

M

易纲 吴有昌 著

丛书主编 易纲 海闻

MONEY AND BANKING

货币银行学

现代经济学管理学教科书系列



世纪出版集团 上海人民出版社

现代经济学管理学教科书系列

《经济学原理》		巫和懋
《微观经济学》(第二版)		周惠中
《微观经济学》学习指南		周惠中
《宏观经济学》(第二版)	袁志刚	欧阳明
《宏观经济学》学习指南	袁志刚 何樟勇	张 涛
《国际贸易》	海 闻 P. 林德特	王新奎
《国际金融》	易 纲	张 磊
《货币银行学》	易 纲	吴有昌
《公共财政学：理论与实践》		杨之刚
《应用数量经济学》	黄益平	宋立刚
《环境与自然资源经济学》		张 帆
《市场营销管理：理论与策略》	邓胜梁 许绍李	张庚淼
《投资学》	杨海明	王 燕
《商业银行管理学》	俞 乔 邢晓林	曲和磊
《现代企业中的人力资源管理》	王一江	孔繁敏
《国际商务》		梁 能
《动态经济计量学》	D.F. 韩德瑞	秦 朵
《高等时间序列经济计量学》		陆懋祖



ISBN 7-208-03275-0



9 787208 032750

定价 49.00 元

易文网: www.ewen.cc

D B A N K I N G

货币银行学

易纲 吴有昌 著



世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

货币银行学/易纲著.

—上海:上海人民出版社,1999

现代经济学管理学教科书系列

ISBN 7-208-03275-0

I. 货... II. 易... III. 货币和银行经济学—教材 IV. F820

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 40061 号

责任编辑 忻雁翔

封面装帧 陈楠

现代经济学管理学教科书系列

货币银行学

易纲 吴有昌 著

出版 世纪出版集团 上海人民出版社

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cn)

出品  上海世纪出版股份有限公司高等教育图书公司

***** (上海福建中路 193 号 24 层 021-63914988)

发行 世纪出版集团发行中心

印刷 商务印书馆上海印刷股份有限公司

开本 787×1092 毫米 1/16

印张 35.75

插页 2

字数 629,000

版次 1999 年 9 月第 1 版

印次 2006 年 1 月第 10 次

ISBN 7-208-03275-0/F·656

定价 49.00 元

易纲 1958年生，北京市人。1977年考入北京大学经济系本科，1980年被北京大学选派到美国留学，1986年获美国伊利诺伊大学经济学博士学位。1992年任美国印第安那大学经济系副教授并获终身教职。现任北京大学中国经济研究中心教授、博士生导师。

吴有昌 1970年生于福建，1989年考入北京大学经济学院本科，1994年获经济学学士学位，1996年获经济学硕士学位。现任教于北京大学经济学院金融系，并师从著名经济学家胡代光教授攻读博士学位。曾在国内学术刊物上发表论文数篇，与他人合译《产业组织理论》等著作多部。

M O N E Y A N

现代经济学管理学教科书系列

主编：易 纲 海 闻

编委（按姓氏笔画）：

王一江	王 燕	邓胜梁	田国强
卢 锋	李庆云	宋国青	张维迎
张 帆	林毅夫	欧阳明	易 纲
周其仁	周惠中	俞 乔	胡大源
秦 朵	海 闻	梁 能	

组织：北京大学中国经济研究中心



上海世纪出版股份有限公司高等教育图书公司 出品



总 前 言

进入 21 世纪,世界在注视着中国。经过 20 多年的经济改革,中国社会主义市场经济新体制的雏形在世界的东方渐渐清晰。

中国经济改革的目标是建立和完善社会主义市场经济体系,这一历史使命的完成需要千千万万掌握市场经济运行规则的企业家、经济学家、管理专业人才和国家干部。中国需要人才,培养人才靠教育,高水平的教育迫切需要有一套与国际接轨的一流教材,尤其是大学本科生的教科书。应市场之求,受同仁委托,我们组织编写了这一套“现代经济学管理学教科书系列”。

本套教科书的适用对象是各大专院校经济管理专业的本科生和研究生,以及具有同等文化程度自学者的。

实事求是精神是本套教科书的指导思想。中国正在摸索一条有自己民族特色的市场经济之路,许多问题还有待于进一步的探讨。本套教科书对有争议问题的取舍标准是邓小平同志提出的“三个有利于”的原则:即主要看是否有利于发展社会主义社会的生产力,是否有利于增强社会主义国家的综合国力,是否有利于提高人民的生活水平。

本套教科书有如下的特点:第一,涵盖了现代经济学和管理学的主要领域和许多前沿专题,力图准确、全面、系统地阐述每个学科的基本内容,努力做到现代经济学、管理学教学研究的主流框架与我国经济改革具体实践的有机结合。第二,最大限度地方便读者。各教科书均在前言中或第 1 章中告诉读者该书的层次(本科低年级、本科高年级、研究生)。教科书的语言简明通俗,结构科学严谨,适合于教学与自学。各章附有小结与习题,全书后有按汉语拼音顺序排列的索引,并附有便于查找的参考书目。第三,尽可能地为教员提供方便。教科书的前言部分有一个教学大纲并附有两套教案,以适合本科或专科等各种教学和不同学时需要。有些教科书配有《教学参考书》并附有题库及部分答案。

本套教科书的作者们不仅受过现代经济学、管理学的系统训练,而且都从事教学科研工作多年,其中有不少已是国内国外的一流专家教授。他们既熟练



掌握现代经济学、管理学理论,又对中国和发达国家经济的实际运行情况有深刻的了解,从而使这套教科书能结合中国国情来系统地、准确地介绍经济、管理理论与案例。每本教科书都经过两次评审(一次对写作计划,一次对书的初稿),作者们均按评审意见对书稿进行了认真的修改。

亲爱的读者们,亲爱的同事们,本套教科书自从1997年出版发行第一本以来,承蒙广大读者、同仁的厚爱,发行总量高达数十万册。在此,感谢大家对我们的支持与关爱。此次再版的教科书有三点新的改进:一是增加了近几年来经济学发展的新理论和新动态;二是进一步增加了用一般经济理论分析中国的案例;三是做了许多完善工作,使得这套教材使用起来更加方便。我们诚挚地将此套教科书献给大家,请评头论足,不吝赐教。

易纲 海闻

前 言

金融是现代经济的核心,货币与银行无论从历史上,还是逻辑上都是金融业的源头和基础。从某种意义上说,证券业、保险业和其他非银行金融机构是在银行业的基础上发展起来的。学习货币银行学是研究金融问题的基础。

本书试图将现代货币银行理论与中国的具体实践有机地融合起来,从而形成一个既反映现代货币银行理论的优秀成果,又具有中国特色的货币银行学体系。针对国内同类教科书大多只偏重制度性和操作性方面内容的特点,我们试图在理论性内容方面有所加强。在本书的第4篇中,我们以货币理论为切入点,对宏观经济学中最重要的两大流派——凯恩斯主义和货币主义进行了多层次的比较和综合,以便使学生可以从多个角度对货币与经济的关系形成较为深入的认识。本书的第5篇用5章的篇幅较为充分地阐述了金融与经济的关系,并结合最近爆发的亚洲金融危机探讨了发展中国家金融自由化过程中应该注意的问题。当然在实践方面,我们也试图反映国际及国内货币银行领域的最新动态。本书还结合课程内容设计了28个专栏,这些专栏有助于增强学生对所学内容的感性认识,培养学生关注现实问题的兴趣。由于篇幅所限,同时也考虑到绝大多数高校的经济类院系都开设了专门的国际金融课程,本书没有对有关国际金融方面的内容作专门的阐述。

本书适合不同层次的教学需要。针对不同的教学对象和教学计划,我们提出两套教案供教师参考:

(1) 对于60—80学时的在校本科生教学,本书提供了一个较为完整的货币银行学体系,教师可根据自己的侧重点安排全书的教学。若时间有限,建议将第13和14章作一些简化,将第17、18、19和20章作为学生自学内容。

(2) 对于函授生和在校专科生而言,本书的4.3节,7.2节,8.2节,8.3节,11.3节,11.5节,15.2节,15.3节,21.3节,13章,14章,17章,18章,19章,20

章可以不作要求。

在本书写作过程中，赵先信反复与作者讨论中国的货币政策，并起草了第16、21和22章的初稿；林明和范敏帮助整理了第20和22章的部分原始资料、数字和图表；岳海燕、周滢、罗立丹、顾义河、汤鹏飞协助作者整理了本书的部分专栏；刘宇飞副教授为作者提供了国际金融监管方面的有用资料；范春梅帮助打印了本书的第10、11、12章，在此一并致谢。本书的第19.3节和第23章分别改写自易纲与方星海、易纲与赵晓的合作论文，我们在此对两位合作者表示感谢。我们还要特别感谢江惠琴、崔蓉，她们为本书的写作做了大量细致艰苦的工作，包括文字录入，图表和数字的计算机处理，以及有关资料的收集，并且对本书文字作了润色。本书的索引是黄家英辛勤劳动的成果。

本书的第一稿和第二稿曾作为北京大学经济学院货币银行学课程的内部教材使用。在教学过程中，经济学院96级的本科生对本书提出了许多宝贵的意见，贾科、岳海燕、蔡国喜、余晓潮、魏永凤、阳慕哲等同学所提交的学期论文还为本书的专栏提供了部分素材。

当然，本书的不足完全由我们自己负责。虽然我们曾不厌其烦地数易其稿，历时近三年才完成本书的写作，但是由于水平所限，不足之处肯定在所难免，我们热诚欢迎读者批评指正。

易纲 吴有昌

1999年8月于北京大学

目 录

总前言	1
前 言	1
第 1 章 导论	1

第 1 篇 基本概念

第 2 章 货币	15
2.1 货币的定义和度量	15
2.2 货币层次的划分	21
2.3 货币的职能	23
2.4 货币形式的演变	25
2.5 货币与经济	27
2.6 计划经济中的票证	32
本章小结	36
复习与思考	37
第 3 章 利率的计算	39
3.1 利率的分类	39
3.2 复利与终值	42
3.3 现值	44
3.4 衡量利率的确切指标:到期收益率	47
3.5 利率概念的应用:中国经济分析	52
本章小结	54

复习与思考	55
参考文献	56

第4章 风险与收益	57
4.1 影响资产需求的主要因素	58
4.2 收益与风险的关系	64
4.3 通过资产组合降低风险	66
本章小结	72
复习与思考	73

第2篇 金融机构与金融市场

第5章 金融体系概述	77
5.1 资金融通过程	77
5.2 金融中介机构	83
5.3 金融工具及其市场	91
本章小结	99
复习与思考	100
参考文献	101
第6章 商业银行:业务与管理	102
6.1 商业银行的历史和发展趋势	102
6.2 商业银行的资产、负债与资本	111
6.3 商业银行的中间业务和表外业务	118
6.4 商业银行的管理	123
本章小结	132
复习与思考	133
参考文献	135
第7章 政府对商业银行的监管	136
7.1 银行监管的基本内容	137
7.2 《巴塞尔协议》	149
7.3 存款保险制度	154
本章小结	160

复习与思考 161

参考文献 163

第 8 章 金融市场 164

8.1 证券市场 164

8.2 期货市场 174

8.3 期权市场 182

本章小结 188

复习与思考 189

参考文献 190

第 9 章 中央银行 191

9.1 中央银行的历史 191

9.2 中央银行的职能及其资产负债表 195

9.3 中央银行的结构 202

9.4 中央银行与政府的关系 207

本章小结 210

复习与思考 211

参考文献 212

第 3 篇 货币供求及利率决定

第 10 章 货币供给 215

10.1 存款创造 215

10.2 基础货币与货币乘数 222

10.3 对货币乘数的进一步探讨: 银行及非银行公众的行为 227

10.4 基础货币的决定 231

本章小结 239

复习与思考 240

参考文献 241

第 11 章 货币需求 243

11.1 传统货币数量论 244

11.2 凯恩斯的流动性偏好论 248

11.3 凯恩斯货币需求理论的发展	252
11.4 弗里德曼的货币需求理论	258
11.5 关于货币需求的经验研究	261
本章小结	267
复习与思考	268
参考文献	268

第 12 章 利率的决定	270
12.1 利率决定理论	270
12.2 利率的变动	278
12.3 利率的结构	284
本章小结	291
复习与思考	292
参考文献	292

第 4 篇 货币与经济

第 13 章 货币与国民收入:IS-LM 模型	297
13.1 IS-LM 模型概述	297
13.2 干预还是不干预	303
13.3 财政政策还是货币政策	308
13.4 利率还是货币供给	317
本章小结	320
复习与思考	320
参考文献	321
第 14 章 货币与价格水平和国民收入:总供求模型	322
14.1 总需求曲线的导出	322
14.2 货币与总需求:进一步的探讨	325
14.3 总供给模型	331
14.4 货币的中性与非中性	339
本章小结	344
复习与思考	345
参考文献	345

第 15 章 通货膨胀	347
15.1 通货膨胀:定义、类型及影响	347
15.2 通货膨胀与失业	352
15.3 通货膨胀的成因	358
15.4 通货膨胀的对策	362
本章小结	370
复习与思考	370
参考文献	371

第 5 篇 金融与经济发展

第 16 章 金融抑制与金融深化	375
16.1 金融抑制	376
16.2 金融深化	380
本章小结	388
复习与思考	389
参考文献	389
第 17 章 中国金融体制的演变	390
17.1 建国前夕旧中国的金融机构体系	390
17.2 新中国金融体系的建立	391
17.3 改革前中国金融体制的特点	392
17.4 1979 年以来的中国金融体制改革	394
17.5 中国现行的金融机构体系	396
本章小结	404
复习与思考	404
参考文献	404
第 18 章 中国金融资产结构分析及政策含义	406
18.1 中国金融资产结构概况	406
18.2 中国的广义货币与国民生产总值之比率为为什么迅速增长?	409
18.3 中国金融资产结构畸形的后果	413
18.4 谁来分享 21 世纪中国经济增长的好处?	415

18.5 改革的突破口在金融,金融怎样改?	416
本章小结	421
复习与思考	421
参考文献	422

第 19 章 金融自由化过程中的陷阱:发展中国家的金融危机及其对中国 的启示	424
19.1 发展中国家的金融自由化改革与金融危机	424
19.2 对金融自由化的反思	427
19.3 中国与墨西哥、泰国有关经济指标的比较	432
本章小结	437
复习与思考	438
参考文献	438

第 20 章 中国香港与台湾地区的金融制度	439
20.1 中国香港金融制度概述	439
20.2 中国香港的联系汇率制度	446
20.3 中国台湾的金融制度	452
本章小结	458
复习与思考	459
参考文献	459

第 6 篇 货币政策

第 21 章 货币政策:目标、工具与操作	463
21.1 货币政策目标	463
21.2 货币政策工具	473
21.3 货币政策操作——联邦储备系统的实践	480
本章小结	486
复习与思考	487
参考文献	487
第 22 章 转轨中的中国货币政策	489
22.1 传统体制下的货币政策	489



22.2 转轨中的货币政策目标和工具	493
22.3 公开市场业务	500
22.4 货币政策回顾:1984—1996	509
本章小结	516
复习与思考	516
参考文献	517
第 23 章 货币政策乎? 财政政策乎? ——中国宏观经济政策评析及 建议	519
23.1 货币政策、财政政策及其有效性—— <i>IS-LM</i> 图式的简要 说明	519
23.2 货币政策与财政政策的效力分析	520
23.3 货币政策和财政政策:回顾及面临的制约	524
23.4 如何促进中国经济增长:对当前及中长期宏 观经济政策的建议	527
参考文献	530
索 引	531

专栏目录

- 2.1 个人支票存款为什么不能走入我国寻常百姓家? /17
- 2.2 战俘营里的货币/26
- 3.1 通货膨胀与保值贴补/41
- 4.1 国库券为何走俏? /62
- 5.1 世界十大银行/85
- 6.1 花旗公司和旅行者集团的合并/105
- 6.2 “存款立行”还是“贷款立行”? /116
- 6.3 抗“停兑令”与“民国第一理财家”张嘉璈的崛起/125
- 7.1 日本大和银行事件/139
- 7.2 海南发展银行的关闭/144
- 7.3 银行业监管的逻辑/159
- 8.1 “2·23”国债期货事件/179
- 9.1 美国《白银收购法案》与国民党政权的垮台/197
- 9.2 欧洲中央银行/203
- 10.1 外汇储备与通货膨胀:中国 1994 年的经验/237
- 11.1 中国的货币流通速度为什么持续下降? /266
- 12.1 通货膨胀与名义利率/280
- 12.2 温州的浮动利率改革/283
- 13.1 关于几个参数对政策效果影响的数学证明/312
- 14.1 “政策无效性”模型/342
- 15.1 国民党统治时期的恶性通货膨胀/368
- 16.1 金融深化与经济增长/385
- 17.1 一种特殊的民间金融组织:合会/403
- 20.1 改进香港联系汇率制度的方案/449
- 21.1 选择的历程/466

21.2 联邦储备系统的“货币主义实验”/479

22.1 1996 年以来的五次降息/498

22.2 全国银行同业拆借市场/508



CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 Introduction	1

Part I Basic Concepts

Chapter 2 Money	15
2.1 Definitions of Money	15
2.2 Measurements of Money	21
2.3 Functions of Money	23
2.4 Evolution of Money	25
2.5 Money and Economy	27
2.6 The Quota Coupons in the Planned Economy	32
Summary	36
Review and Problems	37
Chapter 3 Interest Rates	39
3.1 The Classification of Interest Rates	39
3.2 Compound Interest Rates and the Future Value	42
3.3 The Present Value	44
3.4 The Yield to Maturity	47
3.5 Application; Interest Rates and Chinese Economy	52
Summary	54
Review and Problems	55
Selected References	56

Chapter 4 Risk and Return	57
4.1 Determinants of Asset Demand	58
4.2 The Relationship between Risk and Return	64
4.3 Reducing Risk through Diversification	66
Summary	72
Review and Problems	73

Part II Financial Institutions and Financial Markets

Chapter 5 The Overview of Financial System	77
5.1 The Process of Financing	77
5.2 Financial Intermediaries	83
5.3 Financial Market Instruments	91
Summary	99
Review and Problems	100
Selected References	101
Chapter 6 The Activities and Management of Commercial Banks	102
6.1 Historic Review and Development of Commercial Banks	102
6.2 Asset, Liability and Equity of a Commercial Bank	111
6.3 Other Financial Services and Off-Balance-Sheet Activities	118
6.4 Banking Management	123
Summary	132
Review and Problems	133
Selected References	135
Chapter 7 Government Regulations on Commercial Banks	136
7.1 Principles of Banking Regulations	137
7.2 Basel Accord	149
7.3 The Deposit Insurance System	154
Summary	160
Review and Problems	161
Selected References	163

Chapter 8 Financial Markets	164
8.1 Securities Markets	164
8.2 Futures Markets	174
8.3 Option Markets	182
Summary	188
Review and Problems	189
Selected References	190
Chapter 9 The Central Bank	191
9.1 Historic Review of Central Banks	191
9.2 Functions and Balance Sheets of Central Banks	195
9.3 The Organization Structure of Central Banks	202
9.4 The Relationship between the Central Bank and Government	207
Summary	210
Review and Problems	211
Selected References	212

Part III Money Demand, Supply and Interest Rate

Chapter 10 The Money Supply	215
10.1 Multiple Deposit Creation	215
10.2 The Monetary Base and the Multiplier	222
10.3 Further Study on the Money Multiplier: The Behaviors of Banks and Non-Bank Public	227
10.4 Determinants of the Monetary Base	231
Summary	239
Review and Problems	240
Selected References	241
Chapter 11 The Demand for Money	243
11.1 Traditional Quantity Theory of Money	244
11.2 Keynes' Liquidity Preference Theory	248

11.3	Developments in the Keynesian Approach to Money Demand	252
11.4	The Friedman's Money Demand Theory	258
11.5	Empirical Evidence on the Demand for Money	261
	Summary	267
	Review and Problems	268
	Selected References	268
Chapter 12 The Determinants of Interest Rates		270
12.1	Determinants of Interest Rates	270
12.2	Changes in Interest Rates	278
12.3	The Structure of Interest Rates	284
	Summary	291
	Review and Problems	292
	Selected References	292

Part IV Money and Economy

Chapter 13 Money and National Income; IS-LM Model		297
13.1	The Overview of IS-LM Model	297
13.2	Government Intervention or not	303
13.3	Fiscal Policy vs. Monetary Policy	308
13.4	Interest Rate vs. Money Supply	317
	Summary	320
	Review and Problems	320
	Selected References	321
Chapter 14 Money, Price and National Income; The Aggregate Supply and Demand Model		322
14.1	Deriving the Aggregate Demand Curve	322
14.2	Money and Aggregate Demand	325
14.3	The Aggregate Demand Model	331
14.4	Neutrality and Non-neutrality of Money	339
	Summary	344



Review and Problems	345
Selected References	345
Chapter 15 Inflation	347
15.1 Definition, Types and Impacts of Inflation	347
15.2 Inflation and Unemployment	352
15.3 What Causes Inflation	358
15.4 Inflation and Monetary Policy	362
Summary	370
Review and Problems	370
Selected References	371

Part V Financial System and Economic Development

Chapter 16 Financial Depression and Financial Deepening	375
16.1 Financial Depression	376
16.2 Financial Deepening	380
Summary	388
Review and Problems	389
Selected References	389
Chapter 17 The History of Chinese Financial System	390
17.1 The Financial System before 1949	390
17.2 The Financial System of the P. R. China	391
17.3 The Characters of the Financial System before the Reform	392
17.4 The Financial System Since 1979	394
17.5 The Current Chinese Financial System	396
Summary	404
Review and Problems	404
Selected References	404
Chapter 18 Analysis on the Structure of Financial Assets in China and Policy Implications	406

18.1	The Overview on the Structures of Financial Assets in China	406
18.2	Why is the Ratio of Broad Money to GNP Growing So Quickily?	409
18.3	The Consequences of the Structures of Financial Assets in China	413
18.4	Who Will Share the Benefits of the Economic Growth in China in the 21th Century?	415
18.5	How to Reform the Financial Sector?	416
	Summary	421
	Review and Problems	421
	Selected References	422

**Chapter 19 The Financial Liberalization; The Financial Crises in the
Developing Countries and Lessons to China** 424

19.1	Financial Liberalization and Financial Crises in the Developing Countries	424
19.2	Reconsidering on Financial Liberalization	427
19.3	A Comparison of Some Economic Indicators of China, Mexico and Thailand	432
	Summary	437
	Review and Problems	438
	Selected References	438

Chapter 20 The Financial System in Hong Kong and Taiwan of China ... 439

20.1	The Overview of the Financial System in Hong Kong	439
20.2	The Pegged Exchange Rate System in Hong Kong	446
20.3	The Financial System in Taiwan	452
	Summary	458
	Review and Problems	459
	Selected References	459

Part VI Monetary Policy

Chapter 21 Monetary Policy: Targets, Instruments and Operation	463
---	------------



21.1	Targets of Monetary Policy	463
21.2	Instruments of Monetary Policy	473
21.3	Operation of Monetary Policy: The Fed's Practice	480
	Summary	486
	Review and Problems	487
	Selected References	487
Chapter 22 Chinese Monetary Policy in the Transition		489
22.1	The Monetary Policy under the Old System	489
22.2	The Targets and Tools of Monetary Policies in the Transition	493
22.3	Open Market Operations	500
22.4	Chinese Monetary Policy, 1984—1996	509
	Summary	516
	Review and Problems	516
	Selected References	517
Chapter 23 Monetary Policy vs. Fiscal Policy		519
23.1	Monetary Policy, Fiscal Policy: A Simple <i>IS-LM</i> Analysis	519
23.2	The Effects of Monetary Policy and Fiscal Policy	520
23.3	The Constraints	524
23.4	How to Promote China's Economic Growth: Macroeconomic Policies	527
	Selected References	530
	Index	531

第 1 章

导 论

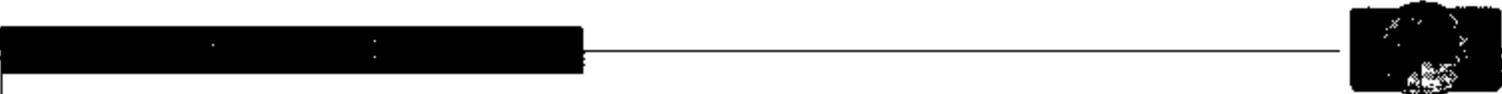
邓小平同志在 1991 年视察上海时指出：“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞好了，一着棋活，全盘皆活。”许多经济学家对金融的重要性作过精辟的论述，但在中国改革开放及经济转轨的关键时刻，邓小平的上述著名论断对中国有着特别重大的意义。

1997 年爆发的亚洲金融危机再次印证了金融在经济中的核心地位。核武器代表着近代武器的最高级，金融危机的破坏力不亚于核武器。韩国在 1996 年底时人均国内生产总值(GDP)是 10610 美元，到 1997 年底、1998 年初时就只剩下 6000 多美元了。试想有哪种武器的破坏力能使一国的人均 GDP 在这样短的时间内下降了 40%？马来西亚总理马哈蒂尔深有感触地说：“金融危机使我们过去十年辛辛苦苦积累下来的财富丧失殆尽。”可见，如果金融出问题，会影响到整个社会经济生活。

金融是经济的核心。什么是金融？“金”指资金，“融”指融通，“金融”是社会资金融通的总称。资金主要以货币形式存在，而银行则是资金融通的主渠道。如果把金融体系比作人体的循环系统，那么，货币就是血液，银行就是主动脉。货币和银行是本书研究的主要对象。从监管的意义上说，金融业包括银行、证券、保险和非银行金融机构，货币银行是金融的基础，研究金融要从货币银行开始。

研究任何一门学问，都要掌握一些基本的概念。对于货币银行学来说，这些基本的概念包括货币、利率，以及资产选择。本书的第 1 篇将详细讨论这些基本概念。第 1 篇共分 3 章(第 2、3、4 章)。

第 2 章给出了货币的定义和职能，详细地讨论了货币这一一般等价物在商品经济中的重要性。这一章的特点是除了讨论西方经济学中货币的规范定义和职能外，还结合中国过去计划经济的实际，讨论了货币与票证共存的情况。在商品经济中，资源配置是通过货币实现的，我们每个人的收入等于我们的工



资加上其他收入,如利息、股息和资本利得等。公司的利润也是以货币来衡量的。货币为什么有那么大的吸引力?因为货币对应着一块资源。谁掌握一定量的货币,谁就掌握了一定量的资源。货币是一般等价物,是流动性最强的资源。掌握货币的好处是你可以把货币变成任意一种想要的商品。而如果你掌握一种其他的资源,变现就会有一定的费用。在过去的计划经济中,货币的这种职能受到了一定的限制。也就是说,在改革开放以前(1978年以前)的中国,许多商品的配置除了货币以外还需要其他票证,如布票、粮票、油票、工业券、副食本等等。在这一章里,我们讨论了货币与票证共存的后果和对人民生活所带来的不便,以及对整个社会的效率上的损失。

第3章讨论利率这一货币银行学的核心概念,给出了计算各种金融工具利率的方法。利息是资金的回报,是在一定时间内使用资金的费用。人们把钱存在银行,意味着在一段时间里把资金的使用权让渡给银行,所以银行要付利息。存钱的本质是储蓄者与银行签订了一个合同,而利率的高低取决于让渡资金使用权的条件和期限。但是计算利率并不是一件简单的事情。为了使现实中存在的各种利率有一个共同的比较标准,我们需要一个衡量利率高低的统一指标。这个指标就是到期收益率。本书所讲的利率,一般指的就是到期收益率。在计算到期收益率时,要用到现值的概念。现值是计算现在的钱和将来的钱它们之间关系的桥梁,它告诉你在一定的利率下,3年以后的100元等于现在的多少钱。

第4章讨论人们如何进行资产选择。这一问题我们经常会碰到,例如我们存钱时会考虑存活期还是存定期?钱多了,还有持有多少存款、多少国债、多少股票的问题。一般说来,在给定的财富水平上,人们对各种资产的选择取决于各种资产的相对收益、相对流动性和相对风险,收益高的资产风险也越高。人们通常喜欢高收益,但是不喜欢高风险。老百姓之所以选择把他们主要的储蓄都存到银行,是因为他们相信银行的信用。一般说来,把钱存入银行,是一种比较安全的选择,所以银行付给储蓄者的利息也会比较低。如果储蓄者敢冒更高的风险的话,他可能得到更高的回报。比如,他可以买国库券或公司债券,买国库券意味着把钱的使用权让渡给政府,买公司债券意味着把钱的使用权让渡给公司。公司债券比国库券的风险高,因此公司债券要付比国库券更高的利息,公司债券利息高于国库券的部分叫做风险补偿。在这一章,我们还要讲述金融理论中的一个基本道理:通过资产的多样化,可以降低与既定收益相联系的风险。

第1篇的3章所讨论的这些基本概念是货币银行学的基础。这些基本概念看似简单,而真正把握准却不容易。



有了这些基本概念后,我们就可以来研究资金的融通过程。在市场经济中,社会对资金融通的需求是复杂的。金融体系的任务就在于满足这种需求。本书的第2篇集中研究金融体系的各个组成部分,而其中的重点又是作为金融体系核心的商业银行。

第2篇共有5章。第5章描述金融体系的一般特征。在第5章中,我们将讨论直接金融与间接金融。直接金融指用款者在资本市场上直接发行股票和债券,从提供资金者手中得到资金;间接金融是指用款者通过金融中介组织融入资金。典型的间接金融是银行贷款,老百姓把钱存到银行,银行再把钱贷给企业,老百姓不用管银行贷给哪个企业,企业和老百姓没有见面,资金是通过银行这一中介组织从老百姓手中流到企业那里去,所以称之为间接金融。第5章还介绍金融中介机构的分类和一般形式,从而使读者从整体上对金融机构和金融市场有一个全面的把握。我们还介绍各种货币市场和资本市场的金融工具,其中货币市场的金融工具包括短期国债、定期存单、商业票据、回购协议等,资本市场的金融工具包括股票、债券等等。

金融市场的核心是商业银行,商业银行既是最古老、又是最现代的金融机构。在第6章中,我们重点介绍商业银行的业务与管理。商业银行的核心业务是存贷款业务。有人说存款是商业银行立行之本,意思是说没有存款,哪来的贷款;也有人说,贷款是商业银行立行之本,像外资银行在中国并没有存款,都是先找到贷款的客户,然后再去筹集资金。在1995年以前,中国的资金总是短缺的,利率是人为压低的,所以中国一直存在着资金饥渴症。那个时候,企业千方百计从银行争取到贷款,争取到贷款等于争取到一块资源,因为利率是压低的,产品又不愁销路,争取到贷款就意味着利润。在这种情况下,一定是存款立行,吸收存款是银行发展的关键。1997年开始,出现银行“惜贷”的现象,即银行找不到贷款的好客户,手里的钱贷不出去,贷款的竞争越来越激烈,同时银行的资金(也称头寸)比较充裕,不愁资金来源。在这种情况下,找到好的客户,把款贷出去并能按时还本付息变得越来越重要了,因此从某种意义上说,现在是贷款立行。除核心业务以外,商业银行还有一些中间业务,比如结算业务、租赁业务、信托业务和信用卡业务等等。商业银行的管理有三个原则,即安全性、流动性和盈利性。安全性是指商业银行的贷款要能安全收回,按时还本付息;流动性是指商业银行要能随时作好准备兑付客户的提款,一个商业银行可以有高质量的贷款,但是贷款期限未到,而存款客户急需提款,就会产生问题,这种问题就是流动性问题;盈利性则指在保证安全性和流动性的前提下,商业银行应该使其利润最大化。

由商业银行金融服务的特性可以看出,银行业是一个高风险的行业。在市



场经济中,为了竞争存款,银行会尽量提高存款利率;为了竞争贷款,银行会尽量压低贷款利率;为了使利润最大化,银行又必须有一定的存贷利差。银行真正的风险在于它的贷款。如果贷款发生了呆账,收不回来,银行就无法兑付到期的存款,银行就可能破产。在贷款管理中,风险来源于信息的不对称,因为每一个贷款的申请者都会宣称他的项目是安全的,并且有较高的回报,面对众多的贷款申请人,银行必须区分哪些是真正的好项目,哪些是可能用项目套银行钱的骗子。好人和坏人混在一起,把他们区分开来的成本相当高。信息的不对称是指只有申请贷款者本人才知道项目的真实情况。尽管银行努力研究项目,但是银行还是没有项目申请人知道得多。即使假定所有的项目申请人都是诚实的好人,银行也有风险,因为经济形势的变化和外部条件的变化可能使现在的一些好项目变成将来的坏项目,银行还是有可能血本无归。由于银行的存款牵扯到千家万户,银行一旦出问题,会影响整个社会的稳定,所以各国政府对银行的监管都是非常小心的。在1929至1933年的美国大萧条中,有超过5600家银行倒闭,造成重大社会问题。美国政府通过一系列的法令监管银行业,其中包括建立联邦存款保险公司,以保证对老百姓存款的兑付。在20世纪80年代末90年代初,美国发生的储贷银行危机中,有几百家储贷银行资不抵债,布什政府通过法令成立了清算信托公司(RTC),对这些资不抵债的储贷银行进行分类、监管、清盘工作,到1995年底,基本解决了问题,花费美国纳税人的钱一共为1400亿美元。原来估计美国政府要出5000亿美元解决储贷银行的问题,由于清盘工作设计得周密,没有将不良资产马上在市场上出售,而是由清算信托公司持有一段时间,等市场信心恢复了,再逐步出售,使得解决储贷危机的成本大大降低。90年代初日本经济泡沫破灭后,日本银行也陷入重重困难,先是日本的住专银行危机,然后是许多银行的不良资产逐渐暴露,使得公众对日本银行的预期黯淡,到1998年6月,专家估计已经确认的日本银行的不良资产在8000亿至10000亿美元之间。日本银行(不良资产)问题的暴露是日元在1998年持续下跌的主要原因之一。日本政府准备成立过渡银行,解决日本银行不良资产问题。在发展中国家,银行业与政府联系更加紧密,导致银行不良资产问题更为复杂,银行不良资产的问题可能导致金融危机、社会动荡,所以政府如何通过法制的方法对银行业进行有效的监管是货币银行学的一个重大课题。

本书的第7章全面地介绍了政府对银行的监管。这些监管经过许多年的实践,形成了国际惯例,如1988年,由美国等12个国家的中央银行和监管机构在瑞士巴塞尔举行会议,通过了《巴塞尔协议》,将取得共识的对银行监管的方法变成国际通用的方法,要求参加巴塞尔协议的各国银行遵守。

银行业是金融市场的一部分,除了银行业以外,金融市场还包括证券、保

险、非银行金融机构和金融衍生物市场。金融市场像一个复杂的建筑,其各部分互相支撑,一个市场出现问题,可以很快地影响其他的市场。在金融市场上,信息的传导速度以秒计算,价格调整是瞬时完成的,好消息或坏消息都会在很短的时间内传播到金融市场的各个环节,影响各种金融资产的价格。第8章将对作为直接金融渠道的证券市场以及相关的衍生金融工具市场作一个介绍。

政府对金融体系的监管主要是通过中央银行、证监会和保险监督委员会完成的,中央银行在金融市场中起着货币当局的作用。在一个稳定的经济体系中,决定各种金融资产价格的最重要的变量非利率莫属,而利率的走向由中央银行控制,从这个意义上说,中央银行对金融市场的影响是决定性的。在一个国家是如此,在全世界也是如此,现在世界上用得最多的货币是美元,这样美国联邦储备银行(美国的中央银行)主席格林斯潘的一举一动、一言一行都会受到市场的密切关注。中央银行对金融市场的影响还体现在它对银行体系的监管上,银行关系到国计民生和整个社会的稳定,中央银行按照中央银行法和商业银行法对整个银行体系进行监管,以保证金融体系的正常运行;同时,中央银行也是一个消防队,它的任务是防患于未然,如果某个银行发生支付危机或经济案件,中央银行必须及时采取措施,化解金融风险。本书的第9章介绍中央银行的基本情况如产生、职能、资产负债以及组织结构等。

在了解了金融体系的基本结构和商业银行的基本业务之后,我们就可以着手探讨一些较为宏观的问题。本书的第3篇研究货币的供给、需求及其利率水平的决定。第3篇共分3章。第10章讨论货币供给,第11章研究货币需求,第12章给出利率决定的各种理论。

货币是从哪里来的,是谁向社会提供了货币?在远古时期,当货币是一种特殊的商品时,货币的供给是由这种商品的供给决定的,比如贝壳、丝绸都曾经作过货币,那么整个货币的供给量就是贝壳或丝绸的总量,这时,要增加货币供给,就必须找到更多的贝壳,或织出更多的丝绸。货币供给量的增长速度是有限的,因为人们不可能在短时期内找到无数的贝壳或者生产出无数的丝绸。当货币固定在贵金属后,货币的供应量就受限于贵金属的供应量,我们知道在很长的时间里,金、银等贵金属都充当过货币。一个国家得到贵金属只有两个途径,一是自己开采和生产,二是通过贸易或海盗行径从国外获得,在任何一个时点上,一国的货币总量就等于该国充当货币的贵金属的总量。

在现代社会里,政府授权中央银行发行法币,中央银行控制着货币发行的速度。第10章讨论社会货币供给是怎样创造出来的。为了研究这一问题,我们引入了两个货币银行学的基本概念:基础货币和货币乘数。一国的货币供给

等于这两个变量的乘积。通过对这两个变量的深入研究,我们发现一国的货币供给实际上是由中央银行、银行和非银行公众共同决定的。中央银行决定基础货币,同时还通过制定法定存款准备金率影响货币乘数;企业和老百姓决定现金和各类存款之间的比例,从而影响货币乘数;银行则通过决定自己的超额准备金率影响货币乘数。所有这些因素加在一起就决定了社会的货币供应总量,及各层次货币的构成。

第 11 章讨论货币需求。所谓货币需求,是指人们以货币这种形式持有其财富的愿望。这是一个典型的资产选择行为。货币是价值尺度,是商品交换的媒介,以货币这种方式持有财富的好处是具有高度的流动性,缺点是它的收益率非常低。因此个人和企业必须在持有货币和持有其他资产之间作一个权衡。全社会无数的个人和企业都在作这样的权衡,这些个人和企业持有货币的愿望之和就形成了整个社会的货币需求。一般说来,整个社会的货币需求决定于这个国家国内生产总值的大小,利率的高低,货币流通速度的快慢和体制变革的因素。在一个稳定的经济中,货币需求是有规律的,可以通过历史数据估计出货币需求函数。对货币需求的研究形成了众多的货币需求理论。在不同的经济时期,经济学家强调不同的变量对货币需求的影响,从而使货币需求理论丰富多彩、趣味横生。

在确定货币供给和货币需求后,我们就可以来研究利率的决定了。虽然货币的创造过程是由居民、企业、商业银行和中央银行共同参与的,但是由于居民、企业和商业银行的行为是有规律可循的、比较稳定的,所以从很大的意义上说中央银行决定着社会的货币供给量。货币供给可以被看作是外生变量,即由中央银行决定的,而不是经济体系内自发决定的。货币需求则是由人们持有货币的愿望决定的,它与利率成反向关系。在货币市场上,货币的总供给和总需求决定了整个社会的利率水平。假定人们的货币需求函数相对稳定,利率的变化主要是由中央银行通过增加或减少流动性(货币供应量)而引起的。

上述观点被称作流动性偏好利率理论。和流动性偏好利率理论不同的是,可贷资金利率理论认为利率并不是单纯由货币的供求决定的,而是由社会的可贷资金供求决定的。在可贷资金的供给中,最主要的是储蓄;在可贷资金的需求中,最主要的是投资。因此可贷资金利率理论的最简单形式就是利率取决于储蓄和投资。全社会有数以亿计的家庭,大多数家庭都有一些储蓄,到 1998 年,中国的居民储蓄已经超过 5 万亿元。许多家庭也借钱,比如说借钱买房,借钱买耐用消费品,但是居民这一个整体是社会的储蓄者。全社会有无数多个企业,企业需要投资,需要建厂房、买原材料、雇工人,这些都需要资金。企业自己



有一部分资本,但是企业大部分的钱是通过各种渠道借来的。企业在银行也有存款,但是企业作为一个整体是社会资金的借款者。这样,整个社会有资金的提供者,有资金的需求者,两者在金融市场上见面,形成了各种金融资产的价格及利率。

由此我们看到,和货币需求理论一样,利率理论也是百家争鸣。幸运的是,这些理论在一定条件下是相同的。第12章对这些理论及其相互之间的关系进行了较为详细的阐述。在该章中,除了讨论抽象的利率水平的决定外,我们还要对现实生活中各种具体的利率,比如国库券利率和公司债券利率、一年期存款利率和五年期存款利率之间的差别作一些解释。

第4篇讨论货币与经济的关系。我们可以把经济分为实体经济和货币经济两个层次来分析。在原始社会里,没有货币,人们之间只有少量以物易物的交换,那时分析经济很简单,无论是刀耕火种,还是狩猎捕鱼,都是简单的投入产出关系。投入是指投入了多少工具、劳力和以土地为代表的自然资源,产出就是种出了多少粮食、打到了多少猎物等等。现代的市场经济要复杂得多了,实体经济依然依照着投入产出的某些规律运行,比如要建一个乙烯厂,首先要投入大量的机器设备、劳力和建厂房用的土地。设备的安装、生产的流程都是按照机械、物理、化学原理进行的,但是一个乙烯工程的建设要更多地考虑资金的来源、运用,将来的现金流、还本付息的安排和有没有市场以及市场的价位,这些都不是自然科学能解决的。因此,在现实生活中,不管是在微观层面,还是在宏观层面,货币经济与实体经济总是交织在一起。第4篇的3章都是探讨它们之间的相互联系的。

第13章是在价格水平不变的条件下讲解货币与国民收入的关系。在这种简化条件下,IS-LM模型是一个最常见、也是最方便的分析工具。该模型将经济分为产品市场和货币市场两个部分,然后再分析在产品市场上要达到均衡,需要哪些条件,货币市场要达到均衡,需要哪些条件,最后得出了两个市场同时达到均衡的条件。利用这一模型,我们探讨了三个不同层次的重要问题,即政府的宏观稳定政策究竟是否必要?如果必要,那么货币政策和财政政策何者更为有效?如果使用货币政策,那么我们应该选择什么样的中介目标,是利率还是货币供应量?显然这些问题并没有一个绝对的答案,它们取决于某些具体的参数条件,但是我们给出了分析这些问题的思路。

第14章在放松价格水平不变假定的条件下研究货币对经济的影响。一旦放弃价格水平不变的假定,我们立即就会碰到这样一个问题,即货币扩张引起的需求扩张究竟在多大程度上会引起价格水平的上扬,在多大程度上引起实际

国民收入的上升。在这一章中,我们首先推导了总需求曲线,然后集中探讨了货币扩张引起总需求扩张的途径。在此基础上,我们在不同的总供给函数下探讨了货币扩张或紧缩对价格水平和实际国民收入的影响。这一章实际上奠定了货币政策的理论基础。

在讨论货币与经济关系时,通货膨胀是一个突出的问题。第15章专门研究通货膨胀。美国著名经济学家、货币学派的代表弗里德曼教授有一句名言:“通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象。”意思是说尽管通货膨胀的深层原因有许多,比如有需求拉动,有成本推进,有结构失调,还有外部输入等等,但是通货膨胀最直接的原因是由于货币的超发行。在第15章中,我们将讨论通货膨胀的类型及其原因,同时也要向大家介绍研究通货膨胀的各种经济模型和抑制通货膨胀行之有效的政策措施。

第5篇讨论金融深化与经济的关系。这一篇是本书的特色篇,在传统的教科书中,对金融深化和经济发展之间关系的讨论不多。中国1978年以来改革开放20年的经验为本篇提供了丰富的素材,中国改革的伟大实践一直是激励我们从事金融研究的原动力。本篇共分5章。第16章讨论金融抑制与金融深化的基本理论。第17章研究中国金融体制的演变,是金融深化的宝贵案例。第18章分析中国金融资产的结构和进一步改革的方向。第19章讨论东南亚金融危机的经验和教训。第20章介绍我国香港和台湾地区的金融制度。

第16章主要研究金融抑制与金融深化。20世纪70年代初,美国的麦金农和肖两位教授对金融抑制和金融深化作了开拓性的研究。金融抑制主要是指发展中国家在没有金融市场的情况下,发展经济所遇到的金融问题。发展中国家贫穷落后,大多数以第一产业为主,而现代金融业的飞速发展是工业化以后的事情。发展中国家的典型情况是,银行体系为官僚垄断资本所控制,没有货币市场,没有资本市场,没有市场利率,没有有效的监管当局。大多数发展中国家的政府为了集中资金,都人为地压低利率。金融抑制的研究是从政府压低利率的后果开始的,发展中国家是资金稀缺国家,如果有资金市场的话,利率应当相当高,但是,政府却垄断银行业,用行政命令把利率压低,造成以下后果:第一,在低利率情况下,居民和企业的储蓄减少,使得资金的供给减少;第二,由于利率低,拿到资金的企业对资金的利用效率低;第三,政府官员在支配资金的过程中寻租,政府官员手中有资金,把资金给谁,谁就得益,从而产生政府官员的腐败。那么发展中国家怎样走出这一困境呢?出路是金融深化,即培育货币市场和资本市场,使利率逐步市场化。这些是第16章讨论的主要内容。

第17章介绍中国金融体制演变的过程,这是一个金融深化的绝好案例。



在改革开放以前的计划体制下,中国存在着典型的金融压抑,由于利率没有市场化,政府只能靠对贷款额度的控制来分配资源。在计划经济下,资金总是短缺的,企业和地方政府都存在着投资冲动,他们千方百计地向银行申请贷款。那时,固定资产投资主要靠财政拨款,银行贷款主要用于流动资金。如果是纯粹的计划经济,基本上没有市场,官员们也会大体上按照计划配置资源,因为没有寻租的市场,这一点在过去的苏联、民主德国和中国的实践中都得到了印证。改革开放的目的,是要从计划经济走向市场经济,市场是逐步建立起来的,在市场建立的过程中,大部分资源还是靠行政手段配置。这时,官员手中配置资源的权力就可以在在市场上变成资金,于是,寻租的条件具备了。西方著名经济学家认为渐进改革不能成功,其道理就在于此。怎样一方面要依靠计划体制,另一方面要积极培育市场,是20世纪转轨经济的难题。中国有可能对这一难题给出一个解,而中国金融体制的演变是这道难题的核心部分。

第18章分析了中国的金融资产结构以及今后金融改革的前景。这一章的分析是根据1995年的数据作出的,它指出了中国渐进式改革取得的伟大成果:金融市场的框架已经建立起来了,老百姓成为中国储蓄的主体。然而中国现存的金融体制还远不能适应市场经济的需要,其问题主要表现在企业的负债率高,银行的不良资产比率高,老百姓可选择的金融资产单一,货币市场和资本市场的发育严重滞后。这样,总体上中国的金融风险高,中国企业的国际竞争力低。解决这些问题的突破口在于金融改革。第18章主要研究金融改革的方向和方案。

发展中国家要走出困境,必须改革、开放。金融的自由化是改革开放中的重要一环,然而金融自由化是一个非常复杂的系统工程,如果走得不好,会付很高的学费。公平地说,在继韩国、新加坡、中国香港、中国台湾等亚洲“四小龙”之后,亚洲的其他国家如泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚在经济发展和金融自由化的道路上取得了举世公认的成绩,被世界银行称之为“亚洲的奇迹”。但1997年7月2日以泰国为先导的金融危机不但传染了整个东盟国家,也使韩国深深地陷入了泥潭中。亚洲金融危机的原因是人们一直在反思的一个问题,亚洲金融危机在多大尺度上是金融自由化导致的,我们从中能吸取什么教训?这些问题将在第19章中讨论。

第20章介绍我国香港和台湾地区金融体制的演变过程。在研究金融深化的文献中,香港和台湾的金融创新过程也是人们常常引用的案例。香港在短短几十年当中成为远东的金融中心,其中必然有许多经验和教训是值得研究的。香港的银行体系和金融政策以及香港独特的地理位置使得香港在激烈的竞争中成为远东的金融中心,但在亚洲金融危机发生以后,人们关注的要点似乎只



是香港的联系汇率制度。而台湾在亚洲金融危机中采取主动贬值的策略,加上台湾金融体制内在的抗风险机制强,使得台湾在这场金融危机中基本上安然无恙。虽然深入探讨这其中的道理超出了本书的范围,但是对台湾的金融制度有一个基本的了解仍是必要的。

本书的第6篇向读者介绍货币政策。在现代市场经济中,货币政策与财政政策是政府调控宏观经济的两大工具。该篇共3章。第21章介绍货币政策的目标和主要工具。第22章讨论中国货币政策的经验。第23章讨论货币政策与财政政策的关系。

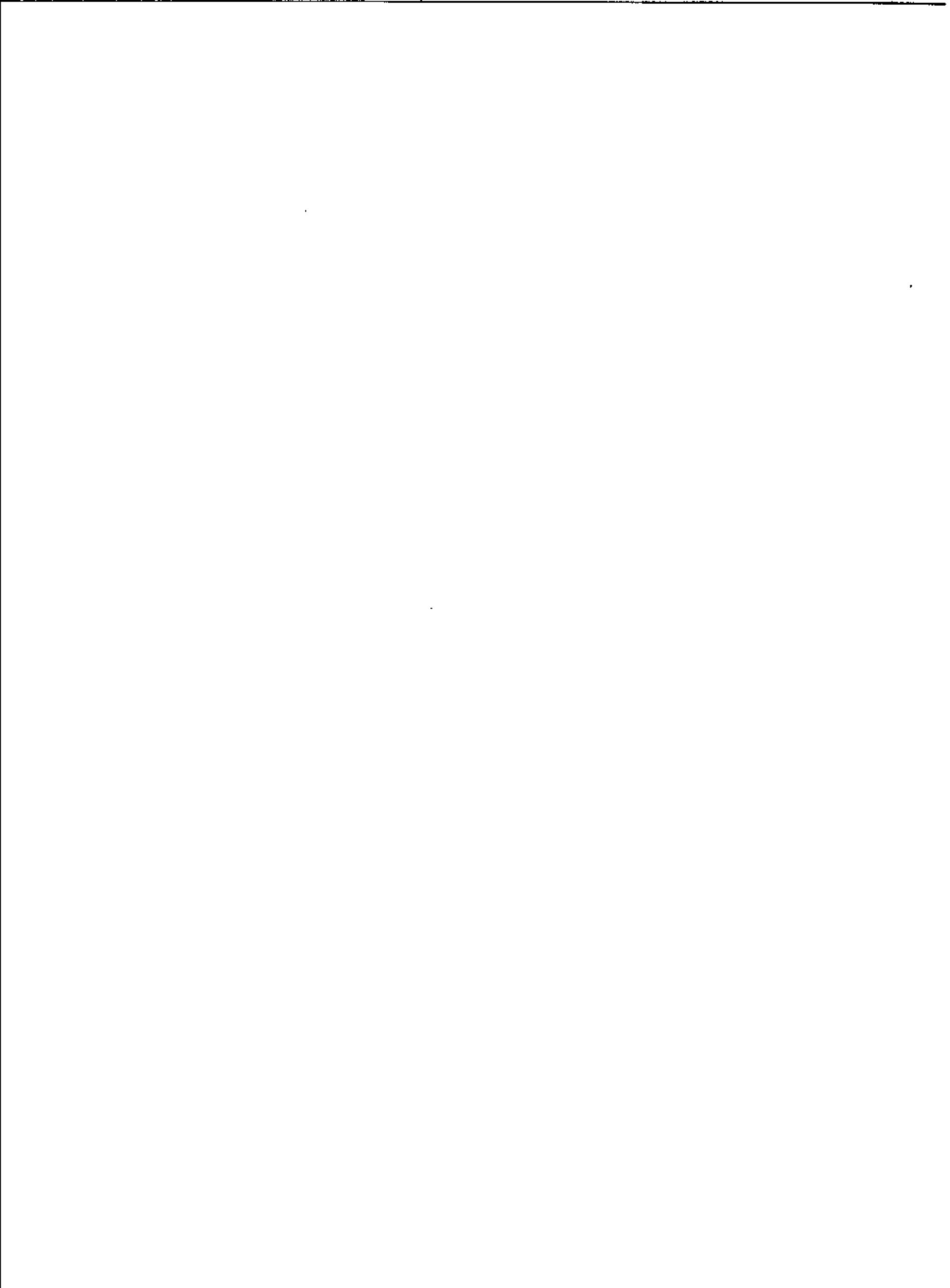
货币政策的目標是一个体系,它可以分为最终目标、中介目标和操作目标三大部分。货币政策的最终目标之间存在矛盾,中央银行必须在这些矛盾之间找到恰当的平衡。我国《中国人民银行法》规定中央银行的货币政策目标是维持币值的稳定,以促进经济增长,这里讲的维持币值的稳定就是货币政策的最终目标,在维持币值稳定的前提下,促进经济增长。为什么中央银行的政策目标不是首先促进经济增长呢?历史证明,从长期看,币值稳定有利于经济的可持续性增长,另外,政府有其他部门如计划发展委员会、经济贸易委员会、财政部等,它们首先考虑的可能是如何促进经济发展,作为中央银行,必须首先保证币值的稳定。由于货币政策对最终目标的影响要经过一段时滞才能显示出来,所以需要确定货币政策的中介目标和操作目标。在介绍完这些目标之后,第21章还要对可供中央银行选择的政策工具作一个介绍。

第22章讨论转轨中的中国货币政策。1984年中国人民银行把自己商业银行的业务全部划给中国工商银行,中国人民银行成为中国的中央银行。从此,中国的银行体系不再是人民银行大一统的体制了,中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行成为中国商业银行的主体。中国人民银行行使央行的职能,执行货币政策,并对金融机构进行监管。从1984年到1998年,中国逐步建立起现代银行体系,证券市场、资本市场、货币市场也初步建立起来了,这为实施货币政策奠定了基础。货币政策的各种工具逐步得到完善。在现代市场经济中,货币政策的三大工具是准备金制度、公开市场操作和再贴现窗口,这些基本的工具在过去的计划经济中都不存在。1985年开始,中国实施准备金制度。1994年,央行开始了公开市场操作的尝试。1994年,央行开始再贴现业务。在第22章中,我们将按照货币政策的工具逐一讨论在转轨经济中传统的货币政策手段如何逐渐消失,新的货币政策工具是如何产生、发展和完善的。

作为全书的最后一章,第23章为读者提供了一个综合案例,讨论1998年中国经济运行中货币政策与财政政策的配合。中国经济在1996年实现了以高



增长低通胀为特征的软着陆,1997 年亚洲金融危机爆发,1998 年中国经济面临前所未有的复杂局面。中国政府采取了扩大内需,保持人民币汇率稳定的战略,增发了 1000 亿国债用于基础设施的建设,1998 年,中央银行三次下调利率,适当增加货币供应量。我们前面讨论的货币供给、货币需求,各种货币政策的工具,特别是利率的作用等概念在中国政府 1998 年对经济的宏观调控中得到了综合利用。在这一章中,我们集中分析了货币政策与财政政策的有效性和局限性。通过第 23 章,读者可以检验自己是否对本书讨论的货币银行学有一个融会贯通的掌握。



第 1 篇

基 本 概 念



第 2 章

货 币

在日常生活中,我们几乎每天都要和钱打交道。我们中国的钱叫“人民币”,美国的钱叫“美元”,日本的钱叫“日元”,英国的钱叫“英镑”,法国的钱叫“法郎”。可见在这个世界上各个国家都有自己的货币。在自愿的基础上,若干国家可以放弃自己的货币,共同使用区域性货币,如欧元。钱是货币的俗称。

这一章我们将介绍有关货币的一些基本知识。包括货币的定义和度量,货币的职能,货币形式的演变,货币对经济的影响等。本章最关键的一点是要使读者建立一个分层次的货币概念。

2.1 货币的定义和度量

弄清货币这个概念对于学生学习货币银行学这门课程有很大的帮助。货币在日常生活中有许多意思。在经济学家看来,在购买商品和劳务或清偿债务时被广泛接受的任何物品,都可以叫作货币。我们钱包里的钞票可以用来买东西、还债,大家都愿意接受,因此它显然符合货币的定义。事实上,日常生活中我们谈到钱,常常就是指钞票。但是,符合货币这一定义的显然不仅仅是钞票。下面我们就依次来考察一下不同层次的货币。

2.1.1 流通中的现金

现金的概念比钞票略为广一些,因为它不仅包括纸做的钞票,而且包括金属做的硬币。在中国,目前支票本还没有进入到普通的家庭,我们日常生活中的商品交换主要是以现金为媒介来完成的。我们买副食品,买日用品,交房租、水电费一般都用现金,就连买耐用消费品时,用的也是现金。由于一般老百姓日常生活开销用的就是现金,所以在人们头脑中钱(货币)的概念,通常就是现

金。我们把在非银行公众手中流通的现金称作流通中的现金(注意,这就将银行等存款机构的库存现金排除在外了),并把它作为最窄意义上的货币,用 M0 来表示。说流通中的现金是最窄意义上的货币是因为在经济生活中还有别的被广泛接受的支付手段。图 2.1 画出了 1952 年到 1997 年我国流通中的现金量,图的横坐标表示年份,纵坐标表示流通中的现金量,其单位是 10 亿元。从图中可见,自 1952 年到改革开放前,我国流通的现金一直增长缓慢,1979 年以后,现金的增长率加快。

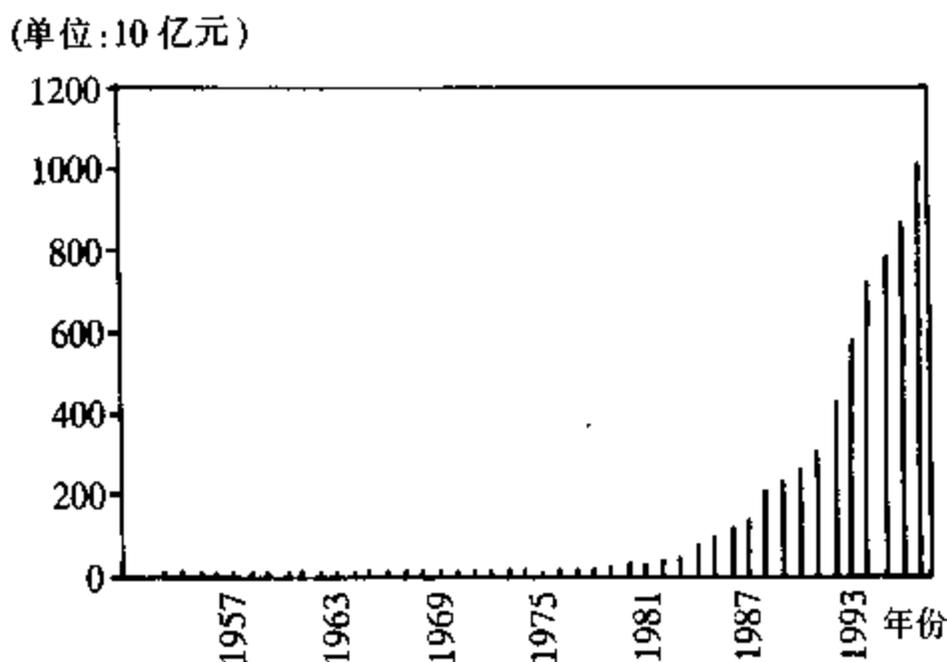


图 2.1 1952—1997 年期间现金流通趋势

2.1.2 支票存款

如果把货币的定义仅限于流通中的现金,那就会漏掉很大一部分货币,因为企业与企业、单位与单位之间的大宗购买是通过支票来完成的。支票对中国消费者来说是比较陌生的,而在发达国家,大多数消费者的口袋里有钱包和支票本,买样小东西,吃一餐便饭用现金,购买比较贵重的物品就用支票或信用卡。如果说支票也是钱,在人人都用支票的国家比较容易接受,那里的人们知道支票也是被广泛接受的用来购买商品、服务或用来还债的支付手段。

如果走出个人消费领域,我们就可以看到企业、单位之间的商品交换、买进卖出所使用的主要媒介是支票。在中国,每个企业、单位都在银行有一个支票账户,企业卖出产品所收到的一般是买人单位开出的支票。比如北京某百货大楼从大华衬衫厂进货 1 万件衬衫,假定每件衬衫 10 元,百货大楼要给大华衬衫厂开一张 10 万元的支票。百货大楼和大华衬衫厂都在工商银行有支票账户,大华衬衫厂在接到这张 10 万元的支票后,将它存入其账户,工商银行在转账交

割时从百货大楼的支票存款额中减掉 10 万元,将大华衬衫厂的支票存款额增加 10 万元。这样通过工商银行的转账,百货大楼将 10 万元付给了大华衬衫厂,从而完成了对这笔交易的付款。

我国有严格的现金管理制度,一般企业、单位只有在发工资等几项规定的经济活动中可以用现金的方式支付,大多数经济活动是通过银行支票转账来完成的。我们知道,货币是指在商品交换中被广泛接受的媒介,而企业、单位之间转账用的支票显然也符合这个定义,而且在经济生活中被大量地运用。所以,在我们讨论货币时,应该把支票也考虑进去,只把流通的现金作为货币,显然是不够的。但是应该注意的是,人们之所以接受支票,是因为接受它背后的存款,一张空头支票是不具有交易媒介的功能的,所以真正包括在货币定义中的,应该是个人或单位在其支票账户上的存款余额,即支票存款,而不是支票本身。

专栏 2.1

个人支票存款为什么不能走入我国寻常百姓家?

现阶段我国居民的个人消费主要以现金支付为主,极少用到个人支票,许多人甚至根本不知道个人支票存款为何物。为什么支票这种便捷的支付方式不能走入我国寻常百姓家呢?

也许有人 would 认为,个人支票存款不普及的原因在于银行监管方面的限制,但事实上,中国人民银行向来鼓励和支持个人使用支票存款,认为这既方便消费者个人消费,也利于人民银行对现金的管理和控制。1986 年 1 月 27 日,中国人民银行、中国工商银行、中国农业银行曾联合下发《关于推行个体经济户和个人使用支票结算的通知》。通知认为,由于人民群众收入的增加和消费结构的变化,在其消费活动中有使用支票结算的要求。为便利商品流通,减少现金使用,调节现金流通,简化清点和收付手续,并有利于聚集社会资金,扩大信贷资金来源,决定对个人结算进行改革。通知还设专门条款指示“有条件的储蓄所试办个人活期储蓄支票结算”。1995 年公布的《票据法》规定的申请开立支票存款账户的条件也并不苛刻:“申请人必须使用其本名,并提交证明其身份的合法证件”;“应当有可靠的资信,并存入一定的资金”;“开立支票存款账户,申请人必须预留其本名的签名式样和印鉴”。

那么是不是因为各商业银行对办理个人支票存款不热心呢?商业银行是追求利润的,如果一项业务有利可图,而且政策上也支持,它们是应该有积极性去办理的。改革开放以来,中国商业银行之间的竞争日趋激烈,各银行曾经为了竞争招揽存款而使出浑身解数,如果个人支票存款能够成为它们吸收存款的有效途径,它们又何乐而不为呢?据悉,中国工商银行曾于 1989 年在浙江某地试办过个人支票业务,然而当地居民宁愿用麻袋装现金也不肯使用支票。自 1996 年底开始,中国银行在北京分行和建国门分理处进行个人支票业务的试点,但效果也并不理想,如中国银行北京分行从 1996 年底至 1998 年中总共只办了不到 80 份个人支票账户,又因中途有清户,其所存个人支票账户不到 70 个。

与此形成鲜明对比的是我国商业银行信用卡业务的飞速发展。从中国银行 1986 年发

行第一张信用卡——长城卡——以来,短短十几年间,信用卡在我国城市居民中迅速普及。这表明,我国居民多年来使用现金交易的习惯并不是不可动摇的。

事实上,制约中国个人支票存款发展的根本原因在于个人信用制度的不健全。支票结算是一种信用结算,如果没有良好的个人信用作支持,必定难以推广。我国的金融环境还很不成熟,缺乏那种严密的对个人信用的监督体制,既难以对个人支票使用过程中的违约行为作出事前防范,又难以在事后进行有效的惩罚,致使消费者个人信用不能保证,人们不敢轻易接受支票。在这种背景下,银行办理个人支票存款也是如履薄冰,为安全起见,往往要制定较为严格的开户条件,从而把大批消费者拒于个人支票账户的门外。另外,还要对个人支票的使用附加某些限制,例如试点中的个人支票账户只有消费功能,还未涉足转账等领域,这就使得支票账户应有的便利不能充分发挥,从而难以使消费者动心。当然,我国居民对个人支票账户还缺乏了解,银行在这方面的宣传力度又非常有限,这也在一定程度上制约了个人支票账户的发展。

2.1.3 现金与支票的优缺点

现金和支票在商品交换中各有各的优点,即使在最发达的商品经济中,各种信用手段俱全,并且花样不断翻新,现金和支票仍是两种最基本的支付手段。

15 现金的优点显而易见,用现金灵活、方便,人人接受。这种优点使现金在小额的日常商品交换中成为最理想的支付手段。现金作为支付手段也有缺点,比如丢钱是件很麻烦的事,除非你遇到好心人,大多数丢失的现金都无法找回。现金也不宜作大额交易,因为当钱很多时,数钱也是一件相当费时而且容易出错的事。鉴于此,一般大笔交易都不用现金。在西方,大笔交易用现金的现象通常仅出现于非法经济活动中,如贩卖毒品、武器走私等。

支票作为支付手段,它的优缺点正好和现金互补。用支票的前提是开支票的人、企业或单位必须有一定的信誉。一个普通的人到百货大楼买东西,要付支票,百货大楼可能不接受。因为百货大楼无法很快确定这张支票是真还是假,这位买主的支票账户上是否有足够的钱来支付等等。如果互相有信誉,用支票作为支付手段是很方便的。按规定,支票上要写清收款人的姓名和单位,所以支票如丢失一般都能立即挂失,通知银行将丢失的支票作废,即使在挂失前钱已被提走,也比较容易查出钱的去向,因为收款人在提钱前要签名。支票也解决了数钱难的问题。百货大楼可用一张支票就付给大华衬衫厂10万元,如果用现金的话,即使用100元一张的钞票也要数半天。另外,用支票作为企业、单位之间买卖交易的媒介,也比较便于监督,有利于执行经济法规和税收制度。

用支票作为支付手段的缺点是要对每个开支票的个人、企业、单位的信誉



作一番调查,企业、单位的信誉比较容易调查,而个人的信誉调查就是一件比较繁琐的事了。这可能就是支票未能进入中国普通家庭的原因。

这是否意味着支票将永远不被中国的普通老百姓使用呢?答案是否定的。随着经济的发展,人们的知识水平、文明程度的提高,支票是会被普通家庭使用的。一般说来,在自己的住地用支票来付房租、水电费等是不会成问题的。在你经常光顾的商店购物,若你有很好的信誉,商店会接受你的支票。但假如你去外地出差,在异地他乡,人家就很难接受你的支票,因为人家不了解你。就是在经济发达的美国,个人支票的使用也基本上局限在自己住地的范围。

2.1.4 信用卡

当然,除了现金和支票存款以外,还有其他形式的“钱”。我们知道,信用卡也是一种被广泛接受的支付手段,那么,是不是信用卡也应算作货币呢?传统意义上的信用卡是指信用卡公司向用户提供的一种信用服务,而信用卡持有者一般说来是不需要在信用卡账户上有存款的。它的使用过程是这样的:信用卡持有者用卡支付商品或服务,卖出商品的商店或提供服务的公司将账单转给信用卡公司,信用卡公司必须向提供商品或服务的公司付款(如果信用卡的持有者拒不付款的话,损失应由信用卡公司承担),然后将账单寄给用户,用户在收到账单后再向信用卡公司付账。信用卡的使用过程可以这样理解:信用卡公司用户向收款人做了按期付款的保证,用户在一定期限内将钱还给信用卡公司。从这个意义上说,信用卡公司向用户提供了一种信用服务。据此,信用卡公司向用户收手续费,并向用户收取贷款利息,但信用卡公司主要靠向接受信用卡的商号收取手续费来赢利。

与此相似的一种支付工具叫转账卡(借记卡)。转账卡的持有者需要在发卡公司开一个账户,并存入一笔钱款。用户用转账卡支付商品和劳务,发卡公司在收到账单后向提供商品和劳务的单位付款,并将款子直接从用户的存款额中减去(通过电脑联网,这一过程可以在持卡人购物时直接完成)。在这个过程中,发卡公司并没有为用户垫支任何款项,所以是一种转账服务而不是一种信用贷款服务。

现在我们普遍使用的信用卡,实际上是具有透支功能的转账卡(借记卡)。也就是持卡人要在发卡单位开一个账户,并存入一定的金额,持卡人在进行支付时,其金额将从账户上扣除,当持卡人的支付额超过了其账户上的余额时,差额自动转化为发卡单位对持卡人的贷款。显然,按照前而讨论的原则,持卡人在这种信用卡账户上的存款应该和支票存款一样算作货币。



2.1.5 货币 1(M1)

如果把流通中的现金,企业、单位在银行可以用来转账的支票存款,及人们在转账信用卡上的存款加起来,就可得到一个比较广义的货币的概念。我们把这个货币的概念简称为货币 1,用 M1 来表示(也称狭义货币)。在对全社会的总需求进行分析时,货币 1 是个极其重要的概念,因为货币 1 基本反映了社会的直接购买支付能力,商品的供应量应和货币 1 保持合适的比例关系,不然经济会过热或萧条。

2.1.6 储蓄存款

也许读者会问,储蓄存款应不应该算作货币呢?存款当然也是钱,但储蓄存款和货币 1 不同,对此我们还需稍加分析。

储蓄存款的种类很多,有活期储蓄存款和定期储蓄存款。定期存款又分零存整取、整存整取。定期的时间也不同,有 3 个月、6 个月、1 年、3 年、5 年、8 年等等。说储蓄存款与货币 1 不同,是因为储蓄存款不能作为支付手段。一般说来,商店不收存折,在买东西之前,消费者要先将现金从银行取出,然后再去买。虽然活期储蓄存款转化为现金并不费事,但意义却不同。

我们分析货币的一个重要目的是要看人们手中的货币对商品市场的压力,而对商品市场的直接压力是人们手中的货币 1。你从银行取钱的时候,将你的储蓄转换成现金,如果别人的储蓄不变的话,总储蓄额就减少了,而流通中的现金增加了,因而对商品市场的压力就增加了。在正常的经济条件下,人们存款和取款的活动相互抵消了,从全社会来看,储蓄总量持续上升,而储蓄、货币 1、市场上的商品保持着一个适当的比例。有时,由于某种原因,大家都要提款,把存款转为现金,经济中就出现了挤兑、抢购等不正常的现象。这时全社会的储蓄总量会急剧下降,产生通货膨胀,从而导致经济秩序的混乱。在中国,1988 年夏天就发生了这样的混乱,当时人们的通货膨胀预期升高,争先提款抢购。1988 年 8 月中国的银行系统存款总额下降 20 多亿,与此同时在商品市场上发生了抢购风潮。通货膨胀率在 1988 年高达 18.5%。

2.1.7 货币 2(M2)

因此,银行储蓄和货币 1 不同,在储蓄还是活、定期储蓄存款时,不构成对



商品市场的直接压力,活期、定期储蓄存款的增长,是减少当年实现购买力的因素。储蓄量反映着潜在的购买力。由于储蓄既有货币属性又有不同于货币 1 的特性,我们需要一个更广泛的货币定义,来表示现金、支票存款、转账信用卡存款及所有活期、定期储蓄存款的总和,这就是货币 2,用 M2 来表示(也称广义货币)。应当指出,货币 2 是一个相当有用并且常用的概念,它不仅反映了现实的购买力,也反映了潜在的购买力。研究货币 2,特别是掌握其构成的变化,对整个国民经济状况的分析、预测都有特别重要的意义。

至此,我们基本上完成了对货币定义及度量的讨论。货币指在商品交换中被广泛接受的用来作为支付手段的那种东西。货币的度量有以下几种:货币 0 是指流通中的现金量,用 M0 来表示;货币 1 等于 M0 加支票存款及转账信用卡存款;货币 2 等于货币 1 再加所有活期存款和定期存款。货币 0 是最窄意义上的货币,是度量货币的最小口径。货币 1 反映着经济中的现实购买力。货币 2 不仅反映现实的购买力,还反映潜在的购买力。在研究分析中,因为目的不同,一种定义可能在某种情况下比其他定义更方便。货币 0、货币 1 和货币 2 在经济分析中就有不同的作用。这三种度量货币的方法国际通用,虽然各国根据自己的情况作出一些具体规定,但总的原则基本上是一样的。

2.2 货币层次的划分

随着货币与经济关系日益密切,客观上要求政府对现金的发行以及信用的扩张加以控制,使货币的供给适应经济发展的需要,避免产生经济的波动和危机。因而,货币供应量的概念以及对货币供应量层次的划分也就应运而生。尽管在上一节中我们已经对货币的划分作了较为详细的描述,为了使读者对货币层次有一个整体的印象,我们在这一节对货币层次的划分作一个归纳。

货币供应量(或货币供给)是指在一定时点上由政府 and 存款机构之外的经济主体所拥有的货币总量。在货币供应量的构成方面,大多数经济学家认为货币应包括那些在商品交易以及债务支付中作为交易媒介和支付手段而被普遍接受的东西,他们把货币定义为流通中的现金和支票存款,这就是狭义货币 M1。而有些经济学家认为金融机构的储蓄存款及其他短期流动资产,是潜在的购买力,很容易变成现金,因而主张以流动性为标准,划分更为广义的货币概念层次,从而形成了广义的货币供应量指标 M2、M3、M4 等。这种观点,已为大多数西方国家的政府所接受,各国的中央银行,都用多层次或多口径的方法来计算和定期公布货币供应量。由于各国金融工具和金融法规的差异,广义货



币供应量的指标也不尽相同。综合各国的情况,货币供应量指标大致划分如下:

$M1 = \text{流通中现金} + \text{支票存款(以及转账信用卡存款)}$

$M2 = M1 + \text{储蓄存款(包括活期和定期储蓄存款)}$

$M3 = M2 + \text{其他短期流动资产(如国库券、银行承兑汇票、商业票据等)}$

当然,各国具体的货币层次划分会比这稍微复杂一些。例如美国联邦储备系统(美国的中央银行)现在公布四个层次的货币供应量指标,其基本内容为:^①

$M1 = \text{流通中现金} + \text{旅行支票} + \text{活期存款} + \text{其他支票存款(如NOW账户,ATS账户等)}$

$M2 = M1 + \text{储蓄存款(含货币市场存款账户)} + \text{小额(10万美元以下)定期存款(含零售回购协议)} + \text{零售货币市场共同基金余额(最低初始投资在5万美元以下)} + \text{调整项}$

$M3 = M2 + \text{大额(10万美元以上)定期存款} + \text{机构持有的货币市场共同基金余额(最低初始投资在5万美元以上)} + \text{所有存款机构发行的回购负债(隔夜的和定期的)} + \text{欧洲美元}^{\text{②}}(\text{隔夜的和定期的}) + \text{调整项}$

$L = M3 + \text{其他短期流动资产(如储蓄债券、商业票据、银行承兑票据、短期政府债券等)}$

上面的许多项目恐怕都是令读者感到陌生的,但等大家学到后面的章节后,自然就会明白它们的含义,这里就不一一去解释了。但是应该指出的是,和我们习惯的叫法不同,美国的活期存款是可以开支票的,因而是一种支票存款,不是我们所讲的活期储蓄存款;而美国的储蓄存款则专指活期储蓄存款,不包括定期存款。

为有效地实施金融宏观调控,合理地制定和选择货币政策中介目标,通过运用各类货币政策工具,促进和保证“保持货币稳定,并以此促进经济增长”这一货币政策最终目标的实现,中国人民银行决定把货币供应量作为我国货币政策中介目标之一,并于1994年第三季度开始,正式确定并按季公布货币供应量指标。具体的划分方式为:^③

$M0 = \text{流通中现金}$

$M1 = M0 + \text{企业活期存款} + \text{机关团体部队存款} + \text{农村存款} + \text{个人持有的信用卡类存款}$

① *Federal Reserve Bulletin*, April 1998.

② 它是指美国居民在美国银行的外国分行及在英国和加拿大的所有银行机构中持有的欧洲美元。

③ 《中国金融年鉴(1995)》。



$M2 = M1 + \text{城乡居民储蓄存款} + \text{企业存款中具有定期性质的存款} + \text{信托类存款} + \text{其他存款}$

$M3 = M2 + \text{金融债券} + \text{商业票据} + \text{大额可转让定期存单等}$

其中 M1 为狭义货币供应量, M2 为广义货币供应量, M2 减 M1 是准货币, M3 是根据金融工具的创新而设置的。^①

表 2.1 给出了中国 1994 年第 1 季度至 1997 年第 4 季度各层次货币供应量的统计数字。

表 2.1 中国 1994 年第 1 季度至 1997 年第 4 季度各层次货币供应量

(单位:亿人民币)

季 度	M0	M1	M2
1994.1	5834.6	16437	35439.2
1994.2	5781.5	17676.4	38292.6
1994.3	6412.9	19009.5	41524.1
1994.4	7288.6	20540.7	44827.2
1995.1	7271	21026.2	50297.1
1995.2	7003.9	21420.4	53150.3
1995.3	7368.9	22493	56813.2
1995.4	7885.3	23987.1	60750.5
1996.1	8169.1	23909.4	64511.4
1996.2	7665.7	24620.2	68132.8
1996.3	8409	26336	72042.6
1996.4	8802	28514.8	76094.9
1997.1	9280.1	29629	79735.8
1997.2	9121.6	31074.7	82811.5
1997.3	9426.1	32244.6	85892.4
1997.4	10177.6	34826.3	90995.3

2.3 货币的职能

前面的讨论已经涉及货币的职能,货币有三种主要职能:交易媒介;价值尺度;贮藏手段。

^① 上述货币指标的统计范围是除国家开发银行、中国进出口银行、证券公司和保险公司以外的金融机构。



2.3.1 交易媒介

货币是商品交易的媒介,是一般等价物。我们知道商品生产的目的是为社会提供产品,而不是自给自足。商品经济的对立面是自给自足的自然经济。在自然经济中,人们自给自足,商品交换在经济生活中不占重要地位。

在商品经济下,每个人都专门生产一种商品而又需要多种商品,于是交换就成为必然。生产商品需要花时间,花气力,交换商品也不是一件容易的事。我们把商品和劳务交换过程中所花费的时间和气力叫做交易费用。由于以物易物的交换是非常费事而且很难成交的,要使交换有效率,就需要在商品中独立出一种“货币”的特殊商品,作为商品交换的媒介。也就是说,出卖商品的人先将自己的商品换成货币,然后再用货币购买自己所需要的商品。所以货币作为商品交换的媒介,是被广泛接受的一般等价物,要使货币成为当然的支付手段,关键在于它能大大方便生产者、消费者,节约交易费用。

2.3.2 价值尺度

24 货币的第二个职能是价值尺度。简单地说,就是我们利用货币作为比较价值的工具。在日常生活中,我们用秤来度量重量,用公里来度量距离;同样,各国都用自己的货币来计算商品和劳务的价值。因为货币是大家都接受的交换媒介,所以所有商品用货币计价十分方便,商品的价值贵贱一目了然,非常容易比较。如果商品的价值不用货币来度量,商品价值比较就非常困难了。举例来说,在一个市场上有三种商品,绵羊、斧子和布匹,如果没有货币,这三种商品要以物易物地交换,那就先要知道三种相对价格,如1只绵羊等于2把斧子,1只绵羊等于10尺布,1把斧子等于5尺布。如果一个市场有10种商品,以物易物地交换,每一种商品的价格都要用其他9种商品来表示。

一般说来,在一个有 N 种商品的以物易物的经济中,商品交换所需要的相对价格的数目就等于把 N 个商品配对的数目,即从 N 个商品中选2个商品的组合数,其公式为:

$$\frac{N(N-1)}{2}$$

所以一个有100种商品的以物易物的经济需要4950种相对价格;1000种商品需要499500种价格。一个现代社会有几百万种商品,以物易物所需要的价格是个天文数字。



在一个以物易物的经济中,每种商品的价格都要用众多的其他商品来表示,这样商品之间的价格很难比较,买卖东西费力、费时,交易费用非常高。解决这些问题的方法是引入货币,以货币来表示所有商品的价格,作为唯一的价值尺度。这样,有 N 种商品只需要 N 种价格,各种商品之间的价格比较一目了然,交易费用就会大大减少。

2.3.3 财富贮藏手段

货币的第三种职能是充当财富贮藏手段,或者说一种财富持有形式。货币代表着一定量的财富,一定量的购买力,其贮藏职能非常显著。一般人拿到工资后不会一下子全部花完,从拿到钱到买东西有一段时间。在这段时间里,货币就起到了贮藏财富、贮藏购买力的作用。

请注意,除货币以外,还有许多东西可以作为财富贮藏手段,如债券、股票、房地产、金银首饰、艺术品、耐用消费品等等,这些投资都可能给投资者带来相当好的收益,而用货币作为贮藏手段基本上没有任何收益。那么人们为什么还是愿意拿一些钱在手中呢?回答这个问题,就要引入财产的流动性这一概念。人们明知债券、股票、房地产的收益高,但还是要手里存些现金,主要因为现金在各种财产中流动性最高。现金是一般等价物,有钱想买什么就能买什么,而其他财产要改变形态,一般要先将财产转换成货币才能实现。比如要卖掉债券、股票,首先要看行情是否好,行情的将来走势如何,如果是急着用钱一定要卖,可能卖不出好价钱,而且卖时还要付手续费。正是因为现金的流动性高,用起来方便,所以人们总需要保留一些现金在手里和一些活期存款在银行。

用货币作为贮藏手段最怕的就是通货膨胀,不论是手头的现金,还是银行存款都会在通货膨胀中受到损失。老一辈人可能还记得中国 1947 至 1949 年期间的恶性通货膨胀。在通货膨胀中,钱贬值了,同样数量的钱所能买到的东西变少了,因此用钱作为贮藏手段的人们在经济上受到损失。

2.4 货币形式的演变

从货币发展史看,牲畜、贝壳等一般等价物就是萌芽状态的货币,在中国的殷商到西周时期(约公元前 1562 年至公元前 771 年)就用贝壳作为货币。中国古代的铸币曾铸成刀、铲、斧、环等形状。我国古代货币的名称,如“货”(贝壳)、“钱”(大锄)、“布”(农具)等也说明在古代的商品交换中有农具等充当过货币。



通过不断的比较,人们逐步发现了金、银等贵金属的特性,并将它们作为充当货币的最佳材料。在古代,交通、通讯不发达,东方和西方的文明几乎是在相互隔绝的条件下产生的,但东西方各国都不约而同地用金银作为货币,可见是贵金属的特性使金银自然成为货币。

作为货币的理想材料应具有如下特性:第一,容易标准化,如果用绵羊作为货币,其标准化就很成问题,绵羊的肥瘦、大小、种类都使它们具有不同的价值。第二,做货币的材料必须是可分的,在买一头牛时,要付很多钱,买一碗粥要付较少的钱,钱必须可分,用起来才方便。第三,做货币的材料应携带方便。第四,做货币的材料必须稳定,不容易变质。由于金银等贵金属基本能满足以上要求,难怪世界各国不约而同地选择金银作为充当货币的材料。

专栏 2.2

战俘营里的货币

二战期间,在纳粹的战俘集中营中流通着一种特殊的商品货币:香烟。当时的红十字会设法向战俘营提供了各种人道主义物品,如食物、衣服、香烟等。由于数量有限,这些物品只能根据某种平均主义的原则在战俘之间进行分配,而无法顾及每个战俘的特定偏好。但是人与人之间的偏好显然是会有所不同的,有人喜欢巧克力,有人喜欢奶酪,还有人则可能更想得到一包香烟。因此这种分配显然是缺乏效率的,战俘们有进行交换的需要。

但是即便在战俘营这样一个狭小的范围内,物物交换也显得非常地不方便,因为它要求交易双方恰巧都想要对方的东西,也就是所谓的需求的双重巧合。为了使交换能够更加顺利地进行,需要有一种充当交易媒介的商品,即货币。那么,在战俘营中,究竟哪一种物品适合做交易媒介呢?许多战俘营都不约而同地选择香烟来扮演这一角色。战俘们用香烟来进行计价和交易,如一根香肠值 10 根香烟,一件衬衣值 80 根香烟,替别人洗一件衣服则可以换得两根香烟。有了这样一种记账单位和交易媒介之后,战俘之间的交换就方便多了。

香烟之所以会成为战俘营中流行的“货币”,是和它自身的特点分不开的。它容易标准化,而且具有可分性,同时也不易变质。这些正是和作为“货币”的要求相一致的。当然,并不是所有的战俘都吸烟,但是,只要香烟成了一种通用的交易媒介,用它可以换到自己想要的东西,自己吸不吸烟又有什么关系呢?我们现在愿意接受别人付给我们的钞票,也并不是因为我们对这些钞票本身有什么偏好,而仅仅是因为我们相信,当我们用它来买东西时,别人也愿意接受。

参考资料: Mankiw, N. Gregory 1993, *Macroeconomics*, p. 143, Worth Publishers.

货币的另一个形态是纸币。不管金银的特性是多么适合作为货币,金银在携带、分割、生产等方面还是有许多不便,而且货币供应量受到金银等贵金属产量的限制,而用纸币作为一般等价物则可以解决这些问题。中国是运用纸币最早



的国家之一,宋代的“飞钱”,就是世界上最早的纸币之一。纸币是信用货币,它本身没有价值。在开始运用纸币时,一般是可兑换纸币,也就是发行纸币的钱庄、商号保证按纸币上写的数字按质按量地兑换贵金属。人们在商品交换中接受纸币,实际是接受了发行纸币的钱庄、商号的信誉。从这个意义上说,纸币是一种信用货币,如果发行纸币的钱庄、商号不能按质按量地向纸币的持有者兑换贵金属,纸币就会丧失信誉,人们也就不会接受它。可兑换的纸币实际上是一种代用货币。

现代社会中用的纸币一般是法币。法币是由政府用行政命令发行,在商品交换中必须接受,并且不能换成贵金属的纸币。我国现在大陆用的人民币是法币。法币有许多优点。法币既然是政府靠行政命令以法律的形式发行的,在一个国家或一个地区一般只允许一种法币流通,因此法币具有统一性。法币又便于携带,根据经济需要可发行不同票面值的钞票,用起来很方便。老百姓对法币的信任,实际上是对发行法币的政府信任。法币也有缺点,因为它不可兑换,所以一个政府如果大量发行货币就会造成恶性通货膨胀。这类事例在历史上多次出现,在1923年的德国,1947至1949年的中国,和拉美的许多国家都发生过,苏联解体后,最近几年俄罗斯的通货膨胀也接近于恶性的水平。

2.5 货币与经济

在我们的经济生活中,天天要用钱,小到柴米油盐,大到国民经济的起落都和货币有关。由于货币渗透到经济生活的各个角落,我们不可不对货币的作用作全面的讨论。但这里仅举几例来说明货币与经济的关系。

2.5.1 货币与千家万户的小日子

在中国,大多数职工是按月领工资、奖金的,拿到工资奖金后,不会一下全部花掉,而都是有计划地过日子。不当家不知柴米贵,过日子可不是一件简单的事,必须回答千千万万个问题,这里以老王家为例,拣几个重要的问题谈谈。

第一,老王拿到工资后,要决定是把钱全花光,还是每月有所积蓄。假定老王全家每月工资奖金加在一起为1000元。老王决定储蓄10%,那么老王全家的生活费就是900元,剩下100元作为储蓄,存入银行。

第二,过日子总有些必不可少的开销,像房租、水电费、孩子的学费、父母的赡养费、买粮食的花费等。这些开销,没有什么弹性,必须支付。假定老王家每



月必不可少的开销为 400 元,剩下的 500 元就作为一些弹性较大的日常花销,比如每天的菜金、娱乐费、添置新衣服等等。

第三,怎样支配这 500 元也不简单。各家有各家的计划,暂且不论,这里要讨论的问题是,老王应该把这 500 元存在银行,现花现取,还是应该留 500 元现金?这两种方法各有利弊,钱存在银行里可生利息,但每次花钱都要去银行。现金拿在手里想花就花,非常方便,但拿着现金就没有利息可赚。老王最后决定采取折中的办法,存 250 元在银行,留 250 元在手头。等到月中,手里的钱花完了,再到银行去取。这样老王每月只要去两次银行,月初发工资去存钱,月中去银行取一次钱,利息也能赚点,又不要常常去银行取钱。

应该注意的是,虽然收入是用货币来表示的,但是收入和货币却是完全不同的两个概念。收入是一个流量,而货币则是一个存量。流量是指在一段时间内所发生的量。比如,我们的月收入(工资、奖金)就是一个流量,我们国家的国民生产总值也是一个流量。讲流量一定要讲明时间的长短,如果人家问老王“你挣多少钱”,老王回答“1000 元”,这 1000 元一般指的是月收入,时间长短就是以月为单位的,即老王每月挣 1000 元。在美国,人们习惯用年薪来表示一个人的收入。我们中国 1998 年的国民生产总值是 79748 亿元,这也是一个流量,指的是从 1998 年 1 月 1 日到 1998 年 12 月 31 日,中国各个行业创造的增加值总和为 79748 亿元。

存量指的是在一个时点上的数量,比如我国在 1992 年 12 月 31 日的人口数是 11.7171 亿,老王在 1992 年底有一万元存款,这都是一个时点上的数量。我们前面讲老王开支的计划都是对流量使用的安排,在经济生活中,更重要的是如何处置自己财富的存量。过去老王没有在任何投资上用脑筋,所有钱都存银行,如今中国投资机会多了,品种也是五花八门,有债券,有股票,将来还要鼓励老百姓在住房上投资,买自己的房子,老王应该怎样运用自己的万余元存款呢?显然,这对每一个在计划经济下生活了很久而对市场经济还不太了解的居民来说,是一个亟待解决的问题。

2.5.2 货币与通货膨胀

从 1979 年改革以来,中国经历了 1980 年的物价上涨、1985 年的物价上涨和 1988 至 1989 年连续两年的严重通货膨胀。关于通货膨胀的定义,经济学家们作过不少讨论,其实不必咬文嚼字,我们可以把通货膨胀理解为物价水平的持续上涨。这里有两点请注意,一是通货膨胀指的是物价总水平的上涨,而不是单项商品价格的上涨;二是通货膨胀是指价格水平的持续上涨,而不是一次



性的上涨。

按照上面的定义,中国真正出现通货膨胀,还是1985年以后的事(这里当然指1949年以来)。在这以前,中国有过两次大幅度物价上涨,一次是1961年,全国零售物价总指数上涨16.2%,另一次是1980年,物价总指数上涨6%。这两次物价水平的上涨,很快得到了控制,没能持续多久(大约一年多的时间)。1985年以后中国出现了通货膨胀,1985年到1989年五年的通货膨胀率分别为8.8%、6.0%、7.3%、18.5%、17.8%。图2.2给出了中国1950至1992年期间的物价指数,以1950年为100,其中虚线为集市物价指数,实线为零售物价指数。通货膨胀是国家向人民征收的一种无形的税。在通货膨胀中,老百姓的钱不值钱了,老百姓存款所代表的实物量少了。

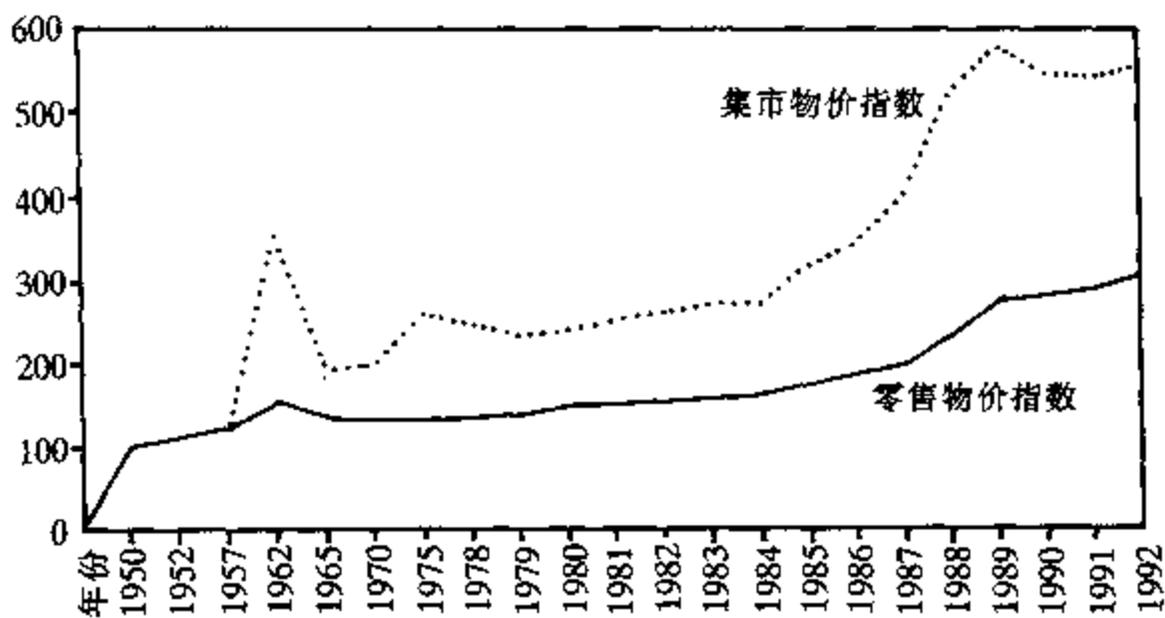


图 2.2 1952—1992 年中国物价指数(1950 年=100)

从经济学的角度看,通货膨胀给经济带来的最大的危害是其不确定性,如果通货膨胀是可以预测的,它对经济的影响就不会太严重。比如,我们知道明年的通货膨胀率是5%,那就比较好办了。为保证人民生活水平不下降,给老百姓增加5%的工资,商品价格平均上涨5%,银行给储蓄者办理保值存款手续。这样,百姓、厂商、国家都可以按部就班进行调整。但实际上,通货膨胀很难预测,由于大家都不知道要涨价多少,都怕自己在通货膨胀中受到损失,于是产生了像1988年夏天那样的恐慌。通货膨胀的不确定性也使企业的经营受到干扰,无法制订计划。在通货膨胀中,商品供不应求,而企业恰恰在此时不愿出卖自己的产品,企业想控制实物,以便能卖出更高的价钱。这样,一方面是消费者的抢购,需求大大增长,一方面是商品供给的缩小,导致供求矛盾加剧,经济秩序混乱。

那么什么是通货膨胀的原因呢?诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼有句名言:“通货膨胀无论何时何地都是一个货币现象。”意思是说通货膨胀是由货币



发行过多而引起的。我们可以找到许多通货膨胀的深层原因,但通货膨胀的直接原因总是和货币发行过多有关。改革开放以来,中国通货膨胀率和货币发行量的关系很明显,前一年票子发多了,第二年通货膨胀的压力就大,这显然表明通货膨胀是由于货币的过量发行而直接引起的。

2.5.3 货币和经济起伏循环(周期)

在计划经济下,货币是被动的,国家对生产、流通的计划安排以实物为主,货币只是作为实物量的价值计算单位。国家有关部门先计划实物量的生产和分配,然后再按照需求决定发行多少货币,发给谁。货币的发行是为了保证实物生产和流通的顺利而进行的。我们对中国 1952 至 1978 年的数据进行过分析,发现货币量和国民收入两个变量之间没有什么关系。

近儿年来,报纸上经常出现“紧缩”、“治理”、“整顿”等提法。这些提法有多方面的含义,其中之一就是国家开始用紧缩货币的政策来控制总需求的规模。在中国,紧缩货币政策主要是通过少发票子,少放贷款来完成的。经过多年的改革,中国经济已经在相当大的程度上市场化了,其中一个重要特征是,从 80 年代中国数据的分析表明,货币量的变化大约超前工业产值变化两个季度。即货币增长在先,大约两个季度后工业生产开始增长;货币紧缩两个季度后,工业生产也开始放慢。这是一种市场经济的特征,在改革前的中国是不存在的。请注意,这里我们并不是说货币的增长引起了产出的增长,统计分析不能确定因果关系,但这种时间上的超前关系是非常值得注意的。

经济的起落周期对老百姓的日常生活有着重要的影响,工人的奖金多少,乡镇企业的定货,农产品是否能卖出个好价钱,都受经济周期的影响。1988 年到 1990 年的治理整顿中,紧缩的货币政策使乡镇企业受到严重的影响。据估计,这三年中破产的乡镇企业超过 300 万户,许多在城里打工的农民也因经济不景气而失业。货币供给量在产生经济周期的诸因素中起着非常重要的作用,而要懂得经济周期的规律,必须深入研究货币与经济周期的联系。

2.5.4 货币与财政赤字

改革开放以来,中国的财政连年出现赤字。改革开放的过程,也是经济上放权的过程,结果之一是财政收入在国民生产总值中的比例逐年下降,从 1978 年的 37% 下降到 1991 年的 22%,再降到 1997 年的 11%。财政从 1978 年以来入不敷出,政府只好采取赤字政策(赤字政策不一定是坏政策,当然,采取赤

字政策要特别谨慎,要通过立法程序)。

请注意,在1994年以前,中国的官方统计数字中,政府向国内外借款是算作财政收入的(相应地,政府债务的还本付息也被算作是财政支出),因而官方统计中的政府赤字实际上是政府向银行系统透支的数字,也就是靠印钞票来弥补的那部分赤字。按照国际惯例,政府的债务收支不应算作财政收支的一部分,那么中国真正的财政赤字应该等于官方统计的赤字数加上政府的净债务收入。表2.2给出改革以来中国历年的官方统计财政赤字、政府借款和真正的财政赤字,即按国际惯例定义的财政赤字。

表 2.2 中国的财政赤字

(单位:亿元)

年份	财政收支差额	债务收入	债务支出	净债务收入	财政收支差额 (不含债务收支)
1978	10.2	0	0	0	10.2
1979	-135.4	35.3	0	35.3	-170.7
1980	-68.9	43	-28.6	14.4	-83.3
1981	37.8	73.1	-62.9	10.2	27.6
1982	-17.7	83.9	-55.5	28.4	-46.1
1983	-42.6	79.4	-42.5	36.9	-79.5
1984	-58.2	77.3	-28.9	48.4	-106.6
1985	0.6	89.9	-39.6	50.3	-49.7
1986	-82.9	138.3	-50.2	88.1	-171
1987	-62.8	169.6	-79.8	89.8	-152.6
1988	-134	270.8	-76.8	194	-328
1989	-158.9	283	-72.4	210.6	-369.5
1990	-146.5	375.5	-190.4	185.1	-331.6
1991	-237.1	461.4	-246.8	214.6	-451.7
1992	-258.8	669.7	-438.6	231.1	-489.9
1993	-293.4	739.2	-336.2	403	-696.4
1994		1175.3	-499.4	675.9	-574.5
1995		1549.8	-878.4	671.4	-581.5
1996		1967.3	-1311.9	655.4	-529.6
1997		2476.8	-1916.8	560	-555.1

资料来源:《中国统计摘要(1998)》,《中国统计年鉴(1996)》。

由以上分析可见,当政府的财政收入小于财政支出时,政府的第一个办法是向国内或国外借款。如果靠借款还不够,政府只好向银行透支,也就是说用



印钞票的办法来弥补缺口。改革以来,政府每年(1985年除外)都要用印钞票的办法弥补赤字,造成了通货膨胀。所以要懂得政府财政赤字和通货膨胀的关系,必须研究货币的发行机制。

2.6 计划经济中的票证

生活常识告诉我们,人的欲望几乎是无止境的,而一个社会的资源却是有限的。这对矛盾的解决只能通过用某种方式对人们的欲望加以限制。在市场经济中,这种限制是由每个人手中掌握的货币量来实现的。在计划经济中,这种限制是通过行政命令外加某种辅助形式(如货币、票证)来实现的。在了解了关于货币的一般性知识之后,我们再来介绍一种与货币既有区别又有联系,并且曾在中国老百姓的生活中占据重要位置的事物——票证。

2.6.1 计划经济与票证

32 中国有句俗语:“有钱能使鬼推磨。”但是,在1979年以前的计划经济中,钱的神通受到许多限制,许多事有钱也办不成。以北京为例,不同的时期有不同的票证,主要包括粮票、油票、布票、工业券以及购粮本和副食本。政府必须对各种票证的分配方法作出严格细致的规定,比如粮票是按成年人、儿童、男人、女人、脑力劳动者、体力劳动者、退休人员等等定出分配标准,在确定每人的配额是多少公斤之后,还要对配额中粗粮和细粮之比例、细粮中大米与白面之比例作出严格的规定。居民买粮要到指定粮店凭粮票、粮本和钱购买。油票基本是按照人头来分配的,不论大人小孩,每人每月半斤食用油。布票和工业券每年发一次,各个时期多少不一样。副食本是每个家庭必不可少的,政府对主要副食如食糖、粉丝、鸡蛋、芝麻酱等都按人头以户为单位来确定配额。

在这种情况下,钱的作用受到了许多限制,一个想买米的居民光有钱买不到米,还要有购粮本和米票才行。有的人会说,钱还是万能的,因为用钱可以买到米票,可以买到一次使用购粮本的权力,从而可以买到米。这样讲虽也讲得通,但就实际情况来看,自1958年到1978年这20年中,钱的效力确实受到了许多限制。那时,存在着倒卖各种票证的黑市,但不普遍,交易量小,大多数老百姓遵纪守法,基本上按定额去购买分配给自己家的那一份,偶尔在亲戚、朋友之间有些调剂。总之,黑市上倒卖各种票证对资源分配的影响不大,粮票换鸡蛋、粮票换东西的现象真正普遍起来是改革开放以后的事。



票证不是计划经济的发明,在资本主义市场经济中,甚至在资本主义社会以前的社会形态里都有不少使用票证的先例。但市场经济中使用票证的范围小,时间短,多半是由于战争或济贫的需要。例如第二次世界大战期间美国和欧洲的许多国家都曾不同程度地采用过票证对一些生活必需品(食品、汽油)进行配给。美国现在对穷人发的食品券是一种济贫式的票证,食品券在用来购买规定范围内的食品时具有和钱一样的功能。但票证在市场经济中被限制在尽可能小的范围内,对普通百姓生活影响不大。

真正使票证普遍化、固定化的是计划经济。原因有二:第一,计划经济的设计者、理论家认为货币是和旧社会、资本主义联系在一起的,他们要建立一种全新的、不带市场经济弊病的体制。为此,他们都相当认真地讨论过取消货币的可能。在中国,曾在一定范围内试行过供给制,试行过人民公社的食堂,票证可能是种种实验中较成功的一种。于是票证在计划经济中普遍化,并固定下来,成了解决有限资源分配的一种行之有效的工具。

票证在计划经济中普遍化的第二个原因是短缺所致。匈牙利经济学家科尔奈把计划经济称为“短缺经济”,认为短缺是计划经济中不可避免的普遍现象。什么是短缺呢?短缺是指在现有的价格体系下,对产品的需求大于供给,人们有钱买不到东西。在这种情况下,用票证对紧缺的消费品进行配给,也许是行之有效的方法。中国大规模使用票证是 1958 年以后的事。大跃进搞“一大二公”,对生产力破坏极大,国民收入在 1960、1961、1962 三年锐减,国民收入的增长率分别为 -0.2% 、 -18.4% 、 -7.2% ,物资极端短缺,老百姓的生活必需品供不应求,全国许多地方发生了饥荒。在这种情况下,政府不得不迅速在全国主要城市实行以票证为主的配给制,对生活必需品如粮食、布匹和主要副食品进行按人按户的定量控制。当时设想票证制只不过是权宜之计,等待经济好转后就取消,无奈经济情况从来就没有好到可以取消票证的程度,短缺现象一直严重。所以,票证制度在计划经济中普遍化、固定化,是长期性短缺所造成的。领导人没有什么选择,只好实行票证制。

历史地看,票证制也不是一点积极作用都没有。可以说,票证制在一定程度上保障了广大居民在低水平上对生活必需品的需求,是一种保障城市居民基本平均分配短缺资源的方式。

2.6.2 票证的缺点

90 年代初,中国政府宣布在许多城市取消粮票,老百姓非常欢迎。这表明老百姓对票证并无好感。那么,为什么广大居民不喜欢票证呢?



第一,票证配给制通常不能满足人们需要。票证是在物资匮乏的情况下产生的,老百姓只能按配额得到一份,而通常人们的需求是远远大于配额数的。比如在改革前,许多城市的食油配额是每人每月三两或四两,按当时食油的售价,人民的需求远远超过了配给量。就是撇开价格不谈,生活常识告诉我们,那时的配给量是低水平的。

第二,票证给人民生活带来许多不便。以买粮食为例,当时买粮食需要购粮本、钱和粮票,并要到指定粮店去买,少一样就买不成。粮食分得很细,买米就必须要米票,你拿面票去买就不成。这对一些老人或不识字的人而言就更加困难,须在买粮之前找人帮助,找出适当的粮票,搞错或粮票带得不够,都是麻烦。粮票还有一个问题是过期作废,这对一些不识字的或家务不熟的人来说也是一件非常头痛的事。

第三,票证限制人们的选择。众所周知,人们在消费选择上有很大的不同,年轻人、老年人,南方人、北方人,男人、女人的审美观、饮食习惯、消费侧重各不相同,但票证对满足个人的生活偏好是无能为力的。以粮票为例,如果一个人每月粮食定量是15公斤的话,这15公斤(在很长一段时间里)在米、面和粗粮之间的分配大概是3公斤大米、7.5公斤白面,剩下的4.5公斤为粗粮(玉米面等)。南方人喜欢吃更多的米,北方人则比较喜欢吃面食,居民要改变米、面、粗粮的比例,只好在亲戚、朋友中调剂,要么就到黑市上去交换。所以票证配给制是一种无选择的分配方法。假如允许人们自由买卖、自由兑换票证的话,也许会让许多人得到好处,想多吃些米的人,可以放弃一些白面,反之亦然,这样就避免了利益受到损害。如果认为配给的比例是最优比例的人则可以不参加交换就达到最优。

第四,票证配给制压抑供给,恶化短缺状况。票证配给制不但不增加短缺商品的供给,反而压抑供给,使短缺商品更加短缺。生产什么?不生产什么?生产多少?计划经济和市场经济的决定机制是完全不同的。计划经济靠行政命令,上级指令生产什么,企业就生产什么;上级指令生产多少,企业就生产多少。粮食在很长一段时期内是短缺商品,政府一再强调“以粮为纲”,各省、各地、县、公社、生产队的种粮计划都卡得死死的,但粮食问题始终解决不了。其中一个主要原因是粮价太低,农民没有种粮的积极性,面粮价低又同城市粮票制度紧密相关。票证制度的实质是以低于市场均衡价的价格向人们配给短缺物资,其结果必然是压抑供给,刺激需求,因为人们可按低于市场均衡价的价格得到自己的那一份紧缺商品,人们在这一低价格水平上的需求当然要大于在市场均衡价下的需求。这就是在所有计划经济国家中,没有一个能成功地运用票证配给制度过紧缺难关的根本原因。票证制是一种恶性循环:紧缺需要票证控



制,越控制就越紧缺,越紧缺就越得控制。

第五,票证是城乡差别中最具实质的内容之一。在中国,票证是和城市户口联系在一起的,是城市居民的一种特权,农村居民是不能享受这一待遇的。于是产生二律背反:计划经济本来是要消灭城乡差别的,结果却使城乡差别越搞越大,城市户口和粮票在城乡之间挖掘了一条无形的鸿沟。

2.6.3 票证的货币价值

在市场经济中,货币是一般等价物,是灵活性最强的财富,谁掌握了一定量的货币,谁就掌握了等量财富的支配权,也就有了在市场中自由选择的权力。有人把货币比作“经济选票”,消费者买东西好像投票,受消费者欢迎的商品,大家都买,生产厂家赚钱,从而扩大生产;不受消费者欢迎的商品,大家不买,因此被淘汰。所以市场经济的实质是经济民主,给广大消费者选择的权力,消费者花钱买东西的过程,是对各种商品的投票过程,市场的竞争机制在这个投票过程中决定优胜劣汰。

在一个完全没有货币的供给制度下,分配给居民的消费品是事先确定的,消费者的选择自由几乎没有。如果你想用你已有的东西和别人交换,只好以物易物,十分不方便。比如,你有一双多余的鞋,想用它换一顶帽子,在没有货币的情况下,这笔交易很费事。你来到市场上,找到了一位想出让帽子的人,但他不是想要鞋子而是想要一件衬衫。这样你就必须找到一位要出让衬衫而想要鞋子的人。你好不容易找到一位要出让衬衫的人,但他想要的却是一个书包,结果还是无法成交。总之,在有货币的市场上十分钟就能解决的事,在以物易物的市场上可能要几经周折才能实现。

在中国过去的计划经济中,货币和票证并存,票证限制了人们的自由选择,而货币则给居民提供在票证限度内的自由选择机会。比如,每年每人只有17尺布票,人们买布的数量受到了限制。老百姓手里若有钱,可以在这个限制的数量内选择白布、花布,高档布、低档布。可见,在货币和票证并存的经济中,人们的消费行为受两种约束,一是他所掌握的货币量的限制,一是各种票证的限制。这两种限制的作用不同,货币量的约束只限制总量,而票证则对必需品的消费作了具体的限制。

改革开放的过程,是逐步取消票证的过程,也是对货币功能限制的解除过程。首先是价格双轨制使得票证的价值明显化。在实行粮食价格双轨制后,老百姓可以在自由市场买到自己所需要的粮食,只不过比国家规定的用粮票买粮的价格贵一些,两种价格之差就是粮票的价格。80年代以来,全国各大城市都

出现了粮票换鸡蛋、换物品的现象,某些城市甚至出现了固定的摊点,当时政府对这种现象采取睁一只眼、闭一只眼的态度。我们不难发现,粮票换鸡蛋所反映的粮票的价格,正是粮食市场价与官价之差。比如用面票买标准面粉是2角500克,标准粉的市场价是3角5分,则面票的价格大约为1角5分,差不多是1个鸡蛋的价格,那么在黑市上就应该是500克面票换1个鸡蛋。

价格的双轨制使各种物资的配额价格公开化,彩色电视机、钢材、汽油、水泥莫不如此。必须指出的是,生产资料的分配权掌握在主管部门手里,价格双轨制使主管部门的权力货币化了。换句话说,我们可以根据双轨制的差价,粗略地算出分配权的货币价值。比如一个主管部门掌握着许多物资的分配权,有1000吨钢材、1000吨立方木料等等,如果钢材的官价和市价分别为400元/吨和600元/吨,那么仅钢材一项的分配权就值20万元(即1000吨钢材 \times (600-400)),如果把把这个主管部门分配权的价值一项一项加起来,就能估出它的分配权总共值多少钱。

从上面的分析中,我们可以看出两点,第一,人们有一种内在的交换倾向,所以用行政命令很难杜绝人们自愿的交换行为。虽然用粮票换鸡蛋不合法,但老百姓还是在自发地交换,因为有许多家庭粮票用不完,也有不少在城市做工的农民需要粮食而没有粮票,还有不少投机商想赚市场价和计划价之差。所以此现象杜而不绝,成为半合法的灰市场。

第二,用货币作为媒介的交换是最有效的,能使社会有限的资源得到优化的配置,用票证、配额的方法分配有限的资源则给人民生活带来许多不便,极大地损害了生产者的积极性,并且是贪污腐败行贿受贿的根源。

改革的过程是从计划经济向市场经济过渡的过程,也是逐步取消票证、配额的过程。在市场经济中,有限的资源主要是通过市场,在均衡价格下达到供给与需求的平衡,达到对资源的高效利用。货币成了资源流向的指挥棒,哪里有货币,资源就向哪里流。而且,根据货币来分配资源,能大大减少资源配置的交易费用。

本章小结

1. 货币可以有不同的定义,最窄的货币定义是货币0(M0),它仅指流通中的现金;稍宽的货币定义是货币1(M1),它是流通中现金加上可开支票的存款和在信用卡账户上的存款;更宽的货币定义是货币2(M2),它是货币1再加上所有的活期和定期储蓄存款。人们使用最频繁的货币定义是货币1,因为这个

定义代表了现实购买力,当人们不仅考虑现实购买力,还考虑潜在购买力时,货币2的定义就比较有用。

2. 货币作为商品交换的媒介,发挥着一般等价物的职能;货币的第二个职能是价值尺度,即商品的价值是以货币为单位来计算表示的;由于货币代表着一定量的财富和一定量的购买力,货币还发挥出第三种职能,那就是贮藏手段。从牲畜和贝壳等萌芽状态起,货币经历了漫长的发展阶段,然而黄金白银的天然特性使它们成为最理想的货币并长期居于“垄断”地位。现代经济中使用的货币是不兑换的纸币,它建立在信用基础之上,基本上能替代金银而执行货币的所有职能,但在通货膨胀时期,纸币就难以发挥货币的贮藏手段职能。

3. 货币与民众的日常生活息息相关,无论你是购物储蓄,还是贷款还债,都离不开货币。货币也与国民经济密切相关。经济学家经常观察到货币量与国民经济同步的起伏循环,当货币量过大时,就可能出现通货膨胀,通货膨胀既扩大供求矛盾,又扰乱经济秩序,而财政赤字往往是通货膨胀的重要原因。总而言之,研究货币在市场经济中的作用和运动规律,是了解市场机制的钥匙。

4. 票证是计划经济的特殊产物。计划经济使票证普遍化、固定化,一方面是因为计划经济的设计者认为货币是资本主义的产物,另一方面是因为短缺所致。但老百姓并不喜欢票证。这是因为票证不能满足人们需要,又限制了人们的选择,给人们的生活带来许多不便,导致城乡差别严重,在票证配给制下,压抑了商品的供给,造成短缺的恶性循环。改革开放的过程,是逐步取消票证的过程,也是解除对货币功能限制的过程。价格的双轨制使得票证货币化,有自己的价格,并具有与货币相同的支付职能。

复习与思考

1. 中国人民银行把货币划分为哪些层次? 试对狭义货币中的各种货币下一个定义。
2. 比较现金与支票各自的优缺点。
3. 试述信用卡的使用过程。
4. 试述下面各个因素的变化对现实购买力的影响。
 - (1) 活期存款增加
 - (2) 定期存款减少
 - (3) 现金增加
 - (4) 支票存款增加
5. 试述货币的职能,并举例说明。
6. 通货膨胀对经济造成哪些危害?

- 
- 
7. 当出现财政赤字,政府一般采取哪些办法来弥补赤字?
 8. 你对票证配给制有亲身体会吗?或者你曾听上辈人谈过票证配给制的故事吗?试举一个票证配给制的例子,并谈谈它对你或者你的亲人带来什么不便。
 9. 有人说:“票证是货币在社会主义国家的特殊表现形式。”请问你同意这种看法吗?为什么?
 10. 即使在今天,我们仍深受供给不足之苦,这一点大家在春节前后一定有很深的感受。为了能够回家与亲人团聚,我们有时不得不从票贩子那里买高价车票。黑市交易尤其是车票的黑市交易猖獗。我们平常所见的黑市与票证配给制是否一样?如果不同,试找出它们的区别。
 11. 有人认为票证在计划经济体制下对经济起到了促进作用,也有人认为票证一无是处,是经济发展的绊脚石。请问你是怎么看的?试从经济发展的不同阶段论述票证的优缺点。
 12. 试述价格双轨制下票证货币化的过程以及它的好处。
- 

第 3 章

利率的计算

利息是一种普遍的现象。在改革开放以前,中国有个流行的观点,认为利息是剥削。但即使在极“左”时期,包括大跃进、文化大革命期间,利息也没有被取消。可见利息的存在有它的合理性。

利率是衡量利息高低的指标。在货币银行学的书籍中总是受到特别的重视。在实际生活中,利率的变动对人们的行为也会产生很大影响。例如,在1996至1998年期间,中国人民银行的六次降息就对企业的借贷行为、老百姓的储蓄行为产生了很大的影响。因此,利率是一个非常重要的变量。与此同时,利率又是一个非常复杂的变量,在利息的本质、利率的决定、利率对经济的影响过程等一系列问题上,经济学家们都存在着广泛的争论。有关这些争论在本书后面的章节中会有详细的介绍,这里我们暂且将这些复杂的理论问题放在一边,先来探讨一个更为基本的问题,那就是利率如何计算。

这个问题其实并不简单,只要稍微注意一下我们就会发现,市场上的利率是多种多样的,它们的表示方式各不相同。要比较这些利率的高低,首先要找到一个统一的利率衡量指标。到期收益率就是这样一个指标。本章的中心目的,就是要建立这样一个概念:到期收益率是利率最确切的衡量指标。在本书以后的章节中,当说到利率时,我们一般都指的是到期收益率。

在引入到期收益率这一概念之前,我们先要了解复利和现值的概念。

3.1 利率的分类

3.1.1 年利、月利和日利

按计算利息的时间长短,可以将利率分为年利、月利和日利。年利是以年

为时间单位计算利息,通常以百分之几计算(分);月利是以月为时间单位计算利息,通常以千分之几计算(厘);日利是以天为时间单位计算利率,习惯叫“拆息”,通常以万分之几计算(毫)。年利率与月利率之间的换算关系是:月利乘 12 为年利率;反过来,年利除以 12 为月利。

习惯上,我国不论是年息、月息、拆息都用“厘”作单位,如年利 7 厘,月利 5 厘,拆息 2 厘,等等。虽然都叫厘,但年利的厘是指百分之一,月利的厘是指千分之一,拆息的厘是指万分之一。如年利 7 厘指年利率为 7%;月利 5 厘指月利率为 5‰,折合年利率 6%;拆息 2 厘意味着日利率为 0.2‰,折合月利 6‰,年利 7.2%。

3.1.2 固定利率与浮动利率

固定利率是指在整个借贷期限内,利率不随借贷供求状况而变动的利率,它适用于短期借贷。浮动利率是指在借贷期限内随市场利率的变化而定期调整的利率,它适用于借贷时期较长,市场利率多变的借贷关系。

3.1.3 市场利率与官方利率

市场利率是指由货币资金的供求关系决定的利率,货币供大于求,市场利率下跌,货币求大于供,市场利率上升。因此,市场利率是不受限制的利率,其水平高低由市场供求的均衡点决定。官方利率是由政府金融管理部门或者中央银行确定的利率,它是国家手中为了实现宏观调节目标的一种政策手段。

3.1.4 短期利率与长期利率

以时间长短为标准,可以将利率划分为短期利率与长期利率。短期利率一般指借贷时间在一年以内的利率;长期利率一般指借贷时间在一年以上的利率。利率的高低与期限长短、风险大小有着直接的联系。一般而论,期限越长的投资,风险越大,因而利率也越高;期限越短的投资,风险越小,因而利率也越低。

3.1.5 名义利率和实际利率

在经济活动中,区别名义利率和实际利率,至关重要。是赔是赚不能看名

义利率,而要看实际利率。实际利率有两种,一种是事后的实际利率,它等于名义利率减去实际发生的通货膨胀率;一种是事前的实际利率,它等于名义利率减去预期的通货膨胀率。在经济决策中,更重要的是事前对实际利率的估计。事后实际利率对经济分析有用,对经济决策没什么用,因为事情已经过去,说什么也晚了。经济决策所需要的是事前对实际利率的判断。因此事前的实际利率比事后的实际利率更有意义。

专栏 3.1

通货膨胀与保值贴补

当通货膨胀率很高时,实际利率将远远低于名义利率。由于人们往往关心的是实际利率,因此若名义利率不能随通货膨胀率进行相应的调整,人们储蓄的积极性就会受到很大的打击。比如在 1988 年,中国的通货膨胀率高达 18.5%,而当时银行存款的利率远远低于物价上涨率,所以在 1988 年的前三个季度,居民在银行的储蓄不仅没给存款者带来收入,就连本金的实际购买力也在日益下降。老百姓的反应就是到银行排队取款,然后抢购,以保护自己的财产,因此就发生了 1988 年夏天银行挤兑和抢购之风,银行存款急剧减少。

表 A 中国的银行系统对三年定期存款的保值率(%)

季 度	年利率	通货膨胀补贴率	总名义利率
1988.4	9.71	7.28	16.99
1989.1	13.14	12.71	25.85
1989.2	13.14	12.59	25.73
1989.3	13.14	13.64	26.78
1989.4	13.14	8.36	21.50

资料来源:《中国金融年鉴(1990)》。

针对这一现象,中国的银行系统于 1988 年第四季度推出了保值存款,将名义利率大幅度提高,并对通货膨胀所带来的损失进行补偿。表 3.1 给出了 1988 年第四季度到 1989 年第四季度中国的银行系统三年保值存款的年利率、保值贴补率和总名义利率,其中总名义利率等于年利率和通货膨胀补贴之和。保值贴补措施使得存款实际利率重新恢复到正数水平。以 1989 年第四季度到期的三年定期存款为例,从 1988 年 9 月 10 日(开始实行保值贴补政策的时间)到存款人取款这段时间内的总名义利率为 21.5%,而这段时间内的通货膨胀率,如果按照 1989 年的全国商品零售物价上涨率来计算的话,仅为 17.8%,因此实际利率为 3.7%。实际利率的上升使存款人的利益得到了保护,他们又开始把钱存入银行,使存款下滑的局面很快得到了扭转。

3.2 复利与终值

3.2.1 单利与复利

单利和复利是两种不同的计息方法。单利是指以本金为基数计算利息,所生利息不再加入本金计算下期利息。中国政府发行的国库券多采用单利。比如,财政部 1986 年向个人发的债券多采用单利为 10%,借期为 5 年。我国银行存款的利息也是按单利计算的。

如果老王在银行存款为 100 元,现在的年利率为 12%。第一年末,账户上的钱应该是 112 元,第二年的钱应该是 124 元,依此类推,第 n 年末的存款应为 $100(1 + 12\%n)$ 。

因此,单利的计算公式为:

$$I = Prn \quad (3.1)$$

$$S = P + I = P(1 + rn) \quad (3.2)$$

其中, I 表示利息额, P 表示本金, r 表示利率, n 表示时间, S 表示本金与利息之和。

但是,在现实中,更有意义的往往是复利。复利也称利滚利,计算时,要将每一期的利息加入本金一并计算下一期的利息。假如老王的账户上有 100 元,现在的年利率为 12%。第一年末,账户上的钱应该是:

$$TV_1 = 100 \times (1 + 0.12) = 112$$

这 112 元就是 100 元在一年后的终值。最初的 100 元,在第一年末生成了 12 元的利息,而这 12 元的利息在第二年末又生成了 1.44 元的利息。换句话说,是对利息计息,因此叫复利。100 元在第二年末的终值为:

$$TV_2 = 100 \times (1.12)^2 = 125.44$$

第三年末为:

$$TV_3 = 100 \times (1.12)^3 = 140.49$$

.....

