

[货币均衡与非均衡的含义](#Huo_Bi_Jun_Heng_Yu_Fei_Jun_Heng)

[货币均衡与利率](#Top_of_text00302_html)

[第二节　货币供求与市场总供求](#Top_of_text00303_html)

[市场总供求及其同货币的需求与供给](#Top_of_text00303_html)

[货币均衡与市场均衡](#Top_of_text00304_html)

[总供求失衡与价格波动](#Top_of_text00305_html)

[货币供给的产出效应及其扩张界限](#Top_of_text00306_html)

[紧缩效应](#Top_of_text00307_html)

[第三节　我国对均衡境界的追求和理论探索](#Top_of_text00308_html)

[反通货膨胀的“平衡”观](#Top_of_text00309_html)

[市场总供需均衡是“三平”理论追求的目标](#Top_of_text00310_html)

[什么是理想的均衡态势](#Top_of_text00311_html)

[第十七章　开放经济的均衡](#Top_of_text00312_html)

[第一节　国际收支](#Shi_Yao_Shi_Guo_Ji_Shou_Zhi)

[什么是国际收支](#Shi_Yao_Shi_Guo_Ji_Shou_Zhi)

[国际收支平衡表](#Top_of_text00314_html)

[我国的国际收支状况](#Top_of_text00315_html)

[第二节　国际收支的调节](#Top_of_text00316_html)

[国际收支失衡](#Top_of_text00316_html)

[几种收支差额](#Top_of_text00317_html)

[国际收支失衡的原因](#Top_of_text00318_html)

[国际收支的平衡——重要的宏观经济目标之一](#Top_of_text00319_html)

[第三节　国际储备](#Top_of_text00320_html)

[国际储备的作用](#Top_of_text00320_html)

[主要的国际储备资产](#Top_of_text00321_html)

[外汇储备规模与管理](#Top_of_text00322_html)

[第四节　国际资本流动](#Top_of_text00323_html)

[国际资本流动的原因](#Top_of_text00323_html)

[国际资本流动的经济影响](#Top_of_text00324_html)

[我国的利用外资](#Top_of_text00325_html)

[外债与外债规模](#Top_of_text00326_html)

[外债的规模管理](#Top_of_text00327_html)

[我国的境外投资](#Top_of_text00328_html)

[第五节　对外收支与货币均衡](#Top_of_text00329_html)

[贸易收支中本币资金与外汇资金的转化](#Top_of_text00329_html)

[资本收支与本币资金](#Top_of_text00330_html)

[开放经济下的货币供给](#Top_of_text00331_html)

[中央银行的外汇操作](#Top_of_text00332_html)

[第六节　对外收支与市场总供求](#Top_of_text00333_html)

[外汇收支与市场总供求](#Top_of_text00333_html)

[国内经济是基础](#Top_of_text00334_html)

[第十八章　通货膨胀与通货紧缩](#Di_Yi_Jie__Tong_Huo_Peng_Zhang_J)

[第一节　通货膨胀及其度量](#Di_Yi_Jie__Tong_Huo_Peng_Zhang_J)

[古老的通货膨胀问题](#Gu_Lao_De_Tong_Huo_Peng_Zhang_We)

[对通货膨胀概念的诠释](#Top_of_text00336_html)

[通货膨胀的度量](#Top_of_text00337_html)

[第二节　通货膨胀的社会经济效应](#Top_of_text00338_html)

[强制储蓄效应](#Top_of_text00338_html)

[收入分配效应](#Top_of_text00339_html)

[资产结构调整效应](#Top_of_text00340_html)

[温和的通货膨胀与恶性通货膨胀](#Top_of_text00341_html)

[就业与通货膨胀的替代理论以及滞胀](#Top_of_text00342_html)

[第三节　通货膨胀的成因及其治理](#Top_of_text00343_html)

[成因与治理是一个问题的两个方面](#Top_of_text00343_html)

[需求拉上及其治理](#Top_of_text00344_html)

[成本推动及其治理](#Top_of_text00345_html)

[供求混合推动说](#Top_of_text00346_html)

[中国对通货膨胀成因的若干观点](#Top_of_text00347_html)

[第四节　通货紧缩](#Top_of_text00348_html)

[经济改革中令人困扰的问题——物价持续上涨及其突然消失](#Top_of_text00348_html)

[对通货紧缩的种种解释](#Top_of_text00349_html)

[通货紧缩的社会经济效应](#Top_of_text00350_html)

[第十九章　货币政策](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Zheng_Ce_Ji_Qi)

[第一节　货币政策及其目标](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Zheng_Ce_Ji_Qi)

[何谓货币政策](#He_Wei_Huo_Bi_Zheng_Ce)

[我国对货币政策认识的演变](#Top_of_text00352_html)

[货币政策的目标：单目标与多目标](#Top_of_text00353_html)

[我国关于货币政策目标选择的观点](#Top_of_text00354_html)

[通货膨胀目标制](#Top_of_text00355_html)

[货币政策与资本市场](#Top_of_text00356_html)

[相机抉择与规则](#Top_of_text00357_html)

[第二节　货币政策工具、传导机制和中介目标](#Top_of_text00358_html)

[货币政策工具](#Top_of_text00358_html)

[中央银行控制信用的行政性手段](#Top_of_text00359_html)

[我国货币政策工具的使用和选择问题](#Top_of_text00360_html)

[货币政策的传导机制](#Top_of_text00361_html)

[货币政策中介指标的选择](#Top_of_text00362_html)

[第三节　货币政策效应](#Top_of_text00363_html)

[货币政策的时滞](#Top_of_text00363_html)

[微观主体预期的对消作用](#Top_of_text00364_html)

[透明度和取信于公众问题](#Top_of_text00365_html)

[西方对货币政策总体效应理论评价的演变](#Top_of_text00366_html)

[中国货币政策的实践](#Top_of_text00367_html)

[第二十章　货币政策与财政政策的配合](#Di_Yi_Jie__Cai_Zheng_Shou_Zhi_Yu)

[第一节　财政收支与货币供给相互联系的历史演变](#Di_Yi_Jie__Cai_Zheng_Shou_Zhi_Yu)

[在货币供给形成机制中财政曾长期占主导地位](#Zai_Huo_Bi_Gong_Gei_Xing_Cheng_J)

[现代货币供给形成机制与国家财政联系的特点](#Top_of_text00369_html)

[财政与信贷处于不可分割的联系之中](#Top_of_text00370_html)

[第二节　国债与货币供给](#Top_of_text00371_html)

[国债——平衡财政收支离不开的项目](#Top_of_text00371_html)

[国家财政的或有债务](#Top_of_text00372_html)

[国际通常采用的国债发行警戒线](#Top_of_text00373_html)

[发债与货币供给的关系](#Top_of_text00374_html)

[第三节　货币政策与财政政策的组合](#Top_of_text00375_html)

[组合的基础](#Top_of_text00375_html)

[组合模式](#Top_of_text00376_html)

[改革开放以来财政政策与货币政策对比格局的变化](#Top_of_text00377_html)

[第二十一章　开放条件下的政策搭配与协调](#Di_Yi_Jie__Hui_Lu_De_Zuo_Yong_Yu)

[第一节　汇率的作用与风险](#Di_Yi_Jie__Hui_Lu_De_Zuo_Yong_Yu)

[汇率的作用](#Hui_Lu_De_Zuo_Yong)

[汇率风险](#Top_of_text00379_html)

[第二节　汇率政策](#Top_of_text00380_html)

[稳定国内物价与稳定汇率](#Top_of_text00380_html)

[人民币是应贬值还是升值](#Top_of_text00381_html)

[米德冲突与“政策搭配理论”](#Top_of_text00382_html)

[克鲁格曼三角形](#Top_of_text00383_html)

[我国的内外均衡冲突与政策选择问题](#Top_of_text00384_html)

[第三节　开放条件下货币政策的国际传导和政策协调](#Top_of_text00385_html)

[开放条件下货币政策的国际传导](#Top_of_text00385_html)

[国际经济政策协调的理论](#Top_of_text00386_html)

[国际经济政策协调的层次](#Top_of_text00387_html)

[国际货币政策协调的障碍](#Top_of_text00388_html)

[第四篇　金融运行的微观机制](#Di_Er_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Fen)

[第二十二章　利率的风险结构与期限结构](#Di_Er_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Fen)

[第一节　利率的度量](#Di_Yi_Jie__Li_Lu_De_Du_Liang)

[概念和计算公式](#Gai_Nian_He_Ji_Suan_Gong_Shi)

[复利反映利息的本质特征](#Top_of_text00390_html)

[两个有广泛用途的算式](#Top_of_text00391_html)

[现值与终值](#Top_of_text00392_html)

[竞价拍卖与利率](#Top_of_text00393_html)

[利率与收益率](#Top_of_text00394_html)

[第二节　利率的风险结构](#Top_of_text00395_html)

[违约因素](#Top_of_text00396_html)

[流动性因素](#Top_of_text00397_html)

[税收因素](#Top_of_text00398_html)

[第三节　利率的期限结构](#Top_of_text00399_html)

[什么是利率的期限结构](#Top_of_text00399_html)

[即期利率与远期利率](#Top_of_text00400_html)

[到期收益率](#Top_of_text00401_html)

[收益率曲线](#Top_of_text00402_html)

[影响利率期限结构的因素](#Top_of_text00403_html)

[第二十三章　资产组合与资产定价](#Di_Yi_Jie__Feng_Xian_Yu_Zi_Chan)

[第一节　风险与资产组合](#Di_Yi_Jie__Feng_Xian_Yu_Zi_Chan)

[金融市场上的风险](#Jin_Rong_Shi_Chang_Shang_De_Feng)

[道德风险](#Top_of_text00405_html)

[关键是估量风险程度](#Top_of_text00406_html)

[风险的度量](#Top_of_text00407_html)

[资产组合风险](#Top_of_text00408_html)

[投资分散化与风险](#Top_of_text00409_html)

[有效资产组合](#Top_of_text00410_html)

[第二节　证券价值评估](#Top_of_text00411_html)

[证券价值评估及其思路](#Top_of_text00411_html)

[债券价值评估](#Top_of_text00412_html)

[股票价值评估](#Top_of_text00413_html)

[市盈率](#Top_of_text00414_html)

[第三节　资产定价模型](#Top_of_text00415_html)

[为什么要研究资产定价模型](#Top_of_text00415_html)

[资本市场理论](#Top_of_text00416_html)

[资本资产定价模型](#Top_of_text00417_html)

[第四节　期权定价模型](#Top_of_text00418_html)

[期权价格与期权定价模型](#Top_of_text00418_html)

[期权定价的二叉树模型](#Top_of_text00419_html)

[布莱克-斯科尔斯定价模型](#Top_of_text00420_html)

[第二十四章　商业银行业务与管理](#Di_Yi_Jie__Shang_Ye_Yin_Xing_De)

[第一节　商业银行的负债业务](#Di_Yi_Jie__Shang_Ye_Yin_Xing_De)

[负债业务](#Fu_Zhai_Ye_Wu)

[吸收存款](#Top_of_text00422_html)

[其他负债业务](#Top_of_text00423_html)

[第二节　商业银行的资产业务](#Top_of_text00424_html)

[资产业务](#Top_of_text00424_html)

[贴现](#Top_of_text00425_html)

[贷款及其种类](#Top_of_text00426_html)

[“真实票据”原则](#Top_of_text00427_html)

[证券投资](#Top_of_text00428_html)

[第三节　商业银行的中间业务和表外业务](#Top_of_text00429_html)

[中间业务和表外业务](#Top_of_text00429_html)

[汇兑业务](#Top_of_text00430_html)

[信用证业务](#Top_of_text00431_html)

[信托业务](#Top_of_text00432_html)

[银行卡业务](#Top_of_text00433_html)

[第四节　商业银行的经营原则与管理](#Top_of_text00434_html)

[商业银行是企业](#Top_of_text00434_html)

[商业银行的经营原则](#Top_of_text00435_html)

[资产管理与负债管理](#Top_of_text00436_html)

[风险管理备受关注](#Top_of_text00437_html)

[风险管理的含义](#Top_of_text00438_html)

[商业银行的风险类别](#Top_of_text00439_html)

[银行的内部控制](#Top_of_text00440_html)

[我国现行的资产负债管理及风险管理](#Top_of_text00441_html)

[第五篇　金融发展与稳定机制](#Di_Er_Shi_Wu_Zhang__Huo_Bi_Jing)

[第二十五章　货币经济与实际经济](#Di_Er_Shi_Wu_Zhang__Huo_Bi_Jing)

[第一节　两分框架](#Di_Yi_Jie__Liang_Fen_Kuang_Jia)

[“名义”与“实际”](#_Ming_Yi__Yu__Shi_Ji)

[实际资产与货币资产](#Top_of_text00443_html)

[第二节　虚拟资本](#Top_of_text00444_html)

[马克思对虚拟资本的论述](#Top_of_text00444_html)

[虚拟资本与银行信用](#Top_of_text00445_html)

[虚拟经济](#Top_of_text00446_html)

[第三节　货币中性抑或非中性](#Top_of_text00447_html)

[经济学中一个古老的论题](#Top_of_text00447_html)

[早期的货币中性说](#Top_of_text00448_html)

[质疑数量论的货币中性概念](#Top_of_text00449_html)

[一般均衡论的货币中性概念](#Top_of_text00450_html)

[从货币职能讨论一般均衡论的货币中性概念](#Top_of_text00451_html)

[货币短期非中性与长期中性](#Top_of_text00452_html)

[货币政策应该是中性的还是非中性的](#Top_of_text00453_html)

[第二十六章　金融发展与经济增长](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Yu_Jing_Ji_Z)

[第一节　金融与经济增长](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Yu_Jing_Ji_Z)

[金融发展及其衡量](#Jin_Rong_Fa_Zhan_Ji_Qi_Heng_Lian)

[中国有关金融发展的情况](#Top_of_text00455_html)

[第二节　金融压抑](#Top_of_text00456_html)

[发展中国家普遍存在的金融压抑现象](#Top_of_text00456_html)

[金融压抑的政策原因](#Top_of_text00457_html)

[第三节　金融自由化](#Top_of_text00458_html)

[金融自由化改革](#Top_of_text00458_html)

[发展中国家金融自由化改革的教训](#Top_of_text00459_html)

[金融自由化与中国的金融改革](#Top_of_text00460_html)

[第二十七章　金融脆弱性与金融危机](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Cui_Ruo_Xing)

[第一节　金融脆弱性](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Cui_Ruo_Xing)

[何谓金融脆弱性](#He_Wei_Jin_Rong_Cui_Ruo_Xing)

[金融自由化与金融脆弱性](#Top_of_text00462_html)

[第二节　金融危机](#Top_of_text00463_html)

[何谓金融危机](#Top_of_text00463_html)

[普遍发生的金融危机](#Top_of_text00464_html)

[金融危机的危害与防范](#Top_of_text00465_html)

[第三节　中国的金融脆弱性与金融危机](#Top_of_text00466_html)

[中国金融脆弱的表现](#Top_of_text00466_html)

[“脆弱”但未导致“危机”之谜](#Top_of_text00467_html)

[脆弱性与市场化](#Top_of_text00468_html)

[第二十八章　金融监管](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Jian_Guan_De)

[第一节　金融监管的界说和理论](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Jian_Guan_De)

[金融监管的原则及理论](#Jin_Rong_Jian_Guan_De_Yuan_Ze_Ji)

[金融监管成本](#Top_of_text00470_html)

[金融监管失灵问题](#Top_of_text00471_html)

[第二节　金融监管体制](#Top_of_text00472_html)

[金融监管体制及其类型](#Top_of_text00472_html)

[中国的金融监管体制](#Top_of_text00473_html)

[第三节　金融监管的国际协调](#Top_of_text00474_html)

[银行机构的国际化给银行监管带来的挑战](#Top_of_text00474_html)

[金融监管的国际协调组织](#Top_of_text00475_html)

[第四节　银行监管的国际合作](#Top_of_text00476_html)

[《巴塞尔协议》](#Top_of_text00476_html)

[《有效银行监管的核心原则》](#Top_of_text00477_html)

[《新巴塞尔协议》](#Top_of_text00478_html)

[《巴塞尔协议Ⅲ》](#Top_of_text00479_html)

[中国版《巴塞尔协议Ⅲ》](#Top_of_text00480_html)

版权信息

书名：金融学（第3版）精编版

作者：黄达

出版社：中国人民大学出版社

出版日期：2013-1-1

ISBN：978-7-3001-6794-7

价格：36.00元

目录  
 CONTENTS

[第三版精编版说明](#Top_of_text00002_html)

[第一版主编的话](#Top_of_text00003_html)

[第一篇 货币、信用与金融](#Di_Yi_Zhang__Huo_Bi_Yu_Huo_Bi_Zh)

[第一章 货币与货币制度](#Di_Yi_Zhang__Huo_Bi_Yu_Huo_Bi_Zh)

[第一节 初识货币](#Di_Yi_Zhang__Huo_Bi_Yu_Huo_Bi_Zh)

[经济生活中处处有货币](#Di_Yi_Zhang__Huo_Bi_Yu_Huo_Bi_Zh)

[货币在对外交往中——外汇](#Top_of_text00005_html)

[货币流通](#Top_of_text00006_html)

[第二节 货币的起源](#Top_of_text00007_html)

[货币并非开天辟地就已存在](#Top_of_text00007_html)

[从交易的社会成本角度比较物物交易与通过货币的交易](#Top_of_text00008_html)

[第三节 形形色色的货币](#Top_of_text00010_html)

[古代的货币](#Top_of_text00010_html)

[币材](#Top_of_text00011_html)

[铸币](#Top_of_text00012_html)

[中国早期用纸做的货币](#Top_of_text00013_html)

[银行券与国家发行的纸币](#Top_of_text00014_html)

[可签发支票的存款](#Top_of_text00015_html)

[外汇存在的种种形态](#Top_of_text00016_html)

[计算机的运用与无现金社会](#Top_of_text00017_html)

[第四节 货币的职能](#Top_of_text00019_html)

[赋予交易对象以价格形态](#Top_of_text00019_html)

[货币单位](#Top_of_text00020_html)

[货币购买力](#Top_of_text00021_html)

[交易媒介或流通手段](#Top_of_text00022_html)

[支付手段](#Top_of_text00023_html)

[流通中的货币和货币需求](#Top_of_text00024_html)

[积累和保存价值的手段](#Top_of_text00025_html)

[国际交往中的货币职能、汇率](#Top_of_text00026_html)

[第五节 货币的界说](#Top_of_text00027_html)

[从职能视角的货币界说](#Top_of_text00028_html)

[一般等价物](#Top_of_text00029_html)

[货币与流动性](#Top_of_text00030_html)

[社会计算工具或“选票”](#Top_of_text00031_html)

[从控制货币的要求出发定义货币](#Top_of_text00032_html)

[第六节 货币制度](#Top_of_text00033_html)

[货币制度及其构成](#Top_of_text00033_html)

[币材的确定](#Top_of_text00034_html)

[货币单位的确定](#Top_of_text00035_html)

[金属货币的铸造](#Top_of_text00036_html)

[本位币和辅币](#Top_of_text00037_html)

[对钞票和存款货币的管理](#Top_of_text00038_html)

[无限法偿与有限法偿](#Top_of_text00039_html)

[金本位的发展史](#Top_of_text00040_html)

[第二章 国际货币体系与汇率制度](#Di_Yi_Jie__Guo_Ji_Huo_Bi_Ti_Xi)

[第一节 国际货币体系](#Di_Yi_Jie__Guo_Ji_Huo_Bi_Ti_Xi)

[什么是国际货币体系](#Di_Yi_Jie__Guo_Ji_Huo_Bi_Ti_Xi)

[以美元为中心的国际货币体系](#Top_of_text00042_html)

[布雷顿森林体系的终结和浮动汇率制](#Top_of_text00043_html)

[欧洲货币联盟与欧元](#Top_of_text00044_html)

[对货币制度主权的挑战](#Top_of_text00045_html)

[第二节 外汇与外汇管理](#Top_of_text00046_html)

[外汇界说再释](#Top_of_text00046_html)

[外汇管理与管制](#Top_of_text00047_html)

[可兑换与不完全可兑换](#Top_of_text00048_html)

[我国的外汇管理和人民币可兑换问题](#Top_of_text00049_html)

[第三节 汇率与汇率制度](#Top_of_text00050_html)

[汇率](#Top_of_text00050_html)

[汇率牌价表](#Top_of_text00051_html)

[官方汇率、市场汇率、黑市汇率](#Top_of_text00052_html)

[浮动汇率与固定汇率](#Top_of_text00053_html)

[名义汇率与实际汇率](#Top_of_text00054_html)

[人民币汇率制度](#Top_of_text00055_html)

[第四节 汇率与币值、汇率与利率](#Top_of_text00056_html)

[货币的对内价值与对外价值](#Top_of_text00056_html)

[汇率与利率](#Top_of_text00057_html)

[第五节 汇率的决定](#Top_of_text00058_html)

[关于汇率的决定](#Top_of_text00058_html)

[种种汇率决定说](#Top_of_text00059_html)

[第三章 信用、利息与信用形式](#Di_Yi_Jie__Xin_Yong_Ji_Qi_Yu_Huo)

[第一节 信用及其与货币的联系](#Di_Yi_Jie__Xin_Yong_Ji_Qi_Yu_Huo)

[什么是信用](#Di_Yi_Jie__Xin_Yong_Ji_Qi_Yu_Huo)

[信用也是一个古老的经济范畴](#Top_of_text00061_html)

[信用是如何产生的](#Top_of_text00062_html)

[实物借贷与货币借贷](#Top_of_text00063_html)

[市场经济要求信用秩序](#Top_of_text00064_html)

[第二节 利息](#Top_of_text00065_html)

[什么是利息](#Top_of_text00065_html)

[人类对利息的认识](#Top_of_text00066_html)

[利息的实质](#Top_of_text00067_html)

[利息之转化为收益的一般形态](#Top_of_text00068_html)

[收益的资本化](#Top_of_text00069_html)

[第三节 现代社会之前的信用](#Top_of_text00070_html)

[债、usury、高利贷](#Top_of_text00070_html)

[高利率](#Top_of_text00071_html)

[历史上对高利贷的态度](#Top_of_text00072_html)

[资产阶级反高利率的斗争](#Top_of_text00073_html)

[如何诠释“高利贷”](#Top_of_text00074_html)

[中国的高利贷问题](#Top_of_text00075_html)

[当前的“民间借贷”](#Top_of_text00076_html)

[第四节 现代信用活动的基础](#Top_of_text00077_html)

[“信用经济”](#Top_of_text00077_html)

[盈余与赤字，债权与债务](#Top_of_text00078_html)

[信用关系中的个人、企业、政府和国际收支](#Top_of_text00079_html)

[作为信用媒介的金融机构](#Top_of_text00080_html)

[第五节 现代信用的形式](#Top_of_text00081_html)

[商业信用](#Top_of_text00081_html)

[商业票据和票据流通](#Top_of_text00082_html)

[商业信用的作用和局限性](#Top_of_text00083_html)

[银行信用](#Top_of_text00084_html)

[银行家的票据——银行券](#Top_of_text00085_html)

[国家信用](#Top_of_text00086_html)

[消费信用](#Top_of_text00087_html)

[国际信用](#Top_of_text00088_html)

[第四章 金融范畴的形成与发展](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ji_Qi_Han_Ga)

[第一节 金融及其涵盖的领域](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ji_Qi_Han_Ga)

[“金融”这个由中文组成的词所涵盖的范围](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ji_Qi_Han_Ga)

[“金融”这个中文词并非古已有之](#Top_of_text00090_html)

[西方人对finance的用法](#Top_of_text00091_html)

[比较“金融”与“finance”](#Top_of_text00092_html)

[如何对待中文“金融”的不同用法以及本教材的约定](#Top_of_text00093_html)

[第二节 金融范畴的形成](#Top_of_text00094_html)

[古代相互独立发展的货币范畴与信用范畴](#Top_of_text00094_html)

[现代银行的产生与金融范畴的形成](#Top_of_text00095_html)

[第三节 金融范畴的界定](#Top_of_text00096_html)

[金融范畴的扩展](#Top_of_text00096_html)

[对金融范畴的界定](#Top_of_text00097_html)

[第二篇 金融中介与金融市场](#Di_Wu_Zhang__Jin_Rong_Zhong_Jie)

[第五章 金融中介体系](#Di_Wu_Zhang__Jin_Rong_Zhong_Jie)

[第一节 金融中介及其包括的范围](#Di_Wu_Zhang__Jin_Rong_Zhong_Jie)

[金融中介、金融中介机构、金融机构](#Di_Wu_Zhang__Jin_Rong_Zhong_Jie)

[联合国统计署和国民经济核算体系的分类](#Top_of_text00099_html)

[金融服务业与一般产业的异同](#Top_of_text00100_html)

[第二节 西方国家的金融中介体系](#Top_of_text00101_html)

[西方国家金融中介体系的构成](#Top_of_text00101_html)

[中央银行和存款货币银行以外的金融机构](#Top_of_text00102_html)

[跨国金融中介](#Top_of_text00103_html)

[第三节 中国的金融中介体系](#Top_of_text00104_html)

[我国金融体系的发展](#Top_of_text00104_html)

[中国人民银行](#Top_of_text00105_html)

[政策性银行](#Top_of_text00106_html)

[国有商业银行](#Top_of_text00107_html)

[金融资产管理公司](#Top_of_text00108_html)

[其他商业银行](#Top_of_text00109_html)

[投资银行、券商](#Top_of_text00110_html)

[农村信用合作社和城市信用合作社](#Top_of_text00111_html)

[信托投资公司](#Top_of_text00112_html)

[财务公司](#Top_of_text00113_html)

[金融租赁公司](#Top_of_text00114_html)

[小额贷款公司](#Top_of_text00115_html)

[邮政储蓄机构](#Top_of_text00116_html)

[保险公司](#Top_of_text00117_html)

[投资基金](#Top_of_text00118_html)

[汇金公司、中国投资有限责任公司](#Top_of_text00119_html)

[在华外资金融机构](#Top_of_text00120_html)

[第四节 国际金融机构体系](#Top_of_text00121_html)

[国际金融机构的形成和发展](#Top_of_text00121_html)

[国际清算银行](#Top_of_text00122_html)

[国际货币基金组织](#Top_of_text00123_html)

[世界银行](#Top_of_text00124_html)

[亚洲开发银行](#Top_of_text00125_html)

[第六章 存款货币银行](#Di_Yi_Jie__Cun_Kuan_Huo_Bi_Yin_X)

[第一节 存款货币银行的产生和发展](#Di_Yi_Jie__Cun_Kuan_Huo_Bi_Yin_X)

[存款货币银行名称的由来](#Di_Yi_Jie__Cun_Kuan_Huo_Bi_Yin_X)

[古代的货币兑换和银钱业](#Top_of_text00127_html)

[现代银行的产生](#Top_of_text00128_html)

[旧中国现代商业银行的出现、发展及构成](#Top_of_text00129_html)

[商业银行的作用](#Top_of_text00130_html)

[“金融资本”与垄断](#Top_of_text00131_html)

[第二节 分业经营与混业经营](#Top_of_text00132_html)

[商业银行的两种类型：职能分工型与全能型](#Top_of_text00132_html)

[美、日等国从强调分业到转变方向](#Top_of_text00133_html)

[我国强调分业经营的背景与问题](#Top_of_text00134_html)

[第三节 金融创新](#Top_of_text00135_html)

[金融创新浪潮](#Top_of_text00135_html)

[避免风险的创新与资产业务证券化](#Top_of_text00136_html)

[技术进步推动的创新](#Top_of_text00137_html)

[网络银行](#Top_of_text00138_html)

[规避行政管理的创新](#Top_of_text00139_html)

[金融创新反映经济发展的客观要求](#Top_of_text00140_html)

[第四节 不良债权](#Top_of_text00141_html)

[不良债权及其不可避免性](#Top_of_text00141_html)

[需要科学的分析](#Top_of_text00142_html)

[我国银行的不良债权及其成因](#Top_of_text00143_html)

[债权质量分类法](#Top_of_text00144_html)

[第五节 存款保险制度](#Top_of_text00145_html)

[关于存款保险制度](#Top_of_text00145_html)

[存款保险制度的功能与问题](#Top_of_text00146_html)

[这一制度引进我国的问题](#Top_of_text00147_html)

[第六节 中国国有商业银行改革](#Top_of_text00148_html)

[国有商业银行改革牵扯着深层的体制问题](#Top_of_text00148_html)

[国有商业银行的改革进程](#Top_of_text00149_html)

[客观评价改革成效](#Top_of_text00150_html)

[第七章 中央银行](#Di_Yi_Jie__Zhong_Yang_Yin_Xing_D)

[第一节 中央银行的产生及类型](#Di_Yi_Jie__Zhong_Yang_Yin_Xing_D)

[中央银行的初创阶段和迅速发展阶段](#Di_Yi_Jie__Zhong_Yang_Yin_Xing_D)

[国家对中央银行控制的加强](#Top_of_text00152_html)

[中央银行制度的类型](#Top_of_text00153_html)

[第二节 中央银行的职能](#Top_of_text00154_html)

[中央银行业务经营的特点及其职能](#Top_of_text00154_html)

[发行的银行](#Top_of_text00155_html)

[银行的银行](#Top_of_text00156_html)

[国家的银行](#Top_of_text00157_html)

[中央银行的资产负债表](#Top_of_text00158_html)

[第三节 中央银行的独立性问题](#Top_of_text00159_html)

[中央银行的独立性问题](#Top_of_text00159_html)

[中央银行的独立性是相对的](#Top_of_text00160_html)

[第八章 金融市场](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Shi_Chang_Ji)

[第一节 金融市场及其要素](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Shi_Chang_Ji)

[什么是金融市场](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Shi_Chang_Ji)

[金融市场中交易的产品、工具——金融资产](#Top_of_text00162_html)

[金融资产的特征](#Top_of_text00163_html)

[金融市场的功能](#Top_of_text00164_html)

[金融市场运作流程的简单概括](#Top_of_text00165_html)

[金融市场的类型](#Top_of_text00166_html)

[我国金融市场的历史](#Top_of_text00167_html)

[第二节 货币市场](#Top_of_text00169_html)

[票据与票据市场](#Top_of_text00169_html)

[中央银行票据](#Top_of_text00170_html)

[国库券市场](#Top_of_text00171_html)

[可转让大额存单市场](#Top_of_text00172_html)

[回购市场](#Top_of_text00173_html)

[银行间拆借市场](#Top_of_text00174_html)

[第三节 衍生工具市场](#Top_of_text00175_html)

[衍生金融产品](#Top_of_text00175_html)

[衍生工具的迅速发展](#Top_of_text00176_html)

[远期和期货](#Top_of_text00177_html)

[期权](#Top_of_text00178_html)

[互换](#Top_of_text00179_html)

[金融衍生工具的双刃作用](#Top_of_text00180_html)

[第四节 投资基金](#Top_of_text00181_html)

[投资基金及其发展历史](#Top_of_text00181_html)

[契约型基金和公司型基金](#Top_of_text00182_html)

[私募基金](#Top_of_text00183_html)

[对冲基金](#Top_of_text00184_html)

[收益基金和增长基金](#Top_of_text00185_html)

[货币市场基金](#Top_of_text00186_html)

[养老基金](#Top_of_text00187_html)

[第五节 外汇市场与黄金市场](#Top_of_text00188_html)

[外汇市场的概念与功能](#Top_of_text00188_html)

[外汇市场的参与者和交易方式](#Top_of_text00189_html)

[我国的外汇市场](#Top_of_text00190_html)

[黄金市场的历史发展](#Top_of_text00191_html)

[黄金市场的金融功能](#Top_of_text00192_html)

[我国的黄金流通体制改革](#Top_of_text00193_html)

[第六节 风险投资与创业板市场](#Top_of_text00194_html)

[风险投资基金和风险资本](#Top_of_text00194_html)

[风险投资的发展历史及其作用](#Top_of_text00195_html)

[风险投资的退出途径](#Top_of_text00196_html)

[创业板市场](#Top_of_text00197_html)

[第七节 金融市场的国际化](#Top_of_text00198_html)

[对金融市场国际化的理解](#Top_of_text00198_html)

[欧洲货币市场](#Top_of_text00199_html)

[金融市场国际化的演进和格局](#Top_of_text00200_html)

[国际游资](#Top_of_text00201_html)

[第九章 资本市场](#Top_of_text00202_html)

[第一节 股票市场](#Gu_Piao_Shi_Chang_Gai_Shu)

[股票市场概述](#Gu_Piao_Shi_Chang_Gai_Shu)

[我国股票市场的发展](#Top_of_text00204_html)

[第二节 长期债券与长期债券市场](#Top_of_text00205_html)

[长期政府债券](#Top_of_text00205_html)

[公司债券](#Top_of_text00206_html)

[长期债券市场](#Top_of_text00207_html)

[第三节 初级市场与二级市场](#Top_of_text00209_html)

[初级市场](#Top_of_text00209_html)

[二级市场](#Top_of_text00210_html)

[第四节 证券价格与证券价格指数](#Top_of_text00211_html)

[有价证券价格](#Top_of_text00211_html)

[证券价格指数](#Top_of_text00212_html)

[第五节 资本市场的效率](#Top_of_text00213_html)

[市场效率的定义](#Top_of_text00213_html)

[研究市场效率的意义](#Top_of_text00214_html)

[对有效市场假说的挑战](#Top_of_text00215_html)

[第十章 金融体系结构](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin)

[第一节 金融体系与金融功能](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin)

[金融体系](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin)

[金融功能](#Top_of_text00217_html)

[第二节 金融体系的两种结构](#Top_of_text00218_html)

[中介与市场对比的不同结构](#Top_of_text00218_html)

[不同金融体系格局是怎么形成的？](#Top_of_text00219_html)

[优劣比较要求理论论证](#Top_of_text00220_html)

[第三节 对存款货币银行的再论证](#Top_of_text00221_html)

[传统银行的“衰落”](#Top_of_text00221_html)

[银行存在理由的再论证](#Top_of_text00222_html)

[第四节 金融体系结构的演进趋势](#Top_of_text00223_html)

[趋同还是收敛？](#Top_of_text00223_html)

[中介与市场的渗透发展](#Top_of_text00224_html)

[影子银行](#Top_of_text00225_html)

[把金融中介机构作为总体的研究](#Top_of_text00226_html)

[第十一章 金融基础设施](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin_1)

[第一节 金融体系与金融基础设施](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin_1)

[换个角度看金融体系](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Ti_Xi_Yu_Jin_1)

[关于金融基础设施](#Top_of_text00228_html)

[第二节 中央银行体制下的支付清算系统](#Top_of_text00229_html)

[支付清算系统和中央银行组织支付清算的职责](#Top_of_text00229_html)

[支付清算系统的作用](#Top_of_text00230_html)

[常用的清算方式](#Top_of_text00231_html)

[票据交换所](#Top_of_text00232_html)

[第三节 金融市场基础设施](#Top_of_text00233_html)

[金融市场基础设施及其作用](#Top_of_text00233_html)

[金融市场基础设施的国际标准](#Top_of_text00234_html)

[第四节 金融业标准](#Top_of_text00235_html)

[关于金融业标准](#Top_of_text00235_html)

[资本质量标准](#Top_of_text00236_html)

[会计准则](#Top_of_text00237_html)

[风险管理标准](#Top_of_text00238_html)

[金融业标准在中国的实践](#Top_of_text00239_html)

[第三篇 货币均衡与宏观政策](#Di_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Jue_Di)

[第十二章 利率的决定及作用](#Di_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Jue_Di)

[第一节 利率及其种类](#Di_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Jue_Di)

[利率系统](#Di_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Jue_Di)

[基准利率与无风险利率](#Top_of_text00241_html)

[实际利率与名义利率](#Top_of_text00242_html)

[年率、月率、日率](#Top_of_text00243_html)

[第二节 利率的决定](#Top_of_text00244_html)

[马克思的利率决定论](#Top_of_text00244_html)

[古典学派的利率决定](#Top_of_text00245_html)

[凯恩斯理论的利率决定](#Top_of_text00246_html)

[新古典综合学派的利率决定](#Top_of_text00247_html)

[影响利率的风险因素](#Top_of_text00248_html)

[管制利率](#Top_of_text00249_html)

[第三节 利率的作用](#Top_of_text00250_html)

[对利率作用的一般估价](#Top_of_text00250_html)

[利率发挥作用的环境和条件](#Top_of_text00251_html)

[第十三章 货币需求](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Xu_Qiu_Li_Lun)

[第一节 货币需求理论的发展](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Xu_Qiu_Li_Lun)

[前人的货币需求思想](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Xu_Qiu_Li_Lun)

[马克思关于流通中货币量的理论](#Top_of_text00253_html)

[费雪方程式与剑桥方程式](#Top_of_text00254_html)

[凯恩斯的货币需求分析](#Top_of_text00255_html)

[后凯恩斯学派对货币需求理论的发展](#Top_of_text00256_html)

[弗里德曼的货币需求函数](#Top_of_text00257_html)

[货币需求理论的发展脉络](#Top_of_text00258_html)

[第二节 中国对货币需求理论的研究](#Top_of_text00259_html)

[“1：8”公式](#Top_of_text00259_html)

[一个有争议但广为流传的公式](#Top_of_text00260_html)

[第三节 货币需求面面观](#Top_of_text00261_html)

[名义需求与实际需求](#Top_of_text00261_html)

[发挥产出潜力的货币需求](#Top_of_text00262_html)

[金融资产交易的需求应如何纳入货币需求模型](#Top_of_text00263_html)

[第四节 货币需求分析的微观角度与宏观角度](#Top_of_text00264_html)

[货币需求分析的微观角度](#Top_of_text00264_html)

[资产选择](#Top_of_text00265_html)

[货币需求分析的宏观角度](#Top_of_text00266_html)

[两个角度不可偏废](#Top_of_text00267_html)

[第十四章 现代货币的创造机制](#Di_Yi_Jie__Xian_Dai_De_Huo_Bi_Du)

[第一节 现代的货币都是信用货币](#Di_Yi_Jie__Xian_Dai_De_Huo_Bi_Du)

[现代经济生活中的货币都是信用货币](#Di_Yi_Jie__Xian_Dai_De_Huo_Bi_Du)

[信用货币与债权债务网](#Top_of_text00269_html)

[第二节 存款货币的创造](#Top_of_text00270_html)

[现代银行创造货币的功能集中体现为存款货币的创造](#Top_of_text00270_html)

[原始存款与派生存款](#Top_of_text00271_html)

[现代金融体制下的存款货币创造](#Top_of_text00272_html)

[存款货币创造的两个必要前提条件](#Top_of_text00273_html)

[存款货币创造的乘数](#Top_of_text00274_html)

[扩展的存款货币创造模型和创造乘数](#Top_of_text00275_html)

[派生存款的紧缩过程](#Top_of_text00276_html)

[第三节 中央银行体制下的货币创造过程](#Top_of_text00278_html)

[关于“现金”的再说明](#Top_of_text00278_html)

[现金是怎样进入流通的](#Top_of_text00279_html)

[现金的增发与准备存款必须不断得到补充](#Top_of_text00280_html)

[准备存款的不断补充必须有中央银行的支持](#Top_of_text00281_html)

[中央银行是否可以无限制地为存款货币银行补充准备存款](#Top_of_text00282_html)

[基础货币](#Top_of_text00283_html)

[货币乘数](#Top_of_text00284_html)

[发行收入与铸币税](#Top_of_text00285_html)

[第四节 对现代货币供给形成机制的总体评价](#Top_of_text00286_html)

[现代信用货币制度是最节约的货币制度](#Top_of_text00286_html)

[双层次的货币创造结构](#Top_of_text00287_html)

[联结微观金融与宏观金融的关节点](#Top_of_text00288_html)

[第十五章 货币供给](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Gong_Gei_Ji_Qi)

[第一节 货币供给及其口径](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Gong_Gei_Ji_Qi)

[货币供给问题述要](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Gong_Gei_Ji_Qi)

[货币供给的多重口径](#Top_of_text00290_html)

[外国的、IMF的和中国的M系列](#Top_of_text00291_html)

[M1/M2——货币供给的“流动性”](#Top_of_text00292_html)

[区分货币与非货币的困难](#Top_of_text00293_html)

[第二节 货币供给的控制机制](#Top_of_text00294_html)

[货币供给的间接调控与控制工具](#Top_of_text00294_html)

[居民持币行为与货币供给](#Top_of_text00295_html)

[我国国有商业银行行为与货币供给](#Top_of_text00296_html)

[乘数公式的再说明](#Top_of_text00297_html)

[第三节 货币供给是外生变量还是内生变量](#Top_of_text00298_html)

[外生变量还是内生变量](#Top_of_text00298_html)

[中国货币供给的内生性与外生性问题](#Top_of_text00299_html)

[货币供给能否既是内生变量又是外生变量](#Top_of_text00300_html)

[第十六章 货币均衡与总供求](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Jun_Heng_Yu_Fe)

[第一节 货币均衡与非均衡](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Jun_Heng_Yu_Fe)

[货币均衡与非均衡的含义](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Jun_Heng_Yu_Fe)

[货币均衡与利率](#Top_of_text00302_html)

[第二节 货币供求与市场总供求](#Top_of_text00303_html)

[市场总供求及其同货币的需求与供给](#Top_of_text00303_html)

[货币均衡与市场均衡](#Top_of_text00304_html)

[总供求失衡与价格波动](#Top_of_text00305_html)

[货币供给的产出效应及其扩张界限](#Top_of_text00306_html)

[紧缩效应](#Top_of_text00307_html)

[第三节 我国对均衡境界的追求和理论探索](#Top_of_text00308_html)

[反通货膨胀的“平衡”观](#Top_of_text00309_html)

[市场总供需均衡是“三平”理论追求的目标](#Top_of_text00310_html)

[什么是理想的均衡态势](#Top_of_text00311_html)

[第十七章 开放经济的均衡](#Top_of_text00312_html)

[第一节 国际收支](#Shi_Yao_Shi_Guo_Ji_Shou_Zhi)

[什么是国际收支](#Shi_Yao_Shi_Guo_Ji_Shou_Zhi)

[国际收支平衡表](#Top_of_text00314_html)

[我国的国际收支状况](#Top_of_text00315_html)

[第二节 国际收支的调节](#Top_of_text00316_html)

[国际收支失衡](#Top_of_text00316_html)

[几种收支差额](#Top_of_text00317_html)

[国际收支失衡的原因](#Top_of_text00318_html)

[国际收支的平衡——重要的宏观经济目标之一](#Top_of_text00319_html)

[第三节 国际储备](#Top_of_text00320_html)

[国际储备的作用](#Top_of_text00320_html)

[主要的国际储备资产](#Top_of_text00321_html)

[外汇储备规模与管理](#Top_of_text00322_html)

[第四节 国际资本流动](#Top_of_text00323_html)

[国际资本流动的原因](#Top_of_text00323_html)

[国际资本流动的经济影响](#Top_of_text00324_html)

[我国的利用外资](#Top_of_text00325_html)

[外债与外债规模](#Top_of_text00326_html)

[外债的规模管理](#Top_of_text00327_html)

[我国的境外投资](#Top_of_text00328_html)

[第五节 对外收支与货币均衡](#Top_of_text00329_html)

[贸易收支中本币资金与外汇资金的转化](#Top_of_text00329_html)

[资本收支与本币资金](#Top_of_text00330_html)

[开放经济下的货币供给](#Top_of_text00331_html)

[中央银行的外汇操作](#Top_of_text00332_html)

[第六节 对外收支与市场总供求](#Top_of_text00333_html)

[外汇收支与市场总供求](#Top_of_text00333_html)

[国内经济是基础](#Top_of_text00334_html)

[第十八章 通货膨胀与通货紧缩](#Di_Yi_Jie__Tong_Huo_Peng_Zhang_J)

[第一节 通货膨胀及其度量](#Di_Yi_Jie__Tong_Huo_Peng_Zhang_J)

[古老的通货膨胀问题](#Di_Yi_Jie__Tong_Huo_Peng_Zhang_J)

[对通货膨胀概念的诠释](#Top_of_text00336_html)

[通货膨胀的度量](#Top_of_text00337_html)

[第二节 通货膨胀的社会经济效应](#Top_of_text00338_html)

[强制储蓄效应](#Top_of_text00338_html)

[收入分配效应](#Top_of_text00339_html)

[资产结构调整效应](#Top_of_text00340_html)

[温和的通货膨胀与恶性通货膨胀](#Top_of_text00341_html)

[就业与通货膨胀的替代理论以及滞胀](#Top_of_text00342_html)

[第三节 通货膨胀的成因及其治理](#Top_of_text00343_html)

[成因与治理是一个问题的两个方面](#Top_of_text00343_html)

[需求拉上及其治理](#Top_of_text00344_html)

[成本推动及其治理](#Top_of_text00345_html)

[供求混合推动说](#Top_of_text00346_html)

[中国对通货膨胀成因的若干观点](#Top_of_text00347_html)

[第四节 通货紧缩](#Top_of_text00348_html)

[经济改革中令人困扰的问题——物价持续上涨及其突然消失](#Top_of_text00348_html)

[对通货紧缩的种种解释](#Top_of_text00349_html)

[通货紧缩的社会经济效应](#Top_of_text00350_html)

[第十九章 货币政策](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Zheng_Ce_Ji_Qi)

[第一节 货币政策及其目标](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Zheng_Ce_Ji_Qi)

[何谓货币政策](#Di_Yi_Jie__Huo_Bi_Zheng_Ce_Ji_Qi)

[我国对货币政策认识的演变](#Top_of_text00352_html)

[货币政策的目标：单目标与多目标](#Top_of_text00353_html)

[我国关于货币政策目标选择的观点](#Top_of_text00354_html)

[通货膨胀目标制](#Top_of_text00355_html)

[货币政策与资本市场](#Top_of_text00356_html)

[相机抉择与规则](#Top_of_text00357_html)

[第二节 货币政策工具、传导机制和中介目标](#Top_of_text00358_html)

[货币政策工具](#Top_of_text00358_html)

[中央银行控制信用的行政性手段](#Top_of_text00359_html)

[我国货币政策工具的使用和选择问题](#Top_of_text00360_html)

[货币政策的传导机制](#Top_of_text00361_html)

[货币政策中介指标的选择](#Top_of_text00362_html)

[第三节 货币政策效应](#Top_of_text00363_html)

[货币政策的时滞](#Top_of_text00363_html)

[微观主体预期的对消作用](#Top_of_text00364_html)

[透明度和取信于公众问题](#Top_of_text00365_html)

[西方对货币政策总体效应理论评价的演变](#Top_of_text00366_html)

[中国货币政策的实践](#Top_of_text00367_html)

[第二十章 货币政策与财政政策的配合](#Di_Yi_Jie__Cai_Zheng_Shou_Zhi_Yu)

[第一节 财政收支与货币供给相互联系的历史演变](#Di_Yi_Jie__Cai_Zheng_Shou_Zhi_Yu)

[在货币供给形成机制中财政曾长期占主导地位](#Di_Yi_Jie__Cai_Zheng_Shou_Zhi_Yu)

[现代货币供给形成机制与国家财政联系的特点](#Top_of_text00369_html)

[财政与信贷处于不可分割的联系之中](#Top_of_text00370_html)

[第二节 国债与货币供给](#Top_of_text00371_html)

[国债——平衡财政收支离不开的项目](#Top_of_text00371_html)

[国家财政的或有债务](#Top_of_text00372_html)

[国际通常采用的国债发行警戒线](#Top_of_text00373_html)

[发债与货币供给的关系](#Top_of_text00374_html)

[第三节 货币政策与财政政策的组合](#Top_of_text00375_html)

[组合的基础](#Top_of_text00375_html)

[组合模式](#Top_of_text00376_html)

[改革开放以来财政政策与货币政策对比格局的变化](#Top_of_text00377_html)

[第二十一章 开放条件下的政策搭配与协调](#Di_Yi_Jie__Hui_Lu_De_Zuo_Yong_Yu)

[第一节 汇率的作用与风险](#Di_Yi_Jie__Hui_Lu_De_Zuo_Yong_Yu)

[汇率的作用](#Di_Yi_Jie__Hui_Lu_De_Zuo_Yong_Yu)

[汇率风险](#Top_of_text00379_html)

[第二节 汇率政策](#Top_of_text00380_html)

[稳定国内物价与稳定汇率](#Top_of_text00380_html)

[人民币是应贬值还是升值](#Top_of_text00381_html)

[米德冲突与“政策搭配理论”](#Top_of_text00382_html)

[克鲁格曼三角形](#Top_of_text00383_html)

[我国的内外均衡冲突与政策选择问题](#Top_of_text00384_html)

[第三节 开放条件下货币政策的国际传导和政策协调](#Top_of_text00385_html)

[开放条件下货币政策的国际传导](#Top_of_text00385_html)

[国际经济政策协调的理论](#Top_of_text00386_html)

[国际经济政策协调的层次](#Top_of_text00387_html)

[国际货币政策协调的障碍](#Top_of_text00388_html)

[第四篇 金融运行的微观机制](#Di_Er_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Fen)

[第二十二章 利率的风险结构与期限结构](#Di_Er_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Fen)

[第一节 利率的度量](#Di_Er_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Fen)

[概念和计算公式](#Di_Er_Shi_Er_Zhang__Li_Lu_De_Fen)

[复利反映利息的本质特征](#Top_of_text00390_html)

[两个有广泛用途的算式](#Top_of_text00391_html)

[现值与终值](#Top_of_text00392_html)

[竞价拍卖与利率](#Top_of_text00393_html)

[利率与收益率](#Top_of_text00394_html)

[第二节 利率的风险结构](#Top_of_text00395_html)

[违约因素](#Top_of_text00396_html)

[流动性因素](#Top_of_text00397_html)

[税收因素](#Top_of_text00398_html)

[第三节 利率的期限结构](#Top_of_text00399_html)

[什么是利率的期限结构](#Top_of_text00399_html)

[即期利率与远期利率](#Top_of_text00400_html)

[到期收益率](#Top_of_text00401_html)

[收益率曲线](#Top_of_text00402_html)

[影响利率期限结构的因素](#Top_of_text00403_html)

[第二十三章 资产组合与资产定价](#Di_Yi_Jie__Feng_Xian_Yu_Zi_Chan)

[第一节 风险与资产组合](#Di_Yi_Jie__Feng_Xian_Yu_Zi_Chan)

[金融市场上的风险](#Di_Yi_Jie__Feng_Xian_Yu_Zi_Chan)

[道德风险](#Top_of_text00405_html)

[关键是估量风险程度](#Top_of_text00406_html)

[风险的度量](#Top_of_text00407_html)

[资产组合风险](#Top_of_text00408_html)

[投资分散化与风险](#Top_of_text00409_html)

[有效资产组合](#Top_of_text00410_html)

[第二节 证券价值评估](#Top_of_text00411_html)

[证券价值评估及其思路](#Top_of_text00411_html)

[债券价值评估](#Top_of_text00412_html)

[股票价值评估](#Top_of_text00413_html)

[市盈率](#Top_of_text00414_html)

[第三节 资产定价模型](#Top_of_text00415_html)

[为什么要研究资产定价模型](#Top_of_text00415_html)

[资本市场理论](#Top_of_text00416_html)

[资本资产定价模型](#Top_of_text00417_html)

[第四节 期权定价模型](#Top_of_text00418_html)

[期权价格与期权定价模型](#Top_of_text00418_html)

[期权定价的二叉树模型](#Top_of_text00419_html)

[布莱克-斯科尔斯定价模型](#Top_of_text00420_html)

[第二十四章 商业银行业务与管理](#Di_Yi_Jie__Shang_Ye_Yin_Xing_De)

[第一节 商业银行的负债业务](#Di_Yi_Jie__Shang_Ye_Yin_Xing_De)

[负债业务](#Di_Yi_Jie__Shang_Ye_Yin_Xing_De)

[吸收存款](#Top_of_text00422_html)

[其他负债业务](#Top_of_text00423_html)

[第二节 商业银行的资产业务](#Top_of_text00424_html)

[资产业务](#Top_of_text00424_html)

[贴现](#Top_of_text00425_html)

[贷款及其种类](#Top_of_text00426_html)

[“真实票据”原则](#Top_of_text00427_html)

[证券投资](#Top_of_text00428_html)

[第三节 商业银行的中间业务和表外业务](#Top_of_text00429_html)

[中间业务和表外业务](#Top_of_text00429_html)

[汇兑业务](#Top_of_text00430_html)

[信用证业务](#Top_of_text00431_html)

[信托业务](#Top_of_text00432_html)

[银行卡业务](#Top_of_text00433_html)

[第四节 商业银行的经营原则与管理](#Top_of_text00434_html)

[商业银行是企业](#Top_of_text00434_html)

[商业银行的经营原则](#Top_of_text00435_html)

[资产管理与负债管理](#Top_of_text00436_html)

[风险管理备受关注](#Top_of_text00437_html)

[风险管理的含义](#Top_of_text00438_html)

[商业银行的风险类别](#Top_of_text00439_html)

[银行的内部控制](#Top_of_text00440_html)

[我国现行的资产负债管理及风险管理](#Top_of_text00441_html)

[第五篇 金融发展与稳定机制](#Di_Er_Shi_Wu_Zhang__Huo_Bi_Jing)

[第二十五章 货币经济与实际经济](#Di_Er_Shi_Wu_Zhang__Huo_Bi_Jing)

[第一节 两分框架](#Di_Er_Shi_Wu_Zhang__Huo_Bi_Jing)

[“名义”与“实际”](#Di_Er_Shi_Wu_Zhang__Huo_Bi_Jing)

[实际资产与货币资产](#Top_of_text00443_html)

[第二节 虚拟资本](#Top_of_text00444_html)

[马克思对虚拟资本的论述](#Top_of_text00444_html)

[虚拟资本与银行信用](#Top_of_text00445_html)

[虚拟经济](#Top_of_text00446_html)

[第三节 货币中性抑或非中性](#Top_of_text00447_html)

[经济学中一个古老的论题](#Top_of_text00447_html)

[早期的货币中性说](#Top_of_text00448_html)

[质疑数量论的货币中性概念](#Top_of_text00449_html)

[一般均衡论的货币中性概念](#Top_of_text00450_html)

[从货币职能讨论一般均衡论的货币中性概念](#Top_of_text00451_html)

[货币短期非中性与长期中性](#Top_of_text00452_html)

[货币政策应该是中性的还是非中性的](#Top_of_text00453_html)

[第二十六章 金融发展与经济增长](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Yu_Jing_Ji_Z)

[第一节 金融与经济增长](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Yu_Jing_Ji_Z)

[金融发展及其衡量](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Yu_Jing_Ji_Z)

[中国有关金融发展的情况](#Top_of_text00455_html)

[第二节 金融压抑](#Top_of_text00456_html)

[发展中国家普遍存在的金融压抑现象](#Top_of_text00456_html)

[金融压抑的政策原因](#Top_of_text00457_html)

[第三节 金融自由化](#Top_of_text00458_html)

[金融自由化改革](#Top_of_text00458_html)

[发展中国家金融自由化改革的教训](#Top_of_text00459_html)

[金融自由化与中国的金融改革](#Top_of_text00460_html)

[第二十七章 金融脆弱性与金融危机](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Cui_Ruo_Xing)

[第一节 金融脆弱性](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Cui_Ruo_Xing)

[何谓金融脆弱性](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Cui_Ruo_Xing)

[金融自由化与金融脆弱性](#Top_of_text00462_html)

[第二节 金融危机](#Top_of_text00463_html)

[何谓金融危机](#Top_of_text00463_html)

[普遍发生的金融危机](#Top_of_text00464_html)

[金融危机的危害与防范](#Top_of_text00465_html)

[第三节 中国的金融脆弱性与金融危机](#Top_of_text00466_html)

[中国金融脆弱的表现](#Top_of_text00466_html)

[“脆弱”但未导致“危机”之谜](#Top_of_text00467_html)

[脆弱性与市场化](#Top_of_text00468_html)

[第二十八章 金融监管](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Jian_Guan_De)

[第一节 金融监管的界说和理论](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Jian_Guan_De)

[金融监管的原则及理论](#Di_Yi_Jie__Jin_Rong_Jian_Guan_De)

[金融监管成本](#Top_of_text00470_html)

[金融监管失灵问题](#Top_of_text00471_html)

[第二节 金融监管体制](#Top_of_text00472_html)

[金融监管体制及其类型](#Top_of_text00472_html)

[中国的金融监管体制](#Top_of_text00473_html)

[第三节 金融监管的国际协调](#Top_of_text00474_html)

[银行机构的国际化给银行监管带来的挑战](#Top_of_text00474_html)

[金融监管的国际协调组织](#Top_of_text00475_html)

[第四节 银行监管的国际合作](#Top_of_text00476_html)

[《巴塞尔协议》](#Top_of_text00476_html)

[《有效银行监管的核心原则》](#Top_of_text00477_html)

[《新巴塞尔协议》](#Top_of_text00478_html)

[《巴塞尔协议Ⅲ》](#Top_of_text00479_html)

[中国版《巴塞尔协议Ⅲ》](#Top_of_text00480_html)

# 第三版精编版说明

《金融学》的第三版（《货币银行学》的第五版）已修订出版。循例，编精编版。

此次“精编”，与第三版的修订一样，是由张杰教授独立完成的。

在保持第三版五篇二十八章的体系结构下，力求把篇幅压缩到接近第二版精编版的规模。

关于这本《金融学》与过去编写出版的《货币银行学》之间所存在的接续、承继关系，在《金融学》第二版《主编的话》里已作了说明，此处不赘述。



# 第一版主编的话

《金融学》列入“‘十五’国家级规划教材”；同时是教育部“新世纪高等教育教学改革工程·21世纪中国金融学专业教育教学改革与发展战略研究”项目中所要编写的五本教材之一。本书可作为教材用于大学本科金融学专业教学计划中的“金融学”、“货币银行学”课程；对于希望较为全面地知晓和把握金融基础理论和理论前沿以及金融领域热点问题的读者会有帮助。

酝酿这本教材的编写始于2000年春。出发点是为了给大学本科金融学专业提供一本能够反映我国和世界经济、金融形势迅速发展和理论前沿的基础理论课教材；同时也想给校外自学读者提供一本能够概略展示金融理论殿堂全貌的读物。为此，中国人民大学财政金融学院于该年4月，约请了金融学界大部分中青年主干力量，召开了“跨入21世纪的金融学科建设学术研讨会”。会后，我所在的金融系确定了编写这本教材的任务，并多次讨论了作为金融学科基本理论教程的名称和内容设想。

为了与金融教学同行交换意见，作为主编，我于2000年中至2001年5月，先后访问了中央财经大学、西南财经大学、武汉大学、中南财经政法大学、湖南大学、暨南大学、上海财经大学和西安交通大学等兄弟大学的金融院系。在金融学科建设的基本思路方面进行沟通并取得了许多共识；对于编写本教材更是获得了许多宝贵的启发。

2001年6月底，确定了内容框架和提纲。是年8月开始编写，于2003年4月完稿。如果从开始酝酿算起，到完成写作历时三年。

关于“金融学”的名称和内容框架，涉及对金融范畴和金融学科体系如何理解等学术问题，本书第三章，专章讨论。这本教材与过去我所主编的《货币银行学》（注：1992年，由当时国家教委组织审定，作为“高等学校财经类专业核心课程教材”在四川人民出版社出版并多次印刷；经过较大修订，1999年作为教育部的“国家级重点教材”和“面向21世纪课程教材”改由中国人民大学出版社出版。）有着承续的关系，但无论是框架还是内容都有了极大的变化。

初稿的起草情况不尽相同。有的章节完全是初创，其中某些章节应属提供者的研究成果；有的则是就原来《货币银行学》的底子改写，并力求补充新的内容。各章节初稿提供如下：

第一章：黄达 第十三章：沈伟基

第二章：黄达；第六节，宋玮 第十四章：沈伟基；第四节，郭浩

第三章：黄达 第十五章：沈伟基，张慧莲协助

第四章：黄达、李焰 第十六章：沈伟基

第五章：黄达；周升业审阅补充 第十七章：黄金老

第六章：李焰；第六节，黄金老 第十八章：沈伟基，张慧莲协助

第七章：李焰；第七节，宋逢明 第十九章：沈伟基、张慧莲；第七节，黄金老；第八节，赵锡军

第八章：沈伟基 第二十章：黄达、刘成

第九章：沈伟基，陈涛协助；第十三节，李焰 第二十一章：沈伟基，蔡如海协助

第十章：沈伟基，陈涛；第四节，庞红 第二十二章：赵锡军

第十一章：瞿强、黄达 第二十三章：沈伟基 第二十四章：黄金老

第十二章：沈伟基，张慧莲协助 第二十五章：第一节、第二节，黄达；第三节，王传纶

各章复习思考题： 沈伟基、张慧莲、陈涛、蔡如海起草

参考文献： 沈伟基、陈涛、张慧莲起草

目录英译： 张慧莲整理；王传纶教授校改

名词术语中英对照： 陈涛整理

主编负责全书框架、章节以及节以下细目的设计；负责全书的定稿。在定稿过程中，对初稿多有文字的改动，内容的增删乃至在章节间调整，以及思路、理念、论断的大体统一协调和前后照应。有的章节更动较大，近乎就所提供的内容重新编写。间或与初稿提供者交换意见，但多数情况下是主编径自定稿，其间定会有定稿不如初稿之处；把对的改成错误的，恐也难以避免，在此特作说明，并向初稿提供者表示歉意。

沈伟基教授，在张慧莲、陈涛、蔡如海三位同志的协助下，在全书定稿的过程中，进行了通读，检查重复脱节、补充遗漏，补充数字资料和图表，并对全文仔细地进行了校对。

在酝酿、编写的过程中，王传纶、周升业、陈雨露、赵锡军、瞿强、林清泉、庄毓敏等各位教授积极给予支持、指导；汪红驹、林琳、孔燕、杨菲等同志帮助提供资料，翻译资料。至于金融学界同行给予的宝贵启发和点拨更难一一尽述。在此一并致谢！

完稿之际，深感多有缺憾。当然，也定会有自己未能发现的错误和纰漏。恳请指正。



2003年4月

# 第一篇 货币、信用与金融

## 第一章 货币与货币制度

### 第一节 初识货币

#### 经济生活中处处有货币

在生活中，人们几乎处处、天天接触货币（money，currency）。

家庭与个人，从不同来源取得货币收入。种种货币收入，保证了每个家庭、每个公民维持和改善生活的需要。公司、企业，不论是国营的、私营的、合资的、外资的，它们全部生产、流通的运转无不同时伴随着货币的收收付付。非经营性的机关、团体，非营利性的公益事业，其运转、其职能的发挥也离不开货币。财政，包括中央财政和地方财政，它们的活动保证着国家职能的发挥和社会的公共需求。现代经济生活中的财政收支已完全采用货币。

家庭和个人的货币收支有时收大于支，有多余的货币；有时支大于收，手头持有的货币不足以满足支出。多余的可借出，不足的要借入，这就产生了个人的货币债权和货币债务。公司、企业周转中需要货币，而无货币，就要借款，有了货币债务；多余的货币暂时不需支用，则可贷出，转化为货币债权。国家财政也要利用国家信用，大家都熟知的国债就是国家借款的称谓。货币债权债务普遍存在，孕育了金融活动。如银行，它们的全部业务活动都是货币的存、取、借、贷；如证券市场的券商，则为筹集货币资本服务。

#### 货币在对外交往中——外汇

不只在国内到处发生货币的收收支支，对国外，也时时有货币的收收支支发生。国际上，在经济、政治、文化、体育、卫生等诸多领域，时时刻刻发生着个人、公司、国家等诸多方面的交往。这些交往几乎处处需要以货币的收支相伴随。

对于中国居民，相对于人民币，一切外国的货币统称为“外汇”（foreign exchange，exchange）；对于任一国家的居民，相对于其本国的货币，也把一切外国的货币称为外汇。外汇就是货币，只不过是“外国”的货币。

#### 货币流通

以个人、企业、财政及机关团体、银行等金融机构以及对外经济联系为中心的货币收支紧密联结在一起，此收彼支，此支彼收，由此及彼，连绵不断。由此构成的货币收支系统，通常称为货币流通。

比如家庭、个人购买商品和支付服务的货币支出是经营单位销售货物和提供服务的货币收入；经营单位发放工资、奖金的货币支出则是个人和家庭的货币收入。经营单位缴纳税款的货币支出是财政的收入；财政拨付建设资金和经费的支出则是国营企业和机关团体等经费单位的货币收入。公司、企业、个人向银行贷款，公司、企业、个人是货币收入方，银行是货币支出方；归还贷款，则公司、企业、个人是货币支出方，银行是货币收入方。个人纳税的货币支出是财政的货币收入；财政拨付经费中的工薪货币支出则是个人的货币收入。个人、经营单位、经费单位购买外汇的货币支出是银行出卖外汇的货币收入；银行购买外汇的货币支出，则又是个人、经营单位、经费单位的货币收入；如此等等。

### 第二节 货币的起源

#### 货币并非开天辟地就已存在

人类社会在地球上已有百万余年或更长的历史，货币却是几千年以前才开始出现在人类社会之中的。

货币是怎么产生的？古代的哲人，不论是中国的，还是外国的，代表性的观点大体有两种：

一种观点认为，货币的出现是与交换联系在一起的。根据史料的记载和考古的发掘，在世界各地，交换都经过了两个发展阶段：先是物物直接交换，然后是通过媒介的交换——即先把自己的物品换成作为媒介的物品，然后再用所获得的媒介物品去交换自己所需要的物品。比较定型的媒介就成为货币。在世界上，牲畜曾在很多地区成为这种媒介；在中国，最早的媒介是“贝”。司马迁在《史记·平准书》中说：“农工商交易之路通，而龟贝金钱刀布之币兴焉。所从来久远，自高辛氏之前尚矣，靡得而记云。”

另一种观点认为，货币是有权势的统治者，或者贤明的人所确定的。比如《管子》就认为，是“先王”为了进行统治而选定某些难得的、贵重的物品作为货币。

应该说，强调货币的存在乃客观经济生活发展的必然，是通向认识本质的正确思路。循着这条思路，马克思用最完整的劳动价值论对货币产生的论证有划时代的意义。这需要在高层次的学习中专门学习、讨论。

#### 从交易的社会成本角度比较物物交易与通过货币的交易

经济行为的演化与交易成本有紧密的联系：演化的方向总是从交易成本较高的趋向交易成本较低的。换一种表述方法，节约是经济生活中最基本的规律，经济制度、经济结构、经济活动方式，之所以这样演化而不是那样演化，最终都可以从社会费用、社会成本的节约找到解答。人们不论怎样按照自己的思路去营造一个经济理想国，其成败利钝最终取决于是否合乎这样的规律。通过货币的交易取代物物交易也同样是如此。

### 第三节 形形色色的货币

在几千年的岁月中，货币的形态经历着由低级向高级不断演进的过程。

#### 古代的货币

据古籍的记载、青铜器的铭文和考古的挖掘，中国最早的货币是贝，其上限大约在公元前2000年。产于南方海里的天然海贝，成为北方夏、商、周的货币，这是外来物品作为货币的典型例子。此外，日本、东印度群岛以及美洲、非洲的一些地方也有用贝作货币的历史。

用在交换中大量出现的商品作为货币的例子是很多的。在古代欧洲的雅利安民族，在古波斯、印度、意大利等地，都有用牛、羊当做货币的记载。荷马史诗中，经常用牛标示物品的价值。除去牲畜，埃塞俄比亚曾用盐作货币；在美洲，曾经充当古老货币的有烟草、可可豆等。

#### 币材

当货币在生活中的重要性日益加强时，一般说来，作为货币的商品要求具有如下四个特征：一是价值比较高，这样可用较少的媒介完成较大量的交易；二是易于分割，即分割之后不会减少它的价值，以便于同价值高低不等的商品交换；三是易于保存，即在保存过程中不会损失价值，无须支付费用等；四是便于携带，以利于在广大地区之间进行交易。随着交换的发展，对以上四个方面的要求越来越高，这就使得世界各地历史上比较发达的民族，先后都走上用金属充当货币之路。充当货币的金属主要是金、银、铜，铁作为货币的情况较少。

铜是中国最早的货币金属，并一直流通到20世纪30年代。金作为货币，起于先秦止于东汉。白银，在西汉的著述中已经出现，但直到宋代才逐渐成为货币材料。此后，在与铜并行流通中，银一直是作为主币的币材流通，直至20世纪30年代。在一些古文明较发达的国家，主要币材是银，其出现约在公元前千年前后。自13世纪以来，在西欧，金币逐渐增多，到18世纪、19世纪日益占主要地位。到20世纪初，在世界主要的工业化国家中，币材已均由黄金垄断。

有一个特殊情况：在金属货币已经广泛流通的条件下，中国从魏晋到唐，有几百年还曾以布帛作为币材，与铜铸币并行流通。布帛作为货币，这在世界货币史上是罕见的。

#### 铸币

金属货币最初是以块状流通的，这很不方便。因为每笔交易都需要称量重量，鉴定成色，有时还要按交易额的大小把金属块进行分割。随着商品生产和交换的发展，有些富裕的、有名望的商人在货币金属块上打上印记，标明重量和成色，以便于流通。当商品交换进一步发展并突破地方市场的范围后，对于金属块的重量、成色要求更具有权威的证明。最具有权威的，自然就是国家。

铸币（coin）是由国家的印记证明其重量和成色的金属块。所谓国家的印记，包括形状、花纹、文字等。最初各国的铸币有各种各样的形式，但后来都逐步过渡到圆形。圆形最便于携带并不易磨损。

铸造重量轻、成色低的铸币是古代货币流通中反复发生的行为。当劣币出现于流通之中时，人们会把足值货币收存起来。这叫劣币驱逐良币律。

自20世纪初，世界主要国家先后跨越了铸币流通的阶段。

#### 中国早期用纸做的货币

中国在10世纪末的北宋年间，已有大量用纸印制的货币——“交子”，成为经济生活中重要的交易手段。最初是由四川商人联合发行的，在四川境内流通，可以随时兑换。后来由于商人破产，官府设置专门机构发行，名义上可以兑换，但大多时候不能兑换。其流通范围由四川扩及各地，成为南宋的一种主要货币。

元代则在全国范围实行纸钞流通的制度。元代纸钞流通的特点是大多数年份都不允许铜和金、银流通。而宋则是纸钞与铜钱并行，并有白银流通。明代发行“大明宝钞”，从不兑现——持钞人无权据以兑换铜钱。开始时曾禁铜，乃至禁金、银流通，只准行使宝钞。但事实上行不通，遂逐步解除禁令。后来，一方面由于铜钱、白银流通的增大，另一方面由于宝钞滥发，急剧贬值，自宋以来开始的中国式的纸钞流通遂逐渐退出经济生活舞台。

#### 银行券与国家发行的纸币

银行券（banknote）是随着资本主义银行的发展而首先在欧洲出现于流通中的一种用纸印制的货币。最初，一般商业银行都可发行银行券。发行银行券的银行，保证随时可按面额兑付金币、银币。到19世纪，在工业化国家中，先后禁止商业银行发行银行券并把发行权集中于中央银行。19世纪末20世纪初，在银行券广泛流通的同时，贵金属铸币的流通数量日益减少，表现出纸制钞票的流通终将取代铸币流通的趋势。

在第一次世界大战前，只是战时或经济震荡时，一些国家才会停止银行券兑现并由国家法令支持其流通。到20世纪20年代末30年代初，世界主要国家的银行券完全成为不兑现的。

与银行券同时处于流通中的，还有一种由国家发行并强制行使的纸制货币。有的国家所称的“纸币”（paper currency，paper money），即专指这种钞票。当银行券与这种钞票并行流通时，两者的分工是在面额上：银行券多是大面额钞票；国库发行的钞票则都是小面额的。

19世纪中叶，外国银行开始在华设点；中国民族资本的现代银行则是19世纪末才开始创业。现代银行出现后，银行券也出现在中国经济之中。1935年，国民党政权实行法币改革，规定中央银行、中国银行、交通银行，后来又加上农民银行这四行发行的钞票为“法币”，是法定不兑现的银行券；1942年又把钞票发行权集中于中央银行。与此同时，在20世纪三四十年代，各革命根据地多以根据地地方银行的形式发行钞票。其间，也发行过可兑换银元的兑换券，但大多是不兑现的。

人民币是1948年12月1日开始由刚刚组建的中国人民银行发行的不兑现银行券。这标志着中华人民共和国货币制度建立的开端。

#### 可签发支票的存款

现代银行的一项重要业务是给工商业者开立支票存款账户。顾客可依据存款向银行签发支付命令书——支票，并用支票支付货款，支付各种收费，履行对国家的财政义务等等。通过支票的收付，付款人在银行存款账户上的相应款项转为收款人在银行存款账户上的款项；依据存款，收款人又可履行自己的支付义务。这样的过程称为转账结算。可用于转账结算的存款，与银行券同样发挥货币的作用。所以，这种可签发支票的存款被称为“存款货币”（deposit money）。对于工商业者和机关团体，有钱没钱，主要不是看有多少现钞，而是看有多少存款，特别是可签发支票的存款。在现代经济生活中，存款货币的数量通常都几倍于不兑现银行券的量。

事实上，定期存款和居民的银行储蓄也是货币，只不过它们是不能直接流动的货币。

#### 外汇存在的种种形态

外汇也有多种存在形态。

讲到外汇，人们首先想到的是某种外币现钞，如美元钞票、英镑钞票、日元钞票等等。当然，还必然会想到与相应钞票伴随流通的小额金属硬币。然而，就如同国内的货币收付总额中用现钞和硬币进行的只占一小部分一样，在对外收付总额中，用外国钞票和硬币进行的也同样是一小部分。

外汇之中，主要是境内银行和境外银行的外币存款。依据存款，可提取外币现钞，但更主要的是据以签发支票等转账结算工具，进行货币收付。

在外汇中的另一大块是以外币标示的有价证券，其中主要是外国政府的债券、外国公司的债券和股票。

#### 计算机的运用与无现金社会

在电子技术迅速发展的今天，货币形态也受到了巨大的影响。

首先，计算机运用于银行的业务经营，使很多种类的银行卡取代现钞和支票，成为日益广泛运用的支付工具。由于这些银行卡的迅速发展，有人认为，它们终将取代现金，这样就会出现无现金的社会。

同时，由于计算机网络迅速覆盖全世界，纯粹的网络银行出现了，传统银行的业务也有越来越大的部分在网上运作，如此等等。是否有可能使得处于电磁信号形态上的货币成为货币的主要形态？这样的趋势将使货币本身乃至市场经济的运作发生怎样的变化，也同样值得关注。

### 第四节 货币的职能

货币的主要职能有：（1）赋予交易对象以价格形态；（2）购买和支付手段；（3）积累和保存价值的手段。

#### 赋予交易对象以价格形态

现代经济生活中，作为交易的对象都具有由一定的货币金额表示的价格。

马克思把货币赋予交易对象以价格形态的职能定名为价值尺度（measure of values）。货币通过价格形态使商品、服务能够相互比较。

除商品、服务的价格外，股票、国债、公司债有价格；土地有价格；货币的贷出与借入要利息，利息也称货币的“价格”。非商品、服务的价格，各有各的内涵，不能与商品、服务的价格混淆。

#### 货币单位

各种交易对象具有不同的价格，即带有不同的货币数量标志出现在交易领域之中。在这里，事实上包含着一个必要条件，即存在可以比较不同货币数量的单位。

各种货币商品本来就分别具有衡量各自使用价值的单位。比如贝壳是以“朋”计算，牲畜是以“头”计算，绢帛是以“匹”计算，金属是以重量计算等等。所以，最初的货币单位（money unit，currency unit）与衡量货币商品使用价值的自然单位，如朋、头、匹、斤、两等相同。后来，价格单位与自然单位逐渐分离了。比如英国的货币单位“镑”就是重量单位名称。不过，早在1816年正式采用金本位时，从重量上说，1磅重量的金已经合金币46.725镑。

在现代世界各国的经济生活中，像20世纪以前的那种金属铸币流通的情况根本不存在了。在我国经济生活中，存在的是人民币。人民币的单位是“元”，一切商品的价值都是用多少“元”来表示。其他国家商品的价值也是以各自国家的货币单位，如镑、法郎、卢布、美元等等来表示。如果说在20世纪70年代末之前，至少有些国家的货币还规定有含金量，如从1934年到1971年美元的法定含金量定为0.888671克。同时，有的国家把自己的货币同具有法定含金量的货币固定比价。也有的货币既无法定含金量，又不与具有法定含金量的货币挂钩，但只要与前两种货币有市场比价，也可以说，其货币单位终归包含黄金内容。但自20世纪70年代末黄金在世界上“非货币化”以来，这些联系也都不存在了。这就必须依据发展了的生活实际，对货币单位的实质做出进一步的科学解释。

#### 货币购买力

价格的倒数是货币的购买力（purchasing power）。价格高，货币购买力低；反之，货币购买力高。货币购买力是对所有商品而言的，各种商品价格的变动并不一致，其总的变动状况由物价指数来表示，所以货币购买力变动的趋势和幅度是物价指数变动的倒数。比如物价指数上升25%，那么货币购买力就下降20%。经济稳定就是指物价指数波动不大，从而货币购买力变动甚小的状况。（注：货币购买力这个概念有时也在分析市场供求中使用，用以表示有货币支持的需求，如居民货币购买力的增长幅度如何等等。）

把各国不同货币的购买力加以比较，即可比出名称不同的货币单位相互之间的比值。如从购买力比较，一美元相当于多少人民币元、相当于多少日元等等。道理不难理解，但具体计算极为困难。现在有联合国提供的以美元为标准的购买力平价（purchasing power parity，PPP）。

#### 交易媒介或流通手段

物物交换是商品所有者拿着自己的商品去找持有自己所需商品的所有者交换。有了货币，则商品所有者先要把它换成货币，即“卖”出；然后再用货币换取所需要的商品，即“买”进。这样，商品的交换过程就变成买与卖两个过程的统一。在买与卖的过程中，商品是被卖者携进交易过程并力求将它换成货币；而买者一旦用货币换进商品，商品就会退出交易过程——或用于消费，或用于经营。而在商品进进出出的同时，货币在这一过程之中是作为交易的媒介为交易服务。以货币作为媒介的商品交换是一个连绵不断的过程，这个过程被称为商品流通。而在商品流通中，起媒介作用的货币，被称为流通手段（means of circulation），或被称为购买手段（means of purchase）、交易媒介（media of exchange）。

从马克思之前直到今天的经济理论中，摆在首位的货币的职能，普遍是这两者：货币给出价格；货币媒介交易。也就是说，人们普遍认定，这两者的结合是货币；或者说，这两者构成货币的核心。

#### 支付手段

在商品交换发展的过程中，有时要买，却一时手头没有货币；同时也有想卖却一时卖不出去（即没有货币来买）的情况，于是就产生了有利于买卖双方的赊买赊卖行为。赊买赊卖，要以货币的支付结束一个完整的交易过程；这时，货币已经不是流通过程的媒介，而是补足交换的一个独立的环节，即作为价值的独立存在而使早先发生的流通过程结束。这时的货币就是起着支付手段（means of payment）职能的货币。

随着商品交换的发展，货币作为支付手段的职能也扩展到商品流通之外，在赋税、地租、借贷以及工资和各种劳动报酬等支付中发挥职能。不论是在赊买赊卖中，还是在其他支付中，没有商品在同时、同地与之相向运动，这是货币发挥支付手段职能的特征。

#### 流通中的货币和货币需求

发挥支付手段职能的货币同发挥流通手段职能的货币一样，都是处于流通过程中的现实的货币。所谓流通中的货币，指的就是这两者的总体。流通中的任一货币，往往是交替地发挥这两种职能。

由于作为购买和支付手段的职能必须要求有现实的货币存在，所以就有个货币需求（demand for money）的问题。

#### 积累和保存价值的手段

当具备给出价格和交易媒介职能的货币一经产生，便立即具备了用来积累价值、保存价值、积累财富、保存财富的职能。

贮藏金、银是积累和储存价值的古典形态。金、银本身有价值，因而这种贮藏不论是对贮藏者本人来说，还是对社会来说，都是价值或财富在货币形态上的实际积累。当前，虽然世界各国的货币已割断了与黄金的任何直接的法定联系，但不只是私人，而且各国政府仍然把黄金作为贮藏的对象。

随着现代货币流通的发展，人们除了以金、银积累和保存价值外，主要还是采取在银行存款和储蓄的方式；直接储存纸货币符号的也不少。对企业和个人来说，这些方式也同样有积累和保存价值的意义。但从整个社会角度来看，纸印制的货币不过是一张纸片，银行的存款和储蓄只不过是账簿上观念的数字，它们本身都不是实在的财富。可是，纸货币符号和各种存款表明持有者具有从社会中取得相应数量的商品和服务的权利；持有者推迟了他们对这种权利的利用，目的是以待来日，这正是储存货币对个人、企业的意义所在。至于储存者并未享有的商品和服务，却通过种种方式被用于生产、流通和投资等过程之中。从这个角度看，货币作为积累和保存价值、财富的职能所发生的这种变化正是社会进步的表现。

#### 国际交往中的货币职能、汇率

在20世纪初之前的多个世纪，是贵金属和贵金属铸币流通的世纪。在国与国之间，贵金属也作为货币，充当一般的支付手段、一般的购买手段和一般的转移财富的手段。当然，隐含的前提还是计价的尺度。但在国与国之间，铸币必然是脱去了“本国的制服”，而以贵金属本身的价值发挥作用。通俗的解释，即实际是以贵金属——如黄金、白银——本身的成色和重量起作用。

现在，货币在国际交往中依然是计价和支付的手段，与一两个世纪前没有多大区别。但随着贵金属铸币退出流通，特别是黄金在世界范围的非货币化，现在，在国际交往中，货币发挥职能，不仅不会脱去本国的“制服”，而且是以身着国别的“制服”为必要条件。比如，可以在国际交往中用来计价和支付的是美国的美元、英国的英镑、欧洲的欧元等等。人民币也日益为国际交往服务。它们之所以能够服务，正是因为穿着美元、英镑、欧元、人民币之类的国别“制服”。

货币服务于国际交往，涉及汇率，即国与国之间货币折算比率、兑换比率的问题。铸币由贵金属铸造，含有多少贵金属无疑是兑换比率的基本依据。现在，各国的货币摆脱了贵金属的内容而只留下了“制服”。

### 第五节 货币的界说

如何界定货币，或如何给货币下定义，由于时代背景不同、观察角度不同、观察深度不同、侧重于理论剖析与侧重于解决实际问题的需要不同等等，在文献中会找出许多不同的答案。初学的人往往企求找出一个简明而经典的说法并排除其他说法。这是不成立的。对于像货币这样的经济范畴，如不从不同视角、不同深度来认识其性质，不可能有稍许全面的理解。

#### 从职能视角的货币界说

在经济学说中，从古至今，一直存在着从货币职能来界定货币的种种说法。

现在西方教科书中通常的概括是：货币是被大家普遍接受作为偿付货款和服务的手段；货币是在交换中被普遍接受的任何东西等等。更简化的说法，如交易的媒介、支付的工具等等都可用来表述货币。

应该说，马克思从职能角度给货币所做的界定既简明又完整，那就是价值尺度与流通手段的统一是货币。

#### 一般等价物

一般等价物（universal equivalent）是翻译过来的词。“equivalent”这样的词在日常生活中广泛使用。其中，“价”、“价值”的含义，因人、因学派而异，有时所指的“价值”也可能超出经济学意义之外。“universal”则有普遍的、共同的、通用的、全体的等等类似的含义。说货币在商品世界里可以是与所有商品处于等价地位的事物，这也是能够被普遍接受的界说。

#### 货币与流动性

自凯恩斯经济理论流行以来，“流动性”（liquidity）几乎成为货币的同义语。在凯恩斯那里，流动性的概念仅仅赋予了货币。

如果就“流动”的性能来把握，与任何商品相比，与任何后面将要讲到的有价证券相比，货币的流动性都是最高的。在现在的经济文献中，“流动性”有时指的就是货币，有时指的范围比较大，如包括国家债券等，需注意区分。

#### 社会计算工具或“选票”

这是从货币在“看不见的手”或我们习惯说的“价值规律”之中发挥作用的角度所给出的界说。

货币在价值规律的实现中起着极其重要的作用。从劳动价值观的视角，生产劳动是否为社会分工的有机构成部分，从而是否为社会所需要，必须通过商品与货币的交换来检验：假使商品生产者不能卖掉产品，即不能用它获得货币，证明这样的生产劳动不为社会所需要；反之，如果产品能够卖掉，即能够换成货币，则证明这样的生产劳动的确是社会所需要。正是这些货币信息使得不以人们意志为转移的客观规律指挥着生产要素的重新配置。列宁特别重视这一点，并把货币表述为“社会计算”的表现形式。

撇开是否遵循劳动价值论的区别，在西方经济学中，从货币信息指挥生产要素配置的视角，把货币界定为“选票”。一个社会生产什么东西，要取决于货币选票：形形色色的消费者对每一件商品是购买还是不购买，这是投不投选票；是愿意出较高的价格还是只愿意出较低的价格，这是投多少选票。在这种情况下，有的企业赚了钱，它会再投资；有的企业亏损，它就要考虑转产、提高技术、改进管理等等。这就是“看不见的手”的理论，而货币选票则是这只手指挥人们行为的必要环节。

#### 从控制货币的要求出发定义货币

当今，市场经济也好，计划经济也好，都要通过对货币状况的剖析来观察经济进程，以决定自己的经济政策和措施，而且也都要通过对货币的控制实现对整个经济进程的干预和调节。这就有货币统计的问题，有货币政策操作的目标问题等等。而要处理这些问题，需要的是非常具体的界说：哪些是毫无疑问的货币，哪些虽有类似货币的性质却不能算做货币等等。

当然，无论要求如何具体化，也要有理论指导。通常是从能否充当流通手段和支付手段职能的角度出发来具体确定界线。国际货币基金组织把各国大多采用的M1直接称为货币（money），它主要包含通货（currency，不兑现的银行券和辅币）和可签发支票的活期存款；把M1之外可构成M2的称为准货币（quasi money），如定期存款等。

### 第六节 货币制度

#### 货币制度及其构成

从有文字的历史以来，可以发现，各个国家在货币问题方面都制定了种种法令。这些法令反映了国家在不同程度、从不同的角度对货币所进行的控制，其意图总是在于建立能够符合自己政策目标，并可能由自己操纵的货币制度（monetary system）。一般说来，有秩序的、稳定的，从而能为发展商品经济提供有利客观条件的货币制度，是各个政府共同追求的目标。

货币制度大体涉及这样一些方面：货币材料的确定，货币单位的确定，流通中货币种类的确定，对不同种类货币的铸造和发行的管理，对不同种类货币的支付能力的规定等等。

#### 币材的确定

国家规定哪种或哪几种商品（可能是金属，也可能是非金属）为币材，实际上都是对已经形成的客观现实从法律上加以肯定。哪种或哪几种商品一旦被规定为币材，即称该货币制度为该种或该几种商品的本位制（standard）。比如，以金为币材的货币制度称为金本位（gold standard）等等。

在很长的历史时期中，往往有两三种币材并行流通。反映在法令上，也往往是对几种币材同时予以承认。就中国来看，从先秦直到清代，铜一直是官方肯定的币材；但先是贝，后是金，然后是帛，再后是白银，与铜并行流通并大都为官方所认定。在西欧，则有很长一段金、银并行流通的时期。当政府明确金、银都是法定币材时，称为金银复本位制。单由黄金垄断流通，在先进工业化国家的历史也不长，最早是英国，也是直到1816年才正式宣布实行金本位。

19世纪末20世纪初，世界主要工业化国家普遍实现了金本位制。然而好景不长，到20世纪30年代实际均转化为不兑现的货币制度。到70年代之后，各国的法令中都抹掉了以任何商品充当币材的规定。这就是说，在过去的货币制度中最重要的一个构成因素——币材——消失了。

#### 货币单位的确定

这包括两个方面：货币单位的名称和货币单位的“值”。

货币单位的名称最早与货币商品的自然单位和重量单位相一致，后来由于种种不同原因，日益与自然单位、与重量单位脱离：有的是保持原名，内容发生变化；有的则完全摆脱旧名，重立新名。

按照国际惯例，一国货币单位的名称往往就是该国货币的名称。比如英国的货币单位是“镑”，人们就称英国的货币是英镑。中国有些特殊，货币的名称是人民币，货币单位的名称是“元”，两者不一致。外国人搞不清，往往按照他们的习惯，把中国的货币叫做“中国元”。

比货币单位的确定更重要的是确定币值。当铸币流通时，就是确定单位所包含的货币金属重量和成色。当流通中只有不兑现的货币且尚未与黄金脱离直接联系的情况下，则是确定本国货币单位的含金量，或确定本国货币与世界上占主导地位的货币（如美元）的固定比价。当黄金在世界范围内非货币化之后，则是如何维持符合自身利益的本国货币与外国货币的比价，即汇率。

无论如何，当币材的构成要素消失之后，货币单位的确定则成为货币制度中的核心构成要素。

#### 金属货币的铸造

应该说，在已经不存在铸币流通的情况下讲铸币的铸造或造币（coinage）问题，未免过时。但简略回顾历史，不仅是为了鉴古知今，而且还有一个现在使用的“铸币税”的概念需要作些说明。

金属货币的铸造权在古代是一个重大的政策问题。统一中国的秦王朝，实施的是国家垄断铜币铸造权的政策。可以说，这是实现华夏一统的重要决策，这样的政策对于保证相对稳定的货币流通无疑是重要的，但它也为统治者本身铸造劣币创造了条件。

朝廷铸造重量轻、成色差的铸币并强制百姓按铸币面值接受，从中就可形成财政收入。这是封建王朝屡屡采用的伎俩。这样的收入被称为“铸币税”（seigniorage）。

资本主义经济登上历史舞台后，产生了自由铸造制度。所谓“自由铸造”，是指公民有权把经法令确定的货币金属送到国家的造币厂铸成铸币；同时，公民也有权把铸币熔化。自由铸造制度的意义，在于可以使铸币价值与其所包含的金属价值保持一致：铸币的市场价值如偏高，人们会把贵金属运到造币厂，要求铸成铸币，流通中铸币数量增加；如偏低，人们会把铸币熔成金银锭，流通中铸币数量减少。随着流通中贵金属铸币的日益减少乃至完全退出流通，这种机制也就不存在了。

#### 本位币和辅币

用法定货币金属按照国家规定的规格经国家造币厂铸成的铸币称为本位币或主币（standard money）。本位币是一国流通中的基本通货。现在流通中完全不兑现的钞票，也称为本位币，其含义也不过是用以表示它是国家承认的、标准的、基本的通货。

本位币的最小规格是一个货币单位，但由于商品价格和服务付费很多是不到一个货币单位或在货币单位之后有小数，因此还需要小于一个货币单位的流通手段。这就出现了辅币制度。辅币（fractional money）的面值大多是本位币的1/10、1/100。辅币多由贱金属铸造，为非足值通货。铸造权由国家垄断，铸造数量一般也有限制。

#### 对钞票和存款货币的管理

现代各国，包括中国在内，对钞票的管理都是从对近代银行券的管理发展而来的。对可签发支票的活期存款，即存款货币的管理是与对银行和银行业务活动的监管结合在一起的。

关于这两方面，将分别在存款货币银行与中央银行两章中讲述。

#### 无限法偿与有限法偿

关于货币法定偿付能力（legal tender powers）的规定是现代货币制度的重要内容。

所谓无限法偿，即法律规定的无限制偿付能力，其含义是：法律保护取得这种能力的货币，不论每次支付数额多大，不论属于何种性质的支付，即不论是购买商品、支付服务、结清债务、缴纳税款等，支付的对方均不得拒绝接受。取得这种资格的货币，在金属铸币流通时是本位铸币，后来是不兑现的中央银行的银行券。活期存款虽然在经济生活中是普遍被接受的，但一般不享有法偿的资格。有限法偿主要是对辅币规定的，其含义是：在一次支付行为中，超过一定的金额，收款人有权拒收；在法定限额内，拒收则不受法律保护。

当前经济生活中，有关法定支付能力的规定并非这么简单。以我国为例，现金与非现金转账各有自己适用的领域，其中相当部分有极其明确的法令条文规定。

#### 金本位的发展史

货币制度由来久远。对于古代货币制度的研究属货币史的范围，这里只对金本位制作简单的回顾。

典型的金本位是金铸币制度，其基本特点是只有金币可以自由铸造，有无限法偿能力。当主要资本主义国家的货币制度分别向金本位过渡时，银行券的发行制度也日趋完善：中央银行垄断发行，有较健全的银行券发行保证制度，以及银行券可以自由兑现为金铸币。这就保证了银行券能够稳定地代表金币流通。同时在那一阶段，有一个顺畅的国际贸易发展形势。与自由贸易相适应，具备黄金自由输出和输入的条件，这又保证了各国货币对外比价的稳定。

金铸币本位制相对于以前的币制是比较稳定的，曾被说成是最理想的币制。但由于第一次世界大战的爆发，使各国停止了金铸币流通、银行券自由兑换和黄金的自由输出入。战后，列强之中已经没有一个国家能够恢复金铸币的流通。经过1929—1933年世界经济危机，任何形态的金本位都不复存在，而代替它们的是不兑现银行券的货币制度。由此开始，世界各国实行的都是这种类型的货币制度。

【复习思考题】

1.钱、货币、通货、现金是一回事吗？银行卡是货币吗？

2.社会经济生活中为什么离不开货币？为什么从古至今，人们又往往把金钱看做万恶之源？

3.货币种种形态的演进有何内在规律？流通了几千年的金属货币被钞票和存款货币所取代，为什么是历史的必然？

4.就你在生活中的体验，说明货币的各种职能以及它们之间的相互关系。如果高度地概括，你认为货币职能最少不能少于几个？

5.如何定义货币，才能最为简明易懂地概括出这一经济范畴的本质？

6.建立货币制度的主要目的是什么？当今世界上的货币制度是由哪些要素构成的？

7.货币是不是终归要消亡？

## 第二章 国际货币体系与汇率制度

### 第一节 国际货币体系

#### 什么是国际货币体系

当货币制度问题超出国界时，就成为国际货币制度或者国际货币体系的问题。第二次世界大战以来，体现着国际安排的国际货币体系大体可分为以美元为中心的国际货币体系、以浮动汇率为特征的国际货币体系以及有诸多新发展的当前国际货币体系。

#### 以美元为中心的国际货币体系

在第二次世界大战中，德国、意大利和日本三国战败，经济陷于崩溃；英国和法国的经济在战争中也遭到严重破坏；唯有美国在战争中发了财，经济得到空前发展。1945年美国国民生产总值占全部资本主义国家国民生产总值的60%，其黄金储备相当于整个资本主义世界黄金储备的3/4。正是在这种形势下，第二次世界大战后形成了以美元为中心的国际货币体系。

1943年7月在英国、美国的组织下，召开了有44个国家参加的布雷顿森林会议，通过了《国际货币基金组织协定》（以下简称《协定》）。《协定》规定：参加基金组织的成员国的货币金平价应以黄金和美元来表示。根据当时1美元的含金量为0.888671克纯金，确定1盎司黄金等于35美元的官方价格。其他各国的货币则按其含金量与美元定出比价；美国政府应允许各国中央银行以1盎司等于35美元的官价向美国兑换黄金。这就形成了所谓“双挂钩”的以美元为中心的国际货币体系，即美元与黄金挂钩、其他各国货币与美元挂钩的布雷顿森林货币体系（Bretton Woods Monetary System）。这个体系是美国在世界经济中占据绝对优势的条件下建立的，因而其盛衰与美国经济实力和地位的变化有着密切联系。随着美国经济地位相对衰落和美元危机的不断爆发，以美元为中心的国际货币体系也必然逐步削弱，并走向终结。

#### 布雷顿森林体系的终结和浮动汇率制

进入20世纪50年代，美国政治、经济地位下降，西欧、日本等国的经济开始崛起，突破了美国对世界经济的垄断和美元的霸主地位。特别是美国外汇收支逆差迅速增加，黄金储备大量外流，以致1960年底出现黄金储备不足以抵补短期外债的情况。当时，在国际金融市场上出现大量抛售美元，抢购黄金和其他货币，并用美元向美国挤兑黄金的现象。美元对外价值不断下跌。1971年8月15日美国被迫宣布停止向各国政府或中央银行按官价兑换黄金。这实际上意味着美国规定的35美元等于1盎司黄金的官价失效——美元与黄金脱钩。在这种情况下，一些国家的货币不再钉住美元而实行浮动汇率制（floating exchange rate regime），从而动摇了第二次世界大战后建立的以美元为中心的固定汇率制度（fixed exchange rate regime）。

1973年2月国际金融市场又一次爆发美元危机，掀起抛售美元，抢购德国马克、日元和黄金的风潮，从而西方主要国家的货币对美元的汇率也都实行浮动。由此，以美元为中心的固定汇率制度让位于浮动汇率制度。

以美元为中心的国际货币体系连续受到巨大的冲击，以致人们以布雷顿森林会议制度的终结来概括。关于国际货币多样化的议论也一直不断，但是，这并不意味着美元的中心地位已被全然否定。首先，世界各国的货币，其汇率浮动的主要准星依然是美元。其次，仍有一些国家和地区把自己的货币钉在美元上。如中国香港，从1983年起，一直实施对美元的联系汇率制度（linked exchange rate system）；有的小国则直接以美元代替本国的本币进行流通等等。

#### 欧洲货币联盟与欧元

欧元（euro）登上国际经济舞台，是世界货币制度发展历程的一个重大标志。欧元是由欧洲货币联盟（Europe Monetary Union，EMU）操作推出的。1998年，欧洲中央银行正式成立；1999年，欧元正式启动；2002年，欧元纸币和硬币进入流通，全面取代原来欧元区各国的货币。欧元币制的建立完成了其全过程。

欧元货币制度的建立是区域性货币一体化成功的首例。所谓区域性货币一体化是指：一定地区内的国家和地区，在货币金融领域实施国际协调，并最终形成统一的货币体系。区域性货币一体化的理论依据是由蒙代尔（Robert Mundell）所提出的最适货币区理论（theory of optimum currency area）。这一理论的核心内容是：在具备一定条件的区域内，各国放弃本国的货币，采取统一的区域货币，这样有利于安排汇率，以实现就业、稳定和国际收支平衡的宏观经济目标。全面、具体地讨论这一理论，超出了本教材的范围。

欧元的长远命运自需继续观察。欧元的思路并非针对解决全球货币本位问题，但在西欧发达工业化国家这个领域中，在超国界的货币本位问题上进行了实验，取得了突破。无论如何，这对全球货币本位的讨论是一个很大的刺激。

#### 对货币制度主权的挑战

从古代开始，所有可以称为货币制度的制度，几千年来，都是与国家的主权（也包括诸侯的、城邦的、地区的政治权力）不可分割地结合在一起的。第一章第六节的所有描述都表明了这一点，但这样的观念和准则却在20世纪中受到严重的挑战。

先是以美元为中心的国际货币体系建立起美元在全球的主导地位。但相当长的期间，在控制与反控制的较量中，各国的货币主权依然得以保持；有的货币（如德国马克等）还颇有与美元分庭抗礼的态势。此外，在以美元为中心的国际货币体系的旁边，还曾同时存在着社会主义世界的集中计划经济体制的货币制度。但到了20世纪的后十年，挑战却沿着两个趋向而迅速强化。

第一，连本国的本币都让位于外国货币——美元，无疑意味着货币主权的彻底否定。这样的进程在可见的将来，有可能进一步推进；但要覆盖全球，却不大可能。

第二，欧元登上历史舞台。就对抗美元中心来说，欧元的出现有重大意义。但同时，欧元是超越欧洲各国传统边界的货币；欧洲货币当局是超越各国货币主权的统一的中央银行。对于传统的货币制度观念，这更是直截了当的挑战。由于欧元的出现，亚洲是否也应该并也有可能推出“亚元”？在这里，日元的动向备受关注；人民币有没有可能在将来的某一天充当盟主，在我国也可不时听到这样的议论。

全面分析货币主权面临挑战之所以由来的历史条件、经济根源和对世界格局的影响，是当前世人所关注的重大课题。这里只是提醒注意：一些看似不成问题的观念，随着时间的推移和客观条件的变化，也会走向自我否定。这是在理论学习中必须确立的一个基本观念。

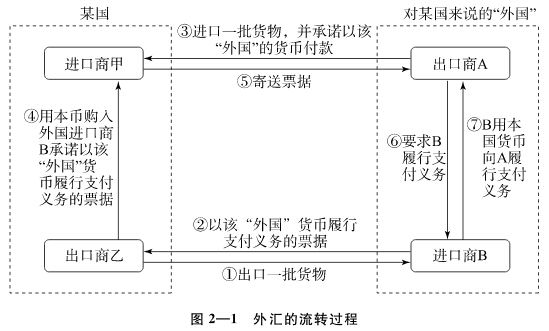
### 第二节 外汇与外汇管理

#### 外汇界说再释

在第一章第一节曾这样解释：对于任一国家的居民，相对于其本国的货币，把一切外国的货币称为外汇。外汇不仅指外国的钞票和硬币；以外币履行支付义务的票据、银行的外币存款和以外币标示的有价证券也是外汇。

现代经济生活中的外汇（foreign exchange，foreign currency），概而言之，主要是以外币标示的债权债务证明。现代的经济是由债权债务网络全面覆盖的经济：任何货币都不过体现着债权债务关系，任何货币的支付都不过反映着债权债务的消长、转移。就一个国家和地区来说是这样，就联系着全球经济体的国际经济关系来说也是如此。

设某国的进口商甲和出口商乙与外国的出口商A和进口商B有外贸联系。出口商乙卖给外国进口商B一批货物并要求B开出以该国货币——外汇——付款的票据；与之同时，进口商甲从出口商A买进一批货物并商定以该国的货币结账。这时，进口商甲可用本国的货币从出口商乙那里买进外汇——B承诺以该国货币履行支付义务的票据，并用这样的票据向外国的出口商A付款；而外国出口商A依据这张票据要求该国进口商B履行付款义务，过程见图2—1。在这个例子中，非常明显，外汇的流转不过是应收应付的债权债务关系产生（B承诺以本国货币——对“某国”来说的外汇——履行支付义务的票据）、转移（甲用本币从乙那里买进外汇并支付给A）和结清（A凭借票据从B那里收款）的过程。



外汇作为货币，与本币都是债权债务证明，这是没有区别的。如果要加以区分，那就是外汇还包括股票这类所有权证。而在论及国内货币时，所有权证则不包括在货币之内。债务凭证和所有权证，统称金融资产。所以，也应这样界定：所谓外汇，是以外币表示的金融资产，可用做国际结算的支付手段，并能兑换成其他形式的外币资产和支付手段。

按照2008年8月1日国务院修订后的《中华人民共和国外汇管理条例》所称的外汇：“是指下列以外币表示的可以用做国际清偿的支付手段和资产：（1）外币现钞，包括纸币、铸币；（2）外币支付凭证或者支付工具，包括票据、银行存款凭证、银行卡等；（3）外币有价证券，包括债券、股票等；（4）特别提款权；（5）其他外汇资产。”

在复杂的经济生活中，外汇并不限于外币资产，而且还延伸到专用于国际结算的本币资产。我国曾存在过“外汇人民币”，专门用以办理涉外的收支。此外，如欧洲金融市场上的“欧洲美元”，对美国来说是外汇；“欧洲英镑”对英国来说也是外汇。

#### 外汇管理与管制

外汇管理（exchange regulation，exchange management）是政府对外汇收、支、存、兑所进行的一种管理。各国实行外汇管理由来已久。当代，从“管理”的一般文义来讲，凡是有自己法定货币的地方，只能说存在管理的松紧程度因国、因地、因时而异。

当政府对于公民、企业，乃至政府机关取得、支用、携带、保管外汇等行为严格加以限制时，往往称为实施外汇管制（exchange control）。过去实行计划经济的国家都是进行外汇管制的；发展中国家大多曾经实施过外汇管制。但实施外汇管制的政府，在自己的法令规章中，往往只用“管理”一词而并不出现“管制”的字眼。

#### 可兑换与不完全可兑换

对一个国家和地区，本币是否可兑换（convertibility），是外汇管理的重要内容。

一般来说，发达的市场经济国家实行本币与外汇的自由兑换，或称为完全可兑换。大体是指：

——本币在境内可兑换为外汇；外汇可携出或汇出境外。

——本币可自由进出境。

——外汇可携入、汇入境内，并在境内兑换为本币。

——无论是居民还是非居民均可在境内持有外汇；彼此之间可相互授受。

完全可兑换并不等于不实施外汇管理。例如，无论实行怎样自由兑换的国家和地区，除去在特定的旅游点，通常都不准许在日常的交易中以外币标价、流通等等。

实施外汇管制的国家，该国的本币或是完全不可兑换的，或是不完全可兑换的。不完全可兑换大多是指这样的情况：在对外贸易、旅游、文教、体育、医疗、朝觐、外事交往等方面，本币可以按规定条款兑换为外汇，而对货币资本的输出入则实行管制。概括的术语是经常项目（current account）的可兑换和资本项目（capital account）的不可兑换（inconvertibility）。

#### 我国的外汇管理和人民币可兑换问题

新中国成立以来，长期实行严格的外汇管理。其基本内容是：

——在中华人民共和国境内，一切机构或个人的外汇收入，都必须卖给中国银行；所需外汇则由中国银行按照国家批准的计划或者有关规定卖给。

——禁止外币流通、使用，禁止私自买卖外汇。

——国家单位和集体经济组织，非经管汇机构批准，不得私自保存外汇，不得将外汇存放国外，不得以外汇收入抵作外汇支出等等。

这是一种由政府对外汇进行统收统支的体制，简称外汇统收统支制度。在这样的制度下，绝大部分外汇由国家集中、统一地分配、使用；而从可兑换性来说，人民币是完全不可兑换的货币。过去实行外汇统收统支体制，是为了将有限的外汇资金集中统一用于保证重点建设之所需。

1979年以来，外汇管理体制的改革成为经济市场化改革的一项重要内容。进入20世纪90年代，改革步幅不断加大。1994年取消了外汇收支的指令性计划，改行银行结售汇制（2008年新修订的《中华人民共和国外汇管理条例》取消了强制的结售汇制度）；1996年底，实现了人民币在贸易等经常项目下的可兑换，达到了《国际货币基金组织协定》第八款的要求。在资本项目的可兑换方面，2005年以来取得较大进展：一是进一步放宽境内机构对外直接投资限制，支持国内企业“走出去”。二是有序拓宽资本流出入渠道。促进国内资本市场发展，实施合格境外机构投资者（qualified foreign institutional investors，QFII）和合格境内机构投资者（qualified domestic institutional investors，QDII）制度，并逐步放宽对QFII投资于境内的额度限制。2012年4月8日，经国务院批准，中国证监会、中国人民银行及国家外汇管理局决定新增合格境外机构投资者（QFII）投资额度500亿美元，总投资额度达到800亿美元。同时，增加人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度500亿元人民币。三是允许合格的境外机构在境内发行人民币债券。当然，实现完全可兑换仍有待创造条件。

### 第三节 汇率与汇率制度

#### 汇率

简言之，国与国之间货币折算的比率叫汇率（exchange rate）。汇率的表现形式是以一国货币单位所表示的另一国货币单位的“价格”，因此又称汇价。一个国家通常要与许多国家发生贸易、非贸易等交往，所以，一国货币对许多种货币都要有一个汇率。

由于不只是国家有自己的货币，包括数国的区域（如欧元区）和非国家的地区（如中国香港）也有自己的货币，所以汇率还应有精确的界说。在本书中，把汇率粗略地理解为各种——不管是国家的、区域的、地区的——货币相互之间的折算比率。

#### 汇率牌价表

世界各地，在银行、空港、车站、码头、旅店、商场等地，几乎到处都可以看到汇率牌价（posted price）表。

表2—1列出的是一份我国人民币的外汇牌价表。





这份人民币汇率表上的汇率，其表示方法叫直接标价法（direct quotation），即对一定基数（1或100等等）的外国货币单位，用相当于多少本国货币单位来表示。目前，世界上多数国家都采用这种标价法。

与直接标价法相对的是间接标价法（indirect quotation）。这是以一定数量的本国货币单位为基准，用折合成多少外国货币单位来表示。英国一直采用这一标价法，美国从1978年9月1日起也改用间接标价法。

#### 官方汇率、市场汇率、黑市汇率

不实施外汇管制，汇率是通过市场机制形成的，就会存在单一的市场汇率（market exchange rate）。实施彻底全面的外汇管制，则只有官方汇率（official exchange rate）。部分管制、部分放开，则是官方汇率与市场汇率并存。我国在1994年外汇改革之前，有几年就是官方汇率为主，外汇调剂市场的汇率为辅。

汇率的黑市（black market）是在任何情况下都存在的。严厉的管制必然逼出黑市；完全市场经济中也有黑市，如在洗黑钱的过程中一些外汇交易也是不能公开进行的。

#### 浮动汇率与固定汇率

汇率制度曾经粗略地分为两类：固定汇率（fixed exchange rate）和浮动汇率（floating exchange rate）。

固定汇率是第二次世界大战后较长时期所实行的一种汇率制度：美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，并与美元建立固定比价。

浮动汇率制度则是在1971年和1973年美元连续两次贬值，固定汇率制度难以继续维持之后，多数资本主义国家改行的一种制度。其基本点是：各国对汇率波动不加限制，听任其随市场供求关系的变化而涨跌；各国中央银行只是根据需要，自由选择是否进行干预以及把汇率维持在什么样的水平上。在实际经济生活中，政府对于汇率通常或多或少会加以适度调节。干预方式可以是直接参与外汇市场活动、进行外汇买卖，也可以是通过调整国内利率水平等手段进行间接调节。这类情况被称为管理浮动（managed float）。

还有一些发展中国家，由于自己经济实力的限制，无法使本国货币保持稳定的汇率水平，而采用一种钉住汇率制度（pegged exchange rate regime）。这就是把本国货币与本国主要贸易伙伴国的货币确定一个固定的比价，随着某一种或几种货币进行浮动。

#### 名义汇率与实际汇率

与名义利率和实际利率的区分一样，由于通货膨胀——当然也应包括通货紧缩——的存在，汇率也有名义汇率（nominal exchange rate）与实际汇率（real exchange rate）之别。

名义汇率与实际汇率的区分是极为相对的。设两种货币均无通货膨胀的背景，这时它们之间的汇率自可视为实际汇率。假如一种货币由于通货膨胀而对内贬值，或两种货币均由于通货膨胀而对内贬值但贬值的程度不一样，由此引起的变化了的汇率，称为名义汇率也顺理成章。然而，在实际生活中，无通货膨胀（包括无通货紧缩）的设定，毋宁说用于理论分析的意义大于实际意义。从实际分析的角度，有用的是相对于某一时点，测算通货膨胀对汇率变动的影响程度。

#### 人民币汇率制度

我国现行的汇率制度属管理浮动类型，正式表述是：以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制。这是1994年外汇体制改革建立起来的。

“以市场供求为基础的”、“有管理的浮动”，其主要内容包括：（1）指定准许经营外汇的银行，称为外汇指定银行（designated foreign exchange bank），在全国外汇交易中心（China Foreign Exchange Trading Center），按市场交易规则买卖外汇；（2）汇率波动超过政府认定的一定幅度，中国人民银行通过买卖外汇入市干预；（3）根据前一日银行间外汇交易市场形成的价格，中国人民银行公布当日人民币兑美元及其他主要货币的汇率；（4）各指定准许经营外汇的银行以此为依据，在中国人民银行规定的浮动幅度内自行挂牌，对客户买卖外汇。

以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制，在其开始实施的1994年、1995年两年，人民币是升值的，两年共升值5%强，浮动的特点明显。1996年和1997年，依然升值，但每年升值幅度仅千分之一二。东南亚金融危机爆发之后，汇率波动均在千分之一之内。因此，我们自己虽然仍说是管理浮动，但世界上则把人民币的汇率归为固定钉住汇率的范围之内。

2005年7月，人民币汇率形成机制进一步改革。外汇市场供求的基础性作用进一步发挥，人民币汇率双向浮动，总体走升，弹性逐步增强。汇改以来至2011年末，人民币兑美元汇率累计升值30.22%，兑欧元汇率累计升值22.58%，兑日元汇率累计贬值8.84%。2007年5月21日，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由原来的3‰扩大至5‰。人民币兑美元的升值速度也有所加快。2012年5月2日，人民币兑美元汇率中间价升破6.27元，达到6.267元，创2005年汇率体制改革以来新高。这种以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，基本上属于国际上所谓的爬行区间汇率制度。

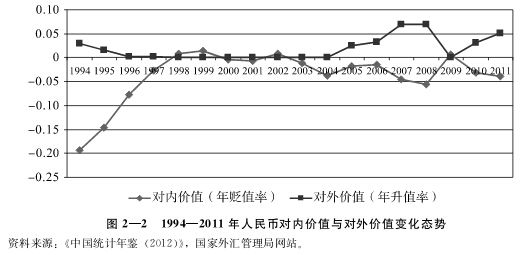
### 第四节 汇率与币值、汇率与利率

#### 货币的对内价值与对外价值

币值是一个常用的概念，泛指货币具有的购买能力。在第一章指出，它相当于物价指数的倒数。在引入汇率概念后，我们看到，一国货币的币值还可以用另一国的货币来表示。前者习惯上称为货币的对内价值（internal value of exchange），后者习惯上称为货币的对外价值（external value of exchange）。

不同种货币有可比的基础，而不可避免的供求变动又使汇率不仅仅取决于货币的对内价值这个唯一的因素。这就导致一国货币对内价值与对外价值可能在较长时期有较大幅度的偏离。

在我国，1994—1997年以及2004年、2007年、2010年以来，一方面是较为严重的通货膨胀，人民币对内明显贬值；另一方面，人民币在对外币的关系中却持续受到升值压力，造成了一种价值的背离，见图2—2。



#### 汇率与利率

在开放经济条件下，不论实行哪种汇率制，汇率与利率都存在紧密的联系。

两个对外开放的市场经济国家，如果利率水平有差别，货币资本就会从利率水平偏低的国家流向利率水平偏高的国家。只要两方面的日拆利率水平有万分之零点一的差别，把10亿美元转移到利率高的国家，每天在利息收入方面就有1万美元的进账（当然要有费用支出）。但在当今，大额的资金转移既便利又便宜。如果利率真的引起大量资本在国际转移，对实施浮动汇率的国家，由于外国资本流入，外汇供过于求，本币升值；本国资本流出的国家，外汇供不应求，本币贬值。汇率波动有可能影响经济。如实施的是钉住汇率，要避免资本大量流出/流入对汇率的冲击，在利率上只能跟着钉住货币的那个国家的利率水平走。

实行外汇管制是可以隔开利率与汇率的联系的，但必须是最严厉的管制。只要留有通道，不论是合法的还是非法的，它们之间的联系就可显现。

### 第五节 汇率的决定

#### 关于汇率的决定

汇率决定是汇率理论中的核心问题。概括地说，基本取决于两个方面：

首先是可比的基础。两种铸币之所以可比，是由于都由金所铸成。这个比例叫铸币平价（mint parity）或金平价（gold parity）。当铸币退出流通，不同种类的货币之所以可比，是由于它们都有其流通、行使的领域，在这个领域中可用于购买和支付。换言之，由于都具有购买力，都具有对内价值这个同一的、可比的基础，所以才能相互兑换。

其次，外汇作为外汇市场上的一种商品，存在着由于种种原因而引起的供求对比变化。一种货币，当其在外汇市场上对某种或某些种其他货币处于供不应求的局面时会升值；反之，当一种货币在外汇市场上对某种或某些种其他货币处于供过于求的局面时会贬值。简言之，外汇供求对比的波动必然引起汇率的相应波动。

任何汇率决定学说都摆脱不了这两个基本点。

#### 种种汇率决定说

国际借贷说（theory of international indebtedness），也称国际收支说（theory of balance payment），是在金本位制度盛行时期流行的一种阐释外汇供求与汇率形成的理论。由于存在铸币平价，所以该学说专注于外汇供求。外汇供求状况取决于由国际商品进出口和资本流动所引起的债权债务关系——国际收支。当一国的流动债权（current claim），即外汇应收，多于流动负债（current liability），即外汇应付时，外汇的供给大于需求，因而外汇汇率下跌；反之，则外汇汇率上升。

购买力平价说是一种有很长历史且影响深远的汇率理论。中心思想是，人们之所以需要外国货币，无非因为外国货币具有在国外购买商品的能力。而货币购买力实际上是物价水平的倒数，所以，汇率实际是由两国物价水平之比决定。这个比被称为购买力平价（purchasing power parity，PPP），可表示为以下两个公式。

10-1

式中，PA 为A国物价总指数；PB 为B国物价总指数；汇率r为两国物价总指数之比。

10-1

式中，r0 为基期汇率；r1 为某一时期汇率；PA0 、PB0 和PA1 、PB1 分别为A、B两国在基期和某一时期的物价指数。在这里，汇率r1 反映两国相对物价指数变化之比。

这一学说与铸币平价说是同时存在的。之所以在那时能够存在，是因为含金量同等的铸币并不必然有同等的“购买力”。至于在现代不兑现的信用货币制度下，一国货币所代表的价值就是以它所代表的购买力来表明。所以，在铸币平价说退出之后，购买力平价说依然存在。

这一学说核心的矛盾是：其成立的前提条件以两国的生产结构、消费结构以及价格体系大体相仿为限制条件。具备这些条件，两国货币购买力的可比性较为充分；否则，可比性较小。

汇兑心理说（psychology theory of exchange rate）是从人的主观心理角度对汇率进行分析。这一学说提出，在经济混乱的情况下，汇价变动与外汇收支、与购买力平价的变动并不一致；这时，决定汇率的最重要因素是人们的心理判断及预测。

人们的心理预期确实有一定的影响作用，不过，过分强调主观心理因素，失之于偏颇。

以上几种学说可以说是古典的、传统的汇率理论。

20世纪70年代以来，汇率决定理论有了很大发展。现代汇率理论不同于传统汇率理论的主要之处是，着重从资本流动和货币供应的角度进行分析。下面介绍其中两种主要的汇率学说。

货币分析说（monetary approach）是以购买力平价理论为基础加以发展的。货币分析说认为，汇率要受两国货币供给量的制约，从而把汇率与货币政策联系起来。这一学说强调货币的供求对于决定货币购买力的作用，有一定意义，但失之于过分依赖货币数量理论。

金融资产说（theory of financial asset）是在20世纪70年代兴起的。这一时期的国际资本大量流动，金融市场向国际化发展，金融资产也日趋多样化。特别是实行浮动汇率制以后，由于利率、国际收支、通货膨胀等各种因素的变动，各国货币的汇率经常变化不定。这样，投资者选择持有哪一种外币金融资产（包括货币和有价证券等）就成为至关重要的问题。投资者根据经济形势和预期，经常调整其外币资产的比例，从而往往引起货币资本在国际的大量流动，并对汇率产生很大影响。

这两种汇率学说的局限性都在于轻视贸易收支和商品市场对汇率变动的长期趋势有着重要影响作用。

【复习思考题】

1.比较外汇与本币的异同。一国居民持有的外汇在本国境内是否具有货币的各种职能？为什么？

2.了解我国目前的外汇管理制度。为什么说人民币还不是完全可兑换货币？

3.浮动汇率制与固定汇率制各自的利弊是什么？汇率市场化是否意味着实现完全的浮动汇率？

4.货币制度与国家主权的联系应该怎样理解？结合欧洲货币、货币局制度和“美元化”，理一理你的思路。

5.我国对现行汇率制度的标准是如何表述的？你是否知道当前国内外围绕中国汇率制度的不同见解？你作何评价？

6.人民币国际化对于未来国际货币体系的演进将产生何种影响？

## 第三章 信用、利息与信用形式

### 第一节 信用及其与货币的联系

#### 什么是信用

“信用”（credit）这个词是我们在学习西方文明的过程中引进的。在中国的传统文字中，如果讲的是道德规范、行为规范，是一个“信”字；如果讲的是经济范畴，与之相当的是“借贷”、是“债”等等。

信用这个范畴是指借贷行为。这种经济行为的形式特征是以收回为条件的付出，或以归还为义务的取得；而且贷者之所以贷出，是因为有权取得利息（interest），借者之所以可能借入，是因为承担了支付利息的义务。

#### 信用也是一个古老的经济范畴

信用和货币一样，也是一个很古老的经济范畴。

在中国古代的典籍中有不少关于借贷的记载。《管子》有一篇《问》，可以说是战国时期的一份国情调查提纲。其中有三问涉及信用：“问邑之贫人债而食者几何家”；“贫士之受责（债）于大夫者几何人”；“问人之贷粟米，有别券者几何家”。把借债、放债作为国情调查的内容，这说明债务关系在经济生活中已是相当普遍的现象。

在西方，债务问题的历史记载似乎较之中国更早。公元前18世纪，古巴比伦皇帝汉谟拉比编制了一部《汉谟拉比法典》（Hammurabi's Code），其中关于债务问题的规定非常具体。如其中第89条规定，贷谷的利息达本金的1/3，贷银则达1/5；第90条规定，债务人如无谷物和银子还债，应以其他动产作抵等等。

#### 信用是如何产生的

很少看到像论述货币起源那样反复深入地剖析信用产生的理论。从逻辑上推论，私有财产的出现是借贷关系存在的前提条件。没有私有权的观念，借贷就无从谈起：付出不必讨回；取得也无须顾虑将来能否归还；相应地，利息的问题更不可能提出。之所以出现这种行为，显然是为了满足在不同所有者之间以不改变所有权为条件的财富调剂的需要。

信用与货币，它们之间自古以来就存在着紧密的联系。在产生的问题上，它们之间有否制约关系？无论是货币，还是信用，它们都以私有为前提，这说明它们产生的经济前提是同源的，但从逻辑上却很难推导出谁能成为谁的前提条件。

#### 实物借贷与货币借贷

历史记载说明，信用一直是以实物借贷和货币借贷两种形式存在的。

随着商品货币关系的发展，货币越来越成为借贷的主要对象。在一些落后的国度中，如我国，直到20世纪上半叶，在广大农村，实物借贷依然相当广泛地存在着。只有当商品货币关系在经济生活中无所不在的时候，实物借贷才丧失其大量存在的基础。

#### 市场经济要求信用秩序

作为借贷行为的信用，包含守信与失信两个侧面。借贷双方彼此遵守信用行为依以建立的契约，是守信；借贷双方或任何一方不遵守信用行为依以建立的契约，是失信。

失信并不等于蓄意赖账，蓄意赖账只是失信行为中的一种。种种原因都有可能导致失信行为的产生，比如农民借来粮食种田，一场天灾造成颗粒无收，失信不可避免。

就经济过程中所有信用行为的整体来看，守信与失信这两个侧面总是相互伴随而存在的。守信是信用范畴的支撑；如果失信行为持续地、大量地存在，必然威胁信用范畴本身的存在。

伴随着失信威胁的存在，经济生活本身也同时发展了应对失信、维护守信的机制。守信的社会基础是道德规范；而作为经济范畴的信用，就其本身来看，核心是经济利益的权衡。在工业文明与市场经济发展之前，信用契约的成立，依据的是相互的全面了解。还本付息的履行有长远经济利益的约束，那就是“好借好还，再借不难”；同时也有生活在社会群体中所要求的声誉约束。工业文明与市场经济的发展使信用联系方式不断增多、信用规模不断扩大；社会交易活动越来越突破时间和空间的制约，又使得借贷双方日益难以相互直接了解。单纯的道德约束在违约所带来的巨大利益诱惑面前逐渐显得软弱无力；守信与失信的选择日益取决于利益约束机制之下的成本与收益的对比。这就要求在信用领域建立制度化的约束机制。比如建立企业资信调查和消费者个人信用调查系统，确立从业资格中的严格信誉条件，完善约束信用经济行为的法制建设等等。同时，环绕着借贷关系，还形成了种种分散风险的机制。

目前，我国市场上存在着大量的失信行为，因而建立市场经济所要求的信用秩序，也就是人们呼吁的“重建诚信”，成为一项重大而紧迫的任务。

### 第二节 利息

#### 什么是利息

利息是货币所有者（或债权人）因贷出货币或者货币资本而从借款人（或债务人）那里获得的报酬。若着眼于债务人的角度，利息则是借入货币或者货币资本所付出的成本或代价。从本源上看，利息是剩余价值或者利润的一部分。

#### 人类对利息的认识

历史上对于利息有过否定的看法，但随着商品货币经济的全面发展，人们日益正视利息的存在。17世纪英国古典政治经济学创始人威廉·配第指出，利息是同地租一样公道、合理、符合自然要求的东西。他说：“假如一个人在不论自己如何需要，在到期之前却不得要求偿还的条件下，出借自己的货币，则他对自己所受到的不方便可以索取补偿，这是不成问题的。这种补偿，我们通常叫做利息。”（注：威廉·配第：《赋税论》，中文1版，45页，北京，商务印书馆，1963。）

沿袭着这样的思路演进，现代西方经济学的基本观点就是把利息理解为投资人让渡资本使用权而索要的补偿。补偿由两部分组成：对机会成本的补偿和对风险的补偿。机会成本是指投资人由于将钱借给张三而失去借给李四的机会以致损失的最起码的收入；风险则是指在让渡资本使用权的情况下所产生的将来收益不落实的可能性。

#### 利息的实质

利息的存在，使人们对货币产生了一种神秘的感觉：似乎货币可以自行增值。这是涉及利息来源或者说利息实质的问题。

马克思针对资本主义经济中的利息指出：“贷出者和借入者双方都是把同一货币额作为资本支出的。但它只有在后者手中才执行资本的职能。同一货币额作为资本对两个人来说取得了双重的存在，这并不会使利润增加一倍。它所以能对双方都作为资本执行职能，只是由于利润的分割。其中归贷出者的部分叫做利息。”（注：《马克思恩格斯全集》，中文1版，第25卷，396页，北京，人民出版社，1974。）以剩余价值论的观点来概括，那就是：在典型的资本主义社会中，利息体现了贷放货币资本的资本家与从事产业经营的资本家共同占有剩余价值以及瓜分剩余价值的关系。

#### 利息之转化为收益的一般形态

从上面的分析可以看出，利息是资本所有者由于贷出资本而取得的报酬，它来自生产者使用该笔资本发挥营运职能而形成的利润的一部分。显然，没有借贷，便没有利息。

但在现实生活中，利息已经被人们看做收益（yield）的一般形态：无论资本是贷出还是没有贷出，利息都被看做资本所有者理所当然的收入——可能取得的或将会取得的收入；与此相对应，无论是借入了资本还是运用的本来是自己的资本，经营者也总是把自己所得的利润分为利息与企业主收入两部分，似乎只有扣除利息所余下的利润才是经营的所得。于是利息率（interest rate）就成为一个尺度：如果投资回报率不大于利息率，则根本不需要投资。

#### 收益的资本化

于是，任何有收益的事物，即使它并不是一笔贷放出去的货币，甚至也不是真正有一笔实实在在的资本存在，都可以通过收益与利率的对比而倒过来算出它相当于多大的资本金额。这习惯地称为“资本化”（capitalization，capitalization of interest）。这里所谓的利率，也称利息率，是指借贷期满所形成的利息额与所贷出的本金额的比率。西方的经济著述中也称之为到期的回报率、报酬率（return）。

在一般的贷放中，贷放的货币金额，通常称为本金（principal），与利息收益和利息率的关系如下式：

C=Pr （3·1）

式中，C为收益；P为本金；r为利率。当我们知道P和r时，很容易计算出C；同样，当我们知道C和r时，也不难求得P，即

P=C/r （3·2）

例如，我们知道一笔贷款1年的利息收益是50元，而市场年平均利率为5%时，那么就可以知道本金为1000元（=50/0.05）。

可以土地为例。土地本身没有决定自身价格大小的内在根据。但土地可以有收益。比如一块土地每亩的年平均收益为100元，假定年利率为5%，则这块土地就会以每亩2000元（=100/0.05）的价格成交。如果土地收益的预期不变而市场平均利率变了，比如变成10%，那么地价将下跌一半。这就是在市场竞争过程中土地价格形成的规律。

再以工资的资本化为例。比如，一个人的年工资为2400元，按照资本化的思路，这个人可视为取得2400元收益的资本额。以年平均利率为5%计，这个金额就是4.8万元。在经济学中，“人力资本”被视为一个经济范畴；工资之类的货币收入被视为这个资本的所得；这个资本则是由为了增进一个人的生产能力而进行的投资所形成的。

资本化发挥作用最突出的领域是有价证券的价格形成，这将在第四篇讨论。

### 第三节 现代社会之前的信用

#### 债、usury、高利贷

无论是在东方还是在西方，在资本主义社会之前成千上万年的经济生活中，都存在借借贷贷的信用关系。对于借贷行为，在我国古代称为“债”；在西方称为usury。“高利贷”是usury的译文，把usury译为高利贷，已是定型的译法。

中国的“债”是一个中性词；usury在国外，好像既有中性的用法，也有贬义的用法。对于资本主义社会以前的信用关系，现在已经很少用“债”这个字来概括，而是用usury的译文“高利贷”三个字来概括。就字面诠释，高利贷可理解为利息水平高的借贷。但在人们的观念中，高利贷总是与歌剧《白毛女》中的黄世仁和莎士比亚《威尼斯商人》中的夏洛克形象地联系在一起，即全然是一个贬义词。但是，如果把资本主义社会以前的信用关系笼统地作贬义的认识，也不符合历史实际。

#### 高利率

高的利率（interest rate）水平，是前资本主义社会中借贷的明显特征。之所以出现这样高的利率，是由前资本主义社会中的经济条件所决定的。

那时的阶级由两级构成：一是农民及小手工业者；二是奴隶主和封建地主。农民及小手工业者借钱，或是由于受伤患病、丧葬嫁娶，没有钱办不了事；或是天灾人祸，不借钱无以维持简单再生产，其中包括维持家庭人口的生命。在这种情况下，明知债务负担沉重、难以偿还，也不得不借。

至于在这两级之间的商人阶层，其中相当大的部分既要经商，又是放贷的债主；但同时，部分商人有时也需要拆借钱物作为运营资本。官府也有向商人贷款的情况——“贾人贷官财以权字母”——可见，信用对于支持商业的发展也是一个重要的因素。由于那时的商业经营可以预期高额回报，以至在支付高额利息之后仍然有利可图。

#### 历史上对高利贷的态度

中国古代对高利贷的态度主要有两种：一是把放债与冶铁、煮盐、种田、畜牧、酿造、经商等等同等看待，认为将本求利，无可厚非。二是揭露高利贷的压榨所造成的百姓贫困恶果，但并未主张取缔高利贷。

在古代的西方，不只是对高昂的利率，就是对利息本身也存在彻底否定的看法。在西方的中世纪，反高利贷曾是宗教力量的一项重要政策主张，但这并未能把高利贷排除在经济生活之外。

#### 资产阶级反高利率的斗争

在资本主义经济开始发展的阶段，资本家需要货币资本支持其发展，而极高的利率水平是资本家不能承担的。因此，反对高利率曾是新兴资产阶级为发展自己的事业而斗争的一项重要内容。这种斗争并不是纯粹反对借贷关系，而是要使借贷关系服从资本主义发展的需要，其焦点就是要使利率降到资本所能获得的利润率水平之下。

当高利贷垄断信用事业时，任何降低利率的法令只能一时一地起些作用，而真正动摇其垄断根基的，则是资本主义自身发展所创造的条件，即商品货币关系的极大扩展必然形成大量的货币资本供给，从而使迅速增长的借入货币的需求可以得到满足。

但是，高利贷在丧失了垄断地位之后并未消失。一国之中的特定领域以及落后的国度仍是高利贷的活动地盘，甚至在发达的工业化国家中，在今天，高利贷以暴力逼债和逼死债务人的事件也时有所闻。

#### 如何诠释“高利贷”

根据以上的介绍，如何诠释高利贷并不是可以简单处理的。

当我们用“高利贷”这个词泛指前资本主义社会中的信用关系时，它应包括这样几重含义：

——那时的经济条件决定了它的利率普遍高于现代社会中占主导地位的利率。

——它是高利盘剥的手段，成为摧残再生产的消极力量。

——同时，它也是经济中的必要因素，对于保持农业再生产、发展商业均有积极作用。

如果我们把“高利贷”视为高利盘剥、敲骨吸髓的等义语——这正是今天人们观念中的高利贷，那就不应把它用于概指前资本主义社会中的信用关系。

但是，在实际生活中，包括在一般的经济研究中，极难在“高利贷”之外再设计一个词语，能比较全面地反映现代社会以前的信用关系，好像还得使用“高利贷”一词。只是在使用中应该注意，它有时是专指高利盘剥、敲骨吸髓的贷放行为，有时是泛指既包括高利盘剥、敲骨吸髓的贷放行为，也包括有利于当时经济发展的贷放行为这两方面在内的前资本主义社会的信用关系。

#### 中国的高利贷问题

在半殖民地半封建的旧中国城乡，高利贷是广泛存在的。

在20世纪二三十年代的第二次国内革命战争时期，中国共产党的农村政策可简单概括为“分田废债”。在抗日战争时期，“分田废债”的政策改为“二五减租，分半给息”——“二五”是说佃农交租以产量的25%为度；“分半”则是借债利息率以每月1.5%为度。在新中国成立前后的土地改革中，在债务政策上逐步明确的是废除劳动农民所欠地主、富农和高利贷者的债务，而不是一切债务。这是由于在劳动农民之间也存在着债务关系，而且在农民事实上还有借贷要求的情况下，简单制止，结果只能是迫使公开的放债活动停止，而需要借钱的农民则不得不暗中支付更高的利息。土地改革后提出了借贷自由、利息由双方议定、政府不加干涉的政策。

#### 当前的“民间借贷”

从1979年经济改革与开放政策开始执行直至今天，特别是在农村地区，民间借贷相当活跃。民间借贷大体包括两部分：一是指在民间自发产生的借贷组织形式，如标会、轮会、摇会、抬会、合会等。它们的出现并非政府倡导，从而政府不予支持，也得不到专门法律或法规的保护。二是指无固定组织形式，但严格遵循借贷准则的经济行为，如通过邻里、熟人的中介进行的借贷。

民间借贷是否为高利贷？进行判断的一个关键性界限是：是否显著超出现代信用关系中的利率水平。然而，高到怎样的程度才算高利贷，难有定论。改革开放以来再度活跃的民间借贷，其产生基础并非全是迫于丧葬嫁娶、天灾人祸乃至赌博挥霍之类的紧急需要，应该说有相当大的部分是为了解决经营方面的资金需要。改革开放为私人的经营活动提供了极大的余地，而高的投资回报又使其有可能支付高水平的利率；换言之，这里的高利率并未达到阻碍经营活动发展的水平。

民间借贷之所以活跃，是由于现代的信用体系尚不足以满足经济生活中的借贷需求——广大农村和一些城市居民困难户的借贷需求乃至小型经营活动的小额货币资金需求。面对这种情况，显然不应简单排斥、禁止，而应采取积极的方针。

### 第四节 现代信用活动的基础

#### “信用经济”

有一种说法，认为现代经济可以称为“信用经济”。理由是债权（claim）债务（debt，debt obligation，indebtedness）关系无所不在，相互交织，形成网络，覆盖着整个经济生活。

对于企业经营单位，时时有借入（borrowing）与贷出（lending）。政府几乎没有不发行债券的——不仅在国内发，也往往在国际金融市场上发；而各国政府对外国政府，有时是既借债又放债。个人同样如此。就以我国来说，如果银行不办理储蓄存款业务，那将是不可想象的。至于在广泛存在消费信用的国家，很多个人如不靠分期付款购买耐用消费品乃至房屋，他们将不知如何安排生活。作为经济强国的美国，它的债务负担之大如同它的财富之多一样地出名。截至2010年末，美国债务总额为52.8万亿美元，相当于GDP 14.5万亿美元的3.64倍。

#### 盈余与赤字，债权与债务

观察一个发达的市场经济，可以看到经济生活中的经济行为主体，不管是公司、企业，还是从事不同职业的个人，或是行使国家职能的各级政府，它（他）们的经济活动都不能不伴随着货币的收支。

任一经济行为主体在日常的频繁货币收支过程中，收支两相比较，可能收支相抵、不多不少，但更多的情况或是收大于支，或是支大于收。如果把任何经济行为主体，不管是企业、个人还是政府，都称为单位，那么货币收入大于支出的是盈余（surplus）单位，货币支出大于收入的是赤字（deficit）单位，当然还有一些均衡单位。当经济生活中广泛存在着盈余单位和赤字单位时，通过信用进行调剂的必要性是显而易见的。在金属货币流通的古老社会中，一个单位多余的金、银完全可以埋在地下，不需要发生任何债权债务关系。而在当今，如果你手头上有了支出后节余下来的货币，比如钞票，即使你不把它贷出，那也仍然提供了信用——向发行钞票的银行提供了信用；如果是银行存款，那就是掌握着对那家银行的债权。简言之，任何货币的盈余或货币的赤字，都同时意味着相应金额的债权、债务关系的存在。

而且，盈余单位往往不仅拥有债权，也同时负有债务，盈余是债权、债务抵消后的净债权；同样，赤字单位往往在负有债务的同时也拥有债权，只不过债权小于债务。从这种角度看，收支相抵的单位也并不等于没有债权与债务，而是债权与债务相当。事实上，在现代经济生活中，人们都是在一个债权、债务所交织的无所不覆盖的大网络中活动的。

经济生活中债权、债务频繁变换、消长的信用关系有着自己的规律性。将具有相同经济活动性质的经济行为主体分别归类，剖析其货币收支情况，就可以认识信用关系的动向及其规律。

#### 信用关系中的个人、企业、政府和国际收支

个人的货币收入扣除了缴纳社会保障基金应由个人所负担的份额和应纳税款等缴纳义务后，是个人在当期的货币收入中可以由自己自由支配的部分。这部分叫可支配货币收入（disposable monetary income）。可支配货币收入用于消费后的剩余是储蓄（经济学意义的储蓄）。储蓄可以两种形态存在：一是以实物资产形态存在；二是以货币、票据、股票等形态存在。诸如货币、票据、股票等等，统称为金融资产。把所有的个人作为一个整体，几乎在任何国家中，通常是盈余，从而是货币的主要贷出者。

在日常的经营过程中，由于种种原因，企业经常需要借入款项；与之同时，也经常存在盈余可以贷出。既有贷出的可能，又有借入的需要，所以企业之间存在着广泛的资金调剂。有直接的调剂，但更多的是通过金融媒介所进行的调剂。不过，把所有的企业作为一个整体，资金需求方面与资金供给方面两相比较，在所有国度中，通常是需求大大超过供给。

政府的货币收支主要是从中央到地方的各级财政收支。或是收大于支，形成财政结余；或是支大于收，形成财政赤字。政府一般是货币资金的需求者。即使在盈余或平衡的预算条件下，由于支出先于收入等原因，政府也不时需要借入货币。

一国来自外国的所有货币收入少于对外国的所有货币支出，有赤字，习惯称为国际收支逆差；反之，有盈余，习惯称为国际收支顺差。国际收支顺差，有盈余，是向别国提供信贷的资金来源；国际收支逆差，则该国必须从国外借入资金以平衡赤字。

#### 作为信用媒介的金融机构

个人、企业、政府和有经济联系的国外各单位，它们相互之间的债权、债务有些是直接发生的，但绝大部分都是通过各种金融机构媒介而成的。比如，上述的各单位，有盈余，存入银行；有赤字，从银行贷款，等等。

作为媒介的金融机构，它们有自身的经营收入和日常经营所需的支出，结果可能是盈余，也可能是赤字。在这点上，与其他非金融单位是相同的。但作为金融媒介，它们还有另外一种债权与债务的对比：作为媒介要聚集资金，从而形成它们的债务；作为媒介要把聚集的资金通过诸如贷款等方式投放出去，从而形成它们的债权。在经营过程中可能是对它们的资金需求大于它们所聚集的资金，也可能相反。当出现前一种差额时，将驱使它们寻求可以集聚资金的补充来源；反之，它们将设法寻求把集聚起来的多余资金加以运用的途径。这是非金融单位所不具有的一种特殊差额。

#### 商业信用

与公司、企业的经营活动直接联系的信用有两种形式：商业信用（commercial credit）和银行信用（bank credit）。

典型的商业信用是工商企业以赊销方式对购买商品的工商企业所提供的信用。比如，一个工厂，它所生产的产品需要通过商业网进行销售，如果销售其产品的商店缺乏购买这部分产品所需的货币资本时，就可以采取赊销方式，即约定经过一定期限，如3个月、半年等等，由该商店归还赊销的货款。这种方式对双方都有好处。缺乏购货资本的商店利用这种信用方式，可以购入货物、进行推销并取得商业利润。假如在约定还款期限之前可将商品销售出去，这个商店甚至不必准备自有资本。对于工厂来说，虽然当时没有收入货款，但产品毕竟销售出去了，只是推迟到约定的期限才能收款。产品能否销售具有关键的意义。不能销售，工厂必须考虑是否继续再生产；销售出去虽不能立即收到货款，但这展现了该产品有销售的前景，就可以设法筹集资本继续生产。而产品有销售前景的工厂也易于取得贷款者的信任，因为它们有归还贷款的潜力。

商业信用不仅在各国国内交易中广泛存在，并且也广泛存在于国际贸易之中，对于推动商品交易和经济增长有着重要意义。

### 第五节 现代信用的形式

#### 商业票据和票据流通

商业票据（commercial paper，commercial bill）是一种最古老的金融工具。在商业信用中，赊销商品的企业为了保证自己的权益，需要掌握一种能够受到法律保护的债务文书，在这种文书上说明债务人有按照规定金额、期限等约定条件偿还债务的义务。这类文书称为票据。

一般说来，票据有本票（promissory note）和汇票（bill of exchange，draft）两种。商业本票（commercial paper）是由债务人（如前面举例中的商店）向债权人（如前面举例中的工厂）发出的支付承诺书，承诺在约定期限支付一定款项给债权人；商业汇票（commercial bill）是由债权人（如前面举例中的工厂）向债务人（如前面举例中的商店）发出的支付命令书，命令他在约定的期限支付一定款项给第三人或持票人。汇票必须经过债务人承认才有效；债务人承认付款的手续叫承兑（acceptance）。无论本票还是汇票，期限均不超过1年。

#### 商业信用的作用和局限性

在发达的商品经济中，在工商企业之间存在着种种稳定的经济联系。在联系的过程中，购买的一方可能缺乏必要的货币资本，如果没有商业信用，这种联系就会发生阻滞；如果卖方有能力提供商业信用，生产和流通过程就会比较顺畅。联系是在经济运行过程中以万计、以亿计的点上发生的；是否需要商业信用，在亿万个点的交往中买卖双方即可独立决策。正是通过这种可以分散决策的商业信用活动，润滑着整个生产流通过程，促进经济的发展。这也就是为什么直到今天，商业信用一直广泛存在的原因。

商业信用有严格的方向性。比如说，纺织印染厂可向服装厂提供商业信用，而服装厂不能向纺织印染厂提供商业信用。一般地说，是上游产品企业向下游产品企业提供信用，是工业向商业提供信用。因此，有些企业很难从这种形式取得必要的信用支持。

#### 银行信用

具备如下两个特点的信用是银行信用：（1）以金融机构作为媒介，这里所说的金融机构主要是指银行，同时也包括经营类似银行业务的其他非银行的金融机构；（2）借贷的对象，直接就是处于货币形态的资本。

由于借贷的是作为一般购买手段和支付手段的货币而且有金融机构的中介，所以前面说到的商业信用的局限性，在银行信用这种形式里是不存在的。通常所剖析的信用的灵活调节功能，主要是以银行信用形式作为典型来论证的。

#### 银行家的票据——银行券

银行依据票据提供贷款首先靠的是它们所集聚的货币——在铸币流通时是金、银铸币。当这些集聚起来的货币不足以应付借款需求时，银行家发现，可以签发自己的票据——允诺持有人可据以要求兑付为铸币的票据——来代替企业家个人的票据。由于银行较之一般工商企业主有更大的信用，从而它们签发的票据可以较广泛地为人们所接受。同时，银行家发现签发不定期的，即随时可以向自己要求兑付的票据更为人们所欢迎。而持有者大多不会立即要求银行兑付金、银币。这就使银行家有更大的余地采用签发自己票据的办法来代替工商企业家的票据。由银行家签发的这种可随时兑付的票据就是在上一章中所提到的银行券。

#### 国家信用

国家信用，我们通常是指政府——或者更广泛地说统治当局——的信用，是一种古老的信用形式。传说东周的周赧王还不起债，逃到一个高台上去躲避，因此后人把这个台叫“债台”，“债台高筑”的成语就是从这里来的。

资本主义关系发展起来后，国家信用的最早典型事例是，伦敦城的一群商人为了贷款给英国国王威廉三世，成立了英格兰银行。由于向政府提供贷款支持，使得1694年成立的这家私人银行日后变成了英国的中央银行。

国家也往往是放债人。《周礼·泉府》记载：“民”可以从“泉府”赊贷，有短期无息贷放，有收取利息的贷放，而泉府的收入用于“国事”。隋唐之际，官府有专门用来放债和经营商业活动的本钱，叫“公廨本钱”，收益是官俸的来源。这是把放债作为财政收入手段的例子。北宋王安石变法，其中最重要的两项措施：一是政府向农民贷钱贷实物，一是向商贩贷款，目的则是发展经济，增加财政收入。从革命根据地开始直至中华人民共和国成立，革命政权一直对农民发放农贷，正是这种历史传统的延续。

在现代社会中，国家从国内筹款是内债，从国外筹款是外债。不论内债或外债，在经济生活中都是不可忽视的重要因素。表3—1说明了一些国家政府总债务占GDP比例的状况。



国家信用的主要工具是国库发行的债券，简称国库券［短期国库券（treasury bill）；中期国库券（treasury note）；长期国库券（treasury bond）］。我国自1981年开始发行国库券，属中长期的国库券（注：正式英文译名是treasury bills of P.R.C.。），到2012年4月，国债余额已达6.9万亿元。国家的债务简称国债（national debts）或公债（public debts）。美国是一个负有大量国家债务的国家，据美联储网站的数据，2011年末其政府债务总额为15.2万亿美元，相当于国内生产总值15.17万亿美元的100%。

#### 消费信用

消费信用（consumer credit）是指对消费者个人提供的，用以满足其消费方面所需货币的信用。它是与住房和耐用消费品的销售紧密联系在一起的。

个人取得消费信用，意味着必须从其未来的工薪收入中扣出一部分归还债务。除非将来不仅有收入而且收入稳定，否则就会陷入偿债危机。但放在现代经济生活的背景下来考察，消费信用可以促进消费商品的生产与销售，从而促进经济的增长。据估计，若不采取分期付款这一消费信用的典型支付方式，西方汽车的销售数量将会减少1/3。此外，消费信用对于促进新技术的应用、新产品的推销以及产品的更新换代，也具有不可低估的作用。当然，如果消费需求过高、生产扩张能力有限，消费信用则会加剧过度的市场需求，促使物价上涨，促成虚假繁荣。

我国改革开放之后，开始出现小规模的消费信用。随着经济体制改革的深入，特别是在东南亚金融危机爆发之后，为了拉动内需，保持必要的经济增长速度，加速发展消费信用是所采取的重要措施之一。目前，我国消费信用开展的主要领域是购买住房和汽车。到2010年底，总额已达7.5万亿元。由于消费信贷往往可以对有效需求规模产生一定程度的影响力，因此在我国宏观调控机制向市场化转轨过程中以及转轨完成后，将会较多地借助于调整消费信贷的规模，实现调节总需求的目标。

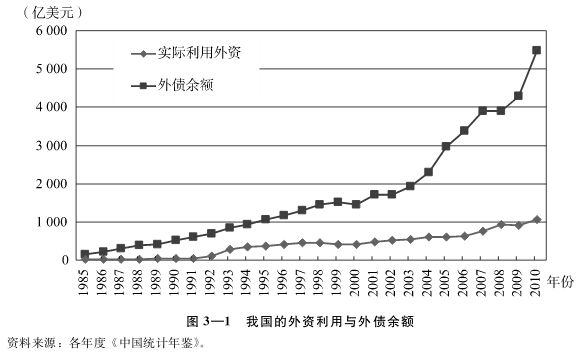
#### 国际信用

国际信用大体可划分为两类方式：

（1）国外商业性借贷（foreign commercial loan）。其基本特征是资金输出者与使用者之间构成借贷双方，它包括出口信贷、银行贷款、债券发行、政府贷款、国际金融机构贷款、补偿贸易和国际租赁等多种具体形式。

（2）国外直接投资（foreign direct investment，FDI）。这是一国资本直接投资于另一国企业，成为企业的所有者或享有部分所有权的一种资本流动形式。一般包括一国的投资者到另一国进行股权式的投资、一国的投资者到另一国进行契约式合营以及一国的投资者到另一国进行独资经营等几种情况。

改革开放之前，在高度集中的计划经济与闭关锁国的政策下，我国坚持“既无外债又无内债”的方针，禁绝国际资本以任何方式流出入。改革开放以后，对待国际信用，从全盘否定、排斥转向发展和利用。从图3—1可以看出我国的外资利用和外债余额的变化趋势。实践证明，合理利用国际信用有利于推动我国经济的持续快速增长。



【复习思考题】

1.你过去对于信用这个经济范畴是怎样理解的？应该怎样界定信用较好？

2.经济学意义上的“信用”，与日常生活和道德规范里的“信用”，有没有关系？是怎样的关系？

3.为什么说在现代经济生活中，信用联系几乎无所不在，以至可以称为“信用经济”？能否谈谈你本人的体验？

4.比较商业信用与银行信用的特点，两者之间有怎样的联系？我国目前为什么大力推广票据的作用？

5.在我国，利用外资包括哪些形式？大量地、长久地利用外国资本是否必然会陷入债务奴隶的境地？

6.1997年以来，我国开始大力发展消费信用，其意义何在？了解一下我国商业银行目前推出的有关消费信用的贷款有哪些类型，大学生助学贷款算不算一种消费信用？

## 第四章 金融范畴的形成与发展

### 第一节 金融及其涵盖的领域

#### “金融”这个由中文组成的词所涵盖的范围

“金融”是由中国字的“金”与“融”组成的词汇。

什么是金融？如果要求的是约略指出它所涵盖的范围，在中国的日常生活中，大体包括：与物价有紧密联系的货币流通，银行与非银行金融机构体系，短期资金拆借市场，资本市场，保险系统，以及国际金融等领域。如用经济学的术语来概括，通常所理解的金融，就是指由这诸多部分所构成的大系统；这个大系统既包括宏观运行机制，也包括微观运行机制。

近年来也有一种理解，即认为“金融”仅指资本市场，仅指资本市场的微观运行机制。相对于上述的日常习惯观念，这样的观念狭窄得多。同时，存在范围稍大的观念，如从资本市场扩及金融机构及其他金融市场。所指范围虽然稍大，但也仅指这个范围内的微观运行机制。

比较上述两者，可以粗略地以“宽”口径、“窄”口径加以区分。

#### “金融”这个中文词并非古已有之

“金融”虽是由中国字组成的词，但在中国并非古已有之。古代文字中有“金”，有“融”，但未见“金融”连在一起的词。《康熙字典》以及在它之前的工具书均无“金”与“融”连用的词。

“金”与“融”连起来组成的“金融”始于何时，无确切考证。最早列入“金融”条目的工具书是：1915年初版的《辞源》和1937年开始刊行的《辞海》。

如何判断“金融”一词在我国的逐步定型是19世纪后半叶，那时正是现代西方文化东渐之际，自然会提出这样的问题：它是从哪一个西文的词翻译而来的？到现在为止，还无这样的考证。现在，在工具书中都是把金融与finance对应（注：英语中的finance源于古法语的finer，其他主要西方语种的相应词也均来自同一词源。）；在日常交往中，人们也是简单互译。但作为经济范畴加以研讨时，中文的“金融”与西文的finance能否全然等同视之？

#### 西方人对finance的用法

西方人对finance的用法也不止限于一种。西方的辞书和百科全书对finance的诠释，大体可归纳为三种口径：

（1）最宽泛的是诠释为货币的事务、货币的管理、与金钱有关的财源等。这是最为普通的用法，具体包括三个方面：政府的货币资财及其管理，归之为public finance，即“国家财政”；工商企业的货币资财及其管理，归之为corporate finance，即“公司理财”；个人的货币资财及其管理，归之为personal budget，即个人收支。这种诠释所概括的范围大于“金融”在中国涵盖的范围。

（2）最狭窄的诠释是把这个词仅用来概括与资本市场有关的运作机制以及股票等有价证券的价格形成。在国外的经济学界，这样的用法通行。近年来，在我国开始流行的对“金融”的狭义解释，即来源于国外对finance的这种用法。

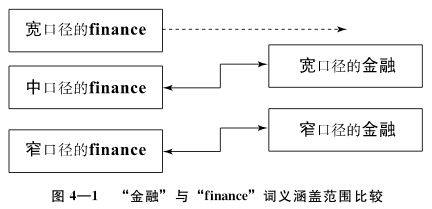
（3）介于两者之间的口径是把这个词所包括的内容诠释为货币的流通、信用的授予、投资的运作、银行的服务等，一些国际组织采用这样的统计口径。事实上，介于两者之间的口径也并非完全划一。

概而言之，西方对finance并非只有一种用法。有的用法的形成较为古老，但至今通用，如第一种用法；有的较新，如第二种用法。不同的圈子、不同的场合有不同的用法，多种用法并存不以为怪。

#### 比较“金融”与“finance”

把中文的“金融”与西文的finance相比较，可绘图如下（见图4—1）。

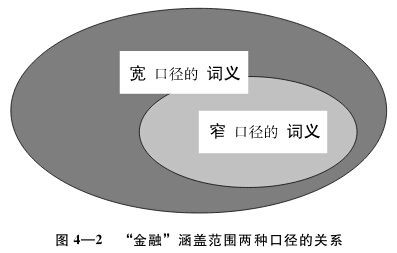
从图4—1可以直观地看出，要强求确定“金融”与“finance”的一一对应关系，事实上是做不到的。所以，“金融”与finance不能强行使之简单恒等。应该做的是弄清两者的对应关系：可以对应的部分和不能对应的部分。这对于学术和商务等方面的交流是必要的。



至于日常以英文注中文的金融，还得用finance；用中文注英文的finance，也还得用“金融”。

#### 如何对待中文“金融”的不同用法以及本教材的约定

就中文词“金融”本身来说，如上指出，事实上是宽口径和窄口径两种主要用法并存。中国人对金融涵盖范围的宽、窄两种口径并不是完全的排斥关系，可以表示如下（见图4—2）。



本教材对“金融”的界定是立足于我国多年来习惯形成的观念。这不仅是出于尊重存在多年的现状，而且也是出于这样观念的形成的确反映了客观事物本身的发展规律。

### 第二节 金融范畴的形成

#### 古代相互独立发展的货币范畴与信用范畴

金融范畴的形成需从货币和信用的发展溯源。

在现代资本主义市场经济之前，货币范畴的发展同信用范畴的发展保持着相互独立的状态。

流通中的货币形态，第一章已经作了描述，其大轮廓是：最初的实物形态；而后的金属铸币形态；再后的信用货币形态。穿插于其间的则有称量的金属货币形态、国家强制行使的纸币形态等等。货币在以实物形态和铸币（包括称量的金属货币）形态存在时，都不是信用的创造。作为货币的实物，如牛、盐、布帛，是劳动产品，不是信用产品。金属铸币的存在也不依存于信用。以中国为例，作为主要流通手段的铜铸币以及后来的银铸币，其形制、成色和重量都是由当政者直接规定的；铸币材料的开采、冶炼、调运，大部分年代也是由朝廷集中组织管理。至于铸造钱币的权力则由国家垄断，大多是在京城和指定的地方设官府机构铸造。

信用的产生，在第三章分析，是与财富非所有权转移的调剂需要相联系的。在前资本主义社会，信用一直是以实物借贷和货币借贷两种形式并存。随着商品货币关系的发展，作为财富凝结的货币在借贷中日益占重要地位。但在货币借贷迅速发展的同时，实物形态的借贷仍然大量存在。信用的发展对于货币的流通确实起过强大的作用。如货币借贷，使不流动的贮藏货币变成流动的，加快了货币流通的速度；基于信用关系的汇兑业务，便利了货币在更广大地区的流动；北宋出现的“交子”是信用凭证，发挥了代替笨重铸币流通和补充铸币不足的作用，并引出了后来的国家强制行使的纸币等等。这一切都说明货币、信用这两者的联系日益增强。但总的看来，货币与信用仍然保持着相互独立的状态。

在西欧前资本主义社会中，货币同信用的关系大体类似。

#### 现代银行的产生与金融范畴的形成

随着资本主义经济的发展，在西欧产生了现代银行。银行家签发允诺随时兑付金、银铸币的银行券。银行券流通的规模迅速扩大，越来越多地代替铸币执行流通手段和支付手段职能。今天在世界各国流通的现钞都属于银行券范畴。同时，在银行存款业务的基础上，形成了既不用铸币也不用银行券的转账结算体系和在这个体系中流通的存款货币——用以结清大额交易的主要货币形态。

18—19世纪，在主要资本主义工业化国家中典型的现象是：一方面，存在着金属铸币制度（金本位制、银本位制、金银复本位制），这是独立于信用活动之外并由国家直接制定、管理的制度。另一方面，铸币流通范围急剧缩小，到19世纪末20世纪初，流通中的贵金属铸币已经很少，大量金、银集中于中央银行：用于转账结算的存款需要提取现金时，以银行券支付；银行券的信誉则由随时可兑取金币、银币来保证。在经济繁荣时期，一国在中央银行集中的贵金属准备，可支持规模比它大几十倍甚至几百倍的银行券和存款货币的流通；一旦危机来临，公众普遍追求现钞，进而追求铸币，则会同时造成货币制度和信用制度的剧烈震荡。发展到这样的地步，货币制度与信用制度的联系，非常明显，已经不可分割。只是由于金属铸币的流通依然存在，货币制度相对于信用的独立性尚未完全泯灭。

第一次世界大战后，在发达的资本主义国家中，贵金属铸币全部退出流通。到20世纪30年代，则先后实施了彻底不兑现的银行券流通制度。这时，货币的流通与信用的活动，则变成了同一过程。任何货币的运动都是在信用的基础上组织起来的：基于银行信用的银行券是日常小额支付的手段；转账结算中的存款货币则是大额支付的主要形式。完全独立于信用活动之外的货币制度已荡然无存。任何信用活动也同时都是货币的运动：信用扩张意味着货币供给的增加，信用紧缩意味着货币供给的减少，信用资金的调剂则时时影响着货币流通速度和货币供给在部门之间、地区之间和微观经济行为主体之间的分布。

当货币的运动和信用的活动虽有多方面联系却终归保持着各自独立发展的过程时，这是两个范畴；而当两者密不可分地结合到一起，那么，在货币范畴和信用范畴存在的同时，又增加了一个由这两个范畴长期相互渗透所形成的新范畴。我们习惯使用的“金融”词义正好符合这一范畴的外延。至于在历史上货币和信用相互渗透的种种形态则应视为金融范畴的萌芽、滥觞、早期形态。

这个范畴在中国的最终形成较晚。到1935年，以法币改革为标志，完全排除了银元的正式流通，完成了金融范畴形成的最后一步。

### 第三节 金融范畴的界定

#### 金融范畴的扩展

伴随着货币与信用相互渗透并逐步形成一个新的金融范畴的过程，金融范畴也同时向投资和保险等领域覆盖。

投资（investment），其古典形式，是个人出资或合伙集资经营农工商业，将本求利。而伴随着金融范畴的形成过程，投资也同时发生了质的飞跃——形成了以股票交易为特征的资本市场。

保险（insurance），无论是财产保险（property insurance）还是人身保险（life and health insurance），其存在的根据，是危险、风险、生命周期，均独立于货币、信用之外。但早期的保险业务往往与贷款业务同处在一个金融机构之中——保险集中的货币资金与货币资金的贷放直接结合。很快，保险集中的货币资金虽然主要不再用以直接贷放，却主要投放于金融市场。在金融市场上，保险资金所占的份额有举足轻重的地位；保单之类的保险合约也成为金融市场上交易的重要金融工具之一。至于其中的人寿保险，其主要部分，从其产生伊始，就是保险与个人储蓄的结合；直到今天，依然如此。而在后来发展的相互人寿保险（mutual life insurance）的形式中，保险又与投资结合起来。所以，从不同角度，保险均成为金融领域的重要组成因素。

此外，信托（trust）与租赁（leasing）等等，或几乎完全与金融活动结合，或大多与金融活动结合，成为金融所覆盖的领域。

#### 对金融范畴的界定

综观金融范畴的形成与发展，大体包括两方面：（1）货币与信用——主要是银行信用——紧密结合为在现实经济生活中难以分开的统一过程；（2）这个统一的过程，从其形成之始就立即向一切它所可能覆盖的经济领域渗透。20世纪70年代以来，世界经济全球化、资本流动国际化、金融商品国际化以及金融交易越发独立化的趋势极为强劲，不断创新的金融实践活动使得经济学家不得不从更为宽泛的视角来考察这一范畴。

就以上分析，金融或可界定为：凡是既涉及货币，又涉及信用，以及以货币与信用结合为一体的形式生成、运作的所有交易行为的集合；换一个角度，也可以理解为：凡是涉及货币供给、银行与非银行信用、以证券交易为操作特征的投资、商业保险，以及以类似形式进行运作的所有交易行为的集合。

【复习思考题】

1.如果你是国内某高校金融学专业的学生，你是否能够在美国高校找到“对口”的专业？

2.中文的“金融”与英文的finance有何异同？为什么对一些学术概念往往有不同的理解和不同的使用方法？应如何面对这样的现实？

3.金融范畴的形成经历了怎样的发展过程？现代金融涵盖了哪些领域？

# 第二篇 金融中介与金融市场

## 第五章 金融中介体系

### 第一节 金融中介及其包括的范围

#### 金融中介、金融中介机构、金融机构

从事各种金融活动的组织，林林总总，统称为金融中介（financial intermediary，financial intermediation），也常称为金融机构（financial institution）、金融中介机构。

金融中介包括的范围极广。在间接融资领域中，与资金余缺双方进行金融交易的金融中介有各种类型的银行；在直接融资领域中，为筹资者和投资者双方牵线搭桥，提供策划、咨询、承销、经纪服务的金融中介，有投资银行、证券公司、证券经纪人、金融市场上的各种基金以及证券交易所；与它们并存的另一大类金融中介是各种保险事业；从事信托、金融租赁、土地和房地产金融活动的，在金融中介系统中也都是重要环节。

“中介”这个用语，在金融领域，常常是指信用关系中借者（borrower）与贷者（lender）之间的中介：从贷者那里借入，再向借者那里贷出。中介有时就是指银行。现在，这样的用法依然相当普遍。但在国际组织和国外金融理论研究中，金融中介这个术语则常做如上的广义运用。本教材在把金融中介作为一个整体讲述时，是采用广义的解释。此外，由于习惯等原因，“中介机构”可能有所专指。在我国，日常生活中讲到的中介机构，常常是指会计师事务所、资信评估事务所之类的中介服务组织。

#### 联合国统计署和国民经济核算体系的分类

联合国统计署统计分类处制定有国际标准产业分类法（ISIC）。

其中，按经济活动类型划分，可把现今世界上的经济活动分成17个大类。Financial intermediation，即金融中介，是其中的一大类，包括的内容是：

（1）金融中介——包括中央银行、存款货币银行、金融租赁以及其他提供信用的信贷活动。

（2）保险和养老基金的活动。

（3）辅助金融中介（如证券交易所、投资银行、投资基金之类）的活动。

按中心产品的分类，共分9大类。金融产品属于服务性质的产品。“金融中介、保险及辅助服务”包括的内容是：金融中介服务；投资银行和证券买卖、承销、包销服务；保险和养老基金服务；金融中介辅助服务。

国民经济核算体系（SNA）对金融业进行了按机构的分类，具体划分是：①中央银行；②其他存款公司（即存款货币银行）；③不是通过吸纳存款的方式而是通过在金融市场上筹集资金并利用这些资金获取金融资产的其他金融中介机构，如投资公司、金融租赁公司以及消费信贷公司等；④金融辅助机构，如证券经纪人、贷款经纪人、债券发行公司、保险经纪公司以及经营各种套期保值的衍生工具的公司等；⑤保险公司和养老基金。

用于满足统计需要的分类是极其精细的。这里的介绍只不过是提供从不同视角观察一个复杂大系统所形成的不同分类和描述。同时也可据以理解：在各种教材和著述中，对金融中介机构体系的介绍不尽相同是完全不足为怪的。

#### 金融服务业与一般产业的异同

金融中介，其经济活动的中心产品是金融服务，也常常称为金融服务业。与其他产业比较，特点极为明显：

（1）在它们的资产负债表中，金融资产与实物资产相比，具有其他产业不能比拟的极高比率。

（2）它们所分别支配、营运的资本规模，与各自的权益资本（equity capital）相比，比率高达十几倍、几十倍，甚至更高。在其他产业中通常达不到这样高的比率。

（3）金融资产极高的持有率，权益资本极低的保有率，决定了高风险的特点。而且它们之间的联系极为紧密，一个环节的振荡，有可能立即扩及其他并导致金融领域的一部乃至整体的振荡。

（4）鉴于这样的特点，对金融中介中的关键部分，特别是大银行，一直存在着必须实施国有化的理论。在实践中，国有化的方针也曾以相当大的声势推行。虽然随后的银行非国有化也有极大的声势，但在一些国家，银行国有依然是客观的现实。同时，不论是国有还是非国有，金融中介通常都处于政府的严格监管之下。

（5）金融中介，作为一种产业，虽然与其他产业部门有极为明显的区别，但其经济活动的目标，与其他产业一样，也是追求利润。国有化的初衷就是使利润目标退居次位，乃至消除，以保证对社会效益的追求居于主导地位。但利润目标对保证经营效率有决定性的意义；降低乃至取消利润目标，也就同时削弱了保证经营效率的动力和机制。

### 第二节 西方国家的金融中介体系

#### 西方国家金融中介体系的构成

为适应高度发达的市场经济的要求，西方国家都有一个规模庞大的金融中介体系。对其种类繁多、形式各异的金融中介机构，可粗略地概括为众多银行与非银行金融机构并存的格局。其中，银行机构居支配地位。

关于银行机构，西方各国的具体设置形式不尽相同，大体可分为中央银行和存款货币银行这两个构成部分。有些不以银行为名但经营性质类似存款货币银行的也应归入存款货币银行一类。

至于非银行金融机构，也称为其他金融机构，其构成极为庞杂。需要注意的是，一些非银行金融机构也有以“银行”命名的。

中央银行和存款货币银行各有专章，这里只对其他一些重要环节分别作简单介绍。

#### 中央银行和存款货币银行以外的金融机构

（1）政策性银行（policy bank）。一般是由政府设立，以贯彻国家产业政策、区域发展政策等为目标的金融机构。对政策性银行来说，盈利目标居次要地位。政策性银行主要依靠财政拨款、发行政策性金融债券等方式获得资金，而且各自有特定的服务领域，不与商业银行竞争。

（2）投资银行（investment bank）。投资银行是专门针对工商企业办理各项有关投资业务的银行。投资银行的名称，通用于欧洲大陆及美国等工业化国家，在英国称为商人银行（merchant bank），在日本则称证券公司。此外，与这种银行性质相同的还有其他各种各样的形式和名称，如长期信贷银行、开发银行、实业银行等。投资银行的资金来源主要依靠发行股票和债券来筹集。

（3）金融公司（financial company）。西方国家的金融公司从事的业务活动与我国的财务公司（英文译名也是financial company）有很大的不同。我国的财务公司是由大经济集团组建并主要从事集团内部融资。而西方金融公司，其资金的筹集主要是靠在货币市场上发行商业票据和在资本市场上发行股票、债券。此外，它汇聚的资金是用于发放消费信贷以及贷放给小企业。一些金融公司由其母公司组建，目的是帮助推销自己的产品。比如，福特汽车公司组建的福特汽车信贷公司就是向购买福特汽车的消费者提供消费信贷。

（4）储蓄银行（savings bank）。储蓄银行是以吸收储蓄存款为主要资金来源的银行。与我国几乎所有的金融机构都经营储蓄业务的情况不同，在西方不少国家，储蓄银行大多是专门的、独立的。

储蓄银行的具体名称，各国有所差异，有的并不以银行相称，往往外文中并无“银行”字样而在我们的翻译中因习惯加上了这两个字。比如，美国有办理储蓄的thrift institution，我们常常译成储蓄银行。

西方国家的储蓄银行既有私营的，也有公营的，有的国家绝大部分储蓄银行都是公营的。

储蓄银行所汇集起来的储蓄存款主要用于长期投资。有些国家明文规定必须投资于政府公债的比例。

（5）农业银行。这并不是一个通用的专门名称，它泛指向农业提供信贷的一类银行。农业受自然因素影响大，对资金的需求有强烈的季节性；农村地域广阔，农户分散，资本需求数额小、期限长；融资者的利息负担能力低；抵押品大多无法集中，管理困难，有不少贷款只能凭个人信誉。这些都决定了经营农业信贷具有风险大、期限长、收益低等特点。因此，西方许多国家专设以支持农业发展为主要职责的银行。

（6）不动产抵押银行（mortgage bank）。不动产抵押银行是专门经营以土地、房屋及其他不动产为抵押的长期贷款的专业银行。它们的资金主要靠发行不动产抵押证券来筹集。法国的房地产信贷银行、德国的私人抵押银行和公营抵押银行等，均属此类。

事实上，商业银行正大量涉足不动产抵押贷款业务。不少抵押银行除经营抵押贷款业务外，也经营一般信贷业务。这种兼营、融合发展呈加强、加速之势。

（7）信用合作社（credit cooperative，credit union）。信用合作社是在西方国家普遍存在的一种确确实实依据“合作社”理念和规范建立的互助合作性金融组织。

有农村农民的信用合作社，有城市手工业者等特定范围成员的信用合作社，这类金融机构一般规模不大。它们的资金来源于合作社成员缴纳的股金和吸收存款；贷款主要用于解决其成员的资金需要。

（8）保险公司。西方国家的保险业（insurance industry）十分发达，各类保险公司是各国最重要的非银行类金融机构。在西方国家，几乎是无人不保险、无物不保险、无事不保险。按照保险种类，各国分别建有财产保险公司、人寿保险公司、火灾及意外伤害保险公司、信贷保险公司、存款保险公司等等。其中，人寿保险金就像流向储蓄机构的储蓄一样；人寿保险单的所有者拥有的实际上是一项固定面值的潜在资产。

保险公司获得的保费收入经常远远超过它的保费支付，因而聚集起大量的货币资本。这些货币资本往往比银行存款更为稳定，是西方国家金融体系长期资本的重要来源。

#### 跨国金融中介

典型的、现代意义上的跨国银行（multinational bank）是随着资本主义的发展而发展起来的。早期跨国银行的业务主要是从事进出口贸易的融资、结算等。第二次世界大战以后，随着跨国企业和国际投资的发展，跨国银行在国外的分支机构日益增多，业务范围日益拓宽；在逐步进入全球化的阶段后，则形成了覆盖全球的庞大网络体系。目前，西方跨国银行在国外分支机构的形式多种多样，包括代表处（representative office）、经理处（agency）、分行（branch）、子银行（subsidiary）、联营银行（affiliate）、国际财团银行（consortium bank）等。

当然，不只是商业银行实施国际性战略，大投资银行、大保险公司，乃至辅助中介单位，如会计师事务所之类，也都着眼于全球性的发展，并同样形成了超国界的网络体系。

### 第三节 中国的金融中介体系

#### 我国金融体系的发展

19世纪中叶，外国银行开始在华设点；中国民族资本的现代银行则是19世纪末才开始创业。到1949年中华人民共和国成立前夕，存在着两个平行的对立金融体系：国民党控制地区的金融体系和共产党领导下的解放区的金融体系。

国民党控制地区的金融体系由以下几个环节构成：占有垄断地位的是中央银行、中国银行、交通银行、农民银行、邮政储金汇业局、中央信托局和中央合作金库；资金非常薄弱的民族资本银行；外资银行；统治着广大农村的高利贷。

与国民党控制地区金融体系相对立的是解放区的金融体系。由于在农村建立了革命根据地并且要从经济上巩固革命根据地，必须发行自己的货币，相应地也必须建立起发行货币的银行。

中华人民共和国金融体系的建立是通过组建中国人民银行、合并解放区银行、没收官僚资本银行、改造私人银行与钱庄以及建立农村信用合作社等途径实现的。1948年底中国人民银行的建立，标志着中华人民共和国金融体系的诞生。

从1953年开始，我国按照苏联模式实行高度集中的计划管理体制及相应的管理方法。与此相适应，金融机构也按照当时苏联的银行模式进行了改造，并建立起一个高度集中的国家银行体系，后来我们把它简称为“大一统”的银行体系模式。对于“大一统”金融体制可作这样的概括：中国人民银行实际上是唯一的一家银行；它的分支机构按行政区划逐级普设于全国各地，各级分支机构按总行统一的指令和计划办事；它既是金融行政管理机关，又是具体经营银行业务的经济实体，是作为政权机构和金融企业的混合体而存在；它的信贷、结算、现金出纳等制度，设计的出发点都是为了严格监督和保证中央高度集中的计划任务的执行和实现。与之同时，还有众多的农村信用合作社。信用社本是作为集体金融组织发展起来的，后来实际上成为中国人民银行在农村的基层机构。

“大一统”金融体制正是高度集中的计划经济管理体制的必然产物。在这种特定的经济体制下，“大一统”的金融体制指挥协调如意，便于政策贯彻，利于全局控制。在第一个五年计划期间，在20世纪60年代初的三年经济调整期间，这种金融体制曾十分明显地表现出自己的效率和优点。问题是，高度集中的计划经济模式与社会生产力发展的要求不相适应。相应地，“大一统”金融模式也必然从根本上缺乏活力和效率。只有当发展社会主义商品经济和发挥企业活力的方针提上日程的时候，克服这种缺点的金融体制改革才有其现实性和迫切性。

经过30余年的改革开放，我国目前形成了以中国人民银行为中心，国有商业银行为主体，多种金融机构并存，分业经营、分业监管的金融中介机构体系格局。随着改革开放的深入发展，这一格局将持续向现代化的方向推进。

#### 中国人民银行

中国人民银行（People's Bank of China），作为国务院组成部门，是制定和执行货币政策、维护金融稳定、提供金融服务的宏观调控部门。

根据《中华人民共和国中国人民银行法》，其具体职能有：依法制定和执行货币政策；按照规定监督管理银行间同业拆借市场、债券市场、外汇市场和黄金市场；防范和化解系统性金融风险，维护国家金融稳定；确定人民币汇率政策，维护合理的人民币汇率水平，实施外汇管理，持有、管理和经营国家外汇储备和黄金储备；发行人民币，管理人民币流通；经理国库；会同有关部门制定支付结算规则，维护支付、清算系统的正常运行；制定和组织实施金融业综合统计制度，负责数据汇总和宏观经济分析与预测；组织协调国家反洗钱工作，指导、部署金融业反洗钱工作，承担反洗钱的资金监测职责；管理信贷征信业，推动建立社会信用体系；作为国家的中央银行，从事有关国际金融活动；按照有关规定从事金融业务活动；承办国务院交办的其他事项。

#### 政策性银行

国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行，是1994年由国有独资商业银行分设出来的三家政策性银行。它们根据政府的决策和意向专门从事政策性金融业务，不以营利为目的，并且根据具体分工的不同，服务于特定的领域。

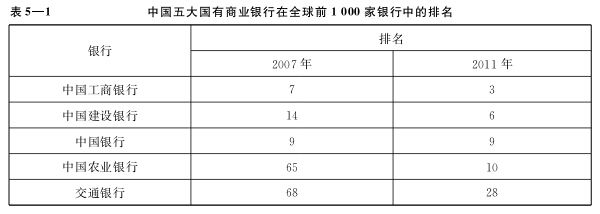
国家开发银行是按照国家有关政策，筹集和引导境内外资金，向国家基础设施、基础产业和支柱产业的大中型基建和技改等政策项目发放贷款；中国进出口银行是执行国家产业和外贸政策，为扩大机电产品和成套设备等资本性货物出口提供政策性金融支持；中国农业发展银行是按照国家相关政策，筹集农业政策性信贷资金，承担国家规定的农业政策性金融业务，代理财政性支农资金的拨付等。

以上三家政策性银行的资金来源主要有三个渠道：一是财政拨付；二是由原来的各国有独资商业银行划出的资本金；三是发行金融债券。2007年末，三家政策性银行合计发放的贷款占该年全部金融机构贷款总量的12.29%；2011年末，这一比例为11.84%。

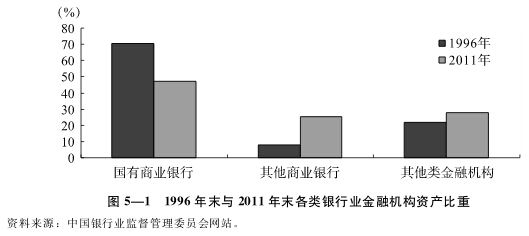
随着我国经济金融形势的发展，三家政策性银行都面临改革与转型的任务。

#### 国有商业银行

处于我国金融中介体系中主体地位的是五家国有商业银行，即中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行和交通银行。目前，国有商业银行无论在人员和机构网点数量上，还是在资产规模及市场占有份额上，在我国整个金融领域中均处于举足轻重的地位，在世界大银行排序中也处于较前列的位置。表5—1为英国《银行家》“全球前1000家银行”排名（按照一级资本）中这五家银行在2007年和2011年的排名。



国有独资商业银行是从计划体制下“大一统”的一家银行体系演化而来的。垄断经营、机构臃肿、人员过多，阻碍着效率的提高。2003年以来，我国加快了国有商业银行改革步伐。中国银行、中国建设银行、中国工商银行、交通银行和中国农业银行先后完成财务重组和股份制改革，成为国家控股商业银行，并成功上市。图5—1显示，1996年国有商业银行所支配的资产占银行业金融机构总资产的比例是70.35%，2011年末这一比例为47.3%。



按照《中华人民共和国商业银行法》的规定，国有商业银行的业务经营范围包括：（1）吸收公众存款；（2）发放短期、中期和长期贷款；（3）办理国内外结算；（4）办理票据贴现；（5）发行金融债券；（6）代理发行、代理兑付、承销政府债券；（7）买卖政府债券；（8）从事同业拆借；（9）买卖、代理买卖外汇；（10）提供信用证服务及担保；（11）代理收付款项及代理保险业务；（12）提供保管箱服务；（13）经中国人民银行批准的其他业务。

#### 金融资产管理公司

1999年3—10月，我国先后建立了华融、长城、东方、信达四家金融资产管理公司（assets management company，AMC）。组建的目的有三：一是收购、管理和处置从工、农、中、建四家国有独资商业银行剥离出来的不良资产，改善它们的资产负债状况，化解潜在的金融风险。二是运用特殊的法律地位和专业化优势，实现不良贷款价值回收最大化，以最大限度保全资产、减少损失。三是通过金融资产管理，支持符合条件的国有大中型亏损企业摆脱困境，并按照现代企业制度的要求转换经营机制，建立规范的法人治理结构。到2011年6月末，四家金融资产管理公司累计处置不良资产15337.6亿元，累计回收现金2833.4亿元，占处置不良资产的18.47%。

目前，随着四家资产管理公司对接收的不良资产的清收处置工作接近尾声，它们将对业务范围和经营方法进行调整，向商业化转型，步入多元化经营轨道。

#### 其他商业银行

自1986年国家决定重新组建股份制商业银行以来，我国陆续建立了12家股份制商业银行，包括中信银行、中国光大银行、华夏银行、广东发展银行、深圳发展银行、招商银行、浦东发展银行、兴业银行、中国民生银行、恒丰银行、浙商银行和渤海银行。到2011年末，股份制商业银行的资产总额为18.38万亿元，占银行业金融机构资产总额的16.2%。

这些商业银行在筹建之初，绝大多数是由中央政府、地方政府、国有企业集团或公司出资创建的，即以国有资本为主，而且大多没有采取股份公司的组织形式。近些年则先后实行了股份制改造。截至2011年底，我国共有11家股份制商业银行和城市商业银行上市，即浦东发展银行、深圳发展银行、民生银行、华夏银行、招商银行、兴业银行、中信银行、中国光大银行、宁波银行、南京银行和北京银行。其他未上市的股份制商业银行也都在积极创造上市条件，以期加速向现代商业银行的方向发展，完善股权结构及公司治理结构，实现经营机制的进一步转化。

1998年，从北京开始，陆续出现了以城市名命名的商业银行。它们是由各城市原来的城市合作银行合并组建而成的，而原来的城市合作银行则是在原城市信用合作社的基础上组建的。这些城市商业银行是由城市企业、居民和地方财政投资入股组成的地方性股份制商业银行，主要功能是为本地区的经济发展融通资金，重点为城市中小企业的发展提供金融服务。截至2011年末，全国共有151家城市商业银行。

#### 投资银行、券商

在我国，没有直接以投资银行命名的投资银行。1995年8月，依据《中外合资投资银行类机构管理办法》，中国建设银行与美国投资银行摩根士丹利公司等五家金融机构合资组建了中国第一家中外合资投资银行——中国国际金融有限公司。此外，为剥离不良债权而成立的四家金融资产管理公司也准许经营投资银行业务。

但为数众多的证券公司（securities company），实际是金融中介机构体系中投资银行这一环节的主要力量。证券公司又称券商（securities dealer），是以经营证券业务为主的金融机构。截至2011年末，全国共有证券公司106家，总资产约1.97万亿元，净资本约4320亿元。

我国证券公司分两类：综合类证券公司和经纪类证券公司。前者可从事证券承销、经纪、自营业务，而后者只能从事证券经纪类业务。

目前，我国的证券公司与国外成熟的现代投资银行存在着明显的差距，尚不能充分发挥投资银行的职能，主要表现在：证券公司的业务经营范围比较狭窄，除了经营证券业务等传统的投资银行业务之外，对公司并购、公司理财、项目融资、资产管理等业务的开展极为有限或尚未涉足。

#### 农村信用合作社和城市信用合作社

农村信用合作社（rural credit cooperatives）是20世纪50年代中期在全国广大农村普遍组建起来的。

在原有的计划经济体制下组建起来的农村信用合作社，定性为农村集体金融组织，其组建的原则是：农民入股；社员民主管理；主要为入股社员服务。农村信用合作社的主要业务活动是经营农村个人储蓄以及向农户贷款等。然而，在其几十年的发展中，长期是作为国家银行的基层机构存在，应该说并不具有世人通常理解的“合作”性质。

自改革开放后到1996年下半年，我国对农村信用合作社进行了多次整顿、改革，基调一直是使其恢复合作制的性质。要使事实上从不具有“合作”性质的农村信用合作社恢复合作制的性质，不可能取得成功。2003年年中，明确应把农村信用社逐步办成由农民、农村工商户和各类经济组织入股，为农民、农业和农村经济发展服务的社区性地方金融机构。截至2010年末，农村信用社共20438家，总资产4.1万亿元，占当期银行业总资产的7.8%。

为加快解决我国广大农村地区银行业金融机构网点覆盖率低、金融供给不足、竞争不充分等问题，2006年末，同意新增三类农村金融机构：一是村镇银行；二是社区性信用合作组织，主要设在村和乡镇一级；三是专营贷款业务的子公司，由商业银行和农村合作银行设立。目前，这三类机构的设立和经营还处于试点阶段。

城市信用合作社（urban credit cooperatives）是在改革开放初期发展起来的。实践中，从一开始，绝大部分城市信用合作社的合作性质就不明确，同样存在名不副实的问题，而且其中不少城市信用合作社由于靠高息揽存支持证券、房地产投机，纷纷陷入难以为继的困境。在20世纪90年代中期之后，我国开始着手整顿城市信用合作社：先是合并组建城市合作银行，随即在1998年完成了将约2300家城市信用合作社纳入90家城市商业银行的组建工作。现在，依然存在少数独立的城市信用合作社。到2011年末，全国共有城市信用合作社48家。

#### 信托投资公司

我国的信托投资公司（trust and investment companies）是在经济体制改革后创办起来的。比如，现已发展为金融、投资、贸易、服务相结合的综合性经济实体的中国国际信托投资公司，就是创办于改革之初的1979年，而后又陆续设立了一批全国性信托投资公司以及为数众多的地方性信托投资公司与国际信托投资公司。

信托（trust），就世界上这项业务的发展来看，其基本含义是：接受他人委托，代为管理、经营和处理经济事务的行为。我国信托投资公司的建立，虽以“信托”为名，但实际是经营一般的商业银行业务，而典型的信托业务却没有发展起来。

对信托投资公司的整顿经历过多次。2002年，中国人民银行公布了《信托投资公司管理办法》，2007年修订并重新颁布了信托公司主要监管规定。目前，我国信托公司共有55家。

#### 财务公司

我国的财务公司（financial companies）是由企业集团组建的。第一家企业集团财务公司建立于1987年。

财务公司的特点就是为集团内部成员提供金融服务，其业务范围都限定在集团内部。2004年修订后的《企业集团财务公司管理办法》规定：财务公司是以加强企业集团资金集中管理和提高资金使用效率为目的，为其成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构。截至2011年末，我国共有企业集团财务公司107家。

#### 金融租赁公司

我国的金融租赁业（financial leasing）起始于20世纪80年代初期。金融租赁公司的创建，大多是由银行、其他金融机构以及一些行业主管部门合资，如中国租赁有限公司、东方租赁有限公司等。总的看来，经营活动没有得到发展。根据对金融业实行分业经营、分业管理的原则，也要求租赁公司与其所隶属的银行等机构脱钩，实行独立经营。2011年末，全国的金融租赁公司共有11家，资产规模5261亿元，所有者权益625亿元。2012年第一季度，我国金融租赁资产超过6000亿元。

#### 小额贷款公司

2005年末，山西平遥县两家小额贷款公司成立。2008年5月4日，中国银监会和中国人民银行联合发布《关于小额贷款公司试点的指导意见》（银监发［2008］23号）。到2011年12月末，小额贷款公司迅速扩展至4282家，贷款余额3915亿元。从总体上看，小额贷款公司发展势头强劲，但也逐步暴露出一些问题，比如贷款大额化、利率较高等。

小额信贷公司的业务特点包括以下几方面：一是只贷不存，公司主要依靠股本金发放贷款。二是利率放开，小额信贷公司的利率可自由浮动，但不能超过法定利率的4倍。三是有特定的服务对象，主要服务于“三农”，“三农”贷款不得低于总贷款的70%。四是业务区域受限制，只能服务于所在的行政区域，不能跨区。五是个人出资，小额信贷公司资本金不得低于1500万元，投资者应是自然人。

#### 邮政储蓄机构

邮政储蓄（postal savings）是指与人民生活有紧密联系的邮政机构，在办理各类邮件投递和汇兑等业务的同时，办理以个人为主要对象的储蓄存款业务。世界上，邮政机构办理储蓄已有几百年的历史，大多数较发达国家几乎都有邮政储蓄。新中国成立前，在我国曾有邮政储金汇业局。

为了有效地利用遍及全国城乡邮政机构的现有基础设施，并发挥它们点多、面广、相关业务联系密切和四通八达的电信网络等优势，从1986年2月起，邮政储汇局在全国开办邮政储蓄业务。邮政网点吸收的储蓄全部缴存中国人民银行。2007年3月，中国邮政储蓄银行正式挂牌。邮政储蓄银行成立以后，邮储资金不再像过去那样全部缴存中国人民银行，新增存款由其自主运用。2011年末，邮政储蓄银行的总资产为41278.8亿元。

#### 保险公司

改革开放以来，我国保险业发展迅速。1988年以前，保险业由中国人民保险公司独家经营。后来，保险市场主体逐步增加。例如，中国太平洋保险公司、中国平安保险公司等多家保险公司先后加入保险系统。而原中国人民保险公司则分别组建成现在的中国人民保险公司、中国人寿保险公司和中国再保险公司。

改革开放以来，许多外国保险公司看好中国保险市场的巨大发展潜力，纷纷来华设立分公司及代表处，并积极与中国保险公司组建合资保险公司。

截至2011年末，全国共有保险机构116家，其中7家在境内外上市；专业保险中介机构2488家，其中保险代理公司1866家，保险经纪公司347家，保险公估公司275家；共有兼业保险代理机构16.25万家。

2011年全国年保费收入为14339.25亿元，其中财产险收入占32.2%，人身险收入占67.8%。2011年保险公司总资产达到60138.10亿元。我国保险业的发展与国际上还存在明显差距。保险深度（insurance intensity），即保费收入占GDP的比例，不到4%；保险密度（insurance density），即人均保费，约为1000元。而世界平均保险深度为8%，保险密度超过500美元。

#### 投资基金

我国的投资基金（investment funds）最早产生于20世纪80年代后期，在这期间，面向国内发行的基金，市场上习惯叫老基金。

我国较为规范的证券投资基金在1997年《证券投资基金管理暂行办法》（以下简称《办法》）出台之后产生。根据《办法》的要求，对老基金进行了清理规范，同时审批新基金的设立。1998年开始陆续发行上市的是证券投资基金（security funds）中的封闭式基金（closed-end investment funds）。2000年，证监会发布《开放式证券投资基金试点办法》，这标志着我国开放式基金（open-end investment funds）发展的起点。截至2012年3月，开放式基金共有919只，基金份额共计25441.21亿份，管理的资产净值达到20719.84亿元，占全部基金总资产的93.72%；封闭式基金共80只，占全部基金资产的6.28%。截至2012年5月末，全国共有基金管理公司72家。2012年6月，成立了基金行业的自律组织——中国证券投资基金业协会。

近年来，我国存在着带有私募基金（private placement）性质的投资基金。其中，最为常见的是私募证券基金，它是指以非公开方式向特定投资者募集资金，并以证券为投资对象的投资基金。这类基金的出现和发展反映了集合投资制度的客观要求，但我国至今未从法律上给予私募证券基金（不是指私募股权投资）明确定位。2003年颁布的《证券基金投资法》，只针对公募基金。2009年正式启动该法的修订，私募基金是否被纳入法律规范，备受关注。

#### 汇金公司、中国投资有限责任公司

中央汇金投资有限责任公司（简称汇金公司）成立于2003年12月。汇金公司根据国家授权，运用外汇储备对国有重点金融企业进行股权投资。目前，由其控股、参股的金融机构包括中国工商银行、中国银行、中国建设银行、国家开发银行、光大银行、中国建投、银河金控、申银万国、国泰君安、中国再保险集团公司等。

中国投资有限责任公司于2007年9月成立，是依据《中华人民共和国公司法》设立的国有独资公司，公司注册资本金为2000亿美元。近年来，我国的外汇储备增长迅速。如何管理好巨额外汇储备，以规避国际市场金融风险、提高投资收益，就成为重要而紧迫的问题。由此，专事外汇投资运作业务的中国投资有限责任公司得以设立。该公司成立后，中央汇金投资有限责任公司并入。对内，中国投资有限责任公司作为控股银行的股东，履行出资人责任，实现国家资本的保值增值；对外，作为国家主权基金，其投资业务以境外金融组合产品为主。

#### 在华外资金融机构

随着对外开放的深入，我国对于外资金融机构（包括外资独资、中外合资）开放金融市场的步伐逐步加快。目前，在我国境内设立的外资金融机构有如下两类：

（1）外资金融机构在华代表处（representative office）。外资金融机构在华代表处的工作范围是：进行工作洽谈、联络、咨询、服务等非营业性活动，不得开展任何直接盈利的业务。在华设立代表处，是外资银行进入中国必须走的一个步骤。1979年，日本输出入银行在北京设立了第一家外资银行的代表处。截至2011年底，有47个国家和地区的185家银行在华设立了216家代表处。

（2）外资金融机构在华设立的营业性分支机构和法人机构，包括外国独资银行、外国银行分行、合资银行、独资财务公司、合资财务公司等。它们的经营活动受中国有关外资金融机构的管理办法规范。截至2011年底，共有25个国家和地区的74家外国银行在华设立320家分行。至2010年末，我国已经批准40家外资银行将其在我国境内的分支机构改制为法人机构。

### 第四节 国际金融机构体系

#### 国际金融机构的形成和发展

进行国际金融活动的政府间国际金融机构，其发端可以追溯到1930年5月在瑞士巴塞尔成立的国际清算银行（Bank for International Settlements，BIS）。

第二次世界大战后建立了布雷顿森林国际货币体系，并相应地建立了几个全球性国际金融机构，作为实施这一国际货币体系的组织保证。它们是国际货币基金组织（International Monetary Fund，IMF）、简称世界银行的国际复兴开发银行（International Bank for Reconstruction and Development，The World Bank）、国际开发协会（International Development Association，IDA）和国际金融公司（International Finance Corporation，IFC）。

从1957年到20世纪70年代，欧洲、亚洲、非洲、拉丁美洲、中东等地区的国家先后建立起区域性的国际金融机构，如泛美开发银行（Inter-American Development Bank，IADB）、亚洲开发银行（Asian Development Bank，ADB）、非洲开发银行（African Development Bank，AFDB）和阿拉伯货币基金组织（Arab Monetary Fund，AMF）等等。

国际金融机构在发展世界经济和区域经济方面发挥了积极作用。例如，组织商讨国际经济和金融领域中的重大事件，协调各国的行动；提供短期资金，缓解国际收支逆差，稳定汇率；提供长期资金，促进许多国家的经济发展。不过，这些机构的领导权大多被西方发达国家所控制，发展中国家的呼声和建议往往得不到应有的重视和反映。