依此类推,第 n 年末的终值为:

$$TV_n = P(1 + r)^n \quad (3.3)$$

这里 P 为本金, r 为利率。

公式(3.3)是计算终值最基本的公式,很明显,利率越高,期限越长,终值越大。尽管我们这里讲的是利率,但复利的概念可以应用到很多场合,如一个公司的盈利为 100000 元,且以 12% 的年增长率发展,那么从第一年到第五年末预期盈利即为:

年	增长因子	预期盈利
1	1.12	\$ 112000
2	1.2544	\$ 125440
3	1.4049	\$ 140490
4	1.5735	\$ 157350
5	1.7623	\$ 176230

3.2.2 连续复利

现在我们假设 100 元的存款以 12% 的年利率每半年支付一次利息,也就是说 6 个月的收益是 12% 的一半,即 6%。因此 6 个月末的终值为:

$$TV_{1/2} = 100 \times (1 + 0.12/2) = 106$$

年末终值为:

$$TV_1 = 100 \times (1 + 0.12/2)^2 = 112.36$$

这个数和一年计一次息的终值 112 元相比,多出的 0.36 元是因为对第一个 6 个月的利息 6 元计算利息的缘故。如果一年中计息的次数增加,到了年底终值会越来越大。还用刚才的例子,假如一个季度支付一次利息,一年后的终值:

$$TV_1 = 100(1 + 12\%/4)^4 = 112.55$$

它比半年或一年的复利都要高。

一般地,若本金为 P , 年利率为 r , 每年的计息次数为 m , 则 n 年末的终值公式为:

$$TV_n = P(1 + r/m)^{nm} \quad (3.4)$$

例如,假定本金为 100, 年利率为 12%, 如果每季度支付利息, 则三年末的终值为:

$$TV_3 = 100 \times (1 + 12\%/4)^{12} = 142.58$$

每半年支付一次利息, 三年末的终值为:

$$TV_3 = 100 \times (1 + 12\%/2)^6 = 141.85$$

每年支付一次利息,三年末的终值为:

$$TV_3 = 100 \times (1 + 12\%)^3 = 140.49$$

如果 m 趋近于 ∞ , 则 $(1 + r/m)^m$ 项趋近于 e^m 。其中 $e = \lim_{m \rightarrow \infty} \left(1 + \frac{1}{m}\right)^m$, 它约等于 2.71828。因此对于原始的存款 P , 以连续复利 r 计算 n 年末的终值, 得到:

$$TV_n = Pe^{rn} \quad (3.5)$$

这称为瞬时复利。

用上例, 在连续复利下, 100 元存款三年后的终值为:

$$TV_3 = 100 \times e^{0.12 \times 3} = 143.33$$

而以年、半年、季度和月计算的复利分别为: 140.49, 141.85, 142.58 和 143.25。因此, 对于给定利率, 在 n 年末的终值中, 连续复利下的终值最大。随着公式 (3.4) 中 m 增大, 终值以递减的速度趋近于连续复利下的终值。

3.3 现值

14

我们知道一年以后的一元钱比现在的一元线的价值小, 道理很简单, 如果老王现在有一元钱, 他可以存银行, 一年以后连本带利肯定大于一元钱。在没有任何通货膨胀的情况下, 这个结论是成立的。如果有通货膨胀, 一年以后的一元钱就更不值钱了。“现值”这个概念就是基于这一常识。在讨论现值这个概念时, 我们先假定没有通货膨胀, 如加入通货膨胀, 则分析稍复杂一些, 但基本道理是一样的。

3.3.1 现值的概念

如果从现在算起一年后我们要买 700 元的东两, 现在的利率是 12%, 那么我们需要把多少钱存入银行, 一年后才取出 700 元呢? 如果用 A_1 代表一年后我们希望得到的钱数, PV 代表现在存入银行的钱数, r 代表利率, 可以得到:

$$A_1 = PV(1 + r) \quad (3.6)$$

在这个例子中, 这个公式就写成:

$$700 = PV(1 + 12\%)$$

$$PV = 700/1.12 = 625$$

将 625 元存入银行,一年后可以取出 700 元。换句话说,625 元是利率为 12% 时一年后 700 元的现值。

如果我们是在两年后取出 700 元,那么现值就由下面的公式计算:

$$PV = A_2/(1+r)^2 = 700/(1+12\%)^2 = 558.04$$

我们看到,两年后 700 元的现值比一年后 700 元的现值要低,这就是货币的时间价值含义。上述公式中的利率 r 又被称为贴现率。

n 年后 1 元的现值可以用下式表示:

$$PV = 1/(1+r)^n \quad (3.7)$$

当 $n = 5$, 即 5 年后 1 元的现值(假设贴现率为 8%):

$$PV = 1/(1+8\%)^5 = 0.6806$$

按贴现率为 8% 计算的话,5 年后的 1 元相当于现在的 0.68 元。我们称 1 元的现值为贴现因子。一般来说,贴现率越高,贴现因子越小。随着贴现率的增加,现值开始下降,但以递减的速度下降,因此两者之间是非线性关系。随着贴现率趋于 ∞ , 1 元的现值也趋于 0。

3.3.2 系列现金流的现值

假如我们有一系列的现金流:第一年 1,第二年 2,第三年 3,这一系列现金流的现值可以通过将每笔现金流的现值加总得到(假设贴现率为 8%):

$$\text{第一年末收入 1 的现值: } 1 \times (0.92593) = 0.92593$$

$$\text{第二年末收入 2 的现值: } 2 \times (0.85734) = 1.71468$$

$$\text{第三年末收入 3 的现值: } 3 \times (0.79383) = 2.38149$$

$$\text{总现值 } 5.02210$$

一般地,系列现金流的现值可由下面的公式得到:

$$PV = \frac{A_1}{1+r} + \frac{A_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+r)^n} \quad (3.8)$$

式中 A_i 代表第 i 年末的现金流量, $i = 1, 2, \dots, n$ 。

有一种特殊的系列现金流叫年金,它是周期性的等额现金支付。折旧、利息、租金通常表现为年金的形式。假设今后三年内每年的收入都为 1, 贴现率为 8%, 这一组年金的现值为:

第一年末收到 1 的现值 = 0.92593

第二年末收到 1 的现值 = 0.85734

第三年末收到 1 的现值 = 0.79383

总现值 2.57710

年金的现值可以通过查年金现值系数表而简单地得到。

3.3.3 连续复利下的现值

假如一年之内多次支付利息,此时现值的计算公式为:

$$PV = \frac{A_n}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^m} \quad (3.9)$$

式中 A_n 是 n 年末的现金流, m 是每年计息的次数, r 是年贴现率。假定三年后可以收到 100 元, 贴现率为 12%, 且一季计一次息, 则

$$PV = \frac{100}{\left(1 + \frac{12\%}{4}\right)^{4 \times 3}} = 70.14$$

如果是连续复利,那么现值的公式为:

$$PV = \frac{A_n}{e^{rn}} \quad (3.10)$$

若连续复利为 12%, 则三年后的 100 元的现值为:

$$PV = 100/e^{0.12 \times 3} = 69.77$$

我们把不同计息间隔的三年后的 100 元现值列一张表:

计算间隔	现 值
年	71.18
半年	70.5
每季度	70.14
月	69.81
连续	69.77

每年的计息次数越多,现值越小。这与计息次数与终值的关系正好相反。随计息间隔时间的缩短,现值以递减的速度减小,最后等于连续复利的现值。

3.4 衡量利率的确切指标：到期收益率

在金融市场上,存在着各种各样的债务工具,这些债务工具的计息方式各不相同。为了便于比较,我们需要有一个统一的衡量利息率高低的指标,这个指标就是到期收益率。本节介绍几种常见的债务工具及其到期收益率的计算方法。

3.4.1 常见的债务工具

1. 普通贷款。

这是一种最常见的融资方式,资金由贷方贷给借方,双方讲好还款的日期和利息,到期后连本带息一次性偿还。比如,工商银行贷给一位个体户 1000 元,讲好贷期为一年,利率为 10%。一年后这位个体户要连本带息还给工商银行 1100 元。

2. 分期付款的贷款。

这种贷款是由贷方向借方提供一定量的资金,借方定期偿还一个固定的数额给贷方,双方要讲好借款的数额、还款的期限及每次偿还的数额等条件。比如小王借了 1000 元的分期付款贷款,分 25 年还清,每年还 126 元。合同签订后,贷方立即贷给小王 1000 元,一直到第 25 年还清为止。分期付款贷款的好处是简单,每次还款的负担小。在发达国家,消费者买汽车、买房子大多采用这种方式。一般定期付款贷款都采取按月还钱的方式,这里讲按年还钱,是为了讲解简单,基本道理是一样的。

3. 息票债券。

这种债券的发行人按照债券的本金和票面利率定时向债券的所有者支付利息,到期后再将本金连同最后一期的利息一起支付给债券的所有者。不少国家的长期政府债券通常采取这种形式,利息是在债券发行时就定好的,而且是固定不变的。例如,彼得先生买了面值为 1000 美元的政府债券,借期为 10 年,利率为 10%。只要彼得持有这张债券不卖,美国的财政部每年付给彼得先生 100 美元的利息,第 10 年底期满时,财政部将 1000 美元的本金和最后一年的利息一起还给彼得。当然债券是可以自由买卖的,如果彼得半途将债券卖了,财政部就将以后的利息付给新的债券所有者。如果彼得先生持有这张债券三年半,然后卖掉,前三年利息彼得已收到,最后半年的利息由谁支付呢?一般说来



是由债券的买主将这半年的利息付给彼得,也就是说,买主除了要付债券的价格外,还要付彼得半年的利息。到第四年底付息时,财政部将全年的利息付给债券新的持有者。

4. 永久债券。

永久债券与息票债券相似,它也是定期支付固定的利息,不同的是永久债券的期限无限长,没有到期日。永久债券最早是由英国政府在拿破仑战争时期所发行的。优先股由于股息率是相对固定的,而且没有到期日,所以它也可以被看作是一种永久债券。

5. 折扣债券(零息债券)。

这种债券在发行时,以面值为基数给买主一个折扣,买债券者在持有债券期间得不到任何利息,债券到期时债券的发行人付给债券所有者面值的金额。比如,一张面值为1000元的债券,一年以后到期,现在卖900元,买债券的人现在以900元买下,一年以后得1000元,也就是债券的面值。折扣债券的利息实际上等于折扣价和面值之差。

3.4.2 到期收益率计算

以上简单地介绍了五种最常见的债务工具,下面讨论一下怎样计算它们的到期收益率。

计算到期收益率时要弄清几个问题。第一,你现在投下去的钱是多少,请注意债券的市场价格通常不等于它的面值。第二,债券或贷款什么时候到期,到期时你将拿回多少钱。第三,在到期之前你得到多少利息。弄清了这三个问题,再加上我们刚刚讨论过的现值的概念,到期收益率的计算就变得非常简单了。计算到期收益率只需解一个一元方程,方程的左边是今天出的本钱,方程的右边是将来收回本利的现值总和,方程的未知数就是要求的到期收益率。也就是说,到期收益率是使得债务工具未来收益的现值等于其今天的价格的贴现率。

1. 普通贷款。

工商银行贷给一位个体户1000元,这1000元就是工商银行今天所贷出的本钱,一年以后那位个体户还给工商银行1100元。我们把工商银行今天所付的本钱放在等式的左边,把工商银行一年以后所得还款的现值放在等式的右边:

$$1000 \text{ 元} = 1100 \text{ 元} / (1+r) \quad (3.11)$$

请注意,1100元除以 $(1+r)$ 就是一年以后的1100的现值。等式(3.11)是个一

元一次方程,其解为 $r = 0.1$, 即该笔普通贷款的到期收益率为 10%, 可见到期收益率和利率是一回事。也许读者会说, 这个问题太简单了, 为什么要搞得这么繁琐呢? 这里讲的是一个普遍的道理, 懂得了这个道理, 就能举一反三, 解决比较复杂的问题。

2. 分期付款的贷款。

小王向银行借了 1000 元的分期付款贷款, 分 25 年还清, 每年还 126 元。要计算贷款银行的到期收益率, 需要解一个方程式。这 1000 元是小王今天拿到的钱, 应放在等式的左边, 等式的右边则是小王在未来 25 年还款现值的总数, 于是我们有:

$$1000 = \frac{126}{(1+r)} + \frac{126}{(1+r)^2} + \dots + \frac{126}{(1+r)^{25}} \quad (3.12)$$

等式(3.12)的右边有 25 项, 第一项是小王一年以后第一次还款的现值, 第二项是他第二年还款的现值, 以此类推, 这 25 项之和就是小王未来 25 年还款现值的总和。按照我们讲的原则, 这 25 年还款现值的总和应等于小王今天所拿到的 1000 元。在等式(3.12)中只有一个未知数 r , 即这笔分期付款贷款的到期收益率, 其解为 $r = 0.12$ 。这 12% 就是小王在这笔贷款中所支付的利率。

3. 息票债券。

根据同样的道理, 可知息票债券的到期收益率计算公式为:

$$P = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{F}{(1+r)^n} \quad (3.13)$$

其中 r 是到期收益率, P 是息票债券的市场价格, F 是息票债券的面值, C 是息票债券的年收入, 它等于息票债券的面值 F 乘以票面利率, n 是债券的到期期限。

在(3.13)式中, 如果我们已知债券的市场价格(当然, 还有面值、票面利率和期限), 便可求出它的到期收益率; 反过来, 如果我们知道债券的到期收益率, 就可以求出债券的价格。从中不难看出, 债券的市场价格越高, 其到期收益率越低; 反过来债券的到期收益率越高, 则其市场价格就越低。由此我们得到一个重要的结论, 即债券的市场价格与其到期收益率成反向关系。当市场利率上升时, 到期收益率低于市场利率的债券将会被抛售, 从而引起其价格的下降, 直至其到期收益率等于市场利率。这就是为什么人们通常会发现债券的价格随市场利率的上升而下降的原因。

由于息票债券的面值是固定的, 而其价格又是随市场利率的变化而变化的, 所以它们通常是不等的。可以证明, 对于一年支付一次利息的息票债券, 我



们有下面的结论成立：

(1) 如果息票债券的市场价格 = 面值，即平价发行，则其到期收益率等于息票利率；

(2) 如果息票债券的市场价格 < 面值，即折价发行，则其到期收益率高于息票利率；

(3) 如果息票债券的市场价格 > 面值，即溢价发行，则其到期收益率低于息票利率。

由(3.13)式还可以观察到一个结论，即期限越长的息票债券，其价格受市场利率波动的影响也越大。关于这一点，读者不妨自己构造一些例子去验证一下。

在现实中，许多息票债券并不是一年支付一次利息，而是每半年支付一次利息，到期归还全部本金。这种息票债券的到期收益率(注意，它通常以年为单单位)计算要比上面介绍的稍微复杂一些，其计算公式为：

$$P = \frac{C/2}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)} + \frac{C/2}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^2} + \dots + \frac{C/2}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^{2n}} + \frac{F}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^{2n}} \quad (3.14)$$

式中符号的含义与(3.13)式相同。

50

例如，如果某公司以 12% 的利率发行 5 年期的息票债券，每半年支付一次利息，当前的市场价格为 93 元，票面面值为 100 元，则上式变成：

$$93 = \frac{6}{1 + \frac{r}{2}} + \frac{6}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^2} + \dots + \frac{6}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^{10}} + \frac{100}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^{10}}$$

可以解出 $r = 14\%$ 。

如果债券在到期日之前就被卖掉了，持有期收益率并不等于到期收益率。持有期收益率是使利息的现值与卖出价的现值之和等于买入价的贴现率。如上例，用 116 元买入债券，但随后市场利率上涨，当两年后市场价格为 108 元时卖出债券，解下式：

$$116 = \frac{6}{1 + \frac{r}{2}} + \frac{6}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^2} + \frac{6}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^3} + \frac{6}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^4} + \frac{108}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^4}$$

得持有期间的到期收益率 $r = 7\%$ 。

4. 永久债券。

永久债券的期限无限长，比如英国政府的永久债券，没有到期日，定期支付利息。假设每年末的利息支付额为 A ，债券的市场价格为 P ，则其到期收益率 r



的计算公式为:

$$P = \frac{A}{(1+r)} + \frac{A}{(1+r)^2} + \frac{A}{(1+r)^3} + \dots \quad (3.15)$$

根据无穷递缩等比数列的求和公式可知,上式的右边等于 A/r ,因此永久债券的到期收益率计算公式可以简化为:

$$r = A/P \quad (3.16)$$

假设我们购买债券花了 100 元,每年得到的利息支付为 10 元,则到期收益率为:

$$r = 10/100 = 10\%$$

我们说过,优先股也可以被视为一种永久债券。如一个公司的优先股面值为 100 元,每年的股息率为 8%,现在的市场利率为 10%,则优先股的市场价格就应该为:

$$A_0 = 8/10\% = 80$$

5. 折扣债券。

折扣债券不支付利息,折价出售,到期按债券面值兑现。如果按年复利计算,则其到期收益率计算公式为:

$$P = \frac{F}{(1+r)^n} \quad (3.17)$$

式中 P 为债券价格, F 为面值, r 为到期收益率, n 是债券期限。

如果是按半年复利计算,则其到期收益率计算公式为:

$$P = \frac{F}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^{2n}} \quad (3.18)$$

假设某公司发行的折扣债券面值是 \$100,期限是 10 年,如果这种债券的价格为 \$30,那么可以根据

$$\$30 = \frac{\$100}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^{20}}$$

就可解出其按半年复利计算的到期收益率 $r = 12.44\%$ 。如果市场利率为 14%,则按半年复利计算,这种债券的市场价格应为:

$$P = \frac{\$100}{\left(1 + \frac{0.14}{2}\right)^{20}} = \$25.842$$



即投资人今天出 \$ 25.842 获得了 10 年后得到 \$ 100 的保证。

3.5 利率概念的应用：中国经济分析

在市场经济中,有无数种价格,其中最重要的价格就是利率。这是因为货币是一般等价物,用货币可以买到各种商品。每一种商品的价格只反映这种商品的稀缺性,因此一种商品或一类商品价格的变化对经济的影响是局部的。利率是资金的价格,是使用一般等价物的价格,因此利息的变化对经济的影响是全局性的。

在发达的市场经济环境中,当然有许多种利率,但带头的利率就是那么几种。比如在美国,以下几种利率十分重要,一种叫做优惠利率(prime rate),这是大银行向自己最可靠的、信誉最好的大顾客提供贷款时所收的利率。优惠利率反映了市场资金的紧缺程度,一般说来,常用的是中期利率。短期利率主要看三个月、六个月和一年的政府债券的到期收益率。在美国短期债券(三个月、六个月、一年)一般是以折扣债券的形式在资金市场上拍卖发行的。美国长期利率主要看政府发行 30 年债券的到期收益率。30 年债券在美国基本都是定时付息,在市场上拍卖发行的。有了这几种带头的利率,其他的利率都随这几种带头利率的变化而变化。

利率是资金的价格,各种利率往往同步变化起伏。这是因为资金是一般等价物,投向什么项目都可以,而商品一经生产出来,其用途只有一种或几种,是十分有限的。比如四川产橘地区遭冰雹,橘子大量减产,致使四川橘子的价格大幅度上升。但这基本上是一件孤立的事,对其他商品的价格影响不大。煤炭虽然由于是一种重要的能源,其价格上涨会导致一大批商品价格的上涨,但是煤炭和资金比起来,其用途要狭得多了。不难看出,资金的价格—利率变化的联动性要比商品价格变化的联动性高得多。

在市场经济中,利率是经济活动的晴雨表。在经济过热时,中央银行提高利率,增加借款的成本,使企业少投资,家庭少借款。在经济疲软时,中央银行要通过货币政策降低利率,鼓励企业投资、个人消费。中国有句成语:“纲举目张”,比喻抓住事物的关键,带动其他环节,利率就是市场经济的“纲”。不过,在市场经济较发达的国家,也有一些特殊的情况使利率调节不灵。

在计划体制下的中国,利率虽然没有被完全取消,但受到严格控制。利率是使用资金的价格,市场资金的供求关系会不断变化,利率必须不断调整变化



才能使市场上资金的供给和需求保持均衡。事实上,在改革以前,中国基本上没有资金市场,也没有真正意义上的利率可言,那时的利率是徒有其名的。

表 3.1 1952—1980 年中国的银行系统存款利率变化情况

变化日期	活期存款利率	三个月定期	六个月定期	一年定期
1952/9/15	5.4	10.8	12.6	14.4
1953/1/1	5.4	9.6	10.8	14.4
1954/9/1	5.4	9.72	10.8	14.4
1958/10/1	2.88	5.04	6.12	7.92
1959/1/1	2.16		3.6	4.8
1959/7/1	2.16	2.88	3.6	4.8
1959/8/5	2.16	2.88	4.68	6.12
1965/6/1	2.16		3.24	3.96
1971/10/1	2.16			3.24
1979/4/1	2.16		3.60	3.96
1980/4/1	2.16		4.32	5.40

资料来源:《中国金融年鉴(1990)》;《中国统计年鉴(1990)》。

表 3.1 给出了改革前中国的银行存款利率数据,从中可见自 1952 年到 1980 年,中国的银行系统的利率基本是固定不变的。这种固定不变的利率,完全不能反映资金的稀缺程度,其结果是造成大量浪费。

本来,利率应该是借用资金的价格,只有那些收益率比市场利率更高的项目才应上马。在考虑一个投资项目是否应上马时,首先要问这个项目的到期收益率是多高,若计算出的到期收益率大于市场利率,则此项目盈利,否则该项目就是亏本的。因为只有当一个项目的到期收益率大于市场利率时,该项目在付了贷款利息之后才有利润可言。如果一个项目的到期收益率小于贷款利率,所得的收益连付利息的钱都不够,哪里还有利润可言。这里的讨论都假定投资的来源是靠贷款。在资金自有的情况下,项目的到期收益率也应大于市场利率,否则投资者还不如把钱贷给别人吃利息。

中国长期以来没有资金市场,也没有市场利率可言,银行系统垄断所有资金的来源,政府通过行政命令决定资金的投向。中国本来是个资金极端缺乏的国家,但改革以前的绝大多数投资是财政拨款,一分利息不收,基本上不考虑项目的到期收益率是否大于合理的利率。这种资金的分配方式必然造成大量资金浪费。改革前中国经济效率低、发展慢,产业结构不合理,是当时中央集权计划体制的必然结果。而没有资金市场,没有市场利率,则是这种体制的一个重



要特点。

改革开放以来,中国政府开始注意运用经济杠杆,在80年代就已逐步把投资从以国家财政拨款为主变为以银行贷款为主。银行贷款就意味着借款者要付利息,但是,利率改革尚有一个过程。改革进程中不合理的利率机制对国民经济的发展造成了不良影响,这可以说是中国过去经济周期性过热的主要原因之一。利率压得过低是一个资金缺乏的发展中国家之大忌。过去中国的企业为什么总是投资饥渴?为什么各省、各地、条条、块块总在争资金争项目?最主要的原因就是利率低于市场的均衡值。道理很简单:如果一件商品的价格太低(低于市场的均衡值),这件商品就会总是供不应求,而且买到商品的人对它也不会省着用。解决这一问题的唯一办法是提高商品的价格,价格提高后,人们就会少买或者不买,而买到的也会省着用。利率过低导致普遍的投资饥渴,大家都拼命投资必然造成经济过热,过热到达一定程度,就会造成通货膨胀,原材料极度紧张,政府不得不采取行政手段紧缩整顿。这是造成经济周期性过热的一个重要原因。

在中国,利率方面的改革才刚刚起步,资金市场的发育还很不完善。建立社会主义市场经济的一个重要方面是建立资金市场,而资金市场的完善在很大程度上与合理的利率体系的形成密切相关。经济发展离不开投资,高效率的投资需要一个完善的资金市场,而资金市场上“看不见的手”就是通过利率来配置资金的。

本章小结

1. 利率是衡量利息水平高低的指标,它有多种分类标准。在现实经济生活中,要特别注意名义利率和实际利率的区分。实际利率有两种,一种是事后的实际利率,它等于名义利率减去实际发生的通货膨胀率;一种是事前的实际利率,它等于名义利率减去预期的通货膨胀率。人们在作出经济决策时,往往依据的是事前的实际利率。

2. 现值是指未来现金流量按照一定的折现率折合到现在的价值。面到期收益率则是指使债务工具的现值等于其现在价格的折现率。利用到期收益率这一概念,我们能够对市场上纷繁复杂的各种债务工具的利率水平进行比较。

3. 与一般商品价格相比,作为资金价格的利率,对于经济具有最重要的和最具有全局性的作用。在市场经济中,利率是经济活动的晴雨表,也是政府调控经济的重要手段。但在改革前的中国,利率的作用长期不被重视,过低的利

率水平成为中国经济周期性过热的一个主要原因。

复习与思考

- 王先生今年 50 岁,他下一年的收入为 \$40000。他个人认为他的收入在他 60 岁退休以前将以 10% 的年增长率增加。
 - 当利率为 8% 时,王先生从下一年到退休之前全部收入的现值为多少?
 - 如果王先生每年节约收入的一半,并将节约下来的收入以年利率 14% 进行投资,那么到 60 岁时,他能节约多少钱?
- 如果年利率为 10%,你将选择下面哪种情况:
 - 现在的 \$100
 - 以后的 10 年内每年年末的 \$12
 - 每年年末的 \$10,并且这种状况持续到永远
 - 第 7 年年末的 \$200
 - 现在是 \$50,年支付以 50% 的速度递减并且一直持续下去
 - 现在是 \$5,年支付以 5% 的速度增长并且一直持续下去
- 一张 10 年期债券,息票利率为 10%,每半年支付一次利息;债券面值为 \$1000,市场价格为 \$581,该债券的到期收益率为多少?
- 一张零息债券面值为 \$1000,期限为 10 年,如果将来支付以 10% 的年利率进行折现,求该债券的现值,分别按:
 - 半年复利
 - 年复利
- 某债券的息票利率为 10%,面值为 \$1000,距离到期日还有 5 年。如果债券现有到期收益率为 8%,债券的价格为多少?
- 债券的息票利率为 12%,距离到期日还有 10 年,债券面值为 \$1000,市场价格为 \$1100。求下面两种利息支付方式下的债券到期收益率。
 - 半年支付利息
 - 每季度支付利息
- 债券的息票利率为 8%,面值为 \$1000,距离到期日还有 6 年,到期收益率为 7%,在如下几种情况下,分别求债券的现值。
 - 每年支付一次利息
 - 半年支付一次利息
 - 每季度支付一次利息
- 一张零息债券到期日面值为 \$1000,现在的价格为 \$800,距离到期日还有 4 年,问债券的到期收益率为多少?



参考文献

Van Horne, James C. , 1995, *Financial Management and Policy* , 10th edition, Englewood Cliffs, NJ.

Cheng F. Lee , Joseph E. Finnerty, *Corporate Finance : theory, method, and applications*, Harcourt Brace Jovanovich.

Russe 11 J. Fuller and Chi-cheng Hsia, 1984, "A Simplified Common Stock Valuation Model", *Financial Analysts Journal* , Vol. 40, pp. 40—56.

第4章

风险与收益

人在没钱时千方百计要挣钱,有了钱之后也有问题,最烦心的问题是怎样安排自己的财富。在改革前的计划经济中,城市职工有铁饭碗,农民吃生产队的大锅饭。那时的经济被国家管得死死的,没有活力,没有通货膨胀,没有失业的危险,也基本上没有长工资的可能,干好干坏钱挣得差不多。在这种制度下,你就是有天大的本事也发不了财,你就是整天喝茶看报混日子也失不了业。在改革前的农村,农民手里没什么钱,一年只分两次红,集市贸易也受到压抑。1978年全国农户储蓄存款只有55.7亿元,当时农村有8亿人口,平均每人只有存款7元钱。改革前的城市居民手里也没钱。从1958年到1978年,中国基本实行工资、物价双冻结。1978年全国城市居民储蓄存款155亿,当时城市人口为1.7245亿,平均每个城市居民有存款90元。老百姓手里没有什么闲钱,安排起来也自然简单:存银行。

仔细想想改革前的经济状况,老百姓手里钱少只是问题的一面。更重要的一面是老百姓在钱的运用上选择太少了。一个人领了工资以后,要么购买消费品,要么把钱存银行,那时没有债券、股票,城市居民也不能买房子,所以城市居民拿到钱后只能在消费品或是银行存款之间选择。由此可见,在计划经济体制下,老百姓既无挣钱的机会和自由,也无处置钱的选择自由。

改革开放这些年,挣钱的机会多了,贮存钱财的方式也多了。老王现在手上有一万多元,过去听说万元户,羡慕得不得了,现在自己有了一万元,也没觉得怎么着。最近老王的邻居小王买股票,买债券,挣了不少钱,老王开始还不以为然,他是从旧社会过来的人,听说过股票、债券这些玩意儿不是好玩的,弄不好连本都赔进去。可渐渐地老王心里也有些痒痒。中国有句话叫做“重赏之下必有勇夫”,这句话把风险和收益的关系讲得很生动。老王本是个小心谨慎的人,就怕把自己辛辛苦苦挣的钱赔进去,但是面对小王整天讲述他买股票、债券如何赚钱,连老王这样的人都想试一试。



为此,本章将讨论有关如何分配财富,也就是如何进行资产选择的问题。本章所讨论的基本原理对于我们后文将要讲述的银行的资产管理,非银行公众的货币需求,以及利率水平的决定等重要问题都具有重要意义,可以说它们贯穿了本书的始终。

4.1 影响资产需求的主要因素

绝大多数人都多少有点财富。财富这个概念与收入不一样,收入是流量,通常以每月挣多少钱,每年挣多少钱来衡量;财富是存量,财富可能是继承来的,也可能是从收入中一点一点攒下来的。

人有财富,就有一个如何安排财富,存储财富的问题。市场经济为人们安排财富提供了许多选择。人们可以用现金、存款、股票、债券、家具、文物、房地产等等各种方式储存自己的财富。我们把所有这些能储存财富的东西统称为资产,并且把人们以某种资产形式持有其全部或部分财富的愿望称作对这种资产的需求。人们安排财富的问题,实际上就是选择适当的资产来持有其财富的问题,或者说将财富合理地分配到各种资产形式上的问题。

一般说来,市场经济越发达,资产的形式就越多,越复杂,人们安排自己财富的选择也就越多。面对如此多的选择,人们会如何进行决策呢?换一个角度说,人们对某种资产的需求主要是受哪些因素的影响呢?一般说来,当人们在决定是否对某项资产进行投资,或投资多少时,以下四个因素是至关重要的。第一是盘子多大,即有多少财富总量可以拿出来投资。第二,该资产相对于其他资产的预期收益率的高低。与其他资产相比,该资产的预期收益率越高,其吸引力就越大。第三,该资产相对于其他资产的流动性高低。所谓流动性,是指当投资者需要用钱时,将资产变成现金的容易程度。在其他条件相同的情况下,人们总是喜欢流动性更高的资产。第四,该资产相对于其他资产的风险高低。因为大多数人不喜欢风险,所以当其他条件一定时,风险越大,大家投资的热情就越小。

值得注意的是,除了财富总量之外,另外几个因素都是相对于其他资产而言的。这就意味着人们对某种资产的需求,不仅取决于这种资产自身的情况,而且取决于人们可选择的其他资产的情况。这是因为,当投资者为选择一种资产而放弃另一种资产时,被放弃的那种资产的收益就构成了一种机会成本。在人们处理选择问题时,真正起作用的往往是机会成本。

4.1.1 财富总量

人们对某种资产的需求要受到其财富总量的制约,这一点是显而易见的。一般而言,随着人们财富总量的增加,人们对资产的需求也增加。但是不同资产对财富变化的敏感程度是不一样的。我们很难设想,当人们的财富增加一个比例后,他对所有资产的需求都会同比例地增加。实际的情形往往是,有些资产增加的比例会更大一些,有些则更小一些,换句话说,人们所持有的各种资产的比例会随着财富的变化而变化。

为了刻画某种资产的需求对财富变化的敏感程度,我们可以模仿微观经济学中所定义的商品需求的收入弹性,定义资产需求的财富弹性,它所度量的是财富变化一个百分比所引起的资产需求数量变化的百分比,用公式表示就是:

$$\text{资产需求的财富弹性} = \frac{\text{资产需求数量的百分比变化}}{\text{财富的百分比变化}}$$

例如,当财富增加 100% 后,对股票这种资产的需求上升了 120%,那么我们就称股票需求的财富弹性为 1.2。一般来说,各种资产需求的财富弹性都是大于零的。

在微观经济学中,我们把需求收入弹性在 1 以下的商品称作必需品,因为对这些商品需求的增加比例小于收入增加的比例,随着人们越来越富有,在这些商品上的支出比例会越来越小。而那些需求收入弹性在 1 以上的商品则被称为奢侈品,因为人们越富有,在这些商品上的支出比例就越大。完全类似地,我们也可以把需求财富弹性小于 1 的资产称为必需品,把需求财富弹性大于 1 的资产称作奢侈品。显然,现金是一种必需品,它在一个亿万富翁的财富总额中所占的比例肯定要远远低于在一个“工薪族”的财富总额中的比例。而股票和债券等金融资产则属于奢侈品,生活在温饱线以下的人们对它们是不敢问津的。

4.1.2 预期收益率

老王一直把钱存在银行里。过去,银行存款利息率是基本不变的,也不用讲什么预期,反正银行是国家的,利率由国家统一规定,国家是不会坑人的,所以老王也放心。近几年不一样了,一是利率经常变动,1988 年底国家还开办了保值储蓄,利率非常高,后来通货膨胀率低了,存款利率也降下来了;二是除了



银行存款以外,各种各样新的投资选择也越来越多;三是现在收益率是名义收益率,是赚了还是赔了要看通货膨胀率是多少。所有这些加在一起就使得投资的收益率成为一个不确定的数。

在投资收益率不确定的情况下,就需要预期收益率这个概念。预期收益率可以理解成投资者在投资前对收益率的估计。怎样估计呢?举例来讲,夏天快到了,小王要进一批电风扇,这笔投资的收益率有三种可能性:如果今年夏天非常热,小王的收益率将达到40%;如果今年夏天天气正常,小王的收益率就只有10%;如果今年夏天天气非常凉快,小王的收益率将为零,但不亏本。我们假定天气非常热的可能性为25%,天气正常的可能性为50%,天气很凉快的可能性为25%,现在小王要算这笔投资的预期收益率:

$$\begin{aligned}\text{预期收益率} &= 40\% \times 0.25 + 10\% \times 0.50 + 0\% \times 0.25 \\ &= 15\%\end{aligned}$$

小王心里是这样算的:在最有利的条件下,我可得到40%的收益率,可这种情况出现的机会只有25%,所以40%要乘以0.25。在正常的气候下,我可挣10%,这种情况出现的机会比较大,有50%,所以10%要乘以0.50。在最坏的情况下,我的收益率为零,这种可能性是25%,所以零乘以0.25。以上三项相加就是小王的预期收益率。

不难看出,预期收益率实际上是个平均值。如果小王每年都做电风扇生意的话,有时他运气好,挣了40%;有时平平常常,挣10%;赶上一个凉快的夏天,一分没挣到。前面我们计算的预期收益率其实是小王历年所挣的一个平均数。在进货时,小王虽然不敢确定他今年能赚多少钱,但他知道平均起来,每年从这笔生意上得到的收益率为15%。预期收益率实际上是收益率这个随机变量的数学期望值,其计算公式为:

$$E(r) = \sum_{i=1}^n r_i P(i) \quad (4.1)$$

式中 $E(r)$ 代表某种资产的预期收益率, $i = 1, 2, \dots, n$ 代表可能遇到的 n 种情况, r_i 代表该资产在第 i 种情况下的收益率, $P(i)$ 则代表第 i 种情况出现的概率, n 种情况的概率之和应该等于 1。

在作股票、债券、房地产等投资决策时,投资者脑子里都有一个预期收益率。不同的人对同一投资的预期收益率是不一样的,有人看涨,有人看跌,这样才有买主和卖主同时存在。显然,如果其他条件相等,一项投资的预期收益率越高,人们对这项投资的热情就越高。

4.1.3 资产的流动性

资产的流动性是指资产转换成现金的难易程度,这一转换越容易,我们就说这一资产的流动性越高。资产的流动性主要包括三个方面:第一,在资产持有者想用钱时,是否可以把它合法地卖掉?第二,出卖资产的过程是不是很麻烦?是否需要排队,付佣金,或者是费劲地去寻找买主等等?第三,资产的市场价格是不是起伏很大?当资产持有者想出售资产时,会不会因正赶上资产价格很低而蒙受损失?

现金是流动性最高的资产,因为现金本身就是一般等价物,谁都接受。相比之下,房地产要变成现金就不那么容易,卖房一般都要花一段时间,如果找房地产商帮助卖房,还要交佣金,房契过手费等等。股票和债券属于比较好卖的资产,流动性要比房地产高。

在第2章中,我们讨论过货币的定义,其实货币与其他资产之间的边界,就是由资产的流动性来划分的。请看下列资产,按它们的流动性由高到低为序:

- (1) 现金
- (2) 支票存款
- (3) 信用卡存款
- (4) 活期存款
- (5) 定期存款
- (6) 政府债券
- (7) 股票
- (8) 房地产

我们通常把前五项之和定义为广义货币,用货币2来表示。事实上定期存款在到期前要转换成现金也有成本,银行可能要罚利息,要单位开证明等等,而政府债券要转变成现金只需到二级市场上去卖就可以了。但一般说来,政府债券比定期存款流动性还是要低一些,所以定期存款算作广义货币而政府债券就不算货币。

由此可见货币和非货币的划分是由流动性来决定的。虽然这个划分不是绝对的,边界也不是非常清楚,但是这个划分本身是重要的,是宏观经济分析必不可少的。老王在考虑他那一万元怎样投资的时候,资产的流动性也是一个重要因素。老王想光买股票,但股市有涨有落,如果家里有什么事急着用钱,又正赶上股市低靡的时候,卖掉股票就会受损失。政府债券比较好,信誉高,虽然价格也有涨落,但起伏不像股市那样大,一旦有事急着用钱,卖掉债券总亏不了多少,看来债券比股票的流动性高。老王想来想去,还是觉得债券较稳妥,于是决



定买些债券。但是,天下没有免费的午餐,老王所买债券的预期收益率要比股票低。可见,在其他条件相等的情况下,投资者愿意持流动性高的资产,但是一般说来,流动性高些,预期收益率就要低些。

专栏 4.1

国库券为何走俏?

中国的国库券价格在 80 年代的变化是讲解流动性这一概念的最好实例。中国从 1981 年开始发行国库券,最初的国库券是不许出卖的,国库券的持有者买下国库券之后,应该一直等到期满后才能拿回本息。所以最初的国库券基本上没有流动性,国家也未开放国库券的二级市场。这种情况严重挫伤了广大公众购买国库券的积极性,造成国库券卖不出去的必然结果。怎么办?最初政府采取了行政手段,给各省、各部门、各单位下达任务,每月从职工工资里扣,必须完成所规定的任务,并要求党员干部带头。这样一来,大多数单位倒是完成了任务,但这种单位强制性的推销方法使国库券的名声进一步下降。

80 年代中期国库券名声不好的表现为:第一,老百姓不但不愿买国库券,而且认为摊派国库券是一种变相的税收。许多单位为完成任务要求职工必须用他们工资的一个百分比买国库券,大家无可奈何,只好接受。第二,黑市活跃。老百姓买下国库券却不能出卖,有人因为急着用钱只好在黑市上出卖国库券。第三,80 年代中期由于人们对通货膨胀的预期变高,更觉得拿着政府债券吃亏了,导致在黑市上大量出售国库券,造成黑市交易价格偏低,一般只有国库券面值的七、八折,甚至低到五折。可见,不许国库券转让流动,限制国库券的流动性,使国家、百姓都在经济上受到巨大损失,国库券的黑市贩子却发了财。解决这一问题的唯一正确方法是开放国库券的二级市场,允许国库券自由出卖转让。

1986 年 8 月 5 日,经中国人民银行沈阳市分行批准,沈阳市信托投资公司首先开办了有价证券的柜台转让业务,到 1987 年底,我国已有 41 个城市开始有了有价证券转让业务。1988 年 4 月,经国务院批准,开始进行开放国库券转让市场的试点。试点工作分两批进行,首先在沈阳、上海、重庆、武汉、广州、哈尔滨和深圳七城市搞试点,1988 年 6 月又批准了在 54 个城市中开放国库券转让市场,允许 1985 年和 1986 年发行的国库券上市转让,从而使国库券成了证券市场上交易额最大的券种。

国库券二级市场的开放,大大提高了国库券的流动性,进一步调动了公众购买国库券的积极性。1990 年 4 月 30 日,上海市场上,1985 年国库券百元券价格为 142.13 元,年收益率为 12.1%;1986 年百元券价格为 125.15 元,年收益率为 17%。按可比价格与开放二级市场前的黑市价格相比,国库券的价格已大幅度提高,收益率明显下降,开始接近同期银行储蓄存款利率。

在中国经济改革中,许多改革方案的实施是阻力重重的,其原因往往是一部分人的利益受到了损害。开放国库券二级市场却是有百利而无一害的,因为国家不需要一分钱投资,只要下令批准国库券的合法转让,普通老百姓从此就多了一个非常有吸引力的投资选择。这不仅使国库券的持有者受益,并使这种资产的流动性一下变高了,价格也提高到了新的均衡点,许多国库券的持有者赚了钱。当然,国家也受益不浅,因为国家再也不用以行政命令强迫人们去买国库券,发行国库券的成本变低了,使国库券成为财政借款的一个重要的可靠来源。

4.1.4 风险

在选择投资项目时,不仅要考虑收益,还要研究风险。风险主要指投资收益的不确定性。比如小王做的电风扇生意,在最好的情况下,他能赚40%,最坏的情况下,他一分钱也赚不着,这种不确定性就叫做风险。在市场经济中,我们进行投资选择时,都会遇到这种不确定性。

风险的大小决定于不确定性的。小王除了做电风扇生意,还做冷饮生意,冷饮生意的好坏也和天气有关。从过去的经验中小王知道,如果今年夏天气候非常热,他可从冷饮生意中得到35%的收益;如果是正常气候,小王可赚10%;如果是个凉快夏天,小王只赚5%。我们假定气候炎热、正常、凉快的可能性还是25%、50%和25%,那么根据公式(4.1),小王做冷饮生意的预期收益率是:

$$\begin{aligned}\text{冷饮预期收益率} &= 35\% \times 0.25 + 10\% \times 0.50 + 5\% \times 0.25 \\ &= 15\%\end{aligned}$$

比较电风扇和冷饮两项生意,我们发现它们的预期收益率是一样的,都是15%。但是,电风扇生意的不确定性大于冷饮的不确定性。冷饮生意的收益率在最好情况下没有电风扇生意高,但在最坏的情况下也多少能赚点,而电风扇生意在最坏的情况下却一分不赚。如果引入方差的概念,我们就可以对风险的大小做定量分析。方差的公式为:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (r_i - E(r))^2 P(i) \quad (4.2)$$

其中 σ^2 表示方差,其他字母的定义和公式(4.1)一样。运用公式(4.2)来计算电风扇、冷饮两笔生意收益率的方差,我们得到:

$$\begin{aligned}\text{电风扇收益率的方差} &= (40\% - 15\%)^2 \times 0.25 + (10\% - 15\%)^2 \times 0.50 \\ &\quad + (0\% - 15\%)^2 \times 0.25 \\ &= 0.0225\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{冷饮收益率的方差} &= (35\% - 15\%)^2 \times 0.25 + (10\% - 15\%)^2 \times 0.50 \\ &\quad + (5\% - 15\%)^2 \times 0.25 \\ &= 0.01375\end{aligned}$$

可见冷饮生意的方差要比电风扇生意的方差小得多。方差这个统计量可以较好地反映变量相对其平均值的离散情况,方差越大表示变量的分布越离散。不



过方差这个概念也有个缺点,即是一个平方。在实际应用中,我们更习惯于用标准差来衡量风险。标准差就等于方差的平方根,即:

$$\text{标准差} = \sigma = \sqrt{\sigma^2} \quad (4.3)$$

运用公式(4.3),我们得到:

$$\text{电风扇生意的标准差} = \sqrt{0.0225} = 0.15$$

$$\text{冷饮生意的标准差} = \sqrt{0.01375} = 0.117$$

结论还是一样,电风扇生意收益率的标准差要大些,也就是说,风险要大一些。

到此为止,我们介绍了预期收益率、方差、标准差三个概念。我们用平均值(或数学期望)来计算预期收益率,用收益率的方差或标准差来衡量投资的风险。

4.2 收益与风险的关系

4.2.1 普通老百姓对风险的态度

在经济学上有一个基本的假定,即人们一般都是不喜欢风险的,也就是在预期收益率一样时,人们一般更喜欢风险较低的资产或投资项目。就拿小王的两笔生意为例:预期收益率都是15%,如果投入的资金和劳务是一样的,大多数人可能选择做冷饮生意。道理非常显然,如果长期做这两种生意,虽然有的年份好些,有的年份差些,但平均起来两种生意的收益率差不多,都是15%。冷饮的生意风险小些,因为即使在最坏的情况下,也能赚5%的收益。

大多数人不喜欢风险可以通过买保险的行为来说明。一般说来,人保险的收费是大于预期收益率的。比如小王买了一套公寓,价值10万元。小王为这套公寓买了保险,合同挺复杂,其中一项是说如果这套公寓因火灾、洪水、地震等原因被完全破坏的话,保险公司将赔偿小王10万元,而保险费为每年125元。小王算过这些灾害在一年里发生的概率为千分之一,这样小王投保的预期收益是100元。读者可以这样想,一旦灾害发生,小王能得10万元,可灾害发生的机会只有千分之一。但是小王还是愿意花125元钱去避免这千分之一的风险。也就是说,花125元去买100元的预期收益。

但是和经济学中所有其他行为假设一样,上述假定也并非总是符合实际。人们的行为还有一个特点,即虽然在大事上不愿冒风险但在小事上往往愿意冒点



险。许多人买保险,同时又喜欢赌博,就是这种行为的典型例子。我们知道,赌场里各种各样的赌具设计,总是对赌场有利的。也就是说,有人赢钱,有人输钱,但输钱的总数一定要比赢钱的总数大,赌场才能赚钱。所以去赌场赌博的预期收益率是为负的,大多数去赌的人明知是亏本的事,为什么还愿意干呢?其主要原因是大多数人抱着侥幸的心理,如果输了,输点小钱,对自己的生活影响不大,一旦赢了就不得了,可能成为巨富。普通老百姓喜欢买彩票也是这个道理。在美国的印第安纳州,州政府规定要用彩票收入的一半办教育,另一半作为中彩奖。也就是说去掉管理费后,买一元钱彩票的预期收益实际不到5角。大多数买彩票的人是知道这些信息的,但他们的兴趣不减,因为中彩的吸引力的确太大了。他们总觉得,反正买彩票花的是小钱,这星期两元,下星期三元,对生活影响不大。因此彩票实际上是对穷人的一种税收,只是采用了“姜太公钓鱼,愿者上钩”的形式而已。

当然,总的来说,人们不喜欢风险这一假设还是可以接受的。因此在本书中,我们仍然维持这一假设。

4.2.2 收益和风险是一对孪生兄弟

如果大家都不喜欢风险,那么风险大的投资项目不就没人做了?其实不用担心,风险大的投资也有人干,只要预期收益率高。我们讲大多数人不喜欢风险是以预期收益率一样为前提的,如果风险大的投资预期收益率足够高的话,还是有人愿意冒险去干,前面讲的“重赏之下必有勇夫”就是这个道理。所以收益和风险是一对孪生兄弟。要想收益高,就要敢于承担较大的风险;要稳稳当当地赚钱,收益率就低一些。收益高而风险低的投资一般说来并不存在(或者只是瞬间存在)。因为即使有这样的好事,大家都会争先恐后抢着去做。投资的人太多了,必然产生竞争,竞争的结果必然使收益率降下来。

在完善的资金市场上,有各种各样的投资,风险和收益各不相同,投资者可根据自己的判断选择最佳的投资项目。从表4.1可见,第一,国际商用机器股票的平均收益率高于美国政府债券;第二,前者的标准差也高,意味着风险大。所以投资者要在风险和收益二者之间作出此消彼长的选择。

表4.1 国际商用机器公司股票与美国政府债券收益率之比较

项 目	美国政府债券	国际商用机器股票
平均年收益率(%)	6.29	8.23
收益率的最低值和最高值(%)	-29.0, 50.6	-61.90, 131.3
标准差(%)	16.0	37.0



从市场上各种债券的利率高低也可以看出这一点。买债券是把资金的使用权在一段时间内转让给别人,即把钱借给别人使用。债券投资的风险,首先就是发行债券者违约,不按时还本付息的风险。这种风险叫做违约风险。违约风险越高的债券,其利率也越高。例如政府发行的债券,其利率就要比合资企业发行的债券低。原因很简单,政府债券是财政部发的,不按时还钱的可能性是很小的,可以忽略不计。而且政府可以收税,印钞票,所以政府债券的违约风险基本上是没有的。而合资企业所发债券的违约风险却很高,合资企业的经营情况好当然一切都没问题,如果合资企业的经营、销售情况不好,不能按时付息还款怎么办?大多数债券的购买者知道这一潜在的危险,作为补偿,合资企业债券要付更高的利息才比较合理。

通常我们把政府债券叫做没有违约风险的债券,其利率可以用来作为比较违约风险的基础。企业可能经营不好,甚至有破产的危险,在其他条件相等的情况下,企业债券利率必须要高于政府债券,两个利率之差叫做风险补偿,是对投资者承担违约风险的报酬。企业的信誉也各不相同,新建立的企业,信誉有待建立,所以要付较高的风险补偿,信誉高经营好的企业可以付较低的风险补偿。就此而言,风险补偿的大小,是衡量企业在资金市场上信誉高低的一个重要指标。在市场经济发达的国家中,一般都有专门的研究公司负责各公司的信誉评级,美国的穆迪公司就是一个比较权威的专门对企业商业信誉评级的机构。穆迪公司把企业分为九级,从信誉最好到信誉最差的级别依次为 Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C。最后五级的企业信誉相当差,违约风险相当高,故而它们在市场上发行的债券被称之为“垃圾债券”。A 级和 Baa 级债券的信誉中等,而美国人说“中等”实际上包含着不太好的意思,所以 A 级和 Baa 级的企业在资金市场发行的债券要付较高的风险补偿。被评为最好两级的企业信誉高,这些企业发行的债券违约风险小,所以只付较少的风险补偿就能借到钱。其中最好一级(Aaa)的债券,信誉和政府债券接近。但平均说来,Aaa 级信誉债券也要比同样条件下的政府债券付稍高的利率。可见就是 Aaa 级债券,也有一点违约风险。如果市场上有意外事件发生,使大家觉得经济不景气,公司的前景不好,公司债券的违约风险就更高了。这时,公众就会在市场上抛售那些信誉差的公司债券,同时人们觉得政府债券是安全的天堂,对政府债券的需求会提高。

4.3 通过资产组合降低风险

既然人们一般是不喜欢风险的,而投资又总是有风险的,人们就要想办法



去降低风险。一种有效的降低风险的办法是持有一个多样化的资产组合,也就是构造一个投资拼盘,各种资产都持有一些,这样东方不亮西方亮。如果把所有的钱都押在一种资产上,一旦这种资产垮了,钱就全赔了。有句话叫做“不要把所有的鸡蛋都放在一个篮子里”,讲的就是这个道理。这一节我们就来分析投资学中的一个重要原理——资产组合原理。

4.3.1 资产组合的收益与风险

假定某投资者同时持有多种资产,或者说,他持有一个资产组合,那么该组合可以为他提供的预期收益率是多少呢? 资产组合预期收益率 $E(r_p)$ 的计算公式如下:

$$E(r_p) = \sum_{j=1}^m E(r_j) A_j \quad (4.4)$$

式中 $E(r_j)$ 是 j 资产的预期收益率, A_j 是 j 资产在总资产中所占的比重, m 是资产组合中的资产种类数。式(4.4)表示,资产组合的预期收益率是资产组合中所有资产预期收益率的加权平均值。

资产组合的风险并不是单个资产标准差的简单加权平均,它不仅与一种证券的风险有关,还与各种证券之间的关系有关。这是因为,通过选择彼此相关性小的资产,投资者可以降低总风险。图4.1显示了通过证券组合可以分散风险,从而降低总风险的原理。可以看出,证券A的收益率随时间周期变化,证券B的收益率随时间变化的幅度相对较小且与A的周期相反,最后得到的组合证券的收益率在整个时间范围内波动减小了,即风险减小了。

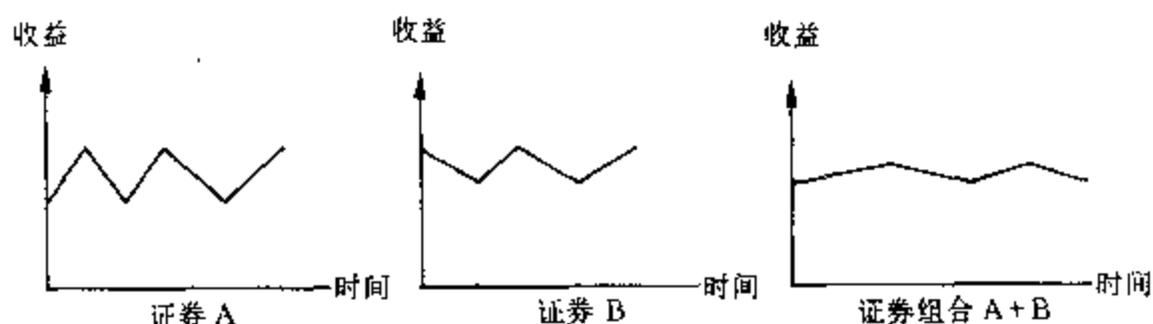


图 4.1 通过多样化降低风险

我们来看另外一个例子,证券A与证券B收益的波动周期相同,两种证券在三个不同状态的概率及收益数据如下:

状 态	概 率	证券 A 收益	证券 B 收益
高涨	25%	30%	10%
一般	50%	13%	15%
衰退	25%	-4%	12%



可以计算出两种证券预期收益和收益概率分布的标准差为：

	A	B
预期收益	13%	13%
标准差	12%	2%

如果投资到两种证券上的资金相等，两种证券预期收益的加权平均值为：

$$13\% \times 0.5 + 13\% \times 0.5 = 13\%。$$

两种证券的标准差的加权平均值为：

$$12\% \times 0.5 + 2\% \times 0.5 = 7\%。$$

上面计算出的两种证券预期收益率的加权平均值与由两种证券组成的组合证券的期望收益是相等的，都为 13%；但组合证券的标准差并不等于两种证券的标准差的加权平均值。这点可以从我们下面的计算结果中得到验证。

因为投资到两种证券上的资金相等，我们可以计算出三种不同状态下组合证券的收益，如下表所示：

状 态	概 率	组合证券的收益
高涨	0.25	20%
一般	0.5	14%
衰退	0.25	4%

组合证券期望的收益为：

$$20\% \times 0.25 + 14\% \times 0.5 + 4\% \times 0.25 = 13\%$$

可见，组合证券的收益与两种证券的收益加权平均值是一致的。组合证券的标准差为：

$$\begin{aligned} & [(0.20 - 0.13)^2 \times 0.25 + (0.14 - 0.13)^2 \times 0.5 \\ & + (0.04 - 0.13)^2 \times 0.25]^{1/2} = 5.74\% \end{aligned}$$

而两种证券标准差的简单加权平均值为 7%。标准差的简单加权平均值不能正确表示组合证券的标准差，是因为它忽略了两种证券收益之间的关系，即协方差。

对于两种以上的资产组合，我们同样不能简单地用单个资产收益率标准差的加权平均值来计算资产组合收益率的标准差。资产组合收益率的标准差公式是：



$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{j=1}^m \sum_{k=1}^m A_j A_k \sigma_{jk}} \quad (4.5)$$

这里 m 是资产组合中的资产种类数, A_j 是组合中 j 资产所占的比重, A_k 是组合中 k 资产所占的比重, σ_{jk} 是 j 、 k 两种资产收益率的协方差。两个 \sum 的含义是所有可能的证券组合的协方差。比如假设 $m = 4$, 那么协方差矩阵为:

$$\begin{pmatrix} \sigma_{11} & \sigma_{21} & \sigma_{31} & \sigma_{41} \\ \sigma_{12} & \sigma_{22} & \sigma_{32} & \sigma_{42} \\ \sigma_{13} & \sigma_{23} & \sigma_{33} & \sigma_{43} \\ \sigma_{14} & \sigma_{24} & \sigma_{34} & \sigma_{44} \end{pmatrix}$$

左上角的 σ_{11} 表示 $j = k$, σ_{11} 就是资产 1 的方差。对角线上一共有 4 个 $j = k$ 的情况, 我们要考虑 4 个方差。第一行中第二个组合是 σ_{21} , 它表示资产 2 与资产 1 之间的协方差。注意第二行第一个组合为 σ_{12} , 是资产 1 与资产 2 的协方差。换句话说, 资产 1、2 之间的协方差要计算两遍。类似地, 在计算不在对角线上的其他组合的协方差时都要计算两遍。式(4.5)中的两个和式表示我们把协方差矩阵中的所有可能的组合都计算进去了。在本例中组合数为 16, 即 4 个方差和 6 个计算两遍的协方差。

公式(4.5)给出了一个非常基本的原理: 资产组合的标准差不仅依赖于各个资产本身的方差, 还依赖于各资产之间的协方差。随着资产组合中资产种类的增加, 协方差项相对于方差项变得越来越重要, 这可以通过对矩阵的检验而看出。只有两种资产的资产组合, 沿矩阵对角线有两个方差项, σ_{11} 和 σ_{22} ; 另外还有两个协方差项 σ_{12} 、 σ_{21} 。如果是四种资产的组合, 有 4 个方差项和 12 个协方差项。对于数目更大的资产组合, 方差项主要依赖于协方差项。如 30 种证券的资产组合, 方差项只有 30 个而协方差项有 870 个。如果把资产组合进一步扩大, 慢慢地就只有协方差项是重要的。

两种资产收益率的协方差是用来度量它们共同变化或独立变化程度的。更一般地讲, 协方差公式是:

$$\sigma_{jk} = r_{jk} \sigma_j \sigma_k \quad (4.6)$$

这里 r_{jk} 是资产 j 和 k 收益率的相关系数。相关系数的值在 -1 至 $+1$ 的区间内。相关系数等于 1 表明一种资产的收益率提高了, 另一种资产的收益率也随之成比例地增加。相关系数等于 -1 表明两种资产的收益率总是呈相反的方向变化。相关系数等于 0 则表明两种证券缺乏联系, 它们的收益率各自独立变化。 σ_j 是资产 j 的标准差, σ_k 是资产 k 的标准差, 其计算方法已在 4.1 节介绍



过了。在式(4.6)中,如果 $j = k$, 此时相关系数等于 1, $\sigma_j \sigma_k$ 变成了 σ_j^2 , 这就是我们提到的矩阵对角线上的方差项。

将(4.6)式代入(4.5)式,我们可以得到公式:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{j=1}^m \sum_{k=1}^m A_j A_k r_{jk} \sigma_j \sigma_k} \quad (4.7)$$

根据式(4.7),我们可以看出组合资产标准差与单个资产标准差加权平均值的
关系。

$$\text{当 } r_{jk} = 1 \text{ 时, } \sigma_p = \sqrt{\sum_{j=1}^m \sum_{k=1}^m A_j A_k \sigma_j \sigma_k} = \sum_{j=1}^m A_j \sigma_j$$

这说明,当相关系数为 1 时,组合资产的标准差与单个资产标准差的加权平均值相等。

$$\text{当 } -1 \leq r_{jk} < 1 \text{ 时, } \sigma_p < \sum_{j=1}^m A_j \sigma_j$$

说明当相关系数小于 1 时,组合资产的标准差小于单个资产标准差的加权平均值。并且相关系数越小, σ_p 也越小,多样化降低风险的效果越好。反之,相关系数越大, σ_p 也越大,多样化降低风险的效果越差。

我们举例来说明相关系数对组合证券的影响,以两种股票为例,假设 S 食品公司的股票的预期收益率是 14%,标准差是 10%,同时 F 电子公司的预期收益率是 22%,标准差为 18%,两种股票的相关系数是 0.4。如果两种股票投资比例相同的话,证券组合的预期收益为:

$$R_p = 14\% \times 0.5 + 22\% \times 0.5 = 18\%$$

两种股票标准差的加权平均值为:

$$10\% \times 0.5 + 18\% \times 0.5 = 14\%$$

这并不是相关系数为 0.4 时的证券组合的标准差,而是相关系数等于 1 时的证券组合的标准差。式(4.7)告诉我们相关系数小于 1 时,标准差会减小,所以当相关系数等于 0.4 时,组合证券的标准差为:

$$\begin{aligned} \sigma_p &= [(0.5)^2(1.00)(0.10)^2 + 2(0.5)(0.5) \\ &\quad \times (0.4)(0.1)(0.18) + (0.5)^2(1.00) \\ &\quad \times (0.18)^2]^{1/2} = 11.92\% \end{aligned}$$

从式(4.5)中我们知道两种股票的协方差必须计算两次,所以给协方差乘以 2。通过计算,我们得到 $\sigma_p = 11.92\%$, 小于单个证券的加权平均值 14%,这与我们

前面推导出的结论是一致的,即当相关系数小于1时,资产组合的标准差小于单个资产标准差的加权平均值。

4.3.2 机会集合和有效集合

下面我们通过S和F这两种股票之间的组合来介绍两个重要的概念,即机会集合和有效集合,并进一步说明收益相关性和避险效果之间的关系。

我们已计算出当S公司和F公司投资相等时,组合证券的标准差是11.92%,而单个证券标准差的加权平均值为14%(相当于相关系数为1时的组合证券的标准差)。这个差别代表了多样化投资在降低风险方面的作用。对这两种证券进行其他的组合,再应用式(4.7)进行计算,我们可以得到下表:

组 合	S公司的 投资比例	F公司的 投资比例	证券组 合的收益率	证券组合 的标准差
#1	1	0	14%	10%
#2	0.9	0.1	14.80%	9.86%
#3	0.6	0.4	17.20%	11.06%
#4	0.4	0.6	19.60%	12.93%
#5	0.2	0.8	20.40%	15.31%
#6	0	1	22%	18%

将上述组合描绘在图4.2中(以横轴代表证券组合的标准差,以纵轴代表资产组合的预期收益率),并进一步改变两种证券的投资比例,我们就可以得到一条形如曲线SF的“机会集合”,它代表了S和F的所有可能组合的预期收益率和标准差。

曲线SF一开始是向左弯曲的,这表明通过将一部分资金投资到风险较高的F公司股票上,可以得到比全部投资S股票更小的标准差。这个结果也许会让人有些意外,但这正是多样化投资的要义所在。由于S和F并不是完全正相关的,所以一种证券的收益率波动可以在一定程度上被另外一种证券收益率的

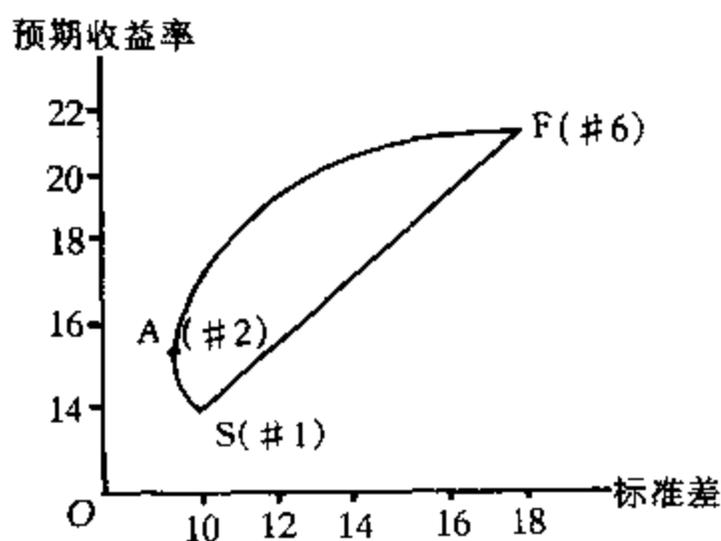


图4.2 两种证券投资组合的机会集合

反向运动所抵消。虽然平均来说两种证券的收益率应是同方向变化的,但它们之间的相关系数只有0.4,还是存在着相互抵消的情形。通过少量投资于F公



司的证券,一个投资者可以得到比 S 更低的标准差,同时他还可以获得比 S 更高的预期收益率。

显然,机会集合曲线向左弯曲的程度越大,通过资产组合降低风险的效果就越好。但是需要注意的是,向左弯曲的曲线并不是随投资多样化而必然出现的,

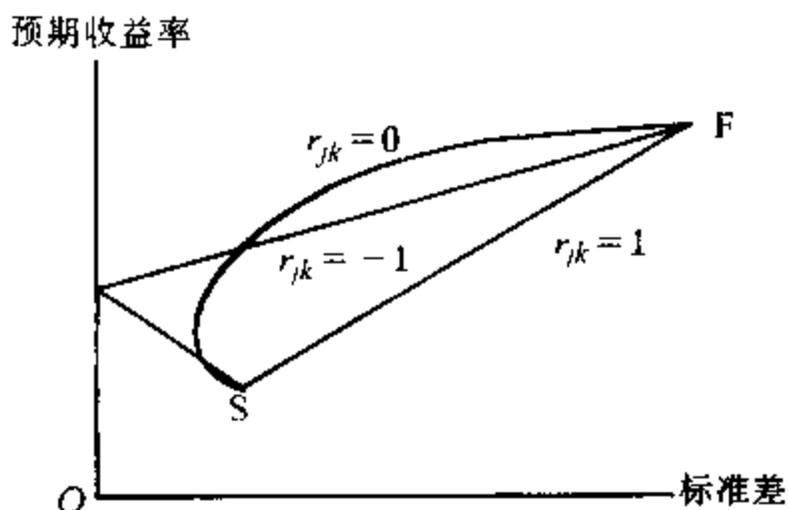


图 4.3 不同相关系数下两种证券组合的机会集合

还要看相关系数。可以证明,两种证券收益率的相关系数越小,曲线弯曲的程度就越高;特别地,当两种证券完全负相关时,通过选择恰当的投资比例,甚至可以使组合证券的标准差降低到零。图 4.3 描述了相关系数分别为 -1, 0 和 1 时的机会集合曲线。

如图所示,当两种资产的收益率完全正相关(相关系数=1)时,机会集合曲线是一条直线,没有向左的弯曲。此时,任何预期收益率的上升都伴随着风险的上升,因而多样化并不能使风险降低。当两种资产收益率完全不相干(相关系数=0)时,多样化可以明显地降低风险。当两种资产收益率完全负相关时,多样化甚至可使风险降低到零。由此可见,多样化的避险效果是随着资产收益率负相关程度的上升而上升的。

在图 4.2 中,机会曲线 SF 的最左端 A 所对应的是风险最小的证券组合 #2,被称作最小方差证券组合,它是所有证券组合中标准差最小的一个。在我们的例子中,它由 90% 的 S 和 10% 的 F 组成。(用公式(4.7),我们可以发现,如果投资比例中 F 公司占 11% 或 9%,都得到略大的标准差,因而最小方差证券组合应是(90%,10%))。由于没有人愿意持有方差比最小方差大,而预期收益率比最小方差组合的预期收益率低的证券组合,因此机会集合中 A(#2)至 S(#1)之间的投资组合是不会被选择的,或者说是无效的,只有 A(#2)至 F(#6)之间的投资组合才是有效的。我们把后者称作有效集合(或有效边界)。投资者将根据自己的偏好,选择位于有效集合上的投资组合。

本章小结

1. 财富是一个存量概念,它可以是现金形式,也可以是证券形式,比如股票、债券等,或者可以是实物形式,比如文物、高级家具或房地产等。这些财富

持有形式被称作资产,人们以某种资产持有其部分或全部财富的愿望被称作对该种资产的需求。

2. 资产需求主要受四个因素的影响:第一,财富总量;第二,该资产相对于其他资产的预期收益率的高低;第三,该资产相对于其他资产的流动性高低;第四,该资产相对于其他资产的风险高低。资产的流动性是指资产转换成现金的容易程度;资产的预期收益率等于资产收益率的期望值(或加权平均值);资产的风险则是用资产收益率的方差或标准差来衡量的。

3. 一般说来,在预期收益率一样时,大多数人不喜欢风险,但是足够高的预期收益率也会吸引人去冒较大的风险。在现实中,高收益常常伴随着高风险。例如股票的预期收益率高于债券,相应地其风险也高于债券,而高风险债券的利率又高于低风险债券。因此投资者必须在风险和收益之间进行权衡。

4. 资产组合的预期收益率等于组合中各资产预期收益率的加权平均值,但是除非组合内各资产的收益率是完全正相关的,资产组合收益率的标准差并不等于组合内各资产收益率标准差的加权平均值,两者之间的差额度量了多样化降低风险的效果。组合内各资产收益率的相关系数越低,多样化降低风险的效果就越明显。

复习与思考

1. 资产需求是何含义? 资产需求的财富弹性又是指什么?
2. 当其他条件不变时,如果股票的预期收益率上升了,对债券的需求会有什么变化? 如果股票的波动性增大呢?
3. 资产的流动性是指什么? 它可以从中几个方面加以考察?
4. 资产的预期收益率和风险分别用什么来表示? 为什么高收益总伴随着高风险?
5. 对一个不喜欢风险的投资者来说,它在预期收益率—标准差空间(横轴为标准差,纵轴为预期收益率)上的无差异曲线形状是什么样的? 试根据投资者的无差异曲线和机会集合画出投资者将选择的最优投资组合。
6. 在(1)和(2)中,一个不喜欢风险的投资者会分别选择哪种证券?
 - (1) 证券 A: $r = 10\%$, $\sigma = 20\%$
证券 B: $r = 14\%$, $\sigma = 15\%$
证券 C: $r = 15\%$, $\sigma = 15\%$
 - (2) 证券 D: $r = 20\%$, $\sigma = 30\%$
证券 E: $r = 20\%$, $\sigma = 25\%$
证券 F: $r = 22\%$, $\sigma = 27\%$
7. 两种资产的收益率概率分布状况如下:

资 产 X		资 产 Y	
概 率	收 益 率	概 率	收 益 率
0.3	-5%	0.2	-7%
0.4	3%	0.6	0%
0.3	15%	0.2	8%

- 1) 计算证券 X 和 Y 的预期收益率和方差。
 2) 让你在 X 和 Y 之间选择,你选择哪种资产?
8. GE 和 GF 公司在 1982 至 1987 年期间的月平均收益率、方差和协方差资料如下表所列:

	$E(r)$	σ^2	σ_{12}
GE	0.01	0.003	0.000
GF	0.00	0.005	

证券组合的最优权重为 $W_1 = 0.6$, $W_2 = 0.4$, 计算该证券组合的预期收益率和标准差。

9. X 和 Y 公司的方差-协方差矩阵如下表:

	X	Y
X	0.005	0.0012
Y	0.0012	0.004

假设 X 和 Y 公司的 $E(r)$ 分别为 0.2 和 0.1。试针对不同的投资比例计算证券组合的预期收益率和标准差。

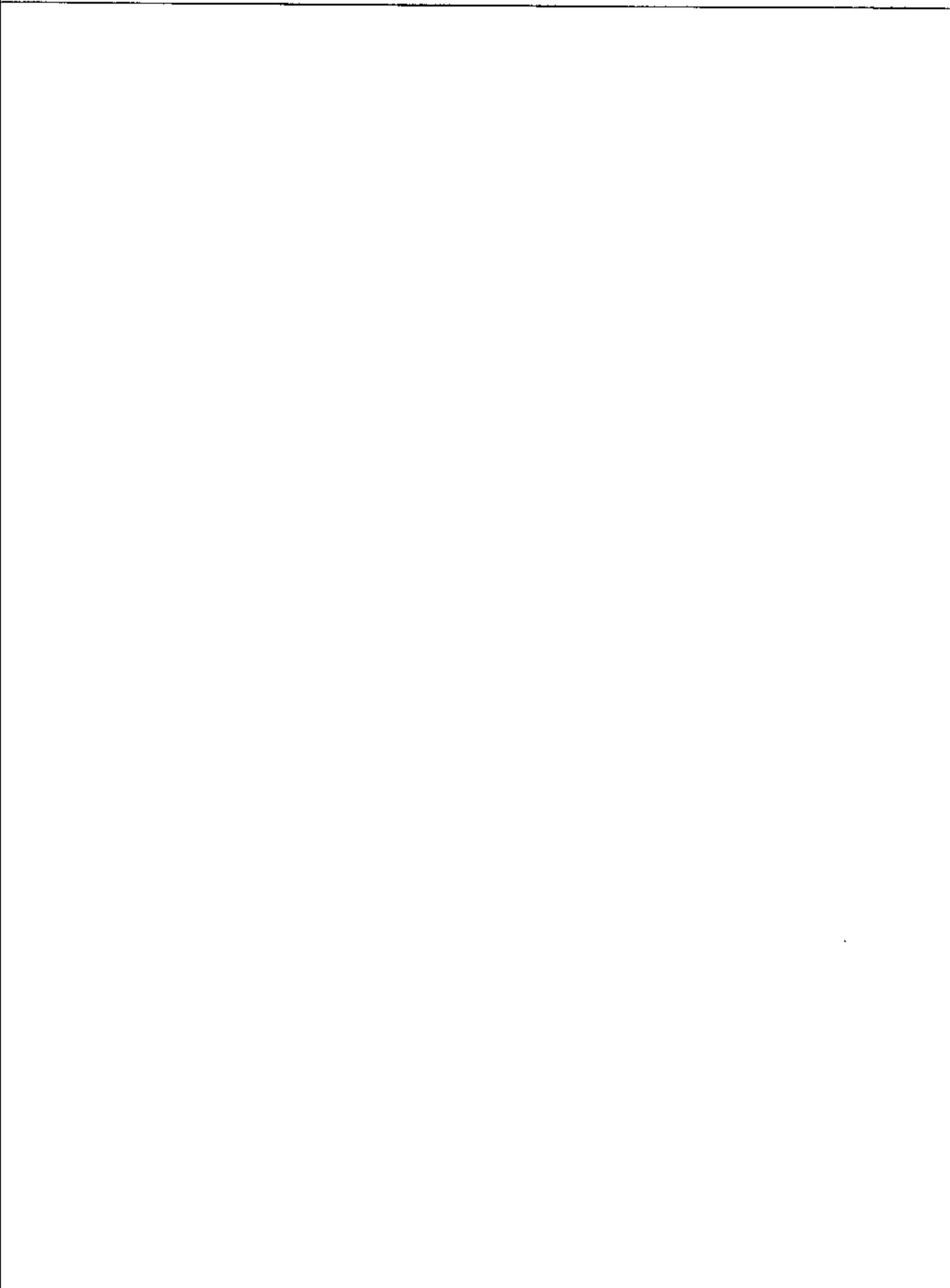
10. 下表是证券 K、L 和 N 的收益率的期望和标准差:

证 券	期 望	标 准 差
L	0.30	0.10
K	0.20	0.06
N	0.16	0.04

L 和 K 的相关系数为 0.5, L 和 N 的相关系数为 0.2, K 和 N 的相关系数为 0.3。L、K 和 N 的证券组合中, L 和 K 所占比重都为 30%, N 所占比重为 40%, 求该证券组合的预期收益率和标准差。

第 2 篇

金融机构与金融市场





第5章

金融体系概述

金融体系是有关资金的集中、流动、分配和再分配的一个系统。它由资金的流出方(资金盈余单位)和流入方(资金短缺单位),连接这两者的金融中介机构和金融市场,以及对这一系统进行管理的中央银行和其他金融监管机构共同构成。金融体系关系到资金的流向,它的有效运转是经济健康发展的一个关键。有关金融体系的详细内容,将在本书随后几章中陆续展开。在这一章中,我们首先对金融体系作一个概略的介绍,内容包括:资金融通过程,金融中介机构和金融工具及其市场。

5.1 资金融通过程

5.1.1 资金融通的意义及渠道

在任何一个经济中,都会有一些资金盈余单位,同时又有一些资金短缺单位。它们可以是个人、家庭或者企业,也可以是政府。例如一个刚参加工作的人,想买一套房子,他大概会觉得手头的钱不够;而一对中年夫妇,正在积攒一笔钱,准备将来供他们的孩子上大学。前者是一个资金短缺单位,后者则是一个资金盈余单位。又如,A企业去年获得了一笔丰厚的利润,但目前却没有发现什么好的投资机会,B企业发现了一个诱人的投资机会,却苦于没有足够的资金。于是A企业便是一个资金盈余单位,而B企业是一个资金短缺单位。一般说来,一个人在年轻的时候,是一个资金盈余单位,到年老退休之后,便是一个资金短缺单位;从整个社会来看,家庭是资金盈余单位,企业和政府则是资金短缺单位。

显然,资金盈余单位和资金短缺单位之间存在着合作的可能。也就是盈余

单位可以以一定的条件把暂时不用的资金交给短缺单位去使用,并获得相应的回报。这就是所谓的金融,即资金盈余单位和资金短缺单位之间的资金融通。这对资金融通的交易双方都是有利的。

首先,对于借入资金的一方来说,通过借入急需的资金,可以更为有效地安排自己的生产和消费。这一点对于企业来说尤其重要。许多时候,企业之间的竞争其实是资金实力的竞争,谁能更为有效地获得资金,谁就在竞争中占据主动地位。在商场上,企业因资金不足而痛失投资良机,从而在竞争中失利,甚至被对手挤出市场的例子比比皆是。对于消费者来说,资金融通同样具有重要意义。例如,一个刚参加工作的人,即便薪水十分可观,但是要想凭借自己的积蓄来购房,也得经过一段漫长的等待;如果他能够通过某种渠道借入一笔资金,便可以较早地住进他的新居。即便是对于一个国家来说,片面地追求自身资金收支的平衡也并不总是可取的,在国家财力紧张的情况下,通过发行国债借入适量资金,对制约国民经济发展的某些“瓶颈”部门加以投资,往往能更好地促进经济的发展。当然,和任何其他的经济主体一样,国家的借贷也不能超过一定的限度,否则就会反受其害。

其次,对于资金的贷出方来说,如果他不把闲置的资金贷放出去,而是放在自己手里(例如,像许多古代的小说所描写的那样,把钱装在一个坛子里,然后埋入地下),就不可能从中获得任何收益。反之,如果能将钱借给急需资金的人去使用,获得资金的一方将会同意为他所提供的方便支付一定的报酬,因而本来无收益的资金就变成了能够生息的资产,这对资金的贷出方显然是有利的。

最后,资金盈余单位的钱可能是十分分散的,任何一个盈余单位都无力单独进行大的投资。通过资金融通,可以把这些分散的资金集中起来,从而进行许多有利可图的大项目,达到经济学中所说的规模经济。

从资金盈余单位到资金短缺单位的资金流动可以有两种渠道(见图 5.1):一种是直接金融,也就是短缺单位直接在证券市场向盈余单位发行某种凭证

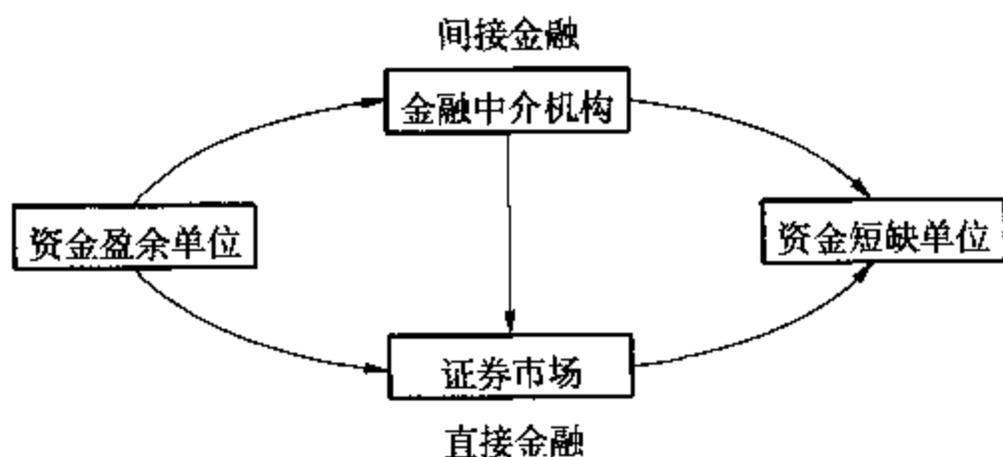


图 5.1 资金的融通过程

(即金融工具),比如债券或者股票。当盈余单位花钱向短缺单位购买这些凭证时,资金就从盈余单位转移到了短缺单位手中。资金融通的另一种渠道是间接金融,即盈余单位把资金存放(或投资)到银行等金融中介机构中去,再由这些机构以贷款或证券投资的形式将资金转移到短缺单位手中。

5.1.2 直接金融

在直接金融过程中,短缺单位通过出售股票、债券等凭证而获得资金,盈余单位持有这些凭证而获得未来的本息收入(债券)或股息分红(股票)。因此,对于短缺单位来说,这些凭证是一种负债;对于盈余单位来说,它们则是一笔资产。这些凭证大多可以在市场上流通,因而具有较高的流动性。

资金短缺单位向最初的购买者出售新发行证券的市场,被称为一级市场或发行市场。而交易已发行证券的市场则被称为二级市场或交易市场,并可以分为有组织的证券交易所市场和场外交易市场两种形式(参见第8章)。一级市场的重要性是毋庸置疑的,因为正是在这个市场上,完成了资金短缺单位和盈余单位之间的资金融通。而二级市场仅仅是资金盈余单位之间的交易市场,和资金的融通并无直接的关系。但这是否就意味着二级市场是可有可无的呢?答案是否定的。事实上,正是由于二级市场的存在使得证券具有了流动性,才使得证券为人们所欢迎,从而使资金短缺单位在一级市场的证券发行更容易成功。在80年代初我国刚开始恢复国库券发行时,由于国库券的二级市场没有开通,人们普遍不愿接受它,必须依靠硬性摊派才能销售出去。但是当国库券的交易市场形成之后,它立刻变得十分抢手。这一例子充分说明了二级市场对于资金融通的重要意义。

对于资金短缺单位来说,虽然它只是在一级市场上获得资金,二级市场上的交易与它没有直接的关系,但是它仍必须随时关心自己发行的证券在二级市场上的表现,因为一级市场的发行价格取决于二级市场的交易情况。一级市场上的买主所愿意支付的价格不可能高于该买主所预期的二级市场上的证券出售价格。如果一家企业的股票在二级市场上表现很糟糕,它要再发行新的股票时就不可能得到一个好价格。更为重要的是,如果一家上市公司的股票价格过低,它就有被别的企业收购或兼并的危险。由于证券在二级市场上的表现最终取决于证券发行单位的业绩,所以为了使自己的证券在二级市场上有一个良好的表现,企业的管理者必须尽可能地提高本企业的经营业绩,这就使二级市场具有了对证券发行单位进行监督的功能。因此,二级市场不仅对资金融通具有重要意义,而且还在公司治理结构中扮演着重要角色。

由于直接金融避开了银行等中介环节,由资金供求双方直接进行交易(当然,它也要借助投资银行、证券交易所等金融机构的服务),所以资金短缺单位可以节约一定的融资成本,资金盈余单位则可能获得较高的资金报酬。但是作为一种资金融通渠道,它仍有其严重的不足,这主要表现在:第一,它要求盈余单位具备一定的专业知识和技能。投资者(盈余单位)要通过对证券发行者(短缺单位)的了解和对市场行情的判断来决定购买哪一种证券,这需要很高的技巧,并需要投入大量的时间和精力。第二,它要求盈余单位承担较高的风险。由于金融市场瞬息万变,其风险是非常大的,它可以使人一夜暴富,也可以使人转眼间一贫如洗。相反,把钱存入银行则要安全、省心得多。第三,对于短缺单位来说,直接金融市场的门槛是比较高的。一个知名度很高的大企业也许可以很轻易地将它所发行的证券推销出去,并且卖得一个好价钱。但是对于一个不太为人所知的中小企业来说,要让投资者接受它所发行的证券便会有很大的困难。因此可以说,直接金融市场只是政府和一些大企业的专利,中小企业很难涉足,个人消费者就更不用说了。

直接金融的上述不足为间接金融留下了广阔的活动空间。

5.1.3 间接金融

在间接金融中,资金的盈余单位和短缺单位并不发生直接的关系,而是分别同金融中介机构发生一笔独立的交易,金融中介机构发挥着吸收资金和分配资金的功能。它通过发行对自身的要求权(债权或股权)来获得资金,然后再把它转化成对短缺单位的要求权。特别值得注意的是,金融中介机构不是一般的代理人,而是一个独立的交易主体,盈余单位对中介机构的要求权和金融中介机构对短缺单位的要求权是两种独立的权利,两者并无一一对应的关系;也就是说,盈余单位对中介机构的要求权与中介机构对从该单位所获资金的具体运用无关。例如,假定银行从某一存款者手中获得10万元存款,并用它发放了一笔贷款,那么即使到期后这笔贷款无法收回,银行也仍应该偿还原存款者本息(除非这家银行破产)。因此,在间接金融中,金融中介机构是融资风险的直接承担者。金融中介机构之所以从事这种中介活动,是为了获得相应的报酬,也就是从资金短缺单位获取的收益扣除向盈余单位支付的成本之后的剩余。对于银行这种中介机构来说,这种报酬主要就表现为存款和贷款的利差。

显然,无论是从收益分配还是从风险承担角度看,间接金融都和直接金融有很大的不同。那么间接金融究竟有哪些好处呢?一般说来,这些好处包括:

(1)可以减少信息成本和合约成本。资金盈余单位要对短缺单位进行融



资,不管是采取贷款的形式还是采取购买证券的形式,都要了解短缺单位的有关信息,这便会有信息成本。若双方决定采取贷款的形式建立融资关系后,还必须谈判,签订合约;合约签订之后,还要监督它的执行,由此产生的成本就是合约成本。如果这些事情都要由单个的盈余单位和短缺单位分别来做,那么成本将是相当高昂的。而如果由某些机构来专门从事这些事情,便会有很大的规模经济。金融中介机构便是这方面的专业机构,它通过发行自身的负债把盈余资金集中起来,再选择相应的企业(或证券)进行贷款(或投资)。它们往往都雇佣了大量的经济、金融、会计、审计、法律等方面的专家来完成这些工作,因而要比一般的资金盈余单位有效率得多。

(2) 可以通过多样化降低风险。“不要把鸡蛋放在一个篮子里”,这是金融市场上广为人知的一句谚语,意思是要进行多样化投资。但是如果你只有一个鸡蛋,你又怎能把它放在不同的篮子里呢?而且即便你有很多鸡蛋,当你把它放到不同的篮子里后,就意味着你要同时照看好几只篮子,你的精力是否够呢?因此,单个的投资者要实现投资的多样化有一定的困难。金融中介机构却不受这些限制,它可以有足够的资金和人力来实现投资(贷款)的多样化,从而降低风险。

(3) 可以实现期限的转换。前面已经说过,单个的资金盈余单位随时都可能从一个盈余单位变成短缺单位,因此它很难对短缺单位进行长期的资金融通。但是金融中介机构却可以突破这一限制,在保证盈余单位资金流动性的同时,满足短缺单位资金占用长期性的要求。由于金融中介机构集中了很多短期资金,在某些资金被提走后,可以通过吸收新的资金进行补充,所以它能够发放长期贷款。以国外的商业银行为例,它接受的存款一般都是短期的,其中有不少是活期存款和1年以下的定期存款,但是它发放的贷款的期限则要长得多,有的可达到15至30年。

正是由于间接金融具有的这些优越性,使得它在资金融通过程中扮演着极其重要的角色。即便在证券市场十分发达的美国,大部分资金也是通过金融中介机构来流动和配置的。

5.1.4 两种资金融通渠道的相对重要性

众所周知的是,发展中国家的证券市场普遍较为落后,而且除银行之外的金融中介机构也不够发达,因而以银行为中心的间接金融是资金融通的主要方式。然而许多人也许没有料到,即便在证券市场高度发达的工业化国家,间接金融也在资金融通中居于主导地位。



以拥有世界上最发达证券市场的美国为例,在1970至1985年间,银行等金融机构贷款占非金融企业外部资金来源的比例为61.9%,债券(含商业票据等债务工具)融资的比例为29.8%,股票融资的比例则仅为2.1%,还有6.2%为其他来源(如政府贷款、外国贷款等)。在1984至1990年间,由于许多美国公司大量购回自己所发行的股票,所以净新股发行数实际上是负数,平均每年约为-750亿美元。

从上面的数字看,1970至1985年间,证券融资在美国非金融企业外部资金来源中所占的比例合计只有31.9%,仅相当于银行等金融机构贷款的一半。但事实上,即便是这31.9%,也还是大大高估了直接金融在美国金融体系中的作用,因为还有大量的证券是被保险公司、养老基金及共同基金等金融中介机构所购买的,它们应归入到间接金融中去。自1970年以来,在新发行的公司证券中,大约只有5%的公司债券和商业票据及50%的公司股票直接销售给了美国家庭。考虑到这一因素,直接金融在美国非金融企业外部资金来源中所占的比例还不足5%。1990年以后,美国家庭直接持有股票的数量在迅速增长。

其他主要工业化国家的情形也大体类似。在1970至1985年间,英国、法国、德国、日本这4个国家非金融企业外部融资中证券融资所占的比例均不足1/3,其中日本和德国最低,还不到10%(同样地,考虑到许多证券为金融中介机构所购买,直接金融所占的比例实际上还要低);银行及其他金融机构贷款所占的比例则在55%至70%之间。只有加拿大企业的证券融资比例稍高,接近50%。和美国不同的是,在这些国家中,股票融资所占的比例均高于债券融资,法国和德国尤其如此。^①

值得注意的是,资金供求双方对资金融通渠道的选择并不是一成不变的,而是随经济环境的变化而不断变化的。特别是在发达国家中,高度发达的证券市场 and 不断创新的金融中介机构并行发展,既相互促进,又相互竞争,往往使得大量资金在这两种金融渠道之间来回移动。但这种移动并不是盲目的,它受到资金报酬率的影响,哪里报酬率高,就往哪里去(当然同时还得比较其风险)。例如,在1967至1986年间,美国联邦储备银行曾实行所谓的“Q条例”,该条例对存款机构的存款利率规定了一个上限。其结果是,每当市场利率超过这一上限,便有大量的资金被从存款机构中提取出来,转移到证券市场上,出现所谓的“非中介化”(disintermediation,或者译作“脱媒”)现象。银行为了夺回失去的资金,开始大量发行商业票据,并且开发出许多新的服务来吸收存款;同时,还

^① 以上数据均引自 Mishkin, 1992, pp. 157-160.

出现了一种新的金融中介机构——货币市场共同基金(参见下文)。结果,大量的资金流动又被纳入到金融中介机构的体系中来。这充分说明,资金融通渠道的选择,是一个动态的过程。

5.2 金融中介机构

从上一节的内容我们知道,金融中介机构在资金的流动和分配过程中扮演着极其重要的角色。现在我们来查看一看,在实际生活中,究竟有哪些主要的金融中介机构,它们之间又有哪些区别。由于美国是各种金融中介机构发展最为完全的国家,我们将以美国为例介绍金融中介机构的一般类型。中国的金融中介机构将在第 17 章作介绍。

美国的金融中介机构大致可以分为三类:(1)存款机构(depository institutions),(2)投资性中介机构(investment intermediaries)和(3)合约性储蓄机构(contractual saving institutions)。表 5.1 给出了这三大类金融中介机构所包括的具体类型,及其主要的资产(资金运用)和负债(资金来源)。表 5.2 则给出了这些金融中介机构在 1970 年、1980 年及 1990 年末的资产规模。除了这三类金融中介机构之外,美国还有一些政府直属或政府支持的政策性金融机构。

表 5.1 美国金融中介机构的主要资产和负债

中介机构	主要负债(资金来源)	主要资产(资金运用)
(1) 存款机构		
商业银行	存款	工商业贷款,消费者贷款,抵押贷款,联邦、州和地方政府债券
储蓄贷款协会	存款	抵押贷款
互助储蓄银行	存款	抵押贷款
信用社	存款	消费者贷款
(2) 投资性中介机构		
共同基金	股份	股票和债券
货币市场共同基金	股份	货币市场工具
金融公司	商业票据,股票,债券	消费者贷款和工商业贷款
(3) 合约性储蓄机构		
人寿保险公司	保险费	公司债券和抵押贷款
私人养老基金	养老金预付款	公司债券和股票
财产和意外灾害保 险公司	保险费	地方政府债券,公司债券和股票,联邦政府债券

资料来源: Mishkin 1992, pp. 46-47。



表 5.2 美国金融中介机构资产规模

金融中介机构类别	资产价值(年终数,亿美元)			排序
	1970年	1980年	1990年	
(1) 存款机构				
商业银行	5170	13570	33560	1
储蓄贷款协会	1710	6140	10980	4
互助储蓄银行	790	1700	2640	10
信用社	180	670	2150	11
(2) 投资性中介机构				
金融公司	640	2020	5740	7
共同基金	470	620	6090	6
货币市场共同基金	0	760	4990	9
(3) 合约性储蓄机构				
人寿保险公司	2010	4640	14090	2
财产和意外灾害保险公司	500	1740	5280	8
私人养老基金	1120	4700	11690	3
州和地方政府退休基金	600	1980	8060	5

资料来源: Mishkin, 1992, p. 47。

5.2.1 存款机构

存款机构即接受个人和机构存款,并发放贷款的金融中介机构。在美国,存款机构包括商业银行、储蓄贷款协会(savings and loans)、互助储蓄银行(mutual saving banks)和信用社(credit union)。它们的共同特点是,都可以发行支票存款,并且以发行贷款为主要的资金运用方式。存款机构,特别是商业银行是货币银行学的主要研究对象,因为它们涉及存款货币的创造。存款机构的行为将极大地影响货币供应量,从而影响价格水平和总产出。

1. 商业银行。

商业银行主要通过发行支票存款、储蓄存款和定期存款来筹措资金,用于发放工商业贷款、消费者贷款和抵押贷款,购买政府债券,提供广泛的金融服务。无论在哪个国家,商业银行都是最重要的一种金融中介机构,它们所拥有的总资产最大,提供的金融服务也最全面。本书的第6、第7章将集中讨论这类金融机构。

专栏 5.1

世界十大银行

下面这两张表给出了 1997 年的世界前 10 家最大的银行,它们分别是按照总资产和一级资本排序的(有关一级资本的概念,参见第 7.2 节)。

表 A 世界十大银行(按 1997 年总资产排序)

1997 年排名	银行名称	国 家	总资产额(亿美元)
1	东京三菱银行	日本	6534
2	德意志银行	德国	5820
3	中国工商银行	中国	4890
4	瑞士信贷集团	瑞士	4738
5	汇丰控股	英国	4736
6	住友银行	日本	4690
7	法国兴业银行	法国	4411
8	东方汇理银行	法国	4200
9	第一劝业银行	日本	4191
10	三和银行	日本	4159

表 B 世界十大银行(按 1997 年一级资本排序)

1997 年排名	银行名称	国 家	一级资本额(亿美元)
1	汇丰控股	英国	273.9
2	大通曼哈顿公司	美国	225.9
3	东方汇理银行	法国	222.8
4	花旗公司	美国	212.1
5	东京三菱银行	日本	185.9
6	德意志银行	德国	173.7
7	美洲银行	美国	172.9
8	荷兰银行	荷兰	158.6
9	住友银行	日本	147.6
10	第一劝业银行	日本	144.6

资料来源: *The Banker*, 1998 年 7 月。

和许多其他国家相比,美国的商业银行的一个重要特点是高度分散,中小银行广泛存在。美国的商业银行总数达 1.2 万多家,1990 年,美国最大的 49 家银行(资产均在 100 亿美元以上)的总资产只占美国商业银行总资产的 38%,这与主要由四五家大银行支配的英国、加拿大等国的银行业形成了鲜明的对比。美国的商业银行规模偏小有两个原因:首先,和欧洲大陆许多国



家所实行的全能银行制不同,美国(以及日本、中国等)实行的是银行业与证券业分业经营的银行体制,商业银行不允许直接从事公司股票的投资。其次,美国曾长期对商业银行设立分支机构加以限制。1927年通过的《麦克法登法案》(McFadden Act)禁止银行跨州设立分支机构,直到1994年,这一限制才被最终废除。

2. 储蓄贷款协会。

储蓄贷款协会的主要资金来源是储蓄存款(通常称为股份)、定期存款和支票存款。其主要资金运用是发放抵押贷款。在美国,储蓄贷款协会大约有2500家,资产额在所有存款机构中位居第二。

50、60年代是美国储蓄贷款协会发展最快的时期,但是当60年代末和70年代利率急剧上升时,这种机构经历了严重的危机。这是因为它们的资金运用集中于长达20至30年的抵押贷款,当市场利率上升时,它们不得不提高存款利率,但是发放出去的贷款利率则是多年前利率水平低得多的时候确定的。因此,不少储蓄贷款协会出现巨额亏损,直至倒闭。

1980年之前,储蓄贷款协会不能接受支票存款,只能发放抵押贷款。它们遇到的困境促使国会放松了对它们的限制。1980年美国国会通过了《对存款机构放松管制和货币管理法案》,允许它们接受支票存款、发放消费者贷款,并从事以前只许商业银行从事的许多业务。另一方面,它们也要像商业银行一样接受联邦储备系统的准备金约束。这样,储蓄贷款协会和商业银行的界限日趋模糊,它们之间的竞争也日益激烈。

3. 互助储蓄银行。

互助储蓄银行和储蓄贷款协会很相似,也是靠接受存款来筹措资金,在1980年以前,它们的业务也仅限于发放抵押贷款,并在60年代末和70年代面临着和储蓄贷款协会一样的困境。1980年放松管制之后,互助储蓄银行也获得了发行支票存款,以及发放其他贷款的权力。但是它们在企业结构方面与储蓄贷款协会有重要的不同,它们是合作性质的存款机构,存款人就是股东,拥有银行净资产中的一个份额。目前美国大约有500家互助储蓄银行,大部分位于东北部的英格兰地区。

4. 信用社。

信用社是围绕某一社会集团建立的合作性的放款机构,往往为某一大企业、政府机构、大学、工会团体的雇员所拥有,存款人即为股东。它们从存款中获得资金,并主要用于发放消费者贷款。1980年放松管制之后,信用社也能够发行支票存款,并从事抵押贷款。目前美国约有信用社1.5万家,但规模一般都很小。

5.2.2 投资性金融中介机构

投资性金融中介机构主要包括金融公司(finance companies)、共同基金(mutual funds)和货币市场共同基金(money market mutual funds, 简称 MMMF)。

1. 金融公司。

金融公司通过出售商业票据,发行股票或债券,以及向商业银行借款等方式来筹集资金,并用于向购买汽车、家具等大型耐用消费品的消费者或小型企业发放贷款。金融公司可以分为三种类型,即销售金融公司、消费者金融公司和商业金融公司。

销售金融公司是由一些大型零售商或制造商建立的,旨在以提供消费信贷的方式来促进企业产品销售的公司。例如福特汽车信贷公司便是福特汽车公司为了促进汽车销售而建立的。通用汽车公司也设有类似的机构,即通用汽车承兑公司(General Motors Acceptance Corporation)。

消费者金融公司专门发放小额消费者贷款,由于贷款规模小,平均的管理成本高,这些贷款的利率一般也比较高。它的主要作用在于为那些在别的渠道很难获得贷款的消费者提供资金,从而使它们免受高利贷之苦。消费者金融公司可以是一家独立的公司,也可以是银行的附属单位。

商业金融公司主要向企业发放以应收账款、存货和设备为担保的抵押贷款。但是有一种称作保付代理行(Factors)的商业金融公司却不是这样,它们专门以买断企业应收账款的形式来为企业提供资金。由于是买断而不是抵押,所以当这些账款到期无法收回时,保付代理行必须自行承担其损失,而无权向出售这些应收账款的企业进行追索。显然,这种业务有很高的风险,因此利润也较高。在70年代以前,保付代理行的业务主要局限于纺织业,自70年代以来,它们在别的行业也变得越来越重要。

2. 共同基金(又叫投资基金)。

共同基金通过向个人出售股份来筹集资金,然后用于购买多样化的股票和债券组合。共同基金把中小投资者的资金集中起来,并通过专家进行管理(基金管理人每年向其股东收取不超过1%的管理费),可以降低交易成本和信息成本,并可通过投资的多样化而降低风险,因而受到了广大投资者的欢迎。70年代以来,美国的共同基金迅速发展,至1994年总数达6300余家,总资产达2万亿美元,比1970年底增长了41倍。

根据共同基金的组织形式,可以把它分为公司型和契约型两类。公司型基金



是指基金本身为一家股份有限公司,发行自身的股份,投资者通过购买基金的股份成为基金的股东,并凭股份领取股息或红利。契约型基金则是由委托者、受托者和受益者三方订立信托投资契约而组织起来的,基金本身并不是一个法人。它由委托者(基金管理公司)根据契约运用信托财产进行投资,并由受托者(信托公司或银行)负责保管信托财产,而投资成果则由受益者(投资者)享有。由于契约型基金不具有法人资格,所以它不能向投资者发行股份,而只能发行受益凭证。美国的共同基金绝大多数是公司型的,所以通常又被称为投资公司。

根据共同基金发行的股份(或受益凭证,下同)可否被赎回,可以将它分为封闭(close-end)基金和开放(open-end)基金。封闭基金的股份相对固定,一般不向投资者增发新股或赎回旧股。但投资者购买股份后可以将它在二级市场上卖出,从而换回现金。和其他证券一样,封闭基金的股份价格是由它的供求决定的。开放基金的发行总额则不固定,可以视经营策略与实际需要连续发行。投资者可随时从基金购买更多的股份,或要求基金将自己手中的股份赎回,以换回现金。开放基金的股份价格取决于该基金所持有的全部证券组合的净价值,即基金的净资产价值。因此,当证券的价格发生变动时,基金股份的价格也会跟着上下波动。在美国,大多数共同基金都是开放型基金。

根据共同基金主要购买的证券种类,可以将其分为股票基金、债券基金和货币市场共同基金。它们分别以股票、债券和货币市场工具作为主要的投资对象。根据各自的投资策略,又可以把共同基金分为以追求资本价值的高速增长为目标的成长基金,以追求本期收益为目标的收入基金和以追求本金安全的平衡基金。这些不同类型的基金满足了投资者不同的偏好。

3. 货币市场共同基金。

货币市场共同基金是一种特殊类型的共同基金。与其他共同基金一样,也通过出售股份筹集资金,但是它的投资对象仅限于安全性高、流动性大的货币市场金融工具,如短期国债、银行大额可转让定期存单等。由于这些金融资产的价格波动很小,所以货币市场共同基金的股份价格是固定的。更为独特的是,股份持有人可以根据他们所持有的股份价值来签发支票,因而它还具有某些存款机构的特征。不过,货币市场共同基金在签发支票方面存在着一定的限制,例如支票的金额不能小于一定数额等。自从1971年问世以来,货币市场共同基金飞速发展,至1990年其资产已达5000亿美元。

5.2.3 合约性储蓄机构

合约性储蓄机构包括各种保险公司和养老基金。它们的共同特征是以合



约方式定期定量地从持约人手中收取资金(保险费或养老金预付款),然后按合约规定向持约人提供保险服务或养老金。由于它们能通过概率计算出每年需要支付的赔偿额和退休金,所以就可以把其余的资金投资于较长期的证券,如公司债券、股票,以及长期国债等。

保险公司主要有两种类型:人寿保险公司及财产和意外灾害保险公司。其中人寿保险公司是美国最重要的合约性储蓄机构,其资产总额在1990年达14000亿元,在美国众多的金融中介机构中名列第二。人寿保险公司有两种不同的组织形式,一种是股份公司型,其股份为股东所有;另一种则是基金型,其所有者为各投保人。虽然90%以上的人寿保险公司都是股份公司型的,但是最大的一些人寿保险公司则是基金型的。事实上,基金型人寿保险公司所持有的资产占美国人寿保险业总资产的一半以上。由于从总体上看,人口死亡率是比较稳定的,所以人寿保险公司能够相当准确地计算出其未来的保险金支付额,因此人寿保险公司主要投资于收益较高的公司股票、债券、抵押贷款等长期性金融工具。财产和意外灾害保险公司主要是对火灾、盗窃、车祸、自然灾害等各种事件造成的财产损失进行保险。由于它们的保险赔偿额不像人寿保险公司那样可以准确地加以预期,所以它们更多的是投资于中央政府债券和市政债券,以保持必要的资产流动性。

养老基金(pension funds)可以分为私人养老基金和公共养老基金。私人养老基金通常是由企业为其雇员设立的,养老金预付款由雇员和雇主共同分担,同时政府还给予某些税收上的优惠。私人养老基金可以由商业银行的信托部、人寿保险公司或专门的养老基金经理来管理,往往大量投资于公司股票。公共养老基金则包括各级政府为其雇员所设立的养老基金和社会保障系统。在美国,联邦政府及州和地方政府也像私营企业一样,为其雇员设立养老基金。这些基金在管理上和私人养老基金并没有太大的不同,只是在资金的投向方面受到一定的限制,所以不像私人养老基金那样大量投资于股票。社会保障系统(Social Security System)在许多发达国家都存在。美国的社会保障系统建立于1935年,它几乎涵盖了在私有部门就业的所有人员,资金来源主要是雇主和雇员交纳的社会保障税。社会保障系统的主要任务是向年老、伤残、疾病、失业人员及死亡者家属提供必要的援助。和私人养老基金不同的是,社会保障系统的资金援助是根据需要发放的,而不是根据个人所交纳的预付款发放的。

5.2.4 政策性金融机构

除了上面介绍的三类金融中介机构外,美国还有一些政策性的金融中介机



构。美国的政策性金融中介机构可以分为两类：一类是政府直属的机构(government agencies)，它完全为政府所有；另一类则是政府支持的机构(government sponsored agencies)，其股权完全为私人部门所有，但是又同政府有着密切的关联，例如可以向财政部借款，可以享受某些税收优惠等。这些政策性金融中介机构的基本任务是为特定的部门或产业提供资金，以促进该部门或产业的发展。在美国，受政府支持较多的部门和产业主要有农业、私人住宅业、教育业和对外经济部门。

对农业提供贷款的联邦金融机构是农业信贷系统(Farm Credit System)。该系统将全国分为 12 个农业信贷区，每区各有一家合作银行、一家联邦土地银行和一家联邦中期信贷银行。它们分别对农业生产的不同环节提供贷款，其资金来源主要是靠发行各种证券。虽然这些银行的股份都先后实行了私有化，但是其业务要受农业信贷署的监督，后者是联邦政府的一个独立机构。除此之外，农业信贷系统还包括一家中央合作银行，负责跨地区的农业贷款。

对私人住宅业提供支持的政策性金融中介机构主要包括联邦住宅贷款银行系统和三家联邦信贷机构。联邦住宅贷款银行系统(Federal Home Loan Bank System，简称 FHLBS)成立于 1932 年，它由 12 家地区性的联邦住宅贷款银行组成。大部分储蓄贷款协会都是该系统的会员。联邦住宅贷款银行系统的职能就是通过发行债券筹集资金，然后向其会员提供贷款。三家联邦信贷机构分别是政府全国抵押协会(Government National Mortgage Association，简称 GNMA 或 Ginnie Mae)、联邦全国抵押协会(Federal National Mortgage Association，简称 FNMA 或 Fannie Mae)和联邦住宅贷款抵押公司(Federal Home Loan Mortgage Company，简称 FHLMC 或 Freddie Mac)。其中政府全国抵押协会是一个政府机构，后两家机构则属于政府支持机构，其股份为私人所有。关于这些机构的具体职能，参见本章的第 3 节。

为使无力支付高等教育学费的学生能够更容易地获得贷款，美国在 1972 年成立了学生贷款市场协会(Student Loan Marketing Association，简称 Sallie Mae)，它也是一个政府支持机构。其主要职能是购买私人机构发放的学生贷款，从而促使更多的资金流入学生贷款市场。

对外经济部门是各国政策性金融机构发挥作用的重要领域，美国也不例外。为促进商品的出口，美国于 1934 年创立了美国进出口银行。该行是美国联邦政府所属的独立企业单位，它的主要业务是通过提供优惠的出口信贷来增强美国企业的出口竞争力，并且为私人金融机构提供出口信贷保险(承保的范围主要是政治风险)，同时该行还执行美国政府的对外援助计划。美国进出口银行的资本金由联邦政府拨付，每年的利润小部分上交财政部，大部分抵补该



行准备金。为促进对外投资的发展,美国于1971年成立了海外私人投资公司(The Overseas Private Investment Corporation,简称OPIC),该公司由美国政府国际开发署的一部分改组而成,主要业务是为海外私人投资项目提供政治风险保险。

5.3 金融工具及其市场

资金短缺单位(包括金融中介机构)为获得资金而发行的各种书面凭证,又被称为金融工具(或金融市场工具)。交易各种金融工具的市场就是人们通常所说的金融市场。

广义的金融工具不仅包括股票、债券等有价值证券,而且包括存款、贷款等各类金融资产。根据这一定义,任何资金融通过程都可以被视为资金与金融工具之间的交换过程。狭义的金融工具则是指那些已经标准化了的、在金融市场上被普遍接受和交易的金融资产。这里我们着重讨论各种狭义的金融工具。

根据金融工具的期限,可以把它分为货币市场工具和资本市场工具。前者的期限在一年以内,后者的期限则在一年以上。但是这种划分主要是针对一般的金融工具,也就是股票、债券等基本的融资凭证而言的。在这些一般金融工具的基础上,还产生了各种不同的买卖合约,这些合约就是所谓的衍生金融工具(derivative instruments)。我们先来介绍一下各种原型金融工具,然后再来探讨几种最基本的衍生金融工具,即远期合约、期货合约、期权合约和互换协议。

5.3.1 货币市场工具

货币市场工具包括下述类型:

1. 短期国债(treasury bill, T-bills)。

短期国债是由中央政府发行的期限在一年以内的政府债券。期限通常为3个月、6个月或12个月。最早发行短期国债的国家是英国。现在,西方各国都普遍发行大量短期国债,把它作为弥补财政赤字的重要手段,同时,一定规模的短期国债也是中央银行开展公开市场业务,调节货币供给的物质基础。1990年底,美国发行在外的短期国债达5270亿美元,是该国规模最大的货币市场金融工具之一。我国自1981年恢复国债发行以来,所发国债期限多在两年以上,1994年首次发行了期限为半年的短期国债,丰富了我国的国债品种。



短期国债的最大特点是安全性,由于它是凭中央政府的信用发行的,所以几乎不存在违约风险;它在二级市场上的交易也极为活跃,变现非常方便。此外,与其他货币市场工具相比,短期国债的起购点比较低,面额种类齐全,适合一般投资者购买。短期国债的这些特点使它成为一种普及率很高货币市场工具。

2. 可转让定期存单(negotiable time certificates of deposit, CDs)。

可转让定期存单是由银行向存款人发行的一种大面额存款凭证。它与一般存款的不同之处在于可以在二级市场进行流通,从而解决了定期存款缺乏流动性的问题,所以很受投资者的欢迎。其面额一般比较大(美国的可转让定期存单最小面额为10万美元),期限则多在一年以内。它最早是由美国花旗银行于1961年推出的,并且很快为别的银行所效仿,目前已成为商业银行的重要资金来源。在美国,其规模甚至超过了短期国债。我国从1986年下半年开始发行大额可转让定期存单,最初只有交通银行和中国银行发行,1989年起,其他银行也陆续开办了此项业务。在我国,而向个人发行的存单面额一般为500元、1000元和5000元,面向单位发行的存单面额则一般为5万元和10万元。

3. 商业票据(commercial paper, CP)。

商业票据是由一些大银行、财务公司或企业发行的一种无担保的短期本票(所谓本票,是由债务人向债权人发出的支付承诺书,承诺在约定期限内支付一定款项给债权人)。商业票据是一种传统的融资工具,但是它的迅速发展却是从60年代后期开始的。由于Q条例规定了存款利率的上限,美国的商业银行开始寻求新的获取资金的渠道。其中之一便是通过银行持股公司(持有数家银行股份的公司)发行商业票据。与此同时,越来越多的大企业也开始更多地依赖于发行商业票据来获得流动资金。到90年代,商业票据已经成为美国数额最大的货币市场金融工具。

4. 回购协议(repurchase agreement, RPs)。

回购协议是产生于60年代末的短期资金融通方式。它实际上是一种以证券为抵押的短期贷款。其操作过程如下:借款者向贷款者暂时出售一笔证券,同时约定在一定时间内以稍高的价格重新购回;或者,借款者以原价购回原先所出售的证券,但是向证券购买者支付一笔利息。这样证券出售者便暂时获得了一笔可支配的资金,证券的购买者则从证券的买卖差价或利息支付中获得一笔收入。回购协议中的出售方大多为银行或证券商,购买方则主要是一些大企业,后者往往以这种方式来使自己在银行账户上出现的暂时闲置余额得到有效的利用。回购协议的期限大多很短,很多只有一个营业日,但是由于数额巨大,购买者的收入也很可观。



5. 银行承兑汇票(bankers' acceptance, BA)。

汇票是债权人向债务人发出的付款命令。汇票必须经债务人承兑方才有效。所谓承兑,是指债务人在汇票上签上“承兑”字样,表明愿意到期进行支付。如果对汇票进行承兑的是一家银行,这张汇票就变成一张银行承兑票据。如果汇票的付款人到期无力支付,承兑银行就有责任对它进行付款,因此银行承兑票据是以银行的信用为担保的。由于银行违约的可能性比一般的企业低,所以银行承兑汇票的风险要比一般的汇票小。在进行贸易的双方互不了解时,尤其是在进行国际贸易的时候,销售方一般都要求购买方的银行对汇票进行承兑。由于风险较小,银行承兑汇票能够在二级市场上方便地流通。

5.3.2 资本市场工具

资本市场工具主要包括股票、债券和抵押贷款。

1. 股票。

和其他金融工具不同,股票是所有权凭证(其他金融工具都属于债权凭证),它代表的是对股份公司净收入和资产的要求权。根据股东拥有的权利的不同,股票分为普通股和优先股。普通股的股东具有投票等基本权利,其股息随公司经营状况的变化而变化。企业利用普通股进行融资,具有突出的优点:首先,它没有偿还期,在企业存续期内,股票的持有者只能在二级市场上进行转让,而不能要求偿还,这样股份公司就获得了发行股票所获收入的长期使用权。其次,股息的收入可以随股份公司的经营状况而波动,不像债券的利息那样是固定的,因此当股份公司遇到暂时的经营困难时,可以通过减少股息支付来度过难关,而不必担心遭到破产清算的威胁。对于投资者来说,购买普通股的好处是可以分享企业的净收入,并且从股票的升值中获得资本利得。

优先股的股东在利润分配和企业剩余财产的分配方面比普通股股东具有一定的优先权,但一般没有表决权。优先股又可以分为累积优先股和非累积优先股、参与优先股和非参与优先股等类型。累积优先股是指当企业当年可供分配的利润不足以支付事先规定的优先股股息时,未支付的部分应累计到以后的年份补足;而非累积优先股的股息如果没有达到事先规定的水平,以后就不再补发。当企业可供分配的利润较多时,参与优先股的股东除可按定额或定率获得规定的优先股股息外,在普通股也分配到和优先股相同的股息后,还可以和普通股股东一起参加当年额外股利的分配,而非参与优先股的股东则没有这种权利。

大多数优先股也和普通股一样,没有偿还期,但有的优先股可以在一定期



限后由发行者按规定的价格赎回,这种优先股叫做可赎回优先股。还有些优先股可以在一定期限后按规定的比率转换为普通股,这种优先股叫做可转换优先股。

股票市场是一个巨大的市场。1993年,美国股市的总市值达到52240亿美元,约为其同年国内生产总值的83%。^①我国在80年代初恢复了股票的发行,虽然几经周折,但是我国的股票市场在80年代还是取得了重大发展。1990年12月19日,上海证券交易所成立,1991年7月30日,深圳证券交易所成立,标志着我国股市的发展进入了一个崭新的阶段。此后,中国的股市飞速发展,到1997年末,在深圳、上海两个证券交易所上市的股票已达745家,流通股本达1238.74亿股,股票总市值达17529.23亿元。^②

2. 债券。

债券是一种使用非常广泛的债务融资工具。它可以从多个不同的角度进行划分。

(1) 根据债券发行单位的不同,可以划分为政府债券,金融债券和公司债券。

政府债券又可分为中央政府债券和地方政府债券。中央政府债券简称国债,是政府为弥补财政赤字而发行的债券,一般由财政部发行。由于它是直接以中央政府的信用为担保,所以通常被认为是没有风险的。地方政府(含各州政府)发行的债券又被称为市政债券,它主要是用于为某些大型基础设施和市政工程筹集资金。购买市政债券的一个好处是它们大多可以享有一定的税收优惠,例如,在美国,州和地方政府债券的利息收入可以免交联邦所得税。

金融债券是由银行等金融机构发行的债券。银行等金融机构除通过吸收存款、发行大额可转让定期存单等方式吸收资金外,经特别批准,也可以发行债券的方式来获得资金。我国各专业银行发行金融债券始于1985年,其他金融机构则于1988年开始发行金融债券。

公司债券有广义和狭义之分,广义的公司债券泛指一般企业和股份公司发行的债券(我国一般叫企业债券),狭义的公司债券则专指由股份公司发行的债券。公司债券是企业融资的重要手段,其期限一般都较长,大多为10年至30年。公司债券的流动性和安全性都不及政府债券和金融债券,因而利率较高。根据债券发行单位的资信情况,可以将公司债券分为不同的等级(参见第

^① 读者也许会感到奇怪,美国股票市场的规模如此巨大,而股票融资在美国非金融机构资金来源中的比例却仅为2.1%(参见前文)。这里关键的一点是,只有新股发行收入才构成股份公司的资金来源,而每年的新股发行数量比起股票的总市值来说,显然是微乎其微的。

^② 中国人民银行:《中国金融展望1998》,第91页。



12章)。

(2) 按照债券的偿还期限,可以分为短期债券、中期债券和长期债券。虽然各国划分的具体年限有所不同,但是较为通行的划分是期限在1年以下的为短期债券,在1至10年之间的为中期债券,在10年以上的为长期债券。例如,美国的短期国债(treasury bills)期限多为3个月或6个月,最长不超过1年,中期国债(treasury notes)期限在1至10年之间,长期国债(treasury bonds)的期限则达10至30年。

(3) 按照债券是否有担保,可以分为担保债券(secured bond)和信用债券(debenture)。担保债券是以某种抵押品为担保而发行的,当发行人不能按期支付利息和本金时,债券持有人为满足清偿要求可以将抵押品出售。信用债券则完全是凭发行人的忠实和信用发行的,没有任何担保。信用债券的发行人要有很高的资信。

(4) 按照债券的利率是否固定,可以分为固定利率债券和浮动利率债券。前者的利率在整个期限内都是固定不变的。因此,当市场利率上升时,债券的持有者要蒙受损失;当市场利率下降时,则是债券的发行人要遭受损失,因为他本来可以更低的利率在市场上获得资金。浮动利率债券则可以避免这一缺点,因为它的利率会定期随市场利率的变化而进行相应的调整。我国于1989年发行的保值公债就是一种浮动利率债券。

(5) 按照债券的利息支付方式,可以分为息票债券和折扣债券。息票债券上附有各期的利息票,上面载有付息的时间和金额。息票到期时,债券持有人凭从债券上剪下的息票领取本期的利息,俗称“剪息票”。息票本身可以作为一种有价证券转让,非债券持有人也可以凭息票领取债券利息。折扣债券则不附息票,也不按规定的利率支付利息,而是采取折价出售的方式发行,到期再按票面金额偿还,其利息体现在债券面值与其出售价格的差额上。许多国家的国债都采取折扣债券的形式,例如美国的短期国债就是一种折扣债券。

3. 抵押贷款。

抵押贷款是以土地、建筑等不动产为担保的贷款。如果借款人不能按时偿还债务,贷款人可以将作为抵押品的财产出售以抵偿其债务。在美国,抵押贷款是最重要的长期债务市场工具,而用于购买住宅的住宅抵押贷款又占未清偿抵押贷款的3/4以上,因此抵押贷款市场的发展对美国的房地产业具有举足轻重的影响。

抵押贷款的期限通常达二三十年。由于这一点,抵押贷款的发放者往往承受着较大的风险:首先是借款人的违约风险,抵押贷款虽然有不动产作为抵押,但是当经济陷入萧条时,不动产价值下降,此时若借款人违约,贷款方就要蒙受



很大的损失。其次是利率风险,如果贷款方发放的抵押贷款利率是固定的,那么当市场利率上升时,贷款方就要蒙受损失。再次是流动性风险,由于抵押贷款期限长,贷款方发放贷款之后,需要很长的时间才能将本息收回,这时他就可能面临流动性不足的风险。最后还有借款人提前还清借款的风险,抵押贷款往往允许借款人提前还清款项,这就使贷款方的预期现金流量缺乏稳定性。例如,如果在抵押贷款发放之后,市场利率出现了下降,这本来是对贷款人有利的,因为他是在市场利率较高时将贷款发放出去的,但是由于抵押贷款的借款人有提前还款的权力,所以当市场利率下降时,他会提前将贷款还清,转而寻求利率更低的贷款,这样贷款方就无法享受利率下降的好处了。由于抵押贷款的上述特点,在过去几十年间,抵押贷款市场上出现了一些非常重要的变化。

首先是抵押贷款的担保。由于抵押贷款期限长,借款人违约时寻求合法的补偿又较为困难,客观上要求有相关的机构来担保借款人按期还本付息,这一点在30年代大危机时期表现得尤为明显。因此,在30年代以后,抵押贷款的担保变得非常普遍,许多国家还成立了专门的政府机构来为抵押贷款提供担保。在美国,为抵押贷款提供担保的最重要的两个政府机构是联邦住宅管理局(FHA)和退伍军人管理局(VA),其中后者专为退伍军人的抵押贷款提供担保。由这两个政府机构担保的抵押贷款被称为FHA-VA抵押贷款,而那些没有担保,或仅由私人机构提供担保的抵押贷款则被称为传统抵押贷款。

其次是浮动利率抵押贷款的出现。在80年代以前,抵押贷款的利率通常在整个贷款期限内都是固定的,但是自80年代初以来,越来越多的抵押贷款开始采取浮动利率的形式。也就是每隔一定时期——譬如说,6个月——贷款利率就随市场利率的变化进行信用的调整。显然,这有助于规避利率风险。

最后,还有一个非常重要的现象就是抵押贷款的证券化。这一现象极大地改变了抵押贷款市场的面貌。所谓抵押贷款的证券化,是指抵押贷款持有人将一些性质相似的抵押贷款放在一起,构成一个抵押贷款组合(mortgage pool),然后向第三方(通常是一些机构投资者,如养老基金等)出售这一组合的股份或参与证书。这种股份或参与证书通常被称为抵押担保证券(mortgage-backed security)或过户证券(pass-through security)。证券的发行者负责定期向抵押贷款的借款人收取贷款的本金和利息,并支付给证券的持有者。由于抵押担保证券具有标准化的特点,并且可以有效地抵消单个抵押贷款的风险,所以具有较高的流动性。目前,证券化的趋势在欧美各国发展得非常迅速,并且已经蔓延到了抵押贷款之外的许多贷款类型。

在美国,抵押贷款的证券化是在政府的直接推动下发展起来的,其目的是为了开辟抵押贷款的二级市场,增加抵押贷款的流动性,从而使更多的资金流



入这一市场。成立于 1968 年的政府全国抵押协会,专门为私人机构发行的、符合一定条件的抵押担保证券提供担保,从而直接导致了美国第一份抵押担保证券的产生。直到今天,由政府全国抵押协会担保的抵押担保证券仍是美国数量最大的一种抵押担保证券。另外两家联邦信贷机构,即联邦住宅贷款抵押公司和联邦全国抵押协会则直接购买私人金融机构发放的抵押贷款,组成相应的抵押贷款组合,然后以此为基础发放抵押担保证券。其中前者所购买的抵押贷款主要是传统抵押贷款,后者所购买的抵押贷款则大多是由政府机构担保的。由上述三家机构担保或发放的抵押担保证券约占美国抵押担保证券的 98%。

5.3.3 衍生金融工具

衍生金融工具是一种合约,它的价值取决于作为合约标的物的某一金融工具、指数或其他投资工具的变动状况。衍生金融工具主要包括远期合约、期货合约、期权合约、认股权证(warrant)、互换(swap)协议及可转换证券(convertibles)等。近年来,衍生金融工具的交易变得越来越活跃,各种新的衍生金融工具不断被开发出来。这里仅介绍几种最基本的衍生金融工具。

1. 远期合约(forward contract)。

远期合约是一种最为简单的衍生金融工具。它是在确定的未来某一日期,按照确定的价格买卖一定数量的某种资产的协议。在远期合约中,双方约定买卖的资产称标的资产,约定的成交价格称协议价格,同意以约定的价格卖出标的资产的一方称作空头,同意以约定的价格买入标的资产的一方称作多头。

远期合约在外汇市场上十分普遍,因为它能够有效防范汇率波动的风险。例如一家外贸公司预计将在三个月后收到一笔外币货款,为了避免外币贬值的风险,它就可以同银行签订一个三个月的远期合约,约定在三个月后以某一既定的价格向银行出售这笔外汇。这样,无论三个月后该种外汇的汇率如何变动,该外贸公司都可以得到既定的本币收入。显然,若三个月后该种外汇在现汇市场上的汇率等于远期合约中规定的汇率,则该外贸公司是否进行这笔远期交易都一样,换句话说,该远期合约的价值为零;若前者小于后者,则外贸公司就可以从这笔远期合约中获益,或者说该远期合约对它有正的价值(相应地,对银行有负的价值);反之,若前者大于后者,则外贸公司如果不签订远期合约,直接在现汇市场卖出外汇就更为有利,也就是说,该合约对它有负的价值。这就是为什么我们说衍生金融工具的价值取决于其标的资产价格变动状况的原因。

2. 期货合约(futures contract)。

期货合约是在远期合约的基础上发展起来的一种标准化的买卖合约。和



远期合约一样,期货合约的双方也是约定在未来某一日期以确定的价格买卖一定数量的某种资产。但是期货合约和远期合约还是有很大的不同:

第一,合约的性质不同。期货合约是由交易所推出的标准化的合约,同种类型的每张合约所包含的标的资产的种类、数量、质量、交货地点、交货时间都是一样的,而远期合约则是由买卖双方自行协商制定的,其标的物的种类、数量、质量、交货地点和时间均由双方自行决定。

第二,交易的方式不同。期货合约的交易在交易所内集中进行,由交易所负责制定交易规则,维持交易秩序,并由交易所保证合约的履行。而远期交易则是由交易双方私下进行的。

第三,交易的参与者不同。由于远期交易是在私下进行,所以合约的履行完全依赖于双方的信用,因此只在一些大银行、金融机构、以及大企业之间进行;而期货合约的履行是由交易所保证的,因此一些中小企业也能够参与。

第四,实际交割的比例不同。绝大多数的期货合约在到期日之前就被相互冲销,也就是原先买入(或卖出)合约的一方通过在合约到期之前卖出(或买入)同等数量的同种合约来消除自己的多头(或空头)位置,从而不必真正进行合约标的资产的收付,而只须进行差额结算。只有很少的一部分(大约1%—2%)期货合约会进行实际的交割,但是90%以上的远期合约到期后都会进行实际的交割。因此,远期交易主要还是一种销售活动,而期货交易则主要是一种投资(机)活动。

3. 期权合约(option)。

期权合约赋予其持有者(即期权的购买者)一种权利,也就是使他可以(但不必须)在未来一定时期内以议定的价格向期权合约的出售者买入(看涨期权)或卖出(看跌期权)一定数量的商品或金融资产。当然,持约人为获得这一权利必须支付一定的代价,那就是他必须向期权的出售者支付一笔费用,即期权费。和前两种衍生金融工具不一样的地方是,期权合约交易双方的权利和义务是不对称的:期权的购买者只有交易的权利,而没有交易的义务;而期权的出售者则只有应期权购买者的要求进行交易的义务,而没有要求期权购买者进行交易的权利。期权购买者可以根据价格变动的情况决定是否进行交易。当价格变化对他有利时,他可以要求对方进行交易;在价格变动不利的情况下,他则可以放弃行使其期权,但此时他便白白损失了购买期权的费用。

有关期货和期权交易的具体内容,我们将在第8章中加以介绍。

4. 互换协议。

互换协议主要分为货币互换协议和利率互换协议两种。

货币互换又可以分为外汇市场互换和资本市场互换。外汇市场互换是指



交易双方按照既定的汇率交换两种货币,并约定在将来一定期限内按照该汇率相互购回原来的货币。外汇市场互换一般期限较短,不涉及利息的支付,不过出售看跌货币(软币)的一方应向出售看涨货币(硬币)的一方支付一定的手续费。资本市场互换的操作过程和外汇市场互换基本相同,也是双方按照一个相同的汇率相互出售和回购两种货币,不过其期限一般较长,通常为5至10年,而且在协议期间内,交易双方要向对方支付自己所购入币种的利息(换句话说,货币互换的双方实际上是相互借贷了两种不同的货币)。

利率互换是指交易双方将自己所拥有的债权(务)的利息收入(支付)同对方所拥有的债权(务)的利息收入(支付)相交换。这两笔债权(务)的本金价值是相同的,但利息支付条款却是不同的,从而通过交换,可以满足交易双方的不同需要(例如,某银行拥有的浮动利率资产大于浮动利率负债,为使这二者相互匹配,以消除利率变动所可能带来的不利影响,该银行可能希望将它的一部分浮动利率资产的利息收入换成固定利率的利息收入)。和货币互换不同的是,利率互换涉及的仅仅是利息支付的互换,而不涉及本金的互换。它又可以分为息票互换和基准利率互换。

息票互换(coupon swap)是同种货币的固定利息收入(支付)与浮动利息收入(支付)的互换。两笔债权(务)的本金名义价值、到期日与付息日都相同,所不同的只是一笔债权(务)的利率是浮动的,另一笔的利率则是固定的。这是最常见的一种利率互换。基准利率互换(basis swap)是币值相同,但基准利率不同的两笔浮动利息收入(支付)之间的互换。

互换交易通常以银行为中介。银行凭借其信息灵通、客户面广的优势,寻找具有互补性的交易双方,促成它们之间的交易,并从中收取手续费。当然银行自己也常常作为交易的一方进行互换交易,以调整自己资产负债结构,规避汇率和利率风险。

本章小结

1. 所谓金融,是指资金盈余单位和资金短缺单位之间的资金融通。这种资金融通可以通过两种方式进行:一种是直接金融,也就是短缺单位直接在证券市场上向盈余单位发行某种凭证(即金融工具),比如债券或者股票。另一种则是间接金融,即盈余单位把资金存放(或投资)到银行等金融中介机构中去,再由这些机构以贷款或证券投资的形式将它转移到短缺单位手中。

2. 金融中介机构是通过发行对自身的要求权来获得资金,然后用这些资金



去购买证券或发放贷款,从而在资金盈余单位和短缺单位之间发挥中介作用的金融机构。由于金融中介机构可以通过专业化降低信息成本和合约成本,通过多样化降低风险,还可以实现期限的转换,所以在各国的金融体系中,间接金融往往居于主导地位。

3. 金融中介机构一般可以划分为三种类型:即存款机构、投资性中介机构和合约性储蓄机构。存款机构即接受个人和机构存款,并发放贷款的金融中介机构。在美国,存款机构包括商业银行、储蓄贷款协会、互助储蓄银行和信用社;投资性金融中介机构包括金融公司和共同基金(含货币市场共同基金);合约性储蓄机构包括各种保险公司和养老基金。除此之外,美国还有一些政策性的金融中介机构。

4. 货币市场金融工具是指期限在一年以下的金融资产,主要包括短期国债、可转让定期存单、商业票据、银行承兑票据和回购协议。资本市场金融工具则是指期限在一年以上的金融资产,主要包括股票、债券和抵押贷款。衍生金融工具则是一种合约,它的价值取决于作为合约标的物的某一金融工具、指数或其他投资工具的变动状况。远期合约、期货合约及期权合约是几种最基本的衍生金融工具。

5. 所谓抵押贷款的证券化,是指抵押贷款持有人将一些性质相似的抵押贷款放在一起,构成一个抵押贷款组合,然后向第三方(通常是一些机构投资者,如养老基金等)出售这一组合的股份或参与证书。这种股份或参与证书通常被称为抵押担保证券或过户证券,证券的发行者负责定期向抵押贷款的借款人收取贷款的本金和利息,并支付给证券的持有者。由于抵押担保证券具有标准化的特点,并且可以有效地抵消单个抵押贷款的风险,所以具有较高的流动性。

复习与思考

1. 判断正误,并说明理由:

- (1) 美国有世界上最发达的证券市场,因此从证券市场上获得资金是美国企业的主要资金来源。
- (2) 投资于股票要冒很大的风险,但是投资于共同基金就没有任何风险了。
- (3) 既然企业是在一级市场上发行股票获得资金,二级市场上的交易只是投资者之间的事情,那么企业管理者就不必为本企业股票在二级市场上的价格涨落而操心。
- (4) 期货合约就是远期合约。
- (5) 美国是一个典型的市场经济国家,因此在美国,资金的流向完全是由市场决定的,政府不作任何干预。



2. 直接金融和间接金融各有哪些利弊?
3. 为什么私人之间的借贷利率往往要高于从银行贷款所支付的利率?
4. 金融中介机构一般可以分为哪几种类型,这些不同类型的金融中介机构在资金来源和运用上有何区别?
5. 为什么货币银行学特别注重对存款机构这类金融中介机构的研究?
6. 开放型共同基金和封闭型共同基金有何不同?
7. 为了促使资金流向政府希望的部门或产业,美国成立了哪些政策性的金融中介机构? 它们的职能分别是什么?
8. 利用股票这种金融工具进行融资对发行者有何好处?
9. 抵押贷款的证券化是怎么回事,它有何意义?
10. 什么是衍生金融工具? 试举例说明为什么衍生金融工具的价值取决于标的资产的变动状况。
11. 负债比率过高是困扰我国国有企业的一个重要难题,有些经济学家建议通过发展证券市场的办法来解决这一问题,试对这一观点加以评述。

参考文献

- Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers, 1991, *Principles of Corporate Finance*, 4th edition, McGraw-Hill, Inc. .
- Fobozzi, Frank J. and Franco Modigliani, 1992, *Capital Market: Institutions and Instrument*, Prentice-Hall, Inc. .
- Johnson, Ivan C. and William W. Roberts, 1988, *Money and Banking: A Market-Oriented Approach*, 3rd edition, The Dryden Press.
- Mayer, Thomas, James S. Duesenberry, Robert Z. Aliber, 1993, *Money, Banking and the Economy*, 5th edition, W. W. Norton & Company.
- Mishkin, Frederic S. ,1992, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 3rd edition, Harper Collins Publisher.
- Ritter, Lawrence S. and William L. Silber, 1991, *Principles of Money, Banking, and Financial Markets*, 7th edition.
- Ross, Stephen A. , Randolph W. Westerfield and Jeffrey F. Jaffe, 1993, *Corporate Finance*, 3rd edition, Richard D. Irwin, Inc. .
- 欧阳卫民:《中国金融市场导论》,中国金融出版社 1996 年版。
- 戴相龙主编:《领导干部金融知识读本》,中国金融出版社 1997 年版。

第 6 章

商业银行：业务与管理

上一章我们从总体上对金融体系进行了介绍。这一章我们将集中探讨最重要的金融中介机构——商业银行的业务和管理。本章的内容包括：商业银行的历史和发展趋势，介绍商业银行的产生、发展和未来走向，以及中国银行业的发展过程；商业银行的资产与负债，通过商业银行的资产负债表来考察商业银行的主要业务；商业银行的中间业务和表外业务，介绍商业银行未体现在资产负债表中的其他盈利活动；商业银行的管理，重点介绍商业银行的资产负债管理。

102

6.1 商业银行的历史和发展趋势

6.1.1 商业银行的历史

银行业是一个古老的行业，它起源于古代的银钱业和货币兑换业。早在公元前 2000 年的巴比伦，以及古代的希腊和罗马，就有了银钱业主和货币兑换商。这些早期的金融活动家通常聚集在寺庙的周围，为各国的朝拜者兑换当地的货币，或者替他们保管货币。除了货币的兑换和保管之外，他们还还为往来的客商提供异地支付的服务。例如某一甲地的客商要向数百公里外乙地的某一客商支付一笔款项，他就可以直接把钱交给甲地的银钱业主，由该银钱业主开具文书，通知他在乙地的代理人向乙地客商支付这笔款项，从而避免了甲地客商长途携带货币到乙地去的风险和麻烦。这有点类似于我们今天的邮局汇款，也是现代商业银行提供的一项基本服务。

银钱业主和货币兑换商通过从事货币的兑换、保管及异地支付业务，积聚了大量的货币。由于所有存款人不会同时提取他们所托管的货币，所以银钱业



主只需将所收存款的一部分留在自己手中,以备日常的提款需要,其余的则可以贷放出去,收取利息。为了获得更多的资金来发放更多的贷款,他们开始向存款者支付利息,而不是向他们索要保管费。贷款利率和存款利率之间的差额,便是银钱业主的利润。当他们这样做时,古代的银钱业也就慢慢开始向商业银行转变。

现代意义上的银行起源于文艺复兴时期的意大利。当时的意大利是欧洲各国商业贸易的中心。随着商业的发展,在威尼斯和其他几个城市出现了一些专门从事货币兑换的人。他们除了买卖外国货币外,还接受活期和定期存款。活期存款的过户通常是根据存款人的口头通知进行的。这些经营货币的商人通常坐在长板凳上进行交易,所以意大利人便把他们称为“banco”——坐在长板凳上的人。英文的“bank”一词便是由此而来的。[而“bankruptcy”(破产)一词,则是源于存款人砸坏无力还债的银行家的长板凳这一意大利习俗。]在这些银行家当中,最著名的是佛罗伦萨的梅迪西家族。这个家族在1397年建立了世界上第一家银行——梅迪西银行,并且在此后的一个多世纪里,控制了整个意大利的银行业。

英国的银行家则起源于为顾客保管金银的金匠。这些金匠们发现,顾客一般不会在同一时间内要求提款,所以他们可以将一部分金银贷放出去,而只保留一定比例的储备量来应付顾客的提款要求。他们还还为存款人开出收据,这些收据可以兑现也可以转让。渐渐地,为了转让的方便,这些收据的金额开始走向标准化,并最终演变成了整数金额的私人银行券,即由银行家发行且可以随时兑现的流通券。

早期的商业银行,由于规模小、风险大,所以经营成本比较高,贷款利率也就比较高,不能满足工商企业的发展需要。1694年,在政府的支持下,英国出现了第一家股份制商业银行——英格兰银行。它规定的正式贴现率只有4.5%至6%,大大低于早期银行业的贷款利率。这意味着高利贷在金融领域的垄断地位遭到了动摇。到18世纪末19世纪初,各主要的资本主义国家都纷纷建立了规模巨大的股份制商业银行。这些银行由于资金雄厚,业务全面,有很强的规模经济效益,所以收取的利率较低,极大地促进了工商业的发展。与此同时,商业银行在整个经济体系中的地位也日益提高,成为最重要的经济部门之一。

6.1.2 商业银行的发展趋势

第二次世界大战之后,尤其是80年代以来,西方商业银行的业务和经营发生了深刻的变化,商业银行集中化、全能化、电子化和国际化的趋势非常明显。



1. 集中化。

由于竞争的加剧,银行业务的多样化和全球化,战后银行集中化的趋势非常明显,许多国家的银行业已主要为少数几家大银行所控制。例如,德国的银行业主要集中在德意志银行、德累斯顿银行、商业银行三家大商业银行手中;英国的国民西敏寺、米兰、巴克莱和劳合四大清算银行所吸收的存款则占全国银行存款的一半以上。即使是在一贯强调竞争的美国,在1953至1978年的25年间,被合并的银行也达3819家之多。进入90年代以后,由于管理法规方面的松动,银行业集中化的进程更是不断加速,银行并购浪潮风起云涌,而且所涉及的金額屡创新高。

日本在80年代末“泡沫经济”崩溃后,经济陷入萧条,银行大面积亏损,金融业面临严重危机。为摆脱困境,日本加快了放松金融管制的步伐。在此背景下,日本出现了大规模的银行兼并浪潮。较早出现的合并案例有第一银行和劝业银行合并为第一劝业银行;协和银行和埼玉银行合并为旭日银行;三井银行和太阳神户银行合并为樱花银行。1995年,原资产在全世界排名分别为第6和第10位(1994年3月31日排名)的日本三菱银行和东京银行宣布合并,组成东京三菱银行,合并后的东京三菱银行资产额达7014亿美元,一跃成为世界第一大银行。此举在国际金融界引起极大关注。不久,因下属职员在美国炒卖国债出现巨额亏损的大和银行又被迫宣布与世界排名第3的住友银行合并。

美国银行业从80年代初开始的放松金融管制浪潮在90年代达到高潮。1994年8月,美国废除了限制商业银行跨州设立分支行的《麦克法登法案》。1995年5月,美国又解除了不许商业银行经营证券业的限制。以此为契机,美国出现了空前的银行业并购浪潮。1995年8月28日,美国第4大银行化学银行宣布同全美第6大银行大通曼哈顿银行合并,合并后拥有2970亿资产,超过花旗银行居全美第一。同年11月6日,排名第29的第一银行宣布以103亿美元收购美国第14大银行——第一州际银行,从而创下美国银行业并购所涉及资金的最高纪录。1998年4月6日,从纽约华尔街再次传来令世人震惊的银行合并消息:花旗公司总裁约翰·里德和旅行者集团总裁斯坦福·韦尔宣布,这两家巨型金融集团将进行合并,成立新的花旗集团(Citigroup)。一个星期后,美国第一银行(Banc One)宣布与第一芝加哥银行(First Chicago)合并,美洲银行(Bank America)宣布与国民银行(Nations Bank)合并。这些巨型银行的合并预示着一个新的银行合并高潮正在到来。

欧洲的银行业同样不平静。1992年,香港汇丰银行收购英国四大银行之一——米兰银行9成以上股份,组建在英国注册,但总部仍在香港的汇丰银行持股公司,并一跃成为全球十大银行之一。1995年2月,在衍生工具交易上出



现巨额亏损的老牌商人银行(相当于一般所说的投资银行)——巴林银行——被荷兰国际集团收购。同年10月,英国四大银行中的另一个——劳合银行,宣布与英国信托储蓄银行合并,组建劳合一信托储蓄银行集团公司,成为英国最大的商业银行。据统计,1997年欧洲金融界共发生463起并购案,总金额达1341亿美元。

银行业的合并不仅使银行的规模越来越大,使全球金融市场的竞争日益进入垄断竞争的时代,而且使银行业与证券、保险等行业的界限日益模糊,商业银行越来越朝着全能化的方向发展。这一切对银行业的监管提出了新的挑战。

专栏 6.1

花旗公司和旅行者集团的合并

1998年4月6日,美国花旗银行(Citibank)的母公司花旗公司(Citicorp)和旅行者集团(Travelers Group)宣布合并,这一消息给国际金融界带来了极大的震动。这次合并之所以引人注目,不仅仅是因为其涉及1400亿美元资产而成为全球最大的一次合并,更重要的在于,一旦这次合并得到美国联邦储备委员会的批准,合并后的实体将成为集商业银行、投资银行和保险业务于一身的金融大超市,从而使“金融一条龙服务”的梦想成为现实。

花旗公司原为全美第一大银行,1996年美国化学银行和大通曼哈顿银行合并后,屈居次席。旅行者集团是一家总部设在纽约的老字号保险金融服务公司,是道琼斯30种工业股票中的一员。早期以经营保险业为主,在收购了美邦经纪公司后,其经营范围扩大到投资金融服务领域。1997年底又以90多亿美元的价格兼并了所罗门兄弟公司,成立了所罗门—美邦投资公司,该公司已居美国投资银行的第二位。至此,旅行者的业务已包括投资服务、客户金融服务、商业信贷和财产及人寿保险业四大范围。

合并后的新公司将命名为“花旗集团”(Citigroup)。旅行者集团首席执行官斯坦福·韦尔和花旗公司董事长约翰·里德同时担任花旗集团董事会主席。根据协议,旅行者集团的股东将以1股换新公司1股,花旗公司的股东将以1股换新公司2.5股的方式获得新公司的股份。合并完成后,原来的两家公司将各持新公司股份的50%。根据两家公司原来的财务及业绩计算,新组成的花旗集团1997年的资产为7000亿美元,流通股市值超过440亿,以市值而言,是全球最大的金融服务公司。新组成的花旗集团将集中于传统的商业银行业务、消费者信贷、信用卡业务、投资银行业务、证券经营业务、资产管理业务及地产保险和人寿保险等业务。韦尔说,新集团将成为一家经营全球多元化消费者金融服务的公司,一家杰出的银行,一家全球性资产管理公司,一家全球性投资银行及证券交易公司,一家具有广泛经营能力的保险公司。

花旗公司和旅行者集团即将合并的消息在世界金融界引起了巨大的震动。欧、日对此极为不安,欧洲舆论呼吁欧洲金融界尽快采取类似的兼并行动以防止美国金融界独霸全球;日本认为,花旗集团的出现使日本中小银行面临更为严峻的生存压力,同时也将冲击亚洲金融界。可以预料,花旗集团的出现将在美国乃至世界的银行与金融服务公司之间引起新一轮的兼并和合并浪潮,从而形成更多业务广泛的金融集团公司。

2. 全能化。

20世纪30年代大危机之后,英国、美国(以及战后主要受美国影响的日本)开始对商业银行的业务范围,尤其是对商业银行从事投资银行业务进行了严格的限制,从而形成了一种职能分工型的银行体制。在这种银行体制下,法律对各种金融机构的业务范围进行具体的分工,有的专门从事长期金融,有的专门从事短期金融,还有的专门经营证券的买卖或信托业务。其中最重要的是,银行业必须和证券业分离,商业银行不能从事股票和公司债券的承销和交易。根据这种分工,商业银行主要从事的是短期工商业贷款业务。与此同时,欧洲大陆的德国、奥地利和瑞士等国则继续奉行全能型银行体制,商业银行可以不受限制地从事各种类型的存款、贷款,以及全面的证券业务。在很长一段时间内,关于这两种银行体制究竟孰优孰劣的问题一直是经济学家们争论不休的话题。赞成全能型银行体制的意见认为,商业银行从事投资银行业务将加强证券业的竞争,从而使证券的发行者和购买者都获益;赞成职能分工型的意见则认为,允许商业银行从事投资银行业务将使商业银行风险更大,金融体系更不稳定,甚至重蹈大危机时期的覆辙。尽管直至今日,这种争论也还在继续,但是在最近二三十年来,特别是80年代以后,职能分工型银行体制已经逐渐向全能型体制转变却是一个不争的事实。

106 首先是商业银行自70年代开始,大量进入长期抵押贷款市场,从而突破了以往仅限于发放短期贷款的限制;同时商业银行还开发出了许多新的中间业务和表外业务(参见第3节),以获取手续费收入。

更为重要的是,自80年代以来,随着金融自由化的发展,商业银行已经通过多种途径渗透到证券、保险等各个行业,金融业之间的界限日益模糊。从1986年开始,英国重新允许商业银行进入投资银行领域。加拿大于1987年取消了银行、证券业务分离制,1991年通过了银行、信托、保险通过子公司实现业务交叉的方案,1992年又允许银行通过子公司经营信托和保险业务,并允许设立大型复合金融机构。日本在80年代中期也开始出现一些银行业和证券业混业经营、混业管理的情形。1993年4月,日本金融制度改革法出台,银行与证券业混业经营遂成定局,银行间的专业壁垒也被打破。在1997年的亚洲金融危机中,日本银行业遭到重创,但是日本并没有回复到原先的管制轨道上去,而是实行更彻底的金融改革(即所谓的“东京大爆炸”),进一步放松对金融机构业务范围的限制。在美国,商业银行与投资银行的相互渗透也发展得非常迅速。1986年11月,美国联邦储备银行批准日本住友银行股份有限公司向高德曼·萨克斯这一大型投资银行投资5亿美元,从而首开了美国战后商业银行插足投资银行业的先例。1995年,美国联邦众议院银行委员会最终通过一项法案,废

止了大萧条时期禁止商业银行和投资银行合并的《1933年格拉斯—斯蒂格尔法案》，允许大的商业银行和投资银行合并，形成新的金融集团，以便与日本和德国的大银行竞争。这意味着美国又朝全能型银行体制方向迈进了一大步。法规上的松动为金融机构混业经营扫清了障碍，借助于并购这一有力的武器，金融机构迅速地扩大了自己的业务范围。

3. 电子化。

科学技术每天都在改变着我们的生活，这句话用在金融业也是恰如其分的。借助于迅速发展的计算机技术，许多新的银行自动化服务项目不断被开发出来，极大地方便了人们的生活。目前已广泛使用的银行自动化服务包括现款支付机、自动柜员机，以及售货终端机等。现款支付机是一种放在银行营业大厅内代替出纳员工作的机器。客户可以凭银行发行的塑料卡支取现金。自动柜员机则更进一步，它不仅装在银行的营业厅内，而且也装在商场、购物中心，以及机场、车站等人口流动量大的地方；不仅可以办理存取款业务，还可以办理转账、查取存款余额等业务。售货终端机则是一种把银行、商店和顾客三方而联系在一起的电脑结算系统。顾客购物时，只需将专用的银行卡塞入终端，然后输入个人密码，购物款项便会自动从购物者的账户转移到商店的账户上，整个过程瞬间就可以完成。这些自动化服务对存款人有很大的吸引力。

信用卡的普及也应归功于计算机技术的应用。实际上，早在第二次世界大战之前，一些著名的商号，如西尔斯—罗伯克百货公司、梅西百货公司等就开始向消费者提供信用卡。二战后，美国的就餐俱乐部开办了全国性的信用卡业务，此外发行信用卡的还有美国运通公司等。但是由于经营成本高昂，信用卡并未真正得到普及，许多银行开办信用卡业务的早期尝试也归于失败。从60年代后期开始，计算机技术的发展大大降低了信用卡的经营成本。银行再次尝试参与这一行业，并取得了很大的成功。最早由美洲银行开办的美洲银行卡（现更名为维萨卡，由维萨公司发行）和由银行同业协会发行的万事达卡已经成为全球性的信用卡。

计算机技术还引起了银行内部业务处理和银行资金转账系统的革命。大量的银行业务，如记账、运算、审核、传递、清算、交割都通过计算机进行，不仅大大提高了效率，而且减少了许多人为的失误。通过引入计算机管理，银行的资产负债管理可以达到更为精确、更为快捷的水平。银行的资金转账系统是银行电子化程度最高的环节。通过一个或多个计算机处理中心及众多的电脑终端连接而成的电子资金转账系统，银行与客户之间，银行与银行及其他金融机构之间的资金划拨瞬间就可以完成。目前世界上最重要的电子资金转账系统有美国的“联邦储备支付系统”（Fed Wire），美国纽约的“银行同业收付系统”



(CHIPS), 英国的“票据交换所自动收付系统”(CHAPS), 以及由全球 50 多个国家和地区的 1000 多家银行组成的国际性银行资金清算系统——全球银行间金融电讯协会(SWIFT)。

4. 国际化。

60、70 年代以来,银行业的国际化取得了令人瞩目的发展。以美国为例,在 1960 年,美国只有 8 家银行在国外设有分支机构,其资产总额不超过 40 亿美元。但是到 90 年代初,已经有 100 多家美国银行在国外设立了近 1000 多家分行或附属机构,其资产总额达 5000 亿美元。与此同时,许多欧洲、日本的银行也纷纷在美国设立了分支机构,这些外国银行在美国吸收的存款约占美国银行存款总额的 10%,其贷款将近美国银行贷款总额的 20%。

银行业国际化的主要原因有两个。首先是由于国际贸易和跨国公司的迅速发展,使得银行的国际业务,如贸易融资、国际结算等迅猛增加。随着战后国际经济交往的日益频繁,尤其是国际间的商品和资本流动迅速增长,以及跨国公司的急剧增加,银行的各项国际业务都有了很大的发展,客观上就要求银行把自己的服务网络延伸到国外。因为许多企业在国外开展业务的时候,虽然也可以利用所在国的银行,但是它们往往同本国银行有着长期的合作关系,因此更愿意同本国银行打交道,所以银行有必要在海外设立分支机构。

银行业国际化的另一个原因是由于欧洲货币市场的迅速发展,使得越来越多的银行把吸引海外存款当作重要的资金来源。欧洲货币中最主要的是欧洲美元。它最初是指存在欧洲(主要是伦敦)的美元存款。由于第二次世界大战后,美元成为主要的国际支付手段,许多欧洲的企业和政府,愿意持有美元资产。这样大量的美元就开始流向西欧,形成欧洲美元。当时的苏联也在欧洲美元市场的形成中扮演过重要的角色。因为在冷战之前,苏联曾在美国的银行中拥有大量的美元存款。冷战开始后,由于担心美国冻结其资产,苏联就把这些存款转移到了欧洲,并且仍以美元的形式持有,所以这些存款也就成了欧洲美元。后来,在欧洲之外,香港、新加坡以及加勒比地区也积聚了大量的美元存款,这些存款也被称为欧洲美元。随着国际经济交往的日益密切,其他一些可自由兑换的货币,如日元、法国法郎、西德马克等,也开始被存入它们各自的发行国境外的银行。这些“离岸”存款被统称为欧洲货币,如欧洲日元、欧洲法国法郎、欧洲西德马克等。自从 50 年代产生以来,欧洲货币市场得到了迅速发展,现在已经成为发达国家商业银行的重要资金来源之一。

欧洲货币市场之所以发展迅速,是因为它是一个离岸的金融市场,很少受到所在国的管制。所在国意识到一旦它加强管制,这些市场便会转移到别处,



这样它就得不到任何好处。所以它宁愿放松管制,有时甚至实行某些税收优惠来吸引外国的金融机构。由于在欧洲货币市场上经营灵活,可以节约某些因管制引起的成本(例如因法定准备金要求引起的资金闲置),而且还可能享有某些税收优惠,所以欧洲货币市场上的存款利率比较高,贷款利率比较低,这样对存款者和贷款者都比较有吸引力,许多国内的资金也转移到这样的市场上来。银行为了竞争资金来源,便竞相在各大国际金融中心,如纽约、伦敦、东京等设立分支机构,从而加快了银行业的国际化。

6.1.3 中国的银行业

中国较早就有关于高利贷的记载,但是有关银钱业的大量记载则是始于唐朝。北宋的时候,在四川境内出现了世界上最早的纸币,它以铁钱为本位,不能完全流通。到明、清两代,钱庄、银号、票号先后兴起,银钱业有了较大的发展,但是未能向现代银行转化。

1. 现代银行的出现和初步发展。

中国出现的第一家新式银行是1845年英国丽如银行在广州开设的分行,此后各主要资本主义国家的银行相继在中国开设分行。中国自办的第一家银行是1897年在上海设立的中国通商银行。该银行的设立标志着中国现代银行业的产生。中国通商银行名义上是商办的,但实际上受清政府和官僚资本控制。1904年在北京成立的官商合办的户部银行是中国最早的中央银行。该行1908年改称大清银行,1912年改组为中国银行,仍为中央银行性质的官商银行。此后,随着民族资本主义工商业的发展,私人银行业在中国也逐渐得到发展。

在国民党统治时期,中国的金融业主要为官僚资本所垄断。国民党政府控制着的所谓“四行二局一库”金融体系:“四行”指中央银行、中国银行、交通银行和中国农民银行;“二局”指中央信托局和邮政储蓄汇业局;“一库”指中央合作金库。这些官僚金融机构控制着国统区的金融命脉。在官僚资本的夹缝中,民族资产阶级银行也顽强生长,著名的有所谓的“小四行”(中国通商银行、四明银行、中国实业银行和中国国货银行)、“南三行”(浙江兴业、浙江实业和上海商业储蓄银行)和“北四行”(盐业银行、金城银行、中南银行及大陆银行),此外还有众多的中小银行。

2. 改革之前的银行体制。

新中国成立之前,在共产党领导下的根据地就建立了一批银行,并发行了自己的货币。1948年12月1日,中国人民银行在石家庄成立,并开始了人民币



的发行。新中国成立之后,接管了国民政府设立的国家银行和官僚资本银行,并通过公私合营完成了对私营金融业的改造,建立了以中国人民银行为主体的国家银行体系。

传统的银行体制是计划经济的产物,它有以下特点:

第一,“大一统”性。虽然形式上也曾有其他的金融机构存在,但中国人民银行实际上是全国唯一的一家银行。它的分支机构按行政区划逐级设立,由总行统一领导和指挥。它既是宏观管理机构,又是微观经营实体。

第二,非独立性。中国人民银行作为政府的一个部门,其任务是执行政府的货币政策,以保证实物计划的完成,即所谓的“物资随着计划走,资金、信贷随着物资走”,银行只是充当国民经济各部门的会计和出纳,对经济的调节作用十分有限。

3. 银行体制的改革。

随着经济体制改革的深入,传统的银行体制越来越无法适应形势的需要。因此自1979年以来,中国的银行体制进行了一系列改革,其中最重要的是传统的“大一统”银行体制已经被现代的多层次的银行体制所代替。

改革从设立独立经营,实行企业化管理的专业银行开始。首先是中国农业银行在1979年2月恢复,随后中国银行和中国人民建设银行也分别从中国人民银行和财政部分设出来。1984年1月1日,中国人民银行正式成为中央银行,同时成立了中国工商银行,负责办理原来由人民银行办理的全国工商信贷业务和城镇储蓄业务。至此,原来的“大一统”银行体系转化成了由中央银行和四大专业银行分立的双层银行体系。四大专业银行的业务有所分工,但已渐渐重叠。到1993年11月,中共十四届三中全会进一步作出了将专业银行转变为国有独资商业银行,以及成立三家政策性银行(中国农业发展银行、中国进出口银行和国家开发银行),使政策性业务和经营性业务分离的决定。1994年,三家政策性银行正式成立,专业银行向商业银行的转化迈出了实质性的一步。

除四大国有独资商业银行之外,中国还批准成立了一些股份制商业银行,如交通银行、中信实业银行、光大银行、招商银行、深圳发展银行、华夏银行、广东发展银行、福建兴业银行、上海浦东发展银行、中国民生银行等。此外,在原来城市信用合作社的基础上,还组建了一批城市合作银行。与此同时,中国银行业的对外开放步伐也大大加快。截至1998年底,中国境内的外国银行分行达151家,法人外资银行13家,中外合资银行4家。

因此,目前中国的银行体系是由中央银行、政策性银行、国有独资商业银行、股份制商业银行、合作银行和外资银行共同组成的。

6.2 商业银行的资产、负债与资本

要了解商业银行是做什么的,从它的资产负债表入手也许是最为方便的。资产负债表的左边代表商业银行持有的各项资产(即资金运用);右边代表商业银行的负债(即资金来源),它又可分为银行负债和银行资本两大类。资产负债表的左右两边始终是相等的,即

$$\text{资产总额} = \text{负债总额} + \text{银行资本}^{\text{①}}$$

商业银行所做的工作,就是在拥有一定量资本的前提下,通过发行对自身的债权(即负债)来获得资金,然后用这些资金去购买资产;通过从资产上获得的收益,来弥补发行各种负债的费用,并且获得一定的剩余(即利润)。下面我们以1990年底美国所有商业银行合并起来的资产负债表(见表6.1)为例,对商业银行的资产和负债作逐项考察。

表 6.1 美国 1990 年底所有商业银行合并资产负债表

资产(资金运用) (按流动性高低排列)		负债(资金来源) (按流动性高低排列)	
准备金	2	支票存款	18
收款过程中的现金	3	非交易存款	
在其他银行的存款	2	储蓄存款	17
证券		小额定期存款(<\$10万)	19
美国政府及其所属机构	13	大额定期存款	15
州和地方政府及其他证券	6	借款	24
贷款		银行资本	7
工商业贷款	19		
不动产贷款	24		
消费者贷款	11		
银行间贷款	6		
其他贷款	7		
其他资产(如实物资产)	7		
总额	100	总额	100

注:表中数据均为百分数,即各项占总额的百分比。

资料来源:《联邦储备公报》,转引自 Mishkin, 1992, p. 199。

① 这实际上是一个事后的会计恒等式。即银行资本始终为资产总额减去负债总额后的差额。一旦银行的负债超过资产,即银行资本为负值,也就意味着银行的破产。



6.2.1 资产

商业银行的资产一般包括下面几大项：

1. 准备金。

准备金即商业银行为应付日常的提款要求而保留的流动性最高的资产。它由银行的库存现金(即商业银行保留在自己保险柜中的现金)和商业银行在中央银行的存款两部分组成,其中后者占主要部分。对于商业银行来说,准备金是收益最低的资产,因为多数国家(如美国)的中央银行都不为商业银行在中央银行的存款支付利息(中国除外),至于银行的库存现金,更不会有利息收入。但准备金却是商业银行维持正常经营所必需的。如果商业银行把所有的资金都贷放出去了,那么当存款人要求提款时,它便会无力支付,从而陷入流动性危机。为了防止这种情况的出现,各国的银行法一般都要求银行保持一个最低的准备金率(准备金与存款的比率),即法定存款准备金率。一般流动性越高的存款,法定准备金率也越高。中央银行有权在一定范围内变动法定准备金率。但是商业银行并不需要在所有时间内都符合法定准备金要求,而只需在一段时间内的平均数额达到规定标准即可。超过法定准备金的那部分准备金叫超额准备金。超额准备金可以用来应付提款、发放贷款,或者购买证券。

2. 收款过程中的现金。

它是指在支票清算过程中,已记入商业银行的负债,但实际上商业银行还未收到的那部分资金。例如,当存款人将一张由A银行开出的支票存入B银行时,B银行将在其资产负债表的负债方记上该存款人相应金额的存款。假定与此同时,这笔资金也迅速由A银行的账户转到了B银行账户上,那么B银行只须在其资产方的准备金账户上增记相应金额就可以了。但事实上支票的清算是需要一定的时间的,在B银行实际收到这笔金额之前,其准备金并没有增加,因而只能在资产负债表上资产方的“收款过程中的现金”项下记入相应的金额。待收到资金后,再把它转入准备金账户。

3. 在其他银行的存款(同业存款)。

许多小银行在大银行,即它们的代理行存款。作为回报,大银行将为它们提供支票清算、外汇交易,以及证券购买等方面的服务。这种制度被称为代理行制。另外,大的商业银行通常与其他国家的商业银行存在代理关系,以便于彼此之间进行跨国的支票清算。

上述三项资产通常被合称为“现金项目”。现金项目的流动性最高,是商业银行的一级储备。



4. 证券。

证券投资是银行重要的收入来源之一。除德国、瑞士、奥地利等少数实行全能商业银行制的国家之外,多数国家都明文禁止商业银行购买工商企业的股票,因此商业银行证券投资的对象主要是各种债券,包括政府债券、政府机构债券、地方政府债券和公司债券、金融债券等。商业银行投资于证券有三方面的好处:(1)灵活运用闲置资金,获取投资收益。证券投资的收益包括证券的利息和资本利得两个方面。(2)加强流动性。保持资产的流动性是商业银行追求的目标之一。由于有价证券大多有发达的二级市场,当银行面临现金不足时,可随时将它们出售。特别是短期政府债券,安全性和流动性都非常高,它通常被当作商业银行的二级储备。(3)降低风险。通过选择多样化的证券组合,商业银行可以有效地分散风险。此外,证券投资还可能带来其他一些好处,例如通过购买地方政府发行的债券,商业银行可以密切同地方政府的合作关系。因为这些原因,证券投资在商业银行资产业务中的比重在过去几十年中有明显的上升。

5. 贷款。

贷款是流动性比较低的一种银行资产,因为在贷款到期日之前,银行很难将它收回。相应地,它的利率在各种资产中也是最高的,构成了商业银行最主要的收入来源(约占美国商业银行收入的60%)。

贷款可以从多个角度加以划分。在中国,按照贷款的用途,可以将它分为流动资金贷款和固定资金贷款;按照贷款的期限,可以将它分为短期贷款(1年以内,含1年)、中期贷款(1至5年,含5年)和长期贷款(5年以上);按照贷款的保障形式,可以将它分为信用贷款、担保贷款(含保证贷款、抵押贷款和质押贷款)和票据贴现贷款;按照贷款的占用形态,可以把它分为正常贷款、逾期贷款、呆滞贷款和呆账贷款(后三类即所谓的不良贷款)。

表6.1给出的是美国较为流行的贷款分类方法,即把贷款分为工商业贷款、不动产贷款、消费者贷款、同业贷款和其他贷款。其中工商业贷款是银行为工商企业的生产或销售需要而发放的贷款。发放这类贷款是商业银行的传统业务,所以它在这方面具有较大的优势。不动产贷款是以企业或个人的住宅、土地、厂房、设备等不动产为抵押而发放的贷款,其期限一般较长。消费者贷款是发放给消费者个人,主要用于购买汽车、活动房屋等耐用消费品的贷款,它一般以消费者所购买的耐用消费品为抵押,采取分期付款的方式偿还。信用卡贷款也是消费者贷款的一种形式,当持卡人的支出金额超过他在发卡银行的支票存款余额(即信用卡透支)时,其差额就自动成为银行对他的贷款。同业贷款则是银行之间为调剂资金余缺而相互发放的贷款。



6. 其他资产。

其他资产包括商业银行拥有的实物资产(如建筑、设备)等。

6.2.2 负债(liabilities)

负债代表商业银行的资金来源,与此相关的业务被称为负债业务。从表 6.1 看,商业银行的负债主要包括:

1. 支票存款。

支票存款是流动性最高的一种负债,支票存款的所有者可以随时要求提取账户中的余额,也可以向第三者开出支票,由第三者凭支票到开户银行要求付款。因此,支票存款可以直接起到交易媒介的作用,所以一般都把它看作货币的一个组成部分。传统上,支票存款是商业银行最重要的资金来源,但是随着其他负债业务的发展,支票存款在商业银行资金来源中的比重出现了显著的下降。

在美国,支票存款有三种不同的形式:

第一种是不付息的活期存款(demand deposits)^①。根据美国法律规定,商业银行不能向这类存款支付利息,因此商业银行主要通过提供免费服务来吸引存款者,例如银行可以为持有活期存款的企业代发工资、代交水电费等。这实际上是另一种形式的利息,只不过比较隐蔽罢了。

第二种是有息的可转让提款单存款(NOW)和超级可转让提款单存款(Super-NOW)。可转让提款单最早是于 1972 年由马萨诸塞州储蓄银行发行的,目的是为了避开不能对活期存款支付利息的限制。其实可转让提款单和支票只有名称上的不同,功能则是完全一样的。

第三种支票存款是货币市场存款账户(MMDA)。它是产生于 1982 年的一种创新金融工具。和前两种支票存款不同,商业银行不必为货币市场存款账户保留法定准备金,但货币市场存款账户每月可签发的支票数量是有限的。

2. 非交易存款。

非交易存款的利息较支票存款高,但不可开支票,因而不能直接充当交易媒介。在美国,非交易存款也有三种基本类型:储蓄存款、小额定期存款和大额定期存款。

储蓄存款账户上的资金可以随时存取(根据美国的法律,银行在接到提款

^① 注意,这和我们平时所讲的活期存款不同。我们在日常生活中所讲的活期存款实际上是指不可开支票的储蓄存款,它只对存款者本人来说是可以随时支取的,并不能对第三者开出支票。

要求后,可以拖延 30 天支付,但是现实中由于竞争的存在,这种情况基本上不会发生)。存入、提取或利息支付要么记载在储户的存折上,要么记载在银行提供的月度报告上。

小额定期存款(10 万美元以下)有固定的期限。提前支取虽然并非不可以,但要损失一定的利息,因此它的流动性较低,利率比储蓄存款高。

大额定期存款(CDs)(10 万美元以上)产生于 1961 年,它可以像债券一样在二级市场上流通,所以是一种流动性很高的金融工具。其期限通常为 1 年或者更短。由于金额较大,主要为机构投资者所购买。

从表 6.1 看,在 1990 年末,上述三种非交易存款合计共占美国商业银行资金来源的 51%,因此它们构成了美国商业银行最重要的资金来源。

3. 借款。

商业银行可以向中央银行、其他商业银行或者企业借款,以弥补暂时性的准备金不足或获取额外的利润。商业银行从中央银行获得的贷款称为贴现贷款,商业银行及其他金融机构之间的资金借贷则被称为同业拆借。美国的同业拆借市场叫做联邦资金市场,它是一个庞大的市场,其特点是资金可以被立即划转,而且大多是按天(隔夜)拆借的。商业银行将大部分准备金存在联邦储备系统(美国的中央银行),资金富余的银行和资金短缺的银行达成借款协议,通过电传通知联邦储备银行,联邦储备银行立即将贷出银行的一部分准备金划转到借入银行的账上。联邦资金市场上的贷款利率被称为联邦资金利率,它是一个重要的货币政策中介目标。

商业银行向企业借款通常是以证券回购协议(RPs)的方式进行的:银行向企业“卖出”证券,并承诺在某一日按原来议定的价格重新买回这些证券,这样银行就暂时获得了一笔资金的支配权,企业则获得利息收入。许多回购协议的期限只有一天,即隔夜回购协议。

在过去几十年间,借款在商业银行负债中的比重有显著的增加(1960 年时,借款在美国商业银行负债中的比例仅为 2%,而到 1990 年末,这一数字已上升到 24%),这主要是商业银行越来越强调负债管理的结果。

6.2.3 银行资本

银行的总资产减去总负债之后的余额,就是银行资本。它代表了商业银行股东的所有者权益,或者说银行所有者的净财富。当它等于零或者负值时,银行便资不抵债,只能宣告破产。因此,银行资本是商业银行所能承担的最大资产损失。显然,商业银行的资本越充足,破产的可能性就越小。由于商业银行



破产会直接损害存款人的利益,所以各国的银行法一般都对其商业银行有一个最低的资本要求。但是在1988年巴塞尔协议出台之前,各国规定的资本定义和资本要求并不统一。有关巴塞尔协议的具体内容我们将在下一章加以介绍,这里我们先来看一看银行资本的几种基本类型。

银行资本大体包括下面几种基本类型:

1. 股本。包括普通股股本和优先股股本,它等于股票发行数量乘以每股面值,是股东行使其所有者权益的依据。

2. 资本盈余,或称作资本公积。它是指商业银行发行股票时,股票实际销售价格超过股票面值所带来的额外收入,即股票发行溢价。

3. 未分配利润,又称留存收益(retained earnings)。它是指商业银行税后利润中未分配给股东的部分。未分配利润是商业银行增加资本的重要渠道,对于那些难以进入股票市场进行外部融资的中小银行来说尤其如此。

4. 补偿性准备金。它是指银行为应付意外损失而从收益中预先提留的资金,包括资本准备金和贷款、证券损失准备金。资本准备金用于应付优先股的赎回和股份损失等股票资本的减少;贷款、证券损失准备金则用于应付贷款呆账损失、证券本金拒付或价格下跌所造成的损失。为鼓励商业银行的审慎经营,许多国家的银行监管者允许银行从税前收益中提取补偿性准备金,因此提取补偿性准备金成为商业银行避税的重要手段。值得注意的是,作为银行资本构成部分之一的补偿性准备金和银行资产方的准备金是完全不同的。

5. 从属债务。这是银行资本中较为特殊的一项。严格说来,和企业的自有资本一样,作为所有者权益的银行资本也只能是通过所有者出资,或由银行税后利润转化而来的银行自有资本。但是在现实中,各国的银行监管当局一般都认可将某些从属债务(subordinated debt)也算作银行资本。所谓从属债务,是指当商业银行破产清算时,偿还顺序较为靠后的债务。由于这些债务的清偿排在担保债务、存款和其他一般性债务之后,所以也具有一定的资本属性。

专栏 6.2

“存款立行”还是“贷款立行”?

“老银行”常给笔者讲“存款立行”的道理。

在计划经济的体制下,中国人民银行是大一统银行(既是央行,也是商业银行),占全国金融业务的93%。那时无所谓存款立行还是贷款立行,反正老百姓存钱只此一家,企业贷款



也只此一家,银行基本上不需要经营。

1984年中国人民银行成为中央银行,形成了以工农中建四家国有商业银行为主的多层次的银行体系。银行一多就有竞争,争什么?争存款。存款是银行资金的主要来源,多存就能多贷,银行为吸收更多的存款,必须改善服务。

为什么不争贷款呢?因为,第一,那时中国是短缺经济,资金更是短中之短,不愁放不出去。资金的价格(贷款的利率)大大低于市场均衡价,利率是国家定的,基本上没有弹性。就贷款而言,银行是老爷,企业求银行;银行信贷负责人可以不出门,企业要千方百计地做银行的工作,争取贷款。第二,那时大多数贷款放给国有企业,带有较强的行政色彩,银行不担心还本付息,也没有风险意识。第三,贷款的官定利率和市场利率之差就是银行手中的权利,银行可以用此权利为经济发展服务,也可以用来以权谋私。因此,以前一家银行只要有存款,就可以稳吃稳坐,存款是立行之本。

近年来,我国经济发生了非常深刻的变化,不仅在低水平上出现了商品市场的买方市场,在资金市场上也在相当大的程度上出现了结构性的买方市场,即银行开始系统地改进为企业的服务,争取为效率好风险低的企业贷款。资金市场出现以下特征:第一,1995年《中国人民银行法》和《商业银行法》颁布以后,银行的风险防范意识大大加强,初步建立了一整套审贷分离,分级管理的措施;贷款供给更加谨慎和程序化了。第二,随着改革开放不断深化,明显的高利机会已经不多。利润要么来自艰苦细致的经营(辛苦钱),要么来自产业升级(产品更新换代),而这又意味着大规模的投资和高风险。同时,由于直接融资市场的逐步发展,许多优秀企业可以从资本市场和海外直接得到资金,对贷款需求开始挑剔了。这说明在贷款的需求上企业也更加精打细算了。资金供给和需求的这些变化,必然反映到资金市场上来。从全国范围看,1995年以前银行系统一直是贷差,1996年开始一直是存差(即总存款大于总贷款);其结果是银行为争取优秀安全企业贷款的竞争越来越激烈。

在新形势下,存款立行的经营理念显然已经落伍。这不是说存款不重要,没有存款,谈何贷款?但是,现在光靠存款还立不了行,存款是要付利息的,银行的利润来自贷款。存款做好了只是必要条件,真正的挑战在于贷款。贷款服务的质量好才能保持住优质客户,争取到新客户,按时收回本息才有保障。

银行是干什么的?从本质上说,银行是经营风险的;银行的每一笔款项的贷出都有风险。经营风险是一项艰苦细致的工作,需要银行各级管理人员尽职尽责。要把贷款工作做好,一要靠调动银行行员的积极性,二要靠严密的内部管理系统。古今中外,调动人的积极性有五件法宝,一是产权制度,二是经理市场,三是物质奖励,四是乌纱帽机制,五是思想政治工作。我们要在这五件法宝的组合上下功夫,最大限度地调动银行各级管理人员的积极性。银行的内控系统有国外的经验,可以借鉴。

贷款有风险问题,也有效率问题。贷款的收益要能补偿其成本并略有盈余才能持久。现在贷款的风险高,所以,银行多用抵押担保贷款,这无疑是正确的。而需要指出的是,强调抵押担保贷款并不排除信用贷款。事实上,信用贷款是贷款的最高境界,是最优选择。前面讲银行是经营风险的,同时银行也是经营信用的,如果能遵守合同,信用贷款的交易成本最低。抵押担保贷款是次优选择,其交易成本高,是不得已而为之。

中国的银行业进步之快超出了多数人的预料。从无序经营到存款立行是伟大的进步;从存款立行到贷款立行则是更伟大的进步。



6.3 商业银行的中间业务和表外业务

虽然商业银行的主要业务是通过吸收存款等方式获得资金(负债业务),然后再把所获资金用于放款或购买证券(资产业务),并从中获得利差收入。但是除此之外,商业银行还利用其自身在机构、资金、技术、信誉、信息等方面的优势,为客户提供广泛的服务,并从中获取手续费收入。特别是70、80年代以来,由于直接金融市场的发展,商业银行的贷款业务有所萎缩(例如在1970年,美国商业银行的贷款总额为美国GDP的74%,但是至1990年,这一比值仅为48%),其他业务在银行业务中的地位则变得重要,手续费收入也越来越成为商业银行收入的重要来源(1982年,美国所有参与存款保险银行的手续费收入仅占其利息收入和手续费收入总额的8.5%,1990年这一比值则达到17%)。

商业银行的其他业务大体可以分为两类,一类是中间业务,另一类则是表外业务。下面分别述之。

6.3.1 中间业务

115

所谓中间业务,是指商业银行以中介人的身份代客户办理各种委托事项,并从中收取手续费的业务。主要包括结算业务、租赁业务、信托业务、代理业务、信用卡业务、代保管业务和信息咨询业务等。

1. 结算业务。

结算业务是商业银行存款业务的自然延伸。所谓结算,是指各经济单位之间因交易、劳务、资金转移等原因所引起的货币收付行为(清算则是指银行之间的货币收付)。交易双方的货币收付,除少量以现金方式进行外,大部分是通过双方支票存款账户上的资金划拨来完成的,因此商业银行在其间扮演着重要角色。

按照收款人和付款人所处的地点,可以将结算分为同城结算和异地结算两种类型。所谓同城结算,是指收款人和付款人在同一城市或地区的结算,其主要方式是支票结算。付款人根据他在银行的存款和透支限额,向收款人开出支票,收款人收到这张支票之后,可以自己到付款人的开户行要求付款,但更一般的做法是收款人将支票交给他自己的开户行,委托它向付款人收款。若支票的收付方恰好同一银行开户,则银行只需将支票上所载的金额从付款人账户划转到收款人账户上就可以了。若收付双方不在同一银行开户,银行就必须把支



票送到票据交换所进行清算。票据交换所是银行同业间为提高支票清算效率而设立的一种机构。因为每家银行都可能收到许多在别的银行开户的存款人开出的支票,同时它自己的存款人开出的支票又会被存入别的银行,因此如果各银行都把收到的支票集中送到票据交换所进行交换,有一部分债权债务便可以相互抵消,银行之间只需收付一个净的差额便可以了。一种更为便捷的同城结算手段是票据交换所自动转账系统。所有参加这一系统的银行之间的同业拆借、外汇买卖和汇款划拨等,都不是通过支票或通知书,而是通过将有关数据输入自动转账系统的终端机来进行的,这就进一步加快了结算速度。

异地结算是指收款人和付款人不在同一地区时的结算。异地结算有汇兑、托收和信用证结算三种方式。所谓汇兑,是指付款人将现款交付给银行,由银行把款项支付给异地收款人的一种业务。托收与此相反,收款人向付款人开出一张汇票要求其付款,并把它连同有关的单据一起交付给托收行,委托其代为收款。信用证结算则是一种由银行提供付款保证的结算业务,在国际贸易中普遍采用,其基本业务流程是:商业银行应付款人即购货方请求,向销货方开出信用证,保证在信用证上载明的各项条款得到满足的条件下向销货方付款;销货方收到信用证后,根据销货合同及信用证所列条款发货,然后凭信用证到银行要求付款;银行在确认信用证所列条款均已得到满足后向销货方付款,同时向购货方收取全部货款(购货方向银行申请开信用证时,一般只预交一部分货款)。信用证结算是以银行信用为担保的,只要信用证上列明的付款条件得到满足,即使购货方拒绝支付货款,开证银行也必须向销货方付款。由于银行信用一般比商业信用更为可靠,所以在交易双方互不了解的时候,销货方一般均要求用信用证方式付款。

2. 租赁业务。

租赁是指以收取租金为条件出让物件使用权的经济行为。租赁可以分为经营性租赁和融资性租赁两种类型。经营性租赁是指出租人将租赁物反复出租给不同的承租人的租赁业务,一般由出租人负责租赁物的保养、维修和配件供应,租赁期满后不发生所有权的转移。融资性租赁则是以融资为目的,其操作过程是:出租人(商业银行或租赁公司)根据企业的要求,筹措资金,购买企业所需的设备,然后出租给企业,收取租金;待租赁期满后,再以象征性的价格将租赁物出售给企业。当企业急需某种机器设备而又缺乏必要的资金时,这一方法不失为一种明智的选择。融资性租赁中的出租人一般只负责筹措购买租赁物所需的资金,而不负责设备的挑选、安装及维修等业务。商业银行所从事的租赁业务主要是融资性租赁。

融资性租赁可以采取不同的形式。最简单的形式是直接租赁,即出租人一



次性付清货款,购进设备,并把它出租给承租人。当租赁设备价格昂贵,出租人难以独立承担时,也可以采取杠杆租赁或转租的方式。前者是指出租人在购进租赁设备时,自己只提供一部分的资金,而以贷款的方式筹集设备购置所需的大部分款项,并通过设备出租后收取的租金来归还这些贷款,这种方式在近些年变得十分流行。后者则是指出租人自己先以承租人的身份向别的租赁机构租入设备,然后再把它出租给承租人,这种方式在国际租赁中较为常见。还有一种特殊的租赁形式,叫做回租。它是指企业将自己所拥有的设备出售给出租人,然后再以承租人的身份租回使用。当企业急需资金的时候,可以采取这种租赁方式。

3. 信托业务。

信托即信任委托。商业银行的信托业务是指它接受个人、机构或政府的委托,代为管理、运用和处理所托管的资金或财产,并为受益人谋利的活动。信托关系中的受益人既可以是委托人本身,也可以是委托人指定的个人或机构。信托业务最初由个人和保险公司经营,后来随着业务范围的扩展,债权债务关系的日益复杂,出现了专门的信托公司。同时,商业银行由于资本雄厚,业务经验丰富,也开始介入这一领域。目前美国约有四分之一的商业银行设有信托部。

120

和信贷业务不同,商业银行对信托业务一般只收取有关的手续费,而营运中所获得的收入则归委托人或其指定的受益人所有。同时信托也不同于简单的代理活动,因为在代理关系中,代理人只是以委托人的名义、按委托人指定的权限范围办事,在法律上,委托人对委托财产的所有权并没有改变;而在信托关系中,信托财产的所有权则从委托人转移到了受托人(商业银行信托部或信托公司)手中,受托人以自己的名义管理和处理信托财产。

信托业务拓展了商业银行的活动领域,但是商业银行从事信托业是否合宜一直是一个有争论的问题,不少人主张应使银行业和信托业相分离。目前各国一般都要求银行的信托部门和银行部门在财务、人事等方面相互独立。我国各商业银行曾大量涉足于信托业务,但是从1995年开始,根据分业经营、分业管理的原则,中国人民银行要求银行系统所办的信托投资公司(包括该类公司的分支机构及银行的信托部、证券部)与银行在机构、资金、财务、业务、人事、行政等方面彻底脱钩,或改为银行的分支机构。到1996年底,这一工作基本完成。然而,欧洲的大银行一般是全能银行(银行、证券、信托、保险业务都可以做)。近来,北美、日本也放松或废除了分业管理模式限制,使其银行业向全能型的方向发展。

4. 信用卡业务。

信用卡是由商业银行或专门的信用卡公司发行的一种现代支付工具。持



卡人可以凭卡在特约商号中购买商品,或支付交通、旅游费用,还可以凭卡到指定银行兑付现金。传统上,持卡人凭信用卡在特约商号购物后,特约商号凭经持卡人签字的购物单据向发卡单位收款,发卡单位再定期汇总向持卡人收款,因此信用卡具有“先消费,后付款”的特点。但现在特约商号一般都通过销售点终端机(POS)与发卡单位实行联网,所以持卡人购物后,货款将自动从持卡人的信用卡账户转移到特约商号的账户上。信用卡通常有一定的透支额度,当持卡人信用卡账户上的存款余额小于其消费支出额时,差额将自动转成持卡人对发卡单位的负债,透支超过一定期限后持卡人要支付利息。发卡单位一般只向持卡人收取少量服务费,其主要收入来源于特约商号的回扣费。特约商号之所以愿意接受信用卡支付方式,并向发卡单位支付回扣费,是因为可以借此扩大销售。目前信用卡业务在我国发展得十分迅速,中国工商银行的牡丹卡,中国银行的长城卡,中国建设银行的龙卡和中国农业银行的金穗卡等银行信用卡均已步入寻常百姓家。

6.3.2 表外业务

商业银行的表外业务,是指对银行的资产负债表没有直接影响,但却能够为银行带来额外收益,同时也使银行承受额外风险的经营活动。广义的表外业务泛指所有能给银行带来收入而又不在于资产负债表中反映的业务。根据这一定义,则商业银行的所有中间业务也均属表外业务。狭义的表外业务,也就是我们这里所讨论的表外业务,则仅指涉及承诺和或有债权的活动,即银行对客户作出某种承诺,或者使客户获得对银行的或有债权,当约定的或有事件发生时,银行承担提供贷款或支付款项的法律责任。这与中间业务既有区别,又有联系。

表外业务和中间业务虽然都属于收取手续费的业务,并且都不直接在资产负债表中反映出来,但是银行对它们所承担的风险却是不同的。在中间业务中,银行一般仅处在中间人或服务者的地位,不承担任何资产负债方面的风险。而表外业务虽然不直接反映在资产、负债各方,即不直接形成资产或负债,但却是一种潜在的资产或负债,在一定条件下,表外业务可以转化为表内业务,因此银行要承担一定的风险。例如,当银行对商业汇票进行承兑后,即负有不可撤销的第一手到期付款责任,即使汇票的付款人无力付款,银行也必须向汇票的受益人付款,因此银行承兑汇票是银行的一种或有负债。但是中间业务和表外业务也有一小部分是重合的。例如商业信用证(即前面介绍的结算过程中的信用证,它是与后文将要介绍的备用信用证相对而言的)业务属于中间业务,但是



就其内涵而言,它又具有担保业务的性质,因此也属于表外业务。

大部分表外业务的历史都很短,是在70年代以后才发展起来的,但是其发展速度却非常惊人。以美国银行业为例,1985年,美国花旗、美洲等五大银行集团表外业务所涉及的资产总额为6000亿美元,同期表内资产总额为5300亿元;而1988年,这五大银行集团的表外业务量猛增到2.2万亿元,而同期的表内业务量则仅为7800亿元。大量的表外业务为商业银行带来了巨额收益,某些商业银行个别年份的表外业务收入甚至超过了资产利息收入,例如1982至1983年瑞士主要银行表外业务收益占其总利润的比例约为53%至60%。^①

表外业务形式多样,但大体可以分为三类:即贸易融通业务,包括银行承兑业务,商业信用证业务;金融保证业务,包括备用信用证业务、贷款承诺业务、贷款销售业务等;衍生工具交易,包括远期交易、期货交易和期权交易及互换协议等。由于贸易融通业务和衍生产品交易业务在本书的其他章节已经或将要有所涉及,这里不再重复,而仅就各种金融保证业务作一个简单的介绍。

1. 备用信用证。

备用信用证是银行为其客户开立的保证书。这种业务涉及三方当事人,即开证银行、客户和受益人。通常,客户与受益人之间已达成某种协议,根据该协议,客户对受益人负有偿付或其他义务。银行应客户的申请向受益人开立备用信用证,保证在客户未能按协议进行偿付或履行其他义务时,代替其客户向受益人进行偿付,银行为此支付的款项变为银行对其客户的贷款。通过申请银行开立备用信用证,客户可以有效地提高自己的信誉,当然同时也要向银行支付手续费。

备用信用证和商业信用证的区别是,在商业信用证业务中,银行承担的是第一手的付款责任,只要收款人提供合格的单据,银行就必须按合同履行支付义务;而在备用信用证业务中,银行承担的是连带责任,在正常情况下,银行与受益人并不发生支付关系,只有在客户未能履行其付款义务时,银行才代替客户履行。

2. 贷款承诺。

贷款承诺是指银行向客户作出承诺,保证在未来一定时期内,根据一定的条件,随时应客户的要求提供贷款。银行在提供这种承诺时,一般要按一定的比例向客户收取承诺费,即使在规定的期限内,客户并没有申请贷款,承诺费也要照交不误。贷款承诺的一种形式是商业银行向客户提供一个信贷额度(line

^① 资料来源:廖文义,王顺,1997,第270、284页。



of credit),在这个额度内,商业银行将随时根据企业的贷款需要进行放款。但信贷额度一般都是银行与其老客户之间的非正式协议,银行虽然在大多数情况下都会满足客户的贷款需要,但并不具有提供贷款的法定义务,银行通常也不向客户收取承诺费,而只要求客户在本银行保留一定比例的支持性存款。另一种更为正式的贷款承诺是循环贷款承诺,它是银行与客户之间的正式协议,根据该协议,银行有义务根据约定的条件(最高贷款额、利率、期限等)向客户提供贷款。这种协议的期限一般较长,在协议期间内,客户可以随借随还,还了再借。还有一种形式的贷款承诺叫作票据发行便利(note-issuance facilities),它是银行与客户之间的循环融资保证协议。银行保证在协议期限(一般在3至7年之间)内,客户可以以不高于预定水平的利率出售商业票据,筹集所需资金;如果客户的票据未能在市场上全部售出,银行将购入未售出部分,或者以贷款的方式予以融通。

3. 贷款销售。

贷款销售是指银行通过直接出售或证券化的方式将贷款转让给第三方(关于贷款的证券化,参见第5章)。通过贷款销售,银行不仅可以减少风险资产的比例,提高资产的流动性,还可以通过提供“售后服务”(如为贷款购买者收取本息,监督借款单位的财务状况等)取得一定的收入。贷款的购买者一般保留对出售银行的追索权,即当借款人违约时,可以向出售银行进行追索;但是根据买卖双方的协议,贷款销售也可以采取买断的形式,在这种形式下,当借款人违约时,贷款购买者无权向出售银行追索。

124

6.4 商业银行的管理

商业银行是一个盈利性的组织,和其他企业一样,它的目标是实现利润最大化。为达到这一目标,就必须实施有效的管理。这里我们着重探讨商业银行的资产和负债管理。

6.4.1 商业银行管理的一般原则

在长期的经营实践中,商业银行的管理者们形成了三条基本的银行管理原则,即安全性原则、流动性原则和盈利性原则。这三项原则实际上可以说是利润最大化目标的进一步具体化,而如何在这些原则之间保持合理平衡,则又是银行管理者们最基本的难题。



1. 安全性原则。

银行业是一个风险高度集中的行业,因此安全性是银行在其经营活动中首先要考虑的一个问题。只有在安全性有保证的条件下,银行才有可能去追求最大的利润;也只有在安全性有保证的条件下,存款者才会将自己的钱存到银行。虽然在一个高度变化的经济环境中,银行要想完全避免风险是不可能的,但是商业银行从安全性原则出发,通过加强自身的管理,提高自身的预测能力,采取必要的避险手段来降低风险却是完全可能的。

商业银行是在众多风险的包围中生存的。传统上,商业银行所面临的风险主要包括信用风险、利率风险和流动性风险,但是近年来由于银行业务的国际化,以及银行大量参与衍生产品的交易,使得国家和转移风险、市场风险、操作风险、法律风险和声誉风险也日渐突出。关于这些风险的具体含义,我们将在下一章加以讨论,这里仅列举 70 年代以来所发生的大银行破产或亏损的部分清单:

1974 年,存款额近 30 亿美元的全美第 20 大银行,富兰克林国民银行,因巨额的外汇交易损失而宣告破产;

1982 年,存款额达 60 亿美元的意大利最大私人银行,阿姆伯西诺银行,因其在拉丁美洲的一些附属机构发放了 14 亿美元的不良外国贷款而宣告破产;

1984 年,存款额达 400 亿美元的全美第 8 大银行,伊利诺斯大陆银行,因发放了大量不良贷款,终于在另一家中等规模的银行——宾夕法尼亚广场银行倒闭的牵连下,陷入资不抵债的困境,被联邦存款保险公司接管。

进入 90 年代以来,银行倒闭和银行亏损更是让人触目惊心:

1991 年,资产额达 240 亿美元的大型跨国银行,国际商业信贷银行(BCCI),因亏损严重、有欺诈行为和涉嫌参与犯罪活动,被多国金融监管当局关闭其在当地的业务,继而倒闭;

1995 年 2 月,有着 233 年历史的巴林银行因其新加坡分支机构职员里森经营证券、期货投机失败,亏损 9.27 亿英镑而被荷兰国际集团收购;3 月,法国经济部长阿凡德里宣布,法国第 2 大银行里昂信贷银行因连年亏损,濒临破产;9 月,日本大和银行对外宣布,因其纽约分行职员井口俊英长达 11 年的舞弊行为而造成 10 亿美元亏损;

1997 年亚洲金融危机爆发,倒闭或陷入困境的银行更是不计其数。

如此触目惊心的银行倒闭和银行亏损,为商业银行的经营者们敲响了警钟,同时也使金融风险的防范成为一个世界性的话题。

2. 流动性原则。

流动性是指银行能够随时应付客户的提款,满足必要贷款的能力。商业银



行的经营性质决定了它必须保持足够的流动性。商业银行之所以能够存在,是因为所有的存款人不会同时要求提款,从而使它可以在保留部分准备金的前提下将资金用于贷放或投资。但是存款人对资金市场上的信息是高度敏感的,一有风吹草动,就可能纷纷要求提款,特别是当存款未得到全额保险的时候。如果某一银行因缺乏流动性而出现支付困难,那么这一消息的传开只会使它陷入更深的困境,因为会有更多存款人竞相赶来提款。当存款人对银行业的前景普遍悲观的时候,这种挤提还可能引发全行业的危机。在30年代大萧条的时候,人们看到的正是这样一幅场景。

专栏 6.3

抗“停兑令”与“民国第一理财家”张嘉璈的崛起

商业银行的经营完全是以信誉为基础的,因此,一些出色的银行家往往将维护银行的信誉当作头等大事。对于今天的银行家来说,维护信誉的关键在于能够随时都有充足的储备来应付存款人的提款要求。而对于纸币可兑换时代的银行家来说,他们还面临着另外一层约束,那就是必须保持充足的金、银准备,以保证本行发行的银行券,即钞票,随时都能被兑换成金属货币。

1915年前后,袁世凯图谋复辟帝制。鉴于北京政府财政空虚,增税、举债又不现实,袁世凯便转而求助于具有官商合办性质的中国银行、交通银行的印钞机。慑于袁的压力,两行只得屈从。到1915年底,中国银行所发钞票即高达3844.9万元,是1913年的7倍多,其中仅政府财政垫款一项,即达1204万元。到1916年,中国银行和交通银行已发行的钞票共达7838万多元,而库存现银仅2000万元。在此情形下,若发生挤兑风潮,两行就有可能立即倒闭,后果不堪设想。时任总统府秘书长的梁士诒提议中、交两行合并,集中两行现银,并发行不兑现纸币。不料消息走漏,市场震动,京津两地相继发生挤兑风潮。1916年5月12日,北京政府国务院通令中、交两行自当日起,对两行已发行纸币及应付存款一律停止兑付,并封存两行所有的现银准备。

中国银行上海分行接到北京政府“停兑令”后,当时任经理的宋汉章和任副经理的张嘉璈对是否执行此令进行了反复磋商。他们认为,中国银行上海分行基础坚固,信誉卓著,且上海分行地位特殊,一举一动皆为中外所瞩目,若奉命停兑,其历经千辛万苦建立起来的信誉必将毁于一旦,银行前途从此断送。因此宋、张二人决意冒生命危险拒绝停兑。为此,他们采取了严密的应对措施:

首先,从法律程序上寻求保证。张嘉璈拜访“南三行”(浙江兴业银行、浙江实业银行、上海商业储蓄银行)负责人,由他们分别代表中国银行的股东、存户、持券人,请律师向法庭起诉,宋、张二人则代表中国银行上海分行作为被告应诉。按相关法律,宋、张二人在诉讼期间不能被总行撤职,这就从法律上保证了他们可以按照自己的意愿拒绝执行停兑令。

其次,寻求联合阵线。张嘉璈拜访中国银行商股股东联合会会长张謇,获得支持,该联合会登报声明:中行上海分行事务悉归股东联合会主持,所有资产负债已移交外国律师代表股东进行管理,分行钞票随时兑现,所有到期存款立即照付。该联合会并就此通电全国,反对停兑。此外,张嘉璈还设法取得了上海租界领事团和地方实力派军阀冯国璋、齐燮元的

支持。

最后,寻求资金后盾。张嘉璈为确保万无一失,特地向上海外商银行团提出贷款接济要求,以防止库存200多万元现银不足应付已发行的400多万元钞票的挤兑。外商银行团从自身利益考虑,答应向中国银行上海分行提供200万元的透支额度。

经过上述周密安排,宋、张二人胜券在握。5月12日,交通银行上海分行遵循“停兑令”,实行停兑止付,实际上已停止营业。中国银行上海分行营业大厅的门一打开,要求兑现者便蜂拥而至,潮水一般涌入营业大厅,仅当日兑现者就达2000余人次,第二日依旧。5月14日是星期六,但张嘉璈仍要求职员照常上班,接受兑付,并登报公告保证兑现,于是人心渐趋稳定,兑现者减少到400人次。15日,则仅有100多人次前来要求兑现,基本恢复正常。中国银行上海分行成功地度过了挤兑风潮,而向外方的透支款项却分文未动。

风潮过后,中国银行上海分行声誉大振,存款直线飙升,业务局面焕然一新。而执行“停兑令”的交通银行上海分行则由于信誉遭到重创而元气大伤,许久未缓过劲来。宋、张两人也因此声名鹊起。张嘉璈不久即升任中国银行副总裁,后来又任总裁。在他的苦心经营下,中国银行成为名副其实的中国最大银行,张嘉璈也赢得了“民国第一理财家”的美誉。

参考资料:徐矛、顾关林、姜天鹰主编,《中国十银行家》,上海人民出版社1997年版。

120 这里我们应注意区分两个不同的概念,即流动性不足和资不抵债。前者是指银行无力立即支付它应该支付的款项,而后者则是指银行的资产损失超过了其自有资本。这两者并不是等同的,一个资不抵债的银行可能因保留了大量的现金而能够履行其付款责任,而一个资产大于负债的银行却可能因无法迅速将资产变现而无力满足客户的提款要求。但是它们又是可以相互转化的,当银行为履行付款责任而被迫将资产低价出售,且损失超过其自有资本时,它便变成了一家资不抵债的银行。

商业银行可以从资产和负债两方面来获得其流动性。从资产方面讲,银行应持有足够多的流动性资产,以便在必要的时候迅速变现;从负债方面看,主要是要开拓尽可能多的低价获取资金的渠道。这分别属于资产管理和负债管理的内容,我们将在后文加以探讨。

3. 盈利性原则。

盈利性是指商业银行为其所有者获取利润的能力。商业银行作为经营性的企业,获取利润既是其最终的目标,又是其生存的必要条件,因为只有获得足够的利润,商业银行才能扩大其自身的规模,巩固自身的信誉,提高自身的竞争能力,从而免于被对手所吞并。

盈利性目标 and 安全性、流动性目标在一定意义上是统一的。只有在保持较高盈利水平的条件下,银行才有可能增加自有资本的积累,增强抵抗风险和履行付款责任的能力;同时也只有在安全性、流动性有保证的前提下,银行才可能



获得较高的盈利水平。假定银行的贷款在安全性方面出了问题,最终被迫确认为无法收回,银行就只能把它算作一笔经营损失,这必然要影响到银行的盈利水平。又如银行发放了许多利率很高的长期贷款,但是在缺乏足够的流动性时却不得不将它们折价出售,这自然也会影响到银行的盈利水平(乃至其生存)。

但是在实际经营活动中,银行管理者碰到更多的却是盈利性目标和安全性的流动性目标相互冲突的情形。因为一般说来,一种资产的流动性、安全性越高,其盈利性往往就越低。例如,贷款的利率通常高于证券,长期贷款(或证券)的利率又高于短期贷款(或证券),但是就安全性、流动性而言,上述顺序又正好相反。更极端地,库存现金具有充分的安全性和流动性,但是其收益率却为零。因此,银行必须在安全性、流动性和盈利性这三者之间找到最佳的平衡。

6.4.2 资产管理

资产管理涉及商业银行如何将其资产在现金、证券、贷款等各种资产持有形式之间进行合理分配的问题,这是每个银行都必须面对的问题。显然,资产管理必须符合前面说到的安全性、流动性和盈利性三大原则,根据这些原则,商业银行在资产管理中应尽可能做到:

1. 在满足流动性要求的前提下,力图使多余的现金资产减少到最低限度。流动性原则要求银行保留足够的现金准备,而盈利性原则又要求尽可能少持有现金,因为它不能为银行带来收益。但是何为足够,何为多余,显然是一个很难掌握的问题,需要有大量的经验作为指导。在现实中,商业银行往往要花费大量的精力来对未来的现金流入和流出作出尽可能准确的预测,以决定自己的最佳现金持有量。同时,一个非常普遍的做法是建立分层次的现金准备,也就是在保留一定现金资产作为一级储备的同时,还要持有一定量的高品位债券(主要是短期国债)作为二级储备,从而既可以获得债券利息收入,避免资金的闲置,又可以在需要的时候,较容易地将它们变现,而不发生太大的损失。

2. 尽可能购买收益高、风险低的证券。一般说来,长期证券的收益率要高于短期证券,但是其风险也较大,因为长期证券价格受利率的影响比短期证券大。因此,从安全性角度看,银行应多投资于短期证券;但是盈利性原则又要求银行多购买长期证券。如何在这两者之间取得平衡是证券期限管理的重要内容。一种较为保守的办法是,银行把债券到期日从最短到最长分成大致相等的间隔期,并在每个间隔期中都保持数量基本相同的证券,这种方法被称为阶梯法。它的优点是能够给银行提供较为稳定的收入,而且操作起来也比较简单。另一种更为积极进取的方法是杠铃法,也就是银行只须简单地持有短期和长期



两种证券类型,而不必购买中期证券,银行的资金分配如同杠铃一般,集中在两头。至于短期证券和长期证券的比例,则依管理者的偏好而定。这种安排也能避免一些市场波动带来的收益波动。例如当利率上升时,长期证券的价格会下跌,其预期报酬率将下降。但短期证券已到期,银行可以用收回的资金来购买收益较高的证券资产。相反,当利率下降时,长期证券的价格上升可以弥补短期证券收益的下降。

3. 尽可能选择信誉良好而又愿意支付较高利率的借款者。显然这也是一对矛盾,因为信誉好的借款人往往可以较低的利率获得贷款,但是如果他们面临的¹²⁸投资非常诱人,则他们也可能愿意支付较高的利率,因此关键在于银行如何对借款人进行筛选。在现实生活中,银行通常根据“6C”标准(六个以英文字母C开头的标准)来评价各贷款项目。即(1)品德(character),指借款人的作风、观念以及责任心等,借款人过去的还款记录是银行判断借款人品德的主要依据。(2)能力(capacity),指借款者归还贷款的能力,包括借款企业的经营状况,投资项目的前景,以及企业负责人的才干和个人背景等。(3)资本(capital),指借款者的自有资本,它是影响借款者偿债能力的重要因素。(4)担保(collateral),指借款者提供的还债抵押品。银行必须考察抵押品的价值,保管难易程度及变现能力等。(5)经营环境(condition),指借款者所处的经营环境及其稳定性,包括竞争状况、劳资关系、行业前景,以及宏观经济和政治形势等。(6)连续性(continuity),指借款人经营前景的长短。

4. 在不损失专业化优势的前提下,尽可能通过资产的多样化来降低风险。中国有句成语,叫作“失之东隅,收之桑榆”。资产多样化的好处就在于银行在一种资产上的损失可以从另一种资产的收益中获得补偿,从而使总收益保持相对稳定。反之若“把鸡蛋都放在一个篮子里”,固然可能获得较大的收益,但担当的风险也是相当大的。

多样化降低风险的道理很容易用数学方法来加以证明。假定你有一笔钱,你把它全部投资于某一项目,该项目的预期收益为 $E(X)$, 收益的方差为 $D(X)$ (它代表项目的风险,方差越大,表明收益波动的幅度越大,即风险越大)。如果现在你把这笔钱平均分成 N 份,分别投资于 N 个这样的项目。假定各项目之间是互不影响的,即它们的收益是独立分布的,则每个项目的预期收益为 $\frac{1}{N}E(X)$, 方差为 $\frac{1}{N^2}D(X)$, N 个项目的预期总收益为 $E(X)$, 方差为 $\frac{1}{N}D(X)$ 。

由此可以看出,实行多样化之后,预期收益没有变化,方差却只有原来的 $\frac{1}{N}$, 风险被降低了。



多样化投资是现代资产组合理论的一个重要结论,在实践中也得到了广泛的运用。商业银行一般都注重在持有的资产类别上,以及每种类别内部的具体分布上(如证券种类和期限,贷款的行业分布和地区分布)实行多样化。但是多样化也可能使银行面临一些问题,首先是银行不得不花费更多的精力去管理它所持有的各种资产;其次则可能使银行在某些特定资产上的业务优势得不到有效的发挥。因此商业银行还应该在专业化和多样化之间掌握一个合理的平衡点。

6.4.3 负债管理

在60年代以前,负债规模基本上被认为是由银行以外的力量决定的,银行的主要任务就是把既定的资金来源,分配到最理想的资产组合中去。这主要是因为当时的资金来源渠道还比较单一,60%以上靠的是活期存款,因而商业银行难以有所作为,也只能把精力放在资产管理上。

但是在60年代以后,由于经济相对繁荣,同时通货膨胀率也开始上升,社会对贷款资金需求强烈,而吸收存款方面的竞争又受到一定的限制(如美国的Q条例)。在这种情况下,商业银行为扩大资金来源,积极进行金融创新,成功地创造了许多新的资金来源;同时一些非存款的负债渠道,如银行间同业拆借市场和欧洲货币市场也迅速发展起来,为银行的自由借款创造了条件。在这种背景下,一种新的银行管理理论,即负债管理理论便应运而生了。

负债管理理论认为,银行没有必要完全依赖资产方面来保证其流动性,即在需要流动性的时候,不必一定要通过出售资产来实现。它完全可以借助于负债管理的办法,通过主动出售对自身的债权来筹集资金。因此,资金来源不再是既定的,它可以随资产运用的需要而随时进行调整。这种理论强调,只要资产收益大于负债成本,就应该进行主动性的负债,以获取利差收入。在这种理论的影响下,商业银行普遍开始重视负债管理,从而使商业银行的经营产生了深刻的变化。

商业银行的负债管理活动可以分为两类。一类是合理利用现有的负债渠道,完善银行的负债结构,降低负债风险和负债成本。目前商业银行可选择的主动性负债渠道主要有:发行大额可转让定期存单、同业拆借、向国际市场借款、向中央银行借款、通过证券回购协议向大企业借款,以及发行金融债券等。这些途径各有其特点,商业银行的管理者应根据具体情况,合理选择最有利的资金来源。

另一类则是积极进行金融创新,在法规允许的范围内,尝试新的负债业务。



创新是企业的生命,创新也是经济发展的源泉,一部金融业发展的历史,实际上也是金融创新的历史。特别是60、70年代以来,金融业的创新活动更是令人目不暇给,新的金融机构、金融工具、金融技术、金融方式和金融市场不断出现。而商业银行作为最重要的金融中介机构,一直是金融创新的重要推动者。虽然创新作为商业银行经营的重要内容之一,贯穿于商业银行业务的各个方面,但是负债业务的创新却格外引人注目。

经济学家在总结金融创新的源泉时,给出了三个基本的解释,即新技术的出现,规避风险的动机和规避管制的动机。就负债创新而言,金融创新最重要的推动力来自于金融机构规避管制的动机。以美国为例,在其历史上,有三条规定导致了大量的金融创新。第一条是不准向活期存款支付利息的规定;第二条是规定定期存款利率上限的Q条例;第三条则是法定准备金要求。前两条规定使得银行在利率上升时资金来源受到限制,后一条则使银行在扩大生息资产规模方面受到限制,因为银行必须将一定比例的资产用作准备金,而这部分资产是没有利息收入的。不准向支票账户支付利息的规定导致了可转让提款单存款账户(NOW)和自动转账存款账户(ATS)及“清扫账户(sweep account)”的产生。^①对定期存款利率的限制和法定准备金要求则刺激了银行商业票据、大额可转让定期存款、货币市场存款账户以及欧洲美元存款等一系列负债业务的迅速发展。这些负债业务均不受存款利率上限和法定准备金的约束。^②

负债管理业务极大地提高了银行处理资金需求问题上的灵活性。这种灵活性导致了银行资产负债表上的某些变化。例如,支票存款在商业银行负债中的重要性显著下降,而大额可转让定期存单和借款的重要性则大大上升。以美国为例,在1960年,支票存款占美国商业银行总负债的61%,而1990年底则下

① NOW账户是马萨诸塞州一家互助储蓄银行的发明。这家别出心裁的银行实际上不过是给它的支票换了个名字,把它叫成可转让提款单。于是便有了既能执行签发支票功能,又在法律上不被当作支票账户看待,因而可以支付利息的NOW账户。NOW账户的出现引起了法律上的纠纷,但它还是首先在马萨诸塞州和新罕布什尔州赢得了合法地位。1980年的《银行法》最终允许了NOW账户在全国各地发行。

ATS是这样一种安排:银行同时为存款者提供两个账户,一个是不付利息的支票存款账户,另一个则是支付利息的储蓄账户,支票账户上某一特定金额之上的余额会自动转到可支付利息的储蓄账户中去,而一旦存款者开出支票,必要的兑付资金又会自动地从储蓄账户中转移到支票账户中来。因此存款人既可以享有签发支票的方便,又不会因在支票账户中保留过高的余额而蒙受利息损失。

“清扫账户”则是银行为法人存款者提供的与ATS相似的账户,在每个营业日终了时,公司支票账户上的余额会自动转成对有利息收入的隔夜回购协议(RPs)的投资。

② 事实上,货币市场共同基金(MMMF)这种金融机构的产生也是和这两条法规的限制分不开的。由于它发行的是股份而不是存款,所以不受利率上限和法定准备金要求的限制。此外,基金股份的所有者还可以对他账户上的金额签发支票,所以基金股份账户还有支票账户的功能。



降至 18%；而同期大额可转让定期存单和借款的比例则由 2% 上升至 39%。与此同时，资金来源的灵活性又使银行可以把更大比例的资产投放到收益较高的资产上去，因此贷款在商业银行总资产中的比例也明显上升。同样以美国为例，1960 年该比例为 46%，而 1990 年底则达到 67%。^①

但是负债管理在扩大银行盈利的同时，也增大了它的风险。如果银行过分依赖于借款来增加放贷或满足流动性需要，就可能使短期借入、长期贷出现象更加严重，加大资产和负债的不对称，从而陷入资金周转不灵。因此，银行必须密切注视一些基本指标，如贷款—存款比率、流动资产比率等。

6.4.4 资产负债联合管理

60、70 年代之前的银行管理中，资产管理和负债管理大多被看成是相互独立的两个方面，但是事实上这两者是不可分离的一个整体。现代的银行家们已经越来越重视这两者之间的内在联系，强调资产和负债的联合管理，各种联合管理的方法也不断问世。

一种较为简单的资产负债联合管理方法是资产分配法。这种方法是在 60 年代产生的，它强调根据各种资金来源的特点来确定资产的分配方向。例如活期存款的周转速度比较快，可以主要用作一级准备金和二级准备金这类高度流动性的资产；定期存款可以用作盈利性较高的资产；银行自有资本则可以用作长期投资。这种方法的好处在于，它通过周转速度和流动性这两个环节，把资产和负债有机地联系起来，使两者在规模上、期限上保持一致。这比那种对所有资金来源都同等对待的管理方法有了很大的进步，但它仍是比较粗糙的。目前，这种方法已经为许多商业银行所抛弃，各国商业银行普遍采用的是缺口管理法和资产负债比例管理法。

所谓缺口管理法，是根据期限或利率等指标将资产和负债分成不同的类型，然后对同一类型的资产和负债之间的差额，即缺口 (gap)，进行分析和管理的。以利率指标为例，商业银行的资产和负债都可以分为固定利率和浮动利率两种类型。根据这两种类型的资产和负债之间的不同组合，可以有三种不同的缺口管理战略：(1) 零缺口战略，也就是使浮动利率资产占总资产的比例等于浮动利率负债占总负债的比例，两者之间不存在缺口。在这种战略下，当利率水平上升时，资产收益和负债成本都将同比例上升，因此从理论上说，利率波动的影响能够被完全抵消，银行的收益将保持不变。(2) 正缺口战略，也就是使浮动利率

^① Mishkin 1992, p. 213.



资产占总资产的比例大于浮动利率负债占总负债的比例,两者之间存在着一个正缺口。在这种战略下,利率的上升将使银行的收入增加,利率的下降则使银行的收入下降。(3)负缺口战略,与前一种战略正好相反,即使浮动利率资产占总资产的比例小于浮动利率负债占总负债的比例。在这种战略下,若利率下降,则银行收益增加;反之则下降。因此银行管理者应根据自己对利率波动方向的判断,选择这三种不同的战略。

资产负债比例管理则是通过一系列资产负债比例指标来对商业银行的资产和负债进行监控和管理。它既可以作为商业银行自身的一种业务管理方式,也可以作为银行监管部门对商业银行实施监管的一种手段。这种方法是在 70 年代产生和发展起来的,我国银行在借鉴西方商业银行管理经验的基础上,也于 80 年代末开始在实践中试行这一管理方法。在取得一定经验后,中国人民银行于 1994 年颁布了《信贷资金管理暂行办法》,决定从当年起,对商业银行实行资产负债比例管理,同时还颁布了《商业银行资产负债比例暂行监控指标》,确定了资本充足率、存贷款比例、中长期贷款比例、资产流动性比例、备付金比例、单个贷款比例、拆借资金比例、对股东贷款比例、贷款质量指标等 9 个监控指标。经过四年的实践,证明这种管理办法是行之有效的。1996 年 8 月,中国人民银行颁布了《贷款通则》,对贷款的种类、期限、利率,以及贷款的程序和管理作了全面细致的规定。1997 年底,中国人民银行颁发《关于改进国有商业银行贷款规模管理的通知》,决定从 1998 年 1 月 1 日起,正式取消对商业银行的贷款限额控制,在推行资产负债比例管理的基础上,实行“计划指导,自求平衡,比例管理,间接调控”的新管理体制。这标志着我国银行管理体制的重要变革。

本章小结

1. 银行业是一个古老的行业,它起源于古代的银钱业和货币兑换业。现代意义上的银行则首先出现于文艺复兴时期的意大利。第一家大型股份制银行出现于 1694 年的英国。第二次世界大战之后,尤其是 80 年代以来,西方银行业发生了深刻的变化,商业银行全能化、集中化、电子化和国际化的趋势非常明显。

2. 商业银行的资金来源主要包括支票存款、储蓄存款、定期存款、借款及银行资本。银行的资金运用则主要包括准备金、收款过程中的现金、在其他银行的存款、证券、贷款及其他资产等。银行的资产总额等于负债总额加银行资本。除了反映在银行资产负债表中的资产业务和负债业务外,未在资产负债表中直



接反映出来的中间业务和表外业务也是商业银行的重要收入来源。

3. 所谓中间业务,是指商业银行以中介人的身份代客户办理各种委托事项,从中收取手续费的业务。主要包括结算业务、租赁业务、信托业务、代理业务、信用卡业务、代保管业务和信息咨询业务等。商业银行在这些业务中基本不承担什么风险。

4. 商业银行的表外业务,是指对银行的资产负债表没有直接影响,但却能够为银行带来额外收益,同时也使银行承受额外风险的经营活动。广义的表外业务泛指所有能给银行带来收入而又不在于资产负债表中反映的业务。狭义的表外业务则仅指涉及承诺和或有债权的活动,即银行对客户作出某种承诺,或者使客户获得对银行的或有债权,当约定的或有事件发生时,银行承担提供贷款或支付款项的法律责任。它大体可以分为三类:即贸易融通业务,金融保证业务和衍生产品交易业务。

5. 商业银行的管理必须遵循安全性、流动性和盈利性三大原则。这三大原则既对立又统一,银行管理的艺术在于掌握这三者之间的平衡。根据这三大原则,商业银行在进行资产管理时,应尽可能在保证银行流动性的前提下,使现金持有额降低到最小;尽可能选择高收益、低风险的贷款和证券;同时注意通过适当的资产多样化来降低风险。

6. 银行管理经历了从只重视资产管理到资产管理和负债管理并重,再到重视资产负债的联合管理的发展过程。兴起于60年代的负债管理理论认为,银行没有必要完全依赖资产方面来保证其流动性,即在需要流动性的时候,不必一定要通过出售资产来实现。它完全可以借助于负债管理的办法,通过主动出售对自身的债权来筹集资金。这一理论对商业银行的管理产生了重要的影响。

7. 资产负债联合管理强调资产和负债之间的内在联系。目前各国商业银行普遍采用的资产负债联合管理方法有缺口管理法和资产负债比例管理法。缺口管理是根据期限或利率等指标将资产和负债分成不同的类型,然后对同一类型的资产和负债之间的差额,即缺口,进行分析和管理的。资产负债比例管理则是通过一系列资产负债比例指标来对商业银行的资产和负债进行监控和管理。

复习与思考

1. 在过去的几十年中,西方商业银行的经营发生了哪些显著的变化?
2. 为什么欧洲货币市场上的存款利率比较高,而贷款利率却比较低?
3. 为什么银行的资产总额总是等于它的负债总额加上银行资本?
4. 将下列银行资产按流动性高低排序:



- (1) 短期商业贷款
 - (2) 中央政府债券
 - (3) 银行固定资产
 - (4) 公司债券
 - (5) 抵押贷款
 - (6) 准备金
 - (7) 收款过程中的现金项目
5. 商业银行持有证券有什么好处?
 6. 商业银行的中间业务和表外业务有何区别? 它们分别包括哪些项目?
 7. 什么叫备用信用证? 它与一般的信用证有什么不同?
 8. 商业银行对客户的贷款承诺有哪些形式?
 9. 为什么说商业银行管理的艺术就在于在安全性、流动性和盈利性之间保持一个恰当的平衡? 商业银行如何在其资产管理中贯彻安全性、流动性和盈利性的原则?
 10. 商业银行在挑选贷款对象时, 主要应考虑哪些因素?
 11. 什么叫负债管理理论? 这一理论对商业银行的经营有何影响?
 12. 美国限制存款机构向支票存款支付利息的规定导致了哪些形式的负债创新? 请举一个中国银行业的例子, 说明银行是如何为了规避政府管制而进行金融创新的?
 13. 为什么贷款在美国商业银行总资产中所占的比例自 60 年代以来有了很大的提高?
 14. 什么叫缺口管理? 如果预计未来一段时间内利率将上升, 银行应该采取什么样的缺口战略?
 15. 如果你是一家商业银行的雇员, 你的上司想就下述问题听听你的意见, 你将作何回答?
 - (1) 本银行既不想保留过多的超额储备, 但又害怕出现流动性危机, 可以采取什么办法?
 - (2) 本银行的一个值得信赖的老客户急需一笔资金, 愿意以非常优厚的条件向本银行申请贷款, 但是本银行的超额准备金却不敷支出, 本银行是否应该拒绝这一申请?
 - (3) 本银行出现意想不到的存款外流, 引起准备金不足, 可以采取哪些措施加以补救? 采取这些措施的代价是什么?
 - (4) 本银行从未因流动性不足而催还贷款、出售债券或向别的金融机构借款, 在以后的经营活动中, 是否应坚持这一传统?



(5) 本银行为某公司开出的汇票进行承兑,但是汇票到期后,汇票的付款人却无力支付,本银行应该怎么办?