#### 国际清算银行

国际清算银行是由英国、法国、意大利、德国、比利时、日本的中央银行和代表美国银行界的摩根保证信托投资公司、纽约花旗银行和芝加哥花旗银行共同组成，其创建的目的是为了处理第一次世界大战后德国赔款的支付和解决德国国际清算问题，隶属于第一次世界大战后的“国际联盟”。第二次世界大战后，其宗旨改为促进各国中央银行间的合作，为国际金融往来提供额外便利，以及接受委托或作为代理人办理国际清算业务等。

该银行在当前依然相当活跃，对银行实施国际监管的著名《巴塞尔协议》及随后的相关文件就是出自这个银行。

国际清算银行的业务范围可以分为以下四部分：

（1）邀请世界各国的中央银行行长和官员商讨国际金融合作问题。对国际金融体系的稳定进行监测和维护，一直是会议的中心议题。

（2）从事货币和金融问题——偏重于与中央银行有关问题的研究。

（3）为各国中央银行提供各种金融服务。

（4）作为协助执行各种国际金融协定的代理和受托机构，为执行协定提供便利。

该行建立时只有7个成员国，现已发展为45个成员国和地区。中国人民银行于1996年11月成为该行股东并积极参与该行的各项活动。

#### 国际货币基金组织

它是根据1944年联合国国际货币金融会议通过的《国际货币基金组织协定》建立的，是联合国的一个专门机构。在国际货币基金组织建立之初，参与的成员国为39个；2011年，其成员国已达188个。

国际货币基金组织的宗旨是：通过会员国共同研讨和协商国际货币问题，促进国际货币合作；促进国际贸易的扩大和平衡发展，开发会员国的生产资源；促进汇率稳定和会员国有条不紊的汇率安排，避免竞争性的货币贬值；协助会员国建立多边支付制度，消除妨碍世界贸易增长的外汇管制；协助会员国克服国际收支困难。

国际货币基金组织是以会员国入股方式组成的按企业经营规则运作的金融机构。国际货币基金组织的最高权力机构是理事会，由各会员国选派理事和副理事各一人组成；处理日常业务的机构是执行董事会。国际货币基金组织的重大问题都由理事会或执行董事会通过投票表决的方式做出决定。会员国投票权的多少取决于该国所认缴的基金份额的多少。美国拥有的投票权占全部投票权的20%以上，因此它在国际货币基金组织的决策中起决定性的作用。

特别提款权（special drawing right，SDR）是基金组织于1969年创造的记账单位。在此以前，基金组织的记账单位是美元。

国际货币基金组织的资金来源主要是会员国认缴的基金份额。国际货币基金组织设有多种贷款，根据不同的政策向会员国政府提供资金：

（1）普通贷款。这是国际货币基金组织最基本的一种贷款，用于解决会员国一般国际收支逆差的短期资金需要。贷款的最高额度为会员国所缴份额的125%。

（2）中期贷款。它用于解决会员国国际收支困难的中长期资金需要，贷款期限为4~10年，贷款的最高额度为会员国所缴份额的140%。

（3）出口波动补偿贷款。它主要解决发展中国家的初级产品因国际市场价格下降或进口成本过高而面临国际收支逆差不断扩大的困难，贷款期限为3~5年，贷款最高额度为会员国所缴份额的100%。

中国本是国际货币基金组织的创始国之一。中华人民共和国成立之后，由于美国等少数国家的阻挠，直到1980年4月，国际货币基金组织才通过了恢复中国代表权的决定。在开始时，我国认缴的基金份额为47亿特别提款权，投票权占总投票权数的2.22%，经过增资和认购份额的调整，在2010年最新一轮IMF改革之后，中国成为IMF第三大股东国，特别提款权份额增至6.39%，投票权上升到6.07%，仅次于美国和日本，居世界第3位。不过，改革后拥有17.67%份额的美国依旧拥有“否决权”。

对于国际货币基金组织在稳定国际货币秩序方面所发挥作用的评价，分歧极大。这样的分歧不仅存在于发达国家（特别是美国）与欠发达国家之间，在发达国家的经济学者之间，肯定与否定的分歧也极为鲜明。当一些国家或地区陷入国际收支困境甚至陷入货币制度振荡时，基金总要开出自己的药方；而要从基金取得财力支援，一个最为关键的条件是提出的符合摆脱困境的财政金融措施方案要与基金药方的要求吻合。但实践表明，基金开出的药方常常是颇成问题，乃至是错误的。

#### 世界银行

世界银行是与国际货币基金组织同时组建的国际金融机构，它有两个附属机构，即国际开发协会和国际金融公司，三者统称世界银行集团。

世界银行主要是向成员国提供长期的优惠贷款。

世界银行建立之初有39个会员国，至2011年末增至187个，它是按股份公司原则建立起来的金融机构。世界银行的最高权力机构是理事会，负责处理日常业务的机构是执行董事会，执行董事会选举行长。

世界银行的资金来源主要有：（1）会员缴纳的股金。数额多少以它们在国际货币基金组织中分摊到的份额为准。至1980年1月，法定资本增至705亿特别提款权。（2）向国际金融市场借款，特别是发行中长期债券。（3）出让债权，即将其贷出款项的债权转让给私人投资者（主要是商业银行），以收回部分资金。（4）经营中的利润收入。

世界银行的主要业务活动是向发展中国家提供长期的生产性贷款。贷款只提供给会员国中低收入国家和由政府担保的国营企业或私营企业，贷款条件一般比国际资金市场上的贷款条件优惠。世界银行的贷款一般要与特定的工程项目相联系，称为项目贷款。贷款一般只提供该项目所需建设资金总额的30%~40%，项目建设费用中的当地货币部分应由本国政府筹措。

我国与世界银行的业务往来远比国际货币基金组织多。2010年，我国向世界银行认购的股份占该行总股份的2.85%，获得的投票权占总投票权的2.77%。2010年4月25日，世界银行发展委员会通过了新一阶段投票权改革方案，中国在世界银行的投票权从2.77%提高到4.42%，成为世界银行第三大股东国，仅次于美国和日本，见表5—2。



至2011年末，我国共获得世界银行贷款约478亿美元，分别用于326个建设项目。随着我国经济的快速发展，世界银行认为中国已接近中等发达国家水平。因此，从1999年7月起，将不再对我国提供优惠的软贷款。这会对我国利用世界银行贷款的规模和结构产生一定影响。

国际开发协会是专门对较穷的发展中国家发放条件优惠的长期贷款的金融机构。

国际金融公司的主要任务是对属于发展中国家会员国中私人企业的新建、改建和扩建等提供资金；促进外国私人资本在发展中国家的投资；促进发展中国家资本市场的发展。

#### 亚洲开发银行

在区域性的国际金融机构中，亚洲开发银行，习称亚行，与我国关系密切。

亚行1966年在东京成立，行址设在菲律宾首都马尼拉，成立初期有34个国家参加，2007年增加到67个。

亚行的宗旨是通过发放贷款和进行投资、技术援助，促进本地区的经济发展与合作。其主要业务是向亚太地区加盟银行的成员国和地区的政府及其所属机构、境内公私企业以及与发展本地区有关的国际性或地区性组织提供贷款，贷款分为普通贷款和特别基金贷款两种。前者贷款期为12~25年，利率随金融市场的变化调整；后者贷款期为25~30年，利率为1%~3%，属长期低利优惠贷款。

亚洲开发银行的资金来源主要是加入银行的国家和地区认缴的股本、借款和发行债券，以及某些国家的捐赠款和由营业收入所积累的资本。截至2009年5月，日本和美国同为亚行最大股东，各持有15.571%的股份和拥有12.756%的投票权。

中国于1986年3月10日正式成为亚行成员，目前为亚行第三大股东国，持股6.429%，拥有5.442%的投票权。到2011年底，中国共获亚行贷款项目148个，承诺金额约220亿美元。中国还是亚行技术援助赠款的累计第一大使用国，截至2011年，共获技术援助赠款3.2亿美元，涉及647个项目。

目前，亚行已将80%的贷款业务转移到具有比较优势的基础设施、环境、区域合作和一体化、金融部门发展、教育五个核心业务领域。

【复习思考题】

1.金融中介所指的范围有大有小，通常使用的口径有几个？

2.对金融中介机构的分类有各种标准。对它们进行分类为什么很不容易？

3.试分门别类说明我国当前金融机构体系的构成，并同主要西方国家的金融机构体系进行比较：它们的共同之处有哪些方面？主要差异可归结为几点？

4.比较直接融资市场和间接融资市场上金融中介的异同，试分析这两种金融中介在我国的发展状况。

5.了解改革开放以来我国金融机构体系的变化，分析变化的原因和未来的发展趋势。

6.为什么说金融中介机构多样化是市场经济发展的客观要求？我国有庞大的金融机构体系，为什么还广泛存在着民间借贷？

7.你是否了解我国在几个国际金融机构中的活动状况？

## 第六章 存款货币银行

### 第一节 存款货币银行的产生和发展

#### 存款货币银行名称的由来

在金融中介体系中，能够创造存款货币的金融中介机构，国际货币基金组织曾把它们统称为存款货币银行（deposit money banks）；如今，在IMF和中国人民银行的统计中又称“存款性公司”。西方国家的存款货币银行主要是指传统称为商业银行或存款银行的银行；我国的存款货币银行包括国有商业银行、政策性银行中的中国农业发展银行、其他商业银行、信用合作社及财务公司等金融机构。

追本溯源，存款货币银行有极为久远的发展历程。

#### 古代的货币兑换和银钱业

随着商品货币关系的推进，在古代的东方和西方，都先后有货币兑换商（money dealer）和银钱业（banking）的发展。它们的职能主要是：

（1）铸币及货币金属块的鉴定和兑换。由于小国林立，各国铸币单位不同，要进行交易，必须进行兑换；一国之内的铸币，也往往成色各异、重量不一。这都需要鉴定和换算。

（2）货币保管。委托保管与现代存款不同，不仅得不到利息，而且还要缴纳保管费。

（3）汇兑。往来于各地的商人，为了避免长途携带货币的风险，可以在此地把货币交给它们，然后持它们的汇兑文书到彼地所指定的处所提取货币。

随着兑换、保管、汇兑业务的发展，这些古老的银钱业主手中聚集了大量的货币，自然而然地也就发展了贷款业务。当他们不仅依靠上述古老业务所聚集的货币资金贷款，而且还要靠向货币持有者以提供服务和支付利息为条件吸收存款来扩展贷款业务时，则意味着古老的银钱业向现代银行业的演变，但质的转化是直到资本主义生产关系发展之后才完成的。由于封建社会的长期停滞，中国古老的银钱业一直未能自我实现向现代银行业的跨越。

所以，对于现代银行业（banking）的兴起，还需要从西方考察。

#### 现代银行的产生

1580年，在当时世界商业中心意大利建立的威尼斯银行是历史上首先以“银行”为名的信用机构。

1694年，在英国政府的支持下，由私人创办的英格兰银行是最早出现的股份银行，它的正式贴现率（discount rate）一开始就规定为4.5%~6%，大大低于早期银行业的贷款利率。英格兰银行的成立，标志着现代银行制度的建立，也意味着动摇了高利贷在信用领域的垄断地位。至于各资本主义国家纷纷建立起规模巨大的股份银行，则是在18世纪末到19世纪初这段期间。

#### 旧中国现代商业银行的出现、发展及构成

当西方资本主义国家先后建立起自己新的银行体系时，中国信用领域内占据统治地位的依旧是旧式的票号和钱庄。直到1845年，中国才出现第一家新式银行——英国人开设的丽如银行。此后，至19世纪末，英国的其他银行以及各帝国主义列强的银行，相继到中国设立了一批分支机构。

最初，助长中国自身银行业产生和发展的主要社会条件是：外国资本主义在华贸易的发展，使得集中到沿海、沿江通商口岸和各大城市的资金要求有新式的银行对之进行调剂；兴办工矿交通事业以挽回权利运动的高涨刺激了国民兴办银行的愿望；同时，清政府基于财政需要也想兴办银行。中国自办的第一家银行是1897年成立的中国通商银行，它的成立标志着中国现代银行事业的创始。这家银行是以商办面目出现的股份银行，但实质上受控于官僚、买办。1904年成立了官商合办的户部银行（1908年改为大清银行，1912年又改为中国银行）；1907年设立了交通银行，亦为官商合办性质。与此同时，一些股份集资或私人独资兴办的较典型的民族资本商业银行也陆续建立。第一次世界大战及其以后的几年，随着民族资本主义工商业的发展，中国的私人银行业有一个发展较快的阶段，仅在1912—1927年间就新设立了186家。

1927年以后，在国民党当政期间，系统地开始了官僚资本垄断全国金融事业的进程：由国民党政府直接参股，控制中国银行、交通银行和组建中国农民银行；同时，以多种形式渗入和控制民族资本商业银行。那时，稍具规模的民族资本商业银行都直接或间接地受控于国民党官僚资本。

#### 商业银行的作用

商业银行区别于一般工商业的地方，在于它的特定经营活动内容和职能作用：

（1）充当企业之间的信用中介。通过吸收存款，动员和集中社会上闲置的货币资本，再通过贷款或投资方式将这些货币资本提供给经营产业的资本家使用，银行成为货币资本贷出者（lender）与借入者（borrower）之间的中介。这有助于充分利用现有的货币资本。

（2）充当企业之间的支付中介。通过为各个资本家开立账户，充当资本家之间货币结算与货币收付的中间人。在这里，银行是以资本家的账户和出纳的资格出现的，由此可加速资本周转。

（3）变社会各阶层的积蓄和收入为资本。将原来预定用于消费的积蓄和收入，通过银行汇集起来，提供给企业家作为资本运用。这可以扩大社会资本总额。

（4）创造信用流通工具。在上述各项业务的基础上，商业银行成为银行券和存款货币的创造者。发行银行券的权利后来被取消了，但在组织支票转账基础上对存款货币的创造，则在经济生活中发挥着日益重要的作用。对于存款货币的创造，将在第十四章讨论。

#### “金融资本”与垄断

存款货币银行在其经营活动中，与工商企业所存在的密不可分的经济交往，也就是银行资本与产业资本的关系，在19世纪末期就受到政治经济界的特别关注。

20世纪初，经济学家希法亭（Hilferding）在他的《金融资本》一书中论证了资本主义经济发展的积聚和集中造成了大银行对工商业的控制和大银行与大工商企业的结合，并首次提出了金融资本（financial capital）的概念。这一理论研究成果受到国际共产主义运动人士的普遍重视。列宁吸收了希法亭的研究成果，并做出银行由中介人变成了垄断者，成为资本主义国民经济体系神经中枢的论断。

经过一百年，西方发达国家的经济和金融状况几经变化，但大银行与大工商企业的关系依然受到关注。单纯的存、贷、结算等金融服务的联系，这是早期的银行与工商业者之间的主要联系形式。直到今天，这种联系形式依然是作为双方建立联系的起点而广泛存在。在单纯金融服务联系基础上的银行资本与产业资本的相互渗透，百年来，其紧密程度时低时高，但一直在发展变化，这反映了相互渗透的必然性。但是，存款货币银行与工商业之间过分紧密以至合二为一的联结，也不断暴露出操纵市场、不利于金融稳定等消极面。因而，在发达的市场经济国家，对于这样的相互渗透、联结，也一直有所限制，并构成反垄断政策方针的重要内容。

### 第二节 分业经营与混业经营

#### 商业银行的两种类型：职能分工型与全能型

按经营模式划分，商业银行分为职能分工型银行（functional division commercial bank）和全能型银行（multi-function commercial bank）。所谓职能分工，其基本特点是，法律限定金融机构必须分门别类、各有专司：有专营长期金融的，有专营短期金融的，有专营有价证券买卖的，有专营信托业务的，等等。职能分工体制下的商业银行与其他金融机构的最大差别在于：（1）只有商业银行能够吸收使用支票的活期存款；（2）商业银行一般以发放1年以下的短期工商信贷为其主要业务。全能型银行，又有综合型商业银行（comprehensive commercial bank）之称，它们可以经营包括各种期限和种类的存款与贷款的一切银行业务，同时直至可以经营全面的证券业务等。

我们称职能分工型模式为分业经营、分业监管模式；相应地，全能型模式则称为混业经营、混业监管模式。

20世纪30年代大危机之前，各国商业银行大多经营多种业务，属全能型、综合型银行。不少西方经济人士将1929—1933年大危机中的全面金融危机归咎于银行的综合性业务经营，尤其是长期贷款和证券业务的经营。据此，许多国家认定商业银行只宜经营短期工商信贷业务，并以立法形式将商业银行类型和投资银行类型的业务范围做了明确划分。比如美国在1933年通过的《格拉斯斯蒂格尔法》（Glass-Steagall Act）中规定：银行分为投资银行和商业银行；属于投资银行经营的证券投资业务，商业银行不能涉足。其后，美国又在相继颁布的法案中强化和完善了职能分工型银行制度。日本、英国等国家也相继实行了职能分工经营制度。

不过，德国、奥地利、瑞士以及北欧等国继续实行混业经营，商业银行可以从事各种期限的存款、贷款以及证券业务。赞成全能模式的理由是：通过全面、多样化业务的开展，可以深入了解客户情况，有利于做好存款、贷款工作；借助于提供各种服务，有利于吸引更多的客户，增强银行竞争地位；可以调剂银行各项业务盈亏，减少乃至避免风险，有助于经营稳定等等。

#### 美、日等国从强调分业到转变方向

自20世纪70年代以来，特别是近十多年来，伴随迅速发展的金融自由化浪潮和金融创新的层出不穷，在执行分业管理的国家中，商业银行经营日趋全能化、综合化。出现这一变化的原因主要在于：在金融业的竞争日益激烈的条件下，商业银行面对其他金融机构的挑战，利润率不断降低，这迫使它们不得不从事更广泛的业务活动；吸收长期性资金来源的途径拓宽，从而为长期信贷和投资活动创造了条件等等。

进入20世纪90年代以来，一向坚持分业经营的美国、日本等国纷纷解除禁令，默许乃至鼓励其大中型商业银行向混业经营方向发展。日本于1998年颁布了《金融体系改革一揽子法》，即被称为“金融大爆炸”（Big Bang）的计划，允许各金融机构跨行业经营各种金融业务。1999年10月，美国通过了《金融服务现代化法案》，废除了代表分业经营的《格拉斯斯蒂格尔法》，允许银行、保险公司及证券业互相渗透并在彼此的市场上进行竞争。

现今，发达市场经济国家的混业经营有两种基本形式：一是在一家银行内同时开展信贷中介、投资、信托、保险诸业务；二是以金融控股公司的形式把分别独立经营金融业务的公司连接在一起。美国金融混业经营的主要形式就是金融持股公司、银行持股公司。

#### 我国强调分业经营的背景与问题

直至改革开放初期，我国银行业务极为单纯，不存在分业、混业问题。20世纪80年代中期以后，我国四家国有商业银行纷纷设立了自己的信托投资公司、证券营业部，开始经营证券、信托等业务。

然而，我国银行在此期间的“混业经营”，与发达市场经济国家中的银行所实施的混业经营有重大的、原则性的区别：典型的混业经营，在一个银行内的不同大类银行业务之间，在人事、资金等方面均实施独立的管理，彼此之间设有“防火墙”，特别是决策各有其严格的程序。而在我们的银行里，资金调度实质上是一个锅里吃饭，决策则是领导说了算。严格地说，将其称为混业经营并不准确。在实践中，这种情况给金融业带来了一定程度的混乱。尤其是从1992年下半年开始，社会上出现了房地产热和证券热，银行大量信贷资金流入证券市场和房地产市场。这不仅造成股市的剧烈波动和一系列违规事件的发生，而且使商业银行损失惨重，呆账、坏账激增，加大了金融领域的系统性风险。本来，我们根深蒂固的观念是：组织存贷是商业银行的基本职能、是商业银行的本职，而银行经营的紊乱更强化了只有分业经营才可保证金融业健康发展的判断。于是，我国在1995年颁布的《中华人民共和国商业银行法》中确立了严格的分业经营原则。

就我国银行业的管理水平和外部环境来看，选择分业经营、分业管理制度是有其理由的。但是，分业经营对银行业发展与生俱来的桎梏也显而易见，它在很大程度上限制了商业银行业务经营的活力，不利于提高资金的配置与使用效率。

中国加入WTO后，商业银行面临国外众多实力雄厚且可以综合经营银行业务、证券业务和保险业务的超级银行与金融百货公司的冲击，这必将对我国实行分业经营的商业银行、证券公司等金融机构带来巨大的挑战。随着经济的发展、金融改革的深化，分业经营与综合经营必须严格划分的观念不断受到冲击。在实际生活中，金融业突破分业经营限制的要求和尝试也不断出现。在现行政策法令允许的范围内，商业银行正充分利用广泛的机构网点、资金、信息、清算效率和客户基础的优势，积极拓展与资本市场有关的中间业务，并不断加强与证券业和保险业的合作。

### 第三节 金融创新

#### 金融创新浪潮

金融创新（financial innovation）是西方金融业中迅速发展的一种趋势。这个趋势从20世纪60年代后期即已开始，70年代各种创新活动日益活跃，到80年代已形成全球趋势和浪潮。金融创新浪潮的兴起及迅猛发展，给整个金融体制、金融宏观调节乃至整个经济都带来了深远的影响。

处于不断推进改革的中国金融事业，其金融创新备受关注。

#### 避免风险的创新与资产业务证券化

从20世纪60年代开始，西方银行经营面临经济环境的巨大变化——长期的高通货膨胀率带来了市场利率的上升，并且波动剧烈。利率的剧烈波动使投资收益具有极大的不稳定性，这降低了长期投资的吸引力，同时也使持有这类资产的金融机构陷于窘境。银行为了保住存款等负债业务而增大了的利息支出，却面对着长期资产业务由于原订契约利率的限制而无足够的收益来支撑。于是，银行采取了如下措施：（1）创造可变利率的债权债务工具，如可变利率债券、可变利率存款单、可变利率抵押契约、可变利率贷款等。可变的各种利率，通常都是钉住基准利率而浮动。（2）开发债务工具的远期市场，发展债务工具的期货交易。（3）开发债务工具的期权市场等等。

在银行千方百计寻求避免贷款风险的途径中，贷款证券化是一项重大的进展。

作为银行主要资产的贷款业务，使银行必然时刻承受着各种金融风险，特别是流动性风险的强大压力。也正是贷款流动性的限制，使得银行不敢多放中长期贷款；而中长期贷款既是经济生活之所必需，同时也是银行保证必要盈利水平的业务品种。

如果银行能把自己的贷款在约定还贷期限之前售出，流动性的问题就解决了。然而，直接出售贷款是极其困难的。由于信息不对称，一家银行的贷款资产质量很难被市场投资者所了解。纵然银行可以提供关于一笔贷款的全部资料或再加以大量补充说明，但投资者仍无法对该笔贷款了解得如同该银行一样多，因此很难有这么大的胆量购入。

为鼓励银行发放住房抵押贷款，美国国民抵押协会创造了一个叫做“直达抵押担保证券”的概念，并开始发行这种证券。具体做法是，银行把小额同质——期限、利率、风险等方面相类似——的贷款“捆”成一个贷款组合，并以这个贷款组合作为担保发行证券，然后将证券出售给投资者，而支付证券本息的保证是银行从贷款上得到的本息收入。通过这种运营形式，极大地激发了银行为住房抵押贷款提供资金的积极性，促进了房地产市场的繁荣。

在不断创新的过程中，证券化扩及银行资产业务的方方面面。正如下面将要讨论的“不良债权”，也是把证券化作为解决的途径之一。

证券化是金融市场与金融中介的关键结合点，其意义远远超出银行化解流动性风险的范围。但同时我们也应该看到，证券化在化解某些风险时也有可能带来其他风险，2007年美国发生的次贷危机就是例证。后文将继续有关证券化的讨论。

#### 技术进步推动的创新

自20世纪六七十年代以来，以计算机为核心的现代信息技术、通信技术的迅猛发展和广泛应用，有力地支撑和推动了金融创新的兴起及蓬勃发展。

首先，技术进步引起银行结算、清算系统和支付制度的创新，进而引起金融服务的创新。例如，形形色色的银行卡、ATM（自动柜员机）以及下面将要介绍的ATS、NOW等一系列新兴账户的推出；自助银行、电话银行、网络银行的出现；银行间电子资金转账系统和售货点终端机的转账系统等等。如无电子化、网络化和信息技术作依托，这一切是难以想象的。

其次，为技术要求日益复杂的金融工具的创新提供了技术保障条件。例如，信息处理能力的极大提高，使得金融机构有可能对一些技术含量高的金融衍生工具进行设计和定价；有可能为及时分散、转移风险设计相应的如套期保值之类的操作技术等等。

此外，新技术的运用使金融交易快速地突破了时间和空间的限制，几乎使全球各个角落的交易主体都联结在一个世界性的金融市场之上。

#### 网络银行

网络银行（internet bank），也称网上银行、在线银行，是指通过互联网或其他电子传送渠道，提供各种金融服务的新型银行。

网络银行通常分为纯网络银行和分支型网络银行两类。纯网络银行也可称为“只有一个站点的银行”。这类银行一般只有一个办公地址，无分支机构、营业网点，几乎所有业务都通过互联网进行，是一种虚拟银行（virtual bank）。世界上第一家纯网络银行是1995年10月18日在美国亚特兰大成立的“安全第一网络银行”（Security First Network Bank，SFNB）。分支型网络银行是指原有的传统银行利用互联网作为新的服务手段，建立银行站点，提供在线服务。因此，网上站点相当于它们的一个分支行或营业部，是实体银行采用网络手段扩展业务、增强竞争力的一种方式。在网络银行业务中，以传统银行作为母行来推动的占主要份额。

网络银行发展中存在的主要障碍是：（1）安全问题；（2）法律规范问题。

目前，我国尚无纯网络银行出现。广告宣传上的网络银行都是传统银行通过网络开展业务。银行网络业务在中国的开展，首先是1996年6月中国银行在国内设立网站，提供网上银行服务。1997年4月，招商银行推出网上金融业务：“一网通——网上支付”，并于1999年实现网上支付业务的全国联网，初步构造了中国网上银行的经营模式。1999年，建设银行、工商银行也开始向客户提供网上银行服务。到2010年末，在141家商业银行和获准开办网上银行业务的外资银行中，开设网上银行业务的有51家，企业网银注册用户超过180万，个人用户超过了4200万，网上交易额达90多万亿元人民币。

#### 规避行政管理的创新

规避不合理的、过时的金融行政管理法规也导致了金融创新。

前面述及，20世纪30年代大危机之后，西方各国纷纷立法，对银行业的经营实行极为严格的管理和限制。在激烈的竞争中，金融业为了求得自身的发展，利用法规的漏洞，推出了很多新的业务形式。这里就美国的情况举例说明。

自动转账制度（automatic transfer services，ATS）是20世纪70年代的一种创新。在这种业务中，客户在银行开立两个账户：一个是储蓄账户，一个是活期存款账户，而后一账户上的余额永远是1美元。当客户开出支票后，银行即自动地把必要的金额从储蓄账户转到活期存款账户并进行付款。在美国，对储蓄付息，对活期存款不准付息。显然，这一创新就是为了规避不准对活期存款付息的规定。

美国不准储蓄账户使用支票。为了规避这一限制，出现了可转让支付命令账户（negotiable order of withdrawal account，NOW）。这种账户是储蓄账户，可以付息，但它与一般储蓄账户不同，可以开出有支票作用但无支票名称的“可转让支付命令”。

美国对定期存款支付的利率曾有最高限制。在市场利率上升的情况下，定期存款利率的限制使得存款不如投资于其他有价证券，这就影响了银行的资金来源。为了规避这个限制，在20世纪70年代初创立了“货币市场互助基金”（money market mutual fund，MMMF）。这种基金吸收小额投资，然后再用来在货币市场上投资（如投资于大额存单、银行承兑票据、国债等）。由于是向基金投资而不是存款，所以从基金得到的是利润，而不是利息，自然不受存款利率的限制。80年代初，美国允许商业银行开立货币市场存款账户（money market deposit account，MMDA）。

#### 金融创新反映经济发展的客观要求

创新浪潮实际反映了经济发展的客观要求。当今世界经济处于不断发展的进程之中。特别是日新月异的技术进步，使得经济的发展不断突破时间、地域以及各种社会传统的界限，涌现出更多、更新的为人类文明生存与发展所需的行业、部门、模式和手段。在这种形势下，当然就会从不同角度、不同层次对为之服务的金融事业提出新的要求。面对新的要求，原有的金融机构、金融工具、金融业务操作方式、金融市场组织形式和融资技巧等就会在一些方面显得笨拙、落后，不怎么合理并缺乏效率；相应地，原有的金融法规也会不时暴露出种种欠缺。这就必然导致突破原有樊篱的金融创新。由于经济发展变化所提出的客观需要不仅是强劲的，而且是持久的，所以金融创新的浪潮也在不断地推进。

### 第四节 不良债权

#### 不良债权及其不可避免性

不良资产，也称不良债权，主要是不良贷款（bad loan），是指银行顾客不能按期、按量归还本息的贷款。这在商业银行的经营中一直是个普遍存在的问题。近年来，无论是国内还是国外，都把这一问题看成关系银行体系稳定性的关键。如日本银行业的不良债权问题不仅受到国际社会关注，而且国际社会频频施加压力，要求日本采取有效的解决措施。我国国有商业银行的不良债权也曾成为国际社会议论的热点。2007年美国爆发的次贷危机更是国际社会广泛关注的焦点之一，它不仅严重地危及美国本身，还波及全球。

银行是一个风险高度集中的行业。即使是风险监管、防范相当有效，内控机制相当严密，经营状况相当优秀的银行，也会出现不良债权。依一定概率发生的不良债权，之所以不可避免，是由于银行面对的各种风险是客观的必然存在。比如，由于银行不能与顾客同等地把握顾客的经营信息，银行难以全然排除道德风险。而且，即使借款人不存在通过隐瞒信息以获取或过量获取银行融资的条件下，是否能够以利用贷款所取得的收益归还本息，还要取决于市场上的种种不确定因素。

所以，银行的努力方向是力求使不良债权的发生趋近于较低的概率，对已发生的不良债权寻求最优的化解途径，并保证用于冲抵不良债权的专项准备金能够及时、足额地提取。

#### 需要科学的分析

在一片不良债权将会导致怎样可怕后果的警告声浪中，需要对其危害进行科学的剖析、判断。

——从微观角度看，大量的不良债权将会危及一个银行的生存。不过，现在很少有由于这样的原因而破产清理的银行，特别是大一些的银行，它们通常是申请破产保护，而后进行重组、接受并购。

——就银行体系看，何种规模的不良债权将会影响整个体系的正常运作？对不良债权的过度担忧会促使银行严格把握贷款发放条件，造成信贷紧缩。在经济升温的条件下，信贷紧缩可能一时不会变成事实；而在经济降温的条件下，信贷紧缩就是雪上加霜的因素。

——就一个经济体，如就一个国家看，应该如何具体地判断不良债权的消极影响，好像还没有令人信服的研究成果。比如，伴随着大量不良债权，日本经济有十年的低迷；而同样伴随着大量不良债权，中国经济却有十年相当高速的发展。

不同的经济条件、经济环境，有不同的不良债权形成原因，各方对不良债权有不同的承受能力；当然，也会有不同的解决途径和不同的化解时机。不良债权确实是消极因素，必须高度重视；但同时，我们又必须冷静对待，恰当估计。

#### 我国银行的不良债权及其成因

我国银行的不良资产问题，在20世纪90年代中期开始受到国内外的普遍关注。对于我国不良债权的规模，2002年6月末，中国人民银行首次公布了中国国有金融机构不良贷款资料：四家国有独资商业银行的不良贷款占贷款总额的25.73%。

有银行，就有银行的不良债权，计划经济体制之下也概莫能外。1958年的“大跃进”曾爆发巨量不良债权，那是由于银行在过热的政治空气中极度扩张信贷所造成的。在计划经济体制下，这些不良债权最终都是靠国家财政的冲销操作来解决的。

改革开放之后不久，国有经济所需的全部流动资金和相当部分的固定资产投资都是由银行一家供给，不良债权也是在这样的背景下积累起来的。

对于不良债权的成因，论证颇多，归纳起来大致有如下一些：

——国有经济的低效率。

——体制造成企业不得不听从来自上级和所在地方的指挥，无从按规律自主经营。

——国有企业担负着工商业、服务业绝大部分的社会保障支出和部分社会救济的支出。

——由国有经济负担的改革成本（比如，税收优惠对非国有企业的发展有关键作用，但如果没有对国有企业的“不”优惠，税收优惠政策不可能实施；中外合资是一条极其正确的改革措施，要不是国有企业把原有的“包袱”背下来，如实行“一厂两制”之类的措施，合资企业甚至难以产生；如果不是国有经济承担了社会保障以及部分社会救济的任务，维护了社会稳定，中国经济成长的奇迹也难以设想）。

——20世纪80年代中期之后，国有大银行纷纷开办附属的信托、证券机构，从事高风险的揽存放贷和证券投机活动，使得信贷资金在这些方面套牢等等。

20世纪末，不良贷款的成因有所转化。自1998年开始，中国出现通货紧缩，导致经济陷入萧条、企业亏损面加大，这些都直接影响到银行的贷款质量。因此，宏观经济波动是这一阶段新的不良债权形成的重要因素之一。

近年来，随着国有银行股份制改革的推进、银行产权制度和公司治理结构的改善，不良债权产生的体制性因素相对弱化；加之内控机制和风险管理制度建设的加强，资产质量有了明显的提高。2011年末，国有商业银行不良贷款比例为1.02%，比2002年下降了87.33%。

#### 债权质量分类法

债权质量关系到银行的盈利能力和稳健程度。因此，不管是银行的管理者还是监管者，都密切关注债权质量的变化，尤其是信贷资产质量的变化。为此，各国银行管理当局一般都要规定一个统一的信贷资产质量分类标准。

关于贷款分类，国际货币基金组织和世界银行推荐把贷款分为正常、关注、次级、可疑和损失的五级分类法，我国吸取了这一分类方法。

五级分类各档次的定义分别如下：

（1）正常类——借款人能够履行合同，有充分把握按时足额偿还本息。

（2）关注类——尽管借款人目前有能力偿还贷款本息，但存在一些可能对偿还产生不利影响的因素。

（3）次级类——借款人的还款能力出现了明显的问题，依靠其正常经营收入已无法保证足额偿还本息。

（4）可疑类——借款人无法足额偿还本息，即使执行抵押或担保的合同约定，也肯定要造成一部分损失。

（5）损失类——在采取所有可能的措施和一切必要的法律程序之后，本息仍然无法收回，或只能收回极少部分。

为了弥补和抵御已经得到识别的信用风险，银行应该计提专项呆账准备金。

表6—1是一个呆账准备金计提比例的材料，可供参考。



### 第五节 存款保险制度

#### 关于存款保险制度

银行破产会极大地损害存款人的利益，而且会造成社会和经济的震荡。1929—1933年的大危机，在一些国家，也正是从大批银行破产开始的。在这样的背景下，存款保险制度（deposit insurance system）应运而生。

存款保险制度是一种对存款人利益提供保护、稳定金融体系的制度安排。在这一制度安排下，吸收存款的金融机构根据其吸收存款的数额，按规定的保费率向存款保险机构投保，当存款机构破产而无法满足存款人的提款要求时，由存款保险机构承担支付法定保险金的责任。

美国是西方国家中建立存款保险制度最早的国家。根据1933年美国颁布的《紧急银行法》，由联邦政府出面创建了联邦存款保险公司（FDIC），专门对商业银行和互助储蓄银行的存款提供保险。20世纪70年代以来，不少西方国家纷纷建立起适合本国国情的存款保险制度。

各国存款保险制度的具体组织形式不尽相同：（1）由官方建立存款保险机构，如美国、英国、加拿大等；（2）由官方与银行界共同建立存款保险机构，如日本、比利时等；（3）在官方支持下，由银行同业合建存款保险机构，如德国、法国、荷兰等。参加存款保险的原则各不相同：有的自愿，有的强制。

在存款保险制度中，各国筹集保险基金的方式一般是以法律形式规定，按吸收存款总额的一定比例缴纳。至于对每家银行中的每位储户承保的存款数额，则有最高保险额的规定。最高保险额因各国经济发展水平、居民储蓄状况和保险制度完善程度的不同而异。如美国现在为10万美元，加拿大为2万加元，日本为1000万日元。对于存款损失的赔偿，各国也不尽相同。大多数国家的法律规定，在最高控制点以内给予100%的赔偿。有些国家则要求存款者也承担一部分损失，比如英国对1万英镑以内的存款损失只给付75%的赔偿；瑞士则按存款损失数额规定了递减赔偿率。

#### 存款保险制度的功能与问题

这一制度的功能基本如其组建的目标：维护存款人的利益，维护金融体系的稳定。

存款人是关心自己存款的安全的。但是，就每一个存款人来说，他们不可能掌握足够的信息和具备良好的分析能力来选择业绩优良和最为安全可靠的金融机构。而且，纵然选择了业绩优良和最为安全可靠的金融机构，也不见得这样的金融机构不会在金融振荡中遭受严重的打击。因此，为数众多的小储户、小投资人在存款这种金融交易中是弱势群体，而存款保险制度的建立则有利于保护他们的权益。

在金融振荡中，当小储户、小投资人的权益没有得到存款保险制度的保护时，他们保护自己权益的行为就是“挤兑”（a run on a bank）。如果某几家金融机构的问题导致存款人的利益受损，影响到其他金融机构存款人的信心，就很容易发生挤兑风潮。这时，即使是经营状况良好的金融机构，在没有外部力量干预的情况下，也很难渡过难关，从而造成金融机构的连锁倒闭。借助存款保险制度对存款人提供的保护，可大大降低挤兑和金融机构连锁倒闭的可能性。

应该说，设计存款保险制度的初衷，在大半个世纪的实践中是体现出来了。但与之同时，这一制度在实际执行当中也产生了以下几方面的相反结果：

对存款人来说，存款保险制度对其利益提供了保护，但由此降低了他们关心银行经营业绩和对银行业务经营活动进行必要监督的积极性，甚至缺乏积极性将其存款从潜在破产的银行中取出。因此，这就使低效率，甚至是资不抵债的银行能够继续吸收存款。

对投保机构来说，存款保险对存款人的保护意味着存款人挤提威胁对存款货币银行可能施加的惩戒力量受到削弱。无“后顾之忧”的银行，更倾向于从事风险较高、利润较大的银行业务。

存款保险制度可能促成的风险大多属道德风险，不仅会削弱市场规则在抑制银行风险方面的积极作用，而且会使经营不良的投保金融机构继续存在。

所以在国外，对于存款保险制度有着极不相同的评价。

#### 这一制度引进我国的问题

在我国，关于建立存款保险制度问题的讨论，近十余年持续不断。从银行越来越走向按市场机制运作的轨道来说，为了加强金融体系的安全性、稳定性，相当普遍的见解是：建立这一制度是必要的，虽然它伴随着难以避免的消极面。但与此同时，也有不同的意见，比如认为国有资本在银行资本中占绝大比重的条件下，通过推行这一制度有多大的紧迫性，还值得进一步论证。

从实践角度看，近年我国银行改革的实质性进展、中小金融机构所占比重的持续上升、外资金融机构的大量涌入等，凸显出存款保险制度对于维护国家金融安全、有效保护中小存款人利益具有重要意义。2007年初召开的全国金融工作会议明确要求加快建立存款保险制度。目前，存款保险制度实施方案的设计和《存款保险条例》的立法工作正在进行之中。2012年1月8日，中国人民银行工作会议重申，要进一步做好建立存款保险制度的准备工作。

### 第六节 中国国有商业银行改革

#### 国有商业银行改革牵扯着深层的体制问题

深化国有商业银行改革，一直以来都是我国金融体制改革中的重中之重。人们在分析困扰国有商业银行发展的因素时，从诸多不同的角度来揭示问题的症结并探讨解决的对策。归纳起来，大体包括：产权明晰的要求如何贯彻落实；行政干预如何摆脱；政策性业务与商业性业务如何彻底分清；市场条件的约束如何强化；作为主要顾客的国有企业，其机制转换如何尽快实现；银行本身的不良资产包袱如何卸掉等等。这些问题彼此纠缠、环环相扣，均非孤立地存在。困难和问题不是银行改革带来的，而是由于改革触动到旧体制的深层弊端，使原有体制下长期累积下来的深层矛盾显现出来，是经济体制改革和国民经济运行中诸多矛盾和问题在国有银行身上的反映。说到底，是个体制问题。

#### 国有商业银行的改革进程

1993年12月，国务院出台《关于金融体制改革的决定》，明确提出实行政策性金融与商业性金融分离，建立以国有商业银行为主体、多种金融机构并存的金融组织体系，标志着国有银行体系的改革进入一个崭新阶段。

1998年，我国对国有商业银行采取了包括注资、成立资产管理公司剥离不良资产、实施审慎会计准则以及从2001年起银行实行贷款五级分类管理等举措；2003年开始股份制商业银行改革试点。2004年8月至2005年4月，中国银行、中国建设银行、中国工商银行先后整体改制为股份有限公司。

2005年6月下旬至2010年7月中旬，交通银行、中国建设银行、中国银行、中国工商银行和中国农业银行先后成功上市。

#### 客观评价改革成效

经过股份制改革的五大国有商业银行已取得明显成效：一是初步建立了相对规范的公司治理架构、内控体系和较完善的风险防范机制。二是财务状况明显好转，资本充足率、资产质量和盈利能力等指标显著改进。国有商业银行的“高盈利”一时成为社会广泛关注和议论的焦点。三是公开发行上市成功，市场约束机制显著增强。

不过，国有商业银行股份制改革目前取得的成效仍属于初步的、阶段性的。五家改制银行的公司治理尚需规范，经营机制转换尚不彻底；内部控制与风险管理体系还需进一步完善，金融案件时有发生；高素质的经营管理人才缺乏，创新不足，同质化、低水平竞争现象比较突出。总之，国有商业银行的改革是一个复杂的系统工程，要达到国际上一流银行的标准，还将有一个长期的过程。

【复习思考题】

1.一个金融机构是否为存款货币银行，其判断的基本标志是什么？

2.从现代商业银行在我国的出现，演进到今天的存款货币银行体系——对于这一百多年的全过程试予以简明的描述。

3.存款货币银行与其他金融机构相比，最大的不同是什么？为什么它在金融机构体系中居于主要的、主导的、主体的地位？

4.一些西方国家的金融业，近年来经历了分业经营到混业经营的发展过程，你是如何理解这一体制变迁的？对我国从20世纪90年代中期以来实行的金融分业经营、分业管理的格局、背景及当前的发展变化趋势，你又有怎样的看法？

5.金融创新指的是什么？为什么创新活动会形成一种趋势？从经济发展的角度来看，创新的意义何在？同时带来了哪些问题？

6.20世纪80年代中期以来，我国商业银行的不良债权问题成为国内外关注的热点。你过去听到过什么议论？现在对其严重性怎样估价？

7.你是否了解我国金融资产管理公司产生的背景？它在处理国有商业银行不良资产方面采取了哪些措施？结合不良债权的成因，你认为化解不良债权的主要途径何在？

8.对于存款保险制度，赞成者认为，这是保持银行体系稳定的关键性制度，国家必须给予财力支持；反对者认为，这一制度是道德风险的根源，不利于银行体系的健康运作与发展。对于这种对立的见解，你的判断是什么？

## 第七章 中央银行

### 第一节 中央银行的产生及类型

#### 中央银行的初创阶段和迅速发展阶段

中央银行（central bank），也称货币当局（monetary authority），当今世界上大多数国家都实行中央银行制度。

现代银行出现后的一个相当长的时期并没有中央银行，中央银行建立的必要性主要有以下几个方面：

（1）银行券统一发行的需要。在银行业发展的初期，众多的银行均从事银行券的发行：①为数众多的小银行信用实力薄弱，它们所发行的银行券往往不能兑现，尤其在危机时期，很容易使货币流通陷于混乱。②许多分散的小银行，其信用活动领域有着地区的限制，因此它们所发行的银行券只能在有限的地区内流通。随着资本主义经济的发展，要求有更加稳定的通货，也要求银行券成为能在全国市场广泛流通的一般信用流通工具。事实上，在发展过程中，已经出现了一些信誉卓著的大银行，它们所发行的银行券在流通中已经排挤着小银行的银行券。在这样的基础上，国家遂以法令形式限制或取消一般银行的发行权，并把发行权集中于专司发行银行券的中央银行。

（2）银行林立、银行业务不断扩大，债权债务关系错综复杂，票据交换及清算若不能得到及时、合理处置，会阻碍经济顺畅运行。于是，客观上需要建立一个全国统一而有权威的、公正的清算机构为之服务。

（3）在经济周期的发展过程中，商业银行往往陷于资金调度不灵的窘境，有时则会因而破产。因此，客观上需要一个强大的金融机构作为其他众多银行的后盾，在必要时为它们提供货币资金，即流动性的支持。

（4）同其他行业一样，银行业的经营竞争也很激烈，而且它们在竞争中的破产、倒闭给经济造成的动荡，较之非银行行业要大得多。因此，客观上需要有一个代表政府意志的专门机构专司金融业管理、监督、协调的工作。

上述建立中央银行的几方面客观要求并非同时提出的，中央银行的形成也有一个发展过程。

最早全面发挥中央银行功能的应是英格兰银行。英格兰银行作为世界上最早的私人股份制银行，成立之初就已具有与其他银行不同的特权。比如，接受政府存款并向政府提供贷款，以及在发行银行券上有优势等。但基本垄断货币发行权，却是它成立150年以后的事情。1844年通过的银行法，结束了在英国有279家银行发行银行券的局面。同时，因为其他商业银行需要银行券时只能从英格兰银行提取，所以必须在英格兰银行存款，这就使英格兰银行又成了集中其他商业银行存款准备金的银行。1854年，英格兰银行成为英国银行业的票据交换中心；1872年，它开始对其他银行负起在困难时提供资金支持（即“最终贷款人”）的责任。另外，由于它在发生金融危机时的特殊作用，又使之具有了相当程度的全国金融管理机构的色彩。

在整个19世纪到第一次世界大战爆发前这100多年里，出现了成立中央银行的第一次高潮。在此期间，世界上约有29家中央银行相继设立，其中包括法国的法兰西银行、德国的普鲁士银行和美国的联邦储备系统等。

第一次世界大战结束后，面对世界性的金融恐慌和严重的通货膨胀，1920年在布鲁塞尔召开的国际经济会议上，要求尚未设立中央银行的国家应尽快建立中央银行，以共同维持国际货币体制和经济的稳定。由此，推动了又一次中央银行成立的高潮。在这期间成立的中央银行，许多都是运用政府力量直接设计成在法律上具有明确权责的特定机构。

第二次世界大战以后，一批经济较落后的国家摆脱了宗主国或殖民者的统治而获得独立，它们皆视中央银行的建立为巩固民族独立和国家主权的一大标志。

#### 国家对中央银行控制的加强

中央银行一经产生就与政府有着密切的联系，经常体现着政府的某些意图，包括在金融管理中承担一定的责任。从这个意义上说，国家总是在一定程度上控制着中央银行，尽管这种控制程度在不同的国家以及在同一国家的不同时期强弱不一。

国家对中央银行的控制，总的说来，是加强的趋势，尤其是20世纪30年代经济、金融大危机以来更为明显。

20世纪30年代的经济大危机把西方世界推入混乱动荡的深渊，动摇了传统上认为经济自身能够达到均衡和稳定的观念。应运而生的凯恩斯经济理论论证资本主义经济不能自发达到充分就业的均衡，并进一步强调指出了国家干预经济的必要性。在这一理论的指导下，中央银行就成为政府对宏观经济施以调节的重要机构之一。中央银行的货币政策已不仅着眼于稳定金融业自身，而且着眼于稳定整个国民经济。

第二次世界大战后，国家对中央银行控制的加强直接表现为：

（1）中央银行的国有化。在此之前，中央银行的股本大多是私人持有，如英格兰银行、法兰西银行基本上是私人股份银行。战后，各国中央银行的私人股份先后转化为国有；有些新建的中央银行，一开始就由政府出资。

（2）战后，各国纷纷制定新的银行法，明确中央银行的主要职责就是贯彻执行货币政策，维持经济的稳定。

#### 中央银行制度的类型

就现有的中央银行制度来看，大致可归纳为三种类型：

（1）单一的中央银行制度。它是指国家单独建立中央银行机构，使之全面、纯粹地行使中央银行的制度。单一的中央银行制度中又有如下两种具体情形：

第一，一元式中央银行制度（unit central bank system）。这种体制是在一个国家内只建立一家统一的中央银行。目前，世界上绝大部分国家的中央银行都实行这种体制，我国也是如此。

第二，二元式中央银行制度（dual central bank system）。这种体制是在一国国内建立中央和地方两级中央银行机构，中央级机构是最高权力机构或管理机构，但地方级机构也有一定的独立权利。这是一种带有联邦式特点的中央银行制度，属于这种类型的国家有美国、德国等。

（2）跨国中央银行制度（multinational central bank system）。它出现在第二次世界大战后，是由参加某一货币联盟的所有成员国联合组成的中央银行制度，组成货币联盟的主要是地域相邻的一些欠发达国家。

1998年7月，一个典型的跨国中央银行——欧洲中央银行（European System of Central Bank，ESCB）正式成立，它是欧洲一体化进程逐步深入的产物。1995年底正式命名欧洲货币为“欧元”（euro）；到2002年7月1日，欧元成为唯一的法定货币。

（3）准中央银行（quasi central bank）。它是指有些国家或地区只设置类似中央银行的机构，或由政府授权某个或几个商业银行行使部分中央银行职能的体制。新加坡、中国香港都属于这种体制。

中国香港于1993年4月1日成立了金融管理局（HK Monetary Authority），但它又不同于一般的中央银行。比如，发行钞票职能由渣打银行、汇丰银行和中国银行履行；票据结算一直由汇丰银行负责管理。

### 第二节 中央银行的职能

#### 中央银行业务经营的特点及其职能

中央银行代表国家管理金融，制定和执行金融方针政策，但它不同于一般的国家行政管理机构。除赋予的特定金融行政管理职责采取通常的行政管理方式外，其主要管理职责都是寓于金融业务的经营过程之中。那就是以其所拥有的经济力量对金融领域乃至整个经济领域的活动进行调节和控制。

对于中央银行的基本职能，归纳与表述的方法各有不同。一般的、传统的归纳是表述为发行的银行、银行的银行和国家的银行三大职能。

#### 发行的银行

所谓发行的银行（bank of issue），就是垄断银行券的发行权，成为全国唯一的现钞发行机构。

目前，世界上几乎所有国家的现钞都由中央银行发行；硬辅币的铸造、发行，也多由中央银行经管。

在实行金本位的条件下，对银行券发行的管理，各国均有由立法程序确定的银行券发行保证制度。20世纪以来，各国的货币流通均转化为不兑现的纸币流通。对货币供给的控制均已扩及存款货币。控制的最小口径也是M1，而我们习惯称为现金的通货——钞票和硬币——只占M1的一小部分。在国际货币基金组织的统计中，通货占“货币”（即M1）的比例，几个主要工业化国家的情况见表7—1。



虽然中央银行只发行银行券，而存款货币的创造则由存款货币银行实现。但第十四章将具体讨论的“存款货币的创造”，其源头仍在中央银行。这就是说，对于现代经济的货币供给，中央银行居关键地位。

银行券的发行是中央银行的重要资金来源，为中央银行调节金融活动提供了资金实力，见表7—2。



#### 银行的银行

银行固有的业务——办理“存、放、汇”，同样是中央银行的主要业务内容，只不过其业务对象不是一般企业和个人，而是商业银行与其他金融机构。作为银行的银行（bank of bank），其职能具体表现在三个方面：

（1）集中存款准备。通常法律规定，商业银行及有关金融机构必须向中央银行存入一部分存款准备金。该举措的目的在于，一方面保证存款机构的清偿能力，另一方面有利于中央银行调节信用规模和控制货币供应量。存入准备金的多少，通常是对商业银行及有关金融机构所吸收的存款确定一个法定比例，有时还分不同种类的存款确定几个比例。同时，中央银行有权根据宏观调节的需要，变更、调整存款准备金的存入比率。不同国家对这一制度的重视程度差异颇大。

（2）最终贷款人。19世纪中叶前后，连续不断的经济动荡和金融危机使人们认识到，金融恐慌或支付链条的中断往往是触发经济危机的导火线，因此提出应由中央银行承担“最终贷款人”（lender of last resort）的责任。最终贷款人的作用表现为：一是支持陷入资金周转困难的商业银行及其他金融机构，以免银行挤兑风潮的扩大并最终导致整个银行业的崩溃；二是通过为商业银行办理短期资金融通，调节信用规模和货币供给量，传递和实施宏观调控的意图。

对于“最终贷款人”的作用，曾存在长期争论。在19世纪接近中叶之际，包括马克思在内的不少人，在剖析那时的支付危机、银行危机、经济危机时认为，英格兰银行面对可以避免的危机本来可以通过及时提供信用起到化解作用，但错误的银行券发行制度却使之成为推动危机爆发的因素。在20世纪，货币主义者对1933年美国的金融危机也做出过联邦储备系统对中小银行大量倒闭的漠视，使得危机加剧爆发的判断。对于历史上的这些论战也许到今天仍有不同见解。但无论如何，目前世界上的中央银行已经十分明确地树立起保障支付链条的指导方针。有些人甚至认为，在中央银行的任务中，这一条应该摆在首位。

商业银行从中央银行融进资金的主要方式有：将自己持有的票据，包括国债，向中央银行办理再贴现（rediscount）、再抵押（re-mortgage，re-collateralize）；回购协议；直接取得贷款。

（3）组织全国的清算。

#### 国家的银行

所谓国家的银行（state's bank），是指中央银行代表国家贯彻执行财政金融政策，代理国库收支以及为国家提供各种金融服务。

（1）代理国库（我国多年习惯称之为经理国库）。通常说来，政府的收入与支出均通过财政部门在中央银行内开立的各种账户进行。

（2）代理国家债券的发行。不少国家的中央银行通常代理国家发行债券以及债券到期时的还本付息事宜。

（3）对国家财政给予信贷支持。中央银行作为国家的银行，在国家财政出现收不抵支的情况时，事实上负有提供信贷支持的义务，主要采取以下两种方式：

第一，直接给国家财政以贷款。这大多是用于解决财政先支后收等暂时性的矛盾。除特殊情况外，各国中央银行一般不承担向财政提供长期贷款的责任，因为人们普遍认为那样做容易导致中央银行沦为弥补财政赤字的简单货币供给者。

第二，购买国家公债。中央银行在一级市场上购进政府债券，资金直接形成财政收入，流入国库；若中央银行在二级市场上购进政府债券，则意味着资金是间接地流向财政。

（4）保管外汇和黄金储备，进行外汇、黄金的买卖和管理。

（5）制定和实施货币政策。

（6）制定并监督执行有关金融管理法规。

此外，中央银行作为国家的银行，还代表政府参加国际金融组织，出席各种国际性会议，从事国际金融活动以及代表政府签订国际金融协定；在国内外经济金融活动中，充当政府的顾问，提供经济、金融情报和决策建议。

#### 中央银行的资产负债表

中央银行在履行职能时，其业务活动可以通过资产负债表上的记载得到概括反映。由于各个国家的金融制度、信用方式等方面存在着差异，因而各国中央银行资产负债表中的项目多寡以及包括的内容颇不一致。这里仅就中央银行最主要的资产负债项目概括成表7—3，旨在概略表明其业务基本关系。



虽然各国中央银行资产负债表的格式和主要项目基本一致，但各项目所占的比重却有明显不同。下面给出中国人民银行的中央银行资产负债表（见表7—4）。



在中国人民银行的资产负债表中，最主要的资产项目是国外资产，其中的外汇储备为232388.73亿元，占全部资产总额的82.71%，2007年这一比例为68.09%，而1993年底仅为10.47%。这反映出1994年，尤其是2005年外汇管理体制改革以来，中国对外经济联系的特点，即净出口大幅增加，经常账户和资本账户持续出现“双顺差”，在有管理的浮动汇率制度和强制结售汇制度下，中国人民银行不得不购入大量的外汇，从而使外汇资产的比重迅速上升。第二位的资产项目是对政府债权，占全部资产总额的5.48%；自2007年起该项目大幅跃升至第二位（2007年该项目占比一度高达9.65%）的原因，是由于中央银行间接买入财政部当年发行的巨额特别国债，也为其公开市场操作提供了载体。比重居第四位的则是对其他存款性公司债权，仅占央行全部资产总额的3.65%，包括中国人民银行发放的再贷款、再贴现和债券回购等性质的融资。在我国的银行体制中，央行对存款货币银行这类债权占比之大曾极为突出（近30%）。近年大幅回落的原因自然与外汇占款等项目的迅速上升直接相关，但也突出了银行本应从市场融资的趋势，而非依赖于中央银行。在负债项目中，最主要的是其他存款性公司存款，占全部负债总额的60.07%；第二位的负债项目是货币发行，占全部负债的19.88%；第三位的负债项目是发行债券，占全部负债的比重为8.31%，而在1998年，这一比重仅为0.38%，2007年曾高达20.38%。这主要是由于近年我国商业银行等金融机构流动性过剩，银行信贷规模和货币供给量增长过快，通货膨胀压力增大，作为对冲过剩流动性的手段，中国人民银行多次发行央行票据，从而该比重大幅上升。

### 第三节 中央银行的独立性问题

#### 中央银行的独立性问题

在市场经济体制下，所谓中央银行的独立性问题是指在货币政策的决策和运作方面，中央银行由法律赋予或实际拥有的自主程度。（注：根据国际货币基金组织最新公布的文献，中央银行的独立性是指中央银行在公布通货膨胀率、汇率或货币政策目标以及根据自己的操作决定货币供应量和利率水平时不受政府的干预，在解决中央银行与政府间的矛盾时存在公开的和透明的程序，并且中央银行的管理和财务是独立的。）

独立性问题集中地反映在中央银行与政府的关系上。如何处理这种关系，可概括为两点：一是中央银行应对政府保持独立性；二是中央银行对政府的独立性总是相对的。

中央银行之所以应对政府保持独立性，主要是因为：

——中央银行与政府所处地位、行为目标不尽相同。经济工作虽然是政府的中心工作，但社会问题也是政府关注的重点，而在经济工作中，政府面临的也不仅限于金融。同时，政治矛盾突出时，政治所要解决的目标压倒一切。中央银行工作的重点虽然同样要根据政治的、经济的、社会的总体形势调整自己的行为，但其全部活动所围绕的中心始终是货币政策所要追求的稳定货币币值这一基本原则和目标，这就使中央银行的行为目标与政府目标不可能时时保持全面的吻合。

——中央银行不同于一般的行政管理机构，无论是制定和执行货币政策以调控宏观经济运行，还是确定对金融业实施监管的指导方针，都需要具备必要的专业理论素养和较为长期的专业经验积累。仅凭政治经济的普遍原理和普遍经验在这一领域作原则判断和指挥，往往是不充分、不准确的。

#### 中央银行的独立性是相对的

中央银行对政府的独立性，无论如何都是相对的。

——从金融和经济整体与社会政治的关系看，金融虽然在现代经济中作用极大，但在经济社会大系统中，它终归是一个子系统。中央银行处于金融系统的核心地位，自然应当服从于经济社会大系统的运转，服从于国家的根本利益。

——中央银行是整个宏观调控体系中的一个组成部门，中央银行货币政策目标的实现，后面将要讨论，也需要其他政策特别是财政政策的协调与配合，不可能孑然独立。

——中央银行的活动都是在国家授权下进行的，中央银行在履行自己的职责时，也需要政府其他部门的协作与配合，而中央银行与其他部门的关系则需要由政府来协调。

由于各国的国情与历史传统不同，政府赋予中央银行的法律地位也有所不同，从而中央银行对政府独立性的强弱也不同。即使在同一个国家，独立性的程度也有强弱交替的变化。

20世纪八十年代和九十年代之交，货币政策在我国开始显示其重大作用之后，中央银行独立性问题也进入经济金融理论界乃至政府有关部门的视野，并在《中华人民共和国中国人民银行法》中有所反映。

【复习思考题】

1.为什么市场经济体制之下，需要有中央银行？学习以下各篇之后对这个问题会有较多的理解，希望把它列在需要继续思考的问题之中。

2.中央银行区别于一般商业银行的特点是什么？试通过中央银行的资产负债表来说明其特定的职能。

3.通过对我国20多年来中央银行资产负债表主要项目的内容与比重变化的分析，试归纳出：

（1）职能变迁的原因及特点。

（2）与发达市场国家中央银行的异同点。

4.既然中央银行是国家的银行，为什么还要强调中央银行相对于政府的独立性？

5.为了判断中央银行独立性的强弱，人们设计了一些度量的标准。你认为目前我国中央银行独立性的状况如何？

6.中央银行作为“最终贷款人”的角色，其重要意义日益受到重视。为什么？

## 第八章 金融市场

### 第一节 金融市场及其要素

#### 什么是金融市场

按照交易的产品类别划分，市场分为两大类：一类是提供产品的市场，进行商品和服务的交易；另一类是提供生产要素的市场，进行劳动力和资本的交易。金融市场（financial market）属要素类市场，专门提供资本。在这个市场上进行资金融通，实现金融资源的配置，最终帮助实现实物资源的配置。

金融市场包括银行以及非银行金融机构的借贷；包括企业通过发行债券、股票实现的融资和投资人通过购买债券、股票实现的投资；包括通过租赁、信托、保险种种途径所进行的资金的集中与分配等等。在日常活动中，还有一种对于金融市场的理解，即将金融市场限定在有价证券——如股票、债券——的交易。这可以看做对金融市场的狭义理解。

金融交易的方式在人类历史的不同发展阶段是不一样的。在商品经济不发达的阶段，货币资金借贷主要以民间口头协议的方式进行，范围小、数额少、众多小金融市场并存。随着资本主义经济的发展，银行系统发展起来了，金融交易主要表现为通过银行集中地进行全社会主要部分的借贷活动。随着商品经济进入高度发达时期，金融交易相当大的部分表现为各类证券的发行和买卖活动。人们把这种趋势称为“证券化”（securitization）。

现代的金融交易既有具体的交易场所（如在某一金融机构的建筑内进行），也有无形的交易场所（即通过现代通信设施建立起来的网络进行）。

金融市场发达与否是一国经济、金融发达程度及制度选择取向的重要标志。

#### 金融市场中交易的产品、工具——金融资产

在金融市场上，人们通过买卖金融资产，实现着资金从盈余部门向赤字部门的转移。例如，企业发行新的股票和投资人购买该股票的交易行为，实现了资金和资源在不同部门之间的重新配置。再如，银行推出的各种类型的存款和贷款，也属金融工具。

金融资产也称金融工具（financial instruments）。与商品产品类比，金融资产也经常被称为金融产品（financial products）。

金融资产的价值大小是由其可能给所有者带来的未来收入数量决定的。

#### 金融资产的特征

金融资产种类繁多、千差万别，但都具有一些共同的特征，通常以流动性、收益性和风险性“三性”概括。

（1）货币性或流动性。这是指其可以用来作为货币，或很容易转换成货币——“变现”（encashment）——的功能。一些金融资产本身就是货币，如现金和存款。一些金融资产可以很容易变成货币，如政府债券。股票、公司债券等，由于都可以按照不同的难易程度变现，故也可视为多少具有货币的特性。不过，股票、债券，包括政府债券在内，大多并不划入货币的统计口径之中。

金融资产通常都有偿还期限。如1年之后到期的公司债券，其偿还期限就是1年。但有两个极端：一个是零到期日，如活期存款；一个是无限长的到期日，如股票或永久性债券。偿还期限是计算收益率的重要因素。

（2）收益性。由收益率表示。收益率有三种计算方法：

①名义收益率（nominal yield），是金融资产票面收益与票面额的比率。如某种债券面值100元，10年偿还期，年息8元，则该债券的名义收益率就是8%。

②现时收益率（current yield），是金融资产的年收益额与其当期市场价格的比率。若上例中债券的市场价格为95元，则现时收益率为8.42%（=8/95×100）。

③平均收益率（average yield），是将现时收益与资本损益共同考虑的收益率。在上例中，当投资人以95元的价格购入面值100元的债券时，就形成5元的资本盈余。如果他是在债券发行后1年买入的，那就是说，要经过9年才能取得这5元资本盈余。考虑到利息，平均每年的收益约为0.37元。将年资本损益额与年利息收入共同考虑，便得出债券的平均收益率为8.81%[=（0.37+8）/95×100%]。

比较前两种收益率，平均收益率可以更准确地反映投资者的收益情况。

（3）风险性。这是指购买金融资产的本金有无遭受损失的风险。

#### 金融市场的功能

金融市场通过组织金融资产、金融产品的交易，可以发挥多方面功能：

——帮助实现资金在盈余部门和短缺部门之间的调剂。在良好的市场环境和价格信号引导下，有利于实现资源的最佳配置。

——实现风险分散和风险转移。通过金融资产的交易，对于某个局部来说，风险由于分散、转移到别处而在此处消失；但对总体来说，并非消除了风险。

——确定价格。金融资产均有票面金额。在金融资产中可直接作为货币的金融资产，一般说来，其内在价值（intrinsic value）（注：“内在价值”是公司理财、公司财务理论中常用的一个词。在财务分析中，是特指把实际数据输入理论模型所得出的值——可以相当于市场价格的值。它与劳动价值论中的价值不是一回事。）就是票面标注的金额。但相当多的金融资产（如股票），其票面标注的金额并不能代表它的内在价值。每一股份上的内在价值是多少，只有通过金融市场交易中买卖双方相互作用的过程才能“发现”。

#### 金融市场运作流程的简单概括

金融市场的交易是在市场参与者之间进行的。依据参与者的交易特征，他们可以分为最终投资者、最终筹资者和中介机构三类。最终投资者可以是个人、企业、政府和国外部门；最终筹资者的构成亦如是。至于中介机构，则是专门从事金融活动的金融机构，包括商业银行、保险公司、投资银行等等。按照较为粗略的概括，如果资金直接在最终投资者和最终筹资者之间转移，这样的融资活动就是直接融资（direct finance）。典型的直接融资是通过发行股票、债券等有价证券实现的融资。如果资金通过中介机构实现在最终投资者和最终筹资者之间的转移，这样的融资活动就叫做间接融资（indirect finance）。典型的间接融资是通过银行存贷款活动实现的融资。与两种融资形式相对应的金融产品分别被称为直接融资工具和间接融资工具。

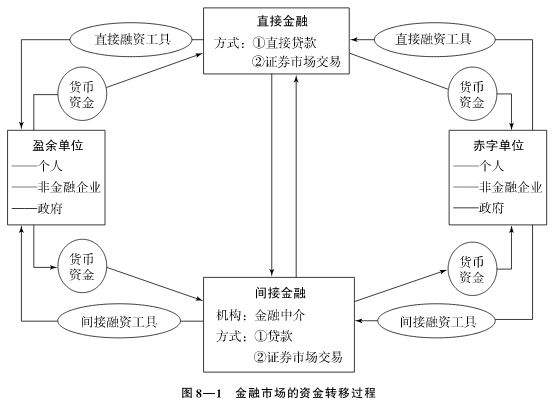
金融市场上的资金转移过程可用图8—1简单描述。

#### 金融市场的类型

金融市场是一个大系统，包罗许多具体的、相互独立但又有紧密关联的市场，可以用不同的划分标准进行分类。

最常见的是把金融市场划分为货币市场（money market）和资本市场（capital market）。货币市场是交易期限在1年以内的短期金融交易市场，其功能在于满足交易者的资金流动性需求。资本市场是交易期限在1年以上的长期金融交易市场，主要满足工商企业的中长期投资需求和政府弥补财政赤字的资金需要。

此外，按照金融交易的交割期限，可把金融市场划分为现货市场（spot market）与期货市场（futures market）。



在金融市场这个大系统中，还有外汇、黄金和保险等几个较重要的市场。

#### 我国金融市场的历史

如果从广义的角度看，分散的金融市场，其存在当极久远。关于唐代长安的西市，历史典籍中丰富的记载描绘出这里不仅有多种形式的金融机构，而且还汇集了大量外国商人。清代钱庄、银号、票号等金融机构已活跃于全国各商业城市。

近代，以新式银行为中心的金融市场形成很晚。到20世纪30年代，金融中心在上海，全国近半数的资金在这里集散；伴随着资金借贷的发展，债券市场、股票市场、黄金市场也相继形成。

1949年以后，随着社会主义计划经济体制的迅速建立，高度集中于一家银行的银行信用代替了多种信用形式和多种金融机构的格局，财政拨款代替了企业的股票、债券的资金筹集方式。金融市场的概念不再被人提及。

20世纪70年代末，随着改革开放政策的逐步推行，推动人们重新思考建立金融市场问题。具体来说，主要包括两方面：一是金融机构之间的短期融资市场；二是证券市场。应该说，自20世纪90年代以来，这个问题已成为经济发展与体制改革的一个重要组成部分并有了长足的进展。

### 第二节 货币市场

货币市场有许多子市场，如票据贴现市场、银行间拆借市场、短期债券市场、大额存单市场、回购市场等等。

#### 票据与票据市场

货币市场中交易的票据有商业票据和银行承兑票据两类。

典型的商业票据产生于商品交易中的延期支付，有商品交易的背景。但商业票据只反映由此产生的货币债权债务关系，并不反映交易的内容。这叫做商业票据的抽象性或无因性。相应的特征则是不可争辩性，即只要证实票据不是伪造的，付款人就应该根据票据所载条件付款，无权以任何借口拒绝履行义务。此外，商业票据的签发不需要提供其他保证，只靠签发人的信用。因此，商业票据能否进入金融市场，要视签发人的资信度（credit standing）为转移。

在商业票据中，除了具有交易背景的票据外，还有大量并无交易背景而只是单纯以融资为目的发出的票据，通常叫做融通票据（financial paper）。相对于融通票据，有商品交易背景的票据称为真实票据（real bill）。在发达市场经济国家的商业票据市场上，目前大量流通的是非金融机构的公司所发行的期限在1年以内的融通票据，其购买者多为商业银行、投资银行等金融机构。融通票据的票面金额已经标准化。

在商业票据的基础上，由银行介入，允诺票据到期履行支付义务，是银行承兑票据（bank acceptance）。票据由银行承兑，信用风险相对较小。对于这项业务，银行收取手续费。在发达市场经济国家，银行承兑汇票，其发行人大多是银行自身，是银行筹资的手段。

用票据进行短期融资的主要方式是出售票据一方融入的资金低于票据面值，票据到期时按面值还款，差额部分就是支付给票据买方（贷款人）的利息。这种融资的方式叫做贴现（discount），利息率则称为贴现率（discount rate）。例如，有人要将3个月后到期，面额50000元的商业票据出售给银行，银行按照6%的年率计算，贴息为750元Image00020.jpg ；银行支付给对方的金额则是49250元（=50000-750）。

不仅商业票据、银行承兑汇票多采用贴现方式，国债的发行也是采用贴现的规则。因此，短期融资的市场也称贴现市场。

#### 中央银行票据

中央银行票据（central bank bill），简称央行票据或者央票，是中央银行向商业银行发行的短期债务凭证，其目的是调节商业银行的超额准备金。中央银行票据其实是一种中央银行债券，之所以称为中央银行票据，是为了突出其短期性特征。

中央银行票据与金融市场上其他类型的债券有着显著区别：发行各类债券的目的是筹集资金，而央行票据则是中央银行调节基础货币的一项货币政策工具，其目的是减少商业银行的可贷资金规模。商业银行在认购央行票据的同时，其可贷资金规模将会相应减少。

中央银行票据主要采用回购交易方式，回购交易分为正回购和逆回购两种。正回购为中央银行向一级交易商卖出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为，正回购意味着中央银行从市场收回流动性；逆回购为中央银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为，逆回购意味着中央银行向市场投放流动性。

在我国，中央银行票据的发行始于20世纪90年代初。2009年6月以来，为了控制银行信贷快速增长，中国人民银行在银行间市场重新启动正回购操作，随后也重启发行1年期央行票据，同时还向部分商业银行发行惩罚性的定向央行票据。

#### 国库券市场

这里要讲的是由政府发行的短期国库券（treasury bill）（注：过去一百多年来，treasury bill一直译为国库券。20世纪80年代初，我们开始发行国家中长期公债，并把公债券命名为“国库券”。这是财政工作中的插曲，无实质意义。），期限品种有3个月、6个月、9个月和12个月。国库券的期限短，有政府信誉作支持，可以当做无风险的投资工具。

国库券的发行频率高。在许多国家，国库券是定期发行的，如确定每季度一次或每月一次。美国3个月和6个月的国库券是每周发行。

国库券发行多采用贴现发行方式。通过竞争性报价方式确定发行价格和贴现率——市场经济国家的无风险利率。

国库券市场的流动性在货币市场中是最高的，几乎所有的金融机构都参与这个市场的交易。许多国家的中央银行都选择国库券市场开展公开市场业务。

#### 可转让大额存单市场

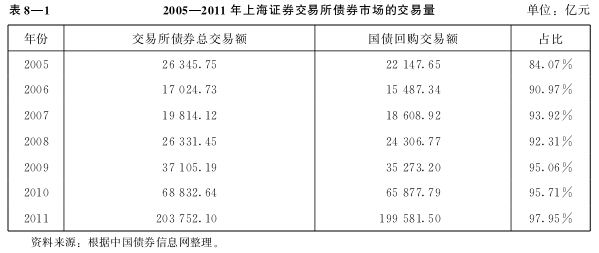
大额存单（certificates of deposit，CDs）是由商业银行发行的一种金融产品，是存款人在银行的存款证明。可转让大额存单与一般存单不同的是，金额为整数，并且在到期之前可以转让。

#### 回购市场

回购（counter purchase）市场是指对回购协议（repurchase agreement）进行交易的短期融资市场。回购协议是证券出售时卖方向买方承诺在未来的某个时间将证券买回的协议。以回购方式进行的证券交易其实是一种有抵押的贷款：证券的购买，实际是买方将资金出借给卖方；约定卖方在规定的时间购回证券、归还借款；抵押品就是相关的证券。

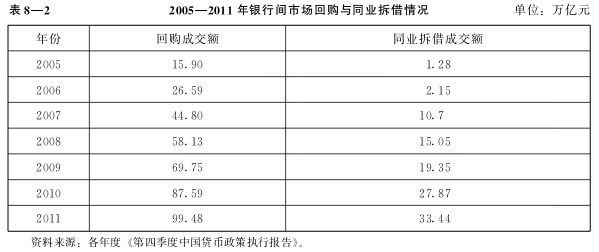
如果证券公司不是卖出证券，而是先买入证券，承诺以后按规定价格卖还给对方，那么证券公司做的就是逆回购的交易——充当资金的贷出方。

回购交易的期限很短，通常以天计，为期1天的，也称“隔夜”（overnight），最长不过1年。我国的回购市场比较活跃。表8—1是我国近年来交易所回购占比情况。



#### 银行间拆借市场

银行间拆借市场（interbank market）是指银行之间短期的资金借贷市场。市场的参与者为商业银行以及其他各类金融机构。拆借期限很短，有隔夜、7天、14天等，最长不过1年。我国银行间拆借市场是1996年1月联网试运行的，其交易方式主要有信用拆借和回购两种方式，主要是回购方式（见表8—2）。



由于银行间拆借市场是我国规模最大的一种货币市场，因此该市场也成为中国人民银行进行公开市场操作的场所。

### 第三节 衍生工具市场

#### 衍生金融产品

在金融资产价值中，有的金融资产与实物资产（如厂房、设备、土地等等）之间，存在着直接的联系。例如，股票的发行就是依据公司的实物资产。也有一些金融资产，如期货、股票指数期权等等，是依附于股票、债券、存单、货币等这样一些金融资产而产生的，其价值变化主要取决于股票、债券的价值变化。在这个意义上，这类金融产品具有“依附”、“衍生”的特征，因而被冠以“衍生金融产品”（derivative financial pro-ducts）的称呼。至于赖以衍生的基础性金融资产，相应取得了“原生金融工具”（underlying financial products）的称呼。但无论如何，衍生金融产品也并非同实物资产全然割断联系，只不过两者的联系是间接地通过原生金融产品迂回地实现。

#### 衍生工具的迅速发展

金融衍生工具的迅速发展是20世纪70年代以来的事情。由于70年代高通货膨胀率以及普遍实行的浮动汇率制度，使规避通货膨胀风险、利率风险和汇率风险成为金融交易的一项重要需求。

在金融衍生工具的迅速拓展中，还有一个极其重要的因素，那就是期权定价公式的问世。对期权如何定价，曾是一个历经多年研究而难以解决的题目。1997年诺贝尔经济学奖获得者斯科尔斯和默顿在70年代初，推出了他们据以获奖的期权定价公式，解决了这一难题。人们这样形容：他们的期权定价公式创造了一个巨大的衍生工具市场。

迄今为止，金融衍生工具已经形成一个新的金融产品“家庭”，其种类繁多、结构复杂，并且不断有新的成员进入。

#### 远期和期货

金融衍生工具在形式上均表现为一种合约（contract），在合约上载明买卖双方同意的交易品种、价格、数量、交割时间及地点等。目前较为流行的金融衍生工具合约主要有远期、期货、期权和互换这四种类型，其他任何复杂的合约都是以此为基础演化而来的。

远期（forwards）合约是合约双方约定在未来某一日期按约定的价格买卖约定数量的相关资产。远期合约的交易一般不在规范的交易所内进行。目前，远期金融合约主要有货币远期和利率远期两类。

在远期合约的有效期内，合约的价值随相关资产市场价格的波动而变化。若合约到期时以现金结清，当市场价格高于合约约定的执行价格时，应由卖方向买方支付价差金额；反之，则由买方向卖方支付价差金额。按照这样一种交易方式，远期合约的买卖双方可能形成的收益或损失都是“无限大”的。

期货（futures）合约与远期合约十分相似，也是交易双方按约定价格在未来某一期间完成特定资产交易行为的一种方式。两者的区别在于：远期合约交易一般规模较小，较为灵活，交易双方易于按各自的愿望对合约条件进行磋商。而期货合约的交易是在有组织的交易所内完成；合约的内容，如相关资产的种类、数量、价格、交割时间、交割地点等，都已标准化。

无论是远期合约还是期货合约，都为交易人提供了一种避免因价格波动带来风险的工具；同时，也为投机人利用价格波动取得投机收入提供了手段。最早的远期合约、期货合约中的相关资产是粮食。进入20世纪70年代，金融市场的动荡和风险催生出金融期货，如利率期货、外汇期货、股票价格指数期货等。

#### 期权

期权（options）合约是指期权的买方有权在约定的时间或约定的时期内，按照约定的价格买进或卖出一定数量的相关资产，也可以根据需要放弃行使这一权利。为了取得这样一种权利，期权合约的买方必须向卖方支付一定数额的费用——期权费（option premium）。按照相关资产的不同，有外汇期权、利率期权、股票期权、股票价格指数期权等。

期权分看涨期权（call option）和看跌期权（put option）两个基本类型。看涨期权的买方有权在某一确定的时间以确定的价格买进相关资产；看跌期权的买方有权在某一确定时间以确定的价格出售相关资产。

期权这种金融衍生工具的最大魅力在于，可以使期权买方将风险锁定在一定范围之内。如果不考虑买卖相关资产时的佣金等费用支出，对于看涨期权的买方来说，当市场价格高于执行价格时，他会行使买的权利，取得收益；当市场价格低于执行价格时，他会放弃行使权利，所亏损的仅限于期权费。对于看跌期权买方来说，当市场价格低于执行价格时，他会行使卖的权利，取得收益；反之则放弃行使权利，所亏损的也仅限于期权费。因此，期权对于买方来说，可以实现有限的损失和无限的收益。

但是，期权对于卖方来说则恰好相反，即损失无限而收益有限。在这种看似不对称的条件下，为什么还会有期权的卖方？如果没有人卖，何以买？何以成交？其实，卖方之所以愿意卖出期权合约，肯定认为此举对他有利。譬如，如果认定相关资产的价格将会上涨，那么卖出几份看跌期权合约，使自己不费任何本金即可坐收期权费的收入。当然，这样做将冒很大的风险：如果股市暴跌，看跌期权卖方不得不配合对方行权——以高价买入对方出售的股票，那必将亏损惨重。

但是，如果将卖出期权与买入期权以及与买入现货资产结合起来，风险就不会这么集中。比如，购置了一块土地，价格10万元；预期未来一年中土地的价格可能下降，价格在9.6万元~10万元之间波动。为了规避风险，可以4000元的价格出售一份这块土地的看涨期权合约，执行价定为11万元。如果未来一年中土地的价格上涨，超过11万元，对方就会行权，就会获得1.4万元（=11-10+0.4）的净收入；如果价格下降，对方不会行权，资产价值就相当于这时的土地价格加上4000元的期权费，只要土地价格没有降到9.6万元以下，就不会亏本。与不出售这份合约比较，抵御风险的能力提高了4000元。因此，卖出期权也具有避险、保值的功能。

#### 互换

互换（swaps），也译作“掉期”、“调期”，是指交易双方约定在合约有效期内，以事先确定的名义本金额为依据，按约定的支付率（利率、股票指数收益率等）相互交换支付的约定。以最常见的利率互换为例，设确定的名义本金额为1亿元，双方约定：一方按期根据以本金额和某一固定利率计算的金额向对方支付，另一方按期根据本金额和浮动利率计算的金额向对方支付。当然，实际只支付差额。

#### 金融衍生工具的双刃作用

迅速发展的金融衍生工具使规避形形色色的金融风险有了灵活方便、极具针对性且交易成本日趋降低的手段。这对现代经济的发展起到了有力的促进作用。

但衍生工具的发展也促成了巨大的世界性投机活动。目前世界性的投机资本，其运作的主要手段就是衍生工具。衍生工具的交易实施保证金制度。在这种交易中的保证金是用以承诺履约的资金；相对于交易额，对保证金所要求的比例通常不超过10%，因而投机资本往往可以支配5～10倍于自身的资本进行投机操作。对于这样的过程，人们称之为“高杠杆化”。

衍生工具的投机，若成功，可以获得极高收益；若失败，则会造成严重后果。如1995年，英国老牌巴林银行，竟然由于它的一个分支机构的职员进行衍生工具投机失败而宣告破产。

在国际金融投机中，投机资本利用衍生工具冲击一国金融市场并造成该国金融动荡和危机也有几个例子。比如，由于受到国际投机资本的冲击，1992年英镑退出欧洲汇率体系；1997年7月泰国放弃了泰铢兑美元的固定汇率并引发了东南亚的金融大振荡等。

我国目前的金融衍生工具市场仅处于起步阶段，品种少、规模小。但随着资本市场的发展和金融风险的提高，我国衍生工具市场必然有较快的发展。

### 第四节 投资基金

#### 投资基金及其发展历史

投资基金（investment funds）是一种利益共享、风险共担的集合投资制度。投资基金集中投资者的资金，由基金托管人委托职业经理人员管理，专门从事证券投资活动。

投资基金一般由发起人发起设立，通过发行证券募集资金。基金的投资人不参与基金的管理和操作，只定期取得投资收益。基金管理人根据投资人的委托进行投资运作，收取管理费收入。

在金融市场不发达、专业化分工程度不高的社会中，交易品种少、交易技术简单，证券投资者即便不是专业人士，也可以应付自如，甚至取得不错的业绩。但随着证券市场品种增加，交易的复杂程度提高，普通人与专营此道的专业人士比较，在经营业绩方面的差距越来越大。将个人不多的资金委托给专门的投资管理人集中运作，也可以实现投资分散化和降低风险的效果。

进入20世纪80年代，投资基金获得了迅猛发展，已成为当代国际金融市场演进的一个重要特征。截至2007年末，全球的基金总资产已超过26万亿美元。投资基金业在美国和欧洲最为发达，基金投资已经成为最普遍的投资方式。其中，美国基金业规模约占全球的一半，欧洲约占1/3。2007年末，美国基金资产净值达到顶峰，超过13万亿美元，而同期美国全部商业银行的资产规模大约为10万亿美元。此后，受次贷危机影响，美国投资基金规模大幅收缩，2009年以后又恢复增长；截至2010年末，美国投资基金资产净额已达13.19万亿美元，超过次贷危机前的水平。

#### 契约型基金和公司型基金

按照基金的法律地位划分，有契约型基金（contractual type investment fund）和公司型基金（corporate type investment fund）两类。

契约型基金是根据一定的信托契约原理组建的代理投资制度。委托者、受托者和受益者三方订立契约，由经理机构（委托者）经营信托资产；银行或信托公司（受托者）保管信托资产；投资人（受益者）享有投资收益。

公司型基金是按照股份公司方式运营的。投资者购买公司股票成为公司股东。公司型基金涉及四个当事人：投资公司，是公司型基金的主体；管理公司，为投资公司经营资产；保管公司，为投资公司保管资产，一般由银行或信托公司担任；承销公司，负责推销和回购公司股票。

公司型基金分为封闭式基金和开放式基金两种。封闭式基金（close end fund）发行的股票数量固定不变，发行期满，基金规模就封闭起来，不再增加和减少股份。开放式基金（open end fund）也称共同基金（mutual fund），其股票数量和基金规模不封闭：投资人可以随时根据需要向基金购买股票以实现投资，也可以回售股票以撤出投资。近年来，在国外，开放式基金的发展速度远远快于封闭式基金。

#### 私募基金

如果按照基金的资金募集方式和资金的来源划分，可以分为公募基金和私募基金。公募基金是以公开发行证券方式募集资金所设立的基金；私募基金是以非公开发行证券方式募集资金所设立的基金。

私募基金面向特定的投资群体，满足对投资有特殊期望的客户需求。私募基金的投资者主要是一些大的投资机构和一些富人。如美国索罗斯领导的量子基金的投资者，或是金融寡头，或是工业巨头；量子基金的投资者不足100人，每个投资者的投资额至少100万美元。

#### 对冲基金

对冲基金（hedge fund）是私募基金的一种，是专门为追求高投资收益的投资人设计的基金。其最大的特点是广泛运用期权、期货等金融衍生工具，在股票市场、债券市场和外汇市场上进行投机活动，风险极高。20世纪90年代初期，全球对冲基金的规模只有区区150亿美元；2007年前后一度超过26000亿美元。近年来有所萎缩，但2011年末，全球对冲基金仍有20200亿美元的规模。

从投资策略上看，对冲基金的类型不一，其中有一类对冲基金主要利用各国宏观经济的不稳定性进行套利活动。比如，当发现一国的宏观经济过热，则进行预期资产价格下跌的操作；只要该国宏观经济形势逆转、资产价格大幅贬值，对冲基金就会从中获得巨额收益。这类基金对全球金融体系的破坏性较大，常常被指责为金融危机的制造者。我国现阶段尚不存在这样意义的对冲基金。

#### 收益基金和增长基金

如果按照对投资收益与风险的设定目标划分，投资基金可以分为收益基金（income funds）、增长基金（growth funds）。当然，也会有两者的混合型。

收益基金追求投资的定期固定收益，因而主要投资于有固定收益的证券，如债券、优先股股票等。收益基金不刻意追求在证券价格波动中可能形成的价差收益，因此投资风险较低；当然，投资的收益率也会比较低。

增长基金追求证券的增值潜力，通过发现价格被低估的证券，低价买入并等待升值后卖出，以获取投资利润。

在实际生活中，各个基金对自己的投资目标或者说投资理念的说明是相当多样化的，但核心离不开如何设计收益与风险的搭配。

#### 货币市场基金

货币市场基金是投资于货币市场金融产品的基金，专门从事商业票据、银行承兑汇票、可转让大额定期存单及其他短期类票据的买卖。货币市场基金的投资风险低、流动性很好，允许投资人随时提取所投资金，类似于在银行的存款，但其收益率又比银行存款利率高。

#### 养老基金

养老基金（pension fund）是一种用于支付退休收入的基金，是社会保障基金的一部分。养老基金通过发行基金股份或受益凭证，募集社会上的养老保险资金，委托专业基金管理机构用于产业投资、证券投资或其他项目的投资，以实现保值增值的目的。近年来，全球养老基金总额迅速增长，2011年全球13个主要市场（简称P13，包括澳大利亚、加拿大、巴西、法国、德国、中国香港、爱尔兰、日本、荷兰、南非、瑞士、英国和美国）的机构养老基金资产规模达到创纪录的28万亿美元。

随着人口老龄化程度的提高，养老基金会聚了越来越大的社会财富，其投资活动对于投资基金行业以及金融市场的发展，都起着举足轻重的作用。

1984年，我国开始了城镇养老保险的改革。1997年国务院关于统一企业职工基本养老保险的规定确定了中国城镇养老保险系统改革的方向。2011年末，全国基本养老保险基金结余19497亿元；全年城镇基本养老保险基金总收入16895亿元。

### 第五节 外汇市场与黄金市场

#### 外汇市场的概念与功能

国际支付中要求进行各种货币的兑换，外汇市场（foreign exchange market，exchange market）就是进行外汇交易的场所。

在当今国际金融和国际贸易领域中，外汇市场提供了货币兑换和结算的便利，同时也为金融资本的输出、国际垄断资本的对外扩张和外汇投机等提供了角逐场所。

国际上的外汇市场分为有固定交易场所的有形外汇市场和没有具体交易场所的无形外汇市场。

#### 外汇市场的参与者和交易方式

外汇市场的参与者有外汇银行、外汇经纪人、中央银行，以及众多的进出口商、非贸易外汇供求者和外汇投机者。

外汇银行是指由中央银行授权经营外汇业务的本国银行、在本国的外国银行分行以及其他从事外汇经营的有关金融机构。外汇银行是外汇市场的交易主体，它不仅充当外汇供给者和外汇需求者的主要中介人，同时也自行买卖外汇，参与外汇市场投机活动。

外汇经纪人依靠同外汇银行的密切联系和掌握的外汇供求信息，促成买卖双方成交，从中赚取手续费。

为了防止国际短期资金大量流动的冲击，中央银行负有干预外汇市场的职责：外汇短缺时抛售，外汇过多时收购，以使汇率不致发生剧烈的波动。

#### 我国的外汇市场

我国的外汇市场有两个层次：第一个层次是客户与外汇指定银行之间的零售市场；第二个层次是银行之间买卖外汇的同业市场，又称银行间外汇市场，包括银行与银行相互之间的交易以及外汇指定银行与中央银行之间的交易。

我国银行间外汇市场的正式名称为中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心，成立于1994年4月，总部设在上海。中国人民银行公开市场业务操作室为外汇市场调控部门，设于交易中心。

银行间市场交易以美元/人民币的交易为主。外币成交品种主要为美元/港币、美元/日元和欧元/美元。

办理外汇零售业务的银行是外汇指定银行。外汇指定银行根据中国人民银行公布的基准汇率，在规定的幅度内制定挂牌汇率，买卖外汇。

与合法的外汇市场并行，存在外汇黑市。外汇黑市上的需求包括两部分：一部分是本身即属非法交易，如走私、洗钱、非法转移个人资产、违规对外投资等交易所形成的需求。另一部分是一些正当需求，如个人因私用汇和符合国家规定的对外投资等，但或因审核手续烦琐，或因对有关规定不清楚，或因国家对购汇有所限制等，以致进入非法交易渠道。黑市上的外汇供给有的是黑钱，有的也是合法收入。

由于外汇黑市交易通常与走私、洗钱、非法资产转移等活动联系在一起，因此，一直是国家规范和整顿市场经济的重点。同时，管理部门还不断创造条件，通过放宽用汇限制，提供满足企业和个人合理外汇需求的措施，从源头减少非法外汇交易。

#### 黄金市场的历史发展

历史上，黄金曾在世界范围内长期充当一般等价物的角色，是现实经济生活中实实在在的购买手段和支付手段。金本位瓦解和金币停止流通之后，黄金依然保持其货币属性，直至20世纪70年代的黄金非货币化。非货币化之后，黄金仍然是各国国际储备资产的一部分。

世界上最早的国际黄金市场于19世纪初在伦敦产生。第二次世界大战爆发后，由于黄金的自由交易受到很大限制，伦敦黄金市场曾关闭了15年。世界黄金市场重新成为完全自由的交易市场，是在布雷顿森林体系瓦解之后。

在布雷顿森林体系下，官方兑换黄金的价格是1盎司黄金35美元。20世纪80年代初，黄金价格曾攀升到每盎司850美元的高点。90年代末期以来，国际市场出现了罕见的黄金抛售潮。特别是各国中央银行纷纷降低黄金储备。1999年7月6日的黄金价格曾跌到每盎司256美元。此后又开始逐渐上升，2011年9月初，一度触及1920.20美元的高位。此后又震荡下行，2012年6月3日为1626.30美元。

国际上的黄金市场流通体系是一个多层次、多形态市场的集合，有银行间无形黄金市场、黄金现货交易有形市场、黄金期货交易有形市场、黄金零售市场等。

#### 黄金市场的金融功能

过去，黄金的用途中有相当大的部分是货币用黄金。货币用黄金又分为二：一是货币流通所需，如铸造金币。这方面需求已经是近一百年以前的事情。二是国家集中的黄金储备。到目前为止，各国官方都保有以百吨、千吨计的黄金作为国际储备资产。2000年世界各国的集中黄金储备，据国际货币基金组织的统计，为79651万盎司。

现在对黄金的需求，可以说都属于非货币需求，大别为投资需求与消费需求。

目前，黄金的主要消费领域有珠宝首饰业、电子仪器、牙医科、工业装饰、奖章、纪念币等。其中，珠宝首饰用金需求量约占全部黄金需求的70%~75%。黄金消费性用途的多样化促进了全球范围内黄金交易活动的活跃。由于黄金的特性与历史习惯，各种以黄金为标的的投资活动依然相当活跃。

黄金饰物的相当部分，在民间，也还是重要的投资保值工具。正是活跃的黄金投资，表明黄金市场仍然具有明显的金融功能。当人们对经济前景捉摸不定时，往往便会转向购买黄金保值。

#### 我国的黄金流通体制改革

新中国成立以来，我国一直对黄金流通实行严格的计划管理体制：由中国人民银行统一收购和配售黄金，统一制定黄金价格，严禁民间黄金流通。

改革开放后的1982年，放开了黄金饰品零售市场。1993年改革了黄金定价机制，允许黄金收售价格随国际金价波动。1999年，取消了白银的统购统配制度。同年12月，我国在部分城市首次向社会销售金条，这反映出国内市场对于作为投资品的黄金的需求。自2001年开始，决定取消黄金的统购统配，实现市场配置黄金资源。作为全国性的有形市场，上海黄金市场于2002年10月30日正式开始交易。

### 第六节 风险投资与创业板市场

#### 风险投资基金和风险资本

风险投资基金（venture fund）是一种以私下募集资金的方式组建的基金，它所运作的资本称为风险资本（venture capital）。按照venture的英文字义，有冒险的意思。就是说，在风险投资中，是投资人主动冒风险投入资本，以期取得比谨慎投资更高的回报。

按照风险投资的传统做法，只是对处于初创期、增长期、成熟期的新项目、新企业投资，特别是以高科技企业为对象。风险投资的投资金额通常不大，如在美国，通常在100万~1000万美元之间。由于这类作为投资对象的公司一般还处于创业阶段，通常也称为创业投资基金。

近年来，风险投资的风格正在改变，激烈的市场竞争迫使风险资本也开始投资于一些低风险的传统项目和企业。

#### 风险投资的发展历史及其作用

最早的风险投资概念起源于15世纪，当时西欧一些富商为了寻求到海外创业，投资于远洋探险，从而首次出现“venture capital”这个术语。

美国是目前风险投资最活跃的国家。美国第一个成功的风险投资案例是美国研究与发展公司（ARD）于1957年对数字设备公司这个由4名麻省理工学院的大学生组建的高科技公司所进行的投资。初始投资金额不到7万美元，14年后，这些股票的市场价值是3.55亿美元，增长了5000多倍。但在经济盛衰交替的大背景下，风险投资几起几落，波动极大。2007年全美风险投资总额一度达到299亿美元，此后有所下降，但2010年仍有218亿美元的规模。

在20世纪的八九十年代，欧洲各国、日本以及东南亚国家的风险投资也有明显发展，但并不是一帆风顺的。

我国的风险投资自1998年以来得到了快速发展。2001年风险投资总额仅为40多亿元，2011年度有177家本土风险投资机构及116家有外资背景的风险投资机构，所管理的投资中国内地的风险资本总额高达1477.57亿元人民币，筹资金额达724.45亿元人民币。最具有投资价值的行业依次为：能源环保行业、IT行业、生物技术行业、传统行业、消费品、医疗保健、新材料、互联网等。