参考文献

- Mayer, Thomas and James S. Duesenberry, Robert Z. Aliber, 1993, *Money, Banking, and the Economy*, 5th edition, W. W. Norton & Company.
- Mishkin, F. S. , 1992, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 3rd edition, Harper Collins Publishers.
- D. B. 格拉迪, A. H. 斯宾赛尔, W. H. 布隆逊,《商业银行经营管理》,中国金融出版社 1991 年版。
- 甘培根、林志琦主编:《外国金融制度与业务》,中国经济出版社 1992 年版。
- 廖文义、王顺主编:《商业银行业务与经营》,中国金融出版社 1997 年版。
- 杨海明、王燕:《银行和其他金融机构的管理》,上海人民出版社 1995 年版。
- 姚长辉:《商业银行信贷与投资》,经济日报出版社 1997 年版。



第 7 章

政府对商业银行的监管

136

无论在发达国家,还是在发展中国家,金融业都是受政府监管最严的经济部门之一。商业银行作为最重要的金融中介机构,往往又是各国金融监管的重点。这一现象的根本原因在于,银行体系(以及整个金融体系)对整个国民经济具有核心的重要性。一个有效运转的银行体系将使所有人受益;而任何仅从自身成本收益考虑出发个人或机构都不可能维护银行业的有效运转寄予足够的关心,因为它不可能获得银行有效运转的全部收益。正如巴塞尔银行监管委员会 1997 年 9 月正式公布的《有效银行监管的核心原则》^①第一节就开宗明义地指出的那样:“对银行组织的有效监管是稳健的经济环境的一个关键组成部分,这是因为银行体系在支付及组织分配储蓄方面发挥着重要的作用。……有效银行监管作为公共品不能完全由市场所提供,它与有效的宏观经济政策结合在一起构成了一个国家金融稳定的关键因素。虽然有效的银行监管成本很高,但监管不力的成本则更高。”

银行体系的其他一些特点也使它成为政府监管的重点。例如银行业本身是一个风险高度集中的行业,而且银行业的风险具有“多米诺骨牌效应”,一家银行的倒闭有可能引起多家银行或企业的倒闭。银行业本身存在着较为严重的信息不对称,譬如存款人和银行之间、银行和借款企业之间,信息的分布都是不对称的;由于信息不对称导致的市场失灵也是政府加强银行监管的重要理由。

^① 《有效银行监管的核心原则》是巴塞尔银行监管委员会继 1988 年《巴塞尔协议》之后发表的又一部具有划时代意义的报告。该报告提出了银行业监管的 25 条核心原则,其内容涉及银行监管的各个方面,从银行设立到银行破产、合并,它是巴塞尔委员会近年来在银行监管方面研究成果的一个总结,也是发达国家银行监管经验的一个总结。

巴塞尔银行监管委员会是由比利时、加拿大、法国、德国、意大利、日本、卢森堡、荷兰、瑞典、瑞士、英国、美国等 12 个国家的银行监管当局组成的委员会。它成立于 1975 年,委员会秘书处设在巴塞尔的国际清算银行,并经常在该行举行会议。



本章将考察银行业监管的主要内容,共分三节:银行监管的基本内容;《巴塞尔协议》;存款保险制度。

7.1 银行监管的基本内容

7.1.1 商业银行面临的主要风险

一般而言,对商业银行监管的主要目的有以下四个:(1)维护银行业的稳定;(2)维护存款人的利益;(3)加强对货币政策的控制;(4)加强政府对资金流向的引导。在这四个方面中,维护银行业的稳定又具有核心的重要性,理由很简单:(1)银行业是一个风险高度集中的行业,关于这一点我们很快要谈到;(2)银行业的风险具有扩散效应,一家经营不善的银行的倒闭可能引起“多米诺骨牌”般的连锁反应,这一点在30年代大危机和最近发生的亚洲金融危机中表现得特别明显;(3)银行业的稳定是达到其他几个监管目标的前提,譬如在银行大规模倒闭时,大量的存款(也就是货币)将化为乌有,此时中央银行要实现其货币控制目标就会非常困难。

商业银行所面临的风险很多,可以从多个角度进行分类。巴塞尔银行监管委员会1997年9月公布的《有效银行监管的核心原则》,将商业银行风险分为信用风险、国家和转移风险、市场风险、利率风险、流动性风险、操作风险、法律风险和声誉风险等八类,下面我们就择其要者作一简单介绍。

1. 信用风险。

信用风险(又叫违约风险)是指贷款到期后,借款方不能归还贷款从而使放款方承受损失的风险。虽然银行在发放贷款之前,要对借款方进行信用调查,但是这种调查不可能做到万无一失。即便事前调查的工作做得很详尽,贷款发放之后,情况也可能发生变化,例如原料价格上涨,致使原先一个十分看好的企业陷入困境等。而且在有限责任的情况下,借款方在获得贷款之后,其行为也可能发生变化,它可能追求更大的风险。这是因为,一旦投机成功,银行仍只获得一个固定的收益,而借款方将占有绝大部分的好处;一旦投机失败,借款方宣告破产,银行也只好自认倒霉。在这种情况下,风险和收益是不对称的,借款方就有较大的积极性去冒险。虽然银行也可能以要求借款人提供抵押品的方式来弥补信用风险带来的损失,但是要通过出售抵押品来获得完全的补偿是很困难的。许多银行的倒闭都是因为发放了巨额的不良贷款而引起的,因而信用风

险就是商业银行必须始终关注的一个问题。信用风险不仅存在于贷款中,也存在于其他表内与表外业务,如担保、承兑和证券投资中。

对单个借款人或一组相关借款人的巨额贷款,将使信用风险进一步集中。将大规模的贷款集中在特定的行业、地区或经济部门也会造成同样的问题。因此,银行为防范信用风险,应注意贷款的分散化。如果控制不当,对有关借款人信用水平的审查缺乏客观性,则贷款的信用风险将进一步恶化。在关联贷款(即向在所有权、直接或间接的控制权方面与银行有关联的个人或公司发放的贷款)中,很容易出现这类问题。关联方一般包括银行的母公司、大股东、附属机构、关联机构、董事和部门经理。由同一家族或集团控制的公司之间也会发生相互联系,这种特殊关系会导致提供优惠的贷款条件或降低贷款审批的客观性,由此招致更大的信用风险。

2. 国家风险。

随着银行业的国际化,银行的国家信贷和国际投资活动日益频繁,从而使银行所面临的国家风险日益突出。国家风险是指与借款人所在国的经济、社会和政治环境方面有关的风险。当向外国政府或政府机构贷款时,由于这种贷款一般没有担保,国家风险可能最明显。在向公共或私人部门提供贷款或进行投资时,将国家风险考虑在内十分重要。在80年代拉美国家发生债务危机时,许多欧美国家的银行都因为在这一地区发放了巨额贷款而陷入了严重的困境。最近发生的亚洲金融危机也为我们认识国家风险提供了一个典型的案例。

国家风险的表现形式之一是转移风险。当借款人的债务不是以借款人所在国的本币计值时,一旦该国因陷入严重的国际收支失衡而实行外汇管制,那么不管借款人的财务状况如何,它都可能无法得到偿还债务所需的外币。这种风险就叫做转移风险。

3. 市场风险。

市场风险是指银行的表内和表外头寸由于市场价格的变动而遭受损失的风险。这类风险在银行的衍生产品交易活动中表现得最明显。由于银行越来越多地介入衍生产品交易,它们所面临的市场风险也急剧上升,巴林银行的倒闭和大和银行的巨额亏损显示了市场风险所可能带来的损失的严重性。市场风险的一个具体内容是外汇风险。银行作为外汇市场的造市者向客户公布牌价并持有各类币种的敞口头寸,在汇率波动剧烈时,外汇业务内在的风险特别是外汇敞口头寸的风险会增大。

4. 利率风险。

利率风险是指银行的财务状况在利率出现不利的波动时面临的风险。这种风险不仅影响银行的盈利水平,也影响其资产、负债和表外金融工具的经济



价值。由于 90 年代以来,越来越多的国家开始放松对利率的管制,因而对该风险的防范也越发显得重要。

利率风险可能给银行的盈利水平和资本带来巨大的威胁,尤其是当商业银行持有大量长期贷款和债券的时候。例如,假定某商业银行在存款利率为 8% 的时候发放利率为 12% 的长期贷款,如果此后利率水平保持不变,那么该银行就可以得到 4% 的净利差。但是如果在贷款收回之前,存款利率上升到 13%, 则该银行就有净额亏损,因为此时它的再融资成本超过了贷款收益。同样,由于债券的价格是同利率成反向变化的,当市场利率上升时,商业银行手中持有的债券也会大量贬值。如果商业银行未能有效地对利率风险加以防范,就可能发生严重的亏损。从 60 年代末至 80 年代初,美国储蓄贷款协会陷入了严重的危机,其主要原因就是因为在在这段时间内,由于通货膨胀率的上升,美国的利率水平出现了持续不断的上升,而这些存款机构又在利率上升之前发放了大量利率固定的长期抵押贷款。

5. 流动性风险。

流动性风险是指因银行无力满足客户的提款要求(负债的减少)或正当的贷款申请(资产的增加)而造成损失的风险。当银行流动性不足时,它无法以合理的成本迅速增加负债或变现资产来获得足够的资金,从而影响了其盈利水平。在极端情形下,例如,银行为获得急需的资金而低价变卖其资产,流动性不足会使银行资不抵债。

6. 操作风险。

最重大的操作风险在于内部控制及公司治理机制的失效。这种失效使得银行无法及时发现问题并迅速采取必要的对策,无法有效地避免各种失误或欺诈,如银行交易员、信贷员、其他工作人员越权或从事职业道德不允许的或风险过高的业务,从而导致银行的财务损失,或使银行在其他方面的利益受到损害。国际商业信贷银行(BCCI)和巴林银行的倒闭,以及大和银行的巨额损失实际上是由于内部控制的失效而造成的。操作风险的其他方面包括信息技术系统的重大失效或诸如火灾等其他灾难事件的发生。

专栏 7.1

日本大和银行事件

大和银行是日本名列第 12 位的大型国际性商业银行。1995 年 9 月 25 日,该行纽约分行主管交易的执行副总裁井口俊英坦言自己在长达 11 年的时间中累计隐瞒了高达 11 亿美元的巨额亏损;随即,大和银行被迫对外宣布其亏损。井口俊英成为继巴林银行交易员里森

之后又一个令国际银行界为之震惊的人物。

早在二战结束时,日本就通过了《证券和交易法》,其中第 65 条严令禁止日本的银行参与国内证券业。该法案类似于美国的《格拉斯—斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act),旨在保证存款人利益不受证券市场大幅度波动的影响。然而,日本银行业的利润来源因此大受限制,在与非银行金融机构的业务竞争中也显然处于不利地位。于是,日本银行业纷纷积极拓展国际证券业务,通过国际渠道进行国内证券投资,以此增加利润,积累经验,等待国内金融管制的放松。许多日本银行将其海外分支机构作为对国内人员进行证券交易培训的基地。由于膨胀太快,交易人员缺乏必要的素养和经验,交易机构又缺乏必要的风险管理机制,这就为恶性事件的发生埋下了隐患。

井口俊英 1976 年始在大和银行纽约分行工作,三年后被提升为交易部主任,从此负责前台交易、后线结算和债券保管。如此三权集于一身,显然违背了资金交易中前线和后线相互分离、相互监督的风险管理原则,为井口俊英的违规交易提供了机会。自从 1984 年井口在美国的政府债券市场上亏损 20 万美元后,他便开始利用职务之便篡改客户账目,把客户账上的债券出售,再造假账说明这些债券并未卖掉。年复一年,假账和亏损积聚迅速,然而大藏省、美国联邦储备银行及大和银行总行均未曾检查出问题,直到井口俊英自感难以为继才主动坦白。

大和银行事件实际上已宣告了自 80 年代以来日本向国际证券市场扩张的努力惨遭失败。日本在“泡沫经济”崩溃后,各大银行大面积亏损,纷纷为巨额呆账所困,为了摆脱危机,日本已加快了金融改革步伐。1993 年出台了日本金融制度改革法,银行与证券业混合经营已成定局。但是,国际证券经营的风险仍是日本银行业面临的长期挑战。

7.1.2 银行监管的基本内容

1. 对商业银行设立和变更事项的审批。

对商业银行设立的限制是商业银行监管的第一个环节,同时也是非常重要的一个环节。如果在这个环节上控制得力,就可以有效地将金融风险拒之门外,反之则可能为以后的银行监管埋下各种隐患。我国信托行业一度出现的混乱就是因为信托业准入审批权限上的混乱而造成的。

世界各国都遵循市场准入原则,对商业银行的设立规定了种种限制条件,并由专门的机构负责审批,换言之,商业银行的设立实行的是批准制,而不像一般工商企业一样实行的是登记制。审批机构在决定是否发给营业执照时,一般要考虑以下因素:所有权结构,经营计划、控制制度和内部组织结构,董事和高级管理人员的资格审查,包括资本金在内的财务预测。当报批银行的所有者是国外银行时,还需事先征求母国监管机构的同意。

例如在我国,设立商业银行必须经中国人民银行批准,未经批准,任何单位和个人不得从事吸收公众存款等商业银行业务,任何单位不得在名称中使用“银行”字样。设立商业银行的申请要得到中国人民银行的批准,必须符合《中



华人民共和国公司法》和《中华人民共和国商业银行法》规定的各项要求。例如必须有符合规定的章程；有足够的注册资本（设立商业银行的注册资本最低限额为 10 亿元人民币，设立城市合作银行和农村合作银行的注册资本最低限额分别为 1 亿元和 5000 万元人民币）；有健全的组织机构和管理制度；高级管理人员不得有贪污、受贿等不良纪录等。中国人民银行在审查设立申请时，除考察上述条件是否具备外，还要考察经济发展的需要和银行业竞争的状况。

美国在历史上形成了国民银行和州银行并存的双轨银行系统，这两类商业银行的审批机构是不同的，国民银行的设立必须经过财政部的货币监理处特许，州银行则须经州银行保险委员会特许。筹组银行的人必须向这些机构提交申请，说明他们计划如何去经营银行。这些机构则通过对银行管理人员资格、注册资本以及可能获得的收益进行审查来决定是否批准他们的申请并授予营业执照。

银行设立之后，若出现与设立审批条件有关的重大变更，比如要进行大笔的股权转让，或重大收购或股权投资，通常也要得到机构当局的批准。例如我国的《商业银行法》第 24 条规定：“商业银行有下列变更事项之一的，应当经过中国人民银行批准：（1）变更名称；（2）变更注册资本；（3）变更总行或分支行所在地；（4）调整业务范围；（5）变更持有资本总额或者股份总额 10% 以上的股东；（6）修改章程；（7）中国人民银行规定的其他变更事项。”此外，该条还规定：商业

2. 银行营运过程中的监管。

在银行营运过程中，监管当局必须通过非现场监控和现场稽核检查的方式对其业务进行监管。非现场检查即审查和分析各种报告和统计报表，包括基本的财务报表和财务资料，现场稽核检查是中央银行派专人进驻银行对其业务进行全面或专项检查、评价和处理。监管的主要内容包括：

（1）资本充足率要求。

由于银行资本代表了银行所能够承担的最大损失（当损失超过资本时，银行便资不抵债），因而银行保有-一定量的资本显然是保持银行业稳定所必需的。因此，资本充足率要求往往是各国银行监管的重点，各国银行法都要求商业银行必须持有-一定比率的最低资本。对于国际性银行而言，目前各国较为通行的是 1988 年《巴塞尔协议》规定的资本充足率要求，即银行资本同银行加权风险资产的比率应达到 8%，其中核心资本的比率应达到 4%。关于这两个比率的具体计算，我们将在本章的第 2 节专门加以介绍。

（2）流动性要求。

对商业银行流动性的监测和控制是银行监管的重要内容。各国银行管理



当局一般都规定了一个法定的存款准备金率,即银行必须将其存款的一定比例以库存现金和在中央银行存款的形式持有,以此来作为保持商业银行流动性的最低要求。例如中国人民银行规定,各商业银行必须以在人民银行准备金存款的形式保持占其各项存款总额 8% 的法定准备金(1998 年 3 月 21 日以后)。除此之外,各国一般还规定了其他一些比例性指标来确保商业银行的流动性。例如,我国《商业银行法》规定,商业银行贷款余额与存款余额的比例不得超过 75%,流动性资产余额与流动性负债余额的比例不得低于 25%;荷兰中央银行规定,2 年内到期的净负债必须有 20% 的广义流动性资产和 4% 的高度流动性资产支持,1 个月到期的银行同业负债要有 100% 的广义流动性资产支持;①瑞士中央银行则规定,在任何情况下,各商业银行流动资产和可销售资产合计不得低于负债总额的 60%。

(3) 资产质量监管。

资产质量关系到商业银行盈利能力和稳健程度。因此,不管是商业银行的管理者还是监管者,都要密切关注资产质量的变化,尤其是信贷资产的质量变化。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,以作为银行定期考核其信贷资产质量的标准。同时,为了避免银行因贷款无法收回而陷入困境,并且也为了体现权责发生制的会计原则,各国银行监管者一般还要求或者鼓励银行从经营所得中提取占贷款余额一定比例的贷款损失准备金。贷款损失准备金通常可以分为为所有贷款提取的普通贷款损失准备金和为特定种类贷款提取的特定贷款损失准备金两种。②

目前,我国把银行信贷资产分为正常贷款、逾期贷款、呆滞贷款、呆账贷款四类。正常贷款是指能够按期还本付息的贷款,其余三类贷款即所谓的不良贷款。其中呆账贷款是指本息基本上已经不可能收回的贷款;呆滞贷款则是指逾期两年以上,或逾期虽不满两年,但借款企业生产经营已经停止、项目已经停建的贷款(不含呆账贷款);逾期贷款则是指已经逾期,但还不满两年的贷款(不含呆滞贷款)。这种贷款分类办法主要是盯住时间,而且是在问题发生之后才予以归类的,与国际通行的做法不符。国外通行的做法是将贷款分为正常贷

① 根据荷兰中央银行的定义,高度流动性资产包括在中央银行和直接转账金融机构的存款余额,活期存款,90 天或 90 天以下到期的国库券和票据,以国库券和票据为抵押的贷款,1 个月到期的银行贷款和 3 个月到期的某些公营部门贷款;广义流动性资产则是指高度流动性资产加可再贴现的票据,有价证券,以及以有价证券为抵押的贷款。

② 注意,和银行资产方的准备金不同,贷款损失准备金是从银行营业所得中提取的,用于在必要的时候冲减贷款损失的那部分资金。它构成银行的一项资本,也就是说,它是一种资金来源,而不是资金运用。



款、关注贷款、次级贷款、可疑贷款、损失贷款等五类。这种分类办法的好处是可以较为科学地反映贷款的实际状态。例如一笔贷款虽然目前仍可以按时付息,但是经济环境出现了对借款企业不利的变动,如果问题进一步发展,就有可能影响到借款企业的还款能力,此时就可以将该笔贷款归入关注贷款。因此中国人民银行已经决定,从1998年开始,改革现行的贷款分类办法,将采用国际上较为通行的五级分类办法。

(4) 对银行内部控制制度的监管。

鉴于目前银行职员越权操作造成巨额损失(如巴林银行事件、大和银行事件),以及银行有意无意地卷入各种欺诈事件,被犯罪分子所利用(如BCCI事件)的事件屡屡发生,对商业银行内部控制制度的监管已经越来越为银行监管当局所重视。

内部控制制度的目的是确保一家银行的业务能根据董事会制定的政策以谨慎的方式经营,即:只有经过适当的授权方可进行交易;资产得到保护,而负债受到控制;会计及其他记录能够提供全面、准确和及时的信息;管理层能够发现业务的风险,确保银行高级管理层拥有有效的内部控制和审计程序,而且也具有化解操作性风险的政策,如保险和应急计划。内部控制制度的内容主要包括对授权和职责分配的明确安排;将银行承诺、付款和资产与负债账务处理方面的职能分离;对上述程序的交叉核对;资产保护;完善、独立的内部或外部审计。银行监管当局则要定期地对上述各方面进行检查。

(5) 风险集中和风险暴露的监管。

为防止银行的信用风险过于集中,银行监管者通常要制定审慎的限额,以限制银行对单一借款人和相关借款人的风险暴露。这类限额通常是以占资产的百分比来表示,例如我国的《商业银行法》第39条规定:“对同一借款人的贷款余额与商业银行资本余额的比例不得超过10%。”同时为阻止银行向关联和相关团体发放贷款时降低要求,监管当局一般要求银行向关系人发放贷款的条件不得优于其他借款人的同类条件。

为避免银行因市场风险而遭受重大损失,监管者通常要求商业银行建立准确计量并充分控制市场风险的体系。近年来,监管者还往往针对市场风险暴露制定出具体的限额和具体的准备金要求。1996年初,巴塞尔银行监管委员会正式公布了《巴塞尔资本金协议市场风险修正案》,制定了全球统一的估测、监管商业银行市场风险的标准。目前该协议已在欧洲联盟付诸实施。

3. 对有问题银行的处理。

对于有问题的银行,监管当局可以根据情况采取不同的处理方法。对于一般性的问题,监管当局往往责令银行限期改正;对于违规违法的行为,监管当局

还要依法对有关机构进行处罚,并追究有关人员的法律责任。

对于那些面临严重困境的银行,监管当局在责令其采取纠正措施之外,还可能从维护行业稳定的考虑出发,通过提供临时性的贷款予以必要的紧急援助。如果这些措施仍不能使其摆脱困境,监管当局则可能尽力促成其他银行对该类银行进行合并或收购。如果这种努力未果,则监管当局或者直接出面接管该银行,或者宣布该银行倒闭,并对其进行清算。

90年代中期以来,我国金融监管当局对有问题的金融机构开始加大查处力度,先后接管和关闭了一些严重经营不善和违法违规的金融机构。如1995年,著名证券公司——上海万国证券公司,因为在国债期货交易中出现巨额亏损,被申银公司合并;中银信托投资公司也因资不抵债被中国人民银行接管,随后又被一家商业银行收购。1996年,中国农村发展信托投资公司因严重违法、违规而被关闭。进入1998年后,金融监管力度进一步加大,关闭了两家问题突出的著名金融机构——君安证券和中国新技术创业投资公司,此外还关闭了一家亏损严重的商业银行——海南发展银行。

专栏 7.2

海南发展银行的关闭

1998年6月21日,中国人民银行发表公告,关闭刚刚诞生2年零10个月的海南发展银行。这是新中国金融史上第一次由于支付危机而关闭一家银行,因而不可避免地引起了社会各界的广泛关注。

海南发展银行成立于1995年8月,是海南省唯一一家具有独立法人地位的股份制商业银行,其总行设在海南省海口市,并在其他省市设有少量分支机构。它是在合并原海南省5家信托投资公司的基础上,吸收了40多家新股东后成立的。成立时的总股本为16.77亿元,海南省政府以出资3.2亿元成为其最大股东。关闭前有员工2800余人,资产规模达160多亿元。

如此一家银行,为什么开业不到三年,就被迫关闭了呢?事实上,早在海南发展银行成立之时,就已经埋下了隐患。成立海南发展银行的初衷之一就是为了解救一些有问题的金融机构。1993年海南的众多信托投资公司由于大量资金压在房地产上而出现了经营困难。在这个背景下,海南省决定成立海南发展银行,将5家已存在问题的信托投资公司合并为海南发展银行。据统计,合并时这五家机构的坏账损失总额已达26亿元。有关部门认为,可以靠公司合并后的规模经济和制度化管理,使它们的经营好转,信誉度上升,从而摆脱困境。1997年年底,遵循同样的思路,有关部门又将海南省内28家有问题的信用社并入海南发展银行,从而进一步加大了其不良资产的比例。

但是合并后成立的海南发展银行,并没有按照规范的商业银行机制进行运作,而是大量进行违法违规的经营。其中最为严重的就是向股东发放大量无合法担保的贷款。股东贷款实际上成为股东抽逃资本金的重要手段。有关资料显示,海南发展银行成立时的16.77亿

股本在建行之初,甚至在筹建阶段,就已经以股东贷款的名义流回股东手里。海南发展银行是在1994年12月8日经中国人民银行批准筹建,并于1995年8月18日正式开业的。但仅在1995年5月至9月间,就已发放贷款10.60亿元,其中股东贷款9.20亿元,占贷款总额的86.71%。绝大部分股东贷款都属于无合法担保的贷款;许多贷款的用途根本不明确,实际上是用于归还用来入股的临时拆借资金;许多股东的贷款发生在其资本金到账后1个月内,入股单位实际上是“刚拿来,又带走;拿来多少,带走多少”。这种不负责任的行为显然无法使海南发展银行走上健康发展的道路。

由于上述原因,海南发展银行从开业之日起就步履维艰,不良资产比例大,资本金不足,支付困难,信誉差。在有关部门将28家有问题的信用社并入海南发展银行之后,公众逐渐意识到问题的严重性,出现了挤兑行为。持续几个月的挤兑耗尽了海南发展银行的准备金,而其贷款又无法收回。为保护海南发展银行,国家曾紧急调拨了34亿人民币抵御这场危机,但只是杯水车薪。为控制局面,化解金融风险,国务院和中国人民银行当机立断,宣布1998年6月21日关闭海南发展银行。

从宣布关闭海南发展银行起至其正式解散之日前,由工商银行托管海南发展银行的全部资产负债。其中包括:接收并行使原海南发展银行的行政领导权、业务管理权及财务收支审批权;承接原海南发展银行的全部资产负债,停止海南发展银行新的经营活动;配合有关部门清理原海南发展银行的财产,制定、落实原海南发展银行的清算方案和债务清偿计划。对于海南发展银行的存款,则采取自然人和法人分别对待的办法,自然人存款即居民储蓄一律由工行兑付,而对法人债权进行登记,将海南发展银行全部资产负债清算完毕以后按折扣率进行兑付。6月30日,在原海南发展银行各网点开始了原海南发展银行存款的兑付业务。由于公众对工行的信任,兑付业务开始后并没有造成大量挤兑,大部分储户只是把存款转存工行,现金提取量不多。

7.1.3 一些被“放松”的监管内容

银行业的监管并不是一成不变的,相反,它会随着银行业本身的发展而不断变化,有些曾经非常重要的监管内容现在看起来已经不那么重要了,有的甚至完全被废除了。分析下列监管内容被“放松”的过程也许会带给我们诸多的启示。

1. 对商业银行从事证券业务的限制。

在80年代中期以前,实行职能分工型银行体制的国家一般都对商业银行从事证券业务进行较为严格的限制。这种限制始于30年代的大危机。在1933年前,美国的投资银行业和商业银行业通常是由同一家金融机构经营的。在这种情况下,一种潜在的危险是投资银行家把一些卖不出去的证券出售给商业银行,从而使商业银行面临着较大的倒闭风险。在20世纪20年代的繁荣时期,美国的股票市场空前高涨,从1926年至1929年,股票价格上涨了1倍多。在这股沸腾的气氛中,美国的商业银行购买了大量的证券,并且为购买证券的交



易商和投资者进行了巨额融资。但是到 1929 年 10 月 23 日(“黑色星期一”),美国股市却出现了急剧下跌,日跌幅达到 22%,到年底时美国股市的下跌已经超过 1/3。这场危机一直持续到 1932 年,此时纽约道琼斯指数已经下降至 50 点,仅为 1929 年最高点时的 15%。在这场危机中,美国商业银行的倒闭达到了空前的规模,1929 年时,美国的银行总数为 2.4 万家,而到 1932 年底时只剩下 1.5 万家。银行倒闭的重要原因是银行手中的证券价格下跌,而且有许多证券贷款无法收回。

在这种背景下,美国国会通过了《1933 年银行法》,即《格拉斯—斯蒂格尔法案》。该法案禁止银行包销和经营公司证券(但允许银行承销新发行的政府证券),并规定银行只能购买由银行管理当局批准的债务证券。同样,该法也禁止投资银行从事商业银行的活动。美国银行和证券分业经营的格局就此形成。同时,英国也开始实行这种管理体制。1948 年,在美国的帮助下,日本也确立了银行和证券分业管理的体制。

正如我们在上一章已经指出的那样,自从 80 年代中期开始,英、美、日等国逐渐放松了对商业银行参与证券业务的限制,这些国家的大商业银行正在逐渐转变为具有欧洲大陆风格的全能型银行。但是还有不少国家仍对商业银行从事证券业务实行严格的限制,例如我国就根据本国金融业发展水平低,政府金融监管能力弱等具体国情,确立了银行、证券、信托、保险分业经营、分业管理的原则,规定商业银行不得从事政府债券以外的证券业务,不得从事信托投资,不得投资于非自用的不动产。

2. 对商业银行设立分支机构的限制。

除美国之外,世界各国的商业银行普遍采取分支银行制的组织形式,商业银行可以视业务需要,申请在境内外设立分支机构。分支机构在总行授权范围内依法开展业务,但不具备独立的法人资格,其民事责任由总行承担。然而美国却在相当长的一段时间内,对商业银行设立分支机构进行严格的限制,从而形成了独特的单元银行制(unit banking)。

在美国,各州都有自己的银行法规,在关于银行设立分支机构这一问题上,各州的规定有很大的分歧:有些州(例如科罗拉多州)禁止银行建立分支机构,称为单一银行制州;有些州则必须经州管理机构同意,才可以在指定区域内建立分支机构,称为有限制支行州;而在东西海岸附近的大部分州里,银行可以在本州范围内任何地方设立分支机构,称为无限制支行州。为了防止大银行在地理上的扩张,从而引起银行业的垄断,同时也为了使经州政府特许的州银行和经联邦政府特许的国民银行在同一条起跑线上公平竞争,美国于 1927 年通过了《麦克法登法案》(McFadden Act),该法案禁止银行跨州设立分支机构(除非



受影响的州允许外州银行进入),而且要求所有国民银行都遵守其所在州有关设立分支机构的法规。执行这一法案的结果,是美国的银行业高度分散,大量中小银行广泛存在(目前美国商业银行总数达1.2万多家)。在1990年,美国49家最大的商业银行(资产均在100亿美元以上)只占美国商业银行总资产的38%。这与四五家银行就在整个银行业占压倒性优势的英国、加拿大等国家恰好形成鲜明的对比。

美国的银行业如此分散,是否就说明它的竞争程度很高呢?许多经济学家并不这么认为,相反,他们认为如此众多的银行的存在恰恰是缺乏竞争的表现。限制银行设立分支机构使得某些低效率的银行得以生存。例如在许多地区,市场的容量尚未达到可以容纳两家独立银行的程度,但是除了现有的一家银行之外,还可容纳另外一家银行的分行。在这种情况下,允许设立分支行便可以强化竞争,提高效率。限制银行设立分支机构还有一个弊端,那就是使银行规模过小,不能实现规模经济,有效地降低成本;也不能实现跨地区的多样化经营,从而增强抵抗风险的能力。规模过小也使美国银行在同其他国家的银行竞争时处于不利地位。因此,80年代以来,取消设立分支行限制的呼声越来越高。同时越来越多的州放松了这方面的限制,并同别的州达成协议,允许双方的银行到对方州内设立分行。1994年9月,国会通过了一个法案,废除了对银行跨州营业的限制,允许银行在全美各地设立分支行,或收购其他银行。

事实上,早在这些限制被解除之前,银行就通过种种办法来规避这些限制。其中一个重要的办法便是组建银行控股公司。所谓银行控股公司,是指以被控制的一家或几家银行的股票作为其资产的公司。这种组织形式在美国银行业取得了长足的发展,原因之一便是它可以避开设立分支行的限制。因为虽然控股公司能够控制多家银行,并把其中的每一家银行都当作一个分支行来经营,但是这些银行在法律上是独立的,因而受到的限制较少。许多银行控股公司发展成了庞大的银行组织。设立银行控股公司还有其他的好处。例如,它可以从事与银行业有关的其他活动,如提供投资咨询、租赁、信用卡服务等。银行向证券业的渗透,也是通过这种方式进行的。另外,控股公司还可以通过发行商业票据等方式使银行获得它本身无法获得的资金来源。控股公司的上述优点,使它成为美国银行业主要的组织形式。几乎所有的大银行都归属于银行控股公司,而且商业银行总资产中约有3/4被隶属于控股公司的银行所占有。

规避设立分支机构限制的另一种方式是设立“有限服务银行”。所谓有限服务银行,是指不经营所有银行业务的银行,它们或者不吸收支票存款,或者不发放工商业贷款,因而不符合银行法规所定义的“银行”,而只是一种“非银行的银行”,所以通常不受限制分支机构法规的约束。通过在其他州设立有限服务



银行，银行可以有效地规避禁止跨州设立分支机构的《麦克法登法案》。

3. 对利率的限制。

为了防止银行业的过度竞争，许多国家的银行法都曾授权中央银行有权制定商业银行存款或贷款利率的上下限。例如，我国的商业银行法规定，商业银行必须按照中国人民银行规定的存款和贷款利率上下限，确定存款和贷款利率。事实上，目前我国商业银行在确定存款和贷款利率方面，可选择的范围是非常有限的。

在所有利率管制中，最著名的是美国联邦储备系统的 Q 条例(Regulation Q)。该条例是根据《1933 年银行法》制定的，它赋予联邦储备系统制定定期存款和储蓄存款利率上限的权力(由于《1933 年银行法》禁止银行向支票存款支付利率，这实际上意味着支票存款的利率上限为零)。其理由是，商业银行的存款竞争会引起存款利率的上升，而资金成本的上升又会促使银行持有更多的风险资产，以追求较高的预期报酬率，从而影响银行业的稳定，因此有必要对存款利率作出限制。但在 1966 年前，该条例并未发挥什么作用，因为在 1933 至 1965 年间，市场利率始终未高出联邦储备系统规定的存款利率上限。直到 1966 年以后，由于存款机构之间的竞争，市场利率经常上升到存款利率上限之上，从而 Q 条例也就成为商业银行及其他存款机构竞争资金来源的一大障碍。^①

但是 Q 条例的实施效果并不让人满意，因为它导致了一个严重的问题，即“非中介化”，也就是每当市场利率高于存款利率上限时，存款机构就面临着大量的存款流失，因为许多存款者会把存款提取出来，投资于证券市场。这种情况引起了存款机构的不满，因此联邦储备系统于 1970 年取消了期限在 3 个月以内的大额可转让定期存单的利率上限。1973 年，期限在 3 个月以上的大额可转让定期存单的利率上限也被取消。1978 年，存款机构又获准发行利率随短期国债变动的货币市场定期存单。《1980 年银行法》则最终给 Q 条例画上了一个句号。该法案规定，在 1986 年之前，逐步取消所有定期存款和储蓄存款的利率上限。^② 该法案实际上也废除了支票存款不付利息的规定，因为它授权所有存款机构对个人提供可转让提款单存款账户(NOW)。与此同时，英、法、加等主要西方发达国家也均取消了存贷款利率的限制，日本在这方面行动较慢，但也于 1994 年完成了利率自由化计划。

① 从 1966 年开始，储蓄贷款协会等储蓄机构也要受利率上限的限制，但由于它们主要从事政府鼓励的住房抵押贷款业务，所以其存款利率上限略高于商业银行。

② 在存款利率上限被最终取消之前，为了与货币市场共同基金相竞争，存款机构于 1982 年获准发行货币市场存款账户(MMDA)，该账户具有有限的可开支票权，而且按市场利率支付利息。



7.2 《巴塞尔协议》

商业银行必须遵守最低资本充足率要求,但是在1988年以前,各国规定的资本充足率计算方法和最低标准各不相同,在银行业越来越国际化的今天,客观上要求有一套各国通行的资本充足率计算方法和标准,以利于各国银行在国际金融市场上公平竞争,以及维护金融体系的安全。出于这一需要,1987年12月,由美国、英国、法国、德国、加拿大、意大利、荷兰、瑞典、瑞士、比利时、卢森堡、日本等12个国家的中央银行和监管机构代表组成的巴塞尔银行监管委员会(Basle Committee on Banking Supervision,当时称银行业条例和监管业务委员会,Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices,简称巴塞尔委员会)在瑞士巴塞尔举行会议,会上通过了《巴塞尔提议》,并在此基础上于1988年7月正式通过了《关于统一国际银行资本计算和资本标准的协议》,简称《巴塞尔协议》。

《巴塞尔协议》提出了统一的银行资本定义,确定了根据加权风险资产计算资本充足率的方法和最低资本充足率标准。该协议要求,到1992年底,各签约国国际性银行的资本充足率,也就是银行资本(核心资本加附属资本)同加权风险资产的比率必须达到8%,其中核心资本充足率,也就是核心资本同加权风险资产的比率,必须达到4%。由巴塞尔委员会确立的这套资本充足率计算方法和标准不仅对《巴塞尔协议》的签约国具有约束力,对非签约国的银行业监管也有重大的影响。例如我国1995年通过的《商业银行法》也规定,商业银行的资本充足率不得低于8%。因此,我们有必要对资本充足率指标有一个较为清楚的了解。

由于资本充足率等于银行资本同银行加权风险资产的比率,所以要了解这一指标,就必须了解银行资本的构成和加权风险资产的计算。

7.2.1 资本的构成与限制

《巴塞尔协议》将银行资本分为核心资本(core capital)(第一级资本)和附属资本(supplementary capital)(第二级资本),并且规定附属资本总额不得超过核心资本总额的100%。

核心资本是最完全意义上的银行资本,也是协议达成之前各国银行资本定义中唯一相同的部分。它主要包括:



(1) 股本,包括已发行并完全缴足的普通股和永久性非累积优先股,但不包括累积优先股。^①

(2) 公开储备(disclosed reserves),它是指银行通过留存收益或其他盈余(如股票发行溢价等)转化而来的,并且在银行资产负债表中公开标明的那部分储备。

(3) 对于合并报表的银行持股公司来说,还包括在不完全拥有的子银行公司中的少数股东权益(minority interest)。

我国商业银行的实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润均可以算作核心资本。

附属资本是核心资本的补充,它包括:

(1) 未公开储备(undisclosed reserves)。除公开储备外,某些国家(如日本)的银行监管机构,还承认商业银行的未公开储备,也就是未在银行的资产负债表上公开标明的储备。巴塞尔委员会认为,这部分储备未公开,缺乏透明度,所以只能算作附属资本。同时巴塞尔委员会还要求,作为附属资本之一的未公开储备,质量应与公开储备一样高,能够自由、及时地被用于应付将来不可预见的损失,并且还要为银行监管机构所接受。

150 (2) 资产重估储备(asset revaluation reserves)。有些国家根据本国的监管和会计条例,允许银行定期地对其某些资产进行重新估价,以便反映它们的真实市价,或者使其相对于历史成本价格更接近于市价,并将由此产生的增值作为重估储备记入银行资本。重估储备有两种形式:一种是对银行自身房产的价值正式重估,另一种则是对于以历史成本价格反映在资产负债表中的长期证券价值的重估。巴塞尔委员会认为,只要这些资产的估价是审慎的,并且充分考虑到了价格波动和强制出售的可能性,就可以将这些重估储备记入附属资本。但是,巴塞尔委员会规定,在对证券资产的重估中,应对证券的市价和以历史成本表示的账面价值之间的差额打 55% 的折扣,以反映这部分未实现资本的潜在波动性和象征性的税收费用。

(3) 普通准备金(general provisions)或普通贷款损失准备金(general loan loss reserves)。它是指银行为防备目前还无法确定的贷款或其他损失而提取的准备金,它不包括为已确认的损失或某项价值明显下降的特定资产而设立的准备金,因为后者不能用于防备未确定的损失,从而不具备资本的特征。为明确起见,巴塞尔委员会于 1991 年进一步作出规定,在普通准备金或普通贷款损

^① 从第 5 章中我们已经知道,所谓非累积优先股,是指若股息因经营状况不好无法支付,则将来不再补发的优先股,而累积优先股则不同,逾期未付的股息必须累积起来,将来补发。

失准备金中,所有旨在使银行免受某些已确认的资产质量下降影响的部分,均不能包括在资本之内。并且规定,计入资本内的普通准备金或普通贷款损失准备金不能超过银行加权风险资产总值的 1.25%(Basle Committee on Banking Supervision 1991)。

(4) 混合资本工具(hybrid capital instruments)。它是指具有股本资本和债务资本混合特性的资本工具。各国对混合资本工具的描述各有不同,但是巴塞尔委员会规定,作为附属资本的混合资本工具至少应具备以下特征:

- 它们必须是无担保的、从属的,并且是足额缴付的;
- 它们不可由持有者主动要求赎回,也不可在未经监管当局同意的情况下赎回;
- 它们不必等到银行停业,便可用来分担损失(这一点不同于从属债务);
- 其利息或股息虽不可减少或免除(这一点又不同于普通股或非累积优先股),但在银行经营状况不佳时可以延迟支付。

累积优先股是这种资本工具最典型的例子。

(5) 长期从属债务(subordinated term debt)。它包括传统的、无担保的、初始期限^①至少在 5 年以上的长期从属债务资本工具^②,以及可以赎回的优先股。在到期日之前的最后 5 年中,每年应对这部分资本进行 20% 的累积折扣(或摊提),以反映这些资本工具作为一种持续的资本来源的价值缩减情况。和前几项不同,在银行停业以前,长期从属债务通常不能用来分担损失,因此,巴塞尔委员会规定,这部分附属资本不得超过核心资本的 50%。

除了规定上面的资本构成和限制外,《巴塞尔协议》还规定,在核定银行资本实力时,必须进行以下部分的扣除:

- (1) 从核心资本中扣除商誉,这显然是为了贯彻审慎原则;
- (2) 从资本总额中扣除对不合并报表的银行及金融附属公司的投资,这主要是为了避免同笔银行资本在不同银行的重复计算;
- (3) 从资本总额中扣除对其他银行和金融机构资本的投资,这主要是为了避免银行大量交叉持股所带来的系统性风险,鼓励银行从金融机构以外获得资本。但是对于这一部分的扣除,《巴塞尔协议》没有作硬性规定,各国监管机构

① 初始期限(original maturity)是指从债务发行日至债务到期日的期限,它是和剩余期限(residual maturity)相对而言的,后者是指从现时到债务到期日的期限。

② 从上一章我们知道,所谓从属债务(subordinated debt),是指在债务人破产清算时,对资产的要求权比较靠后的债务,即仅在具有更高要求权的其他债务已经获得清偿后才对其予以支付的债务。

可以自主决定扣除的方式,也可以不作扣除。

7.2.2 资产负债表内的资产风险权重

在《巴塞尔协议》之前,各国的资本充足率标准是按照银行资本同银行总资产的比率计算的,没有考虑各种资产的风险差异。但是事实上影响银行资本充足率要求的一个重要因素是它所持有的资产的风险程度。如果一家银行主要持有的是无风险的政府债券,那么它所需要的资本充足率就应该比主要持有企业长期贷款的银行低。《巴塞尔协议》体现了这一思想,它把所有商业银行持有的表内资产按风险程度的高低进行排序并赋予权重,从而计算银行表内的加权风险资产。

《巴塞尔协议》确定的表内资产风险权重共分四档:

(1) 0%。其适用范围如下:

- a. 库存现金及在本国中央银行的存款;
- b. 以本币定值发放、并以本币筹集的对中央政府和中央银行的债权;
- c. 对经济合作与发展组织(OECD)国家^①中央政府和中央银行的其他债权;
- d. 用现金或用 OECD 国家中央政府债券作担保,或由 OECD 国家的中央政府提供担保的债权。

(2) 0%, 10%, 20%或 50%(各国自定)。其适用范围是对国内公共部门机构(不包括中央政府)的债权和由这些机构担保的贷款。

(3) 20%。其适用范围如下:

- a. 对多边发展银行(国际复兴开发银行,泛美开发银行,亚洲开发银行,非洲开发银行,欧洲投资银行)的债权,以及由这类银行担保或以这类银行发行的债券作抵押的债权;
- b. 对在 OECD 国家内注册的银行的债权以及由在 OECD 国家注册的银行提供担保的贷款;
- c. 对在 OECD 以外国家注册的银行的、剩余期限在一年以内的债权,以及由在 OECD 以外国家注册的银行提供担保的、剩余期限在一年以内的贷款;
- d. 对非本国的 OECD 国家的公共部门机构(不包括中央政府)的债权,以及由这些机构提供担保的贷款;

^① OECD 国家包括 OECD 的所有成员国和与国际货币基金组织签署了借款总协议项下的特别贷款协议的国家。



e. 托收中的现金。

(4) 50%。适用于以借款人租住或自住的居住性房产作全额抵押的贷款。

(5) 100%。其适用范围如下：

a. 对私人机构债权；

b. 对在 OECD 以外国家注册的银行剩余期限在一年以上的债权；

c. 对 OECD 以外国家中央政府的债权(以本币定值发放,并以本币筹集的除外)；

d. 对公共部门所属商业公司的债权；

e. 房屋、厂房、设备和其他固定资产；

f. 不动产和其他投资(包括那些没有合并到资产负债表内的对其他公司的投资)；

g. 其他银行发行的资本工具(已从资本中扣除的除外)；

h. 所有其他资产。

假定一家银行持有的表内资产如下：

资 产	票面价值(万美元)
准备金	500
美国联邦政府债券	5000
地方政府普通合约债券(风险权重为 20%)	1000
住宅抵押贷款	3000
商业贷款	4000

则它的表内加权风险资产额为：

$$\begin{aligned}
 & 500 \times 0\% + 5000 \times 0\% + 1000 \times 20\% \\
 & + 3000 \times 50\% + 4000 \times 100\% \\
 & = 5700(\text{万美元})
 \end{aligned}$$

7.2.3 资产负债表外项目的信用风险转换系数

在《巴塞尔协议》之前,各国在计算银行资本充足率时未考虑表外资产,但是近年来随着银行表外业务的急剧发展,银行在表外业务中所承担的风险日益突出,引起了银行监管部门的重视。为了限制银行表外业务的过度膨胀,《巴塞尔协议》将表外业务纳入到银行风险管理的范围之内,其方法是:先根据不同的类别将银行所有表外项目(包括各种创新融资工具)的本金数额分别乘以一个



信用转换系数(credit conversion factor),再将乘出的数额根据项目所涉及的交易对手的性质进行加权,从而计算出表外项目的信用风险等额(credit risk equivalents)。表外项目的信用风险等额加上表内加权风险资产即银行的加权风险资产总额。银行的资本充足率就是银行资本与银行加权风险资产总额的比率。用公式表示就是:

$$\text{表外项目信用风险等额} = \text{表外项目的本金额} \times \text{信用风险转换系数} \times \text{表内相应科目的风险权重}$$
$$\text{加权风险资产总额} = \text{表内加权风险资产} + \text{表外项目信用风险等额}$$
$$\text{核心资本充足率} = \text{核心资本} \div \text{加权风险资产总额} \times 100\%$$
$$\text{总资本充足率} = \text{总资本} \div \text{加权风险资产总额} \times 100\%$$

《巴塞尔协议》将所有表外融资工具和融资方式分为五类,并分别确定了它们的信用风险转换系数:

(1) 贷款的替代形式,如普通负债担保,银行承兑担保和作为贷款或证券担保的备用信用证等,这类业务的信用风险转换系数为 100%;

(2) 与特定交易相关的或有项目,如履约担保书,投标保证书,与交易有关的担保书和与特定交易相关的备用信用证等,这类负债的信用风险转换系数为 50%;

(3) 短期的可自动清偿的与贸易相关的或有项目,如有海运船货作抵押的跟单信用证等,这类负债的信用风险转换系数为 20%;

(4) 票据发行便利,循环包销便利及初始期限超过一年的其他承诺(如正式的信贷额度等),信用风险转换系数为 50%;至于期限在一年以内,或者可以在任何时候无条件撤销的承诺,信用风险转换系数可以为零;

(5) 同利率和汇率有关的项目,包括各种利率及汇率互换、期货、期权合约,这类项目的风险计算及资本要求较为复杂,巴塞尔委员会也多次对它进行修订,这里不一一介绍。

7.3 存款保险制度

为了保护存款者的利益,同时也为了维持存款者对存款机构的信心,防止因公众恐慌性地挤提存款而引发存款机构的流动性危机,目前西方发达国家大都建立了存款保险制度。美国是世界上最早建立存款保险制度的国家。下面我们就以美国为例介绍一下存款保险制度的运作,以及它所面临的问题。



在经历了1929至1933年的银行倒闭风潮之后,根据1933年通过的《格拉斯—斯蒂格尔法案》,美国于1934年1月1日成立了联邦保险公司(FDIC),为所有投保银行提供存款保险。最初每个账户的最高保险金额为2500美元,也就是当银行倒闭时,存款额在2500美元以下的存款人将得到FDIC的全额支付,不承担任何损失。后来这一上限不断上升,目前已经到达10万美元。所有联邦储备系统的会员银行(包括所有国民银行和部分州银行)都必须参加FDIC的存款保险,非会员银行可以参加,也可以不参加,但由于竞争的压力(存款人对未在FDIC投保的银行可能缺乏信任),美国绝大多数商业银行都参加了FDIC的存款保险。除商业银行外,在FDIC投保的还有互助储蓄银行和储蓄贷款协会(负责为储蓄贷款协会承保的是FDIC下属的一个专门机构:储蓄协会保险基金SAIF)。

7.3.1 防患于未然:对银行的检查

由于FDIC要承担投保银行倒闭的损失,所以它必须采取必要的措施来尽量避免银行倒闭。其中重要的一项就是对投保银行进行不定期的检查。^① 检查的次数视需要而定,对于那些比较健全的银行来说,FDIC的检查间隔期最长可达36个月;但是对于那些被认为是“有问题的银行”来说,检查的次数则要频繁得多。当金融体系波动比较大时,FDIC对所有投保银行的检查次数都会增加。

负责银行检查的人叫做检查员。他们总是不宣而至,使银行来不及为逃避检查做什么手脚。他们检查的重点是,银行是否遵守关于持有资产的各种法规和条例,银行所持有的证券或放出的贷款是否包含着过大的风险。如果检查员认为某种证券的风险过大,他可以命令银行将其出售,即便这样做要在价格上承受一定的损失。对于有偿还困难的贷款,检查员可以命令银行将它们分别归为“坏账损失”、“可疑贷款”或“次等贷款”等。银行可能必须停止把这些贷款的利息当作收益,或者必须提取一部分特定准备金,以防止这些贷款造成的损失。或者,在最坏的情况下,银行将被迫注销这些贷款,并全部算作经营损失。如果检查员感到这些问题已经严重到危及银行的正常经营,或者银行从事了某些不正当的活动,就可以宣布该银行为“有问题的银行”,并加强对它的监督。这必然会影响到该银行在公众心目中的形象及该银行在市场上的股票价值,因而银

^① 在美国,负责对商业银行进行检查的联邦机构主要有三个:货币监理处对所有国民银行进行检查,联邦储备系统负责所有会员银行的检查,FDIC则负责所有投保银行的检查。为了避免工作重复,这三个机构通常彼此合作,相互承认审查报告。因此,国民银行通常由货币监理处检查,作为联邦储备系统会员的州银行由联邦储备系统检查,FDIC则检查非会员的投保银行。



行不能不小心对待。

检查员通常使用下列五个指标对银行进行综合考察：(1)资本充足率(capital adequacy)；(2)资产质量(asset quality)；(3)管理(management)；(4)盈利(earnings)；(5)流动性(liquidity)。这五个指标根据它们的头一个字母合称为CAMEL。

资本充足率指标要求银行资本要达到其加权风险资产的一定比例，以弥补可能的资产损失。检查员若发现银行的资本不充足，就可能给银行发一个“资本通知”。银行接到通知后必须提出筹集更多资本的计划。银行如果筹集不到足够的资本，就必须受到更严格的监管，例如同管理部门签订谅解备忘录等。1992年，美国最大的银行持股公司花旗公司就由于亏损严重而不得不与联邦储备理事会和货币监理处签订谅解备忘录。直至两年后花旗公司扭亏为盈，这些管理部门才撤消了对它的严格监督。

资产质量是指银行持有资产的多样化程度、贷款回收情况和证券的风险程度等。如果一个银行的可疑贷款占总贷款比例过大，或者风险资产占总资产的比例过大，检查员就会建议它增加资本或停止发放某类贷款，增加贷款准备金。

管理是一个综合指标，它反映的是银行经营者的决策能力、协调能力、技术能力、风险控制能力和适应环境变化的能力。检查员将根据银行的具体经营状况来对它加以评定。

盈利指标是指银行的收益状况。盈利率的高低决定了股东的收入情况及银行弥补损失和提供充足资本的能力。一般说来，若银行的资产收益率(收益/总资产)持续保持在1%以上，资本收益率(收益/自有资本)在15%以上，说明银行的经营状况良好。

流动性是指银行资产转换为现金的难易程度。如果银行资产的变现能力差，过于依赖通过从联邦资金市场或联邦储备系统借款来保持流动性，就可能面临严重的流动性危机。

检查员通常根据上述指标把银行分为5个信用等级，这就是所谓的CAMEL等级。其中级别1代表状况最好，5代表银行处于危机状态。显然，对于这些指标的评价含有一定的主观性，因而检查员和银行主管之间会存在不同意见。但是检查员的意见通常还是得到认可的。

7.3.2 对倒闭或濒于倒闭银行的处理

对于倒闭或濒于倒闭的银行，FDIC一般采取以下三种方式进行处理：

(1) 清偿法(payload method)。FDIC宣布银行破产，并为每个存款账户清偿



最高达 10 万美元的存款；然后再清理该银行的资产，与银行的其他债权人按份额分割清理所得资金。实际上，这种方法是很少使用的，不到万不得已，FDIC 总是力图避免使用清偿法。

(2) 购买并承担法(purchase and assumption method)。FDIC 动员一家经营良好的银行和濒于倒闭的银行进行合并，合并者购买濒于倒闭银行的全部资产，并承担其全部负债。FDIC 通常通过向合并者提供贴息贷款或购买濒于倒闭银行的部分不良贷款来促成这种合并。濒于倒闭的银行在清理之后，可以继续营业。实行这种方法的结果是，事实上所有的存款，而不仅仅是 10 万美元以下的存款，都得到了完全的保险。这是 FDIC 最常用的一种方法。

(3) 直接协助法。在许多情况下，FDIC 将和联邦储备系统一道，向濒于倒闭的银行提供贷款，以帮助它们渡过难关。尤其是当濒于倒闭的银行规模巨大，倒闭的社会后果严重，而安排别的银行进行合并又很困难的时候，FDIC 还可能采取特别的措施对它进行援助。例如，1984 年当全美第八大银行、存款达 400 亿美元的伊利诺斯大陆银行濒于倒闭时，FDIC 协助联邦储备系统和若干私人银行为它安排了数十亿美元的贷款，并且宣布为该行的所有存款进行担保，而不仅仅是为 10 万美元以下的存款担保，同时着手寻找愿意将它合并的银行。可是由于伊利诺斯大陆银行规模太庞大，没有哪家银行愿意与其合并。FDIC 被迫采取更为严厉的措施：它向该行提供了 10 亿美元的追加资本，并按面值买下了该行 45 亿美元的可疑贷款。作为回报，它获得了该行 80% 的所有权，从而实际上将该行“国有化”了。

157

7.3.3 问题与改革

在 80 年代之前，美国的存款保险制度运行良好，为维护美国银行业的稳定发挥了重要作用。在存款制度建立之前的 1930 至 1933 年间，美国每年约有 2000 家银行倒闭，FDIC 成立之后，从 1934 至 1981 年，每年平均只有 10 家左右的银行倒闭。但是从 1981 年开始，美国的银行倒闭数又急剧上升，从 1982 至 1987 年，平均每年有超过 100 家的银行倒闭（其中 1986 年高达 206 家），1988 至 1990 年的年平均银行倒闭数则将近 200 家。这给美国的存款保险制度提出了严峻的挑战。由于赔偿支出大增，FDIC 逐渐陷入了入不敷出的境地，因此不得不进行改革。

造成这一问题的一个重要原因，是 FDIC 面临着严重的道德风险问题。所谓道德风险(moral hazard)，是信息经济学的术语，泛指那些因交易双方在合约签订之后因存在着信息不对称所导致的问题。对保险业而言，它主要表现



为投保人通过与保险公司签订保险合同将风险转移给保险公司之后,由于保险公司不可能对投保人进行完全的监督(因而保险公司和投保人之间就存在着信息不对称,即投保人知道自己的行为而保险公司不知道),投保人就有可能不注意自身风险的防范,或者有意去冒更大的风险以追求风险收益。^①对于 FDIC 提供的存款保险来说,虽然交保险费的是投保银行,但存款保险的受益者却是存款人(当然,投保银行也从存款保险中获益,因为存款保险可以提高存款人对投保银行的信赖),所以道德风险主要表现为存款人获得存款保险后,对银行风险缺乏足够的关心,在选择存款银行时,主要只考虑存款的收益,而较少考虑存款的风险,致使银行追求高风险收益的问题更加突出。

159

在没有存款保险时,一旦银行倒闭,受损失的将是存款人,因此存款人在选择把钱存进哪一家银行时,就必须考虑哪家银行的风险更小一些。风险过大的银行在竞争存款方面将处于不利地位,因而不能不采取更为稳健的经营方针。从信息经济学的角度说,就是存款人的参与约束使得一部分原来由存款人承担的损失要由银行来承担了(例如,风险高的银行必须支付更高的利息,或提供更多的服务来吸收存款),从而使得一部分外部成本内部化了。但是有了存款保险之后,这种约束就弱化了。存款在 10 万元以下的存款人将感觉到,反正他们的存款是得到了保险的,银行倒闭不倒闭对他们而言都无所谓,因而不必考虑把钱存在哪家银行。如果风险高的银行能够提供更高的利息,他们倒宁愿把钱存入这些银行,反正倒霉的只是 FDIC。那些存款额高于 10 万美元的人,当然要选择稳健的银行(FDIC 之所以不为 10 万美元以上的存款提供保险,并不在于这样做会增加多少赔偿支出,而是为了使大额存款人在选择银行时更为慎重一点,并因此而影响银行的行为),但是他们也会采取种种办法来钻法律的空子。一种办法便是所谓的经纪人的存款(brokered deposits):存款额大于 10 万美元的存款人把钱交给一个经纪人,由他分成若干份,每份均小于 10 万美元,然后再存进不同的银行,这样就都能够得到保险了。FDIC 在 1984 年曾试图制定一个法规来禁止这种活动,但是被联邦法院推翻了。另外,FDIC 处理倒闭银行的措施也使人感到不必太为存款的安全操心。在处理大的倒闭银行时,FDIC 通常采用的是“购买并承担法”,而不是“清偿法”。为了挽救某些特大银行,它甚至不惜采取某些非常措施。例如 FDIC 在挽救伊利诺斯大陆银行时曾宣布,

^① 与道德风险相对的一个问题是逆向选择(adverse selection),它是指由于交易双方事前(合约签订之前)的信息不对称所带来的问题。具体到保险行业,逆向选择主要表现为申请投保的经济主体往往是那些自知出事概率较大的单位或个人,如果保险公司不能对申请人进行有效的甄别,并制定不同的费率,就可能不堪重负。逆向选择和道德风险是保险公司面临的两个基本难题。



它将为所有的存款保险,而不受每个被保险账户 10 万美元上限的限制。这就使人感到,只要把钱存进一家大银行,就不用担心它的安全,因此自然也就不必费心去选择银行了。

但是为什么在 80 年代之前,存款保险制度却实行得很成功呢?这主要是因为,在 80 年代以前,金融业的管制很严格,银行能够从事的活动受到严格的限制,因而它承担的风险得到了有效的控制。80 年代以后,大量的金融创新和金融自由化使得银行从事风险活动的可能性大大增加。另外,在 80 年代前,Q 条例为所有的银行规定了一个存款利率的上限,因此风险银行对于存款人来说,并不比稳健银行更具有吸引力(风险如果不伴随着更高的收益,显然是没有吸引力的),所以风险银行并不能壮大得很快。80 年代以后,随着 Q 条例的取消,风险银行的资产在整个银行业资产中的比例大大上升,银行倒闭数也随之迅速上升。

面对存款保险制度面临的这些问题,经济学家提出许多改革建议,包括:提高法定资本比例,降低存款保险的上限,取消对大银行的特殊保护(即放弃所谓“太大以致不能破产”的政策),以及根据银行的风险大小确定保险费等。这些建议在 1991 年的《存款保险改革和纳税人保护法案》中得到了不同程度的体现。该法案试图以下列方式改革存款保险制度:首先是追加资金给 FDIC 的倒闭银行保险基金;其次是严格银行法规,限制联邦储备系统利用贴现窗口扩大贷款来维持银行营业的能力,限制 FDIC 偿还 10 万美元以上无保险存款的能力;最后是根据存款机构的风险程度来确定保险费。改革之前,FDIC 对每个银行都按相同的费率收取保险费,根据这一法案,FDIC 制定了基于风险的保险费体系。它首先将银行按资本充足率分为资本充裕、资本适中、资本不足三个等级,每个等级再根据监管部门的评价分为三类。评价良好而又资本充裕的银行缴纳的保险费费率最低,评价不好而又资本不足的银行则要支付最高的保险费费率。

专栏 7.3

银行业监管的逻辑

1998 年 11 月,中国人民银行进行了一项重大改革:撤销人民银行省级分行,跨行政区设置了 9 家分行。这次改革意义重大,其中之一是有利于保证中央银行依法独立、公正地履行其金融监管的职责。下面我们就谈一谈对银行进行监管的逻辑。

银行的风险主要是指放出去的贷款收不回来。这种风险主要源于信息不对称。信息不对称是指银行不完全了解客户的风险特征。于是产生了两类问题:一是逆向选择,二是道德风险。



逆向选择问题是在贷款之前发生的。申请贷款的人有好人(准备做好项目,将来按时还本付息),也有坏人(想骗银行的钱)。好人与坏人都会把项目的可行性报告做得漂漂亮亮,银行很难区分。特别要指出的是,利率的高低对好人有制约作用,因为好人要核算成本。利率对坏人没有限制,利率再高,坏人也敢借。因此,过高的利率会使逆向选择的概率提高。

道德风险是在贷款合同签订以后发生的。借款人拿到贷款以后可能忠实地执行合同,也可能去冒险。这种不履行合同(甚至为自己的利益而有意破坏合同)的行为被称之为道德风险。道德风险一词是从保险上来的;司机上了汽车保险后可能开车就不如没上保险时小心了。一个最极端的例子是,如果房子的保险额高于它的市值,房主就有可能自己将房子烧毁,然后向保险公司索赔。

银行解决逆向选择和道德风险问题的关键在于如何收集信息。信息分两种,一是静态,二是动态。静态的信息是搞清贷款申请人的历史,努力分清好人与坏人。动态信息是指市场不断发生的变化。人的犯罪心理有时是随环境而变化的。有人在开始申请贷款时没想骗银行,但后来情况发生了出乎预料的变化,反正也还不起银行钱了,只好准备赖账。

以上分析主要是针对贷款客户的,下面我们来看看银行管理人员的问题。这里问题的关键是如何使银行各级管理人员尽职尽责,做好贷款的管理工作。古今中外,能使人努力工作的方法可归纳如下:一是产权,如果玩自己的钱,自然认真负责;二是有经理市场,成功负责的人可以赢得名望和更高的市场价值,可以到更大的银行做总裁;三是物质奖励,把个人工作的效率与个人收入直接挂钩;四是靠思想政治工作,靠精神的力量;五是用乌纱帽机制,做好了升官,做砸了革职。

160 银行是干什么的?银行是经营风险的。经营风险是一项艰苦细致,非常精确的工作。在产权不清和没有经理市场的情况下,银行的行为是两头走极端(抓防范金融风险前后),比较一下《商业银行法》颁布前后银行行为的变化可以说明这一点。是不是银行的经理们无能?不是,这里有着深层的体制原因。目前用乌纱帽机制、思想政治工作与奖金制度,可以解决部分问题,但不能治本。

在体制上存在着这样的缺陷,监管的意义就更为重要。中国人民银行负责对银行和除证券保险以外的非银行金融机构的监管。中国人民银行遇到的最大问题是人情大于法。而究其根源,许多“人情”的来源是地方政府的行政干预,和中央银行系统属地化。这次跨行政区设人民银行大区分行有利于中央银行独立行使监管职能,同时撤销省会城市人民银行机构的重叠设置也有利于划清责任,有效监管。

本章小结

1. 金融业是受政府监管最严的经济部门之一。商业银行作为最重要的金融中介机构,往往又是各国金融监管的重点。银行业监管的核心目的在于维护银行业的稳定,而政府加强对银行业监管的根本理由在于有效的银行监管本身是一种公共商品,不能完全由市场来提供。

2. 银行业是一个风险高度集中的行业,表外业务和国际业务的发展使这一



特征变得更加突出;银行业的风险还具有“多米诺骨牌”般的扩散效应。商业银行所面临的风险可以分为信用风险、国家和转移风险、市场风险、利率风险、流动性风险、操作风险、法律风险和声誉风险等类别。

3. 银行监管的基本内容包括:(1)对商业银行设立和变更事项的审批;(2)资本充足率要求;(3)流动性要求;(4)资产质量监管;(5)内部控制制度的监管;(6)风险集中和风险暴露的监管。对于有问题的银行,监管当局可以采取限期改正、紧急援助、促成合并或收购以及强制接管或宣布倒闭等措施。

4. 银行业监管的内容并不是一成不变的,它会随着银行业的发展而变化,下面这些曾经非常重要的监管内容现在已经逐渐被“放松”了:(1)对商业银行从事证券业务的限制;(2)对商业银行设立分支机构的限制;(3)对利率的限制。

5. 1988年《巴塞尔协议》统一了国际性银行的资本充足率计算方法和标准,该协议要求银行资本同银行加权风险资产的比率应达到8%,其中核心资本的比率应达到4%。按照《巴塞尔协议》的定义,银行资本分为核心资本和附属资本。其中核心资本包括股本和公开储备,附属资本包括未公开储备、资产重估储备、普通准备金或普通贷款损失准备金、混合资本工具和长期从属债务。除了明确资本的成分之外,《巴塞尔协议》还对其中的某些组成部分附加了比例性的限制。

6. 与以往的资本充足率计算方法不同,《巴塞尔协议》考虑了银行所持资产的风险程度对银行资本充足率要求的影响。它把所有商业银行持有的表内资产按风险程度分为四档,分别赋予不同的权重,从而计算出银行表内加权风险资产;协议还将表外业务纳入到银行风险管理的范围之内。

7. 美国是世界上最早建立存款保险制度的国家。根据《1933年银行法》成立的联邦存款保险公司 FDIC 曾经有效地减少了银行的倒闭。但是存款保险制度也面临着严重的道德风险问题:因为存款保险削弱了存款人对银行风险的关心,从而客观上鼓励了银行追求更大的风险收益。80年代以来,由于金融监管的放松,这一问题越来越严重,使得美国的存款保险制度不得不进行改革。

复习与思考

1. 商业银行从自身利益出发,也会保持一定的资本比例,为什么还要通过法规规定一个最低的资本充足率?试用你学过的经济学原理对这一问题加以解释。
2. 为什么说有效的银行监管是一种公共商品,不能完全由市场来提供?
3. 商业银行所面临的风险主要有哪些种类?监管当局主要又是通过哪些方式来维护银行业的稳定的?



4. 限制银行设立分支机构对美国的银行业有哪些影响? 在这方面的限制解除之前,美国的商业银行是如何规避这种限制的? 在中国,你可以找到类似的银行业规避监管的例子吗?
5. Q 条例为什么会失效? 我们从 Q 条例的失效中可以得到哪些经济学上的启发?
6. 《巴塞尔协议》规定的银行资本充足率计算方法同传统的银行资本充足率计算方法有哪些重要的不同?
7. 《巴塞尔协议》是如何将银行表外业务风险纳入到银行最低资本充足率要求的监管范围内的?
8. 为什么为已知的某项特定资产损失所设立的准备金不能算作银行资本的组成部分?
9. 《巴塞尔协议》规定的国际性银行最低资本充足率标准是什么?
10. 美国某商业银行的资产负债表如下所示,该银行没有任何表外业务,它是否达到《巴塞尔协议》的要求?

资产(单位:百万美元)		负债(单位:百万美元)	
准备金	1000	存款总额	15000
美国联邦政府债券	6500	借款总额	4200
对英国某公共机构的债权	2500	资本总额	800
住宅抵押贷款	3000	核心资本	400
对私人机构的贷款	7000	附属资本	400
资产总额	20000	负债总额	20000

11. FDIC 的检查员一般根据哪些指标对投保银行进行考察?
12. 存款保险制度为什么会促使银行去冒更大的风险? 我国的国有独资商业银行是否也有冒过大风险的动机呢? 为什么?
13. 为什么美国的存款保险制度在 80 年代之前取得了很大的成功,80 年代之后却遇到了很大的问题呢?
14. 假定你是一个 5 万美元的存款者,你存款的那家银行是 FDIC 的投保银行;如果该行濒于倒闭,你是否会关心 FDIC 采取哪种方法来对它进行处理? 如果你的存款是 20 万呢?
15. 鉴于美国存款保险制度面临的问题,你赞成哪一种存款保险制度改革方案? 试说明理由。
16. 资本金不足是困扰我国国有独资商业银行的一个重要问题。1998 年 3 月 1 日,八届全国人大常委会第 30 次会议审议通过国务院提请审议的《财政部



发行特别国债补充国有独资商业银行资本金》的议案。财政部将向国有独资商业银行定向发行 2700 亿元特别国债,所筹资金用于拨补国有独资商业银行的资本金,以提高国有独资商业银行的资本充足率,从而提高其资信度和在国际金融市场上的竞争力。用 T 形账户表示上述措施对国有独资商业银行资产及负债的影响。(要求分两步,第一步是商业银行购买特种国债,第二步则是财政部向商业银行拨补资本金。)

参考文献

Dewatripont, M. and J. Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press.

Mayer, Thomas and James S. Duesenberry, Robert Z. Aliber, 1993, *Money, Banking, and the Economy*, 5th edition, W. W. Norton & Company.

Mishkin, F. S., 1992, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 3rd edition, Harper Collins Publishers.

Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, 1988, "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", <http://www.bis.org>.

Basle Committee on Banking Supervision, 1991, "Amendment of the Basle Capital Accord in Respect of the Inclusion of General Provisions/ General loan-loss reserves in Capital", <http://www.bis.org>.

巴塞尔银行监管委员会:《有效银行监管的核心原则》,载《巴塞尔银行监管委员会文献汇编》,中国金融出版社 1998 版。

戴相龙主编:《领导干部金融知识读本》,中国金融出版社 1997 年版。

甘培根、林志琦主编:《外国金融制度与业务》,中国经济出版社 1992 年版。

王华庆:《中国银行业监管制度研究》,中国金融出版社 1996 年版。

杨海明、王燕著:《银行和其他金融机构的管理》,上海人民出版社 1995 年版。

第 8 章

金 融 市 场

金融市场是交易各种金融资产(或称金融工具)的市场。金融市场的涵盖面极广,根据其交易的金融资产类型的不同,可以分为多种不同的类型,如信贷市场、证券市场、外汇市场、黄金市场,以及各种衍生金融工具的交易市场。本章不拟对所有的金融市场都进行全面的阐述,而打算着重对证券市场,以及期货、期权这两种最重要的衍生金融工具的交易市场作详细的分析。

本章的内容安排如下:证券市场;期货市场;期权市场。

8.1 证券市场

8.1.1 证券市场的参与者

证券市场的参与者可以分为三类:筹资者、投资者和证券商。筹资者是股票、债券等金融工具的发行者,是资金的需求方。投资者是股票、债券等金融工具的购买方,是资金的供给方。筹资者的目的是以尽可能低的成本获得资金的使用权;投资者则要通过持有和买卖证券来获得利息(或股息)收入和资本利得。证券商则是证券市场的交易中介机构,其主要业务就是为筹资者承销证券(投资银行),为投资者买卖证券(证券经纪商);同时,许多证券商自己也作为证券买卖的一方参与证券活动(证券自营商)。

1. 筹资者。

证券市场上的筹资者主要是政府和企业。除此之外,一些金融机构,如银行持股公司、财务公司等也通过发行证券筹集资金。

政府为弥补财政赤字而发行不同期限的债券。世界各国政府都普遍依靠国债收入来平衡预算,其债券发行的规模往往是任何私人机构所无法比拟的。



美国政府是世界上最大的债务人。至 1993 年为止,它的未清偿国债就已达 4 万多亿美元。在改革开放之前,中国曾长期奉行“既无外债,又无内债”的政策,财政收支基本上保持平衡,但是这种政策实际上是不符合经济发展需要的。从 1981 年起,我国恢复了国债的发行,从 1981 年至 1990 年,我国共发行国债 1083 亿元。进入 90 年代以后,国债的发行规模不断增长,从 1991 到 1995 年,共发行国债 3713 亿元,1996 年的国债发行额则为 1979 亿元。国债发行已成为我国财政的重要收入来源。

企业也积极地利用证券市场来筹资,以弥补内部积累和银行借款的不足。在企业的高速发展时期,仅仅依靠内部积累往往不能满足企业的资金需要,必须从外部获得资金。企业要么是向银行借款,要么是发行股票或债券(这里,我们不妨把商业票据看成是一种短期债券)。同银行借款相比,利用股票融资的好处是,出售股票所获得的收入构成企业的资本金,企业可以长期使用;企业经营的风险也由股东承担,企业不会因无力偿还债务而宣告破产。利用债券融资的好处是,期限较长,成本较低,偿还方式较为灵活(企业往往可以通过购回债券的方式提前还本付息)。此外,通过公开发行人股票或债券还有利于提高企业的知名度。我国在 80 年代初恢复了股票和债券的发行后,企业的反应十分踊跃。从 1984 年至 1996 年末,我国累计发行的企业债券达 1600 多亿元,累计兑付 1300 多亿元。同时,股票市场的发展更为迅猛,至 1997 年末,在上海、深圳两个证券交易所上市的公司就达 745 家,流通股本达 1238 亿股,股票总市值达 17529 亿元,此外还有部分未上市的股票。

当然,并非所有的企业都可以通过证券市场来融资。事实上,利用证券市场融资的主要是一些大企业,由于它们的资信好,知名度高,所以容易为投资者所接受,而一般的中小企业要想将自己发行的证券推销出去就要困难得多。

2. 投资者。

证券市场上的投资者可以分为个人投资者和机构投资者。个人投资者是指单个的投资者,其投资规模和风险承受能力往往都是有限的。机构投资者则是指各种法人机构,主要包括:(1)为自己买卖证券的证券商。(2)银行、信托公司、保险公司、养老基金、共同基金等金融中介机构。在实行金融分业经营的国家,银行参与证券活动一般会受到一定的限制。(3)各种非营利性的团体,如各种基金会、慈善机构、公益团体及教会等,它们主要是通过购买证券来实现资产的保值和增值。(4)各种企业,包括上市公司(股票在证券交易所上市的公司)自身。上市公司不仅是股票和债券的发行者,而且是证券交易的积极参与者。很多时候,上市公司买入股票并不是单纯地为了盈利,而是为了控制发行公司的股权,以达到吞并竞争对手的目的。与个人投资者相比,这些机构投资者在



资金、人才、经验,以及各种现代化的技术设施等方面都具有明显的优势,抵抗金融风险的能力也更强。发达国家的证券市场主要是由这些机构投资者所主导的。

根据人们购买证券的动机,还可以把证券交易的参与者分为投资者和投机者。前者是指那些愿意长期持有手中的股票,以获得股息收入和股票增值收入的机构或个人。后者则是指在证券市场上频繁地买进卖出,以期获得买卖差价收入的机构或个人。但是实际上这两者在事前是很难区分的,所以一般都称为投资者。

3. 证券商。

证券商是投资者和筹资者之间的交易中介。根据其业务的性质,可以把它们分为三类:投资银行、证券经纪商和证券自营商。

投资银行(investment bank)并不是普通意义上的银行。它的传统业务是作为证券承销商,协助新证券的发行。但是现在的投资银行业务早已远远超出了这一范围。今天的投资银行可以全面地参与证券市场上的各项活动,如证券的发行和交易,公司的合并与收购,以及基金的管理等。世界上著名的投资银行有美国的美林公司(Merrill Lynch)、摩根·斯坦利集团(Morgan Stanley),所罗门兄弟公司(Salomon Brothers),以及日本的野村证券公司等。

116

证券经纪商和证券自营商主要在二级市场上从事业务活动。经纪商(broker)是纯粹的中间人,他们只代理客户进行买卖,从中获取佣金收入,因此风险较小。自营商(dealer)则自己投入资金,在证券市场上为自己买入或卖出证券,谋取价差收入。在美国的证券市场上,自营商实际上还可以分为注册交易商(registered trader)、特种交易商(specialist)和场外自营商。关于它们的作用,我们将在后文详加解释。

多数证券商往往同时扮演经纪商和自营商两种角色,它们被称为经纪—自营商(broker-dealer),或者叫做经纪公司(brokerage firm)。一些大的经纪公司还参与证券的发行,它们实际上属于我们前面所说的投资银行。

我国及日本的证券公司,一般既可以在一级市场上承销证券,又可以在二级市场上从事经纪或自营业务,因此有些类似于美国的投资银行。当然,比起美国的投资银行来,我国证券公司的业务范围还要狭窄得多。

值得一提的是,虽然证券商也为证券的买卖提供中介服务,但它并不属于我们在第5章中所介绍的金融中介机构。其原因在于,这些机构并不是通过出售对自身的债权(或股份)来获得资金,然后把这些资金用于贷放或购买金融资产,从中谋取利差收入。它们仅仅是代理客户进行买卖,获取佣金收入,或自营证券买卖,获取价差收入。所以它们只是一般的金融机构,而不是金融中介



机构。

8.1.2 证券发行市场

我们知道,证券市场可以分为发行市场和交易市场,或称一级市场和二级市场。现在我们就先来看一看证券的发行市场。

发行市场即有价证券由发行者向投资者转移的市场。由于证券发行一般都由一家或数家投资银行承销(underwriting)(在我国,负责证券承销的是证券公司和经批准可经营证券业务的信托投资公司),交易仅在各投资银行内完成,而没有一个集中的交易场所,所以发行市场不像交易市场那样容易引起公众的注意。但是发行市场在整个金融市场中的地位却是至关重要的,因为在直接金融中,资金由盈余单位向短缺单位的转移正是通过发行市场来完成的。

按照证券发行所涉及的对象,可以将证券发行分为私下发行和公开发行。面向特定投资者的证券发行方式叫做私下发行(private placement)(或称私募)。其主要发行对象是本公司职工或股东,或者保险公司、养老基金等机构投资者,以及与公司关系密切的其他企业。私下发行的好处是手续简单,不必经有关的政府主管部门注册审查,因此费用低廉。但是私下发行的证券不能直接公开上市。私下发行可以由发行公司自己完成,也可以由投资银行协助完成。在我国,股份公司向特定法人定向募集股份和向企业内部职工募集股份均属私下发行,股份公司向老股东或第三者配股也属私下发行。

面向整个社会的证券发行叫做公开发行(public offering)(或称公募)。在公开发行中,发行公司必须向有关主管部门和市场提供各种财务报表及资料,经主管部门审批注册后方可发行。公开发行一般需要投资银行的帮助,这种帮助包括两个方面:第一,证券设计。投资银行将根据自己的分析向客户提供选择何种金融工具进行筹资的建议,并且对选定的金融工具进行具体的设计。例如,假定客户根据投资银行的建议,决定采取发行债券的方式进行融资,那么投资银行就必须进一步帮助客户确定债券的利率和期限等,使之对投资者更有吸引力,以减少客户的融资成本。第二,证券销售。新发行的证券若直接向普通投资者销售,势必是既耗时又费力的,因此往往要由投资银行进行承销。投资银行承销证券有三种方式:

(1) 代销。证券发行者与投资银行签订代销合同,支付一定的佣金,委托投资银行代为销售。发行风险全部由发行者自己承担。

(2) 助销(best efforts)。投资银行全力进行销售,尽可能将证券销售出去。未销售出去的余额由投资银行自己买进。这种方式能够保证证券全部销售出

去,从而减少了发行公司的风险。但是,在这种方式下,发行公司必须支付比代销更高的佣金。

(3) 包销(firm commitment)。投资银行以承销价格向发行公司买断所有新发行的证券,然后再以比承销价格稍高的公开发行价格将证券出售给普通投资者,其间的价差,就是投资银行的收入。如果证券未能以商定的公开发行价格销售出去,其损失将完全由投资银行承担。因此,在这种方式下,投资银行承担了全部的发行风险。

由于在包销方式中,投资银行承担的风险较大,所以当发行数量过大,风险过高,超过了单个投资银行的承受能力时,往往由数家投资银行组成承销集团(或称承销辛迪加)共同进行包销。承销集团的成员少至两三家,多至数十家。每个集团成员往往又有自己的销售集团。在具体操作时,可由承销集团的发起人暂先购进证券,然后按比例分配给各集团成员,各集团成员再通过各自的销售集团将证券销售给普通投资者;也可以由各集团成员共同向发行公司购进自己的额度,再逐级分销。承销集团的发起者,通常也是整个销售活动的管理者。在承销集团所获得的包销总利润中,有一部分将作为管理活动的报酬支付给承销集团的管理者。

108 8.1.3 证券交易市场

证券交易市场,或称二级市场,是已发行的证券在投资者之间流通的市场。在一级市场发行的证券,必须能够在二级市场上顺畅地流通,才能对投资者具有足够的吸引力,从而使证券的发行能够顺利进行。所以二级市场虽然只是投资者之间的市场,但对于资金从盈余单位向短缺单位的转移也具有重要意义。证券交易市场有两种基本的组织形式,即证券交易所和场外交易市场。

1. 证券交易所。

证券交易所是集中交易已发行证券的场所,它是证券交易市场的核心。目前,发达国家或经济高速发展的发展中国家普遍都设有证券交易所,例如美国有2家全国性证券交易所——纽约证券交易所(New York Stock Exchange, NYSE)和美国证券交易所(American Stock Exchange, AMEX),和7家主要的地区性证券交易所,其中纽约证券交易所是世界上最大的证券交易所,在该交易所挂牌交易的证券包括2000多种股票,3000多种债券。英国有7家证券交易所,其中最大的是伦敦证券交易所,该交易所也是世界上最早的证券交易所,成立于1773年。日本有8家证券交易所,其中东京证券交易所的业务量占全国的85%。我国在解放前曾在北京和上海分别设立了证券交易所,新中国成立



之后,这两家交易所都被关闭;但是,随着股份经济的发展,1990年和1991年,上海和深圳证券交易所相继成立。

在交易所进行交易的证券称为上市证券,它们主要是一些大公司的股票和债券。上市证券必须符合交易所规定的各项上市标准,并得到有关政府主管部门的批准。一般说来,越著名的交易所,对上市证券的限制越是严格,标准越是苛刻。例如在纽约证券交易所上市的2000多种股票,就是由1600多家实力雄厚的大公司发行的。

证券交易所本身并不参与证券的买卖,它是作为一个服务机构和自律机构而存在的。它的基本职能包括:(1)提供一个设施齐全的场所,供买卖双方聚集在一起进行交易;(2)制定各项规章制度,对交易主体、交易对象和交易过程进行严格的管理,以维持一个公平而有序的市场;(3)收集和发布市场价格变动信息及与证券价格相关的各类信息;(4)仲裁证券交易过程中发生的各种纠纷。

证券交易所有两种组织形式,即会员制和公司制。会员制交易所是由会员(经纪商或自营商)自愿组成的、不以盈利为目的的联合体。它可以具有法人地位,如日本和中国的证券交易所;也可以是一个非法人团体,如美国的证券交易所。公司制交易所则是由股东出资组成的股份有限公司,它以盈利为目的,并由股东选举董事会进行管理。无论哪种形式的交易所,都只允许拥有交易所席位的证券商进场交易,没有在交易所内拥有席位的证券商或投资者只能委托有席位的经纪商进行交易。证券交易所的席位总数是相对固定的,例如纽约证券交易所目前的席位数为1366个。席位可以买卖或者出租,其价格视市场需求而定。对席位的需求又是由拥有席位的证券商所能获得的佣金和证券买卖收入决定的。纽约证券交易所的席位费在1878年时仅为4000美元,1977年时上涨到3.5万美元,1987年“黑色星期一”之前,其席位费更是高达115万美元。

下面,我们以纽约证券交易所为例,说明交易所内的股票交易是如何进行的。

交易的第一步,是投资者向其经纪人发出交易委托。由投资者发出的委托主要有市价委托、限价委托和停损委托三种类型。市价委托是指示经纪人在接到委托后立即根据当时市场上所能获得的最优价格进行交易。市价委托由于不对价格作何限制而可以迅速被执行,其目的在于迅速捕捉有利的交易机会,但是如果在下达委托和实际执行委托的这段时间间隔内价格发生了不利的变动,委托人就可能蒙受很大的损失。限价委托则是指示经纪人在某一特定价位或者在比该价位更为有利的价位上买卖证券。例如,委托人可能指示其经纪人,要求他在每股价格达到50美元之上时,把手中的股票卖出去;或者指示他在每股价格达到45美元之下时买入股票。停损委托则是指示经纪人当价格朝



不利的方向波动达到某一临界点时就立即买卖证券。例如委托人可能指示他的经纪人,当价格下降到每股 45 美元时,就把手中的股票卖出去,以避免进一步的损失;或者指示他在每股价格上升至 50 美元时买入。限价委托和停损委托都是条件委托,只有在股票价格达到一定范围内时才会被执行。条件委托都有一定的有效期限,有的是委托下达后不能执行马上失效,有的则在整个交易日内都有效,还有的则是在委托人正式取消之前始终有效。因此如果投资者下达的是条件委托,还必须说明它的有效期限。

由投资者发出的委托,将由其经纪人所在的公司传达到交易所内。在纽约证券交易所内,除一般的交易所工作人员外,主要有四类人:(1)佣金经纪人(commission broker)。他们是纽约交易所的会员公司在交易所内的代表,专门负责接收和执行由本公司传来的客户委托。在纽约交易所的 1366 个席位中,他们约占据了 700 席。(2)场内经纪人(floor broker)。他们是交易所的独立会员,专门负责帮助手中委托过多而忙不过来的佣金经纪人执行委托,并从中获取佣金。纽约交易所的场内经纪人约占有 225 个席位,这些人不停地在交易所内穿梭,据说每天在场内的奔走距离平均为 12 英里。(3)注册交易商,又称场内交易商(floor trader)。他们也是交易所的独立会员,但是他们并不接受客户的委托,而是在交易所内为自己买卖证券。除了可以直接进场交易而不用支付佣金外,他们与一般的投资者并没有什么不同。场内交易商人数较少,约占 41 席。(4)特种交易商。他们是纽约交易所内的灵魂人物,约有 400 人。有关他们的活动,需要作进一步的解释。

和美国其他的证券交易所一样,纽约证券交易所内实行的是特种交易商制度。交易所内每种股票的交易均由一个特种交易商负责(一个特种交易商可能同时负责几种股票的交易,但是一种股票的交易只由一个特种交易商负责),在交易所内的特定交易台进行(纽约交易所内共有 22 个马蹄型的交易台)。特种交易商有两个基本的职责:

第一,保管和执行各经纪人送来的条件委托。由于条件委托不一定能够立即执行,各经纪人又不可能一直在交易台前等候,所以一般都交由特种交易商保存,待条件满足时由特种交易商负责执行。特种交易商在执行这些委托时,必须遵守某些优先规则:例如,要价最低的卖出委托或出价最高的买入委托应首先执行,价格相同的委托则应视委托到达时间的先后依次执行。当然,特种交易商提供这种服务必须收取一定的佣金。

第二,随时准备以自己的账户买进或卖出他所负责的一种或数种股票,以维护市场的公正和有序。特种交易商必须持续地报出他自己的买入价(bid price)和卖出价(ask price),并随时准备自己作为交易的一方在该价位上与客



户成交。由于特种交易商报出的买入价低于卖出价,因而其间的价差(spread)就构成了特种交易商的另一收入来源。^①但是,交易所让特种交易商自营股票的买卖,不光是为了让他们获取价差收入,而是要他们扮演市场组织者(market-maker,又称作市商)的角色,保持股市的有序性。为了解这一点,我们不妨设想一下没有特种交易商的情形。假定在某一时点上,市场上某种股票的最高买入价为每股 30 美元,最低卖出价为 35 美元。此时若某投资者发出市价买入委托,则成交价为 35 美元;若某投资者发出市价卖出委托,则成交价为 30 美元。由于投资者发出委托的时间是随机的,因而股价就有可能在 30 美元和 35 美元之间随机波动。如此巨大的波动可能会使投资者以为发生了什么突发性的事件,但事实上它完全是由委托到达的时间顺序引起的。此时如果有一个特种交易商,报出 33.25 美元的买入价,33.50 美元的卖出价,那么无论投资者发出的是市价买入委托,还是市价卖出委托,价格波动的范围都不会超过 0.25 美元。

作为交易所内拥有排他性权力的市场组织者,特种交易商还负有一定的维护市场稳定的义务,也就是在股市明显地朝一个方向变动时,应尽量通过动用自己的账户买进或卖出股票,以减缓这种趋势。当然,特种交易商的任务并不是要消除股价的波动,而是要防止股价波动失去秩序,但是要做到这一点也并不是-一件容易的事。在 1987 年 10 月 19 日的“黑色星期一”中,纽约股市在一天之内下跌了将近四分之一。在巨大的股票抛压面前,许多特种交易商因为试图稳定股价而大量买入,并因此损失惨重,还有部分特种交易商则因未能很好地履行其职责而被纽约证券交易所取消了特种交易商资格。

有了上面的背景知识后,我们就不难理解场内的交易是如何进行的了。由投资者发出的委托将首先传达给场内的佣金经纪人。佣金经纪人收到委托后,如果是市价委托,他将立即赶往交易该种股票的交易台,选择最有利的价格成交。^②交易的另一方可能是特种交易商,也可能是其他的投资者,这主要是看谁的报价更有利。(当然,如果该佣金经纪人手中有非常多的委托需要执行,他也可能请一个场内经纪人来帮他完成这一任务。)如果投资者发出的是条件委托,暂时无法执行,则该佣金经纪人将把它交由特种交易商保存,并且在条件满足时由特种交易商代为执行。至于成交之后的股票交割和过户,一般都通过电脑自动进行。

2. 场外交易市场。

① 当然,和所有其他自营商所面临的问题一样,价差收入并不像佣金收入那样保险,如果在特种交易商将买入的证券卖出之前,证券的价格出现了下跌,那么他就不仅赚不到价差收入,反而要赔本了。

② 交易数量在 1200 股以下的市价委托将直接传送到特种交易商的电脑中,并自动执行。



场外交易市场又称店头交易市场(over-the-count market),它是由自营商通过计算机、电话、电传、报刊等通信工具建立起来的一个无形交易网络。通过这些通信工具,自营商持续地报出某种证券的买入价和卖出价,并随时准备应客户的要求以该价格向客户买入或卖出证券,获取价差收入。任何愿意接受其报价的投资者都可以直接和它们进行交易,也可以通过经纪商和它们进行联系。和交易所内不同的是,在场外交易市场上,市场组织者的地位并不是排他性的,根据证券交易量的大小,一种证券可能由几家,甚至数十家自营商同时进行报价。相应地,场外自营商也不具有稳定证券价格的义务。此外,场外交易市场上既没有交易席位的限制,也没有上市标准,任何证券均可交易,且不必公开发行公司的财务状况。由于有这些便利,场外交易市场成为了证券交易所的有效补充。而且,随着计算机技术的迅速发展,场外交易正变得越来越方便,因而在证券交易中的地位也越来越重要。

在美国,场外交易市场是由全国证券自营商协会负责管理的。场外交易主要通过全国证券自营商协会自动报价系统(National Association of Securities Dealers Automated Quotation System, NASDAQ)和全国市场系统(National Market System)两个电子报价系统进行。某些交易不太活跃的证券则可以通过电话报价或刊物报价的方式进行交易。

172 随着计算机技术的发展,一些新的市场不断出现,于是在二级市场上有了所谓第一市场、第二市场、第三市场和第四市场的划分。第一市场即证券交易所市场,所交易的是一些大公司的股票和债券。第二市场即交易非上市的股票或债券的场外交易市场。除此之外,自70年代以来,许多上市证券也开始纷纷出现在场外交易市场上,由此形成的市场叫做第三市场。第四市场则是买卖双方直接进行证券交易的市场。它的出现主要是由于一些机构投资者为了避免高额佣金支出,希望避开经纪商而直接进行交易。现代计算机技术减少了投资者寻找交易机会的成本,从而使这一市场取得了很大的发展。

8.1.4 证券市场的管理

为了达到证券市场的公平、效率和稳定,各国的金融市场一般都受到较为严格的管制。大体说来,证券市场的管理机构可以分为两个层次。第一个层次是政府主管部门,它们依据专门的法规对证券市场进行管理,具有最高管理权威。第二个层次是证券市场的自律机构。除此之外,许多民间的服务机构也在维护证券市场的正常运转方面起着重要作用。

作为最高金融管理当局,中央银行一般都对证券市场有着重要的影响。但



是除此之外,各国一般都有专门的证券市场管理机构。在美国,证券市场的管理机构是证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC),期货市场的管理机构则是商品期货交易委员会(Commodities Futures Trading Commission, CFTC)。SEC是根据1934年的《证券交易法》设立的。它的主要职责是负责制定和调整有关证券市场的各项管理政策和规章制度,管理全国范围内的证券发行和证券交易。它有权行使行政处罚权,取消有关交易所、投资银行或发行公司从事证券活动的资格,有权对违法者发起民事诉讼或建议最高法院追究其刑事责任,并协助调查有关事实。SEC直接向国会负责。

随着证券市场的飞速发展,中国也成立了专门的证券市场主管机构,即国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会,负责对证券、期货市场实行监管。其中证券委主要负责制定有关的法规和政策,证监会则作为证券委的执行机构主管日常的管理工作。

政府主管部门的管理工作必须依据有关的法律或者规章进行。在证券立法方面,最为完备的是美国。自从30年代以来,美国共通过了近10部有关证券市场的联邦法律。其中最重要的是1933年的《证券法》和1934年的《证券交易法》。它们确立了美国证券业监管的基本框架。这两个法案的根本精神,在于建立各种信息披露制度,减少证券市场上的信息不对称,防止证券发行和交易中的欺诈行为。

自律机构也在金融市场的管理中起着不可或缺的作用。在英国,证券交易所协会和证券业理事会等自律机构曾长期担负着证券市场的主要监管职能。直到1986年,英国才成立了管理证券市场的政府机构——证券投资委员会,加强对证券业的政府管制。美国证券业的自律管理也很严格。其主要自律机构是证券交易所和全国证券自营商协会(National Association of Securities Dealers, NASD)。前者的职责是组织和维护一个公正、有序、高效的场内交易市场;后者的主要职责则是协助SEC管理场外交易市场。它们都要在SEC注册,并接受SEC的指导和监督,但是又不是一级行政机构,而是非营利性的法人。它们主要靠所规、会章来约束会员的活动,履行自律职责。

除了上述管理机构之外,会计师事务所和信用评级公司等服务机构虽然并不具备管理者的身份,但是也在客观上起着维护证券市场秩序的作用。它们站在独立的立场上对上市公司的资产、信誉及其证券质量进行评估,从而影响投资者的决策,因而实际上起着民间“经济警察”的作用,对于上市公司的行为有着重要的影响。例如美国的毕马威、安达信等八大会计师事务所,以及穆迪公司、标准普尔公司、费奇公司等证券评级机构,就是美国证券市场正常运转不可或缺的一个环节。



8.2 期货市场

8.2.1 期货交易的产生和发展

期货交易最早是在商品交易中出现的,它起源于农产品的远期合约(forward contract)交易。农产品的生产是有较长周期的,农民在播种季节作出生产决策,但是等到产品收获的时候可能市场行情已经发生了很大的变化。价格如果上升,自然有利于农民,但是万一价格下降,农民就可能蒙受很大的损失。为了克服这种不确定性,农民便开始同农产品买主签订远期交货合同,在播种季节就把农产品的销售价格和数量谈妥,待产品收获后再行交割。这样农民就把价格波动的风险转移给了农产品的买主。在19世纪中期美国最大的农产品集散地芝加哥,这种远期合约十分普遍,以至于在1848年出现了专门从事这种交易的芝加哥交易所(Chicago Board of Trade,简称CBOT)。

但是远期合约仍有它的不足。因为它只是把农民的风险转移到了买主身上。买主也可能希望在到期之前把标的产品转让出去,但是由于合同的条款是由各个合同的买卖双方分别议定的,商品的数量、质量、交货地点和时间都不统一,很难找到下一个合适的买主。远期合约的另一大弱点是合约的履行没有保障,完全依赖于双方的信誉,因此违约的风险很大。为了克服上述缺陷,必须实现合约的标准化,使它便于流通;其次还要建立一个强有力的保障机制,保障合约的履行。现代意义上的期货合约和期货交易所便是顺应这种需求而产生的。

所谓期货合约,实际上是由交易所统一设计推出,并在交易所内集中交易的标准化的远期交货合约。和远期合约相比,它最大的特点就是每张合约所包含的内容,如交易商品的种类、数量、质量、交货的时间、地点都是标准化的。例如,目前在CBOT交易的玉米期货合约的标准规格为:每张合约的规模为5000蒲式耳;交割的等级以2号黄玉米为准,替代品种的价差由交易所规定;合约到期的月份分1,2,3,5,7,9六种;合约的最后交易日为交割月最后营业日之前的第七个营业日。由于这一特点,期货合约能够很容易地在不同的经济主体之间进行流通,也就是说,当合约商品的买主或卖主不愿再承担其购货或交货权利和义务时,他们可以将合约转移出去,由另外的人来接替他们在合约中的权利和义务。另外,由于合约交易集中在交易所进行,合约的履行由交易所保



证,所以不存在违约的问题。因此期货交易很好地弥补了远期交易的不足。

正式的期货交易开始于 1865 年的芝加哥交易所。直到 20 世纪 70 年代以前,期货交易仍主要局限于农产品的交易,如玉米、小麦、咖啡、大豆、糖等。农产品之所以适合用于期货交易,主要是因为需求量大,适于大宗交易,而且易于划分出不同的质量等级;此外,正如我们前而指出的那样,农产品都有较长的生产周期,价格波动的风险比较大,需要用期货市场来套期保值。但是到 70 年代以后,期货交易的品种大大增加。首先是一些非农产品,如石油、有色金属等成为交易的对象。其次是各种金融期货开始出现,并取得了迅速的发展,交易量超过了传统的商品期货。

最早出现的金融期货是外汇期货,它产生于 1972 年。在这一年,作为芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange,简称 CME,它和 CBOT 是世界上最大的两个期货交易所)分部的国际货币市场(International Monetary Market,简称 IMM)正式开业,对英镑等 8 种主要的外汇开展期货交易。这主要是为了适应 1971 年布雷顿森林体系出现危机之后的汇率波动而产生的。到 1973 年,布雷顿森林体系最终瓦解,世界进入了浮动汇率的时代。在浮动汇率的条件下,越来越多的投资者希望通过外汇期货市场来进行套期保值或者投机,外汇期货市场取得了迅猛的发展,同时也带动了其他金融期货的产生。1975 年芝加哥交易所首次引入利率期货。1982 年,股票指数期货也开始出现。

8.2.2 期货交易方式

所有期货交易都必须在经主管部门批准的期货交易所进行。期货交易所必须确保交易的商品符合合约规定的等级,并制定相应的交易规则,比如每次报价的最小波动幅度,以及每天的最大价格波动幅度等。更重要的是,它必须通过收取保证金的方式来确保合约的履行。期货交易所的结构在很大程度上和证券交易所是一样的,只有作为交易所成员的经纪商和自营商才能进场交易,没有成员资格的客户或经纪商只能委托有成员资格的经纪商进行交易。

1. 开仓与平仓。

开仓(opening)是指投资者最初买入或卖出某种期货合约,从而确立自己在该种合约交易中的头寸位置。期货合约的买入者处于多头头寸,卖出者处于空头头寸。原先拥有多头或空头头寸的投资者可以通过进行一笔反向的交易来结清其头寸,这叫作平仓(closing out a position)。例如在 3 月份的某一天买入一份 9 月份到期的玉米合约的投资者,可以在 4 月份的某一天卖出一份该种合



约,从而使自己的净头寸为零;在4月份卖出一份6月份到期的玉米合约的投资者也可以在该种合约的最后交易日之前买入一份该种合约来冲销其原先的空头头寸。当然在这期间,合约的价格会发生某种变化,由此而导致的损益也就是投资者从事期货交易的损益。

实际上,绝大部分的期货交易都是以上述方式冲销的,只有很少的一部分会进行实际的交割。这也是期货交易和远期交易的重要区别之一。

2. 最小变动价位和每日最大价格变动幅度。

期货交易所规定了每种期货的报价单位,这种报价单位也就构成了该种期货的最小变动价位。例如,纽约商品交易所的原油期货价格是以每桶原油的美元数来报价的,并且取两位小数(即精确到美分),因此,该种期货在交易中的最小变动价位就是每桶0.01美元。又如,CBOT的中期国债和长期国债期货是以美元和1/32美元的倍数来报价的,因此它们的最小变动价位就是1/32美元。

为维护价格的稳定,各交易所还规定了每种期货的每日最大价格变动幅度,一旦价格变动超出该幅度,当天的交易就自动停止。这和我股市上的涨跌停板制度是完全一样的。

3. 保证金制度。

176 期货合约像股票一样在交易所公开竞价成交,并且价格随市场行情的波动而波动。所不同的是,在期货交易中,不是期货合约的购买者马上向其出售者交纳现金,并获得相应的资产,而是买卖双方都在各自的经纪商那里存入一定比例的保证金;同时经纪商必须在交易所所属的结算所存入一定比例的保证金(如果该经纪商不是结算所的会员,那就应在某一会员经纪商处存入保证金)。从这个意义上来说,期货合约的买卖双方不是交易了一笔资产,而是签订了一个未来交易的合约。对于投资者来说,保证金还有初始保证金(initial margin)和维持保证金(maintenance margin)之分。初始保证金是投资者开仓时应存入的保证金,它一般只占投资者所买卖的期货合约价值的5%至10%。维持保证金则是在投资者平仓之前,投资者必须始终保留在其保证金账户上的最低金额。它一般约占初始保证金的75%。由于期货交易实行每日结算制度(参见下文),投资者每天的损益都立即计入投资者的保证金账户,所以可能发生保证金不足或过剩。在投资者的保证金账户中,超过初始保证金的部分,投资者可以支取;而一旦保证金余额低于维持保证金,投资者就应该在24小时内将保证金追加到初始保证金的水平,否则经纪商就会强行对他进行平仓(即抛售其先前买进的期货合约,或买进其先前出售的期货合约,从而消除其多头或空头的地位)。



4. 每日结算制度。

期货交易和其他交易方式的最大不同,在于实行每日结算制度,也就是要在每个交易日结束时,根据当天的收盘价,将投资者的损益计入其保证金账户。例如,在 1997 年 9 月 1 日,某投资者在纽约商品交易所以每盎司黄金 400 美元的价格买入一张 12 月份的黄金期货合约,由于在该交易所内,每张黄金期货合约代表的黄金数量为 100 盎司,所以该笔交易所涉及的总金额为 40000 美元。假定该投资者的经纪商规定的保证金比例为 5%,维持保证金为初始保证金的 75%,则该投资者应在其经纪商处存入 2000 美元的初始保证金,并且在平仓之前,始终在保证金账户上保有不低于 1500 美元的余额。若当天收盘时,12 月份的黄金期货价格上涨到每盎司 402 美元,则该投资者就有 200 美元的盈利。这 200 美元将马上增加到他的保证金账户中去,并且该投资者还可以将这部分多余的保证金提走。反之,如果在此后的某一天里,该期货的收盘价下降到每盎司 394 美元,则扣除相应的亏损额后,该投资者的保证金账户余额就只有 1400 美元,低于 1500 美元的维持保证金水平,其经纪人就会向他发出追加保证金的通知,要求该投资者在 24 小时内将其保证金补足到 2000 美元,否则就对他进行强行平仓。

通过实行保证金和每日结算制度,交易所实际上充当了买卖双方的交易中介。交易双方无需知道他们卖出的期货合约是被谁买入的,或者他们买进的期货合约又是谁卖出的,而只需把他们所进行的买卖活动看成是和交易所发生的交易,所以不必担心履约问题,这就大大提高了期货交易的效率。

8.2.3 套期保值

现代期货市场虽然脱胎于早期的远期合约交易,但是却同远期交易市场有着本质的不同,那就是交易的目的已不再是商品的实际交割,而是为了套期保值或者投机。套期保值者谋求风险的转移,而投机者则通过承担套期保值者转移出来的风险来谋求风险收益。

所谓套期保值(hedging),是指投资者为预防不利的价格变动而采取的抵消性的金融操作。它通常的做法是在现货市场和期货市场上进行两组相反方向的买卖,从而使两个市场上的盈亏大致抵消,以此来达到防范风险的目的。其基本原理在于,现货市场上的价格和期货市场上的价格往往是同向波动的,如果在现货市场上先买后卖的同时,在期货市场上先卖后买(或者,在现货市场先卖后买的同时,在期货市场先买后卖),两个市场上的盈亏便可以部分抵消。下面我们通过一个商品市场的例子来看一看套期保值具体的操



作过程。

假定 A 公司是一个大豆经销商。它于 3 月 1 日购进 1000 吨大豆,打算于 5 个月后销售出去。为了防止大豆价格下降引起损失,它可以在买入 1000 吨大豆现货的同时,卖出 1000 吨 9 月份(或 9 月以后的月份)到期的大豆期货(在实际交易时,是卖出若干张既定数量的期货合约)。假定在 3 月 1 日时,大豆的现货价为每吨 4000 元,9 月份大豆期货价格为每吨 4500 元。5 个月后(也就是 8 月 1 日),大豆的现货价下降为每吨 3800 元,这时候 A 公司在现货市场上卖出大豆就有亏损。但是根据现货市场价格与期货市场价格同向变动的道理,它原先卖出的那种 9 月份大豆期货价格也将下降,假定下降为每吨 4100 元,A 公司就可以在卖出 1000 吨现货的同时,购入 1000 吨 9 月份大豆期货,从而消除其在大豆期货市场上的多头地位,并获得差价收入,以弥补现货市场的损失。经过这一系列的操作,A 公司损益情况如下表所示:

A 公司损益情况

现 货 市 场		期 货 市 场	
买入价	4000 元/吨	卖出价	4500 元/吨
卖出价	3800 元/吨	买入价	4100 元/吨
亏损	200 元/吨	盈利	400 元/吨

178

其结果,A 公司还有每吨 200 元的净盈利。反之,若不做套期保值,它便会有每吨 200 元的净损失。当然这只是众多种可能情况中的一种。一般说来,套期保值既不可能使两个市场上的盈亏完全抵消,更不可能保证投资者有一个净的盈利。但它确实可以使投资者在面临不利价格变动时减少损失。另一方面,当现货市场价格朝有利的方向变动时,套期保值还会使投资者的盈利减少。总之,通过套期保值,投资者得到的是一个较为中性的结果。

在上面的例子中,A 公司通过在两个市场上进行两组相反方向的交易,有效地防范了风险。但是从社会的角度看,风险并不是被消除了,而只是被转移了。这正如一个人到保险公司投保之后,并不能消除风险本身,而只是使风险的承担者变成了保险公司。在这个例子中,正是那个开始时买进大豆期货的投资者承担了 A 公司的风险。在期货市场上,总是有许多希望通过承担风险来获得风险收益的人(或机构),他们被称为投机者。投机者不是像套期保值者那样,通过期货、现货市场上两组方向相反的交易来使盈亏相抵,而是看准一个方向,只进行其中的一组交易,也就是只在期货市场上买进或卖出某种期货。显然,这样的交易有可能带来巨大的利润,但是也包含着巨大的风险。(专栏 8.1 充分说明了这一点。)虽然期货市场上进行的只是一种零和博弈,一方所得必为

另一方所失,但是从社会角度来看,让追求风险收益的人去冒险,让希望规避风险的人获得保险,却是一种更有效率的安排。

专栏 8.1

“2·23”国债期货事件

上海证券交易所于1993年10月25日向社会公众开放国债期货交易。327品种是1994年7月上海证券交易所推出的国债期货品种,其标的物是财政部于1992年发行的3年期国债,票面利率为9.5%,到期本息128.50元,享受两年保值贴补。在保值贴补率不断升高等题材刺激下,327品种的价格屡屡被炒高。1994年7月327上市时价格为131.05元,到1994年12月30日,价位一路冲到147.95元。

1995年初,某些大公司基于对中央宏观调控措施的估计,认为1995年1月通货膨胀已见顶回落,保值贴补率也将自4月起逐步回落,可流通的新债发行规模较大,于是开始较大规模地做空。然而进入2月份后,由于市场盛传保值贴补率将上升较多,327品种为市场人士看好,价格继续上升。被套空头主力大肆出击压盘,但即便如此,市场价格仍维持在148元以上。

1995年2月23日,财政部发布了1995年度新债发行的公告,其中可流通部分远远低于市场原先的预期,被视为利多消息。当日上午,先开市的北京、武汉、深圳等地的证券交易中心的327品种价格全线上涨2至3元。沪市开盘后,327品种的价格跳空高开至149.50元,随后又一路上冲到151.30元处盘整。

这一情形对握有大量空头头寸的上海万国证券公司极为不利。由于对价格走势的错误预期,到1995年2月23日,万国证券共持有180万口的空头头寸,是上海证券交易所核定其最高持仓量的两倍多。在价格不断上扬的压力下,万国证券试图平仓撤退,但由于持仓量过大,23日上午平仓未果。同时,由于327价格上涨造成的巨额亏空,万国证券必须追加巨额保证金。下午,不甘心失败的万国证券总裁管某孤注一掷,作出了一个极为错误的决策,即试图通过继续大量卖空来压低327品种的结算价格。从下午4点22分12秒开始,万国证券在明知严重违反交易规则的情况下,在短短8分钟内抛出2070万口空单,成交1044.92万口。大量抛压使得327品种价格直线下泻,从151.30元直至147.50元收市,市场一片混乱。

对这种蓄意违规的行为,上海市委、市政府和中国证监会采取了紧急措施:(1)上海证券交易所通过全国专用信息系统宣布,2月23日下午4时22分12秒后8分钟的327品种交易无效;(2)暂停国债期货的竞价交易,改为在场内办理协议平仓;(3)实行涨跌停板制度;(4)为防止挤兑风潮,由工商银行上海分行向万国证券提供短期拆借资金5亿元人民币。

根据1995年2月25日公布的3年期国债保值贴补率公告,如果不取消23日最后8分钟的327品种交易,万国证券将有约100亿元人民币的巨额亏损。即便不计最后8分钟的交易损失,万国证券也仍有巨额亏损,难以为继。4月,万国证券被并入上海申银证券公司。



8.2.4 金融期货简介

70年代以来,期货种类不断增加,在传统的商品期货的基础上出现了外汇、利率和股票指数等金融期货。正如商品期货可以用来规避商品价格风险一样,外汇、利率和股票指数期货分别可以用来规避外汇风险、利率风险和系统性的股价波动风险。下面我们就对这几种金融期货作一个简单的介绍。

1. 外汇期货。

外汇期货是最早出现的金融期货。其主要品种有美元、英镑、加拿大元、荷兰盾、德国马克、法国法郎、瑞士法郎、日元、墨西哥比索等主要可兑换货币。外汇期货主要是用来防范汇率波动的风险。例如,假定在5月1日,某公司有100万暂时闲置的美元,可以进行3个月的短期投资。当时英镑的存款利率高于美元,所以该公司打算把美元换成英镑存款。但是它又担心3个月后英镑贬值,反而得不偿失,则这时候就可以利用期货市场来套期保值。该公司可以在现货市场上买进价值100万美元的英镑,并把它变成3个月的存款,同时在期货市场上卖出金额大致相当的9月份英镑期货。这样一旦3个月后英镑真的贬值,那么它的期货价格也将下降,该公司就可以在现汇市场卖出英镑的同时,在期货市场上买进与先前卖出数量相同的9月份英镑期货,从而消除其英镑期货的多头地位,并获得差价,以此来弥补它在现货市场上的损失。

2. 利率期货。

最早出现的利率期货是1975年芝加哥交易委员会推出的政府全国抵押协会(GNMA)抵押担保证券期货合约。但是这种期货不久就被淘汰了,取而代之的是各种期限的政府债券及欧洲美元定期存单期货合约。因为债券的价格是同其利率成反向变化的,这些期货合约的价格都受利率波动的影响,所以它们被称为利率期货。利率期货可以用来防范利率风险。举例来说,假定某人预计在3个月后能有一笔收入,他准备用来购买短期政府债券。但是他又担心3个月后政府债券利率下降(这也就意味着政府债券的价格上升),使他蒙受损失。这时,他就可以先买入一定数量的政府债券期货。假定3个月后利率真的下降,他在现货市场上就会有损失,因为政府债券的价格上升后,他能够购买的债券数量减少了;但是这种损失可以在期货市场上得到弥补,因为此时债券期货的价格也必将随着现货价格的上升而上升,从而为他带来一定的价差收入。

3. 股票指数期货。

要理解什么是股票指数期货,先要知道什么是股票指数。其实,股票指数



和我们所熟悉的各种物价指数非常相似,是反映股票市场总体价格走势的一种指标。根据计算方法的不同,可以把股票指数分为两类:一种是严格意义上的指数,即根据样本股票计算的报告期股价加权平均数与基期股价加权平均数的比值,著名的如美国的标准—普尔指数(根据其样本数量的不同,又可分为标准—普尔 500 和标准—普尔 100),日本的东京股票价格指数,以及香港的恒生指数等;另一类则是根据样本股票计算的报告期股价加权平均数,著名的如美国的道琼斯股票价格平均数和日本的日经股票价格平均数。根据标准—普尔 500 指数发行的股票指数期货是交易量最大的股票指数期货。

最早出现的股票指数期货是 1982 年 2 月由美国的堪萨斯交易委员会引入的价值线股票指数期货。紧随其后的是芝加哥商品交易所的指数和期权市场分部推出的标准—普尔 500 股票指数期货。该股票指数期货一经推出便受到许多机构投资者的欢迎,交易量迅速上升,成为最重要的股票指数期货。后来陆续推出的股票指数期货还有纽约期货交易所的纽约证券交易所综合指数期货和芝加哥交易委员会的主要市场指数期货等。

股票指数期货交易是一种典型的“数字游戏”。因为它买卖的不是任何一种具体的商品或者金融资产,而是根本无法实际交割的“数字”。以标准—普尔 500 指数期货为例,它的面值为某一指数乘以 500 美元。它有 3 月、6 月、9 月和 12 月四个到期月份。假定在 4 月的某一天,6 月份到期的指数期货为 420.80 点,那么该期货合约的面值就为 $420.80 \times 500 = 210400$ 美元。它的最小变动幅度为 0.05 点,也就是 $0.05 \times 500 = 25$ 美元。假如你断定在未来一段时间内,标准—普尔指数将上涨,你就可以在现在买进一份 6 月份到期的股票指数期货。如果一个月后,现货市场上的标准—普尔指数真的上涨了,那么它必然带动 6 月份到期的指数期货的上涨。假定该指数期货也跟着上涨到 435.80 点,此时你将先前买入的那份指数期货抛出,便可获利 $(435.80 - 420.80) \times 500 = 7500$ 美元。

开展这种纯粹的数字游戏除了为冒险家提供一个冒险的乐园外,还有什么实际的意义吗?当然有,它和所有的期货市场一样,能够为希望规避风险的人提供套期保值的手段,而且它防范的是系统性的股票市场风险。所谓系统性的风险,是指整个股票市场的总体价格波动,而不是指单个股票的涨落。假定你是一家实力雄厚的共同基金的经理,在没有股票指数期货交易的情况下,你固然可以凭借多样化的投资来分散单个股票价格涨落的风险,但是对于整个股票市场的价格涨落恐怕就无能为力了。但是有了股票指数期货之后,情形就不一样了。如果你担心股价的总体下降会给你造成损失,你可以先卖出指数期货。一旦总体股价真的下降,那么指数期货的价格也必将随之下跌,此时你买入与



先前卖出数量相同的指数期货,便可获得一定的价差收入,这样就可以弥补股票现货贬值带来的损失。反之,若股价指数上升,你又可以通过股票现货的升值来弥补在指数期货市场上的损失。当然这里面有一个前提,那就是你所持有的股票组合和该种股票指数的样本集合是基本一致的。

8.3 期权市场

8.3.1 期权及其种类

1. 什么是期权。

无论是现货交易、远期交易,还是期货交易的合约,只要未被冲销,到期后交易就必须被执行,而不论当时的市场行情已经发生了怎样的变化,否则就是违约。有没有哪种合约,它能使交易的一方只有执行交易的权利,而没有执行交易的义务,这样拥有这种权利的一方不就更加保险了吗?因为他可以在行情对自己有利的时候执行交易,在行情对自己不利的时候不执行交易,从而既不152承担风险,又有盈利的可能。初看起来,这样的合约简直是匪夷所思,但它确实存在,那就是期权(option)合约。期权的拥有者通过支付一定的期权费(premium,或称保险费),就可获得在规定的时间内^①以商定的价格(即协议价格strike price,或称执行价格exercise price)向期权的出售者买卖一定数量商品、证券、或者期货(即标的资产)的权利,同时却又不承担必须进行这种交易的义务。而且这样的交易对双方都是公平的,期权的购买者支付了期权的购买费用,同时获得了是否进行交易的选择权(option的英文原义,即为选择的意思);期权的出售者则获得了出售期权的收入,同时也承担了要在未来可能的交易中承担损失的风险。

据考证,早在17世纪的荷兰,就已经出现了期权交易,当时的郁金香种植主为了避免价格下降带来的损失,常常向买主支付一定金额,从而获得以既定价格向买主出售一定数量郁金香的权利。当郁金香的价格下降到这一价格之下时,种植主就行使这一权利,从而避免进一步的损失。当然,如果郁金香价格在这个价格之上,这一权利就自然被放弃了。美国在18世纪的农产品交易中,

^① 在欧式期权中,“规定的时间”是指合约的到期日当天;在美式期权中,“规定的时间”则是指从期权合约被买进那一天到合约到期日之间的任何一个营业日。



也曾出现过期权交易的形式。但是期权市场的真正发展却是在 1973 年芝加哥期权交易委员会 (Chicago Board Options Exchange, 简称 CBOE) 成立之后。CBOE 是交易股票期权的交易所。进入 80 年代之后, 期权合约的种类大大增加, 包括商品期权、债券期权、股票期权、外汇期权, 以及各种期货期权, 许多证券、期货交易所都开始了期权交易。同时, 银行等金融机构同大公司之间的场外期权交易也更加活跃起来。

在交易所交易的期权合约, 是标准化的合约, 合约所包含的标的资产数量、到期日以及协议价格都是标准化的, 只有期权本身的价格, 即期权费是随市场上的供求变化而不断变化的。许多投资者在交易所购买期权的目的, 并不在于期权的行使, 而在于从期权价格的变化中获取利润, 因此, 许多期权并没有被行使, 而是被转让了。在场外市场上交易的期权合约, 则具有非标准化的特点, 它的内容可以根据买卖双方的具体需要协商决定。

2. 期权的种类。

根据期权可以行使的时间, 可以把期权分为美式期权和欧式期权。前者在到期日之前的任一营业日均可行使, 后者则只能在到期日当天行使。

根据期权合约的性质, 可以把期权分为看涨期权和看跌期权。看涨期权 (call option) 又称买入期权, 它使期权的持有者拥有在规定时间内以协议价格向期权出售者买入一定量商品、证券或者期货的权利。以股票期权为例, 只有当股价上升, 并超过协议价格的时候, 期权合约的持有者才有利可图, 所以叫看涨期权。例如, 如果协议价格为每股 30 美元, 结果股价上升至每股 35 美元, 期权的购买者行使其买入权, 便可获得每股 5 美元的价差。反之, 若股价跌至每股 30 美元以下, 他就可以不行使其买入权, 从而最多损失购买期权的成本, 即期权费。实际上, 他一般还可在到期之前把期权以更低的价格转让出去, 从而收回部分成本。看跌期权 (put option), 又称卖出期权, 它使期权的持有者有权以协议价格向期权出售者卖出一定量的商品、证券或者期货。显然它和看涨期权相反, 只有在价格下跌时才能使期权的拥有者获得高卖低买的收益, 所以叫看跌期权。

根据期权合约的标的资产, 也就是买卖双方在期权合约中规定的买卖标的物, 可以将期权分为股票期权、外汇 (货币) 期权、债券 (利率) 期权、指数期权和期货期权。这里需要稍加解释的是指数期权, 其协议价格是用股票指数表示的, 合约的金额则等于股票指数乘以一个系数。例如标准—普尔 100 的指数期权协议金额为协议指数乘以 100 美元。和指数期货一样, 指数期权也只能以现金结算, 而不能以实物交割。假定某投资者购买了一份标准—普尔 100 看涨期权, 协议价格为 300 点, 如果该投资者在标准—普尔 100 指数为 315 点时行使



其期权^①,则期权的出售者应支付给他 1500 美元 $[=(315-300) \times 100]$ 。

根据期权合约的协议价格与标的资产市场价格的关系,还可以把期权分为正利期权(in the money)、无利期权(at the money)和负利期权(out of money)。关于这一划分,我们将在讨论期权定价时加以介绍。

8.3.2 期权交易双方的可能盈亏

从上面的叙述中不难看出,期权合约的买卖双方是否在是否进行合约中规定的交易方面的权利和义务是不对称的。期权的购买者有权要求进行交易,但是并无一定要进行交易的义务;期权的出售者则只有在期权购买者的要求下进行交易的义务,而没有要求后者进行交易的权利。这种权利和义务的不对称导致的直接结果是,他们各自所承担的风险及可能的盈亏也是不对称的。下面我们就以一个股票看涨期权的例子来看一看期权买卖双方的可能盈亏。

假定甲支付 500 美元期权费向乙购买一张看涨期权合约。该合约允许甲在未来 3 个月内以每股 50 美元的价格买入 100 股通用汽车公司的股票。显然,若 3 个月内通用汽车公司的股价在 50 美元以下,甲将不行使该期权,并最多损失 500 美元期权费(假定甲未将该期权转让出去)。若股价涨到每股 50 美元以上,甲将行使该期权,以 50 美元的价格从乙手中购买 100 股股票,并在现货市场上转手卖出,从而获得其价差。但是在股价上升到 55 美元之前,甲行使期权的收益并不足以补偿其支付的期权费,也就是说每股 55 美元为甲的盈亏平衡点,此时他行使期权的收益 $(55 \times 100 - 50 \times 100 = 500)$ 恰好等于他支付的期权费。显然,这一点也是乙的盈亏平衡点。但是当股价上升到 55 美元之上后,甲就开始有一个净剩余(即利润),而且股价上升得越高,他的净剩余就越大,乙的亏损也越大。甲、乙两人的盈亏可能性可以用图 8.1 来表示。图中的 A 点代表期权合约中的协议价格(在本例中为 50 美元),B 点则代表买卖双方均不赔不赚的股票价格。从该图明显可以看出,在期权交易中,一方所得即为一方所失,因此期权交易也是一种零和博弈。

相应地,我们也可以画出看跌期权交易双方的盈亏图(图 8.2)。在该图中,若股价在协议价格(即 A 点)之上,则期权购买者放弃行使期权,从而损失其期权费;若股价低于 A 点,但高于 B 点,期权购买者行使期权,但由此带来的收益不足以弥补期权费,所以仍有亏损;若股价低于 B 点,则期权购买者行使期权并

^① 这实际上是指,在投资者提出行使期权指令的那一天,标准—普尔 100 的收盘指数为 315 点,因为指数期权买卖双方的现金收付额是根据期权行使指令发出当天的收盘指数计算的。

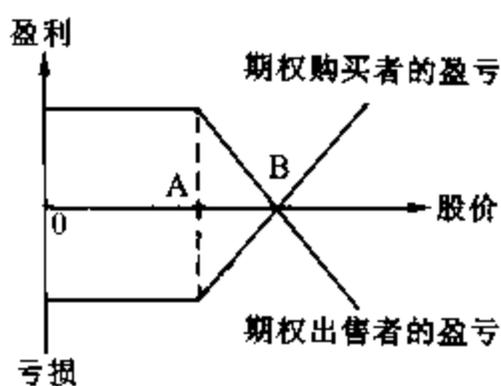


图 8.1 看涨期权买卖双方的可能盈亏

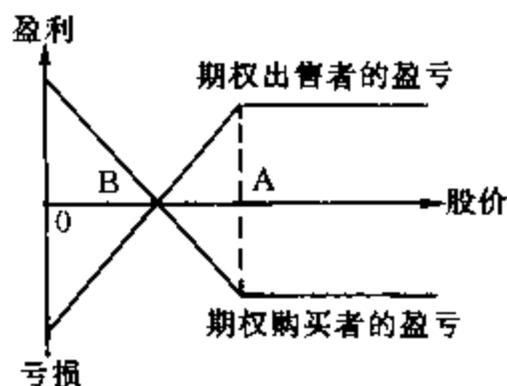


图 8.2 看跌期权买卖双方的可能盈亏

获利。

从上例可以看出,期权买方的风险是既定的,他的最大损失不过是他所支付的期权费,但是其可获得的利润却可能是巨大的;期权卖方的风险是巨大的,但其最大收益却是既定的,即最多不过是买方支付的期权费。

8.3.3 期权交易的用途

期权首先可以用来进行套期保值,使自己的风险被限制在一定范围内;其次还可用来投机,以小博大。我们先举一个套期保值的例子,然后再举一个投机的例子。

假定目前 IBM 公司的股票价格为每股 50 美元,投资者 A 估计它会上涨,所以打算买进 100 股,但是又担心会因股价下跌而损失惨重。这时候他便可以在买进 100 股股票的同时买进 100 股看跌期权。假定该期权允许 A 在 3 个月内以每股 50 美元的价格出售 100 股 IBM 股票,且期权费为每股 5 美元,则 A 共需支付期权费 500 美元。若 3 个月内 IBM 公司的股价果真上涨至每股 60 美元,则 A 在现货市场盈利 $100 \times (60 - 50) = 1000$ 美元,同时放弃行使看跌期权,损失 500 美元的期权费,净剩余为 500 美元。若股价降至每股 40 美元,则 A 行使看跌期权,以每股 50 美元卖出股票,与原来的股票买入价持平,同时净损失 500 美元的期权费。而且无论股价下降多少, A 的损失都不会超过 500 美元。

从这个例子可以看出,利用期权交易进行套期保值有着其他交易手段难以比拟的优点,那就是它既可以规避标的资产的不利价格变动风险,又可以对标的资产出现的有利价格变动有效地加以利用。而其他的交易手段,如远期合约或期货合约,在规避风险的同时,交易者也将丧失标的资产有利价格变动所可能带来的好处。例如,在上例中,若投资者签订的是远期合约,则股价上涨到每

股 60 美元后,投资者仍须以每股 50 美元的价格出售股票。因此,虽然股票的出售价格是被锁定了,但是交易的机会成本却可能是很高的。而期权交易的最大损失则是既定的。

对于某些可能出现、也可能不出现的现金流量来说,利用期权交易避险也有其独特的好处。例如,某跨国公司参与国际招标,若中标,则可在半年后出口一套设备,从而获得一笔外汇收入;若不中标,则无此外汇收入。该跨国公司想避免外汇贬值的风险,显然采取期权交易的方式较为有利。通过购买看跌期权,它可以在有外汇收入时,以既定的价格出售外汇;无外汇收入时,则放弃行使其期权。而如果通过远期合约来避险,则在未中标时,它必须通过在外汇市场上买入外汇来完成其外汇交割义务。

期权交易用于投机,最大的好处在于能够以小博大,通过承担有限的风险来谋求巨额的收益。假定投资者 B 在股价为每股 30 美元时,预计某股票会继续上涨很多,从而花 500 美元买了一笔看涨期权,该期权允许他在 3 个月内以每股 25 美元的价格买入 100 股股票。假定 3 个月内,股价上涨至每股 40 美元, B 行使其看涨期权,可以获得 1000 美元 $[=(40-25) \times 100 - 500]$ 的净剩余,利润率达 200% $(= 1000/500)$ 。反之,如果 B 不是利用期权进行投机,而是在开始的时候直接买进股票,那么他投入 500 美元只能买到约 16 股股票,从而获利仅为 160 元 $[=(40-30) \times 16]$,利润率仅为 32% $(= 160/500)$ 。所以作为一种投机手段,期权交易也有其独特的优点。

8.3.4 期权的定价

在期权交易中,一个非常重要的问题是,期权的购买者究竟应该向其出售者支付多少期权费呢?或者说,期权的均衡价格是如何决定的呢?在这一问题上,最重要的研究成果是由费希尔·布莱克(F. Black)和迈伦·斯科尔斯(M. Scholes)作出的。在他们发表于 1973 年的一篇论文中,这两位经济学家推导出了著名的布莱克—斯科尔斯期权定价公式。该公式在衍生金融工具的研究中,具有里程碑式的意义,它构成了现实中期权定价的基础。该公式的提出者之一,迈伦·斯科尔斯和另一位研究期权定价的经济学家罗伯特·默顿(R. C. Merton)一起摘取了 1973 年度的诺贝尔经济学奖。

由于期权定价的正式模型均较为复杂,这里我们仅一般性地描述一下几种影响期权价格(或价值)的主要因素。需要说明的是,在现实中,期权的报价是就单位标的资产而言的。例如,股票期权的标价为每股 $\times \times$ 元,而不是每份合约 $\times \times$ 元。显然,这两种标价方法是等价的,单位标的资产的期权价格乘以每



份合约所包含的标的资产交易量的,就是期权合约的价格(每份股票期权合约的交易量通常为100股)。为统一起见,我们这里所讨论的期权价格(或者叫期权费)也是就单位标的资产而言的。

从理论上说,期权的价值包含了内在价值(intrinsic value)和时间价值(time value)两部分。

1. 期权的内在价值。

所谓期权的内在价值,是指期权持有者立即行使其期权所能获得的单位收益。显然,这取决于期权协议价格与标的资产的市场价格。第一层我们已经指出,根据期权合约的协议价格与标的资产市场价格的关系,可以把期权分为正利期权、无利期权和负利期权。为简单起见,我们用 S 来表示协议价格,用 X 来表示标的资产的市场价格。当 $X > S$ 时,看涨期权的持有者行使其期权可以获得一个正的收益(以 S 价格购买某一资产,然后再以 X 价格将它在市场上出售,从而获得 $X - S$ 的价差),而看跌期权的持有者若行使期权则会有亏损。所以,当 $X > S$ 时,看涨期权是正利期权,看跌期权是负利期权。根据同样的道理,当 $X < S$ 时,看跌期权是正利期权,而看涨期权是负利期权。当 $X = S$ 时,无论是看涨期权,还是看跌期权,均为无利期权,因为当它们的持有者行使其期权时,既不赚钱,也不赔钱。

由于期权持有者只有行使期权的权利而没有必须行使期权的义务,所以无利期权和负利期权显然都不会被立即行使,因此它们的内在价值为零。正利看涨期权的内在价值为 $X - S$,正利看跌期权的内在价值为 $S - X$ 。更一般地,我们可以将看涨期权的内在价值写成 $\max(X - S, 0)$,看跌期权的内在价值写成 $\max(S - X, 0)$ 。[符号 $\max(\quad)$ 的含义是从括弧中选择一个最大的数。]

显然,看涨期权的协议价格越是低于标的资产的市场价格,看跌期权的协议价格越是高于标的资产的市场价格,期权的内在价值就越高,期权价格也越高。因此,在协议价格既定的条件下,标的资产市场价格的上升会使看涨期权价格上升,看跌期权价格下降;对于标的资产相同而协议价格不同的期权而言,协议价格越高,看涨期权价格则越低,而看跌期权的价格则越高。

2. 期权的时间价值。

在到期日之前,期权的价格通常高于其内在价值,多出来的部分被称作期权的时间价值。期权之所以具有时间价值,是由于在到期日之前,期权持有者不必立即行使期权,而可以等待更有利的机会。期权的时间价值主要取决于以下几个因素。

(1) 标的资产的波动性。对于标的资产的持有者来说,该资产的价格波动性越大,意味着亏损和盈利的可能性都增大,因此,波动性大并不是一件好事。



但是对于期权的持有者来说,由于他在价格出现不利变化时损失的只是期权费,所以他主要关心的是价格出现有利变化的幅度和可能性。标的资产的价格波动性越大,价格出现有利变化的幅度和可能性就越大,期权持有者可能的获利数量和可能性也就越大,因而期权的时间价值也就越大。这一结论对看涨期权和看跌期权均成立。

(2) 期权合约的期限。期权合约的期限越长,期权持有者行使其期权的机会也越多,因此期权的价格必须越高。对于美式期权来说,这一点很好理解。由于美式期权在整个有效期内都可以行使,所以期限较长的期权合约包含了比它期限更短的同种合约的全部获利机会,因此其价格必然要更高。但是对于只能在到期日行使的欧式期权来说,这一点也同样成立吗?是的。这主要是因为,期权合约的期限越长,标的资产在合约到期时的价格就越难以预测,或者说,其波动性就越大。由于我们已经说明较大的波动性对期权的持有者来说是有利的,我们也就不难理解,欧式期权的价格也会随着期限的延长而上升了。

(3) 利率的高低。利率的高低会影响到未来收益或支出的现值。利率越高,看涨期权持有者未来行使期权所支付的协议价格的现值就越低,因此买入期权的时间价值也越高;但是对于看跌期权的持有者来说,利率越高,他在未来行使期权所得到的协议价格的现值就越小,因此看跌期权的时间价值也越低。

本章小结

1. 证券市场的参与者主要包括筹资者、投资者和证券商。筹资者是股票、债券等金融工具的发行者,是资金的需求方。投资者是股票、债券等金融工具的购买者,是资金的供给方。证券商则是证券市场的交易中介机构,它们的主要业务就是为筹资者承销证券(投资银行),为投资者买卖证券(证券经纪商);同时,许多证券商自己也作为证券买卖的一方参与证券活动(证券自营商)。

2. 一级市场即证券的发行市场。二级市场是已发行证券的交易市场,二级市场又可以分为证券交易所市场和场外交易市场。证券交易所是集中进行证券交易的场所,特种交易商在其中扮演着重要的角色。场外交易市场则是由分散的自营商利用各种现代化通信工具组织起来的一个交易网络。随着计算机等通信技术的发展,在二级市场上还出现了所谓的第三、第四市场。

3. 期货合约是由交易所统一设计推出,并在交易所内集中交易的标准化的远期交货合约。它是为弥补普通远期合约的不足而产生的。期货交易在交易所集中进行,交易所确保合约的履行,并负责制定有关的交易规则。期货交易



实行保证金和每日结算制度。

4. 期货市场的一个主要功能是使投资者可以通过套期保值实现风险转移。通过在现货市场和期货市场上同时进行两组方向相反的交易活动,可以使两个市场上的盈亏部分抵消。期货可以分为商品期货和金融期货。金融期货主要包括外汇期货、利率期货和股票指数期货。它们分别可以用来防范汇率风险、利率风险和股票市场上的系统性风险。

5. 期权是一种权利,它的持有者有权在未来一定时间内以既定的价格向期权的出售者买入(买入期权)或卖出(卖出期权)一定数量的商品、证券或期货。期权交易双方的可能盈亏是不对称的,购买期权一方的最大损失是既定的,而收益却是不确定的;出售期权一方的最大收益是既定的,但其损失却是不确定的。期权可被用来套期保值或者投机。

6. 期权的价值可以分为内在价值和时间价值两个部分。期权的内在价值取决于协议价格和标的资产的市场价格,时间价值则取决于标的资产的波动性,期权合约的期限及利率水平的高低。

复习与思考

1. 证券商可以分为哪几类?
2. 投资银行承销证券有哪几种方式?
3. 什么是承销辛迪加? 利用承销辛迪加的方式包销证券有何好处?
4. 证券交易所内,客户对经纪人发出的交易委托有哪几种?
5. 纽约证券交易所内的特种交易商具有哪些职能?
6. 第一、第二、第三、第四市场分别是指什么?
7. 期货交易中的保证金制度和每日结算制度是如何操作的?
8. 何谓套期保值? 请举一个利用利率期货进行套期保值的例子。
9. 既然投资者可以通过多样化投资来消除风险,为什么还要有股票价格指数期货? 股票价格指数期货为什么可以用来避免股票市场上的系统性风险?
10. 什么是期权? 它有何特点?
11. 利用期权交易避险有何优点?
12. 期权的价格主要受哪些因素影响?
13. 在股市动荡的时候,你认为股票指数期权的价格是高还是低?
14. 某投资者在4月1日购买了6月1日到期的欧式美元看涨期权1000万美元,协议价格为 $\$1 = \text{DM}1.8000$,期权费为每美元0.05德国马克。若6月1日的即期汇率为:
 - (1) $\$1 = \text{DM}1.8200$



(2) $\$1 = \text{DM}1.9000$

(3) $\$1 = \text{DM}1.7000$

则在上述三种情形中,该投资者的损益分别为多少?