#### 风险投资的退出途径

风险资本的投资过程大致分五个步骤：第一步——交易发起（deal origination），即风险资本家获知潜在的投资机会。第二步——筛选投资机会（screening），即在众多的潜在投资机会中初选出小部分做进一步分析。第三步——评价（evaluation），即对选定项目的潜在风险与收益进行评估。如果评价结果是可以接受的，风险资本家与企业家一道进入第四步——交易设计（deal structure）。交易设计包括确定投资的数量、形式和价格等。一旦交易完成，则进入第五步——投资后管理（post investment activities）。第五步的关键是将企业带入资本市场运作，以顺利实现必要的兼并收购和发行上市。

将投入的资本退出所投资的企业，以实现投资价值增值，是风险投资的最终目标。一般来说，风险资本要陪伴企业走过风险最大的5年时间，然后则是设法寻求有利的退出途径。风险资本退出的途径有多条，股票发行上市被称为风险资本的黄金收获方式。

#### 创业板市场

风险资本所培育的企业，在上市之初，一般具有经营历史短、资产规模小的特点，加之它们是在一些新的领域内发展，失败的风险较大，通常满足不了一般的上市条件。而风险投资家又无不力求较早地把企业推向市场以撤出资金。鉴于这样的原因，需要建立有别于成熟企业股票发行和交易的市场，专门对小型企业以及创业企业的股票进行交易。这种市场一般称为创业板市场（growth enterprise market，GEM）或二板市场（secondary board market）、小盘股市场等等。创业板市场是主板市场之外的专业市场，其主要特点是在上市条件方面对企业经营历史和经营规模有较低的要求，但注重企业的经营活跃性和发展潜力。目前比较成功的创业板市场是美国的纳斯达克市场。

企业经过创业板市场的培育后，还可以进入主板市场。目前，一些世界知名的高科技大公司就经历了这样一条发展道路。比如原来在纳斯达克上市的微软公司的股票，已进入道琼斯30种工业指数。

近年来，世界各主要国家和地区都相继设立了创业板市场。经过多年酝酿，2004年，深圳证券交易所推出中小企业板。又经过多年实践，2009年10月，中国的创业板市场在深圳正式启动，首批28家企业挂牌上市。截至2010年8月6日，上市公司达100家，市值4150亿元。

### 第七节 金融市场的国际化

#### 对金融市场国际化的理解

金融市场的国际化，或者说金融市场全球化，是一个极为复杂并不断进展的经济趋向。现实生活中，人们感受到的，比如像国际私人资本在各个国家之间的流动，以及由此带来的对实际经济活动和金融活动的正面影响与负面影响：随着国际资本的流入，实际经济可以获得充裕的资金并实现高速增长，证券市场也会因此繁荣；随着国际资本的离去，带来的可能是经济萧条和金融危机。再如，像一些地区组建的经济联盟和金融、货币联盟，一方面加强了区域内国家之间的经济合作关系，另一方面自然也加快了实际经济运行与金融运行在国与国之间的传播速度，并使一个国家的经济问题有可能迅速导致区域内国家的经济波动和金融振荡。

在现代经济中，人们会很自然地将金融市场国际化与金融风险程度提高联系在一起。一般来说，经济发达国家由于市场的成熟程度较高，对于风险的防范与控制有相对丰富的经验和较强的消化吸收能力，可能付出的代价比较低。反之，发展中国家尚不成熟的金融体系使其在金融市场国际化的进程中可能付出较大的代价。

然而，金融市场的国际化、全球化是一个不可逆的过程。金融活动是以实体经济活动为基础的，实体经济活动全球化已成为当代的基本特征。所有的实体经济活动都需要金融业为其提供服务，这就必然有力地推动着金融市场国际化的进程。

#### 欧洲货币市场

欧洲货币市场（eurocurrency market）的兴起和壮大，对于金融市场的全球化有着突出的意义。

欧洲货币市场发端于20世纪50年代的伦敦欧洲美元市场。第二次世界大战后，西欧各国大量持有美元。同时，资本主义世界经济发展较快，美元资金需求增加。这就使欧洲银行经营的美元存贷业务迅速增大，并形成了欧洲美元市场。随后，一些可以自由兑换的西方国家主要货币，如联邦德国马克、瑞士法郎、日元等也分别成为交易对象，于是出现了欧洲英镑、欧洲联邦德国马克、欧洲瑞士法郎等“欧洲货币”。这样，欧洲美元市场便逐渐扩大为国际性的欧洲货币市场。

欧洲货币市场是一个完全自由的国际金融市场，其特点有：（1）经营自由，一般不受所在国管制；（2）资金来自世界各地，各种主要可兑换货币都有交易，而且规模庞大，能满足各种筹资需要；（3）存款利率相对高，贷款利率相对较低，利差经常在0.5%左右，对存款方和贷款方都有吸引力；（4）借款条件灵活，不限贷款用途，手续简便。

#### 金融市场国际化的演进和格局

随着生产和资本国际化的发展，西方发达国家的国内金融市场很自然地外延，从纯粹办理国内居民间的金融业务，发展到经营所在国居民与非居民之间的国际金融业务。这就是传统意义的国际金融市场。第一次世界大战前后，英国伦敦率先发展为国际金融市场。第二次世界大战后，纽约与伦敦相匹敌，成为世界上又一个重要的国际金融市场。与此同时，在瑞士苏黎世、联邦德国法兰克福以及日本东京等地的国际金融市场也相继发展起来。

促进金融市场进一步国际化的重要因素是离岸金融市场（offshore financial center）的形成和发展。所谓离岸金融市场，是指位于某国，却独立于该国的货币与金融制度，不受该国金融法规管制的金融活动场所。上面提到的20世纪50年代开始形成的欧洲美元市场可以说是一个发端。此后，仅在亚洲，就有1968年新加坡建立的亚洲货币市场；中国香港于1978年形成亚洲的国际金融中心；日本则于1986年在东京建立了境外金融市场等。一些经济上并不重要的国家和地区，只要提供良好的经营环境，就可望成为国际性的金融中心。

在伦敦、纽约以及后来的东京等几个传统的巨大国际金融中心迅速发展的同时，离岸金融市场又在全球广泛分布，这就意味着国际金融市场成为覆盖全球的网络。在这个全球性的国际金融市场网络中，资金流量极大、流动性极强，为最充分地发挥金融效率和活力提供了条件。不过，当发生国际外汇汇率波动和股市风暴时，也常常推波助澜，成为难以控制的破坏力量。

#### 国际游资

国际游资，也称热币、热钱（hot money），是指在国际上流动性极强的短期资本，一般特指专门在国际金融市场上进行投机活动的资金。在当今科学技术和互联网迅速发展的条件下，千百亿美元的资本可以在瞬息之间调往世界各地。据估计，国际金融市场上的外汇交易，八成以上用于投机。

国际游资一般具有交易杠杆化、快速流动、集团作战的特点。交易杠杆化使游资可以少量的本金驾驭几倍、几十倍的资金；集团作战的特点使游资成为名副其实的强大军团。加上千百亿资金可及时调动到全球的任意金融中心，于是游资可以轻而易举地在某个市场上呼风唤雨，人为地攻击一国的金融体系，并从中牟取暴利。

【复习思考题】

1.金融市场是一个包括许多子系统的大系统，各子系统之间也并不是简单的并列关系。试画一张图表形象地说明这个体系。

2.货币市场为短期融资市场，资本市场为长期融资市场，你如何理解这两个市场之间的相互关系？

3.把我国的货币市场和资本市场同发达国家的货币市场和资本市场加以比较，有何差别？

4.金融衍生工具是在怎样的经济背景之下产生并迅速发展起来的？衍生金融工具一经出现，认为它的出现使得金融市场投机之风盛行的议论就极为强烈，但衍生工具的发展势头并未因此而减弱。你能给予解释吗？

5.我国曾经有过金融衍生产品的交易吗？对于改革开放之后在发展金融衍生工具交易中的波折和现状，你了解多少？

6.近几十年来，投资基金迅速发展的原因是什么？我国的投资基金近些年来也有较快的发展，但主要是各种证券投资基金而罕有货币市场基金，为什么？

7.各种社会保障基金（特别是养老基金）发展迅速，它们对于金融市场可能给予的影响应作何评价？对于中国社会保障基金的发展状况，你了解多少？

8.什么是风险投资？对于风险投资，你能归纳出几个要点吗？

9.结合全球创业板市场发展状况，谈谈你对中国创业板市场的看法。

10.金融市场的国际化会对一国国内金融市场产生什么样的影响？

11.中国改革开放的不断深入，无疑会加快金融市场国际化的步伐。你认为哪些因素会对我国金融市场国际化的进程产生实质性影响？

## 第九章 资本市场

资本市场是政府、企业、个人筹措长期资金的市场，包括长期借贷市场和长期证券市场。在长期借贷市场中，一般是银行对个人提供消费信贷；在长期证券市场中，主要是股票市场和长期债券市场。

### 第一节 股票市场

#### 股票市场概述

股票市场是专门对股票进行公开交易的市场，包括股票的发行和转让。股票是由股份公司发行的权益（equity）凭证，代表持有者对公司资产和收益的剩余要求权（residual claims）。

大部分股票市场有固定的交易场所，称为证券交易所（exchange，stock exchange），如我国的上海证券交易所和深圳证券交易所。股票交易最早出现在欧洲国家。1773年，在伦敦成立了第一家股票交易所。在美国，纽约股票交易所的正式成立是在19世纪初。现在，所有经济发达的国家均拥有几家规模庞大的证券交易所。

证券交易所只是为交易双方提供一个公开交易的场所，它本身并不参加交易。能够进入证券交易所从事交易的，必须取得交易所会员资格。会员资格的取得历来均有各种严格限制并需缴纳巨额会费。会员有两类：经纪人和交易商。前者只能充当证券买者与卖者的中间人，从事代客买卖业务，收入来自佣金；后者则可以直接进行证券买卖，收入来自买卖差价。一般客户如果有买卖上市证券的需要，首先需在经纪人处开设账户，取得委托买卖证券的资格。当客户认为需要以怎样的价格买卖哪种证券时，应向经纪人发出指令；经纪人将客户的指令传递给它在交易所的场内交易员，交易员则按指令要求进行交易。

交易所内的证券交易是通过竞价成交的。竞价成交后，还需办理交割（delivery）和过户（transfer ownership）的手续。交割是指买方付款取货与卖方交货收款的手续。过户手续仅对股票购买人而言。如为记名股票，买者需到发行股票的公司或其委托部门办理过户手续，方可成为该公司股东。

股票的交易也可在场外交易市场（over the counter，OTC）进行。与交易所比较，场外交易市场在信息公开程度及对上市公司质量的要求上比较低，从而为没有在交易所登记上市的证券创造交易机会。由于场外交易的相当部分是在券商的柜台上进行的，所以也有“柜台交易”或“店头交易”的称谓。

#### 我国股票市场的发展

我国在1880年前后开始有股票交易，这是由于清政府洋务派创办近代工业企业引起的。自清末开始，政府发行公债及铁路债券数量增多，证券交易日盛。1918年以后，上海和北京分别成立证券交易所。从1918年到1949年，中国的证券交易所历经兴衰的交替。中华人民共和国成立后，证券交易所停止活动。

改革开放以来，由于企业及政府开始发行股票、债券等有价证券，因而建立证券交易市场势在必行。1986年8月至1989年间，一些不规范的、属于尝试性的证券交易市场开始运行。1990年11月26日，上海证券交易所成立。它是按照证券交易所的通行规格组建的，办理组织证券上市、交易、清算交割、股票过户等多种业务。1991年7月，深圳证券交易所开业。深、沪证券交易所的成立，标志着中国的证券交易市场开始走上正规化的发展道路。

自1990年以来，中国股票市场的发展速度加快。1990年底，全国只有13家上市公司。至2011年末，在沪、深两个证券交易所上市的公司数量（A、B股）达2342家，股票流通市值为214758.10亿元。《中华人民共和国证券法》于1998年12月通过立法程序并于1999年7月1日实施。

考虑到鼓励和扶植中小民营企业以及创业企业的发展，尤其是高科技类型创业企业的发展，我国一直在酝酿成立“创业板市场”。作为其前身，2004年6月25日深圳中小企业板正式开锣，8只新股上市，当日成交额35亿元，标志着我国资本市场的层次进一步丰富。2009年10月，中国的创业板市场在深圳正式启动。

### 第二节 长期债券与长期债券市场

#### 长期政府债券

期限1年以上的债券称为长期债券。债券这种资金借贷的证书，包括债务的面额、期限、债务证书的发行人、利率、利息支付方式等内容。面额多大并无一定之规。

长期政府债券由政府发行。有的附有息票，以定期付息、到期还本；有的则以到期一次还本付息的方式支付本息。利率或采取固定利率，或采取浮动利率。目前，我国有财政部直接发行的债券与政策性金融机构发行的政策性金融债券（financial bond）。前者称为国债，后者称为政策性金融债。

我国的地方政府债券最早出现在新中国成立初期（如1950年由东北人民政府发行的生产建设折实公债），20世纪50年代中期旋即退出历史舞台。随后，较长时期内曾经停止所有政府债券的发行。1981年恢复国债发行，但地方政府债券并未随之恢复。1995年开始实施的《中华人民共和国预算法》明确规定地方政府不得发行债券（除法律和国务院另有规定外）。自2009年起，为了落实扩大内需、刺激经济的政策，连续三年由中央财政每年代理发行地方债。2011年，首次启动地方政府自行发债试点。

严格地说，我国近年来的地方政府自行发债并不等于地方政府自主发行地方政府债券，因为地方政府自行发债并非地方政府独立决策，而是经由国务院批准；债券的还本付息也并非地方政府自行安排，而是由财政部代办。从理论上讲，地方政府债券的自主发行须以地方财政的自求平衡为前提条件，而我国目前并不具备这个条件。2012年6月底，十一届全国人大常委会第二十七次会议审议《中华人民共和国预算法修正案（草案）》，明确规定：“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字”，“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。

#### 公司债券

公司债券是由公司——金融机构类公司以及非金融机构类公司——发行的债券，是企业筹集长期资金的重要工具，一般期限在10年以上。公司债券发行人的资信状况千差万别，公司债券的风险也远高于政府债券，因此公司债券的发行与交易一般需要先通过权威的信用评级机构进行评级。我国公司债券的发行尚有待推进。

#### 长期债券市场

对长期债券进行交易的市场，称为长期债券市场，是资本市场的一个重要组成部分。债券交易一般是在场外市场中进行，即通过电话、互联网等通信工具完成。

我国目前的债券交易集中在证券交易所市场和银行间市场进行。交易所市场主要发行和交易企业债券及部分政府债券，银行间市场则主要交易政府债券。随着我国债券市场的进一步发展，市场布局会有所调整，但总体趋势是场外市场的债券交易规模将进一步扩大。

1981年以来，我国各种债务的发行量迅速增加，其中尤以国债规模发展得最为迅速。国债的期限品种也趋于多样化。除国债以外，其他类型的债券发行量近几年也有迅速增加，如政策性金融债券和企业债券（见表9—1）。



### 第三节 初级市场与二级市场

初级市场（primary market）与二级市场（secondary market）是针对金融市场功能划分的两个类型。无论是股票市场还是债券市场均存在这样的划分。

#### 初级市场

初级市场是组织证券发行的市场。凡新公司成立发行股票、老公司增资补充发行股票、政府及工商企业发行债券等，均构成初级市场活动的内容。如果筹资单位是工商企业，它们通过初级市场所筹集到的资金将主要用于投资，增加实物产出和扩大流通能力。因此，初级市场也称实现融资的市场。

初级市场上新证券发行有公募（public offering，public placement）与私募（private offering，private placement）两种。私募，又称证券直接发行，是指发行人直接对特定的投资人销售证券。通常说来，股份公司对本公司股东发行股票多采取私募的办法。私募的手续简单、费用低廉，但不能公开上市。公募是指发行人公开向投资人推销证券。公募发行需得到投资银行或其他金融机构的协助。

初级市场在发挥融资功能的同时，还发挥价值发现与信息传递的功能。好的初级市场能够相对准确地确定金融资产价值。

#### 二级市场

二级市场也称次级市场，是对已经发行的证券进行交易的市场。当股东想转让股票或债券持有人想将未到期债券提前变现时，均需在二级市场上寻找买主。当希望将资金投资于股票或者债券等长期金融工具的人进行此类投资时，可以进入二级市场，从希望提前变现的投资者手中购买证券。因此，二级市场最重要的功能在于实现金融资产的流动性。

初级市场与二级市场有着紧密的相互依存关系。初级市场是二级市场存在的前提，没有证券发行，自然谈不上证券的再买卖；有了发行市场，还必须有二级市场；否则，新发行的证券就会由于缺乏流动性而难以推销，从而导致初级市场萎缩以致无法存在。

#### 有价证券价格

金融工具，除去钞票和银行存款外，其他金融工具，如票据、大额存单、债券和股票等等通称有价证券（security）。有价证券绝大部分都有票面价值，简称面值（par，par value，face value），即注明各有价证券代表多少货币单位。但是，它们在交易中均有不同于面值的市值、市场价值（market value），也常称市场价格、市价。

有价证券的市场价格经常波动。其中，期限短的证券价格波动幅度小一些，期限长的证券价格波动幅度大一些；没有固定收益的证券价格波动幅度比有固定收益的证券价格波动幅度大一些。

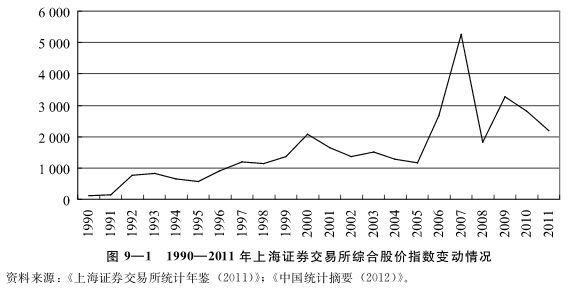
利率的变动以及经济周期、战争、自然灾害、政治事件等，对证券价格或大或小都有影响。

### 第四节 证券价格与证券价格指数

#### 证券价格指数

证券价格指数是描述证券市场总的价格水平变化的指标，主要有股票价格指数（share price index，stock index）和债券价格指数。目前，世界上比较有影响的股价指数有：美国的道琼斯工业平均股价指数、英国的金融时报指数、法国的巴黎CAC指数、德国的法兰克福DAX指数、日本的日经平均股价指数、中国香港的恒生指数、新加坡的海峡指数等。

我国的股价指数主要有上海证券交易所股价指数和深圳证券交易所股价指数。图9—1为1990—2011年上海证券交易所综合股价指数变动情况（年末收盘价）。



各指数所选用的股票种类及选取原则、编制的具体计算方法等等，可从有关金融知识的工具书中查找。

#### 市场效率的定义

金融市场的一个重要功能是传递信息。传递信息的效果最后集中反映在证券的价格上。好的市场可以迅速传递大量准确的信息，帮助证券的价格迅速调整到它应该调整到的价位上；差的市场信息传递慢且不准确，证券价格难以调整到位。为了评价市场对证券价格定位的效率，经济学家提出了有效市场假说（effective market hypothesis）。

按照有效市场假说，资本市场的有效性是指市场根据新信息迅速调整证券价格的能力：证券的价格只反映过去的价格和交易信息，是弱有效市场（weak efficient market）；证券的价格反映包括历史的价格和交易信息在内的所有公开发布的信息是中度有效市场（semi-efficient market）；证券的价格可以反映所有公开的和不公开的信息，是强有效市场（strong efficient market）。

### 第五节 资本市场的效率

#### 研究市场效率的意义

市场效率的理论认为，证券的价格是以其内在价值（intrinsic value）为依据的。高度有效的市场可以迅速传递所有相关的真实信息，使价格反映其内在价值。这就是说，市场的有效与否直接关系到证券价格与证券内在价值的偏离程度。强有效市场中，证券价格应该与预期价值一致，不存在价格与价值的偏离；如果一旦偏离，人们会立即掌握信息，并通过迅速买进或卖出的交易行为将差异消除。于是，在强有效市场中，想取得超常的收益几乎是不可能的。如果市场是弱有效的，即存在信息高度不对称，提前掌握大量消息或内部消息的投资人就可以比别人更准确地识别证券的价值，并在价格与价值有较大偏离的程度下，通过买进或卖出，获取超常利润。

我国的证券市场目前处于发展初期，定价的效率比较低，表现为多数投资人不能迅速地获得正确的信息，存在严重的信息不对称。从维护市场交易秩序，实现“公开、公平、公正”的原则出发，需要推动有效市场的形成。

#### 对有效市场假说的挑战

然而，在对有效市场假说进行实证的研究中，屡屡被指出存在许多统计异常现象。

有效市场假说的论证前提是，把经济行为人设定为一个完全意义上的理性人。这样的理性人，无论在何种情况下，都是理性地根据对成本和收益的比较，做出对自己效用最大化的决策。不少经济学家认为，由于人们限于先天的心智结构、后天的知识储备以及有关信息的获得等原因，理性是不完备的、是有限的。在现实的经济生活中，经常可以看到，人们存在着许多经济理性之外的情绪、冲动和决策行为。比如最常见的例子，对于股民入市，总是反复提醒要理性从事，但又总会看到，市场的过度波动总是与非理性的行为有直接联系。而且，即使在有限理性的条件下，因为外部条件的限制，有时候未必能够实现效用最大化的理性行为。

近些年，颇受重视的行为金融学提出了人类行为的三点预设，即有限理性、有限控制力和有限自利，并以此为根据来解释理性选择理论为什么会有悖于金融活动的实际。行为金融学并不是否定人类行为具有效用最大化取向的前提，但强调需要拓展行为分析的视角，予以修正和补充。

【复习思考题】

1.在资本市场上，企业是直接在一级市场上筹集资金，为什么还必须同时有二级市场的存在和充分发展？

2.为什么债券发行如此看重信用评级？

3.我国为什么要进行股权分置改革？谈谈你对股权分置改革效果的看法。

4.谈谈你对中国股票市场发展状况的看法。

5.尤金·法马的有效市场假说，其基本思路是什么？运用这一假说时，你认为应该注意什么问题？如何评判我国资本市场的有效性？

## 第十章 金融体系结构

### 第一节 金融体系与金融功能

#### 金融体系

金融体系有五个构成要素：

（1）由货币制度所规范的货币流通。在一个经济体中，假如不存在为这个经济体所承认的现实的货币——作为计量单位和支付手段统一体的货币，则无从设想金融体系的存在。所以，由货币制度所规范的货币流通可以说是金融体系赖以展开的基座、平台。有的分析中，并不把这一构成要素列入金融体系之内，而是把它视为金融体系借以存在并无须加以论证的前提。

（2）金融市场。

（3）金融机构。人们常常把融资的两种形式——直接融资与间接融资分别与金融市场和金融中介挂钩：金融市场是直接融资领域；金融中介是间接融资领域。虽然生活现实要复杂得多，但无论如何，要在自有的资本之外融资，不是找金融市场，就是找金融机构。换言之，这两者是构成金融体系实体的两个互补的部分。所以，极其常见的说法是：金融体系是由金融市场和金融中介机构所构成。

（4）金融工具。有的是服务于金融市场，有的是服务于金融中介机构，越来越多的则是既服务于这一领域，也服务于那一领域。没有脱离金融市场和金融中介的金融工具，也没有不存在金融工具的金融市场和金融中介机构。所以，在金融体系是由金融市场和金融中介机构所构成的说法中，不言而喻，就包含有金融工具。

（5）国家对金融运行的管理和在金融领域进行的政策性调节，是由金融的特殊性所决定的。金融活动与社会公众利益有极强的直接联系。比如一家银行丧失流动性，会使千家万户的存款人遭受损失；一家股份公司倒闭，会使千家万户的持股人遭受损失；货币币值的波动，更会影响经济体中每一个微观经济行为主体的利益。因此，国家的管制框架就成为金融体系中一个密不可分的组成部分。

上面列举的几个方面，均受法律和政府规章制度的调整和规范。

#### 金融功能

传统理论对金融体系的研究分为两个基本的方面：一是分析金融市场上各经济行为主体之间的关系；二是分析金融中介（如银行、保险公司等）机构的活动。

20世纪90年代初，罗伯特·默顿（R.Merton）和兹维·博迪（Z.Bodie）系统地提出了一种新的分析框架，即金融功能框架（perspective of financial function）。

金融功能观认为，为了分析不同国度、不同时期的金融机构为什么大不相同，应采用的概念框架，其主线是功能而不是机构：一是金融功能比金融机构更为稳定；二是机构的形式随功能而变化，机构之间的创新和竞争最终会导致金融系统执行各项功能的效率提高。对于金融系统——既包括金融机构，又包括金融市场——基本的、核心的功能，他们归纳为六项，依次为：

（1）在时间和空间上转移资源。

（2）提供分散、转移和管理风险的途径。金融体系的方方面面，都与分散和转移风险直接有关；衍生金融工具进入经济生活更是为了直接规避风险、对冲风险。总的来说，金融体系能够将风险合理地配置到有承担能力且愿意承担的部门和经济行为主体。

（3）提供清算和结算的途径，以完结商品、服务和各种资产的交易。

（4）提供了集中资本和股份分割的机制。股份公司、银行、投资基金等等，都是集中小额资金、短期资金以解决巨额资本需求的形式。巨大的营运资本可以通过股票形式细分所有权，巨大的债权则可以通过基金形式分割债权等等。

（5）提供价格信息。金融领域的价格信息，如利率、汇率、股市行情等，对于投资决策、经营决策，乃至宏观分析的重要性人所共知，而金融体系提供了这些金融信息形成的机制。

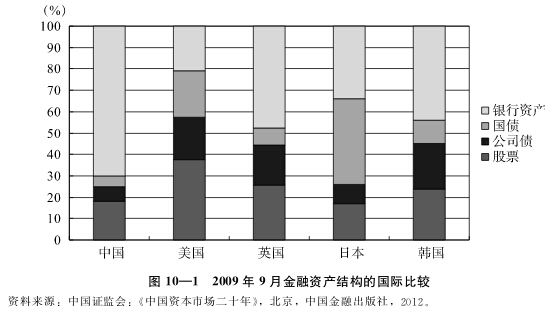
（6）提供解决激励（incentive）问题的方法。这是金融体系在涉及金融工具设计、公司治理等多方面的功能。在传统的金融实践中，公司内部的治理状况只是评价信誉和经营状况以决定是否提供金融支持的根据，而金融的业务行为并不介入公司治理的内部。晚近的金融理论和实践认定，金融活动应该延伸并实际延伸到公司治理之中。在公司治理的问题中，存在着由信息不对称而产生的道德风险和逆向选择，以及委托—代理问题。如果银行对贷款要求抵押担保，就会使借款人谨慎使用贷款；由于技术进步，降低了对抵押担保品价值的评估成本，这类金融业务的应用范围不断扩大，从而有助于减少轻率取得贷款的道德风险。这是以新的观点解读传统的银行业务。比如将代理人的利益与公司的股票价格挂钩，像代理人股票期权分红的做法，则使代理人与委托人的利益一致，有利于缓和委托—代理的矛盾。这可解释近年来在公司治理中形成的一些新措施与金融运作的关系等等。

### 第二节 金融体系的两种结构

#### 中介与市场对比的不同结构

金融功能是由金融中介和金融市场的运作来实现。但在不同的国家，在一个国家的不同历史时期，这两者的重要性却不尽相同。也就是说，这两者在金融体系中所占地位的对比却有不同的格局。例如，目前美国的金融体系中，资本市场非常发达，而在欧洲大陆的很多国家，例如德国和法国，则是大银行在金融体系中占据主导地位。

中国的金融体系，从静态观点看，银行占绝对优势，接近德、日模式；就动态观点看，中国的资本市场发展迅速，似乎正在朝美国模式发展。如图10—1所示，2009年9月，中国的银行资产占金融资产的比例高达70%，明显高于其他国家。另据中国证监会统计，截至2010年底，中国资本市场资产（包括股票与各类债券）总额占金融资产总额的比例仅为30.82%。对于这种正在摸索、转型的金融体系来说，比较金融体系的不同结构，有助于我们分析、理解金融体系发展与变化的趋向。



#### 不同金融体系格局是怎么形成的？

一个国家金融体系格局的形成受多种因素的影响，其中非常重要的一项就是受到人为政策管制的影响。管制政策大多取决于对某次经济危机、金融危机的反应，而体制一旦形成，就会出现路径依赖——变革体制的成本通常大于维持原有体制的成本。

现代金融体系最早形成于欧洲。1719—1720年是金融发展史上具有重要意义的年代，这两年发生了两个相互关联的事件：一个是法国的“密西西比泡沫事件”，另一个是英国的“南海泡沫事件”。在泡沫事件发生之后，两国都制定了相应的法规，对股票市场严格监管。但是，英国在19世纪初即废除了该法，而法国直到20世纪80年代才开始放松对资本市场的管制。正是不同的反应，致使两国资本市场的发展存在极大的差异。

德国与英、法相比，工业化起步较晚，在19世纪，股份制企业数量很少，资本市场主要是为政府债券以及为王室和城邦的贷款服务。由于受到法国银行模式的影响，而且德国的银行家有很多是从企业家转变来的，因此银行与工业企业相互持股、相互渗透的现象非常普遍。企业与某个特定的银行建立长期关系，相应的银行则为企业提供全方位的金融服务。在19世纪晚期，德国银行的全能体系得到了迅速发展。

在美国的金融体系中，大银行始终不占支配地位。美国独立后不久，曾经有建立大型联邦银行的提议，并据此建立了第一美洲银行（1791—1811年），以及此后的第二美洲银行（1816—1836年）。但是，1832年围绕是否重新审核第二美洲银行的执照，反对权力集中的意见占据优势，法案最终未能通过。这一事件是美国银行发展史上的分水岭。自此，建立分散的银行体制、避免金融机构权力过大成为社会的主流意见。20世纪30年代的大萧条，是影响美国银行制度的另一事件。1933年通过的《格拉斯斯蒂格尔法》成为分业经营和分业监管的经典。这些都为金融市场拓宽了发展的阵地。

通过对不同金融体制发展的简单回顾可以看出，不同的金融体制在形成之初，并没有作为政府决策的抽象理论研究，或者是优劣比较，甚至可以说具有一定的历史偶然性。

#### 优劣比较要求理论论证

现代金融理论常常假设金融市场是最好的金融运作形式；金融市场发达的体系，要比主要依靠银行的体系，处于更高的发展阶段。但是，不仅历史上绝大多数的国家主要是依靠银行体系推进经济增长，而且时至今日，主要依靠银行体系的国家，它们的经济增长也还在取得不俗的表现。因此，有关银行优越性和必要性的分析也同时存在。

比较优劣的理论分析是多视角的：从风险分担与管理方面比较优劣；从信息处理方面比较优劣；从监管方面比较优劣；从公司治理方面比较优劣……不同角度的论证，几乎都存在不同的见解，而且反复辩驳，头绪越来越多。虽然不同的见解均有见地，但要想根据这样纷繁的议论归纳出是市场重要还是机构重要的定论，纵然不是不可能，恐怕也是极难做到的。

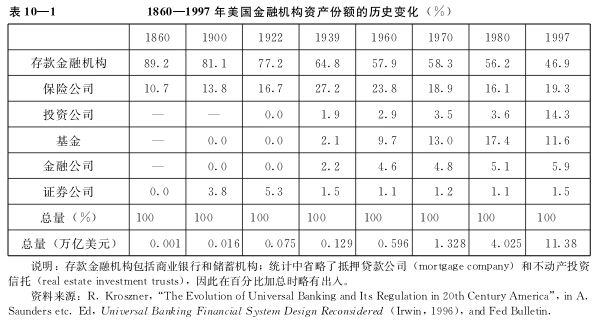
不过，在客观经济生活中，好像“市场”与“中介”并不像理论家所论证的那样，在彼此拼优劣，而是走着相互渗透之路。

### 第三节 对存款货币银行的再论证

#### 传统银行的“衰落”

近年来，有一种银行必将式微、衰落，甚至消亡的议论流传。

就银行与其他金融机构的关系来看，在长期实施分业经营的美国，银行比例的下降明显。从表10—1可以看出：存款金融机构的份额从89.2%下降到46.9%；而投资公司、基金、金融公司和证券公司，则从“0”发展到占有三分之一以上的天下。



如果对金融市场中的资本市场和货币市场分别考察，资本市场与银行的消长约在24个点（投资公司、证券公司和有价证券基金）；货币市场与银行的消长约10个点。虽然货币市场与资本市场均属金融市场，但与银行的关系却大有不同。银行与资本市场好像是你消我长，分野较为明朗，而银行与货币市场，则是你中有我、我中有你，不太容易分清。在美国，银行里就有货币市场基金的业务。

但不论怎样，银行份额下降的趋势是明显的，这就引发了对银行为什么存在的再思考。

不过，需要指出，这是美国的情况，其他主要发达国家并非全然如此。

### 第四节 金融体系结构的演进趋势

#### 银行存在理由的再论证

20世纪80年代以前，西方传统的理论认为，银行存在的根据是交易成本和信息的不对称。对于这两者，通常归之为市场的不完全性或市场摩擦的存在。其思路大体是：如果一个人要通过直接投资贷出自己的货币资本，那么他要在可能的借款人中选择可靠并有发展前途的对象，要了解贷款所要投入项目的可行性和可能带来的收益，要设计贷款契约，贷出后要监控其使用，要随时评估贷款可回收的保险系数……简言之，为了贷出，要付出可观的交易成本。

交易成本大多与信息不对称相联系。要了解贷款所要投入项目的可行性直至评估贷款可回收的保险系数，都要收集信息。银行具有收集信息的优势，不仅可以节约信息收集成本，而且可以加工出来高质量的信息产品并据以加工出可供选择的决策判断。在这方面，银行存在的必要性是显而易见的。

假如交易成本和信息的不对称（即市场的不完全性或市场的摩擦）不复存在，银行中介也就没有存在的理由。自20世纪后半叶开始，在发达的工业化国家，交易成本和信息的不对称明显下降。根据逻辑推论，银行中介的作用会相应地越来越不重要。但最能引发思考的是：交易成本和信息不对称的明显下降理应带来投资者直接参与市场比例的增大。然而，实际上却是个人直接持股比例减少，中介（比如投资基金）持股比例增加。这就引出脱开原有框框的思考，如从风险交易和风险管理角度的剖析，从“参与成本”角度的剖析。

风险是经济行为主体普遍面对的问题。如何把风险控制在可以承受的限度之内逐渐成为生死攸关的急迫要求。于是，银行家有了需要在风险管理方面为之服务的客户群。有的风险可通过风险交易消除或回避，有的风险可通过风险交易分散或转移，有的风险可通过风险交易予以治理。银行具备在这方面提供明智而有效服务的能力，面对日益增大的需求，这就使风险交易和风险管理成为银行的中心职能。

参与成本（participative cost）的视角也受到重视。

在一个长期存在的“完全市场”假设中，意味着所有投资者都能无摩擦地参与市场，或者说市场处于充分参与状态，但这样的假设在生活之中并不存在。

投资者要想参与市场，就要付出学习成本，要“交学费”——要投入精力，学习市场运作，了解资本收益的变化，监视市场的动态；要懂得如何进行资产组合，而且要实时地调整组合，如此等等。特别是金融创新的进程越来越快，风险交易和风险管理操作要求有很高的专业性，参与成本明显有上升趋势。在这样的条件下，即使是信息充分，从而有可能进行资产组合动态管理的投资者，面对过高的参与成本也有可能放弃直接操作；至于信息不充分的投资者，更难以直接参与市场。银行正是通过提供信息、代客理财、创造收益相对稳定的产品、提供固定收入等服务，证明了自己存在的价值。

#### 趋同还是收敛？

20世纪70年代以来，金融市场的发展趋势极为强劲；而金融中介，主要是银行，却好像步履蹒跚。这种变化的主要原因在于：

——信息技术的革命极大地提高了金融体系的效率，降低了融资的交易成本和信息成本。原来在金融体系中处于绝对优势的以银行为主的金融中介越来越多地受到直接市场融资的竞争压力。

——战后发达国家经常发生通货膨胀，利率风险加大；布雷顿森林体系在20世纪70年代初瓦解，国际货币制度进入浮动汇率制，汇率风险加剧。于是，贸易和金融领域极其需要发展新的金融工具规避风险。这种客观需求刺激了衍生金融工具市场的发展，而衍生金融工具交易急剧地扩大了资本市场的规模。

——银行体系在金融市场的压迫下，不断突破政府的各种管制，创造和使用新的金融产品，积极参与市场交易。同时，受自由主义经济思潮的影响，各国政府的管制思想本身也在发生变化，基本趋势是放松管制，为金融创新提供较为宽松的环境。但是，由此增强的银行业的竞争力量，在更为迅猛的资本市场扩充面前依然显得柔弱。

多因素的相互作用，在传统的银行主导型国家中，如德、法、日，资本市场都显示了较为快速的发展。因此，近年来成为政策部门和学术研究关心的话题是：各国金融体系是否会“趋同”，或者是否应该向美国模式“收敛”？

#### 中介与市场的渗透发展

实际上，中介与市场相互渗透发展的趋势非常强劲：就西欧大陆全能型银行来说，本来一直从事有关资本市场的经营活动，但在典型的分业经营的美国，银行的经营实际也占资本市场业务总量的相当份额。比如在美国，利率和外汇衍生工具的市场上，银行（特别是大银行）已成为主要交易商，它们所持有的这类合约占总额的绝大比重。银行从事衍生品的交易要冒极大的风险，它们所以冒风险，首先是由于传统利息性收入明显下降的压力。

应该说，在市场经济中的经济行为主体，是不会株守传统的领域而不为自己开拓新的盈利途径的。在美国，由于银行有存款保险，并能从美联储的贴现窗口直接借款，也给许多银行进入高风险行业创造了条件。其次，在证券化由于资本市场迅猛发展而走向“无所不在”的背景下，银行也创造了各种证券化的产品，如抵押贷款中抵押品的证券化，如消费信贷的证券化，如应收账款的证券化，甚至不良资产也可进行证券化的操作。这样，银行的运作与资本市场的运作就交叉在一起。通过资本市场，银行解决了贷款资金长期占用与保持流动性的矛盾；当然，资本市场也相应地扩充了自己的领域。

当银行向金融市场渗透，金融市场的中介机构也不断侵入银行的传统势力范围。

#### 影子银行

2007年以来，人们将传统银行体系之外涉及期限和流动性转换的信用中介，或者行使商业银行功能却不受类似商业银行那样严格监管的非银行金融机构以及金融工具称为“影子银行”（the shadow banking system）。

影子银行活动包括货币市场基金（MMF）的相关活动、由未受监管的金融公司开展的信贷活动、由特殊渠道和由长期资产支持的商业票据等投资工具进行的保险活动以及通过回购市场证券化进行的融资活动。

影子银行体系能够促进信贷向特定部门扩张，也为银行和投资者提供了一系列管理信贷、流动性和期限风险的工具。但2008年以来的金融危机显示，影子银行给金融部门带来了众多风险。

减少影子银行体系给金融稳定带来的潜在危险已势在必行。首先，需要改善机构层面的信息披露和全系统的统计框架，确保对风险积累进行适当监测。此外，还需要同时对那些反映潜在系统性风险实质和位置的指标进行定期监管。其次，需要识别和解决监管缺口，随时应对金融体系中危险的杠杆率积累以及期限和流动性的错配。考虑到许多对冲基金活动都具有国际性，因此以上工作需要国际层面的协作。

#### 把金融中介机构作为总体的研究

金融体系结构的演进趋势要求我们将“金融中介”作为一个整体来考察。

考察银行与市场的关系，实际包括两个层次：（1）金融中介机构与市场的关系；（2）存款货币银行与其他金融中介的关系。

过去，金融中介往往是银行的同义语；今天，这样的用法仍极普遍。但在国际组织和国外金融理论的研究中，金融中介这个术语常做广义的运用。广义运用的根据在于，广义所涵盖的种种金融中介机构有其共同的性质。

在存款货币银行与投资银行、证券经纪、交易商（dealer，jobber）、做市商等之间，传统上是着重分析它们的区别。如果从金融功能着眼，它们存在一些具有基本意义的共同点。概括地说，金融中介机构都是金融产品的生产者、经营者：

——所有金融中介都为金融产品的交易服务，可以是金融产品买卖双方的单纯的“中介”，也可以是金融产品的销售者、购买者。

这类服务保障着金融资产的流动性。而丧失流动性，金融资产也就失去了生命力。

——所有金融中介都是信息的生产者，提供有关金融交易所必要的信息服务，包括承担信息的评价和监控的职能。

有人形容，信息成本是从无知到达无所不知的代价。交易者很少能负担得起完成整个“旅程”的费用，这本身就是所有金融中介存在的一个内在原因。

——所有金融中介都本着同一的保险原则，集合、分散、转移金融风险。与银行和非银行金融机构并存的保险业，长期被认为有别于其他金融中介。经过近20年的研究发展，得出的论断却是：所有非保险业的金融中介，其运作都是基于集合、分担、转移风险的保险原理；或者说，银行、股市、期市等，都是保险的形式。例如，当银行向存款人承诺“即时付款”时，实质是集中存款提取的独立风险并向存款人提供流动性保险。

【复习思考题】

1.有关现代金融体系两种格局的分析甚多，试对主要观点加以归纳。

2.两种金融体系格局是否为对立的？是不是一个好，符合金融发展的规律；一个不那么好，不怎么符合金融发展规律？是不是一个效率高，可以有力地推动经济发展；一个效率不那么高，推动经济发展的力量较弱？……归纳种种优劣比较的论点，你认为对这个问题应该怎样分析为好？

3.试搜集一些数据，用来分析我国金融体系中市场与机构的对比格局及其发展变化；也可翻翻20世纪90年代中期的文献，看一看当时我国流行的有关金融体系格局的观点。到今天，这些观点有了怎样的变化？

4.影响金融体系格局发展变化的主要因素有哪些？制约和影响我国金融体系格局发展变化的原因有哪些？

5.金融机构与金融市场之间必然是此消彼长的关系吗？它们各自在哪些方面具有不可替代性或绝对优势？

6.试从投资者与筹资者两个不同的角度，分析通过金融机构与通过金融市场投资、融资的优劣。

7.结合前面章节学过的关于金融分业经营与混业经营的内容，试剖析现代银行与资本市场中介机构是如何相互渗透的？我国各类金融机构的业务，在哪些方面存在着交叉和融合的情况？

## 第十一章 金融基础设施

### 第一节 金融体系与金融基础设施

#### 换个角度看金融体系

金融体系包含了许多既相互独立又相互依存的要素。这些要素除了我们已经熟悉的金融中介（如商业银行、保险公司等）和金融市场（包括股票、固定收益证券市场以及外汇交易市场等）外，还包括金融基础设施。金融中介、金融市场与金融基础设施密不可分。无论是金融中介还是金融市场，都需要利用金融基础设施实现安全交易、风险对冲以及信息获取等等。

与实体经济中的基础设施一样，金融基础设施连接着金融体系中的各个部分，并为它们的有效运行提供便利。良好的金融基础设施既是一国金融体系有效运行的必要条件，也是理解一国经济金融发展的关键因素。

#### 关于金融基础设施

目前，人们对金融基础设施（financial infrastructures）的界定存在不同的理解。一般而言，狭义的金融基础设施主要是指以中央银行为主体的支付清算体系；在广义上，金融基础设施还包括确保金融市场有效运行的法律程序、会计与审计体系、信用评级、监管框架以及相应的金融标准与交易规则等。

### 第二节 中央银行体制下的支付清算系统

#### 支付清算系统和中央银行组织支付清算的职责

支付清算系统（payment and clearing system），也称支付系统（payment system），是一个国家或地区对交易者之间的债权债务关系进行清偿的系统。具体地讲，它是由提供支付服务的中介机构、管理货币转移的规则、实现支付指令传送及资金清算的专业技术手段共同组成的，用以实现债权债务清偿及资金转移的一系列组织和安排。

支付清算系统有其久远的发展历程。伴随着商品货币经济的发展，支付的过程从最简单的当事人当面的支付，到通过中间人的支付，到超出本地市场领域的支付，到超出国界的支付；支付的工具从铸币、现钞的支付，到利用票据的支付，到通过中介的账面金额划转的支付等等。

现代的支付清算系统是伴随着中央银行制度的发展而发展的。各国中央银行大多由法令明文规定，负有组织支付清算的职责。

#### 支付清算系统的作用

一国中央银行主持下的支付系统是现代经济活动运行的“基础设施”。它可以被形容为资金的高速公路，当道路宽阔、畅通、覆盖面大时，资金在债权人、债务人之间的流动就顺畅，经济体运行就健康；如果不通畅，就会付出过高的清算成本，资金运用的效率就会降低；一旦发生局部的堵塞和服务中断，债权债务不能及时清偿，就会给经济运行带来巨大的影响。因此，市场经济较发达的国家都十分重视建立一个高效、稳定的支付系统。

安全、高效的支付系统有利于规避金融风险。支付系统在运转过程中可以发现金融机构经营过程中一部分潜在的信用风险和流动性风险，并能主动预警。比如支付系统可以监测各家商业银行清算账户的日间透支额和日终透支额，一旦这些指标出现异常，支付系统就会要求商业银行采取必要的措施，以保证支付效率。

如果是通用货币的支付系统，如美元、欧元、日元的支付系统，它们还会对全球经济或区域经济发挥作用。

为适应我国经济市场化改革的需要，构建一个现代化的、高效的支付系统，也是中国人民银行的一项重要任务。2012年4月11日，中国人民银行发布《人民币跨境支付系统的有关说明》，决定组织开发独立的人民币跨境支付系统（cross-border inter-bank payment system，CIPS），进一步整合现有人民币跨境支付结算渠道和资源，提高跨境清算效率，满足各主要时区的人民币业务发展需要，提高交易安全性，这标志着人民币资本项目开放最重要的基础设施的建立已进入倒计时。

#### 常用的清算方式

面对不同交易行为的结账要求，有两种方式：

（1）全额实时结算（real time gross system）。它是指对每一笔支付业务的发生额立即单独全部进行交割；换言之，对每笔转账的支付指令，无须参与轧差，而是逐笔直接进行结算。

（2）净额批量清算（bulk transfer net system）。它是指累计多笔支付业务的发生额之后，在一个清算周期结束前，参与者要将从系统中其他所有参与者那里应收的全部转账金额与对其他参与者的应付的转账金额轧出差额，形成据以结算的净借记余额或净贷记余额。这些净余额的计算可以是双边的，也可以是多边的。

从银行技术处理角度划分，有两种方式：

（1）大额资金转账系统（wholesale funds transfer system）。它是指单笔交易金额巨大，但交易笔数较少、对安全性要求高、付款时间要求紧迫的支付方式。

（2）小额定时结算系统（fixed time retail system），也称零售支付系统。该系统主要处理大量的每笔金额相对较小的支付指令，如私人支票、ATM机业务以及商场收款台上的电子资金转账销售点业务。它们属于对时间要求不紧迫的支付，常采用批量、定时方式处理。

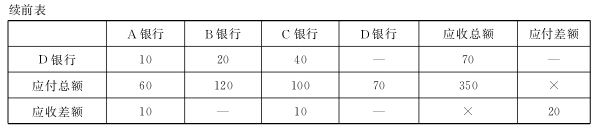
通常全额实时结算采用的是大额资金转账系统，而净额批量清算采用小额定时结算系统。

#### 票据交换所

票据交换所（clearing house）是最早形成的支付清算组织。世界上第一家票据交换所于1773年在伦敦成立。中国银行业间最早的票据交换所是1933年在上海成立的。

票据交换所的工作程序所依据的原理是：任一银行的应收款项，一定是其他银行的应付款项；任一银行的应付款项，又一定是其他银行的应收款项；各银行应收差额的总和，一定等于各银行应付差额的总和。因此，所有参加交换的银行分别汇总轧出本行是应收还是应付的差额，就可据以结清全部债权债务。表11—1可以说明这样的工作原理。





表中，A银行对B银行应收20，应付30；对C银行应收10，应付20；对D银行应收40，应付10；应收应付轧差，该行应收10。其余类推，B银行应付20，C银行应收10，D银行应收应付平衡。所以，只要把A银行和C银行应收20与B银行应付20结清后，应收应付各350的金额即可全部结清。

### 第三节 金融市场基础设施

#### 金融市场基础设施及其作用

金融市场基础设施（financial market infrastructures，FMIs）是指在金融工具之间发挥转换功能并提供相关信息支持服务的流程及框架，包括支付系统、中央证券托管、证券清算系统、中央交易对手（central counter parties，CCPs）和场外衍生品交易信息库等。

金融市场基础设施的设计和运作方式对金融稳定会产生重要影响。由于这些基础设施被赋予金融工具之间的转换功能，因此通过它们可以减轻金融市场参与者之间的关联性，进而降低金融风险传染的几率。当然，如果运用不当，这些基础设施也会成为在金融市场参与者之间传播不稳定因素的渠道。

#### 金融市场基础设施的国际标准

2011年3月，国际清算银行支付与结算委员会（CPSS）和国际证监会组织（IOSCO）技术委员会联合发布了《金融市场基础设施原则》（征求意见稿），提出了管理重要金融市场基础设施的国际标准。

与现存标准相比，新标准对金融市场基础设施提出了更高的要求，诸如面对某个参与者违约，基础设施应通过哪些资源和风险管理过程来应对；操作风险赖以传播的金融市场基础设施之间是如何相互关联的等。

制定新标准是为了确保金融市场基础设施支持全球金融市场的活力，进而更好地应对金融振荡（financial shocks），一套统一的原则和标准将提高全球金融市场基础设施监管的一致性和有效性。2009年9月，G20匹兹堡峰会确定CPSS和IOSCO成员国最迟到2012年年底之前采用新的金融市场基础设施国际标准。

### 第四节 金融业标准[１]

#### 关于金融业标准

所谓“金融业标准”（financial standards）是金融行业须共同遵守的统一规范和通用语言，是能对金融业务活动做出明确界定并作为衡量相关金融行为的参照系。比如会计准则规定商业银行哪些项目在表外、哪些在表内；具体金融产品怎么计量、怎么减记；《巴塞尔协议Ⅲ》对资本质量的计算和对资本充足率的确定，以及资本市场上关于上市公司信息披露的规定等。金融业标准作为可衡量的指标，通常是确定的。当然，有些规定究竟是作为标准还是原则，存在一定的模糊性，比如在公司治理方面，OECD有公司治理原则。

金融业标准目前主要集中在“金融部门评估规划”（financial sector assessment program，FSAP）中。“金融部门评估规划”由国际货币基金组织和世界银行于1999年5月联合推出，旨在加强对成员国（地区）金融脆弱性的评估与监测，以减少金融危机发生的可能性，同时推动一国（地区）金融改革和发展。

注释

[１]本节内容主要参见周小川：《金融业标准制定与执行的若干问题》，载《中国金融》，2012（1）。

#### 资本质量标准

资本质量标准的核心是资本的吸收损失能力，因为只有吸收损失能力才能反映一家商业银行的真实资本充足水平。从资本质量看，最能吸收损失的资本是普通股，其次是优先股，再次是附属资本债，还有其他各种各样的变相债务性资本。对于这些债务性资本，称之为核心资本以外的资本，其中有的吸收损失的能力很差，但过去也算在银行资本内。

#### 会计准则

国际上围绕会计准则问题一直存在争议，美国的财务会计准则委员会和以欧洲为主的国际会计准则委员会争论了很多年。经过2008年以来的金融危机，人们发现，现有会计准则的一大问题是顺周期性。

围绕会计准则争论的焦点是金融工具的计量问题。过去把债券投资分为交易账户和持有到期账户。持有到期账户可以按照原值来计量，不反映市场价格变化；交易账户按照盯市准则来计量。修改的总体精神是取消这种分类，对过去持有到期类的投资原值与盯市值的差，要在资产负债表的“综合收益项”中反映，不直接计入损益表。

表外问题值得特别关注，它是此次金融危机的一个重要教训。有关表外问题的会计准则涉及哪些项目允许放在表外、哪些必须放入表内、哪些现在已经放在表外的项目必须在限定期限内纳入表内以及合并报表等一系列问题。表外项目纳入表内后，通常会加大减记，使资本要求增加。

#### 风险管理标准

风险管理标准涉及流动性、杠杆率、拨备和减少对外部评级的依赖等方面。

在流动性标准方面，G20所强调的宏观审慎政策框架对流动性作了简单规定；《巴塞尔协议Ⅲ》引入了最低流动性标准，以推动银行改进流动性风险管理，提高银行防范流动性风险的能力。

在杠杆率标准方面，巴塞尔银行监管委员会引入了全球一致的杠杆率要求，作为资本充足率要求的补充。杠杆率被定义为银行一级资本占其表内资产、表外风险敞口和衍生品总风险暴露的比率。使用补充性杠杆率要求，有助于控制金融体系中杠杆率过高问题。

在拨备标准方面，有两个重要的提法：一是逆周期动态拨备，就是景气好的时候多拨备，差的时候可多消耗拨备；二是前瞻性拨备，按照预估损失来拨备。

在减少对外部评级的依赖方面，过去，评级公司的评级在很大程度上被商业金融机构，甚至被中央银行和监管机构作为风险评估的参数，但经过2008年以来的金融危机，人们发现原来评级为AAA的产品同样靠不住。可能的解决办法是加强内部评级，减少对外部评级的依赖。

#### 金融业标准在中国的实践

中国经济金融已经进入一定的发展阶段，需要积极参与金融业国际标准的制定过程。“十二五”规划明确提出，要“参与国际金融准则新一轮修订，提升我国金融业稳健标准”。简言之，中国在制定金融业标准中需要有自己的声音。但无论如何，提高金融业标准对中国金融业的健康发展是有利的。

在人民币加入SDR和资本项目可兑换的标准方面，有人认为人民币加入SDR须满足进一步改进汇率机制、实现可兑换和中央银行具有独立性三个条件。在IMF章程中，没有资本项目可兑换的定义，只有经常项目可兑换的定义，即所谓“第八条款”。中国1996年宣布接受第八条款，成为第八条款国，实现了经常项目可兑换。

在商业银行上市标准方面，中国一开始在制定相关标准（如会计标准、信息披露标准等）时，尺度普遍偏松，导致人为炒作和股价剧烈波动。亚洲金融危机以后，通过改造原有的财务会计制度，对损失以及金融工具的计量都提出了新标准。2000年以来，形成了较为明确的减记规则。随后，对几家国有商业银行先后进行了财务重组和股份制改造，并使之最终成为上市公司。

在资本质量标准方面，从整体上看，中国商业银行的资本主要由普通股构成，资本质量问题不太大。但是，农村信用社的资本种类五花八门，因此应当引入资本质量概念，用吸收损失能力这一标准来考察、衡量农村信用社的资本质量，并计算其真实的资本充足率。

在会计准则方面，按公允会计原则盯市计量对中国的影响很大。中国多数贷款都在银行自己的账上，没有市场估价。上海建立了一个信贷转让市场，这是一种尝试。对于地方政府融资平台贷款的计量也存在类似问题，因为融资平台良莠不齐；其估价可以用卖掉一部分平台贷款的办法（或资产证券化）获取市场价格，然后按此价格重新估值，银行据此安排减记和拨备。2010年，中国人民银行提出对地方政府融资平台贷款进行风险权重计量，不同的风险权重会要求商业银行持有更多的资本以应对减记和拨备。

【复习思考题】

1.如何理解金融的“基础设施”？

2.如何评价中国金融基础设施的现状？

3.为什么中央银行的支付清算系统职责日益受到重视？一个方便、快捷并保持顺畅运行的支付清算系统对经济生活有何重要意义？

4.金融危机以来，各国和国际社会针对金融市场基础设施进行了哪些重要改革？

5.如何认识金融业标准？中国在实施这些标准时应持何种态度？

# 第三篇 货币均衡与宏观政策

## 第十二章 利率的决定及作用

### 第一节 利率及其种类

#### 利率系统

现实生活中的利率都是以某种具体形式存在的，如3个月期的贷款利率、1年期的储蓄存款利率、6个月期的短期公债利率、隔夜拆借的债券回购利率等等。随着金融活动的日益发展、金融活动方式的日益多样化，利率的种类也日益繁多。

经济学家在著述中谈及的利率及利率理论，通常是把形形色色、种类繁多的利率作为一个综合整体而言的。

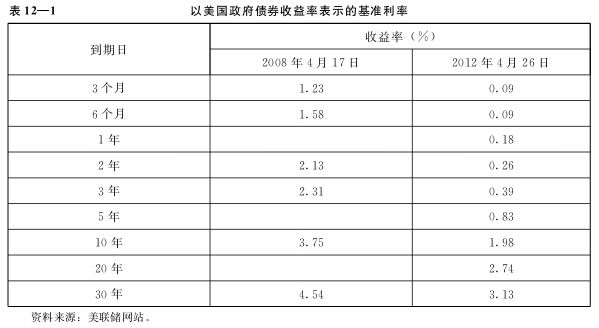
#### 基准利率与无风险利率

“基准利率”（benchmark interest rate）的概念经常可以见到。顾名思义，基准利率应是指在多种利率并存的条件下起决定作用的利率，即这种利率发生变动，其他利率也会相应变动。

前面提到，利息包含对机会成本的补偿（compensation）和对风险的补偿，即

利率=机会成本补偿水平+风险溢价水平 （12·1）

利率中用于补偿机会成本的部分往往是由无风险利率（risk free interest rate）表示。由于风险的大小不同，风险溢价的程度千差万别。相对于千差万别的风险溢价，无风险利率也就成为“基准利率”。其实，在现实生活中，并不存在绝对无风险的投资。目前，风险相对最小，因而可以称其为无风险利率的，在市场经济国家，只有政府发行的债券利率，即国债利率，见表12—1。



必须注意，表中所列的基准利率均系通过市场竞价拍卖方式形成的。关于竞价拍卖与利率形成的问题将在下一节讲述。这里所要指出的是，基准利率必须是市场化的利率：一方面，只有市场机制才能形成整个社会的无风险利率；另一方面，也只有市场机制中市场化的无风险利率，其变化才可以使全社会其他利率按照同样的方向和幅度发生变化。

基准利率的概念在实际生活也有另一种用法，如中国人民银行将商业银行等金融机构的存贷利率称为基准利率。在西方国家，传统上曾是以中央银行的再贴现利率标志利率水平的高低。现在已有变化，各国不尽相同。美国主要是联邦储备系统确定“联邦基金利率”。该系统也同时发布贴现率，不过象征意义大于实际意义。欧洲中央银行则发布三个指导利率：有价证券回购利率、央行对商业银行的隔夜贷款利率和商业银行在央行的隔夜存款利率。货币当局发布的这些利率，对于诱导市场利率的形成有关键意义。

#### 实际利率与名义利率

实际利率（real interest rate）是指物价水平不变，从而货币购买力不变条件下的利息率。例如，假定某年度物价水平没有变化，甲从乙处取得1年期的10000元贷款，年利息额500元，实际利率就是5%。

如果某一年的物价水平上涨3%，即通货膨胀率为3%，乙年末收回的10000元本金实际上仅相当于年初的9709元，本金损失率近3%。为了避免通货膨胀给本金带来的损失，假设仍然要取得5%的利息，那么粗略地计算，乙必须把贷款利率提高到8%。这样，才能保证收回的本金和利息之和与以前相当。这个8%的利率就是名义利率（nominal interest rate）。

因此，所谓名义利率，是指包括补偿通货膨胀（包括通货紧缩）风险的利率。概略的计算公式可以写成：

r=i+p （12·2）

式中，r为名义利率；i为实际利率；p为借贷期内物价水平的变动率，它可能为正，也可能为负。

由于通货膨胀对于利息部分也有使其贬值的影响，考虑到这一点，名义利率还应调整。这样，名义利率的计算公式可以写成：

r=（1+i）×（1+p）-1 （12·3）

按照上例，名义利率应当为：

（1+5%）×（1+3%）-1=8.15%

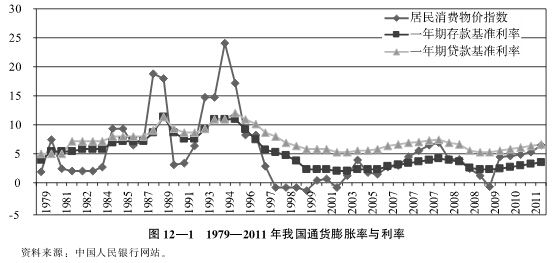
即大于8%。

根据公式（12·3），可以推出从名义利率推算实际利率的计算公式：

10-1

这是目前国际上通用的计算实际利率的公式。

我国的存贷款基准利率是由政府管制的，但政府在考虑利率是否调整和利率水平高低是否适当时，币值的变化是一个极其关键的因素。1985年年中利率的上调是由于从1984年开始的通货膨胀日益加强；1988年和1989年两年通货膨胀率的迅速上升又促成了利率的继续调高；1990年和1991年两度调低利率则是由于通货膨胀率的回落；1992年开始的新一轮通货膨胀则推动了1993—1995年利率几度调升；而1996—1999年间的相继七次调低利率，则先是由于通货膨胀率的回落，而后则是由于人们并未料想到的通货紧缩的来临。随着2004年物价逐渐走出低谷，我国开始进入加息周期。此外，由于2007年出现了较为明显的通货膨胀，中央银行在这一年里更是连续六次上调利率。2008年10月以后，通货膨胀压力有所减缓，又连续四次下调利率。2010年下半年，通货膨胀有抬头的趋势，截至2011年7月7日，又连续五次上调利率。2012年6月初下调利率，其中的一个原因也是物价回落。这样的过程说明了，纵然在管制利率的条件下，实际利率对名义利率的制约也会表现出来，见图12—1。



#### 年率、月率、日率

年率（annual interest rate）、月率（monthly interest rate）和日率（daily interest rate）是按计算利息的期限单位划分的。按日计息，多用于金融业之间的拆借，习惯叫“拆息”（call money interest）或“日拆”。

中国传统的习惯，不论是年率、月率还是日率都用“厘”作单位，如年息5厘、月息4厘、拆息2厘等等。虽然都叫“厘”，但差别极大。年息1厘是指1%，如贷出1万元，1年的利息为100元。月息1厘是指0.1%，如贷出1万元，1月的利息为10元；不计复利，1年为120元。日拆利率的厘是指0.01%，如贷出1万元，每日利息为1元；不计复利，每月按30天计，利息为30元；全年可收利息360元。

### 第二节 利率的决定

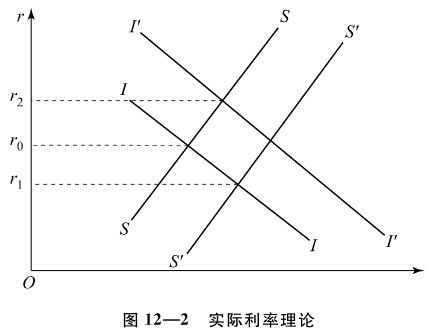
#### 马克思的利率决定论

马克思论证，利息是利润的一部分。因此，利息量的多少取决于利润总额，利率取决于平均利润率。“因为利息只是利润的一部分……所以，利润本身就成为利息的最高界限，达到这个最高界限，归执行职能的资本家的部分就会等于0。”（注：《马克思恩格斯全集》，中文1版，第25卷，401页，北京，人民出版社，1974。）利息不可以为零，否则有资本而未营运的资本家就不会把资本贷出。因此，利率的变化范围是在零与平均利润率之间。至于在这中间定位于何处，马克思认为这取决于借贷双方的竞争，也取决于传统习惯、法律规定等因素。当然，并不排除利率超出平均利润率或事实上成为负数的特殊情况。

#### 古典学派的利率决定

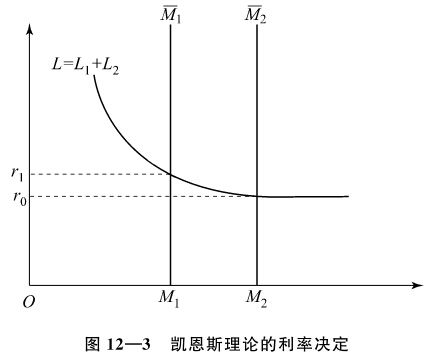
在凯恩斯主义出现以前，传统经济学中的利率理论，现在人们称之为实际利率理论。这种理论注意的是实际因素——生产率和节约——在利率决定中的作用。生产率用边际投资倾向表示，节约用边际储蓄倾向表示。投资流量会因利率的提高而减少，储蓄流量会因利率的提高而增加，故投资是利率的递减函数，储蓄是利率的递增函数。而利率的变化则取决于投资流量与储蓄流量的均衡。图12—2说明了这种关系。

图中，II曲线为投资曲线，曲线向下倾斜，表示投资与利率之间的负相关关系；SS曲线为储蓄曲线，曲线向上倾斜，表示储蓄与利率之间的正相关关系。两条线的交点所确定的利率r0 为均衡利率。



#### 凯恩斯理论的利率决定

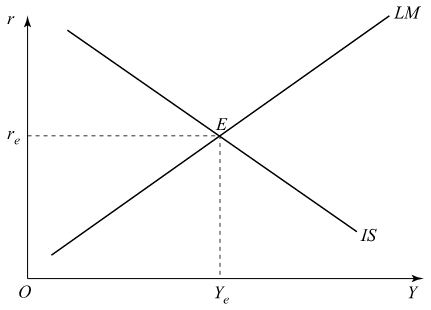
与传统的利率理论相反，凯恩斯完全抛弃了实际因素对利率水平的影响，其利率决定理论基本上是货币理论。凯恩斯认为，利率取决于货币供求数量，而货币需求量又基本取决于人们的流动性偏好。如果人们对流动性的偏好强，愿意持有的货币数量就会增加，当货币的需求大于货币的供给时，利率上升；反之，当人们的流动性偏好转弱时，对货币的需求下降，利率下降。因此，利率是由流动性偏好曲线与货币供给曲线共同决定的，见图12—3。



货币供给曲线 由货币当局决定，货币需求曲线L=L1 +L2 是一条由上而下、由左到右的曲线，越向右，越平行于横轴。（注：凯恩斯对货币需求与货币供给的理论解释，见第十三章、第十五章。）当货币供给曲线与货币需求曲线的平行部分相交时，利率将不再变动，即无论怎样增加货币供给，货币均会被储存起来，不会对利率产生任何影响。这便是凯恩斯利率理论中著名的“流动性陷阱”说。

#### 新古典综合学派的利率决定

新古典综合学派对于利率决定的分析运用了著名的ISLM模型，见图12—4。



IS曲线刻画任意给定的利率水平所对应的总产出均衡水平的位置，或商品市场处于均衡状态时的利率与产出的组合。建立这一曲线的基本出发点是利率r对市场总需求的负相关作用以及总需求对产出，也即对收入Y的决定性作用。

LM曲线刻画任意给定的利率水平所对应的货币供需均衡的位置，或货币市场处于均衡状态时的利率与产出的组合。建立这一曲线的基本出发点是凯恩斯发展的货币需求函数：货币需求是收入Y和利率r的函数——Y与货币需求正相关；r与货币需求负相关。

IS曲线与LM曲线都是由利率和收入水平确定的。两条曲线的交点E表明：在产品市场上，总产出等于总需求；在货币市场上，货币供给等于货币需求。也就是说，在这一点上，既确定了均衡产出水平Ye ，也确定了均衡利率水平re 。

对于利率决定的刻画，这一模型较为全面地概括了有关的变量和观点。

#### 影响利率的风险因素

上面讨论的是关乎利率水平的根本性因素。此外，还有多种多样的因素，时时直接地影响着利率的波动。其中，特别重要的有两个：一是影响利率的风险；二是对利率的管制。

利率中对风险的补偿，即风险溢价，可以分解为多个项目：需要予以补偿的通货膨胀风险；需要予以补偿的违约风险；需要予以补偿的流动性风险（投资于特定的资本品，会不同程度地影响投资人资金的流动性）；需要予以补偿的偿还期限风险（一般来说，期限越长，投资人资金出现损失的可能性会越大）等等。

此外，在利率方面也有政策性风险，如货币政策方面所引起的利率调整、财政政策方面对于利率课税政策的调整等等。

#### 管制利率

管制利率的基本特征是，由政府有关部门直接制定利率或利率变动的界限。

由于管制利率具有高度行政干预和法律约束力量，排斥各类经济因素对利率的直接影响，因此，尽管许多发达的市场经济国家也在非常时期实行管制利率，但范围有限，且一俟非常时期结束即行解除管制。相比之下，多数发展中国家的利率主要为管制利率。形成这种局面的原因甚多，其中最主要的是：经济贫困和资本严重不足，迫使政府实行管制利率，期望以低利率促成经济发展。

管制利率与提高资金效率存在着极大的矛盾。弱化对利率的管制往往是发展中国家实施经济改革的主要内容。

自1949年新中国成立以来，在计划经济体制下，实行利率管制体制。近些年来，随着市场经济体制的逐步形成，相应放开管理利率体制，使市场机制在利率形成方面的作用日益与经济体制的改革进程相匹配，已成共识。

### 第三节 利率的作用

#### 对利率作用的一般估价

在发达的市场经济中，利率的作用是相当广泛的。从微观角度说，对个人收入在消费与储蓄之间的分配，对企业的经营管理和投资等方面，利率的影响非常直接；从宏观角度说，对货币的需求与供给，对市场的总供给与总需求，对物价水平的升降，对国民收入分配的格局，对汇率和资本的国际流动，进而对经济成长和就业等，利率都是重要的经济杠杆。在西方经济学中，无论是微观经济学部分还是宏观经济学部分，在基本模型中，利率几乎都是最主要的、不可缺少的变量之一。

#### 利率发挥作用的环境和条件

在发达的市场经济中，利率的作用之所以极大，基本原因在于，对于各个可以独立决策的经济人——企业、个人以及其他——来说，利润最大化、效益最大化是基本的准则，而利率的高低直接关系到他们的收益。在利益约束的机制下，利率也就有了广泛而突出的作用。

我国过去是中央集中计划体制，由于市场机制受到极强的压制，利率起不了显著作用。改革开放之后，市场调节提上了日程，利率开始被重视。近年来，利率的作用在逐步增强。1997年党的第十五次全国代表大会提出的一些有重大意义的目标中，要求作为微观行为主体的国有企业真正形成自我利益的约束机制，相应地要求外部经济环境也能为其自我约束机制的实现提供充分的保障等等。这对于显著提高利率的作用有关键意义，但要使目标变成现实，还要有一个过程。

【复习思考题】

1.为什么利息成为收益的最一般的形式？举一个例子，说明收益的资本化。

2.从理论上说，利率的水平是怎样决定的？主要有哪些论点？

3.倘若你在银行有一笔储蓄存款，当储蓄存款利率下调时，你会根据怎样的判断做出反应？

4.什么是市场形成的基准利率？它起什么作用？

5.我国实施管制利率的原因是什么？管制利率的弊端主要有哪些？我国目前正在对利率实行市场化改革，你是否了解这一改革的主要内容及步骤？你对推进这一改革的必要性是如何理解的？

## 第十三章 货币需求

### 第一节 货币需求理论的发展

#### 前人的货币需求思想

对货币的需求，通常简称货币需求（demand for money），是金融理论探索的重要对象。没有货币需求，经济生活中也就不会有货币。

中国在古代就有货币需求思想的萌芽。例如，约在两千年前的《管子》一书中，有“币若干而中用”的提法，意思是铸造多少钱币够用。当时是以生产按每人平均铸币多少即可满足流通需要的思路，并一直成为中国控制铸币数量的主要思路。直至新中国成立前夕，在有的革命根据地议论钞票发行时，仍然有人均多少为宜的考虑。

在西方，有许多古典经济学家对于货币流通数量的问题做了多方面的理论分析。早在17世纪，英国的约翰·洛克（John Looke，1632—1704年）就提出了商品价格决定于货币数量的学说；后来，货币数量论（quantity theory of money）的代表人物大卫·休谟（David Hume，1711—1776年）认为：商品的价格取决于流通中的货币数量；一国流通中的货币代表着国内现有的所有商品价格；货币的价值决定于货币数量与商品量的对比。法国重农学派的创始人和古典政治经济学的奠基人魁奈（Francois Quesnay，1694—1774年）明确指出了商品流通决定货币流通的观点。

#### 马克思关于流通中货币量的理论

马克思在提出这一问题时，有时是问流通中“有”多少货币，有时是问流通中“需要”多少货币，有时是问流通“可吸收”多少货币。对于马克思的这些提问，我们通常用“货币必要量”（volume of money needed）的概念来表述。为了分析方便，马克思是以完全的金币流通为假设条件。他的论证是：（1）商品价格取决于商品的价值和黄金的价值，而价值取决于生产过程，所以商品是带着价格进入流通的；（2）商品价格有多大，就需要有多少金来实现它，比如值5克金的商品就需要5克金来购买；（3）商品与货币交换后，商品退出流通，金却留在流通之中，并可以使另外的商品得以出售，从而一定数量的金流通几次，就可使相应倍数价格的商品出售。因此，有

执行流通手段职能的货币量=商品价格总额/同名货币的流通次数 （13·1）

公式表明：货币量取决于价格的水平、进入流通的商品数量和货币的流通速度（velocity of money）这三个因素。

马克思在分析这个问题时还有一个极其重要的假设，即在该经济中存在着一个数量足够大的黄金贮藏：流通中需要较多的黄金，金从贮藏中流出，进入流通；流通中有一些黄金不需要了，多余的金退出流通，转化为贮藏。也正是由于假设存在这样一个调节器，所以流通需要多少货币，就有多少货币存在于流通之中。但在实际经济生活中，并不一定必然存在这样的假设条件。

马克思进而分析了纸币流通条件下货币量与价格之间的关系。他指出，纸币是由金属货币衍生来的。纸币之所以能流通，是由于国家的强力支持。同时，纸币本身没有价值，只有流通，纸币才能作为金币的代表。如果说，流通中可以吸收的金量是客观决定的，那么流通中无论有多少纸币也只能代表客观所要求的金量。假设流通中需要10万克黄金，如投入面额为1克的10万张纸币，那么1张纸币可以代表1克黄金。如投入20万张，则每张只能代表0.5克黄金，从而价格为1克金的商品，用纸币表示，就要两张面额为1克的纸币，即物价上涨1倍。也就是说，纸币流通规律与金币流通规律不同：在金币流通条件下，流通所需要的货币数量是由商品价格总额决定的；而在纸币为唯一流通手段的条件下，商品价格水平会随纸币数量的增减而涨跌。

马克思还曾分析过银行券的流通规律，并认为：这类信用货币的流通规律也服从于他根据金币流通所分析出来的规律。

#### 费雪方程式与剑桥方程式

20世纪初，美国耶鲁大学教授欧文·费雪提出了交易方程式（equation of exchange），也称费雪方程式。这一方程式在货币需求理论研究的发展进程中是一个重要的阶梯。

费雪认为，假设以M为一定时期内流通货币的平均数量；V为货币流通速度；P为各类商品价格的加权平均数；T为各类商品的交易数量，则有

MV=PT或P=MV/T （13·2）

这个方程式是一个恒等式，其中P的值取决于M、V、T这三个变量的相互作用。不过，费雪分析，在这三个经济变量中，M是一个由模型之外的因素所决定的外生变量；V由于制度性因素在短期内不变，因而可视为常数；交易量T对产出水平常常保持固定的比例，也是大体稳定的。因此，只有P和M的关系最重要。所以，P的值主要取决于M数量的变化。费雪虽然关注的是M对P的影响，但是反过来，从这一方程式中也能导出一定价格水平之下的名义货币需求量。也就是说，由于MV=PT，则

M=PT/V=1/VPT （13·3）

费雪方程式没有考虑微观主体动机对货币需求的影响，许多经济学家认为这是一个缺陷。以马歇尔和庇古为代表的剑桥学派，在研究货币需求问题时，重视微观主体的行为。他们认为，处于经济体系中的个人对货币的需求，实质是选择以怎样的方式保持自己资产的问题。决定人们持有货币多少的，有个人的财富水平、利率变动以及持有货币可能拥有的便利等诸多因素。但是，在其他条件不变的情况下，对每个人来说，名义货币需求与名义收入水平之间总是保持着一个较为稳定的比例关系，对整个经济体系来说也是如此。因此，有

Md =kPY （13·4）

式中，Y为总收入；P为价格水平；k为以货币形态保有的财富占名义总收入的比例；Md为名义货币需求。这就是有名的剑桥方程式（equation of Cambridge）。

比较费雪方程式与剑桥方程式，两者的主要区别有：

（1）费雪方程式强调的是货币的交易手段功能，而剑桥方程式则重视货币作为一种资产的功能。

（2）费雪方程式把货币需求与支出流量联系在一起，重视货币支出的数量和速度，而剑桥方程式则从用货币形式保有资产存量的角度考虑货币需求，重视这个存量占收入的比例。所以，也有人称费雪方程式为现金交易说（cash transaction approach），而将剑桥方程式称为现金余额说（cash balance theory）。

（3）费雪方程式从宏观角度用货币数量的变动来解释价格；反过来，在交易商品量给定和价格水平给定时，也能在既定的货币流通速度下得出一定的货币需求结论。而剑桥方程式则是从微观角度分析：保有货币最为便利，但同时要付出代价，如不能带来收益，也正是在这样的比较中决定了货币需求。显然，剑桥方程式中的货币需求决定因素多于费雪方程式，特别是利率的作用已成为不容忽视的因素之一。

不过，用Y代替T，即用一个较大口径的收入量代替交易商品量，以及把V视为既代表交易货币的流通次数，又代表与收入水平对应的流通速度，即1/V=k，就宏观角度来说，并不是不能成立的。这样，第一章的PQ≡MV，就通过本章的MV=PT，演化为现在最常用的MV=PY。

#### 凯恩斯的货币需求分析

凯恩斯对货币需求理论的突出贡献是关于货币需求动机（motive of the demand for money）的分析。他认为，人们的货币需求行为取决于三种动机，即交易动机（transaction motive）、预防动机（precautionary motive）和投机动机（speculative motive）。

凯恩斯肯定，交易媒介是货币的一个十分重要的功能；用于交易媒介的货币需求量与收入水平存在着稳定的关系。他又指出，人们所保有的依赖于收入水平的货币需求不仅出于交易动机，而且还出于预防动机。所谓的预防动机是指为了应付可能遇到的意外支出而持有货币的动机。

投机动机分析是凯恩斯货币需求理论中最有特色的部分。他认为，人们保有货币除去为了交易需要和应付意外支出外，还是为了储存价值或财富。

凯恩斯把用于储存财富的资产分为两类：货币与债券。货币是不能产生利息收入的资产；债券是能产生利息收入的资产。人们持有货币，货币在持有期间不能给其持有者带来收益，即收益为零。人们持有债券，则有两种可能：如果利率趋于上升，债券价格就要下跌；如果利率趋于下降，债券价格就要上升。在后一种情况发生时，当然持有者有收益；而在前一种情况发生时，假若债券价格下跌幅度很大，使人们在债券价格方面的损失超出了他们从债券获得的利息收入，则收益为负。如果持有债券的收益为负，持有非生利资产就优于持有生利资产，人们就会增大对货币的需求；在相反情况出现时，人们的货币需求自然会减少，而对债券的持有量则会增加。这里，关键在于微观主体对现存利率水平的估价。假若人们确信现行利率水平高于正常值，这就意味着他们预期利率水平将会下降，从而债券价格将会上升。在这种情况下，人们必然倾向于持有债券。如有相反的预期，则会倾向于持有货币。因此，投机性货币需求同利率存在着负相关关系。

由交易动机和预防动机决定的货币需求取决于收入水平，基于投机动机的货币需求则取决于利率水平。因此，凯恩斯的货币需求函数如下式：

M=M1 +M2 =L1 （Y）+L2 （r） （13·5）

式中，M1 为由交易动机和预防动机决定的货币需求，是收入Y的函数；M2 为投机性货币需求，是利率r的函数。

式中的L1 、L2 是作为“流动性偏好”函数的代号。凯恩斯的“流动性偏好”（liquidity preference）概念是指人们对货币的需求行为，其理由是：货币最具有流动性，有货币在手，则机动灵活；放弃货币也就是放弃机动灵活。由这个判断出发，他还提出了著名的“流动性陷阱”假说：当一定时期的利率水平降到不能再低时，人们就会产生利率上升从而债券价格下跌的预期，货币需求弹性就会变得无限大，即无论增加多少货币，都会被人们储存起来。

#### 后凯恩斯学派对货币需求理论的发展

凯恩斯的后继者认为，凯恩斯的货币需求理论需要修正、补充和发展。从20世纪50年代开始，他们在两方面取得了进展：一是交易性货币需求和预防性货币需求同样都是利率的函数；二是人们多样化的资产选择对投机性货币需求的影响。

凯恩斯学派的一些经济学家分析：如果微观主体把他们预定用于交易的货币收入，在花光之前始终以货币形态握在手中，那么这种货币需求自然只决定于收入。但在货币的旁边有生利资产，如债券，他们可以用一部分预定用于交易的货币购买债券以取得收入，当手中货币用完时可再把债券卖出，以换成货币。问题是，买卖债券要付出代价，如佣金，乃至时间的消耗等。那么，微观主体无疑就要比较把货币换成债券可能带来的收入与持有债券的成本，因此就会形成一个使收益最大化的均衡点。根据这样的思路，他们提出了一个“平方根法则”（square root rule）。其表达形式如下：

10-1

这个式子表示：交易性货币需求是收入Y的函数，随着用于交易的收入数量的增加，货币需求量随之增加。Y的指数1/2说明其增加的幅度会较小，即交易性货币需求有规模节约的特点。这个式子同时又表明，货币需求是利率r的函数；而r的指数-1/2说明交易性货币需求与利率的变动呈反方向变化，其变动幅度较利率变动幅度为小。

沿着类似的思路，凯恩斯学派一些经济学家也论证了利率对预防性货币需求的影响。

后凯恩斯主义者还修订了凯恩斯在论证其投机性货币需求时的设定——投资者通过对利率的预期，会在货币和债券之间选择能带来最大收益的资产，仍然假设社会财富只有货币和债券两种形式。在现实生活中，微观主体的选择并非货币或债券只取其一，大多数情况下是既持有货币，又持有债券，变动的只是两者的比例。

在现实生活中，人们事实上并非只考虑收益，而且还要考虑风险；收益高低和风险大小也有许多层次。从持有债券的角度考虑，在存在许多不确定因素的情况下，既要考虑持有债券能够获得利息收入，同时也必然考虑将要冒多大的债券跌价的风险。也就是说，持有债券的比重增加，预期财富也会增加；但同时意味着风险增大，遭受损失的可能性相应加大。至于保存货币，虽然无收益，但风险较小，而且等于保有流动性。由于利弊得失是多方面的，微观行为主体事实上不得不全面权衡，并找出持有货币和债券的最佳比例关系。这属于多样化资产组合问题，关于这个问题，将在第二十三章讲述。

#### 弗里德曼的货币需求函数

货币主义（monetarism）是一个与凯恩斯主义、凯恩斯学派直接对立的西方经济学流派。在其理论体系中，M.弗里德曼设计的货币需求函数具有代表性。

作为现代货币主义的代表人物，弗里德曼基本上承袭了传统货币数量论的观点，即非常看重货币数量与物价水平之间的因果联系。同时，他也接受了剑桥学派和凯恩斯以微观主体行为作为分析起点和把货币看做受到利率影响的一种资产的观点。对于货币需求的决定问题，他曾用过不止一个函数式，下面是一个具有代表性的公式：

10-1

式中，Md /P为实际货币需求；y为实际恒久性收入；w为非人力财富占个人总财富的比率或得自财产的收入在总收入中所占的比率；rm 为货币预期收益率；rb 为固定收益的债券利率；re 为非固定收益的证券利率；Image00038.jpg 为预期物价变动率；u为反映主观偏好、风尚及客观技术与制度等因素的综合变数。

恒久性收入（permanent income）是弗里德曼分析货币需求时提出的概念，可以理解为预期未来收入的折现值，或预期的长期平均收入。货币需求与它正相关。强调恒久性收入对货币需求的重要作用是弗里德曼货币需求理论的一个特点。

弗里德曼把财富分为人力财富和非人力财富两类。他认为，对大多数财富持有者来说，他的主要资产是个人的能力。但人力财富很不容易转化为货币，如失业时人力财富就无法取得收入。所以，在总财富中人力财富所占的比例越大，出于谨慎动机的货币需求也就越大；而非人力财富所占的比例越大，则货币需求相对越小。这样，非人力财富占个人总财富的比率与货币需求呈负相关关系。

rm 、rb 、re 和Image00038.jpg 在其货币需求分析中被统称为机会成本变量（opportunity cost variable），亦即能从这几个变量的相互关系中衡量出持有货币的潜在收益或损失。这里需要解释一点：在介绍凯恩斯的货币需求函数时，货币是作为不生利资产看待的，如钞票，持有它没有回报；而弗里德曼考察的货币扩及M2等大口径的货币诸形态，在大口径的货币诸形态中，有相当部分，如定期存款，是有收益的。

物价变动率同时也就是保存实物的名义报酬率。物价向上的变动率越高，其他条件不变，货币需求量越小。把物价变动纳入货币需求函数，是通货膨胀的现实反映。在其他条件不变时，货币以外其他资产（如债券、证券）的收益率越高，货币需求量越小。

u是一个代表多种因素的综合变数，因此可能从不同的方向上对货币需求产生影响。

对于货币需求，他最具有概括性的论断是：由于恒久性收入的波动幅度比现期收入的波动幅度小得多，因而货币需求函数相对稳定，这就意味着货币流通速度（恒久性收入除以货币存量）也是相对稳定的。认为货币流动速度稳定和货币需求对利率不敏感，是弗里德曼的货币需求理论与凯恩斯的货币需求理论之间的主要差异。

#### 货币需求理论的发展脉络

以上是对货币需求理论发展的极其简略的描述，从中可以看出如下的脉络：

（1）货币需求理论中所考察的货币，马克思及其前人重视的是贵金属。不过，到了马克思研究这一问题的时候，他也用了相当的篇幅分析纸币的规律。建立费雪方程式的时候，金币本身在视野中已不再占有重要的地位，而存款通货则已经受到重视。至于凯恩斯所指的收益为零的货币，明确是指现钞和支票存款；而货币主义所说的货币，其边界已是M2或较之更大的口径。简言之，对货币需求考察所面对的具体货币形态，是从金到摆脱金，从纸币到一切可称为货币的金融资产。

（2）将宏观总量作为考察这一问题的出发点是费雪及其前人一贯的思路。在这样的思路下，个人对货币需求的动机虽然也有所分析，却并未由此建立微观行为主体的货币需求模型。源自剑桥学派的思路则是一个大转折，那就是把微观行为主体的持币动机作为考察货币需求这个宏观经济范畴的出发点。换了一个角度，就产生了质的变化——扩大了对货币需求观察的范围。

（3）仅从宏观角度考察这一问题，那么纳入视野的就只是商品实现的需求和各种支付的需求，从而需要的只是作为购买手段和支付手段的货币。而考察角度转向微观经济行为主体，则显然不仅有交易的需求、支付的需求，还有保存自己财富的需求。这样，所需求的就不只是起流通职能的货币，还有起保存价值职能的货币。

（4）于是，货币需求函数如果可以这样粗略地加以表述，就从f（Y）发展为f（Y，r），并不断纳入更多的自变量。

这样的演变过程说明，任何精辟的货币需求理论均受其时代条件的局限，只能构成这一理论发展中的一个环节。客观经济生活不断发展，这一理论也在不断发展，永无止境。当然，古典货币需求理论的合理内核，仍然是发展了的需求理论的有机构成内容，但也只有从发展的观点把握它，才可用以指导当前的实践。同样，用发展了的论断来否定前人的理论成果，也不可能真正把握发展了的理论的真正精神。

### 第二节 中国对货币需求理论的研究

#### “1：8”公式

20世纪50年代以来，中国经济学家对货币需求问题进行了持续的研究。我们习惯使用的是“货币必要量”概念；讨论的中心内容是如何理解和应用马克思的货币必要量公式。但是，在对马克思货币必要量公式的研究中，许多人进行的还是带有政策选择和操作意义的应用性研究。“1：8”公式的诞生就是最明显的例证。

所谓“1：8”，它的具体含义是，每8元零售商品供应需要1元人民币实现其流通。其公式是：

社会商品零售总额/流通中货币量（现金） （13·8）

如果按这个公式计算的值为8，则货币发行量适度，商品流通正常。

这个“1：8”公式是20世纪60年代初由银行工作者根据对多年商品流通与货币流通之间的关系进行实证分析得出的结论。直到20世纪80年代之前，这个著名的“1：8”已成了马克思货币必要量原理在中国的具体化。

应该肯定，“1：8”公式提出的虽是单一比例关系，即现金流通量与零售商品总额间的比例关系，却反映着商品供给金额与货币需求之间的本质联系。问题在于，1：8这个数值本身，其之所以能够成为一个不变的标准尺度，是有条件的，诸如生产、分配等各种重要比例关系的格局稳定，整个经济货币化的水平稳定，计划价格体制保证价格水平稳定，现金管理制度保证现金使用范围稳定，如此等等。改革开放之前的20多年间，中国恰恰具备这样的条件。在经济改革与经济成长过程中，用货币存量与零售商品总额流量简单对比并求出一个固定比值的方法不再能满足剖析货币流量状况和经济发展状况的需要。因此，“1：8”不再适用是意料之中的事。

#### 一个有争议但广为流传的公式

为了取代业已过时的“1：8”，人们期望寻找一个简明而又易于度量的公式。其中，影响较大的是：

10-1

即货币供给增长率Image00040.jpg 等于经济增长率Image00041.jpg 加预期（或计划）物价上涨率Image00042.jpg 。

这个公式旨在解决如何确定年度计划货币供给增长率的问题；对货币供给是多是少的概略估计中也往往引以为据。

Image00043.jpg 这个公式实际上是以货币流通速度稳定为假设前提，但改革开放以来我国的货币流通速度变化极大，不需多么精细的实证分析就可做出判断：货币需求与货币流通速度负相关，于是有如下修订公式：

10-1

如果看一看在本章第一节讲过的从PQ≡MV演化而来的MV=PY这个宏观恒等式，对MV=PY两边同时取对数微分，就有Image00045.jpg 。Image00046.jpg 移项后，即是目前实际使用的这个公式。

### 第三节 货币需求面面观

#### 名义需求与实际需求

由于通货膨胀与通货紧缩的交替存在，必然有名义货币需求（nominal demand for money）与实际货币需求（real demand for money）的区分。实际货币需求通常记为Md /P，名义货币需求记为Md ，它们之间的区别在于是否剔除物价变动的影响。

相应地，与货币需求对应的货币供给，也必须区分名义货币供给（nominal money supply）与实际货币供给（real money supply）。名义货币供给是指一定时点上不考虑物价因素影响的货币存量（money stock）；实际货币供给是指剔除物价影响之后一定时点上的货币存量。若将名义货币供给记为Ms ，则实际货币供给为Ms /P。

#### 发挥产出潜力的货币需求

货币是为了使商品、服务交易更加便捷而产生的，因此，由已有的和即将有的商品、服务交易所提出的货币需求是最基本的货币需求。

然而，商品、服务的提供是资源结合的过程。由于种种客观原因，资源的结合可以是处于相当充分的状态，即商品、服务提供的数量和交易量已接近产出潜力的最大可能，这时的货币需求接近其最大值。但资源的结合也可以是处于相当不充分的状态，从而商品、服务可提供的数量还有相当的增长潜力。在这种情况下，就意味着需要货币使部分闲置资源结合的可能性转化为现实。只要实现了资源的结合，就会有追加的商品、服务交易，从而为促成资源结合而投入的货币也就成为经济过程之必需。

#### 金融资产交易的需求应如何纳入货币需求模型

在凯恩斯的货币需求模型中、在后凯恩斯的货币需求模型中、在弗里德曼的货币需求模型中，持有可带来收益的金融资产都是持有无收益货币的负相关因素。至于是否需要有一部分货币专门用来服务金融资产交易，似乎都没有明确地加以表述。

服务于金融资产交易的货币，是现代经济生活中的客观存在。这部分货币常年处于商品和服务交易的旁边，游离于实际经济过程，是货币家族中的特殊成员。问题在于，是否能够独立地论证这部分货币需求。至少到现在为止，还没有看到有关这方面的严肃科学论证，这还是一个需要从理论上加以探讨的问题。

### 第四节 货币需求分析的微观角度与宏观角度

#### 货币需求分析的微观角度

货币需求分析的微观角度，就是从微观主体的持币动机、持币行为考察货币需求变动的规律性。在前面介绍过的货币需求方程和货币需求函数中，剑桥方程式、凯恩斯货币需求模型、弗里德曼货币需求函数，都是从微观角度分析货币需求的典型。

将机会成本变量引入货币需求模型或函数，是从微观角度考察货币需求问题的典型表现。其目的在于说明利率和价格变动这类因素对货币持有主体可能造成的潜在收益或损失，以及这种潜在收益或损失对微观主体货币需求行为的影响。早期的货币需求模型都未考虑机会成本因素。剑桥方程式在对实际现金余额与收入的比率k做注解时强调了利率因素的作用，可以说是引入机会成本因素的开端，但在模型上也未直接表示出来。直到凯恩斯的对货币需求三动机的分析，才建立起内容和形式一致的微观货币需求研究框架。

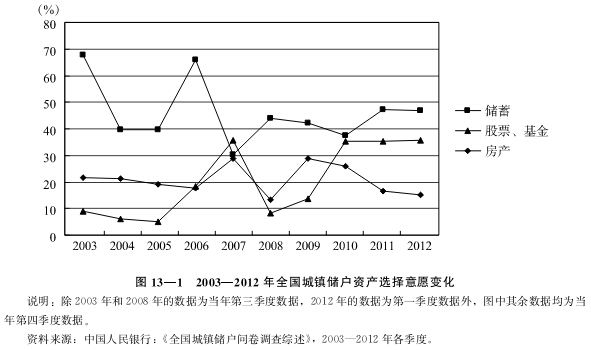
#### 资产选择

资产选择对于微观经济行为主体货币需求的决定，如前所述，极为重要。

资产选择，就其最泛泛的意思来讲，目的不外两个：一是保值；二是生利。选择的方向有三个：（1）购买生利的金融资产。狭义的资产选择就是指金融资产选择（portfolio selection）。金融资产既可以是股票、债券等有价证券，也可以是银行和其他金融机构各种有利息的存款。（2）持有现金。现金虽然既不能生利，也不保值，甚或还会贬值，但它具有高度流动性，任何其他资产都难以代替。（3）购买实物资产。实物资产以土地、房屋等有保值和升值特性的物品为代表。

在经济改革之前，中国的人均货币收入处于低水平，剩余不多，很难说有什么资产选择的要求。如果说有，在城市居民中，至多不过是在保存现钞和银行储蓄之间选择；农民基本的选择是盖房。改革开放以来，城乡居民的生活水平有了大幅度的提高。而明确建立社会主义市场经济体制以来，中国金融市场特别是证券市场已有了显著的发展；房地产市场的发展也日渐成为新的经济增长点。股票、债券、基金、外汇、房产等所有这些正逐渐扩充着人们资产选择对象的种类和范围。

在可选择的资产中，据统计，金融资产是上升速度最快的部分。从1984年到2002年，城市居民户均金融资产的年平均增长速度为25.5%。之后的几年，特别是2006年以后，金融资产的比重更是加速提升，我们可以通过中国人民银行每季度在全国50个城市进行的城镇储户问卷调查中，在一定程度上了解到这种变化，见图13—1。



调查结果表明：2006年之前，认为“更多储蓄最合算”的居民占比一直明显高于“投资基金和股票最合算”的比重，即居民的储蓄意愿高于投资股票和基金的意愿。而随着2006年开始的资本市场的异常繁荣，股市的财富效应激发了居民的投资热情，居民购买基金和股票的意愿迅速提高。此后，随着股票市场泡沫被挤压，2008年城镇居民购买基金和股票的热情开始降温，随后出现了一个短暂的反弹期，2010年以后，居民的股票和基金投资意愿相对平稳；同时，居民的储蓄意愿由降转升，到2012年第一季度，一直是城镇居民资产的首选。

#### 货币需求分析的宏观角度

货币需求的宏观分析，是货币当局决策者为实现一定时期的经济发展目标，确定合理的货币供给增长率，从总体上考察货币需求的方法。判断总体货币需求的变动是决定货币供给的关键。

从宏观角度估算货币需求，需要利用货币需求的宏观模型。马克思的货币必要量公式、费雪的交易方程式、上面介绍的我国前些年提出的公式，都是宏观模型。这些模型的共同特点是都没有反映微观主体的心理、预期等因素，不考察各种机会成本变量对货币需求的影响，而是主要关心市场供给、收入这类指标的变化。

#### 两个角度不可偏废

对货币需求的宏观分析在于根据可以解释货币需求的变量，其中包括国民经济总量指标和一些重要的机会成本变量，来估算总体货币需求，并将其作为货币供给决策的依据；对货币需求的微观分析，其着力点在于建立可以更充分反映客观实际的模型并据以剖析货币需求变化的原因。这两者是不能偏废的。