15. 试解释为什么现货市场和期货市场的价格会是同方向波动的。如果人们发现两者通常是呈反方向变动的,那么套期保值应如何进行?

参考文献

Bodie, Zvi, Alex Kane and Alan J. Marcus, 1992, *Essentials of Investments*, Richard D. Irwin, Inc. .

Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers, 1991, *Principles of Corporate Finance*, 4th edition, McGraw-Hill, Inc. .

Fabozzi, Frank J. and Franco Modigliani, 1992, *Capital Markets: Institutions and Instruments*, Prentice Hall, Inc. .

Reilly, Frank K. , 1989, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 3rd edition, The Dryden Press.

Ritter, Lawrence S. and William L. Silber, 1991, *Principles of Money, Banking, and Financial Markets*, 7th edition.

190 Ross, Stephen A. , Randolph W. Westerfield and Jeffrey F. Jaffe, 1993, *Corporate Finance*, 3rd edition, Richard D. Irwin, Inc. .

戴相龙主编:《领导干部金融知识读本》,中国金融出版社 1997 年版。

曹凤歧、刘力主编:《证券投资学》,北京大学出版社 1995 年版。

杨海明、王燕:《现代证券、期货市场》,上海人民出版社、智慧出版有限公司 1993 年版。

约翰·赫尔:《期权、期货和衍生证券》,华夏出版社 1997 年版。



第9章

中央银行

在前面几章中,我们已经对资金融通方式、金融中介机构(主要是商业银行),以及金融市场作了介绍,但是在金融体系中,还有一个重要的机构等待我们去认识,那就是中央银行。

虽然中央银行也被称作“银行”,但它并非一般意义上的银行,而是一个政府管理机构。它的目标不是利润的最大化,而是维护整个国民经济的稳定和发展。虽然它的出现要比一般的银行晚得多,但是自二战结束以来,中央银行制度已经为世界各国普遍采用,并且其职能也不断完善。目前除少数殖民地、附属国之外,各国均建立了自己的中央银行,它们在各国的金融体系管理、货币政策实施等方面占据着核心地位。本章将通过对中央银行的介绍来结束我们对整个金融体系的描述,并且为后面关于货币供给、货币政策等方面的讨论奠定基础。

本章的内容包括:中央银行的历史;中央银行的职能;中央银行的结构;中央银行与政府的关系。

9.1 中央银行的历史

9.1.1 为什么要有中央银行

中央银行是银行业发展到一定阶段之后的产物。具体说来,它的产生适应了以下几个方面的需要:

1. 货币统一的需要。

随着经济规模的日益扩大,金属货币的数量远远不能满足生产和交换的需要。于是在金属货币流通的同时,开始出现了一种新的交易媒介,即银行券。



它是由银行发行的一种债权凭证。早期的银行券可以随时用来向发行银行兑换金属货币,所以它是作为金属货币的代用品进入流通中的。在中央银行制度确立之前,各银行都有权发行自己的银行券,因此市场上就有许多家银行的银行券在流通。伴随着货币信用业务的迅速扩展,银行不断增多,这种分散的银行券发行也越来越暴露出它的严重不足:

首先,如果各家银行的银行券都能随时兑换,它们之间的比价就只需简单地根据各自所代表的金属货币量加以确定。但事实上为数众多的小银行信用能力薄弱,它们发行的银行券常常不能兑现,因而不得不以低于面值的价值流通,这就使各银行券之间的比价难以确定,货币流通出现混乱。

其次,大量的不同种类的银行券同时在市场上流通,使得交易双方不得不花大量的精力去辨别它们的真伪,同时也为许多不法之徒的欺诈行为提供了方便。

再次,一般中小银行的业务都局限在一定的地区之内,它们发行的银行券也就很难为外地接受,从而不利于大范围内的商品流动。

192 这些问题表明,由一家大银行来统一银行券的发行也许是更有效率的。事实上,这一过程很早就自发地进行,某些大银行为进一步壮大自己的实力,在银行券的发行方面不断地排挤其他的中小银行,并最终依靠政府的力量,成为独占银行券发行权的中央银行。英格兰银行便是这样的典型。

2. 票据清算的需要。

支票等银行票据的流通,虽然反映的是票据授受双方之间的债权债务关系,但是由于它必须由开户银行来支付,所以又通常表现为各开户行之间的债权债务关系。例如 A 行的客户开出的支票被存入 B 行,该支票就表现为 B 行对 A 行的债权。反过来,B 行客户开出的支票也可能被存入 A 行。

银行之间的这种债权债务关系,最早是通过银行派专人持客户送来的收款票据到应付款银行要求付款来结清的。这显然是缺乏效率的,而且也不安全。随着票据流通量的增大,各银行的收款人员开始聚集在固定的地点,交换手中所持有的由对方银行的客户开出的票据,并相互结清其差额。在此基础上,产生了世界上最早的票据交换所——1773 年在英国伦敦成立的票据交换所。在每个营业日,各银行的收款人员都聚集到票据交换所,将本行所收到的应收票据送交相应的付款行,并接收其他行送来的本行应付票据,计算其差额后与交换所的总结算员办理净额的款项收付。

票据交换所提高了清算效率,但是一般仅局限于同城之间的票据清算,而且银行在票据交换所利用现金来结清净额债权债务也很不方便。因此,需要有一个全国性的统一的清算中心,这便是中央银行。



3. 最后贷款人的需要。

银行在其经营过程中,必然会遇到某些临时性的资金不足,这时,它固然可以通过发行银行券、进行同业拆借,或同大企业签订证券回购协议等方式予以弥补,但有时仅有这些方式仍是不够的。况且一个银行的经营状况越是不妙,它利用这些方式来筹集资金也就越是困难。因此需要有一个最后贷款人,作为银行最后的依靠,来帮助它渡过暂时的困难。这对于维护银行体系的稳定是十分重要的。

4. 金融管理的需要。

在前面几章我们就曾经指出,金融行业是一个较为特殊的行业,它存在严重的信息不对称和很高的风险,并且直接关系到一国的货币供给量,因此需要有专门的机构,代表政府对金融行业实行严格的管理,以维护其公平、效率和稳定,并进而对整个宏观经济进行调节。中央银行便是这些管理机构中最重要的一员,它的主要职责在于执行货币政策、控制货币供给。关于中央银行控制货币供给的方式和手段,我们将在后面的章节中加以介绍。

9.1.2 中央银行的产生和发展

中央银行的形成有两种方式,一种是由一般的商业银行演变而成,如英格兰银行;另一种则是在政府的设计下直接为担负中央银行职能而设立的,如美国的联邦储备系统,以及第二次世界大战后许多发展中国家建立的中央银行。

关于中央银行的历史,最早可以追溯到1656年成立的瑞典银行。该行在初建时只是一般的私人银行,1668年由政府出资改组为国家银行。但是它直到1897年才垄断货币发行权,成为真正意义上的中央银行。最早全面发挥中央银行各项职能的则是英格兰银行。它成立于1694年,是最早的私人股份制银行。该行在成立之初,就在接受政府存款、向政府提供贷款,以及发行银行券等方面具有一定的特权。1833年,国会规定英格兰银行发行的银行券具有无限法偿资格,也就是当交易的一方以它作为支付手段时,另一方不得拒绝接受。1844年,英国首相皮尔主持通过了《英格兰银行条例》(又称《皮尔条例》),对英格兰银行之外的银行发行银行券进行了限制,进一步确立了英格兰银行的特殊地位。随着英格兰银行地位的提高,许多商业银行便把自己的一部分准备金存入英格兰银行,并利用该部分准备金来结清同其他银行之间的各种债权债务关系。这样英格兰银行便逐渐取得了清算银行的地位,并于1854年成为英国银行业的票据交换中心。到1872年,它又开始担负起最后贷款人的角色,也就是在别的银行处于困境时提供暂时的资金支持。这样英格兰银行便越来越成为现代意义



上的中央银行。

继英国之后,法国、德国、日本等国也纷纷建立了中央银行制度。成立于1800年的法兰西银行,在1848年垄断了全法国的货币发行权,成为法国的中央银行。德国国家银行成立于1875年,并于20世纪初基本垄断了德国的货币发行权。日本的中央银行,即日本银行则成立于1882年。在各主要资本主义国家中,美国的中央银行制度确立得最晚,同时也最有特色。

事实上,美国可以说很早就开始了建立中央银行的尝试,但由于美国人对权力集中有着某种本能式的恐惧,这种尝试未能取得成功。由于许多由州政府批准的银行都因规模太小而很不可靠,不少银行开业不久就不得不宣告倒闭,所以在亚历山大·汉密尔顿的提议下,国会于1791年暂时批准了一家国民银行,即美国第一银行的成立。该银行的部分股权属于联邦政府,其规模大大超过了各州特许银行。它持有联邦政府的存款,并且为联邦政府向全国各地调拨资金。由于美国第一银行构成了州特许银行的有力竞争对手,所以各州的特许银行都试图扼杀它。因此当1811年美国第一银行特许期满时,它未能获得国会的重新批准。于1816年获国会特许成立的美国第二银行也遭到了同样的命运,在1836年宣告终止。这样,这两家银行都未能演变成美国的中央银行。但是由于银行制度的不健全,从19世纪末到20世纪初,美国每隔数年就要爆发一次金融恐慌,这使美国的政府官员和经济界人士感到有必要像其他资本主义国家一样建立中央银行制度。经过周密的研究,国会于1913年通过了《联邦储备条例》,从而宣告了美国中央银行制度的确立。美国的中央银行制度是美国银行业自由竞争传统和集中管理需要之间的奇妙混合,也是中央银行史上一项重要的制度创新。它把美国分成12个储备区,每区各设立一个联邦储备银行,并在此基础上设立中央一级的联邦储备理事会,从而在中央集权和地方分权之间采取了巧妙的折衷。关于联邦储备系统的具体结构,我们将在第3节中再详加介绍。

第一次世界大战后,中央银行的发展开始加快。由于许多国家的金本位制在战争期间都遭到了破坏,所以金融恐慌和通货膨胀就成为战后初期的一个世界性问题。为维护国际货币体系和经济的稳定,1920年在布鲁塞尔召开的国际金融会议要求尚未建立中央银行制度的国家尽快建立中央银行,从而掀起了一个创建中央银行的高潮。第二次世界大战之后,一批从殖民统治中独立出来的国家也纷纷建立自己的中央银行。

在中央银行制度在世界各国日益普及的同时,中央银行的管理职能也日益加强。30年代大危机以来,各资本主义国家越来越强调政府对经济的干预作用,货币政策和财政政策则是政府干预经济的武器,中央银行作为货币政策的制定者和实施者,其地位变得越来越重要。与此同时,政府对中央银行的控制



也不断加强,法、英等国相继实行了中央银行的国有化。因此,中央银行越来越成为政府机构的一部分,而不再是一般意义上的银行。

9.1.3 中国的中央银行

在清政府和北洋政府时期,户部银行(1905年开业,1908年改组为大清银行,1912年再次改组为中国银行)和交通银行(1908年开业)都曾部分行使过中央银行的职能。国民政府成立之后,1928年在南京成立了中央银行,行使中央银行的职能。但是在1942年之前,国民党控制的四大银行,即中央银行、中国银行、交通银行和中国农民银行均享有发钞权。直到1942年之后,才由中央银行统一货币发行、统一代理国库、统一外汇管理。

新中国的中央银行是中国人民银行。它是在根据地银行的基础上发展起来的,于1948年在石家庄成立,1949年随解放军进入北京,将总行设在北京。和苏联及东欧国家的银行一样,中国人民银行也曾是“一身二任”——既办理全国的工业、农业、商业信贷业务及城乡居民储蓄业务,又执行中央银行的职能,即代理财政金库,独占货币发行权,管理全国的金融业。这种“大一统”的银行体制有利于资金的集中调配,对于支持我国社会主义工业体系的建立,曾起到很大的作用。但是这种政企不分的体制也有很大的弊端,特别是在改革开放之后,新的金融机构、金融业务和金融方式不断出现,金融管理日趋复杂,客观上要求中国人民银行从具体的存贷款业务中超脱出来,专门行使中央银行职能。因此,1983年9月,国务院作出决定:中国人民银行不再兼办工商信贷和储蓄业务,而专门行使中央银行职能,以加强信贷资金的集中管理和综合平衡。这标志着我国银行体制的一个重大转变,即从复合中央银行制转向单一中央银行制。

单一中央银行制的确立标志着我国金融体制改革迈出了重要的一步。但是要真正建立一个与社会主义市场经济相适应的健全的中央银行体制,仍有不少有待探索的问题。例如,如何理顺中央银行与各级政府的关系,使中央银行在制定和实施货币政策的时候具有更大的独立性;如何改变中央银行对专业银行的资金供给制,使专业银行真正成为自负盈亏的经营实体;等等。这些都有待于我们在理论上和实践中不断探索。

9.2 中央银行的职能及其资产负债表

中央银行的基本职能,一般被归纳为发行的银行、银行的银行和政府的银



行三大类。中央银行正是通过这些职能来影响货币供给量、利率等指标,实现其对金融领域乃至整个经济的调节功能。

9.2.1 发行的银行

中央银行是发行的银行,这具有两方面的含义:首先,它是指中央银行垄断银行券的发行权;其次是指中央银行作为货币政策的最高决策机构,在决定一国的货币供应量方面具有至关重要的作用。

中央银行制度的一个基本特点便是由中央银行垄断银行券的发行,中央银行发行的银行券作为现钞(即纸币)在全国范围内流通。^①一般商业银行向中央银行转化的历史,首先是它独占银行券发行权的历史。

发行银行券是中央银行最重要的资金来源。由中央银行发行出来的银行券,一部分形成银行等金融机构的库存现金,大部分则形成流通中的现金。它们和存款机构在中央银行的准备金存款一起(以及银行和公众手中的少量硬币),共同构成了一个非常重要的变量,即基础货币(关于这一概念,我们将在下一章中详加阐述)。

从中央银行的资产负债表(见后文)可以看出,在其他负债不变的情况下,中央银行每发行一定数额的银行券,即现钞,它便可以增加相应数额的资产;在资产总额不变的情况下,中央银行每发行一定数额的银行券,就可以减少相应数额的其他负债。例如,如果中央银行利用增发的100万元银行券来购买国债,它的国债资产便增加了100万元;如果中央银行将这笔银行券用来支付某商业银行的提款要求,该商业银行在中央银行的准备金(即中央银行的负债)便减少100万元,而中央银行的资产则保持不变。由此看来,中央银行要创造资金来源是再容易不过的了,它只需开动印钞机就可以了。但事实却不然。当银行券发行量超过一定数额,便会引起通货膨胀,从而使银行券贬值。如果通货膨胀严重到使人们对银行券的稳定性丧失信心,人们就会迫不及待地将银行券脱手,以换回某些价值较为稳定的商品,从而加剧它的贬值。在某些恶性的通货膨胀时期,中央银行发行的银行券简直形同废纸。这当然不是中央银行所希望看到的。

有什么制度能够保证中央银行不发行过多的银行券呢?金本位制便是这样一种制度。在历史上,曾经出现过三种形式的金本位制,即金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制。金币本位制是一种最为典型的金本位制。在这种货

^① 除了现钞之外,流通中的现金还包括少量硬币。硬币的铸造和发行在有的国家(如中国)由中央银行负责,有的国家(如美国)则由财政部负责。



币制度下,金币可以自由铸造,自由熔毁,自由输出入国境,银行券可以随时兑换成金币或黄金。因此,中央银行所发银行券的发行必须以相应的黄金储备为前提。为了保证银行券的可兑现性,从而维持一国金融体系的稳定,各国一般都规定了较为严格的发行准备制度。其中最为严格的是充分准备制,它要求中央银行所发行的现钞都有百分之百的黄金作准备。但是第一次世界大战破坏了金本位。第一次世界大战后,虽然有的国家也曾实行过一段时间的金块本位或金汇兑本位,但是在这两种制度下银行券兑换黄金的能力都受到了很大的削弱。30年代大危机之后,各国都相继放弃了金本位,转而实行不兑现银行券的货币制度。这样,银行券的发行准备制度也就丧失了它的意义。但是为了取信于民,各国政府往往也规定中央银行发行银行券要以一定数量的国债、特别提款权、外汇及部分黄金作保证。

一种不可以兑换黄金的银行券之所以能够被接受,完全是基于这样一种信心,那就是持有银行券的人相信,当他用它去和别人从事商品交换时,它同样能为别人所接受。显然,这种信心是以中央银行背后的国家强制力为支撑的。由于印刷银行券的费用和银行券的面值相比是微不足道的,因此拥有不兑换银行券发行权的中央银行就掌握了一种重要的收入来源,即铸币收入(seigniorage)^①。这种收入又通过中央银行利润上交的形式转化成中央政府的财政收入。因此,中央银行独占银行券发行的最终结果是使政府掌握了一笔巨大的财源。许多时候,通过增加铸币收入来应付政府开支往往成为短视的当政者所面对的不可抗拒的诱惑,其结果则是经济一步步陷入通货膨胀的深渊。这也是中央银行垄断银行券发行的一个恶果吧。

不过,在银行券不可兑现的情况下,银行券本身的数量相对就不那么重要了,重要的是货币供应总量。因此,各国中央银行货币政策的重点均转向对货币总量的控制。至于中央银行控制货币总量的基本手段,我们将在后面章节中加以介绍。

专栏 9.1

美国《白银收购法案》与国民党政权的垮台

蒋家王朝的覆灭和新中国的成立,以历史学家的眼光看来,是人心所向,大势所趋;而货币主义学派的大师 M. 弗里德曼却得出他的结论说:远在大洋彼岸的美国通过的《白银收购

^① 铸币收入原是指在金本位制下,人们将持有的金属送到铸币厂铸成等值金币时应向享有铸币特许权的人支付的小额税收。现在则用来指货币的币面价值超出其生产成本的部分。由于现钞和硬币的生产成本和它的币值相比是微不足道的,所以经常被忽略不计。铸币收入通常可以用基础货币的增加额来计算。



法案》，“显而易见，是促成蒋介石政权覆灭的一个重要因素”。我们就顺着他的思路，来看一看 20 世纪 40 年代的中国从通货紧缩到恶性通货膨胀的一段历史。

众所周知，中国传统上采用金属本位的货币制度——大额货币是银圆，小额辅币是铜圆。这是一种有效的银本位制。因为当时世界各地大部分采用金本位制，所以在 30 年代大萧条初期，当全世界以黄金换算的物价暴跌给金本位制的国家造成极大困难时，中国却由于货币的对外贬值（白银在国际市场上作为商品同样降价）增强了出口商品在国际市场上的竞争能力，同时也保持了国内物价的稳定。

银本位带来的这种经济状况持续至 1932 年下半年，当时以美元计算的白银价格降至每盎司 25 美分左右。1934 年，美国总统罗斯福支持通过了《白银收购法案》，要将白银在国家货币储备中的比例由 1/6 提至 1/3，该法案一经通过，银价陡升至每盎司 70 美分，这也就意味着中国货币对美元的汇价骤然上升。白银升值严重削弱了中国的商品出口能力，同时又极大地刺激了中国白银的输出，事实上，白银几乎成为中国能够出口的唯一商品。白银的倾泻而出导致了中国的货币奇缺和严重的通货紧缩。在种种阻止白银走私的努力失败后，中国被迫“永远地脱离了银本位”，转而以政府信用实行纸币本位制，这就是 1935 年的法币改革。这种货币制度安排为以后的恶性通货膨胀铺平了道路。20 世纪 40 年代，国民党政府以通货膨胀性的货币发行作为攫取财源的主要手段。在 40 年代末的最后几年中，国民党统治区的物价呈现天文数字般地急剧上涨，现金每一分钟都在贬值。民众对政府的货币失去了信心，进而对这个政府失去信心，所以，弗里德曼作出总结：“必须将其（指《白银收购法案》）看作是在经济上及政治上削弱中国的一个重要因素。”

195 参考资料：Friedman, Milton and Anna Schwartz 1963, *A Monetary History of the United States*: 1867-1960.

9.2.2 银行的银行

中央银行与一般商业银行一样，也办理存、贷款。但它的业务对象不是一般的企业和个人，而是商业银行和其他金融机构，所以它又被称作银行的银行。具体说来，这一职能主要包括：

1. 集中保管各商业银行及其他存款机构的准备金。

为了保证存款机构的清偿能力，各国的银行法规一般都要求存款机构对其存款保留一定比例的准备金，即法定准备金。^①这些准备金（包括一部分超额准备金）除一小部分可以库存现金的形式持有之外，大部分要交由中央银行保管。各存款机构在中央银行设立准备金账户，以在中央银行存款的形式持有其绝大部分准备金。这样做有两个好处：一是便于中央银行了解和掌握各存款机构的

^① 随着金融自由化的发展，这一规定也有了例外，例如英国和加拿大的商业银行就没有法定准备金要求。



准备金状况；二是可使中央银行组织起全国范围内的资金清算。在多数国家，存款机构在中央银行的存款是没有利息收入的，但是我国的中央银行对存款机构的存款却是支付利息的。

2. 组织全国范围内的清算。

由于各存款机构都在中央银行设有准备金账户，中央银行便可以通过借记或贷记它们的准备金账户来完成存款机构之间的款项支付。例如，若 A 银行要支付 100 万美元给 B 银行，中央银行只需在 A 银行的准备金账户上减少 100 万美元，在 B 银行的准备金账户上增加 100 万美元即可。对于同城或同一地区的支票，一般先由票据交换所进行票据交换，再由中央银行清算其交换之后的差额。票据交换所可由中央银行组织，也可由商业银行自行组织。异地之间的支票清算则由中央银行的清算中心统一办理。随着金融电子化的发展，许多大笔资金的划拨并不是通过支票来进行，而是通过中央银行或商业银行同业之间建立的电子资金转账系统进行。中央银行办理资金清算一般要收取一定的手续费。

3. 最后贷款人。

当某一金融机构面临资金困难，而别的金融机构又无力或不愿对它进行援助的时候，中央银行将扮演最后贷款人的角色。传统上，中央银行对商业银行的贷款主要是通过对商业银行办理的贴现票据进行再贴现的方式进行，所以这种贷款又被笼统地称为贴现贷款，其利率则被称为贴现率。^① 通过变更贴现率，中央银行可对整个社会的资金供求状况和利率发生影响。因此，中央银行的最后贷款人角色有助于形成一个富有弹性的货币供给机制，同时也是防止银行倒闭的一道“防波堤”。

9.2.3 政府的银行

所谓政府的银行，并非指中央银行的资本归政府所有（尽管许多国家的中央银行确实是国有的），而是指它同政府有着密切的联系，为政府提供各种服务，并代表政府执行金融管理。中央银行作为政府银行的职能主要包括：

1. 代理国库。即经办政府的财政预算收支，充当政府的出纳。政府的收入和支出都通过财政部在中央银行开设的各种账户进行。

2. 充当政府的金融代理人，代办各种金融事务。例如代理国债的发行和还本付息；代理政府保管黄金及外汇储备或办理黄金及外汇的买卖业务；代表政

^① 事实上，现在的中央银行在向商业银行发放贷款时，有很多并不是采取再贴现的形式，但它们也都被称为贴现贷款。



府参加国际金融组织,出席国际会议,从事国际金融活动;充当政府顾问,提供有关金融方面的信息和建议等。

3. 为政府提供资金融通,以弥补政府在特定时间内的收支差额。其融资方式有两类,即直接向国家财政提供贷款或透支,以及在证券市场上购买国债。一般说来,中央银行对财政的直接贷款或透支在期限和数额上都受到较严格的限制,例如美国就不允许联邦储备系统直接对财政部发放贷款。这样做主要是为了避免使中央银行沦为弥补预算赤字的工具,从而使货币发行失控。因此,在正常情况下,政府的长期负债主要依靠发行国债的方式筹集。中央银行可在一级市场或二级市场上买入国债。^①中央银行在二级市场上买卖国债的行为即是所谓的公开市场业务,它是中央银行控制货币供给的重要方式。

4. 作为国家的最高金融管理当局,执行金融行政管理。其内容主要包括:制定有关的金融政策和法规;依法对金融机构的设置、撤并、迁移等进行审批和注册;对金融机构的业务范围、清偿能力、资产负债结构、存款准备金交存等情况进行定期或不定期的检查等。

9.2.4 中央银行的资产负债表

中央银行的上述职能大都体现在它所进行的各项具体业务中,而资产负债表又是其业务活动的最好概括。为了给大家一个直观的印象,我们在此给出一张1990年底美国联邦储备系统的合并资产负债表:

表 9.1 联邦储备系统合并资产负债表(1990年底)

(单位:10亿美元)

资 产		负 债	
证券:美国政府、机构证 券及银行承兑票据	252.1	发行在外的联邦储备券	267.7
贴现贷款	0.2	银行存款*	38.7
黄金和特别提款权证书账户	21.1	美国财政部存款	9.0
硬币	0.5	外国及其他存款	0.6
收款过程中的现金项目	6.1	待付现金项目	3.5
其他联邦储备资产	47.6	其他联邦储备负债及资本账户	8.1
资产总额	327.6	负债总额	327.6

资料来源:联邦储备公报,转引自 Mishkin 1992。

* 这里的银行存款包括商业银行、储蓄贷款协会、互助储蓄银行及信用社等各类存款机构在联邦储备系统的存款。

^① 在有的国家,如中国,中央银行在一级市场上认购或包销国债也是不允许的。

下面我们对该表中的各项作一个简单的介绍。

1. 负债项目。

(1) 发行在外的联邦储备券,也就是联邦储备系统发行在外的现钞。它由存款机构的库存现钞和流通中的现钞两部分构成,是联邦储备系统最主要的负债项目。

(2) 银行存款,即商业银行等各类存款机构存在联邦储备系统的准备金。它加上存款机构的库存现金,构成存款机构准备金总额。

(3) 美国财政部存款,是美国财政部在联邦储备系统的存款。

(4) 外国及其他存款,包括外国政府、外国中央银行及一些国际机构的存款,以及除财政部之外的一些美国政府机构的存款。

(5) 待付现金项目,它产生于中央银行的支票清算过程。当一家银行将收到的支票提交给联邦储备系统要求清算,而联邦储备系统未立即将该金额贷记到该银行存款账户上时,便产生待付现金项目,它是联邦储备系统对该银行的一笔负债。

(6) 其他联邦储备负债及资本账户。主要是各会员银行认购的联邦储备系统的股权。

2. 资产项目。

(1) 证券,其中主要是联邦储备系统持有的美国财政部债券。它是联邦储备系统最主要的资产,也是其开展公开市场业务的基础。

(2) 贴现贷款,它是联邦储备系统扮演“最后贷款人”角色,向金融机构提供的贷款,是银行获得准备金的渠道之一。

(3) 黄金和特别提款权证书账户。黄金和特别提款权证书是联邦储备系统对美国财政部的黄金及特别提款权的要求权。特别提款权(SDR)又称“纸黄金”,是由国际货币基金组织对各国政府发行的,代替黄金作国际支付手段的一种储备形式。当财政部得到一笔黄金或特别提款权时,它将向联邦储备系统发行代表黄金或特别提款权的证书,作为联邦储备系统的资产;同时联邦储备系统将在负债方贷记相同金额的一笔财政部存款。

(4) 硬币,它是指联邦储备系统所持有的,由美国财政部发行的现金(主要是硬币)。由于硬币是由美国财政部发行的,它代表的是对财政部的债权,而不像联邦储备券一样代表的是对联邦储备系统的债权,所以联邦储备系统手中的硬币构成它的一项资产,但硬币在联邦储备系统中所占的比例非常小。

(5) 收款过程中的现金项目,它和待付现金项目一样,也产生于联邦储备系统的支票清算过程。当联邦储备系统收到一张银行送来要求清算的支票时,如果它在把该支票金额借记到支票开户行(即付款行)的存款账户上之前,先把它



贷记到存入支票的银行(即收款行)的存款账户上,便会产生收款过程中的现金项目,它实际上是联邦储备系统先替支票开户行垫上的一笔资金,因此属于联邦储备系统的资产。一旦该笔资金被借记到支票开户行的存款账户上,该笔现金项目也就消失了。

(6) 其他联邦储备资产。主要包括联邦储备系统的外汇及各种实物资产。由于美元本身就是一种国际储备资产,所以联邦储备系统持有的外汇,也就是美国的外汇储备并不是很多。

在表 9.1 中,发行在外的联邦储备券体现了中央银行作为发行银行的职能。银行存款和贴现贷款,以及待付现金项目和收款过程中的现金项目等项目体现了中央银行作为银行的银行的职能。美国财政部存款、证券、黄金和特别提款权证书账户等项目则体现了中央银行作为政府的银行的职能。

9.3 中央银行的结构

9.3.1 中央银行制度的类型

202

中央银行的结构随各国具体国情的不同而存在较大的差异。根据中央银行组织形式和组织结构的不同,可以将中央银行制度分成四种类型。

1. 单一中央银行制。

单一中央银行制是最主要、最典型的中央银行制度形式。它是指国家设立专门的中央银行机构,使之与一般的商业银行业务相分离,而纯粹地行使各项中央银行职能。单一中央银行制又可分为一元式和二元式两种类型。

(1) 一元式。它是指一国由独家中央银行及其众多的分支机构来执行中央银行职能。这种由总分行构成的中央银行的特点是:权力集中、职能齐全、分支机构众多。世界上大多数国家,如英国、日本、法国的中央银行都采取这种形式。中国自 1984 年之后也实行这种中央银行制度。

(2) 二元式。它是指在一国内建立中央和地方两级相对独立的中央银行机构。中央级机构是最高权力或管理机构,地方级机构受中央级机构的监督管理,但是在它们各自的辖区内有较大的独立性。实行联邦制的国家多采取这种中央银行体制,如美国、德国等。

2. 复合中央银行制。

复合中央银行制是指在一国之内,不设立专门的中央银行,而是由一家大

银行来同时扮演商业银行和中央银行两种角色,也就是所谓的“一身二任”。复合中央银行制主要存在于过去的苏联和东欧等国家。我国在1983年以前也实行这种中央银行制度。

3. 跨国中央银行制。

跨国中央银行制是指两个以上的主权国家设立共同的中央银行。它一般是与一定的货币联盟联系在一起。第二次世界大战后,一些在地域上相邻、经济上与某一发达国家联系密切的欠发达国家,为促进共同的经济的发展,组建了货币联盟。在联盟内发行共同的货币,执行共同的金融政策,并建立共同的中央银行。例如西非的贝宁、科特迪瓦、尼日尔、塞内加尔、多哥和上沃尔特等六个国家组成了西非货币联盟,并在联盟内设立了共同的中央银行——西非国家中央银行。类似的跨国中央银行还有中非货币联盟设立的中非中央银行,以及东加勒比海货币管理局等。此外,欧洲联盟也已实行货币同盟,建立了统一的中央银行。

专栏 9.2

欧洲中央银行

欧洲中央银行是一个典型的跨国中央银行。它是欧洲一体化进程逐步深入的产物。

二战之后,处于苏联和美国两个超级大国夹缝之间的欧洲各国走上了互相联合以谋求共同发展的道路。法国、联邦德国、意大利、荷兰、比利时和卢森堡六国于1951年签订的欧洲煤钢联营条约标志着欧洲一体化进程的开始。1957年,上述六国又在罗马签订了欧洲原子能共同体条约和欧洲经济共同体条约(合称《罗马条约》)。在这些条约的基础上,经过多年的建设,形成了一个迄今为止一体化程度最高、影响最大的地区经济集团——欧洲共同体(European Communities),也就是今天的欧洲联盟(European Union)。

欧共体成员国于1991年的《马斯特里赫特条约》中正式提出建立欧洲经济货币联盟(EMU)的计划,该计划的核心是在共同体内实现只有一个中央银行、一种单一货币的欧洲货币联盟。1994年1月1日,欧洲中央银行的前身——欧洲货币局在德国法兰克福建立,它在规定的时间内完成了未来欧洲中央银行货币政策运作框架的设计工作。在1998年5月2日至3日的欧盟特别首脑会议上,根据《马约》规定的入盟条件,欧盟15个成员国中的11个率先取得了加入欧洲货币联盟的资格,荷兰中央银行前任行长威廉·杜伊森贝赫被推选为欧洲中央银行行长。根据欧盟制定的时间表,从1999年1月1日起,未来的单一货币——欧元将以支票、信用卡、电子钱包、股票和债券方式流通,欧洲中央银行将开始正式运作,实施独立的货币政策。从2002年开始,欧元钞票和硬币将进入流通,取代所有货币联盟参加国的货币。

欧洲央行行址设在法兰克福。其基本职责是制定和实施欧洲货币联盟内统一的货币政策。从制度架构上讲,欧洲中央银行将由两个层次组成:一是欧洲中央银行本身,二是欧洲中央银行体系。后者除欧洲中央银行外,还包括所有参加欧元区成员国的中央银行,类似联席会议。前者具有法人身份,而后者没有。欧洲中央银行与各成员国中央银行之间的关系

可以粗略理解为决策者和执行者的关系,也就是说,欧洲中央银行将为欧元区内所有国家制定统一的货币政策,然后交由各成员国中央银行去实施。各国中央银行将失去其独立性,从而事实上成为欧洲中央银行的分行。所有欧元区成员国都必须按其人口和国内生产总值的大小向欧洲央行认购股本。

欧洲中央银行的日常管理机构是执行委员会,决策机构则是理事会。前者由4至6名成员组成,其中包括行长和副行长各一名,他们由欧盟首脑会议直接任命;后者除执行委员会成员外,还包括欧元区各成员国中央银行行长。理事会每年至少要举行10次会议,以作出有关欧元利率、汇率和货币投放量等方面的重大决策。

1991年的《马约》为欧洲中央银行的独立性提供了法律上的保障。条约第107条及附件第7条明确指出:“欧洲中央银行、欧洲货币联盟内所有成员国中央银行及其决策机构的成员不得向任何欧共体机构、组织、成员国政府以及其他机构寻求或接受指令。”条约还禁止欧洲中央银行和成员国中央银行为成员国政府的财政赤字提供资金融通。

欧洲中央银行的成立标志着欧盟国家的一体化迈上了一个崭新的台阶。各国为实现欧洲合众国的梦想,不惜以放弃本国货币政策独立性为代价来支持欧洲建设。这是一次伟大的尝试。但是和人类所有的伟大实验一样,欧洲中央银行未来的道路也将充满各种难以预料的困难和不确定性。

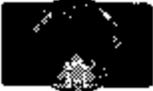
参考资料:中国银行卢森堡分行,《欧洲中央银行及其货币政策》,《国际金融研究》1998年第1期。

4. 准中央银行制。

准中央银行制是指某些国家或地区没有建立通常意义上的中央银行,而只设有类似中央银行的机构,或由政府授权某个或某几个商业银行行使部分中央银行职能的制度形式。例如在新加坡有两个类似中央银行的机构,即金融管理局与货币发行局,由它们配合行使中央银行职能。中国香港实行的也是准中央银行制,金融管理局(1993年4月1日由香港政府外汇管理基金和银行监管处合并而成)是香港的金融监管机构,但是却不拥有发钞权,发钞权掌握在汇丰、渣打和中国银行及中银集团手中。马尔代夫、利比里亚等国实行的也是准中央银行制。

9.3.2 美国联邦储备系统的结构

美国联邦储备系统的结构属于二元式的单一中央银行制。它是由三个主要组成部分构成的,即联邦级的联邦储备理事会(Board of Governors of the Federal Reserve System)、联邦公开市场委员会(Federal Open Market Committee, FOMC)和地方级的12家联邦储备银行及其分支机构。联邦储备理事会是联邦储备系统的最高机构,它由7名理事组成(他们大多是职业经济学家),由总统征得参议院同意后任命,每一理事任期14年,届满后不再连任,并且任



期互相错开。因此，在正常情况下，每两年有一位理事任期届满；但是有不少理事因年龄或其他方面的原因提前离任。理事会主席由总统在理事会成员中遴选任命，任期只有4年，但是可以连任。联邦储备理事会是美国货币政策的制定者，它控制贴现率，并可以在规定范围内改变银行的法定存款准备金率。它和联邦公开市场委员会的其他成员一道，控制着最重要的货币政策工具——公开市场业务。

由于公开市场业务在联邦储备系统实施其货币政策过程中的重要性，联邦公开市场委员会也就成为联邦储备系统内一个重要的决策中心。该委员会由12名委员组成，其中包括7名联邦储备理事会理事，5名联邦储备银行行长（其中纽约联邦储备银行行长为委员会的必然成员，其余11家联邦储备银行的行长则轮流占据其余的4个席位）。联邦储备理事会主席同时兼任联邦公开市场委员会主席。联邦公开市场委员会每年约召开8次会议，讨论决定联邦储备系统的公开市场业务，即在公开市场上买卖证券的活动。那些不是该委员会现任委员的联邦储备银行行长通常也出席会议并参加讨论，但是没有表决权。在联邦储备系统内部还有一些机构，如联邦顾问委员会等，但是它们远不如联邦公开市场委员会重要。

按12个联邦储备区设立的12家联邦储备银行分别位于纽约、波士顿、费城、克利夫兰、里士满、亚特兰大、芝加哥、圣路易斯、明尼阿波利斯、堪萨斯城、达拉斯和旧金山。这些银行的股份分别为它们各自的会员银行所拥有。这12家联邦储备银行又在其他25个大城市中设立了分支机构。纽约、芝加哥和旧金山3家联邦储备银行的规模最大，它们持有一半以上的联邦储备资产。而纽约联邦储备银行又是“冠中之冠”，持有联邦储备总资产的30%。每家联邦储备银行都由9名兼职董事组成的董事会来管理。这些董事被分为A、B、C三类，每类各3名。A类董事由会员银行推选产生，他们本人也是银行家。B类董事可以不是银行的官员或职员，他们也可以由会员银行推选产生，但通常是由联邦储备银行行长向会员银行推荐的。C类董事不由会员银行推选，而是由联邦储备理事会任命，其中的两名将分别担任董事会的主席和副主席。董事会的重要职责之一是选举产生各联邦储备银行的行长，但行长的正式任命必须经过联邦储备理事会的同意。除了负责检查会员银行、审批某些银行合并的申请、支票清算、收回被损坏的旧钞、发行新钞等日常的职能外，各联邦储备银行还具有一定的政策职能。例如它可以管理自己的贴现窗口，决定是否向辖区内的某一商业银行或其他存款机构提供贷款；它还可以在征得联邦储备理事会批准的情况下设定自己的贴现利率。更重要的还在于，各联邦储备银行占据着联邦公开市场委员会12个席位中的5个。



9.3.3 中国人民银行的机构

中国人民银行的机构属于一元式的单一中央银行制,由中国人民银行总行及其分支机构组成。总行是国家领导、管理金融业的职能部门。它主要是负责制定货币政策和金融法规,把握整个宏观经济运行动态,具体操作一些总量性业务和监管全国性金融机构,集中掌握货币发行权、基础货币管理权、信用总量调控权及基准利率调节权。分支行则是总行的派出机构,是贯彻实施国家货币政策、按照授权负责金融行政管理和金融业务监管的具体单位。分支行的职能主要是贯彻、执行国家货币政策,维护金融秩序稳定,依据法规对本辖区所有金融机构进行管理、协调、监督、稽查等,为各金融机构稳健经营和金融市场有序运作提供完善的服务。分支行的具体职能包括:金融监督管理、调查统计分析、横向头寸调剂、经理国库、现金调拨、外汇管理和联行清算等。分支行要接受总行的垂直领导。

中国人民银行实行行长负责制,设行长一人,副行长若干人。行长人选由国务院总理提名,经全国人民代表大会批准(全国人大闭会期间,经全国人大常委会批准)后,由中华人民共和国主席任免。副行长由国务院总理任命。

根据《中国人民银行法》,中国人民银行设立货币政策委员会作为货币政策的咨询议事机构。货币政策委员会由中国人民银行行长及两名副行长、两名商业银行行长、国家外汇管理局局长、中国证券监督管理委员会主席、以及政府综合经济管理部门(计委、经贸委、和财政部)和学术界的代表等共 11 人组成。委员会成员由国务院总理任命,主席为中国人民银行行长。委员会定期召开例会,就货币政策的重大事宜,包括货币供应、利率及汇率政策等,向国务院提出建议。

过去中国人民银行的分支机构基本上是按行政区划设置的,从省到县分别对应着相应级别的人民银行分支机构。这种分支机构设置方式曾经发挥了一定的作用,但是其弊端也非常明显,主要表现在:第一,分支机构设置过细,不仅造成机构重复,浪费了大批人力、物力、财力,而且人为制造了地区之间交流的障碍。有些地区的经济交往本来非常密切,但是因为分属不同的人民银行分支机构,许多问题要由两地的人民银行协商解决。第二,各地区的经济发达程度存在很大差异,人民银行的业务量也就各不相同,但却都是一套班子。因而发达地区的人民银行不胜重负,而落后地区的人民银行则人浮于事。第三,人民银行分支机构设置过细为各级政府部门不合理地干预银行工作提供了便利条件。虽然人民银行的分支机构应归上一级人民银行垂直领导,但它们往往同所

在地区有着千丝万缕的联系,从而使总行的统一领导受到严重的削弱。

1998年底,中国人民银行的分支机构体系发生了重大变化,原来的省级分行被撤消,新的人民银行组织结构分为四级:总行—9大跨行政区分行和两个总行营业部—省市中心支行—县支行。9个跨行政区分行分别是:沈阳分行(辖黑龙江、吉林、辽宁),天津分行(辖天津、河北、山西、内蒙古),济南分行(辖山东、河南),南京分行(辖江苏、安徽),上海分行(辖上海、浙江、福建),广州分行(辖广东、广西、海南),武汉分行(辖湖北、湖南、江西),成都分行(辖四川、贵州、云南、西藏),西安分行(辖陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆)。两个总行营业部则分别设在北京和重庆。1999年1月1日,9大跨行政区分行和两个总行营业部正式开始运作。

9.4 中央银行与政府的关系

中央银行在制定和实施货币政策的过程中,如何合理地协调同政府的关系,是一个重要的问题。是隶属于政府,受政府管辖;还是超然于政府之外,独立地按照自己的意志行事?对此不仅在理论上人们存在着很大的分歧,而且在现实中各国也存在着很大的差异。

207

9.4.1 关于中央银行独立性问题的争论

虽然中央银行从它的诞生之日起,便同政府有着密切的联系,例如筹建英格兰银行的主要目的就是为了向政府提供贷款,中央银行也正是通过为政府提供各种服务而相应地获得某些特权,从而确立起自己的特殊地位;但是第一次世界大战之前的中央银行还具有很强的私人企业性质。人们普遍认为,中央银行应摆脱政府的影响和控制,而享有最高程度的自由,以避免政府滥用权力,无节制地利用中央银行滥发钞票,筹措资金,造成通货膨胀。但是这种信条在第一次世界大战中遭到了严重的破坏,各国纷纷利用印钞机来筹措军费,中央银行的独立性丧失殆尽。一战之后,1920年的布鲁塞尔国际金融会议和1922年日内瓦国际金融会议都一再强调中央银行的独立地位。但是接踵而来的30年代大危机和第二次世界大战再一次使得中央银行的独立地位变得十分脆弱。

二战之后,各资本主义国家政府都加强了对经济的干预。中央银行作为货币政策的执行者,成为政府干预经济的重要工具。但是关于中央银行独立性问题的争论始终存在,尤其是在70年代,资本主义国家出现高通货膨胀和高失业

并存的“滞胀”局面之后,主张维护中央银行独立性的呼声再一次高涨起来。

支持中央银行独立性的主要理由之一是,民主社会中的政治家更关注的是短期利益。他们只想在自己的任期之内创造出较好的业绩,而不考虑政策的长期效果,不愿意采取那些见效较慢,但是却对经济长期发展有利的措施,例如为了获得长期的物价稳定而忍受暂时的高失业。为了讨好选民以便获得连任,他们也不愿采取那些容易招致反对的措施,例如通过增加税收、削减政府支出的方式来减少预算赤字。相反,他们更愿意采取增发货币的方式来为政府支出筹措资金,减少失业。因此,如果货币政策较多地受政府意志的影响,便会带有较强的通货膨胀倾向。有些经济学家还提出了所谓的政治商业周期(political business cycle)理论来描述政治家行为对经济活动的影响。该理论认为,在选举之前,政府倾向于采取扩张性的货币政策,从而降低失业率,以便获得选民的支持。到上台以后,再采取紧缩性的政策来对付先前货币扩张所导致的通货膨胀和名义利率上升。直至下一任选举时,再重复先前的循环。这种理论获得了某些实证性证据的支持,但是仍存在着许多争论。

反对独立性的理由则认为,国家的宏观经济管理应是一个统一的整体,货币政策必须和财政政策有效地配合,才能取得预期的效果。反对者们还认为,货币政策影响的长期性不应该成为中央银行独立于政府之外的理由,因为政府的许多决策都涉及这个问题,例如政府的外交政策、国防政策都有着长期的影响,但是却很少有人对政府在这方面的权力提出过质疑。况且,有证据表明,中央银行并不一定总能够比政府官员作出更明智的判断,从而有效地使用它所拥有的自由。事实上,它曾多次出现过严重的失误。例如许多国家的中央银行在30年代大危机的时候都曾实行紧缩的政策,从而加剧了危机的后果;而在60年代末和70年代时又实行的是过度扩张的政策,从而助长了严重的通货膨胀。但是支持中央银行独立性的人又争辩说,中央银行的许多失误,恰恰是因为它还缺乏足够的独立性所致。

9.4.2 中央银行与政府关系的具体内容

在现实中,中央银行与政府的关系主要包括以下几个方面的内容:(1)中央银行自有资本的所有权;(2)中央银行的隶属关系;(3)中央银行总裁及理事的任命;(4)中央银行与财政部的资金关系;(5)中央银行决策机构中是否有政府的代表等。

从中央银行自有资本的所有权看,大致有三种形式。一种是全部由国家所有,也就是国有化中央银行。这是目前绝大多数国家所采取的形式。一种是公



私股份混合所有。日本、比利时、墨西哥等国的中央银行属于这种形式。最后一种则是完全由私人股东持有中央银行的股权。例如美国联邦储备系统的资本全部由会员银行持有，意大利中央银行的股份也只能由储蓄银行、全国性银行、公营信贷机构等认购。一般人也许会认为，资本完全由私人股东持有的中央银行，将类似于一家私有企业，享有最大程度的自由。但是事实并非如此。由于中央银行的社会性，私人股东的权益是受到严格限制的，并不像一般的所有者那样享有剩余索取权和财产控制权。以美国为例，不管联邦储备银行的盈利如何，作为股东的各会员银行都只能得到固定为6%的股息；而且它们对联邦储备银行也没有什么控制权。实际上，不管中央银行的自有资本归谁所有，现代中央银行都是国家机构的一部分，而绝不是一个私人企业。中央银行的资本所有权与其独立性并无直接的联系。同样是私人持股的中央银行，美国联邦储备系统的独立性就要比意大利的中央银行强得多。

从中央银行的隶属关系看，独立性最强的形式是中央银行直属国会，直接向国会负责，与其他政府机构不存在任何隶属关系，政府首脑未经国会同意不得向中央银行发布任何指令。美国、德国、瑞士等国采取这种形式。另外一些国家，如日本、英国、比利时则明确规定，中央银行从属于财政部，财政部对中央银行有广泛的指示权，但是在实际工作中，这些国家的财政部往往并没有这样做。还有些国家的中央银行则是和财政部平行的政府机构，直接接受政府的领导。例如中国人民银行就和财政部一样直属于国务院。

从中央银行总裁与理事的任命看，政府一般拥有任命权或提名权。这是政府对中央银行进行控制的重要手段。但是在有些国家，政府的这项权力也受到多方面的制约。例如在美国，联邦储备理事会的成员由总统任命，总统还有权在联邦储备理事会的7名理事中挑选两人担任主席和副主席。但是7名理事的任命都需经参议院同意，并且任期为14年。7名理事的任期相互错开，因此正常情况下每两年才有1人届满，也就是说，总统在一届任期内只能提名两名理事。虽然由于某些理事可能提前辞职，理事会往往在一届总统任期内出现多于两个的空缺，但是在这种安排下，总统要想控制整个理事会是不大可能的。而且理事还不得连任，所以不必为争取连任而迎合总统的意见。

中央银行与财政部的资金关系是中央银行能否执行独立的货币政策的关键，是中央银行独立性高低的具体体现。为防止中央银行沦为弥补财政赤字的工具，多数发达国家都对中央银行向财政部提供直接贷款或透支的数额或期限进行严格的限制。政府的财政赤字主要通过发行国债来弥补，中央银行则对国债的发行进行积极的配合，为国债的发行创造有利的条件。同时，中央银行还可通过在一级市场或二级市场上买入国债的形式对政府进行融资。但是在不



少发展中国家,由于资金紧缺,金融市场又不发达,往往依靠发行货币的方式来支持经济的发展,中央银行的独立性很弱。

至于在中央银行决策机构中是否有政府的代表,各国的情况也有很大的不同。美国、英国等国的中央银行内部没有政府的代表;德国、日本等国的政府在中央银行有正式代表,政府成员可以参加理事会,但无表决权;但是在比利时、意大利等国的中央银行决策机构中,财政部的代表几乎占有支配性的地位。政府在中央银行设有代表无疑对中央银行的独立性有一定的限制作用,但也有利于加强双方的信息交流,协调二者的立场。

从上述方面综合来看,一般认为,美国、德国等国是中央银行独立性较强的国家;英国、日本等国次之;意大利和过去的苏联、东欧等社会主义国家则属于中央银行独立性较小的国家。我国的中央银行制度还处在变革之中。在改革之前,社会资金主要通过财政渠道进行分配,银行的地位未得到足够的重视。在改革的过程中,由于各项制度尚不健全,企业和地方政府往往存在着很强的投资冲动,这种冲动最终通过各专业银行传导到中央银行;同时中央政府的许多硬性支出又无法减少。中央银行在这些压力面前往往不得不作出让步,很难实施独立的货币政策,曾经多次出现信贷资金过度膨胀的现象。随着改革的深入,中央银行缺乏独立性的问题越来越引起学术界和实际部门的重视。因此,加强中国人民银行的独立性成为我国 90 年代金融体制改革的中心议题之一。1995 年 3 月 18 日由第八届全国人大第三次会议通过的《中国人民银行法》第一次以法律的形式确立了中国人民银行的地位。其中的第七条规定:“中国人民银行在国务院领导下依法独立执行货币政策,履行职责,开展业务,不受地方政府、各级政府部门、社会团体和个人的干涉。”第二十八条规定:“中国人民银行不得对政府财政透支,不得直接认购、包销国债和其他政府债券。”第二十九条规定:“中国人民银行不得向地方政府、各级政府部门提供贷款……”这些规定对于保障中国人民银行排除外来干预,独立地制定和实施货币政策有着重要的意义。

本章小结

1. 中央银行的产生源于下述需要:统一银行券的需要,票据清算的需要,最后贷款人的需要,以及金融管理的需要。它的形成有两种方式,一种是由一般商业银行自然演进而成,如英格兰银行;另一种则是在政府的设计下直接为担负中央银行职能而设立的,如美国的联邦储备系统。



2. 中央银行的职能可以被概括为发行的银行、银行的银行和政府的银行三大类。发行的银行是指它垄断银行券的发行;银行的银行是指它集中保管银行和有关金融机构的准备金,组织全国范围内的清算,并充当最后贷款人;政府的银行则是指它充当政府的代理人,为政府提供各项金融服务,执行金融行政管理。中央银行正是通过这些具体的职能和业务来实施其货币金融政策,对经济进行宏观调控。中央银行的各项职能集中体现在它的资产负债表中。

3. 各国的中央银行制度可以分为四种类型:单一中央银行制、复合中央银行制、跨国中央银行制和准中央银行制。其中单一中央银行制是最主要、最普遍的中央银行制度形式,它又可以分为一元式和二元式两种类型。

4. 美国的中央银行制度属于二元式的单一中央银行制。它有三个最重要的组成部分,即中央级的联邦储备委员会和联邦公开市场委员会,以及地方级的12家联邦储备银行及其分支机构。

5. 在中央银行与政府关系的问题上存在着较大的争议。支持中央银行有较大独立性的意见认为中央银行过多地受政府的影响会使货币政策有较强的通货膨胀倾向,并认为这是由政治家的行为模式决定的。其中一种有代表性的观点叫政治商业周期理论。反对中央银行独立性的意见则认为,货币政策和财政政策必须有效地配合,才能取得预期的效果,而且中央银行并不总是能够作出比政府官员更为明智的判断。

6. 中央银行独立性的大小可以从下述方面加以考察:中央银行自有资本的所有权;中央银行的隶属关系;中央银行总裁及理事的任命;中央银行与财政部的资金关系;以及中央银行决策机构中是否有政府的代表。美国、德国是中央银行独立性较强的国家,英国、日本等次之。中国人民银行的独立性在过去未得到足够的重视,目前有所加强。

复习与思考

1. 为什么要有中央银行? 中央银行的形成有哪两种形式? 请各举例。
2. 有些自由主义的经济学家,例如哈耶克,认为中央银行对货币发行权的垄断使得政府可以利用这种垄断权源源不断地制造出货币来,从而造成通货膨胀。相反,如果让自由竞争的各私人银行来发行货币,则由于它们会关心自己所发行货币的币值稳定,因而可以避免过量的货币发行。所以他们主张让自由竞争的私人银行来发行货币,对此你作何评论?
3. 中央银行有哪些主要职能? 这些职能在中央银行的资产负债表中是如何体现的?
4. 为什么流通中现金属于中央银行的一种负债?

5. 中央银行制度有哪些类型? 这些类型各有哪些代表性的国家?
6. 美国的联邦储备制度从哪些方面体现了权力制衡的原则?
7. 试分析我国中央银行的分支机构设置中存在哪些问题?
8. 赞成或反对中央银行独立性的理由各有哪些? 试就其中某一条理由稍作阐述, 写一篇 1000 字左右的小论文。
9. 中央银行与政府的关系包括哪些具体的内容? 从这些方面考察, 你认为目前我国中央银行的独立性是太强了, 还是太弱了?
10. 什么叫政治商业周期理论?

参考文献

Mayer, Thomas, James S. Duesenberry, Robert Z. Aliber, 1993, *Money, Banking and the Economy*, 5th edition, W. W. Norton & Company.

Mishkin, Frederic S., 1992, *The Economics of Money, Banking and Financial Market*, 3rd edition, Harper Collins Publishers.

甘培根、林志琦主编:《外国金融制度与业务》, 中国经济出版社 1992 年版。

黄达主编:《货币银行学》, 四川人民出版社 1992 年版。

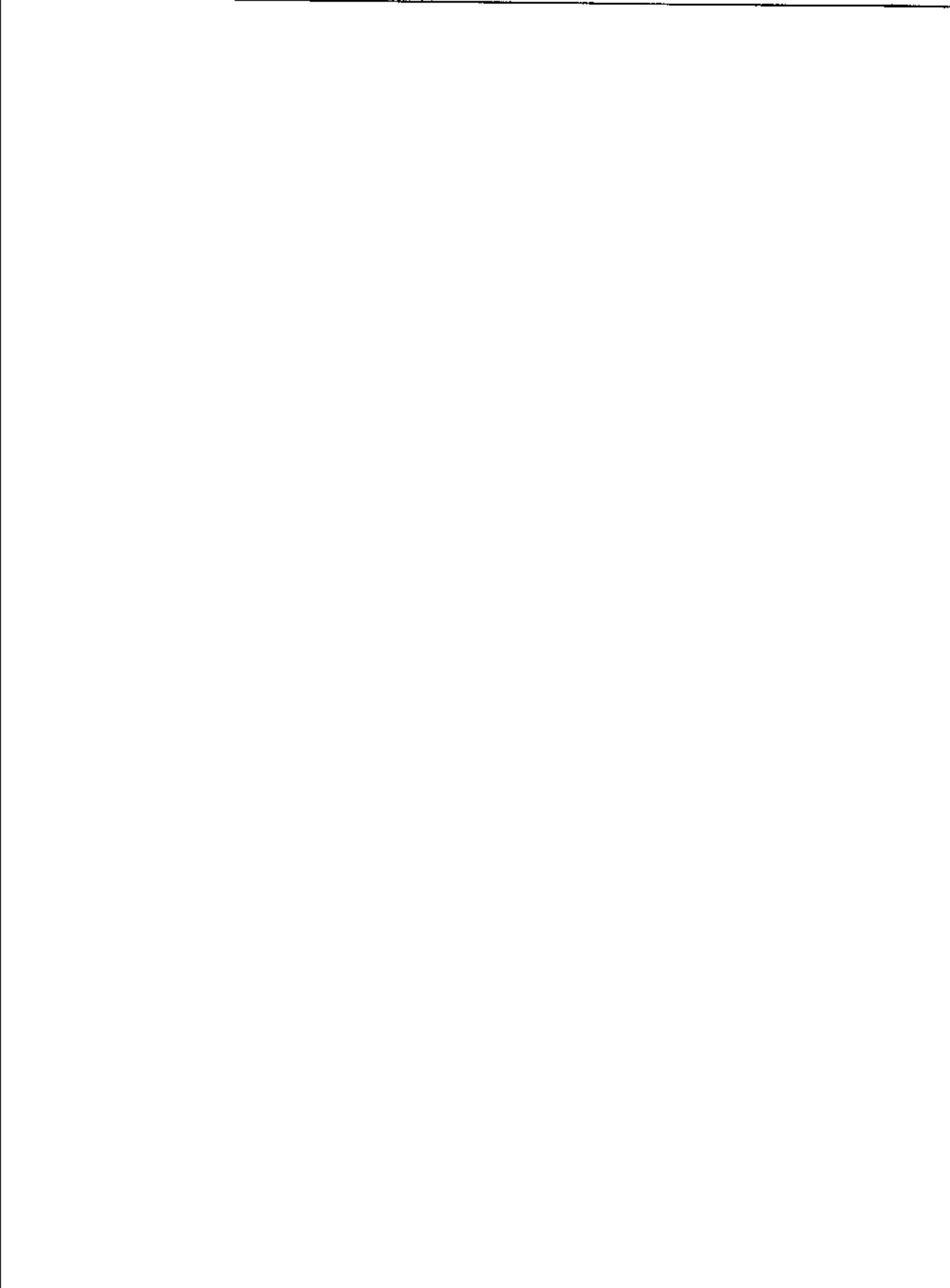
李崇淮、黄宪主编:《西方货币银行学》, 中国金融出版社 1992 年版。

刘锡良、曾志耕、陈斌编著:《中央银行学》, 中国金融出版社 1997 年版。

周大中:《现代金融学》, 北京大学出版社 1994 年版。

第 3 篇

货币供求及利率决定





第 10 章

货币供给

货币供给即在一定时点上经济中所拥有的货币存量。正如我们在第 2 章中所了解到的那样,根据统计口径的不同,货币供给可以划分为不同的层次,如 M0, M1, M2, 甚至 M3 等。货币供给对经济有着广泛的影响,它不仅影响着一国经济的总体状况,也影响着我们每个人的日常生活,因此货币供给的增加或减少往往会引起人们的广泛关注。关于货币对经济的影响,我们将在后面的章节中详细探讨,而在这一章中,我们将主要分析货币是如何被供应到经济中来的,货币量的大小由哪些因素决定,以及中央银行究竟在多大程度上决定货币供给。

本章的内容包括:存款创造,介绍银行准备金的增减如何引起多倍的存款额的增减;货币乘数,介绍基础货币同货币供给之间的关系;货币乘数的变动,介绍中央银行、存款机构及非银行公众的行为是如何对货币乘数产生影响的;基础货币的决定,介绍中央银行对基础货币的控制,以及影响中央银行控制基础货币的主要因素。

为行文方便,我们用银行这一名词来指代所有可办理支票存款的存款机构。

10.1 存款创造

如果有人告诉你,当你将 1 元钱现金存入银行后,会引起数倍的银行存款增加,你也许会感到惊讶。但这却是货币银行学最基本的原理之一——存款创造。下面我们就来看一看这究竟是怎么回事。

10.1.1 存款创造的条件

存款的初始增加会引起多倍的存款创造,是因为具备以下两个基本条件,

即部分准备金制度和部分现金提取。如果不具备这两个条件,就不会有存款创造。

1. 部分准备金制度。

在这种制度下,当你在银行存入一笔现金或支票之后,银行不必将这笔金额都放在它的保险柜里,或者存入中央银行,以等着你来提取;而只要保留一定的比例作为准备金就可以了,其余的可以贷放出去,或者用来购买证券。在后面的分析中我们将看到,正是在银行将存款者存款的一部分用于贷款或购买证券的过程中,新的存款被创造出来了。现在如果法律规定,银行必须对它所吸收的存款保留 100% 的准备金,这时候如果你存入 1000 元现金,银行除了把它锁入保险柜之外,不能再有进一步的活动。因此,除了你的存款增加了 1000 元之外,不会有别的存款增加,所以就没有存款创造。当然如果这样的话,你也就别想从银行获得什么利息,反而可能要向银行交一笔保管费了,因为银行不能从你的存款中获得任何好处。

2. 部分现金提取。

现在我们放弃 100% 的准备金这种不现实的假定,而假定法定准备金率为 20%,这样银行在收到 1000 元存款之后,就可以把其中的 800 元贷放出去。但是如果借款人在获得这笔贷款之后,立即以现金的形式将它全部从银行取走,而且在贷款归还之前这笔现金始终在公众手中流通,而不被存入银行,这时候也不会有存款创造,因为收到 1000 元存款的那家银行在它的 800 元贷款被提走之后,就不再有多余的准备金来扩张贷款,从而也就不能创造出新的存款;同时这笔现金又未被存入别的银行,所以别的银行的资产和负债都保持不变。这样整个银行系统存款和贷款的增加都是一次性的,不存在多倍的存款创造。

但是现实中这种 100% 的现金提取是不大可能的。银行向某一借款人发放一笔贷款之后,通常是把该笔资金贷记在该借款人的支票存款账户上(或者为他新开一个支票存款账户),借款人利用这笔款项进行支付时,通常也只是通过票据清算把它转到收款人的账户上。收款人的账户既可以在同一家银行,也可以在别的银行。对于整个银行系统来说,这并没有什么区别。当然借款人也可以把贷款提取出来,用现金进行付款,但是收到现金的一方通常还是要把它存入银行。因此,真正以现金的形式游离在银行系统之外的只能是贷款的一部分,而不可能是它的全部。这就使多倍的存款扩张成为了可能。

10.1.2 多倍存款扩张:最简单的情形

虽然存款创造的基本原理对各类存款都是类似的,但是通过支票存款的创



造来说明这一原理却是最为直截了当的。我们先来考察一个最简单的支票存款多倍扩张的例子。首先假定支票存款的法定准备金率为 20%，而且为了方便起见，我们还假定：(1)所有银行都将其超额准备金用于发放贷款或购买证券，而不持有任何超额准备金；(2)没有现金从银行系统中漏出，即公众不从他们的存款账户上提取现金，或者提取现金用以支付之后，收款的一方又立即将它存入银行；(3)没有从支票存款向定期存款或储蓄存款(两者合称非交易存款)的转化。

现在假定某人将向中央银行出售政府债券所得的 1000 元现金(或支票)以支票存款形式存入 A 银行，从而使 A 银行的准备金资产和支票存款负债都增加 1000 元，用 T 形账户来表示就是：

A 银行	
资 产	负 债
准备金 + 1000	支票存款 + 1000

由于 A 银行相对于 20% 的法定准备金还有 800 元的剩余，所以可以用它来发放贷款或购买证券。假定 A 银行发放 800 元的贷款，并且借款人用它来向某一供货单位购买产品，供货单位收到款项之后，将它以支票存款形式存入 B 银行，因此 A、B 两家银行的 T 形账户变为：

A 银行		B 银行	
资 产	负 债	资 产	负 债
准备金 + 200	支票存款 + 1000	准备金 + 800	支票存款 + 800
贷款 + 800			

[如果 A 银行用 800 元超额准备金来购买证券，且证券的出售者(必须不是中央银行)将出售证券所得存入 B 银行，则除了 A 银行的 800 元贷款资产变为证券之外，其余均相同。]

根据 20% 的法定准备率，B 银行只需对它新增的 800 元支票存款保留 160 元的准备，而可将其余的 640 元贷放出去。假定这贷放出去的 640 元最终被以支票存款的形式存入 C 银行，则 B、C 两家银行的 T 形账户如下所示：

B 银行		C 银行	
资 产	负 债	资 产	负 债
准备金 + 160	支票存款 + 800	准备金 + 640	支票存款 + 640
贷款 + 640			

根据同样的道理,C 银行也可以把它多余的准备金贷放出去,从而形成 D 银行的支票存款。这一过程一直继续下去,直到整个银行系统都没有超额准备金存在。为了更清楚地看清所发生的一切,我们将这一过程用表 10.1 表示出来:

表 10.1 存款创造

银 行	支票存款增加额	贷款增加额	准备金增加额
A	1000	800	200
B	800	640	160
C	640	512	128
D	512	409.6	102.4
E	409.6	327.68	81.92
⋮	⋮	⋮	⋮

显然,各银行的支票存款增加额构成一个无穷递缩等比数列,即 1000, $1000 \times (1 - 20\%)$, $1000 \times (1 - 20\%)^2$, $1000 \times (1 - 20\%)^3$, ……。根据无穷递缩等比数列的求和公式,可知整个银行系统的支票存款增加总额为:

$$\begin{aligned}
 & 1000 + 1000(1 - 20\%) + 1000(1 - 20\%)^2 + 1000(1 - 20\%)^3 + \dots \\
 & = 1000 \times \frac{1}{1 - (1 - 20\%)} \\
 & = 1000 \times \frac{1}{20\%} \\
 & = 5000
 \end{aligned}$$

更一般地,假定支票存款的法定准备率为 rr , 银行的初始准备金增加为 ΔR , 则在前面给出的三个假定条件下,整个银行系统的支票存款增加额 ΔD 将为:

$$\Delta D = \Delta R \cdot \frac{1}{rr} \quad (10.1-1)$$

式中的 $\frac{1}{rr}$ 被称为简单存款乘数。存款乘数代表的是每 1 元的准备金变动所引起的银行系统总存款额的变动。我们可以用 d 来表示它。^①

① 在本例中,银行系统初始准备金的增加是因为 A 银行吸收了 1000 元的存款。银行系统初始准备金的增加还可能是因为银行向中央银行出售证券,或向中央银行申请贴现贷款。存款创造的基本原理对这两种情形一样适合。所不同的仅仅在于,在后面这两种情形中,存款创造的过程增加了一个步骤,那就是出售证券或是获得贴现贷款的那家银行将它增加的准备金全部贷出(因为根据我们的假定,它在获得这些新增的准备金之前,已经持有了适当数量的准备金,因而这些新增的准备金对它来说是多余的),从而形成另一家银行相应数额的支票存款。此后的情形就和我们正文中的例子完全一样了。



简单存款创造过程表明,对于整个银行系统来说,通过贷款和存款之间的相互转化,某个银行新增的准备金最终被完全转化为整个银行系统的法定准备金(这一点算一算表 10.1 中最后一栏的和就看出来了),也就是说,新增的超额准备金被银行系统的新增存款完全消化了。根据这一思路,我们可以很容易地以另一种方式来推导出简单存款乘数。由于新增的银行准备金 ΔR 恰等于新增支票存款所需的法定准备金,而新增支票存款所需的法定准备金又等于 $rr \cdot \Delta D$,所以有:

$$\Delta R = rr \cdot \Delta D$$

也即:

$$d = \Delta D / \Delta R = 1 / rr \quad (10.1-2)$$

与多倍存款创造相对应的,还有多倍存款收缩。多倍存款收缩的道理和多倍存款创造的道理是完全一样的,只不过变化的方向相反而已。假定 A 银行的客户在公开市场上买进了 1000 元的政府证券,从而使 A 银行的支票存款及准备金减少了 1000 元。假定 A 银行在此之前只对这 1000 元支票存款保有 200 元的法定准备金,而没有任何超额准备金,那么 1000 元准备金的减少就会使它面临 800 元的准备金短缺。为了弥补这一短缺, A 银行必须催还发放出去的 800 元贷款,或者出售 800 元证券,而这又会引起别的银行的准备金减少。经过一系列的连锁反应,整个银行系统的支票存款额将减少法定准备率的倒数倍。

10.1.3 多倍存款创造:更为现实的考察

上文中的存款创造模型显然过于简单,其中的几个假定不太符合实际。下面我们将依次放弃这些假定,从而得出更为现实的存款乘数。

首先,我们在前而假定任何存款机构都不持有超额准备金,但事实上存款机构为避免因客户提款而出现的准备金不足,通常要持有一定比例的超额准备金,虽然这个比例一般是比较小的。尽管对于银行来说,法定准备金的数量是由法律规定的,是银行必须持有的,而超额准备金的数量则是银行可以自由掌握的,但是银行一旦决定持有一部分超额准备金,那么这部分超额准备金在存款创造过程中所起的作用就和法定准备金是完全一样的,都代表一部分资金的漏出。例如,假定在我们的例子中, A 银行决定在持有 20% 的法定准备金之外,另持有 5% 的超额准备金,那么在它吸收了 1000 元的支票存款之后,能够发放的贷款就只有 750 元。若收到这 750 元活期存款的银行也决定持有 5% 的超额准备金,则它能够发放的贷款就只有 562.5 元 $[= 750(1 - 20\% - 5\%)]$ 。依此

类推,因此,若支票存款的法定准备金率为 rr ,而银行自愿持有的超额准备金率(超额准备金同支票存款的比率)为 e ,则银行能够增发的贷款——也就是下一家银行所能够增加的存款,就只等于它的新增支票存款乘以 $(1 - rr - e)$,因而存款乘数 d 即为:

$$d = \frac{1}{rr + e} \quad (10.1-3)$$

显然,它小于简单存款乘数 $\frac{1}{rr}$ 。

其次,我们前面还假定,在存款创造过程中,没有现金从银行系统中漏出。但实际上随着支票存款规模的扩大,肯定有一部分新增的支票存款会被以现金的形式提取出来,并且继续在公众手中流通。由于这部分现金从银行系统流出后,银行就不可能利用它们来进一步扩张贷款,所以它们也就从存款创造过程中退出了。例如,在我们的例子中,假定当银行系统每增加 1 元的支票存款,公众便提取现金 10 分,也就是支票存款同现金将保持 9:1 的比例。那么,当 A 银行收到 1000 元的支票存款之后,其中的 100 元将会被公众以现金的形式支取出来并且继续持有,这样 A 银行所持有的支票存款就是 900 元。此时 A 银行所需的法定准备金就是 180 元。假定 A 银行仍持有 5% 的超额准备金,那么它所能发放的贷款就只有 675 元 $[= 900(1 - 20\% - 5\%)]$ 。因此能够转入 B 银行的准备金也就只有 675 元了。类似地,当 B 银行获得这 675 元支票存款后,其中的 67.5 元将转化为现金,因而它所持有的支票存款就为 607.5,而它将发放的贷款则为 455.6 元。依此类推可以看出,各银行增加的支票存款依次为:

$$A: 1000 \times 90\%$$

$$B: 1000 \times [1 - (10\% + 90\% \times (20\% + 5\%))] \times 90\%$$

$$C: 1000 \times [1 - (10\% + 90\% \times (20\% + 5\%))]^2 \times 90\%$$

.....

显然,它们也构成一个无穷递缩等比数列,其和为:

$$\begin{aligned} \frac{1000 \times 90\%}{10\% + 90\% \times (20\% + 5\%)} &= \frac{1000}{\frac{10\%}{1 - 10\%} + 20\% + 5\%} \\ &= 2769.2 \end{aligned}$$

式中第一个等号后面那一项的分母项依次为现金同支票存款的比率,支票存款的法定准备金率以及超额准备金率。

一般地,若漏出现金同支票存款的比率为 c ,支票存款的法定准备金率为

rr , 超额准备金率为 e , 则存款乘数为:

$$d = \frac{1}{rr + e + c} \quad (10.1-4)$$

最后,还必须考虑到新增的支票存款向其他存款的转化。假定在上例中,支票存款每增加 1 元,其中的 30 分便会向非交易存款的转化,且其他条件均不变。换言之,流通中现金、支票存款和非交易存款将保持 1:6:3 的比例。那么当 A 银行获得 1000 元的支票存款时,除了将会有 100 元转化为现金之外,还会有 300 元转化为非交易存款。但是这 300 元非交易存款是否也会像那 100 元现金一样退出存款创造过程呢?不会的。由于这 300 元仍然保留在银行手中,仅仅是性质发生了变化而已,银行除了要为其保留少量的法定准备金外,其余的仍可用于贷放。假定非交易存款的法定准备金率为 6%,则 A 银行要为这 300 元非交易存款保留的准备金就是 18 元。再加上它为 600 元 ($1000 \times 60\%$) 支票存款所保留的法定准备金和超额准备金 150 元 [$= 600 \times (20\% + 5\%)$], A 银行可以发放的贷款就是 732 元 ($= 1000 - 100 - 18 - 150$)。根据和前面相同的推理,可知各银行增加的支票存款依次为:

$$A: 1000 \times 60\%$$

$$B: 1000 \times [1 - (10\% + 60\% \times (20\% + 5\%) + 30\% \times 6\%)] \times 60\%$$

$$C: 1000 \times [1 - (10\% + 60\% \times (20\% + 5\%) + 30\% \times 6\%)]^2 \times 60\%$$

.....

对此求和,得支票存款创造总额为:

$$\begin{aligned} & \frac{1000 \times 60\%}{10\% + 60\% \times (20\% + 5\%) + 30\% \times 6\%} \\ &= \frac{1000}{\frac{10\%}{60\%} + 20\% + 5\% + \frac{30\%}{60\%} \times 6\%} = 2238.8 \end{aligned}$$

式中第一个等号后面一项的分母项依次为流通中现金同支票存款的比率,支票存款的法定准备金率,支票存款的超额准备金率,非交易存款同支票存款的比率,以及非交易存款的法定准备金率。

一般地,若流通中现金同支票存款的比率为 c ,支票存款的法定准备金率为 rr ,超额准备金率为 e ,非交易存款同支票存款的比率为 t ,以及非交易存款的法

定准备金率为 rr_t , 则存款乘数为:

$$d = \frac{1}{c + rr + e + rr_t \cdot t} \quad (10.1-5)$$

根据上述存款创造模型可知, 银行系统的每 1 元初始准备金将创造出 d 的支票存款, $c \cdot d$ 元的流通中现金, 以及 $t \cdot d$ 的非交易存款。

其实, 上述乘数可以用下一节将用到的方法更方便地导出, 我们之所以用这种较为繁琐的方法加以阐述, 主要是为了更好地说明存款创造的具体过程。

10.2 基础货币与货币乘数

在上一节的多倍存款创造模型中, 我们找出了银行准备金变动额同支票存款变动额之间的关系—— $\Delta D = d \cdot \Delta R$, 其中 d 为存款乘数; 并且针对不同的情形分别推导了相应的存款乘数。从中可以看出, 支票存款的变动取决于存款乘数的变动和银行准备金的变动, 因此中央银行可以通过控制存款乘数和银行准备金来控制货币供应(M1)中最重要的部分——支票存款。但是这一公式有两个基本的不足: 首先它未包括货币供给中的另一个重要组成部分, 即流通中现金; 其次, 由于流通中现金和银行准备金的转化是很频繁的, 而且取决于公众的行为, 因此中央银行很难单独地控制银行准备金的数量, 而只能大致地控制流通中现金和银行准备金的总额。而我们之所以要研究货币的供应过程, 一个很重要的目的便是要了解并改进中央银行对货币供给的控制能力。因此我们希望找出货币供给同一个比较容易为中央银行控制的变量之间的联系。为此, 我们将比较容易为中央银行控制的流通中现金(C)与银行准备金(R)之和定义为一个新的变量, 即基础货币(B), 也就是

$$B = C + R$$

然后, 我们通过一个乘数(即货币乘数)将它与货币供给(M)联系起来, 即:

$$M = m \cdot B \quad (10.2)$$

其中 m 即为货币乘数, 它代表的是每 1 元基础货币的变动所能够引起的货币供给的变动。由于一个标量总是可以表示成另一个标量的倍数, 所以(10.2)式总是可以成立的。但是要使这一表达式具有意义, m 的值就必须是足够稳定的, 或者是能够通过别的变量来加以预测的。事实证明, 货币乘数确实具有这样的



性质。因此,上述表达式是非常有意义的,它使我们可以将对货币供给的分析分解为对基础货币和货币乘数的分析。

10.2.1 基础货币

基础货币(base money),即流通中现金和银行准备金的总和,通常又被称为货币基础(monetary base)。同时由于基础货币中的银行准备金具有存款创造的功能,所以货币乘数一般都大于1,也就是说,每1元基础货币的增加,将导致数倍的货币供给的增加。因此基础货币又被称为高能货币(high-power money)。

正如我们在前面提到的那样,基础货币的概念之所以如此重要,是因为它比银行准备金更容易为中央银行所控制,因此只要掌握了它与货币供给之间的联系,中央银行就可以利用这种联系对货币供给进行控制。关于影响基础货币的各种具体因素的分析将在第4节里进行,在此我们仅想说明一下为什么它比银行准备金更容易为中央银行所控制。

在发达国家,中央银行影响基础货币变动的主要方式是在公开市场上买卖政府债券。假定中央银行买卖政府债券的对象是一家银行,那么公开市场业务的结果将只影响银行的准备金,而不影响流通中的现金。例如当中央银行从一家商业银行购买1000元政府债券,将使该银行的政府债券减少1000元,而准备金增加1000元;反之亦然。这时候因为流通中现金并没有什么变化,所以基础货币的变化就等于银行准备金的变化。

但是中央银行也可以向一般的非银行公众买卖政府债券。当中央银行这样做时,公开市场业务对基础货币的影响就不一定等同于对银行准备金的影响了。假定中央银行向某个人购买1000元的债券,同时付给他一张1000元的中央银行支票。如果这位出售者将支票存入某家银行,其结果将使基础货币和银行准备金都增加1000元。但是如果他把这张支票拿到某家银行去兑现呢?银行在收进这张支票,也就是获得对中央银行的1000元债权的同时,付给他1000元的现金,其结果,银行的准备金并没有变化——它付出的1000元现金被收进的1000元支票所抵消,但是基础货币却增加了1000元,因为流通中现金增加了1000元。从这个例子中不难看出,中央银行的公开市场业务对基础货币的影响是确定的,它每买入或卖出一定数量的政府债券,就会使基础货币发生等量的增加或减少;但是它对银行准备金的影响却是不确定的。公开市场业务对基础货币的影响,可以只表现为银行准备金的变动,也可以只表现为流通中现金的变动,还可以表现为二者的同时变动(当公众将出售政府债券所得的支票

进行部分的兑现时,情形即为这样了)。

抛开公开市场业务的影响不谈,数以万计的存款者每天的存款、取款行为也都在影响着银行准备金的数量。假定你在银行存入100元现金,你就使流通中现金减少了100元,同时使银行准备金增加了100元;反之亦然。对于每天都在银行的储蓄所大厅发生的这种现金和存款的转换,中央银行一般是很难加以控制的。但是它并不影响中央银行对基础货币的控制,因为它只影响基础货币的构成,而不影响基础货币的数量。

由此不难看出,基础货币是一个较银行准备金更易为中央银行所控制的变量。

10.2.2 货币乘数

1. 货币乘数的推导。

有了基础货币这个概念之后,我们就可以来推导货币乘数。为此,我们还必须作出一些假定。这些假定包括:

- (1) 流通中现金(C)和支票存款(D)保持固定的比率: $C/D = c$;
- (2) 非交易存款(TD)和支票存款也保持固定的比率: $TD/D = t$;
- (3) 支票存款的法定准备金率为 rr , 非交易存款的法定准备金率为 rr_t ;
- (4) 银行持有的总准备金为 R , 其中超额准备金占支票存款的比率为 e 。

根据(10.2)式,我们要计算货币乘数 m , 只需分别写出货币供给 M 和基础货币 B 的表达式,再令二者相除就可以了。根据定义,有:

$$B = R + C$$

$$M = D + C$$

显然,总准备金 R 等于支票存款的法定准备金 $rr \cdot D$ 和非交易存款的法定准备金 $rr_t \cdot TD$ 以及超额准备金 $e \cdot D$ 之和,即:

$$R = rr \cdot D + rr_t \cdot TD + e \cdot D$$

又因为 $TD = t \cdot D$, 所以有:

$$R = (rr + rr_t \cdot t + e)D$$

又因为 $C = c \cdot D$, 所以有:

$$m = \frac{M}{B} = \frac{D+C}{R+C} = \frac{(1+c)D}{(rr + rr_t \cdot t + e + c)D} = \frac{1+c}{rr + rr_t \cdot t + e + c} \quad (10.3)$$

这样我们就推导出了货币供给 $M1$ 的乘数 m ; 类似地,我们还可以推导 $M2$ 的乘数。有兴趣的读者,不妨自己推导一下。

2. 货币乘数与存款乘数的关系。

细心的读者肯定已经发现,货币乘数和我们前面推导的最后一个存款乘数非常相似,所不同的仅仅在于它的分子上多了一个 c 。这个 c 显然不难理解,因为货币包括了流通中的现金,所以我们在推导货币乘数时,被除数中多了一项 C 。但是货币乘数 $m = (D+C)/(R+C)$,存款乘数 $d = \Delta D/\Delta R$,为什么它们的分母却会是一样的呢?事实上,货币乘数和存款乘数是可以相互导出的。令经济中初始的银行准备金、支票存款、流通中现金均为零,那么它们的增量部分也就是全部存量,即由:

$$d = \frac{\Delta D}{\Delta R}$$

就可得:

$$d = \frac{D}{R}$$

当我们考虑到了现金的漏出之后,上式中的 R 实际上就包含了流通中的现金,也就是说,它实际上已经是基础货币,而不仅是银行准备金了。这样我们就不难理解为什么货币乘数和存款乘数的分母是一样的。

从(10.3)式来看,只要 $(rr + rr_t \cdot t + e) < 1$,货币乘数 m 就大于1,而这一条件一般是会满足的,因此基础货币的增减将导致数倍的货币供给增减。为了更清楚地了解这一点,我们不妨举一个具体的例子。假定流通中现金同支票存款的比率 $c = 0.30$,定期存款同支票存款的比率 $t = 2.50$,支票存款的法定准备金率 $rr = 0.15$,非交易存款的法定准备金率 $rr_t = 0.03$,银行的超额准备金同支票存款的比率 $e = 0.02$,则有:

$$m = \frac{1 + 0.30}{0.15 + 0.03 \times 2.5 + 0.02 + 0.30} = 2.385$$

这表明,基础货币每增减1元,货币供给 $M1$ 将增减2.385元。

由于货币乘数大于1,我们可以通过图10.1来形象地描述基础货币与货币供给之间的关系。从中不难看出,货币供给之所以和基础货币之间具有倍数(即乘数)的关系,主要是由于银行准备金 R 的多倍存款创造作用。

3. 影响货币乘数的因素。

从(10.3)式不难看出,货币乘数的大小取决于支票存款的法定准备金率 rr ,非交易存款的法定准备金率 rr_t ,银行的超额准备金率 e ,流通中通货与支票存款的比率 c ,及非交易存款与支票存款的比率

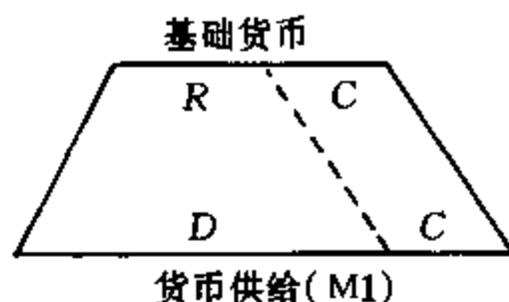


图 10.1 基础货币和货币供给

t 。而且从数学角度不难看出,由于 rr , rr_t , e , t 等变量都只出现在分母上,所以它们的增大将使货币乘数 m 变小。流通中现金与支票存款的比率 c 既出现在分母上,也出现在分子上,所以它的影响不容易直接看出,但是经过简单的数学变换,可以使(10.3)式变为:

$$m = 1 + \frac{1 - (rr + rr_t \cdot t + e)}{rr + rr_t \cdot t + e + c}$$

由于 $1 - (rr + rr_t \cdot t + e)$ 一般是大于0的,所以等式右边的第二项大于0,而 c 在它的分母上,所以 c 的增大将使货币乘数 m 减小。^①

上面我们从数学角度看出了货币乘数与支票存款及非交易存款的法定准备金率,非交易存款及流通中现金与支票存款的比率,以及银行的超额准备金率都成反向的变化关系;但是我们如何理解这些数学关系背后的经济学含义呢?

鉴于货币供给和基础货币之间的乘数关系主要是源于银行准备金的多倍存款创造作用,所以只要我们了解了上述变量对于存款创造过程的影响,就不难理解它们同货币乘数的关系。下面我们分而述之。

首先我们来看一看支票存款及非交易存款的法定准备金率,以及银行的超额准备金率对存款创造的影响。法定准备金代表的是法律要求银行保留在自己手中,不能贷放出去的资金,超额准备金则是银行考虑到自身需要,自愿保留在自己手中,而不贷放出去的资金。由于它们都没有被贷放出去,所以无法进入下一轮的存款创造。上述三个比率越大,退出下一轮存款创造的资金便越大,最终形成的货币存量就越小,因而货币乘数也越小。所以货币乘数与支票存款、非交易存款的法定准备金率,以及银行的超额准备金率成反向变化。

其次我们来看一看非交易存款与支票存款的比率如何影响存款创造。该比率越大,意味着用来支持非交易存款的准备金就越多,在准备金总额不变的情况下,用来支持支票存款创造的准备金便越少,因而能够创造出来的支票存款便越少,从而货币乘数也越小。所以货币(M1)乘数与非交易存款同支票存款的比率成反比。应该注意的是,由于非交易存款的法定准备金率要比支票存款低得多,所以它的存款创造能力也要大得多。因此,总准备金中用于支持非交易存款创造的比率越大,能够创造出来的活期及非交易存款的总额也越大,所以货币 M2 的乘数与非交易存款同支票存款的比率成正比。M1 乘数之所以和该比率成反比,是因为它不包括非交易存款。

① 学过高等数学的读者,还可直接对(10.3)式求关于 c 的偏导数,得 $\frac{\partial m}{\partial c} = \frac{rr + rr_t \cdot t + e - 1}{(rr + rr_t \cdot t + e + c)^2} < 0$ 。



最后,我们再来看一看流通中现金同支票存款的比率与存款创造的关系。该比率越大,意味着在存款创造过程中从银行系统中漏出的资金越多,从而能够支持存款扩张的准备金越少,从而最终形成的货币存量也越少。因此该比率同货币乘数成反比。

10.3 对货币乘数的进一步探讨:银行及非银行公众的行为

上一节对货币乘数的讨论表明,货币乘数的大小取决于下述因素:

- (1) 支票存款法定准备金率 rr ;
- (2) 非交易存款法定准备金率 rr_t ;
- (3) 银行超额准备金率 e ;
- (4) 流通中现金与支票存款的比率 c ;
- (5) 非交易存款与支票存款的比率 t 。

并且,根据我们的分析得出,货币乘数的大小与上述因素皆成反向变化的关系。更确切地,货币乘数与上述因素具有以下的关系:

$$m = \frac{1+c}{rr + rr_t \cdot t + e + c}$$

由于前两个因素是由中央银行决定的,所以只要后三个因素保持足够的稳定,中央银行就可以通过调整支票存款及非交易存款的法定准备金率来准确地控制货币乘数,再加上它对基础货币的控制,中央银行就可以随心所欲地把货币供给保持在它所希望达到的水平。但实际上,如果说中央银行对基础货币尚有一定的控制能力的话,它要对货币乘数进行控制就要困难得多。因为后面的三个因素实际上是经常变动的,其中超额准备金率 e 取决于银行的行为,流通中现金及非交易存款同支票存款的比率 c 和 t 则取决于非银行公众的行为。要想对整个货币供给过程有一个较为全面的了解,就必须对银行及非银行公众的行为加以分析。

10.3.1 影响银行超额准备金率的因素

一家银行决定把一部分本来可以用于贷款或者购买证券的资金作为超额准备金闲置在自己手中显然是有其道理的。一个理智的银行家会比较这样做的成本和收益。持有超额准备金的成本是什么呢?显然是银行如果把这笔资金拿去放贷或购买证券所可能获得的收益,即市场利息。这是一种机会成本,这种成本是银行没有花钱去支付但却实实在在地损失掉了的。很显然,市场利



息率越高,银行持有超额准备金的损失就越大,因此,银行超额准备金率与市场利息率成反向关系。

银行持有超额准备金的收益又是什么呢?那就是银行因持有超额准备金而避免的因流动性不足造成的损失。因此,超额准备金率的高低又取决于以下两个因素:(1)出现流动性不足的可能性;(2)出现流动性不足时从其他渠道获得流动性的难易程度。

银行出现流动性不足的可能性取决于银行的预期存款流出量及其不确定性。如果银行的预期存款流出量比较大,那么它出现流动性不足的可能性就比较大。但是银行出现流动性不足的可能性并不仅仅取决于预期存款流出的绝对量,还取决于它的不确定性,也就是存款流出量的波动范围。存款流出量的波动范围越大,出现流动性不足的可能性也就越大。

正如我们在第7章中所了解的,当银行面临流动性不足时,可以通过下述渠道补充流动性:(1)向别的银行借入同业资金;(2)同大企业签订证券回购协议;(3)向中央银行申请贴现贷款;(4)出售证券;(5)催还贷款,或将未收回的贷款销售给其他银行。显然,从上述渠道获得流动性都要付出一定的代价。例如,借入同业资金、签订回购协议或申请贴现贷款都要支付利息,出售证券要支付佣金,催还贷款会伤害同客户的关系,销售未收回的贷款则可能蒙受巨大的本息损失。当这种损失超过了银行的自有资本时,就会导致银行破产。银行持有超额准备金的收益,就在于能够避免获得流动性的代价,从而避免银行的倒闭。因此不难理解,银行的负债管理能力越强,即在必要时获得流动性补充的渠道越是畅通,费用越是低廉,它所愿意持有的超额准备金率就越低。

10.3.2 非银行公众对流通中现金、支票存款和非交易存款的选择

非银行公众对流通中现金、支票存款和非交易存款的选择是一种典型的资产选择行为,也就是财富所有者选择以何种资产组合持有其财富的行为。它决定了影响货币乘数的另外两个重要参数——流通中现金同支票存款的比率 c ,非交易存款同支票存款的比率 t 。

1. 流通中现金与支票存款的比率。

根据标准的资产选择理论,财富所有者对某种资产的需求,或者说以该种资产形式持有其财富的愿望主要取决于:(1)财富总额;(2)该种资产相对于其他资产的预期报酬率;(3)该种资产相对于其他资产的风险;(4)该种资产相对于其他资产的流动性。下面我们就从这几个方面来分别考察影响 c 的因素。

首先,从财富总额看,非银行公众财富总额的增长将会使流通中现金、支票



存款的数额都增大。但是由于这两种资产的财富弹性是不同的,它们之间的比率将发生变化。随着财富总额的扩大,以现金形式持有资产将显得越来越不方便,而以支票存款的方式进行交易将变得更有吸引力(试想,当人们要买一辆自行车的时候,用现金支付可能是很自然的,但是如果用现金去买一辆汽车,恐怕就不那么方便了)。因此流通中现金同支票存款的比率将随着财富的增加而下降,各国经济发展的实际经验,也证实了这一点。但是令人奇怪的是,我国情况却似乎不是这样。自改革开放以来,我国国民财富总额不断增大,而流通中现金同支票存款的比率(约为1:2)却没有明显的变化。其实认真想想也不奇怪,因为这是由我国特定的金融环境所决定的。在我国,由于个人信用制度不健全,个人支票存款根本没有得到普及,只有企事业单位才大量使用支票存款,因此,流通中现金同支票存款的比率未随财富总额的增加而下降也就不足为怪了。但是近些年来,与支票存款类似的信用卡业务飞速发展,这充分显示了人们对这种可直接用于支付的存款形式的强烈兴趣。

其次,从资产的相对预期报酬率看,持有现金的预期报酬率为零,而持有支票存款则不仅可以获得少量利息,还可以享受银行提供的某些服务,比如代付水费电费等。显然,支票存款利率提高,或银行对支票存款提供的服务增加,都会使现金与支票存款的比率下降。1980年,美国取消了对存款机构开设可转让提款单存款账户的限制,从而使各类存款机构都能够方便地向支票存款支付利息,其结果,现金与支票存款的比率在80年代初出现了明显的下降。

其他资产预期报酬率的变化也可能影响到现金同支票存款的比率。这是因为,当其他资产(如股票)的预期报酬率上升(或下降)时,人们对现金和支票存款的需求都将减少(或增加),但是对两者需求的减少(或增加)不大可能是同比例的。一般认为,支票存款对其他资产预期报酬率的变化可能较为敏感。也就是说,当其他资产预期报酬率上升时,支票存款减少的比例较大,因此,现金与支票存款的比率将上升;反之,则下降。但是,这一结论还缺乏有力的支持证据。

再次,从风险角度看,流通中现金是最安全的资产;支票存款则具有一定的风险,那就是银行的倒闭。当经济处于正常运转时,银行倒闭的风险比较小,人们可能感觉不到这种风险对自己的行为有什么影响;但是,当经济处于动荡时期时,这种风险则有可能严重地影响公众的行为。在30年代大危机期间的美国,大量银行的倒闭使得公众对银行的信心发生严重的动摇,纷纷将存款从银行中提取出来,从而使流通中现金与支票存款的比率急剧上升;许多银行面对这种情形,不得不大量增加超额准备金的持有量,从而使超额准备金率也迅速上升。这两个因素的共同作用使得货币乘数急剧下降。因此在大危机期间,虽然美国的基础货币增加了20%,但是美国的货币供给(M1)却下降了25%。这

对于本来就陷于深刻危机中的美国经济来说,不能不说是雪上加霜。有些货币主义的经济学家,如弗里德曼和施瓦茨,甚至直接将大危机归因于货币供给的萎缩。虽然这种观点有其片面之处,但是大危机确实使不少经济学家和实际工作者领悟到了非银行公众的行为对货币供给的深刻影响。因此,在大危机之后,各种旨在维护公众对银行业信心,防止剧烈存款波动的措施,如存款保险制度在许多发达国家都纷纷出台。

最后,从流动性角度看,现金和支票存款都可以充当交易媒介,因此它们都属于流动性最高的资产。但是在某些情况下,现金作为一种交易媒介仍有着支票存款所无法替代的好处:(1)人们认识和接受支票存款有一个过程。人们在对支票这种交易媒介尚缺乏足够的了解之前,可能更习惯于用现金来进行交易,这时,支票存款的流动性就不如现金。(2)当开立支票账户的银行规模较小,覆盖的地域范围有限时,支票的使用范围也可能受到限制。例如,你可能在家乡的某家地方银行开设了一个支票账户,并利用这个支票账户进行许多日常的交易;但是当你出门旅游的时候,最好还是多带上一点现金,因为其他地方的人可能会因为没有听说过那家银行而不愿意接受你开出的支票。(3)利用现金进行的交易不像通过支票存款进行的交易那样容易被警察或税务部门追查出来;因此在非法的地下经济活动中,现金被大量地使用。地下经济在各国都普遍存在,只是由于它处在“地下”,人们往往很难确切地估计出它的规模。美国的统计资料显示,每当税率上升,从而使得逃税的动机变得更加强烈时,流通中现金与支票存款的比率便有显著的上升。这也从一个侧面反映了地下经济对流通中现金与支票存款的比率的巨大影响。

对现金和支票存款流动性的考察告诉我们,当人们的金融经验日益丰富,从而支票存款在交易中使用日益普及时,现金与支票存款的比率将下降;当旅行等流动人口显著增加时,现金与支票存款的比率则可能上升;此外,地下经济的规模也对该比率有着重大的影响。

2. 非交易存款与支票存款的比率。

从财富总额看,一般说来,非交易存款同支票存款的比率会随着财富总额的增长而稳步上升。这是因为,当财富增长到一定程度,除了应付日常的交易之外还有一定的剩余时,非交易存款显然是一种比现金和支票存款更有吸引力的财富持有形式。换句话说,非交易存款的财富弹性大于现金和支票存款。

从预期报酬率看,该比率显然会随着非交易存款利率的上升而上升,随着支票存款利率的上升而下降。特别值得一提的是,由于非交易存款不像现金和支票存款那样,具有其他资产很难替代的交易媒介功能,所以其他资产预期报酬率的变化对非交易存款的影响要比对现金或支票存款的影响大得多。因此,

非交易存款同支票存款的比率会随着其他资产预期报酬率的上升而下降。在1966至1970年及1978至1981年间,美国定期存款同支票存款比率的增长速度曾出现过明显的下降,其主要原因就是当时其他资产(如国库券)的利息率已经超过了Q条例规定的定期存款利息率上限,使得许多存款者将定期存款从金融机构中提取出来,投到金融市场上去。1982年,当一种新的金融资产,即既可开支票又具有高利息收入的货币市场存款账户出现时,受冲击最大的仍然是定期存款,大量定期存款被转移到货币市场存款账户上,使得定期存款同支票存款的比率急剧下降。

10.4 基础货币的决定

10.4.1 影响基础货币的因素

上一节我们讨论了银行及公众的行为对货币乘数的影响,现在我们来查看决定货币供给的另一个要素,即基础货币是如何决定的。由于基础货币实际上是中央银行的货币负债,因此,通过中央银行的资产负债表来考察影响基础货币的因素是最为方便的。

在第9章中,我们曾给出过一张美国联邦储备系统的合并资产负债表。为了讨论的方便,我们在该表的基础上,结合其他国家的情形,给出一张简化的中央银行资产负债表(见表10.2),并在此基础上讨论影响基础货币的因素。

表 10.2 中央银行资产负债表

资 产	负 债
证券(A1)	发行在外的现金(L1)*
贴现贷款(A2)	银行存款(L2)
财政借款或透支(A3)	财政性存款(L3)
黄金、外汇和特别提款权(A4)	其他负债(L4)
在途资金(A5)**	中央银行资本(L5)
其他资产(A6)	合计
合计	

* 包括流通中的现金和银行等金融机构的库存现金。对于那些不负责硬币发行的中央银行而言,还应减去其中的硬币。这里我们假定所有现金均由中央银行发行。

** 在途资金由收款过程中的现金项目减待付现金项目而得,它代表中央银行在清算过程中产生的净债权。当然若该项目为负值,则代表中央银行在清算过程中有净债务。

根据定义,基础货币(B)等于非银行公众手中的现金,即流通中现金(C)加上银行准备金(R),而银行准备金又包括银行在中央银行的存款及银行库存现金两部分。因此基础货币实际上等于非银行公众和银行手中的现金加上银行在中央银行的存款,也就是等于表 10.2 中的 $L1$ 加上 $L2$,用公式表示,就是:

$$B = C + R = L1 + L2 \quad (10.4)$$

根据“资产 = 负债”的会计恒等式,我们有:

$$\begin{aligned} B &= L1 + L2 \\ &= (A1 + A2 + A3 + A4 + A5 + A6) - (L3 + L4 + L5) \end{aligned} \quad (10.5)$$

由(10.5)式可以容易地看出:

(1) 在除基础货币项目外的中央银行负债不变的条件下,任何中央银行资产的增加都会引起基础货币的增加。

(2) 在中央银行资产项目不变的条件下,除基础货币项目外的中央银行负债的减少也将引起基础货币的增加。

为直观起见,我们可以将影响基础货币的主要因素归纳在表 10.3 中:

表 10.3 影响基础货币的因素

影响因素的变动		对基础货币的影响
证券	↑	↑
贴现贷款	↑	↑
财政借款或透支	↑	↑
黄金、外汇及特别提款权	↑	↑
在途资金	↑	↑
其他资产	↑	↑
财政性存款	↑	↓
其他负债	↑	↓
中央银行资本	↑	↓

上述因素均为中央银行资产负债表上的项目,这表明中央银行可以通过调整自己的资产和负债来变动基础货币。但这并不等于中央银行可以对基础货币实行完全的控制,因为有时候中央银行资产负债表的变动也许是在别的因素影响下被动地作出的。下面我们就先来看一看中央银行主动调整其资产和负债的两种主要方式——公开市场业务和贴现贷款,然后再来看一看那些可能使中央银行被动地调整其资产和负债的因素。

10.4.2 中央银行控制基础货币的主要方式

中央银行控制基础货币的主要方式有两种,即公开市场业务和贴现贷款。前者在许多发达国家尤为重要,后者则在许多金融市场不发达的发展中国家起主导作用。

1. 公开市场业务。

公开市场业务一词在本书中曾多次出现,现在我们就来具体地考察中央银行在公开市场买进或卖出证券的影响。

先来看一看公开市场买入。假定中央银行决定通过公开市场买入来增加1000元的证券持有量,那么有以下几种可能:

(1) 证券出售者是一家银行。如果该银行将出售证券所得的中央银行支票存入中央银行,则中央银行和该银行的 T 形账户分别为:

中央银行		银行	
资 产	负 债	资 产	负 债
证券+1000	银行存款+1000	证券 -1000	
		在中央银行存款 +1000	

如果中央银行支付的是现金,则 T 形账户为:

中央银行		银行	
资 产	负 债	资 产	负 债
证券+1000	发行在外的现金+1000	证券 -1000	
		库存现金+1000	

(2) 证券出售者是一家非银行企业或个人,即非银行公众。如果中央银行付给证券出售者1000元支票,出售者将支票存入一家银行,该银行又将支票存入中央银行,则 T 形账户为:

中央银行		银行	
资 产	负 债	资 产	负 债
证券+1000	银行存款+1000	在中央银行存款+1000	存款+1000

非银行公众	
资 产	负 债
证券-1000	
存款+1000	



如果证券出售者收到支票后,拿到一家银行去兑现,银行付出现金,并将收到的支票存入中央银行,则 T 形账户为:

中央银行		银行	
资 产	负 债	资 产	负 债
证券+1000	银行存款+1000	库存现金 -1000 在中央银行存款+1000	
非银行公众			
资 产		负 债	
证券-1000 现金+1000			

上述几种情形中,基础货币的增加都为 1000 元。总之无论中央银行采取何种方式向银行或公众购入一定数额的证券,都会使基础货币增加相应的金额。

至于公开市场卖出的情形,读者可以照此类推。其结果是,无论中央银行采取何种方式向银行或公众卖出一定数额的证券,都会使基础货币减少相应的金额。

由于公开市场业务能够精确地使基础货币发生一定数量的增减,从而达到中央银行的预期目的,所以它成为发达国家中央银行控制基础货币的最重要的手段。

2. 贴现贷款。

中央银行贴现贷款的原意是指银行将它为客户办理贴现业务而收进的各种票据拿到中央银行去再贴现,以获得暂时的资金融通。但事实上,中央银行对银行的贴现贷款并不一定是以票据贴现的方式进行。

贴现贷款的增加将直接表现为获得贷款银行的准备金的增加。假定某银行从中央银行获得了 1000 元的贴现贷款,这 1000 元贷款就成为该银行可以动用的准备金。从而整个经济中的基础货币就增加了 1000 元。用 T 形账户表示就是:

中央银行		银行	
资 产	负 债	资 产	负 债
贴现贷款+1000	银行存款+1000	在中央银行存款+1000	贴现贷款+1000

显然,当该银行将这 1000 元贴现贷款归还中央银行时,这新增的 1000 元基础货币将随之消失。

中央银行主要通过调整贴现贷款的利率来影响银行的贷款需求,从而影响贴现贷款量。当然中央银行也可以像一般的银行那样,对银行的贷款进行审核,决定是否给予贷款,从而对贴现贷款量进行更进一步的控制。但总的来说,中央银行对贴现贷款量的控制远不如对公开市场业务量的控制那样精确。

在19世纪至20世纪30年代间,贴现贷款曾是中央银行影响货币供应的最主要的政策工具。目前它的位置已经为公开市场业务所取代,贴现贷款量在中央银行资产中所占的比例微不足道。但是在一些发展中国家,如中国,开展公开市场业务的条件还不成熟,贴现贷款(连同中央银行对整个银行体系的信贷规模控制)仍是中央银行控制基础货币的主要手段。

10.4.3 影响中央银行控制基础货币的主要因素

中央银行对基础货币的控制主要受下述因素的影响:

1. 银行的贴现贷款需求。

虽然中央银行可以通过调整贴现率来影响银行的贷款需求,并且进一步拥有是否发放贷款的决定权,但正如一切商品买卖取决于供求双方一样,贴现贷款量最终是由中央银行和银行共同决定的。

首先,在银行的贴现贷款需求萎缩时,中央银行尽管可以通过降低贴现率来刺激这种需求,但俗话说“牵马河边易,强马喝水难”,如果整个社会对经济前景感到悲观,不愿向银行借款以进行投资,银行的资金贷不出去,它又如何会去向中央银行申请贴现贷款呢?

其次,当银行面临资金困难,急需中央银行的资金援助时,作为“最后贷款人”的中央银行又很难坐视不救,因为单个银行的危机有可能会波及整个银行业,从而变得一发而不可收拾。

上述情况表明,中央银行对贴现贷款的数量缺乏足够的控制能力。这一点在中国的银行体制中表现得特别明显,事实上这是中国金融体制中最突出的问题之一。尽管中国人民银行每年都要制定全社会的信贷计划,其中也包括中央银行对各存款机构的贷款计划,但是在计划执行过程中,中央银行又不得不对各存款机构的贷款需求作出让步,从而导致基础货币的失控。

鉴于贴现贷款不是中央银行所能够完全控制的,我们就把它从银行准备金中单列出来,叫做“借入准备金”,而把除贴现贷款之外的银行准备金叫做“非借入准备金”,有时也称“自有准备金”。^①相应地,我们有“非借入基础货币”的概

^① 被扣除的贴现贷款不包括“季节性借款”和“延期借款”。



念,它等于非借入准备金加上流通中现金,也就是基础货币减去贴现贷款。

2. 政府预算赤字。

当政府的预算支出大于预算收入时,便产生预算赤字。政府要弥补其赤字,可以有三种选择:(1)增加税收;(2)发行债券,向公众融资;(3)发行货币。这几种方式对基础货币的影响是不一样的,我们可以通过一个例子来说明。

假定政府要修建一座大桥,预计要花费1亿元成本。但是其他政府预算支出已经正好用完所有的预算收入,所以该项支出就成为政府的预算赤字。而大桥的建设又势在必行,政府将如何筹措资金来弥补这一赤字呢?

首先政府可以设法说服公众为建设这座大桥交税。这不是一件容易的事,但它确实是政府享有的特权之一。假定一切进展顺利,政府获得了这1亿元的税款,并把它用于建桥支出,那么它将不会对基础货币产生任何影响。因为在公众交纳税款的时候,流通中的现金或公众在银行的存款,也就是基础货币将减少1亿元;但是当政府将这1亿元税款用于支付建桥的各项费用时,它们又回到了公众手中,当然并不是所有交税的公众手中,而是那些为建桥提供各种劳务和商品的公众手中。因此,基础货币既不增加,也不减少。

其次政府可以向公众发行债券。这也不会对基础货币产生直接的影响。因为在公众购买政府债券的时候,基础货币减少了1亿元;但是政府将这1亿元花费之后,基础货币又回到了原来的水平。但是应该注意的是,这种方式有可能对基础货币产生间接的影响。政府债券发行量的增加可能会导致利率的上升,因为这样才会使债券对公众更有吸引力,从而将增发的债券销售出去。如果利率的上升达到一定的程度,中央银行就不能坐视不管了,因为维护利率的稳定通常也是它的目标之一。中央银行要使过高的利率降下来,就必须在公开市场上买入证券,其结果将是基础货币的增加。所以政府以发行债券的方式弥补赤字对基础货币会有潜在的影响,至于这种影响究竟有多大,经济学家们仍有不同的意见。

第三种方式就是增发货币,也就是债务的货币化。可以用这种方式来筹集所需要的资金大概是国家垄断货币发行权对政府最主要的好处之一。利用这种方式来筹集建桥所需的1亿元开支,看起来是再理想不过了,政府既不必费心去强迫公众交税,也没有发行债券方式下的还本付息问题,而只需多印1亿元钞票就可以了。每个政治家都不想留下一个搜刮民脂民膏的恶名,也不愿让自己肩上的债务负担过于沉重,因此如果不受限制的话,他们都会倾向于选择增发货币的方式来筹集资金。但是鉴于货币发行过多的种种恶果,许多国家都对政府运用这种权力作出种种限制。根据限制程度的不同,增发货币的方式也各不相同。在有的国家,财政部可以直接向中央银行透支,也就是说,当财政部的支出超过了它在中央银行存款账户上的余额时,其差额自动转化为中央银行

对财政部的贷款,显然在这种方式下,债务货币化是最为方便的。在另外一些国家,财政部不能向中央银行透支,但是可以向中央银行申请贷款。还有一些国家,比如美国,这两种方式都受到严格的限制,^①因此政府通过增发货币来弥补赤字必须采取更为间接的方式,那就是财政部向公众发行政府债券,然后再由中央银行在公开市场上向公众买入这些政府债券,从而增加基础货币的投放。不难看出,上述几种增发货币的方式,其最终的效果都是基础货币的增加,所不同的仅在于政府利用这种权力的方便程度不同而已。

由于向中央银行透支或出售债券都会直接导致基础货币的扩张,所以《中国人民银行法》第28条和29条规定:“中国人民银行不得对政府财政透支,不得直接认购、包销国债和其他政府债券”,“中国人民银行不得向地方政府、各级政府部门提供贷款”。

3. 中央银行稳定汇率的目标。

中央银行的稳定汇率目标也可能与控制基础货币的目标相互冲突。假定在外汇市场上,本国货币的升值过于迅速,以致有可能影响到本国的出口,中央银行就可能被迫通过购买更多的外币来阻止这种趋势。中央银行在外汇市场上用本币去交换外币意味着对外币需求的增加,这样就可以有效地减轻本币对外币的升值压力,但是同时也意味着本币的投放和基础货币的增加,虽然这可能并不是中央银行所愿意看到的局面。同样的道理,当中央银行为阻止本币的贬值而抛出更多的外汇时,基础货币又会随之减少。

专栏 10.1

外汇储备与通货膨胀:中国 1994 年的经验

外汇市场上的供求状况有时会严重地影响到基础货币的投放,并进而影响到物价水平。我国 1994 年高达 21.7% 的通货膨胀率就与当年外汇储备的急剧上升有很大的关系。

1994 年初,我国外汇体制改革取得重要进展,实现了官方汇率和市场调剂汇率的并轨,并开始实行银行结售汇制外汇管理办法。由于人民币的大幅度贬值(人民币官方汇率由 1993 年末的 1 美元=5.8 元人民币下降到 1994 年 1 月 1 日的 1 美元=8.7 元人民币),我国 1994 年的出口增长高达 31.9%,贸易收支由 1993 年的逆差 122.2 亿美元一举转变为顺差 53.9 亿美元;外商直接投资由 1993 年的 275.2 亿美元上升至 337.7 亿美元,增幅达 22.7%;实际利用外资额 458 亿美元,居世界第二位。另一方面,由于我国 1993 年连续两次提高利率,1994 年继续实行货币紧缩政策,不少企业受信贷规模控制转而借外汇后兑换成人民币使用,一些外商也以各种形式进入国内进行套利活动,例如,某些外商通过其在华企业用外汇

^① 美国财政部确实拥有发行硬币的权力,但是它并不能为支付商品或劳务的价款而发行硬币,而只能被动地向公众发行硬币,以换回存款或联邦储备券。

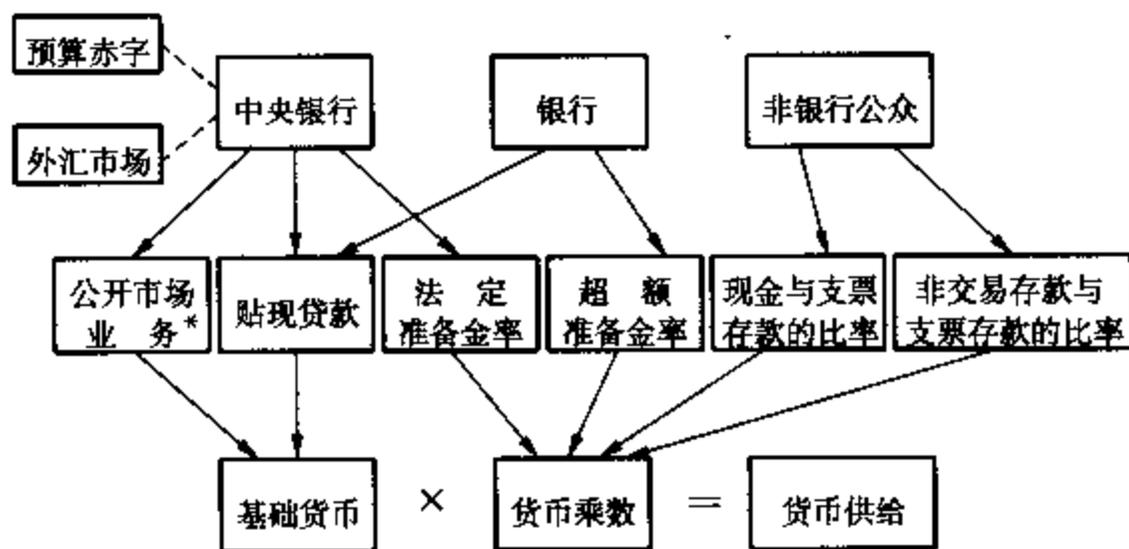
转换成人民币后高息拆借给资金短缺的国内企业。

上述因素使得中国人民银行的外汇储备由年初的 212.0 亿美元猛增到 516.2 亿美元, 增加 304.2 亿美元。按照 1994 年 1 美元=8.6 元人民币的平均汇率计算, 仅此一项就意味着中国人民银行要增加 2600 多亿元的基础货币投放。尽管中国人民银行对此采取了一些抵消性的措施, 例如加大力度收回对金融机构的贷款, 压缩其增长速度(中央银行对存款货币银行^①债权的同比增长率确实从 1994 年第 1 季度的 39.4% 急剧降低到了第 4 季度的 8.8%), 但是 1994 年的基础货币增长率仍达到 30% 左右。基础货币的高速增长带来了货币供给的相应增长。广义货币 M2 和狭义货币 M1 的增长率分别达到 34.5% 和 26.2%, 均远远高于计划水平。外汇占款的增加构成了当年基础货币投放的主要途径, 因此被不少经济学家认为是 1994 年高通货膨胀的主要原因。

资料来源:《中国人民银行统计季报》1996 年第 4 季度。

除了上面提到的三方面因素外, 还有一些因素也会影响到中央银行对基础货币的控制。例如因恶劣的气候影响中央银行的支票清算, 导致了在途资金的暂时增加, 由于在途资金实际上是中央银行对支票开户行的一种贷款, 所以它的增加将使基础货币暂时增加。又如当财政部动用它在中央银行的存款时, 也会引起基础货币的增加, 这是因为当财政部将它在中央银行存款账户上的资金提取出来, 用于支付它所购买的商品或劳务时, 这部分资金也就将转化为流通中的现金或银行存款。但是这些因素的影响往往是暂时的, 而且可以由中央银行通过公开市场业务进行抵消, 所以它们对中央银行控制基础货币的能力不会产生太大的影响。

至此, 我们已经对决定货币供给的两个要素, 即基础货币和货币乘数进行了较为详尽的讨论, 如果将这些讨论归纳起来, 并且抛开财政部直接发行货币及直接向中央银行借款或透支的情形, 则可以将影响货币供给的主要因素用图 10.2 表示:



* 这里的公开市场业务包括中央银行在外汇市场上的买卖活动。

图 10.2 货币供给过程

① 我国的存款货币银行包括各商业银行、信用合作社、财务公司和中国农业发展银行。

图 10.2 表明,货币供给主要是由中央银行、银行和非银行公众三者共同决定的,同时还受到预算赤字、外汇市场等方面的间接影响。因此要加强中央银行对货币供给的控制,必须加强中央银行对银行及非银行公众行为的预测和引导能力,同时尽可能避免预算赤字、外汇市场等因素对基础货币的间接影响。

本章小结

1. 在部分准备金和部分现金提取的条件下,可以产生多倍的存款创造。在不考虑超额准备金、支票存款向现金或其他存款转化的情况下,支票存款的多倍扩张将一直持续到所有新增的银行准备金都变成银行体系支票存款的法定准备金为止;存款创造总额对初始准备金增加额的比率,即存款乘数,是支票存款法定准备金率的倒数。考虑到上述因素后,存款乘数将有所减小。

2. 基础货币也就是银行准备金加上流通中现金。它是比银行准备金更容易为中央银行所控制的一个变量,因为它不受存款和现金之间相互转化的影响。货币供给和基础货币之间的倍数关系被称为货币乘数。

3. 货币乘数决定于支票存款及非交易存款的法定准备金率、银行的超额准备金率、流通中现金及非交易存款对支票存款的比率,并且同上述变量都成反向关系。由于这些变量分别取决于中央银行、银行及非银行公众的行为,所以货币乘数实际上是由上述主体共同决定的。

4. 银行持有的超额准备金量取决于持有超额准备金的成本和收益,其成本也就是因为没有将超额准备金用于贷放或购买证券等所放弃的收益,而收益则是因为持有超额准备金而避免的因准备金不足而可能造成的损失。

5. 公众对流通中现金、支票存款和非交易存款的选择是一种典型的资产选择。它取决于公众的财富总额,公众可选择的各种资产形式(包括上述资产及其他资产)的相对收益及风险。

6. 由于基础货币主要是中央银行的货币负债,因此通过中央银行的资产负债表来研究引起基础货币变动的各项因素是最为方便的。根据“资产=负债”的会计恒等式可以知道:在除基础货币项目之外的负债不变的条件下,任何中央银行资产项目的增减都会引起基础货币相应的增减;在中央银行资产不变的情况下,任何除基础货币之外的负债项目的增减都会引起基础货币的反向变动。



7. 银行对贴现贷款的需求、政府的预算赤字,以及中央银行稳定汇率的目标可能间接地影响中央银行对基础货币的控制。其中预算赤字对基础货币的影响主要取决于弥补赤字的方式。

8. 对货币供应过程的完整分析表明,它是由中央银行、银行及非银行公众的行为共同决定的,而中央银行的行为又会受外汇市场、预算赤字等因素的间接影响。

复习与思考

1. 假定 A 银行从中央银行获得了 10000 元的贴现贷款,且支票存款的法定准备金率为 10%,那么在简单存款创造条件下,银行体系最终将创造出多少存款?如果每家银行都希望持有 5% 的超额准备金,情形又将如何呢?如果银行每增加 1 元的支票存款,便会有 15 分转化为流通中现金,20 分转化为非交易存款,且非交易存款的法定准备金率为 3%,则银行体系最终将创造出多少支票存款,多少流通中现金,多少非交易存款?
2. 假定支票存款的法定准备金率为 10%,并且在整个银行体系没有任何超额准备金的情况下,有一家银行的客户提走了 1000 元的支票存款,试用 T 形账户写出前四家银行的存款收缩情况,并计算整个银行体系的存款收缩总额。如果第二家银行拥有 500 元的超额准备金,整个银行体系的存款收缩额又为多少呢?
3. 为什么基础货币比银行准备金更容易为中央银行所控制?
4. 什么是货币乘数?知道了货币乘数有什么用处?
5. 你如何从存款乘数推导出货币乘数?
6. 试推导 M2 的货币乘数。
7. 假定支票存款的法定准备金率为 10%,非交易存款的法定准备金率为 3%,银行超额准备金率为 2%,流通中现金与支票存款的比率为 30%,非交易存款与支票存款的比率为 300%,货币乘数为多少?试分别改变上述参数,看看货币乘数有何变化?
8. 为什么流通中现金及非交易存款与支票存款的比率都与货币乘数成反向变化?
9. 银行的超额准备金持有量取决于哪些因素?
10. 下述变量如何影响货币乘数?
 - (1) 银行恐慌
 - (2) 市场利息率
 - (3) 定期存款利率上限



- (4) 银行对支票存款提供的服务
 - (5) 定期存款的法定准备金率
 - (6) 流动人口比例
 - (7) 银行的负债管理能力
 - (8) 接受支票付款的商店数目
11. 下述情况对基础货币有何影响?
- (1) 暴风雪阻碍了交通和通讯,使中央银行的支票清算受到延误,在途资金增加;
 - (2) 公开市场卖出;
 - (3) 政府利用向公众发行债券的方式弥补赤字;
 - (4) 中央银行提高贴现率;
 - (5) 政府向中央银行透支;
 - (6) 中央银行为阻止本币的升值而购人大量外汇;
 - (7) 公众到银行提取现金;
 - (8) 中央银行向一家国内计算机企业购人 1000 台计算机;
 - (9) 公众向国家纳税;
 - (10) 财政部利用它在中央银行的存款收购粮食。
12. 中央银行、银行及非银行公众的行为是如何决定货币乘数的?
13. 假定基础货币增加了 20%,货币乘数却下降了 30%,货币供给有何变化?这种情况会不会发生?试举一例。
14. 中央银行向银行或是向公众购买 1000 元证券,对基础货币的影响是否有所不同?
15. 不同的预算赤字弥补方案,对基础货币的影响有何不同?
16. 为什么中央银行对基础货币缺乏完全的控制能力?
17. 试对中央银行控制货币供应的能力作一个整体的概述。

参考文献

- Hutchinson, Harry D. , 1992, *Money, Banking, and the U. S. Economy*, 7th edition, Prentice Hall.
- Johnson, Ivan C. and William W. Roberts, 1988, *Money and Banking: A Market-Oriented Approach*, 3rd edition, The Dryden Press.
- Mayer, Thomas, James S. Duesenberry and Robert Z. Aliber, 1993, *Money, Banking, and the Economy*, 5th edition, W. W. Norton & Company.
- Mishkin, Frederic S. , 1995, *The Economics of Money, Banking, and Finan-*

cial Markets, 4th edition, Harper Collins Publishers.