在我国过去的经济理论中只有货币需求的宏观分析。其实，在我国银行的实际工作中，重视微观货币需求的分析是从革命根据地时期就已具有的传统，特别是基层银行在这方面不间断地做了大量工作——有对职工持币的系统研究，有对农民持币的系统研究等等。问题只是没有据以概括出理论模型。直到今天，这类微观角度的分析仍是解释货币领域种种矛盾和变异现象的重要依据。

【复习思考题】

1.回顾货币需求理论发展的脉络，扼要说明各阶段所做出的理论贡献。

2.在发达的市场经济中，利率对于货币需求的大小起着极为重要的作用。试举出西方国家对这一规律的实际运用。

3.金融资产交易是如何影响货币需求的？在货币需求理论模型中是否应该把金融资产交易的需求包括在内？如果认为应该，函数式应如何建立？

4.你觉得应如何建立我国的货币需求函数模型？应如何考虑利率因素？

5.为什么应该将微观角度与宏观角度结合起来考察经济生活对货币的需求？

6.微观经济行为主体对货币的“需求”，有哪些是应该考虑在决定货币需求的因素之内的，有哪些是不应该考虑在内的？用以判别的界限是什么？

## 第十四章 现代货币的创造机制

### 第一节 现代的货币都是信用货币

#### 现代经济生活中的货币都是信用货币

信用货币替代金属货币，这一过程的萌芽早就存在于古老的信用工具之中；这一过程的不可逆转决定于商品经济覆盖整个经济生活，也即资本主义生产方式的勃兴和发展；这一过程的最终完成则是在经历了几百年之后的20世纪。

现代信用货币最早的典型形态是银行券。当前世界各国，包括我国在内，流通着的钞票都是银行券。关于银行券，在第一章第三节和第七章第二节已经讲述过。

与银行券同时流通的有作为辅币的金属硬币。硬币已不是过去意义的金属货币，并不是以自己所含金属的价值流通。现在世界各国，硬币的发行通常统一于中央银行，也属信用货币。

伴随着银行券的流通，不以现钞形态存在的货币也出现了。到19世纪末20世纪初，人们均已明确认识到：银行活期存款，其本身就应视为货币。银行活期存款的根本特征是随时可据以签发支票用以购买和支付，同时也有权从中提取钞票，这在第一章第三节也已讲过。

定期存款和居民在银行的储蓄存款，大多不能据以签发支票。直至进入20世纪，人们并没有统一的见解把它们明确地视为货币。但是，如果不把它们视为货币的存在形态，微观主体的货币持有量就是不完整的。而且宏观调控的实践也使人们认识到，如果不把它们视为货币供给而只考察钞票和活期存款，那就很难解释这两部分货币之间的相互转化。在现实生活中，定期存款与活期存款、储蓄存款与活期存款之间的界限也不断被打破。比如储蓄，最初多是小额定期，后来不仅发展了活期储蓄，而且有了可以签发支票的储蓄；如大额存单是定期的，但在货币市场上可以买卖，已不完全是本来意义的定期存款。至于美国的ATS，更是一种可以自动地从定期存款账户向活期存款账户转移款项的制度。

所有上述以银行信用为基础的货币，除钞票和硬币外，概称为“存款货币”。今天的货币形态，与历史上几千年只是简单的几种形态统治流通的情况不同，不仅极其多样，很难一一列举，而且变化迅速。但无论如何，它们无一例外地都是信用货币。

#### 信用货币与债权债务网

形形色色的信用货币之所以成为流通中货币的统治形态，是与信用这种经济联系全面覆盖经济生活紧密相关的。

个人相互之间的借贷，工商企业相互之间的借贷，个人与工商企业相互之间的借贷，政府与个人、工商企业相互之间的借贷，这些都是很古老的借贷关系。

银行等金融业发展起来之后，它们与个人、工商企业、政府相互之间的借贷，以及它们相互之间的借贷，成为整个社会借贷关系的中枢。

在买与卖这种等价交换的关系中，如果是赊销赊购，那当然有债权债务。如果是现款结清，在现时，不论是用钞票还是用支票等凭证来完成支付，那么发生的则是商品、服务同债权的换位，即通过对银行的债权从买者向卖者的转移来实现商品的销售和服务的提供。各种支付义务的实现过程也类似，这就使得整个经济中的任何经济交往都同时伴随着债权债务的消长和转移。换一个角度也可以说，所有经济行为主体在现代经济生活中，都是在债权债务的网络中进行运作的。

对于债权债务来说，有的是口头协议，但绝大部分是以一定的文书形式来体现。债权债务文书，有的是根据一时一事签署的，形式各异；但绝大部分逐渐具备了由法律规范的确定形式，如以票据法规范的商业票据，如以银行法规范的银行券和各种存款、贷款，如以国债法、公司法规范的各种公债、公司债等。由法律规范的债权债务文书，有些记载着长期的或不易转移的债权债务关系，另一些则记载短期的、无期的、易于转移的债权债务关系。针对一时、一事、形式各异的债权债务文书不可能被社会普遍认可，难以成为债权债务转移的一般工具，从而成不了货币。有些债权债务文书虽有法律规范的确定形式，但不易于借以实现债权债务的转移，如长期国债券，也与货币保持一定的距离。至于很容易当做债权债务转移工具的规范文书，特别是银行信用文书，自然而然地就成为代替贵金属流通的最为理想的货币形态。

### 第二节 存款货币的创造

#### 现代银行创造货币的功能集中体现为存款货币的创造

作为信用中介和支付中介的银行，在其调剂货币资金余缺和组织客户相互结算的基础上，同时发展了发行银行券和创造存款货币的功能。如前面有关章节所指出，在发达的工业化国家，早在19世纪末20世纪初，银行券的发行权已集中于中央银行，而存款货币的创造则使商业银行在现代银行体系中居于举足轻重的地位。

银行存款是不是货币，在19世纪，其主导面可以说是否定的判断。进入20世纪，在西方发达的市场经济国家，肯定的回答才取得基本统一的认识。在我国，上上下下普遍懂得银行存款也是货币，几乎又经历了一个世纪。至于存款货币是怎么“造”出来的，则普遍模模糊糊，搞不太清楚。

#### 原始存款与派生存款

存款货币的创造与银行以支票存款为依据组织的转账结算有着直接联系，这在金属铸币流通的条件下即已存在。

在支票存款基础上组织不用铸币即能结清各种支付义务的系统导出了如下特点的经济行为：

（1）客户把铸币存入银行之后，并不一定再把铸币全数提出；从银行取得贷款的客户通常也并不要求银行付给铸币，而是要求把贷款记入自己的存款账户。当他们的存款账户上存有款项时，既可在必要时提取铸币，又可开出支票履行支付义务。

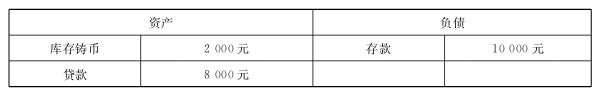
（2）取得支票，可能到付款银行用以提取铸币；但往往也不提取铸币，而是委托自己开有存款账户的往来银行代收并把收来的款项记入存款账户。

（3）各个银行，由于自己的客户开出支票，因而应该付出款项，同时由于自己客户交来支票委托收款，因而有应该收入的款项。应付款、应收款的金额很大，但两者的差额通常却较小。经济相互联系越密切，相互的支付义务越多，应收应付之间的差额就越小。至多是这个差额才需要以铸币结清。

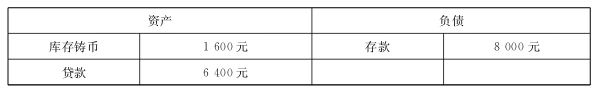
（4）各个银行对铸币的需要归结为两类：一是客户从存款中提取铸币用于发放工资、小额零星支付等必须使用铸币的用途；二是结清支票结算中应收应付的差额。在长期的经营活动中，银行认识到：铸币的需要，相对于存款额来说，只是其一部分，而且比例关系相对稳定。也就是说，只要按存款的一定百分比保持铸币库存即可应付顾客对于铸币的需要。

由于存在着这样特征的经济行为，从而出现了原始存款（primary deposit）——也常称为初始存款——与派生存款（derivative deposit）两个范畴。下面举例说明：

设A银行吸收到客户甲存入的10000元铸币，从而A银行新增铸币库存为10000元；再设，根据经验，保存相当于存款额20%的铸币就足以应付顾客日常提取铸币的需要。那么，A银行即可把8000元铸币贷出，如贷给客户乙用于向丙支付应付款项。此时，A银行的资产负债状况如下：



丙将8000元铸币存入自己的往来银行B，按照同样的考虑，B银行留下20%的铸币（即1600元），其余6400元铸币贷给客户丁。这时，B银行的资产负债状况如下：



如此类推，从银行A开始至银行B、银行C、…、银行N，持续地存款、贷款，贷款、存款，则会产生表14—1的结果。



从表14—1可知，在支票存款转账系统中，当银行根据经验按存款的一定比例——假设是20%——保存铸币库存时，10000元铸币的存款，可使有关银行共发出40000元贷款和吸收包括最初10000元存款在内的50000元存款。从先后顺序来说，10000元是最初的存款，40000元是由于有了最初的存款才产生的。因此，通常把最初的存款称为原始存款，把在此基础上扩大的存款称为派生存款。如果把有铸币对应的存款叫原始存款，把没有铸币对应的存款叫派生存款，也就是10000与40000的比。

这样：（1）原始存款、（2）贷款总额、（3）经过派生后的存款总额（包括原始存款）、（4）必要的铸币库存对存款的比率，这四者的关系可以用如下公式表示：

10-1

式中，D为经过派生的存款总额（包括原始存款）；R为原始存款；L为贷款总额；r为铸币库存对存款的必要比率。

在原始存款的基础上出现了派生存款，其核心意义就在于存款货币的创造。就上面的例子来说，原来流通中有10000元铸币为各种支付服务。现在，这10000元铸币进入银行，银行则形成了50000元存款货币为各种支付服务。即使把代替原有铸币的存款扣除，银行也为经济创造了40000元的存款货币。

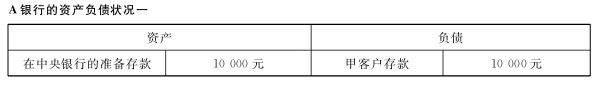
#### 现代金融体制下的存款货币创造

铸币流通从20世纪初已经退出经济生活。现代生活中相当于铸币的现金是中央银行垄断发行的银行券。银行对于吸收的存款要准备一部分银行券，以保证存款的客户提取现金。这与铸币流通时要保有一部分铸币以备提取铸币的意义一样。但支票结算中银行之间的应收应付差额则已完全不需要用银行券结清。由于各个存款货币银行均在中央银行开有存款账户，所以这种差额的结算只需要通过银行在中央银行的存款账户进行：一个银行如为应付差额，则从存款账户中转出相应金额；反之，如为应收差额，则存款增加相应金额。各银行在中央银行的存款称为准备存款。至少要保留多少准备存款，通常不是由各银行根据自己的经验决定，而是由国家规定，规定银行在中央银行的准备存款对该银行所吸收的存款总额的比率。这种比率叫法定准备金率。有的国家不规定法定准备金率。不规定法定准备金率，银行也要按经验形成的准备金率保持必要的准备存款。

在这种情况下，整个存款货币银行体系的存款货币创造是怎样开始的？上面说的是铸币流通条件下存款货币的创造。铸币是存款货币银行体系之外的钱。正是铸币的存入，有了“原始存款”。在铸币退出流通之后，有哪些来自存款货币银行体系之外的钱可以形成“原始存款”？来源可以是银行券——中央银行发行的银行券——存入存款货币银行；可以是存款货币银行从中央银行借款；可以是客户收到一张中央银行的支票——比如由国库开出的拨款支票——并委托自己的往来银行收款；也可以是客户向存款货币银行出售外汇并形成存款，而银行把外汇出售给中央银行并形成准备存款等等。途径甚多，但对于存款货币的创造并无差别。

在此，我们假设A银行的客户甲收到一张中央银行的支票，金额为10000元；客户甲委托A银行收款，从而A银行在中央银行的准备存款增加10000元，而甲在A银行账户上的存款等额增加10000元。

这时A银行的资产负债状况如下：

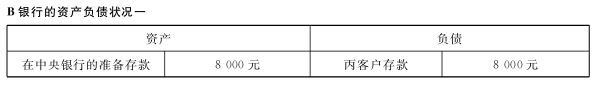


A银行吸收了存款，从而有条件贷款。仍然设法定准备金率为20%，则A银行针对吸收的这笔10000元存款的法定准备金不得低于2000元（=10000×20%）。如果A银行向请求贷款的客户乙提供贷款，其最高可贷数额不得超过8000元（=10000-2000）。如果对乙贷出8000元，则A银行的资产负债状况如下：



当乙向B银行的客户丙用支票支付8000元的应付款，而丙委托B银行收款后，A银行、B银行的资产负债状况如下

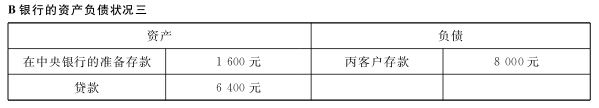


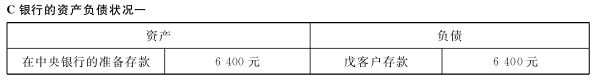


B银行在中央银行有了8000元的准备存款，按照20%的法定准备金率，则它的最高可贷数额不得超过8000×（1-20%）=6400元。向客户丁贷出6400元后，则B银行的资产负债状况如下：

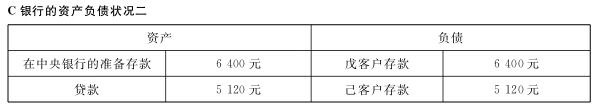


当B银行的客户丁向C银行的客户戊用支票支付6400元的应付款，而客户戊委托C银行收款后，B银行、C银行的资产负债状况如下：

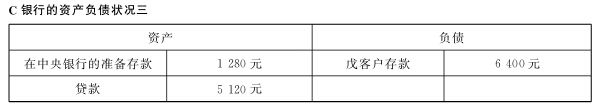




C银行在中央银行有了6400元的准备存款，按照20%的法定准备金率，则它的最高可贷数额不得超过6400×（1-20%）=5120元。向客户己贷出5120元后，则C银行的资产负债状况如下：



当C银行的客户己向D银行的客户庚用支票支付5120元的应付款，而客户庚委托D银行收款后，C银行的资产负债状况如下：



如此类推，此后的过程与上面所举铸币条件下存款货币创造的例子是一样的，只不过是在中央银行的准备存款代替了铸币库存。存款的派生过程如表14—2所示。



存款货币银行体系的资产负债状况如表14—3所示。



如以ΔD表示包括原始存款在内的经过派生的存款增加总额，以ΔR表示原始存款或准备存款的初始增加额，以rd 表示法定存款准备金率，则三者关系式如下：

10-1

如以ΔL代表以原始存款为根据而发放的贷款累计总额，则

ΔL=ΔD-ΔR （14·4）

在所举例子中，Image00064.jpg ；ΔL=50000-10000=40000元。

#### 存款货币创造的两个必要前提条件

存款货币的创造必须具备两个紧密联系的必要前提条件：一是各个银行对于自己所吸收的存款只需保留一定比例的准备金；二是银行清算体系的形成。

第一，银行并不需要为其所吸收的存款保持100%的存款准备是前提条件之一。否则，银行吸收多少存款就保留多少存款准备，那就根本不可能从存款中拿出一部分提供贷款或持有证券，也就谈不上存款货币的创造过程。

第二，正是由于活期存款业务的发展推动了清算体系的建立，而在现代银行清算体系中，应收应付差额都可以在各种银行间的同业往来账户或在清算中心开立的账户结清，这就使得银行不必准备百分之百的资金以应对所创造存款的提取需要。

#### 存款货币创造的乘数

银行存款货币创造机制所决定的存款总额，其最大扩张倍数称为派生倍数，也称派生乘数（derivative multiplier）。从上面的例子推导，它是法定准备金率的倒数。若以K表示支票存款总额变动对原始存款的倍数，则可得：

10-1

前面的例子中，存款的扩张倍数是5倍（=1/20%）。若rd 降为10%，则存款可扩张10倍；若rd 升至25%，则存款只可扩张4倍。法定准备金率越高，存款扩张倍数越小；法定准备金率越低，存款扩张倍数越大。由于rd 是一个介于0和1之间的数，1/rd 必定是一个大于1的数，这说明经过存款创造，原始存款得以以一个乘数（倍数）的速度扩张。

但这里的K值只是原始存款能够扩大的最大倍数，实际过程的扩张倍数往往达不到这个值。

#### 扩展的存款货币创造模型和创造乘数

以上的分析设定，所有的存款都是活期存款、支票存款，但存款至少可以分为活期存款和定期存款。对于活期存款和定期存款，通常分别规定不同的准备金率（但也有的国家，两者的准备金率并无区分）。如有区分，存款货币创造的分析就需细化。仍设ΔD为活期存款量的增额，rd 为活期存款的法定准备金率，再设t为定期存款与活期存款之比，rt 为定期存款的法定准备金率，ΔR为总准备存款的增额。

以上的举例丝毫没有涉及现金——钞票与硬辅币：贷款、存款、货币支付均在银行的账目上进行，没有一分现金流出存款货币银行系统之外。然而，客户总会从银行提取或多或少的现金，从而使一部分现金流出银行系统，出现所谓的“现金漏损”（loss of cashes）——这是一个习惯采用但并不怎么贴切的词。出现了现金漏损，那么准备存款就要因有一部分以现金形态从存款货币银行体系流出而减少；或者说，把现金考虑在内，用以充当追加的活期存款与追加的定期存款这两者所需的准备，就不再是与原始存款相对应的准备存款的全部，而是减除现金漏损额的余额。现金漏损额与活期存款总额之比称为现金漏损率，也称提现率（withdrawal rate）。如用ΔC代表现金漏损额，用c代表现金漏损率，则有

c=ΔC/ΔD，ΔC=c×ΔD （14·6）

以上的讨论考虑的只是法定准备金，但为安全或应付意外之需，银行实际持有的存款准备金常常高于法定准备金，超过的部分称为超额准备金。这就是说，银行的初始准备还有一部分是以超额准备金的形式存在。超额准备金与活期存款总额的比，称为超额准备金率，以e代表。

这时的存款货币创造乘数（creation multiplier）为：

10-1

到这里可以看出，银行吸收一笔原始存款能够派生创造出多少存款，派生倍数大小如何，除了取决于法定准备金率的高低以外，还要受到定期存款比率、现金漏损率和超额存款准备金率等多方面的制约。

整个银行体系资产负债的变化如表14—4所示。



上文只是就银行创造派生存款过程中的基本可测量因素对存款派生倍数的影响进行分析。如果考虑到客户对贷款的需求要受到经济发展的制约，那么并非任何时候银行总有机会将可能贷出的款项全部贷出。也就是说，银行能否多贷，不仅取决于银行行为，还要看企业是否需要贷款。在经济停滞和预期利润率下降的情况下，即使银行愿意多贷，企业也可能不要求贷款，从而可能的派生规模并不一定能够实现。

#### 派生存款的紧缩过程

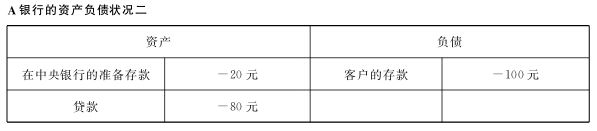
存款货币银行系统派生存款倍数创造原理在相反方向上也适用，即派生存款的紧缩也呈倍数紧缩过程。

仍以最简单的情况——没有定期存款、没有提现、没有超额准备金——为例。设整个存款货币银行体系中派生存款的紧缩过程是从体系中的A银行减少了100元准备存款开始。至于准备存款是怎样减少的，那会有种种情况，不影响这里的分析。比如，A银行的客户用自己在A银行的存款向国库——在中央银行开立账户的国库——履行财政支付义务。

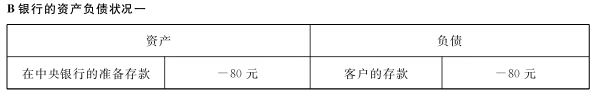
这样，其资产负债状况变动是：



仍然假设法定准备金率为20%。活期存款减少100元，法定准备金至多减少20元。所以A银行的准备金出现不足——少了80元。为弥补这一短缺，它必须收回80元贷款并相应地使自己的准备存款增加80元。如果实现，A银行的资产负债状况变动为：



如果A银行收回的贷款是通过客户由B银行得来的，那么B银行的准备金和活期存款将同时分别减少80元，其资产负债状况为：



同样，根据20%的法定准备金率，B银行活期存款减少80元，其法定准备金最多可以减少16元（=80×20%）。现在减少了80元，故法定准备金短缺64元。因而它也要收缩自己的贷款，以补足准备金，从而资产负债状况变为：



显然，B银行收回64元贷款的结果，也是以减少其他银行同等数额的活期存款，从而减少其准备金为条件的。因而，其他银行也必须相应收缩贷款。这一过程将一直进行下去，直到银行系统的活期存款变化到如下水平：

（-100）+（-80）+（-64）+（-51.2）+（-40.96）+…＝-500（元）

可见，派生存款的倍数缩减过程与其倍数创造、扩张过程是对称的，其原理一样。

### 第三节 中央银行体制下的货币创造过程

本节从中央银行角度考察整个经济生活中信用货币的创造机制。上一节提到现金漏损，可从这里着手分析。

#### 关于“现金”的再说明

我国人民习惯性地称钞票和硬币为现金。国际货币基金组织的口径是以“通货”（currency）来统计钞票和硬币的数额。但currency的用法很广泛，在日常生活中，包括经济著述，常常将其泛指货币。此外，还有一个英文词cash，其习惯用法之一是我们所指的现金；而在其他场合，如cash flow中的cash，则是指包括现金和活期存款等可以随时动用的现款。在西方有句俗话：“Cash is king.”这里的cash显然是泛指货币、泛指钱。这些都是需要注意的。

#### 现金是怎样进入流通的

钞票以及硬币的发行，在第七章指出，是发行银行的特权。那么，中央银行是怎么把钞票和硬币投入流通之中的？

上一节讲到现金漏损，指出这是由于存款货币银行的客户从自己的存款账户提取现金所致。既然客户可从自己在银行的存款账户提取现金，他也可以把现金存入自己在银行的存款账户。所以每一个存款货币银行，在其日常的经营活动中，都有现金的不断流入和不断流出。如果现金的提取可以由现金的存入所满足，存款货币银行就不必补充现金；如果存入的现金满足不了提取现金的要求，存款货币银行则必须补充现金，而补充的基本途径就是到中央银行从自己的准备存款账户提取。上一节讲现金漏损时提到“当引入现金之后，准备存款就要因有一部分以现金形态从存款货币银行体系流出而减少”，指的就是这样的过程。为了保证存款货币银行可以及时地从准备存款账户提取现金，中央银行必须印制足够的钞票、铸造足够的硬币并保存在全国各地。

当然，存款货币银行也会有现金存入过多，从而在满足现金提取之后还有剩余的情况。在发达的市场经济中，除了小额贷款，是很少用现金贷出的。所以，收入的过多现金，银行就会及时存入自己在中央银行的准备存款账户。这就是说，就像公众与存款货币银行之间时时有现金的存取过程一样，在存款货币银行与中央银行之间，现金的频繁存取过程也同样存在。

由此可以理解，已经存在于流通过程中的现金就是过去存款货币银行从中央银行的准备存款账户上陆陆续续提取现金所形成的。

#### 现金的增发与准备存款必须不断得到补充

当存款货币银行总体向中央银行提取的现金多于存入的现金，是现金发行量的增长，习惯也称为现金发行；当存款货币银行总体向中央银行存入的现金多于提取的现金，是现金发行量的减少，则称现金回笼。一年四季，现金的发行与回笼是交替的。比如在我国，农产品收购季节，由于收购农产品需要大量现金支出，是发行季节；在春节前，由于人们大量用现金购物，则会出现现金的回笼。但总的来看，年复一年，现金的发行都是增长的，根本原因是经济的增长。虽然不断出现可以节约现金的金融工具，如银行卡，但还改变不了这一趋势。

当现金的增发是必然趋势时，就意味着存款货币银行从准备存款账户不断地提取现金。假定准备存款的金额给定，必然产生如下后果：准备存款随现金的提取而等金额地下降；相应地，存款货币的创造数量也必将因准备存款的减少而相应缩小。显然，这是不成立的。在正常的经济运行过程中，上面指出，要求现金增加发行的基本原因是经济增长；那么，经济增长必然也同时要求存款货币有足够的增长，从而为不断扩大的流转服务。所以，在经济增长的条件下，准备存款必须不断地得到补充，以便使之既能保证现金的不断提取，又能保证创造出经济生活所必需的越来越多的存款货币。

#### 准备存款的不断补充必须有中央银行的支持

准备存款的补充来自中央银行。当然，就一个存款货币银行来说，是可以有其他途径的，如从有往来关系的银行拆借。这就有对往来行的负债与在中央银行准备存款的等额增加。但这个银行的准备存款增加了，而拆借给该银行款项的往来行的准备存款却等额减少。所以，不论存款货币银行之间的往来如何多样而频繁，整个存款货币银行系统在中央银行的准备存款总额是不增也不减的。如果要使准备存款总额增加，则必须有中央银行资产业务的增加。

上面已经列出了从中央银行方面补充准备存款的途径。概括说来，基本是三方面：（1）向中央银行再贴现和直接取得贷款；（2）向中央银行出售自己持有的债券；（3）向中央银行出售自己持有的外汇。而补充后的准备存款必然一分为二：现金漏损和减除现金漏损的准备存款。由于从中央银行方面补充准备存款是一个连续的过程，在这个连续的过程中，中央银行一方面积累了自己的资产，而另一方面则形成两大负债项目：（1）不断补充、不断提取现金的准备存款余额；（2）由一笔笔现金漏损所累积形成的流通中现金。在第七章第二节中简化了的中央银行资产负债表就是这个过程在某一时点上的表现。

#### 中央银行是否可以无限制地为存款货币银行补充准备存款

扩大资产业务并不以负债的增加为前提，这是中央银行特有的权力。

在中央银行体制下，所有的存款货币银行，其资产业务的开展必须以负债业务的开展为前提。但对中央银行来说，完全排除了这样的约束。中央银行在国内信用交易的范围内，没有类似存款货币银行的准备存款，也没有任何一个在它之上的机构可以保存它的存款；中央银行也不需要通货库存，通货就是它印制和铸造的。中央银行扩大了资产业务，必然相应地形成存款货币银行的准备存款；存款货币银行从准备存款提取通货，中央银行将随时给予保证。简言之，中央银行的任何资产业务均会有商业银行准备存款和通货发行之和与之对应，这就是中央银行运作的规律。

当然，中央银行的行为也并不是完全不受任何约束。就“技术层面”和可能性来说，中央银行为存款货币银行补充存款准备、支持存款货币银行创造信用货币的能力可以是无限的。但从客观经济过程来说，约束则是强有力的。没有货币需求，存款货币银行不需要补充准备存款，中央银行有能力也无从发挥；强行支持无限制的货币创造，则会促成通货膨胀，并会受到客观经济过程的惩罚。这些将在下面的宏观金融问题中讲述。

#### 基础货币

从以上的分析可以看出，作为存款货币创造基础的准备存款，既会因现金的提取而减少，又会因现金的存入而增多准备存款；而准备存款的存在，既是现金进入流通的前提——无准备存款无法取得现金，又是现金回笼的归宿——实实在在的现金并不因回笼消失，而是转化为准备存款形态。

需要注意，有一部分现金是离开中央银行而并未离开存款货币银行，即存款货币银行的现金库存。前面提到，在银行的日常经营活动中，不断有现金的收收付付，现金库存则是保证现金收付之所必要。存款货币银行的库存现金属于中央银行现金发行的一部分。（注：在中国的货币供给统计中，存款货币银行的库存现金不计入M0。）它与准备存款性质相同，共同构成银行存款的准备。

存款货币银行的存款准备，是准备存款加库存现金；“漏损”的现金，即不仅离开中央银行并且也离开存款货币银行的现金，是流通于银行体系之外的现金。对于创造信用货币来说，这两者缺一不可，因而统称为基础货币（base money），或称高能货币、强力货币（high-power money）。国际货币基金组织称之为“准备货币”（reserve money）。

基础货币的构成常用下式表达：

B=R+C （14·8）

式中，B为基础货币（由于基础货币也称高能货币，所以也通常以符号H代表）；R为存款货币银行保有的存款准备金（准备存款与现金库存）；C为流通于银行体系之外的现金。基础货币直接表现为中央银行的负债。在市场经济国度中，基础货币的数额均占中央银行负债总额的绝大比重。

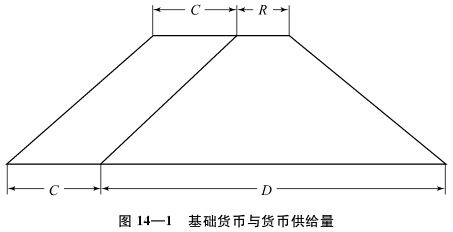
#### 货币乘数

基础货币，可以引出数倍于自身的可为流通服务的信用货币。这就是第十五章将要专门讨论的货币供给。把货币供给量与基础货币相比，其比值称为货币乘数（money multiplier）。用MS 代表货币供给，B为基础货币，则可列出下式：

MS =m×B （14·9）

式中，m为货币乘数。

基础货币虽然是由通货，也即处于流通中的现金C和存款准备R这两者构成，但在货币乘数中的作用并不一样。通货C虽然是创造存款货币不可或缺的根据，但它本身的量，中央银行发行多少就是多少，不可能有倍数的增加。引起倍数增加的只是存款准备R。因此，基础货币与货币供给量D的关系可用图14—1表示。



C+R是基础货币量，C+D是货币供给，所以

10-1

如果把这个式子中分子、分母的各项均除以D，则成为：



如果把式（14·10）的分子、分母各项均乘以D/CR，则成为：



显然，式（14·12）与式（14·11）是等价的。

式（14·11）中有个C/D，式（14·12）中有个D/C，C与D的比称为通货—存款比。这个比率的大小取决于私人部门——包括个人与公司的行为。式（14·11）中有个R/D，式（14·12）中有个D/R，R与D的比称为准备—存款比。这个比率的大小取决于存款货币银行的行为。这两个比率决定乘数的大小，再加上基础货币，即决定货币供给量。而基础货币的多少，在一定意义上说取决于中央银行的行为。

#### 发行收入与铸币税

在涉及中央银行“创造”货币时，发行收入与铸币税（seigniorage tax）是一个受到特别关注的问题。

然而，它所讨论的范围却相当不确定。在中国，往往是这样提出问题：钞票是中央银行发行的，而每张进入流通的钞票，按其面值来说，都是实实在在的购买力。那么，中央银行发行钞票的“收入”跑到哪里去了？如果被中央银行所占有，那是如何安排使用的？

“发行收入”这个词追溯起来，应是“铸币收入”（seigniorage revenue）或“铸币税”的延伸。在铸币流通条件下，铸币收入或铸币税，是指铸币面值与铸币成本的差额。当铸造钱币是王室、国家的特权时，铸币税直接就是财政的收入。问题是，在钞票代替了铸币的条件下，铸币税如何界定？有一个套用铸币流通条件的界定：发行收入是指钞票的面值与钞票发行成本的差额。发行成本应不仅包括钞票的印制费用，还包括钞票的保管、运送、清点，旧币兑换及销毁，账务处理，以及管理费用等方面所需的物资消耗和人力开支。但无论如何，钞票的成本与用金属铸造铸币的成本相比，终归只占票面值极其微小的部分，以致讨论这一问题时常常是略而不计。这个看似十分明确的界定造成的印象是：钞票发行会有极其巨大的收入。显然，人们对之特别关注也就不足为奇了。

如果是政府直接发行纸币，那么发钞就是财政收入：政府直接用这些印制的钞票拨付军政开支。作为一种特殊税，其金额显然等于纸币发行额；精确一点说，等于发行额减去印钞成本。

问题是，中央银行是否也直接占有了“发行收入”？第一，中央银行是否可以把印制的钞票用来自己盖房子、买设备、发工薪等等？在现代多少有些规范的中央银行运作中，这类行为是不存在的。第二，钞票的发行基本上是通过存款货币银行从它们在中央银行的存款准备账户提取现钞的方式实现的，而提取现钞的银行或用现钞贷款，或用以支付存款客户提取现钞的要求。循着这样的过程分析，看不出中央银行有什么发行收入。

换一个角度，钞票发行是中央银行的负债，与钞票发行所对应的资产可说明钞票的去向。与发行钞票对应的资产基本是三项：一项是对政府的债权。在不少国家，这部分债权的增减变化对钞票发行关系甚大。另一项是对商业银行等金融机构的债权。由于金融机构主要是对经济过程给予信贷支持，因而这部分债权也可视为对经济各部门的债权。再一项则是收购外汇、金、银的占款。

钞票发行对应着对政府的债权，说明中央银行以负债的增长换得对政府债权的增长。与之同时，政府通过增加对中央银行的负债而取得相应金额的收入。对于这样的收入，财政是可以实实在在地安排支出的。因而，这种情况与政府直接发钞在性质上并无差别。至于对银行的负债，政府的实际负担是按照规定支付利息。

针对金融机构债权的钞票发行，实际意味着负债的经营单位或个人以对中央银行负债的方式来换取钞票。对此，意味着负债的经营单位在负债期间获得追加资本、负债的个人在负债期间提前消费，他们的义务也是支付利息。

中央银行不能用发行的钞票直接购买，但收购外汇、金、银则是例外。在这里，的确是利用钞票发行集中了巨额的外汇财富，但这种财富既可能有收益，也可能受损失。而且，这是执行国家管理外汇基金和货币政策的任务，损益通常单独核算，不归中央银行支配。

经过这样的分析可以了然：中央银行的钞票发行构成了国家财政的债务收入和经济行为主体的借款收入。无论是政府还是经济主体，使用这种借入的收入，是负有按约定归还本金的义务，其代价则是按期实实在在地支付利息。

由此可以看出，由于中央银行不能直接用自己印制的钞票去购买、去支付，而只能用它去“换取”债权，由于换取到债权，从而得到收取利息的权利。只要利息收入大于发行成本，其差额即构成发钞银行收益的一个部分。显然，简单套用金属铸币时的铸币税概念来讨论现代的钞票发行是得不出什么正确结论的。

在西方的文献中，铸币税这一概念有时用来讨论通货膨胀问题，近来则用以讨论美元化中美元取代非美元国家货币的问题。这类问题是需要专门讨论的。

### 第四节 对现代货币供给形成机制的总体评价

#### 现代信用货币制度是最节约的货币制度

历史地看，现代信用货币制度是最节约的货币制度，主要体现在以下几个方面：

首先，节约了货币材料。无论是哪种自然资源——牲畜、布帛，还是金、银、铜等金属——充当货币，都需要为之耗费大量的人力、物力，这是一种由社会负担的纯流通费用（pure circulation cost）。它的比例越大，对经济发展的拖累越严重。而现代信用货币中的钞票和硬币是用纸或贱金属制造的，其价值大大低于其票面价值。存款货币本身只不过是银行账户上的一个数字，更是大大节约了自然资源。而电子货币，不用说，更是极大的节约。

其次，节约了货币流通费用。现代信用货币制度下，纸币的印制和流通费用比金属货币的铸造、运输、保管费用要低得多。况且，在现代信用货币制度下，越来越多的交易采用非现金方式进行，转账结算和电子货币的成本更是大大降低了货币的流通费用。

最后，货币流通速度的加快，可以减少货币需要量。

#### 双层次的货币创造结构

市场经济的货币供给机制，根据前两节的说明，是由两个层次构成的货币创造系统。

第一个层次在创造存款货币的存款货币银行。在这个层次上，众多的存款货币银行及其分支机构面对着众多顾客随时随地提出的形形色色的货币需求。它们如何有区别地满足和在多大程度上满足这些需求，取决于它们自己根据安全、流动、盈利的准则，经衡量利弊得失所作的判断。这就是说，在这一层次上创造多少存款货币是由许许多多存款货币银行，在经济生活中无数的时点和地点上，通过自我约束机制分散地决策。正是存款货币银行的分散决策，才有可能针对千差万别的需求机动灵活地供给货币；而存款货币银行的自我约束机制则使它们不能不认真地对客户所提出的需求进行评价和筛选，并事实上把住了货币供给是否真正符合客观需求的第一道关口。

然而，存款货币银行的自我约束机制并不是保证货币均衡的充分条件：即使每一笔存款货币的创造都合理，也并不等于创造的存款货币总量必然符合经济的客观要求。于是，要求中央银行的宏观调控层次。关于中央银行是否有能力进行宏观调控，根据怎样的原则确定调控方针，如何操作以实现方针，将在后面的有关章节论述。

#### 联结微观金融与宏观金融的关节点

在金融领域，信用货币的创造所具有的特殊意义在于：这一机制是金融的微观方面向金融的宏观方面过渡和金融的宏观方面向金融的微观方面过渡的关节点。

本章所讲述的信用货币创造清楚地显示，都是公司、公众、政府机构为一方，而存款货币银行、中央银行为另一方，环绕一笔一笔具体的货币存、取、借、贷所进行的诸多微观经济行为的过程。但微观经济行为主体的微观金融行为却为经济生活连绵不断地提供了流通中的货币。流通中的货币构成货币供给范畴。货币供给面对的是经济生活整体，是宏观经济总量指标，与之相对应的是货币需求。货币供给与货币需求的对比，构成宏观金融的核心。这涉及市场需求是旺盛还是不足，利率是趋高还是趋低，对外币的汇率是趋强还是趋弱，特别是价格水平是坚挺还是疲软、是上涨还是下跌，从而币值是可以保持稳定还是陷入难以控制的波动等等。这是下一篇所要讨论的内容，属于金融的也是经济的宏观方面。了解了信用货币的创造机制就会了解，正是纯属微观的金融行为具体地导出了宏观经济的结果，体现着金融微观方面向金融宏观方面的过渡。

当货币供给与货币需求失去均衡，从而客观经济生活从金融的宏观方面提出调整要求时，其实现也不能绕过信用货币的创造机制。也就是说，只能透过利益机制影响参与金融行为的公司、公众、存款货币银行等诸多微观经济主体分别决策，是否调整以及如何调整自己的行为；也只有在这样的基础上才能有货币供给与货币需求宏观均衡状态的改变。当然，在非常时期可有非常措施，但也不是把这一机制全然撇开。举一个极端的例子，当货币供给不足时，不能设想中央银行可以从飞机上撒钞票！这就是说，金融的宏观方面向金融的微观方面过渡也必须通过信用货币创造机制来实现。

所以，不了解信用货币的创造机制，很难懂得金融的微观方面向金融的宏观方面过渡和金融的宏观方面向金融的微观方面过渡是怎样实现的。

【复习思考题】

1.为什么说现今经济生活中的货币都是信用货币？找一找是否有不是信用货币的货币。

2.在中央银行体制形成之前，存款货币银行可以发行自己的银行券，停止银行券发行后则保有创造存款货币的能力。不论是发钞票还是创造存款货币，银行是否自己就可以任意支用？这方面你曾存在过什么疑问？现在还有什么疑问？

3.能否不去翻检教材、笔记，拟出一份说明整个金融体系创造货币的纲要？

4.也可设计一个货币创造的游戏，找几位同学，分别扮成参与货币创造的各个角色，看看是否能使你更深刻地领会货币创造的机制。

5.如果中央银行不规定法定准备金率，存款货币银行是否就可以无限制地创造货币了？

6.有以下两种可能的行为：（1）商业银行从中央银行借入一笔款项；（2）该商业银行的客户用支票存入同等金额的款项。试比较这两种行为对基础货币数量的影响：是相同还是不同？

类似的例子还可举出一些。如某商业银行从中央银行借入一笔款项的同时，在该银行存款的一位客户从其账户上提走了同等金额的现金，那么基础货币量与该银行在中央银行的存款准备金额分别会发生怎样的变化？

再如，中央银行从商业银行手中与其从公众手中购入同等金额的债券，这两种行为对基础货币的影响是否相同？为什么？

7.现在，在我国的周边国家，有相当数量的人民币作为交易货币。这是不是说，我国有相应数量的铸币税收入？与此同时，中国的外汇储备有以万亿计的美元：中国人分散持有的美元为数也相当可观。这是不是说，我国也事实上向美国缴纳铸币税？

8.银行体系为什么能够为经济生活提供它所需要的任意数量的货币？这种可能性的经济根据是什么？要求什么样的政治前提条件？

9.现代信用货币创造机制彻底突破了贵金属供给数量的限制并极大地节约了社会流通费用。这对于社会经济发展的重大意义应如何分析？

10.由中央银行和存款货币银行构成的双层次货币创造机制，至少到目前为止，是既能从微观角度又能从宏观角度满足货币需求的机制。试论证之。

## 第十五章 货币供给

### 第一节 货币供给及其口径

#### 货币供给问题述要

货币供给（money supply）分析，在剖析货币流通状态和货币政策决策中，是与货币需求理论相对应的另一个侧面。

对于货币供给的研究，在古代，较之对货币需求的研究或许更为具体。那时，一个首要的问题是货币由谁供给：是由君王垄断货币金属的开采和钱币的铸造，还是也允许私人参与。现在这个问题早就不存在了，但仍然有国家对货币供给如何控制和控制到何种程度的问题。在金属货币流通时代，货币金属不足曾是经济生活中的主要矛盾之一。如中国唐代中期的“钱荒”、南北宋的“钱荒”和明清之际的“银荒”，都曾对当时的经济生活有重大影响。在货币金属供给不足的背景下，中国出现过“交子”，出现过全国性的纸币流通。但真正突破金属货币数量供给不足桎梏的，是现代信用体系货币创造机制的形成和不断发展。一般地说，当今不愁无法解决货币供给不足的难题，但如何才能使货币供给符合经济发展的客观需要，仍是一个需要不断研究探讨的课题。

#### 货币供给的多重口径

在第一章已经指出，货币供给包括按口径依次加大的M1、M2、M3、…这种系列所划分的若干层次。

在各国的货币口径中，只有“通货”和M1这两项大体一致。通货是指不兑现的银行券和辅币，在我国习惯称为现金；M1都是指通货与支票存款这两者之和，在我国称为狭义货币。除此之外，各国采用的口径系列及同一口径符号包含的内容也各不相同。如美联储公布的M1和M2的数字，英格兰银行公布的纸币、铸币和各银行在英格兰银行的储备存款余额与M4的数字等等。我国货币统计口径中用M0代表现金，但这不是一个国际通用的口径。如1983年第四季度起，英国采用这个口径表示基础货币，其他国家至今罕见采用M0这种符号的。

尽管世界各国中央银行都有自己的货币统计口径，但是，无论存在着何等差异，其划分的基本依据和意义却是一致的。各国中央银行在确定货币供给的统计口径时，都以流动性的大小，即作为流通手段和支付手段的方便程度作为标准。流动性程度较高，即在流通中周转较便利，相应地，形成购买力的能力也较强；流动性较低，即周转不方便，相应地，形成购买力的能力也较弱。显然，这个标准对于考察市场均衡、实施宏观调控有重要意义。

便于进行对宏观经济运行的监测和货币政策的操作，是对中央银行划分货币层次的重要要求。比方说，货币当局在讨论控制货币供应指标时，既要明确到底控制哪一层次的货币以及这个层次的货币与其他层次的界限何在，同时还要回答，实际可能控制到何等程度；否则，就谈不上货币政策的制定，即使制定了也难以贯彻。

#### 外国的、IMF的和中国的M系列

在国与国之间，不仅采用的口径系列及同一口径符号包含的内容不尽相同，而且还会经常变化。下面介绍美、日、英三国的现行口径：

1.美国现行货币供给各层次的定义

（1）M1，包括处于美国国库、联邦储备银行和存款机构库存以外的通货；非银行发行的旅行支票；商业银行的活期存款（存款机构、美国政府、外国银行和官方机构的存款除外），减去应收现金项目和联邦储备的浮存；其他支票存款（OCDs），包括可转让支付命令（NOW）和存款机构的自动转账服务（ATS）账户，信用合作社股金提款账户和储蓄机构的活期存款。

（2）M2，在M1的基础上增加了以下各项：①储蓄存款（包括货币市场存款账户）；②小额定期存款（10万美元以下的定期存款），减去个人退休金账户（IRA）及自由职业者为退休而存款；③货币市场共同基金份额，减去IRA及自由职业者为退休而存款。

2.日本现行的货币供给统计口径

（1）M1，包括现金（不包括日本银行持有的现金）和活期存款，即企业、个人和地方政府等持有的流通中的现金和活期存款。

（2）M2+CDs，即M1加准货币（定期存款、外币存款等），再加CDs（可转让定期存单）。

3.英格兰采用的口径

以下是1992年12月之前英格兰货币供给所采用的口径：

（1）M0，即狭义货币，包括流通在英格兰银行之外的纸币和硬币；各银行在英格兰银行的储备存款余额。

（2）M2，包括公众手中的纸币和硬币；私人部门在英国银行和建房互助协会的小额英镑存款。

（3）M4，包括公众持有的流通中的纸币和硬币；私人部门在英国银行和建房互助协会的所有英镑存款（包括存单）。

英国银行公布的货币供给口径以频繁调整为特点。1992年12月，英国银行不再公布M2，只公布M0和M4（以及便于同欧盟通用的货币指数相比较的M3H，与M4类似）。1999年，M3H被欧洲中央银行使用的M3所替代。随着货币市场改革的执行，英格兰银行在2006年4月后停止发布M0数据，取而代之的是流通中的纸币和铸币以及各银行在英格兰银行的储备存款余额两组相对独立的数据。

国际货币基金组织采用三个口径：通货、货币和准货币（quasi money）。“通货”采用一般定义；“货币”等于存款货币银行以外的通货与私人部门的活期存款之和，相当于各国通常采用的M1；“准货币”，相当于定期存款、储蓄存款与外币存款之和，即包括除M1之外可以称为货币的各种形态。“准货币”加“货币”，相当于各国通常采用的M2。国际货币基金组织要求它的各成员国按照这样的口径报告数字。

我国从1984年开始探讨对货币供给层次的划分，并于1994年第三季度开始正式按季公布货币供应量的统计监测指标。按照国际货币基金组织的要求，现阶段我国货币供应量划分为如下三个层次：

M0=流通中现金，即我们习称的现金

M1=M0+活期存款

M2=M1+定期存款+储蓄存款+其他存款+证券公司客户保证金

式中，M1为狭义货币量；M2为广义货币量；M2-M1为准货币。

#### M1/M2——货币供给的“流动性”

当我们讨论货币供给时，其流动效率是较高还是较低，与货币供给数量的多少具有同等重要的意义。

对于货币供给的流动效率，可以用货币流通速度的概念表示。但结合当今对货币供给有关M系列的概念，还有一个较为具体的指标，即货币供给的流动性——M1/M2。需要注意，这里所说的“流动性”，与经常用来作为货币代用语的“流动性”概念，内涵不等同，不可混淆。

M1/M2表明狭义货币供给相对于广义货币供给的比重。M1/M2的值趋于增大，表明现实流通（即现实将用于购买和支付）的货币在广义货币供给量中的比重上升，货币供给的流动性增强，货币流通速度加快；反之，M1/M2的值趋于减小，则表明广义货币供给量中的准货币比重上升，货币供给的流动性减弱，货币流通速度下降。

对流动性的观察，可以有多方面的目的。当然，同一数量的货币供给由于其流动效率差别，有可能满足于不同规模经济周转的区间。进一步，可作为判断经济发展态势的指标之一：M1/M2的值趋大，可能表明人们的消费信心和投资信心增强，经济趋热；反之，则可能表明消费信心和投资信心减弱，经济趋冷等等。

#### 区分货币与非货币的困难

货币当局对不同口径货币的监测和控制，也促使各类金融机构相应地做出反应。第六章关于金融创新一节举出了很多例子。例如，定期存款到期前不便流动，于是创造易于变现的可转让大额定期存单；定期存款不能开支票，于是创造了自动转账制度；储蓄存款不能开支票，于是创造了货币市场互助基金账户等等。这些都使得流动性加强了，并大大突破了原有货币层次的界限。界限变得模糊起来，区分货币与非货币也就越来越困难，以致各国货币统计口径过一段时期就不得不进行调整。

在中国，由于金融管理比较严格，金融工具不仅种类少而且变动也较少，从而各层次货币供给间的界限也比较明显。从某种意义上说，这似乎更便于中央银行的监测和调控。但随着金融事业的发展，这样的状况是不会一直维持下去的。

### 第二节 货币供给的控制机制

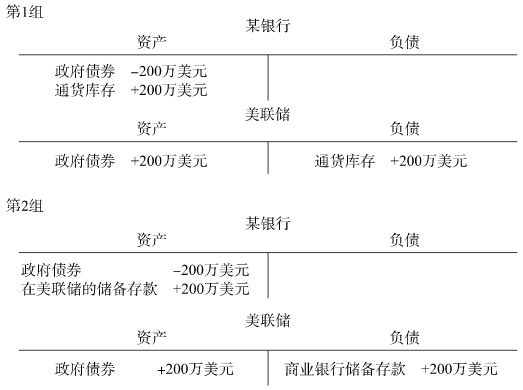
#### 货币供给的间接调控与控制工具

在典型的、发达的市场经济条件下，货币供给的控制机制是由对两个环节的调控所构成：对基础货币的调控和对乘数的调控。如果说货币当局对于基础货币还有一定的直接调控可能，那么对乘数的调控则毫无可能直接操纵。总的来说，在市场经济条件下，对货币供给数量的调控只能是间接的。

货币当局通常运用众所周知的三大工具——公开市场业务、贴现政策和法定准备金率——调控基础货币和乘数并进而间接调控货币供应量。

公开市场业务，也称公开市场操作（open-market operation），是指货币当局在金融市场上出售或购入财政部和政府机构的证券，特别是短期国债，用以影响基础货币的行为。这个工具的运作过程如下：当货币当局从银行、公司或个人购入债券时，会造成基础货币的增加。由于债券出售者获得支票后的处理方式不同，会产生不同形式的基础货币。

以美国为例，假设美联储从一家银行购入200万美元债券，并付给它200万美元支票。这家银行或是将支票兑现，以增加库存现金量；或是将款项存入在美联储开立的储备账户。这时，该银行和美联储的账户分别发生两组变化：



若债券出售者为非银行的公司或个人，而且出售者将美联储的支票存入自己的开户银行。这时，美联储、开户银行及出售者的账户分别出现如下变化：



当出售债券给美联储的个人或公司把获得的支票兑现时，出售者和美联储的账户会分别出现如下变化：



假若美联储不是购入债券而是出售债券，对基础货币就会产生相反的影响——或是减少了通货发行，或是减少了商业银行在美联储内的储备存款。

从以上的例子可以看出，中央银行通过购买或出售债券可以增加或减少流通中现金或银行的准备金，使基础货币或增或减。基础货币增加，货币供给量可随之增加；基础货币减少，货币供给量亦随之减少。

公开市场操作的优点有：（1）使中央银行能够主动影响商业银行准备金，从而直接作用于货币供给量。（2）使中央银行能够随时根据金融市场的变化，进行经常性、连续性的操作。（3）通过公开市场业务，中央银行可以主动出击。（4）由于吞吐的规模和方向可以灵活安排，中央银行有可能用其对货币供给量进行微调，而不会产生震动性影响。公开市场操作要有效地发挥作用，其前提条件是：金融市场必须是全国性的，可用以操作的证券种类必须齐全并达到必需的规模。

贴现政策（discount policy）是指货币当局通过变动自己对商业银行所持票据再贴现的再贴现率（rediscount rate）来影响贷款的数量和基础货币量的政策，现在已扩及对商业银行各种信用支持的利率。

利率变动影响商业银行贷款数量的机制是：利率提高，商业银行从中央银行借款的成本随之提高，它们会相应减少贷款数量；利率下降，意味着商业银行从中央银行的借款成本降低，则会产生鼓励商业银行扩大贷款的作用。但是，这一政策并不能保证实现引导市场走向的政策意向：如果同时存在更强劲的制约因素，如过高的利润预期或对经营前景毫无信心，这时利率的调节作用则是极为有限的。

这一政策的作用也许主要体现为告示效应（bulletin effects）。如利率升高，意味着国家判断市场过热，有紧缩意向；反之，则意味着有扩张意向。这对短期市场利率常起导向作用。

法定准备金率（legal reserve ratio）也是控制货币供给的一个重要工具。它作为中央银行调节货币供给的政策工具，普遍始于20世纪30年代经济大危机以后。目前，凡是实行中央银行制度的国家，一般都实行法定准备金制度。个别国家，如英国、加拿大等国，实行的是零存款准备金率制度。

法定准备金率被认为是一个作用强烈的工具。当货币当局提高法定准备金率时，商业银行一定比率的超额准备金就会转化为法定准备金，商业银行的放款能力降低，货币乘数变小，货币供应就会相应收缩；降低法定准备金率，则出现相反的调节效果。事实上，不少国家一直没有采用过这一手段。而在中国，这一工具经常被采用。

当前，在三种调控工具中较为常用的是公开市场操作。

#### 居民持币行为与货币供给

中央银行调控基础货币和乘数的工具，最终还要通过微观基础（即居民、企业及商业银行的反应）才能起作用。

当居民普遍增加现金［即通货持有量（currency holdings）］的时候，通货对活期存款的比率会提高；反之，这个比率会下降。这个通常被简称为通货比的比率与货币供给量是负相关关系，在第十四章第三节，这个比率以符号C/D表示。

对居民持币行为，进而对通货比产生影响的因素主要有四方面：

（1）财富效应（wealth effect）。当一个人的收入或财富大量增加时，通常说来，他持有现金的增长速度会相对降低；反之亦然。这说明，在一般情况下，通货比与财富和收入的变动呈反方向变化。

（2）预期报酬率变动的效应（effect of expected yields change）。居民持有的现金，其报酬率为零；储蓄存款有利息收益，报酬率大于零；证券或债券的收益率比储蓄存款高，但有风险。对这些金融资产持有比例的变化，都会影响C/D的值。

（3）假若出现了银行信用不稳定的苗头，居民就会大量提取存款，通货比会因而增大。

（4）非法经济活动。为了逃避法律监督，非法经济活动倾向于用现金进行交易。所以，非法经济活动的规模与通货比正相关。

在经济生活中，有的因素作用较大，有的较小；有的暂时较大，有的暂时较小。上面没有列出的因素，如对物价变动的预期，在我国，对持有现金的影响就曾比较突出。

表征企业行为对货币供给影响特点的，是它们对资本的需求，进而是对贷款的需求。一般说来，这主要来自两方面：

（1）经营的扩大或收缩。经营扩大要求补充资本，补充资本的投入一般要求从补充货币资本开始。如果企业需要补充贷款，就不能不影响货币供给。假设缺乏经营积极性成为某一时期企业行为的普遍特点，那么再低的利率也不能刺激企业对贷款的需求，货币供给也就缺乏扩大的基础。

（2）经营效益的高低。一般说来，不管是由于经营管理不善，还是整个经济比例、结构有问题，都会造成资金周转率降低。信贷资金占用时间延长，在相同的产出水平下会相对增加对贷款的需求，从而增加货币供给量；反之，则会减小对于增加货币供给量的压力。

银行主要通过两种行为影响货币供给：一是调节超额准备金（excess reserves）的比率；二是调节向中央银行借款的规模。

银行保有的超额准备金越多，存款货币创造乘数就越小，相应地，货币供给量也越小；反之，乘数会变大，货币供给量也相应增加。

通常情况下，商业银行在中央银行的准备存款是没有利息的，所以保有超额准备金则等于放弃收入，这就是超额准备金的机会成本。从这一点出发，商业银行总是力求把超额准备金压到最小限度。在发达的工业化国家中，银行通常把超额准备保持在1个百分点之下，这属于成本—收益动机的问题。但是，银行如果出现存款流出苗头时，则必须采取增加超额准备金的行为。因为一旦出现存款大量流出的现象，若无超额准备金，就得采取诸如出售证券、催收贷款、向中央银行借款等行动，这不仅会增大成本或减少收益，还可能使银行面临倒闭的威胁。这时增加超额准备金，属于风险规避动机。

保存超额准备金的行为，不论起于何种动机，均意味着对准备存款比例的制约。关于这一比例，在第十四章第三节是用R/D表示的。

在一个典型的市场经济体系中，商业银行向中央银行借款会增加准备金存款，即基础货币的数量，从而能支持更多的存款货币创造。所以，在其他条件不变时，商业银行增加向中央银行借款会扩大货币供给量，减少向中央银行借款会减少货币供给量。

决定商业银行向中央银行借款的行为动机也是成本—收益动机，而决定成本和收益的因素则主要是市场利率和中央银行贷款的贴现率：市场利率的高低，正相关地影响从银行借款的多少；而中央银行贴现率的高低，对于商业银行借款数量的多少，则是负相关。

#### 我国国有商业银行行为与货币供给

近几年来，由于整个经济体制改革和存款货币银行改革具有实质意义的推进，银行行为与货币供给的联系也处于具有实质意义的转折过程之中。

1994—1995年国有商业银行行为对货币供给的影响具有这样一些特点：

（1）国有银行面临强大的贷款需求压力。这一方面来自企业，特别是国有大中型企业，即使是经济效益不高甚至亏损的企业也要求追加贷款；另一方面，则是来自各级政府。为了发展地方经济，地方政府经常为地方投资项目和地方企业提出贷款要求。在这两方面的压力下，银行的贷款行为基本上是被动的。而且就银行来说，在风险不足以威胁其命运时，扩大贷款就是扩大收益，因而并没有形成自我约束的机制。

（2）在强大的贷款需求压力下，为了扩大贷款，最为关键的是争取获得更多的中央银行贷款。可以说，依靠中央银行的支持来扩大自己的业务，是那时中国国有银行行为的突出特色。

（3）利率、准备金之类的调节手段没有实质性的作用。从国有银行来说，利率对其从中央银行借款起不了多大调节作用。因为它发放贷款的利率与向中央银行借款的利率都是国家直接规定的，其间的利差已经考虑了它们的利益。

20世纪90年代中期以来的改革实际上是针对上述问题逐步推进的，内容包括：

（1）改变国有商业银行对国有企业事实上存在的资金供给制关系，建立市场机制所要求的银行与企业关系。

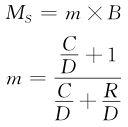
（2）转变政府职能，实行政企分开，强调各级政府不得强令银行贷款。

（3）理顺中央银行与国有商业银行的关系，先后推行了多项有利于促使和保证商业银行独立自主经营的措施。

如此等等，使自我约束机制在国有商业银行中开始发挥作用，这就使货币供给的增减与国有商业银行的独立决策行为有了逐步增强的相关关系。

#### 乘数公式的再说明

在第十四章第三节引述了这样的公式［见公式（14·9）和公式（14·11）］：



在那里，对B、C/D和R/D这三者没有做进一步的解释。本节分析了中央银行在调控货币供给方面的行为，分别分析了居民行为、企业行为和存款货币银行行为与货币供给的关系，这就可使货币供给如何确定的机制从宏观与微观统一的角度得到进一步说明。那就是：

B（也常用符号H表示）取决于中央银行根据货币供给的意向而对公开市场业务、贴现率和法定准备金率的运用。同时，存款货币银行向中央银行的借款行为也对B的决定起作用。

C/D是通货—存款比，取决于居民、企业的持币行为。

R/D是由法定准备金率rd 和超额准备金率e两者构成，特别是其中的e，取决于存款货币银行的行为。企业行为既有力地作用于R/D，也间接影响B的形成。

### 第三节 货币供给是外生变量还是内生变量

#### 外生变量还是内生变量

经济学家常用“货币供给究竟是外生变量还是内生变量”这样的命题来判断货币当局与货币供给之间存在着怎样的关系。

外生变量（exogenous variable）和内生变量（endogenous variable）是典型的计量经济学语言。如果说“货币供给是外生变量”，其含义是：货币供给这个变量并不是由经济因素，如收入、储蓄、投资、消费等因素所决定的，而是由货币当局的货币政策决定的。如果说“货币供给是内生变量”，也就是说，对于货币供给的变动，货币当局的操作起不了决定性的作用，起决定作用的是经济体系中实际变量以及微观主体的经济行为等因素。

货币供给的内生性与外生性，是货币理论研究中具有较强政策含义的一个问题。如果认定货币供给是内生变量，那就等于说，货币供给总是要被动地决定于客观经济过程，而货币当局并不能有效地控制其变动。自然，货币政策的调节作用，特别是以货币供给变动为操作指标的调节作用，就会有很大的局限性。如果肯定地认为货币供给是外生变量，则无异于说，货币当局能够有效地通过对货币供给的调节影响经济进程。

弗里德曼是倡言货币供给外生变量论的典型代表，他认为：在货币供给方程中的三个主要因素中，中央银行能够直接决定高能货币H，而H对于D/R和D/C有决定性影响。

反对弗里德曼货币供给外生变量论的人，如后凯恩斯主义流派的代表人物J.托宾则认为，货币供给与高能货币、D/C、D/R这三个变量及其决定因素之间存在着交叉影响关系；特别是D/C和D/R，常常随经济环境的变化而变动，因而不应被当成货币供给方程式中的固定参数。当然，他们也并不完全否认货币当局通过调节高能货币对货币供给的控制作用。

#### 中国货币供给的内生性与外生性问题

是内生变量还是外生变量，在中国是直接从货币供给能否由中央银行有效控制这一角度提出的。主要的观点上面已经介绍，这里再进一步作些说明。

认为货币供给可由中央银行有效控制的观点，其论据有：

——经济体系中的全部货币都是从银行流出的，从本源上说，都是由中央银行资产负债业务决定的，只要控制住每年新增贷款的数量，货币供应的总闸门就可以把牢。

——中国的中央银行不是没有控制货币供给增长的有效手段，而是没有利用好这个手段，如果不论来自各方的压力多么强大，中央银行始终不渝地按照稳定通货、稳定物价的政策严格掌握信贷计划，那么货币供给就不会增长过快等等。

无疑，这是较为明确的货币供给外生论观点。

认为货币供给不能由中央银行决定的观点也很普遍，但并非反对外生论。比如有一种意见从“究竟谁是货币当局”这个角度提出问题，认为在中国目前条件下，中央银行没有独立的决策地位，货币紧缩或松动大多是由更高的决策层做出的。因而，只能认为货币政策的执行权在中央银行，而决策权并不在中央银行。这种观点实际上是从另一角度肯定货币供给的外生论。因为他们肯定，是真实经济活动之外或模型以外的因素——不过是高于中央银行的决策层——在决定货币供给。人们曾经一度提到的“倒逼机制”的论点，可视为内生变量论。这种论点认为，在中国现行体制下，货币供给往往是被动地适应各种货币需求，中央银行很难实施各项既定的货币调节方案。

#### 货币供给能否既是内生变量又是外生变量

人们往往提出这样的问题：货币供给能否既视为内生变量，又视为外生变量呢？按照计量经济学的规定，一个变量在一个理论模型中不能既作为内生变量，又作为外生变量。如果要将货币供给的决定机制简化为一个理论模型，似乎也应当受排他律的支配：或认为货币供给是内生变量，或认为货币供给是外生变量。至于要说明问题本身的复杂性，应采用另外的表达方式。

【复习思考题】

1.研究货币供给，首先必须弄清楚货币所包含的范围，这是题中之意。然而，现在区分货币与非货币成为一个难题。为什么？

2.为什么要把货币供给划分为几个统计层次？划分货币供给层次的基本依据是什么？

3.可翻阅几个国家中央银行的公报，对我国与主要发达国家所采用的货币供给口径有何异同点作些分析，并印证层次划分的依据。

4.在市场经济国家的货币供给调控机制中，中央银行可以运用哪些工具来调控货币供给数量？哪些工具可以作用于微观行为主体对货币的需求？哪些工具可以作用于基础货币？哪些工具可以作用于乘数？

5.能否根据本章所学原理分析一下我国商业银行行为对货币供给的影响？

6.我国国有企业的改革过程对货币供给的影响是否有所变化？

7.你可否举一些例子来说明居民行为对我国货币供给的现实影响？

8.应该怎样看待货币供给的外生性和内生性问题？有关这一问题的理论判断会对政府的决策和公众的政策建议产生怎样的影响？

## 第十六章 货币均衡与总供求

### 第一节 货币均衡与非均衡

#### 货币均衡与非均衡的含义

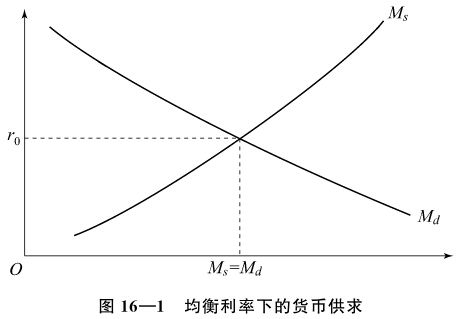
均衡（equilibrium）是一个由物理学引入经济学的概念。经济学引入均衡概念，一般将其用于描述市场供求的对比状态。这里提出的货币均衡与货币非均衡概念，则是用来说明货币供给与货币需求之间的关系。

货币均衡是指货币供给满足货币需求，即Ms =Md ；货币非均衡是指货币供给超过或者满足不了货币需求，即Ms ≠Md 。

要是把价格水平变动的因素置于视野之内，假若价格水平提高，名义收入水平提高，名义货币需求相应增加；价格水平下降，则名义货币需求相应减少。如果货币当局不相应调整名义货币供给，货币非均衡的局面就会出现。从另一个角度分析，名义货币需求的增减变化如果只是由于价格水平的波动引起的，实际货币需求并不会因之改变。这时，如果名义货币供给量不变，当物价水平提高时，意味着实际货币供给量Ms /P减少；当物价水平下降时，则Ms /P增大。对应着并未改变的实际货币需求，同样也说明货币的非均衡。

#### 货币均衡与利率

在市场经济条件下，货币均衡和非均衡的实现过程离不开利率的作用。第十三章指出，利率同公众的货币需求，同企业的货币需求，呈负相关关系。而货币供给，从上一章的分析可知，与利率变动呈正相关关系。如图16—1所示，货币供求决定均衡利率水平r0 ；或者说，在均衡利率水平上，货币供给与货币需求达到均衡状态。



如果假定货币供给是外生变量，即全然是由货币当局决定的，而且货币当局并不根据货币需求的变化调节货币供给。再假设货币需求增大而货币供给不变，此时就会拉动利率上升；货币需求若减少，利率则会下降。假设货币需求不变，货币供给增大，则会压低利率；货币供给不足，利率则会提高。

必须注意，这是一个以利率为基本调节杠杆的纯市场经济模型。在利率受到严格管制的条件下，这一模型不成立。事实上，在发达的市场经济中，把利率作为唯一的决定性变量往往也是与生活实际不相符的。

### 第二节 货币供求与市场总供求

#### 市场总供求及其同货币的需求与供给

与货币供求紧密相关的是市场总供求。

最简单的表述，总供给（aggregate supply，AS）是由提供给市场的商品、服务构成。大别有二：消费品供应和生产品供应。

总需求（aggregate demand，AD）是由指向市场的支出构成。大别有二：一是消费支出；二是投资支出。

总供求均衡的条件是：

消费支出+投资支出=消费品供应+生产品供应 （16·1）

市场总需求的构成通常归并为以下四项：（1）消费需求C；（2）投资需求I；（3）政府支出G；（4）出口需求X。设总需求为D，则有

D=C+I+G+X （16·2）

不论如何划分，总需求的实现手段和载体是货币，而货币供给都是通过银行体系的资产业务，主要是贷款活动创造出来的。因此，有这样的逻辑关系：银行贷款活动调节货币供给规模，货币供给规模又直接关系到社会总需求的扩张水平。

如果作为载体的货币供给所形成的总需求，可以保证产出得以出清，则货币供给应该认为是适当的。然而，可能出现另外两种情况：一种情况是企业与个人有过多的货币积累，不形成当期的需求，而又没有提供相应的补充货币供给。这会形成总需求的不足。另一种情况是，扩大投资与提高消费的压力过强，或产生财政赤字，要求提供补充的货币供给予以弥补，或银行不得不扩大信贷，直接投放过多的货币。其结果是，货币供给过多，从而造成总需求过旺的局面。

至于市场总供给，则是决定货币需求的基本面。

从宏观角度来看，一个经济体系可以最简括地划分为两个方面：商品、服务运动的方面和货币运动的方面。货币方面的任务就是保证商品、服务的实体方面正常运转。显然，经济体系中到底需要多少货币，从根本上说，取决于有多少实际资源需要货币实现其流转并完成生产、交换、分配和消费相互联系的再生产流程。这是市场总供给决定货币需求的基本理论出发点。

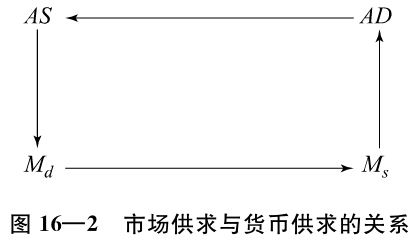
然而，宏观的货币需求是通过微观主体对货币的需求体现出来的。只有微观主体的货币需求才能直接引出货币供给；能否使货币供给为流通所吸纳，也取决于微观主体对货币的需求。企业有紧迫的投资需求，需要更多的货币，则往往超出收入提供的可能去争取追加的货币；反之，投资的需求较小，不那么需要货币，则收入的货币就会变为静静面对流通而不流通的货币储存。个人的消费需求是旺盛还是疲软，对货币的需求也会引出类似的现象。当然，无论是企业的货币需求还是个人的货币需求，在总体上受制于总供给。总供给决定收入，而收入是货币需求函数最具有决定作用的自变量，对宏观、微观均系如此。但微观主体的货币需求有其独立性：对任何一个微观主体来说，相对于自己的收入，对货币的需求可能偏大，也可能偏小。因而，微观的货币需求——当然是指可以实现的货币需求，其总和在实际上并不总是等于由市场总供给决定的货币需求量。

#### 货币均衡与市场均衡

通过以上分析，可以形成这样的认识：（1）总供给决定货币需求，但同等的总供给可有偏大或偏小的货币需求。（2）货币需求引出货币供给，但也绝非是等量的。（3）货币供给成为总需求的载体，同样，同等的货币供给可有偏大或偏小的总需求。（4）总需求的偏大、偏小，对总供给产生巨大的影响——不足，则总供给不能充分实现；过多，在一定条件下有可能推动总供给增加，但并不一定可以因此消除差额。（5）总需求的偏大、偏小也可以通过紧缩或扩张的政策予以调节，但单纯控制需求也难以保证实现均衡的目标。

如果以Ms、Md、AS、AD分别代表货币的供与求、市场的供与求，它们的关系可表示如图16—2。当然，它们之间的作用都是相互的，箭头不过表示其主导的方面。

由图16—2可以看出，货币均衡与市场均衡有着紧密的联系，货币均衡有助于市场均衡的实现。但是，两者之间又有明显的区别，即货币均衡并不必然意味着市场均衡。其原因在于：



第一，市场需求是以货币为载体，但并非所有的货币供给都构成市场需求。满足交易需求而作为流通手段（包括流通手段的准备）的货币，即现实流通的货币形成市场需求；而作为保存价值的现实不流通的货币则不构成市场需求，或者说，它是潜在的需求而不是当期的需求。这种差别可表示如下：

货币供给=现实流通的货币+现实不流通的货币 （16·3）

市场需求=现实流通的货币×货币流通速度 （16·4）

第二，市场供给要求货币使之实现，或使之出清，因此提出对货币的需求。但这方面的货币需求也并非对货币需求的全部。对积蓄财富所需的价值保存手段并不单纯取决于市场供给，或至少不单纯取决于当期的货币供给——用于保存财富的货币显然有很大部分是多年的积累。这种差别可表示如下：

市场供给/货币流通速度=对现实流通货币的需求 （16·5）

货币需求=对现实流通货币的需求+对现实不流通货币的需求 （16·6）

如果简单理解，可以说市场总供求的均衡关系是与处在现实流通状态的货币的供求关系一一地对应着。但也应该注意，现实流通的货币与现实不流通的货币之间是可以而且事实上也是在不断转化的。这就意味着，现实不流通的货币量对这个均衡也有作用。所以，在思考市场均衡与货币均衡有紧密联系的命题时，必须明确两者之间的区别，并不断深入认识在这有所区别的两者之间所存在的种种复杂关联。

#### 总供求失衡与价格波动

如果暂时撇开利率，总供给与总需求失衡的直接后果，在典型的市场经济中是物价水平的变动：如果总供给给定，则过大的总需求必将引起价格的上涨；不足的总需求则会导致价格水平的下降。

而就价格这个角度来说，它的升降则是使失衡的供求重新取得平衡的市场机制：价格下跌，会刺激市场需求；价格上扬，则会抑制市场需求。

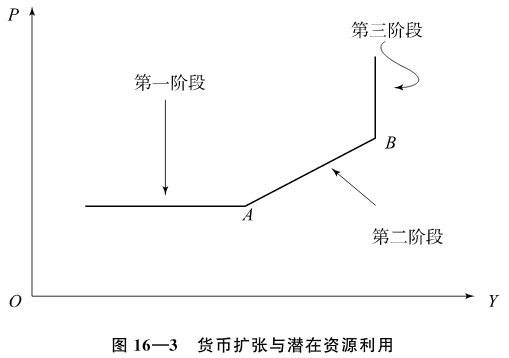
#### 货币供给的产出效应及其扩张界限

货币供给的变动能否对实际产出水平发生影响，这是货币经济学中历来存在分歧的重大理论问题之一。

认为货币对实际产出水平不发生影响的典型理论是早期的“面纱论”（money veil theory）。“面纱论”认为，货币对于实际经济过程来说，就像罩在人脸上的面纱，它的变动除了对价格产生影响外，并不会引起诸如储蓄、投资、经济增长等实际经济部门的变动。如果说，在一定条件下，货币供给在短期内还具有增加实际产出的效应，从长期考察，也只能增加名义产出量，而不能提高实际产出水平。

马克思在《资本论》中曾提出“第一推动力”的说法；他认为，再生产扩张的起点是企业对实际生产资料和劳动力的购买。如果企业没有掌握足够的货币，或者不存在订货刺激，亦即需求的牵引，即使客观上存在可以利用的资源，再生产规模的扩张也无从实现。与“面纱论”不同，马克思对货币的评价是积极的。

在货币量能否推动实际产出的论证中，现在已被广泛认可的是联系潜在资源、可利用资源的状况进行分析的方法：（1）只要经济体系中存在着现实可用做扩大再生产的资源，且其数量又比较充分，那么在一定时期内增加货币供给就能够提高实际产出水平而不会推动价格总水平的上涨；（2）待潜在资源的利用持续一段时期，而且货币供给仍在继续增加后，经济中可能出现实际产出水平同价格水平都在提高的现象；（3）当潜在资源已被充分利用但货币供给仍在继续扩张，经济体系中就会产生价格总水平上涨但实际产出水平不变的情况。这三个阶段可用图16—3表示。



在图16—3中，横轴代表产出增长率，纵轴代表物价上涨率，A和B两个拐点分别代表由货币供给增加形成的产出增长率和物价上涨率不同组合阶段的界限。A是货币供给只具有实际产出效应而无物价上涨效应的临界点；B是货币供给增加既有实际产出效应又有物价上涨效应阶段的终点，也是货币供给增加只具有物价效应而无实际产出效应阶段的起点。

B点实际上是一定时期产出增长的极限点。达到这一点，意味着经济体系中的现实可利用资源都得到了充分利用；如果没有达到，也可以表述为，在实际GNP水平与潜在GNP水平之间还存在缺口。一般说来，存在实际GNP和潜在GNP之间的缺口是对多数国家经济成长状态的描述。换言之，在现实生活中，实际经济增长率很难达到使潜在资源被全部利用的程度，因此总会存在一定的潜在GNP损失。之所以如此，一个重要原因是：当货币供给扩张的作用超越了A点之后，由于产出增加的同时还伴随着物价的上涨，公众对物价上涨的心理承受力等因素就会对政策选择产生重要的影响。

在中国，有这样的见解：应当以瓶颈部门最大生产能力的利用程度作为度量潜在GNP水准的实现尺度。例如，交通和能源部门是主要瓶颈部门，假若一定时期内，这两个部门的生产能力只利用了80%，说明潜在GNP的损失为20%。

#### 紧缩效应

市场总需求大于总供给的矛盾，通过压缩货币供给，从而减少总需求的规模以求得解决，似乎是更简捷的途径；事实上，这也是国内外常见的政策主张。然而，复杂的现实生活并不像抽象推理那样简单。

在经济周期过程中，早在马克思生活的时代，人们就注意到：繁荣阶段，过热的需求推动着生产，使其扩张到极限，并终归不得不以危机形式对过分的扩张进行清理。这说明在一个自发的过程之中，并不存在一种力量可以使经济进程在碰壁之前约束其停止需求的过度扩张。同样的道理，危机后的萧条阶段，本需适度地扩张需求，但往往伴随着加剧萧条的紧缩过程。

而当需求扩张不是突发的并成为整个再生产过程的内在因素，即正常生产已经事实上是在需求扩张的支持下运作时，单纯的紧缩，即使是极其严峻的紧缩，也不会产生使供求均衡的效应。通常的机制是，总需求缩减，实际再生产缩减，从而总供给缩减，供需的差额仍然不能由紧缩需求而取得均衡。比如中国在20世纪80年代初和80年代末的两次力度较强的紧缩就是这种情况的写照，紧缩后的一两年里，经济都曾出现程度不同的下滑。

至于紧缩货币供应、紧缩总需求的物价效应，一般情况下是直接的。物价上涨无论其具体原因如何，纵然不是由过多的货币供给引发的，却都是由货币供给的迅速增加支撑着。因而，紧缩至少在短期内能对物价上涨起到明显的抑制作用。但从较长时间考察，如果紧缩也抑制了实际的经济增长，那么供求矛盾解决不了，价格水平上涨的压力依然难以缓解。

### 第三节 我国对均衡境界的追求和理论探索

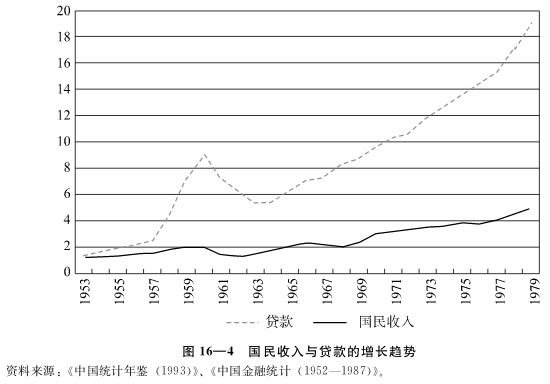
货币均衡、市场总供给与总需求的均衡——这样一些概念，我们是在20世纪80年代中期以后才使用的。但这样一些概念的基本内涵，在我国经济政策和理论探索的实践中始终存在。

#### 反通货膨胀的“平衡”观

在新中国成立之初的1950年春，我国曾在不到一个月的短暂期间制止了当时被世界公认的程度最为严重的恶性通货膨胀。当时具体的政策行动口号是：力争财政收支平衡、现金收支平衡和物资调拨平衡。用前面有关章节的理论来剖析，可以很容易地看清：力争财政收支平衡与力争现金收支平衡，这两者的实质都是要把货币供给控制在最低限度；而力争物资调拨平衡则是在给定的条件下使有限的物资形成最大的市场供给。所以，该指导思想的理论核心，用我们现在的用语来表达，就是极其明确地争取实现市场总供需的均衡。而恶性通货膨胀的直接病源也正是市场供需均衡遭到长期的严重破坏。这是一场重大的经济战役，其所以能取得胜利，有多方面的条件，可从政治的、社会的诸方面深入剖析，但经济处方——力争平衡——对症，无疑是关键的一环。

新中国成立之后，进入计划经济体制。计划体制强调“平衡”，这无疑是人们所赞同的，但平衡之下却隐蔽着不平衡。我国典型的集中计划体制存在于1953—1979年这段期间，在此期间的货币供给反映了计划体制下的典型特征。

这一阶段的货币供给，可以以年度各项贷款增长率作为货币供给增长率的替代指标，至于货币需求增长率，可以以年度国民收入指标代表。如果以1952年为基期，观察分别代表货币供需的国民收入和贷款这两者的增长趋势，可参见图16—4。



简单以货币供给的增长速度快于经济整体的增长速度作为论断货币供求非均衡的决定性根据，是不充分的。复杂的实际生活，有时也提供货币供给增速较快而相对于货币需求并不过多的事例。人们对于计划经济条件下货币供给始终过多的判断，与其说是依据统计数字，毋宁说是根据对市场供求的实际感受：

——消费商品数量少，质量拉不开档次，花色品种单调。大多数品种的必要消费品，或计划供应，或限量供应，有钱也不是可以任意购买的。

——在生产品领域，不采取市场销售方式，而是按计划分配——按计划分配的产品也有价格，也要支付货款。可是，相对于上级下达的生产、运输等任务，计划分配的原材料、零配件，或数量，或品种，或质量，往往满足不了需要。

——无论是消费品还是生产品，用西方经济学的术语，都是“卖方市场”。所谓“卖方市场”，即在交换中，买主总是处于有求于卖主的境地。而在市场经济中，买主是上帝。

——在市场经济中，货币供给过多会由物价反映出来。集中计划体制下的价格绝大多数是官定的，钱多物少，也不准许提价。可是，终归有所反映：在可以自由购买的集市，价格会上涨；计划分配的物资也存在变相的上涨价格；同时，还有黑市等等。

这种状况被称为隐蔽的通货膨胀。

改革开放后直至20世纪90年代中，我国不断承受着通货膨胀的压力，平衡、均衡的问题再次为人们特别关注。

应该说，在中国，平衡观是深入人心的。需要注意的是，深入人心的这种平衡观，其形成的背景是长期的通货膨胀：恶性通货膨胀、隐蔽型通货膨胀和公开型通货膨胀的再度出现。因而在我国，对平衡的追求与反通货膨胀总是连在一起的。

长期处于通货膨胀压力之下，极易忽视与通货膨胀相对的另一可能方面。直到20世纪末，这另一面才摆在我们的面前。

#### 市场总供需均衡是“三平”理论追求的目标

虽然我国从1953年开始很快形成集中计划体制，但商品货币关系依然存在，价值规律依然起作用，市场仍有供给充足不充足的问题，物价也不时有或强或弱的上涨压力。所以市场总供需的均衡问题，虽然当时摒弃这样的用语，仍然是客观存在，在政策制定和理论探索中仍然很受重视。最典型的理论总结就是“三平”理论，它是20世纪50年代中期开始提出的。

所谓“三平”，是指在安排经济发展计划时，必须保证财政收支平衡、信贷收支平衡和物资供求平衡。

财政收支平衡的含义是：财政收入和财政支出平衡，并且收大于支，略有结余。在“三平”之中，财政收支平衡被认为是“关键”。用我们现在的用语来解释，意思是说：（1）财政收支平衡了，就不会引出过多的货币供给。（2）财政的结余，作为信贷资金来源，有利于减轻扩大信贷，从而扩大货币供给的压力。

信贷收支平衡的含义一直比较模糊。信贷资金来源和资金运用双方永远是相等的，因而不像财政收支那样有差额，可以直接看出是否平衡。由于信贷的扩张和收缩调节着货币供给量，因而信贷收支平衡的实质是要求货币供求平衡。在“三平”理论中，信贷收支平衡被认定为起“综合反映”的作用，而货币供求的对比状况正是对经济生活的综合反映。

物资供求平衡在“三平”中被论断为“基础”。所谓物资供求平衡，是指当时称为市场平衡——消费品和部分农业生产资料的供需平衡。今天看来，理论上既应包括作为商品的消费资料的供求平衡，也应包括当时不被看做商品的生产资料的供求平衡。

物资的供应主要是由农业、轻工业和重工业等部门的生产状况决定的；物资的需求则是由一定时期的现实购买力所体现。所以，物资供求平衡也就是我们如今所说的市场总供给与总需求的平衡。

“三平”理论所要论证的是“平衡”，亦即总供给与总需求的平衡，是被看做实现国民经济正常运转的理想条件，这无疑是正确的。应该说，在20世纪60年代中期以前，以这种理论为指导的宏观决策确实起过积极的作用。

以后，“三平”理论加上外汇收支平衡，扩展为“四平”理论。但这一理论在决策中时而受到尊重，时而处于被忽视的地位。

当逐步走向市场经济体制之际，“三平”这一理论，往往由于它是在计划经济体制下提出和发展的理论而遭受漠视。其实，这一理论的实质不过是在不同环境下，用不同语言论证了市场均衡这个一般命题。一种理论观点，不论是在怎样的条件之下提出、论证的，如果它揭示了经济过程的客观必然性，那就有其存在的生命力。

#### 什么是理想的均衡态势

对于均衡这个概念作原则的了解，似无困难之处。然而，总供给与总需求形成数学的相等状态恐怕并不存在于现实生活之中。在过程中，总会是一方偏多、一方偏少，于是也就会有偏好供给偏多或偏好需求偏多的选择。当然，还有偏多、偏少的程度以及相互转化的可能等种种估价的标准。因而，只要具体深入，则相当复杂。

由于中国自20世纪30年代后期以来，不论社会经济生活发生多大的振荡，供不应求似乎是总也摆脱不了的梦魇：抗日战争中是这样，国内革命战争中是这样，新中国成立后安宁几年，但很快又是供不应求，而这一趋向，在改革开放后纵然不说更形加剧，但也无方向性的扭转。

也正是在这样的大背景下，出现了环绕“经济环境”的讨论。

所谓“经济环境”，是指社会总供给与总需求的对比状态。这个问题的提出是在1985年，直接引起讨论的背景是1984年底的信贷膨胀和1985年春季开始的紧缩。在这样的局势下，再次引起了人们对经济体制改革初期应当采取什么样的宏观经济政策的关注。

讨论中，一种主张是：中国的经济改革需要一个供略大于求的比较宽松的经济环境。这种主张认为：新的经济体制要求市场机制发挥更大的作用，而市场机制发挥积极作用的必要前提是存在一个总供给略大于总需求的有限的买方市场；如果供不应求的卖方市场严重存在，就不得不借助于强化的行政手段来分配资源，改革则难以推进。另一种主张是：经济改革在什么样的环境中进行，不取决于主观的愿望，而取决于经济生活的实际情况。总供给略大于总需求的买方市场，在近期内不可能出现；它的形成很可能是改革的结果。因此，中国的经济体制改革只能在供不应求的紧张状态下进行。改革要适应这种状态，也只有通过改革才能逐步缓解这种状态。

对这个问题的讨论很快被其他问题的讨论所代替，孰是孰非并无结论，但从那以后的10年，比较宽松的经济环境一直没有出现，而且“经济环境”这个特定概念也被人淡忘了。

然而，自1997年开始，市场需求不足的现象静悄悄地但又相当突然地呈现在人们面前。到1998年，已经呈现几乎无一种商品还处于供不应求的状态，用这样的现实来注解“比较宽松的经济环境”似乎是贴切的。但这是否是社会总供给与社会总需求最为理想的搭配状态呢？当处于这样的现实中，人们发现，问题要复杂得多。比如，这样的环境缺乏拉动经济增长的需求动力已是事实。至少可以说，与供不应求来对比，这也是不能忽视的矛盾。

只要有总供给与总需求这个对立统一的范畴，如何处理它们之间的矛盾就必然是宏观经济决策的内容。如何根据我们对经济发展的要求来建造经济环境和选择宏观决策，无疑是一个需要不懈探索、实践、再探索、再实践的重大课题。

【复习思考题】

1.货币供求与市场供求之间的关系是怎样的？为什么同等的货币供给可能有偏大或偏小的市场总需求；同等的市场总供给又可能有偏大或偏小的货币需求？你能否就我国近年这方面的情况谈谈自己的认识？

2.在现代西方经济学中，对于货币供求是否均衡是如何判断的？对于市场供求是否均衡是如何判断的？货币供求均衡是否就意味着市场供求均衡？

3.在现实生活中，货币供求是否均衡如何判断？市场供求是否均衡如何判断？是否根据物价与利率就可以判断均衡存在与否？试举几个我国经济中的实例来说明这个问题。

4.无论中外，均衡——不论是货币均衡还是市场均衡——总是人们追求的理想境界。但在实际的经济发展过程中，有没有可能时时保持均衡的态势？如果不能，那么人们实际追求的目标是什么？

5.如何看待货币的能动作用？增加货币供给有扩张效应，效应的界限何在（可结合货币需求一章有关可使资源结合的货币需求思考）？缩减货币供给有紧缩效应，但紧缩货币供给并不一定能够使市场实现平衡，为什么？

6.如果肯定货币扩张的产出效应，对相关政策的制定及实施有何意义？在一些西方国家，通常具体估算产出潜力，并作为增加货币供给的根据。它们根据的是否就是这个道理？

7.自20世纪50年代中期之后，我国提出了一个“三平”理论。试以现在习用的理论概念，对“三平”追求的目标和三种平衡的具体要求及意义加以诠释。

## 第十七章 开放经济的均衡

上一章是单就一个经济体讨论货币均衡与市场总供求问题，在开放经济条件下包括两方面：国际收支的均衡；国际收支与国内货币均衡、总供求之间相互作用的机制。

### 第一节 国际收支

#### 什么是国际收支

国际收支（balance of payments）是在一定时期内一个国家或地区与其他国家或地区之间进行的全部经济交易的系统记录。它包括对外贸易状况和对外投资状况，是贸易和投资以及其他国际经济交往的总和。而且，既包括用外汇收付的经济交易，也包括以实物、技术形式进行经济交易。

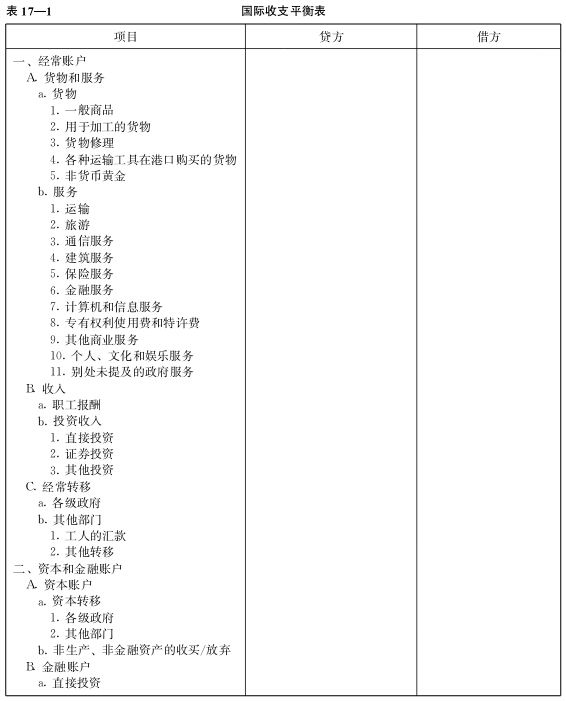
国际收支总是反映某一段时期的状况，如一年、半年或者一个季度，甚至一个月。

国际收支记录的是一个国家的“居民”（resident）和“非居民”（nonresident）之间所有的经济交易。“居民”和“非居民”是国际交往中的专门用语，精确定义可查阅专门的工具书。

#### 国际收支平衡表

为全面反映国际收支状况，各国都要编制国际收支平衡表（statement for balance of payments）。国际收支平衡表是一种统计报表，全面系统地记录一国的国际收支状况。作为国际货币基金组织的成员国，有义务编制国际收支平衡表，并向世界发布。由于可以全面系统地记录一国的国际收支状况，国际收支平衡表已经成为反映一个国家对外经济发展、偿债能力等状况的重要文件，也是一个国家在制定外汇政策等宏观经济政策时的重要依据。

各国国际收支平衡表的格式基本相同，所列项目略有差异。表17—1系国际货币基金组织公布的通行国际收支平衡表。





通常把这些项目划分为四类：经常项目（current account）、资本和金融项目（capital and financial account）、储备资产（reserve assets）以及净误差与遗漏（net errors and omissions）。现以我国为例加以说明。

1.经常项目

这是反映本国与外国交往中经常发生的项目，也是国际收支中最重要的项目。它包括：

（1）货物贸易。通常称为有形贸易。

（2）服务贸易。通常称为无形贸易。

（3）收益。它包括职工报酬和投资收益（利息、股息、利润、红利等）两项。

（4）经常转移。它又称单方转移，是指不以获取收入或者支出为目的的单方面交易行为，包括侨汇、无偿援助和捐赠、国际组织收支等。

2.资本和金融项目

资本项目记录的是：

（1）资本性质的转移，如生产设备的无偿转移、国外投资款项的汇入和向国外投资款项的汇出以及单方面的债务减免等。

（2）专利、版权、商标等资产的一次性买断、卖断。

金融项目记录直接投资、证券投资和其他投资三项。

3.储备资产

储备资产是指由中央银行持有，也有的是由财政部门持有，并可随时直接使用的金融资产。

4.净误差与遗漏

国际收支平衡表是按复式簿记原理编制的，每一笔经济交易要同时记入有关项目的借方和贷方，数额相等。但在实践中，由于不可能完全跟踪每一项经济交易进行记录，所以国际收支平衡表的编制是通过对各个子项目的统计进行。由于统计数据来源不一、时间不同等原因，借方合计与贷方合计之间总是存在一定的差额。为此，就需要有一个平衡项目——净误差与遗漏。当贷方大于借方时，就将差额列入该项目的借方；当借方大于贷方时，就将差额列入该项目的贷方。

#### 我国的国际收支状况

改革开放以来，我国的国际收支发生了很大的变化，主要呈现出以下几个特点。

（1）国际收支规模扩展很快，国际收支在国民经济中的意义越来越重要。仅以进出口贸易为例，其总额与GDP之比，1988年为25.6%，2006年上升到66.52%，2010年仍达50.28%。国民经济对涉外经济的依存度大大加深。

（2）经常项目在整个国际收支中的比重趋于下降，资本项目的比重上升。其中，外商来华直接投资，自1992年以来，规模越来越大，投资领域越来越广泛，已成为影响国际收支状况的重要因素。

在国际收支规模不断扩大的过程中，我国外汇储备规模不断上升。1981年，我国的外汇储备仅有27亿美元，而2011年底已达31811.48亿美元。

### 第二节 国际收支的调节

#### 国际收支失衡

按复式簿记原理编制的国际收支平衡表，就表的本身来看，总是平衡的。那么，怎样判断一国的国际收支是平衡还是不平衡？

国际上通行的方法是将国际收支平衡表上的各个项目，区分为两类不同性质的交易：自主性交易（autonomous transaction）和调节性交易（accommodating transaction）。前者是指企业、单位和个人由于自身的需要而进行的交易，如商品和服务的输出入、赠与、侨民汇款和长期资本流出入。调节性交易是指在自主性交易产生不平衡时所进行的用以平衡收支的补偿性交易，如向国外银行和国际金融机构借用短期资本、进口商取得分期付款的权利以及动用国际储备等。自主性交易系由生产经营、单方面支付和投资的需要所引起，与国际收支其他项目的大小无关；而调节性交易则是因为国际收支其他项目出现差额，需要去弥补，才相应发生。通常判断一国国际收支是否平衡，主要是看其自主性交易是否平衡。如果一国国际收支不必依靠调节性交易而通过自主性交易就能实现基本平衡，是国际收支平衡；反之，则为失衡。

#### 几种收支差额

国际收支的各个项目都列有收支两方，收支常常不会恰好相等，存在差额。在经济上具有重要意义的有以下三种：

（1）贸易差额。它是指商品进出口差额，即顺差（surplus）或逆差（deficit）。贸易差额是经常存在的。即使是同一国家，在不同年份甚至在不同季度之间，贸易差额的变化也很大，乃至于改变方向。如果贸易差额出现逆差，必须有某种资金来源与之相抵。这或是靠经常项目中服务和转让收支项目的顺差来抵补，或是靠资本项目中的外资流入，也可能是动用国家的国际储备来解决。如果贸易差额是顺差，也必然会引起国际收支其他项目作相应的变化。

（2）经常项目差额。它是指经常项目下贸易、服务和转让收支这三个项目的差额相抵后的净差额。

如果经常项目有逆差，表示从国外净动用了一些商品、服务供国内使用，相应地减少本国在外国的资产或是增加对外国的负债。如果经常项目有顺差，表示向国外净供应了一些商品和服务，相应地会增加本国对外国的资产或减少对外国的负债。对于贸易差额来说，经常项目差额更能精确地反映一国对外债权债务关系的变动状况。

（3）国际收支总差额。它是指经常项目和资本项目收支合计所得的总差额，与一国国际储备的增减相对应。国际收支总差额如果是顺差，则国际储备相应增加；反之，则国际储备相应减少。

#### 国际收支失衡的原因

国际收支失衡的原因多种多样，因国、因时而异。概括说来，主要有：

（1）一国处于经济发展阶段，常常需要进口大量技术、设备和重要原材料，而受生产和技术能力的限制，出口一时难以相应增长，因而出现贸易和国际收支差额。

（2）受经济结构制约。各国由于经济条件的不同，形成了各自的经济布局和产业结构，从而形成了各自的进出口商品结构。当国际上对某些商品的生产和需求发生变化时，如果一国不能相应地调整其生产结构和出口商品结构，则会引起贸易和国际收支的失衡。