Ritter, Lawrence S. and William L. Silber, 1991, *Principles of Money, Banking, and Financial Markets*, 7th edition. Basic Books, Inc..

盛松成:《现代货币供给理论与实践》,中国金融出版社 1993 年版。



第 11 章

货币需求

经济学家在研究许多问题时,都使用供求分析的方法,在对待货币的问题上也不例外。因此在我们讨论完货币供给的决定之后,就有必要来看一看货币的需求是如何决定的。事实上,经济学家关注货币需求问题要比关注货币供给问题早得多,有关的理论也详尽得多。

要了解货币需求的决定,就首先要对货币需求的含义有一个清晰的了解。从历史上看,经济学家曾经从两个不同的角度来探讨货币需求。一种是从社会的角度出发,仅仅把货币视为交易的媒介,从而探讨为完成一定的交易量,需要有多少的货币来支撑。马克思的货币必要量公式和费雪的交易方程式都属于这种类型。另一种则是从微观的个人出发,把货币视为一种资产。也就是说,它和股票、债券,以及各种实物资产一样,是人们持有财富的一种形式,不同之处仅仅在于,它还具有交易媒介的职能。从这一角度出发,货币需求不是被理解为经济中为完成一定的交易量所需要的货币量,而是被理解为人们愿意以货币这种形式持有的财富量。自从剑桥学派提出现金余额说以来,经济学家们主要是从后一角度来讨论货币需求。

应该注意的是,经济学家所讨论的需求,从来都是有一定的前提条件的。例如当经济学家谈到消费者的商品需求时,是指消费者在既定的收入条件下愿意购买的商品量,如果没有这一约束,消费者对商品的需求就可能是无止境的,因而也就无从讨论了。货币需求也是一样的,它不是简单地表示人们想持有多少货币,如果是这样的话,也许每个人都会希望自己手中的货币多多益善,货币需求这个概念也就没有任何意义了。它真正的含义是指,当某人拥有一定量的财富总额时,他可以选择以多种形式来持有该笔财富。而他愿意以货币这种资产形式来持有的那部分财富就构成他对货币的需求。所以货币需求实际上是一种资产选择,或者说财富分配行为,它受到人们的财富总额、各种资产的相对收益及风险的影响。

鉴于有关货币需求的理论非常之庞杂,我们只能作一个大概的了解。我们



将从费雪的交易方程式开始,对各种主要的货币需求理论作一个简要的介绍,并在本章的最后一节,介绍一些有关货币需求的经验研究,以期对各种莫衷一是的理论作出检验和评价。本章的内容安排如下:传统货币数量论;凯恩斯的流动性偏好论;凯恩斯货币需求理论的发展;现代货币数量论;关于货币需求的经验研究。

11.1 传统货币数量论

货币数量论是一种古老的经济理论。早期的货币数量论并不把货币需求作为直接的研究对象,而是研究名义国民收入及物价是如何决定的。但是由于它建立了名义国民收入同货币量之间的关系,从而从一个侧面说明了在一定名义国民收入条件下需要的货币量,因而也被看成是一种货币需求理论。随着货币数量论的发展,它作为货币需求理论的特征越来越明显。剑桥学派的现金余额说已经是一种完全意义上的货币需求理论,而弗里德曼的现代货币数量论更是被直接当作一种货币需求理论来阐述的。

关于现代货币数量论的内容将在第4节中加以讨论,这里将着重介绍传统货币数量论的两个不同版本——费雪的现金交易数量说和剑桥学派的现金余额数量说。

11.1.1 现金交易数量说

美国经济学家欧文·费雪(Irving Fisher)在他1911年出版的《货币的购买力》一书中,对古典的货币数量论进行了最好的概括。在这本书中,他提出了著名的“交易方程式”,即:

$$MV_T = PT \quad (11.1)$$

式中 M 代表在一定时期内流通中货币的平均量; V_T 代表货币的平均流通速度,也就是在一定时期内货币被从交易的一方支付给另一方的次数; P 是适当选定的一个价格平均数,它代表所有交易商品或劳务的平均价格, T 则是一个适当选定的数量指标,它代表了该时期内商品或劳务的总交易量,因此, PT 代表的是该时期内商品或劳务交易的总价值。

显然,这是一个恒等式,它仅仅描述了这样一个简单的事实:在交易中发生的货币支付总额(等于货币存量乘上它的流通速度,即 MV)等于被交易商品或



劳务的总价值(即 PT)。假定在某一年份中,平均货币余额为 1000 亿元,而平均每元钱又被花费了 8 次,那么在这一年中发生的货币支付总额就是 8000 亿元。显然,这 8000 亿元也就是这一年内利用货币进行交易的商品和劳务的总价值。反过来,如果某一年的交易总价值达 8000 亿元,并且都利用货币进行,而平均的货币余额又只有 1000 亿元,那一定意味着每一元货币平均周转了 8 次。

由于所有商品或劳务的总交易量资料不容易获得,而且人们关注的重点往往也在于国民收入,而不在于总交易量,所以交易方程式通常被写成下面的形式(数量方程的国民收入形式):

$$MV = PY \quad (11.2)$$

式中的 Y 代表以不变价格表示的一年中生产的最终产品和劳务的总价值,也就是实际国民收入; P 代表一般物价水平(用价格指数表示),因此 PY 即为名义国民收入; V 则代表一年中每一元钱用来购买最终产品或劳务的平均次数,它被称为货币的收入流通速度。相应地,(11.1)式中的 V_T 被称为货币的交易流通速度。我们下文的讨论,主要围绕(11.2)式展开。

显然,(11.2)式和(11.1)式一样,都是一个恒等式。事实上,它和国民收入账户一样,是宏观经济学中最基本的恒等式之一。既然是恒等式,那就是在任何条件下都成立的,因而也是任何经济学家都必须承认的。那么它们又是如何描述了货币数量论的观点呢?这主要是由于费雪等坚持货币数量论的经济学家对式中的某些变量作出了特殊的假定,从而得出了货币数量论的观点。

首先,费雪认为,货币流通速度(V_T 或 V)是由制度因素决定的,具体地说,它取决于人们的支付习惯、信用的发达程度、运输与通讯条件及其他与流通中的货币量无关的社会因素。由于这些因素是随时间的推移而缓慢变化的,所以在短期内可以将货币的流通速度视为一个常数。

将货币流通速度视为相对固定的常数具有重要的理论意义。因为如果货币流通速度变动不居的话,货币和交易总价值及名义国民收入就不会有稳定的关系,交易方程式也就变成一个毫无意义的恒等式(事实上,不少凯恩斯学派的经济学家正是这样认为的)。但是只要货币流通速度是固定的,就意味着名义国民收入完全取决于货币供应量,而这正是货币数量论的主要观点之一。

其次,和许多其他的古典经济学家一样,费雪也认为通过工资和物价的灵活变动,经济会保持在充分就业的水平上,因而实际国民收入 Y 在短期内也将保持不变。由于 V 和 Y 都保持不变,所以货币供应量 M 的变化就将完全体现在价格 P 的变化上。例如当 M 增加 1 倍时, P 也将上涨 1 倍。这样我们又得

出了传统货币数量论的又一个重要观点：货币供应量的变化将引起一般物价水平的同比例变化。

从交易方程式中不难得出货币需求的表达式。以(11.2)式为例，只要等式的两边同除以 V ，就可得：

$$M = \frac{1}{V} \cdot PY$$

在货币市场均衡的情况下^①，货币存量(M)就等于人们所愿意持有的货币量，即货币需求(M^d)。因此，我们有：

$$M^d = \frac{1}{V} \cdot PY \quad (11.3)$$

(11.3)式就是由传统货币数量论导出的货币需求函数。从中可以看出，货币需求取决于货币流通速度和名义国民收入。^②而根据货币数量论的观点，货币流通速度是一个相对固定的量，所以货币需求就取决于名义国民收入。

240 现在的问题是，货币流通速度真的是一个常数吗？有关这一问题的经验证据，我们将在第5节中加以介绍，在此我们首先从理论上探讨一下这个问题。从(11.3)式可以看出，要使 V 成为一个常数， M^d 必须和 PY 成固定比例。如果货币仅仅是一种交易的媒介，人们持有货币仅仅是为了用它来进行交易，这种假定还有可能成立。因为我们可以设想，随着一个人名义收入的增加，他为了交易而持有的货币余额可能成比例地增加。但货币同时还是一种财富持有形式，这就意味着人们可能出于多种原因而想要持有货币，同时人们这种持有货币的愿望还会受到多种因素的影响（正如我们在后文中将要看到的那样，利率就是所有这些因素中非常重要的一个）。因此，当某些因素发生变化而名义收入并没有变化时，人们仍可能在货币和其他财富持有形式之间进行调整。这样货币需求就不可能是名义收入的一个固定比例，从而货币流通速度也不可能是一个常数。事实上，凯恩斯正是从这一点出发，对传统货币数量论进行猛烈抨击的。因此，将货币流通速度视为一个常数，并据此来预测货币需求是不科学的。

尽管如此，(11.3)式还是有一定的理论和实践意义。在货币流通速度变化比较平稳的时期，中央银行也常常利用它来预测货币需求。^③但是这样做要冒

① 一般认为，金融资产的调整是较为迅速的，因此货币市场上的失衡会很快地消失。

② 从(11.3)式还可得 $\frac{M^d}{P} = \frac{1}{V}Y$ ，即实际货币需求取决于货币流通速度和实际国民收入。

③ 例如，中国在计划经济条件下曾长期奉行所谓1:8的经验公式，也就是说，对应于8元钱的消费品交易，需要有1元钱的现金发行。



很大的风险,因为即便对货币流通速度预测误差只有1%,用它去除名义国民收入预测值之后所得的货币需求预测值误差仍是相当惊人的。

11.1.2 现金余额数量论

传统货币数量论的另一个版本——现金余额数量论是由剑桥的经济学家马歇尔、皮古等人发展起来的。它虽然得出了和现金交易说完全相同的结论,但是分析的出发点却完全不同。它首先将货币视为一种资产,然后探讨哪些因素决定了人们对这种资产的需求,并最终得出货币量和价格水平同比例变动的货币数量论观点。虽然现金余额说的最终结论是错误的,但是它作为一种货币需求理论却影响至深,开创了从个人的资产选择角度来探讨货币需求的分析方法,使得后来的经济学家在谈到货币需求时,不再是讨论流通中所需要的货币量是多少,而是讨论人们希望持有的货币额是多少,也就是在人们的财产总额中希望以货币这种资产形式持有的部分是多少。

在剑桥经济学家看来,影响人们希望持有的货币额的因素主要有以下几个方面。首先是个人财富总额。正如我们曾经指出的那样,货币需求仅仅是指人们希望以货币这种形式持有其财富的愿望,而不是指一个人漫无边际地想要多少货币;一个身无分文的人可能梦想着腰缠万贯,但这种梦想并不构成经济学家所讨论的货币需求。因此,货币需求首先受个人财富总额的限制。其次是持有货币的机会成本,也就是货币以外的各种资产的收益。持有货币虽然能够给人带来不少方便,但是却不能产生收入,所以人们必须在持有货币的好处和持有其他金融资产或实物的好处(如利息收入或消费满足等)之间进行权衡。最后,货币持有者对未来收入、支出和物价等的预期,也会影响他意愿的货币持有额。例如当一个人预期未来的物价将上升时,为避免因货币贬值带来的损失,他将增加消费支出,从而减少货币持有额。

上述分析表明,剑桥学派的经济学家已经考虑到了影响货币需求的多种因素。但遗憾的是,他们在作出结论的时候,把其他因素都忽略了,而只是简单地断定人们的货币需求同财富的名义值成比例,财富又同国民收入成比例,所以货币需求就同名义国民收入成比例。即:

$$M^d = k \cdot PY \quad (11.4)$$

式中的 k 即为比例系数。^①它代表了人们愿意以货币这种形式持有的名义国民

^① 相应地,我们也可以根据(11.4)式得 $\frac{M^d}{P} = kY$ 。



收入的比例。

剑桥学派还假定,货币供给 M 和货币需求 M^d 会自动趋于均衡,于是便有:

$$M = k \cdot PY$$

这便是著名的剑桥方程式。如果把 k 看成一个常数,该方程式和费雪的交易方程式就只有符号的不同,只需令 $k = 1/V$, 它们便完全一样了。从中也可以得出名义国民收入决定于货币供应量,乃至物价水平与货币供应量成比例的货币数量论观点(后一个论点只需进一步假定实际国民收入固定在充分就业水平上即可得出,而这一假定在古典经济学家看来,是不言自明的)。事实上,剑桥学派的经济学家正是这样推导出了传统货币数量论的另一个版本的。

从上面叙述可以发现,剑桥学派是从货币需求函数出发推导出货币数量论,而不像现金交易说那样从货币数量论出发推导出货币需求函数。这种逻辑顺序的不同却使现金余额说蕴含着较多的合理成分,因为它的出发点是正确的。从(11.4)式的导出可以发现,其中的系数 k 是由人们的选择行为决定的,它受到多种因素(如利率、预期通货膨胀率等)的影响,因而可能上下波动。剑桥学派仅仅是因为贪图方便,或者是急于得出货币数量论的观点,而放弃了对它的进一步研究,简单地将它视为一个常数。但是剑桥学派开创的这一研究角度,却为后来的经济学家研究货币需求,以及货币和国民收入的关系,奠定了宝贵的基础。凯恩斯的流动性偏好论正是在现金余额说的基础上发展起来的。

11.2 凯恩斯的流动性偏好论

凯恩斯继承了剑桥学派的分析方法,从资产选择的角度来考察货币需求。所不同的是,凯恩斯没有像他的前辈们那样,在概略地陈述了影响货币需求的各种因素之后,又草率地断定只有名义国民收入才是影响货币需求的主要因素,而是对人们持有货币的各种动机进行了详尽的分析,并进而得出了实际货币需求不仅受实际收入的影响,而且也受利率影响的结论。这一结论隐含着另一个重要的含义,那就是,货币流通速度也是受利率影响的,因而是多变的。

凯恩斯将人们持有货币的动机,称为流动性偏好,所以凯恩斯的货币需求理论也被称为流动性偏好论。

11.2.1 持有货币的三种动机

凯恩斯将人们持有货币的动机分为三类,即:(1)交易动机;(2)预防动机;



(3)投机动机。相应地,货币需求也被分为三部分:(1)交易性需求;(2)预防性需求;(3)投机性需求。

1. 交易性需求。

货币的交易性需求是指企业或个人为了应付日常的交易而愿意持有一部分货币。这是由于货币的交易媒介职能而导致的一种需求。由于收入的获得和支出的发生之间总会有一定的间隔,在这段间隔内,企业或个人固然可以把收入转换成货币以外的资产形式加以保存,但是为支付时的方便起见,仍必须持有一定量的货币。例如当你在月初领到工资之后,不会把它都变成储蓄或定期存款,而总会留出一部分工资以货币(现金或支票存款)的形式保存着,以备日常的开销。这部分货币需求就构成货币的交易性需求。凯恩斯认为,虽然货币的交易性需求也受其他一些次要因素的影响,但它主要还是取决于收入的大小。

2. 预防性需求。

货币的预防性需求是指企业或个人为了应付突然发生的意外支出,或者捕捉一些突然出现的有利时机而愿意持有一部分货币。正如凯恩斯所一贯坚持的那样,未来是充满不确定性的,人们不可能把一切支出都计算好,并据此来决定持有多少货币,而总要在日常的支出计划之外,留出一部分机动的货币,来应付诸如生病、原材料涨价之类的突发事件,或者捕捉一些意料之外的购买机会(如商品降价等)。这部分货币需求就构成货币的预防性需求。根据凯恩斯的观点,货币的预防性需求也是同收入成正比的。这一点也不难理解,一个靠工资只能勉强糊口的小职员,又怎么可能为预防起见而在手头持有大量的货币呢?

3. 投机性需求。

凯恩斯关于货币的交易性需求的分析和古典经济学家们没有什么不同;他关于货币的预防性需求的分析虽然强调了不确定性在货币需求中的作用,但是由于它和交易性需求一样,也主要取决于收入的大小,所以上述区分并未对传统的货币需求理论构成实质性的冲击。凯恩斯货币需求理论的真正创新之处在于他引入了对货币的投机性需求的分析,从而强调了利率在货币需求中的影响。这一点对于他的整个宏观经济理论体系也是至关重要的。

所谓货币的投机性需求是指人们为了在未来某一适当的时机进行投机活动而愿意持有一部分货币。决定这部分货币需求的因素是什么呢?为分析方便起见,凯恩斯假定人们可以以两种形式来持有其财富:货币或生息资产,后者可以用长期政府债券来作代表。因此,影响财富在这二者之间进行分配的因素也就是影响货币投机性需求的因素。



那么究竟有哪些因素会影响人们在货币和生息资产之间的选择呢？凯恩斯认为，这主要取决于这两种资产分别能给人带来多少预期报酬。他假定，货币的预期报酬率为零。在凯恩斯生活的时代，支票存款是不支付利息的，所以他作出这个假定是很自然的。但实际上我们的目的仅仅是比较两种资产的相对报酬率，货币的预期报酬率是不是真的为零并不重要。和货币不同的是，债券等生息资产却可能有两种报酬：利息和资本利得。

利息收入显然取决于利率的高低。资本利得则是指债券的卖出价和买入价之间的差额，它也是和利率相关的。我们知道，债券的价格是和利率成反向变化的。利率越高，债券的价格就越低，反之亦然。因此如果你现在买入一张债券，三个月后利率下降了，你的债券就能升值，你也就可以获得一笔资本利得；反之，如果三个月后利率上升，你就必须蒙受资本损失（也就是负的资本利得）。可见，预期资本利得的大小（包括正负）取决于预期的利率波动。那么人们又是如何预测未来利率波动的呢？凯恩斯假定，每个人心目中都会有一个利率的“安全水准”。当利率低于这个安全水准时，人们就会预期它将上升；反之，当利率高于这个安全水准时，人们就预期它将下降。因此，预期资本利得就取决于当前利率与安全利率的偏离程度。

由此我们就至少有两个理由相信，货币的投机性需求与利率成反向变化。首先，当利率较高时，持有生息资产的利息收入较大；其次，当利率较高时，它高于安全利率，从而在未来时期内下降的可能性也较大，所以持有生息资产获得资本利得的可能性也较大。这两方面因素加起来，就使利率越高，生息资产越有吸引力，货币的投机性需求越小。反之，当利率水平很低时，从生息资产上获得的利息收入还不足以补偿可能的资本损失，所以人们就宁愿持有货币。在极端情况下，当利率水平低到所有人都认为它肯定将上升时，货币的投机性需求就可能变得无限大，任何新增的货币供给都会被人们所持有，而不会增加对债券的需求，结果使利率进一步下降。这就是后人所谓的“流动性陷阱”。对于这种情形是否真的存在，经济学家们有着广泛的争论。

应该注意的是，由于预期资本利得是取决于当前利率与安全利率之间的偏差，而不是当前利率水平，所以当安全利率，也就是人们对利率的安全水准为多少的看法发生变化时，货币的投机性需求，从而整个货币需求与利率的对应关系就要发生变化，也就是货币需求曲线将发生位移。

11.2.2 凯恩斯的货币需求函数

将上面的讨论归纳起来，就可以得到凯恩斯的货币需求函数。应该注意的



是,凯恩斯讨论的货币需求是实际的货币需求,而不是名义的货币需求。他认为,人们在决定持有多少货币时,是根据这些货币能够购买到多少商品来决定的,而不是仅仅看货币的面值是多少。实际货币需求可由名义货币需求除以价格水平,也就是 M^d/P 来表示。

凯恩斯把与实际收入成正向关系的交易性需求和预防性需求归在一起,称为 L_1 ,它随实际收入的增加而增加,即

$$L_1 = L_1(Y), \frac{dL_1}{dY} > 0$$

把受利率影响的投机性需求称作 L_2 ,它随利率的上升而减少,即

$$L_2 = L_2(i), \frac{dL_2}{di} < 0$$

把这两项合起来,就得到以下的货币需求函数:

$$\frac{M^d}{P} = L_1(Y) + L_2(i) \quad (11.5)$$

显然,由(11.5)式描述的货币需求同实际收入成正向关系,与利率成反向关系。^①

把利率作为影响货币需求的重要因素考虑进来是凯恩斯的一大创举。在此之前的货币需求理论,要么根本否认利率对货币需求的影响(如现金交易说),要么也只是隐约地提到利率发生作用的可能(如现金余额说)。凯恩斯则将货币需求对利率的敏感性作为其宏观经济理论的重要支点,并以此来攻击传统的货币数量论。

由货币需求对利率的敏感性可以得出下面一系列与货币数量论格格不入的结论:

首先,货币需求是不稳定的。由于市场利率往往有较大的波动,受其影响,人们对货币这种资产的需求也会有较大的波动。而且,由于人们对于安全利率的看法也会发生变化,所以货币需求函数本身也是不稳定的,它会随人们对安全利率看法的变化而发生位移。这样,货币需求与利率和实际收入之间就缺乏稳定的关系。因此,货币需求不仅是波动的,而且是难以预测的。

其次,在货币需求波动较大的情况下,货币流通速度也必然有较大的波动。

^① 由于持有货币的机会成本,即利息收入和资本利得,都是和名义利率相关的,所以这里的利率是指名义利率(在书中,除非特别说明,利率一般指的是名义利率,当然,在不考虑价格水平变化的情况下,名义利率也就等同于实际利率)。但是,这并不意味着预期通货膨胀率(它影响实际利率)对货币需求是没有影响的,实际上,预期通货膨胀率可能会影响到人们对“安全利率”的判断,从而引起货币需求曲线的位移。



这一点不难由交易方程式看出来。在货币市场均衡(即货币需求 M^d 等于货币供给 M^s)的情况下,恒等式:

$$MV = PY$$

即可写成:

$$M^d V = PY$$

从中可得:

$$V = \frac{PY}{M^d} = \frac{Y}{L_1(Y) + L_2(i)} \quad (11.6)$$

也就是说,货币流通速度是和实际货币需求成反向关系的。这样,当实际货币需求随利率的涨落而发生波动时,货币流通速度也就随之波动。

在凯恩斯看来,传统货币数量论将货币流通速度视为常数,其错误就在于忽略了货币投机性需求 $L_2(i)$ 的存在。只有当 $L_2(i)$ 等于零,即:

$$V = \frac{Y}{L_1(Y)}$$

时,货币流通速度才可被视为一个主要由制度因素决定的在短期内变化很小的量。

最后,在货币流通速度波动很大的情况下,货币量 M 与名义收入 PY 之间就不具有稳定的关系,因而名义收入完全由货币量决定的货币数量论观点就不能成立。例如当货币供给增加时,利率将下降(参见第 12 章利率理论),从而实际货币需求上升,由(11.6)式可以看出货币流通速度将因此下降。这样,货币供应量的增加就可能完全为货币流通速度的减小而抵消,从而对名义收入没有任何影响。更进一步讲,在货币流通速度不稳定的情况下,交易方程式虽然是一个随时都成立的恒等式,但其本身并不能说明任何问题。这也是凯恩斯抛弃交易方程式这一分析工具的重要原因。

上述分析表明,货币需求对利率是否敏感是一个重大的理论问题,因此无怪乎后来的凯恩斯主义者和货币主义者在这一问题上展开了长期的争论。

11.3 凯恩斯货币需求理论的发展

50 年代之后,一批受凯恩斯影响的经济学家对他所提出的三种不同动机的货币需求进行了更为深入细致的研究,修正了凯恩斯理论中某些与现实明显不符的结论,从而进一步丰富和发展了凯恩斯的货币需求理论。这些新出现的理论模型有一个共同的特点,那就是都突出地强调了利率对货币需求的影响。



11.3.1 交易性需求

在凯恩斯的流动性偏好理论中,货币的交易性需求被假定为主要是收入的函数,而与利率无关。早在40年代末,凯恩斯的一个重要追随者汉森(A. H. Hansen)就对此提出了质疑。进入50年代后,经济学家威廉·鲍莫尔(William J. Baumol)和詹姆斯·托宾(James Tobin)分别发展了相似的理论模型,证明交易性需求同样是受到利率影响的。他们的模型被合称为鲍莫尔—托宾模型。下面就对该模型作一个简单的介绍。

假定一个消费者(或企业)每隔一段时间就获得一定量的收入(Y),并且在这段时间内均匀地将它都花费出去。显然该消费者可以在期初获得这笔收入之后,全部以货币的形式持有,然后均匀地将它用于消费,直到期末全部花费完为止。这样他平均的货币持有额就为 $\frac{Y}{2}$ (期初和期末的平均值)。由于持有货币是没有利息收入的,因此如果债券的利率为 i 的话,该消费者损失掉的利息总收入就为 $\frac{Y}{2} \cdot i$ 。

为了获得利息收入,消费者可能将收入中暂时不用的部分去用于购买债券等生息资产。在极端情况下,他甚至可以在期初将全部的收入都变成债券,然后在每笔支出发生时卖出一部分债券,这样他就能最大限度地获得利息收入。但是这样做也不是毫无成本的,因为消费者必须为债券的出售耗费时间和精力,并且要支付一定的手续费。所有这些构成了债券的交易费用。假定每次出售债券的交易费用为 b ,那么当交易次数达到一定程度时,消费者的交易费用就可能超过利息收入。

因此,消费者必须在利息收入和交易成本之间进行权衡。他持有的货币余额越少,损失的利息收入就越小,但是需要出售债券的次数就越多,从而交易成本就越大。一个理性的决策者将会选择一个最优的货币持有量,使得利息损失和交易成本之和最小。下面我们就来推导一下这个最优的交易性需求货币持有量 L_{11}^* 。

假定消费者在期初全部以债券的形式持有其收入 Y ,然后定期出售 K 数量的债券以获得交易所需的货币。这样债券出售的次数就为 $\frac{Y}{K}$,交易成本则为 $b \cdot \frac{Y}{K}$;同时其平均货币持有额就为 $\frac{K}{2}$,损失的利息收入就为 $i \cdot \frac{K}{2}$ 。也就是说,消费者这样做时,其总成本 C 为:



$$C = b \cdot \frac{Y}{K} + i \cdot \frac{K}{2}$$

消费者将通过选择 K 来使上式最小化。为此我们求上式关于 K 的一阶导数，并令其等于零：

$$\frac{\partial C}{\partial K} = -b \cdot \frac{Y}{K^2} + \frac{i}{2} = 0$$

从中得：

$$K^* = \sqrt{\frac{2bY}{i}}$$

K^* 即为使总成本 C 最小的每次债券出售额。^① 相应地，最优的交易性需求货币平均持有额 L_{11}^* 即为：

$$L_{11}^* = \frac{K^*}{2} = \frac{1}{2} \sqrt{\frac{2bY}{i}}$$

上式就是著名的“平方根公式”。它表明货币的交易性需求随收入 Y 和债券的交易费用 b 成正向变化，同时随利率 i 成反向变化。进一步地，该式还得出了定量的结果，那就是交易性需求的收入弹性和利率弹性分别为 0.5 和 -0.5。

虽然鲍莫尔—托宾模型的定量结果引起了许多经济学家的质疑，但是其关于交易性需求也受利率影响的论证却得到了广泛的接受。

11.3.2 预防性需求

根据和鲍莫尔—托宾模型大致相同的思路，我们不难得出预防性需求也和利率成反向变化的结论。这方面的模型化工作是由惠伦 (Edward L. Whalen) 等经济学家完成的。惠伦模型的基本思想可以表述如下：

和银行持有超额准备金相似，人们持有预防性货币余额是为了避免因流动性资金不足而造成的损失。在流动性资金不足，也就是货币的净支出大于预防性货币余额的情况下，个人或企业要么必须设法获得贷款，要么必须变卖手中的非流动性资产。如果这两种渠道都不能获得足够的资金，那么企业就可能陷入破产的境地。为方便起见，我们可以假定出现流动性不足的损失为 b 。剩下的问题是，我们如何来估计出现流动性不足的概率呢？按照惠伦的方法，假定未来某一时间内的净支出 X (支出减去收入) 遵从某一随机分布，且均值为 0 (即

^① 由于 $\frac{\partial^2 C}{\partial K^2} = \frac{2bY}{K^3} > 0$ ，所以使 C 最小化的二阶条件也得到满足。



平均说来收入等于支出), 方差为 S^2 , 企业或个人持有的预防性货币余额为 L_{12} , 那么根据切比雪夫不等式^①, 就可知净支出与均值之间的偏差大于预防性货币余额的概率 P 满足:

$$P\{|X - 0| \geq L_{12}\} \leq \frac{S^2}{L_{12}^2}$$

为稳健起见, 可以将出现流动性不足的概率(即 $P\{X > L_{12}\}$) 估计为 $\frac{S^2}{L_{12}^2}$ 。这

样, 企业或个人因流动性不足而造成的损失预期值就为 $\frac{S^2}{L_{12}^2} \cdot b$ 。从中不难看出, 预防性货币余额越大, 出现流动性不足的概率就越小, 从而损失的预期值也越小。但是另一方面, 持有预防性余额的利息损失则是和预防性余额成正比的, 它等于 $i \cdot L_{12}$ 。一个理性的决策者将会选择使下式最小化的预防性货币余额持有量:

$$C = i \cdot L_{12} + \frac{S^2}{L_{12}^2} b$$

其一阶条件为:

$$\frac{\partial C}{\partial L_{12}} = i - \frac{2S^2}{L_{12}^3} \cdot b = 0$$

从中得最优预防性余额持有量为:^②

$$L_{12}^* = \sqrt[3]{\frac{2S^2 b}{i}} \quad (11.7)$$

(11.7)式便是惠伦模型的结果。它表明最优预防性货币需求是和净支出的方差以及出现流动性不足时的损失大小成正向变化关系的, 同时与利率成反向变化关系。在上述结果中, 收入对预防性货币需求的影响是通过净支出的方差间接表现出来的。

由于货币的交易性需求和预防性需求都是同利率相关的, 同时货币的投机性需求也不可避免地要受到收入的影响, 因此(11.5)式的凯恩斯货币需求函数被改写为:

$$\frac{M^d}{P} = L(Y, i) \quad (11.8)$$

① 切比雪夫不等式是一个概率论定理, 它的含义是: 如果随机变量 X 的均值为 $E(X)$, 方差为 $D(X)$, 则有 $P\{|X - E(X)| \geq \epsilon\} \leq \frac{D(X)}{\epsilon^2}$, 其中 $\epsilon > 0$ 。

② 因 $\frac{\partial^2 C}{\partial L_{12}^2} = \frac{6S^2 b}{L_{12}^4} > 0$, 所以使成本最小化的二阶条件也得到满足。



这是凯恩斯货币需求函数的一般形式。

11.3.3 投机性需求

凯恩斯对于投机性需求的分析拓展了经济学家的视野,但是其分析方法的简陋却使他的追随者们感到不满意。按照凯恩斯的假设,人们对于货币和债券这两种财富持有形式的选择仅仅取决于它们的预期报酬率,那么人们就可以据此推论,除非在极其偶然的情况下,即货币和债券的预期报酬率相等时,人们才会同时以这两种资产形式贮存财富;否则人们就会只选择其中预期报酬率更高的那种形式来贮存财富,即人们要么持有货币,要么持有债券,而不会既持有货币又持有债券。而这显然是与现实不符的。为弥补这一明显的不足,詹姆斯·托宾将马可维茨(H. M. Markowitz)等人所开创的均值一方差分析法引入到货币需求分析中来,从而进一步丰富了人们对货币需求的认识。

托宾假定,人们可以选择货币和债券的不同组合(即资产组合)来持有其财富。人们在不同的资产组合之间进行选择时,不仅要考虑到各种资产组合的预期报酬率(以资产组合在不同情况下的报酬率的均值 μ 来衡量),而且要考虑到风险(以这一组合的报酬率的标准差 σ 来衡量)。对于一个风险规避者来说,他总希望在既定的预期报酬率下实现风险的最小化,或者在既定的风险下实现预期报酬率的最大化。也就是说,任何风险的增加都必须伴随着预期报酬率的增加才可能对他有一定的吸引力。投资者对于风险和预期报酬率之间的权衡可以用无差异曲线图来描述。

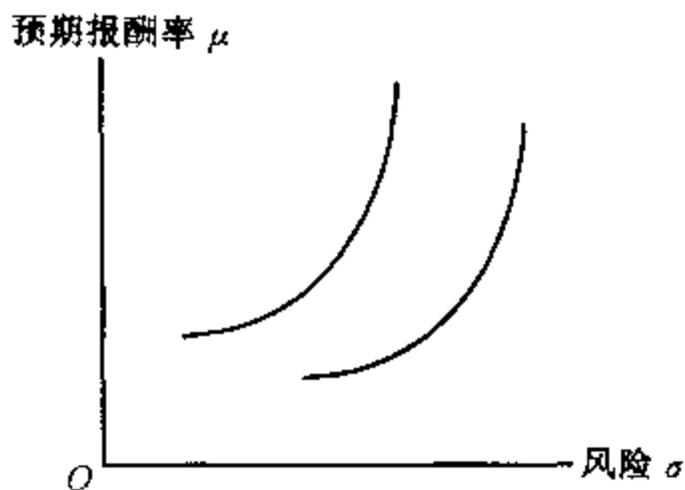


图 11.1 风险规避者的无差异曲线

图 11.1 表明,要使风险规避的投资者对两个不同的资产组合感到无差异,那么其中风险较大的一个组合必须有较高的预期报酬率。特别地,这一无差异曲线图还表明,随着风险量的增加,为补偿风险增加所需要的预期报酬率增加也越来越大。在经济学中,人们一般假定经济行为主体是风险规避者^①,所以上面的无差异

① 衡量一个人是风险规避者还是风险爱好者的一个简单标准是,他是否愿意参与“公平的赌博”:假定有人给你两种选择,一种是直接给你 50 元钱,另一种是让你掷一枚硬币,当币值朝上时给你 100 元,当币值朝下时分文不给。如果你选择前者,你就是一个风险规避者;如果你觉得这两种选择无差异,那你就是一个风险中性者;如果你选择后者,则说明你是一个风险爱好者。



曲线图不失其代表性。

如同在消费者理论中一样,当我们有了无差异曲线之后,还必须有投资者可选择的集合,才可能得出最后的均衡点。假定投资者的财富总额为 W/P ,他可以选择以货币或以债券,或二者之组合的形式来持有它。假定当他以货币的形式持有全部财富时,预期报酬率和风险(即报酬率的标准差)均为零;当他全部以债券的形式持有财富时,预期报酬率为 $\bar{\mu}$, 风险为 $\bar{\sigma}$; 那么当他选择以 $a(0 < a < 1)$ 的比例持有债券, $(1-a)$ 的比例持有货币时,其资产组合的预期报酬率 μ 就等于 $a\bar{\mu}$, 风险 σ 就等于 $a\bar{\sigma}$, 因此有:

$$\mu = \frac{\bar{\mu}}{\bar{\sigma}} \cdot \sigma$$

这表明资产组合的预期报酬率 μ 和它的风险 σ 是成线性关系的。这样我们就得到了一条从原点出发的机会曲线(它实际上是一条直线) OC (如图 11.2 所示), 它的斜率为 $\frac{\bar{\mu}}{\bar{\sigma}}$ 。图 11.2 中的原点表示投资者完全以货币的形式持有财富, C 点代表投资者完全以债券形式持有财富, 从而达到最大预期收益 $\bar{\mu}$, 最大风险 $\bar{\sigma}$ 。 O 和 C 之间的点则代表投资者持有不同的货币、债券组合所面临的预期报酬率和风险。

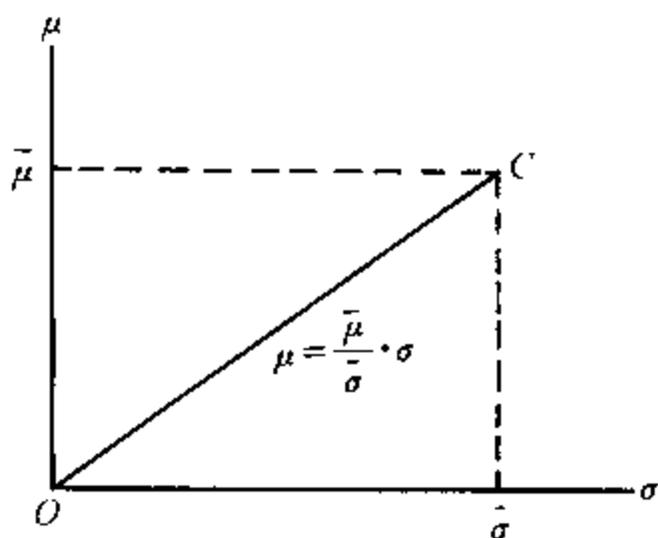


图 11.2 资产组合的预期报酬率和风险

把图 11.1 中的无差异曲线叠加到图 11.2 上, 就可以得到最优的货币、债券组合 P_1 (参见图 11.3)。在这一点上, 投资者既持有 $(1-a_1)$ 比例的货币, 又

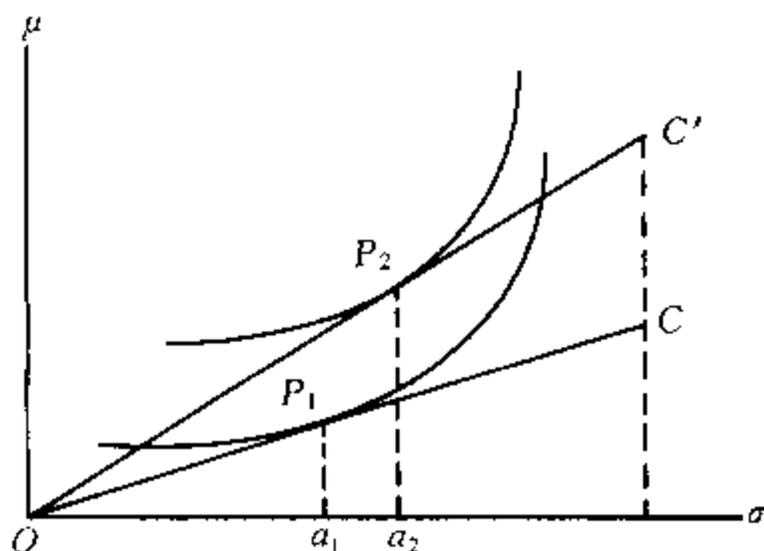


图 11.3 最优资产组合及其变动

持有 a_1 比例的债券。这就克服了凯恩斯模型中投资者要么仅持有债券, 要么仅持有货币来贮存财富的局限性。

更有意思的是, 上述资产选择模型同样可以说明利率变化对于货币投机性需求的影响。由于利率的上升会使对应于每一既定风险水平的债券预期报酬率上升, 所以机会曲线的斜率将增大,

OC 向上旋转至 OC' , 均衡点移动至 P_2 , 此时投资者持有的货币比例下降至 $1 -$

a_2 ，债券比例上升至 a_2 。这表明利率和货币的投机性需求成反向关系。

托宾的研究弥补了凯恩斯关于货币投机性需求理论的某些不足，但是它更重要的意义还在于方法论上的革新。它将风险这一重要因素引入到货币需求的决定中来，突破了过去的经济学家单纯从资产收益的角度考察货币需求的狭隘视野。它不仅是对马可维茨提出的均值一方差分析法的成功应用，而且对它进行了更为精致的表述，从而在货币需求理论和资产选择理论的发展中都有重要的意义。

由于上述理论都强调利率对货币需求的影响，所以它们进一步论证了凯恩斯关于货币流通速度不是一个常数的论点，从而进一步动摇了货币数量论的基础。

11.4 弗里德曼的货币需求理论

1956年，在对货币数量论的一片反对声中，弗里德曼发表了他的名作——《货币数量学说——新解说》，从而标志着现代货币数量论的诞生。伴随着这一理论的产生而出现的，还有一个崭新的宏观经济学派——货币主义学派。它对主流的凯恩斯主义宏观经济学构成了有力的挑战。

按照弗里德曼的观点，货币数量说“原是货币需求的理论。它不是产出、或货币所得、或价格水准的理论”。所以弗里德曼对货币数量论的表述是从货币需求入手的。

11.4.1 弗里德曼的货币需求函数

弗里德曼继承了凯恩斯等人把货币视为一种资产的观点，从而把货币需求当作财富所有者的资产选择行为来加以考察。所不同的是，他不像凯恩斯那样，用债券来代表所有货币之外的金融资产，从而把资产选择的范围限定在货币和债券之间，而是把债券、股票，以及各种实物资产都列为可替代货币的资产，从而将资产选择的范围大大扩大，并从中得出了与凯恩斯主义者截然不同的结论。

货币既然是一种资产，那么最终财富所有者对它的需求，也就是以货币这种资产形式持有财富的愿望就受以下因素的影响。

首先是财富总量。它相当于消费者理论中的预算约束。由于在实际生活中，财富很难加以估计，所以必须用收入来代表。但是弗里德曼认为，利用一般

的现期收入指标来作为衡量财富的指标是有缺陷的,因为它会受到经济波动的影响,必须用持久性收入来作为财富的代表。所谓持久性收入,是弗里德曼在他的消费理论中提出的一个概念。它是指消费者在较长一段时期内所能获得的平均收入。在实际计算中,可以用现在及过去年份实际收入的加权平均数来加以估算。利用这一变量可以排除一些暂时性的扰动因素。

其次,财富在入力与非入力形式上的划分。所谓人力财富主要是指个人的谋生能力。由于人力财富向非人力财富的转化往往因社会制度的转化而局限在很小的范围内,所以人力财富的流动性较低,而不像债券、股票那样随时可以出售。因此,人力财富在财富总额中占较大比例的所有者将试图通过持有较多的货币来增加其资产的流动性,因为货币是一种流动性最高的资产。弗里德曼据此认为,人力财富对非人力财富的比率(或者非人力财富占总财富的比率)是影响货币需求的重要因素。

第三,持有货币的预期报酬率。持有货币的预期收益包括两个部分:首先是银行为支票存款支付的少量利息^①;其次是银行为支票存款提供的各种服务,例如自动为存款人支付水、电费等。

第四,其他资产的预期报酬率,即持有货币的机会成本。它们也包括两部分:首先是任何当期支付的所得或所支,例如债券的利息,股票的股息,以及实物资产的保管费用。其次是这些资产项目价格的变动,例如债券和股票的资本利得,实物资产在通货膨胀时期的价格上涨。

最后,其他因素。如财富所有者的特殊偏好等。它们在短期内可以被视为是不变的。

通过以上的分析,弗里德曼得出了下面的货币需求函数:

$$\frac{M^d}{P} = f\left(Y_P, w, r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, u\right) \quad (11.9)$$

其中:

$\frac{M^d}{P}$ 表示实际货币需求;

Y_P 表示实际持久性收入,用来代表财富;

w 表示非人力财富占总财富的比率;

r_m 表示货币的预期名义报酬率;

r_b 表示债券的预期名义报酬率,包括债券的资本利得;

r_e 表示股票的预期名义报酬率,包括股票的资本利得;

^① 弗里德曼通常将货币定义为 M2,这样储蓄存款和定期存款的利息也属于货币的预期收益。

$\frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}$ 表示商品价格的预期变化率,也就是实物资产的预期名义报酬率;

u 表示其他影响货币需求的因素。

在上述影响货币需求的因素中, Y_P , r_m 与货币需求成正向关系, w , r_b , r_e , $\frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}$ 与货币需求成反向关系。

虽然都是从资产选择的角度来讨论货币需求,但是弗里德曼的货币需求理论和凯恩斯的理论却有着明显的不同。首先,凯恩斯考虑的仅仅是货币和生息资产之间的选择,而弗里德曼所考虑的资产选择范围则要广泛得多,它不仅包括货币、债券,还包括公平和实物资产。其次,弗里德曼没有像凯恩斯那样把货币的预期报酬率视为零,而是把它当作一个会随着其他资产预期报酬率的变化而变化的量。这两点不同不仅使他们对货币需求函数的看法截然不同(参见下文),而且还使他们对货币对其他经济变量的影响过程有着不同的见解(参见第14章)。

11.4.2 现代货币数量论

从(11.9)式的货币需求函数如何能得出名义收入受货币数量决定的货币数量论观点呢?

首先,弗里德曼的货币需求函数暗含着这样的结论,那就是货币需求对利率并不敏感。这是因为,利率的变动往往是和货币的预期报酬率同向变化的。当利率上升时,银行可以从贷款中获得较高的收益,所以就会希望吸收更多的存款来发放贷款。当存款利率不受限制时,银行将通过提高存款利率来做到这一点;当存款利率受到限制时,银行就会通过提供更完善的服务来竞争存款。无论采取哪种方式,都意味着货币(M1或M2)的预期报酬率提高了。由于影响货币需求的是货币和其他资产之间相对预期报酬率的高低,所以当货币的预期报酬率与其他资产的预期报酬率同向变化时,货币需求将相对保持不变。

弗里德曼认为,事实上,货币和其他资产的预期报酬率往往是同向变化的,所以影响货币需求的主要因素实际上只是持久性收入,即:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_P) \quad (11.10)$$

这就意味着货币需求是稳定的,因为持久性收入的变化是缓慢的,而不像利率那样经常上下波动。

其次,弗里德曼认为,货币需求函数本身是相当稳定的,它不会发生大幅度



的位移(事实上,在弗里德曼的货币需求函数中,也看不出使货币需求函数发生位移的潜在因素)。这就意味着,货币需求与其影响因素之间的关系是稳定的。利用过去数据估计出来的货币需求函数经验公式可以被用来估计未来的货币需求。这一点也与凯恩斯的理论有很大的不同。在凯恩斯看来,货币需求函数将因人们对安全利率看法的改变而发生位移。

由上面两点便可直接导出以下的结论,即货币流通速度是稳定的、可预测的。这是因为,在货币市场均衡的条件下(即货币需求等于货币供给),由交易方程式就可知:

$$V = \frac{Y}{M^d/P} = \frac{Y}{f(Y_P)} \quad (11.11)$$

从(11.11)式可以看出,只要货币需求是稳定的,可以预测的,那么货币流通速度就是稳定的,可以预测的。然而只要货币流通速度是稳定的,可以预测的,那么当货币供给发生变化时,我们把货币流通速度的预测值代入交易方程式,就可以估计出名义国民收入的变动。因此,货币供给是决定名义收入的主要因素这一货币数量论观点仍然能够成立。弗里德曼正是这样来对货币数量论进行重新阐述的。他把他的理论称为名义收入货币理论,也就是我们所谓的现代货币数量论。

现代货币数量论和传统的货币数量论有两点明显的不同:第一,货币流通速度不再被假定为一个固定的常数,而被认为是一个稳定的,可以预测的变量。261第二,它放弃了传统货币数量论所认为的经济持续处于充分就业水平,从而当货币供给变化时,实际国民收入保持不变,价格与货币供给同比例变化的观点,而认为在短期内实际国民收入也将随货币数量的变化而有所变化,因而货币供给的变动究竟在多大程度上引起实际国民收入的变动,以及在多大程度上引起价格水平的变动,要视其他条件而定。显然,从这两点不同可以看出,现代货币数量论在传统货币数量论的某些观点上有所退却。但是,它们在一些基本的立场上却是一致的,那就是它们都强调货币存量对名义国民收入的重要影响。更重要的是,它们都认为,经济自身存在着向充分就业水平收敛的内在趋势。关于这方面的内容,我们将在后面的章节中详细讨论。

弗里德曼的货币需求理论和凯恩斯主义的货币需求理论存在着较为尖锐的对立,因而二者之间展开了长期的争论。

11.5 关于货币需求的经验研究

前面介绍的几种货币需求理论,有的是互为补充的,有的则存在着尖锐的

对立,这种对立在凯恩斯主义和货币主义之间表现得尤为明显。要对这些对立着的理论作出适当的评价,仅仅停留在理论的层次上是不行的,因为这些理论在逻辑上都是合理的,我们很难据此来分出它们的优劣。正确的办法只有一个,那就是拿它们与现实相对照,看看哪一种理论对现实有更强的解释、预测能力。而这就属于经验研究(empirical study)的内容了。幸运的是,由于经济学大多研究的是现实问题,所以有重视经验研究的传统,尤其是自20世纪中叶以来,发展出了一套就社会科学领域而言较为完善的经验研究方法,特别是计量经济学的方法。利用这套方法,可以对各种经济理论进行检验。

凯恩斯主义和货币主义货币需求理论的分歧可以归纳为三个经验上的问题,那就是:

(1) 货币需求对利率是否敏感?

(2) 货币需求函数的稳定性如何?

(3) 货币流通速度的稳定性如何? 这个问题实际上是由前面两个问题派生出来的。

上述三个问题不仅涉及货币需求理论本身,而且涉及货币对经济的作用,货币政策及财政政策的相对重要性,以及货币政策的具体操作等一系列重大的理论和现实问题。因此,经济学家对它们进行了大量的研究,这里我们将简要地介绍一下他们的研究成果。

11.5.1 关于货币需求对利率的敏感性

较早对这一问题进行经验研究的是詹姆斯·托宾。他把货币分为交易余额和闲置余额,并利用1922年至1941年间的美国经济资料证明,闲置金额确实和利率成明显的反向关系。托宾由此推论说货币需求对利率是敏感的。

托宾的研究在方法论上有一定的问题,那就是交易余额与闲置余额实际上是很难划分开来的,而且正如他自己后来的理论所证明的那样,交易性需求实际上也受到利率的影响。但是货币需求具有利率敏感性(也就是从统计学意义上说,利率对货币需求的影响是显著的)的观点却为后来的大量经验研究,包括货币主义者进行的经验研究所证实。(唯一的例外是弗里德曼的一次研究,但后来的研究却发现,弗里德曼在那次研究中所使用的方法是有问题的。)

例如货币主义者阿伦·梅尔泽(Allan Meltzer)曾利用美国1900至1958年的有关资料,对如下的货币需求函数进行回归:

$$\ln \frac{M}{P} = a + b \ln i + c \ln \frac{W_N}{P} \quad (11.12)$$

式中 $\ln \frac{M}{P}$, $\ln i$, $\ln \frac{W_N}{P}$ 分别为实际货币余额、利率和实际非人力财富的对数形式, a , b , c 则为待估计的系数。他发现利率对货币需求的作用非常显著。梅尔泽还通过比较发现, 非人力财富是一个比现期实际收入和持久性收入都更有力的解释货币需求的变量。另一个货币主义者, 英国经济学家大卫·莱德勒(David Laidler)则利用 1892 至 1960 年的美国资料对下述函数形式进行了回归:

$$\ln \frac{M}{P} = a + b \ln i + c \ln Y_P \quad (11.13)$$

式中 $\ln \frac{M}{P}$, $\ln i$, $\ln Y_P$ 分别为实际货币余额、利率和实际持久性收入的对数形式。他的研究同样发现货币需求对利率具有敏感性。和梅尔泽不同的是, 他发现(11.13)式比(11.12)式更适合用来描述货币需求, 也就是说, 持久性收入是一个比非人力财富更有力的解释变量。^①

上述结果表明, 在货币需求对利率是否敏感这一问题上, 凯恩斯主义的观点也许是更为符合实际的。但是货币需求对利率的敏感性是否会无限增大, 以致出现所谓的“流动性陷阱”, 致使货币供应量的变动完全不能影响名义收入呢? 答案几乎是完全否定的。按照流动性陷阱的假设, 当利率水平极低时, 货币需求的利率弹性将比在正常情况下高出许多, 直至变得无限大。但是莱德勒以及其他一些经济学家的研究都证实, 在利率下降时, 并不存在货币需求利率弹性增大的倾向。以莱德勒的研究为例, 他曾经将美国 1892 至 1960 年的资料分成两组, 一组是利率高于平均值的年份, 一组则是利率低于平均值的年份, 并分别估计货币需求的利率弹性, 发现二者之间的偏差小得不具有任何统计学上的意义。莱德勒据此认定, 流动性陷阱的假定应予推翻。

11.5.2 关于货币需求函数的稳定性

货币需求对利率的敏感性涉及货币需求在数量上是否会随利率的波动而发生较大的波动; 而货币需求函数的稳定性则关系到货币需求与其相关的解释变量(包括利率)之间的对应关系是否会随着环境的改变而发生较大波动的问题, 也就是关系到在某一时间、某一地区上估计出来的货币需求函数经验公式能否被用于另一时间或地区的货币需求估计的问题。只有当货币需求函数本身较为稳定, 不会发生预测不到的大幅度位移, 它才可能具有较强的理论或实

^① Harris(1981)对上述研究结果进行了较为详尽的介绍。

践意义。

在这个问题上,就美国的情况而言,1974年通常被认为是一个分界点。在此之前,货币需求函数是相当稳定的。经济学家卡尔·布伦纳(Karl Brunner)和阿伦·梅尔泽证明,即便是利用30年代那样一个政治、经济和社会高度动荡时期的数据估计出来的货币需求函数,也能够很好地预测战后的货币需求。另一名经济学家史蒂芬·戈德菲尔德(Stephen Goldfeld)利用美国战后季度数据进行的研究也有力地证实了货币需求函数的稳定性。

但是自从1974年开始,传统货币需求函数对货币需求的预测都出现了系统性的误差。从1974年到70年代末,根据传统货币需求函数估计出来的货币需求持续地高于实际的货币存量,而且偏差越来越大。戈德菲尔德将这种现象称为“货币失踪现象”(the case of the missing money)。正当经济学家们为探讨“货币失踪”而大费脑筋时,从80年代初开始,货币需求又出人意料地出现了反常的上升,而这同样是传统的货币需求函数所无法解释的。这些问题表明,货币需求函数已经变得越来越不稳定,从而为能否继续将它作为一种有效的分析工具打上了一个问号。

既然传统的货币需求函数难以解释70年代中期之后的货币需求,经济学家们便着手寻找新的稳定的函数形式。这种努力主要朝着两个方向进行。第一种努力是对货币进行重新定义。由于70年代以来飞速发展的金融创新浪潮导致了大量新的金融工具的出现,这些金融工具,如货币市场存款账户、货币市场共同基金股份、隔夜回购协议等虽然未包括在传统的货币定义(M1)中,但是却由于具有高度的流动性而能够在一定程度上使人们减少对货币的需求。正如持有大量随时可变现资产的银行不必持有太多的超额准备金一样,持有这些金融工具的财富所有者也可以不必持有过多的货币余额,因为在他们需要货币的时候只需将这些流动性资产卖出就可以了。如果这种推理是正确的话,那么使用一种能够将上述几种,甚至更多的金融资产包括在内的货币定义(M2或M3,甚至L),然后找出这种货币定义与相关变量之间的关系,也许就是更为适宜的。事实上,确实有研究表明,近年来M2需求函数确实较M1更为稳定。但实际上这种努力仅仅取得了有限的成功,因为没有人知道这种稳定性能否经受得住未来的检验。

另一种可能的办法是在原有的货币需求函数中加入一些新的可能影响货币需求的变量,从而避免传统货币需求函数可能存在的模型误设(即遗漏一些重要的解释变量)问题。但是这方面的研究也仍未得出真正令人满意的结果。

总之,自从70年代中期以来,传统的货币需求函数已经变得很不稳定,经济学家寻求新的稳定的需求函数的努力也仍未取得令人满意的结果,这就对货



币需求函数在实际操作中的有效性提出了质疑,同时也对货币主义理论构成了挑战。

11.5.3 货币流通速度的稳定性

从交易方程式可以知道,货币流通速度和货币需求实际上是一个问题的两个方面[参见(11.6),(11.11)式]。如果货币需求是稳定的,可以预测的,货币流通速度也便是稳定的,可以预测的。但是在经验研究中,由于货币流通速度是比较直观的,容易得到的(即等于名义国民收入除以平均货币存量),所以往往被反过来用于说明前两个问题。

从各国的货币流通速度数据中大致可以看出这样一个规律,那就是在经济繁荣时,货币流通速度上升;在经济萧条时,货币流通速度则要么是增长率放慢,要么是绝对地下降。也就是说,货币流通速度往往是顺周期变动的。这一现象和凯恩斯主义的观点是相吻合的。按照凯恩斯主义的观点,货币需求和利率是成反向关系的,而利率的变动往往又是顺周期的,也就是在繁荣时上升,衰退时下降,受此影响,货币需求在繁荣时期会趋于下降,在衰退时会趋于上升。而根据交易方程式,货币需求又是和货币流通速度成反向关系的,因此货币流通速度会表现出顺周期变动的特征。

有趣的是,弗里德曼的货币需求理论也能够对货币流通速度的顺周期波动提供合理的解释。他的解释是这样的:由于货币需求是由持久收入决定的,而在繁荣时期,持久收入的增长相对慢于现期收入的增长,因而货币需求的增长相对慢于国民收入的增长,货币流通速度也就上升或加快上升;在衰退时期,持久收入的下降也相对慢于现期收入的下降,因而货币需求的下降也相对慢于国民收入的下降,货币流通速度也就下降或增长放慢。这样,货币流通速度就表现出顺周期的特征。

因此,就这一点而言,凯恩斯主义和货币主义并没有分出高下。但是从长期的资料来看,货币流通速度稳定的观点受到了一定的挑战。以美国为例,在1915年至1950年的35年间,货币M1的收入流通速度变化率(绝对值)超过10%的年份有9个(1917—1918, 1920—1921, 1931—1932, 1936—1937, 1937—1938, 1941—1942, 1942—1943, 1945—1946, 1947—1948),货币M2的收入流通速度变化率(绝对值)超过10%的年份有8个(1917—1918, 1920—1921, 1922—1923, 1931—1932, 1936—1937, 1940—1941, 1944—1945, 1947—1948)。特别是在大危机期间的1931—1932年,M1的收入流通速度下降达18.1%,M2的收入流通速度下降也达16.0%。货币流通速度急剧下降反

映了这一时期货币需求的急剧上升。从1950年至1981年，M1的收入流通速度以一个较为稳定的速度缓慢增长，M2的收入流通速度则大体稳定。但是至1982年后，货币流通速度又出现了较大的波动，变得很难以预测。^①

从中国的货币流通速度数据看，一个引人注目的现象是货币流通速度的持续下降。改革开放以来，这一趋势更加明显。从1978年至1992年，现金的收入流通速度从16.92下降为5.54；广义货币(M2)的收入流通速度从3.10下降至1.04。^②

这些情况表明，将货币流通速度视为一个随时间缓慢变化的量是缺乏依据的，将它视为一个常数就更是科学了。特别是在一个经济高速发展或剧烈波动的时期，货币流通速度可能会有较大的波动。由此看来，像费雪那样将货币流通速度视为一个由制度因素决定的外生变量，并据以估计货币需求的方法是不正确的。必须将货币流通速度视为人们行为的结果，也就是说，必须用人们的货币需求来解释货币流通速度，而不是反过来。

专栏 11.1

中国的货币流通速度为什么持续下降？

中国货币流通速度持续下降引起了经济学家们极大的兴趣。从某种意义上说，这是一件大好事，因为这意味着名义货币可以以高于经济增长率和物价上涨率之和的增长率上升（根据交易方程式，若货币流通速度不变，则名义货币增长率应等于经济增长率加物价上涨率），换句话说，超过经济增长率部分的货币增长率不会完全转化为通货膨胀率。这意味着政府可以放出较多的名义货币，从而得到较多的铸币收入，同时却只承担较小的通货膨胀压力。财政收入不足和通货膨胀一直是困扰我国改革进程的两大难题，而货币流通速度的下降则在一定程度上缓解了这对矛盾。

对于这一现象，有三种可能的解释。一种是价格指数偏低假说，即认为中国的统计数字低估了实际的物价上涨率；一种是被迫储蓄假说，即认为中国市场上缺乏足够多的金融资产和商品以供消费者和企业选择，因而消费者和企业只好持有更多的货币；还有一种则是货币化假说，这种观点认为，改革也是一个货币化的过程，即通过货币进行的经济活动的比例不断增加，而与传统的物物交换相联系的非货币化经济的比例则不断下降，这一过程刺激了货币需求的急剧上升，从而使货币流通速度不断下降。

在改革的某些年份，中国的官方物价指数无疑在一定程度上低估了实际的物价上涨率，但是，即使用市场的物价指数计算，中国的货币流通速度在改革的大部分年份中仍显著下降，因此价格指数偏低假说缺乏足够的说服力。商品的短缺现象在改革的某些年份中较为突出，在某些年份中则并不突出（如1989年第3季度至1991年的市场疲软时期），因此中国

① 引自 Mishkin, S. Frederic, 1992, 第 528 - 529 页。

② 引自易纲, 1996, 第 118 页。

货币流通速度的下降更可能是因为金融资产种类的缺乏和经济的货币化。

值得一提的是,货币流通速度的下降有一个限度,超过这一限度之后,超过经济增长率部分的货币增长率将全部转化为物价上涨率。同许多国家相比,我国的货币化指标(主要是货币同国民生产总值的比率)已经偏高,因此从现在开始,我们必须对名义货币过快增长可能带来的通货膨胀问题保持高度警惕。

参考资料:易纲,1996。

本章小结

1. 经济学家曾经从两个角度来讨论货币需求。一种是从社会的角度出发,把货币仅仅视为交易媒介,探讨要完成一定的交易量所需的货币量;一种则是从个人的资产选择出发,探讨人们愿意以多大的比例以货币这种形式持有其财富。现代货币需求理论主要是从后一个角度出发的。

2. 现金交易说从交易方程式出发,把货币流通速度视为由制度因素决定的常数,从而认为货币需求完全取决于名义收入。剑桥学派的现金余额说则从人们的资产选择行为出发探讨货币需求,虽然也得出了货币需求和名义收入成比例的结论,但是它考虑到了可使这一比例发生变化的可能性。

3. 凯恩斯详细区分了人们持有货币的三种动机,并通过对投机性需求的论述将利率这一重要变量引入到货币需求函数中,然后据此得出货币需求及货币流通速度有较大波动的结论,以此来批驳货币量与名义国民收入成比例的货币数量论观点。

4. 凯恩斯的追随者们对凯恩斯提出的三种持有货币的动机进行了深入细致的研究,并且从理论上证明交易性需求和投机性需求也具有利率敏感性。此外,托宾对投机性需求的研究也具有重要的方法论意义。这些研究强化了凯恩斯关于货币需求受利率影响的观点。

5. 弗里德曼通过在一个更为广泛的范围内考察人们的资产选择行为,得出了货币需求对利率不敏感,货币需求函数本身高度稳定的结论,并据此完成了对货币数量论的重新表述。

6. 大量经验研究表明:货币需求对利率是敏感的,但是流动性陷阱并不存在;货币需求函数某些时期是稳定的,在某些时期则并不稳定;货币流通速度具有较大的波动性,而且还表现出顺周期波动的特点。

复习与思考

1. 一个一无所有的穷人希望拥有足以维持其温饱的货币,他的这种愿望是否构成经济学家所谓的货币需求?
2. 如果在某一年内,经济中平均的货币存量为1万亿元,货币的收入流通速度为5次,则该年的名义国民收入为多少?若该年的货币收入流通速度为5.5次呢?
3. 根据交易方程式预测货币需求有什么问题?
4. 剑桥学派是如何从货币需求的角度得出货币数量论的观点的?如果把剑桥方程式的 k 看成 $1/V$,它就和费雪的货币需求函数在形式上是完全一样的,这是否说明它们在内容上也是完全一样的?
5. 凯恩斯是如何论述货币需求和利率之间的关系的?为什么这一关系的建立构成了对货币数量论的冲击?
6. 为什么凯恩斯认为,如果货币的投机性需求为零的话,货币流通速度就可被视为由制度因素决定的一个常数?如果考虑到凯恩斯的后继者对他的理论的发展,这一说法还能成立吗?
7. 假定到银行提取储蓄存款所需的排队时间变长了,那么人们的货币需求($M1/P$)会有何变化?试用鲍莫尔—托宾模型加以分析。
8. 为什么在持有债券的预期报酬率高于持有货币时,人们还愿意以持有货币的方式贮存一部分财富?
9. 弗里德曼是如何得出货币需求对利率不敏感的结论的?
10. 现代货币数量论与传统货币数量论有何不同?试通过交易方程式加以分析。
11. 为什么货币流通速度的稳定性和可预测性对货币数量论是至关重要的?
12. 有人认为,货币主义和凯恩斯主义在货币问题上的根本分歧可以归结为两个经验上的问题:(1)货币需求对利率的敏感性;(2)货币需求函数的稳定性。试对此观点加以分析。
13. 凯恩斯主义者和货币主义者对货币流通速度的顺周期变动有何不同的解释?
14. 收集中国改革开放以来的货币流通速度变化数据。你能想出一种理论来解释这种变化吗?
15. 什么叫流动性陷阱?经济学家是如何从经验上证明它的存在或不存在的?
16. 货币需求的稳定性与货币需求函数的稳定性含义有何不同?

参考文献

Harris, 1981, *Monetary Theory*, McGraw-Hill Book Company.



Hutchinson, Harry D. , 1992, *Money , Banking, and the U. S. Economy*, 7th edition, Prentice Hall.

Johnson, Ivan C. and William W. Roberts, 1988, *Money and Banking ; A Market-Oriented Approach* , 3rd edition, The Dryden Press.

Mishkin, S. Frederic, 1992, *The Economics of Money , Banking, and Financial Markets* , 3rd edition, Harper Collins Publishers.

Ritter, Lawrence S. and William L. Silber, 1991, *Principles of Money, Banking, and Financial Markets* , 7th edition, Basic Books, Inc. .

凯恩斯:《就业、利息和货币通论》(中文版),商务印书馆 1963 年版。

米尔顿·弗里德曼:《货币分析的理论结构》(中文版),载罗伯特·戈登主编《弗里德曼的货币理论结构——与批评者商榷》,中国财政经济出版社 1989 年版。

米尔顿·弗里德曼:《货币数量理论的重新表述》(中文版),载《弗里德曼文萃》,北京经济学院出版社 1991 年版。

盛松成、施兵超、陈建安:《现代货币经济学》,中国金融出版社 1992 年版。

易纲:《中国的货币、银行和金融市场:1984—1993》,上海三联书店、上海人民出版社 1996 年版。

第 12 章

利率的决定

利率是货币对实际经济发生影响的重要渠道。利率的高低直接影响着储蓄和投资以及金融资产的价值,并进而对整个经济活动发生广泛的影响。事实上,它和商品的价格、劳动力的工资,以及土地的地租一样,是反映资源相对稀缺性的信号,是市场引导资源在各种用途之间进行配置的重要方式。因此,要对市场机制有一个全面的了解,就必须了解利率。

在这一章中,我们首先要考察几种不同的利率决定理论,并在此基础上探讨其他因素,尤其是货币供给的变动如何使利率发生变动,最后我们将试图对市场上不同债券之间的利率差异进行解释。因此,本章的内容包括:利率决定理论;利率的变动;利率的结构。

12.1 利率决定理论

和其他的货币理论一样,利率决定理论也经历了一个不断发展的过程,出现过几种有影响观点。下面我们就来作一个简单的介绍。

12.1.1 古典利率理论

在凯恩斯理论出现之前流行的利率决定理论被称为古典利率理论。其主要的倡导者有庞巴维克、马歇尔和费雪。

古典利率理论的基本特点是从储蓄和投资等实物因素来讨论利率的决定,并且认为通过利率的变动,能够使储蓄和投资自动地达到一致,从而使经济始终维持在充分就业水平。

利息这一现象在人类社会中古已有之,但是人们对它的认识却长期存在着分歧。为什么我把我的积蓄暂时借给你,到一定时间后你不仅要归还我本金,

而且要加上利息？这是不是一种正当的收入？它是否符合道德的原则？或者说，利息的背后有何经济根源？这是古典经济学家在探讨利率决定时首先要回答的问题。对此，庞巴维克等人作出的解释是，能够用于贷放的资金来源于储蓄，而储蓄则意味着人们要牺牲现在的消费，来换取未来的消费。但是由于人性本身的原因（如费雪所说的“人性不耐”），人们往往更注重现在的消费。因此在用未来的消费和现在的消费进行交换时，必须打一定的折扣。也就是说，必须给“等待”或者“延期消费”这种行为进行补偿，而利息便是这种补偿。利率越高，意味着这种补偿越大，人们也就越愿意延迟其消费，即增加储蓄。因此储蓄是利率的增函数，即：

$$S = S(i), \frac{dS}{di} > 0 \quad (12.1)$$

式中的 S 代表意愿的储蓄， i 代表利率。

对于贷款的需求主要来自于投资，而投资量的大小则取决于投资预期报酬率和利率的比较，只有预期报酬率大于利率的投资才是有利可图的。显然，当利率降低时，预期报酬率大于利率的投资机会将增多，从而投资需求将增大，所以投资是利率的减函数，即：

$$I = I(i), \frac{dI}{di} < 0 \quad (12.2)$$

式中 I 代表意愿的投资。^①

古典经济学家认为，既然储蓄和投资都是利率的函数，那么将它们结合起来，便可以决定利率。在他们看来，储蓄就代表资本的供给，投资便代表对资本的需求，利率则是资本的租用价格。正如商品的供求决定均衡价格一样，资本的供求决定了均衡利率。图 12.1 便是这一思想的形象描述。其中储蓄曲线 $S(i)$ 和投资曲线 $I(i)$ 的交点 E ，即为均衡的利率及储蓄、投资水平。

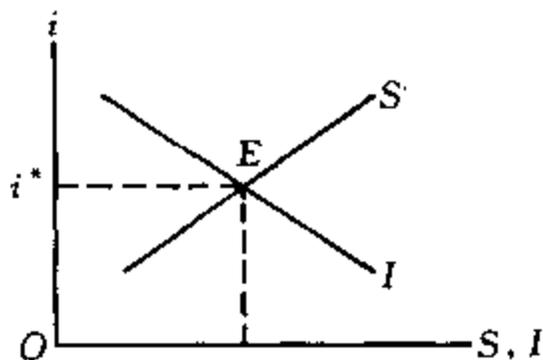


图 12.1 古典利率理论

按照这一理论，只要利率是灵活变动的，它就和商品的价格一样，具有自动的调节功能，使储蓄和投资趋于一致。因为

① 应该注意的是，储蓄者和投资者关心的都是预期的实际利率（等于名义利率减预期通货膨胀率），所以(12.1)式和(12.2)式中的利率都应该是预期实际利率。但是为了和后面的讨论相一致，我们也把它看成是名义利率，也就是说，(12.1)和(12.2)式反映的是在预期通货膨胀率既定的条件下储蓄及投资与名义利率的关系。这就意味着当预期通货膨胀率发生变化时，上述函数将发生位移。

当投资大于储蓄时,利率就会上升,从而使储蓄增加,投资下降,两者最终趋于一致;反之亦然。因此经济不会出现长期的供求失衡,它将自动趋于充分就业水平。

12.1.2 流动性偏好利率理论

在资本主义经济大危机背景下产生的凯恩斯经济理论对古典利率理论提出了尖锐的批评。首先,凯恩斯认为,将利息看成是等待或者延期消费的报酬是根本错误的,因为等待或者延期消费本身并不一定能够带来利息收入。如果储蓄者仅仅是以持有货币的方式持有他对未来消费的支配权的话,他就不能获得任何利息收入。只有当他愿意将手中的货币换成债券,从而在一定时间内丧失对这笔货币的灵活控制权时,他才能获得利息收入。因此,利息不是等待或延期消费的报酬,而是丧失周转灵活性,或称流动性的报酬。

其次,凯恩斯认为,根据储蓄和投资曲线并不能得出均衡的利率水平,因为它们都是和实际收入相关的,因而不可能独立地变动。例如,当投资的预期收益率上升,引起投资曲线向右上方移动,那么均衡的利率会如何变动呢?如果储蓄曲线保持不变的话,那么它与移动后的投资曲线就决定了新的均衡利率;但是情形并不如此简单,因为在非充分就业的条件下^①,投资的增加将引起收入的增加,而储蓄又是和收入正相关的,因此储蓄曲线将向右下方移动(即在每一个利率水平上,人们的意愿储蓄量增大了)。这时候古典利率理论就难以说明新的均衡利率将在哪一点上,因为要知道均衡利率,就必须知道储蓄曲线的位置,而要知道储蓄曲线的位置,就必须知道收入,而收入又取决于投资,投资又取决于利率,因此推理的结果是,要知道利率是多少,必须先知道利率是多少,这显然是自相矛盾的。

凯恩斯认为,既然利息是牺牲流动性的报酬,那么利率便是人们对流动性偏好——即不愿将货币贷放出去的程度的衡量。因此,利率是一种价格,但它并不是使投资和储蓄趋于均衡的价格,而是使公众愿意以货币的形式持有的财富量(即货币需求)恰等于现有货币存量(即货币供给)的价格。当利率过低时,人们愿意持有的货币量将超过现有的货币供给量;反之,利率若高于均衡水平,则有一部分货币会成为多余,没有人会愿意持有它。所以,利率纯粹是一种货

^① 注意,这一条件对于凯恩斯的推理非常重要。因为如果经济已经处于充分就业水平,那么投资的增加就不会引起收入的增加,而只能引起价格水平的上涨。而古典理论恰恰是否认非充分就业的存在的,所以它们认为不存在凯恩斯所说的循环推理问题。



币现象,它取决于货币的供给和需求。

我们前两章关于货币供给和货币需求的分析,对我们理解流动性偏好利率理论是大有帮助的。我们知道,货币供给是由中央银行、银行及非银行公众共同决定的,在其他条件不变的情况下,利率越高,货币的供给将越大,这是因为利率越高,银行持有超额准备金的机会成本就越大,因而银行将降低超额准备金率,而超额准备金率的下降又会使货币乘数增大,从而使基础货币的扩张能力增大。因此,考虑到银行行为之后的货币供给是利率的增函数,即:

$$M^s = M^s(i), \quad \frac{dM^s}{di} > 0 \quad (12.3)$$

式中的 M^s 代表货币供给。

而上一章关于货币需求的讨论则告诉我们,货币的需求是和利率成反向关系的。更确切地,我们可以把(11.8)式写成:

$$M^d = P \cdot L(Y, i), \quad \frac{\partial M^d}{\partial i} < 0 \quad (12.4)$$

式中 M^d 代表货币需求。

将(12.3)和(12.4)式联立,便可以求出均衡利率。用图 12.2 来表示,均衡利率即为货币供给曲线 M^s 和货币需求曲线 M^d 的交点 E 上的利率 i^* 。在这一点上,货币供给恰好等于人们愿意持有的货币量。

那么非均衡的利率是如何向均衡利率 i^* 趋近的呢? 凯恩斯假定,人们可以以货币和债券两种形式持有其财富。当利率低于均衡利率时,人们愿意持有的货币量大于其手中所持有的货币量。为了得到更多的货币,人们

将在市场上出售债券,当所有人都为了在自己的资产组合中包含更多的货币而出售债券时,债券的价格就会下降。我们知道,债券的价格是和利率成反向关系的,债券价格的下降也就意味着利率的上升。这一过程将一直持续到利率上升至均衡利率为止。反之,当利率高于均衡利率时,人们持有的货币量大于他们的意愿持有量,所以他们就会希望把手中多余的货币转换成债券。当大家都想这样做时,债券的价格就上升,这也就意味着利率的下降。这一过程同样要持续到利率下降至均衡利率为止。

流动性偏好利率理论为我们揭示了一条货币作用于实际经济的途径(即所

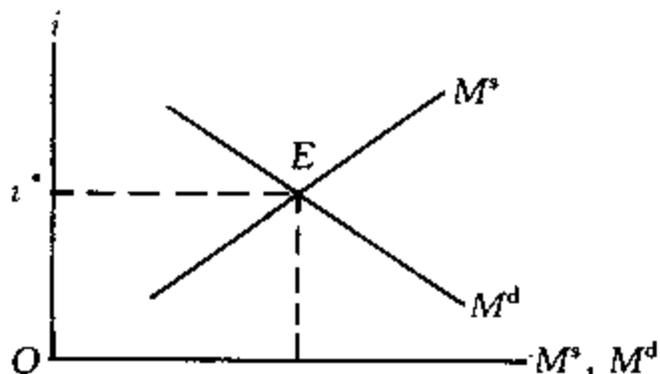


图 12.2 流动性偏好利率理论

谓的货币传导机制),即货币供给的增加(M^s 曲线的右移)将导致利率的下降,并进而影响到投资及实际收入。事实上,在凯恩斯主义的理论体系中,利率始终是联接货币市场和产品市场的最重要的纽带。详细讨论,参见第 13、14 章。

12.1.3 可贷资金利率理论

凯恩斯的流动性偏好利率理论改变了古典经济学家仅仅从实物因素角度来考察利率决定的传统,但是他将利率纯粹视为一种货币现象,而完全忽视储蓄、投资等实际因素对利率的影响的看法也遭到了许多批评。凯恩斯的《通论》发表之后,凯恩斯的学生罗伯逊(D. H. Robertson)提出了可贷资金利率理论(loanable-funds theory of interest),试图将实际因素及货币因素对利率的影响综合起来考虑。这一理论受到俄林(B. G. Ohlin)、勒纳(A. P. Lerner)等经济学家的支持,并且成为一种流行的利率决定理论。

可贷资金利率理论认为,既然利息产生于资金的贷放过程,那么就应该从可用于贷放的资金的供给及需求来考察利率的决定。可贷资金的需求包括:①(1)投资 $I(i)$,它与利率负相关,并且构成可贷资金需求的主要部分;(2)货币的窖藏(hoarding,或译贮存) $H(i)$ 。诚如凯恩斯所言,储蓄者并不一定会把他的储蓄都用于贷放,他可能把一部分储蓄以货币的形式放在手中,这就是货币的窖藏,它构成了对可贷资金的一种需求。例如,在某一时期,某消费者储蓄了 1000 元,但是他可能只把其中的 800 元用于购买债券,而把其余的 200 元以货币的形式放在手边,这 200 元就代表了货币的窖藏。在这个例子中,可供贷放的资金实际上仅仅是 800 元,但是我们在计算可贷资金的供给时,是把整个 1000 元的储蓄都算作可贷资金的供给,因此就有必要在可贷资金的需求方加上这 200 元的货币窖藏。显然,货币的窖藏也是与利率负相关的,因为利率代表了货币窖藏的成本。②

可贷资金的供给包括:(1)储蓄 $S(i)$,它随利率的上升而上升,并且是可贷资金的主要来源。(2)货币供给增加额 $\Delta M^s(i)$,它构成了可贷资金的另一来

① 需要特别注意的是,对可贷资金的需求并不等于对货币的需求。举例来说,在某一利率水平上,某企业可能希望获得 100 万元的贷款来进行投资,这构成了可贷资金需求(投资需求),但是由于该企业并不是打算在获得贷款后以货币的形式持有这些贷款,所以我们不能说企业有 100 万元的货币需求。

② 可贷资金需求的其他方面还包括:(3)消费者的借贷需求 $D_c(i)$,它也会随着利率的上升而下降。(4)政府的借贷需求 D_g ,它可以被认为是由政府需要决定的,不受利率的影响。为了更清楚地看出可贷资金和前两种利率理论的关系,在此我们将这两方面的可贷资金需求忽略,虽然将它们包括进来也并不影响结论。



源。举例来说, A 银行的某一老客户急需一笔资金, 但是此时银行的各项资金来源并没有增加, 为了对老客户进行融资, A 银行降低其一贯保持的超额准备金率, 并将由此而富余出来的一部分超额准备金贷放给该客户。由于这部分贷款最终会形成银行存款或流通中现金, 所以 A 银行实际上是在以创造货币的方式来满足客户对可贷资金的需求。由此也可以看出, 新增货币供给构成了可贷资金的一个来源。货币供给的变动显然主要是由中央银行决定的, 但是考虑到利率和超额准备金率之间的反向关系, 我们也可以认为, 它和利率是正相关的。(3) 货币的反窖藏(disharding) $DH(i)$, 也就是人们将上一期窖藏的货币用于贷放或购买债券。显然, 它也是和利率正相关的, 因为利率越高, 人们将窖藏货币用于贷放的动力就越强。

显然, 我们可将可贷资金需求方的 $H(i)$ 和可贷资金供给方的 $DH(i)$ 合并起来, 从而得出一定时期内的货币净窖藏[等于 $H(i) - DH(i)$], 它实际上就是一定时期内新增的货币需求 $\Delta M^d(i)$ 。显然, 它与利率是负相关的, 并且构成可贷资金需求中的一项。

综上所述, 我们可以将可贷资金的供求函数分别写成:

$$L^s = S(i) + \Delta M^s(i), \quad \frac{dL^s}{di} > 0 \quad (12.5)$$

$$L^d = I(i) + \Delta M^d(i), \quad \frac{dL^d}{di} < 0 \quad (12.6)$$

式中的 L^s 代表可贷资金的供给, L^d 表示可贷资金的需求。

由可贷资金市场的均衡便可得出均衡的利率水平。这一点可以用图 12.3 来加以说明。图中可贷资金供求曲线的交点所对应的利率就是均衡利率。

从前面的分析可以看出, 可贷资金利率理论实际上是试图在古典利率理论的框架内, 将货币供求的变动额等货币因素对利率的影响考虑进来, 以弥补古典利率理论只关注储蓄、投资等实物因素的不足。所以它被称为新古典利率理论。

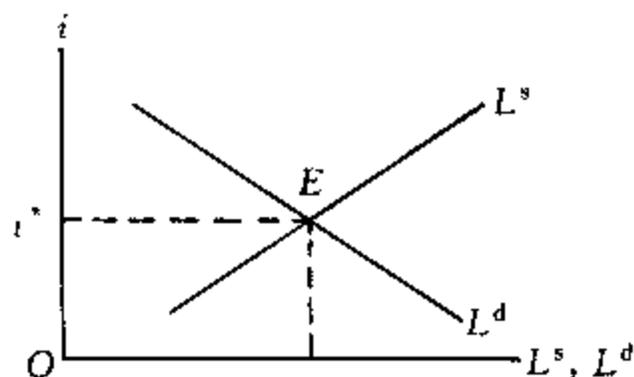


图 12.3 可贷资金市场的均衡

当我们试图将可贷资金利率理论和流动性利率理论放在一起作对比时, 我们马上会注意到它们在分析方法上的不同。可贷资金利率理论没有采用凯恩斯所采用的存量分析方法, 而是继承了古典利率理论的流量分析方法。所谓流量分析方法, 是指模型中所使用的变量都是在一定时期内发生的量, 即流量。相反, 存量分析所使用的变量则是在一定



时点上发生的量。流动性偏好利率理论中的货币供给和货币需求是在一定时间点上的量,所以是存量;而可贷资金利率理论中的投资、储蓄,以及货币供给和货币需求的变动额,都是在一定时间段内发生的量,所以是流量。幸运的是,存量分析和流量分析这两种经济学基本分析方法本身并不是毫无共通之处的,由于流量代表着存量的变动(本期流量加上期初存量即为期末存量),所以我们不难用存量来重新表述流量理论(参见 Harris, 1981)。因此,这种分析方法的不同并不妨碍我们找出这两种利率理论之间的联系。

事实上,从某种意义上说,可贷资金利率理论可以说是对古典利率理论和流动性偏好利率理论的一种综合。它从可贷资金市场的供求出发,既考虑了实物因素(如投资和储蓄)对利率的影响,也考虑了货币因素(如货币供求的变动)对利率的影响。它不像古典利率理论那样,将利率视为单纯由实物因素决定的变量;也不像凯恩斯那样,将利率视为一种纯粹的货币现象。因此,它与前两种利率理论的联系,也就是显而易见的了:从(12.5)式和(12.6)式可以看出,如果假定产品市场(即实物市场)始终是均衡的(投资等于储蓄),那么对可贷资金供求的分析就等同于对货币供求的分析;相反,如果假定货币市场始终是均衡的(货币供给等于货币需求),那么可贷资金利率理论就等价于古典利率理论。

276

应该注意的是,虽然可贷资金利率理论既考虑了产品市场,又考虑了货币市场,但是,和流动性偏好利率理论一样,它所进行的分析仍只是局部均衡分析。因为可贷资金市场的均衡,并不能保证产品市场和货币市场同时达到均衡(试想,当产品市场上的超额需求为货币市场上的超额供给所抵消时,可贷资金市场仍是均衡的)。只有在 *IS-LM* 模型中,我们才能得出使产品市场和货币市场同时达到均衡的利率,但鉴于 *IS-LM* 模型的意义已经超出了一般的利率理论,我们将在第 13 章对此专门加以考察。

此外,信贷市场还可能非均衡的,资金的贷出者可能将利率限定在一定水平上,然后从众多的借款申请者中选出一定的贷款对象,这种做法叫做信贷配给(credit rationing)。关于存在信贷配给时的利率决定,参见第 14 章。

12.1.4 可贷资金利率理论的另一表述形式

假定可贷资金供求双方之间的借贷都采取发行债券的形式来进行,那么一定时期内可贷资金的需求就等于该时期内新增的债券供给 B^s ,可贷资金的供给就等于该时期内新增的债券需求 B^d 。更方便地,由于流量理论可以用存量理论重新加以表述,我们还可以把 B^s 和 B^d 都看成是一定时点上的存量,这样我们



就得到了可贷资金利率理论的另一表述形式,即均衡利率取决于债券的供给和需求。用图形来表示,就是图 12.4(A)。

在图 12.4(A)中,向右上倾斜的是债券需求曲线,向右下倾斜的是债券供给曲线,这和我们习惯的供求曲线有所不同。其实,要想得到我们习惯的那种表示方式也不难,只需将纵坐标改变成债券的价格 P 就可以了[如图 12.4(B)]。由于债券价格的上扬意味着利率的下降,图 12.4(A)和 12.4(B)之间的这种关系也就不难理解。

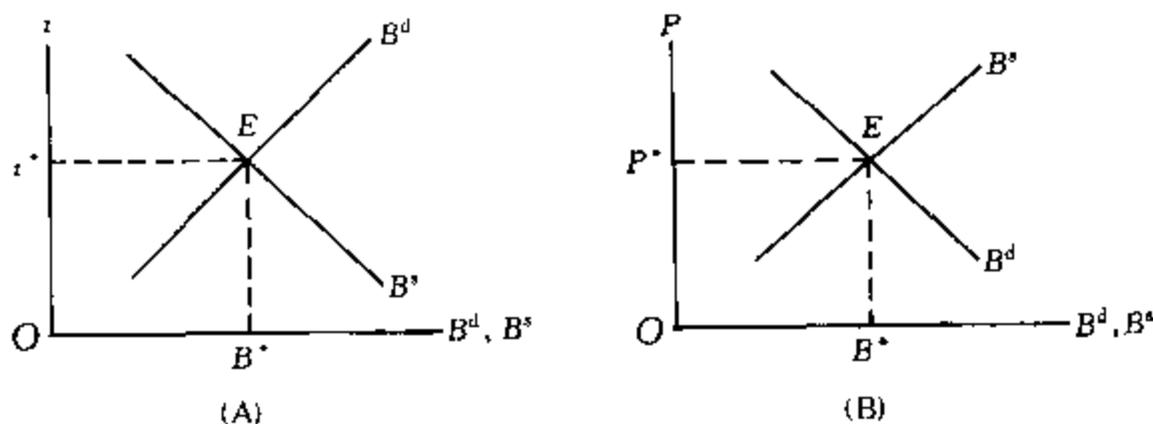


图 12.4 债券供求与利率

从图 12.4 中可以清楚地看出,当利率高于均衡利率 i^* (也就是债券价格低于均衡价格 P^*)时,债券的需求将大于其供给,供小于求的结果必然是债券价格的上扬,利率的下降;当利率低于均衡利率 i^* (也就是债券价格高于均衡价格 P^*)时,债券的供给大于需求,这又会促使债券价格下跌,利率上扬。

以这种形式表述的可贷资金利率理论有一定的优越之处。首先,它特别便于我们探讨各种影响债券供求的因素是如何影响利率的。其次,它还可以使我们更容易地看出可贷资金利率理论和流动性偏好利率理论之间的联系。事实上,如果假定人们只能以货币和债券两种形式来持有其财富(注意,这同样意味着将实物因素排除在外了),那么以这种方式表述的可贷资金利率理论和流动性偏好利率理论就是等价的。这是因为,在此假定条件下,经济中的财富总量就等于货币总量与债券总量之和,即货币供应量(M^s)加上债券供应量(B^s)。同时,由于人们对各种资产的需求总额必须等于其财富总额,所以货币需求(M^d)和债券需求(B^d)之和也必等于财富总量,即:

$$M^s + B^s = M^d + B^d \quad (12.7)$$

由此可得:

$$M^s - M^d = B^s - B^d \quad (12.8)$$

(12.8)式表明,当货币市场达到均衡($M^s = M^d$)时,债券市场也将达到均衡($B^s = B^d$),因此对货币市场的分析就等同于对债券市场的分析。事实上,



凯恩斯正是在这样的假定下展开分析的。这一点是我们理解为什么利息作为债券的收益,却可以通过没有利息收益的货币的供求来分析的关键。

12.2 利率的变动

由上一节的利率理论可以知道,我们可以从以下三个不同的角度来考察利率的决定:(1)货币的供求;(2)可贷资金的供求;(3)债券的供求。现在我们就分别从这几种角度出发,探讨一下当某些外生的因素使上述方面发生变化时,均衡利率将如何变化。我们先泛泛地讨论一下各种影响利率的因素,然后着重考察货币供给变动对利率的影响。

12.2.1 影响利率的因素:一般性的描述

1. 从货币的供求看。

(1) 收入。从可贷资金的角度看,收入的提高一方面意味着储蓄的增加,从而增大可贷资金的供给;另一方面又意味着货币需求的增加,从而增大可贷资金的需求,因而收入对利率的影响难以最终确定。但是从流动性偏好角度看,收入的增加意味着货币的交易需求增加,因而会引起货币需求曲线的右移。因此,在货币供给不变的情况下,收入的增加将导致利率的上升。

(2) 价格水平。价格水平的上升意味着货币的实际购买力下降。在没有货币幻觉的情况下,人们是根据货币的实际购买力来决定持有多少货币的。因此在价格上升时,人们为使手中的货币能够购买到和原先一样多的商品和劳务,就必须持有更多的名义货币余额。也就是说,名义货币需求会随着价格水平的上升而上升(其实,用(12.4)式表示的货币需求函数已经清楚地说明了这一点)。根据流动性偏好利率理论,货币需求的增加会引起利率的上升,因此,价格水平的上升倾向于使利率上升。

2. 从可贷资金的供求看。

(1) 边际消费倾向。边际消费倾向的上升意味着人们会将收入中的更大比例用于消费,从而作为可贷资金供给来源的储蓄将减少。因此,在每一利率水平上,可贷资金的供给下降,换言之,可贷资金供给曲线将左移,其结果,均衡利率上升。

(2) 投资的预期报酬率。投资预期报酬率的上升会使每一利率水平上的投资需求增加,从而使可贷资金需求曲线右移,因此会引起利率的上升。在经济繁荣时期,利率往往上升,原因之一就是企业家普遍对投资前景看好,因而对借



款需求强烈。

(3) 政府的预算赤字。在一个中央银行制度健全的国家,预算赤字往往必须用发行政府债券,也就是向公众借贷的方式加以弥补,因此预算赤字的增加意味着可贷资金需求曲线的右移,从而意味着利率的上升。

3. 从债券的供求看。

(1) 财富。财富增加对利率的影响取决于是哪一类财富的增加。如果是债券资产的增加,那么将引起利率的上升。因为人们将出售部分债券,以重新达到资产组合的均衡,这会使债券价格下降,利率上升。如果是除债券之外的资产,如货币或者股票价值增加,则会引起利率的下降,因为人们会把一部分新增的资产转换成债券,从而意味着债券的需求上升。

(2) 债券的风险。当债券的风险增大时,比如说当利率的波动变得更为频繁,从而使债券的价格波动性增大时,对于风险规避的投资者来说,其吸引力就减小,因此,在每一利率水平上,债券的需求将减少,所以利率将上升。

(3) 预期利率。当人们预期未来利率将上升时,债券的购买者为避免资本损失,将减少对债券的需求;而债券的发行者则会希望赶在利率上升之前发行债券,从而以较低的成本获得资金。这都会使当前的利率上升。相反,当人们预期利率将下降时,债券的购买者为获得资本利得,将增加对债券的需求,而债券的发行者则会推迟其发行计划,这二者的共同作用将使当前的利率下降。因此,预期利率就像是一种能自我实现的预言(self-fulfilling prophecies):如果人们都预期利率将上升,利率就会上升;如果人们都预期利率将下降,利率就会下降。其实,这一有趣的现象在金融市场上是非常普遍的,譬如,如果大家都相信股市将上扬,股价就自然会随着需求的增加而上扬,相反,当大家都对股市看跌时,股价就会随着抛盘的增加而下跌。

(4) 预期通货膨胀率。预期通货膨胀率虽然与价格水平的变动密切相关,但是这二者却不能混为一谈。前者是与人们预计的未来价格水平波动相联系的,后者则是指已经发生的价格水平变动。相应地,它们对利率的影响也不能混为一谈。这一点在下文探讨货币供给变动对利率的影响时,可以看得尤其清楚。既然预期通货膨胀率对利率的影响不同于价格水平对利率的影响,那么它究竟是如何影响利率的呢?从债券的供给看,由于借贷的实际利率等于名义利率减去通货膨胀率,^①那么当预期通货膨胀率增大时,实际上意味着预期的实际

^① 实际利率可以有两种,一种是事前的(或预期的)实际利率,等于名义利率减去预期通货膨胀率;一种是事后的实际利率,等于名义利率减去通货膨胀率。真正影响人们经济决策的是事前的实际利率,所以当我们说到实际利率时,往往指的是事前的实际利率。

借款成本下降,所以在原先的利率水平上,企业将发行更多的债券,也就是债券的供给曲线将右移;从债券的需求看,由于预期通货膨胀率实际上相当于实物资产的预期报酬率,所以它的上升将使人们对实物资产的需求增加,对债券的需求减少,使债券的需求曲线左移。二者的共同作用将使均衡利率上升。

利率随预期通货膨胀率的上升而上升的现象,在经济学中有一个专门的名词,叫做“费雪效应”,因为最早对这一现象进行详细分析的经济学家是欧文·费雪。费雪效应可以用下面的式子来描述:

$$i = r + \dot{P}^e \quad (12.9)$$

式中 i 代表名义利率, r 代表实际利率,也就是在没有通货膨胀预期的情况下借贷双方愿意接受的利率, \dot{P}^e 代表预期通货膨胀率。(12.9)式意味着名义利率对通货膨胀率进行了充分的调整,但是正如我们在下文中要指出的那样,这种调整很可能并不充分。

专栏 12.1

通货膨胀与名义利率

250 由于费雪效应的存在,我们可以预计,当通货膨胀率很高时,名义利率也应该是比较高的。当前许多国家的统计数字也说明了这一点。但是,当经济学家在研究美国 19 世纪末至 20 世纪初的利率和通货膨胀数据时却发现,高通货膨胀并没有伴随着高名义利率。对此就连费雪本人也感到很迷惑,难道费雪效应不起作用吗?

其实认真想想也不难明白其中的奥秘。费雪效应讲述的是预期通货膨胀率与名义利率之间的关系,而不是已经发生的通货膨胀与名义利率之间的关系。当借贷双方都预期物价水平不会继续上涨时,即使当前的通货膨胀率很高,借贷双方也不会签订一个很高的名义利率。在现实中,人们之所以观察到高通货膨胀往往伴随着较高的名义利率,仅仅是因为在通货膨胀较高时,人们对未来通货膨胀的预期也较高的缘故。但是,高通货膨胀是否就必然伴随着较高的通货膨胀预期呢?不一定。这取决于通货膨胀是否具有持续的性。如果大量经验都告诉我们,通货膨胀具有高度的持续性,那么人们观察到今年的通货膨胀率很高时,就可以合理地预期明年的通货膨胀率也会比较高,从而也就愿意接受一个较高的名义利率。这正是大多数国家今天所经历的现实。

但是 19 世纪末 20 世纪初的美国却是另外一幅图景。由于金本位还在有效地起作用,所以通货膨胀往往缺乏持续性,今年的高通货膨胀并不一定意味着下一年也将物价飞涨。因此高通货膨胀并不一定伴随着高通货膨胀预期,从而也就不一定伴随着高名义利率。

上面我们分别从三个不同的角度探讨了影响利率的因素,但是细心的读者肯定已经发现,对于大多数因素而言,虽然从某一角度探讨它们对利率的影响会更为方便一些,但是从其他角度同样可以得出相同的结论。这一点丝毫不奇



怪,因为正如上一节已经告诉我们的那样,从债券的供求考察利率的决定不过是可贷资金利率理论的另一表述,而可贷资金利率理论和流动性偏好利率理论在一定条件下又是相通的。

12.2.2 货币供给与利率

1. 几种可能的影响。

前面我们讨论各种影响利率的因素时,遗漏了一个重要的变量,即货币供给,但这并不是一种疏忽,而是因为货币供给对利率的影响过于复杂,很难用三言两语加以说清。对此,有些读者也许会感到不解,因为无论是从货币的供求看,还是从可贷资金或债券的供求看,这个问题似乎都是一目了然的:从货币的供求看,货币供给的增加意味着货币供给曲线的右移,从而意味着利率的下降;从可贷资金的供求看,因为新增货币供给构成可贷资金供给的一部分,所以货币供给的增加意味着可贷资金供给的增加,从而也意味着利率的下降;从债券的供求看,由于货币供给增加打破了人们原先的资产组合均衡,人们会将一部分新增的货币转换成债券,所以货币供给的增加意味着债券需求的增加,因而也意味着利率的下降。既然我们从三种不同的角度都得出了相同的结论,即货币供给的增加意味着利率的下降,我们难道还不能对这一结论放心吗?

问题并不如此简单,因为上面的推理实际上暗含着一个假定,那就是货币供给的变动不会引起其他条件的变化。但是,由于货币对经济有着广泛的影响,在货币供给增加之后,要使其他条件不变是难以做到的,因而上面所描述的过程(通常被称为流动性效应)仅仅是一个开始,我们还必须对货币供给的影响作进一步的考察。

首先,作为一种扩张性的货币政策,货币的增加可以通过多种渠道引起总需求的增加(其过程可参见第14章)。在经济达到充分就业之前,总需求的增加会引起实际国民收入的增加,而国民收入的增加则会引起货币交易需求的增加,根据前面的分析,这将使利率上升。这种影响被称为货币供给增加的收入效应。

其次,货币供给的增加不仅会引起收入的增加,还会引起价格水平的上涨。当产量接近于充分就业水平时,情形尤其如此。根据流动性偏好利率理论的分析,价格水平的上涨将使人们希望持有更多的名义货币余额,从而使利率上升。这种影响被称为货币供给增加的价格水平效应。

最后,当物价因货币供给增加而上升时,人们往往会形成物价将继续上升的预期,根据前面的分析,这又是一个促使利率上升的因素。这被称为货币供



给增加的预期通货膨胀效应。

上述分析表明,当货币供给增加时,除了流动性效应将降低利率之外,收入效应、价格效应和预期通货膨胀效应都会使利率上升,可见,那种认为只要增加货币供给就可以降低利率的观点显然是过于简单了。事实上,美国 50 年代以来的年度统计资料显示,利率往往是和货币增长率同向变化的,这表明在以年度为单位的时间跨度上,收入效应、价格效应和预期通货膨胀效应压倒了流动性效应。但是这一结果并未排除货币供给在短期内使利率降低的可能,因为这种影响也许过于短暂,从而无法从年度数据中反映出来。

2. 利率变动的轨迹。

为了更确切地了解货币供给变动预期的利率的轨迹,我们有必要了解上述几种效应发生作用的时间。

一般说来,流动性效应的作用是很快的。当货币供给增加,打破了人们原先的资产组合均衡时,人们可以马上到金融市场上把多余的货币转换成债券,从而使债券价格上升,利率下降。另外,从货币供给增加的实际过程也可以发现,流动性效应是立刻就能发挥作用的。这是因为,在发达国家,货币供给的增加通常是通过中央银行在公开市场上买入债券来进行的,因而货币供给增加的同时就伴随着对债券需求的增加,从而就伴随着流动性效应。

相反,货币对实际经济的影响则需要一定的时间。当企业感觉到由于货币的增加而使贷款变得更为容易,投资成本更为低廉时,仍需有一定的时间来调整其投资计划;同样,消费者调整其支出计划也需要时间。因此货币供给增加的收入效应和价格效应往往有一定的滞后性。

预期通货膨胀效应的快慢则取决于人们形成预期的方式。如果人们只是根据过去通货膨胀率的高低来预期未来的通货膨胀率,也就是所谓的适应性预期,则必须等到物价开始上升之后,预期通货膨胀效应才开始发挥作用。在这种情况下,由于驱使利率上升的收入效应、价格水平效应和预期通货膨胀效应都滞后于流动性效应,所以货币供给的增加将先引起利率的下降,经过一段时间之后,使利率上升的因素开始发生作用,从而利率又逐渐上升,并可能超出货币供给增加之前的水平。

但是只要人们是理性的,他们就不可能只会被动地根据过去的通货膨胀率来预期未来的通货膨胀率,相反,他们会从过去的错误中吸取教训,从而较早地形成较为准确的通货膨胀预期。例如,假定过去一次次经历都表明,货币供给每增加 10%,三个月后物价水平就会上涨 5%,六个月后物价水平就会上涨 7%,那么当下一次货币供给增加 10%时,人们可能马上就形成这样的通货膨胀预期,而不必等到物价真的上升之后。这样,预期通货膨胀效应就与流动性效



应同时发生作用,如果前者大于后者,那么不仅短暂的利率下降不会发生,而且会马上出现利率的上升。

理性的通货膨胀预期还可能使价格水平效应发挥作用的时间大大提前。这是因为,通货膨胀的预期一旦形成,它就会影响到商品和劳务的供求,例如买者将提前购买,卖者则囤积居奇,其结果是价格水平的上升大大提前。

还有一个因素也会影响利率的变动轨迹,那就是人们对利率本身的预期。假定投资者从以往的经验中获知,货币供给增加导致的利率下降只是暂时的,数月之后它将因收入效应等因素的作用而上升,那么当利率因流动性效应而下降时,投资者还会愿意持有债券以等待数月之后的贬值吗?显然不会,他将会把债券卖出。当许多投资者都这样做时,利率很快就上升了。

综上所述,在适应性预期的条件下,货币供给的增加将先通过流动性效应使利率下降,然后再通过收入效应、价格水平效应以及预期通货膨胀效应使利率缓慢上升,并有可能使利率高于原先的水平。但是,随着人们金融经验的增长,货币供给增加使利率下降的时间可能越来越短,甚至可能根本不导致利率的下降,而直接导致利率的上升。

但是应该注意的是,迄今为止,我们所讨论的利率都是指名义利率。至于说到实际利率,确实有资料显示,至少是在某些年份中,当货币增长率很高时,实际利率会变得很低。一种可能的解释是,当货币增长率很高,从而通货膨胀率也很高时,企业在进行投资决策时就面临着较大的不确定性,例如投入品的价格上升可能超过产出品价格上升,政府可能会采取强有力的措施来降低通货膨胀等,此外物价的上升还会使企业的税收负担加重,因此企业往往会压缩其投资规模,而不愿以支付与物价平稳时期相当的实际利率来进行投资。试想,在通货膨胀率为零时支付5%的利率显然要比通货膨胀率为20%时支付25%的利率安全得多。因此,货币供给的增加可能会使实际利率下降。

283

专栏 12.2

温州的浮动利率改革

利率是资金的价格。在正确的利率政策下,利率是筹集与运用资金,促进生产发展和扩大流通的有效杠杆,反之它就不能充分发挥作用,甚至失去杠杆作用。温州,作为我国利率改革的第一个城市,从自发改革到有领导地展开,从农村包围城市,从小范围试验到大面积推广,走过了一段坎坷的道路。

第一个吃螃蟹的是金乡信用社。金乡镇是温州市农村十大商品生产基地之一,党的十一届三中全会以后,家庭工业和乡镇企业飞跃发展,所需生产资金从1978年的50万元,剧增到1980年的300万元,而信用社由于存款利率偏低,组织存款困难,全部信贷资金只有40



万元,只能解决需求的13.3%,矛盾十分突出。因此,个体户及企业只能求助于农村民间高利借贷,民间借贷面占企业和个体户借贷总量的73.8%,信用社的业务由此日渐萎缩。怎么办?有压力就有了动力。为了适应农村商品生产发展的需要和信用社的自身生存,金乡信用社于1980年10月主动提出冲击“禁区”,试行以贷定存、存贷利率浮动的做法,规定大额(金额起点为500元)一年定期存款利率浮动为月息10‰,贷款利率为月息15‰,存贷上浮的幅度均为国家基准利率的100%左右。这一改革迅速扭转了局面,当年年底该社用浮动利率吸收个人存款余额达21万元,翌年跃到54万元,不到两年时间累计吸收个人存款金额217万元,并从1981年开始甩掉26年来年年亏损的帽子,首次盈利2.5万元,1982年又盈利8.6万元,得到当地政府的肯定和企业、群众的欢迎。金乡信用社的实践告诉人们,改革利率是必要和可行的。1985年以后,在改革试点成功的基础上,从农村信用社到部分农行、工行营业所逐步试行浮动利率;1987年9月,经人民银行总行批准,“温州市利率改革试点方案”开始实施,使温州利率改革走向全方位、制度化、合法化和规范化。

从温州的利率改革可以看出利率杠杆的巨大作用:在储蓄存款升降的诸多因素中,利率的高低是决定因素,分析历年的数据能看出,只有在实行浮动利率后,储蓄存款才出现了飞跃性的增长,而且当利率上浮时,存款就上升较快,当利率下浮时,存款上升就趋缓或下降;实行浮动利率后,银行、信用社主导了民间借贷市场,组织、融通资金的能力日趋扩大,进而也主导了借贷的利率,使民间利率围绕着行社浮动利率而上下波动;利率改革也壮大了行社的资金实力,有效地增加了贷款供给,为经济建设提供了可靠的资金保证,促进了经济快速发展。

12.3 利率的结构

我们在前两节讨论利率的决定及变动时,似乎给人一种印象,那就是市场上好像只有一种利率。如果你真的这么认为,那就大错特错了。事实上,市场上的利率可以说是多如牛毛,各种不同种类、期限的债券,其利率往往都各不相同。我们前面的讨论忽略了这些差异,目的在于集中探讨利率的总体走势是由哪些因素决定的。但是正如人们在进行股票投资时既要有大势分析,又要有个股分析一样,仅仅了解利率的总体走势是不够的,我们还必须了解各种债券利率之间的关系,也就是利率的结构,而这正是本节所要讨论的内容。我们将首先考察期限相同的各债券利率之间的关系,即利率的风险结构;然后再考察其他特征相同而期限不同的各债券利率之间的关系,即利率的期限结构。

12.3.1 利率的风险结构

利率的风险结构,即期限相同的各债券利率之间的关系,主要是由债券的



违约风险,债券的流动性,以及税收等因素决定的。

1. 违约风险。

当投资者购买一张债券,往往要面临一种风险,也就是债券的发行人可能无法按期还本付息。这种风险就是债券的违约风险。显然,债券的违约风险越大,它对投资者的吸引力就越小,因而债券发行者所应支付的利率就越高。有风险债券和无风险债券(如国库券)之间的利率差被称为风险补偿。

中央政府发行的债券,通常被认为是无风险的,因为中央政府总可以通过征税,甚至发行货币等方式来偿付债券的本息。当然这也并非是绝对的,在政局的动荡威胁到中央政权的安全时,中央政府债券的持有者也可能遭受损失。地方政府也有一定的征税能力,但是其偿债的能力显然不如中央政府,因而被认为是有一定风险的。风险更大的是公司债券,因为公司没有征税的权力,而只能在竞争中求生存。然而竞争又是非常残酷的,任何决策上的失误,或者外部环境的变化,都可能使一家信誉卓著的公司面临资不抵债的境地。在某些经济衰退年份,经济的不景气往往伴随着大批中小企业的倒闭。由于公司与公司之间的差异很大,所以公司债券的利率差异也非常大。资信最好的一些大公司,其债券利率可能与政府债券相差无几,而那些不太为人所知的公司,往往要借助很高的利率才能将其债券销售出去。特别是在某些经济动荡的时期,后者的债券利率可能比前者高出数倍。

由于一般的投资者不可能全面地了解市场上交易的各种债券的具体情况,所以就需要有一些专门的机构来对它们进行调查,并评出相应的等级。这样一些专业的评级公司就应运而生了。在美国,有四家权威的私人评级机构,它们是穆迪投资者服务公司(Moody's Investors Service),标准普尔公司(Standard & Poor's Corporation),费奇公司(Fitch Publishing Corporation)和价值线投资调查公司(Value Line Investment Survey)。它们评级的对象主要是债券,但也包括一部分优先股。中央政府债券被视为无风险债券,不用评级。但地方政府和私人公司的债券在公开发行之前一一般都要经过一家或几家评级机构的评级,否则很难为投资者所接受。

各家评级机构对债券级别的划分没有统一的标准,表示方法也不尽相同。以标准普尔公司为例,债券被分为AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、D十个等级,其安全性逐次递减。其中前四个等级被认为是投资等级,违约风险较小;后面六个等级的债券通常被称作垃圾债券(junk bonds),具有很强的投机性。

2. 流动性。

有一些债券的还本付息可能不成问题,但却缺乏流动性,也就是说,在到期



日之前,持有者很难把它转让出去以获得现金。这也会影响到对债券的需求,因为人们总是偏好于流动性较高的资产(假定其他条件相同的话),以便在必要的时候能够将它迅速变现。因此,在其他条件相同的情况下,流动性越高的债券利率将越低。

美国抵押贷款市场的利率变化说明了流动性对利率的重要影响。在70年代之前,抵押贷款的二级市场还没有发展起来,因而抵押贷款的流动性很低,其结果是,抵押贷款的利率大大高于同期公司债券的利率。但是自70年代以来,抵押贷款的二级市场迅速发展,抵押贷款的流动性大大增加,相应地,它与同期公司债券的利率差异也大大缩小。^①

一种资产的流动性可以用它的变现成本来加以衡量。债券的变现成本主要包括两个方面:一是交易佣金,一是债券的买卖差价(spread)。交易佣金也就是投资者买卖债券时必须向经纪商支付的手续费,它构成债券变现成本中的一项是很容易理解的。需要稍加解释的是债券的买卖差价。我们知道,在任何一个交易时点上,债券市场上都有两个价格,一个是债券出售者报出的债券卖出价(ask price),一个是债券购买者报出的买入价(bid price)(债券自营商则同时报出其卖出价和买入价),并且前者总是高于后者(因为如果前者低于后者,交易即可进行)。投资者买入债券时,支付的是卖出价,但是当他将手中的债券变现时,得到的却是买入价。因此,其间的差价就构成了一项变现成本(对此感到费解的读者,不妨设想一下客户向银行买卖外汇时的情形)。

对于那些交易十分频繁的债券来说,由于市场上随时都有很多的买者和卖者,所以其买卖差价将很小;而那些交易不很活跃的债券,买卖差价就要更大一些,因为想出售这些债券的人可能要花较多的时间来找到一个合适的买主,为了将手中的债券迅速变现,他只好接受一个较低的价格。(事实上,所谓的缺乏流动性,就是指不容易找到合适的买主。)因此,交易越是活跃的债券,其变现成本越小,流动性也就越大。由于政府债券在二级市场上的交易通常要比一般的公司债券频繁得多,所以从流动性这个角度看,其利率也应该比公司债券低。由此我们看到,政府债券同公司债券的利率差,不仅反映了它们在违约风险上的差别,而且反映了它们流动性的不同。

另一个非常有趣的现象是,就政府债券本身而言,交易最为活跃的往往是那些新发行的政府债券。正如我们的理论所预言的那样,这些债券的到期收益

^① 事实上,抵押贷款利率仍要比那些风险和流动性都与之相当的公司债券略高一些,这主要是由于抵押贷款的借款人往往拥有提前还清贷款的权利,因而贷款人的收益具有某种不确定性。为了补偿这种收益的不确定性,贷款人会要求得到一个较高的利率。



率(即我们所说的利率),通常要略低于交易较不活跃的同种“旧”政府债券。

3. 税收因素。

相同期限的债券之间的利率差异,不仅反映了债券之间风险、流动性的不同,而且还受到税收因素的影响。债券持有人真正关心的是税后的实际利率,因此,如果债券利息收入的税收待遇视债券的种类不同而存在着差异,这种差异就必然要反映到税前利率上来。税率越高的债券,其税前利率也应该越高。为了更清楚地理解这一点,我们来比较两种债券。假定有债券 A 和债券 B,它们的违约风险和流动性均相同,但是债券 A 利息收入的所得税率为 t_A ,而债券 B 利息收入的所得税率则为 t_B 。那么,债券 A 的税后利率就等于 $r_A(1-t_A)$,债券 B 的税后利率就等于 $r_B(1-t_B)$,其中 r_A, r_B 分别为债券 A 和债券 B 的税前利率。因此,要使这两种债券的税后利率相等,就必须有

$$r_A = r_B(1-t_B)/(1-t_A) \quad (12.10)$$

从上式中可以清楚地看出,税率越高的债券,其税前利率也应该越高。

如果不考虑税收因素,我们就很难解释这样一个事实,那就是自 40 年代以来,违约风险为零,且有极高流动性的美国联邦政府债券,其利率却始终高于有一定的违约风险,且流动性也更低的州和地方政府债券。但是引入税收因素之后,这一点就不难理解了。根据美国的税法,州和地方政府债券的利息收入可以免交联邦所得税,因而其税前利率自然要低于利息收入要交联邦所得税的联邦政府债券。

在 1986 年美国税收改革之前,美国税法还对一般的债券利息收入和债券的资本利得规定了不同的税率,前者的税率高于后者。这样,收益主要体现为息票利息收入的息票债券的税收负担就高于收益完全体现为资本利得的折价债券(或称零息票债券),因此,前者的到期收益率往往要比后者高。同时由于折价出售的息票债券也有一部分收益体现为资本利得,所以其到期收益率往往也低于平价或溢价出售的息票债券。

12.3.2 利率的期限结构

如果说期限相同的债券之间的利率差异主要是由债券的违约风险、流动性,以及税收等因素决定的,那么在上述条件均相同,而期限不同的债券之间的利率差异又是由哪些因素决定的呢?这正是利率期限结构理论所要回答的问题。

在考察具体的利率期限结构理论之前,我们先引入一个描述利率期限结构



的工具,即收益曲线(或称利率曲线)。它是用来刻画债券的期限与利率之间关系的曲线。其横轴为债券的期限,纵轴为债券的利率。一般说来,收益曲线有三种可能的形状(如图 12.5),水平的收益曲线代表各种期限的债券利率相同,向上倾斜的收益曲线则代表期限越长的债券利率越高,向下倾斜的收益曲线则代表正好相反的情形。但最常见的则是第二种情形,即图 12.5(B)。

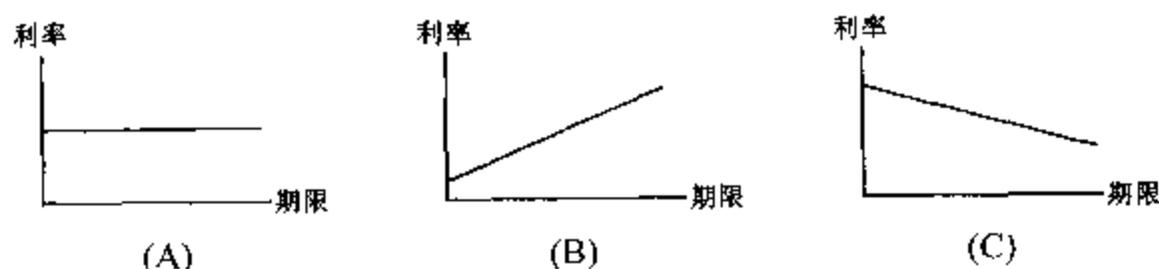


图 12.5 收益曲线(利率曲线)

在关于利率的期限结构方面,有两个现象特别值得注意:(1)各种期限债券的利率往往是同向波动的;(2)长期债券的利率往往高于短期债券。对于这两个现象,有三种较为流行的解释。

1. 预期理论(expectations theory)。

预期理论假定整个债券市场是统一的,不同期限的债券之间具有完全的替代性,也就是说,债券的购买者在不同期限的债券之间没有任何特殊的偏好。在此基础上,预期理论断言,利率的期限结构是由人们对未来短期利率的预期决定的。当人们预期未来的短期利率将上升时,长期利率就高于短期利率,即收益曲线向上倾斜;反之,若人们预期未来的短期利率将下降,则长期利率低于短期利率,即收益曲线向下倾斜;只有当人们预期未来的短期利率将保持不变时,收益曲线才是水平的。

我们可以用一个简单的例子来考察预期理论的上述假说。假定某个投资者有两年期的闲置资金,打算投资于债券。显然,他可以购买 1 年期的债券,等到一年后将收回的本息再用于购买 1 年期债券;他也可以现在就购买 2 年期的债券。假定在期初时,1 年期债券的年利率为 i_t ,2 年期债券的年利率为 i_{2t} ,预计一年后的 1 年期债券年利率为 i_{t+1}^e 。则前一种策略的预期收益率为 $(1+i_t)(1+i_{t+1}^e)-1$;第二种投资策略的预期收益率为 $(1+i_{2t})^2-1$ 。由于投资者对债券的期限没有特殊偏好,所以在均衡的情况下,这两种投资策略的预期收益率应该相等。所以有:

$$(1+i_{2t})^2-1=(1+i_t)(1+i_{t+1}^e)-1$$

即:

$$2i_{2t}+i_{2t}^2=i_t+i_{t+1}^e+i_t \cdot i_{t+1}^e$$



由于 i_{2t}^2 和 $i_t \cdot i_{t+1}^e$ 的值都很小,可以忽略不计,所以由上式就得:

$$i_{2t} = \frac{i_t + i_{t+1}^e}{2} \quad (12.11)$$

(12.11)式表明,2年期的债券利率 i_{2t} 等于当前的1年期债券利率 i_t 和预期的一年后1年期债券利率 i_{t+1}^e 的平均数。从中不难看出,如果 $i_{t+1}^e > i_t$,即人们预期1年期债券利率将上升,则 $i_{2t} > i_t$,即2年期利率大于1年期利率;同样,若 $i_{t+1}^e < i_t$,则 $i_{2t} < i_t$ 。上述关系在考察更长期限的债券利率同1年期债券利率的关系时同样适用。事实上,将模型稍作拓展,便可得出: N 年期债券的利率 i_{nt} ,等于在其期限内可能出现的 N 个1年期利率的平均数。用公式表示,就是:

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \cdots + i_{t+n-1}^e}{n} \quad (12.12)$$

式中 i_t 为当前的1年期利率, i_{t+i}^e 为预计的 i 年后的1年期利率。

预期理论将不同期限的债券视为一个密切联系的统一体,从而为债券市场上不同期限债券利率的同向波动提供了解释。例如,从(12.11)式可以看出当1年期利率 i_t 上升时,人们往往倾向于预期下一年的利率 i_{t+1}^e 也会上升,因而2年期利率 i_{2t} 也跟着上升。^① 但是预期理论也面临着一个重要的经验事实的挑战,那就是市场上长期债券的利率一般要高于短期债券,这是否意味着人们总是倾向于相信未来的利率会高于现在呢?这显然是没有道理的,因为人们预期的利率变化方向不可能是不变的。针对这一矛盾,有的经济学家提出了利率期限结构的分割市场理论。^②

2. 分割市场理论(segmented market theory)。

分割市场理论假定,各种期限的债券之间毫无替代性,它们的市场是相互分割、彼此独立的,因而每种债券的利率仅仅取决于该种债券的供给和需求。

显然,市场分割是一种较强的假定,但是考虑到下面几个方面的因素,这种假定也并不是完全没有道理的:(1)投资者可能对某种期限的债券具有特殊的偏好,例如注重未来收入稳定性的投资者可能倾向于选择长期债券。(2)某些机构投资者的负债结构决定了它们在短期债券和长期债券之间的选择。例如过去的商业银行主要以吸收短期存款为主,所以往往倾向于购买短期债券;而保险公司、养老基金等金融机构的负债则是长期的,不必太担心因临时需要将

① 事实上,从(12.11)式还可看出,即便 i_{t+1}^e 不变, i_{2t} 也会随 i_t 的上升而上升。

② 另一种解释长期利率高于短期利率的理论是流动性补贴理论,该理论认为,由于长期债券的价格对利率变动较为敏感,也就是长期债券的价格波动性较大,长期债券应支付一定的风险补贴(在该理论中,称为流动性补偿),因此长期债券的利率就要高于短期债券。



债券换成现金而蒙受资本损失,所以它们主要以购买长期债券为主。(3)不同的借款人往往也只对某种期限的债券感兴趣,例如零售商往往只需要借入短期资金,而房地产开发商则需要借入长期资金。

市场分割理论对收益曲线通常向上倾斜,即长期利率高于短期利率的经验事实提供了一种直截了当的解释,那就是人们一般更愿意持有短期债券,而不愿持有长期债券,因而短期利率相对较低。但是由于这种理论将不同期限的债券市场看成是分割的,所以它无法解释为什么不同期限的债券利率往往是同向波动的。因此这一理论也有局限性。

3. 优先聚集地理论(preferred habitat theory)。

优先聚集地理论可以被看成是上面两种期限结构理论的综合。它考虑到了投资者对不同债券期限的偏好,也就是说,投资者有一个优先的聚集地,但是它认为这种偏好并不是绝对的。当不同期限的债券之间预期收益率达到一定临界值后,投资者就可能放弃他所偏好的那种债券,转而投资于预期收益率较高的债券。也就是说,由于投资者偏好的存在,不同期限的债券不可能是完全相互替代的,因而各种债券的预期收益率不会完全相等;但是当这种不等达到一定程度时,替代就会发生。这一假定显然较预期理论的完全替代性和分割市场理论的完全分割假定都更为现实。

在我们前面所举的例子中,假如投资者更偏好于1年期债券,只有当1年期债券的预期收益率与2年期债券的预期收益率之差超过 ΔR 时,投资者才转而选择2年期债券,那么均衡条件就为:

$$(1+i_{2t})^2 - 1 = \Delta R + (1+i_t)(1+i_{t+1}^e) - 1$$

根据前面相同的推理,可得:

$$i_{2t} = \frac{\Delta R}{2} + \frac{i_t + i_{t+1}^e}{2} \quad (12.13)$$

(12.13)式便是最简单的优先聚集地理论表达式,式中的 $\frac{\Delta R}{2}$,也就是长期利率和短期利率(当期的及预期的)平均值之间的差额,可以被看成是一项期限补偿,它的大小取决于投资者对不同债券期限的偏好强度;正负则取决于投资者究竟偏好于哪一种债券,如果投资者偏好于短期债券,则该项为正,反之,则为负。由于长期债券的价格对利率较为敏感,波动性(即风险)比短期债券大,所以期限补偿一般为正数。

优先聚集地理论能够较好地解释为什么长期利率通常高于短期利率。从(12.13)式不难看出,即便人们预期下一年短期利率将下降,即 $i_{t+1}^e < i_t$,但只要 $\Delta R + i_{t+1}^e > i_t$,便有 $i_{2t} > i_t$,即2年期债券利率高于1年期。该理论同样能够



解释为什么不同期限的债券利率会同向波动,这一点在(12.13)式中是一目了然的,所以无需赘述。

由于优先聚集地理论较好地与我们观察到的经验事实相符合,所以它是一种最流行的利率期限结构理论。

本章小结

1. 古典利率理论把利息看成是等待或延期消费,即储蓄的报酬,因而主要从储蓄和投资等实物角度来探讨利率的决定,并且认为灵活变动的利率具有使储蓄和投资相等的自动调节功能。但正如凯恩斯所指出的那样,以货币形式持有的那部分储蓄并不能为储蓄者带来利息收入,所以将利息看成等待或延期消费的报酬是不贴切的;另外,古典利率理论忽略了储蓄及投资和收入之间的联系。

2. 凯恩斯的流动性偏好利率理论把利息看成是在一定时间内放弃对货币的灵活控制权的报酬,因而将利率看成是一种纯粹由货币供求决定的货币现象。可贷资金利率理论则是从可贷资金的供求来讨论利率的决定,它既考虑了储蓄、投资等实物因素对利率的影响,又考虑了货币供求变动等货币因素的作用。可贷资金利率理论的另一种表述形式是将利率看作是由债券的供求决定的。

3. 影响利率的因素很多,包括收入、价格水平、边际消费倾向、投资的预期报酬率、政府的预算赤字、财富、债券的风险、预期利率、预期通货膨胀率以及货币供给等。

4. 货币供给增加对利率的影响较为复杂,其中流动性效应使利率下降,但是收入效应、价格水平效应和预期通货膨胀效应却会使利率上升。在适应性预期的条件下,货币供给的增加将先通过流动性效应使利率下降,然后再通过收入效应、价格水平效应及预期通货膨胀效应使利率缓慢上升,并有可能使利率高于原先的水平。但是,随着人们金融经验的生长,货币供给增加使利率下降的时间可能越来越短,甚至可能根本不导致利率的下降,而直接导致利率的上升。从经验事实看,货币供给增加倾向于使名义利率上升而实际利率下降。

5. 利率的风险结构是指期限相同的各债券利率之间的关系,它主要取决于债券的违约风险、流动性及税收等因素。利率的期限结构则是指其他特征相同而期限不同的各债券利率之间的关系。预期理论、分割市场理论和优先聚集地

理论是三种有代表性的利率期限结构理论。

复习与思考

1. 凯恩斯是如何批评古典利率理论的?
2. 流动性偏好利率理论和可贷资金利率理论有何不同,它们之间没有任何共通之处吗?
3. 当下列情况发生时,利率将如何变化?
 - (1) 债券风险增大;
 - (2) 收入增加;
 - (3) 企业家对投资前景看好;
 - (4) 货币供给增加(仅考虑短期的流动性效应);
 - (5) 预期赤字增大;
 - (6) 人们预期利率将下降。
4. 什么叫费雪效应?
5. 货币供给增加的价格水平效应和预期通货膨胀效应有何不同? 试举例说明。
6. 增加货币供给一定能够降低利率吗?
7. 有人说,人们的金融经验越丰富,利用增发货币的方式来降低利率的方式就越难以奏效,这话有道理吗?
8. 为什么国库券的利率通常低于公司债券? 当经济不景气时,这种利差会扩大还是缩小?
9. 美国联邦政府债券的安全性和流动性都比州和地方政府债券高,为什么前者的利率反而比后者高?
10. 什么叫收益曲线?
11. 根据预期理论,当人们预计未来的短期利率将上升时,收益曲线形状将会是怎样的? 如果人们预期短期利率将下降呢?
12. 优先聚集地理论较预期理论和分割市场理论有何优越之处?