（3）受物价和币值的影响。如果一国发生通货膨胀，国内物价上涨、本币币值下跌，会削弱出口商品的竞争力，并引起进口增加。如果国际市场上大宗商品价格发生变动，也会直接影响到该商品主要进出口国家的国际收支状况。“石油价格冲击”就是一个明显的例证。

（4）受汇率变化的影响。当一国货币的汇率，即本币的对外币值发生变化时，如升高，则不利于出口，并刺激进口。如本国货币的对外币值不变，而其他与本国处于竞争地位的国家的货币对外贬值，则竞争国家的出口竞争力加强并使本国出口遭遇困难。

（5）受利率变化的影响。一般情况下，利率降低时，或资本流入会减少，或资本流出会增加。即使一国利率没有变动而他国发生了变动，如提高了利率，也会给利率没有变动的国家的国际收支带来不利的影响。

（6）受经济周期性变化的影响等等。

种种因素相互作用，往往引起连锁反应，可能是不同影响因素效应的叠加，也可能是不同影响因素效应的相互冲抵。当不利因素大于有利因素时，国际收支的失衡就不可避免。

#### 国际收支的平衡——重要的宏观经济目标之一

如果一国国际收支出现大量逆差，由于外汇供应短缺、外汇汇率上涨、本币汇率下跌，短期资本就要大量外流，从而进一步恶化国际收支状况，甚至会导致货币危机。如果出现国际收支大量顺差，由于外汇供过于求、外汇汇率下跌、本币汇率上升，其结果可能会抑制出口，并增加国内货币供应和通货膨胀的压力。

国际收支顺差和逆差都是失衡的表现。认为只有逆差出现才是失衡，这是片面的理解。

如果一国国际收支经常失衡，而且差额较大、持续时间较长，就必须进行调节。针对不同类型的国际收支失衡，调节的手段也有所不同。例如，如果属于由经济周期引起的国际收支失衡，从动态角度看，周期性的顺差或者逆差可以互相抵消、自求平衡，这时就可以不采取调节措施。如果属于货币性失衡引起的国际收支失衡，就需要采取调整汇率的办法使货币升值或贬值，以消除货币对内价值和对外价值之间的差别。如果是结构性的失衡，就需要采取经济结构调整的方式。如果是收入性的失衡引起国际收支失衡，则需要提高规模经济效益和技术进步，降低出口成本，增强本国商品的竞争力。需要注意的是，国际收支失衡往往是由多方面因素造成的，因此在解决国际收支失衡时，各种手段需要协调配合实施。

由于国际收支与国内经济有着密切联系，通常在对内经济政策上也需采取相应政策，以间接影响国际收支。例如，国内财政和银行实行紧缩政策，压缩社会总需求，可以间接影响对外汇支出的需求等等。

### 第三节 国际储备

#### 国际储备的作用

国际储备是一国或地区官方拥有的、可以随时使用的国际储备性资产，可以由财政部门拥有，也可以由中央银行拥有。传统上认为，国际储备的作用主要是应付国际收支失衡、维持汇率稳定。当国际收支出现逆差时，为了避免进口减少影响国内经济发展，可以动用本国的储备，平衡外汇收支；当汇率出现不正常波动时，可以动用储备，影响外汇市场供求，使汇率变动保持在经济发展目标范围之内。

随着经济全球化的发展以及全球储备资产的不断增加，国际储备又被赋予了其他的功能。在新兴市场国家，国际储备越来越被看做信心的标志。储备越多，偿付能力越强，国际评级机构就会给予该国更高的评级。评级提高，在国际市场融资就相对容易，融资成本也会降低。同时，高的外汇储备对国际金融市场投机者也是一个“震慑”，使他们不敢轻易对该国货币汇率下手。在一些转轨国家中，储备还常常被用做改革基金，以应付可能出现的支付困难。

#### 主要的国际储备资产

国际储备资产主要包括：货币当局持有的黄金、在国际货币基金组织的储备头寸、特别提款权、外汇储备以及其他债权。其中，最为重要的是外汇储备。

（1）货币当局持有的黄金。不是所有的黄金，只是货币当局持有的黄金方是国际储备。1990年以来，世界各国或各地区货币当局所持有的货币性黄金规模并未出现大的变动。但是，由于黄金市场价格的不断下跌，各国拥有的货币性黄金以市场价格计算有所下降。到2011年末，全世界拥有的黄金储备约有9.98亿盎司，按2011年底收盘价1566.40美元/盎司的市价计算，约值15633亿美元。

（2）在国际货币基金组织的储备头寸。到2012年2月末，全世界所有国际货币基金组织的成员国拥有的储备头寸为996.06亿美元。其中，排在前三位的国家分别是美国（149.15亿美元）、德国（43.97亿美元）、日本（33.86亿美元），中国排在第6位（23.67亿美元）。

（3）特别提款权。到2012年3月末，全世界特别提款权的规模为2039.85亿美元。其中，前四位的国家分别为美国（358.02亿美元）、日本（128.65亿美元）、德国（118.19亿美元）、中国（78.45亿美元）。

（4）外汇储备是一国（或地区）货币当局持有的可以随时使用的可兑换货币资产，在储备资产中最为重要。2010年底，世界外汇储备为10.77万亿美元，其中亚洲国家的外汇储备占全球外汇储备的60.6%，而发达国家由于其货币可以当做国际支付手段，就没必要保持那么多的外汇储备。

20世纪70年代之后，形成了以美元为主、日元和德国马克并行的国际储备货币格局。随着1999年欧元的启动以及日本经济的持续疲弱不振，欧元地位上升。现阶段外汇储备货币的竞争主要表现为美元和欧元的竞争。但当前和今后一段时期，美元依然会占据主导性地位。目前，各国外汇储备的64%是美元。

我国的国际储备资产包括货币性黄金、特别提款权、在国际货币基金组织的储备头寸以及外汇储备四个部分。截至2010年末，黄金储备3389万盎司；在基金组织的储备头寸和特别提款权数额不大，总值合计86.74亿美元；外汇储备2.8473万亿美元。

#### 外汇储备规模与管理

保持一定的外汇储备是调节外汇收支和市场总供求的重要手段。

但是，外汇储备并非越多越好：（1）外汇储备增加，前面讲述过，要相应扩大货币供给量。如果外汇储备量过大，则会增加对货币均衡的压力。（2）外汇储备表现为持有一种以外币表示的金融债权，并未投入国内生产使用。外汇储备过大，等于相应的资金“溢出”，对于资金短缺的国家来说自是不合算的。（3）外汇储备还可能由于外币汇率贬值而在一夜之间蒙受巨大损失。

什么是适度的外汇储备水平？有一个指标认为，维持相当于一国3~4个月进口额的外汇储备水平是适度的；还有一个最后清偿率（last liquidation ratio）——外债余额与国际储备的比——的指标，国际公认的警戒线为130%。这类指标只有有限的参考价值。

全面考察外汇储备是否适度，必须结合各自的国情特点。例如，我国正处于经济体制转轨过程，存在较多的不确定因素，面对的国际政治、经济、金融形势又极为复杂。因此，保有较大数量的外汇储备，是审慎决策之所必要。

### 第四节 国际资本流动

#### 国际资本流动的原因

国际资本流动（capital movements），也称国际资本移动，是指资本跨越国界的移动过程。在绝大多数情况下，这个过程是通过国家间的借贷、有价证券的买卖或其他财产所有权的交易来完成的。

资本在国际流动的根本原因是各国的资本收益率不同：资本从低收益率国家向高收益率国家转移。其中，短期证券投资和银行贷款等的流向，通常情况下，主要取决于国际利率差。至于国际直接投资收益率的决定因素则较为复杂，不仅包括东道国的宏观经济和金融状况，而且包括企业开发国际市场的战略、东道国的劳动力成本和自然资源条件，以及税收优惠政策和其他法律制度环境等。

国际资本流动可以分为长期资本流动和短期资本流动。长期资本流动是指期限为一年以上的资本流动，主要包括国际直接投资、一年期以上的国际证券投资和中长期国际贷款；短期资本流动是指一年及一年以下的国际证券投资和国际贷款。根据资本流动的具体方式，国际资本流动可以大致分为外国直接投资、国际证券投资和国际贷款。

#### 国际资本流动的经济影响

整体上看，国际资本流动促进了世界经济的增长和稳定，表现在如下一些方面：

（1）国际资本流动在一定程度上打破了国与国之间的界限，使资本得以在全球范围内进行有效配置，有利于世界总产量的提高和经济福利的增加。

（2）通过各种方式的投资和贷款，使得国际支付能力有效地在各国间进行转移，有助于国际贸易的顺利开展和全球性国际收支的平衡。

（3）特别是国际直接投资有效地促进了生产技术在全球范围的传播，使科学技术成为人类的共同财富。

（4）国际证券投资可以使投资者对其有价证券资产进行更为广泛的多元化组合，从而分散投资风险。

国际资本流动给世界经济也带来了一些不利影响，主要是冲击了所在国的经济，便捷了国际金融风险的传递。

国际资本流动，无论是对输入国经济还是对输出国经济，其影响都是多渠道、多方面的，而且任一方面的影响大多是有利有弊，必须衡量得失，判明主导方面。

#### 我国的利用外资

外资，是与本国资本相对而言的，即在本国境内使用，但所有权属于外国人（包括外国法人和自然人）的资本。由于我国“一国四地”的特殊情况，中国香港、中国澳门、中国台湾属于单独关税区和相对独立的经济体，所以这几个地区在内地的投资，也视同外资，适用与外资相同的法律、政策。

利用外资是我国改革开放的重要战略措施。它有利于补充国内建设资金的不足，有利于引进先进技术促进产业升级，有利于吸收先进的企业经营管理经验，有利于创造更多的就业机会和增加国家财税收入。实践证明，利用外资对我国国民经济的快速、健康、稳定发展发挥了不可替代的作用。

利用外资的形式多种多样，其中最主要的有外国直接投资、对外借款、发行债券和股票上市融资四种。

外国直接投资是指非居民对我国的企业投资，并由此获得对企业的管理控制权。外国直接投资的具体方式包括：①在我国开办独资企业；②收购或合并我国企业；③与我国企业合资开办企业；④对我国企业进行一定比例以上的股权投资；⑤利润再投资。外商直接投资一直是我国利用外资的主导方式。截至2010年底，我国累计批准外商投资企业71.23万家，实际使用外资12504.43亿美元，成为世界上吸收外商投资最多的国家之一。

对外借款主要有外国政府贷款、国际金融组织贷款、国际商业贷款等，一般将外国政府贷款和国际金融组织贷款统称为优惠贷款。外国政府贷款也称双边政府贷款，具有一定的援助性质，期限长、利率低，但是债权人对贷款的投向有一定的限制。目前，我国的外国政府贷款主要投向城市基础设施、环境保护等非营利项目。国际金融组织贷款是指由国际金融组织，如世界银行、亚洲开发银行等，向我国政府或企业提供的贷款。国际商业贷款则是我国从境外商业性金融机构获得的贷款。

在国际金融市场上发行以外币计价的债券是一种广泛采用的筹资渠道。除债券外，还包括大额可转让存单、商业票据等等。

股票上市融资是指境内的企业以现有资产或以新设立公司的名义在境外发行股票并在境外证券交易所上市的融资活动。最近几年，境外股票融资已成为我国重要的利用外资手段。

此外，还有项目融资、国际金融租赁等利用外资的方式。

#### 外债与外债规模

外债（external debt）是指一切本国居民对非居民承担的、契约性的、以外国货币或者本国货币为核算单位的、有偿还义务的负债。

上述的对外借款、发行外币债券即是典型的外债。外债指标一般都是以余额表示，属时点指标。外债的债务形式主要包括有价证券、贸易信贷、贷款、货币和存款以及金融租赁等形式。外债的债务主体囊括各级政府、中央银行、各类金融机构、非金融机构以及个人等。从债务的期限看，分中长期外债和短期外债。国际组织倡导以剩余期限为准的“期限分类”。例如，一笔期限为10年的外债，在进行到第9年后，相应的外债余额将被统计在短期外债，而不是长期外债之中。

我国的外债包括境内的机关、团体、企业（包含外商投资企业）、事业单位、金融机构，向境外的国际金融组织、外国政府、金融机构、企业或者其他机构，用外国货币承担的具有契约性偿还义务的全部债务。债务类型主要包括国际金融组织贷款、外国政府贷款、外国银行和金融机构贷款、买方信贷、外国企业贷款、发行外币债券、国际金融租赁、延期付款、补偿贸易中直接以现汇偿还的债务以及其他形式的外债。

#### 外债的规模管理

借用外债，迟早要还本付息，并且要支付外汇。利用外债的规模过大，势必增加以后平衡外汇收支的难度，甚至陷入债务陷阱，失去信誉。如果外债规模过大，可能迫使财政收支和银行信贷收支失衡，带来需求膨胀的后果。

确定外债规模要考虑两个基本因素：

（1）国内资金需要。它有两层含义：①资金缺口，是指为保持一定经济增长速度所需投入的资金与国内本身所能积累的资金的差额；②外汇缺口，是指为进口相当数量的先进技术和设备等，而可动用的外汇收入一时难以满足需要所出现的外汇差额。

（2）偿债能力。国际上通行的指标包括：①偿债率，也称外债偿还率（debt service ratio），是指当年中长期外债还本付息额加上短期外债付息额与当年货物和服务项下外汇收入之比，警戒线为20%。②债务率（debt ratio），是指年末外债余额与当年货物和服务贸易外汇收入之比，警戒线为100%。③负债率（liability ratio），是指外债余额与国民生产总值之比，警戒线为20%。

在外债的规模管理中，上述指标均为参考指标。对于具体的国家来说，判断其外债规模和增长速度合理与否，要综合地、动态地考虑该国经济发展的水平、经济发展战略、贸易产品结构、外债的投向、外汇储备水平以及国际资本流动形势等因素。

截至2010年末，我国外债余额为5489.4亿美元（不包括中国香港、中国澳门和中国台湾的对外负债，下同）。其中，中长期外债（剩余期限）余额1732.4亿美元，占外债余额的31.56%；短期外债余额3757.0亿美元，占外债余额的68.44%。2010年底，我国外债偿债率为1.6%，债务率为29.3%，负债率为9.3%，短期外债与外汇储备的比为13.2%，各项指标均在国际标准安全线之内。

#### 我国的境外投资

在大量吸引国外投资的同时，我国也有许多企业积极“走出去”在境外进行投资，从事跨国经营活动。境外投资扩大了对外经济技术交流，促进了中国和企业所在国（地区）的经济发展，加强了友好合作。许多企业取得了较好的经济效益，积累了相应的管理经验。

早在新中国成立之初，我国就有一些境外投资活动，主要是在境外开办海洋运输、金融、贸易等合营或独资企业。改革开放后，吸引外资很快受到重视，境外投资是直到20世纪90年代初才开始进入视野。截至2010年底，中国5000多家境内投资主体设立对外直接投资企业1.6万家，共分布在全球178个国家（地区），对外直接投资累计净额3172.1亿美元，对外直接投资净额688.1亿美元。整体上说，我国的境外投资仍处于较低的水平，对外直接投资分别相当于全球对外直接投资净额、累计净额的5.2%和1.6%。我国的对外直接投资净额位于全球国家（地区）排名的第5位。

### 第五节 对外收支与货币均衡

#### 贸易收支中本币资金与外汇资金的转化

贸易、服务项目收支，无论是出口创汇收入还是进口用汇，在国际收支总额中都占有绝对大的比重。贸易收支表现为以外币表示的外汇资金，但又与本币资金的收支密切联系在一起。

贸易、服务项目收支的实质，是国内外商品、服务的转换。完成这种转换需要借助两种货币形态：外汇与本币。随着商品、服务的不断交换，必然反映为外汇资金与本币资金的不断相互转换过程。

下面可就我国的情况进行说明：

（1）从出口创汇看，组织出口商品的生产和收购必须先垫支人民币资金。即使旅游服务，也要用一笔人民币资金兴建旅游设施和储备商品。只有垫付了人民币，然后才谈得上收入外汇。出口单位收入的外汇要到银行结汇。经过结汇，外汇资金又转化为人民币资金。所以，出口创汇收入的过程，即表现为人民币资金→外汇资金→人民币资金的不断转化。

（2）从进口用汇看，进口单位首先要用人民币资金向银行购买外汇，用以支付进口价款和费用，即人民币资金转换为外汇资金；商品进口后在国内销售，又回复到人民币资金形态。这里同样经历着人民币资金与外汇资金的不断转换过程。

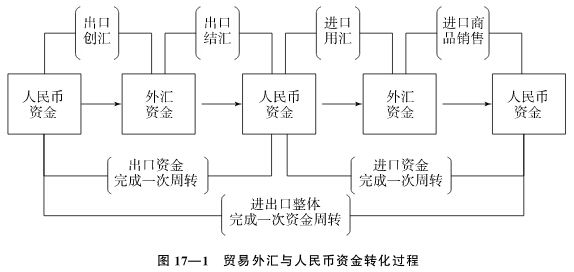
从外汇资金与人民币资金转化的全过程可以看到：

（1）出口单位收入外汇，到银行结汇，收回原垫支的人民币资金，就出口企业来说，可以算是完成了一次人民币资金周转。可是对外贸易的经济过程并未完结——还有进口。只有当银行购入的外汇再被用于进口，并当进口品销售出去再次转化为人民币资金后，才可以说人民币资金在外贸的过程中真正完成了一次全周转。

（2）在人民币资金与外汇资金相互转化之中所需的人民币资金，或是来自企业本身，或是银行贷款，或是财政投资。因此，外汇收支不仅涉及企业资金周转，还关系到银行信贷收支和财政收支。在当前不少企业都处于对银行高负债运行的情况下，分析外汇和人民币两种资金的转化，实际在很大程度上是要具体分析外汇收支与银行信贷收支的联系。

（3）由于外汇收入和支出是不间断的过程，为此垫支的人民币资金也相应形成一个经常性的存量。随着商品、服务进出口的增长，要垫用的人民币资金不断扩大；相应地，贷款也要不断增大。与此同时，还有银行外汇占用数量的增长。这就不能不与货币的供需密切联系在一起。

如果把出口与进口当成整体分析，贸易外汇与人民币资金收支的转化过程如图17—1所示。



#### 资本收支与本币资金

资本项目收支反映为外汇资金的流入、流出，意味着国内可用资金的增减，而且还会涉及以本币形态存在的资金，在我国即是人民币资金。目前，我国资本项目收支主要表现为利用外资，这里围绕利用外资讨论。

1.配套人民币资金

利用外资建设某一项目，国内常常需要有人民币投资配套。这里存在两个层次的配套：第一个层次是建设项目本身的配套。利用外资主要是引进关键性设备和专有技术，至于相关的土建工程、辅助车间、国内能生产的配套设备，则需由国内人民币投资来解决。第二个层次是大配套。为了配合引进一个大项目，往往还需进行有关的生产、能源、交通、商业、生活设施等城市建设方面的新建或扩建工程，为此也需要大量人民币投资。此外，引进项目投产后，还要提供人民币流动资金，在企业本身资金有限的情况下，势必要求助于银行。

2.利用外资的还本付息

利用外资的还本付息方式大体可分两种类型：①要求在项目投产前还本付息。显然，这必须另找资金来源，通常是要求银行或财政给予支持。②在项目建成投产后还本付息。企业投产后有了销货收入，自然有了还本付息的资金来源，但还需要看企业销售收入经过各种扣除后能有多少利润。如果项目资金利润率较低，在还款期内其利润收入无法满足还本付息的需要，同样需要另找资金来源，少不了银行和财政的支持。

外债的还本付息必须付外汇。因此，为了还本付息，不仅需要企业、财政和银行筹集相应的人民币资金，而且还要将人民币资金转化为外汇资金。

#### 开放经济下的货币供给

由对外经济交易引起的国际收支，必然影响国内货币供给和货币流通状况。这种影响又因所实行的汇率制度的不同而有所差异。

在固定汇率制度下，外汇收支对货币供给的影响表现在两个层次上：商业银行活动与中央银行活动。商业银行购入外汇时，外汇资产增加，由购买外汇而支付的本国货币相应地形成银行存款负债增加，扩大了货币供应量；反之，当商业银行卖出外汇时，外汇资产减少，由于客户要动用本币存款购买外汇，银行存款负债减少，货币供给量相应缩减。所以，在一国外汇收支顺差时，商业银行购入外汇大于售出，外汇库存净增长，货币供给量也表现为净增加；反之，则货币供给量净缩减。

在固定汇率制度下，中央银行有义务防止汇率变动超过允许的幅度。如外汇供给过大，相对于本币，外汇汇率趋降，中央银行势必出面干预——在市场上收购外汇。其结果是商业银行把部分外汇卖给中央银行，并相应增加在中央银行的存款准备金，从而加强派生能力，有可能扩大货币供给量。可见，在固定汇率制度下，一国外汇收支有顺差，则构成增加货币供给的压力。当然，如果外汇收支是逆差，则会相应缩减货币供应量。

在浮动汇率制度下，政府不再承担维持汇率的义务，汇率主要由市场供求关系的变动来调节。在这种汇率制度下，由于政府一般不再进行干预以维持某一固定汇率水平，在市场外汇供求关系调节下，外汇收支逆差国的货币汇率会下降，外汇收支顺差国的货币汇率会上升。而市场汇率的变动，则会引起外汇收支顺差或逆差反方向变化的后果，并使原来出现的外汇收支逆差或顺差有可能是一种短暂的现象。因而从理论上说，在浮动汇率下，不致因外汇收支逆差或顺差的长期存在而导致货币供给量的长期扩张或收缩。不过，说政府没有维持汇率的义务并不等于说它不能干预汇市。当政府为了实现某种政策目标而在公开市场上收购或抛售外汇时，自然会引起货币供应量的扩张或收缩。

我国实行有管理的浮动汇率制。在有管理的浮动汇率制下，中央银行可以对外汇市场进行干预，以使市场汇率朝有利于己的方向变动。随着国际收支规模急速的扩大，我国基础货币的投放已在相当大的程度上取决于涉外因素。

#### 中央银行的外汇操作

涉及外汇操作，中央银行有两个目标：汇率与货币供给。

1.汇率目标

1994年3月，当我国银行间外汇市场开始运行的时候，中国人民银行就在这个市场上，以抛售或收购某种货币的方式来平抑汇价，使汇价的上下浮动限定在一定的狭小区间。从1994年3月到1997年东南亚金融危机爆发前的这一期间，在人民币升值压力下，中国人民银行的外汇操作保持了人民币汇率的平稳上浮；在东南亚金融危机爆发之后的几年，中国人民银行的外汇操作成功地顶住了人民币贬值的压力；自2005年7月以来，中国人民银行的外汇操作成功地顶住了人民币大幅、快速升值的压力。

中央银行进行调节汇率的外汇操作，是以外汇储备为支撑的。但需要指出的是，中央银行有能力影响汇率，并不单单是依靠外汇储备。就完全的开放经济来说，中央银行尽管有大量外汇储备，但相对于上万亿美元的全球外汇市场日交易额来说，单靠它调节汇率，无疑是杯水车薪。在实际经济中，中央银行有能力影响汇率，在很大程度上是通过公布政策从而改变私人市场行为来获得的。也就是说，外汇操作不能仅仅依靠外汇的买进卖出，而是要与“宣示效应”进行配合。毕竟，如果私人交易商认为中央银行正在支持货币贬值，他就不愿意将赌注压在货币升值上。

2.货币供给目标

中央银行外汇资产的增减等量地引起基础货币的增减，从而对货币供给的增减有着直接的压力。假若不得不大量收购外汇，而其他条件不变，则必将导致货币供给的迅速增大，冲击货币均衡和市场均衡，反之亦然。为此，必须有相应的对冲性操作。

自1994年以来，我国外汇储备迅速增长。中国人民银行对外汇的大量收购相应地增大了商业银行在中央银行的准备存款，也意味着面对基础货币迅速增大的压力。尤其是2005年年中以来，中国人民银行大量压缩了对商业银行的再贷款，而商业银行也向中央银行归还了相当数量的再贷款；近些年，则主要通过频繁发行中央银行票据来回笼商业银行的准备金。增减对销，因而使基础货币的增长速度没有因外汇储备大量增长而出现失控的局面，这可以说是冲销操作的典型。

### 第六节 对外收支与市场总供求

#### 外汇收支与市场总供求

总供求状况是经济均衡中的基本问题，也是其主要标志。在对外开放条件下，影响总供求的变量扩大了。诸如商品进出口、资本流出入和非贸易收支等，构成新的因素。

（1）来自商品进出口的影响。商品出口表示国外对国内商品的需求，构成扩大总需求的因素；商品进口则表示增加国内商品可供量，构成扩大总供给的因素。将进出口因素引入，总供给和总需求均衡的公式可扩展为：

消费支出+投资支出+出口=消费品供应+生产品供应+进口 （17·1）

移项可得：

消费支出+投资支出+（出口-进口）=消费品供应+生产品供应 （17·2）

（2）来自资本流出入的影响。资本流入，如同国内投资支出一样，会扩大总需求；资本流出，表示部分投资流向国外，国内投资需求减少，总供给相对扩大。如果计入资本流出入因素，总供求平衡式可列为：

消费支出+投资支出+（出口-进口）+资本流入=消费品供应+生产品供应+资本流出 （17·3）

移项可得：

消费支出+投资支出+（出口-进口）=消费品供应+生产品供应+资本流出-资本流入 （17·4）

（3）来自非贸易收支的影响。我国习惯上指以下收支的影响：

第一，侨汇收支。它对总供给和总需求的影响类似于资本收支。

第二，服务收支。服务进口时，国外的工人、工程技术人员在国内工作，其所得报酬一部分流往国外，一部分在国内用于购买商品和支付服务。前一部分与侨汇支出类似，后一部分则相当于国内居民消费支出。至于服务出口，我国工人、工程技术人员去国外工作，其所得报酬部分汇回国内，相当于侨汇收入；另一部分在国外用于购买商品和劳务，不影响国内总供给和总需求。

第三，其他收支，包括各种出入国境者的收支，它对总供给、总需求的影响类同侨汇收支。

经过对外汇收支的分析和归并，我们可以把外汇收支对总供给、总需求的影响，简化为进出口、资本收支两大项的影响，以公式表示即如上述的式（17·4）。

#### 国内经济是基础

从根本上说，外汇收支及其平衡是建立在国内经济良性循环基础之上的。像我们这样的大国，尤其是这样。

（1）无论是发展进出口或是利用外资，其基础在于出口能力的不断增长。对外贸易，没有出口的大增长，也不会有进口的大增长；利用外资，也是以今后扩大出口、增强偿债能力为条件。这就要求国内生产持续、稳定发展，生产技术水平不断提高，并及时、有效地调整产业结构。特别是瞄准国际市场需要，改善出口结构。如果国内缺乏这样的经济基础，就无法不断扩大外汇收支，难以组织好外汇收支的平衡。

（2）外汇收支与国内资金循环交织在一起，因而受到国内资金循环状况，尤其是财政收支和银行信贷收支平衡状况的制约。

必要的出口品的生产和收购资金、人民币配套资金以及购汇人民币资金，是由财政支出和银行贷款保证的。如果财政和银行本身资金紧张，难以满足需要，自会影响出口创汇和有效地利用外资。因出口资金不足而不能及时收购、出口，因购汇人民币资金不落实而不能及时使用外汇，因配套人民币资金不到位而影响外资的利用，都是曾经出现过的矛盾。如果财政和银行在资金紧张下被迫扩大投资和贷款，则可能导致货币供应过多和社会需求膨胀，这常会恶化贸易差额和外汇收支总差额。

【复习思考题】

1.什么是国际收支？国际收支的“经常项目”、“资本和金融项目”、“储备资产”和“净误差与遗漏”，它们相互之间在数量上怎样构成一个平衡表的关系？

2.在复式簿记下，以下的国际交易应如何计入中国的国际收支平衡表？

（1）一位中国居民从美国居民那里进口了价值50000美元的商品，并约定3个月后付款。

（2）3个月后，中国居民用他在纽约的银行存款付款。

（3）美国居民用这笔资金购买了中国的B股股票。

（4）美国居民购买的中国B股股票获得了600美元的红利。如果这些交易发生在同一年，它们对中国的国际收支平衡表的净额影响是什么？

3.什么是国际收支的失衡？失衡是否一定是坏事？国际收支中有许多项目，每个项目都有是顺差还是逆差的问题，是否顺差就是好，逆差就是不好？

4.美国经常存在大量贸易逆差并同时是世界上最大的负债国。其他国家如果处于类似的状况，人们通常作消极、悲观的估价；而对于美国，人们的判断却是它从中得到了极大的好处。为什么有这么大的出入？

5.外汇储备少了，缺乏调节国际收支的力量；外汇储备多了，则意味着自己的财富被别人占用。你认为能否找到一个理想的均衡点并有可能持续地保持之？

6.国际资本流动，无论对任何国家的经济，影响都是多渠道、多方面的。试就所学的知识，重新论证我国利用外资的方针以及对利用外资的管理。

7.无论是进出口贸易还是引进外国资本，都有一个人民币资金与外汇资金配套问题。而就微观经济行为主体来说，无论是人民币资金还是外汇资金，都需要从金融领域筹资。这必然涉及汇率与利率。能不能设计一个例子说明这样的复杂过程？

8.分析比较不同汇率制度下一国的国际收支状况对该国货币供给可能给予的影响。结合我国国际收支和汇率制度的实际，试分析1994年以来，对外因素对于维护人民币的稳定所造成的强大压力以及我们的对策。

9.试归纳影响总供求的对外经济联系因素都有哪些？

10.不少人认为，中国放着大量的外汇储备不用，同时却通过借外债和吸引外资的方式发展国内经济，此举极不经济、极不明智。这样的状况为什么就改变不了？

## 第十八章 通货膨胀与通货紧缩

### 第一节 通货膨胀及其度量

#### 古老的通货膨胀问题

通货膨胀成为世界性的问题，是近大半个世纪的事情。在此以前，它只存在于一些国家的非常时期。在西方，人们通常是把通货膨胀与现代经济生活联系在一起的，认为在古代不存在纸币流通，货币流通中的问题主要是成色低、重量轻的劣质铸币所造成的混乱。但在中国，通货膨胀作为一个重大的经济问题却是相当古老的。

早在10世纪末，我国产生了最早的纸币，当时叫“交子”，以后还有“关子”、“会子”等纸币名称。纸币的大量流通始于南宋，当时官方发行的纸币叫“会子”。由于同时还有白银和铜钱流通，通过兑换，一般还能保值。后来大量发行，遂造成“物价益踊，楮益贱”的局面。“楮”是那时人们对纸币的称呼。元代是典型的纸币流通，先后发行过“中统元宝钞”、“至元通行宝钞”和“中统元宝交钞”。其间，大部分时间禁止金银私下买卖，禁止铜钱流通。除最初十余年外，纸币发行日益用于弥补财政赤字，于是出现了通货膨胀。比如，“至元通行宝钞”从其发行到废止先后69年，米价上涨60多倍。明代初年实行“大明宝钞”的纸币制度，铜钱流通为辅。由于大量发钞，纸币迅速贬值，白银遂在经济生活中成为主要流通的货币金属。由此，才结束了从南宋开始的纸币流通历史。

#### 对通货膨胀概念的诠释

对于通货膨胀这个概念的内涵，有不同的理解。一种见解强调通货膨胀与物价上涨之间的区别，其理由是：物价水平的变动是由多种因素造成的。例如，由于价格结构本身的调整和变化就会引起物价总水平的上升；商品成本构成或劳动生产率变动也会引起物价总水平的上升；也有偶然的天灾、人祸引起物价总水平一时的上升等等。这些物价上升都不应视为通货膨胀；通货膨胀仅仅应该指流通中货币过多并由此引起的物价上涨。另一种见解是，把这两者区分开来是非常困难的。事实上，由其他原因引起的物价上升必须有增加的货币供给予以支撑，因而认为物价上涨和通货膨胀这两个概念可以等同使用。

在西方经济学教科书中，通常将通货膨胀定义为：商品和服务的货币价格总水平持续上涨的现象。这个定义包含以下几个要点：（1）强调把商品和服务的价格作为考察对象，目的在于与股票、债券以及其他金融资产的价格相区别。（2）强调“货币价格”，即每单位商品、服务用货币数量标出的价格，是要说明通货膨胀分析中关注的是商品、服务与货币的关系，而不是商品、服务与商品、服务相互之间的对比关系。（3）强调“总水平”，说明这里关注的是普遍的物价水平波动，而不仅仅是地区性的或某类商品及服务的价格波动。（4）关于“持续上涨”，是强调通货膨胀并非偶然的价格跳动，而是一个“过程”，并且这个过程具有上涨的趋势。

#### 通货膨胀的度量

无论对通货膨胀的定义有何不同，世界各国对通货膨胀程度的度量标准却是相同的：说通货膨胀率（inflation rate）多大，实际就是指物价指数上涨了多少。比如物价指数上升了5%，通货膨胀率就是5%。如果物价下跌，就用通货膨胀率“负”百分之几来表示。

度量通货膨胀程度所采用的指数主要有三：居民消费物价指数（CPI）、批发物价指数（WPI）和国民生产总值或国内生产总值冲减指数（deflator）。（注：deflator有多种译法，如平减指数、求实指数、扣除率等。）此外，还有核心价格指数等。

居民消费物价指数是综合反映一定时期内居民生活消费品和服务项目价格变动的趋势及程度的价格指数。由于直接与公众的日常生活相联系，这个指数在检验通货膨胀效应方面有其他指标难以比拟的优越性。

批发物价指数是反映全国生产资料和消费资料批发价格变动程度及趋势的价格指数。以批发物价指数度量通货膨胀，可以在最终产品价格变动之前获得工业投入品及非零售消费品的价格变动信号，进而能够判断其对最终进入流通的零售商品价格变动可能带来的影响。在一般情况下，即使存在过度需求，这个指标的波动幅度也常常小于零售商品的价格波动幅度。反映工业企业原材料和燃料动力价格变动程度及趋势的生产者物价指数（PPI），在经济分析和宏观决策中广为使用。

国民生产总值平减指数，或国内生产总值平减指数，是一个能综合反映物价水准变动情况的指标。它是将国内生产总值或国内生产总值指标的名义值化为实际值所使用的价格指数，是衡量通货膨胀率的基本指标之一。

在所有商品和服务的价格中，一般认为能源和食品价格的波动是最大的，而这两者价格的变化往往与社会总供求对比、与货币供应量增减之间并无紧密的直接联系。比如国家对能源产品限产、限价，以及由于人们消费结构的变化所导致的食品价格波动或食品季节性波动等因素，都不是直接由社会总供求对比、由货币供应量增减所引起的。所以，人们把剔除了能源价格和食品价格之后的物价指数视为核心价格，并用这种经过处理的指数来度量物价变动和通货膨胀的程度。

### 第二节 通货膨胀的社会经济效应

#### 强制储蓄效应

如果政府通过向中央银行借债，从而引起货币增发这类办法筹措建设资金，就会强制增加全社会的投资需求，结果将是物价上涨。在公众名义收入不变的条件下，按原来的模式和数量进行的消费和储蓄，两者的实际额均随物价的上涨而相应减少，其减少部分大体相当于政府运用通货膨胀实现的部分，如此实现的政府储蓄是强制储蓄（forced saving）。

如果在实际经济运行中尚未达到充分就业水平，实际GNP低于潜在GNP，这时政府扩张有效需求，虽然也是一种强制储蓄，但并不会引发持续的物价上涨。

#### 收入分配效应

由于社会各阶层收入来源极不相同，因此在物价总水平上涨时，有些人的实际收入水平会下降，有些人的实际收入水平反而会提高。这种由物价上涨造成的收入再分配，就是通货膨胀的收入分配效应（distributional effect of income）。

在发达的工业化国家，大多数人是依靠工资或薪金过活的。在物价持续上涨的时期，货币工资的增长相对于物价上涨往往是滞后的，滞后时间越长，遭受的通货膨胀损失相应地也就越大。相应地，只要存在着工资对于物价的调整滞后，企业的利润就会增加，那些从利润中分取收入的人都能得到好处。

#### 资产结构调整效应

资产结构调整效应也称财富分配效应（distributional effect of wealth）。

一个家庭的财富或资产由两部分构成：实物资产和金融资产。许多家庭同时还有负债，如借有汽车抵押贷款、房屋抵押贷款和银行消费贷款等等。因此，一个家庭的财产净值是它的资产价值与债务价值之差。

在通货膨胀环境下，实物资产的货币值大体随通货膨胀率的变动而相应升降；金融资产则比较复杂，如其中的股票，与通货膨胀的相关关系极不确定。

但货币债权债务的各种金融资产，其共同特征是有确定的货币金额。物价上涨，实际的货币额减少；物价下跌，实际的货币额增多。在这一领域之中，防止通货膨胀损失的办法，通常是提高利率或采用浮动利率。一般地说，小额存款人和债券持有人最易受通货膨胀的打击。至于大的债权人，不仅可以采取各种措施避免通货膨胀带来的损失，而且他们往往同时也是大的债务人，可以享有通货膨胀带来的巨大好处。

#### 温和的通货膨胀与恶性通货膨胀

对于物价上涨年率不超过2%~3%的状态，人们称为爬行通货膨胀（creeping inflation），也有对较低的通货膨胀率称为温和通货膨胀（moderate inflation）的。当实际经济增长率低于潜在经济增长率的状态时，可以实施通货膨胀政策，以刺激有效需求，促进经济增长。

另一个极端则是物价总水平的持续上涨，超过一定界限，从而形成恶性通货膨胀（rampant inflation，runaway inflation，galloping inflation，hyperinflation）。至于通货膨胀率达到何种程度就是恶性的，难以具体界定。

恶性通货膨胀会使正常的生产经营难以进行。在物价飞涨时，产品销售收入往往不足以补进必要的原材料；同时，地区之间上涨幅度极不均衡也是必然现象，这就会造成原有商路的破坏，流通秩序的紊乱；迅速上涨的物价，使债务的实际价值下降，如果利率的调整难以弥补由物价上涨所造成的货币债权损失，正常信用关系也会极度萎缩。恶性通货膨胀只是投机盛行的温床，而投机是经济机体的严重腐蚀剂。

恶性通货膨胀会引起突发性的商品抢购和挤兑银行的风潮，它所造成的收入再分配和人民生活水准的急剧下降则会导致阶级冲突的加剧。这一切的后果往往是政治的动荡。

最严重的恶性通货膨胀会危及货币流通自身：纸币流通制度不能维持；金、银贵金属会重新成为流通、支付的手段；经济不发达地区则会迅速向经济的实物化倒退。

在20世纪30年代后半期和整个40年代，中国的恶性通货膨胀在世界上曾是一个突出的典型。据统计，上海从1937年6月到1949年5月，物价上涨3.68×1013 倍，每月平均上涨24.5%，每年平均上涨近14倍。在连年战争破坏了正常经济生活的背景之下，恶性的通货膨胀更导致经济畸形扭曲，陷入崩溃瓦解的境地。在恶性通货膨胀之下，难以从事正常的生产经营，支撑着市场的则是囤积居奇、倒卖投机。钞票的流通范围日益收缩，多年已不流通的银元，重新成为主要的支付手段。在农村，基本退回到实物交易的状态。这段恶性通货膨胀给中国人民造成了几十年挥之不去的梦魇。

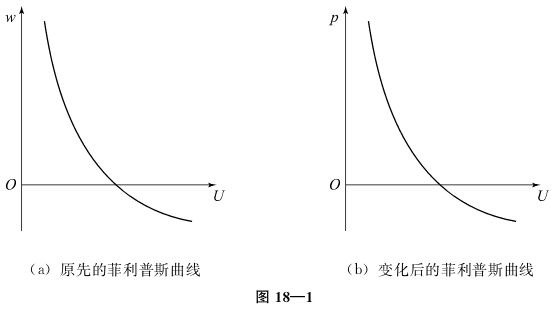
#### 就业与通货膨胀的替代理论以及滞胀

关于通货膨胀对失业的影响是许多经济学家最为关注的问题。一般而言，物价稳定和充分就业是一国政府的两个主要宏观经济目标。

对两者的关系最早从事研究的是经济学家菲利普斯（Phillips），他于20世纪50年代提出的菲利普斯曲线被经济学家广为使用。

菲利普斯通过对英国1861—1957年近一百年统计资料的分析发现，货币工资的变动与失业率之间存在着一种稳定的此消彼长的关系，图18—1（a）表示了这种关系。其中，横轴U代表失业率；纵轴w代表ΔW/W，称为“工资膨胀率”（wage inflation），即货币工资提高的比率；曲线就是“菲利普斯曲线”。这条曲线显示，当失业率降低时，货币工资膨胀率较大；当货币工资膨胀率较小时，失业率会上升。货币工资膨胀率之所以会与失业率呈反向变动，主要是因为：当总需求增加时，对劳动力的需求趋于旺盛，失业率下降，在雇员与雇主的工资谈判中，雇员处于主动地位，雇主必须加大工资提高的比率才能获得所需的劳动力；相反，当失业率较高时，在雇主与雇员的工资谈判中，雇主处于主动地位，他不需要提高多少工资，甚至不提高工资，就可获得足够的劳动力供给。

由于价格与工资之间存在紧密的相关关系，价格上涨与工资提高之间存在紧密的相关关系——或者说通货膨胀与“工资膨胀”之间存在紧密的相关关系，所以其他经济学者很容易从货币工资膨胀率与失业率之间的关系导出通货膨胀率与失业率之间的关系，并将原先的菲利普斯曲线转换成更广为人知的一种形式，见图18—1（b）。从图中可以看出，它们的唯一差别在于，纵轴从货币工资膨胀率w变成了通货膨胀率p（=ΔP/P）。后来的研究使这条曲线具有更为缜密的内涵。



经过转换之后的菲利普斯曲线说明，通货膨胀率和失业率之间存在着一种替代关系：失业率越低，通货膨胀率越高；反之，失业率越高，通货膨胀率越低。这就使之具有直接的政策含义。从政策角度说，要想使失业率保持在较低的水平，就必须忍受较高的通货膨胀率；要使价格保持稳定，就必须忍受较高的失业率，两者不可兼得。当然，这种关系也为决策者提供了一种选择，即他有可能通过牺牲一个目标来换取另一个目标的实现。

20世纪60年代，许多西方国家应用菲利普斯曲线制定政策，取得了可观的成绩。然而，进入20世纪70年代，大多数西方发达国家先后出现了“滞胀”（stagflation）局面，即经济过程所呈现的并不是失业和通货膨胀之间的相互“替代”，而是经济停滞和通货膨胀相伴随，高的通货膨胀率与高的失业率相伴随。这就说明，菲利普斯曲线的描述和推导并非总能成立。

### 第三节 通货膨胀的成因及其治理

#### 成因与治理是一个问题的两个方面

通货膨胀的成因是多方面的，因而治理必须针对具体的成因，采取相应的政策措施。经济体制是造成通货膨胀的一个具有根本性的原因。20世纪中期，苏联、东欧、中国等社会主义国家，长期存在克服不了的隐蔽型通货膨胀，就是根源于集中的计划经济体制。

不论是怎样的经济体制，非常事件都可能是通货膨胀的成因。其中，连年战争对经济的破坏和造成的巨额财政赤字必然导致通货膨胀，而由此导致的恶性通货膨胀常常绵延到战后多年。在通货膨胀的过程中，各国采取过多种多样的应对措施，如管制价格、冻结存款、通过收兑旧币强制压缩流通的货币以及对消费品实行配给制等等。类似措施有暂时缓和尖锐冲突的效果，但均属治标而非治本。第二次世界大战后，有两个成功治理了恶性通货膨胀的范例，一是联邦德国，一是新中国。面对恶性通货膨胀，联邦德国在战后延续着战时的管制经济做法。面对是继续管制经济以待经济状态的缓慢改善，还是放开经济依靠市场的力量争取经济的快速好转，联邦德国选择了后者，而市场的力量也确实使之在不多的几年就走出恶性通货膨胀的困境。新中国则是乘解放战争的全面胜利和中国共产党的政治威望，在一个具有极高行政效率的决策核心指挥之下，在极短的时间基本平衡了财政收支，极大地缩减了钞票的发行，高度集中统一了全国粮食、纱、布、工业器材等主要物资的调度、调剂供求，控制了市场，从而在1950年3月一举扭转了局势，使物价开始下跌并很快趋于平稳。

现在，我们面对的是市场经济日常发展过程中的通货膨胀问题。对于这类通货膨胀的形成机理以及如何治理的思路，主要有如下几种。

#### 需求拉上及其治理

需求拉上说或需求拉动型通货膨胀（demand pull inflation）说，是用经济体系存在对产品和服务的过度需求来解释通货膨胀形成的机理。关于这一思路，在前面有关章节已经多次提到过。其基本要点是当总需求与总供给的对比处于供不应求状态时，过多的需求拉动价格水平上涨。由于在现实生活中，供给表现为市场上的商品和服务，而需求则体现在用于购买和支付的货币上，所以对这种通货膨胀也有通俗的说法：过多的货币追求过少的商品。

针对需求拉动的成因，相应的治理对策无疑是宏观紧缩政策，即紧缩性货币政策和紧缩性财政政策。紧缩性货币政策（tight monetary policy），在银钱业中的行业用语叫抽紧银根或紧缩银根（tight money，squeeze，stringency）。至于紧缩性财政政策的基本内容则是削减政府支出和增加税收。

面对需求拉动，增加有效供给也是治理之途。有些国家采取的“供给政策”，其主要措施是减税，即降低边际税率以刺激投资、刺激产出。

#### 成本推动及其治理

成本推动型通货膨胀（cost push inflation），也称成本推进型通货膨胀，是一种侧重从供给或成本方面分析通货膨胀形成机理的假说。其成因可以归结为二：

（1）工资推进通货膨胀。这种理论是以存在强大的工会组织，从而存在不完全竞争的劳动力市场为假定前提的。当工资是由工会和雇主集体议定时，这种工资会高于竞争的工资。面对高工资，企业就会因人力成本的加大而提高产品价格，以维持盈利水平。这就是从工资提高开始而引发的物价上涨。工资提高引起物价上涨，价格上涨又引起工资的提高，在西方经济学中，称为工资—价格螺旋上升（wage price spiral）。

针对工资推进的成因，相应的治理对策是紧缩性的收入政策：确定工资—物价指导线并据以控制每个部门的工资增长率；管制或冻结工资；按工资超额增长比率征收特别税等。20世纪60年代和70年代初期，美国、西欧和日本都实行过类似的政策。

如果把工资提高的原因从“存在不完全竞争的劳动力市场”扩展为不论任何原因，这一说法更具有普遍意义。

（2）利润推进通货膨胀。其前提条件是存在着商品和服务销售的不完全竞争市场。比如在煤气、电力、电话、铁路、通信等公用事业领域，卖主有可能操纵价格，以赚取垄断利润。这就会增大一般部门的成本开支。

不少发达工业国家的价格政策就包括制定反托拉斯法以限制垄断高价的基本内容。

无论是工资推进型还是利润推进型，提出这类理论模型，目的都在于解释：不存在需求拉上的条件下也能产生物价上涨。

#### 供求混合推动说

供求混合推进通货膨胀的论点是将供求两个方面的因素综合起来，认为通货膨胀是由需求拉上和成本推进共同起作用而引发的。这种观点认为，在现实经济社会中，通货膨胀的原因究竟是需求拉上还是成本推进很难分清：既有来自需求方面的因素，又有来自供给方面的因素，即所谓“拉中有推，推中有拉”。

例如，通货膨胀可能从过度需求开始。由于需求过度所引起的物价上涨会促成提高工资，因而转化为成本（工资）推进的因素。此外，通货膨胀也可能从成本方面开始。假如没有“需求拉上”跟进，也就是总需求给定，那么当物价水平上涨时，取得供求均衡的条件只能是实际产出的下降，相应的则必然是就业率的降低。于是，始于成本推进的过程不可能持续下去。

#### 中国对通货膨胀成因的若干观点

经济体制改革以后直至1997年下半年以前，物价持续上涨的事实推动了对中国通货膨胀形成原因的探讨。近来的探讨则是针对2007年开始的物价持续上涨的压力。

中国的需求拉上说主要是关注过多的货币从何而来。对近年来的通货膨胀则归因于外汇收支长期双顺差、外汇占款大幅增长，从而货币供给增加过快引起的“流动性过剩”。

中国的成本推动说，有的重点强调工资因素的关键作用，有的则是强调应综合考虑原材料涨价对企业造成的成本超支压力和工资增长速度过快这两者的作用。近年来的分析则集中关注资源类产品，如土地、原油等价格的持续飙升对通货膨胀形成的作用。

在中国，结构说经常用来解释通货膨胀的成因。结构说是要论证在供给与需求总量平衡的前提下，如果某些关键产品的供求出现失衡，同样会引发通货膨胀。其中，尤其是初级产品的短线制约是结构性通货膨胀的主要促成因素。比如，近来就是以粮食、肉类产品的持续涨价解释价格水平的整体上扬。显然，结构说常常是以通货膨胀过程不会长期持续为前提条件的。

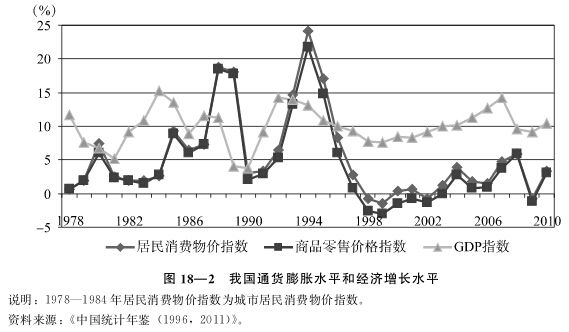
从体制上寻找通货膨胀的终极原因可能是中国探索通货膨胀问题的独特之处，至于具体分析则随改革的进程而有不同内容。概言之，不外国有经济和市场机制等方面的问题。因此，治理对策无不强调关键在于进一步深化改革。

### 第四节 通货紧缩

#### 经济改革中令人困扰的问题——物价持续上涨及其突然消失

在中华人民共和国成立后的三十余年时间里，物价水平一直处于比较稳定的状态，但社会需求偏大有逐步增强的趋势。“一五”期间，矛盾较小。20世纪50年代末的“大跃进”期间，由于人为地扩大社会需求，一度造成商品的极大短缺和黑市与国家牌价之间的悬殊价差。60年代和70年代之间的“十年动乱”，出现了典型的隐蔽型通货膨胀过程：供给极度匮乏，供需矛盾基本靠票证控制。

经济体制改革以后，尽管中国的经济发展取得了举世瞩目的成就，但也遇到了令人困扰的通货膨胀问题。特别是1988年，通货膨胀率近20%，全国大中城市出现几次大的抢购风潮；1994年更是发生了中国改革以来最严重的通货膨胀，全国商品零售价格上涨了21.7%，消费价格上涨了24.1%。1994年后，国家采取了多项宏观紧缩措施，物价上涨率逐渐回落；但就在人们为经济的“软着陆”而欣喜之时，1997年10月，我国首次出现“负”通货膨胀率——商品零售价格指数出现了下跌。（注：自从抗日战争以后，我国只有几次例外的大幅度物价下跌。一次是抗日战争刚刚结束之际，一次是1950年3月制止通货膨胀之后的几个月。1963—1965年曾有连续三年的物价下降，但那是对1958年后，特别是1960—1962年物价大幅上涨的回调。当时整个经济依然是供给短缺，只不过短缺的程度较之前几年有所缓和，从而按计划价格进行的分配得以大体恢复。）1998年2月，居民消费物价指数也开始出现下跌。到1999年，物价指数仍然在下跌：商品零售物价指数下跌了3%，居民消费物价指数下跌了1.4%。2000年，物价止跌趋稳；2004年稍有反弹，但从总体上看，这种态势一直持续到2006年，见图18—2。如果说前两次较大的通货膨胀曾使许多人对改革以来的经济政策产生了怀疑的话，那么其后物价上涨的消失更令人困惑。



#### 对通货紧缩的种种解释

在中国，从20世纪30年代末期，通货膨胀一直伴随着人们的生活，大家的头脑中记挂的只是通货膨胀和反通货膨胀这对矛盾。说到紧缩，则把它视为反通货膨胀的手段和措施，常常下意识地有好感。至于陷入通货紧缩和力求摆脱通货紧缩是怎么一回事，即使从经济学知道存在这样的问题，也缺乏切身体会。

怎样的经济形势可以称为通货紧缩（deflation），归纳起来看，不外乎是以下三种说法：

（1）物价水平持续下降。

（2）物价水平持续下降，并伴随有经济的负增长，或再加上货币供给的缩减。

（3）物价水平持续下降，并伴随有经济的实际增长率低于潜在的可能增长率。

在世界上，一提到通货紧缩，事实上所指的经济过程，大多伴随有经济负增长的物价水平持续下降。可是，历史上也曾经有概括为通货紧缩的经济过程是物价水平持续下降却伴随着经济增长。

1998—2001年的四年，中国在物价水平持续下滑的同时，GDP的增长率分别为7.8%、7.1%、8.0%、7.3%。

本章上面关于通货膨胀的界定可以概括为：物价上涨的态势不是偶然、一时的，而是成为经济走向、趋势的物价上涨。循着同一思路，通货紧缩也应该理解为：物价疲软乃至下跌的经济过程不是偶然的、一时的，而是成为经济走向、趋势的物价疲软乃至下跌。

#### 通货紧缩的社会经济效应

通货膨胀是不稳定，通货紧缩也是不稳定。物价疲软趋势的存在，将从以下几个方面影响实体经济：

（1）对投资的影响。通货紧缩会使实际利率有所提高，社会投资的实际成本随之增加，从而产生减少投资的影响。同时，在价格趋降的情况下，投资项目预期的未来重置成本会趋于下降，从而推迟当期的投资。这对许多新开工项目所产生的制约较大。

另外，通货紧缩使投资的预期收益下降。在通货紧缩情况下，理性的投资者预期价格会进一步下降，公司的预期利润也将随之下降，这就使投资倾向降低。

通货紧缩还经常伴随着证券市场的萎缩。公司利润的下降使股价趋于下探，而证券市场的萎缩又反过来加重了公司筹资的困难。

（2）对消费的影响。物价下跌对消费需求有两种效应：一是价格效应。物价的下跌使消费者可以用较低的价格得到同等数量和质量的商品及服务，而将来价格还会下跌的预期促使他们推迟消费。二是收入效应。就业预期和工资收入因经济增幅下降而趋于下降，收入的减少将使消费者缩减消费支出。

（3）对收入再分配的影响。通货紧缩时期的财富分配效应与通货膨胀时期正好相反。在通货紧缩的情况下，虽然名义利率很低，但由于物价呈现负增长，实际利率会比通货膨胀时期高出许多。高的实际利率有利于债权人，不利于债务人。

（4）在通货紧缩情况下，如果工人名义工资收入的下调滞后于物价下跌，那么实际工资并不会下降；如果出现严重的经济衰退，往往削弱企业的偿付能力，也会迫使企业下调工资。

（5）通货紧缩与经济成长。大多数情况下，物价疲软、下跌与经济成长乏力或负增长是结合在一起的，但也非必然，如中国就有通货紧缩与经济增长并存。

【复习思考题】

1.通货膨胀和通货紧缩是在世界政治、经济、社会生活中广泛使用的概念。如何界定这两个概念，分歧甚多，但也没有妨碍它们的广泛使用。你在这方面有什么见解？

2.西方和我国对通货膨胀的成因有种种理论概括。从理论规范的要求出发，你认为归纳为几条较为适当？

3.试设定一些基本前提条件，分别对通货膨胀的种种效应进行数量分析。无论这样的尝试是否成功，都有助于加深认识。

4.第二次世界大战以后，反通货膨胀一直是世界各国的重要施政目标，有时甚至是首要施政目标。造成这样局面的经济背景是什么？

5.在发达的市场经济国家，有否可能出现无通货膨胀的经济成长？20世纪90年代，美国在新经济的标榜之下，的确有高经济成长与近乎无通货膨胀的结合，进而有无论做什么有利于经济成长的事都不会引起通货膨胀的论断。你对这一论断有何思考？

6.已有的理论大多认定通货紧缩对经济成长极为不利，但1998—2002年的中国实际却是通货紧缩与高经济成长相结合。是怎样的经济条件造成了这种结合？

## 第十九章 货币政策

### 第一节 货币政策及其目标

#### 何谓货币政策

当前所说的货币政策（monetary policy），在西方国家，比较概括的提法为：中央银行在追求可维持的实际产出增长、高就业和物价稳定时所采取的用以影响货币和其他金融环境的措施。通俗一些，也可以说货币政策是指中央银行为实现给定的经济目标，运用各种工具调节货币供给和利率所采取的方针和措施的总和。

货币政策包括三个方面的基本内容：（1）政策目标；（2）实现目标所运用的政策工具；（3）预期达到的政策效果。从确定目标，运用工具，到实现预期的政策效果，这中间还存在着一些作用环节，其中主要有中介指标和政策传导机制等。

#### 我国对货币政策认识的演变

市场经济国家实行了大半个世纪的现代货币政策，在我国，直到20世纪80年代末，连这个词还很少用。问题很清楚，在计划经济体制下，货币、信用在经济生活中不占重要地位，虽然实际上也存在货币政策这样性质的问题，但左右不了经济的发展，因而也就不会成为一个独立的政策摆到决策者的桌面之上。当然，在特定的时候，若客观真有需要，也会采用纵无货币政策之名却有货币政策之实的举措。如在20世纪60年代初，在极其严重的供不应求的局面之下，在财政紧缩的同时，就曾通过紧缩信贷的手段实施了事实上的紧缩货币政策，并有力地促成了物价的回落。

改革开放之后，商品货币关系迅速扩展，市场经济化的过程不断推进，金融在经济中的地位日益受到重视。这样的趋势在20世纪80年代初就已非常明显。到1984年底和1985年初，一方面是物价新一轮上涨的势头极为强烈，另一方面则是信贷总额急速扩大和对现金发行的压力猛然大增，这就促使人们把目光聚焦于货币、金融之上。虽然货币政策的概念尚未提出，但把控制货币（注：应该说，关于“货币”的观念当时也不是怎么清晰的。在理论讨论中，货币供给这个词汇虽然已经多有使用，但在经济决策圈子之中关注的还是现金发行。）看做抑制物价和掌握经济关键环节的议论一时成为非常时尚的声音。1989年下半年，为了压下1988年过高的通货膨胀率，采用了强力的紧缩货币政策；1989年底和1990年，为了阻止经济的下滑，曾两度采用了“启动”措施，即扩张的货币政策，这可以视为最高决策层对货币政策典型的运用。随着我国体制改革的终极目标明确地确定为社会主义市场经济体制，货币政策也明确地列入宏观经济调控体系之中。在1993年中共中央《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中是这样提出的：“运用货币政策与财政政策，调节社会总需求与总供给的基本平衡，并与产业政策相配合，促进国民经济和社会的协调发展。”

#### 货币政策的目标：单目标与多目标

到目前为止，就各发达国家来看，它们的货币政策目标（goals of monetary policy）有所不同。美联储在2006年2月宣布了最大限度的就业和价格稳定的双重目标。欧洲中央银行将保持价格稳定设定为首要的货币政策目标；在不违背价格稳定目标的前提下，欧元体系也为共同体其他目标的实现提供支持，包括高就业率和无通货膨胀的增长。英格兰银行的货币政策目标为，保持价格稳定，并以此支持产出增长和就业增加的政府经济目标。2006年3月，日本银行法规定的货币政策原则是，通过追求价格稳定，促进国民经济的健康发展。

至于就不同时期而言，各个国家的货币政策目标也在发展变化。20世纪30年代以前，各国中央银行货币政策的主要目标是稳定币值和汇率。到了40年代中期，凯恩斯主义的国家干预经济主张盛行以后，英、美等国相继以法律形式宣称，谋求充分就业是其货币政策的目标之一。这样，货币政策目标就由原来的单一目标转化为稳定币值和实现充分就业。自50年代起，由于普遍的、持续的通货膨胀，在各国中央银行的货币政策目标中，稳定的分量又加重了，如把稳定解释为将物价上涨控制在可以接受的水平之内等等。到了50年代后期，西方国家中经济增长理论广泛流行，许多国家为了保护自身的经济实力和国际地位，都把发展经济、促进经济增长作为货币政策目标的重点。从60年代开始，一些国家国际收支逆差的出现，使维持固定汇率发生困难。随后，在70年代，伴随着两次美元危机，一些国家又将平衡国际收支作为一项货币政策目标。70年代中期之后，“滞胀”促使一些西方国家的货币政策目标先后转为以稳定货币为主。80年代末90年代初，面对更加严重的通货膨胀，各国再一次将降低通货膨胀作为主要目标，有些国家更是直接采用通货膨胀目标制。21世纪初的前几年，一些负面事件使经济受到打击，当时很多国家货币政策的主要目标转为促进经济增长。而近几年，价格稳定重新成为各国的重要目标。同时，随着经济增长的放缓，不少国家将促进经济增长及高就业添加到货币政策目标之中。

如果说，存在着被广泛承认的几项货币政策目标，那实际上是经历了一个逐步发展的过程。而就各国中央银行在不同时期的目标选择来说，有的是明确突出一个目标，有的则是明确追求几个目标：对于前者，称为单目标；对于后者，称为多目标。

国际货币基金组织和其他国际金融组织对于货币政策的主流观点都是强调单目标的稳定币值。

#### 我国关于货币政策目标选择的观点

按照《中华人民共和国中国人民银行法》，我国的货币政策目标为：“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”显然，在“稳定”与“增长”之间，有先后之序、主次之分。

对于中国货币政策应有什么样的目标，我国一直存在争论：

（1）单一目标观点。单一目标观点又可分成两种相当对立的意见：一种是从稳定物价乃是经济正常运行和发展的基本前提出发，强调物价稳定是货币政策的唯一目标。另一种是从货币是再生产的第一推动力出发，主张以最大限度的经济增长作为货币政策的目标，并在经济发展的基础上稳定物价。

（2）双重目标观点。中央银行的货币政策目标应当同时兼顾发展经济和稳定物价两方面的要求。强调它们两者的关系是：就稳定货币而言，应是一种积极的、能动的稳定，即在经济发展中求稳定；就经济增长而言，应是持续、稳定、协调的发展，即在稳定中求发展——不兼顾，则两者的要求均不能实现。

（3）多重目标观点。鉴于经济体制改革的进一步深化和对外开放的加快，就业和国际收支问题对宏观经济的影响越来越重要，有人认为我国的货币政策目标必须包括充分就业、国际收支均衡和经济增长、稳定物价等诸多方面。

2007年11月，中国人民银行指出，我国货币政策要坚持多目标，并强调促进经济发展，通过发展来不断解决工作中所面临的各种难题；要兼顾多个重要经济参数变量。

无论从外国货币政策目标的演变过程看，还是从中国货币政策目标的演变过程看，对目标都不应作过分机械的论证。

#### 通货膨胀目标制

通货膨胀目标制（inflation targeting）是一套用于货币政策决策的框架，其基本含义是：一国当局将通货膨胀作为货币政策的首要目标或唯一目标（该目标具有无可争议的优先权），迫使中央银行通过对未来价格变动的预测来把握通货膨胀的变动趋势，提前采取紧缩或扩张的政策，使通货膨胀率维持在事先宣布的水平上或范围内——在通货膨胀控制得比较好的国家，这是当局所认定的不可避免的（如对调动潜在生产力所必需的）通货膨胀率；对高通货膨胀率的国家则是当局认定可能实现的反通货膨胀的目标——以实现长期的价格稳定。20世纪90年代以来，一些发达国家及发展中国家直接采用通货膨胀目标制本身作为货币政策目标。

通货膨胀目标制有利于增加货币政策的透明度；通过向公众阐释实现其最关切的通货膨胀目标所需的代价和手段，也提高了货币政策的可信度。

通货膨胀目标制是一种高度前瞻（forward-looking）的货币政策框架，同时也是一种长期货币政策目标。它并不排除中央银行在特殊情况下，以充分就业、经济增长和汇率稳定等短期货币政策目标为重心，允许在短期内偏离长期通货膨胀目标。然而，在多数情况下，通货膨胀目标制仍然是一种偏重于单一目标追求的货币政策框架。一旦实际通货膨胀率与目标通货膨胀率产生较大偏离，后者就会成为“压倒一切”的目标。

虽然近年来，主张实施通货膨胀目标制似乎正在成为主流见解，但也有相当普遍的观点认为：到目前为止，给予通货膨胀目标制肯定的评价为时尚早。

最初，只有不多的几个工业化国家实施了通货膨胀目标制，如新西兰、加拿大、英国、瑞典、芬兰、澳大利亚、西班牙。此后，一些新兴市场国家也开始实行该货币政策框架，如巴西、智利、捷克、以色列、波兰、南非、韩国、泰国等。2012年1月，美国联邦公开市场委员会宣布其长期通货膨胀目标为2%，由此意味着美国联邦储备系统在建立通货膨胀目标制货币政策框架的道路上走出了重要一步。随后，日本中央银行于2012年2月中旬首次设定中长期物价稳定目标，即将短期消费物价指数（CPI）的同比增幅设定为1%，中长期CPI目标设定在2%以内，该目标原则上每年进行调整或更新。

#### 货币政策与资本市场

由于货币政策操作对资金供给、市场利率产生影响，因而必然影响资本市场的价格，并通过资本市场影响到其他的微观经济行为，诸如投资、消费等，最后则会在产出和通货膨胀等方面表现其宏观经济效应。因而近些年，在国外，围绕是否必须把资本市场的稳定发展纳入货币政策目标的范围之内，就成为一个讨论热点。

在专业理论界之外，政界、经济界，乃至经济学界的部分人士，有一种相当强烈的见解，要求货币当局应对资本市场的运行负有干预的责任。实质性的要求是，当资本市场上资产价格下滑时，应采取降低利率、扩张信用等措施，以阻止下滑；当资本市场上资产价格过高时，应采取提高利率、紧缩信用等措施，以防止过热。

对于干预资本市场的主张，货币当局明确持反对立场。以美联储为例，他们认为自己的职责就是控制通货膨胀率和失业率，至于资本市场的走势，不在他们调控的职责之内。他们论辩，绝不是不关注资本市场的态势，但出发点不是为了去干预资本市场的走势，而是因为资本市场的态势通过如下的途径作用于货币政策所要调控的目标。他们的基本思路可简单概括为：

资产价格→财富效应→支出效应→货币需求→货币供给→通货膨胀压力、失业压力→货币政策做出反应

在实践中，如美联储在1999年中到2000年初5次密集地调高利率和2001年“9·11”之后7次密集地调低利率，与股市先是直线攀升，而后一路下探，有极高的相关度。但美联储始终坚持，通货膨胀与就业的压力同样是可以解释利率调整的依据。

从另一个角度来说，货币政策决策的依据和追求的目标必须是可以把握和度量的经济过程。通货膨胀、就业、经济成长等当前过程多少是可以把握的：变动前景虽有不确定性，但波动范围大体可以预期。至于资本市场的波动、振荡，变化于朝夕之间，以之作为政策目标，缺乏可操作性。

至于在非常情况之下，中央银行通常会毫不迟疑地采取紧急措施，提供充足的流动性，以保证资本市场不至陷入崩盘境地。

#### 相机抉择与规则

如何处理货币政策与经济周期的关系，最早的原则是“逆风向”（principle of leaning against the wind）调节：经济趋热，相应紧缩；经济趋冷，相应扩张。对于这种模式的货币政策称为“反周期货币政策”（counter cycle monetary policy）。“相机抉择”（discretionary）主要是指这样的调控模式。

反周期的政策指导思想先后受到两方面的批评：首先，来自货币主义的批评。货币主义者不主张国家干预经济生活，他们认为，由于干预的时滞等原因，反周期的干预会导致周期波动的加剧。根据自己的货币需求理论，他们主张货币政策应该遵循固定的货币增长率的规则。对于这种主张，可概括为“单一规则”（single rule），或简称为“规则”，以区别于“相机抉择”。其次，来自理性预期学派的批评。理性预期学派认为，对于宏观干预政策，公众依据预期会采取相应行动。我们这里有一个说法：“上有政策，下有对策。”其结果会使政策不能实现预定的目标，这就是他们有名的政策无效命题。

在不断的发展中，初期的“相机抉择”与“规则”这组对立概念已经演进。现在，对“相机抉择”概念有否定意义的解释，即把它解释为货币当局以不同于公开目标的隐蔽目标来贯彻自己的政策意向；同时也有肯定意义的解释，即肯定货币当局有必要针对不同的经济形势相机调节自己的政策措施，但要求这样的“相机抉择”应有“规则”。

今天所讲的“规则”也非“单一规则”，而是在更一般的意义上，要求中央银行在货币政策目标的决策中应该遵循规则，包括“相机抉择”的“规则”。例如，通货膨胀目标制的理论依据是综合的：它承认有一个由当前条件所决定的基本通货膨胀率，对应于这个通货膨胀率，可按规则控制货币供给；同时又承认有诸多外在的引发通货膨胀的因素，因而需要采取相机抉择的对策。

再如，20世纪90年代提出并颇受重视的“泰勒规则”可作为说明“规则”含义的例证。泰勒规则论证，美联储联邦基金利率的确定取决于：（1）当前的通货膨胀率；（2）均衡实际利率；（3）现实的通货膨胀率与目标通货膨胀率之差；（4）现实的GDP产出与潜在GDP产出之差。对于如何执行由这四个因素建立的方程（注：一般方程是：r=p+r\*+α（p-p\*）+βy），有下述既讲遵守规则又讲依据具体情况进行调节的思路：（1）存在通货膨胀，那么联邦基金利率的基准利率应是均衡利率加上通货膨胀率。（2）现实的经济生活不可避免地伴随有一个低的通货膨胀率，可视为潜在通货膨胀率，是控制通货膨胀率的目标。如果现实的通货膨胀率高于目标通货膨胀率，那么联邦基金利率应从基准利率相应调高，以抑制通货膨胀；反之，则应从基准利率相应调减。（3）现实产出高于潜在产出，说明经济偏热，联邦基金利率应从基准利率相应调高，以抑制过热；反之，则应从基准利率相应调减，以促成可能的潜在产出得以实现等等。

### 第二节 货币政策工具、传导机制和中介目标

#### 货币政策工具

货币政策目标是通过货币政策工具的运用来实现的。前面曾经讲过法定准备金率、再贴现率和公开市场业务等典型市场经济条件下对货币供给调控的工具。作为传统的、一般性的政策工具，其特点是经常使用且能对整个经济运行产生影响。

此外，还有可选择地对某些特殊领域的信用加以调节和影响。例如，消费者信用控制：中央银行根据不同消费信用等级的对象，分别规定用分期付款方式购买时第一次付款的最低金额；规定提供消费信贷的最长期限等，调控消费信用的规模，贯彻扩张或紧缩的意向。再如，证券市场信用控制：中央银行对有关证券交易的各种贷款进行限制，规定一定比例的证券保证金率，并随时根据证券市场的状况加以调整，以抑制过度的投机等等。

#### 中央银行控制信用的行政性手段

对于信用规模，进而货币供给规模的控制，中央银行还有许多行政性手段。

一个颇为古老的做法是中央银行根据金融市场状况分别对各个商业银行的信用规模——或就其信用规模总量，或就其某种或某几种贷款业务规模——限制最高数量。当今，在多数发展中国家，由于资金供给相对于需求来说极为不足，这种办法相当广泛地被采用。我国过去的规模管理就是这种性质。对于这样的做法，国外叫做信用配额、信贷分配（credit allocation）。这是一种极强的行政性管理方式，类似的还有直接对商业银行的信贷业务、放款范围等加以干预等等。

中央银行广泛采用的还有道义劝告、窗口指导等办法。所谓道义劝告（moral suasion），是指中央银行对商业银行和其他金融机构发出通告、指示或与各金融机构的负责人举行面谈，劝告他们遵守政府政策并自动采取贯彻政策的相应措施。

“劝告”、“指导”是极其柔和的字眼。但是，如果把一个银行不听劝告、不听指导与削减向该银行贷款的额度，甚至采取停止提供信用等制裁措施联系在一起，那么这类方式同样是极强的行政干预手段。

#### 我国货币政策工具的使用和选择问题

中央银行使用什么样的货币政策工具来实现其特定的货币政策目标，并无一成不变的固定模式，各国的中央银行都是根据不同时期的经济及金融环境等客观条件而定。考察中国货币政策工具的运用，也必须立足于中国的经济金融条件等客观环境，而不能生搬硬套其他国家的经验。

中国的货币政策工具主要有存款准备金制度、信用贷款、公开市场操作和利率政策等。

1984年，我国开始建立存款准备金制度。中国人民银行最初设计该制度的思路是要保证集中控制必要的信贷资金，进而通过再贷款形式控制信用规模及调整信用结构。为此，确定了极高的法定准备金率：企业存款准备金率为20%，储蓄存款为40%，农村存款为25%。1985年调整了思路，将法定准备金率调整为10%；1988年9月1日又将法定准备金率提高到13%。那时，在法定准备金率之上，又为商业银行规定了硬性的“备付金”比率，这实际是提高了总的法定准备金率。1998年，将准备金存款账户与备付金存款账户合并为一个账户，统称为准备金存款，并将法定准备金率从13%下调到8%。2004年4月，我国开始实行差别存款准备金制度，即在综合考虑资本充足率和资产风险程度等因素的基础上，对不同金融机构规定不同的法定准备金率。总体上看，从1984年至2006年二十多年间，我国法定准备金率只做过次数不多的有升有降的调整。但是，面对近两年经济生活中严重的“流动性过剩”局面，中国人民银行从2006年7月以来对存款准备金率做出频繁调整。截至2008年9月，存款准备金率连续上调了19次，其间仅2007年一年就上调了10次。2008年10月至2010年2月，连续3次下调，此后直至2011年6月，又是连续12次上调。准备金率从15.5%一直升至21.5%的历史新高。

信用贷款（lending），我国习惯上一直叫做再贷款。在很长阶段，再贷款在中国人民银行的资产中占有最大的比重，是我国基础货币吞吐的主要渠道和调节贷款流向的重要手段。与西方贴现政策相对应的是再贷款的利率，但因体制原因作用不大。1994年以来，伴随外汇占款在中央银行资产中的比重大幅上升，再贷款的比重开始下降。同时，伴随着方方面面深化改革力度的加大，使利率（即贴现政策）逐渐发挥作用，应成为既定方向。

根据规定，中国人民银行可以在公开市场上买卖国债以及外汇。1994年以前，中国尚不具备开展公开市场业务的条件。随着1994年外汇体制改革、汇率并轨的实施，中国人民银行开始进行外汇公开市场操作，而以国债为对象的公开市场业务于1996年4月正式启动。近年来，随着国债发行规模的不断扩大以及银行间债券市场的不断发展，这一政策工具的运作空间和运作力度正随着各方面条件的进一步成熟而加大，日益成为货币当局的重要货币政策手段。同时，中国人民银行也根据需要签发中央银行票据。中央银行票据是中央银行短期债券，可以在货币市场上流通。作为货币市场成员的金融机构持有中央银行票据，便于本机构的流动性管理。

中国人民银行规定的“基准利率”：一是中国人民银行对商业银行的存贷款利率；二是商业银行对企业和个人的存贷款利率。一般推论，当中国人民银行提高对商业银行的贷款利率和再贴现率时，相应增加各商业银行的筹资成本，商业银行就会减少对中央银行的资金需求或提高其对企业单位和个人的贷款利率，资金市场的利率相应上升，资金需求相应减少，从而达到调节货币供应量的作用。但是，要使这一机制发挥作用所要求的条件，如前所述，是利率的变动能真实反映资金供求，以及融资成本的变动能够在很大程度上影响资金供求。就现阶段来看，这两个条件仍在发展培育的过程之中。

中国人民银行原来最强有力的一个政策工具是“规模”——为商业银行规定的发放贷款数量的上限，已于1998年停止使用。随着“规模”工具停止使用，“窗口指导”成为中国人民银行常用的一种调控手段。在我国现行体制下，“窗口指导”带有较强的行政干预色彩，但其作用还是比较明显的。

#### 货币政策的传导机制

一定的货币政策工具，如何引起社会经济生活的某些变化，并最终实现预期的货币政策目标，就是所谓货币政策的传导机制（conduction mechanism）。有关传导机制的理论甚多，需专门研究。这里以凯恩斯学派的传导机制理论和货币学派的传导机制理论为例，介绍他们的分析思路。

凯恩斯学派的货币政策传导机制理论，其最初思路可以归结为：通过货币供给M的增减影响利率r，利率的变化则通过资本边际效益的影响使投资I以乘数方式增减，而投资的增减进而影响总支出E和总收入Y，用符号可表示为：

M→r→I→E→Y

对这个传导机制的分析，凯恩斯学派称之为局部均衡分析——只显示了货币市场对商品市场的初始影响。考虑到货币市场与商品市场之间循环往复的作用，遂有进一步的一般均衡分析：

假定货币供给增加，当产出水平不变时，利率会相应下降；下降的利率刺激投资，并引起总支出增加，总需求的增加推动产出上升。这与原来的分析是一样的。

但产出的上升，提出了大于原来的货币需求；如果没有新的货币供给投入经济生活，货币供求的对比就会使下降的利率回升。这是商品市场对货币市场的作用。

利率的回升，又会使总需求减少，产量下降；产量下降，货币需求下降，利率又会回落。这是往复不断的过程。

最终会逼近一个均衡点，这个点同时满足了货币市场供求和商品市场供求两方面的均衡要求。在这个点上，可能利率较原来的均衡水平低，而产出量较原来的均衡水平高。

与凯恩斯学派不同，货币学派认为，利率在货币传导机制中不起重要作用。他们更强调货币供给量在整个传导机制上的直接效果。货币学派论证的传导机制可表示为：

M→E→I→Y

其中，M→E表明货币供给量的变化直接影响支出。这是因为：

（1）货币需求有其内在的稳定性。至于货币供给，货币主义把它视为外生变量。

（2）当作为外生变量的货币供给改变，比如增大时，由于货币需求并不改变，公众手持的货币量会超过他们所愿意持有的货币量，从而必然增加支出。

上面的E→I是指变化了的支出用于投资的过程，货币主义者认为，这将是资产结构的调整过程：

（1）超过意愿持有的货币，或用于购买金融资产，或用于购买非金融资产，直至人力资本的投资。

（2）不同取向的投资会相应引起不同资产相对收益率的变动，如投资于金融资产偏多，金融资产市值上涨，从而会刺激非金融资产，如产业投资；产业投资增加，既可能促使产出增加，也会促使产品价格上涨，如此等等。

（3）这就引起资产结构的调整，而在这一调整过程中，不同资产收益率的比值又会趋于相对稳定状态。

由于M作用于支出，导致资产结构调整，并最终引起Y的变动——货币学派对这一过程的评价是：货币供给的变化短期内对实际产量和物价水平这两方面均可发生影响；就长期来说，只会影响物价水平。这反映了货币学派不赞同国家干预的态度。

比较有名的货币政策传导机制理论有托宾的q理论、信贷传导机制理论、财富传导机制理论等。

#### 货币政策中介指标的选择

从货币政策工具的运用到货币政策目标的实现之间有一个相当长的作用过程。在这个作用过程中有必要及时了解政策工具是否得力，估计政策目标能不能实现，这就需要借助于中介指标的设置。事实上，货币当局本身并不能直接控制和实现诸如稳定、增长这些货币政策的目标，它只能借助于货币政策工具，并通过对中介指标的调节和影响，最终实现政策目标。因此，中介指标就成了货币政策作用过程中一个十分重要的中间环节。通常认为，对中介指标的选取要符合如下一些标准：

（1）可控性。这是指是否易于为货币当局所控制。

（2）可测性。第一，中央银行能够迅速获取有关中介指标的准确数据。第二，有较明确的定义，同时便于观察、分析和监测。

（3）相关性。这是指只要能达到中介指标，中央银行在实现或接近实现货币政策目标方面不会遇到障碍和困难。

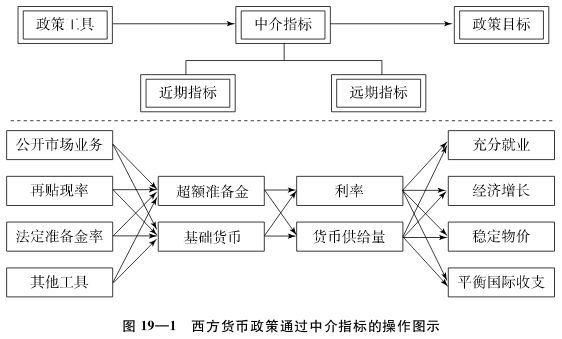
（4）抗干扰性。货币政策在实施过程中常会受到许多外来因素或非政策因素的干扰。只有选取那些受干扰程度较低的中介指标，才能通过货币政策工具的操作达到最终目标。

（5）与经济体制、金融体制有较好的适应性。这是不言自明的。

根据以上几个条件，尤其是根据前三个条件所确定的中介指标一般有利率、货币供应量、超额准备金和基础货币等，但它们各有利弊，哪一个都不是完美的。此外，有一些经济、金融开放程度高的国家及地区，是以汇率作为货币政策的中介指标。

根据这些指标对货币政策工具反应的先后和作用于最终目标的过程，又可分为两类：一类是近期指标，即中央银行对它的控制力较强，但离货币政策的最终目标较远；另一类是远期指标，即中央银行对它的控制力较弱，但离政策目标较近。

西方货币政策通过中介指标的操作，可简单图示如下（见图19—1）：



### 第三节 货币政策效应

#### 货币政策的时滞

任何政策从制定到获得主要的或全部的效果，必须经过一段时间，这段时间叫做“时滞”（time lag）。如果收效太迟或难以确定何时收效，则政策本身能否成立也就成了问题。

时滞由两部分组成：内部时滞和外部时滞。

内部时滞是指从政策制定到货币当局采取行动的这段期间。内部时滞的长短取决于货币当局对经济形势的预见能力、制定对策的效率和行动的决心等等。

外部时滞又称影响时滞，是指从货币当局采取行动开始直到对政策目标产生影响为止的这段过程。外部时滞主要由客观的经济和金融条件决定。

时滞是影响货币政策效应的重要因素。如果货币政策可能产生的大部分效应较快地有所表现，那么货币当局就可根据期初的预测值，考察政策生效的状况，并对政策的取向和力度作必要的调整，从而使政策能够更好地实现预期的目标。假定政策的大部分效应要在较长的时间，比如两年后产生，而在这两年内，经济形势会发生很多变化，那就很难证明货币政策的预期效应是否实现。

#### 微观主体预期的对消作用

对货币政策有效性或效应高低构成挑战的另一个因素是微观主体的预期。当一项货币政策提出时，微观经济行为主体会立即根据可能获得的各种信息预测政策的后果，从而很快地做出对策，而且极少有时滞。货币当局推出的政策，面对微观主体广泛采取的对消其作用的对策，可能归于无效。例如，政府拟采取长期的扩张政策，人们通过各种信息预期社会总需求会增加、物价会上涨，在这种情况下，工人会通过工会与雇主谈判，要求提高工资，企业预期工资成本的增大而不愿扩展经营，最后的结果是只有物价的上涨而没有产出的增长。

鉴于微观主体的预期，似乎只有在货币政策的取向和力度没有或没有完全为公众知晓的情况下才能生效或达到预期效果。但是，货币当局不可能长期不让社会知道它所要采取的政策；即使采取非常规的货币政策，不久之后也会落在人们的预期之内。假如货币当局长期采取非常规的货币政策，则将导致微观经济主体做出错误判断，并会使经济陷入混乱之中。但实际的情况是，公众的预测即使非常准确，实施对策即使很快，其效应的发挥也要有个过程。这就是说，货币政策仍可奏效，只是公众的预期行为会使其效应打很大的折扣。

#### 透明度和取信于公众问题

货币政策决策的透明度（transparency）对于政策效应的发挥至关重要，也是一个受到重点关注的问题。

货币政策，其取向，是松是紧；其目标，如定位于物价，要求掌握在怎样的水平，如定位于多目标，如何相互协调；其工具，是利率，是法定准备金率，还是公开市场操作——如此等等，对市场运作的方方面面均有影响，必然受到微观经济行为主体、政府、议会、社会各有关部门和团体，乃至外国和国际金融机构的密切关注。

从方针政策和决策准则来说，要求在决策者和广大公众之间高度沟通。如果决策过程不透明，就难以树立公众对货币当局的信任（credibility）；如果没有必要的透明度使公众领会决策者的行为准则和意向，那么在公众胡乱猜测中所造成的紊乱必然会使经济付出代价。

现在很强调货币政策要讲规则。第一节讲到政策目标的确定遵循规则的含义。实际上，不仅对政策目标的确定应有规则，就是政策的操作也应有规则。依据各国货币政策的实践，也可这样理解：无论确定的最终目标有何区别，政策工具的选择有何区别，操作和调整程序有何区别，货币当局的行为均应力求规范，有规则可循。如此强调，无疑首先是为了规范货币当局的行为，保证货币政策的质量，但同时又与“透明度”有关：透明度越高，就越有利于取得公众的信任。

不透明或没有必要的透明度，公众的预期和“对策”将对消货币政策的效应，乃至“政策无效”；有了必要的透明度，取得了公众的信任，由此诱导的公众预期，使得公众的推测通常符合货币当局决策的意向，则是贯彻货币政策的助力。

#### 西方对货币政策总体效应理论评价的演变

西方市场经济国家用来干预经济生活的现代宏观经济政策，其中包括货币政策，始于20世纪30年代凯恩斯主义的形成。凯恩斯否定了西方古典经济学派关于经济人是理性人的假设，否定了关于供给可以创造同等需求以及市场机制的本身即可实现充分就业均衡的论点。他认为有效需求不足是必然的，因而必须由国家干预经济生活予以补足。至于国家所应采取的政策，他认为在当时应是财政政策，而不是货币政策——货币政策无力扭转过度萧条的局面。通过财政政策所实现的需求扩张，在达到充分就业以前，他认为，不会引起通货膨胀。

被西方各国奉为圭臬的凯恩斯主义，在第二次世界大战后有进一步的发展，就其政策主张来说，认为财政政策与货币政策两者的配合采用，有可能熨平资本主义的周期波动，消灭危机，并实现成长、就业和稳定诸目标的协调一致。

但是第二次世界大战后的一些实践说明，国家干预的结果却是经济增长与通货膨胀并存。在这样的背景下，出现了把这两者视为具有相互替代关系的菲利普斯曲线。对此，前面已有介绍。到了20世纪70年代，又出现了“滞胀”的局面，即就业已不能用通货膨胀的代价来换取——与通货膨胀同时存在的是经济停滞和突出的失业问题。

货币学派反对凯恩斯学派关于国家干预经济生活的主张，认为国家的过多干预阻碍了市场自我调节机制作用的发挥，从而促成经济紊乱。就货币政策来说，凯恩斯学派主张实施“逆风向”调节的相机抉择的方针。货币学派认为，相机调节货币供给的金融政策，由于要在长期时滞之后才能生效，那么是否有效实际上难以肯定，而且多变的金融政策还会加剧经济的波动。他们论证，货币需求函数的变动，从长期看是相当稳定的，因而其主张是保持货币供给按“规则”增长。在20世纪70年代批判凯恩斯主义的还有供给学派，他们同样强调充分发挥市场本身的调节作用，同时还重新确认供给决定需求这一古典原理，认为经济具有足够的能力购买它的全部产品。所以，他们主要的政策主张是通过降税等措施刺激投资和产出。由于他们不认为应在需求方面采取什么行动，因而决定了他们的货币政策主张是单一的稳定。

随后，合理预期学派得到了很大的发展，他们重新确认西方古典经济学关于经济生活中的主体是“理性人”的假设。所谓理性人是指他们都会尽力收集有关信息，进行合理的预测，并按效用最大化和利润最大化的原则作决策。他们认为，只有靠出乎微观主体的预料，宏观政策才能生效，但要使所有人长期受骗是不可能的。前面讲的微观主体预期对货币政策的对消作用，就是他们的宏观经济政策无效命题的注解。他们也强调市场机制的作用，反对相机抉择的政策主张，认为这只会造成政策不稳定的感觉并加剧波动。他们的货币政策主张与货币主义一样，强调政策的连续性，要求货币供给量的增长应保持稳定。

自由资本主义时期的货币政策是要求创造稳定的金融环境，以保证市场机制发挥作用；凯恩斯主义的货币政策是要求主动通过金融工具逆风向地调节有效需求，并认为在与其他政策配合下可以克服经济波动；现代批判凯恩斯主义的各流派，则是在凯恩斯主义政策虽曾一度取得某种成功但也同样陷入困境的背景下，反对相机抉择的政策，主张货币政策稳定，并相信只有依靠市场机制才能走出困境。这个反复提示我们，如何估量货币政策的总体效应，还是一个应该不断深入探索的课题。

#### 中国货币政策的实践

改革开放以来，货币政策日渐受到人们的重视。本章第一节提到的有关货币政策目标的讨论，说明了这样的变化。

由于整个经济还处在改革的过程之中，所以货币政策的各个方面都带有计划调节与市场调节的双重特点。当然，总的趋势是计划色彩由浓向淡转化，而市场色彩则日益显现。

货币政策的目标，不论是单一的，还是双重的，要付诸实现，关键在于传导机制中的核心环节。前面提到，在市场经济中，这不外两个方面：一是利率；二是货币供给量。政策意向如果能通过核心环节调节经济主体的行为并最终作用于产出，那么货币政策的存在就是有根据的。

关于利率，在我国过去的很长一段时间中，相当一部分利率及其形成机制主要通过行政程序加以确定，它对微观经济主体行为的调节作用当然有限。直到1996年以后，利率市场化改革才开始逐步取得实质性进展：中国人民银行逐步放开了银行间同业拆借利率和银行间债券回购利率；稍后，国债发行开始采用市场招标形式，从而实现了银行间市场利率、国债和政策性金融债发行利率的市场化；再后，又积极推进境内外币利率市场化；特别是2007年，随着SHIBOR（上海银行间同业拆放利率）的正式运行，标志着中国货币市场基准利率培育工作全面启动。这有利于促进金融机构提高自主定价能力，指导货币市场产品定价，完善货币政策传导机制，推进利率市场化。如是，将利率作为我国货币政策中介指标并借助它来传导政策意向的功能会得到逐步发挥。

关于货币供给量，它对我国经济生活的作用十分直接，它的变动会立即在经济生活中得到反映，因而通过调节货币供给实现政策目标实际上是经常被采用的：或扩大货币供给，启动疲软的经济；或紧缩货币供给，以抑制经济过热。1996年，中国人民银行正式将货币供给量设定为我国货币政策的中介目标。

至于对货币供给量的调节，1998年以前主要依靠直接手段，即中央银行直接对商业银行进行贷款规模控制。1998年取消贷款规模管理后，开始向间接调控转化，而调节货币供给量的间接工具主要是法定准备金制度和公开市场操作。前者较少运作，只是2006年以来开始频繁运用。而公开市场操作，如前所述，自21世纪初以来已成为货币政策日常操作中最重要的工具，并在近年得到了更加广泛而灵活的开展。

控制货币供给量，可称为数量型调控；调整利率，可称为价格型调控。适应市场机制，应该创造条件从以数量型调控为主转向以价格型调控为主。

自2006年以来，中国的货币政策完成了从“稳健”到“从紧”，到“适度宽松”，再到“稳健”的调整周期。若剔除应对国际金融危机时期货币信贷超常增长等特殊因素，货币信贷供应比较好地适应了经济增长和稳定物价总水平的需要，实现了货币政策的调控目标。例如2006—2011年间，广义货币供应量（M2）年均增长率19.7%，人民币贷款余额年增长率20.2%，国内生产总值年增长率11.2%，消费者物价指数年均增长率2.9%。

【复习思考题】

1.世界各国货币政策或采用“单目标”，或采用“多目标”，考虑的依据是什么？根据近几年的实践，你认为我国的货币政策目标应作怎样的表述？

2.什么是“通货膨胀目标制”？近年来有些国家采用“通货膨胀目标制”的理由是什么？

3.关于是否必须把资本市场的稳定发展纳入货币政策目标考虑的范围之内，是近些年的热点问题，存在着肯定与否定的两极见解。货币当局一般持否定意见，但货币政策操作的实际，又好像并未全然无视资本市场的状况。你对这一问题是怎样分析的？

4.试列表说明可能用来实现货币政策目标的货币政策工具以及它们各自作用的特点。当前我国货币当局对政策工具是怎样运用的？

5.货币政策的传导机制有哪些？试分析我国的货币政策主要是通过哪些途径传导的？效果如何？

6.资本市场的价格能否成为货币政策传导机制的构成部分？问题的另一种提法是：资本市场的价格在怎样的意义上可以视为货币政策传导机制的构成部分？

7.货币政策可能起的作用究竟有多大？为什么它在治理通货膨胀方面所显示的作用强，而在治理通货紧缩方面所显示的作用极为有限？试联系我国近年货币政策的实践谈谈对这个问题的看法。

## 第二十章 货币政策与财政政策的配合

### 第一节 财政收支与货币供给相互联系的历史演变

#### 在货币供给形成机制中财政曾长期占主导地位

在货币供给的形成机制中，无论中外，财政曾长期占主导地位。

现代货币制度形成之前，中国在几千年的历史中，铸币的铸造和纸币的发行，除少数阶段，都由国家垄断。原因有二：一是货币流通关系国计民生，统治者要“安天下”，确有努力使之稳定的要求；二是国家财政，包括宫廷开支，往往需要利用货币供给作为一个重要的财源。

在西方，铸币的铸造也是封建领主和城邦的事情，并与它们的财政收支不可分割地联系在一起。

#### 现代货币供给形成机制与国家财政联系的特点

商品生产和市场的发展要求统一、稳定的币制。自由铸造制度结束了君王为了财政目的而使铸币重量、成色难以保持稳定的弊端。建立资本主义货币制度的最重要的指导思想就是结束过去财政对货币供给形成机制的支配，并使财政只能在有限的范围内从货币供给中来弥补自己的亏空。

在比较发达的市场经济中，变动基础货币是政府弥补财政赤字的主要办法之一。假如一个国家的财政部拥有发行通货的权力，那么对于预算赤字的弥补就会演变为简单的印钞机加速运转。现钞是基础货币的一部分，它的增加也就是基础货币的增加，但这种情况不仅在发达国家，就是在一般发展中国家也是少见的。

通常的情况是：财政部发行债券，中央银行直接收购。财政部用出售债券的收入支付商品、服务或其他支出。公司、企业、个人收到货币后存入银行，银行则相应地增加了在中央银行的准备存款。同样的结果，也可能走的是较迂回的过程。债券出售给公司、个人或商业银行，从而造成银行准备金的减少，但这些债券或抵押或出售给中央银行，中央银行购买债券的支出又会补足了商业银行的准备金。而财政把出售债券的收入再支出，则仍然成为准备金增加的因素。

如果国库直接向中央银行借款，结果相同。

准备金的增加是基础货币的增加，它会产生倍数效应。因此，能产生明显的增加货币供给的功能。

概括地说，现代货币供给的形成机制，一方面，已完全排除了国家财政对货币供给的直接操作；另一方面，国家财政对货币供给的状况依然有巨大的作用，有时甚至是决定性的。

#### 财政与信贷处于不可分割的联系之中

在现代经济生活中，财政与信贷是货币供应总量形成的关键因素。在我国，两者之间所存在的千丝万缕的联系还牵涉国有经济的背景。

在发达的市场经济条件下，就日常最“平凡”的联系来说，各级财政均在银行开户，银行代收税、费和罚款，代为汇划各种上解下拨款项；财政碰到先支后收的矛盾，银行则为其垫款等等。这是现代经济生活中避免不了的联系。

除去这种日常的联系，还有前面已论述的财政收支差额的解决，在现代经济生活中不能不借助于信贷的货币形成机制，这是一方面。另一方面，金融体系事实上也不断得到国家财政的强大财力支持。比如，市场经济国家也要对经济生活进行干预，执行经济政策，而其中有些只宜于通过信贷方式加以贯彻。再如，为了保持金融系统的稳定，财政拨出巨额资金给予救助，自20世纪30年代以来，已不是罕见的事。1997年，日本政府为了解决住宅金融专业银行的不良债权拨出几千亿日元的事件就是典型的例子。在此之前，法国政府对连年亏损的里昂信贷银行曾先后采取承担几百亿法郎的坏账和提供信贷损失担保等措施，则同样典型。

我国改革开放之后，财政与信贷的联系形式，在20世纪80年代中期之前，应该说变化不大，而后逐步有所变化。有些开始借鉴市场经济国家久已采用的模型。但由于国有经济的存在，仍有相当大的部分未脱出原有的轨道。例如，我国国有商业银行的不良债权问题都认为应该解决，主要的途径之一是通过提取呆账准备金加以冲销。由于银行上缴财政的金额可观，因而呆账准备金提取的规模直接就成为财政承担能力的问题。就发展来看，这类相关关系应力求减少，但总要有一个过程。