参考文献

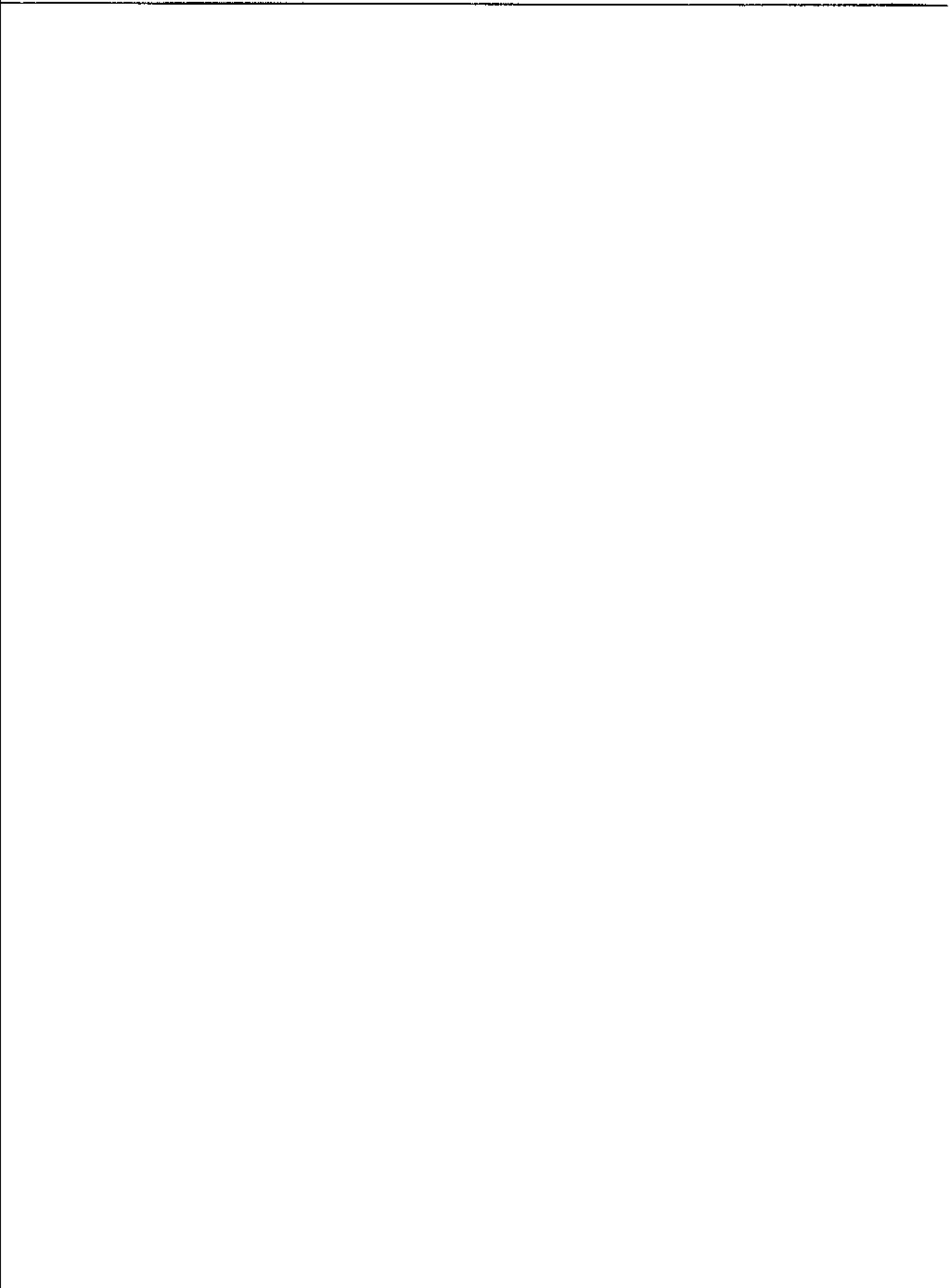
- Fabozzi, Frank J. and Franco Modigliani, 1992, *Capital Markets: Institutions and Instruments*, Prentice Hall, Inc. .
- Harris, Laurence, 1981, *Monetary Theory*, McGraw-Hill Book Company.
- Hutchinson, Harry D. , 1992, *Money, Banking, and the U. S. Economy*, 7th edition, Prentice Hall.
- Mishkin S. Frederic, 1995, *The Economics of Money, Banking, and Finan-*



cial Markets, 4th edition, Harper Collins Publishers.

Ritter, Lawrence S. and William L. Silber, 1991, *Principles of Money, Banking, and Financial Markets*, 7th edition.

盛松成、施兵超、陈建安：《现代货币经济学》，中国金融出版社 1992 年版。



第 4 篇

货币与经济





第 13 章

货币与国民收入：*IS-LM* 模型

货币作为最重要的宏观经济变量之一,与其他宏观经济变量之间的关系历来为经济学家及政策制定者们所重视。在本篇的4章中,我们将依次探讨货币与实际国民收入(简称国民收入或收入)、价格水平、通货膨胀及经济发展之间的关系。

在这一章中,我们将在不考虑价格水平变动的情况下探讨货币供应量变动对国民收入的影响。我们分析的基础便是著名的 *IS-LM* 模型。我们将首先对 *IS-LM* 模型作一个概略的阐述,然后在该模型的框架内讨论涉及凯恩斯主义和货币主义根本分歧的一系列重大问题:(1)失业均衡的持续性,它涉及政府是否对经济进行积极干预的问题。(2)财政政策及货币政策的相对有效性,它涉及政府对经济进行干预时,是用财政政策更有效,还是用货币政策更有效的问题。(3)货币政策中介目标的选择,它要回答的则是货币当局在使用货币政策来稳定经济时,应该以货币供应量,还是以利率作为政策操作的中介目标。早期的凯恩斯主义和货币主义曾就这些问题展开过激烈的争论,而且直至今日,这些争论仍未完全结束。本章的内容将揭示这些争论背后的实质,相信读者将会对此产生强烈的兴趣。

在下一章中,我们将把价格水平和国民收入纳入到一个统一的框架——总供求模型中来,从而进一步动态地考察货币对价格水平和国民收入的影响。

13.1 *IS-LM* 模型概述

IS-LM 模型可以说是经济学史上最著名、最精致的模型之一。虽然由于理性预期学派的兴起,*IS-LM* 模型在宏观经济学中的地位受到了一定冲击,但是在目前仍占主导地位的凯恩斯主义宏观经济学(新古典综合派)中,*IS-LM* 模型仍具有作为核心的重要性。

IS-LM 模型的最初形式,即 IS-LL 模型,是英国经济学家希克斯在 1937 年提出的。希克斯构造这一模型的目的,是为了在一个一般均衡的理论体系中揭示凯恩斯理论与“古典”理论的区别与联系。但是 IS-LM 模型的真正流行,则应归功于 1949 年美国经济学家汉森对它的重新阐述。希克斯、汉森的工作奠定了新古典综合派的重要理论基石,因而被称为“希克斯—汉森综合”。

下面我们就将几乎在所有宏观经济学基础教科书中均可找到的 IS-LM 模型作一个简要描述。在此有必要首先强调的一点是,在 IS-LM 模型中,价格水平是外生的。也就是说,价格水平只能由模型以外的因素来决定,而不能由模型本身加以解释。

13.1.1 产品市场上的均衡:IS 曲线

IS 曲线是产品市场均衡曲线。它代表的是使产品市场上的供给等于需求的利率与收入水平的组合。

根据基本的宏观经济学常识,我们知道:产品市场上的均衡条件可以表示为(不考虑国际贸易):

$$Y = C + I + G \quad (13.1)$$

208 式中 Y 代表收入,由于各经济主体的收入之和构成了产品的总价值,所以它实际上代表着产品市场上的总供给。C、I 和 G 则分别代表消费、私人投资和政府购买,它们构成了产品市场上的总需求。政府购买可以被认为是由政府决策所决定的,所以可以看作是一个外生变量(也就是不能由模型本身加以解释的变量);消费主要由收入决定,收入越高,消费意愿就越强;投资则主要受利率影响,利率越高,投资意愿就越低。写成函数形式,就分别是:

$$C = C(Y), \quad \frac{dC}{dY} > 0 \quad (13.1a)$$

$$I = I(i), \quad \frac{dI}{di} < 0 \quad (13.1b) \textcircled{1}$$

① 和在第 12 章中一样,虽然投资者关心的是预期的实际利率,但是为了和货币需求函数中的名义利率保持一致,我们仍将(13.1)式中的利率看成是名义利率。也就是说,它反映了在预期通货膨胀率给定的情况下,私人投资与名义利率的关系,当预期通货膨胀率发生变化时,该函数将发生位移。通过这样的处理,我们可以避免在 IS-LM 模型中出现名义利率和实际利率的不一致。所谓名义利率和实际利率的不一致,是卡尔·布伦那和阿伦·梅尔泽等经济学家对 IS-LM 模型提出的一种批评。他们认为,由投资函数导出的 IS 曲线对应的是实际利率,由货币需求函数导出的 LM 曲线对应的是名义利率,在存在通货膨胀预期的情况下,两条曲线放在一起,会出现纵坐标不统一的问题。



$$G = \bar{G} \quad (13.1c)$$

根据消费函数(13.1a),投资函数(13.1b),政府购买函数(13.1c),以及均衡条件(13.1),便可以推导出使产品市场达到均衡的利率与收入组合,即IS曲线。如图13.1(A)所示,纵轴表示总需求($C+I+G$),横轴表示总供给(Y),45度线则代表均衡条件即(13.1)式。由于总需求中的消费需求是随着收入的增加而增加的,所以我们将得到一条向上倾斜(但斜率小于1,因为边际消费倾向小于1)的总需求曲线。它与45度线的交点便构成了产品市场均衡点。当利率为 i_1 时,总需求曲线为 $C+I(i_1)+G$,均衡点为 E_1 ,均衡收入为 Y_1 ;当利率上升至 i_2 时,由于私人投资和利率的反向关系,投资将减少,即 $I(i_2) < I(i_1)$,因而总需求曲线向下平移至 $C+I(i_2)+G$,均衡点为 E_2 ,均衡收入也将减少至 Y_2 。因此在产品市场均衡条件下,利率与收入成反向关系。将这种反向关系在图13.1(B)中描绘出来,便是所谓的IS曲线。

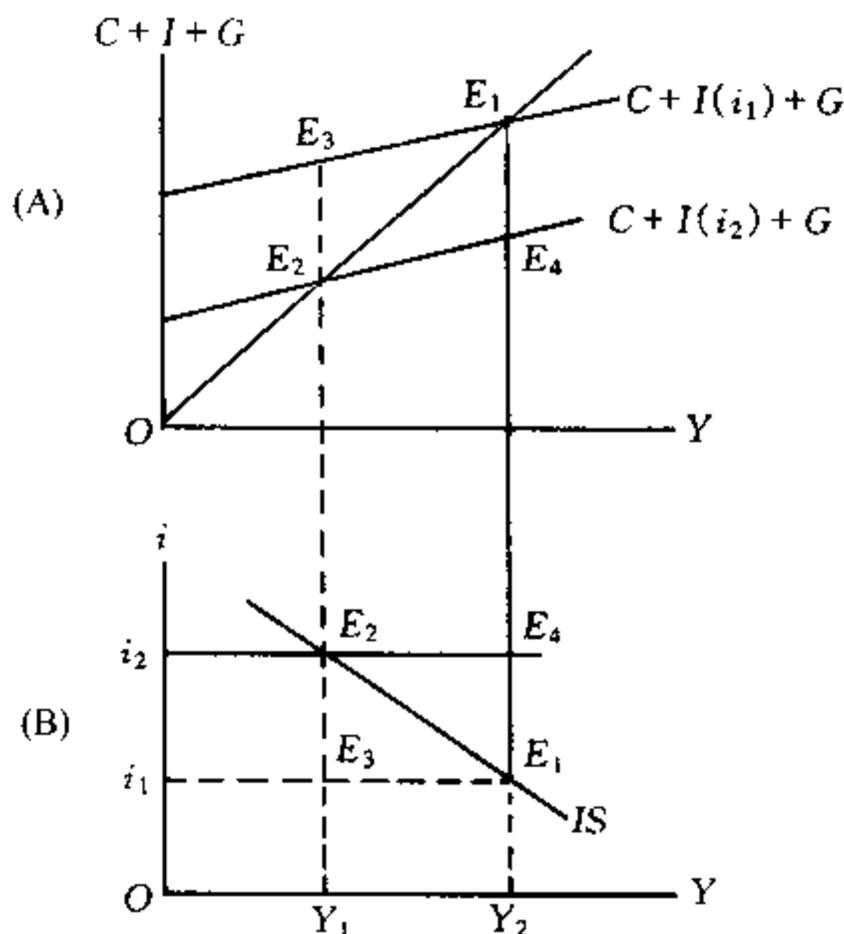


图 13.1 IS 曲线的导出

虽然IS曲线的推导过程有一些复杂,但是它背后的经济含义却很直观:由于利率的上升会引起私人投资需求的下降,从而使总需求及均衡收入也随之下落。所以IS曲线的斜率为负。

IS曲线斜率(绝对值)的大小,即IS曲线的陡峭程度,取决于(1)私人投资对利率的敏感性,及(2)投资乘数,即投资扩张引起的收入扩张倍数。如果投资对利率变动很敏感,则意味着利率较小幅度的上升将引起投资需求,从而收入



的较大幅度下降,因而 IS 曲线将较为平坦;反之,则较为陡峭。而投资乘数越大,则意味着利率上升引起的投资收缩将引起较大的收入减少,这也意味着 IS 曲线较为平坦。^①

IS 曲线的位置则是由自主性支出决定的。所谓自主性支出,是指消费中受收入以外的因素影响的部分,私人投资中受利率以外的因素影响的部分,以及由政府决定的政府购买等外生变量。例如,当我们将消费函数写成 $C = C_0 + cY$, 投资函数写成 $I = I_0 - bi$ 时,其中的 C_0 和 I_0 就都属于自主性支出。当自主性支出增加时,IS 曲线将右移。这是因为,在每一利率水平上,总需求都增加了。例如在其他条件不变的情况下,政府购买的增加将引起图 13.1(A)中总需求曲线的上移,并进而引起图 13.1(B)中 IS 曲线的右移。相应地,自主性支出的减少将引起 IS 曲线的左移。

在所有的自主性支出中,有一类特别引起经济学家的重视,那就是自主性投资。它主要是受投资的预期报酬率(或者,用凯恩斯的话说,是预期的资本边际效率)影响。按照凯恩斯的观点,企业家在估计投资的预期报酬率时,与其说是出于理性的计算,不如说是出于一种“血气冲动”(“animal spirit”)。因此自主性投资实际是由企业家复杂多变的情绪所支配的,因而是非常不稳定的,由此导致的 IS 曲线的频繁位移是经济波动的主要根源。影响自主性投资,从而影响 IS 曲线位置的另一个因素是预期通货膨胀率,当预期通货膨胀率上升时,原有名义利率所对应的实际利率下降,企业将增加投资,因而 IS 曲线将右移。

不在 IS 曲线上的点代表着产品市场上的非均衡点。其中在 IS 曲线右上方的点意味着产品市场上存在着超额供给,在 IS 曲线左下方的点则意味着存在超额需求。以图 13.1(B)中的点 E_3 和 E_4 为例:由于 E_3 点的利率和 E_1 点的利率是相同的,均为 i_1 ,所以它们在图 13.1(A)中对应的总需求曲线均为 $C + I(i_1) + G$, 并且分别对应着图 13.1(A)中的 E_3 点和 E_1 点。但是在图 13.1(A)中很明显地看出, E_3 点为总需求大于总供给的非均衡点。究其原因,是因为利率低于均衡水平 i_2 所导致的投资需求过大。相反,在 E_4 点上,由于利率高于均衡水平 i_1 而导致投资需求过小,从而使产品市场上需求小于供给。

^① 事实上,根据隐函数求导法则,由 IS 曲线的表达式 $Y = C(Y) + I + G$ 可得: $\frac{\partial i}{\partial Y} = -\frac{1 - C_Y}{-I_i} =$

$\frac{1 - C_Y}{I_i} = \frac{1}{\alpha I_i} < 0$, 式中的 C_Y 为收入的边际消费倾向, $\alpha = 1/(1 - C_Y)$ 即为投资乘数, I_i 为投资对利率的敏感性。从中不难看出 IS 曲线斜率为负,并且投资乘数越大,投资对利率越敏感,则 IS 曲线越平坦。

13.1.2 货币市场上的均衡:LM 曲线

LM 曲线是货币市场均衡曲线,也就是在既定的货币供给下使货币需求和货币供给相等的利率和收入组合。

根据凯恩斯主义的货币需求理论,可知货币需求主要取决于收入和利率,并且与收入成正向关系,与利率成反向关系,即:

$$\frac{M^d}{P} = L(Y, i), \frac{\partial L}{\partial Y} > 0, \frac{\partial L}{\partial i} < 0 \quad (13.2a)$$

为简单起见,我们不考虑利率对银行超额准备金率的影响,而把货币供给 $\frac{M^s}{P}$ 看成是一个完全由中央银行决定的,不受利率影响的外生变量。因此,货币市场均衡条件由下式给出:

$$\frac{M^s}{P} = L(Y, i) \quad (13.2b)$$

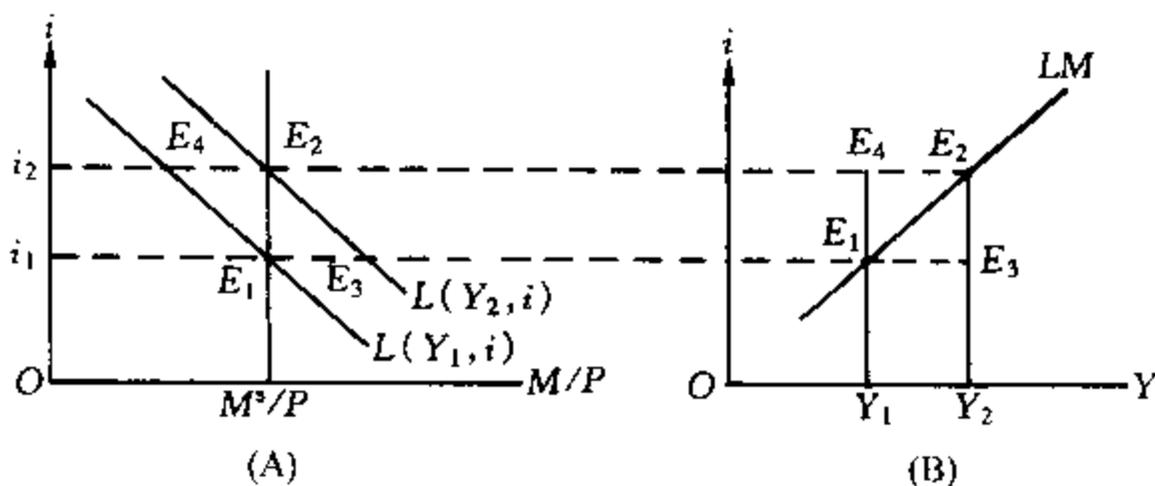


图 13.2 LM 曲线的导出

从(13.2b)式中可以推导出 Y 和 i 之间的关系,描述这一关系的曲线就是所谓的 LM 曲线。下面我们从图 13.2 来说明这一点。图 13.2(A) 给出了货币供求曲线及均衡点(由于假定货币供给不受利率影响,所以它是一条垂线,而且,与图 12.2 还有一点不同的是,图 13.2(A) 的横轴表示的是实际货币存量,而不是名义货币存量)。当收入为 Y_1 时,货币需求曲线为 $L(Y_1, i)$,均衡利率为 i_1 ;当收入上升至 Y_2 时,由于收入与货币需求成正向关系(用凯恩斯的话说,是货币的交易需求、预防需求加大),因而货币需求曲线将上移至 $L(Y_2, i)$,均衡利率也提高到 i_2 。将收入与利率之间的这种正向关系描绘在图 13.2(B)中,便是 LM 曲线。

LM 曲线的斜率为正,这一点也有直观的经济含义:当货币供给不变时,因



收入上升引起的货币需求增加必须通过由利率上升引起的货币需求下降来加以抵消,才能使货币市场继续保持均衡。

LM 曲线斜率的大小由货币需求对利率和收入的敏感性决定。如果货币需求对利率很敏感,对收入不敏感,那么当收入增加时,它所引起的货币需求增加只需有小量的利率上升便可加以抵消,因而 LM 曲线就将比较平坦。反之,如果货币需求对利率不敏感,对收入很敏感,那么因收入增加而引起的货币需求增加就要有较大的利率上升才能加以抵消,因而 LM 曲线就较陡峭。

一句话,LM 曲线的斜率与货币需求对利率的敏感性成反向关系,与货币需求对收入的敏感性成正向关系。^①LM 曲线的斜率大小有着重要的理论和政策含义,并且曾是货币主义和凯恩斯主义争论的一个焦点。后而我们还要多次提到。

LM 曲线的位置则是由实际的货币供给量决定的。从图 13.2(A)中可以看出,如果实际货币供应量增加(这要么是因为货币当局增加了名义货币的供给 M^s ,要么是因为价格 P 下降),即 $\frac{M^s}{P}$ 曲线右移,则均衡利率将下降,相应地,图 13.2(B)中的 LM 曲线也将向右下方移动。也就是说,实际货币供给的增加使 LM 曲线右移,实际货币供给的减少使 LM 曲线左移。

302

位于 LM 曲线上方的点意味着存在超额货币供给,位于 LM 曲线下方的点则意味着存在超额货币需求。以图 13.2(B)中的 E_4 点为例,它对应的是图 13.2(A)中 E_4 点,在该点上货币供给大于货币需求。这是因为 E_4 点上的利率高于 Y_1 水平上的均衡利率 i_1 ,从而使货币需求(投机需求)过小。 E_3 点则与此恰恰相反。

13.1.3 产品市场和货币市场的一般均衡:IS-LM 模型

我们把 IS 曲线和 LM 曲线描绘在一张图上(如图 13.3),便可得到产品市场和货币市场的一般均衡点,即点 E 。在该点上,无论产品市场还是货币市场均处于供求相等的状况。

任何引起 IS 曲线或 LM 曲线移动的因素,也必将引起均衡点 E 的移动。

^① 同样,这一点也可以利用隐函数求导法则加以严格证明。根据该法则,由 LM 曲线的表达式 $\frac{M^s}{P} = L(Y, i)$ 可得: $\frac{\partial i}{\partial Y} = -\frac{L_Y}{L_i} > 0$, 式中 L_Y 和 L_i 分别代表货币需求对收入和利率的敏感性。从中不难看出,LM 曲线斜率为正,且与货币需求对利率的敏感性成反向关系,与货币需求对收入的敏感性成正向关系。



在所有这些因素中,我们将着重探讨以增减政府购买为代表的财政政策和以增减货币供应量为代表的货币政策对均衡国民收入和均衡利率的影响。不过,在具体考察财政政策和货币政策的影响之前,我们将先来看一看这些宏观干预政策是否必要,以及在哪些条件下它们是必要的。这就涉及对失业均衡可能性的讨论。

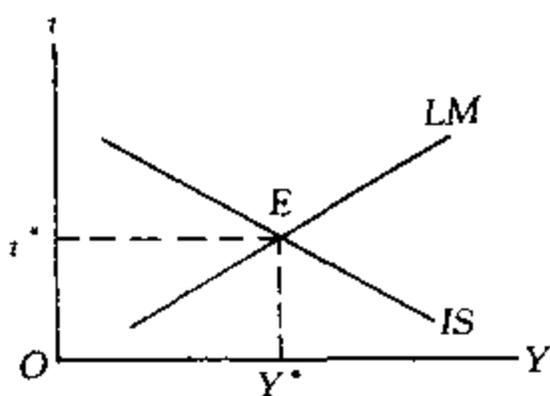


图 13.3 产品市场和货币市场的一般均衡

13.2 干预还是不干预

在有关 IS-LM 模型的讨论中,我们首先应该明确的一点是,由 IS 曲线和 LM 曲线决定的均衡收入并不一定是充分就业时的收入(Y^F),也就是说,产品

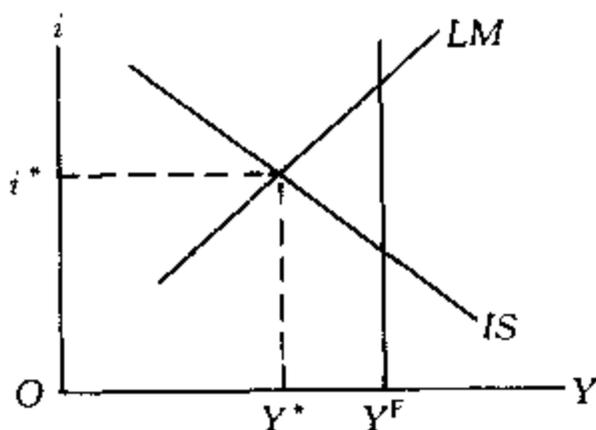


图 13.4 小于充分就业的均衡

市场和货币市场上的均衡并不意味着劳动力市场上的均衡。当由 IS 曲线和 LM 曲线决定的均衡收入小于充分就业时的收入时(如图 13.4 所示),在劳动力市场上就会存在非自愿的失业。也就是说,我们将得到一个小于充分就业的均衡,或称“失业均衡”。

由于消除非自愿的失业始终是宏观经济政策的主要目标之一,因此失业均衡

是我们所不愿意看到的。但是在决定是否采取某种措施来使经济恢复到充分就业收入水平 Y^F 上来之前,我们首先要问的问题是,经济本身是否有向充分就业水平趋近的动力?或者说,在政府不加干预的情况下,失业均衡将持续多久。

13.2.1 经济向充分就业水平靠近的趋势

凯恩斯之前的经济学家,大多相信经济本身有极强的自我调节功能。通过相对价格(包括利率和工资)的变动,经济能自动地向充分就业水平靠近,因而任何对充分就业收入水平的偏离都只是暂时的。这种观点同样可以在 IS-LM 模型的框架内加以阐述。

如图 13.5 所示:假定开始时经济处在充分就业均衡点 E_0 上,但是由于某

种原因,投资者突然对投资前景感到悲观,纷纷减少其自主性投资,从而使 IS 曲线由 IS_0 左移至 IS_1 ,这样由 IS 曲线和 LM 曲线决定的均衡收入就是 Y_1 ,它低于充分就业的收入水平 Y^F 。此时,如果没有外界的干预,经济是否就会在这一

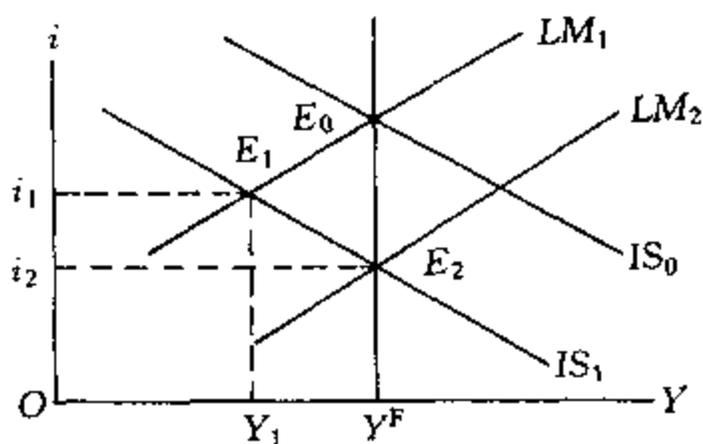


图 13.5 经济的自我调节

一低于充分就业的水平上持续下去呢? 古典经济学家断言: 不会。因为他们相信工资和价格是灵活可伸缩的。所以当经济中存在非自愿的失业时, 工资水平将下降; 伴随着工资水平的下降, 产品的价格也将下降, 因为构成产品成本要素之一的工资下降了。而价格水平的下降又意味着在名义货币供给不变的条件下,

实际的货币供给增加了。根据我们前面的分析, 实际货币供给的增加会引起 LM 曲线的右移。价格的下降最终将使 LM_1 曲线右移至 LM_2 , 从而使收入水平也恢复至充分就业水平 Y^F 上来^①。如果要想了解这一过程背后的经济实质, 即是因为, 价格的下降使得实际货币供给增加, 从而使利率下降, 投资上升, 从而收入水平也就上升了。

正是基于以上的分析, 才使古典经济学家们相信, 大规模的失业不可能持续存在, 因而任何旨在稳定经济的宏观经济政策都是不必要的, 但是这种观点遭到了凯恩斯的严厉抨击。

13.2.2 失业均衡持续的三个理由

凯恩斯在他的《通论》中, 提出了三个使得上述调整过程中断, 或者不起作用的理由, 从而论证了政府稳定政策的必要性。

第一, 他认为, 由于工会势力等因素的存在, 名义工资并不是灵活可伸缩的, 它具有某种刚性。也就是说, 当劳动力市场存在非自愿失业时, 工资并不能作出相应的反应来吸收过剩的劳动力, 因为工会等势力将阻挠名义工资的下降。相应地, 受工资成本影响的价格也不能灵活地向下浮动。这样, 由于工资和价格的刚性, 图 13.5 中的 LM 曲线右移就不可能出现, 经济将在原来的低于充分就业水平的收入 Y_1 上持续下去。

^① 这里, 我们假定价格水平变动没有引起预期通货膨胀率的变动, 因而 IS 曲线没有发生进一步的移动。在本章中, 除非特别强调, 我们始终维持这一假定。

第二,即使工资和价格是灵活可伸缩的,但是只要存在着“流动性陷阱”^①,经济也将在原来的低于充分就业水平上继续。所谓流动性陷阱,是指由于利率达到一个极低的水平之后,人们预期它不可能进一步降低,为避免将来因利率上升而导致的债券贬值,而愿意持有任何新增的货币余额的情形。在这种情形下,货币需求对利率的敏感性变得无穷大,货币需求曲线将是一条水平线[如图13.6(A)中的水平段],它对应的LM曲线也将是一条水平线[如图13.6(B)中的水平段]。在这一区域,由于实际货币供给的增加已经不可能使利率进一步下降,所以实际货币供给增加之后的LM曲线(LM₂)将与原来的LM曲线(LM₁)重合。从而无论是价格水平的下降,还是名义货币供给量的增加,都不能使经济摆脱低于充分就业水平的均衡E₁并恢复到充分就业水平上来。值得注意的是,在流动性陷阱的情况下,不仅经济自身缺乏自我调节的功能,就连货币政策也将完全失效。

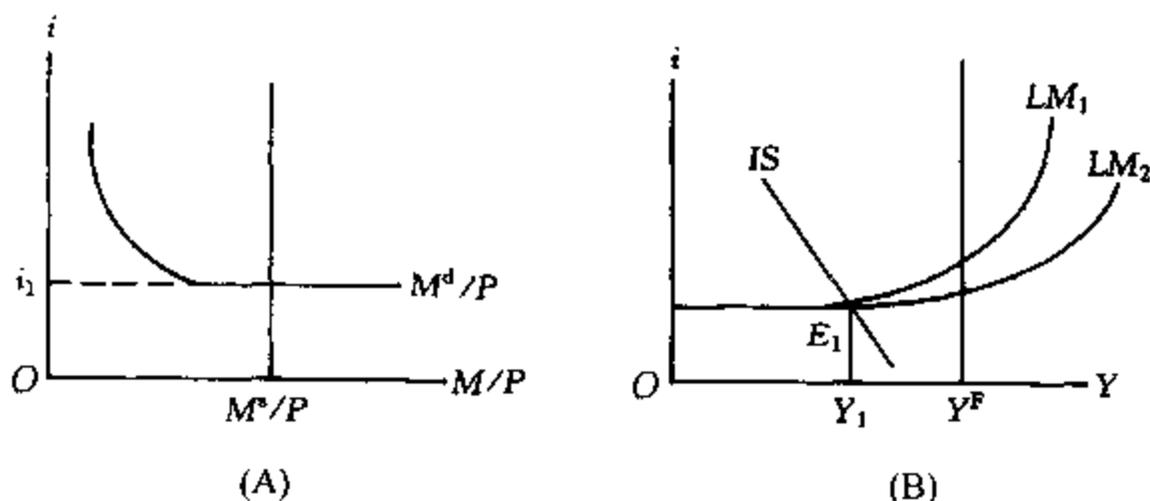


图 13.6 流动性陷阱

第三,即使工资和物价是灵活可伸缩的,而且也不存在流动性陷阱,但是如果私人投资对利率很不敏感,则失业均衡也将持续。这一情形可以用图13.7来描述。由于投资对利率不敏感,所以IS曲线较陡峭(参见前文的讨论),该曲线在低于充分就业水平的收入Y₂上与横轴(利率为零)相交。这意味着只有在利率为负的情况下(即在E'点),IS曲线与LM曲线的交点才可能对应着充分就业的产量。但是由于利率显然不可能为负(别忘了,这里的利率是名义利率),从而LM曲线也不可能位于横轴的下方,所以价格下降至多可使收入增

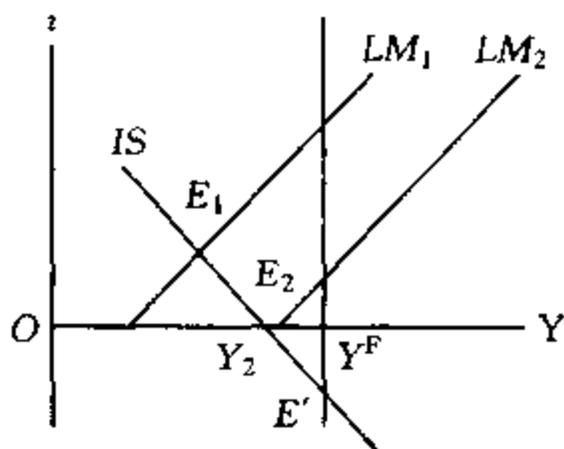


图 13.7 投资的低利率敏感性

^① 注意,凯恩斯本人并未提出“流动性陷阱”这一名词,它是后人的发明。



加至 Y_2 , 而不可能达到 Y^F 。

在上述三种情形中, 失业均衡都将持续存在, 因而凯恩斯极力主张在失业大量存在时采取某种政策来扩张经济。而且凯恩斯特别强调财政政策的作用, 这是因为在上述三种情形中的后两种情形下, 货币政策的作用都非常有限。

13.2.3 皮古效应及对失业均衡持续性的再考察

凯恩斯的观点引起了巨大的反响, 同时也遭到了对价格机制较有信心的经济学家的反驳。一个比较有力的反驳来自他在剑桥大学的同事皮古(A. C. Pigou)。皮古指出, 凯恩斯的分析仅考虑到了价格下降(通过影响利率)对私人投资的影响(这种影响被称为凯恩斯效应), 而忽略了价格下降对消费的影响。他认为, 消费不仅受实际收入的影响, 而且受私人部门净财富实际价值的影响。当经济中存在大量失业时, 随着工资和价格水平的下降, 私人部门净财富的实际价值上升, 从而使消费需求上升。这一效应被称为“皮古效应”或者“财富效应”。^①

考虑到皮古效应后的消费函数可以写成以下形式:

$$C = C\left(Y, \frac{W}{P}\right) \quad (13.3)$$

式中 $\frac{W}{P}$ 表示私人部门的实际净财富。

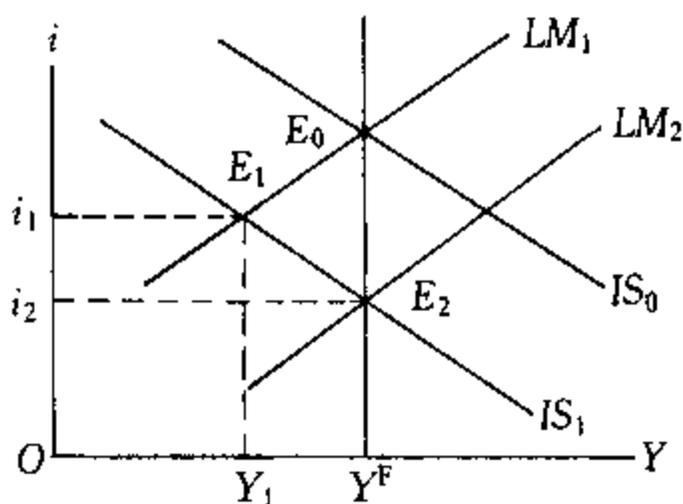


图 13.8 凯恩斯效应和皮古效应

考虑到皮古效应之后, 经济的自我调节功能将加强。因为当经济处于低于充分就业的状态时, 价格的下降不仅间接地通过影响实际货币供给从而间接地通过影响实际货币供给从而影响利率, 来影响投资(这一作用过程又被称为凯恩斯效应), 而且直接通过影响私人部门的净财富价值而影响消费需求。也就是说, 价格的下降不仅会引起 LM 曲线的右移, 还会引起 IS 曲线的右移, 从而使经济恢复到充分就业水平(如图 13.8)。

许多经济学家相信, 考虑到皮古效应之后, 凯恩斯所提出的失业均衡将持续存在的后两个理由将是不能成立

^① 当我们以货币这种金融资产作为财富的一般代表时, 它就等同于实际余额效应, 即因货币余额实际价值的变化而导致的消费需求变化。



的。因为即使存在流动性陷阱,或者投资对利率不敏感,价格机制的作用也将通过使 IS 曲线发生移动而使经济恢复至充分就业水平。因此,他们断言,只有在工资和价格不能灵活调整(也就是存在某种程度的工资—价格刚性或粘性)的情况下,失业均衡才可能长期持续。许多凯恩斯的追随者们也接受了这一观点,因而工资—价格粘性假设就成为凯恩斯主义理论中具有核心意义的假设。以斯蒂格里兹(J. E. Stiglitz)、曼奎(N. G. Mankiw)等人为代表的新凯恩斯主义者的主要工作,便是为工资—价格粘性寻找合理的微观经济学解释。

但是失业均衡的持续性只能归因于工资—价格粘性的观点仍须谨慎对待,因为皮古效应的大小将因为以下两个因素而打上折扣:第一,许多资产并不构成私人部门的净财富。例如有很大一部分的货币余额将为私人部门的贷款(即负债)所抵消,从而不构成私人部门的净财富,因而它们的实际价值变动将不会影响消费。其次,正如凯恩斯所指出的那样,人们的行为是由他们的预期决定的,当价格下降时,人们如果预期它将继续下降,就会仍然持币观望,而不会去增加消费。自主性投资则会因预期通货膨胀率为负而继续减少,形成一股促使 IS 曲线进一步左移的动力。考虑到上述因素,皮古效应可能并不足以使经济恢复到充分就业水平。

13.2.4 几个关键性的因素

凯恩斯主义者和货币主义者曾就积极的稳定政策的必要性——反过来说,也就是经济自身调节能力的大小,展开过长期的争论。凯恩斯主义的代表人物之一——莫迪利安尼(F. Modigliani)曾撰文指出(莫迪利安尼,中文版,1979),对这一问题的不同看法是两大学派最根本的分歧。而上文的分析则告诉我们,这一问题实际上是与以下三个因素联系在一起的:

(1) 工资—价格调整的灵活程度。这一问题涉及从失业均衡到充分就业均衡调整的快慢程度,它是市场经济自我调节能力大小的最重要标志,也是今天的新凯恩斯主义者对积极的稳定政策辩护的最重要理由。关于这一问题我们还要在下一章中加以讨论。

(2) 货币需求对利率的敏感性。该敏感性越大,则经济的自我调节能力就越差,这主要是因为如果货币需求对利率很敏感,则由于价格变化导致的实际货币供给量变化对利率(从而对私人投资)就只有很微弱的影响。当货币需求对利率变得无限敏感,即存在流动性陷阱时,如果不考虑皮古效应,则经济的自我调节能力将完全丧失。

(3) 私人投资对利率的敏感性。私人投资对利率变动反应越灵敏,则经济的自我调节能力就越强。

上述因素中的后两个因素不仅关系到积极的稳定政策是否必要的问题,而且涉及当经济处于失业均衡时,使用何种政策进行干预更为有效的问题。有关这一问题我们将在下一节详加讨论。

13.3 财政政策还是货币政策

在这一节中,我们将探讨当经济处于失业均衡时,使用何种手段干预经济更为有效的问题,也就是财政政策和货币政策的相对有效性问题。我们将先讨论决定财政政策和货币政策作用大小的几个参数,然后再讨论凯恩斯主义者和货币主义者对这一问题的不同看法。为简单起见,我们所讨论的财政政策仅指政府购买的变化,而货币政策则仅限于货币供应量的变化。

13.3.1 财政政策和货币政策的作用

显然,当经济处于失业均衡时,我们可以通过增加政府购买或增加货币供应量的办法来使收入扩张到充分就业水平,前者使 IS 曲线右移[如图 13.9(A)],后者则使 LM 曲线右移[如图 13.9(B)]。

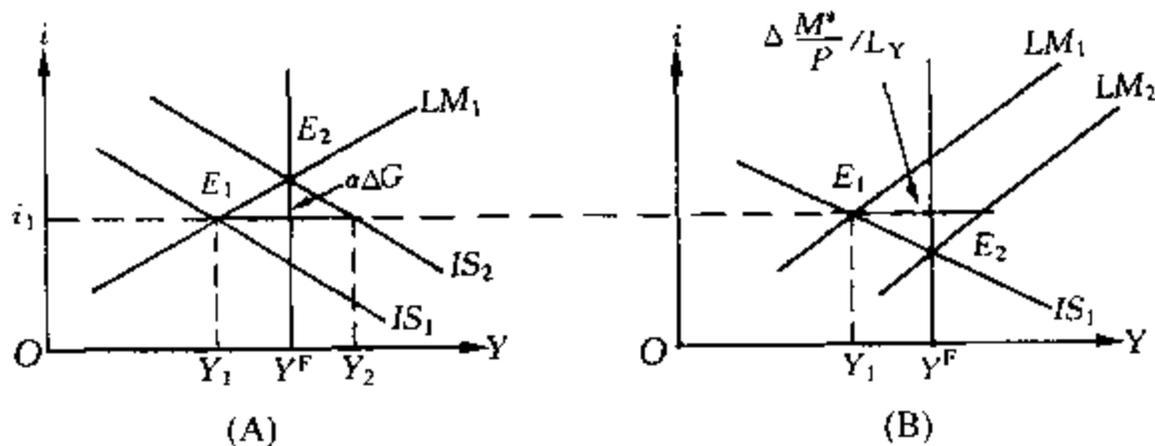


图 13.9 财政政策和货币政策

IS 曲线和 LM 曲线水平移动的距离可以依据下述方式确定。根据 IS 曲线的表达式:

$$Y = C(Y) + I(i) + G$$

有:

$$dY = C_Y(Y) \cdot dY + I_i(i) \cdot di + dG \quad (13.4)$$



式中 dY , di , dG 分别为收入、利率和政府购买的变化量, C_Y 为消费对收入的导数, 即边际消费倾向, I_i 为投资对利率的导数, 即投资对利率的敏感性。

在(13.4)式中, 令 $di = 0$, 即可得出 IS 曲线水平移动的距离, 即:

$$dY = \frac{dG}{1 - C_Y} = \alpha \cdot dG \quad (13.5)$$

式中 $\alpha = \frac{1}{1 - C_Y}$, 代表投资乘数, 即投资增加引起的收入扩张的倍数。从(13.5)式可以看出, 政府购买引起的 IS 曲线水平移动距离等于投资乘数乘以政府购买的变化量。(实际上, 这一结论也不难通过图示法得出。)

同样, 根据 LM 曲线的表达式:

$$\frac{M^s}{P} = L(Y, i)$$

有:

$$d \frac{M^s}{P} = L_Y dY + L_i di \quad (13.6)$$

式中 L_Y , L_i 分别为货币需求对收入和利率的导数(敏感性)。令 $di = 0$, 则可得出 LM 曲线的水平位移为:

$$dY = d \frac{M^s}{P} / L_Y \quad (13.7)$$

由此可见, LM 曲线水平移动的距离与实际货币供给的变化量成正比, 与货币需求对收入的敏感性成反比。

比较图 13.9(A)和图 13.9(B), 我们发现, 尽管扩张性的财政政策和扩张性的货币政策均使收入扩张到了充分就业水平, 但是它们对均衡利率的影响却不相同。前者使利率上升, 后者则使利率下降。而且从图 13.9(A)中我们还发现, 如果利率不上升, 而是维持在 i_1 水平上, 则收入将上升至 Y_2 , 而不是 Y^F 。收入之所以未能扩张到 Y_2 , 是因为政府购买引起的收入增加会引起货币需求增加, 从而使利率上升, 私人投资减少。在宏观经济学中, 这一效应被称为“挤出效应”。

13.3.2 决定财政政策和货币政策作用大小的参数

既然在一般情况下, 财政政策和货币政策都能使经济扩张到充分就业水平, 那么究竟何种政策更为有效呢? 显然这取决于 IS 曲线和 LM 曲线的斜率及水平位移的距离, 而它们的斜率及位移大小又最终取决于以下四个参数:



(1)私人投资对利率的敏感性;(2)货币需求对利率的敏感性;(3)投资乘数;(4)货币需求对收入的敏感性。有关这些参数如何影响财政、货币政策作用大小的严格数学证明,我们将在专栏 13.1 中给出,在此我们先作一点描述性的说明。

1. 私人投资对利率的敏感性。

从前面的分析可知,当私人投资对利率很敏感时,IS 曲线较平坦;反之则较陡峭。从图 13.10(A)中可以看出,当 IS 曲线较为平坦时(即 IS_1),政府购买增加导致的收入增加($Y_2 - Y_1$)较小;当 IS 曲线较陡峭时(即 IS'_1),收入的增加($Y'_2 - Y_1$)则较大。这表明,私人投资对利率越敏感,财政政策的扩张作用就越小。究其原因,是因为当政府购买增加时,会引起利率的上升,而私人投资对利率越敏感,这种利率上升所导致的私人投资减少就越厉害,也就是说,挤出效应就越大,因而财政政策的扩张效应就越小。

图 13.10(B)则显示,当 IS 曲线较为平坦,也就是投资对利率很敏感时,货币政策导致的扩张效果更明显;当 IS 曲线较为陡峭,即投资对利率不敏感时,货币政策导致的扩张效果则不明显。究其原因,是因为货币扩张必须通过影响利率来作用于投资,因而投资对利率越敏感,货币政策的作用就越大。

综上所述,我们可以说,私人投资对利率越敏感,则货币政策越有效,财政政策越无效;私人投资对利率越不敏感,则财政政策越有效,货币政策越无效。

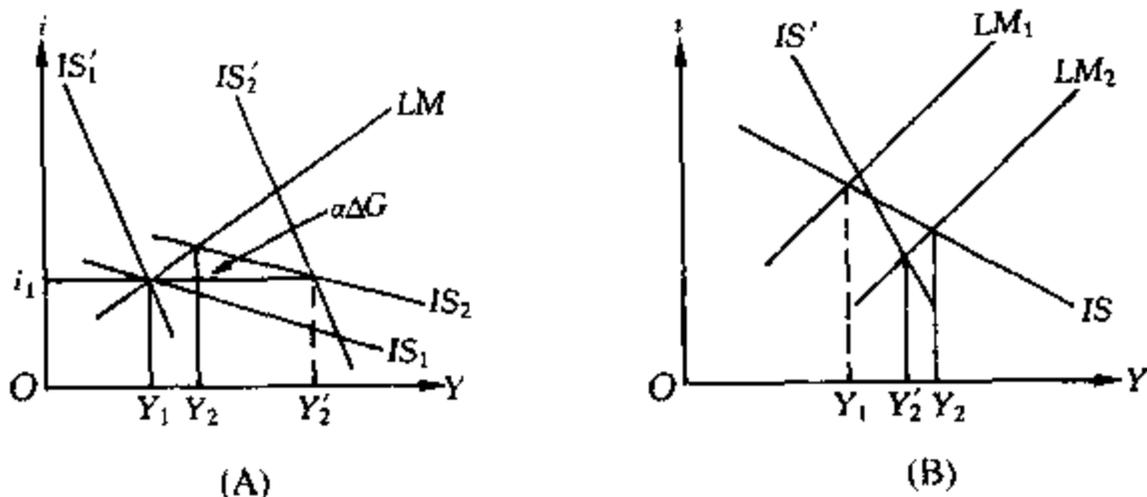


图 13.10 私人投资对利率的敏感性与政策效果

2. 货币需求对利率的敏感性。

根据同样的方法,我们可以得出,货币需求对利率越敏感,即 LM 曲线越平坦,则财政政策越有效,货币政策越无效;反之,货币需求对利率越不敏感,即 LM 曲线越陡峭,则货币政策越有效,财政政策越无效。有关的推导过程,读者可自行完成(在推导中应注意把握的一点是,货币政策使 LM 曲线发生的水平位移为 $\Delta \frac{M^s}{P} / L_Y$)。至于其背后的经济学含义,读者也不难从以下两个极

端的情形，即货币需求对利率无限敏感的凯恩斯情形和货币需求对利率毫不敏感的古典情形中加以理解。

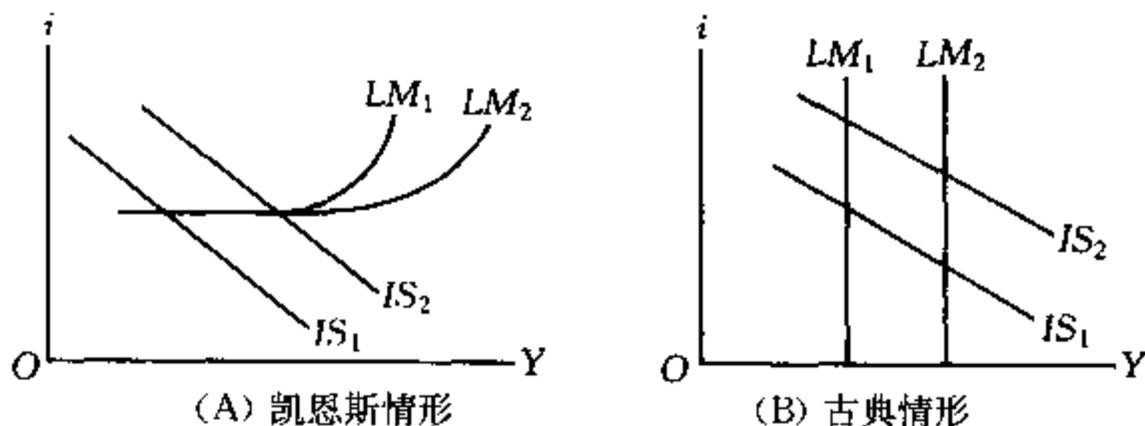


图 13.11 两种极端情形

在前一种情形下[如图 13.11(A)], LM 曲线水平, 政府购买的增加不会引起利率的上升, 因而挤出效应为零, 财政政策充分有效; 而货币供给的增加则不能使利率有任何降低, 因而完全无效。后一种情形[如图 13.11(B)]则相反, LM 曲线垂直, 政府购买的增加引起利率的大幅上升, 其作用完全为私人投资的减少所抵消, 因而完全无效; 而货币政策的作用则可以得到充分的发挥。

3. 投资乘数和货币需求对收入的敏感性。

投资乘数对财政政策效果的影响不如上面两个参数直观: 一方面, 投资乘数越大, 则 IS 曲线越平坦, 财政政策的作用将越小; 但是另一方面, 投资乘数越大, 政府购买增加导致的 IS 曲线的水平位移就越大, 这又表明财政政策的作用将比较大。这两方面的作用究竟哪一个方面大, 很难凭直觉判断。但是专栏 13.1 中的数学证明则告诉我们, 投资乘数越大, 财政政策的作用也越大。投资乘数对货币政策效果的影响则比较直观, 投资乘数越大, 货币政策的作用也越大。其原因在于, 利率下降会使投资增加, 而投资乘数越大, 投资增加引起的收入增加也越大。

货币需求对收入的敏感性对财政政策作用大小的影响也比较直观。该参数越大, 则 LM 曲线越陡, 财政政策的挤出效应就越明显, 其作用也越小。但是该参数对于货币政策作用大小的影响则很难简单地作出判断。一方面, 该参数越大, 则 LM 曲线越陡, 从而使货币政策越有效; 但是另一方面, 该参数越大, 则 LM 水平位移的距离越小, 从而又使货币政策越无效。究竟哪一种影响大, 同样必须靠严格的数学证明来回答。专栏 13.1 中的证明表明, 该参数越大, 则货币政策作用将越小。

上述分析表明, 当投资乘数较大时, 财政政策和货币政策都将更有效; 而货币需求的收入敏感性较大时, 则财政政策和货币政策都将更无效。由于这两个参数对财政政策和货币政策作用大小的影响是一样的, 所以在关于财政政策和

货币政策相对有效性的争论中,不像前两个参数那样引起广泛的关注。

专栏 13.1

关于几个参数对政策效果影响的数学证明

首先,我们有如下的 IS 曲线表达式:

$$Y = C(Y) + I(i) + G \quad (\text{A1})$$

全微分得:

$$dY = C_Y dY + I_i di + dG \quad (\text{A2})$$

式中 $I_i = \frac{dI}{di} < 0$, $C_Y = \frac{dC}{dY} > 0$, 分别代表边际消费倾向和私人投资对利率的敏感性。

其次,我们有 LM 曲线表达式:

$$\frac{M^s}{P} = L(Y, i) \quad (\text{A3})$$

式中左边为实际货币供给,右边为实际货币需求,全微分得:

$$d \frac{M^s}{P} = L_Y dY + L_i di \quad (\text{A4})$$

式中 $L_Y = \frac{dL}{dY} > 0$, $L_i = \frac{dL}{di} < 0$, 分别代表货币需求对收入和利率的敏感性。

令 $d \frac{M^s}{P} = 0$, 则由(A2), (A4)得:

$$\frac{dY}{dG} = \frac{1}{(1 - C_Y) + L_Y I_i / L_i} = \frac{1}{1/\alpha + L_Y I_i / L_i} > 0 \quad (\text{A5})$$

式中 dY/dG 代表政府购买的变化对收入变化的影响, $\alpha = 1/(1 - C_Y)$ 则为投资乘数。从(A5)可以看出,政府购买的增加将引起收入的增加,并且投资乘数越大,以及货币需求对利率的敏感性越大,则政府购买增加引起的收入增加也越大;而货币需求对收入的敏感性越大,以及投资对利率的敏感性越大,则政府购买增加引起的收入增加越小。这表明财政政策的作用大小与前两个参数成正比,与后两个参数成反比。

再令 $dG = 0$, 则由(A2), (A4)得:

$$\frac{dY}{d \frac{M^s}{P}} = \frac{1}{L_Y + L_i (1 - C_Y) / I_i} = \frac{1}{L_Y + L_i / (\alpha I_i)} > 0 \quad (\text{A6})$$

(A6)式表明,货币政策作用的大小,与投资乘数 α 和投资对利率的敏感性 I_i 成正比,与货币需求对收入及利率的敏感性 L_Y 和 L_i 成反比。

13.3.3 凯恩斯主义和货币主义关于财政政策和货币政策相对有效性的争论

如果说对于积极的稳定政策必要性的不同认识是凯恩斯主义和货币主义



最根本的分歧,那么对于财政政策和货币政策相对有效性的不同认识则构成了凯恩斯主义和货币主义早期争论的又一个焦点。正如我们已经指出的那样,这两个问题都和货币需求的利率敏感性和私人投资的利率敏感性有关,因而二者在 50、60 年代所进行的争论大多围绕着这两个参数展开。

1. 凯恩斯主义的观点。

早期凯恩斯主义者的一个普遍倾向是强调财政政策在稳定经济中的重要作用,而不重视货币政策的作用。他们普遍认为,货币是无关紧要的。他们持有这一观点的主要根据是,货币需求对利率很敏感,而私人投资却对利率不敏感。前者意味着货币供给的增加并不能有效地使利率下降,后者则意味着利率的下降不能有效地刺激投资,因此货币的扩张作用是非常有限的。

关于货币需求的利率敏感性,我们已经在第 11 章进行了详细的介绍。这里简单地复述一下。凯恩斯是第一个明确地将利率引入到货币需求函数中来的经济学家,通过对货币投机性需求的论证,凯恩斯富有说服力地证明了货币需求和利率之间的反向关系,从而为他探讨货币市场和实物市场之间的联系奠定了基础。凯恩斯相信,货币需求对利率是敏感的,有时甚至是绝对的(即后人所谓的“流动性陷阱”)。凯恩斯的这一思想被他的追随者们所发展。一方面,鲍莫尔、托宾等人进一步从理论模型出发,论证了货币需求对利率的敏感性;另一方面,这些追随者们还通过一些计量模型来证明货币需求对利率是高度敏感的。

对于私人投资对利率的敏感性,凯恩斯主义者也持悲观的看法。他们继承了凯恩斯的看法,认为私人投资往往是由“一时血气之冲动”决定的,而较少受利率的影响。当私人企业家普遍对前景感到悲观时,即使利率极低,也无法有效地刺激投资。他们认为,大危机期间的美国经济就是一个极好的例证。当时,美国的市场利率降到了极低的水平。以三个月期的美国国债为例,其利率降到了 1% 以下,但是投资却依然萎缩。这表明私人投资对利率是极不敏感的。此外,他们还通过对企业投资决策的实际调查来证明私人投资的低利率敏感性。

基于上述理由(同时也基于对货币作用于经济的其他途径的忽视),早期的凯恩斯主义者普遍对衰退时期通过扩张货币量来扩张经济的能力表示怀疑,他们主张把财政政策作为稳定经济的主要手段。因此,早期的凯恩斯主义者实际上可以被称作是财政主义者。这种片面的“货币无关紧要”政策观在 50 年代和 60 年代初曾经大行其道,货币政策被普遍认为(至少在对付衰退方面)是毫不重要的。当时流行的一句俗语叫“牵马河边易,强马饮水难”,以此来描述货币在刺激总需求方面的无能为力。

2. 货币主义的反驳。

但是,在一片共识中,一个异端出现了。以弗里德曼为代表的货币主义者对



上述观点进行了有力的批评。弗里德曼等人首先从理论和经验两方面证明凯恩斯主义者对上述两个参数的估计是不符合实际的。其次,他们指出,凯恩斯主义者所理解的货币对经济的作用渠道过于单一,以致大大低估了货币的重要性。

通过把货币需求看成是在一个更为广泛范围内的资产选择过程,弗里德曼提出了自己的货币需求函数。在这一函数中,由于货币、债券、股票和实物资产的预期报酬率同向波动,利率对货币需求的影响并不显著。弗里德曼还通过计量模型证明,利率对货币需求没有明显的影响。虽然这一结果受到了后来的经济学家的质疑,但对于当时普遍存在的对货币需求利率敏感性的过高估计,无疑是一贴清醒剂。

弗里德曼等人还指出,凯恩斯主义者之所以从30年代大危机的经验中得出了私人投资对利率不敏感的结论,是因为他们错误地混淆了名义利率和实际利率(它等于名义利率减通货膨胀率)。在大危机期间,虽然名义利率很低,但是由于物价下降得很厉害(负通货膨胀),所以实际利率却很高,因此投资的萎缩不仅不能说明它对利率不敏感,反而有力地说明了利率对私人投资有着重要的影响。此外,弗里德曼还指出,单凭国债利率的高低来判断整个利率水平的高低是片面的,因为在大危机期间,债券的违约风险增加,因而公司债券和无违约风险的国债之间的利差(即风险补偿)会扩大。当时的实际情况是,虽然国债的利率很低,但是一般的公司债券利率却极高。

也许更为重要的批评还在于,货币主义者认为,凯恩斯主义者所考察的货币对经济的作用过程(即货币传导机制)过于简单。在弗里德曼看来,货币对经济的作用过程是非常复杂的,其传导途径之多,甚至可能使任何试图穷尽这些途径的努力都归于徒劳。而凯恩斯主义者仅仅考察了(并且是不无错误地考察了)货币的一种传导机制,即货币供给增加→利率下降→私人投资增加→国民收入增加,就断言“货币无关紧要”,实在是挂一漏万,大大低估了货币的重要性。在凯恩斯主义者所遗漏的各种传导机制中,货币主义者尤其强调实际余额效应的作用,即在价格不变的情况下,名义货币供给的增加同时导致实际货币余额的增加,从而使人们感到自己更加富有,并增加消费。显然实际余额效应是我们前面所谈到的更为广义的皮古效应(或财富效应)的一种。货币主义者认为,这一机制在考察货币的作用时是绝对不可忽略的。虽然货币主义者并没有对货币传导机制进行系统的研究,而是满足于直接将经济变量和货币变量放在一起进行对照研究,从它们之间的相关性出发解释货币对经济的作用,^①但是

^① 这主要是由于前文已经提到的弗里德曼的一个观点,即他相信货币传导机制过于复杂,任何研究都可能因为遗漏掉一些重要的传导途径而低估货币的重要性。



在弗里德曼的影响下,一些凯恩斯主义者开始对这一问题加以研究,并且取得了许多重要的成果,从而大大丰富了我们对货币传导机制的认识(详见下一章)。

13.3.4 货币重要的证据

1. 对大危机的货币主义解释。

在这场旷日持久的争论中,有两项研究成果标志着货币主义的重大胜利。其中之一便是弗里德曼和安娜·施瓦茨(A. J. Schwartz)合作出版的名著《美国货币史:1867—1960年》,该书对20世纪30年代大危机的成因提供了一个货币主义的解释,并且引起了巨大的反响。30年代大危机是现代经济史上的一件大事,它不仅在世界政治、经济领域留下了深远的影响,而且引起了学术、思想领域的巨大变革。它直接导致了现代宏观经济学的产生,同时也成为任何一个现代主要宏观经济学流派都必须跨越的一个门槛——它们都必须去面对它,解释它。

在货币主义之前,流行的解释是凯恩斯主义者给出的。他们认为,投资机会的枯竭所导致的自主性投资的减少,或者说IS曲线的下移是危机的主要原因,而财政政策未能对此作出积极的反应,即未能通过增加政府支出来扩大总需求是当时政策的主要失误。他们还认为,当时的货币当局是无可指责的,因为当时的利率已经低得不能再低,中央银行即使再扩大货币发行也仍无济于事。

而弗里德曼和施瓦茨则提出了针锋相对的观点。他们的研究表明,大危机期间实际上是美国历史上空前的货币紧缩期,一方面是大量的银行倒闭,使得巨额的存款化为乌有;另一方面,公众的提现行为使得流通中现金同活期存款的比率达到很高的水平,同时银行为避免因支付危机引起的倒闭而持有大量的超额准备金,这两者均使基础货币的扩张能力(即货币乘数)大大减小(参见第10章)。而当时的联邦储备银行却未能对此作出积极的反应,在阻止银行倒闭和扩大货币供应量方面起到应有的作用,这是一个致命的错误。正如我们已经提到过的那样,弗里德曼和施瓦茨反驳了那种仅仅观察到当时的国债利率很低,就断言货币政策是扩张性的观点,并指出这种观点的错误在于混淆了名义利率和实际利率,并且忽视了大危机期间国债和一般公司债券利差扩大的事实。他们断言,大危机的经验不仅不能证明货币政策的无效,而恰恰是“货币因素重要性的一个悲剧性的证明”。今天,对大危机的这种货币主义的解释已经越来越成为一种正统的解释。



2. 圣路易斯方程。

货币主义的另一个重大胜利来自 1968 年圣路易斯联邦储备银行两位经济学家安德森(L. C. Andersen)和乔丹(J. L. Jordan)的研究。这两位货币主义的经济学家通过以下计量模型(又称圣路易斯方程)来比较货币政策和财政政策的相对重要性:

$$\Delta PY_t = \alpha + \beta_i \Delta M_{t-i} + \gamma_i \Delta F_{t-i}, i \geq 0 \quad (13.8)$$

式中 ΔPY_t 表示第 t 期的名义收入变动, ΔM_{t-i} 代表货币政策变量在 $t-i$ 期的变动, ΔF_{t-i} 则代表财政政策变量在 $t-i$ 期的变动。^①它们都是名义值,且均为季度数据。模型的结果显示,货币政策的作用比财政政策更迅速,更有力,而且更可靠。这表明货币政策是一种更为有效的工具。这一结果引起了广泛的争议。批评者们认为,该模型本身过于简单,不足以说明自变量和因变量之间的因果关系,而只能说明它们之间的相关关系。这些争议反映了社会科学的一个基本难题,即事实对理论的检验不像在自然科学中那样一目了然,不同的学派都可以对有关的事实作出有利于自身的解释。但是尽管如此,这一结果还是产生了深远的影响,它使货币主义理论得到了更为广泛的接受,以致连最顽固的凯恩斯主义者也不得不承认:“货币也重要。”

316

然而,尽管货币主义者成功地证明了货币对经济的重要性,但他们并不主张积极地运用货币政策来稳定经济。他们认为,不管用财政政策,还是用货币政策来稳定经济,都是不可取的。其理由是:第一,工资、价格调整的灵活程度及市场经济的自发调节能力比凯恩斯主义者所想象的要强得多;第二,政府干预所可能取得的效果则要比凯恩斯主义者所想象的差得多,这主要是因为从决策者了解到现实需要,到制定相应的政策,再到政策发生作用有一个漫长的时滞,而且决策者也无法确切地知道公众将对此作何反应,因而干预的结果可能比不干预更糟糕。举例来说,当政府意识到经济过热,并采取紧缩的政策时,由于存在着时滞,很可能当政策开始生效时,经济本身已经开始面临衰退的威胁,结果紧缩性的政策只能加剧经济的衰退。而执行一种稳定的财政、货币政策,则至少能避免使财政、货币政策本身成为经济波动的一个根源。为此,弗里德曼提出了著名的稳定增长的货币政策,即不论现实经济状况如何,货币当局均按照既定的增长率来增加货币的供给。遗憾的是,这一主张实际执行起来仍有很大的困难。

^① 安德森和乔丹分别使用了两个变量来作为货币政策的代表,它们是狭义货币 M1 和基础货币 B;他们还分别选用了三个变量来代表财政政策,即高就业政府收入、支出和赤字。



13.4 利率还是货币供给

当货币当局试图利用货币政策工具(如公开市场业务、贴现贷款、调整法定准备金率等)来影响就业、收入及价格水平时,它必须选择一些中介目标来作为政策的操纵对象。这是因为从政策工具到政策的最终目标(即有关就业、收入、价格水平及国际收支等方面的目标)之间往往有一个漫长的时滞,如果等到这些结果已经显示出来,那么再想对政策作何修正也就为时已晚了。在发达国家中,货币政策最重要的两个中介目标是货币供应量和利率。货币当局往往把维持特定水平的货币增长率或利率作为自己的基本目标。然而货币政策的这两个中介目标往往又是难以兼顾的,货币当局必须在控制货币供应量和控制利率之间进行选择。这一节我们将利用 *IS-LM* 模型来探讨如何进行这种选择。

13.4.1 货币供应量目标和利率目标的矛盾

货币供应量目标和利率目标之间的矛盾可以通过货币供求曲线来加以说明。如图 13.12 所示,假定在开始时货币市场正处于货币当局所希望的均衡点

E 上,利率为 i_1 , 实际货币供应量为 $(M^s/P)_1$ 。但是由于收入增加,或者某些其他因素的变化,使得货币需求曲线由 L_1 右移至 L_2 , 此时货币当局将面临以下两种选择:一种是继续维持原来的货币供应量目标 $(M^s/P)_1$, 从而听任利率由 i_1 上升至 i_2 ; 一种则是继续维持原来的利率目标 i_1 , 而为了达到这一目标, 货币当局就必须将实际货币供应量由 $(M^s/P)_1$ 增加到 $(M^s/P)_2$ 。总之, 无论货

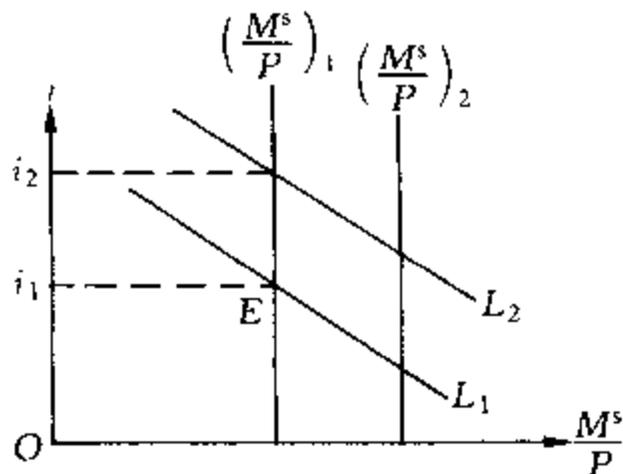


图 13.12 货币供应量目标和利率目标的矛盾

币当局坚持哪一个目标,都要被迫放弃另一个目标,这就跟大多数经济决策都要面临的困境一样,鱼和熊掌不可兼得。经济学实际上是一门关于选择的科学,那么我们究竟应该如何利率目标和货币供应量目标之间进行选择呢?实际上,这也是凯恩斯主义者和货币主义者经常争论的一个问题。下面我们将用 *IS-LM* 模型对这一问题作一个简单的分析。

在开始具体的分析之前,让我们先作一个假定:由于我们的最终目标是要

控制收入(或产出),所以以哪一个变量作为中介目标能够使收入(或产出)离预定目标偏离得更小,则那个变量便是更合适的中介变量。关于中介目标的选择还有一些其他的标准,但我们在此仅考虑这一标准。

13.4.2 当 IS 曲线较不稳定时

我们先考虑第一类情形,即 LM 曲线较为稳定,而 IS 曲线较不稳定时的货币政策中介目标的选择。我们知道, IS 曲线的位置取决于自主性支出,也就是与收入无关的消费,与利率无关的投资,及政府购买等。例如,当私人投资者普遍对前景感到乐观,从而无论何种利率水平上的投资需求均增加时, IS 曲线就将右移;反之则左移。当 IS 曲线移动较为频繁,货币当局要对它的位置进行确切的预测便较为困难,此时货币政策的中介目标应如何选择呢?

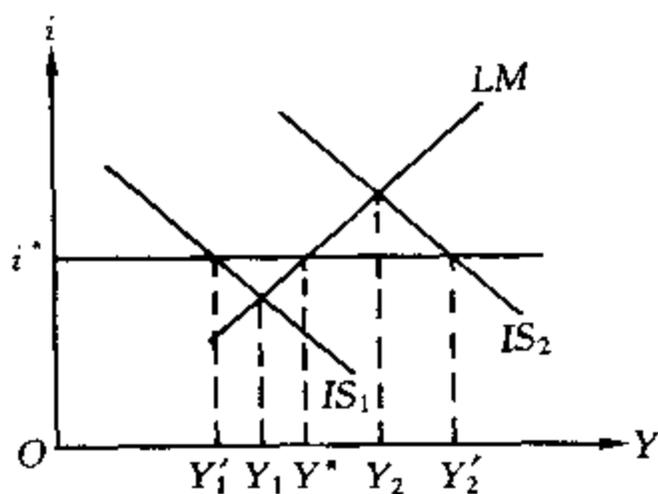


图 13.13 IS 曲线较不稳定的情形

如图 13.13 所示,假定货币当局希望达到的收入水平为 Y^* 。但是由于预测方面的困难,货币当局无法在事先知道 IS 曲线的确切位置,它可能位于 IS_1 ,也可能位于 IS_2 。此时若货币当局采取钉住货币供给量的战略,则 LM 曲线将保持不变,收入波动范围在 Y_1 到 Y_2 之间。反之,货币当局采取钉住利率的战略,通过改变货币供应量(从而改变 LM 曲线的位置)来使利率维持

在 i^* 水平,那么当 IS 曲线位于 IS_1 时,收入将为 Y'_1 ,当 IS 曲线位于 IS_2 时,收入则为 Y'_2 ,收入的波动范围(从 Y'_1 到 Y'_2)比钉住货币供应量时更大。因此,我们的结论是,如果 LM 曲线较稳定,而 IS 曲线较不稳定,则采取钉住货币供应量的战略,也就是以货币供应量作为中介目标更有利于减少收入(或产出)的波动。

上述结论的原因在于,当自主性支出增加,即 IS 曲线右移时,若采取钉住货币供应量的战略,维持货币供应量不变,那么因支出增加所导致的收入增加就会引起利率的上升,从而减少一部分投资,抵消一部分自主性支出增加的影响;反之亦然。而如果采取钉住利率的战略,货币当局为了维持某一特定水平的利率,就会被迫在自主性支出增加时增加货币供应,在自主性支出减少时减少货币供应,这样货币政策就不再是逆周期的,而是顺周期的(即在需求增加时扩张货币,在需求减少时紧缩货币),因而会加剧经济波动。



13.4.3 当 LM 曲线较不稳定时

现在我们来考虑另一类情形,即 IS 曲线的位置是较容易被预测的,而 LM 曲线的位置则由于货币需求曲线的不稳定而较难被预测。我们将发现,在这一情形下,结论恰好相反,利率是更合适的中介目标。

如图 13.14 所示,假定货币当局所希望达到的收入水平为 Y^* , IS 曲线位置如图所示,但是 LM 曲线则可能为 LM_1 或 LM_2 。此时若以货币供应量为中介目标,维持货币供应量不变,则货币需求较高时, LM 曲线位于 LM_1 , 收入水平为 Y_1 ; 货币需求较低时 LM 曲线位于 LM_2 , 收入水平为 Y_2 (想一想为什么?)。因此收入水平可

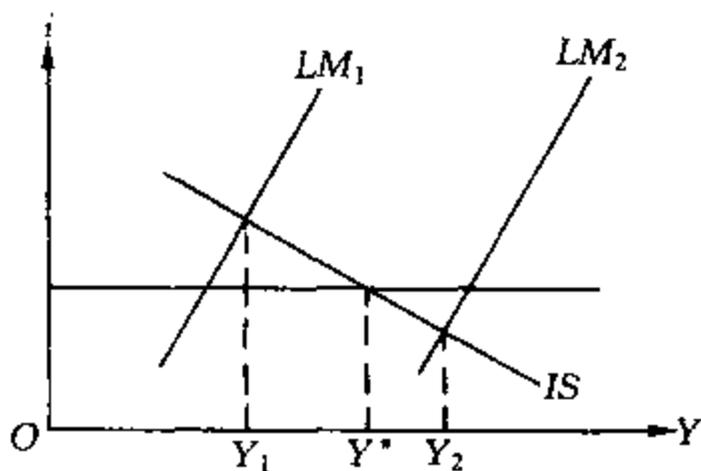


图 13.14 LM 曲线较不稳定的情形

能在从 Y_1 到 Y_2 的范围内波动。相反,如果以利率为中介目标,通过变动货币供应量来使利率始终维持在 i^* 水平上,则收入水平可以保持在 Y^* 水平上。因此,当 IS 曲线较为稳定, LM 曲线较不稳定时,利率是比货币供应量更好的一个中介目标。

由于凯恩斯主义者倾向于认为货币需求曲线(从而 LM 曲线)较不稳定,而货币主义者则认为货币需求曲线很稳定(参见第 11 章),因而两者在关于货币政策中介目标的选择上存在着很大的分歧。凯恩斯主义者主张以利率为中介目标,而货币主义者则坚持认为应以货币供应量为中介目标。这种理论上的分歧直接影响到了西方各国的货币政策实践。以美国为例,在凯恩斯主义大行其道的 50、60 年代,联邦储备系统主要以利率作为货币政策的中介目标,而很少顾及货币供应量。但是进入 70 年代以后,由于货币主义的影响日益扩大,货币供应量目标越来越得到重视。这种情形在 1979 年至 1982 年的“货币主义实验”(专栏 21.2)中得到了集中的体现。1979 年 10 月,为了对付日益严重的通货膨胀,联邦储备理事会在提高贴现率的同时,宣布允许联邦资金利率有更大幅度的波动,以便能更好地控制货币供应量。但是这一实验并未能持续多久。进入 80 年代以后,部分地由于放松金融管制等方面的影响,货币需求函数变得越来越不稳定,因而以货币供应量为货币政策中介目标的建议已经变得不那么具有说服力了。联邦储备系统开始更多地采取综合考虑利率和货币供应量等多个指标的战略。



本章小结

1. IS-LM 模型是一个非常精致的分析工具。在本章中,它被用来分析失业均衡的持续性、财政政策和货币政策的相对重要性以及货币政策中介目标的选择等一系列具有重大争议的问题。

2. IS 曲线代表使产品市场上供给等于需求的收入和利率组合,LM 曲线则代表使货币市场上供给等于需求的收入和利率组合。IS 曲线和 LM 曲线的交点代表产品市场和货币市场的一般均衡点。

3. 一般说来,通过工资和价格水平的调整,经济有向充分就业的收入水平趋近的自发趋势,但是在下述三种情形中,失业均衡将会持续:(1)工资—价格不能灵活调整;(2)流动性陷阱;(3)私人投资对利率缺乏敏感性。因此有必要进行政府干预。

4. 如果考虑到皮古效应,则经济的自发调节能力将会比凯恩斯所估计的要强。但是皮古效应并不足以说明工资—价格粘性是失业均衡持续的唯一原因。

5. 财政政策和货币政策的相对有效性取决于下述参数:(1)货币需求对利率的敏感性;(2)私人投资对利率的敏感性;(3)投资乘数;(4)货币需求对收入的敏感性。凯恩斯主义者和货币主义者曾就上述参数的大小展开过长期的争论。在这些争论中,货币主义者成功地论证了货币因素的重要性。

6. 货币政策中介目标的选择取决于 IS 曲线和 LM 曲线的相对稳定性。当 LM 曲线较为稳定而 IS 曲线较不稳定时,货币供应量是比利率更好的一个中介目标。但是当 IS 曲线较稳定而 LM 曲线较不稳定时,结论则恰好相反。

复习与思考

1. 为什么 IS 曲线向下倾斜,LM 曲线则向上倾斜?
2. 在下述情形中,IS 曲线或 LM 曲线将如何移动?
 - (1) 政府购买增加;
 - (2) 投资者对前景感到悲观,从而减少自主性投资;
 - (3) 价格水平下降;
 - (4) 名义货币供给上升;
 - (5) 货币需求曲线向右上方移动。
3. 在下述情形中,IS 曲线或 LM 曲线的斜率将有何变化?为什么?
 - (1) 投资对利率的敏感性增加;



- (2) 投资乘数增大;
 - (3) 货币需求对利率的敏感性减小;
 - (4) 货币需求对收入的敏感性上升。
4. 为什么经济中会存在着向充分就业水平趋近的自发趋势? 哪些因素又可能会阻止这一趋势?
 5. 什么是皮古效应? 皮古效应如何深化了人们对经济自我调节能力的认识?
 6. 下述参数是如何影响财政政策和货币政策的作用的? 为什么?
 - (1) 货币需求对利率的敏感性;
 - (2) 货币需求对收入的敏感性;
 - (3) 投资乘数;
 - (4) 投资对利率的敏感性。
 7. 货币需求对收入的敏感性越大, 则 LM 曲线越陡, 能否据此判断货币政策就越有效? 为什么?
 8. 为什么说货币需求对利率的敏感性在凯恩斯主义和货币主义的争论中具有非常重要的意义?
 9. 货币主义者是如何解释 30 年代的大危机的?
 10. 早期的凯恩斯主义者为什么会认为货币是无要紧要的, 而货币主义者又是如何对此进行反驳的?
 11. 货币主义者主张以货币供应量作为货币政策中介目标的理由是什么?
 12. 简述凯恩斯主义和货币主义关于宏观经济政策的主要分歧。

参考文献

- Dornbusch, Rudiger and Stanley Fischer, 1990, *Macroeconomics*, 5th edition, McGraw-Hill Publishing Company.
- Harris, Laurence, 1981, *Monetary Theory*, McGraw-Hill Book Company.
- Mankiw, N. G., 1992, *Macroeconomics*, Worth Publishers.
- Mishkin, Frederic S., 1995, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 4th edition, Harper Collins Publisher.
- 弗兰科·莫迪利安尼:《货币主义论战,即我们是否应放弃稳定经济政策》(中文版),载《现代国外经济学论文选》第一集,商务印书馆 1979 年版。
- 凯恩斯:《就业、利息和货币通论》(中文版),商务印书馆 1963 年版。



第 14 章

货币与价格水平和国民收入：总供求模型

IS-LM 模型是在价格水平给定的条件下研究国民收入的决定。也就是说，价格水平被视为模型的外生变量，它不能由模型本身加以确定。在价格水平比较稳定（甚至固定）时，这显然不失为一种方便的研究方法。但是现实中价格水平通常是不断变动的，尤其是自 60 年代后期以来，通货膨胀已经成为西方国家经济生活中普遍存在的现象，因此，一个能将价格水平和国民收入同时加以确定的模型显然是更有吸引力的。总供求模型便是这样的一个模型。

供求分析是经济学最基本的分析工具^①，在微观经济学中是如此，在宏观经济学中也不例外^②。本章将在总供求分析的框架内进一步探讨货币对经济的作用，并且着重考察一个在 IS-LM 模型中无法回答的问题，即货币供给的变化究竟在多大程度上作用于实际国民收入，在多大程度上作用于价格水平。本章的内容分为以下几个部分：总需求曲线的导出；货币与总需求；进一步的探讨；总供给模型；货币的中性与非中性，即货币在不同总供给假定下的作用。

值得一提的是，在总供求模型中的价格水平，是指总体的价格水平，而不是指某一特定商品的价格水平，它一般可以用价格指数来代表。

14.1 总需求曲线的导出

我们知道，单个产品的需求曲线是根据消费者在既定预算约束下的效用最大化而导出的。在其他商品价格不变的情况下，某种商品的价格下降将从两个

① 在经济学中，一句广为流传的俏皮话是：“你甚至可以使鸚鵡也变成一位博学的经济学家——只要你教会它说‘供给’和‘需求’这两个单词。”

② 传统上，新古典综合派较注重 IS-LM 分析，但目前他们也大量采用总供求分析的方法。



方面导致对该商品需求的增加,即替代效应和收入效应。但是当反映所有商品及劳务价格的总体价格水平发生变化时,社会的总需求将如何变化呢?引起这种变化的机制又是什么呢?这就是本节所要讨论的内容。

14.1.1 从 IS-LM 模型到总需求曲线

凯恩斯主义者对总需求的研究是通过把总需求分解为四个部分来进行的。这四个部分分别为:(1)消费 C ; (2)私人投资 I ; (3)政府购买 G ; (4)净出口 NX 。在探讨价格水平和总需求之间的关系时,他们尤其注重价格水平对私人投资的影响。其作用过程如下:当价格水平下降时,如果名义货币供应量不变,则实际货币供应量上升,从而利率将降低,私人投资需求将上升;反之亦然。这一推理过程表明,价格水平的下降会引起总需求的上升,因而二者是成反向关系的,即总需求曲线是向下倾斜的。

凯恩斯主义者所描述的上一作用过程可以用 IS-LM 模型来加以说明。我们知道,在 IS-LM 模型中,给定一个价格水平 P ,便对应着一个使产品市场和货币市场都达到均衡的国民收入 Y 。通过变动价格水平 P ,便可得出描述 P 和 Y 之间关系的总需求曲线 Y^d 。如图 14.1 (A)所示,假定当价格水平为 P_1 时,LM 曲线为 LM_1 ,均衡国民收入为 Y_1 ;当价格水平下降至 P_2 时,则由于实际货币余额增加,LM 曲线将右移至 LM_2 ,从而均衡国民收入为 Y_2 。将 P_1 , P_2 和 Y_1 , Y_2 的关系描绘在图 14.1(B)中,便可得到一条向下倾斜的总需求曲线 Y^d 。

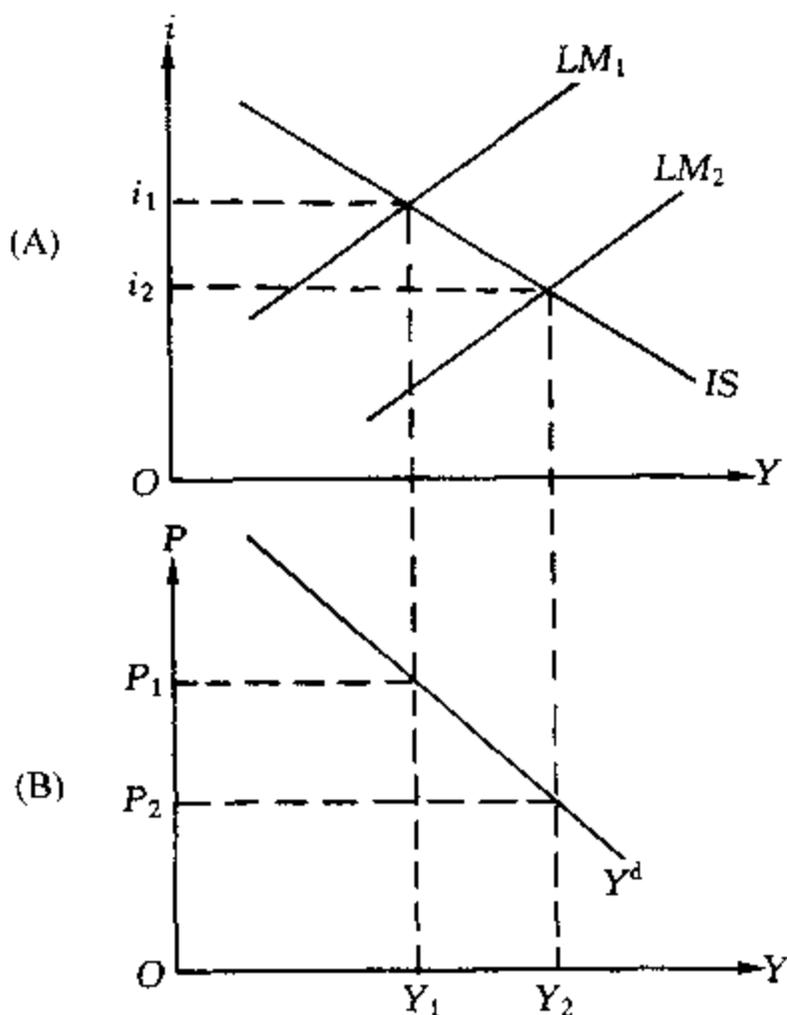


图 14.1 从 IS-LM 模型到总需求曲线

从图 14.1 中不难看出,IS-LM 分析实际上是一种特殊的总供求分析,也就是当总供给曲线水平时的总供求分析。当总供给曲线是水平的时候,均衡收入完全由总需求水平决定,因此任意给定一个价格水平,它所对应的总需求即为均衡收入。这就是为什么在 IS-LM 模型中只要给定一个价格水平,便可得出

相应的均衡收入水平的原由。但是当总供给曲线不是水平的时候,任意给定的一个价格所对应的总需求水平就不一定是均衡的收入水平了,因为它可能并不等于在该价格水平上的总供给。只有在总供求曲线交叉点上所对应的价格水平才是均衡的价格水平,也只有在该价格水平上所对应的收入,才是均衡收入。总供求分析所要回答的问题正是这样的均衡点是如何决定,又是如何变动的。

上述标准的凯恩斯主义总需求曲线推导过程仅仅考虑了价格变动对投资的影响,但是根据上一章的讨论可知,价格水平的变动还可以通过皮古效应而影响消费需求。显然,如果考虑到皮古效应,则价格水平与总需求之间的反向关系将更为明显。这是因为,当价格下降时,由于人们的实际财富增加,从而消费需求也增加(反映在图 14.1 中,便是 IS 曲线将向右移动),这样总需求的增加就比仅考虑投资增加时更为明显,因而总需求曲线将更为平坦。

从上述总需求曲线的推导过程可以看出,除价格水平之外,任何使 IS 曲线或 LM 曲线发生移动的因素都将使总需求曲线发生移动,因为它们将使每一价格水平上对应的均衡收入发生变动。这些因素包括:(1)自主性消费、自主性私人投资和政府购买的变动,它们的增加会引起 IS 曲线的右移,从而也将使总需求曲线右移;相反,它们的减少则会使总需求曲线左移。(2)名义货币供给的变动,它的增加会使 LM 曲线右移,从而使总需求曲线右移;相反,它的减少则使总需求曲线左移。

14.1.2 从交易方程式到总需求曲线

比起凯恩斯主义的总需求观点来,货币主义者的看法要简洁得多。他们认为,经济主体的支出愿望(即需求)取决于它们所拥有的能够用于这些支出的货币,因此,从这一角度看,交易方程式 $MV = PY$ (参见第 12 章)又可以写成:

$$MV = PY^d \quad (14.1)$$

不难看出,当 MV 一定时,(14.1)式定义了价格水平 P 和总需求 Y^d 之间的反向

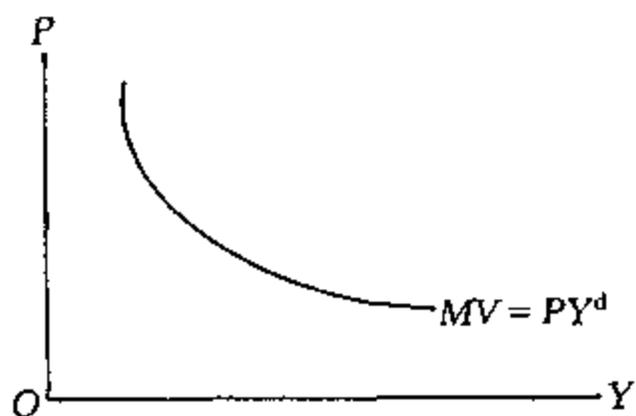


图 14.2 从交易方程式到总需求曲线

关系。例如,当名义货币供应量为 1000 亿元,货币的收入流通速度为 8 次(每年)时,若价格水平为 1.0,则可以实现的总需求即为 1000 亿元;若价格水平上升至 2.0,则可以实现的总需求就只有 500 亿元。将价格水平和总需求之间的这种反向关系描绘在图 14.2 上,即为总需求曲线。显然,根据这一方式得出的总需求曲



线有一个特殊的性质,那就是它是一条双曲线。

从(14.1)式还可以看出,总需求曲线的位置取决于两个因素,即名义货币供应量 M 和货币的收入流通速度 V ,这两个因素不论哪一个增大(或减小),都会使总需求曲线右移(或左移)。但是当这两个因素同时向相反的方向变动时,总需求曲线的位置就很难确定了。换句话说,当货币流通速度 V 波动性很大时,货币供应量 M 与名义总需求 PY^d 的关系就不太明确了。而这一点正是凯恩斯主义者不重视交易方程式的理由。他们认为,货币流通速度是经常波动的,因而交易方程式不过是一个没有多大意义的恒等式而已。但是货币主义者并不这么看,他们认为货币流通速度是稳定的,可以预测的,因而货币与名义总需求之间的关系也是稳定的,可以预测的。事实上,货币主义者的这一看法还隐含着这样一个重要推论,那就是货币量是影响名义总需求的唯一重要的因素,这就把凯恩斯主义者所强调的自主性支出的变动排除在外了。为什么自主性支出不会使总需求曲线发生移动呢?货币主义的答案是,在货币供给不变的条件下,自主性支出(如政府购买)的增加会引起利率的上升,从而使私人投资减少,二者抵消之后,总需求并没有变化。

显然,货币主义所强调的是一种“完全挤出”的情形,而这种情形只有当货币需求对利率毫不敏感,即 LM 曲线垂直的时候才会发生。如果抛开对这种极端情形的考虑,我们将发现,自主性支出对总需求的影响还是可以通过交易方程式反映出来的,只不过这种过程显得较为曲折而已。例如,当政府购买增加时,利率将上升,利率上升又会使货币需求减少,而货币需求的减少又意味着货币流通速度的上升,从而意味着总需求曲线的右移。

上述分析表明,凯恩斯主义的总需求曲线突出地强调了自主性支出对总需求的影响,而货币主义的总需求曲线则突出地强调了货币对总需求的影响。但是这两种分析方法并非是水火不相容的,它们都可以被用来说明自主性支出和货币对总需求的影响。区别仅仅在于,在凯恩斯主义的总需求模型中,自主性支出的作用较为直接,货币的作用较为曲折;而在货币主义的总需求模型中,货币的作用较为直接,自主性支出的作用较为曲折。

14.2 货币与总需求:进一步的探讨

在讨论了总需求曲线是如何导出的之后,我们将对货币量变动影响总需求的途径,也就是所谓的货币传导机制,进行更进一步的探讨。从60年代以来,部分地由于货币主义者对货币重要性的强有力的论证,许多凯恩斯主义者开始



意识到他们原先所理解的货币传导过程过于简单,于是开始着手进行新的研究,并且取得了丰富的成果。本节将对这些成果作一个概述。

14.2.1 货币对私人投资的影响

货币对私人投资的影响一向是凯恩斯主义者所重视的内容,早在1936年,凯恩斯便揭示了以下的货币传导机制:

$$\frac{M}{P} \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^d \uparrow$$

并且,在相当一段时间内,这一传导机制被凯恩斯主义者视为唯一重要的货币传导机制。显然,这一过程较为间接,它受到以下三个参数的影响,(1)货币需求对利率的敏感性,它决定了货币供给的变动能够在多大程度上影响利率;(2)私人投资对利率的敏感性,它决定了利率的变动对私人投资的影响;(3)投资乘数,它决定了私人投资的变动能够在多大程度上影响国民收入。有关这些参数的讨论,我们在前面的章节里已经介绍,这里不再赘述。我们要着重讨论的是货币影响投资的另外两个途径:信贷可得性效应和托宾的 q 理论。

1. 信贷可得性效应。

326

所谓信贷的可得性(credit availability),是指企业或个人能够通过信贷市场获得的信贷量。由于大量的私人投资都要通过贷款来进行,而信贷的可得性显然对投资需求有着重要的影响。早在50年代末期,罗萨(R. V. Rosa)、卡普肯(G. H. Kaveken)和林德伯克(A. Lindbeck)等经济学家就对货币的信贷可得性效应进行了研究。80年代以来,斯蒂格里茨(J. E. Stiglitz)和维斯(A. Weiss)等新凯恩斯主义经济学家则进一步对它进行了论证。

在信贷市场上,一个普遍存在的现象是信贷配给(credit rationing)。也就是说,并非只要借款人支付一个足够高的利率,便可以获得所需要的贷款,而是在一个特定的利率水平上,有些企业和个人可以得到贷款,另一些企业和个人则即使愿意支付更高的利率,银行也不愿给予贷款。换言之,信贷市场上的利率并不是一个使信贷供求相等的均衡利率,而是一个比均衡利率更低的利率。为什么会这样呢?在某些情况下,政府对贷款利率的限制可能是一个原因。例如,在许多发展中国家,贷款利率往往受到严格的限制,因此很难通过利率的变化来使贷款的供求得到均衡。但是为什么在许多不存在利率管制的国家,也会存在信贷配给呢?斯蒂格里茨和维斯(Stiglitz & Weiss, 1981)的解释也许会给我们不少启发。他们认为,信贷配给实际上是银行在信息不对称的情况下采取的一种理性选择。银行的收益不仅取决于利率,还取决于贷款归还的可能



性。由于在存在着信息成本的情况下,银行既不可能在贷款之前对借款人有充分的了解,也不可能对借款人在贷款之后进行完全的监督。假定银行采取提高利率的方法,则可能对银行收益产生两个方面的消极影响:第一,逆向选择(adverse selection)。利率提高之后,那些收益率较低而安全性较高的项目将因为投资收益无法弥补借款成本而退出借款申请者的行列;而剩下的愿意支付高利率的借款人往往是高风险的,他们之所以愿出高利率,本来就是因为他们知道归还贷款的可能性比较小。第二,逆向激励(adverse incentive),由于高利率使得一些收益率较低的项目变得无利可图,在有限责任的条件下,那些获得贷款的人将倾向于选择高风险高收益的项目,从而使道德风险问题变得更为严重。因此,对于银行来说,并不是利率越高越好,而是有一个限度,越过这一限度之后,由于贷款风险的上升,银行的预期收益反而减少。这一点可以用图 14.3 来表示。在该图中,横轴 i 代表利率,纵轴 R 代表银行的预期收益。银行将选择利率水平 i^* ,虽然这一利率往往不能使贷款需求等于供给,但它却是使银行预期收益最大的利率,所以实际上也是另一种意义上的

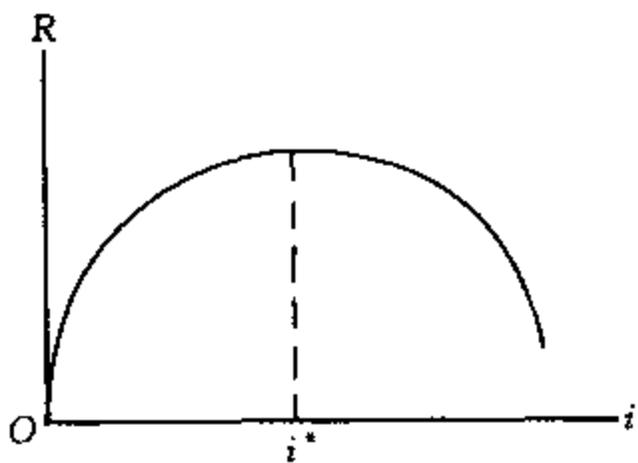


图 14.3 利率与银行预期收益的关系

均衡利率。斯蒂格里茨和维斯认为,用这种理论可以很好地解释为什么从历史上看,贷款规模有很大的波动,而实际利率的变动却相对要小得多。

如果说信贷配给是信贷市场上的普遍现象,那么货币量的大小究竟对银行的信贷额度有何影响呢?第一,对于银行来说,贷款是它的资金运用,而货币中的绝大部分(银行存款)则构成银行的资金来源,因而两者之间是存在密切联系的:一方面,银行的贷款将创造出更多的货币;另一方面,货币(银行存款)的增加又使银行能够发放出更多的贷款。第二,银行一般都持有大量的债券等金融资产,当货币供给增加,从而打破了人们原有的资产组合均衡时,人们会将一部分货币转换成债券或者股票,这意味着对债券、股票的需求增加,因而会引起债券和股票的升值。而金融资产的升值又会使银行的流动性增加,从而使银行可以提供更多的贷款。第三,当存在存款利率管制时,如果市场利率上升到规定的存款利率上限之上,银行就无法吸收到必要的存款来发放贷款(即发生“脱媒”现象),此时若通过增加货币供给使利率降低到规定的利率上限之下,则可以阻止“脱媒”现象的发生,从而使银行能获得更多的存款来发放贷款。总之,货币供给的增加,可以使信贷的可得性增加,从而使投资增加,这就是货币的信贷可得性效应。它可以表述如下:



$$\frac{M}{P} \uparrow \rightarrow \Lambda \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^d$$

式中 A 代表信贷可得性。

信贷可得性效应能够较好地解释美国 1966 年至 1969 年的住宅投资萎缩。当时,由于市场利率超过了 Q 条例规定的定期存款利率上限,使得大量资金从储蓄贷款协会和互助储蓄银行等存款机构中游离出来,从而大大影响了这些机构发放住房抵押贷款的能力,使住宅需求大幅度下降。

对信贷可得性的研究标志着对货币传导机制认识的进一步深入。以往的研究仅考察了货币供给(通过利率等机制)对借款方的影响,而未考察对贷款方(银行)的影响,因而是不完全的。信贷可得性理论则考察了货币供给是如何通过影响银行的资产和负债状况来影响银行的贷款供应,因而是理论上的巨大突破。

2. 托宾的 q 理论。

托宾的 q 理论揭示了货币经由股票市场而作用于投资的一种可能。所谓的 q ,是指一个比值,它等于企业的市场价值比企业的资本重置成本,即:

$$q = \frac{V}{P_K \cdot K} \quad (14.2)$$

328

其中 V 为企业的市场价值,即企业的股票总市值; P_K 为每单位实物资本的价格, K 为企业的实物资本总数,二者相乘即为企业的资本重置成本。

托宾认为,企业的投资决策取决于 q 值是否大于 1。当 q 值大于 1 时,企业将增加资本品的购买,因为股票市场对这些资本品的评价高于它们的成本;反之,若 q 值小于 1,则企业将不购买资本品。为了更好地理解这一点,我们可以作如下推导。

首先,我们知道,企业的市场价值 V 等于企业预期收益的贴现值,且贴现率为股东所要求的资本回报率(即企业的资本成本)。假定 C_{t+i} 为企业在 $t+i$ 期的预期收益, r_K 为股东所要求的资本回报率,则有:

$$V_t = \frac{C_{t+1}}{1+r_K} + \frac{C_{t+2}}{(1+r_K)^2} + \dots \quad (14.3)$$

为简单起见,假定各期预期收益均为 C_0 ,则根据无穷递缩等比数列的求和公式有:

$$V_t = \frac{C_0}{r_K} \quad (14.4)$$

在给定 $t+i$ 期的预期收益为 C_0 ,及资本重置成本为 $P_K \cdot K$ 的情况下,资本的预期收益率(或称资本边际效率) ρ_K 可由下式给出:



$$P_K \cdot K = \frac{C_0}{1 + \rho_K} + \frac{C_0}{(1 + \rho_K)^2} + \dots \quad (14.5)$$

故有：

$$P_K \cdot K = \frac{C_0}{\rho_K} \quad (14.6)$$

由(14.2)，(14.4)，(14.6)式得：

$$q = \frac{V}{P_K \cdot K} = \frac{\rho_K}{r_K} \quad (14.7)$$

显然，只有当资本的预期收益率 ρ_K 大于资本成本 r_K 时，即 $q > 1$ 时，企业才会进行投资。

那么，货币供给的变动又会对 q 产生什么影响呢？很简单，当货币供给增加时，人们为了将手中多余的货币花出去，会去购买股票，从而使股票价格上涨，企业的市场价值 V 上升， q 值增大。因此，托宾的货币传导机制可以简述如下：

$$\frac{M}{P} \uparrow \rightarrow V \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^d \uparrow$$

14.2.2 货币对消费的影响

尽管经济学家大多较为关心投资的波动，但消费的影响也是不容忽视的。毕竟，消费支出是国民收入中最重要的部分（它一般占国民收入的 2/3 以上）。因而消费也可能在货币传导机制中扮演着重要的角色。上一章我们曾指出，皮古较早地注意到了净财富实际价值对消费的影响，即皮古效应（或财富效应）。下面我们就来看一看货币供给是如何通过皮古效应来影响消费的。

货币供给的增加可能从两个方面增加消费者的净财富。首先，在价格不变的前提下，名义货币供给的增加就意味着实际货币余额的增加；而实际货币余额又是消费者实际净财富的一部分，因而它的增加会使消费者感到比以前更加富有，从而增加消费支出。这一效应有一个专门的名词，叫作实际余额效应。它可以表述如下：

$$\frac{M}{P} \uparrow \rightarrow \frac{W}{P} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y^d \uparrow$$

其次，货币供给还可以通过影响股票、债券等金融资产的价格来影响消费者的实际净财富。如前所述，当货币供给增加时，人们会增加对股票、债券等金融资产的需求，从而引起股票、债券的升值。而股票、债券又是消费者财富的一个组成部分，因而它们的升值会增加消费需求。其作用过程为：



$$\frac{M}{P} \uparrow \rightarrow P_s, P_b \uparrow \rightarrow \frac{W}{P} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y^d \uparrow$$

其中 P_s 、 P_b 分别代表股票、债券的价格， $\frac{W}{P}$ 代表实际净财富。

金融资产的贬值可以较好地解释 30 年代大危机期间的消费萎缩。由于 1929 年的股票市场崩溃，许多家庭的财富在一夜之间化为泡影，因而随之而来的便是消费的急剧减少。据估计，在 1929 年至 1933 年期间，由于股市的暴跌，美国消费者的财富按 1982 年美元计算减少了 3310 亿美元，而消费的减少则超过了 700 亿美元。^①

除了通过影响消费者的财富来影响其消费需求之外，货币供给还可能通过影响消费者的借款成本来影响其消费支出。由于某些耐用消费品的购买往往是通过消费信贷来进行的，因而它们也会在一定程度上受到利率的影响。当货币供给增加引起利率下降时，消费者通过贷款或延期支付等方式来购买汽车等耐用消费品的利息支出便会下降，因而对耐用消费品的购买将更为踊跃。这一过程可以表示为：

$$\frac{M}{P} \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y^d$$

14.2.3 货币对净出口的影响

净出口(即出口减进口)是总需求的另一个重要组成部分，在国际交往越来越频繁，世界经济越来越走向一体化的今天，进出口贸易对一国经济的影响也越来越重要。那么货币对进出口贸易，从而对净出口又会有什么影响呢？

假定本国的货币供给增加，从而使本国的利率下降，那么投资者持有本国银行存款的利息收益就下降，因而他们将渴望把本国的货币兑换成外国的货币，以获得外国较高的利息收入。当许多投资者都在外汇市场抛出本国货币，买进外国货币时，本币的汇率就将下跌，外币的汇率则上扬，也就是说，本币将贬值，而外币则将升值。学过国际金融学的读者都知道，本币的贬值将有利于扩大本国的出口，减少本国的进口。这是因为，当本币贬值时，本国商品用外币表示的价格将下降，因而外国人购买就更便宜，从而将扩大对本国商品的需求；而外国商品用本币表示的价格则上升了，从而本国对外国商品的需求将减少。而这两方面的作用都将使本国的净出口增加。因此，货币供给的增加还可以通

^① 参见 Mishkin, 1992, p. 656。



过净出口的增加而使总需求增加。这一传导机制可以描述如下：

$$\frac{M}{P} \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y^d \uparrow$$

其中 E 代表本币的汇率,也就是用外币表示的 1 单位本币的价格, NX 代表净出口。

以上我们依次考察了货币对总需求中除政府购买之外的三个组成部分的影响,这些分析表明,货币传导机制远比早期凯恩斯主义者所想象的要复杂得多。而且,正如弗里德曼所说的那样,货币的传导机制是如此之多,以致任何想要穷尽它的努力都可能只是徒劳。因此,我们没有理由相信,上述货币传导机制便是货币影响总需求的全部途径。特别值得一提的是,我们还没有讨论预期在货币传导机制中的作用。实际上,预期的影响有时是十分强大的。当货币供给增加使得人们预期物价将上涨时,人们对实物资产的需求将有可能急剧上升。我国 1988 年的“抢购风”便是生动的一例。更为复杂的是,对价格上涨的预期不仅会影响到总需求,而且会影响到总供给。关于这一点,我们将在后两节中加以讨论。