财政与信贷的紧密联系是现代经济中的必然现象。过去我们往往把这种紧密联系归之于计划经济体制，但通过改革开放以来的经验体会及对西方市场经济的了解，它的存在有一个极其重要的基础，那就是无论从哪种类型的经济体制来看，当代货币供给形成机制及货币运动规律都有着超越体制区别的共同的特点。

### 第二节 国债与货币供给

#### 国债——平衡财政收支离不开的项目

发行国债是世界各国弥补财政赤字的普遍做法，而且被认为是一种最可靠的弥补途径。财政收不抵支，需要借债，收大于支，则还债，这是规律。

但是，债务作为弥补财政赤字的来源，会随着财政赤字的增长而增长。而且，债务是要还本付息的，债务的增加也会反过来加大财政赤字。

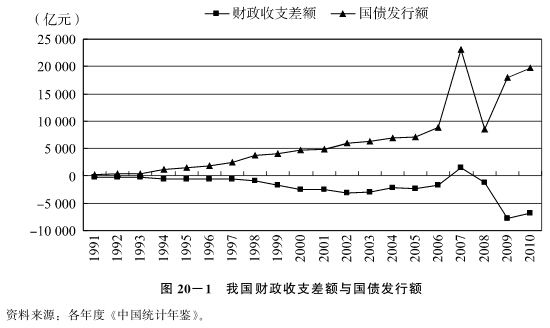
在已经存在赤字的情况下，一般是靠发新债还旧债，而每年连续发行，每年都要还本付息。所以，财政实际可支配的债务收入，按道理讲，是当年发行额减去当年还本付息的净收入。不过，通常采用的净举债或发债净额（net financing）项目，其口径不涉及利息，即仅指当年发行额减去当年还本额的数额。至于债务的付息，通常是列入经常性支出的。

这样，就有如下的等式：

发债净额=赤字 （20·1）

如果赤字不断增大，必然引起保持和加大净收入的压力。为此，就必须扩大发行额。未清偿债务（outstanding debt）规模随之逐年增加，自然利息支出也不断加大。

改革开放三十余年来，我国积极完善国债制度，国债发行额呈逐年增长的趋势（见图20—1）。



#### 国家财政的或有债务

对于一个国家的债务与一个国家的政府所负的债务，即国家财政的债务，往往易于混淆不清。一个国家的债务包括公、私所有方面的债务，而国家财政的债务应该只包括“公”的债务，不包括“私”的债务。在市场经济国家，公、私比较容易分清；而对于像我国从计划经济转轨而来的经济来说，公司、企业这些在市场经济中属于私的部分，其主干部分在我们这里属于国有，因而它们的债务不可避免地会纳入国家财政的债务范围之内。自然，随着改革的不断深入，注意公、私债务的区分会越来越有必要。

对于国家财政的债务，除去上面讲的诸如公债这类明确无疑的债务外，或有债务（contingent liability）日益受到重视。或有债务是一个边界相当模糊的概念。经过分析，肯定属于隐性的财政债务。有些债务，就性质来说本不应属于财政的或有债务。可是，基于政府的道义责任、公众的期望、政治的压力，如“安定团结”的需要等，也不得不由政府当做财政的债务来“兜底”。

在近年的讨论中，列举的属于国家财政的或有债务大体涉及：

——应由财政弥补的国有经济的亏损累积，其相当部分表现为国有商业银行的不良债权；

——未列入财政收支的公共部门的债务，如政策性银行的金融债券；

——社会保障基金的欠账；

——粮棉收购和流通中的亏损累积，表现为在银行的“挂账”；

——从改革开放起，地方财政发债、集资尚未清理部分；

——整顿清理各种金融机构过程中，确定应由财政兜底而尚未拨款的部分等等。

在此需要分辨，有的或有债务是必须要求财政资金予以补偿的，有的会以不同比例要求财政资金予以补偿，有的则有可能自行化解；需要财政补偿的，有的构成现实的补偿压力，有的可以推迟，有的就是要求在一个相当长的期间逐步安排补偿的。具体的剖析对于论证或有债务对货币供给的影响非常必要。

#### 国际通常采用的国债发行警戒线

国债作为一种有偿性的财政收入形式，它的发行要受到诸多客观经济因素的制约，如社会的应债能力、政府的偿债能力、国民经济的承受能力等等。国际上通常采用的国债发行警戒线有如下几个：

（1）国债依存度（public debt dependency）。它衡量的是当年国债发行额占当年财政收入总额的比重。可用公式表示为：

10-1

这一指标的国际警戒线一般是不超过20%。

（2）国债负担率（public debt-to-GDP ratio）。它衡量的是一定时期的国债累积额相当于同期GDP（或GNP）的比重。可用公式表示为：

10-1

这一指标的国际警戒线一般是不超过60%。

（3）国债偿债率（government debt-service ratio）。它衡量的是当年到期的国债还本付息额占当年财政收入总额的比重。可用公式表示为：

10-1

这一指标的国际警戒线一般不超过10%。

对国际通常采用的警戒值不应该绝对地理解。它们只是起警戒作用的一般性经验指标，并不一定与各国的具体情况吻合，特别是难以适应对各国某个特定时期国债适度规模的判断。此外，单从某一指标并不足以得出国债规模是否适度的结论，而且有时出于种种原因，各种指标之间还会出现相互矛盾的情况。

#### 发债与货币供给的关系

如果国债的一部分直接由中央银行承购，那就等于财政直接向中央银行借款。这立即使基础货币增加，其他条件不变，货币供给增加。

如果不允许中央银行直接承购国家债券或对承购量有严格限制，由于实施公开市场操作，购入国家债券，或通过国债抵押贷款和回购协议等方式对商业银行给予必要的资金支持，国家债券的相当部分仍会成为中央银行的资产。而与这些债券相对应，则主要是各家商业银行的准备存款和现金发行，即国际货币基金组织称为“准备货币”（reserve money）的基础货币。基础货币的变动，则会有力地调节货币供给。

至于运用国债工具来改善宏观调节手段的形式则可另当别论。比如，2007年我国财政部发行的1.55万亿元特别国债，用于向中央银行购买2000亿美元外汇，作为组建国家外汇投资公司的资本金来源。中央银行以置换外汇储备的方式持有特别国债。央行在购买特别国债后虽然看似增加了1.55万亿元的基础货币投放，但财政部紧接着就用筹集的这些资金再从中央银行手中购买储备资产，这就回笼了央行在购买特别国债时投放的基础货币，即中央银行接受国债资产的同时支付外汇资产，属于资产结构的一增一减（实际只是一种单纯的账务处理），基础货币并没有发生变化。

### 第三节 货币政策与财政政策的组合

#### 组合的基础

财政政策（fiscal policy）与货币政策是政府宏观调控的两大政策，都是需求管理的政策。

国家干预经济的宏观调控，其焦点在于推动市场的总供给与总需求回复均衡状态，以实现发展、就业、稳定和国际收支平衡等目标。要使总供给与总需求从失衡回复均衡，或是调节总供给，或是调节总需求，或是调节总供求双方。就短期均衡来说，关键是调节短期内易于调节的总需求，使之与短期内比较难以调节的总供给达到均衡状态。这就是需求管理政策的含义。

由于市场需求的载体是货币，所以调节市场需求也就是调节货币供给。换言之，需求管理政策的运作离不开对货币供给的调节——或是使之增加，或是使之缩减。货币政策是这样，财政政策也是这样，这就是它们两者应该配合，也可能配合的基础。至于它们的区别，就调节货币供给这个角度来说，只是在于：一是通过银行系统，一是通过财政系统；一是运用金融工具，一是运用财税工具；一是由金融传导机制使之生效，一是由财政传导机制使之生效。

#### 组合模式

在20世纪30年代以前，占统治地位的经济理论均不主张政府对经济进行过多的干预。除非战时，各国政府一直遵循平衡收支的财政原则。在货币领域，以曾存在过的金本位为最高境界。30年代的经济大危机和“凯恩斯革命”推出了宏观经济干预政策。由于金融体系扩张乏力，遂把财政政策推崇到反危机政策的首位。

进入20世纪40年代，长期的萧条局面暂时被战争带来的繁荣所代替。有效需求不足不再是主要矛盾，应付巨额的预算赤字和严重的通货膨胀反而成为迫切的要求。在这一新形势下，凯恩斯主义者进而提出“补偿性财政货币政策”（compensatory fiscal and monetary policy），即根据经济的冷热，交替实行紧缩和扩张政策。

后凯恩斯学派的代表人物萨缪尔森强调财政政策和货币政策“松紧搭配”的功效，其含义是权衡经济中最需要注意的紧迫问题，并根据财政政策与货币政策各自适用性的特点，或采用松财政政策与紧货币政策的搭配，或采用紧财政政策与松货币政策的搭配。当然，特定的经济形势也会要求“双松”或“双紧”。我国自20世纪90年代中期之后，根据不同经济形势，曾接连提出过好几种财政政策与货币政策搭配的方针。

在经济疲软、萧条的形势下，要想通过扩张的宏观经济政策克服需求不足，以促使经济转热，货币政策不如财政政策。在过冷的经济形势下，商业银行缺乏扩大信贷业务的积极性，厂商缺乏扩大投资支出的积极性，消费者也同样缺乏扩大消费支出的积极性。不仅他们的行为意向与货币当局不必一致，而且也不听命于货币当局。所以，即使中央银行执行扩张性的货币政策，也不易收到扩张的实际效果。财政政策则不同，财政扩大投资是私人厂商无须自己冒投资风险却可以获得维持乃至扩大经营的好机会。投资支出以及带动的消费支出，再加上增加财政性社会保障和社会福利支出所直接引出的消费支出，对于扭转经济发展的颓势往往起着关键的作用。

可是，在经济过热的形势下，要想通过紧缩的宏观经济政策抑制需求过旺，以克服通货膨胀和虚假繁荣，财政政策不如货币政策。中央银行在抑制货币供给增长方面的作用是强有力的：一是有很多可以运用的工具；二是对于创造存款货币的商业银行能够起强有力的制约作用。而财政政策要紧缩，就有颇大的难度。对所有国家来说，财政支出有极强的刚性，不仅难以绝对压缩，甚至压缩增幅也并非易事。税收和支出政策的调整均需通过立法程序，而增税和减少福利支出这类问题，是很难获准通过的。

同时，不管是货币政策还是财政政策，在用其积极有利一面时，总会伴随不可避免的消极的副作用；两者相互搭配使用，有可能使副作用有所缓解。

#### 改革开放以来财政政策与货币政策对比格局的变化

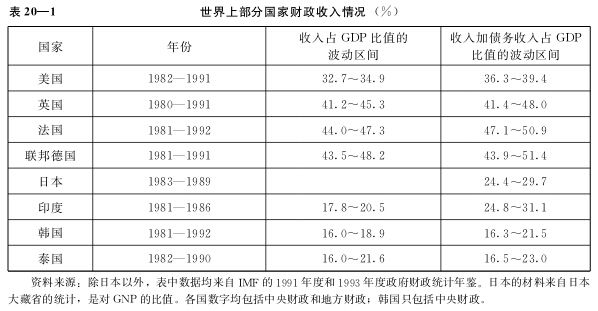
自改革开放开始直到1997年，市场一直是处于供不应求的背景之下。从宏观调控角度来说，首先借鉴了西方市场经济国家经验的是对货币政策的运用——用以抑制通货膨胀。那时有一种颇为流行的观点，认为只要控制住货币，就可以给建设和改革创造一个比较宽松的经济环境。在同一阶段，财政的主要任务是力求平衡收支，减小财政赤字。就干预宏观经济的财政政策角度来说，主要是采取控制基本建设投资支出的操作。就这一阶段的日常调控来看，财政政策对宏观调控的参与较为微弱。

自1997年中期开始，国内的有效需求不足同始于东南亚的金融危机叠加到了一起，形势急转直下：人们生活在其中多少年的通货膨胀局面，瞬息之间转化为通货紧缩，于是有了拉动内需的决策。为了遏止有效需求不足，学界关于起用财政政策的呼吁大约始于1996—1997年间。但在全国各界已经形成有效需求不足的共识之初，这种主张并未被采纳——依然轻车熟路、单一地运用货币政策。

然而，面对有效需求不足，货币政策的调控作用极为有限。当1998年上半年在实践中再次证明这一规律的背景下，支持财政扩张的主张很快得到首肯——财政政策在调控宏观经济的决策中首次摆上重要的地位。这表现在1998年8月，国家决定，由财政部增发1000亿元长期国债，以拉动需求，从此开启了财政政策在宏观调控中占主导地位的阶段。这一阶段与前一阶段的区别不只在于主导的宏观调控政策的易位，还在于两个政策的配合格局也有了明显变化：在前一阶段，货币政策的主导作用过分突出，财政政策的配合限于严峻的通货紧缩任务之中；在这一阶段，财政政策虽然突出出来，但货币政策并未消极退后。并且，两者配合的途径和方式不断发展，创造了一些好的经验。

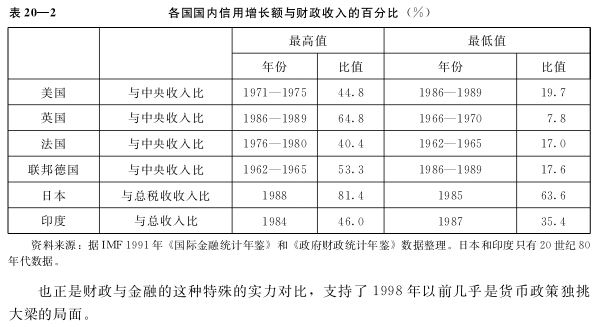
在改革开放之后近20年的时间里，财政政策与货币政策对比格局的演变，不仅是由于总体经济形势的转折性变化——从通货膨胀转入通货紧缩，还有更为深刻的背景，即财政与金融的实力对比在这20年间所发生的巨大变化。

在计划经济体制下，财政是中心。不仅行政、国防、文教卫生靠财政拨款，发展国有经济和支援农业的资金也主要来自国家财政。在经济决策中，财政有事实上的一票否决权。但改革开放不久，财政在改革中首当其冲——很多改革措施都伴随有财政分权的要求。财政收入受到极大的影响。如果说1978年我国预算收入占GDP的31.2%，到了1995年，这个比值竟然下降到10.5%。与世界其他国家相比，中国财政的相对实力是最低的。表20—1是一些国家有关这方面的数字。



与此同时，我国金融扩张速度突出。1978年国家银行贷款余额与农村信用合作社贷款余额之和是1895.1亿元（那时只有中国人民银行和众多的农村信用合作社）（注：参见中国人民银行调查统计司：《中国金融统计（1952—1996）》，北京，中国金融出版社，1998。），到1995年，包括各种存款货币银行和信托投资公司等特定存款机构的国内信贷，其总的余额增长到53333.8亿元（注：引自《中国人民银行统计季报》，1998（4）。），为1978年的28.1倍，平均每年递增21.7%；同一期间，包括债务收入在内的财政收入，仅增长6.9倍，平均每年递增12.0%。

世界上其他国家却少见这种情况。表20—2表明，这些国家中没有一个国家的信用增长额超过同期财政收入。



也正是财政与金融的这种特殊的实力对比，支持了1998年以前几乎是货币政策独挑大梁的局面。

这个十分特殊又并不理想的格局，在1996年出现了拐点，财政收入占GDP的比重停止下滑并开始回升。这就为1998年财政政策真正成为宏观调控政策的两大支柱之一提供了基础。

【复习思考题】

1.试剖析国家财政收支状况对货币供给的作用，并力求尽可能全面地列出赤字作用于货币供给量的多种可能途径。

2.是否货币供给的一部分用于弥补赤字，就必然造成货币供给超过货币需求？试作理论推导，也可结合1998年以来的我国经济状况进行剖析。

3.在市场经济中，国债是如何联结财政和金融的？对这个联结环节可能发挥的作用应作怎样的估价？

4.财政赤字若不以向中央银行借款的方式而以发行债券的方式来弥补，就绝不会造成货币供给过多吗？

5.回顾改革开放以来我国国债的发行历程，并分析其对货币供给的影响。

6.对于货币供给形成机制，有作财政主导型和信贷主导型区分的。如果采用这样的区分，试比较分析它们的异同，并剖析各自的优劣。

7.近年来，国内外时常谈论中国的“或有债务”。你认为，中国的或有债务应该如何实事求是地统计？

8.如何估价或有债务对货币供给的影响？

9.从保证货币稳定和经济稳定出发，无论是对赤字还是对国家的未清偿债务，在国际上都有一些警戒线。应如何评价这些警戒线的权威性和适用性？运用这些数量界限应该注意什么问题？

## 第二十一章 开放条件下的政策搭配与协调

### 第一节 汇率的作用与风险

#### 汇率的作用

汇率是一项重要的经济杠杆，其变动能反作用于经济，对进出口、物价、资本流动和产出都有一定的影响。

一般来说，本币汇率下降，即本币对外的币值贬低，能起促进出口、抑制进口的作用；若本币汇率上升，即本币对外的币值上升，则有利于进口，不利于出口。

然而，汇率变化可能给予进出口的影响，必须有一个伴随的条件，即进出口需求有价格弹性——进出口品价格的变动对进出口品的需求会有所影响。

概括地说，如果进出口需求对汇率和商品价格变动的反应灵敏，即需求弹性大，那么一国汇率下降和相应降低出口商品价格，可以有效刺激出口数量；而由于进口商品国内价格上涨，则可以有效抑制对进口商品的需求，从而减少进口数量。如果出口商品需求弹性与进口商品需求弹性之和大于1，则汇率下降可以改善一国的贸易收支状况。

就出口商品来说，还有一个出口供给弹性的问题，即汇率下降后出口商品量能否增加，还要受商品供给扩大的可能程度制约。

汇率影响进出口的论断是大家最为熟悉的论断，但在引用这一论断时却极易忽略这一论断的前提，即“其他条件不变”。

汇率变动影响进出口的同时，也对物价产生影响。

从进口消费品和原材料来看，汇率下降要引起进口商品在国内的价格上涨。至于它对物价总指数影响的程度则取决于进口商品和原材料在国民生产总值中所占的比重。反之，本币升值，其他条件不变，进口品的价格有可能降低，从而可以起到抑制物价总水平的作用。

从出口商品看，汇率下降有利于扩大出口。但在出口商品供给弹性小的情况下，出口扩大会引发国内市场抢购出口商品，从而抬高出口商品的国内收购价格，甚至有可能波及物价总水平。

汇率的变动导致物价总水平的波动，其后果就不仅限于进出口，而是将影响整个经济进程。比如一个依靠进口粮食的国家，如果进口粮价因本币贬值而上涨，那不仅会引起物价总水平的提高，而且还会增加社会矛盾。由此可见，单纯从进出口角度考虑汇率政策是不够全面的。

汇率的变动对长期资本流动的影响较小，但短期资本流动常常受到汇率的较大影响。当存在本币对外贬值的趋势时，本国投资者和外国投资者就不愿持有以本币计值的各种金融资产，并会将其转兑成外汇，发生资本外流现象。同时，由于纷纷转兑外汇，加剧外汇供求紧张，会促使本币汇率进一步下跌。反之，当存在本币对外升值的趋势下，本国投资者和外国投资者就力求持有以本币计值的各种金融资产，并引发资本的内流。同时，由于外汇纷纷转兑本币，外汇供过于求，会促使本币汇率进一步上升。

汇率的变动对一国的产出和就业也会产生重要作用。

不过，必须注意，汇率与生产、与就业的相关关系是间接的，不能简单作判断。比如，有利于出口的汇率有可能刺激出口和出口品的生产，但是假如不具备扩大出口品生产的条件，这种可能性就变不成现实；有时，出口过度也会消极地影响经济整体。有利于抑制进口的汇率有可能为进口的替代创造条件，假如进口替代的生产限于条件一时发展不起来，而进口又是经济发展所不可或缺的，这样的汇率反而会导致进口品价格的上涨；勉强发展进口替代，则会付出过大的代价且不利于整体经济的发展。

#### 汇率风险

在国际交往中必须使用外汇，而汇率的变化常给交易人带来损失（也可能是盈利），这通常被称为外汇风险、汇率风险（exchange risk）。风险的主要表现为：

——进出口贸易的汇率风险：这是指在进出口贸易中收付外汇而因汇率变动引起的损失。例如，商品出口后到结算收入外汇往往有一段时间，在这段时间内，如果外币汇率下浮，则出口商品成本和售价虽然未变，但实际收入却相应减少。同样道理，进口商品到货款支付时，如果遇外币汇率上浮，则进口商需要支付更多的本国货币，从而蒙受损失。

——外汇储备风险：一国为应付日常外汇支付以及平衡国际收支，常常需要保持一定数量的外汇储备。这些外汇储备表现为存放在国外的外币资产（存款、有价证券等）。如果所持有的那些外币资产的汇率贬低，就会蒙受损失。

——外债风险：这是指对外举债因汇率变动而引起的损失。例如借入日元，折换成美元进口设备，但到还债时遇到日元汇率上浮、美元汇率下浮，则需要以更多的美元折换成日元才能够清偿外债。

为避免或减轻汇率风险损失，在对外交易中需要采取一些防范措施，如选择好贸易结算使用的货币、运用远期外汇买卖等等。

### 第二节 汇率政策

#### 稳定国内物价与稳定汇率

“稳定币值”的要求包括两个方面：稳定对内的币值，即稳定物价；稳定对外的币值，即稳定外汇汇率。这两方面的要求并不是总能兼顾的，因而就有一个以哪个方面为主的问题。在西方工业化国家之间，20世纪80年代国际协调的重点是放在汇率方面。为维持汇率不超过允许的波动幅度，如德国和日本都采取过收购美元的措施，这就给国内造成货币供给增加的通货膨胀压力。后来，强调的重点转向从中长期角度出发，首先要稳定国内物价，实现经济的持续发展，并以之作为国际协调的基础。这在日本方面表现得较为强烈。如新的《日本银行法》强调要稳定的是“物价”。德国在解释《1992年银行法》时，一方面明确过去维持马克兑美元汇率所存在的矛盾，另一方面又论证了保持币值对内与对外同时稳定的可能性。

这就是说，货币政策有对内方面和对外方面，货币政策的对外方面就是汇率政策。

#### 人民币是应贬值还是升值

自改革开放以来，人民币汇率在较长一段期间曾是趋于贬值的：人民币兑美元，从1979年的1.50：1到1986年的3.70：1，再到1994年初国家外汇牌价与调剂市场汇率并轨时的8.70：1。汇率并轨以后至1997年以前，人民币汇率稳中有升。随后，东南亚金融危机引发了全球性货币贬值，也同样引发了人民币贬值的强烈预期。2005年人民币汇率形成机制改革以来，人民币兑美元持续升值，到2008年4月已突破7：1的关口。2012年5月2日，人民币兑美元汇率中间价升破6.27元，达到6.267元，创2005年汇率体制改革以来新高。到目前为止，人民币升值趋势未改，升值预期也依然强烈。

人民币究竟应贬值还是应升值，泛泛而言，贬值的好处是促进出口，但对引资和外债不利；升值的好处，是维护了中国经济的对外良好形象，促进引资，但对出口不利。国际经济形势是不断变化的，面对不断变化的国际经济形势，国内对人民币应升值还是贬值会有不同的对策观点；国外出于不同的目的会对中国施加人民币应升值或贬值的舆论乃至外交的压力。从冷静的理论分析角度来说，决策必须全面、综合权衡经济、政治得失；估计保持汇率目标所必须具备的经济实力；如果难以做出准确的判断，保持稳定或许是最优选择。

人民币汇率问题这样受到国内外的关注，说明一个具有相当经济实力的开放经济，其货币政策必然有对外的目标，也就是第一节提出的货币政策目标中货币的对内价值与对外价值的关系问题。

#### 米德冲突与“政策搭配理论”

在开放的经济环境中，宏观经济政策不仅要实现内部均衡，即稳定通货，还要实现外部均衡，即保持国际收支平衡，以实现经济增长和充分就业。为实现内外均衡目标，在市场经济条件下，可供选择的政策工具，除了财政政策和货币政策，还有汇率政策。粗略地说，以财政政策、货币政策实现内部均衡，以汇率政策实现外部均衡。

汇率政策与汇率制度有紧密联系。若一国采取固定汇率制度，汇率工具就无法使用，这时仅剩下财政政策与货币政策。要运用财政政策和货币政策来达到内外部同时均衡，在政策取向上常常存在冲突。例如，国际收支发生赤字，外部均衡要求实行紧缩性政策；如果这时的国内经济处于疲软、萧条状态，从国内角度则需要实行扩张性政策。同样，当一国国际收支盈余与通货膨胀同时存在时，财政政策、货币政策也会左右为难。对于这一矛盾，经济学称为米德冲突（Meade's conflict）。

20世纪60年代，蒙代尔打破了这种看法，指出只要适当地搭配使用财政政策和货币政策，就可以同时实现内外部均衡。蒙代尔认为，财政政策与货币政策对国际收支与名义收入有着相对不同的影响。因此，在固定汇率制度下，一国也存在两种独立的政策工具来实现内、外两方面的经济目标。这就是蒙代尔的“政策搭配理论”。

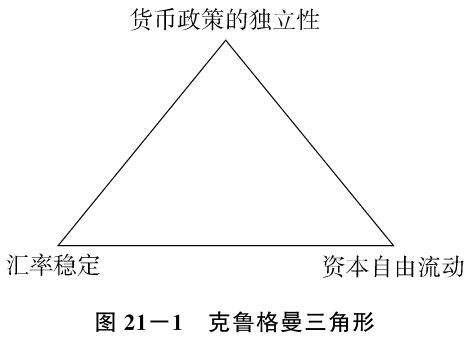
依据这样的思路，有一个最佳政策配合的设计（见表21—1）：



与所有的理论模型一样，面对实际经济生活，“政策搭配理论”用于实践会受到很多制约，但它大大开阔了政策制定者的思路，有助于不断提高宏观决策水平。

#### 克鲁格曼三角形

保罗·克鲁格曼认为，一个国家的金融政策有三个基本目标，即本国货币政策的独立性、汇率的稳定性和资本自由流动，而这三个目标是不可能同时实现的。他用一个三角形来表示其中的关系（见图21—1）。



三角形的三个角代表金融政策的三个基本目标。如果某一国家或地区的金融政策选定了某一条边，则意味着它也选定了该边两端的政策目标，而与该边相对的角所表示的政策目标则无法实现。这一表述称为克鲁格曼的三角形或“三元冲突”。

例如，位于左侧的边表示政策选择是国内货币政策的独立性和汇率的稳定性（即实行固定汇率制），但它必须放弃资本在国际的自由流动，实行外汇管制。这正是西方国家1971年以前在布雷顿森林体系下的选择。位于右侧的边表示政策选择是国内货币政策的独立性和资本在国际的自由流动，即废除外汇管制，但它必须放弃汇率的稳定性，即实行浮动汇率制。这是主要西方发达国家1971年以后的政策选择。三角形的底边则表示政策选择是汇率的稳定性，实行固定汇率制和资本在国际的自由流动，即废除外汇管制，从而它必须放弃国内货币政策的独立性，这是欧元区各成员国现时的选择。实行联系汇率制度的中国香港也是如此。

对于发展中国家来说，理想的选择当然是保住货币政策的独立性和汇率稳定，而放弃资本自由流动，即实行外汇管制。然而，外汇管制存在种种弊端，或者由于经济发展的内在需要，如对外开放，或者由于外力——特别是WTO、IMF和发达国家——的推动，往往不得不解除外汇管制。这时，就只好要么放弃汇率稳定，实行浮动汇率制；要么放弃货币政策独立，如实行货币局制度等。

克鲁格曼三角形对于发展中国家还有一层特别的含义，即经济改革迈出了第一步，往往就进入不由自主的境地。常见的情况是，发展中国家都渴望货币政策独立和汇率稳定，因而要实行外汇管制。实际上，通过一点一点地被突破，外汇管制的防线往往会在非常事件（如金融危机）的冲击下溃于一旦。

#### 我国的内外均衡冲突与政策选择问题

1978年以前，我国的经济处于封闭状态，基本上不存在外部均衡问题。20世纪80年代以后，随着经济开放度的日益扩大，外部均衡问题也随之产生。然而，在1996年以前，由于人民币是不可兑换货币，严格的外汇管制隔绝了外部经济与内部经济的联系，单由外汇管制即可实现外部均衡，所以内外部均衡的冲突并不明显。

1996年11月27日实现了人民币经常项目下的可兑换之后，如前所述，人民币的汇率成为政策选择的重要内容，但接下来还有资本项目可兑换，即人民币完全可兑换的问题。

2005年，我国提出完善有管理的浮动汇率制度，逐步实现人民币资本项目可兑换。近几年，人民币资本项目可兑换已经取得了一定进展：一是进一步放宽境内机构对外直接投资限制，支持国内企业“走出去”；二是有序拓宽资本流出入渠道，促进国内资本市场发展，实施QFII和QDII制度；三是允许境外机构在我国开展人民币债券的发行等等。

我国资本账户开放会继续扩大，有管理的浮动汇率制度会继续走向完善，但中国作为发展中大国，货币政策的独立性必须坚守。按照“三元冲突”，冲突难以避免，事实上也有种种迹象显现。所以，如何协调好三者的动态关系仍是今后一个较长时期中的重要任务。

当然，“三元冲突”也不会是绝对真理。生机无限的经济生活不仅依然等待人们继续加深对它的认识，而且必然会出现新的解决自身矛盾的机制。

### 第三节 开放条件下货币政策的国际传导和政策协调

#### 开放条件下货币政策的国际传导

两国情况下的蒙代尔-弗莱明模型，是用来分析货币政策国际传导的基本框架。

在开放经济条件下，对于货币政策效应的国际传导，由于不同的汇率机制而有所区别。

在固定汇率制下，本国国内初始的货币扩张会导致本国利率下降并刺激本国产出增加、经济增长。本国产出的增加通过边际进口倾向的作用引起本国进口的上升，也就是外国出口的上升——外国产出增加。同时，由于本国货币扩张、利率水平下降，造成资本流出，从而增加了外国的货币供给；外国货币供给的增加，也导致利率的下降。最终的均衡点是：“世界”利率水平下降，本国和外国的产出同时增加。

这就是说，在固定汇率制下，当扩张的货币政策通过利率的下降造成本国产出上升的同时，也会促成外国产出的上升。换言之，国内的扩张货币政策对外国经济有正的溢出效应。

在浮动汇率制下，一国的国内货币政策是对汇率和贸易条件起作用；至于国际收支失衡不再影响国内的货币供给，而是通过汇率的变动得到修正。这就使货币政策在国际传导的效应与固定汇率条件下不同。

在浮动汇率制下，货币扩张的效应也会使国内产出增加、世界市场利率水平下降，但不会导致外国的产出同时增长。这是因为，当本国发生资本流出、出现国际收支赤字和外国发生资本流入、形成国际收支盈余之际，汇率立即变化：本国的货币贬值，外国的货币升值。本国的货币贬值，本国的出口增加；外国的货币升值，外国的净出口下降——出口下降，产出下降，收入下降。调整的最终结果是，本国扩张性货币政策对外国经济增长产生负的溢出效应。因此，这时的本国货币扩张是一种典型的“以邻为壑”政策。

这样的分析与复杂的现实生活比较，可能过于简单，但它所论证的各国经济存在的相互依存性这个基本命题却至关重要。在开放条件下，由于货币政策溢出效应的存在，必然引出货币政策国际协调的理论和实践。

#### 国际经济政策协调的理论

国际政策协调（international policy coordination）的含义有多种解释。国际上普遍接受的国际经济政策协调的概念是：各国在考虑了国际经济联系后，调整各自的经济政策以达到多边互惠的目标，并实现全球利益最大化的协调过程。

国际经济政策协调理论，首先是对政策溢出效应（spillover effect）的论证。在现代国际经济环境下，各国分别独立地制定、推行宏观政策必然导致以下矛盾：

——各国政府都不愿意单方面采取扩张的货币政策，使利率下降，造成资本流出，加大国际收支逆差，而是采取单方面紧缩的政策。其结果将造成世界经济的紧缩态势。

——在倾向于通过紧缩的货币政策实现经济的对外均衡之际，各国政府都采取扩张的财政政策实现经济的内部均衡。其结果将造成世界范围内实际利率过高，以及货币政策和财政政策的不合理搭配。

——各国政府一般认为商品价格由世界市场决定，而忽视各自的扩张政策对商品价格的影响。但是，这些政策将通过影响商品的贸易条件而使总需求扩张，进而引发世界范围的通货膨胀。

既然各国政府采取非协调的经济政策实际是“以邻为壑”，对世界经济起破坏作用，那么国际经济政策协调就可以防止或是尽量减少这种“以邻为壑”情形的发生。

人们普遍承认效应的实际存在，但对于国际经济政策协调是否有益并不存在一致的看法。一些经济学家对国际经济政策协调持强烈的怀疑态度。有人认为：国际货币体系的无体系，赋予各经济主体充分的自主权，是最为完美的状况。因此，他们主张，各经济主体（包括政府）应该自由地选择财政政策、货币政策以及汇率安排，自由决定是否进入国际资本市场，而不必过多地顾及别人；各国政府彼此间的竞争可以改善投资环境，促进经济的发展；而协调意味着削弱政府间的竞争，可能加大错误政策的实施范围。

当每一个经济体规模都非常小的时候，每个国家的政策调整以及在国际资本市场上的操作，对其他国家来说影响十分有限。在这种条件下的“分权化”政策也许是最优的选择。然而，当大国越来越强，每一个国家的政策都会影响到其他国家及国家之间的经济结构，这时完全否定国际经济政策协调的必要，显然与生活实际脱节。

但是，假如世界只有几个大国，进行政策协调，以便互利、互惠，似无可置疑。而当几个大国和众多中小国家并存之际，由于国家或经济实体的利益、实力、当前追求的目标等等差异极大，国际经济政策协调对参与者所可能带来的效益绝不是同一的。因而不能简单认为，国际经济政策协调范围越大、越深入越好。换言之，在肯定国际经济政策协调必要的同时，还应该对当前效应和长远效应作全面的分析。

#### 国际经济政策协调的层次

依据进行国际经济政策协调的程度，国际经济政策协调可由低到高分为六个层次：

第一，信息交换（information exchange）。信息交换是指各国政府相互交流本国为实现经济内外均衡而采取的政策目标范围、政策侧重点、政策工具种类、政策搭配原则等信息。通过信息交换，可以避免对其他国家政策的错误估计，更好地了解本国经济与外国经济之间的相互影响。

第二，危机管理（crisis management）。危机管理是指针对世界经济中出现的突发性的、后果特别严重的事件，各国临时性地进行共同的政策调整，以缓解、渡过危机的协调行为。危机管理的主要目的在于，防止各国分别采取维护自身利益的政策有可能使危机更加严重或加速危机的蔓延。

第三，避免共享目标变量的冲突（avoiding conflicts over shared targets）。例如，两国货币的比值就是两国共同面对的同一政策目标，该比值就是共享目标变量。如果对共同的目标设立了不同的目标值，就会产生直接的冲突。国家间的竞争性贬值是共享目标冲突的最典型表现。

第四，合作确定中介目标（cooperation intermediate targeting）。一国国内经济变量的变动，会通过国家间的经济联系而形成对其他国家的溢出效应，因此各国有必要对这些中介目标进行合作协调，避免对外产生不良的影响。这一中介目标既有可能是共享目标变量，也有可能是其他变量，如固定汇率制下本国的货币供给量。

第五，部分协调（partial coordination）。部分协调是指不同国家就国内经济的某一部分目标或工具进行协调。例如，仅对各国的货币政策进行协调，而听任各国根据具体情况独立使用财政政策。

第六，全面协调（full coordination）。全面协调是指将不同国家的所有主要政策目标、政策工具都纳入协调范围，从而最大限度地获取政策协调的收益。

#### 国际货币政策协调的障碍

在国际货币政策协调实践中存在种种障碍，主要包括：

——各国政府对本国经济内在机制的看法与对其他国家经济内在机制的看法往往不一致。这样，各国在政策变动对政策目标的作用问题上就会有不同的见解。因此，进行国际货币政策协调并非易事。

——如果各个国家政策目标存在冲突，它们就可能隐藏各自的真实目标；或者，各国公开自己的真实目标后拒绝进行政策协调。

——理论研究得出的成本低、效益大的最优政策安排往往是复杂的，实践中可行的是形式相对简单的政策。简单政策的实施会要求较大的成本，从而降低协调的吸引力。

——如果参与国际货币政策协调的某一或某些政府进行私自的政策安排，其他国家就会考虑相应对策，结果则是国际货币政策协调流于形式。

【复习思考题】

1.自己设计一些例子，说明一国物价和利率的变动是怎样影响汇率的。

2.汇率的波动对一国经济和金融会产生什么样的影响？

3.从1997年以来，关于我国人民币是应该升值还是贬值的争论持续不断。你持何种看法？

4.在货币领域，对内的政策目标与对外的政策目标是否存在冲突？是否能够使之统一？

5.在货币政策存在国际传导的背景下发展了国际经济政策协调理论。试对不同的论点进行剖析，并对推进国际经济政策协调的前景作些估计。

# 第四篇 金融运行的微观机制

## 第二十二章 利率的风险结构与期限结构

### 第一节 利率的度量

#### 概念和计算公式

利息计算中有两种基本方法：单利（simple interest）与复利（compound interest）。单利的特点，是对已过计息日而不提取的利息不计利息。其计算公式是：

C=Prn （22·1）

S=P（1+rn） （22·2）

式中，C为利息额；P为本金；r为利息率；n为借贷期限；S为本金和利息之和，简称本利和。

复利是将上期利息并入本金一并计算利息的一种方法。如按年计息，第一年按本金计息；第一年末所得的利息并入本金，第二年则按第一年末的本利和计息；第二年末的利息并入本金，第三年则按第二年末的本利和计息；如此类推，直至信用契约期满。中国对这种复利计息方法通俗地称为“息上加息”。其计算公式是：

S=P（1+r）n （22·3）

C=S-P （22·4）

简言之，在确定的借贷期内，按复利计息的次数越多，投资人的利息收入就越高。当然，筹资人的利息成本也就越大。

#### 复利反映利息的本质特征

过去多年来，在我国有一个奇怪的现象：承认利息客观存在的必要性，却不承认复利。似乎单利可以同社会主义相容，而一提复利，立即就与“利滚利”、“驴打滚”联系起来，似乎是剥削、是罪恶。

其实，无论是单利还是复利，都是利息的计算方法，而不论哪种经济理论，只要承认利息的存在，就是承认资本可以只依其所有权取得一部分社会产品的分配权利。如果承认这种存在的合理性，那就必须承认复利存在的合理性。因为按期结出的利息属于贷出者所有。假定认为这部分所有权不应取得分配社会产品的权利，那么本金的所有权也就不应取得这种权利。简言之，否定复利，也必须否定利息本身。

事实上，我国银行的告示牌上虽然均以单利标示，但实际一直没有能够否定复利原则。以我国储蓄利率为例，可以非常清楚地说明这个问题。比如，定期1年的储蓄利率必须保证按这样的利率所计算出来的1年的利息要大于按活期储蓄的月利率用复利方法所计算出来的1年的利息。例如，1971年10月调整的储蓄利率，活期月利率为0.18%，1年定期年利率为3.24%。活期存1年的利息回报（按单利计为2.16%，按复利计为2.18%）均低于3.24%。至于不同期限的定期储蓄，按单利，当然年限越长，利率越高。以1999年6月调整的定期储蓄年率——依然是单利——为例，1年期的为2.25%，2年期的为2.43%，3年期的为2.70%，5年期的为2.88%。这样的利率系列保证：1年期储蓄到期立即提取并把本利和再存入1年定期，到第2年期满取得的累计利息回报，小于按公布的2年期单利所取得的回报；2年期储蓄到期立即提取并把本利和再存入3年期的储蓄，到第5年期满所取得的利息累计回报，小于按公布的5年期单利所取得的回报，依此类推。也就是说，换算为复利表示，也必须是期限短的低、期限长的高。把2.43%、2.70%、2.88%换算为复利，分别为2.40%、2.63%、2.73%，完全符合这样的要求。其实，无论哪个年份，也无论哪种存贷款利率，都是本着这样的原则设计的。否则，人们就不会存定期储蓄，更不会存期限长的定期储蓄。

#### 两个有广泛用途的算式

在我国银行储蓄存款业务中，有一种零存整取，还有一种整存零取。前者是每月（或每周、每年）按同一金额存入，到约定的期限本利和一次取出。其算式是：

10-1

式中，P为每月（或每周、每年）存入的金额；n为依次存入的次数。

后一种整存零取是一次存入若干金额的货币，在以后的预定期限内，每月（或每周、每年）提取同一金额的货币，当达到最后期限的一次提取时，本利全部取清。其算式是：

10-1

式中，P为每月（或每周、每年）提取的金额；n为依次提取的次数。

这两个算式有很广泛的用途。如在消费信贷中，还款的安排通常是在贷款实施之后至约定的到期日之间，如多少年，分月按同等金额支付，期满还清。这属于定期定额还清贷款的方式，很显然，要采用“整存零取”的算式设计。至于在类如养老年金的设计中，前者是典型的年金终值计算公式，而后者则是典型的年金现值计算公式。“终值”、“现值”的概念下面立即讲述。

#### 现值与终值

由于利息成为收益的一般形态，所以任何一笔货币金额，不论将作怎样的运用，甚至还没有考虑将作怎样的运用，都可根据利率计算出在未来的某一时点上，将会是怎样的金额。这个金额就是前面说的本利和，也通称为“终值”（future value）。如果年利率为6%，现有100000元，在5年后的终值可按复利公式（22·3）计算，即

100000×（1+6%）5 =133822.56（元）

把这个过程倒转过来，如果我们知道在未来某一时点上有一定金额的货币，只要把它看做那时的本利和，就可按现行利率计算出要想取得这样金额的本利和在现在所必须具有的本金，即

P=S/（1+r）n （22·7）

设5年后期望取得一笔100000元的货币，假如利率不变，现在应有的本金是：

100000/（1+6%）5 =74725.82（元）

这个逆算出来的本金称为“现值”（present value）；这个公式叫做贴现值（present discounted value）公式。

现值的观念有很久远的历史。中国过去流行一种倒扣息的放债方法，如契约上名义是借100元还100元、半年还清，在月息3分的情况下，不计复利，贷者付给借者的只是85元。现代银行有一项极其重要的业务，即收买票据的业务，其收买的价格就是根据票据金额和利率倒算出来的现值。这项业务叫“贴现”，现值也称贴现值（present discounted value）。

现值的计算方法不仅可用于银行贴现票据等类似业务方面，而且还有很广泛的运用领域。

#### 竞价拍卖与利率

第十二章第一节在介绍基准利率时，曾提到通过竞价拍卖（open-outcry auction）形成利率的问题。

在市场经济中，不少涉及信用行为的契约并不列有利率。如有的债券只有面额而不标明利率，习称“无息债券”。发行时采用拍卖方式。设一种面额100元、半年期的债券以97元成交，那么它的年利率，利用计算贴现值（present discounted value）的公式（22·7）计算，就是：

（100/97）2 -1=0.0628（即6.28%）

在市场经济国家，各种债券以及许多金融工具，相当大的部分均采用竞价拍卖的方式。在市场价格低于或高于面值时，不论是否有票面利率，都决定了实际起作用的利率。有的竞价拍卖，其标的的本身就是利率。

在我国，竞价拍卖的办法近几年来有极其迅速的发展，如各种债券也大多采用竞价拍卖的方式发行。在美国，短期国债均采用拍卖方式。

通过竞价成交，实际也就意味着在这个时点上市场基准利率水平的形成。

#### 利率与收益率

在涉及利率问题的研究和实践中，有一个使用非常广泛的收益率（yield）概念与利率概念并存。

收益率实质就是利率。作为理论研究，这两者无实质性区别。而在实际生活中，由于种种原因——往往是习惯的原因——使两者出现差别。

例如，为了对不同期限的投资项目收益率进行比较，往往需要将不到1年期的利率转化为年率，这需要换算。在西方的一些国家，要把月率用年率来表示，习惯的做法是以12乘月率；如此算出的结果也获得“利率”的称谓。显然，这样换算极不精确。设y代表年率，rm 代表月率，精确的年率换算应该引入复利观念，其算式应是：

y=（1+rm ）12 -1 （22·8）

为了区别于习惯的年度的利率称谓，如此求出的y称为年度的收益率。

再如，类如无息债券之类，本身就没有规定利率。要是根据拍卖成交价逆算出收益的大小，叫“收益率”极其自然。

### 第二节 利率的风险结构

到期期限相同的债券或许有着不同的利率，这些不同利率之间的联系被称为利率的风险结构（risk structure of interest rates）。通常而言，利率的风险结构由债券发行人的违约可能、债券流动性以及税收政策等因素共同决定。

#### 违约因素

违约因素直接影响债券的利率水平，由违约因素导致的偿债风险通常被称为违约风险（default）。违约风险也称信用风险，是指债券发行人到期无法或不愿履行事先承诺（或约定）的利息支付或面值偿付义务的可能性，这种可能性将对债券利率产生重要影响。通常情况下，国债被认为不存在违约风险，因为政府有税收作为后盾，从而具有较强的清偿债务的能力。相比之下，企业债券的违约风险要大得多。当企业遭受经营困境甚至发生重大损失时，由于不存在其他稳定可靠的资金来源渠道，极有可能丧失偿债能力，因此发生债务违约的可能性极大。违约风险的差异在很大程度上决定了债券利率的差异。对于相同到期期限的债券，企业债券通常要比国债支付更高的利率。在到期期限相同的情况下，有违约风险的企业债券与无风险的国债之间的利差便是风险溢价（risk premium）。

通常而言，有违约风险的债券总会存在正的风险溢价，而且风险溢价会随着违约风险的上升而增加。既然违约风险对于债券的定价、利率以及预期回报率产生如此大的影响，那么让债券投资者及时而全面地了解债券违约的可能性就显得十分必要。目前，投资者一般可通过信用评级机构的评级了解所要投资债券的品质和违约的可能性。

#### 流动性因素

流动性是影响债券利率的另一重要因素。根据前面已经学过的知识，流动性被用来衡量金融资产转换为现金的能力。债券的流动性越强，意味着它转换成现金时所支付的成本会越低。正因如此，投资者通常喜欢持有流动性强的债券。不过，流动性强同时意味着收益率低，如果投资者选择持有流动性强的债券，就得以放弃部分收益为代价；反之亦然。

国债通常具有很强的流动性，相比之下，企业债券的流动性就较差。无论出现什么情况，国债可以随时随地十分方便地出售；对于企业债券，在紧急情况下，可能很难找到买主，即便找到了买主，也不会卖出一个好价钱。特别地，投资者一旦持有长期企业债券，如果没有相应的二级市场，就只能一直持有到到期日；如遇意外情况，很容易陷入流动性困局。既然如此，投资者在购买这种企业债券时，一般会三思而后行。

流动性会影响投资者持有债券的愿望，在到期日和利率相同的情况下，投资者通常会选择持有流动性强的债券。要让投资者对流动性较差的债券产生需求，债券发行者就得提供相应的流动性补偿。直观地说，在流动性较差的债券的利率中，有必要包含一个利差，即流动性溢价（liquidity premium）。

#### 税收因素

债券利息的税收政策同样会影响债券利率。比如在美国，州和地方政府发行的市政债券存在违约的可能性，其流动性也弱于国债。但是长期以来，市政债券的利率要低于国债。究其原因，针对市政债券利息的相关税收政策迥异于国债。具体地说，在美国，市政债券的利息可以免缴联邦所得税（与此相对应，国债可以免缴州与地方所得税），这就等同于提高了市政债券的预期回报率。对于投资者来说，即使市政债券的利率较低、流动性较差，有时还存在违约风险，但若考虑了税收减免因素，持有市政债券的回报仍然较高。结果，市政债券的市场需求增加了。

基于以上讨论，政府税收政策调整对债券市场所产生的影响就会一目了然。例如，布什政府的减税政策将提高市政债券相对于国债的利率，而奥巴马政府有关撤销布什政府针对富人减税计划的政策将会降低市政债券相对于国债的利率。

### 第三节 利率的期限结构

#### 什么是利率的期限结构

在由多种多样利率所构成的系统中，存在着种种结构。其中，利率的期限结构（term structure of interest rates）特别受到关注。

任何一种利率大多对应着不同期限。如存款利率，对应着长短不同的期限有高有低，这是存款利率的期限结构；国债利率，对应着长短不同的期限有高有低，这是国债利率的期限结构等等。由于市场经济中的利率是不断变动的，所以利率的期限结构总是某年、某月、某日的期限结构。例如，表12—1所表示的就是2008年4月17日和2012年4月26日美国政府债券的利率期限结构。

通常说来，都是以基准利率的期限结构来表示一个经济体的利率期限结构。第十二章第一节也提到，一个社会中最理想的基准利率是在良好的国债市场上表现出来的收益率。所以，这个市场上不同期限国债的收益率的组合，就成为该经济体利率期限结构的代表。

利率期限结构对于金融活动具有十分重要的意义。比如，某个企业欲发行3年期债券，债券的发行价格以及票面利率的确定就需要参照这个时候市场上同期国债的收益率，并考虑在它的基础上按照风险程度所应增加的百分点，形成该企业债券的收益率；然后，在企业债券收益率的基础上确定债券的发行价格或者债券的票面利率。

在我国，利率期限结构的研究也已开展，并已开始进入实用之中。

#### 即期利率与远期利率

对于研究利率的期限结构，有些习用的术语需要解释。即期利率（spot rate of interest）与远期利率（forward rate of interest）是其中的一对重要概念。

即期利率是指对不同期限的债权债务所标示的利率。

以2年期储蓄2.40%的利率为例进行分解。

——以1000000元储蓄，两年到期的本利和是：

1000000×（1+0.024）2 =1048576（元）

——两年储蓄中的第一年，其行为与储蓄一年定期没有差别，所以从道理分析，应按一年定期储蓄利率（为2.25%）计息。在一年期末，其本利和应是：

1000000×（1+0.0225）=1022500（元）

——如果是存一年定期，这时就可自由处理其本利和。假如无其他适当选择，再存一年定期，到第二年末得本利和：

1022500×（1+0.0225）=1045506.25（元）

较之1048576元少3069.75元。

——存两年定期储蓄，之所以可多得3069.75元，那就是因为放弃了在第二年期间对第一年本利和1022500元的自由处置权。这就是说，较大的效益是产生于第二年。如果说，第一年应取2.25%的利率，那么第二年的利率则是：

（1048576/1022500-1）×100=2.55%

这个2.55%就是第二年的远期利率。第三年、第四年、…、第n年的远期利率可用同样的方法推算。

如以fn 代表第n年的远期利率，r代表即期利率，其一般计算式是：

10-1

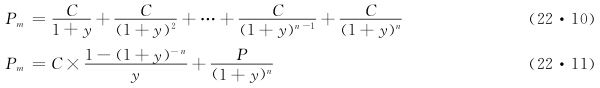
由于是推算出来的，所以也常常称之为隐含的远期利率。

这里用储蓄利率举例，只是由于居民储蓄利率较为大家所熟悉。债券等利率的即期利率与远期利率的关系也均如此。本节一开始就指出，利率期限结构的研究主要是以债券为对象展开的。

#### 到期收益率

在第一节讲到收益率时提到，由于债券的投资收益不仅取决于票面利率，同时还取决于其市场价格，所以要计算收益率。

到期收益率（yield to maturity）是指在如下两者的金额相等时所决定的现实起作用的利率：（1）到债券还本时为止分期支付的利息和最后归还的本金折合成现值的累计，在翻译的有关书籍中通常表述为“债券现金流（cash flow）的当前价值”；（2）债券当前的市场价格。设每年付息，期终还本，还有n年到期的国债，其面值为P，按票面利率每期支付的利息为C，当前的市场价格为Pm ，到期收益率为y，则y可依据公式（22·10）和公式（22·11）算出近似值：



到期收益率相当于投资人按照当前市场价格购买债券并且一直持有到期满时可以获得的年平均收益率。它的存在使不同期限从而有不同现金流状态的债券收益具有可比性。

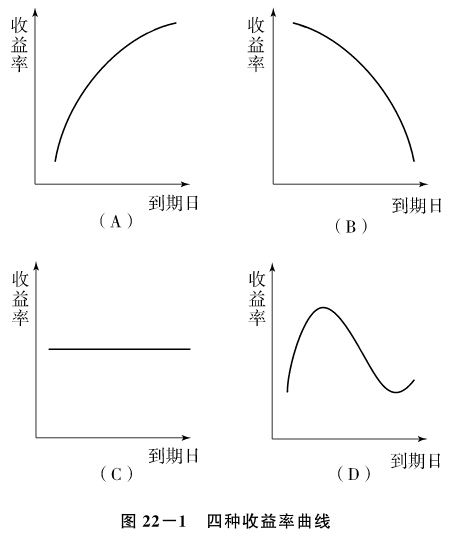
到期收益率取决于债券面额、债券的市场价格、票面利率和债券期限。不过，在债券偿还期内，面额、票面利率和期限是不会变化的（除非是浮动利率债券的票面利率可变）。因此，影响到期收益率变化的基本因素就是债券的市场价格。有太多的事情会影响债券价格波动：中央银行的再贴现率调整、债券发行人的资质状况、通货膨胀预期、债券剩余期限、股票市场价格波动，乃至政局、战争等等。由于债券价格变化直接引起债券到期收益率变化，因此，债券到期收益率几乎就是债券价格的另一副面孔。有不少债券市场直接用到期收益率对债券标价，交易人员则按照到期收益率而不是债券价格进行交易。

我国有关单位已计算和公布了国家债券和金融债券的到期收益率。

#### 收益率曲线

收益率曲线（yield curve）是对利率期限结构的图形描述。

根据过去不同时日的到期收益率绘制出来的收益率曲线形状各异。如何加以归纳，有不同的处理。其中之一是归纳为四种基本图形（见图22—1）：（1）向上倾斜状，我国现在开始绘制的收益率曲线也是向上倾斜的；（2）向下倾斜状；（3）水平状；（4）驼峰状。



为什么收益率曲线不是简单向上倾斜，体现期限越长、利率越高的结果？形成曲线种种不同走势的原因是什么？不同的曲线走势会给未来的利率预期提供什么信息？这些都是利率期限结构理论的重要内容。

#### 影响利率期限结构的因素

对于影响利率期限结构的因素解释主要有：人们对利率的预期，人们对流动性的偏好，资金在不同期限市场之间的流动程度等。比较经典的解释理论有预期理论（expectation theory）和市场隔断理论（market segmentation theory）。

（1）预期理论的特点是，对远期利率的行为有共同假设：都同意预期未来短期利率，或远期利率的变化方向决定收益率曲线的形态；同时，假定当前长期债券中的远期利率与市场对未来短期利率的预期有紧密联系。预期理论认为，预期的未来短期利率影响了收益率的曲线，而纯粹预期理论认为，只有远期利率代表预期的未来短期利率，并且只有远期利率，或者预期的未来短期利率，决定收益率曲线的形状。

（2）根据纯粹预期理论，远期利率或预期未来短期利率的变化决定了利率的期限结构和收益率曲线形状。而一定时间的利率期限结构反映了当前市场对未来一系列短期利率的预期：当预期未来短期利率上升时，会有上升的收益率曲线；反之，收益率曲线是下降的。换言之，上升的收益率曲线代表了人们对未来利率上升的预期，下降的收益率曲线代表了人们对未来利率下降的预期。

（3）流动性理论，在纯粹预期理论的基础上，提出债券期限从而流动性也会影响收益率曲线的观点。该理论认为，既然期限长的债券价格波动风险比短期债券大，人们自然会对这部分风险要求补偿，即要求流动性风险补偿。因此，只有在长期投资的收益率高于短期的平均预期收益率条件下，人们才会选择长期投资工具。于是，期限越长的债券，到期收益率应该越高。

（4）偏好理论接受了人们对未来短期利率的预期会影响收益率曲线的观点，但不赞同流动性理论中的观点。该理论并不否定收益率中包含对各种风险的补偿，不过偏好理论认为，期限越长的债券中包含越多流动性风险补偿的观点，只有在市场上所有的投资人均倾向于以尽快速度出售持有的债券，而所有的筹资人均要筹借长期资金的情况下才会发生。但这种情况事实并不存在。偏好理论认为，影响收益率曲线的另一个因素应该是不同期限资金市场的供求。当一个特定期限的资金市场上供求严重不均衡时，交易双方才会转向供求状态并非严重不足的其他期限的资金市场。

（5）市场隔断理论与预期理论完全不同，该理论认为，资金在不同期限市场之间基本是不流动的。这倒不是行政力量限制，而是金融机构的特定业务运作所导致的对资金期限的特定要求使然。不同金融机构有不同的负债性质，因而对资金的期限有特定需求。这种不同期限市场上资金流动的封闭性，决定了收益率曲线可以有不同的形态。

【复习思考题】

1.了解我国金融机构计息的方式。在什么场合用单利，什么场合用复利？

2.倘若你在银行有一笔储蓄存款，当储蓄存款利率下调时，你会根据怎样的判断做出反应？

3.利率与收益率之间是什么关系？如何度量收益率？

4.票面利率、收益率、到期收益率的异同何在？

5.什么是利率的风险结构？为什么企业债券的利率通常要高于相同期限国债的利率？

6.什么是利率的期限结构？运用期限结构理论解释为什么收益率曲线会有不同的形状？

7.从中国债券信息网查一查我国国债市场上利率期限结构的计算方法。

## 第二十三章 资产组合与资产定价

### 第一节 风险与资产组合

#### 金融市场上的风险

一般的理解，所谓风险，就是未来结果的不确定性。不确定程度越高，风险越大。金融市场上的风险可以大致分为市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、法律风险和政策风险。此外，还有道德风险。

市场风险（market risk）是指由基础金融变量，如利率、汇率、股票价格、通货膨胀率等方面的变动所引起的金融资产或负债的市场价值变化会给投资者带来损失的可能性。

信用风险（credit risk）是指交易对方不愿意或者不能够履行契约的责任，导致另一方资产损失的风险。信用风险也包括主权风险（sovereign risk），如当某个交易对方因为所在国实行外汇管制而不能履行责任之类的情况。

流动性风险（liquidity risk）有两种含义：一种是由于市场的流动性不高，导致证券持有者无法及时变现而出现损失的风险。另一种是金融交易者本身在现金流方面出现困难，不得不提前将金融资产低价变现，以致账面损失变为实际损失的风险。

操作风险（operational risk）是指由于技术操作系统不完善、管理控制缺陷、欺诈或其他人为错误导致损失的可能性。比如，交易未能得到执行的执行风险（execution risk）；工作人员蓄意隐瞒信息的欺诈风险（fraud risk）；自然灾害、不可抗力以及关键人物事故导致的风险等。

法律风险（legal risk）是指类如签署的合同因不符合法律规定而造成损失的风险。法律风险还包括由于违反政府监管而遭受处罚的风险。

政策风险（policy risk）是指货币当局的货币政策以及政府的财政政策、对内对外的经济政策乃至政治、外交、军事等政策的变动，可能给投资者带来的风险。

#### 道德风险

在对风险的讨论中，道德风险（moral hazard，又译“道德公害”）特别吸引人们的关注。道德风险的“风险”，英文是hazard，上面所说的各种风险的“风险”，却是risk。

投资者和融资者对信息的掌握是不对称的：一般情况下，投资者对于融资需求有关情况的了解，不可能像融资者了解得那么多。这就是说，市场上投资者面对的招股说明书、发债说明书以及后面将要讲到的银行所面对的贷款申请书等等，都有可能包含着道德风险。对于融资成立之后，融资者不按约定的方向运用所融入的资金，这类问题也归入道德风险的范围。

道德风险是对可用“道德”原因所引出的hazard的一组问题的概括。至于其可能的经济和金融结果则脱不出上述市场风险、信用风险等risk的范围之外。

#### 关键是估量风险程度

一个最基本的常识是，只要投资，就必然冒风险。进行风险无所不在的金融投资尤其是如此。

当然，人们不会因为投资有风险就不去投资。敢于冒险的人会倾向于作高风险的投资，一旦成功，可以有高额回报。小心谨慎的人，承受风险的能力较低，倾向于作谨慎型投资。当然，其投资的回报也会低些。

问题是要想办法估计投资对象的风险程度。在20世纪60年代以前，对风险的估计还是十分粗糙的，只能大概地用高、中、低的词汇衡量。1952年，美国经济学家、诺贝尔经济学奖获得者哈里·马科维茨（Harry Markowitz）提出资产组合理论（portfolio theory），使投资风险的衡量可以数量化。这是对现代金融理论的重大贡献。

#### 风险的度量

度量风险，首先需要知道投资收益率。投资收益率可以用这样一个公式计算：

10-1

式中，C为投资的资产收入，如利息、股息等等；P1 为期末价格；P0 为期初价格；P1 -P0 为资本收入——资本市价涨跌所带来的收入。

如果我们将风险定义为未来结果的不确定性，那么用数理统计的语言描述，投资风险就是各种未来投资收益率与期望收益率的偏离程度。所谓期望收益率，就是未来收益率的各种可能结果，乘以与它们相对出现的概率，然后相加。设Image00104.jpg 为期望收益率，则计算公式是：

10-1

式中，ri 为投资的未来第i种可能的收益率；pi 为第i种收益率出现的概率。

假定投资人要在A、B、C三种资产中选择一种或两种资产进行投资。估计第二年每种资产的收益率可能有4种结果，每一个估计的结果都有一个确定的概率与之对应，见表23—1。

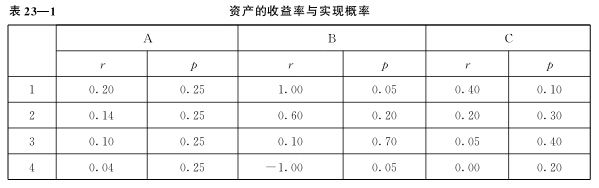


表23—1中，r为收益率；p为收益率实现的概率。根据以上公式计算出资产A、资产B、资产C的期望收益率是：

Image00104.jpg A =0.20×0.25+0.14×0.25+0.10×0.25+0.04×0.25=12%

Image00104.jpg B =1.00×0.05+0.60×0.20+0.10×0.70+（-1.00）×0.05=19%

Image00104.jpg C =0.40×0.10+0.20×0.30+0.05×0.40+0.00×0.20=12%

知道了期望收益率，就可以用收益率与期望收益率的偏离程度表示风险。具体地，是用标准差σ这个统计值表示

10-1

用这个公式计算，三种资产的风险度分别为：

σA =0.0583

σB =0.3239

σC =0.1212

资产组合理论认为，在一定统计期内已经实现的投资收益率变化及其发生的概率，基本符合正态分布。一些学者对股票收益率的历史数据研究证实了这一点。如果未来的收益率概率分布类似于过去的、已经实现的情形，那么可以认为未来收益率波动的概率分布基本符合正态分布。于是，测算标准差的意义就是：已经知道投资的期望收益率和标准差，即可计算收益率发生在一定区间的概率。以资产A为例，投资的期望收益率和标准差分别是12%和5.83%，那么投资收益率在12%±5.83%区间内变化的可能性是68%，在12%±2×5.83%区间的可能性约是95%等等。

#### 资产组合风险

为了估价资产组合风险，需要首先了解资产组合的期望收益率。

资产组合的收益率相当于组合中各类资产期望收益率的加权平均值。权数是各资产价值在资产组合总价值中所占的比重，其计算公式是：

10-1

式中，rp 为资产组合的期望收益率；wi 为第i种资产所占的比重； 是第i种资产的期望收益率。

知道了资产组合的期望收益率以后，就可以评价该组合的风险。与投资单一资产不同，当持有资产的种类超过一种时，对投资风险的衡量就不能停留在把各种单一资产的风险简单相加。因为多种资产的收益率之间可能存在不同的相关关系：可能是正相关，可能是负相关，也可能是不相关。正相关关系越强，通过组合投资降低风险的程度就越低；负相关关系越强，通过组合投资降低风险的程度就越高。

表达变量之间关系，在统计中采用协方差与相关系数。这样，计算资产组合风险的一般公式是：

10-1

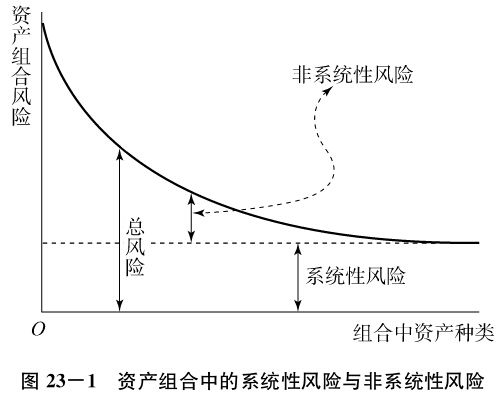
式中，σp 为组合的风险度；下标j表示第j种资产；ρij 为第j种资产收益率和第i种资产收益率之间的相关系数。

#### 投资分散化与风险

传统的投资理念告诉我们，规避风险的一个好方法就是不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里，这就是用投资分散化来降低组合风险。现实生活中，人们经常会自觉不自觉地应用投资分散化的原理，但这需要分析。

资产组合的风险分为两类：系统性风险（systematic risk）和非系统性风险（nonsystematic risk）。所谓非系统性风险，是指那种通过增加持有资产的种类数量就可以相互抵消的风险。经验数据证明，如果持有的资产种类数超过20种，资产组合中的非系统性风险就会被完全抵消掉。显然，可以相互抵消的风险是分别由各资产自身的原因引起的。如某上市公司更换总经理，可能使股票价格下降，而更换经理这种事件不会同时在许多公司发生；如某一家公司推出一个新型产品，可能导致该公司股票价格上升，而新型产品也不会同时普遍推出。假如这两个事件恰好同时发生而一个人碰巧持有这样两只股票，那么，这个人的总投资收益可能不升也不降，利好、利空相互抵消，收益率不变。系统性风险则是无法通过增加持有资产的种类数量而消除的风险。比如，经济衰退的预期可能使所有股票的价格下跌。这时，整个资产组合的价值会贬值，投资收益率必然下降。

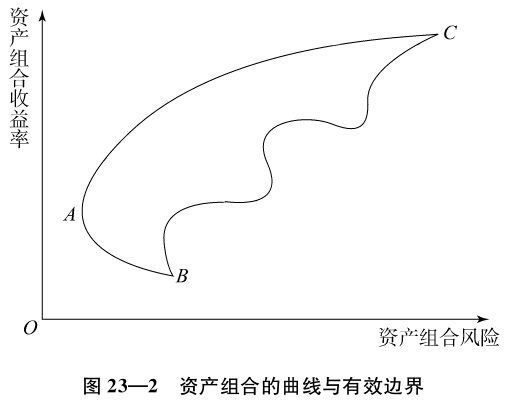
资产组合中的系统性风险与非系统性风险可以用图23—1表示。



从图23—1中可以看出，随资产种类在组合中数量的增加，非系统性风险被全部抵消掉，剩下的只有系统性风险。既然如此，人们总是希望在不影响投资收益的情况下，通过适当的分散投资，消除非系统性风险，从而降低整体风险。

#### 有效资产组合

资产组合的理论推出了有效边界（efficient frontier）理念。按照这个理念，任何一个投资组合均存在有效与无效之分。在一个相同的风险度上，可能存在很多组合，其中只有一个收益率是最高的，因而是有效的。在资产组合曲线上表现为有效边界的线段，如图23—2所示的AC曲线。



如果选择n种资产进行投资，对它们的任何一种组合都可以形成特定的组合风险与组合收益。在图23—2中，落在BAC区间内的任何一点都代表在n种资产范围内所组成的某一特定组合的组合风险与组合收益关系。但只有组合风险与组合收益的交点落在AC曲线上的组合才是有效的组合：它们在同等的风险上具有最高的收益率。其他的点不具备这样一种组合效果，因而是无效的资产组合。

有效边界的原理向我们展示，一个追求同样风险下最高投资收益的理性投资人所应选择的资产组合在哪里。但是，有效边界只是提供了一个有效的区间——AC曲线，而不是哪一个确定的点。这就是说，这一原理所提示的是可供选择的一组有效组合，而具体选择哪一个点则取决于投资人的偏好。

对于不同的投资人来说，是否“最好”，取决于他的风险承受能力。如果风险承受能力低，那么对他来说，最好的组合位于有效边界偏低的一端；如果投资人富于冒险精神，理想的组合点位于有效边界偏高的一端。

### 第二节 证券价值评估

#### 证券价值评估及其思路

有价证券的价格随行就市，似乎变幻无常，但无论它怎样变化，均会围绕其内在价值形成有规律的变化区间。如果某证券的市场价格低于其内在价值，就会上涨；如果价格已经远远高出内在价值，则将回落。因此，了解证券的内在价值，也就是对证券的价值进行评估（evaluation），对于制定正确的投资方案十分重要。

一个被普遍使用的估计内在价值的方法是对该项投资形成的未来收益进行折现值的计算，即现金流贴现法。用这个方法计算证券价值包括三步：第一，估计投资对象的未来现金流量；第二，选择可以准确反映投资风险的贴现率；第三，根据投资期限对现金流进行贴现。

#### 债券价值评估

多数债券的票面利率是固定的，只需要按照固定的利率计算定期支付的利息即可。如果买进债券以后一直保持到债券期满，最后一期的现金流就是利息加上债券面值。需要费些时间的是确定适当的贴现率，一般债券的贴现率可根据债券的信用等级确定。如果知道了债券的未来现金流、债券的贴现率以及持有期限，就有了计算债券价值的公式。第一，到期一次性支付本息的债券。其价值计算公式为：

10-1

式中，PB为债券的价格；A为债券到期时的本利和；r为贴现率；n为债券到期前的剩余期限。

第二，定期付息、到期还本的债券。这是一种最常见的债券形式，其价值计算公式为：

10-1

式中，C为定期支付的利息；M为债券的面值。

如果投资人在债券尚未到期时出售债券，则上述公式需要改写为：

10-1

式中，P为出售债券时的价格。使用这个公式时，困难在于估计未来出售债券时的价格。

第三，定期付息、没有到期日的债券。这种债券也称永久性债券。对持有人来说，这类债券意味着永久性的定期收入。在票面利率固定的情况下，每期的现金流是同样的。其价格计算式可以写成：

PB =C/r （23·9）

从债券价值的计算公式中可以看到，影响债券价格波动的因素主要是贴现率，也就是利率的变化。

#### 股票价值评估

如果投资的对象是股票，则评估价值的工作复杂得多。股票不像债券，没有偿还期限；除优先股以外，普通股股票的收益不确定。

对于普通股股票，计算价值的关键之一是估计未来的现金股票分红——投资人预期可以得到的未来收益。由于逐年的红利金额绝非必然等同，故计算普通股股票价值的一般公式为：

10-1

式中，Dt 为第t期的现金红利。

企业的盈利，在其发展过程中，不仅不会永远持平，也罕见永远递增或永远递减。因而，持有剩余要求权的股东可以分得的现金红利也不会是一成不变的格局。比如处于创业期和增长期的企业，一般来说，利润增速不稳定，但增速比较高；进入成熟期以后，增长速度会降下来，但增速却趋于稳定。因而，根据企业在不同寿命期的利润以及红利有不同增长速度的判断，需建立红利分阶段增长模型。

#### 市盈率

在评价股票价值时，除了现金流贴现法以外，还有一种相对简单的方法——市盈率（price-earning ratio）方法。所谓市盈率，是股票的市场价格与每股盈利的比值。如果能够找到一个可以参照的合理的市盈率，用它乘以股票的预期盈利，就可以很快地计算出股票的价值。其计算公式是：

股票价值=市盈率×预期每股盈利 （23·11）

由于市盈率在相当程度上反映着股票价格与其盈利能力的偏离程度，所以市盈率如果太高，可能意味股票的价格较大地高于价值，这时就需要卖出手中持有的股票，或不购买这种股票。如果市盈率太低，可能意味着股票的价值被低估，正是投资的好时机。

证券的监管部门也十分关注市盈率的高低。如果市场的平均市盈率太高，政府可能得出市场泡沫过大的判断。

### 第三节 资产定价模型

#### 为什么要研究资产定价模型

上一节在讨论有价证券价值确定的内容中，仅提示，应选取与风险相匹配的贴现率r。当学习了风险衡量以及资产组合的理论以后，就可以着手解决这一课题。

资产定价模型（asset pricing model）就是帮助我们找到适当的贴现率并确定资产价值的一种有用工具。

资产定价模型主要是资本资产定价模型（capital asset pricing model，CAPM）。后来有多要素模型和套利定价模型之类的发展。

#### 资本市场理论

资本资产定价模型是1964年由威廉·夏普（William Sharp）、约翰·林特纳（John Lintner）和简·莫辛（Jan Mossin）三人同时提出的。这个模型以及有关的资本市场理论是建立在马科维茨的资产组合理论基础上的。

在资产组合理论中，我们假设构造的组合中所有资产都是风险资产。如果引入无风险资产（risk free assets）进入资产组合，资产组合理论作了这样的假设：在资产组合中引入无风险资产，并且假定投资者对于风险资产的投资是按照一个特定的市场组合进行的，则新构成的组合是包含一种无风险资产和一组风险资产所构成的特定组合。无风险资产，在一个经济体中基本只有一类，如政府债券；一组风险资产组合中的风险资产，实际只是限定在证券市场上的风险资产，如股票。股票价格的变化反映发行人的风险以及发行人所在行业、所在社会的风险；而股票市场则汇聚了来自多行业的众多企业的股票，所以股票市场所有资产的组合，在一定意义上可以代表社会所有风险资产的集合。这样的风险资产组合称为市场组合（market portfolio）。

用F和M分别代表一种无风险资产和市场组合，则新的资产组合等于F+M。这个新资产组合的收益和风险可根据公式（23·4）和公式（23·5）展开：

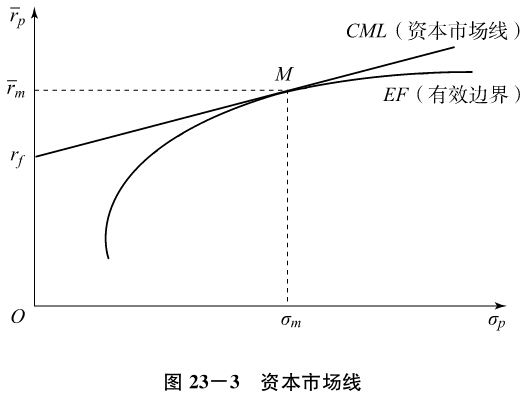
10-1

式中，rf 与 分别为无风险资产与市场组合的期望收益率；wf 与wm 分别为两类资产的比重；σf 与σm 分别为无风险资产与市场组合的标准差。由于无风险资产的风险为零，即σf =0，那么相关系数ρf,m =0。很显然，引入无风险资产以后，资产组合的风险计算公式并没有变得复杂——组合的风险相当于风险资产在组合中的比重乘以其标准差：

σp =wm σm （23·14）

这是迈向资本资产定价模型的重要一步。

根据新资产组合的期望收益率和风险，可以在坐标图上画出一条向上倾斜的、与马科维茨资产组合曲线相切的直线。这条直线叫做资本市场线（capital market line），见图23—3。



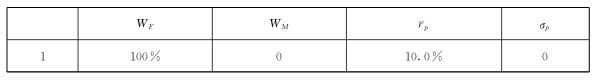
在图23—3中，CML线的斜率是（ -rf ）/σm ；直线的截距是无风险利率，表示当资产组合中所有的资金投资于无风险资产时，即wf =100%、wm =0时，该资产组合所对应的风险与收益率。资本市场线上的M点同时位于马科维茨的有效边界之上，它表示当所有的资金全部投资于风险资产组合时，与资产组合的风险与收益相对应的点，这时，σp =σm 、 = 。

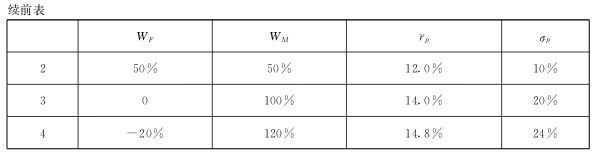
在资本市场线上，所有的点均表示一种无风险资产F与市场组合M这两者的任意一种组合所对应的风险与收益。其中，rf -M线段上的点表示wf 与wm 在0和1之间相互消长的变动。在这个线段上，对于F和M的投资都是正方向的。在M点向右上方延伸的线段上，所有的点则代表与如下一种情况相对应的风险与收益：无风险资产投资F为负，而市场组合M的投资比重大于1。当以无风险利率借入无风险资产并用以全部投资于风险资产组合时，这时的无风险资产投资F为负。

例如，有无风险资产F与风险资产组合M，两者的风险与收益如下：



设F与M有四种组合，每种组合的风险与收益如下





将计算出来的组合风险与收益描画到坐标图上，我们会发现一条向上倾斜的、与有效边界相切的直线。

只要存在有可能按照无风险利率投资、借贷的机会，投资人就更愿意持有无风险资产F和风险资产组合M。从图23—3可以看出，由于资本市场线除了与有效边界的切点M以外，其他各点均位于有效边界的上方。从以相同的风险追求最高收益的动机出发，选择在资本市场线上的投资组合效果最优。

#### 资本资产定价模型

资本市场线可以公式表示为：

10-1

式中， -rf 为市场组合M的风险溢价，即由于资产有风险而相应可以获得高出无风险资产收益的收益。

公式右边分为两部分：第一部分用无风险利率表示投资的机会成本补偿；第二部分表示投资的风险溢价。

但是，由资本市场线公式得出的期望收益率并没有针对某一个资产，因而无法解决某个资产的定价问题。经济学家希望能在资本市场线公式的基础上进一步发展，得到单个资产的期望收益率。

这需要先弄清一个问题，即单个风险资产（如股票）的收益率与市场组合收益率之间的关系。首先假定，投资人持有的是一组资产而不是单一资产。因此，对于每一项资产，投资人所关心的不是该资产本身的风险，而是持有该资产后，对整个资产组合风险的影响程度。在这个基础上，确定该资产的风险补偿以及期望收益率。

单个资产对整个市场组合风险的影响可以用β系数表示。这一系数相当于资产i与市场组合——包括资产i在内的市场组合——的协方差同市场组合方差之比：

10-1

式中，βi 为第i种资产的市场风险溢价系数。

单个资产的期望收益率可以用下面的公式表示：

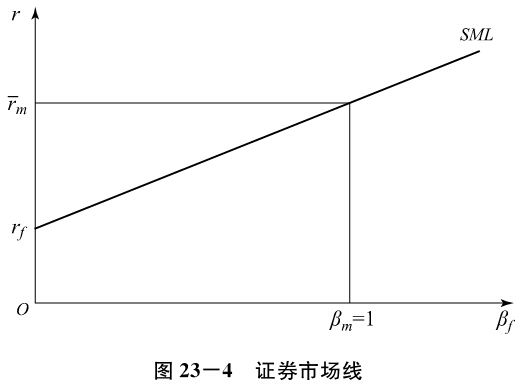
 =rf +βi （ -rf ） （23·17）

这个公式就是资本资产定价模型。

因此，某特定资产收益率与市场组合收益率的协方差越大，该资产的β值越大，期望收益率也越大。从资本资产定价公式中还可以知道，无风险资产的β系数为零，即β=0；市场组合的β系数为1，即βm =1。

资本资产定价模型反映的是一个特定资产的风险与其期望收益率的关系。公式右边的第一项表示投资的机会成本补偿，用无风险利率表示，第二项表示投资的风险补偿，用对于市场风险溢价调整以后的数据表示。

特定资产风险与预期收益率的关系可以用证券市场线SML表示，见图23—4：



证券市场线是以无风险利率为截距、斜率为 -rf 的直线。它直观地表现出特定资产的风险与期望收益率的关系。

到这里，我们就基本解决了通过资本资产定价模型寻找与资产风险匹配的贴现率的问题：只要给定特定资产的β系数，以及无风险利率和市场风险溢价，就可以得出该资产的期望收益率。

例如，已知目前的无风险利率是3%，市场组合的风险溢价是5%，如果某股票的β系数是1.5，那么该股票的期望收益率就是：

3%+1.5×5%=10.5%

用这个期望收益率作为评价该资产价值的贴现率，对预期现金流进行贴现，就可以完成用现金流贴现法评价资产价值的过程。

资本资产定价模型以及资本市场线表示的是在市场均衡状态下单个资产的期望收益率与风险的关系。但市场并不总是处于均衡状态的，这时，资产价值或被高估或被低估，表现为按照市场价格计算出来的投资收益率高于或者低于用资本资产定价模型计算出来的值。在图23—4中，则表现为相关的点或落在SML直线的上面，或落在下面。如果某只股票的收益率大于或小于用资本资产定价模型计算出来的收益率，则意味着该股票的价值已经被低估或者高估，投资者可以决定是买进还是卖出该股票。

资本资产定价模型是现代金融学研究中具有里程碑意义的成果。正因为此，后人对其进行了大量的实证研究，以求其在理论研究和实践中具有正确的指导意义。但实证研究的结论引起了大量的、进一步的讨论，而一些研究结果显示，β系数与资产的平均收益率之间的关系并不密切。于是，人们在资本资产定价模型基础上进一步研究，并形成了一些新的资产定价模型。

### 第四节 期权定价模型

#### 期权价格与期权定价模型

期权这种衍生金融产品的价值体现为期权费（option premium），即期权的买主按特定价格从期权的卖主买进期权所支付的款项。期权费的多少就是期权的价格；行文中也有期权费价格（option premium prices）的说法。

期权费包含两部分内容：内在价值（intrinsic value）与时间价值（time value）。

在期权领域中，内在价值的术语是专指期权相关资产的市场价格与执行价格，也叫履约价格（strike price，exercise price），两者之间的差额。对于看涨期权来说，内在价值等于市场价格大于执行价格的部分。例如，一种作为期权合约的股票，其执行价格是50美元，市场价格是52美元，则该股票的内在价值就是2美元。对于看跌期权来说，内在价值等于市场价格小于执行价格的部分。例如，一种作为期权合约的股票，其执行价格是52美元，市场价格是50美元，则该股票的内在价值也是2美元。市场价格与执行价格的差越大，期权的内在价值就越大。内在价值是期权费的核心部分。

期权的时间价值，是指期权费超过其内在价值的部分。在美式期权中，随着期权的有效期限的加长，期权的价值会随之加大。之所以如此，有这样的解释：比较其他条件相同只有到期日不同的两只期权，有效期长的期权，其执行的机会包含了有效期短的期权所可能有的执行合约的机会；而有效期短的期权，则不可能有超过自己的有效期却处于有效期长的期权在其到期日之前所具有的执行合约的机会。

期权定价的理论模型，是在期权交易实践存在很久之后于1973年问世。在这方面做出重要贡献的是费希尔·布莱克（Fischer Black）、迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）和罗伯特·默顿（Robert C.Merton）。斯科尔斯和默顿也因此获得了1997年的诺贝尔经济学奖。（注：布莱克于1995年逝世。）

按照期权的运作原理，对于购买期权者来说，期权的内在价值不会小于零。按美式期权，看涨期权Call（call option）的价值区间是：

Call≥max（0，P-S） （23·18）

看跌期权Put（put option）的价值区间是：

Put≥max（S-P，0） （23·19）

式中，P为相关资产在合约执行时的市场价格；S为执行价格。

按照欧式期权，上面公式中的“≥”符号需要改成“=”符号。

期权价值的边界只给出了一个价值变化区间，要得到具体的数量值，还需要借助于不断发展的期权定价模型。到目前为止，有关的研究又有很大进展。但在说明基本原理时，还需要从最简单的二叉树定价方法开始。在本教材中，也仅限于用通俗的方式讲解这方面的最基本原理。

#### 期权定价的二叉树模型

为了给期权定价，需要设计一个对冲型资产组合（hedge portfolios）。设计的对冲型资产组合包括：（1）需要买进一定量的现货资产；（2）卖出一份看涨期权（为了简化，以下均就欧式期权讨论），该期权的相关资产就是买入的那种现货资产；（3）买入现货的量必须足以保证这个组合的投资收益率相当于无风险利率，从而使投资成为可以取得无风险利率收益的零风险投资。

先举一个具体例子：

假定某资产的当前市场价格是80元，预期一年以后价格可能上升到100元，也可能下降到70元。同时假定市场上现在有这种资产的看涨期权，期限一年，执行价格是80元，恰好等于当前的市场价格。这时，投资者可以买入该资产的2/3，为此要付出53.33元（=80×2/3）；同时卖出一份看涨期权，从而有一笔期权费收入C，即看涨期权的当前价格。两者相抵，实际的投资额为53.33元-C。

当资产的价格一年以后上升到100元时，期权买方会行权，即按照约定的80元价格要求投资者出售资产。由于投资者手中只有该资产的2/3，所以还得按100元的市场价格从市场上购买不足的1/3用于交货，支付的金额是33.33元；同时，得到80元的资产销售收入。在买卖合约和执行合约时，投资者的支出总额是86.67元-C［=（53.33-C）+33.33］。如果暂不考虑C，投资者亏损6.67元（=86.67-80）。

假如一年后资产的市场价格下降到70元，期权买方不会行权。这时，投资者的资产价值——起初买入该资产2/3的买入价值——要相应贬低。如果不考虑C，投资者亏损6.67元［=（80-70）×2/3］，即与资产的市场价格上涨到100元时亏损的数量一样。

之所以不管资产的价格是涨是跌都会出现同样的结果，显然是由于在出售看涨期权合约的同时购买了2/3数量的同一种资产的现货，从而起了对冲作用。

考虑到有期权费收入C，可能不亏。由于不管资产的价格是涨是跌都亏6.67元，所以从平衡亏损的角度考虑C，C的决定是与资产价格的涨跌无关的。但还有一笔收益是必须加以考虑的，那就是投资应取得的无风险利率的收益。假设无风险利率是10%，则应有的收益是（53.33-C）×10%。如果C满足下式：

C=6.67+（53.33-C）×10%

即C等于10.91元，则投资者的投资行为是零风险的。

分析到这里可以看出，为了建立对冲组合，每出售一份看涨期权合约的同时需要购买一定比例的同一种资产的现货，这个比例叫做对冲比率。例子中的对冲比率是2/3。正是对冲比率足以保证组合的投资收益率相当于无风险利率。

以下推导如何确定对冲比率，进而确定期权价值的方法。

就看涨期权——而且是欧式期权——讨论，假设P0 为期权合约中资产的当前价格；u为该资产到合约执行时价格上升的幅度；d为该资产到合约执行时价格下降的幅度；r为时间为1期的无风险利率；C为看涨期权的当前价格；Cu 为资产价格上升时的看涨期权内在价值；Cd 为资产价格下降时的看涨期权内在价值；S为看涨期权的执行价格；H为对冲比率。

当构造一个买进现货资产、卖出看涨期权的对冲交易时，投资于资产现货的资金相当于HP0 ，扣除卖出期权的收入，投资成本是HP0 -C。

到期末，资产组合的价值是：

（1）当资产价格上升时，有uHP0 -Cu 。

（2）当资产价格下降时，有dHP0 -Cd 。

由于要求的是无风险的投资组合，所以，无论资产价格是升还是降，投资组合的结果，即期末的资产价值应该一样，即

uHP0 -Cu =dHP0 -Cd （23·20）

由公式（23·20）求解H，可得：

10-1

由于Cu =max（0，uP0 -S），Cd =max（0，dP0 -S），当合约执行时的价格P0 为100时，Cu =20，当P0 为70时，Cd =0。于是，在上面的例子中，H=（20-0）/［（1.25-0.875）×80］=2/3。

一旦知道了对冲比率H，就可以进一步求出看涨期权的价格C。

由于这个无风险投资组合的投资成本是HP0 -C，按照无风险利率r计算，所投本金的未来价值应该是（1+r）（HP0 -C），并且等于到期时资产的价值uHP0 -Cu 或者dHP0 -Cd 。因为uHP0 -Cu =dHP0 -Cd ，可任取其一。如取价格上涨时的资产价值表达式，则有

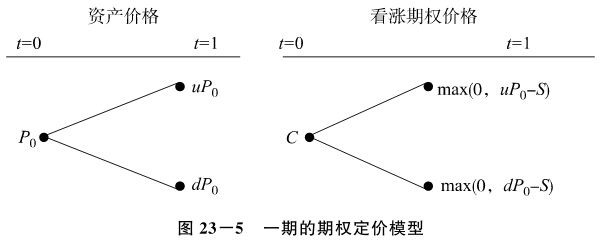
（1+r）（HP0 -C）=uHP0 -Cu （23·22）

将对冲比率H的计算式代入公式（23·22），有

10-1

将上面所举例子中的u=1.25，d=0.875，r=0.10，Cu =20元，Cd =0元的假设数据代入其中，得到期权的价值为10.91元。

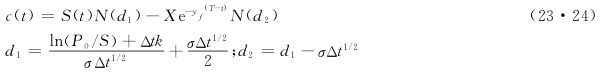
以上为期权定价的方法称为二叉树模型。之所以如此称谓，是由于论证出发点的基本要素可以由图23—5形象地表达出来。

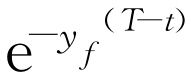
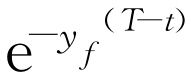


#### 布莱克-斯科尔斯定价模型

布莱克与斯科尔斯的最大贡献，是导出一个相对简单的方程，使其能够在广泛的情况下对期权定价。对它的论证是有关专门学科的内容，下面仅作简单提示。

布莱克-斯科尔斯定价模型假定期权是欧式看涨期权；价格可以在期间内连续变动；无风险利率在期间内不发生变化；假设相关资产为股票，股票没有现金和利息等分红收入。该定价模型可表示为：



式中，c（t）为欧式看涨期权在到期日前t时刻的市场价格；S（t）为相关资产（股票）在t时刻的市场价值；N（d1 ）为股票的数量；X 为到期日T市场价格为X的无风险证券在t时刻的折现值；yf 为无风险利率； 为无风险利率的折现因子；N（d2 ）为无风险证券的数量；N（d1 ）和N（d2 ）为累积正态分布函数值，随着时间的变化而变化。

布莱克-斯科尔斯定价模型的期权函数式是：

c（t）=f（S（t），X，（T-t），yf ，σ） （23·25）

式中，第一个因素和第四个因素是可观察的市场因素，第二个因素和第三个因素是合约本身定义的，只有第五个因素σ需要对价格波动进行统计分析。

【复习思考题】

1.种种金融工具的交易，几乎都不按票面值进行，为什么？你是否知道钞票也有不按票面计价的情况？

2.下面哪种证券具有较高的实际年利率？

（1）票面金额为100000元，售价为97645元的3个月期限的国库券。

（2）售价为票面金额，每半年付息一次，息票率为10%的债券。

3.某公司发行5年到期的债券，票面面额为1000元，售价为960元，年息票率为7%，半年付息一次。试计算：

（1）当期收益率。

（2）到期收益率。

（3）持有3年后，将该债券以992元的价格出售，则该投资者的实际收益率为多少？

4.对于金融资产——无论是原生工具还是衍生工具——的评估，都提到“内在价值”这个概念。这个概念的本质内涵是什么？

5.如何理解金融资产的收益与风险的对称原则？试通过对一些金融工具特征的简要分析来表达你对这一问题的理解。

6.对于金融资产的风险大小和收益高低，人们早就凭借经验进行估计，并懂得对资产进行“选择”和“组合”。为什么说只有当对风险的科学度量成为可能，才有资产组合理论和资产定价模型理论的发展？

7.也许你过去听到过期权定价模型获得了诺贝尔经济学奖。对于这个定价模型的贡献，人们是怎样估价的？

## 第二十四章 商业银行业务与管理

### 第一节 商业银行的负债业务

#### 负债业务

商业银行的负债业务（liability business）是指形成其资金来源的业务，其全部资金来源包括自有资本和吸收的外来资金两部分。自有资本包括其发行股票所筹集的股份资本以及公积金和未分配的利润，这一部分也称权益资本。

商业银行的资金来源中自有资金所占比重很小，不过却是吸收外来资金的基础。外来资金的形成渠道主要是吸收存款、向中央银行借款、向其他银行和货币市场拆借以及发行中长期金融债券等。

#### 吸收存款

吸收存款（deposit）的业务是银行接受客户存入的货币款项，存款人可随时或按约定时间支取款项的一种信用业务。这是银行的传统业务，可以说，吸收存款是银行与生俱来的基本特征。

传统的分类方法将存款划分为活期存款、定期存款和储蓄存款三大类。当前实际生活中的存款名目繁多，但不外乎是这三类存款的变种。

（1）活期存款（demand deposit，sight deposit）。它是指那些可以由存户随时存取的存款。存入这种存款的，主要是用于交易和支付用途的款项。

这种存款在支用时需使用银行规定的支票，因而又有支票存款（check deposit）之称。支票存款，在许多国家，允许超过存款金额——当然有约定的限额——签发支票。超过存款金额签发支票叫“透支”（overdraft）。

开立这种存款账户的目的是为了通过银行进行各种支付结算。由于支付频繁，银行提供服务要有成本开支，所以一般不对存户支付利息。虽然活期存款时存时取、流动性很强，但存取错综交替之中总会在银行形成一笔相对稳定、数量可观的余额，构成银行一项重要的资金来源。

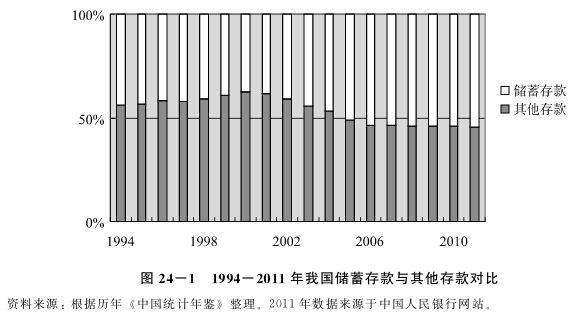
（2）定期存款（time deposit）。它是指那些在确定的到期期限后才准提取的存款。对于定期存款，银行一般是向存户出具存单，也有采用存折形式的。由于定期存款在到期前一般不能提取，所以银行对定期存款给予较高的利息。

前面提到，自20世纪60年代以来，银行推出了“可转让”的定期存单，这种存单于到期日前可在货币市场上转让。

（3）储蓄存款（saving）。我们习惯上所称的储蓄存款，在西方一般只称saving，而不加deposit这个尾巴。这主要是针对居民个人的货币积蓄而开办的一种存款业务。这种存款无论定期、活期都会支付利息。

关于储蓄存款，有的国家严格限定只准专门的金融机构经营，商业银行以及其他金融机构不准经营。

在我国国有商业银行以及其他商业银行的负债业务中，储蓄的地位十分突出。大力吸收个人储蓄历来都是我国金融工作中的一条重要方针。改革开放以来，我国的储蓄增幅一直很大，20世纪90年代以来，储蓄存款在全部存款中的比重始终保持在50%左右，从图24—1中可了解这一情况。



#### 其他负债业务

其他负债业务包括：

（1）从中央银行借款。商业银行资金不足，必要时可向中央银行借款。一般说来，商业银行向中央银行借款，其主要的、直接的目的在于缓解本身资金的暂时不足，而非用来盈利。因而，该项目在商业银行负债中的比重，一般都很小。

向中央银行借款主要有两种形式：一是再贴现（rediscount）；二是直接借款。

（2）银行同业拆借（interbank offered credit）。它是指银行相互之间的资金融通，一般均为短期的，有的只有一日——今日借，明日还。同业拆借的利率水平一般较低。

（3）从国际货币市场借款。近二三十年来，各国商业银行，尤其是大的商业银行，广泛地通过各种方式在国际货币市场上筹集资金。有些国家，其银行系统对这方面的依赖性很大。这既有利于获得资金，同时又是易受冲击的脆弱环节。

（4）结算过程中的短期资金占用。在为客户办理转账结算等业务过程中可以占用客户的资金。以汇兑业务为例，从客户把款项交给汇出银行起，到汇入银行把该款项付给指定的收款人止，中间总会有一定的间隔时间。在这段时间内，对于该笔款项，汇款人和收款人均不能支配，而为银行所占用。虽然从每笔汇款看，占用时间很短，但由于周转金额巨大，因而占用的资金数量也就相当可观。

（5）发行金融债券（financial bond）。自1985年以来，我国商业银行按照国家有关规定，经过中国人民银行批准，面向社会发行金融债券，为指定用途筹集资金。2005年末，未清偿债券余额4059.42亿元；截至2011年末，该余额为10038.83亿元。

### 第二节 商业银行的资产业务

#### 资产业务

商业银行的资产业务（assets business）是指将自己通过负债业务所聚集的货币资金加以运用的业务。这是商业银行取得收益的主要途径。对于所聚集的资金，除了必须保留一定部分的现金和在中央银行的存款以应付客户提存和转账结算的需求外，其余部分主要是以贴现、贷款和证券投资等方式加以运用。

#### 贴现

贴现（discount）——银行买进尚未到付款日期的票据，这在西方商业银行的开始发展阶段是最重要的资产业务。未到期票据贴现付款额的一般计算公式，在第二十二章已经给出。

银行业务的具体计算式通常是：

10-1

贴现业务形式上是票据的买卖，但实际上是信用业务。票据所反映的是，载明的支付人对持票人负债：在票据未贴现前，对持有票据的客户负债；贴现后，则对购入票据的银行负债。所以，票据的贴现实际上是债权债务的转移，即银行通过贴现，间接地贷款给票据金额的支付人。

#### 贷款及其种类

贷款又称放款（loan），是银行将其所吸收的资金，按一定的利率贷给客户并约定归还期限的业务。贷款在商业银行资产业务中的比重一般占首位。通过贷款，银行可密切与工商企业的往来关系，从而有利于拓宽业务领域。

贷款业务种类很多，按不同的标准划分，至少有如下几个类别：

（1）按贷款有否抵押品划分，有抵押贷款（mortgage loan）与信用贷款（credit loan）。

（2）按贷款对象划分，有工商业贷款、农业贷款和消费贷款。

（3）按贷款期限划分，有短期贷款、中期贷款和长期贷款。对贷款的偿还不规定具体期限，随时由银行通知（至少提前三五日）收回，称“通知贷款”（demand loan）。

（4）按还款方式划分，有一次偿还的贷款和分期偿还的贷款。

#### “真实票据”原则

银行在办理贷款业务时要遵循一些基本原则，这些原则对于贷款投向、条件、用途、方式和数额等起制约作用。

真实票据论又称商业贷款理论（commercial loan theory），是西方商业银行发放贷款的一个很古老的原则，其基本要求是贷款应以具有真实交易背景的商业票据为根据。其理论论证：依据确实有真实交易背景的票据进行贷款，可以保障贷款按期收回——因为基于商业行为的债务人取得了商品，这些商品直接出售或加工后出售，就是归还贷款的资金来源。

在相当长的时期内，许多国家的商业银行一直严格恪守这样的原则，但中间也一再发现对原则的解释并不完全正确。如经济繁荣时期，没有商品交易为背景的票据，由于资本回流顺畅，到期也能履行支付义务；危机时期，纵使是有商品交易为背景的票据，由于商品滞销，支付义务也难以保证如期履行。

这一原则在西方早已不再作为银行经营的准则。

#### 证券投资

证券投资（portfolio investment）是指商业银行以其资金持有各种有价证券的业务活动。

商业银行投资于有价证券的主要对象是信用可靠、风险较小、流动性较强的公债券、国库券等。在美国，近年来商业银行的投资总额中约有60%以上是联邦政府债券。此外，一些财力雄厚、信誉较高的公司债券，也是商业银行投资的对象。

至于投资于公司、企业的股票，在实施金融业职能分工型的国家中，政府的管理是极为严格的：或干脆不允许购买和持有股票；或有苛刻的限制，比如只允许商业银行以其自有资本金及盈余的一个极小比例用于这方面的投资。至于在允许商业银行全能经营的国家中，不少国家在投资数量上也有限制性的规定。

禁止或限制银行对股票的投资，出发点有两个：一是保持银行业的稳定性，力求防止股市波动和对特定企业过分融资所带来的风险；二是防止垄断。

按《中华人民共和国商业银行法》的规定，商业银行不得从事境内信托投资和股票业务。因此，目前它们的证券投资业务对象主要是政府债券和中央银行、政策性银行发行的金融债券，且规模都不大。2007年末，全部商业银行投资于政府债券和央行债券的金额为67645亿元，占总资产的12.5%。截至2011年末，相应数据分别为158106亿元和14.2%。

### 第三节 商业银行的中间业务和表外业务

#### 中间业务和表外业务

凡银行并不需要运用自己的资金而代理客户承办支付和其他委托事项，并据以收取手续费的业务统称中间业务（middleman business），也称无风险业务（risk free business）。最常见的中间业务是传统的汇兑、信用证、代收、代客买卖等业务，承兑业务也可归入这一类。

表外业务（off-balance-sheet business）是指凡未列入银行资产负债表内且不影响资产负债总额的业务。广义的表外业务既包括传统的中间业务，又包括金融创新中产生的一些有风险的业务，如互换、期权、期货、远期利率协议、票据发行便利、贷款承诺、备用信用证等业务。通常提及的表外业务专指后一类，属狭义表外业务。

表外业务是20世纪80年代以来西方国家银行业发展的重点。不少西方国家大银行的表外业务量已超过其表内业务量，并使表外业务收入超过其表内业务收入。表外有风险业务的出现，给银行业带来了更多发展的机会，但与之伴随的则是较高的风险。

目前，我国商业银行表外有风险的业务尚处于起步阶段，规模不大；就中间业务收入占全部收益的比重而言，2006年仅为17.5%；此后有所提升，2011年上半年五大国有商业银行中间业务收入占营业收入的平均比重超过20%，但与西方国家的银行相比，差距依然明显。

中间业务与表外业务极其繁多，本节仅选择一部分作些介绍。

#### 汇兑业务

汇兑也称汇款（remittance），是客户以现款交付银行，由银行把款项支付给异地受款人的一种业务。汇兑使用的凭证，其性质都是承汇银行向另一家银行或其分支行发出的命令，命令后者向第三者支付一定数额的款项。依汇出行将付款命令通知汇入行的方式不同，可分为电汇、信汇和票汇三种形式。在当今银行业务广泛使用电子技术的情况下，大笔款项都是通过电子资金调拨系统处理。

#### 信用证业务

信用证（letter of credit）业务是由银行保证付款的业务，现在广泛开展的为商品信用证业务（commercial letter of credit）。商品信用证是银行应客户——购货单位——的要求，按其所指定的条件开给销货单位的一种保证付款的凭证。业务技术过程是：客户请求银行向销货单位开出信用证，并把货款的一部分或全部交付银行；信用证上注明支付货款时所应审查的事项；销货单位按信用证所列条件发货后，可凭信用证要求银行付款。这种业务在异地采购，尤其是在国际贸易中得到了广泛的开展。

#### 信托业务

信托（trust）是指接受他人委托，代为管理、经营和处理经济事务的行为。银行信托是银行作为受托人，按客户——委托人——的委托，代为管理、经营、处理有关钱财方面的事项。

信托业务最初由一些个人和保险公司经营，随后出现了信托公司这类专门的金融机构。再后，商业银行由于资力雄厚、信誉良好、业务经验丰富，也开始经营这种业务。

信托业务种类极多、范围极广，经营现代信托业务若无专门的知识、广泛的信息、丰富的经验则实难胜任。这也正是信托业之所以从初始的个人经办逐步过渡到主要以法人、以专门的信托机构、以银行经办的道理所在。

#### 银行卡业务

银行卡（bank card）是由银行发行、供客户办理存取款和转账支付的新型服务工具的总称，包括信用卡、支票卡、记账卡、智慧卡等。银行卡的出现，是银行业务与飞速发展的科学技术相结合的产物，它使得银行业务有了一个崭新的面貌。

我国最初的银行卡是1986年由中国银行发行的长城卡。到2010年末，银行卡发卡总量达24.2亿张，全年银行卡业务金额达247万亿元。

### 第四节 商业银行的经营原则与管理

#### 商业银行是企业

各国的商业银行，不论是叫商业银行、存款银行，还是叫其他什么名称，都是以经营金融业务获取利润的企业。与从事价值创造、价值实现的工、农、商等各业比较，银行业与它们是业有分工；但银行业又与它们具有共同的性质——拥有从事业务经营所需的自有资本，实行自主经营、独立核算，依法活动、照章纳税，并遵从市场经营原则，以营利为核心目标。

利润目标最具本质意义。如果不能为股东或经营者带来利润，银行就不会创办；即使创办了也不可能坚持存在下去。在日常业务经营中，选择或开发哪些业务项目，无不视能否为银行带来盈利及带来多少盈利而定。在市场机制的自发调节下，追求利润的同时也满足了社会经济的客观需要。自然，单凭市场机制、利益机制的调节，也难以避免与社会经济发展的客观需求之间产生摩擦、发生冲突。在世界各国，对金融业普遍强调必须加强国家的监督管理，也正是针对这一矛盾的存在而采取的方针。

#### 商业银行的经营原则

商业银行的经营有三条原则：盈利性、流动性和安全性。

追求盈利是改进服务、开拓业务和改善经营管理的内在动力，这一原则占有核心地位是无须解释的。

流动性问题，或者说清偿力问题，是指银行能够随时满足客户提取存款等要求的能力。实际生活中，一般有两种情况：（1）有规律或较有规律的提取和要求兑付。对此，银行能够较精确地预计并作好安排。（2）突发的提存和要求兑付。这是由一些突发的事件所引发，对此，银行很难预料。但如不能妥为应付，银行会立即陷入挤兑、破产清理的境地之中。为了保持流动性，银行在安排资金运用时，一方面要力求使资产具有较高的流动性，另一方面必须力求负债业务结构合理并确保自己有较多的融资渠道和较强的融资能力。

安全性原则，是指管理经营风险、保证资金安全的要求。银行经营与一般工商企业经营不同，其自有资本所占比重很小，而在资金运用过程中，存在着诸多金融风险。所以，坚持安全性原则，历来都为银行家所高度重视。

三原则既有统一的一面，又有矛盾的一面。一般说来，安全性与流动性是正相关的：流动性较强的资产，风险较小、安全有保障。但它们与盈利性往往有矛盾：流动性强、安全性好，盈利率一般较低；盈利性较高的资产，往往流动性较差、风险较大。因此，银行在其经营过程中，经常面临两难选择：为增强经营的安全性、流动性，就要把资金尽量投放在短期周转的资金运用上；为了增加盈利，就要把资金投放于周转期较长但收益较高的贷款和投资上。这就不可避免地给银行经营的流动性、安全性带来威胁。对此，银行只能统一协调，以寻求最佳的均衡点。

我国的银行，作为从事金融业务的经济组织，金融业经营的三原则是不能回避的。我国银行法明确规定，商业银行以效益性、安全性、流动性为经营原则，实行自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束。国有商业银行及其经营环境有许多特点。比如国有商业银行虽说自负盈亏，但它们是国家的银行，以国家财政的强大实力作为后盾；国有商业银行信贷支持的对象，其中极大部分是国有经济的企事业单位，对它们的信贷支持，包括大量的短期信贷支持，实际上有相当部分具有长期投资性质；国家的一些政策需要国有商业银行配合实施等等。由于这些特点，对三个原则如何具体要求和衡量，就存在着许多在市场经济国家中并不存在的矛盾，而这些矛盾是不能简单套用发达市场经济国家一般商业银行的经验来解决的。

#### 资产管理与负债管理

究竟如何实现盈利性、流动性和安全性三原则要求，是经营管理方面的问题。随着各个历史时期经营条件的变化，西方商业银行经营管理理论经历了资产管理、负债管理、资产负债综合管理的演变过程。

资产管理（assets management）理论是商业银行传统的管理思路。在20世纪60年代以前，银行资金来源大多是吸收活期存款。在银行看来，存不存、存多少及存期长短，主动权都掌握在客户手中，银行自身的管理起不了决定性影响。而资金运用的主动权却操之于自己手中，所以银行必然会看重资产管理。

在资产管理中，资产流动性的管理占有特别重要的地位。随着经济环境的变化和银行经营业务的发展，其理论也经历了三个不同发展阶段。

负债管理（liability management）理论是在金融创新中发展起来的理论。负债管理的核心思想就是主张以借入资金的办法来保持银行流动性，从而增加资产业务、增加银行收益。负债管理认为，银行的流动性不仅可以通过加强资产管理获得，向外借款也可提供流动性：只要借款领域宽，流动性就有保证。

负债管理开创了保持银行流动性的新途径，但也增加了经营风险：借款主要借助金融市场，而市场则是变幻莫测的。

资产负债综合管理（comprehensive management of assets and liability）理论产生于20世纪70年代末80年代初。无论是资产管理还是负债管理，都只是侧重一个方面来对待银行的盈利性、流动性、安全性。实践中，人们日益认识到，能将盈利性、流动性和安全性三者的组合推进到更为协调合理、更为有效率的管理，应该是将资产和负债两个方面加以对照并作对应分析，通过调整资产和负债双方达到合理搭配。

我国商业银行是采取资产负债综合管理的理念。

#### 风险管理备受关注

在商业银行的管理中，近20年来，风险管理（risk management）备受关注并在管理系统中占有重要地位。

进入20世纪70年代以后，金融风险日益增大。首先，在70年代的金融自由化中，许多国家和地区取消利率管制和汇率管制的做法，使利率、汇率以及金融产品价格的波动加剧，金融风险大幅提高。其次，现代通信技术，特别是互联网的发展，加上自20世纪80年代就已经开始的经济全球化趋势，使金融风险的扩散速度加快。20世纪80年代末90年代初发生的一系列重大金融风波，使所有金融开放国家的经济活动在不同程度上受到影响。

面对这样的现实，风险实际是无处逃避和躲藏的，成功的关键是学会驾驭与管理金融风险。美国花旗集团前董事长沃尔特·瑞斯顿说过一句颇有哲理的话：生活的全部内容是管理风险，而不是消除风险。

20世纪80年代的经验证实，无论过去还是现在，金融机构都不同于一般企业，它们销售的产品和服务是：吸收风险，调节风险，提供关于风险的咨询。（注：（美）多米尼克·卡瑟利：《挑战风险》，北京，商务印书馆，1997。）因此，它们能够比非金融机构更好地分散风险。例如，银行发放贷款取得利息收入，也就是从借款人那里吸收风险，取得风险补偿；同时，依靠专业管理技能可以帮助单一的最终投资人将独立投资必须承受的风险多样化和分散化。从这个意义上说，跌宕起伏的金融环境其实给金融机构以及金融专业人士提供了更大的机遇和挑战。

对风险的管理早已有之，如商业银行经营三原则中的流动性、安全性都涉及风险问题；无论是资产管理、负债管理，还是资产负债综合管理，也无一不包含管理风险的内容。但在过去的长时间里，对风险的管理都包含在一般管理之中。而在现代的大银行中，往往在董事会下设立风险管理委员会和具体执行风险管理的部门。

#### 风险管理的含义

关于风险的概念，第二十三章第一节指出，一般的理解是指未来结果的不确定性，也可理解为未来出现坏结果（如损失）的可能性。

从这样的概念出发，风险管理是一种“事前”的管理，即属于投资决策的环节。对于贷款等资产业务的方针以及具体项目进行风险评价，无疑对商业银行的决策有关键意义。不仅是事前，风险管理也要延伸到资金投放的过程之中：已投入某些项目的贷款由于种种原因从风险较低变为风险较高，或者相反。显然，进一步的决策必须作相应的调整。

出现损失的可能性，其本身就包含着对立的一面，即出现收益的可能性；否则，就不是“不确定性”。假如只有损失的可能性，而无收益的可能性，那么我们应该拒绝任何有风险的投资项目。生活中，毫无风险的投资是不存在的，所以对风险的正确理解应是收益可能性与损失可能性两个方面的统一。

在收益可能性的基础上有一个重要的概念，即风险升水（risk premium），它与风险溢价、风险价值、风险收益、风险报酬、风险酬金等均为同义语。以公式可表示为：

风险升水=有风险投资的预期收益率-无风险投资的预期收益率 （24·2）

既然存在风险升水，所以对风险升水的追求构成风险分析和风险管理的重要内容。然而，追求风险升水的同时有出现损失的可能性，所以追求风险收益必然要承担风险。换言之，现代的投资理念是以风险承担换取风险收益的理念。

或者说，这样的观念早已有之，如高风险、高收益，风险低则收益也高不了之类。但现今已全然超出这样较为笼统的思维状态。最为核心的是，对于风险的度量、衡量已有科学的、精确的方法，相应地发展了预防风险、分散风险、转嫁风险、对冲风险、补偿风险的种种策略和金融工具（关于这些，详见第二十三章）。只有在这样的基础上，现代的风险管理才能得以形成。

#### 商业银行的风险类别

2004年新的《巴塞尔协议》则将银行风险分为信用风险、市场风险、操作风险三大类风险和其他风险。信用风险和操作风险在第二十三章第一节已有所介绍，这里再从银行角度谈谈。

信用风险是银行面临的最主要风险，就是指银行的客户或交易对手无力履约的风险。

市场风险是由于金融市场的一些重要变量（如利率、汇率、股价等）的变动而导致银行的头寸面临损失的风险。

操作风险是指银行内部控制、信息系统的缺陷以及公司治理机制失效导致的风险，这类风险是由于人为错误、系统失灵、不正确的流程和无效的监督等原因造成。

其他风险包括流动性风险、国家和转移风险、法律风险和声誉风险等。

需要说明的是，银行面临的各种风险在业务发展中是相互交叉的，并呈现出连锁态势。银行的风险也时常与其他金融风险交织在一起，互为因果。

#### 银行的内部控制

关于加强对内部人员行为的监督与管理，目前已受到越来越多的重视。

进入20世纪90年代，在银行界接连发生两起大案。一起是英国巴林银行因其新加坡分行的人员进行金融衍生工具的投机失败而导致破产；紧接着的另一起案件是日本大和银行纽约分行人员长期进行非法交易而受到严厉制裁，并导致该银行不得不宣告破产而被兼并。这两起事件说明，在金融风险急剧加大的条件下，如果内部的管理跟不上，也许仅仅是一个点的失败，就会使一个银行，哪怕是极具实力的银行，遭到致命的打击直至破产清理。这就使商业银行和其他所有金融机构认识到，必须建立起有效的内部控制和监管体系。

总而言之，内部的管理、上下左右的相互制衡是银行发展过程中早就有的。但当前的内部管理突出的是与风险管理直接结合在一起，并形成了一套从目标到原则、从文化到组织体系的具有独立性的内控机制。1998年，巴塞尔委员会还专门议定了《银行机构内控体系的框架》。

#### 我国现行的资产负债管理及风险管理

在20世纪80年代末期之前，我国对商业银行实行的是贷款规模管理，即由中央银行直接对商业银行下达允许发放贷款的最高限额。从80年代末期开始，在贷款规模管理的框架下，一些国有商业银行在国内部分城市试行资产负债比例管理；1994年起在商业银行中全面推行。

风险管理方面，在20世纪90年代中期以前，我国商业银行整体上谈不上有什么专门的风险管理；此后，随着《巴塞尔协议》以及资产负债比例管理的推行，我国商业银行才逐步踏上风险管理之途。直到近期，随着我国利率、汇率市场化改革的实质性进展以及金融市场的快速发展，加之贯彻落实新的《巴塞尔协议》以及《巴塞尔协议Ⅲ》的要求，我国商业银行的全面风险管理才得以启动。目前，各家商业银行都成立了专门的风险管理部门，几大国有商业银行设立了首席风险官，并在加紧完善全面风险管理框架、制度和流程。

2012年6月7日，中国银监会正式发布新的被称为中国版《巴塞尔协议Ⅲ》的《商业银行资本管理办法》（试行）。这个新的资本管理办法不仅包括信用风险和市场风险，也将操作风险纳入资本监管框架；并明确了资产证券化、场外衍生品等复杂交易性业务的资本监管规则，以引导国内银行审慎开展金融创新；同时，还下调了小微企业贷款和个人贷款的风险权重，以激励商业银行发展小微金融。新办法的发布将进一步推动我国商业银行实施全面风险管理的进程。

【复习思考题】

1.商业银行经营哪些业务？什么是表外业务？这类业务为什么越来越受到重视？几类业务之间存在着怎样的相互制约关系？

2.商业银行经营的三原则——盈利性、流动性和安全性，它们相互之间的关系应该怎样把握？为实现经营原则的资产负债管理，其理论发展的脉络是怎样的？

3.商业银行应该树立怎样的风险管理观？风险管理的基本内容是什么？

# 第五篇 金融发展与稳定机制

## 第二十五章 货币经济与实际经济

### 第一节 两分框架

#### “名义”与“实际”

整个社会经济生活可以分为实际经济（real economy）和货币经济（monetary economy）两个部分。

任何经济都有商品的产出和服务的产出，发展到今天，还有越来越大的互联网“网络经济”的产出。不论网络经济是划入服务产业，还是单作一类，它的产出，与生产产业的产出和商业服务业的产出没有区别。它们共同构成经济的实际方面，或者说，是实际经济。（注：“实际”，这是从外文“real”翻译过来的，也有时译为“实体”、“真实”等等；其实译成“实实在在”也未尝不可。但无论怎么翻译，如就字面推敲，都难以表达其含义。在这种情况下，只能把“real——实际”作为一个经济范畴的代号来理解，而不要就字面望文生义。）

与“实际”相对的是“名义”，或者说，是经济的名义方面，是实际经济用货币表示的方面。

（1）任何产出都有用货币数量表示的价格。在市场销售的衣食住行所需物品有价格；精神食粮的各种产出有价格；提供各种服务有收费标准，这是服务的价格；提供信息、加工信息要收费，这是信息业产出的价格，如此等等。

（2）如果说上面是就个体观察其“名义”与“实际”的两方面，那么经济生活中的诸多集合也同时具有“名义”与“实际”两个方面。比如：

——GDP和GNP，有名义GDP和实际GDP，名义GNP和实际GNP之别。

——第一产业的产出、第二产业的产出、第三产业的产出有名义产出和实际产出之别。

——消费、储蓄与投资也分别有名义与实际的区分。

——货币供给与货币需求，更要时时分辨名义与实际……

就上所述，从个体角度也好，从集合角度也好，“名义”与“实际”总是结合存在；用辩证法的语言，“名义”与“实际”，那就是互为条件的矛盾统一体。只有“实际”而无“名义”，那是自然经济；没有“名义”，“实际”则不存在对立面，也无从构成经济范畴。

#### 实际资产与货币资产

如果考察一个人的资产，有实物资产和金融资产；考察一个公司的资产，有实物资产和金融资产；考察一个经济体，也有实物资产和金融资产。这就是说，资产也好，财富也好，都由实物形态和货币形态构成。当然，实际资产、实际财富都会有一个相应的货币金额，即有其“名义”的一面。但与实际资产、实际财富并存的货币资产、货币财富却不能名之为“名义”的资产或财富。因为这里说的并不是用做度量的观念货币，而是用做支付准备和价值储存的货币，是实实在在的货币，是货币实际存在的形态。

但不论如何，就整体来说不能算做社会资产、社会财富的货币资产、货币财富，确确实实是客观存在的。所以，实际资产与货币资产这一对范畴也必然构成一个分析框架。如果着眼于经济过程，即实际资产和货币资产在相互作用中的形成、运行过程，则把这两个有紧密联系却又能清楚加以区分的部分归结为“货币经济”与“实际经济”。

### 第二节 虚拟资本

#### 马克思对虚拟资本的论述

目前，我们对虚拟资本的用法源于马克思。

马克思在他的著述中，对于虚拟资本中的“虚拟”（fictitious）这个形容词，是就其本来的意思——虚的、虚构的、非实的——使用的；其对应词就是real——实的、现实的、实体的、实际的……在讨论中，他总是把虚拟资本与现实资本（real capital，实际资本、实体资本）联结在一起进行剖析。（注：本教材的前面，对real capital多采用“实际资本”的译法，这一节则均用“现实资本”的译文。这是为了与《资本论》的译文统一。）

关于虚拟资本，马克思有这样的概括：“人们把虚拟资本的形成叫做资本化。”（注：《马克思恩格斯全集》，中文1版，第25卷，528页，北京，人民出版社，1974。）换一个说法，那就是，由资本化而存在的资本是虚拟资本。有时他还把这种虚拟资本叫做“幻想资本”，或“幻想的虚拟资本”。

按照这样的思路，被马克思归入虚拟资本的有：商业票据、国家债券、股票。在《资本论》第三卷第五篇第二十九章，他这样概括：“……银行家资本的最大部分纯粹是虚拟的，是由债权（汇票）、国家证券（它代表过去的资本）和股票（对未来收益的支取凭证）构成的。”

#### 虚拟资本与银行信用

在19世纪上半叶，典型的周期性经济危机开始出现并连续打击资本主义经济。危机的爆发大多表现为银行挤兑和支付危机，随后则是工商业破产倒闭、生产萎缩。所以，在马克思那个时代，经济学家的一个重要研究课题就是银行信用扩张与经济危机的关系。

马克思注意到，经济危机往往集中表现在货币制度上，而在金币流通、银行券流通和银行信用冲账转账这三个层次之间，银行信用的规模最大，但也最为脆弱。为什么它是最为脆弱的环节？

马克思一再论述，银行信用极易扩张。本教材的前面反复讲了存款派生的机制。在马克思的时代，人们已经看到这样的机制，但还没有从存款货币创造的角度来理解（完成这样的认识是在半个世纪之后）。当时是单纯作为银行信用扩张的机制来理解的：“银行可以不发行纸币，而为A开立一个信用账户，从而使银行的债务人A变成它想象的存款人。”（注：《马克思恩格斯全集》，中文1版，第25卷，518页，北京，人民出版社，1974。）

但更为重要的是论证银行资本的“虚拟”性质。马克思在这里讲的银行资本，是指在业务经营过程中银行所掌握的资产：贴现业务中买入的汇票；作为贷款抵押品或来自其他途径的股票和国债。本节开始的第一条引文就是马克思关于这方面的论断。

银行信用以极快的速度扩张，有力地推动着虚假的繁荣；相应地，银行所掌握的资产——马克思是以银行资本的概念概括——的规模也迅速增大。但问题是，在危机到来的经济紧迫时期，银行并不能依靠这些资产渡过难关。为什么？因为它们是虚拟资本！

#### 虚拟经济

当今虚拟资本的活动已经扩展为一个极为巨大的领域。这包括股票、公私债券等形形色色的有价证券的交易，衍生金融工具的交易。如果说得简单一点，大体是资本市场所覆盖的范围。

对于这一巨大领域，遂有“虚拟经济”的概括，就像货币覆盖整个经济遂有货币经济的概括一样。用二分法思考，在一个经济体中，与实际经济相对的应是“非实际经济”。如果说，“货币经济”可以用来概括非实际经济领域，那么虚拟经济则是在货币经济中取得独立且迅速发展的一个特定部分。除了货币经济和虚拟经济的提法，“金融经济”的概念也常见。从本教材所采用的“金融”概念出发，“金融经济”是可以与“货币经济”互换的概念，从而“虚拟经济”可视为“金融经济”的重要构成部分。

虚拟经济有一些非常突出的特点。下面列出几条，供举一反三。

——具有极其巨大的规模。与实际经济比较，在一些国家，虚拟经济要大出许多倍。特别是近二三十年，其规模的增长更为迅速。

——具有极大的独立性。就原生金融工具来说，与实际经济的联系还有较为清晰的脉络可循，但就原生工具价格波动的轨迹来看，已颇难从实际经济找出直接的解释；至于衍生金融工具，其解释好像只能从虚拟经济自身寻找。

——它的运动轨迹，不论是由价格的涨落描述，还是由交易额的增减描述，都具有实际经济所难以具有的极大波动幅度和振荡频率。

——活跃、兴旺的虚拟经济会有力地推动实际经济的发展，它的突然崩塌也会给实际经济以巨大打击。

——虚拟经济与泡沫、泡沫经济（bubble economy）有紧密联系。

对于虚拟经济的特征描述，自然不限于这几条。而且更重要的是，不论是这里列出的还是没有列出的，都需要论证。本教材有关资本市场的论述均可用来对虚拟经济进行注释；自然，对于破解全部虚拟经济问题只能说是入门的引导。

### 第三节 货币中性抑或非中性

#### 经济学中一个古老的论题

货币中性（neutrality of money）或非中性，是经济学中一个“古老”的论题，也是具有基本意义并最具概括性的论题。

货币是中性的还是非中性的，不易明确界定。其焦点在于，在货币已被广泛利用的社会经济生活中，货币因素能否改变实际资源的配置。概括地说，如果货币因素不能改变实际资源配置，货币是中性的；如果能改变实际资源配置，货币就是非中性的。

要回答货币因素是不是改变了实际资源的配置，应该依据社会经济的现实状况进行判断，但实际资源的配置问题极为复杂。在现实生活中，影响实际资源配置的因素很多。这就必须对诸多因素的作用及其间的关系从理论上进行分析，以便判断需要关注哪些因素并暂且忽略其他因素。也就是说，以这样的分析为基础，相应地构建理论模型，并从中探讨货币是中性还是非中性。

#### 早期的货币中性说

早期对货币中性的表述大致如下：货币数量的变动会影响商品价格并使价格总水平变动，但不会改变相对价格（relative price）——从各种商品和服务价格对比角度看的价格。

在货币得到广泛利用的市场经济中，市场价格机制支配着实际资源的配置。生产者在生产要素之间的选择使用，消费者在消费物品之间的选择使用，无不依据各种有关生产品和消费品的价格。但只要相对价格不变，各个市场行为主体进行选择使用的格局就不会改变，从而整个经济中实际资源配置也不会因货币数量的变动而变动。曾有人举过这样的例子：某个国家的政府下令以新币换旧币，兑换比率是1：10，则所有的价格（包括工资在内）都去掉一个零，资源配置不受影响。

这样的货币中性概念，可称为货币数量论的概念。以这样的思路解释货币的作用，有一个形象的概括，即“货币面纱”（monetary veil）。它反映了西方古典经济学的货币思想以及20世纪早期经济学家费雪在其交易方程式中的想法。

#### 质疑数量论的货币中性概念

人们对上述数量论的货币中性概念提出过不少疑问，大致可归为两类：

第一，在货币数量变动时，相对价格能否保持不变？相对价格是各个具体商品价格之间的比率，而各个具体的价格是分别由各种商品的供求决定的。当货币数量增加而推动价格上升时，卖者会调高自己商品的价格，但调价有成本。由于各自掌握信息有多有少，从而对涨价的预期有差异；由于各自在市场所占有的份额大小不同，从而对调价的反应强弱不同。当货币数量发生变动而影响价格时，买者会调整各自的需求。但由于各自的收入受工资等生产要素价格的影响有所不同，因而需求调整在总量水平上会有差异；又因各种商品需求的价格弹性高低不同，因而不同商品在数量上也有区别。在货币数量影响价格的过程中，买卖双方的这些可能的行为特点足以说明相对价格不能保持不变。

第二，货币数量增加，通常采取增加发行或扩大贷款的方式。增量货币通过政府部门和银行企业，直接或间接地注入某些市场，而不像新币兑换旧币那样，平均地、成比例地进入一切市场。这样，货币数量增加就会改变相对价格，影响实际资源配置。

上述两类问题，是从比较接近现实的层次上提出的。在这类层次上还可以提出更多的问题。这样的论证在理论上不支持货币中性而支持货币非中性。

#### 一般均衡论的货币中性概念

但是，在高度抽象的层次上还是可以找出论据，支持货币中性。那就是货币因素无力影响实际资源的“均衡”配置。

在这个概念中强调均衡，也就是强调下述状态：货币理论有一个理论前提，即市场机制使实际资源配置已经达到瓦尔拉斯均衡（Walras equilibrium）状态。在这样的状态下，一切市场都是完全竞争的；一切资源都是完全流动的；一切行为主体都掌握充分的信息，他们的预期都是完全理性的；价格、工资等名义量的变动都不存在任何的刚性；也不存在“货币幻觉”等等。在这样的状态下，货币因素不可能影响实际资源的均衡配置。

当然，实际经济的某些因素因经济之外的原因而发生变化时，也会影响原来的均衡状态。比如，生产和供给方面的技术变革、资源的发现或枯竭、需求方面行为主体偏好的变更等，都会改变原来的实际资源配置。但在一般均衡理论（theory of general equilibrium）下，原来的实际资源配置改变了，又会达到另一个实际资源配置的均衡状态。如果把实际经济因素的变化称为实际经济冲击，那么货币因素的变化就是“货币冲击”。货币冲击既然不能影响原来的均衡配置，在重新建立新的均衡中也同样起不了什么作用。

这样的货币中性概念，把货币因素与实际资源配置分隔开，是“古典二分法”的极度引申。

#### 从货币职能讨论一般均衡论的货币中性概念

以一般均衡理论为依据的货币中性概念，把货币的职能仅仅看做便利交易的媒介，仅仅是一种润滑剂，仅仅在交易的瞬间起了作用。至于两次交易之间货币处于什么状态，有什么职能，都没有予以考察和估量。第一章已经指出，货币也是价值贮存的工具。无论生产者还是消费者，都会保持一定数量的货币余额，供随后或者将来生产或消费之用。从20世纪初期的剑桥方程式起，直到近来的种种货币理论，都是承认这一点的。

生产者或消费者持有的货币余额是名义量。当货币数量变动而引起价格变动时，即使相对价格不变，也会因价格水平升降而使货币余额的实际数量变动；而且，各个行为主体所面临的实际货币量变动并非一致。即使原本已处于均衡状态，货币冲击也会破坏均衡，并有待重建均衡。

在现代金融制度下，市场行为主体不仅保持货币余额，而且还拥有金融资产和金融负债，而这些资产和负债都是以货币单位计值的。当货币数量变动引起价格总水平变动时，币值相应变动。纵然从市场经济整体来看债权和债务相抵，但就各个行为主体而言，却有得有失。这无疑会影响各自的行为，并影响实际资源的配置。

这样的论证，只是说明“货币冲击”与实际经济的冲击一样都会影响原来的均衡。不过，只要一般均衡的理论前提成立，货币中性依然成立。把这两方面结合起来，那就是：货币短期非中性，但长期仍然是中性的。

#### 货币短期非中性与长期中性

在货币短期非中性的概念中，融入了较为接近现实的内容。这样的概念肯定：货币数量变动，不仅影响价格，也会影响产出；货币数量变动，不仅影响名义利率，也会影响实际利率，而利率变动会影响实际资源的配置。在一般均衡状态下，货币因素的影响即使是短期的，但也是实在的。

凯恩斯的货币思想，基本符合货币短期非中性观。凯恩斯经济学认为，在失业存在的情况下，价格并不随货币数量增加而同比例上升。因此，实际货币量会增大，导致利率下降，从而使投资增加、国民产出增长。这种作用是短期的还是长期的？货币是否长期非中性？凯恩斯经济学没有回答，但凯恩斯本人曾说过：“在长期中，我们都已不复存在。”

把货币短期非中性和长期中性这个复合命题表达得比较明确的，倒是货币主义者弗里德曼。他在1970年说过：“在短期内，如5～10年间，货币变动会主要影响产出；另一方面，在几十年间，货币增长率则主要影响价格。”

货币短期非中性和长期中性这样一个复合命题，也可表示为失业率与工资、物价上涨率这两者之间的置换关系。货币增加，短期内可使失业率降低，但工资、物价也同时有所上涨；长期内，即使工资、物价上涨，失业率也不会明显降低。在图形上，以工资、物价上涨率为纵轴，以失业率为横轴，上述两者间的置换关系可以表示为一族向下倾斜的曲线——菲利普斯曲线。短期菲利普斯曲线的倾斜度较大，长期菲利普斯曲线则接近垂直。货币的短期非中性和长期中性的差异，表示为短、长期菲利普斯曲线倾斜度的变化。

#### 货币政策应该是中性的还是非中性的

货币中性或非中性的探讨，必然引出一个比较现实的问题：货币政策应该是中性的还是非中性的。

对应于货币短期非中性，货币政策应是非中性的。货币政策是对诸多货币因素的安排，目的是改进实际资源的配置。非中性的货币政策依据于这样的判断：货币因素在影响价格的同时，能够影响产出和收入。非中性的货币政策是以相机抉择方式来实现。这就是选择适当的政策目标和工具，并随着环境条件的变化而调整其优先次序和轻重缓急。

对应于货币中性，应当有中性的货币政策。但中性的货币政策究竟如何理解，颇难讲清——既然货币因素只影响名义量而不能改变实际经济活动，为什么要实行货币政策呢？

中性的货币政策的含义，或可表述如下：货币政策的目标是实际资源的均衡配置；政策工具应以保持和改进这种均衡为目的。这样的中性货币政策与上述非中性货币政策并不对立。对应于货币短期非中性和长期中性，短期内货币政策应以消除资源配置的非均衡，如过高的物价上涨率、过高的失业率等为目标；而长期内应以保持资源均衡配置，如物价稳定、就业充分等为目标。

资源配置均衡是动态的。以保持动态均衡为目标，货币政策的中性就应包含有更多的内容。有人把旨在保持动态均衡的目标称为货币政策的“超中性”（super-neutrality）。“超中性”的货币政策要求：货币数量增长；货币量增长率应与实际经济变量相适应。比如，人口的增长，科技进步带来的资本与劳动力匹配率的变动，经济增长导致的人们消费与储蓄格局的变化等等，都会使实际的货币需求发生变化。这就要求货币名义量的变动应该与之相适应，方能获得资源配置的动态均衡。

货币的中性或非中性，乍看起来是完全对立的，但在现实经济生活中，这样的对立并不那么尖锐。在具体决策时，似应兼顾货币中性和非中性两个方面，方能提高政策措施的有效性，实现货币政策的目标。

【复习思考题】

1.研究经济的货币方面、金融方面，必须时时紧密联系经济的实际方面；或者说，对于经济的货币方面、金融方面，是作为经济整体中与实际方面不可分割的部分进行研究的。学习这门课程后，你对这样的思路有怎样的领会？

2.两分法的分析框架在理论研究中被广泛地运用，但要具体运用却不太容易。比如，什么是“名义”，什么是“实际”，你能时时事事都可分清吗？再如，什么是“货币方面”，什么是“金融方面”，你能清清楚楚地予以界定吗？不妨试试看。

3.这是一个涉及“名义与实际”、“货币与实际”的问题：为什么微观主体的资产总和并非宏观经济体的总资产？

4.我们今天所讲的虚拟资本是承接马克思所论证的理论概念，但我们今天所讲的虚拟资本，其范围只是马克思所讲的虚拟资本的一部分；而我们所承接的这一部分，较马克思的时代则有极大的发展。你能把这些差别说清楚吗？

5.今天所讲的虚拟资本有怎样的特征？可自己尝试归纳。

6.考察近几十年来各国虚拟经济和实际经济之间发展的态势，谈谈自己对虚拟经济的未来发展有什么看法。

7.区分货币是中性的还是非中性的，基本的根据是什么？

## 第二十六章 金融发展与经济增长

### 第一节 金融与经济增长

#### 金融发展及其衡量

金融发展（financial development）作为一个专用术语，按照戈德史密斯的解释，是指金融结构的变化。金融结构包括金融工具的结构和金融机构的结构两个方面；不同类型的金融工具与金融机构组合在一起，构成不同特征的金融结构。一般来说，金融工具的数量、种类、先进程度，以及金融机构的数量、种类、效率等的组合，形成发展程度高低不同的金融结构。

按照这样的释意，可用于度量金融发展程度的指标为：一是金融内部结构指标；二是金融发展与经济增长的相互关系指标。

1.金融内部结构指标

（1）主要金融资产（如短期债券、长期债券和股票等）占全部金融资产的比重。

（2）金融机构发行的金融工具与非金融机构发行的金融工具之比率，该比率是用以衡量金融机构化（financial institutionalization）程度的尺度。

（3）在非金融机构发行的主要金融工具中，由金融机构持有的份额，该比率可用以进一步衡量金融机构化程度的指标。

（4）主要金融机构（如中央银行、商业银行、储蓄机构及保险组织）的相对规模。

（5）各类金融机构的资产分别占全部金融机构总资产的比率，该比率称为“分层比率”（gradation ratio），用以衡量金融机构间的相关程度。

（6）主要非金融部门的内源融资（如公司本身的资本积累）和外源融资（主要指通过金融渠道的资本融入）的对比。

（7）在外部融资方面，国内部门（主要是国内金融机构）和外国贷款人在各类债券和股票中的相对规模等等。

2.金融发展与经济增长的相互关系指标

（1）金融相关率（financial interrelation ratio）。所谓金融相关率，是指某一日期一国全部金融资产价值与该国经济活动总量的比值。金融资产包括：非金融部门发行的金融工具（股票、债券及各种信贷凭证）；金融部门，即中央银行、存款银行、清算机构、保险组织、二级金融交易中介发行的金融工具（通货与活期存款、居民储蓄、保险单等）和国外部门的金融工具等。在实际统计时，经济活动总量常常用国民生产总值或国内生产总值来表示。

（2）货币化率（monetization rate）。任一国的产品和服务均可做这样的二分法：通过货币进行交易的和不通过货币进行交易的。在我们的习惯用语中，前者称为货币经济，后者称为自然经济。货币化率就是指一国通过货币进行交换的商品和服务的值占国民生产总值的比重。这个比重越高，说明一国的货币化程度越高。随着商品经济的发展，使用货币作为商品和服务交换媒介的范围越来越广。对于这种现象，通常就叫做社会货币化程度的不断提高。

这样的道理并不难懂，但由于可以直接使用的统计数据极为缺乏，所以要具体数量化，难度极大。后来，有的学者采用货币供给量与GDP的比值来间接表示货币化的程度。这样的数字很容易获得，一国的不同阶段以及国与国之间也有可比性，但这样的间接表示方法只能在有限的条件下使用。在一国经济的货币化程度从低向高发展的过程中，货币供给量的增长相对于GDP的增长一般会有较快的递增速度，但有时却会出现货币供给量的绝对值超过GDP绝对值，即比值大于1的情况。例如，中国从20世纪90年代中期开始就是如此。整个经济完全货币化，货币化率的极限也只能是1；大于1的数值，显然就不适用了。

为了论证金融发展与经济增长的相关关系，西方学者曾以数量不等的国家为对象进行了多方面的实证检验，做出了一些判断，例如：

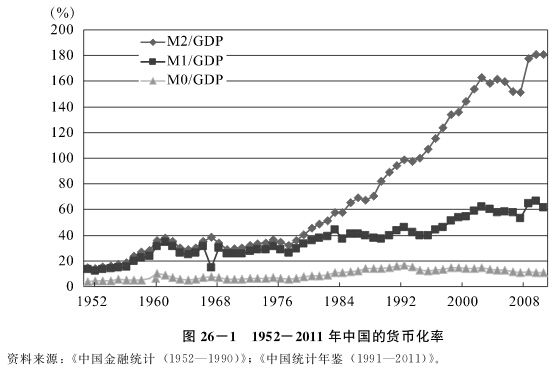
——从纵的方向看，在一国的经济发展过程中，金融资产的增长比国民财富的增长更为迅速。

——从横的方向看，经济欠发达国家的金融相关率比欧洲和北美国家的金融相关率低得多。

——通过上述金融发展指标与经济增长指标（如人均GDP增长率、人均资本增长率和人均生产率增长率等）多视角的对比实证检验，显示金融发展与经济增长存在显著的正相关等等。

#### 中国有关金融发展的情况

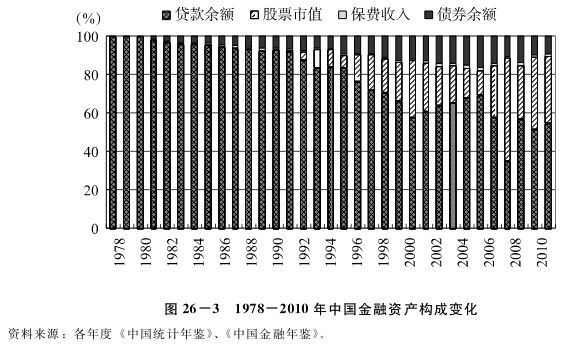
在我国，随着改革开放政策的实施推进，随着金融体制改革的不断深化，货币化率和金融相关率快速提高，见图26-1和图26-2。





就金融资产的结构而言，由单一的金融机构资产形态（曾主要表现为贷款），发展为包括银行贷款、债券、股票、保单等在内的多样化金融资产格局。从图中可以看出，虽然目前金融机构贷款资金运用依然占金融资产总额的大部分，但其比重已经呈显著下降趋势。相应地，债券、股票和保险等金融资产的份额，从无到有、逐年增长的态势极为明显，但比重依然较小，见图26—3。

有必要指出，由于各国的经济、金融结构与发展模式不同，以及一国不同发展阶段的差异，使得诸如货币化率、金融相关率等一系列金融发展的衡量指标，不能通过简单的纵向或者横向比较而轻率作结论。比如，我国2007年的货币化率（广义货币/GDP）为119%，而同期美国的货币化率仅为53.96%，却不能由此得出我国经济的货币化程度高于美国的结论。



### 第二节 金融压抑

#### 发展中国家普遍存在的金融压抑现象

麦金农和肖等人，将发展中国家存在的市场机制作用没有得到充分发挥、金融资产单调、金融机构形式单一、过多的金融管制和金融效率低下等现象，概括为金融压抑（financial repression）。他们分析，与发达国家相比，发展中国家的金融体制显得很落后。从金融结构的角度来考察，主要表现在这样一些方面：

（1）发展中国家的金融工具形式单一，规模有限。发达国家的金融工具多种多样，规模庞大。

（2）发展中国家的金融体系存在着明显的“二元结构”：一是以大城市和经济发达地区为中心的由现代大银行为代表的现代部门；二是以落后的农村为中心的由钱庄、当铺、合会为代表的传统部门。

（3）发展中国家金融机构单一，商业银行在金融活动中居于绝对的主导地位，非银行金融机构则极不发达；金融机构的专业化程度低，金融效率低。而发达国家的金融机构体系却功能全面。

（4）发展中国家的直接融资市场极其落后，并且主要是作为政府融资的工具而存在；企业的资金来源主要靠自我积累和银行贷款。

（5）由于发展中国家实行严格的管制，致使金融资产价格严重扭曲，无法反映资源的相对稀缺性。具体表现是压低实际利率，高估本国货币的币值。

#### 金融压抑的政策原因

虽然金融压抑现象与发展中国家经济落后的客观现实有关，但发展中国家政府所实行的金融压抑政策更是起直接作用。发展中国家的政府都想积极推动经济发展，但面对的现实是经济发展水平低、政府财力薄弱、外汇资金短缺，为获得资金实现发展战略，政府常常采取“压抑”性的金融政策：

（1）发展中国家通常以设定存贷款利率上限方式来压低利率水平；同时，由于依靠通货膨胀政策来弥补巨大的财政赤字，通货膨胀率居高不下，实际利率通常很低，有时甚至是负数。这就严重脱离了发展中国家资金稀缺，从而必然要求利率偏高的现实。过低的实际利率使得持有货币（这里指广义货币M2）的实际收益十分低下，从而降低了人们对货币的需求，金融资产的实际规模也就无从得到发展。

（2）发展中国家通常面临着巨大的资金短缺。面对这种情形，往往实行选择性的信贷政策，引导资金流向政府偏好的部门和产业。而这些为政府所偏好的企业和项目，大多是享有特权的国有企业和具有官方背景的私有企业，由此导致的直接后果是资金分配效率十分低下。

（3）对金融机构实施严格的控制。此举的直接后果是，金融机构成本高昂、效率低下，金融机构种类单一。

（4）为了降低进口机器设备的成本，发展中国家常常人为地高估本币的汇率，使其严重偏离均衡的汇率水平。发展中国家产品的国际竞争力本来就处于弱势，过高的本币汇率使其更弱；经济的落后本来需要进口，过高的本币汇率使进口需求更高。其结果是，汇率政策使自己陷入了更为严重的外汇短缺境地，于是不得不实行全面的外汇管制，对稀缺的外汇资源进行行政性分配。

其中，扭曲金融领域的“价格”——利率——对经济效率所造成的损害，是问题的重中之重。

人为压低利率的消极作用主要表现在四个方面：①低利率促使人们更关心现期消费，忽视未来消费，扭曲了公众对资金的时间偏好，从而导致储蓄水平低于社会最优水平。低的储蓄使投资也低于最优水平，最终损害经济的增长。②低利率使潜在的资金供给者不去正规的金融中介机构存款，而是直接从事收益可能较低的投资，这就降低了整个经济体系的效率。③政府管制的金融中介可能因地方性的、非正规的、地下的信贷市场的兴起而被削弱。④由于资金成本较低，银行借款人会投资于资本密集的项目。因为利率较低，收益较低的项目也会产生利润，这就产生了对贷款的超额需求。为避免信贷扩张产生通货膨胀，政府和银行不得不在实行利率压制政策的同时，实施行政性信贷配给。

### 第三节 金融自由化

#### 金融自由化改革

如果说金融压抑政策所带来的金融萎缩严重制约了发展中国家的经济增长，使得发展中国家陷入金融萎缩和经济萎缩的恶性循环，那就必须通过金融自由化政策来促进金融部门自身的发展，进而促进经济增长。

金融自由化改革的核心内容主要有以下几方面：

——放松利率管制。

——缩小指导性信贷计划实施范围。

——减少金融机构审批限制，促进金融同业竞争。

——发行直接融资工具，活跃证券市场。

——放松对汇率和资本流动的限制等等。

自20世纪70年代中期起，一些发展中国家先后实施了金融自由化改革试验，它们的改革措施主要有：取消对利率和资金流动的控制；取消指导性信贷计划；对国有银行实行私有化政策；减少本国银行和外国银行登记注册的各种障碍等。

总的看来，金融自由化政策的确通过各种渠道产生了促进经济增长的良性作用。但由于各国在实施金融自由化的同时，还伴有其他经济改革措施，如财政、税收、外贸、私有化等方面的改革，各国的具体国情也千差万别，要准确地判断金融自由化对经济增长的作用是困难的。

#### 发展中国家金融自由化改革的教训

阿根廷、智利和乌拉圭这三个国家在20世纪70年代中期实施了金融自由化改革试验。从80年代初期开始，韩国政府也采取了旨在放松金融管制的金融改革政策。但从总体上看，发展中国家金融自由化改革的进展状况是相当不平衡的。在已经进行的改革中，既有成功的经验，也有失败的教训。世界银行《1989年世界发展报告》的主题是金融自由化改革，总结的主要教训有以下几点：

（1）以金融自由化为基本内容的改革一定要有稳定的宏观经济背景。

（2）金融自由化的改革必须与价格改革或自由定价机制相配合。

（3）金融自由化改革并不是要完全取消政府的直接干预，而是改变直接干预的方式。

（4）政府当局在推行金融自由化改革和价格改革政策时，必须预先判断出相对价格变动对不同集团利益的影响，并出于公平原则和政治均衡要求的考虑，适当采用经济补偿手段。

20世纪七八十年代金融自由化的浪潮也扩及包括美国在内的发达国家。发达国家从那时起直至近年的改革，包括大量金融自由化的内容，如放松直至取消利率管制、放宽金融机构市场准入的门槛和对经营范围的管制、放松直至取消资本在国际流动的限制等等，但金融自由化的概念并不能全部包容发达国家在金融方面的改革。

#### 金融自由化与中国的金融改革

中国是发展中国家，而且是从集中计划经济模式向市场经济模式转轨的国家，这一特点决定了始于20世纪80年代的中国金融改革不能不与世界金融自由化浪潮联系起来考察。下面是从世界金融改革走向，梳理一下中国金融改革的主要内容和方向：

（1）金融机构多元化。其中，包括对产权制度的触动（如国有独资商业银行的股份制改造等）、分设政策性金融机构以及允许外资金融机构进入等。

（2）金融业务沿着多样化、国际化的轨迹，极大地突破了传统体制下过分简单而又受到颇多限制的存放汇模式。近几年又迈进一步的是对个人的贷款及其他金融零售业务的兴起。

（3）金融工具的多样化，丰富了投资手段，冲破了银行单一融资格局。

（4）培育和发展金融市场。债券市场、股票市场、保险市场以及真正意义上的同业拆借市场等货币市场从无到有、从小到大、从极为幼稚向比较成熟的阶段发展。

（5）推动利率市场化，起步于允许利率的一定浮动及差别利率。2004年，在同业拆借市场、国债市场已构建了按资金供求关系决定利率的机制。同时，积极推进境内外币利率市场化。曾经管制严格的存贷款利率也已经放松到存款利率只管上限，贷款利率只管下限。特别是2007年1月，随着SHIBOR的正式运行，标志着中国货币市场基准利率培育工作全面启动。

（6）汇率方面，已建立起以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制及全国统一的外汇交易市场。

（7）构建符合市场机制要求的信贷资金管理体制，特别是取消对国有商业银行的信贷规模控制，全面推行资产负债比例管理及风险管理。

（8）构建金融宏观调控机制，更多地运用间接货币政策工具调节金融变量；构建现代规范的金融监管体系，监管职能在逐步完善。

（9）金融立法建设取得长足进展，颁布了《中华人民共和国中央银行法》、《中华人民共和国商业银行法》、《中华人民共和国票据法》、《中华人民共和国保险法》以及一系列相应的金融法规与规章制度。

（10）与国际市场建立起广泛的、多层次的金融联系，顺应金融全球化的总趋势。随着我国加入WTO，在未来几年内，将逐步直至完全放开外资金融机构的市场准入限制，并全部给予国民待遇。

中国的金融改革是全方位的系统工程，已有的改革成果并非都是一步到位的，其中有过程，有波折，甚至有反复；还有相当部分改革尚未到位或远未到位；而已进行的改革仍要接受未来实践的检验。

在三十余年的中国金融改革进程中，前面讲到的发展中国家金融自由化的教训，也都不同程度地遇到过，尽管引发的具体原因可能不同，如通货膨胀、银行不良债权、企业债务危机等。另外，基于我国特定的体制原因，也还有诸如乱设金融机构、乱集资、账外经营、企业逃废银行债务等。

总结中国金融改革的经验，应该肯定循序渐进、与整体经济改革配套推进的基本思路，符合当今中国国情。联系到20世纪末亚洲金融危机对我们的启示，在中国今后的金融改革中如何处理好事关全局的利率改革、汇率改革、资本市场开放以及外资金融机构的市场准入等课题，均应在上述指导思想下作通盘而不是孤立的考虑与安排。

【复习思考题】

1.什么是“金融发展”？怎样观察和度量金融发展的水平？

2.自己动手搜集、整理一些有关我国金融发展水平的数据，试对我国的金融发展水平作总体估价。

3.在集中计划体制下和在市场经济体制下，金融在经济发展中的作用有极大差别，为什么？在市场经济体制下，金融的发展对于推进经济发展所可能发挥的积极作用可作怎样的估价？

4.在集中计划体制下，有金融压抑，在市场经济体制下，也有不少国家存在金融压抑；在发展中国家，金融压抑问题较为普遍，但在发达国家，也并非完全不存在。这无不涉及国家对金融事业的干预。对于这样的问题，你认为如何认识才较为全面？

5.金融自由化浪潮不仅席卷发展中国家及转型国家，并且也扩及几乎所有发达国家。其背景及必然性应如何理解？

6.金融自由化改革的核心内容是什么？它对经济增长起什么作用？

7.应如何领会发展中国家在金融自由化改革中的经验和教训？联系20世纪末亚洲金融危机对我们的启示，在中国今后的金融改革中应如何处理好利率改革、汇率形成机制的完善、资本市场的扩大开放以及对外资金融机构的准入和监管等问题？

## 第二十七章 金融脆弱性与金融危机

### 第一节 金融脆弱性

#### 何谓金融脆弱性

高负债经营的行业特点决定了金融业具有容易失败的特性，这是狭义上的金融脆弱性（financial fragility）。广义上的金融脆弱性，则是泛指一切融资领域——包括金融机构融资和金融市场融资——中的风险积聚。现在，更多的是从广义角度使用这一概念。

金融脆弱性与金融风险（financial risk）意义相近。金融风险，严格说来，是指潜在的损失可能性。金融脆弱则是指风险积聚所形成的“状态”——与稳定、坚固、不易受到破坏摧毁相对的状态。金融风险既用于微观领域，也用于宏观领域。金融脆弱性多用于对金融体系的讨论，但人们也常常剖析微观金融行为主体的脆弱性问题。

人们用以观察金融部门趋于脆弱的指标，大体有：（1）短期债务与外汇储备比例失调；（2）巨额经常项目逆差；（3）预算赤字大；（4）资本流入的组成中，短期资本比例过高；（5）汇率定值过高；（6）货币供应量迅速增加；（7）通货膨胀率持续、显著高于历史平均水平；（8）M2对官方储备比率变动异常；（9）高利率等等。

#### 金融自由化与金融脆弱性

在一国由金融压抑状态转向金融自由状态时，金融脆弱性问题会显得十分突出。对金融自由化会引发金融脆弱性的普遍忧虑，起始于1985年卡格斯·迪亚斯亚历杭德罗（Carlos Diaz Alejandro）的著名论文《送走了金融压制，迎来了金融危机》。可以说，金融自由化的方方面面在不同程度上都激化了金融固有的脆弱性：

（1）长期以来，利率自由化被当做金融自由化的核心内容。尤其在计量研究中，利率自由化变量常常作为金融自由化的替代变量，但利率自由化也使利率风险突出了：

第一，阶段性风险。一旦放开利率管制，长期受到压抑的利率水平会显著升高，危及宏观金融稳定；自由化又使利率水平变动不居，长期在管制状态环境生存的商业银行一时来不及发展金融工具来规避利率风险。利率水平的骤然升高和不规则的波动性这两个方面加剧了银行脆弱性，其影响之大，常常直接导致银行危机的发生。

第二，恒久性风险，即通常所讲的利率风险。利率风险源自市场利率变动的不确定性，具有长期性和非系统性；只要利率管制放开，这样的风险必然不请自至。

（2）金融自由化的另一项主要措施是放松金融机构业务范围的限制，使金融业由分业经营走向混业经营。最常见的混业经营是银行业与证券业的融合，再广一点可以把保险业和实业也包括进来。就强化金融脆弱性来说，主要还是银证混业和银行对房地产领域的投资。

（3）自由化包括放宽金融机构开业的限制。准入的限制使银行的执照对其持有者来说具有很高的价值。因此，为了保住这种宝贵的执照，银行关注稳健经营。当自由化改革导致银行竞争加剧并减少了收益时，特许权价值被侵蚀了，这就会削弱银行管理风险的自我激励，并有可能加大脆弱性。

（4）发展中国家，其实有些发达国家也如是，由于长期实行政府对银行信贷业务的行政干预，形成大量不良贷款，但在政府的保护措施下，对银行流动性的威胁只是潜在的。一旦实行银行私有化，问题暴露，潜在的金融风险很容易突然转化成为现实的金融风波，乃至金融危机。

（5）20世纪90年代以来的金融危机大多与国际资本在各国资本市场之间的移动有关。资本自由流动所带来的冲击在发达国家与发展中国家之间并不是均匀分配的。在发达的金融体系中，有着各种各样的手段来“中和”冲击，而且其巨大的经济实力也经得住冲击。至于发展中国家，由于金融体系的成熟程度低，金融调控经验和心理承受能力低，资本自由流动的不利后果必然表现得更为充分。

关于金融自由化与金融脆弱相互联系的分析说明：只要实行金融自由化即可使金融压抑所导致的成堆问题得以舒解的论断，是过分简单化、理想化了。无论是利率管制、汇率管制、资本流动管制，以及监管金融机构业务、限制金融机构准入等等，其实施都不是没有理由的，其论证的根据相当部分在今天也依然存在。

但不能据以论证因循保守、自我封闭的思路。这里存在着利弊的总体权衡问题，核心是金融效率。解除金融压抑，会使效率大大提高；金融自由化带来的脆弱性的增强，是效率提高的冲减因素。针对金融脆弱性的增强，可以采取相应的措施予以抑制——也许不可能全部予以抑制，但总要有所作为。

### 第二节 金融危机

#### 何谓金融危机

一位西方经济学者曾经幽默地指出，如同西方文化中的美女一样，金融危机（financial crises）难以定义，但一旦相遇却极易识别。通常的说法是，全部或大部分金融指标——利率、汇率、资产价格、企业偿债能力和金融机构倒闭数——的急剧、短暂和超周期的恶化，便意味着金融危机的发生。

金融危机有不同的类型。大别之，有货币危机、银行危机、股市危机、债务危机和系统性金融危机等等。货币危机是指投机冲击导致一国货币的对外比值大幅贬低，或同时迫使该国金融当局为保卫本币而动用大量国际储备或急剧提高利率。银行业危机是指现实的或潜在的银行破产致使银行纷纷终止国内债务的清偿，或同时迫使政府提供大规模援助以阻止事态的发展。股市危机的表现最易把握，那就是股市崩盘。债务危机是指一国处于不能支付其外债本息的情形，不论这些债权是属于外国政府还是非居民个人。系统性金融危机可以称为“全面金融危机”，是指主要的金融领域都出现严重混乱，如货币危机、银行业危机、股市崩溃及债务危机同时或相继发生。

金融危机与金融脆弱联系紧密。金融危机的爆发以金融脆弱积累到一定程度为条件，但最终在何时发生，还需要某一或某些触发点。某些突发的金融事件，如特大企业的倒闭、欺诈丑闻的揭露等造成公众信心的动摇，往往就是这样的触发点。

#### 普遍发生的金融危机

在资本主义发展早期的金融危机，影响特别大的有16世纪欧洲银行家对国王贷款狂潮的破灭（1557年）、17世纪荷兰的郁金香狂潮（1636年）、18世纪英国的南海泡沫和法国的密西西比泡沫（1720年）。典型的资本主义周期性经济危机始于1825年。周期性经济危机大约10年一次，而形形色色的金融危机或爆发于前，或爆发于后，或不时发生在周期之间。20世纪30年代的大萧条，曾将金融危机推至极巅。美国在1930年，银行倒闭突破四位数，达1350家，占银行总数的5.29%；1931年，倒闭2293家，占银行总数的9.87%；1933年达到高峰，当年有4000家银行倒闭，占银行总数的20%。

第二次世界大战后，全球经济经历了将近30年的平稳发展时期，这种“好时光”一直持续到20世纪70年代初期。这一阶段的金融危机主要围绕美元展开：在战后初期，主要表现为由美元供给过少而引起的“美元荒”；进入60年代以后，随着各主要发达国家经济的相继恢复，继之而来的则是由美元供给过多所引起的“美元灾”。1971年9月，尼克松宣布实行“新经济政策”，美元不再与黄金挂钩，使得实行了35年之久的以固定汇率制和美元为中心特征的布雷顿森林体系瓦解，国际金融市场振荡的幅度开始加剧。从70年代中期开始，国际金融危机由微而著。

自20世纪80年代以来，随着经济和金融全球化的步伐加快，金融危机变得日益经常化和全球化。1982年国际债务危机首先在拉美爆发，这场债务危机绵延了20年之久。头号发达国家美国也在80年代中期以后经历了一场持续10年之久的储蓄贷款协会（S＆L）危机。另一个战后一直增长强劲的发达国家日本也于80年代末期发生泡沫经济崩溃，衰退的阴影持续十余年。其间，还有1987年10月19日的“黑色星期一”全球大股灾。进入90年代，金融危机更是一浪高过一浪。先有在金融衍生品上投机失败的“巴林事件”和“大和事件”，继而发生了北欧银行危机，然后有十余个欧洲发达国家在一批投机者攻击下发生了欧洲货币体系危机。时隔不久，作为新兴市场经济国家典范的墨西哥发生了“新兴市场时代的第一次大危机”。1997年7月亚洲金融危机的爆发，更引起世人关注。80年代末90年代初苏联东欧集团的解体，使得全球金融危机也蔓延到“转轨国家”之中。据世界银行人士计算，自1980年到1996年共有133个IMF成员国发生过银行部门的严重问题或危机，约占全部成员国的70%。特别是新兴市场经济国家和转轨经济国家，没有受到金融危机侵袭的国家极为个别。

最近的一次则是2007年爆发的美国次贷危机，它对美国，乃至全球经济和金融的影响，尚在显现之中。

#### 金融危机的危害与防范

金融危机对经济的冲击会涉及方方面面，社会总会为之付出高昂的代价。不论是发展中国家，还是发达国家，都屡受其害。拉美债务危机使拉美国家“失去了发展的十年”；亚洲金融危机则使一向欣欣向荣的亚洲经济倒退五六年，“东亚奇迹”黯然失色；美国的储蓄贷款协会危机让纳税人直接付出了1800多亿美元的拯救代价，加深了美国在20世纪80年代末、90年代初的衰退；欧洲货币体系危机曾迫使西欧若干主要国家退出欧洲货币体系，如此等等。

金融危机的诸多不利影响最终都将打击经济增长。墨西哥金融危机爆发后，其国内生产总值增长率由1994年的4.4%下降到1995年的-6.2%。亚洲金融危机爆发后的1998年，印度尼西亚的经济增长率跌至-13.7%，马来西亚跌至-6.7%，韩国跌至-5.8%，泰国跌至-9.4%。

金融危机危害极大，却又往往避免不了，这就促使人们去寻求治理它的对策。早期的金融危机，主要是银行危机，与实体经济的状态存在比较直接的联系。那时，主要依靠最后贷款人——中央银行提供流动性，支持银行，让银行渡过挤兑困境并使厂商获得喘息之机。金融全球化时代的危机与实体经济之间的联系日益曲折迂回，危机成因与表现形式复杂了许多，治理危机的对策也趋于多样化。

对于危机的防范治理措施涉及方方面面，主要有：

——建立危机预警系统。

——稳定金融市场。

——管理国际资本流动。

——实施扩张性的财政政策和扩张性的货币政策。

——调整经济结构。

### 第三节 中国的金融脆弱性与金融危机

#### 中国金融脆弱的表现

商业银行体系是我国金融体系的主体，商业银行所积累的不良资产曾是我国金融脆弱的最主要标志。由于信息披露的不充分，外界对于中国银行业的不良资产余额一直多有猜测。根据官方公布，2001年国有银行本外币不良贷款额17649亿元，不良资产比率达25.36%。股份制商业银行的问题小一些，但其潜在不良资产损失也不容轻视。

城市信用社、信托投资公司、财务公司和租赁公司以及各类农村基金会等非银行金融机构，在1992—1994年的经济膨胀时期，都有大量的违规违法经营，管理混乱，累积了大量坏账。1996年经济“软着陆”之后，金融风险暴露，支付问题不断发生，全国发生多起信用社挤提甚至倒闭事件，海南发展银行因此破产。1997年后，有几家全国性的大信托投资公司先后以不同方式结束了经营活动，其中包括引起国内外广泛议论的广东国际信托投资公司破产案。

在政策性金融机构中，中国农业发展银行由于承担筹集农业政策性信贷资金，承担国家规定的农业政策性金融业务，不良贷款比率较高。

保险业的问题具有隐蔽性。尤其是寿险，现阶段主要是收入期，大规模的支出期尚未到来。保险业存在的问题包括无序竞争、支付高额代理费、保单利差倒挂等。

在资本市场方面，上市公司业绩不良。市场发育还处于较低的水平，市场秩序有待大力规范。资本市场的运作主体——证券公司曾经相当普遍地参与不正当的操作，自身的基础也极为薄弱。大规模整顿以前，全国有98家证券公司，到2002年的不良资产率平均为50%，不良资产额达460亿元人民币，而这98家证券公司的资本金只有917亿元。

在对外金融交易方面，尽管实行外汇管制，但相当规模的资本外逃和“热钱”涌入并存。

虽然官方统计的外债指标均在安全线以内，但隐性外债大量存在。广东国际信托投资公司宣布破产后，申报债权总金额为467亿元，80%以上为境外债权。中国外债的币种结构集中于美元和日元，也使我国承担着较大的汇率风险。

#### “脆弱”但未导致“危机”之谜

在亚洲金融危机爆发之前，国内外对中国金融的稳定性大多表示极为担忧。时任IMF总裁的康德苏认为，最值得警觉的是中国，可能出现最大的银行倒闭风波。依据前述的金融危机扩散的理论，中国似乎难逃亚洲金融风暴的劫难。

中国与东南亚危机国家的出口都高度依赖美、日等国的市场。1998年与1997年相比，中国对日本的出口增长率从3.1%降至-6.7%，对美国的出口增长率从22.5%降至16.2%。中国与东南亚危机国家还有着“共同贷款人”——都欠日本银行、美国银行大量的外债。然而，后来的中国却经受住了冲击，为亚洲安然度过1997—1998年全球金融大动荡的唯一新兴市场国家。对此，国内外有着各种各样的解释。

——中国在亚洲金融危机中幸免于难的直接“防火墙”是资本项目没有开放。

——中国特有的金融结构，就效率来看，问题突出，可是从抗拒金融冲击的角度看，却又较强。在中国，银行信贷占社会融资总量的80%，其中的四大国有商业银行又占间接融资总额的70%。对于较小的金融市场和国家直接支持的银行信贷，外部冲击较难动摇。

——国家综合债务水平尚在可承受的范围之内。

——最根本的、长期起作用的应是中国经济现在具有的活力，它保持了国民经济持续稳定的增长和在国际经济舞台上的竞争潜力。也正是具备这样的根基，才使得中国的金融脆弱性虽处在不断累积的情况之下，却能够经受住剧烈冲击。

破解“脆弱”但未导致“危机”之谜，并不意味着对于中国金融脆弱问题无须严肃对待，也不能因为金融危机没有发生而否认在局部范围内，如某一金融行业、某一地区出现危机的可能性。

#### 脆弱性与市场化

改革之前，中国金融业几乎不存在脆弱性。不仅中国人没有想过这样的问题，国际上也无人关注。随着市场化改革的推进和深入，金融的脆弱性才逐步显现并日益积累。自然而然，如下的判断成立：中国金融的脆弱性是伴随市场化而来的。假如无视整体和全局，把脆弱性和市场化这种相关关系孤立地进行考察，直接的逻辑推论应该是：停止市场化，消除脆弱性。显然，这样的论断并无价值。

第一，金融按照市场的轨道改革是建立市场经济体制总体改革任务的构成部分。就如同把经济整体改造为市场机制是基于以高效率的资源配置来替代原有体制低效率的资源配置一样，金融改革与建设的核心目标也在于提高资源配置的效率。安于低效率而不推进这样的转化，没有金融脆弱性；要求有高效率的金融机制，则金融脆弱性必然伴随而生。中国的实践说明，金融脆弱性的社会代价远不会吞噬效率提高所带来的好处。

第二，在改革过程中，金融脆弱性虽然不可避免地伴随而来，但对于脆弱性生成和积累的过程却不是无能为力的。在这方面，中国碰到的一个特殊问题是：一方面是市场机制的改革方向和不可逆转的推进进程，另一方面则是传统机制的退出并非一蹴而就和因循守旧力量的牵制。例如，改革以来，利率和汇率的调整使银行风险加大。但利率、汇率变动了，商业银行却不能自主地进行金融产品创新来对冲利率、汇率风险，这就使加大的风险无法分散、化解。

中国特定的实际包含着一般的规律性。上一章和这一章讲了金融自由化，讲了金融自由化使得金融更加脆弱。中国的金融市场化和金融脆弱性属于同一性质的问题。

【复习思考题】

1.金融脆弱性、金融风险和金融危机之间有什么关系？

2.金融自由化的方方面面都有加重、强化金融脆弱性的作用。但是，人们并没有据以否定推进金融自由化的方向。对于这样的矛盾，你认为应该根据怎样的准则决策？我国的金融改革在这方面应该注意什么问题？

3.以1997年亚洲金融危机为例，分析金融危机的成因、危害及防范措施。为什么中国在亚洲金融危机中受到的冲击和影响较小？中国应该从这次危机中吸取怎样的经验和教训？

4.在金融全球化的背景下，金融危机具有极强的国际传播效应，主要的防治措施有哪些？这些措施的作用机制是怎样的？

## 第二十八章 金融监管

### 第一节 金融监管的界说和理论

#### 金融监管的原则及理论

对银行的监管是金融监管的主要部分，也是历史最长、发展最为完善的部分。许多金融监管的原则和理论，实际都是在监管银行的过程中逐步形成的。

由于经济、法律、历史、传统乃至体制的不同，各国在金融监管的诸多具体方面存在着不少差异，但有些一般性的基本原则却贯穿于各国金融监管的各个环节与整个过程：

（1）依法管理原则。

（2）合理、适度竞争原则——监管重心应放在保护、维持、培育、创造一个公平、高效、适度、有序的竞争环境上。

（3）自我约束和外部强制相结合的原则。

（4）安全稳定与经济效率相结合的原则。

此外，金融监管应该顺应变化了的市场环境，对过时的监管内容、方式、手段等及时进行调整。

有关金融监管的理论依据多种多样，但无非是论证监管之必要性、必然性。

1.社会利益论

金融监管的基本出发点就是要维护社会公众的利益，而社会公众利益的高度分散化，决定了只能由国家授权的机构来履行这一职责。

历史经验表明，在其他条件不变的情况下，一家银行可以通过其资产负债的扩大以及资产对资本比例的扩大来增加盈利能力，这必然伴随着风险的增大。但由于全部的风险成本并不是完全由该银行自身，而是由整个金融体系乃至整个社会经济体系来承担，这就会使该银行具有足够的动力通过增加风险来提高其盈利水平。如果不对其实施监管和必要的限制，社会公众的利益就有很大可能受到损害。因此，可以这样概括：市场缺陷的存在，有必要让代表公众利益的政府在一定程度上介入经济生活，通过管制来纠正或消除市场缺陷，以达到提高社会资源配置效率、降低社会福利损失的目的。

2.金融风险论

金融风险的特性，决定了必须实施监管，以确保整个金融体系的安全与稳定。

首先，银行业的资本只占很小的比例，大量的资产业务都要靠负债来支撑。在其经营过程中，利率、汇率、负债结构、借款人偿债能力等因素的变化，使得银行业时刻面临着种种风险，成为风险集聚的中心。而且，金融机构为获取更高收益而盲目扩张资产的冲动，更加剧了金融业的高风险和内在不稳定性。当社会公众对其失去信任而挤提存款时，银行就会发生支付危机甚至破产。

其次，金融业具有发生支付危机的连锁效应。在市场经济条件下，社会各阶层以及国民经济的各个部门，都通过债权债务关系紧密联系在一起。因此，作为金融体系任一环节出问题，都极易造成连锁反应，进而引发普遍的金融危机。更进一步，一国的金融危机还会影响到其他国家，并可能引发区域性甚至世界性的金融动荡。

最后，金融体系的风险，直接影响着货币制度和宏观经济的稳定。

3.投资者利益保护论

在设定的完全竞争的市场中，价格可以反映所有的信息，但在现实中，大量存在着信息不对称的情况。

在信息不对称或信息不完全的情况下，拥有信息优势的一方可能利用这一优势来损害信息劣势方的利益。于是，就提出了这样的监管要求，即有必要对信息优势方（主要是金融机构）的行为加以规范和约束，以便为投资者创造公平、公正的投资环境。

#### 金融监管成本

金融监管必然要付出成本。假如成本过大，大到金融监管难以实施的程度，则金融监管不能成立。上面关于必须实施金融监管的观点实际包含这样的潜台词：金融监管所能带来的社会效益必然大于监管的社会成本。

就整体来说，在市场经济体制下，比较金融监管的社会成本与监管所能带来的社会效益孰大孰小并不容易。就具体的金融监管措施来说，其成本与效益易于进行定量分析，但大多数具体措施都不是孤立的。只要放在较大的背景上，成本与效益的比较就不是简单的算题。无论如何，在金融监管问题中，与其他许多经济问题一样，成本与效益的关系必然存在；因此，对其进行判断的基本根据不是抽象的道理而是利弊的权衡。

金融监管成本大致分为显性成本和隐性成本两个部分。一般来说，金融监管越严格，其成本也就越高。

（1）执法成本。这是指金融监管当局在具体实施监管的过程中产生的成本，表现为监管机关的行政预算，也就是以上提到的显性成本或直接成本。

（2）守法成本。它是指金融机构为了满足监管要求而额外承担的成本损失，通常属隐性成本，主要表现为金融机构在遵守监管规定时造成的效率损失。如为了满足法定准备金要求而降低了资金的使用效率，由于监管对金融创新的抑制，从而限制了新产品的开发和服务水平的提高等。

（3）道德风险。金融监管可能产生的道德风险大致包括三个方面：第一，由于投资者相信监管当局会保证金融机构的安全和稳定，会保护投资者利益，就易于忽视对金融机构的监督、评价和选择。这就会导致经营不良的金融机构照样可以通过提供高收益等做法而获得投资者的青睐。第二，保护存款人利益的监管目标，使得存款人通过挤兑的方式向金融机构经营者施加压力的渠道不再畅通。存款金融机构可以通过提供高利率吸收存款，并从事风险较大的投资活动。第三，由于金融机构在受监管的过程中承担了一定的成本损失，因而会通过选择高风险、高收益资产的方式来弥补损失。

此外，监管过度还会导致保护无效率金融机构的后果，从而造成整个社会的福利损失。这些无法具体量化的成本，是金融监管隐性成本、间接成本的重要组成部分。

#### 金融监管失灵问题

有人论证，虽然政府管制可以在一定程度上纠正市场缺陷，但同样也会面临着失灵问题，即政府管制并不必然能够实现资源的有效配置。

（1）监管者的经济人特性。从理论上讲，金融监管机关作为一个整体，是社会公众利益的代表者，能够在某种程度上超越具体的个人利益。但具体到单个的监管人员来说，由于他们也是经济人，也具有实现个人利益最大化的动机，一旦掌握垄断性的强制权利，很容易被某些特殊利益集团俘获，并成为他们的代言人。作为交换，监管者可以获得相当丰厚的回报，如监管者离任后可以在被监管部门获得待遇优厚的工作等。

（2）监管行为的非理想化。这主要表现为，尽管监管者主观上想尽力通过监管最大限度地弥补市场缺陷，但由于受到各种客观因素的制约，有可能无法达到理想化的目标。制约监管效果的客观因素如下：

——监管者对客观规律的认识具有局限性。

——监管者面临信息的不完备——被监管者对自己所经营的业务拥有完整的信息，而监管者除了一些法律所要求披露的信息之外，并不能准确、及时、全面地掌握被监管者的信息。

——监管当局对是否采取措施和采取何种措施，以及从采取措施到产生效果，都可能产生监管时滞。

（3）作为监管制度的制定者和实施者，金融监管机关处于独特的地位，它们几乎受不到来自市场的竞争和约束，也就没有改进监管效率的压力和动机，这必然会导致监管的低效率。而且，金融监管机关具有政府部门的科室结构，其运作机制和一般的政府部门也无大区别，极易导致监管的官僚主义行为。

### 第二节 金融监管体制

#### 金融监管体制及其类型

金融监管体制是指金融监管的制度安排，它包括金融监管当局对金融机构和金融市场施加影响的机制以及监管体系的组织结构。由于各国历史文化传统、法律、政治体制、经济发展水平等方面的差异，金融监管机构的设置颇不相同。

根据监管主体的多少，各国的金融监管体制大致可以划分为单一监管体制和多头监管体制。

单一监管体制是由一家金融监管机关对金融业实施高度集中监管的体制。目前，实行单一监管体制的发达市场经济国家有英国、澳大利亚、比利时、卢森堡、新西兰、奥地利、意大利、瑞典、瑞士等国。此外，大多数发展中国家，如巴西、埃及、泰国、印度、菲律宾等国，也实行这一监管体制。

多头监管体制是根据从事金融业务的不同机构主体及其业务范围的不同，由不同的监管机构分别实施监管的体制。而根据监管权限在中央和地方的不同划分，又可将其区分为分权多头式和集权多头式两种。实行分权多头式监管体制的国家一般为联邦制国家。美国和加拿大是实行这一监管体制的代表。实行集权多头式监管体制的国家，对不同金融机构或金融业务的监管，由不同的监管机关来实施，但监管权限集中于中央政府。日本和法国等国采用这一监管体制。

#### 中国的金融监管体制

我国当前的金融监管体制，属于集权多头式。在2003年十届全国人民代表大会第一次会议之前，是由中国人民银行、中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）、中国保险监督管理委员会（以下简称中国保监会）三方共同承担着对我国金融业的监管职责。具体来说，中国人民银行主要负责银行、信托业的监管；中国证监会主要负责证券市场、证券业和投资基金的监管；中国保监会主要负责保险市场和保险业的监管。

2003年4月28日，中国银行业监督管理委员会（以下简称中国银监会）成立，承担了原由中国人民银行承担的监管职责。监管权限高度集中于中央政府。按照《中华人民共和国银行业监督管理法》，银行监管的目标是促进银行业的合法、稳健运行，维护公众对银行业的信心；同时，保护银行业公平竞争，提高银行业竞争能力。监管的主要方面是：

（1）制定有关银行业金融机构监管的规章制度和办法。

（2）审批银行业金融机构及分支机构的设立、变更、终止及其业务范围。

（3）对银行业金融机构实行现场和非现场的监管，依法对违法违规行为的查处。

（4）审查银行业金融机构高级管理人员任职资格。

（5）负责统一编制全国银行数据、报表并予以公布。

（6）会同有关部门提出存款类金融机构紧急风险处置意见和建议。

（7）负责国有重点银行业金融机构监事会的日常管理工作。

……

在监管体制中，金融业的自律是一个重要环节。自律是指同一行业的从业者组织，基于共同利益，制定规则、自我约束，实现本行业内部的自我监管，以保护自身利益并促进本行业的发展。银行业的自律组织形式是银行业的行业公会、协会之类。

### 第三节 金融监管的国际协调

#### 银行机构的国际化给银行监管带来的挑战

第二次世界大战后，尤其是进入20世纪60年代和70年代，金融业国际化有了飞速发展。银行机构的国际化和网络化，在金融国际化的过程中居于核心地位。

银行机构的国际化面临的风险日趋多样化和复杂化，如徒然增添了外汇风险和国家风险，从而加大了经营的不确定性，也使风险越来越不可能限制在一国的地理区域之内。即使是没有实力在国外设立分支机构的地方性小银行也难以摆脱，因为它们或多或少要通过一些代理行开展海外业务。

同时，银行同业支付清算体系把所有银行联系在一起，造成了相互交织的债权债务网。基于营业日结束时多边差额支付的清算体系，使得任何微小的支付困难都可能酿成全面的流动性危机。1974年德国赫斯塔特银行的倒闭，就曾引起票据交换和银行间支付系统的极大振荡，尤其是导致了日本和意大利银行一时陷入困境。

在金融风险国际化的情况下，任何一国的监管机构都无法对银行机构所面临的风险进行全面的监管。

（1）在金融活动和金融机构国际化的进程中，金融监管还是单个国家政府的事情，即还被限制在国家主权地理区域之内。这就意味着无法对银行的国际金融活动进行有效的监管，从而面临监管真空的危险。

（2）金融国际化加大了监管者和被监管机构之间的信息差异。本来，监管者和被监管者之间就存在着信息不对称。在金融国际化的过程中，大银行的组织结构和业务结构日趋复杂，国际经营和交易业务大量以表外业务的形式开展，监管机构根本无法及时完整地获得信息，这就使得监管者实施有效监管的难度越来越大。

（3）国际金融业务的创新不断突破现有的金融监管框架，使得监管机构面临崭新的监管对象。表外业务大量增加、金融衍生工具大量涌现等等，都导致监管部门无法进行及时有效的监管。

如此等等，在金融监管方面就迫切需要各国之间的协调和合作。

#### 金融监管的国际协调组织

金融国际化对国际金融监管的协调提出了迫切的需要。目前，国际社会对金融监管的国际协调已经取得了广泛的认同，认为：①监管者之间的合作和信息交流不应该存在任何障碍，无论是在国内还是在国际上；②要保证监管主体之间共享信息的保密性；③监管者对合作必须有一个前瞻性的态度。

在国际监管组织中，巴塞尔委员会的影响突出。

1974年赫斯塔特银行和福兰克林国民银行的倒闭使国际社会认识到银行国际业务的风险性和危机的传染性，意识到加强对银行国际业务合作监管的迫切性。有鉴于此，在国际清算银行的发起和支持下，十国集团中央银行行长于1974年底建立了银行法规与监管事务委员会，也就是现在所称的巴塞尔银行监管委员会，简称巴塞尔委员会。巴塞尔委员会是一个中央银行监督国际银行活动的联席代表机构和协调机构，其第一次会议于1975年2月召开，此后每年定期召开3～4次会议，议程由各成员国中央银行商定。

巴塞尔委员会的成员来自比利时、加拿大、法国、德国、意大利、日本、卢森堡、荷兰、瑞典、瑞士、英国和美国。

在国际监管方面，委员会遵循两条基本原则：第一，没有任何境外银行机构可以逃避监管；第二，监管应当是充分的。

委员会并不具备任何凌驾于国家之上的正式监管特权。不过，它制定了广泛的监管标准和指导原则，提倡最佳监管做法，期望各国采取措施，根据本国的情况通过具体的立法或其他安排予以实施。委员会鼓励采用共同的方法和标准，但并不强求成员国在监管技术上的一致性。

金融稳定理事会（Financial Stability Board，FSB）是次贷危机爆发以来建立的重要国际协调组织。

它由二十国集团伦敦峰会于2009年4月建立，并于同年9月由匹兹堡峰会通过并正式生效。金融稳定理事会成员由24个国家或地区（包括二十国集团的成员国、中国香港、荷兰、新加坡、西班牙和瑞士）的中央银行、监管当局和财政部门以及欧洲中央银行、欧盟的高级代表组成。

金融稳定理事会旨在通过协调各国金融当局与国际标准制定机构相关政策实施的全面性和连贯性，以推动国际金融稳定。其具体职责包括评估影响金融体系的脆弱性、促进各国负责金融稳定当局的协调和信息交流、监测市场发展及其对监管政策的影响、提出最佳监管标准建议并进行监测、为跨境危机管理特别是涉及系统重要性的机构提出应急管理计划等。

### 第四节 银行监管的国际合作

#### 《巴塞尔协议》

无论是跨国银行的活动还是资本的国际流动，各国金融监管当局大多有一些监管措施。至于对国际金融舞台，单单依靠各国管理当局的分别监管则难以加以规范。因而，客观要求推动金融监管的国际合作。

在这方面，首先推动的是对跨国银行的国际监管。在银行国际监管标准的建立中，以《巴塞尔协议》规定的银行资本标准最为成功。

1987年12月，国际清算银行召开中央银行行长会议通过“巴塞尔提议”。在“提议”基础上，于1988年7月由巴塞尔银行监管委员会通过了《关于统一国际银行的资本计算和资本标准的协议》，即有名的《巴塞尔协议》。

《巴塞尔协议》的目的在于：（1）通过制定银行的资本与其资产间的比例，定出计算方法和标准，以加强国际银行体系的健康发展；（2）制定统一的标准，以消除国际金融市场上各国银行之间的不平等竞争。

该协议的主要内容有：

第一，关于资本的组成。把银行资本划分为核心资本和附属资本两档：第一档核心资本包括股本和公开准备金，这部分至少占全部资本的50%；第二档附属资本包括未公开的准备金、资产重估准备金、普通准备金或呆账准备金。

第二，关于风险加权的计算。协议定出对资产负债表上各种资产和各项表外科目的风险度量标准，并将资本与加权计算出来的风险挂钩，以评估银行资本所应具有的适当规模。

第三，关于标准比率的目标。协议要求银行经过5年过渡期逐步建立和调整所需的资本基础。到1992年底，银行的资本对风险加权化资产的标准比率为8%，其中核心资本至少为4%。

这个协议的影响广泛而深远，面世以来，不仅跨国银行的资本金监管需视协议规定的标准进行，就是各国国内，其货币当局也要求银行遵循这一准则，甚至以立法的形式明确下来。自1988年以来，《巴塞尔协议》不仅在成员国的银行获得实施，而且在成员国之外也获得逐步实施，逐渐发展为国际社会所认可的银行监管标准。中国的商业银行法规定，商业银行的资本充足率不得低于8%。

#### 《有效银行监管的核心原则》

进入20世纪90年代，特别是90年代中期以来，许多国家银行系统的巨额坏账、造成银行损失的违规操作、倒闭乃至连锁的破坏性反应等等，严重威胁到各国和全世界的金融稳定。严格银行监管，强化各国金融体系，成为国际上高度关注的焦点。

正是在这一背景下，1997年9月，巴塞尔银行监管委员会正式通过了《有效银行监管的核心原则》（以下简称《核心原则》），为规范银行监管提出国际统一的准则。2006年10月，经修订并重新发布的《核心原则》包括25项原则，可归为7个方面：（1）目标、独立性、权力、透明度和合作；（2）许可的业务范围；（3）审慎监管规章制度；（4）持续监管的各种方法；（5）会计处理与信息披露；（6）监管当局的纠正及整改权力；（7）并表及跨境监管。

概括而言，《核心原则》的主要内容包括：

——必须具备适当的银行监管法律、法规；监管机构要有明确的责任、目标和自主权等。

——必须明确界定金融机构的业务范围，严格银行审批程序；对银行股权转让、重大收购及投资等，监管者有权审查、拒绝及订立相关标准。

——重申《巴塞尔协议》关于资本充足率的规定；强调监管者应建立起对银行各种风险进行独立评估、监测、管理等一系列政策和程序，并要求银行必须建立起风险防范及全面风险管理体系和程序，以及要求银行规范内部控制等。

——必须建立和完善持续监控手段，监管者有权在银行未能满足审慎要求或存款人安全受到威胁时采取及时的纠正措施，直至撤销银行执照。

——对跨国银行业的监管，母国监管当局与东道国监管当局必须建立联系、交换信息、密切配合；东道国监管者应确保外国银行按其国内机构所同样遵循的高标准从事当地业务。

巴塞尔委员会认为，达到《核心原则》的各项要求将是改善一国及国际金融稳定的一个重要步骤，但各国实现这一目标的时间不尽相同。另外，《核心原则》只是最低要求，各国需要针对其金融体系的具体情况与风险加以强化或补充。

#### 《新巴塞尔协议》

2001年1月16日，巴塞尔委员会公布了新资本协议草案第二稿，并再次在全球范围内征求银行界和监管部门的意见。这年年中决定于2002年定稿、2005年实施，并全面取代1988年的《巴塞尔协议》，成为新的国际金融环境下各国银行进行风险管理的最新法则。

1.《新巴塞尔协议》出台的背景

自20世纪90年代以来，国际银行业的运行环境和监管环境发生了很大变化，主要表现在以下三个方面：

（1）《巴塞尔协议》中风险权重的确定方法遇到了新的挑战。这表现为在信用风险（credit risk）依然存在的情况下，市场风险（market risk）和操作风险（operational risk）等对银行业的破坏力日趋显现。在银行资本与风险资产比率基本正常的情况下，以金融衍生商品交易为主的市场风险频频发生，诱发了国际银行业中多起重大银行倒闭和巨额亏损事件。而《巴塞尔协议》主要考虑的是信用风险，对市场风险和操作风险的考虑不足。

（2）危机的警示。亚洲金融危机的爆发和危机蔓延所引发的金融动荡，使得金融监管当局和国际银行业迫切感到重新修订现行的国际金融监管标准已刻不容缓。一方面，要尽快改进以往对资本充足率的要求；另一方面，需要加强金融监管的国际合作，以维护国际金融体系的稳定。

（3）技术可行性。学术界以及银行业自身都在银行业风险的衡量和定价方面作了大量细致的探索性工作，建立了一些较为科学可行的数学模型。现代风险量化模型的出现，在技术上为巴塞尔委员会重新制定新资本框架提供了可能性。

新协议草案较1988年的《巴塞尔协议》复杂得多，但也较为全面。它把对资本充足率的评估和银行面临的风险进一步地紧密结合在一起，使其能够更好地反映银行的真实风险状况。新协议不仅强调资本充足率标准的重要性，还通过互为补充的“三大支柱”，以期有效地提高金融体系的安全和稳定。

2.《新巴塞尔协议》的三大支柱

《新巴塞尔协议》包括互为补充的三大支柱：

（1）第一大支柱——最低资本要求（minimum capital requirements）。最低资本要求由三个基本要素构成：受规章限制的资本的定义、风险加权资产以及资本对风险加权资产的最小比率。其中，有关资本的定义和8%的最低资本比率没有发生变化，但对风险加权资产的计算问题，新协议在原来只考虑信用风险的基础上，进一步考虑了市场风险和操作风险。

（2）第二大支柱——监管当局的监管（supervisory review process）。这是为了确保各银行建立起合理有效的内部评估程序，用于判断其面临的风险状况，并以此为基础对其资本是否充足做出评估。监管当局要对银行的风险管理和化解状况、不同风险间相互关系的处理情况、所处市场的性质、收益的有效性和可靠性等因素进行监督检查，以全面判断该银行的资本是否充足。

（3）第三大支柱——市场纪律（market discipline）。市场纪律的核心是信息披露。市场约束的有效性，直接取决于信息披露制度的健全程度；只有建立健全的银行业信息披露制度，各市场参与者才可能估计银行的风险管理状况和清偿能力。为了提高市场纪律的有效性，巴塞尔委员会致力于推出标准统一的信息披露框架。

对于新协议框架，人们普遍支持、赞同采用风险敏感度较高的资本管理制度，同时也普遍认为新协议太复杂，难以立即统一实施。实际上，各国的实施时间各有差异。

#### 《巴塞尔协议Ⅲ》

鉴于2007年以来国际金融危机所暴露的全球金融体系和金融监管过程的重大制度性缺陷，2010年12月16日，巴塞尔委员会正式发布了《第三版巴塞尔协议：更具稳健性的银行和银行体系的全球监管框架》，简称《巴塞尔协议Ⅲ》（Basel Ⅲ），标志着国际金融监管改革进入一个新阶段。以《巴塞尔协议Ⅲ》为核心的国际银行监管改革既延续了1988年以来《巴塞尔协议》以风险为本的监管理念，又超越了传统的资本监管框架，从更为宽广的视角理解银行风险，在监管制度层面确立了微观审慎与宏观审慎相结合的监管模式。

相较于以往的《巴塞尔协议》，《巴塞尔协议Ⅲ》调整了关注点：（1）从单家银行的资产方扩展到资产负债表的所有要素。（2）从单家银行的稳健性扩展到整个金融体系的稳定性。（3）从金融体系的稳健性扩展到金融体系与实体经济之间的内在关联，将逆周期因素引入资本和流动性监管框架。

《巴塞尔协议Ⅲ》对此前《巴塞尔协议》的缺陷进行了全面修订：（1）更加强调资本吸收损失的能力，大幅提高了对高质量的核心一级资本的最低要求；同时要求银行在达到最低核心资本4.5%的基础上，需进一步分别满足2.5%的储备资本和0～2.5%的逆周期资本要求。（2）引入杠杆率监管要求，采用简单的表内外资产加总之和替代风险加权资产衡量资本充足程度，防范风险加权资产计算过程的模型风险。（3）构建宏观审慎监管框架，加强对系统重要性金融机构的监管，防范“大而不能倒”导致的道德风险和系统性风险。（4）引入新的流动性监管标准，更加关注压力情形下的流动性管理，防范流动性危机。

《巴塞尔协议Ⅲ》规定了在2019年1月1日全面实施新标准的过渡期安排。比如规定各成员国应于2013年1月1日开始实施新标准，此前各国应按照新标准制定相应的国内监管法规。2013年1月1日起，核心一级资本的最低要求将从目前的2%上升至3.5%，一级资本最低要求由4%上升至4.5%。2014年1月1日起，银行核心一级资本充足率和一级资本充足率分别达到4%和5.5%。2015年1月1日起，银行应满足4.5%的最低核心一级资本充足率和6%的最低一级资本充足率要求。

#### 中国版《巴塞尔协议Ⅲ》

为推动中国银行业实施国际新监管标准，增强银行体系稳健性和国内银行的国际竞争力，2011年4月27日中国银行业监督管理委员会制定发布了《关于中国银行业实施新监管标准的指导意见》，提出实施新监管标准的目标、原则和核心要求。

2011年8月，中国银行业监督管理委员会公布《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，进一步明确了相关监管指标的监管标准。2012年6月7日，正式发布《商业银行资本管理办法（试行）》，定于2013年1月1日起实施，标志着中国版《巴塞尔协议Ⅲ》正式落地。中国版《巴塞尔协议Ⅲ》充分借鉴国际金融危机的教训和国际金融监管改革的成果，并认真汲取我国银行业改革与监管的实践经验，既保持与国际标准的基本一致性（比如，除核心一级资本充足率高0.5个百分点外，其余监管要求与《巴塞尔协议Ⅲ》基本一致），又充分考虑中国银行业的特殊性（比如，对国内银行已发行的不合格资本工具给予10年过渡期，并允许银行将超额贷款损失准备计入银行资本计算；下调小微企业贷款、个人贷款以及公共部门实体债权的风险权重，同时适度上调商业银行同业债权的风险权重等），将国际标准同中国实际相结合，实现了国际准则的中国化。

【复习思考题】

1.不同的金融监管理论在论证金融监管的必要性时，既有各自不同的侧重点，又有交叉之处，试分析比较。

2.结合中国金融监管的现状和未来发展，想一想我国应当如何解决降低监管成本和避免监管失灵的问题。

3.我国的金融监管体制与历史文化传统、政治体制、经济发展水平和法制建设等方面存在怎样的联系？

4.监管当局的监管、行业自律和金融业的内部管理，这三者之间的相互关系应该怎样理解？

5.从《巴塞尔协议》到《新巴塞尔协议》，再到《巴塞尔协议Ⅲ》，说明在国际金融监管中发生了哪些变化？这些变化产生的背景是什么？

6.就金融国际化论证对金融监管国际协调的必要性。

7.你是否知道我国参与国际金融监管协调的情况？