14.3 总供给模型

331

上一节讨论,货币供给的变动将通过多种渠道对总需求产生重要影响,但是总需求的变动究竟在多大程度上导致实际国民收入(或产出)的上升,在多大程度上导致价格水平的上升呢?显然,这取决于总供给。当经济处于充分就业水平时,由于产出已经不可能进一步扩大,因而总供给曲线是垂直的,则总需求的任何扩大只能引起价格水平的同比例上升,而不能对实际国民收入或产出发生作用。相反,如果经济中存在着大量的闲置资源,产出的扩大不会引起价格水平的上升,则总供给曲线将是一条水平线,此时总需求的变动就将只引起实际国民收入或产出的变动,而不引起价格水平的变动。那么,实际的总供给曲线究竟是怎样的呢?这正是我们这一节所要探讨的问题。

有些读者也许会感到不以为然。任何一本初级的微观经济学教科书都会告诉我们,产品的供给曲线是向上倾斜的,将众多产品的供给曲线汇总起来,不就可以得到一条向上倾斜的总供给曲线吗?事实上问题远没有这么简单。我们在推导单个产品的供给曲线时,是假定其他产品价格不变的,因而该产品价格的提高意味着其实际收益的提高,企业将增加供给。而我们现在要考虑的是所有商品和劳务的价格都发生同比例变化时的情形。也就是说,某种产品价格

的提高并不意味着其实际收益的提高,那么价格的上升是否会诱使该产品的供给增加呢?这显然不是一个轻而易举的问题。

在西方经济学中,总供给是通过劳动力市场的供求来加以说明的,二者之间通过以下的生产函数联系起来:

$$Y = f(N), f' > 0, f'' < 0 \quad (14.8)$$

式中 Y 代表总产出(及相应的实际国民收入),即总供给, N 代表就业量, $f' > 0$ 表示总产出随就业量的增加而增加, $f'' < 0$ 则表明这种增加的速度随就业量的增加而减小,即边际产出递减。关于这一生产函数,西方经济学并不存在分歧,但是对于就业量的决定,西方经济学却远未取得共识,使得总供给仍是目前西方经济学中争论得最为激烈的一个领域。

14.3.1 古典模型:垂直的总供给曲线

凯恩斯之前的经济学家大多相信,通过工资和价格水平的灵活调整,能够使劳动力市场始终处于供求相等的均衡水平,也就是充分就业的水平上,相应地,产出和收入也将稳定地位于充分就业的水平上。他们的观点可以通过以下的模型来说明。

首先,劳动力的需求曲线取决于实际工资 $\frac{W}{P}$,即:

$$N^d = N^d\left(\frac{W}{P}\right) \quad (14.9)$$

雇主为实现利润最大化,将使劳动力的雇佣量处在实际工资等于劳动的边际产出的水平上。由于劳动的边际产出递减,因此劳动力的使用量越多,雇主愿意支付的实际工资就越少。反过来说,实际工资越低,雇主愿雇佣的劳动量就越多。因此劳动力需求曲线向下倾斜。

其次,劳动力的供给也取决于实际工资,即:

$$N^s = N^s\left(\frac{W}{P}\right) \quad (14.10)$$

当实际工资增加时,劳动者愿意牺牲更多的闲暇去获取收入,因而劳动力供给随着实际工资的增加而增加。

上述劳动力需求曲线和劳动力供给曲线的交点就决定了均衡的就业量 N^* (如图14.4(A))。在该点上,任何愿意在现行的均衡工资 $\frac{W}{P^*}$ 上就业的人

都可以获得工作,任何愿以该工资雇佣工人的雇主也可以获得劳动力,因而经济处于充分就业水平,不存在非自愿失业。^①

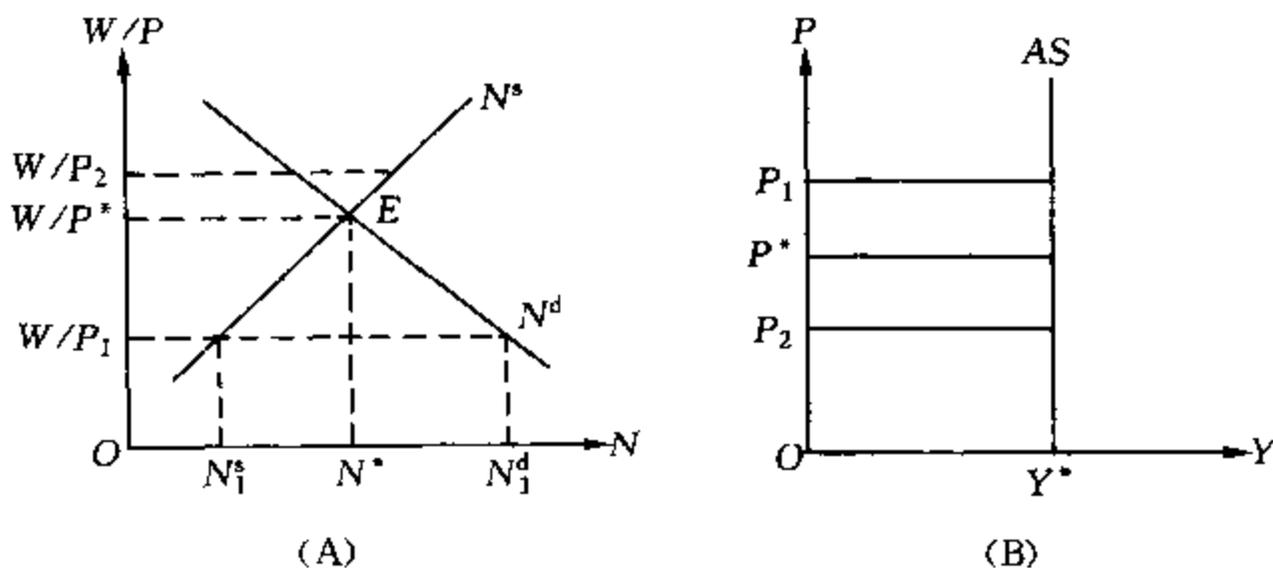


图 14.4 劳动力市场:古典情形

此时,若价格水平发生变动,就业量会如何变动呢?古典经济学家的答案是,它仍将处于 N^* 。为什么呢?因为他们相信,名义工资 W 会随着价格水平的波动而灵活地进行调整,从而使实际工资保持不变,因而实际就业量也保持不变。如图 14.4(A)所示,假定在开始时劳动力市场处于充分就业的均衡点 E ,就业量为 N^* ,实际工资为 $\frac{W}{P^*}$ 。此时若价格水平由 P^* 上升至 P_1 ,则实际工资下降至 $\frac{W}{P_1} (< \frac{W}{P^*})$ 。其结果,劳动力需求 N_1^d 大于劳动力的供给 N_1^s 。为了雇佣到更多的劳动力,雇主将竞相提高名义工资,从而使实际工资恢复到 $\frac{W_1}{P_1} (= \frac{W}{P^*})$ 的水平上,这样就业量也就迅速恢复到 N^* 。当价格水平下降至 P_2 时,古典经济学家认为,这一机制同样会起作用,即劳动力的供大于求将促使名义工资下降,从而使实际工资恢复至 $\frac{W_2}{P_2} (= \frac{W}{P^*})$,就业量恢复至 N^* 。并且古典经济学家们相信,名义工资的调整,不管是上调还是下调,均可以在很短的时间内完成,因而就业量就可以稳定地维持在充分就业水平上,相应地,根据生产函数((14.8)式),总产出也就稳定于充分就业的产出 $Y^* = f(N^*)$ 上。因此,总供给曲线就是一条垂线(如图 14.4(B))。

古典模型的上述结论,显然依赖于两个重要假定:(1)工资、价格的调整是

^① 值得注意的是,经济学上所讲的充分就业仅仅是指劳动力市场上供求总体均衡时的就业,而并不排除某些摩擦性的失业和自愿失业。更确切地说,充分就业是指当失业率为自然失业率时的情形(参见下一章)。

非常灵活的,可以在瞬时完成;(2)价格水平的变动马上被雇主和雇员双方观察到,并且反映到双方的决策中去。正是在这两个严格的假定下,古典模型才得出了就业量稳定于充分就业水平,总供给曲线垂直的结论。然而这一结论显然是与事实相矛盾的,它无法解释诸如 30 年代大危机那样的经济波动,因而遭到了凯恩斯等经济学家的强烈抨击。

14.3.2 凯恩斯主义模型:名义工资刚性与总供给曲线

凯恩斯对上述古典劳动力供求模型提出了两点批评。首先,他认为,在现实中,劳动力的供给取决于名义工资,而不是实际工资。换言之,工人具有“货币幻觉”。这种货币幻觉使得工人对价格水平的上升和下降作出不同的反应。当价格水平上升引起实际工资下降时,除非其幅度超过了一定的限度,否则工人并不会减少其劳动力供给;相反,当价格水平下降引起实际工资上升时,他们却会竭力抵制雇主削减名义工资的努力,这种抵制使得名义工资的下降非常困难。第二,凯恩斯认为,即使劳资双方成功地得以使名义工资降低,失业也不可能被消除。这是因为,名义工资的下降会降低工人的购买力,从而缩减社会的有效需求。在市场有效需求不足的情况下,价格将进一步下降,因而名义工资的下降并不能导致实际工资的下降,雇主对劳动力的需求也就不会增大。

尽管凯恩斯本人一再强调,他的第二点批评才是更具根本性的,但是以新古典综合派为代表的凯恩斯主义主流学派却大多侧重于对他的第一点批评加以发挥,通过名义工资向下调整的刚性来说明失业的原因及相应的总供给曲线。他们的观点可以用以下的模型来加以说明。

如图 14.5(A)所示。假定在开始时劳动力市场处于充分就业的均衡点 E , 就业量为 N^* , 实际工资为 $\frac{W}{P^*}$ 。此时若价格水平上升至 P_1 , 则分析结果如前, 即由于实际工资下降, 劳动力市场上供小于求, 雇主为获得更多的劳动力, 竞相提高名义工资, 从而使实际工资恢复到 $\frac{W}{P^*}$ 的水平上, 同时就业量也迅速恢复到 N^* 。这一调整过程对于任何大于 P^* 的价格水平变动都适用。因此, 凯恩斯主义者认为, 当经济处于充分就业水平时, 价格水平的上升将被名义工资的上升所抵消, 从而不能带来就业和产出的上升。也就是说, 当价格水平高于 P^* 时, 总供给曲线将是一条垂线(如图 14.5(B)中 E 点以上的部分)。

上述分析与古典模型完全一样。但是当价格水平下降时, 凯恩斯主义者却得出了不同的结论。他们认为, 由于工人会阻挠名义工资的下降, 就业量将低

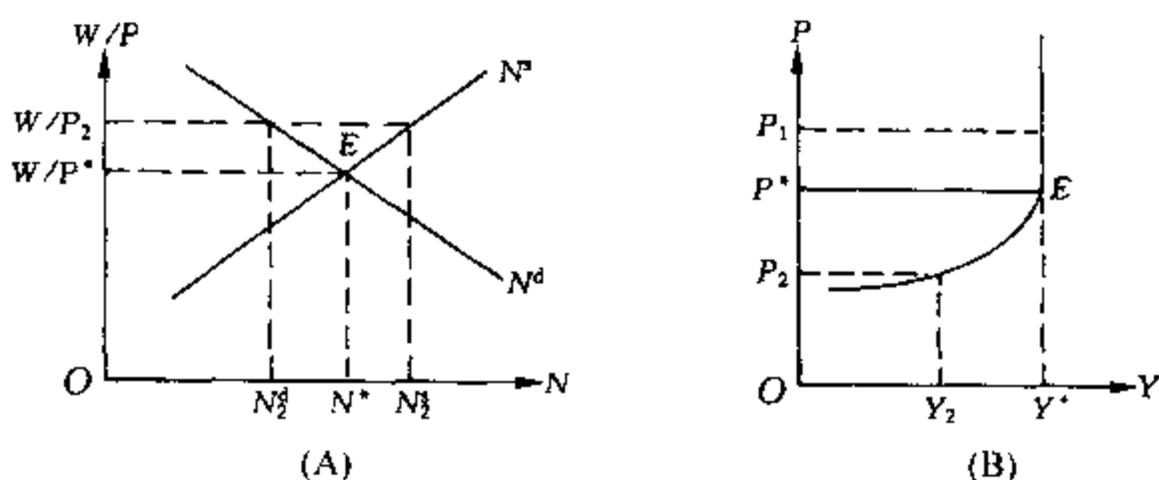


图 14.5 凯恩斯主义的总供给曲线

于充分就业量 N^* 。假定在图 14.5(A)中,价格水平下降至 P_2 ,从而实际工资上升至 $\frac{W}{P_2} \left(> \frac{W}{P^*} \right)$,劳动力供给 N_2^s 大于劳动力需求 N_2^d ,此时若工人允许名义工资下降,从而使实际收入回到 $\frac{W}{P^*}$,则劳动力市场将恢复均衡。但是由于工会等势力会阻挠名义工资的下降,实际工资将保持在 $\frac{W}{P_2}$ 的水平上,因而就业量也将保持在低于充分就业水平的 N_2^s 上,相应地,产出和国民收入也将处于低于充分就业水平的 $Y_2 [= f(N_2^s)]$ 上。同样地,这一原理对于任何低于 P^* 的价格水平变动都适用,因而当价格水平低于 P^* 时,总供给曲线将向上倾斜[如图 14.5(B)中 E 点以下的部分]。

通过假定名义工资在不同方向上调整机制的不同,凯恩斯主义者得出了形如图 14.5(B)的总供给曲线,即在达到充分就业水平之前,价格水平的上升将伴随着国民收入和产出的上升,达到充分就业水平之后,价格水平的上升不再对国民收入和产出构成任何影响。

许多凯恩斯主义者还将图 14.5(B)中总供给曲线的左下方倾斜部分进一步简化成一条水平线,以代表大萧条状态下的“凯恩斯固定价格总供给曲线”。水平的总供给曲线表明,由于大量闲置资源的存在,国民收入和产出可以在价格水平没有任何变化的情况下得以提高。

14.3.3 货币主义和理性预期学派:预期错误模型

与凯恩斯主义者不同,货币主义者和理性预期学派都认为工资和价格的调整是比较灵活的,那么他们又是如何解释价格水平变动引起的产出和收入变动呢?他们将此归因于人们对价格水平的预期错误。

我们先来看一看货币主义的代表人物弗里德曼的观点(弗里德曼,中文版

1991)。弗里德曼假定,工人和雇主对总体价格水平的了解程度是不同的,雇主由于要从事原料采购、产品销售等活动,将密切关注价格水平的波动,因而会对价格水平有较多的了解,可以根据现行的价格水平 P 作出决策。而工人则很难做到这一点,他们只能根据对价格水平的预期 P^e 来进行决策。当工人对价格水平的预期恰好与现实的价格水平 P 一样时,情形便和古典模型所描述的一样。而一旦 P^e 和 P 产生偏离,则就业和产出就将偏离于充分就业水平。这一点可以通过图 14.6 加以说明。

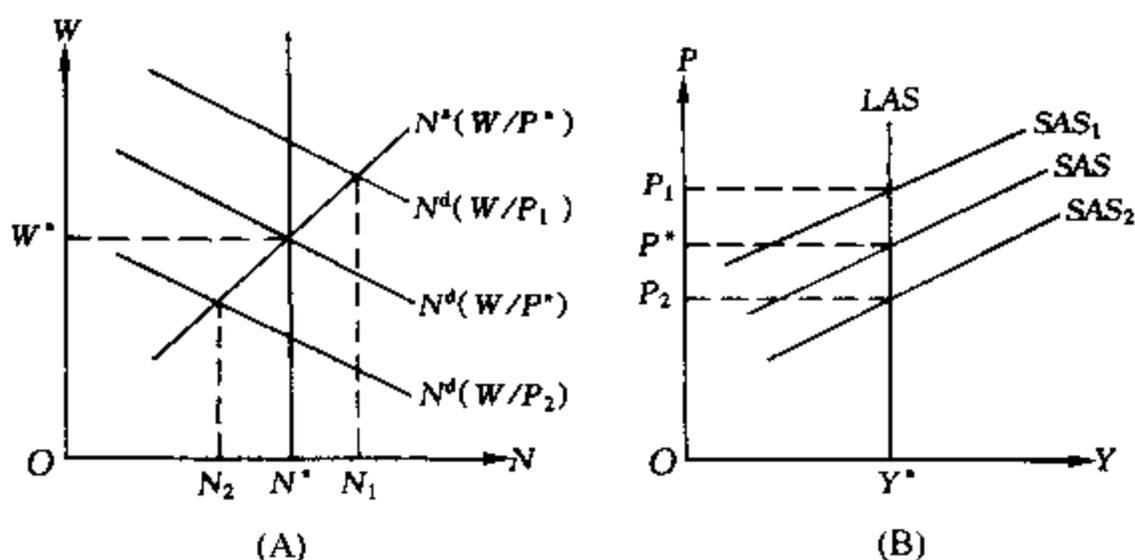


图 14.6 预期错误模型

在图 14.6 中,纵轴代表的是名义工资 W (这一点请特别注意)。假定工人对价格水平的预期为 P^* ,即 $P^e = P^*$,则有一条相应的劳动力供给曲线 $N^s\left(\frac{W}{P^*}\right)$ 。此时,若实际的价格水平恰好等于 P^* ,则雇主观测到这一价格水平,劳动力需求曲线为 $N^d\left(\frac{W}{P^*}\right)$ 。这两条曲线的交点将恰好位于充分就业水平 N^* 上。现假定价格水平上升至 P_1 ,雇主观测到这一点,劳动力需求曲线将上移至 $N^d\left(\frac{W}{P_1}\right)$;而工人则可能没有注意到这一点,对价格水平的预期仍为 P^* ,因而劳动力供给曲线不变,它和 $N^d\left(\frac{W}{P_1}\right)$ 相交确定的就业水平就为 N_1 ,它大于 N^* 。反之,若价格水平下调至 P_2 ,雇主观测到这一点,劳动力需求曲线下移至 $N^d\left(\frac{W}{P_2}\right)$,而工人则维持原来的劳动力供给曲线不变,相应的就业量就为 N_2 ,此时便会存在失业。这种价格水平变动引起的就业量变动反映在总产出上,便是一条向上倾斜的总供给曲线[如图 14.6(B)中的 SAS]。

然而这一切远非弗里德曼所要讲述的全部,由于价格水平的变动最终将为工人所察觉,劳动力供给曲线将随着预期价格水平 P^e 的变化而发生移动。当



工人发觉价格水平已上升至 P_1 时,劳动力供给曲线也将上移至 $N^s\left(\frac{W}{P_1}\right)$,从而使就业量回到 N^* 。反映在图 14.6(B)中,便是总供给曲线由 SAS 上移至 SAS_1 ,产出恢复到 Y^* 。当价格水平下降至 P_2 时,随着工人价格预期的调整,短期总供给曲线将下移至 SAS_2 ,产出也就恢复至 Y^* 。因此,向上倾斜的总供给曲线只能在短期内存在,而长期的总供给曲线仍是一条垂线。这样,弗里德曼就证明了古典总供给模型在长期内的有效性。

理性预期学派的代表人物卢卡斯也是从预期价格水平和实际价格水平的偏离来解释产出对充分就业产出的偏离。但是他的推理方法却与弗里德曼有所不同。他没有假定工人和雇主之间的信息不对称,或者,更进一步说,他甚至没有把工人和雇主区分开来。卢卡斯仅仅是假定,由于不可能随时对所有产品的价格进行观察,按照分工从事某一产品生产的生产者有时可能会将总体价格水平的变动,误认为是自己生产的产品相对价格的变动,从而改变其产量。举例来说,一个种植小麦的农场主发现小麦的价格上涨了 10%,如果他知道,所有其他产品的价格也都上涨了 10%,那么他将保持原有的产量;反之,如果他相信别的产品的价格都未发生变化,或者上涨的幅度小于 10%,那么由于小麦相对价格的提高,种植小麦获得的回报更高了,他就会有动力更加努力地工作,以提高产量。因此,卢卡斯断言,只有当价格水平的上涨率超过生产者预期的价格上涨率时,产出才可能高于充分就业产出量。也就是说,只有未被预期到的价格水平变动才能对总供给产生影响。由于卢卡斯及其他的理性预期学派经济学家们还假定,人们总是会尽可能利用一切可以获得的信息,从而对未来作出尽可能准确的预期,即理性预期,因而产出对充分就业产出的偏离也就只能是某种暂时的现象。

14.3.4 新凯恩斯主义者:粘性工资—价格模型

与货币主义及理性预期学派将总产出对充分就业产出的偏离归因为经济主体对总体价格水平的错误预期不同,新凯恩斯主义者着重从工资或价格不能灵活调整,即工资—价格粘性来解释总产出的波动。他们强调,即使经济主体对价格水平的预期是正确的,但是由于某些制度性的原因导致的工资—价格粘性仍会使就业和产出偏离于充分就业时的就业量和产出水平。

和早期凯恩斯主义者不同的是,新凯恩斯主义者没有简单地假定名义工资向下调整时具有刚性(rigidity),而是从多个角度对名义工资和价格不能灵活调整(不管是上调还是下调)——即粘性(stickiness)——的原因进行了解释,并据



此推导出向上倾斜的总供给曲线。在众多的理论假说中,一种较为流行的假说是长期合同说。该假说认为,经济中存在着许多长期的劳资合同,这些合同规定了雇主在未来一段时间内——有时长达两到三年——支付给工人的名义工资。显然,在劳资双方签订长期合同时,他们只能根据当时所掌握的信息对未来的价格水平作一个估计,并确定相应的名义工资。在开始的一个时期内,例如说一年,劳资双方对价格水平的预期也许是正确的,因而据此确定的名义工资反映了工人所要求的实际工资。但是未来总是不确定的,许多新的因素可能会引起价格水平的波动。当价格水平上升时,工人由于受合同约束,只能接受原来的名义工资,这样实际工资就下降了,因而雇主将增雇工人,扩大生产。反之,当价格水平下降时,由于实际工资上升,雇主将减少雇佣的工人数,从而减少产出。因此长期合同的存在将使名义工资不能随价格水平而灵活调整,从而使就业和产出随着价格水平的升降而增减,这样便导出了一条向上倾斜的总供给曲线。

335

长期合同同样可能使产品的价格具有某种粘性。有时企业可能和它的消费者签订一个长期的合同,规定好产品的价格,这样价格就不能随市场需求的变化而灵活地波动。有时,即使不存在这样的合同,企业也不愿意不断改变其产品的价格,以免使它的老主顾感到不满。这种价格的粘性同样会导致总供给曲线的向上倾斜。考虑这样一种情形,假定市场上存在着两类企业,它们都对自己的产品具有一定程度的垄断定价能力,但是第一类企业是随时根据需求的变化而调整价格,第二类企业则由于长期合同等方面的原因不能随时调整价格。现在,如果市场需求减少,第一类企业将调低产品价格,以维持其原先的销量;第二类则由于要维持原来的价格,因而销量将减少。为了减少产品的积压,第二类企业将解雇部分工人以减少产量。由于总体的价格水平将随着第一类企业的降价而降低,而总产出又随着第二类企业的减产而减小,所以价格水平的下降将伴随着总产出的下降。根据同样的推理可以得出,价格水平的上升将伴随着总产出的上升。这就说明总供给曲线是向上倾斜的。

根据工资—价格粘性模型导出的总供给曲线同样随着时间的流逝而发生移动。这是因为当合同期满后劳资双方或企业与消费者之间将重新签订合同,在新的合同中规定的名义工资和价格将反映变化了的预期,从而使总供给曲线向上或向下移动。

上述分析表明,虽然不同学派都对古典的垂直总供给曲线进行了不同程度的修正,从而在一定条件下得出了向上倾斜的总供给曲线,但是它们分析的视角却有很大不同。货币主义者和理性预期学派着重从经济主体的预期错误来解释就业和产出的波动,凯恩斯主义者则把工资和价格不能灵活调整作为就业



和产出偏离于充分就业水平的原因。这种分歧对于理解财政、货币政策的作用对价格水平及就业、产出、国民收入等实际经济变量的影响有着重要的意义。

14.4 货币的中性与非中性

在了解了货币对总需求的影响及总供给模型之后,我们就可以来分析货币对价格水平和以国民收入为代表的实际经济变量的影响了。显然,在不同的总供给模型中,货币对这两个变量的影响是不同的。在总供给曲线垂直的古典模型中,货币供给增减引起的总需求增减只会引起价格的同比例增减,而不能导致国民收入的任何变化。也就是说,货币只会对价格水平等名义变量产生影响,而不会对国民收入等实际变量产生任何作用,因此货币是“中性的”。这正是古典货币数量论所阐述的情形。相反,在凯恩斯“固定价格总供给曲线”中,货币增减引起的总需求变化将完全作用于国民收入等实际变量,而不会对价格水平产生影响。显然这两者都只是一种极端的情形,而我们将着重考虑总供给曲线向上倾斜的一般情形,并集中讨论货币主义、理性预期学派及新凯恩斯主义的观点。

14.4.1 适应性预期与长期中的货币中性

既然货币主义和理性预期学派都把预期错误视为收入偏离于均衡收入的原因,那么了解人们是如何对未来进行预期的便是极其重要的一个问题。对此,经济学家做了大量研究。在宏观经济学文献中,最著名的是两类预期,即适应性预期和理性预期。关于理性预期我们将在下文中加以介绍,这里先来描述一下货币主义者较常采用的适应性预期。

所谓适应性预期,是指人们通过对过去的预测误差进行修正所形成的预期。它可以用下式来表达:

$$P_t^e = P_{t-1}^e + \alpha(P_{t-1} - P_{t-1}^e) \quad (14.11)$$

式中 P_t^e 代表在 $t-1$ 期对 t 期价格水平的预期, P_{t-1} 代表 $t-1$ 期的实际价格水平, P_{t-1}^e 代表在 $t-2$ 期对 $t-1$ 期价格水平的预期, α 代表误差修正系数。通过递推, P_t^e 可以表示为所有 $t-i$ ($1 \leq i < \infty$) 期的价格水平的函数。在(14.11)式中若令 $\alpha = 1$, 则有:

$$P_t^e = P_{t-1} \quad (14.12)$$

这是最简单的一种适应性预期,即简单预期(或称天真预期)。也就是把上一期的实际价格水平当作本期的价格水平。我们不妨用这种最简单的适应性预期形式来探讨弗里德曼的思想。

按照弗里德曼的理论,短期总供给曲线之所以向上倾斜,是工人对价格水平作出了错误的预期。假定在第0期,短期总供求曲线相交于 E_0 点,决定了一个均衡的价格水平 P^* 和收入水平 Y^* (如图14.7)。再假定在第1期,由于货币供给的增加使得总需求曲线由 AD_0 上移至 AD_1 。由于工人是根据第0期的价格水平 P^* 来预期第1期价格水平的,所以第1期的短期总供给仍为 SAS_0 ,这样 AD_1 和 SAS_0 便决定了新的均衡点 E_1 。在 E_1 点上,收入 Y_1 大于充分就业水平 Y^* ,价格水平 P_1 大于 P^* ,即产量及价格水平均上升。但是价格水平的上升会使工人的价格预期发生变化,他们将以上升了的价格水平 P_1 来预期第2期的价格水平,这样就使第2期的短期总供给曲线上移至 SAS_2 ,并与总需求曲线相交于 E_2 点。^①以后各期照此继续,直至短期总供给曲线上移至 SAS_n ,收入回到充分就业水平的收入 Y^* ,价格水平上升至 P_n 。

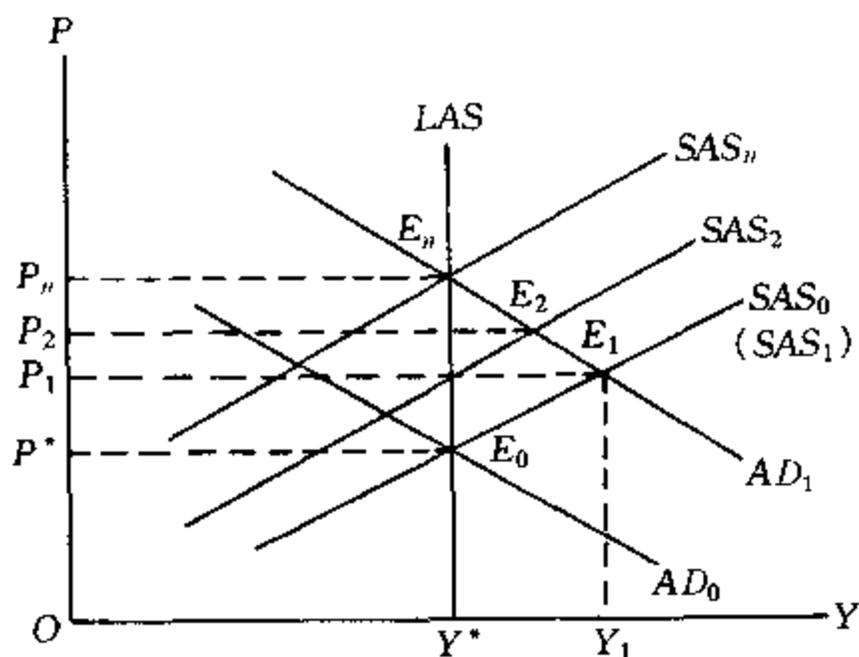


图 14.7 适应性预期与货币政策的作用

显然,当货币供给减少时,类似的调整过程将使收入由小于充分就业水平而逐渐恢复至 Y^* ,并且使价格水平下降。这表明,在适应性预期的条件下,货币供给的增减将一部分引起价格水平的升降,一部分引起收入的增减;但是在长期内它只会引起价格水平的同比例变化,而不会对国民收入等实际变量发生作用。也就是说,货币在短期内是非中性的,但在长期内却是中性的。弗里德曼正是这样证明了古典货币数量论在长期内的有效性。

① 这里,我们忽略了收入上升后引起的总需求的进一步上升。



14.4.2 理性预期与“政策无效性”

理性预期学派承袭了货币主义的上述分析思路,但是在关于人们如何形成对未来价格水平的预期方面提出了更为激进的假设,即理性预期假设,从而得出了“任何被预计到的政策都不会对实际经济变量产生任何影响”这样一个惊人的命题。

理性预期学派的经济学家们认为,适应性预期的方法过于机械。一个追求自身利益最大化的理性的经济主体不可能如此机械地行事。相反,他会从过去的经历中吸取经验,并且尽可能有效地利用一切可以获得的信息,从而对未来形成尽可能准确的预期,即理性预期,而不可能一次又一次地重复过去的错误。^①例如在上一例中,当政府一次又一次地利用扩张货币的形式来扩张经济时,一个理性的经济主体不可能一次又一次地重复以前的错误,低估下一期的价格水平。相反,他会从过去的经验中了解到, P_n 才是最终的均衡价格,从而一旦了解到政府要扩张货币时,他就会形成 P_n 的价格预期,从而使短期供给曲线一次性上移至 SAS_n ,这样货币扩张引起的总需求增加就不可能带来任何的收入增加,而将直接表现为价格水平的同比例上升。因此,被预期到的货币政策(实际也包括财政政策)不可能对国民收入等实际变量产生任何影响。如同在古典模型中一样,货币是完全中性的。由于和古典学派的这种高度相似,理性预期学派获得了“新古典宏观经济学派”这样一个头衔。

但是理性预期学派并不否认未预期到的货币政策将对实际经济变量产生短暂的影响。同样以图14.7为例,假定货币供给的增加完全是预料之外的,那么由于在货币供给将增加之前,经济主体的最佳预测仍是 P^* ,所以其短期供给曲线仍将是 SAS_0 ,因而货币供给的增加将使均衡点从 E_0 移动到 E_1 ,国民收入和价格水平将分别上升至 P_1 和 Y_1 。但这一过程只能持续很短的一段时间,因为当经济主体了解到货币供给增加了之后,他又会马上将预期价格水平提高到 P_n ,从而使总产出回到 Y^* 。

理性预期的逻辑还表明,按照任何既定规则执行的货币政策也将完全失效,原因在于这种规则将被理性的个人所观察出来,从而被用来对政府的行为

^① 理性预期的更为严格的表述是:根据所有可用信息作出的关于经济变量的最佳预测值。也就是说,它是一个以所有可用信息为条件的条件期望值。由于所有可用信息包括了建模者本身所使用的模型,因而当某一变量的预测值被作为一个参数代入建模者使用的模型时,由模型所得出的该变量的均衡值应恰好等于被代入的预测值。这就是为什么在图14.7中, P_n 是理性预测值而 P_1 则不是的原因。

进行预测,并作出相应的反应。例如,假定中央银行奉行这样一套规则,即每当失业率达到5%时,便增加10%的货币供应量,以扩张总需求,减少失业。那么按照理性预期学派的观点,一旦公众观察到中央银行执行的是这样一套规则,那它就将完全归于无效。因为每当出现5%的失业率时,公众就预期政府将增加10%的货币供应量,因而最终的价格水平也将上涨10%,于是他们的总供给曲线也上升相应的比例,从而货币扩张的作用将被完全抵消。事实上,如果这时政府突然改变规则,只增加8%的货币供应量,也就是比公众预期的少2%,那么失业率不仅不会下降,短期内还将会上升。专栏14.1给出了一个按规则行事的货币政策完全无效的例子。

总之,理性预期学派相信,任何能够被预计到的政策都不会对实际经济产生任何的影响,只有未被预计到的政策才可能对实际经济产生作用。

专栏 14.1

“政策无效性”模型^①

下面这个简单的理性预期模型可以说明按某一既定规则进行的货币政策的无效性。

首先,我们给出一个卢卡斯供给函数:

$$Y_t^s = \alpha + P_t - E_{t-1}P_t + \varepsilon_t \quad (\text{A1})$$

其中 Y_t^s , P_t , $E_{t-1}P_t$ 分别为产出、价格,以及在 $t-1$ 期对 t 期价格的理性预期(均为对数形式); ε_t 为随机项, $E\varepsilon_t = 0$ 。

其次,总需求函数由假定货币流通速度为常数的交易方程式给出,即:

$$Y_t^d = M_t - P_t + \mu_t \quad (\text{A2})$$

式中 Y_t^d , M_t , P_t 均为对数形式; V 在标准化为1后取对数为0,所以不再出现; μ_t 为随机项, $E\mu_t = 0$ 。

令 $Y_t^s = Y_t^d$ 得:

$$2P_t = -\alpha + E_{t-1}P_t + M_t + \mu_t - \varepsilon_t \quad (\text{A3})$$

对(A3)两边取 $t-1$ 期的期望,得:

$$E_{t-1}P_t = -\alpha + E_{t-1}M_t \quad (\text{A4})$$

(A4)式即为在 $t-1$ 期对 t 期价格的理性预期。

假定货币供给遵循以下规则:

$$M_t = \lambda_0 - \lambda_1(Y_{t-1} - Y') + \gamma_t \quad (\text{A5})$$

其中 λ_0 , λ_1 为政策系数, Y' 为政府希望达到的产出水平, $Y' > Y^*$ (充分就业的产出水平),

^① 本模型是根据 Fischer 1977 和 Harris 1981 构造的。

γ_t 为随机项, $E_t \gamma_t = 0$, (A5)式表明, 如果 $Y_{t-1} < Y'$, 则政府将增加货币供给, 反之减少。显然, 理性的行为主体将观察到这一规则, 从而使:

$$E_{t-1} M_t = \lambda_0 - \lambda_1 (Y_{t-1} - Y') \quad (\text{A6})$$

据(A3), (A4), (A5), (A6)式即可得出:

$$P_t - E_{t-1} P_t = \frac{1}{2} (\gamma_t + \mu - \varepsilon_t) \quad (\text{A7})$$

将(A7)式代入(A1)式, 可得:

$$Y_t = \alpha + \frac{1}{2} (\gamma_t + \mu + \varepsilon_t) \quad (\text{A8})$$

(A8)式表明, 产出 Y 与货币供应量 M_t 无关, 与货币规则参数 λ_0, λ_1 也无关, 它仅限于 α 和某些随机项。所以货币当局不可能系统地使产量偏离于充分就业水平, 这就是理性预期学派的“政策无效说”。

14.4.3 工资—价格粘性与短期内的货币非中性

新凯恩斯主义者承认, 由于预期变化导致的总供给曲线的移动, 货币供给的变化在长期内只能影响价格, 而不会影响国民收入。但是他们认为, 由于工资和价格是粘性的, 即使人们的预期是理性的, 预料中的货币政策也不会是完全无效的。

还是以图 14.7 为例来说明新凯恩斯主义观点与前两种观点的不同吧。假定人们预料到政府将增加货币供给, 那么总供给曲线将会作何反应呢?

根据适应性预期理论, 这一预测并不会反映到人们对未来价格水平的预期中去, 因为人们只是根据过去的价格水平及过去的预期来形成对未来的预期, 而未将未来的信息考虑进去。因此, 即使人们已经预期到政府将增加货币供给, 短期总供给曲线也仍为 SAS_0 (这也正是理性预期学派认为适应性预期过于机械的原因)。这样, 货币供给的增加将使价格水平和收入分别上升至 P_1 和 Y_1 。只有经过较长一段时间的不断调整之后, 价格水平和收入才会逐渐向 P_n 和 Y^* 收敛。

理性预期学派则认为, 当人们预料到货币供给将增加时, 他们将直接推测到 P_n 才是最终的均衡价格, 从而立即一次性地将预期价格水平调整到 P_n , 短期总供给曲线也随之上升至 SAS_n , 这样经济就直接从均衡点 E_0 向均衡点 E_n 跃进, 因而只有价格水平的变动而没有收入的变动。

新凯恩斯主义的观点则介乎两者之间。它承认, 当人们确实已经预测到货币供给将增加时, 要继续保持原来的价格水平预期是不合理的; 但是即便人们能够理性地预见到 P_n 才是最后的均衡价格, 也没有理由认为短期总供给曲线



会立即上升至 SAS_1 , 因为现实中存在的工资—价格粘性将使得名义工资和价格不能迅速地作出充分的调整。考虑到这种粘性, 短期中供给曲线只会发生部分的上移, 例如说, 上移至 SAS_2 , 这样收入在短期内仍会有所增加, 只是增加的幅度不如适应性预期理论所预言的那样大。只有经过稍长时间的工资—价格调整之后, 收入才会重新回到充分就业的水平。因此, 即使货币政策是被充分预见到的, 也不是完全无效的。

至于未被预见到的货币政策的作用, 上述三种理论并无太大的分歧, 因为不管是适应性的预期, 还是理性预期, 在货币政策未被预见到之时, 都不会使短期总供给曲线发生移动, 因此货币供给的增减将伴随收入的增减。所不同的仅仅在于, 理性预期学派相信, 这种收入的变动只能在极短的时间内存在, 在货币政策被察觉之后, 经济便会迅速向充分就业水平回归; 而适应性预期理论和工资—价格粘性理论则认为, 由于人们预期调整的滞后, 或由于工资—价格调整的缓慢, 经济向充分就业水平的回归需要一个较长的时间。

本章小结

344

1. *IS-LM* 模型是在价格水平既定的条件下研究货币对国民收入的影响, 而总供求模型则将价格水平和国民收入同时作为内生变量来加以研究, 因而可以说明货币变动究竟在多大程度上影响国民收入, 在多大程度上影响价格水平。

2. 凯恩斯主义的总需求曲线可由 *IS-LM* 模型导出, 它突出地强调了自主性支出对总需求的影响, 货币的作用则显得较为间接。货币主义的总需求则突出地强调了货币对总需求的影响, 自主性支出的作用则较为间接。

3. 货币对总需求的影响途径远比早期凯恩斯主义者所设想的更为复杂。货币供给的变动不仅会通过影响利率来影响投资, 还可以通过信贷可得性和股票市场价格来影响投资。它还对消费和净出口有着重要的影响。因此货币的重要性是不容低估的。

4. 总供给曲线仍是当前宏观经济学界争论得最为激烈的一个领域。古典经济学家们认为, 通过工资和价格的灵活调整, 就业和产出将稳定地保持在充分就业水平上, 因而, 总供给曲线是一条垂线。早期凯恩斯主义者通过强调名义工资向下调整的刚性来对此提出批评。货币主义和理性预期学派把总供给曲线的向上倾斜归因于预期价格水平和实际价格水平之间的偏离, 并且认为随着人们预期的修正, 总供给曲线将变成一条垂线。新凯恩斯主义者则是从名义



工资和价格的粘性出发推导出向上倾斜的总供给曲线的。

5. 货币主义者认为,由于人们对价格水平的预期会随着实际价格水平的变化而变化,因而货币变动引起的收入等实际变量变动只能在短期内存在,在长期内货币是中性的。理性预期学派则认为,经济主体会对政策作用的结果作出理性的预期,并作出相应的反应,因而被预期到的政策(或政策规则)是完全无效的,只有预料之外的政策才可能对实际变量产生短暂的影响。新凯恩斯主义者则强调,由于工资和价格的粘性,即使是被预期到的政策,也会对实际变量产生影响。

复习与思考

1. 在分析货币政策的作用时,总供求分析比 IS-LM 模型分析有何优越之处?
2. 为什么说 IS-LM 模型分析是一种特殊的总供求分析?
3. 货币主义的总需求曲线与凯恩斯主义的总需求曲线有何不同? 它们是完全不相容的吗?
4. 在货币主义的总需求曲线中,财政政策的作用如何体现?
5. 货币主义的总需求曲线的位置是如何确定的? 如果货币流通速度非常不稳定,则货币主义总需求曲线作为一种分析工具的有效性将受到什么影响?
6. 除了通过影响利率来影响投资之外,货币供给还可以通过哪些途径影响投资?
7. 银行为什么进行信贷配给?
8. 货币供给的变动是如何影响消费和净出口的?
9. 为什么古典经济学家相信,总供给曲线是一条垂线? 凯恩斯主义者和货币主义者分别是如何对这一观点进行修正,以解释现实中存在的就业、产出及收入对充分就业水平的偏离的?
10. 为什么说货币在长期中是中性的?
11. 按照理性预期学派的观点,如果人们普遍预测政府将增加 10% 的货币供应量,但实际上政府只增加 8% 的货币供应量,那么这种扩张性的货币政策是否可以收到扩张性的效果?
12. 新凯恩斯主义者是如何反驳理性预期学派的“政策无效说”的?

参考文献

- Dornbusch, Rudiger and Stanley Fischer, 1990, *Macroeconomics*, 5th edition, McGraw-Hill Publishing Company.
- Fischer, Stanley, 1977, “Long-term Contracts, Rational Expectations, and

Optional Money Supply Rule”, *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 1, pp. 191—205.

Harris, Laurence, 1981, *Monetary Theory*, McGraw-Hill Book Company.

Mankiw, N. Gregory, 1992, *Macroeconomics*, Worth Publishers.

Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Harper Collins Publishers.

Stevenson, Andrew & Vitantonio Muscatelli & Mary Gregory, 1988, *Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy*, Philip Allan/Barners & Noble Book.

Stiglitz, Joseph E. & A. Weiss, 1981, “Credit Rationing in Market with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, June 1981, Vol. 71, No. 3, pp. 393- 410.

米尔顿·弗里德曼：《货币政策的作用》(中文版)，载《弗里德曼文萃》，北京经济学院出版社 1991 年版。



第 15 章

通货膨胀

在上一章,我们通过总供求模型探讨了货币与价格水平和国民收入的关系。在这一章中我们将集中讨论一种与货币密切相关的经济现象,即通货膨胀。在20世纪60年代中期以前,世界各国的价格水平基本上还是比较稳定的,通货膨胀仅仅是在某些特定时期,如战争或者灾荒期间,才比较严重。但是自60年代中期以来,通货膨胀逐渐成为一种常规性、世界性的现象。尤其是在70年代,许多主要的发达国家的通货膨胀率都曾达到过两位数。新中国曾是一个物价高度稳定的国家,从1952年至1987年28年间,商品零售价格仅仅上升了21.6%,除1960年至1962年3年外,基本上不存在显性的通货膨胀。但是在改革开放的高速发展时期,中国未能幸免于通货膨胀的困扰,从1978年至1995年18年间,商品零售价格上涨了256.1%。其中有5个年份(1988,1989,1993,1994,1995)的通货膨胀率达到了两位数。

由于通货膨胀往往对一国的经济和政治产生广泛的影响,所以无论是经济学家还是政策制定者们都对它给予极大的关注。本章将就以下几个基本问题展开讨论,内容共分四个部分:通货膨胀的定义,类型及影响;通货膨胀与失业的关系;通货膨胀的成因;通货膨胀的对策。

15.1 通货膨胀:定义、类型及影响

15.1.1 通货膨胀的定义

在现代社会中,通货膨胀和货币、利率等词汇一样,是人们司空见惯的经济术语。但是它的确切含义是什么呢?在很多时候,它和价格水平上涨是一个同义语。例如,当本月的总体价格水平比上月上涨了1%时,人们会说,本月的通



货膨胀率为1%。但是确切地说,总体价格水平的上升并不意味着发生了通货膨胀。当经济学家说到通货膨胀的时候,他们往往指的是总体价格水平的持续的和较为明显的上升。这就意味着:(1)价格水平的某些微小的上升,例如每年上升0.5%,不能被视为通货膨胀;(2)某些暂时性的或一次性的价格水平上升也不能算作通货膨胀。例如,某些偶发性的因素可能使价格水平发生了明显上升,譬如说2%。但这是否就意味着发生了通货膨胀呢?不一定,如果这种上升仅仅是一次性的,也就是说价格水平上升2%后,就不再继续上升,那么,在经济学家看来,这也不能叫通货膨胀。只有当价格水平上涨的趋势持续了较长一段时间之后,才能被称为通货膨胀。但是究竟多长时间的价格水平上涨才能称为通货膨胀呢?这里并没有一个明确的界线,有的经济学家说至少要3年,有的则认为只要1年。

另一种更为严重的对通货膨胀的误解是,把个别商品价格的上涨也视为通货膨胀。例如,当一位家庭主妇走到农贸市场,发现鸡蛋的价格由每斤2.5元上涨到3.0元,她可能会抱怨通货膨胀率实在是太高了。但事实上通货膨胀现象可能并不存在,因为通货膨胀的发生与否,并不仅取决于鸡蛋这一种商品的价格变化,而是取决于包括鸡蛋在内的所有商品和劳务的总体价格水平的变化。如果总的价格水平保持不变,那么鸡蛋价格的上涨就仅仅是相对价格的变化,而不是通货膨胀。

15.1.2 通货膨胀的度量

通货膨胀的严重程度是通过通货膨胀率这一指标来衡量的。该指标的计算公式为:

$$\text{当期通货膨胀率} = \frac{\text{当期价格水平} - \text{上一期价格水平}}{\text{上一期价格水平}} \times 100\%$$

价格水平的高低则是通过各种价格指数来衡量的。世界上较为流行的价格指数可以分为以下三类:

消费者价格指数(consumer price index)。该指数是根据家庭消费的代表性商品和劳务的价格变动状况而编制的。它主要反映了与人们生活直接相关的衣服、食品、住房、水、电、交通、医疗、教育等商品和劳务价格的变动。该指标的优点是资料较容易搜集,便于及时公布,能够较为迅捷地反映公众生活费用的变化。由于它与社会公众的生活密切相关,所以深受关注。但是该指标包括的范围较窄,不能反映各种资本品及中间品的价格变动情况。

生产者价格指数(producer price index)。该指数是根据企业,而不是消费



者,所购买的商品的价格变化状况编制的。它反映了包括原材料、中间品及最终产品在内的各种商品批发价格的变化。由于生产者价格指数反映了企业经营成本的变动,所以为企业所广泛关注;同时,由于企业经营成本的上升最终往往要在消费品的零售价格中反映出来,所以生产者指数在一定程度上预示着消费者价格指数的变化。

国民生产总值价格平减指数(GNP deflator)。该指数是一个涵盖面更广的价格水平指标,它反映了一国生产的各种最终产品(包括消费品,资本品,以及劳务)价格变化状况。它等于按当期价格计算的国民生产总值(即名义值)与按基期价格计算的国民生产总值(即实际值)的比率。例如,某国1995年的GNP按当年价格计算为12000亿美元,而按1990年价格计算则为10000亿美元;令1990年的价格指数为100,则1995年的GNP价格平减指数即为120($=12000/10000 \times 100$)。虽然GNP价格平减指数能够较为全面地反映总体价格水平的变化趋势,但是编制该指标所需的大量数据却不易搜集,因此难以经常性地统计公布,一般只能一年公布一次。

利用上述价格指数来计算通货膨胀率有一个前提,那就是价格能够较为自由地波动。在某些严格实行控制的国家,价格上升的趋势可能被人为地压抑,因而表面上物价并未上涨,实际上却可能存在着商品的严重短缺,人们为获得一定量的商品必须支付排队等候等一系列额外的成本,这种情形将被称为隐蔽型的通货膨胀。这种通货膨胀无法从价格指数中反映出来,而只能根据有关资料进行估算。

15.1.3 通货膨胀的类型

通货膨胀可以从多个角度进行分类。首先根据通货膨胀的表现形态,可以把它分为公开型通货膨胀和隐蔽型通货膨胀。前者是指在价格普遍放开、自由升降的条件下,由各种价格指数充分反映出来的物价上涨情形。隐蔽型通货膨胀则是指上文中提到的,价格因严格的政府管制而维持表面上的稳定,商品和劳务供求之间的矛盾通过各种非价格的形式反映出来的情形。在存在隐蔽型通货膨胀的条件下,官方的牌价往往与自由市场价格或黑市价格存在着很大的差额,人们往往必须支付许多额外的成本,例如排队等候的成本,各种票证的成本,甚至行贿的成本,才能以官方牌价购买到一定数量的商品;有时,即便是通过如此多的周折而买到的商品,其质量也缺乏保证,因为厂家会通过降低质量的方式来变相涨价。中国在改革开放前,物价的控制较严,通货膨胀往往是以隐蔽的形态出现,而且有些年份还较为严重,例如在1959年至1962年间,官方

的零售价格总指数上涨24.4%，而市场的消费物价指数却上涨了168.6%。^①如此巨大的反差反映出当时存在着严重的隐蔽型通货膨胀。随着经济体制改革的展开，中国的通货膨胀逐渐由隐蔽型为主，转变成隐蔽型和公开型并存。进入90年代以后，由于绝大多数的价格已经放开，中国的通货膨胀已经转变为以公开型为主了。

根据通货膨胀的严重程度，还可以把通货膨胀分为爬行式通货膨胀、奔跑式通货膨胀和极度通货膨胀三类。所谓爬行式的通货膨胀，是指年物价上涨率在10%以下的通货膨胀。这也是大多数国家在大多数情况下普遍经历着的通货膨胀。一般说来，这种爬行式的通货膨胀不会引起经济活动的严重失序，人们对未来货币的购买力还有足够的信心，不会发生大规模的抢购和挤提行为，经济还能够正常地运行。奔跑式的通货膨胀则是指年通货膨胀率达到两位数甚至三位数的情况。许多拉美国家，如巴西和阿根廷，在70年代和80年代就曾经历过通胀率高达50%至70%的高速通货膨胀。一般说来，奔跑式的通货膨胀会使人们对货币失去信任，经济陷入混乱，然而令人感到惊讶的是，有些经济，例如巴西和以色列的经济，居然曾经也能够在通货膨胀率高达200%的环境中正常运转，并且取得较高的增长。极度通货膨胀又称恶性通货膨胀，它是指物价呈现天文数字般的急剧上涨的情形。在这种情形中，货币将形同废纸，经济将完全瘫痪；国家拼命地开动印钞机印刷货币，公众则觉得“货币烫手”，拼命要把手中的货币花费出去，因为它每一分钟都在贬值。20年代初的德国和40年代末的中国都曾经历过这种物价上涨率数以亿计的急剧的通货膨胀。

此外，按照通货膨胀发生的原因，可以将它分为需求拉上型，成本推动型，结构型等不同类型；根据通货膨胀是否在事先被公众预期，可以把它分为被预期到的通货膨胀和未被预期到的通货膨胀；根据各种商品的和劳务的价格是否同比例地上升，可以将通货膨胀分为平衡的通货膨胀和不平衡的通货膨胀。

15.1.4 通货膨胀的影响

通货膨胀对经济的影响可以分为三个方面：(1)对总体就业和产出的影响；(2)对财富和收入再分配的影响；(3)对微观经济效率的影响。这些影响的大小除了取决于通货膨胀的严重程度外，还取决于通货膨胀是否为公众所预期，以及通货膨胀是否平衡的。

1. 通货膨胀与就业和产出。

^① 易纲，1996，第209页。

一般说来,通货膨胀有可能在短期内扩大就业,刺激生产,但是其前提是通货膨胀未被充分地预期。在通货膨胀未被充分预期的情况下,生产者可能将物价的总体上涨误解为自己产品的相对价格的上涨,从而增加生产;工人可能将自己名义工资的上涨误解为实际工资的上涨,从而一方面增加自己的劳动供给,一方面增加自己的消费支出。但是这种虚假的繁荣显然无法持久,当生产者发现所有商品的价格都上涨之后,他便没有扩大生产的积极性了;而工人意识到由于通货膨胀,自己的实际工资不仅没有上涨,反而下降之后,他也不会更有动力去提供更多的劳动和增加消费支出了。因此通货膨胀所带来的就业扩张仅仅是暂时的,关于这一点,我们在第二节还要详细讨论。

2. 通货膨胀与财富和收入的再分配。

通货膨胀对财富和收入再分配的影响是显而易见的。例如你借给别人100元钱,商定一年后连本带息共还你105元。但如果一年后价格水平上涨了10%,那么这105元钱的购买力就还不如现在的100元。这样你不仅未能得到资金的增值,反而损失了一部分购买力。而向你借钱的那个人却从这种价格水平上升中得到了好处。这相当于通货膨胀将一部分财富从债权人手中转移到了债务人手中。许多经济学家指出,这种财富再分配效应有助于解释为什么政府总是倾向于发行过多的货币:因为政府往往是一个巨大的债务人,向公众发行了巨额的国债,当价格水平上升时,政府还本付息的负担就会变得更容易承受。

在通货膨胀条件下,不仅债权人和债务人之间存在着这种财富的再分配,任何有固定支付合同的双方之间都可能发生这种财富的再分配。例如,在有长期工资合同的雇员和雇主之间,收取固定数额房租的房东和房客之间,以及领取固定数额养老金的退休工人和养老基金之间,都会因通货膨胀而发生财富的再分配。但是当通货膨胀被充分预期到时,这种再分配效应就可能被消除。以前面的那个例子为例。如果你和你的债务人都预期到未来一年的通货膨胀率将达到10%,那么你们双方商定的利率就会是15%,而不是5%,这样再分配效应就不存在了。此外,某些制度性的安排,如工资和养老金支付的指数化(即与价格指数挂钩),以及浮动利率等也有助于减少通货膨胀的再分配效应。

3. 通货膨胀与效率损失。

通货膨胀之所以会造成效率的损失,其主要的原因是它会引起相对价格的扭曲,从而面使资源无法得到有效配置。

首先,在高通货膨胀的条件下,持有现金的成本将大大上升。我们知道,现金的名义收益率为零,如果通货膨胀率上升15%,则意味着它的实际收益率下降为-15%。因此,公众会觉得“现金烫手”,他们将不遗余力地将现金转化为



实物资产或名义收益率已随通货膨胀上升的存款和债券。企业则将花费大量的精力来进行“现金管理”，以尽可能地避免在自己的账户上保存有过多的现金余额。西方经济学家将人们因此而花费的大量时间和精力形象地称为“皮鞋成本”（“shoe leather”），因为人们一遍一遍地去银行存钱、取钱，容易把鞋底磨破。

其次，在高通货膨胀的条件下，名义利率往往不能随通货膨胀率的上升而进行充分调整，因而，人们储蓄的积极性将受到打击。虽然经济学家费雪早就指出，预期通货膨胀率的上升会引起名义利率的上升，即“费雪效应”，但事实上这种调整往往是不充分的。人们可能会在零通货膨胀的条件下认为5%的利率是正常的，但是当通货膨胀率上升到20%，许多人却会觉得30%的利率仍是难以接受的，虽然此时的实际利率也只有5%。而且，许多国家都不同程度地存在对利率的管制，因而利率的上升往往是受到很多限制的，因此在通货膨胀较为严重时，实际利率往往下降，甚至会出现“负利率”。在这种情况下，人们就会增加当前的消费，减少储蓄，从而使投资者无法得到足够的资金来源。

第三，在许多国家，价格并不是充分放开，政府往往对某些行业进行物价管制。这样，在通货膨胀的环境中，那些价格放开的行业价格上涨，利润丰厚，吸引了大量的资金流入，而受政府价格管制较严的行业得不到发展，甚至出现萎缩。

352 第四，在高通货膨胀的环境中，各种商品的相对价格不断变化，企业和消费者将感到无所适从难以作出正确的投资决策和消费决策。突出的一点是，由于通货膨胀使得未来的不确定性增大，风险增强，企业为避免风险，往往从生产周期较长的产业转向生产周期较短的产业；同时经济中各种短期行为、投机行为盛行。这显然不利于经济的长期发展。

此外，通货膨胀还会造成税收负担的扭曲，许多国家实行的都是累进税，在发生通货膨胀时，企业和个人将因为名义收入的上升而承担较高的税率。许多人将这种因通货膨胀而造成的税收增加称为“无须立法的征税”，显然这种税负的加重会影响到生产的积极性。

总之，由于通货膨胀造成了相对价格的混乱和扭曲，价格作为一种信号机制来反映资源相对稀缺程度、引导资源配置的功能就受到了削弱，从而就不可避免地带来效率的损失。

15.2 通货膨胀与失业

对于许多国家的政府来说，通货膨胀与失业大概是它们最为头疼的两个宏



观经济问题,而对于这两者关系认识的演变,则构成了战后宏观经济学发展的一个缩影。这为我们提供了一个非常生动的范例,告诉我们,经济学理论是如何在与现实的一次次碰撞中不断前进的。

15.2.1 通货膨胀与失业的替代:斜率为负的非利浦斯曲线

经济学家对于通货膨胀与失业关系的重视,肇始于伦敦经济学院教授非利浦斯(A. W. Phillips)的一次卓有成效的经验研究。这位新西兰出生的英国籍经济学家,通过对英国1861年至1957年近100年统计资料的分析发现,货币工资的变动率与失业率之间存在着一种稳定的此消彼长的反向关系。也就是在失业率较低的时候,货币工资上涨得快;在失业率较高的时候,货币工资则上涨得较慢。根据这种反向关系可以绘制出一条形如图15.1所示的向右下方倾斜的曲线,其中横轴 U 代表失业率,纵轴 \dot{W} 代表货币工资变动率,即 $\dot{W} = (W_t - W_{t-1})/W_{t-1}$,式中 W_t 和 W_{t-1} 分别代表 t 期和 $t-1$ 期的货币工资。这条曲线就是后来被称为“非利浦斯曲线”的著名曲线,它可以用以下的函数式来描述:

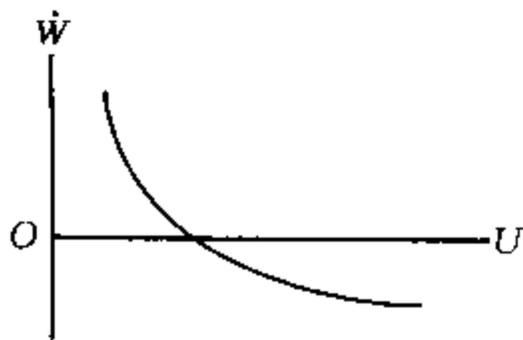


图 15.1 非利浦斯曲线

$$\dot{W} = f(U), \quad d\dot{W}/dU < 0 \quad (15.1)$$

非利浦斯的研究于1958年问世之后,立即引起了经济学界的广泛重视。一些经济学家开始应用其他国家的数据去验证这一曲线是否存在,还有一些经济学家则试图从理论上解释为什么会存在这一反向关系。一种较为流行的理论阐述是由加拿大经济学家李普西(R. G. Lipsey)给出的。李普西认为,非利浦斯曲线反映了货币工资调整速度与劳动力市场失衡程度的关系。当劳动力市场上存在着过度需求时,货币工资将上升;反之,当存在着过度供给时,货币工资就下降。而且,货币工资上升或下降的速度(即货币工资变动率)是和劳动力市场上过度需求或过度供给的大小,即劳动力市场的失衡程度,正相关的,而失业率的高低正是这种失衡程度的反映。失业率越低,表明劳动力市场的过度需求越大,因而货币工资上升得越快;失业率越高,则说明劳动力市场的过度供给越大,因而货币工资就下降得越快。但是,李普西的这一解释遭到了费尔普斯(E. S. Phelps)、弗里德曼等人的强烈反对。

从货币工资变动率与失业率之间的关系可以很容易地导出通货膨胀率与失业率之间的关系。只要假定工资成本构成产品价格的一个固定比例,则产品

价格的变动率(即通货膨胀率)就等同于货币工资的变动率。现实中普遍存在的

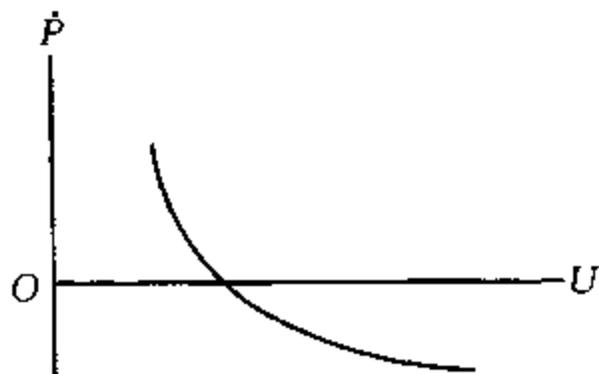


图 15.2 变化后的菲利普斯曲线

的成本加成定价方法为这一假定提供了依据。事实上,萨缪尔逊、索洛等经济学家正是根据这一假定,将原先的菲利普斯曲线转换成了更广为人知的一种形式,即图 15.2,它与图 15.1 的唯一差别在于用通货膨胀率 \dot{P} 代替了货币工资变动率 \dot{W} ,相应地,其数学表达式也由(15.1)式变为:

$$\dot{P} = f(U), \quad d\dot{P}/dU < 0 \quad (15.2)$$

经萨缪尔逊等人转换之后的菲利普斯曲线具有更重要的政策含义,因此我们下文的讨论也着重围绕它展开。这一曲线表明,通货膨胀和失业之间存在着一种替代关系: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;反之,要想使价格比较稳定,就必须忍受较高的失业率。同时,这种鱼和熊掌不可兼得的处境也为决策者提供了一种选择,即他总可以通过牺牲一个目标来换取另一个目标的实现。换言之,菲利普斯曲线为决策者提供了一个选择的菜单,决策者可以根据自己的偏好,选择任何一个位于这一曲线上的通货膨胀率和失业率的组合。

15.2.2 预期与垂直的菲利普斯曲线

在菲利普斯曲线被提出后的近十年中,它几乎被当作“金科玉律”在经济学家中流传,成为经济学家对宏观经济政策发表见解的重要依据。但是就在这样一股热潮中,少数头脑清醒者却始终对一个稳定的菲利普斯曲线的有效性抱有很深的怀疑。1967年和1968年,费尔普斯和弗里德曼分别发表了他们对于稳定的菲利普斯曲线的质疑,而后来的事实则充分证明了这种异端见解的远见卓识。

弗里德曼(Friedman,1968)认为,在任何时候,都存在一个与实际工资率结构相适应的某种均衡失业水平。他把这种在劳动力市场总体均衡的条件下,由于市场不完全性,需求和供给的随机变化,搜寻信息的成本,以及劳动力流动的费用等实际因素造成,而与货币因素无关的失业率称为“自然失业率”。他认为,经济存在着向自然失业率水平收敛的趋势。当失业率高于自然失业率时,表明存在劳动力的过量供给,它将迫使实际工资向下调整,从而使劳动力的需



求增加,就业上升;反之,当失业率低于自然失业率时,表明存在劳动力的过量需求,它会推动实际工资上升,从而使失业率恢复到自然失业率水平。因此,任何与自然失业率的偏离都只是暂时的,或者必须借助于某种外力才能维持。只有自然失业率才是一种长期趋势。当然,这并不意味着自然失业率本身是长期不变的,相反它也会随着劳动力市场的构成等市场特征以及一些人为的政策变化而缓慢变化。

那么弗里德曼如何解释现实中存在的失业率与自然失业率的偏离呢?正如我们在前一章讨论总供给曲线时已经指出的那样,他认为这实际上是由于工人的预期错误所造成的。^①当实际的通货膨胀率超出了工人的预期通货膨胀率时,工人就会对自己的实际工资存在过高的估计,从而愿意增加劳动力的供给,造成失业率的下降;反之,当实际通货膨胀率低于工人的预期通货膨胀率时,工人又会对自己的实际工资估计过低,从而减少劳动力的供给,造成失业率的上升。只有当两者正好相等时,失业才处于自然失业率水平。例如,当实际通货膨胀率为3%时,如果工人的预期通货膨胀率只有1%,那么只要名义工资的上涨率超出了1%,工人就会认为实际工资上升了,从而就会增加劳动力的供给;如果这3%的通货膨胀率完全为工人所预期,那么即使名义工资上升3%,就业状况也不会有任何变化,因为影响劳动力供求决策的实际工资并没有变化;如果工人对通货膨胀率的预期高于3%,譬如说,等于5%,那么即使名义工资上升3%,也不会使工人的劳动供给增加,相反,还会使劳动供给量下降,因为工人认为实际工资减少了。因此,弗里德曼认为,并不是通货膨胀本身减少了失业,而是实际通货膨胀率和预期通货膨胀率之差导致了失业率和自然失业率之间的偏离。根据这一思想,(15.2)式所定义的非利浦斯曲线就被改写为:

$$\dot{P} - \dot{P}^e = f(U - U^*), f(0) = 0$$

式中 \dot{P}^e 代表预期通货膨胀率, U^* 代表自然失业率。 $f(0) = 0$ 表明当实际通货膨胀率与预期通货膨胀率相等时,失业率等于自然失业率。或者说,当失业率等于自然失业率时,推动物价上涨的唯一因素便是对通货膨胀的预期。通过移项可得:

$$\dot{P} = \dot{P}^e + f(U - U^*), f(0) = 0 \quad (15.3)$$

(15.3)式被称为“附加预期的非利浦斯曲线”。

附加预期的非利浦斯曲线表明,对于任意一个给定的预期通货膨胀率,都

^① 事实上,只要假定一个简单的生产函数 $Y = f(N)$,则有关总供给曲线和非利浦斯曲线之间的讨论就是一致的,它们在逻辑上可以互相导出。



有一条向下倾斜的菲利普斯曲线。随着预期通货膨胀率的变动,这条菲利普斯曲线将发生向上或向下的移动,从而形成一个菲利普斯曲线簇。由于这些曲线是与特定的预期通货膨胀率相联系的,因而不是不稳定的,它只能在短期内存在,所以它们被称为短期菲利普斯曲线。与它们相对应的是一条垂直的长期菲利普斯曲线。长期菲利普斯曲线之所以是垂直的,是因为在长期内经济主体将不断调整其通货膨胀预期,使之与实际的通货膨胀率相一致,从而无论通货膨胀水平有多高,与之相对应的失业率都只是自然失业率。

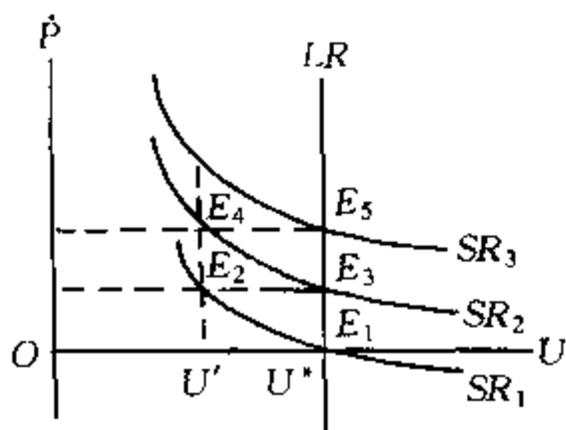


图 15.3 短期菲利普斯曲线的移动

图 15.3 给出了三条向下倾斜的短期菲利普斯曲线 SR_1 、 SR_2 、 SR_3 和一条垂直的长期菲利普斯曲线 LR 。 SR_1 、 SR_2 、 SR_3 分别对应于 0%、5% 和 10% 的预期通货膨胀率。我们可以通过这个例子来说明垂直的菲利普斯曲线是如何得到的。假定在开始时经济处于均衡点 E_1 , 失业率为自然失业率 U^* , 实际通货膨胀率和预期通货膨胀率均为 0, 因此存在一条过 E_1 的短期菲利普斯曲线 SR_1 。

假定政府突然采取增加货币供应量的办法来扩大总需求, 从而通货膨胀率上升至 5%。由于这种上升是未被预料到的, 所以均衡点将沿 SR_1 变动到 E_2 , 失业率下降至 U' 。但是 E_2 显然不会是一个长期均衡点, 因为预期通货膨胀率会随着实际通货膨胀率的上升而上升, 从而使短期菲利普斯曲线右移。当预期通货膨胀率最终调整为 5% 时, SR_1 便右移至 SR_2 , 均衡点也移动到 E_3 点, 失业率恢复到自然失业率水平。此时, 政府要想使失业率重新降低到 U' , 必须进一步使通货膨胀率上升, 超出 5% 的预期通货膨胀率水平。例如, 政府也许可以通过 10% 的通货膨胀率使均衡沿 SR_2 移动到 E_4 点, 从而使失业率下降至 U' 。但是和 E_2 点一样, E_4 点也不是长期均衡点, 它会向 E_5 点移动。因此, 对自然失业率的偏离只是暂时的, 由长期均衡点 E_1 、 E_3 、 E_5 等构成的长期菲利普斯曲线是一条垂直线。

长期内垂直的菲利普斯曲线有着重要的政策含义, 它意味着在长期内不存在通货膨胀和失业之间的替换关系。高通货膨胀并不一定能带来高就业, 只有通过加速的通货膨胀才有可能将失业率保持在自然失业率之下。因此通过增发货币的方式来维持高就业水平是不可取的。这一结论得到了 60 年代末以来大量统计资料的证实, 因而广为经济学界所接受。但是弗里德曼上述理论(通常被称为“自然率假说”)也留下了两个悬而未决的问题。首先, 究竟多高的失业率代表着自然失业率? 既然只有自然失业率才是可以在长期中得以维持的



失业率,那么以自然失业率作为政府的就业目标显然就是一个自然的选择了。但是在把它当作政策目标之前,我们首先要知道自然失业率究竟为多少。不幸的是这一问题并没有得到很好的回答。由于自然失业率是一个动态的概念,它本身会随着时间的变化而变化,所以很难进行确切的度量,所以我们往往无从知道自然失业率的具体数值,因而也无从知道我们制定的就业目标是过高还是过低,这就大大降低了这一概念的有用性。

“自然率假说”留下的第二个问题是:长期究竟有多长?或者说,当失业率与自然失业率出现偏离之后究竟需要多长的时间才能回复到自然失业率水平上?显然,这取决于经济主体的预期方式和经济中价格、工资调整的快慢程度。弗里德曼本人认为,经济主体的预期是一种适应性预期,也就是以过去的实际通货膨胀率作为依据来预测未来的通货膨胀水平。这种预期调整方式往往是被动的,缓慢的,它落后于实际通货膨胀的发生。因此,一个未曾预料到的较高通货膨胀率的影响可能持续较长的一段时间,譬如说,可能长达两到五年。也就是说,只有在两到五年之后,由于未预期到的通货膨胀引起的失业下降才会回到自然失业率水平。但是理性预期学派的学者则相信,这种恢复过程要快得多。由于他们相信人们的预期平均来说是正确的,所以他们认为,除了某些随机性的扰动之外,菲利普斯曲线在短期内也将是垂直的。换言之,通货膨胀和失业之间不存在任何系统的替代关系。理性预期学派的这种“政策无效说”及新凯恩斯主义对它的反驳,我们已经在上一章进行了介绍,这里不再重复。

15.2.3 向上倾斜的菲利普斯曲线

正当弗里德曼对垂直的菲利普斯曲线的预言和解释逐渐深入人心的时候,现实却再一次向经济学家们提出了挑战。自从70年代初(尤其是1973年)以来,大多数西方发达国家都出现了高通货膨胀和高失业并存的现象,即滞胀。这意味着我们开始面临着一个更为严峻的现实,即一条斜率为正的菲利普斯曲线。这种情况的出现,究竟是因为通货膨胀和失业共同受到某些因素——如石油提价、工会势力抬头——的影响,还是意味着高通货膨胀和高失业之间存在着某种内在的联系,迄今仍没有一个令人满意的答案。一种尝试性的假说是由弗里德曼给出的。他着重强调了这样一个事实:当通货膨胀率越高时,其易变性往往也越大,从而对通货膨胀的预测也就变得越发困难。他认为,与高通货膨胀联系在一起的高易变性很可能是造成高失业的一个重要原因。



15.3 通货膨胀的成因

在现代经济中,通货膨胀是如此常见而且影响又是如此巨大,因而探讨通货膨胀的成因便成为经济学家们责无旁贷的任务。在众多解释通货膨胀成因的理论中,较为流行的有三种,即需求拉上说,成本推动说和结构性通货膨胀说。通货膨胀也据此被分为三类,即需求拉上型,成本推动型和结构型。但是弗里德曼却对此提出了强烈的质疑。他断言“通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象”。也就是说,货币是导致通货膨胀的唯一重要的因素。弗里德曼这一简洁明快的论断给他的经济学同行们留下了深刻的印象,使人们重新认识到货币和通货膨胀之间密不可分的联系。但是弗里德曼的这一见解并不意味着对通货膨胀的上述划分是毫无意义的,因为正如我们下文将显示的那样,尽管不论何时何地,通货膨胀的发生都和货币的扩张联系在一起,但是在不同的时间、不同的地点,导致这种货币扩张的原因却是多种多样的。

15.3.1 需求拉上型通货膨胀(demand-pull inflation)

358

所谓需求拉上型通货膨胀,是指总需求超出了社会潜在产出水平之后引起的价格水平连续上涨的情形。

在我们有了总供求模型这样一个方便的分析工具之后,将价格水平的上涨归因于总需求曲线或总供给曲线的上移显然是很自然的一件事情。事实上,60年代中期以前的经济学家也确实是主要从这两个方面来论述通货膨胀的成因的,前者被称为需求拉上说,后者则被称为成本推动说。不过比较起来,需求拉上说有着更为悠久的历史,这主要是因为凯恩斯之前的经济学家习惯于将总供给水平设想为一个不受价格水平影响而稳定于充分就业水平的特定值,因而价格水平的上涨就只能归因于需求的过度扩张。传统的货币数量论是需求拉上说的最初表现形式。

从上一章的内容中我们知道,在货币主义的总供求模型中,货币供给的变动被认为是引起总需求曲线移动的唯一重要的因素。因此,在总供给曲线既定的条件下,货币供给变动显然就是价格变动的唯一重要的原因,从而也是通货膨胀的唯一根源。而凯恩斯主义者则对总需求的决定有着不同的看法,他们相信,除了货币供给之外还有许多因素会引起总需求曲线的位移,譬如政府购买、税收,以及边际消费倾向、投资预期收益率、出口等方面的变化,都可能引起总



需求曲线的移动,从而影响价格水平。但是这是否意味着凯恩斯主义者相信这些因素也能导致需求拉上型通货膨胀呢?其实不然。为什么呢?这涉及到通货膨胀的定义。我们所谓的通货膨胀,是指价格水平的持续上涨。价格水平的一次性上升,并不能称为通货膨胀。但是在上述引起总需求曲线移动的因素中,除货币供给具有持续的扩张能力,可能引起总需求曲线的持续上移之外,其余因素都有一定的限度,不可能使总需求曲线持续上移。例如,政府购买的增加不可能是无止境的,它受到一国财政收入的制约。税收的减免更是有着一道逾越不了的界限——当它减少到零时,就不可再减。同样,消费者和企业的支出也受到一国国民收入的制约,出口的扩张受到进口国市场容量和贸易政策的制约。因此这些因素往往只能导致价格水平的一次性上升,而不能导致价格水平的持续上涨,即通货膨胀。

上述讨论表明,货币供给的扩张确实是需求拉上型通货膨胀的唯一根源。但是导致这种扩张性货币政策的原因却是多种多样的。在有的国家,是因为政府制定了过高的就业目标,试图将失业率控制在自然失业率之下;另外一些国家,主要是一些发展中国家,为了缩小与先进国家之间的差距,制定了过高的经济增长速度目标,同时又由于国民收入水平低,政府的征税能力弱,只能通过增发货币来筹集实施赶超战略所需的各项资金;还有一些国家,如改革中的中国,由于体制方面的不健全,地方政府和企业存在着过旺的投资需求,而中央银行又缺乏应有的独立性来抵制这种过旺的需求,从而导致了货币和信贷的失控。中国的经济学家将由此导致的通货膨胀称为体制性通货膨胀。

15.3.2 成本推动型通货膨胀(cost-push inflation)

如果说通货膨胀仅仅是由于总需求过大而产生的,那么它应该只出现在经济达到充分就业水平之后。因为当经济中还存在着大量闲置资源的时候,抱怨总需求过大显然是没有道理的。但是我们在现实中观察到的情形却是:许多国家在失业率居高不下时也出现了很高的通货膨胀,尤其是进入70年代之后,西方发达国家普遍经历着高失业和高通货膨胀并存的“滞胀”局面。这种情况下的通货膨胀显然无法通过需求过度来加以解释。因此许多经济学家转而从供给方面去寻找通货膨胀的根源,提出了“成本推动”的通货膨胀理论,即认为通货膨胀的原因在于成本上升引起了总供给曲线的上移。

引起成本上升的因素很多,例如,农产品的歉收就会引起以农产品为原料的工业成本上升。但“成本推动论”者主要关注的是由于经济中某些垄断性因素引起的成本上升。他们着重论述了两种类型的成本推动,即工资推动和利润

推动。所谓工资推动,是指在一些发达国家中,工会的力量日益强大,作为一个垄断性的组织,工会提高了工人的谈判能力,使得工人有可能获得高于均衡水平的工资,这种过高的工资要求推动了总供给曲线的上移,从而造成工资推动的通货膨胀。许多经济学家将欧洲大多数国家在 60 年代末 70 年代初经历的通货膨胀认定为工资推动的通货膨胀,因为在这一时期出现了工时报酬的急剧增加。例如,在联邦德国,工时报酬的年增长率从 1968 年的 7.5% 跃居到 1970 年的 17.5%。在同一时期,美国的工时报酬年增长率也由 7% 上升到 15.5%。^①另外一种成本推动,是指一些垄断性的经济组织控制了某些重要的原材料的生产和销售,这些垄断性的组织为了获得高额垄断利润而提高价格,使总供给曲线上移,从而导致通货膨胀(又称供给冲击型通货膨胀)。其中最为典型的是,在 1973 年至 1974 年,石油输出国组织(OPEC)历史性地将石油价格提高了 4 倍,到 1979 年,石油价格又被再一次提高,这两次石油提价对西方发达国家经济产生了强烈的影响,由此导致的经济萧条被称为“石油危机”。各种使成本上升的因素还可能交织在一起,使得通货膨胀进一步加剧。例如在 1973 年石油提价的同时,由于连年的粮食歉收,世界粮价也出现了暴涨;同时许多国家的工资增长也进一步加剧,例如美国和日本在 1973 年至 1975 年的工时报酬年增长率都达到了 30% 以上。^②

尽管许多国家在战后曾经历过成本推动型通货膨胀是一个不争的事实,但是这种通货膨胀是否就可以完全归因于供给方面的原因而与货币无关呢? 回答是否定的。正如弗里德曼所指出的那样,在货币供给不变的条件下,由成本上升导致的总供给曲线上移只能是一次性的,而且由于上移导致的失业增加最终将对工资和价格水平产生向下的压力,使之恢复到原来的均衡水平。结果与先前相比,仅仅是相对价格发生了变化,价格总体水平并没有上升。上述成本因素之所以会引发严重的通货膨胀,其原因并不在于成本因素本身,而在于某些政府因无法忍受暂时性的失业上升而采取的增加货币供应量的反应。这一点可以由图 15.4 来加以说明。

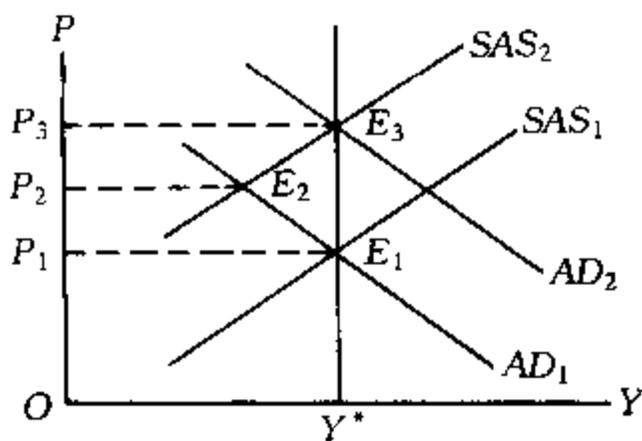


图 15.4 成本推动型通货膨胀

假定开始时经济处于充分就业的均衡点 E₁, 由于工资(或石油、农产品等原

① 乔治·佩里(George Perry),《成本推动型通货膨胀》,载《新帕尔格雷夫经济学大辞典》第一卷。

② 同上。



材料价格)的上升,使得短期供给曲线上移到 SAS_2 ,均衡点就变成 E_2 。此时,若需求曲线 AD_1 保持不变,则由于产出低于充分就业水平,总供给曲线存在向下移动的压力,最终将恢复至 SAS_1 。其结果,相对价格发生了变化,而总体价格水平并没有上升。但是如果政府对 E_2 点上的高失业感到难以忍受,采取扩张货币的方法来使总需求曲线上移至 AD_2 ,以使经济尽快达到充分就业均衡点 E_3 上来,那么总体价格水平就会进一步上升。由于总体价格水平的上升抵消了工资(或原材料等)相对价格的上升,所以工人(或原材料供应者)会进一步要求提高工资(或原材料价格),所以总供给曲线就存在进一步向上移动的压力。其结果,政府往往被迫再一次对高失业作出反应。这样,总供给曲线和总需求曲线的一次次交替上移就导致了价格水平的持续上涨,即通货膨胀。

由此可以看出,成本推动仅仅是物价上涨的最初动因,政府为维持其就业和产出目标而采取的扩张性政策是价格水平持续上升的必要条件;同时,正如前面所言,政府利用财政手段来扩张需求的能力是有限的,只有货币才有持续的扩张能力。因此,成本推动型的通货膨胀也主要是一种货币现象。

应该指出的是,由于需求拉上型通货膨胀和成本推动型通货膨胀都是在供求的交替作用下产生的,而且都与较高的货币增长率相联系,因此虽然我们能够在理论上将它们区分开来,但事实上这两者是很难区分的。我们只知道需求拉上型通货膨胀一般发生在经济达到充分就业水平之后,成本推动型通货膨胀则发生在达到充分就业水平之前。但事实上这一标准也很难掌握,因为我们并不能确定什么样的就业率就代表着充分就业水平(或者说,什么样的失业率为自然失业率)。

301

15.3.3 结构型通货膨胀(structural inflation)

除了总量因素外,许多经济学家还从结构方面寻找通货膨胀的原因。这些经济学家相信,即使在总供给和总需求相对平衡的条件下,某些结构性因素也可能导致通货膨胀,即结构型通货膨胀。这些结构性因素包括:

(1) “瓶颈”制约。在有的国家,由于缺乏有效的资源配置机制,使得资源在各部门之间的配置严重失衡,有些行业生产能力过剩,另一些行业,如农业、能源、交通等部门则严重滞后,形成经济发展的“瓶颈”。当这些“瓶颈”部门的价格因供不应求而上涨时,便引起其他部门,甚至是生产过剩部门的连锁反应,形成一轮又一轮的价格上涨。

(2) 需求移动。社会对产品和服务的需求不是一成不变的,它会不断地从一个部门转移到另外一个部门,而劳动力及其他生产要素的转移则需要时间。



因此原先处于均衡状态的经济结构可能因需求的移动而出现新的失衡。那些需求增加的行业,价格和工资将上升;但是需求减少的行业,由于价格和工资刚性的存在,却未必会发生价格和工资的下降。其结果,需求的转移导致了物价的总体上升。

(3) 劳动生产率增长速度的差异。部门间劳动生产率增长速度的不同会引起整体物价水平的上升,这是结构性通货膨胀理论最津津乐道的一个命题。其基本的逻辑是,一国经济可根据劳动生产率增长速度的差异而划分为不同的部门。为方便起见,我们不妨将生产率增长较快的部门称为先进部门,将生产率增长较慢的部门称为落后部门。^① 如果不同部门内的货币工资增长率都与本部门的劳动生产率增长率相一致,则价格水平便可以维持在原有的水平上。但是落后部门的工人往往会要求与先进部门的货币工资上涨率(它等于该部门劳动生产率的增长率)看齐,因为如果不这样的话,他们的相对实际工资就要下降,而这显然是他们所不愿意的。不少经济学家甚至相信,工人对相对实际工资的关心要超过对绝对实际工资的关心。由于这一压力,货币工资的整体水平便与先进部门的劳动生产率同比例增长。其结果,落后部门的生产成本便上升,并进而造成物价整体水平的上升。

结构性通货膨胀理论标志着人们对通货膨胀成因认识的进一步深化,特别是在许多发展中国家,经济结构的失衡和部门间劳动生产率增长的差异确实在促成通货膨胀方面扮演着重要的角色。但是结构性通货膨胀的发生同样要以货币扩张为条件,因为在货币总量不变的条件下,这些结构性的因素也只能导致相对价格的变化,而不是整体价格的上涨。

15.4 通货膨胀的对策

由于经济学家对通货膨胀的成因存在着不同的看法,所以他们提出的反通货膨胀措施各不相同也就不会让人感到惊讶了。下面我们将介绍几种较为常见的对付通货膨胀的措施:抑制总需求的政策,收入政策及收入指数化政策。最后我们将探讨如何通过某些制度性安排来增强公众对中央银行执行强硬(或稳定)货币政策承诺的信任。

^① 在文献中,不同的经济学家对整个经济的划分是不同的,如鲍莫尔将经济划分为工业部门和服务部门,希克斯将经济划分为扩展部门和非扩展部门,北欧的一些经济学家则将经济划分为开放部门和非开放部门。但是这些划分方法的共同特点是不同的部门之间在劳动生产率增长速度上存在着差异。

15.4.1 抑制总需求的政策

由于通货膨胀的一个基本原因在于总需求超过了总供给,因此当经济面临较大的通货膨胀压力时,政府往往采取紧缩性的财政政策和货币政策来抑制过旺的总需求。这种反通货膨胀政策通常是较容易奏效的,但是它的缺点在于往往伴随着失业率的大幅度上升。

控制货币的过快增长,通常被认为是抑制总需求的最重要的手段。正如弗里德曼已经令人信服地指出的那样,通货膨胀主要是一种货币现象,是因为“太多的货币追逐太少的商品”而造成的,因此控制货币的增长速度,使之与总产出的增长大体保持一致,便构成了物价稳定的一个基本的必要条件。这一点尤为货币主义的经济学家所强调。

紧缩性货币政策的另一个重要方面是利率的提高。中央银行既可以通过减少货币供给而间接地使利率上升,也可以通过提高贴现贷款的利率而直接地带动整个市场利率体系的上扬。利率的上升促使人们将更多的收入用于储蓄,从而使消费需求减少;同时它还意味着投资成本的上升,从而对投资需求也有抑制作用。

在某些市场经济体制仍不太健全的国家,如中国,紧缩性的货币政策还通过加强银行信贷的配额管理来实行。在中国,由于国有企业“负盈不负亏”的问题仍未得到根本的解决,所以国有企业对贷款的成本高低,即利率,仍缺乏足够的敏感;同时,银行也仍未实现真正的商业化经营,对贷款的质量缺乏足够的关心。在这种情况下,对银行信贷额度的限制就成为国家对整个社会的投资规模进行控制的重要手段。但是随着企业资金来源渠道越来越多样化,信贷配额管理的有效性也越来越受到削弱。

紧缩性的财政政策通常采取增加税收或减少政府支出(包括政府购买和转移支付)的形式。税收的增加及转移支付的减少,减少了企业和家庭用于消费和投资的资金来源,而政府购买的减少则直接意味着总需求的下降。

由于人们对紧缩性货币政策和财政政策导致的总需求下降通常缺乏准确的预期,或者即使对此有着准确的预期,将这种预期充分反映到工资和物价的决定中去也仍需一定的时间,因此,总需求曲线的下移并不会立即伴随着总供给曲线的充分下移,所以紧缩性政策通常伴随着短期内的失业上升和产出下降。为了度量这种成本,经济学家发明了一个词汇,叫做“牺牲比率”(sacrifice ratio),也就是为了使通货膨胀率降低一个百分点所必须牺牲的年实际国民收入的百分比。例如,在某一年中,通货膨胀率下降了2%,而实际国民收入为潜



在国民收入(即充分就业国民收入)的 90.8%,即实际国民收入的损失为 9.2%,则牺牲比率为 4.6。虽然经济学家估计的牺牲比率存在着较大差距,但是较为典型的估计结果是大约等于 5。显然,牺牲比率的大小和人们的预期形成方式及工资、价格调整的灵活程度是有关的。人们的预期越是趋于理性,工资、价格的调整越是灵活,则牺牲比率将越小。因为在这种情况下,总需求曲线的下移会迅速引起总供给曲线的相应下移。

既然抑制总需求的政策通常会导致就业和产出的下降,那么是否有什么更好的对付通货膨胀的政策,能够避免反通货膨胀的这种代价呢?收入政策似乎是一种选择。

15.4.2 收入政策

确切地说,收入政策应称之为工资—价格政策更为合适。它是通过对工资和物价的上涨进行直接的干预来达到降低通货膨胀率目的的。

收入政策的理论基础是通货膨胀的成本推进论。既然通货膨胀的一个重要原因是由于工资、物价上升导致的总供给曲线的上移,那么采取某些直接的手段来限制这种上移便是理所当然的了。从发达国家的经历看,这种限制主要采取了以下四种形式。

(1) 规劝(jawboning)。也就是政府劝告工资和价格制定者们“负责任地”采取行动,鼓励雇员和雇主在较低的工资增长水平上达成和解,以减轻通货膨胀的压力。

(2) 自愿的工资—价格指导线(voluntary wage-price guidelines)。政府根据长期劳动生产率平均增长率来确定工资和物价的增长标准,并要求各部门将工资—物价的增长幅度控制在这一标准之内。例如美国 60 年代的肯尼迪政府和约翰逊政府,都相继实行过这种政策。但是由于指导线政策原则上是自愿的,只能依靠“说服”,而不能以法律强制实行,所以效果并不明显。

(3) 以税收为基础的收入政策(the tax-based incomes policies)。即政府以税收作为惩罚或奖励手段来限制工资增长,对于工资增长率保持在政府规定界限以下的企业,以减少税收的方式进行奖励;对于工资增长率超出政府规定界限的企业,则以增加税收的方式进行惩罚。这种形式的收入政策仅仅以最一般的形式尝试过。例如,英国在 1977 年至 1978 年间,工党政府曾经许诺,如果全国的工资适度增长的话,政府将降低所得税。澳大利亚则于 1967 年至 1968 年间实行过这一政策。

(4) 工资—价格管制(wage-price control)。即由政府颁布法令,强行规定工资、物价的上涨幅度,在某些时候,甚至暂时将工资和物价加以冻结(wage-



price freeze)。这种严厉的管制措施一般在战争时期较为常见,但是当通货膨胀变得非常难以对付时,和平时期的政府也可能求助于它。例如美国在 1971 年至 1974 年间就曾实行过工资—价格管制,特别是在 1971 年,尼克松政府还实行过三个月的工资—价格冻结。较近一些的例子则有:1985 年的阿根廷和以色列,以及 1986 年的巴西都曾将工资—价格管制作为它们反通货膨胀的一揽子方案中的重要组成部分。

以各国经验来看,利用收入政策对付通货膨胀的效果并不理想。它有以下三个方面的局限:首先,温和的收入政策,如规劝及自愿的工资—价格指导线,往往收效甚微。其次,严格的工资—价格管制将严重削弱价格机制在资源配置中的作用。相对价格的灵活伸缩是市场配置资源的基本途径,在管制过程中,由于很难区分哪些价格变动代表着合理的相对价格变动,哪些代表着物价水平的整体上升,所以政府只能笼统地加以管制。其结果,在限制物价总水平上升的同时,往往也限制了资源向合理的方向流动。第三,即使是严厉的工资—价格管制,在没有紧缩性的财政、货币政策配合的情况下,也不可能长期奏效。这是因为,人们会发展出种种办法来变相地规避管制,变相地提高价格和工资;而且,一旦管制造成的经济失衡引起公众的强烈反对,使得管制难以为继,并最终被迫放弃时,因管制而得不到释放的价格上涨就可能爆炸性地释放出来。

因此,收入政策并不是治理通货膨胀的“灵丹妙药”,它充其量只能作为紧缩性财政、货币政策的一种补充。

15.4.3 收入指数化政策

鉴于通货膨胀的现象如此普遍,而遏制通货膨胀又是如此困难,许多经济学家,如弗里德曼,提出了一种旨在与通货膨胀“和平共处”的适应性政策——收入指数化政策,也就是各种名义收入,如工资、利息等,部分或全部地与物价指数相联系,自动随物价指数的升降而升降。例如,在劳资双方的工资合同中,可以附加上这样一个“生活费用调整”(COLA)条款,即当消费物价水平保持不变时,下一年的工资上涨率为 2%,若消费物价指数上升 10%,则工资上涨率为 6%(或 10%、12%,取决于劳资双方的讨价还价)。同样,债券的利息也可以实行指数化,即利率随实际通货膨胀率的上升而上升。

自从 70 年代以来,除少数国家,如联邦德国,禁止实行指数化以外,收入指数化,尤其是工资指数化在发达国家中较为普遍。实行这种政策的好处在于:首先,指数化可以缓解通货膨胀造成的不公平的收入再分配,从而消除许多不必要的扭曲。例如工人或债权人有了指数化条款的保护之后,就不必费心去预



测未来的物价水平变动了。其次,由于下述两个原因,指数化还可能有利于通货膨胀率的最终下降:第一,指数化条款使得在通货膨胀条件下,作为净债务人的政府还本付息负担加重,从而使政府从通货膨胀中获得的好处(主要是铸币收入及国债还本付息负担的减轻)减少,因此,政府实行通货膨胀性政策的动机将减弱;第二,当政府的紧缩性政策使得实际通货膨胀率低于签订劳动合同时的预期通货膨胀率时,指数化条款会使名义工资相应地下降,从而避免因实际工资上升而造成失业增加。换言之,指数化条款可能使紧缩性政策的代价减少,从而使通货膨胀更容易被遏制。

遗憾的是,收入指数化政策的上述功能并不是绝对的。一般来说,指数化政策在消除收入的不公平分配方面的作用是有限的。这一方面是因为价格指数的编制和收入的调整都需要一定的时间,因而收入的调整往往滞后于物价的实际上升;另一方面则是因为并不是所有的合同中都有指数化条款,例如今天的美国大约也只有30%的劳动合同附有“生活费用调整”条款,那些不受指数化条款保护的劳动者或债权人将承受极大的损失。

更为重要的是,指数化强化了工资和物价交替上升的机制,从而往往是使物价越发地不稳定,而不是有利于通货膨胀率的下降。例如,假定农产品的歉收使得消费者价格指数上升了10%,在一个充分指数化的经济中,这将使所有的名义收入都上升10%,从而使得下一期的消费者价格指数进一步以接近于10%的比例上升。然后,各种名义收入再次上升,并进而引起新一轮的价格水平上升。如此继续,当这一螺旋式的上升过程最终停止时,价格水平可能已经上升了好多次。

因此,指数化也只是一种消极地对付通货膨胀的政策。

15.4.4 可信任性及物价稳定的制度基础

我们知道,实际发生的通货膨胀同人们预期的通货膨胀是密切相关的。当人们普遍预期通货膨胀率将上升时,菲利普斯曲线随之就上升,从而与特定失业率相联系的通货膨胀率也上升。反之,当人们普遍预期通货膨胀率将下降时,菲利普斯曲线则下移,与特定失业率相联系的通货膨胀率也下降。这一逻辑意味着,在对付通货膨胀的过程中,预期管理也是一个十分重要的环节。如果中央银行成功地使人们相信,它将采取严厉的紧缩政策来遏制通货膨胀,那么很可能在中央银行采取任何实际的行动之前,通货膨胀率便已经下降了,而且这种下降并不需要伴随着失业率的上升,因为它是由菲利普斯曲线的下移所导致的。相反,如果公众普遍认为中央银行将实行通货膨胀性的货币政策,则

即使货币供给没有增加,通货膨胀率也可能上升。

显然,中央银行希望确立起一个执行强硬(或稳定)货币政策的形象,也就是说,它不会为了减少失业而实行扩张性的货币政策,从而使得公众有一个较低的通货膨胀预期。问题在于,中央银行如何才能确立这一形象呢?或者说,如何才能使公众真的相信中央银行将执行强硬(或稳定)的货币政策呢?固然,中央银行可以通过各种宣传工具,例如发表电视讲话等,宣传自己稳定物价的决心。但是,这种宣告往往不具有多大的可信任性。因为公众知道,一旦中央银行执行强硬货币政策的表示为公众所信任,从而菲利普斯曲线下移至一个较低的位置,使得通货膨胀的压力减弱,中央银行便会有不执行强硬政策,反而采取扩张性政策来增加就业的动机。中央银行的这一倾向被称为货币政策的时间不一致性(time inconsistency)。这种时间不一致性会为公众所知,从而中央银行的宣告也便不会被视为一种可信的承诺。时间不一致性是一个非常重要的概念,它可以用来解释很多问题。例如,政府可能宣布,绝不同任何恐怖分子就人质问题进行谈判,以此来打消恐怖分子采取绑架的方式要挟政府的念头;然而一旦绑架发生之后,政府又总是试图与恐怖分子达成某种妥协,以解救人质。政府的这种时间不一致性同样会为恐怖分子所了解,因而政府“不谈判”的宣告也不可能构成一种可信的威胁。

上述逻辑表明,要使中央银行执行强硬(或稳定)货币政策的承诺具有可信任性,仅仅依靠中央银行的某种政策宣传是不能奏效的,必须作出某些制度上的安排,使得中央银行不太可能采取通货膨胀性的货币政策,这样才能使公众对中央银行的承诺具有信心。到目前为止,经济学家提出的有利于中央银行执行强硬的(或稳定的)货币政策的制度性安排主要包括:

第一,取消中央银行自主决定货币政策的权力,改为按规则行事。只要货币政策是遵照某种既定规则执行的,那么中央银行就丧失了为达到某种特定目标(如就业)而采取膨胀性货币政策的权力。在所有主张按规则行事的经济学家中,弗里德曼是最著名的一位,他提出中央银行应该确定一个固定的货币增长率,每年的货币供应量都按照该比率稳定地增长。他认为这一规则至少可以避免使货币政策本身成为一种经济波动的根源。但是这一货币规则有一个前提,那就是货币流通速度必须是稳定的,从许多发达国家 80 年代以来的经验看,这一前提并不满足。因此许多经济学家又提出了确保稳定的名义国民收入或价格水平增长率的货币政策规则,也就是说,中央银行宣布一个计划的名义收入或价格水平路径,一旦名义收入或价格水平偏离了这一路径,便通过调整货币政策使之回复到这一路径上来。

第二,确立平衡预算的财政政策规则。虽然我们指出,财政政策本身并不

可能独立地成为通货膨胀的根源,但是正如我们在前面的章节中已经知道的那样,政府的开支必须通过税收、发行债券或发行货币来解决,因此巨大而且持续的财政赤字很可能会引起对未来通货膨胀性货币政策的理性预期,即使当前的货币政策是坚挺的。由此看来,一种稳健的财政政策显然是较为适宜的,有的经济学家甚至主张将平衡预算的规则写进宪法。但是这一原则不能被过于机械地理解,事实上,政府在每个年份都达到预算平衡是不可能的,而且也并不可取。我们知道,在繁荣时期,政府的税收可能增加,转移支付可能减少,因而可能出现预算盈余;反之,在萧条时期,则税收减少,转移支付增加,因而可能出现赤字。财政政策的这一特征被称为“自动稳定器”功能,因为它可以在繁荣时减少总需求,在萧条时扩大总需求。如果要求政府在每个年份中都实现预算平衡,则财政政策的这一功能便会消失。此外,片面地追求预算平衡还可能要求在不同的年份有不同的税率,从而引起许多不必要的扭曲。但是无论如何,巨额的持续的财政赤字应该是被避免的。

第三,使中央银行具有足够的独立性。由于政府的目标往往较为多元化,而且在西方现行的民主政体中,政府首脑的行为还具有短期化的倾向,因而受政府干预过多的中央银行,往往被迫采取通货膨胀性的货币政策。有研究表明,在物价稳定方面,那些独立性较强的中央银行通常比独立性较弱的中央银行有更好的记录。因此,就执行强硬的货币政策而言,一个独立性较强的中央银行显然具有较强的可信任性。1995年3月18日通过的《中华人民共和国中国人民银行法》标志着我国的中央银行在独立性方面迈出了一大步,但是银行过多地承担本该由财政承担的职能,即银行职能财政化,仍是困扰我国银行体制的重要问题。

专栏 15.1

国民党统治时期的恶性通货膨胀

1935年的法币改革为国民党政府推行通货膨胀政策铺平了道路。由于国民党政府过分依赖增发货币来为巨额的政府预算赤字融资,在从1935年法币开始走上中国历史舞台至1949年的短短十几年间,法币经历了一个持续而且不断加速的贬值,最后完全形同废纸。且看100元法币购买力(石柏林,1993,第415至416页):

- 1937年 可买大牛两头;
- 1941年 可买猪一头;
- 1945年 可买鱼一条;
- 1946年 可买鸡蛋一个;
- 1947年 可买油条1/5根;
- 1948年 可买大米两粒。

其贬值速度简直超乎人们的想象。

如此严重的通货膨胀有着深刻的政治和经济背景。首先,连年的战争使得南京政府陷入了严重的财政危机。1945年以后,国民党政府更是疯狂扩大财政支出以支持急剧增加的内战军费开支,而巨额的财政赤字在当时条件下只能用发行货币来弥补。其次,连年的战争使得本来就匮乏的物资供给更加不足,社会总需求超过了总供给,导致了物价的飞升。再次,国统区在内战的失败中不断缩小,致使法币以及后来的金圆券、银圆券的流通范围不断缩小,这又加快了货币流通速度,加重了日益恶化的通货膨胀。最后,法币从诞生之日起便不断贬值,使得老百姓有很高的通货膨胀预期,1945年后,国民党在国内战场上的节节败退更使老百姓丧失了对法币的信任。

从1946年至1949年,国民党政府曾多次采取措施,试图缓解日益失控的通货膨胀,但最终都归于失败。

1946年春,由于物价上升加剧,时任行政院院长的宋子文决定采取抛售黄金的办法稳定物价和币值。这一措施曾在抗战时期使用过,并收到了一定效果。但是这一次却不灵了。手上掌握巨额游资的官僚资本家根本不相信物价能够稳定下来,因此他们趁机大做黄金投机生意,在市场上大量买进黄金。这种投机行为导致了黄金价格的急速上升。金价与物价相互刺激,进一步促进了物价的直线上升。当黄金的抛售满足不了投机者的需要时,出现了黄金抢购风潮。到1947年2月10日,中央银行不得不停止黄金的出售。供给的中断造成金价的暴涨,从而带动物价上涨,全国市场一片混乱,社会出现骚乱。南京政府于2月16日公布了《经济紧急措施方案》,黄金政策由自由买卖转变为绝对冻结。

抛售黄金的改革失败后,南京政府采取了“经济紧急措施”,加强金融管制。但由于军费开支居高不下,物价上涨的浪潮持续不断,法币的印刷成本已经超过其自身所代表的价值,失去了正常货币的一切职能,给人民群众带来的只是恐慌和不满。蒋介石采纳了财政部长王云五的金圆券改革方案,于1948年8月19日发布了《财政经济紧急处分令》,宣布以中央银行所存黄金和证券作保,发行金圆券来代替法币。以300万元法币折合金圆1元,金圆的含金量为纯金0.22217克,发行总额以20亿为限,并限期收兑所有黄金、白银、银币和外汇。按照这一政令,处于流通中的金圆券应随时可兑换成金圆,但南京政府既没有规定金圆券兑换金圆的办法,也没有规定其兑换外汇的办法,因此金圆券的含金量实际上是一种虚值,没有任何意义。借助于政治高压的强制手段,金圆券得以推行。但财政赤字的进一步扩大使得金圆券的发行额很快突破了20亿元的上限,此时美国已经关上援助的大门,蒋介石集团只能把军事开支的来源都压在增发的货币上,国统区很快变成了金圆券的世界。从1948年8月到1949年5月,前后不到9个月时间,金圆券的发行额就增加了30多万倍,金圆券的购买力跌至原来的500多万分之一。金圆券改革不到1年便以失败告终。

1949年7月4日,国民党政府又推出了银圆券的改革,在广州发行所谓可无限制兑现的“银圆券”,银圆券1元折合金圆券5亿元。但是中国的老百姓此时已经对国民党政府的任何改革都没有兴趣了。

参考资料:石柏林著,《凄风苦雨中的民国经济》,河南人民出版社1993年版;张公权著,《中国通货膨胀史》,载《工商经济史料丛刊》第1辑至第4辑,文史资料出版社出版。



本章小结

1. 通货膨胀是指总体价格水平的持续的较为明显的上升。它可以通过各种价格指数来衡量,并可以根据多种不同的角度进行分类。通货膨胀的影响可以分为三个方面:即对就业和产出的影响,对财富和收入再分配的影响,以及对微观经济效率的影响。

2. 向下倾斜的菲利普斯曲线刻画了通货膨胀与失业之间的替代关系。但是这种替代关系只在短期内存在;在长期内,随着人们通货膨胀预期的调整,菲利普斯曲线会发生上下的移动,从而形成一条垂直的长期菲利普斯曲线。这表明,在长期内,物价的上涨并不能换来失业的下降。

3. 在有关通货膨胀的成因上,经济学家提出了不同的理论,即需求拉上说,成本推动说和结构性通货膨胀说。尽管这些理论的着眼点不同,但是大多数经济学家都同意,货币发行过多是产生通货膨胀的一个基本条件。

4. 对付通货膨胀的主要政策包括:抑制总需求的政策,收入政策及收入指数化政策。由于预期通货膨胀对实际的通货膨胀有着重要影响,因而预期管理也是遏制通货膨胀的重要手段。但是公众的预期不可能简单地通过某种宣传来加以影响,要使中央银行不执行扩张性货币政策的承诺具有可信任性,必须作出某些制度性的安排。

复习与思考

1. 下列说法是否正确?
 - (1) 价格上涨就意味着通货膨胀;
 - (2) 通货膨胀一定意味着人们生活水平的下降;
 - (3) 通货膨胀一定会损害债权人和工人的利益;
 - (4) 被充分预期到的平衡的通货膨胀将几乎没有什么影响。
2. 通货膨胀有哪些影响?
3. 隐蔽型通货膨胀将通过哪些形式表现出来?
4. 一国政府可能从通货膨胀中获得哪些好处?
5. 向下倾斜的菲利普斯曲线有何政策含义?
6. 长期菲利普斯曲线为什么是垂直的?
7. 我国由于人口众多,在今后相当长一段时间内,将面临着较大的就业压力。因此有些经济学家提出,牺牲一定程度的物价稳定来缓解剩余劳动力过多的

问题是值得的。试对这一观点加以评论。

8. 既然在凯恩斯主义的理论中,政府支出的增加会引起总需求曲线的上移,为什么又说财政政策不可能独立地成为通货膨胀的根源?
9. 成本推动的通货膨胀也是一种货币现象吗?
10. 哪些因素可能导致结构型通货膨胀?
11. “如果公众的预期是理性的,则政府通过扩张性政策来减少失业的企图将很难获得成功;而政府通过紧缩性政策来降低通货膨胀率的代价会更小。”是这样的吗?
12. “既然收入政策可以避免因紧缩政策带来的高失业,那么它显然是一种理想的对付通货膨胀的措施了。”这一观点正确吗?
13. “收入指数化可以完全消除通货膨胀带来的不公平的收入再分配,而且有利于通货膨胀的最终消除。”这一观点对吗?
14. 为什么说只要中央银行能够成功地使人们相信它将采取紧缩性的政策来对付通货膨胀,就有可能在中央银行采取任何紧缩性措施之前,通货膨胀率就已经发生了下降?
15. 为什么中央银行不能仅仅通过发表电视讲话来使公众相信它将执行紧缩性的货币政策?
16. 哪些制度性安排有利于增强中央银行不执行扩张性货币政策承诺的可信任性?

参考文献

- Dornbusch, Rudiger, and Stanley Fisher, 1990, *Macroeconomics*, 5th edition, McGraw-Hill Publishing Company.
- Friedman, M., 1968, “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, Vol. 58, pp. 1-17.
- Friedman, M., 1977, “Inflation and Unemployment”, *Journal of Political Economy*.
- Mankiw, N. Gregory, 1992, *Macroeconomics*, Worth Publishers.
- Mayer, Thomas, James S. Duesenberry and Robert Z. Aliber 1993. *Money, Banking, and the Economy*, 5th edition, Chapter 19, W. W. Norton & Company.
- Mishkin, Frederic S., 1992, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 3rd edition, Harper Collins Publishers.
- Samuelson, Paul A., William D. Nordhaus, 1989, *Economics*, 13th edition,

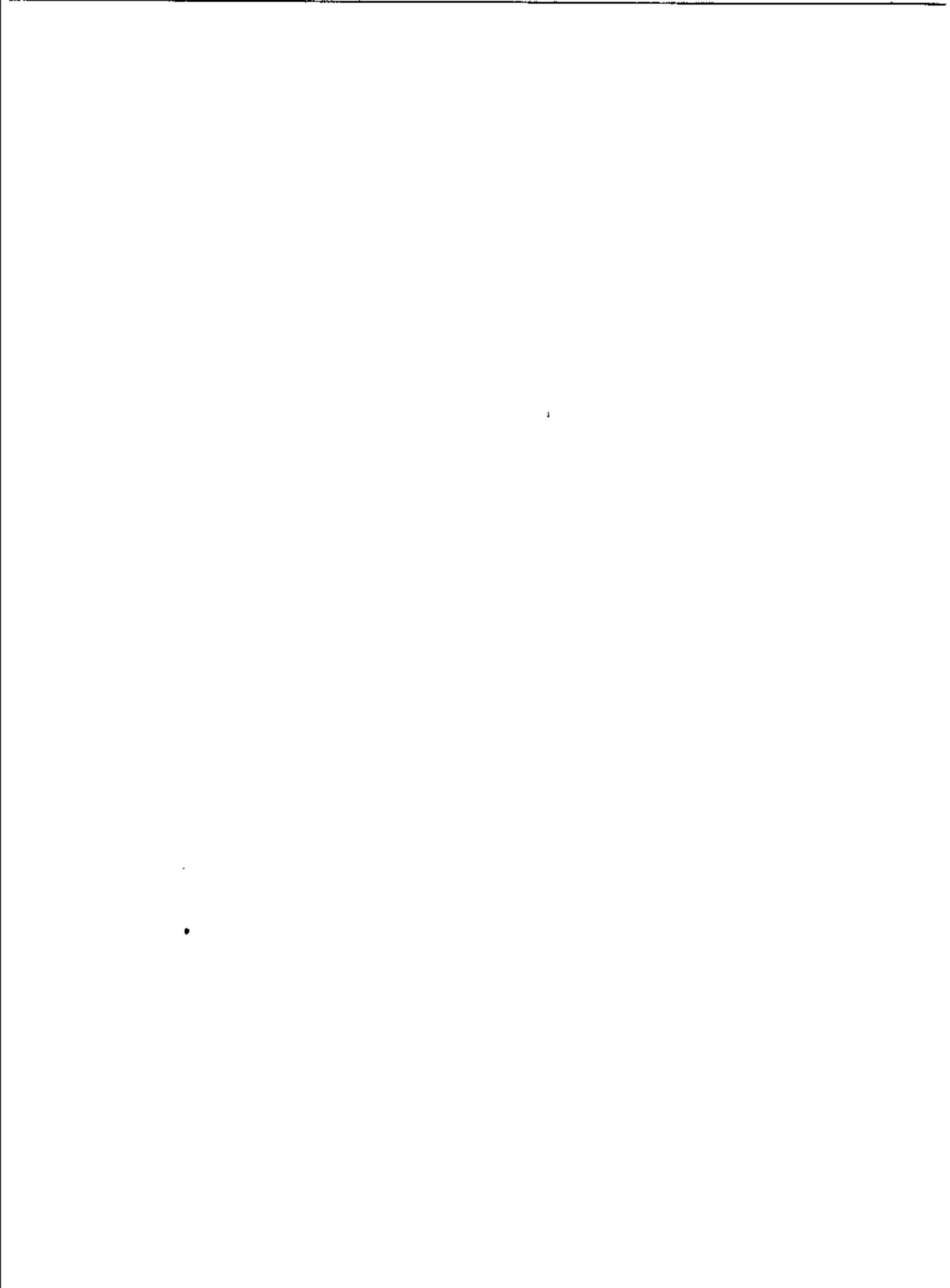
McGraw-Hill Book Company.

胡代光,周安军:《当代国外学者论市场经济》,商务印书馆 1996 年版。

易纲:《中国的货币、银行和金融市场:1984—1993》,上海三联书店,上海人民出版社 1996 年版。

第 5 篇

金融与经济发展



第 16 章

金融抑制与金融深化

金融抑制和金融深化对发展中国家来说是两个让人着迷又让人费解的概念。在第二次世界大战后的头二十年,人们并没有将金融政策视为促进经济稳定与经济增长的重要工具。西方主流的经济发展理论与金融理论基本上是相互脱离的。不少发展理论侧重于分析各种实物因素,如资本、劳动力、技术及自然资源在经济发展中的作用,而忽视货币及金融因素的作用,它们给人的感觉似乎只是针对物物交换的经济而言的。另外一些理论则将金融置于被动和从属的地位,从而将金融部门的发展(即后文所要谈到的金融深化)视作实际经济发展的副产品。还有一些理论则将金融部门的发展视作经济发展的障碍,从而主张实行金融抑制。这些思想在发展中国家也产生了重要影响。在发展中国家制定的发展战略中,大多也漠视金融因素,或者对金融部门采取抑制的政策。

1973年后这种情况开始有所改变。这一年几乎同时出版了两本有影响的论述金融与经济著作。一本是爱德华·肖(Edward Shaw)的《经济发展中的金融深化》,另一本是罗纳德·麦金农(Ronald McKinnon)的《经济发展中的货币与资本》。两人以精到的研究和有说服力的证据表明,金融部门与经济发展之间存在着密切的关联:一个健全的金融体制有助于有效地动员储蓄,并将稀缺的储蓄资金进行有效的配置,从而促进经济的发展;一个落后和缺乏效率的金融体制则会严重地束缚经济的发展,并且反过来又受落后的经济发展水平的制约,从而陷入金融呆滞和经济呆滞的恶性循环。他们指出,发展中经济之所以不能取得令人满意的成就,其抑制性的金融政策是一个十分重要的原因。因此有必要采取金融深化政策,其中最为关键的是取消对利率上限的人为控制,促使利率朝着市场均衡水平上升;逐步解除对金融部门的限制和不合理干预,以促进金融部门规模的扩大和效率的提高。

70年代以来这种旨在深化金融的货币改革和金融自由化在许多发展中国家展开。大量的证据表明,这种通过金融深化推动经济增长的政策在一些国家取得了成功,但同时也出现了很多问题,货币和金融自由化给一些国家带来了

相当严重的经济危机和金融危机,如 70 年代的阿根廷、智利和乌拉圭,80 年代的菲律宾和土耳其,1994 年的墨西哥都有类似的遭遇,1997 年开始的亚洲金融危机则尤其引人注目。

第 5 篇的 5 章内容都涉及金融与经济发展之间的关系。作为本篇的开始,本章着重介绍麦金农和肖的金融抑制及金融深化理论,为以后几章结合实际讨论金融与经济发展的关系打下一个基础。本篇内容共分两节:金融抑制,介绍发展中国家金融体制的基本特征,发展中国家的金融抑制政策,以及麦金农和肖对金融抑制与经济增长相互制约关系的分析;金融深化,主要介绍麦金农和肖关于金融深化对经济发展推动作用的理论,作为一种反对意见的代表,我们也要谈到斯蒂格里茨和维斯的理论。

16.1 金融抑制

16.1.1 发展中国家金融体制的一般特征

在我们着手探讨金融与经济发展的关系之前,让我们首先来关注以下发展中国家金融体制的现实特征。只要稍加注意,我们就会发现它和发达国家的金融体制存在着天壤之别。

1. 金融资产形式单一,数量有限。和发达国家纷繁复杂的金融工具相比,发展中国家的金融资产形式非常单一。国内正式金融市场能提供的金融资产仅限于现金、活期存款、定期存款及初级市场上的政府债券等。金融资产同国民收入的比率也处在很低的水平。

2. 金融体系存在着明显的“二元结构”。发展中国家的金融体系被分割为截然不同的两大“阵营”:以现代大银行为代表的现代部门和以钱庄、当铺、合会为代表的传统部门。前者主要集中在大城市和经济发达地区,后者则普遍存在于落后的农村。

3. 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极低,有些发展中国家(主要是前社会主义国家)直到近些年才实行中央银行和商业银行分离的银行体制。分工程度低的结果是整个金融体系的效率也十分低下。

4. 直接融资市场极其落后。发展中国家的证券市场极不发达,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. 金融资产的价格严重扭曲。发展中国家的政府对金融实施全面的干预,其中最重要的内容就是对金融资产的价格实行严格的管制,使其无法反映资源的相对稀缺性。突出表现就是,发展中国家为了降低工业化的成本,通常将实际利率压低到很低的水平,有时甚至是负数。另一个表现就是高估本国货币的币值,以降低进口机器设备的成本。

这种落后的金融体制显然无法对发展中国家的经济增长起到有效的促进作用。相反,由于不能有效地动员和分配储蓄,这种金融体制往往成为发展中国家发展的巨大障碍,使得经济增长十分缓慢。落后的经济增长反过来又制约了金融体系的发展。因此不少发展中国家陷于金融落后和经济落后的恶性循环而不能自拔。

16.1.2 金融抑制政策

在罗纳德·麦金农和爱德华·肖等人看来,发展中国家落后的金融体制已经构成了发展中国家经济发展的严重制约因素。这种落后的金融体制一方面源于发展中国家落后的经济现实,但更主要的还是在于发展中国家政府所实行的压抑金融发展的政策——他们称之为金融抑制。这种抑制性的金融政策使得实际金融资产的规模非常有限,增长极其缓慢,有时甚至出现持续的下降。这种人为干预在很大程度上是出于财政上的动机:政府希望积极推动经济发展,但或是因为缺少政治意愿,或是由于行政管理上的限制而缺乏直接的财政手段。因此政府倾向于——有意或无意——干预或压抑金融体系,以为其发展进行融资。这种压抑性的金融政策主要体现在以下几个方面:

1. 通过规定存贷款利率和实施通货膨胀人为地压低实际利率。为了降低公共部门的融资成本,阻止私有部门同公共部门竞争资金,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;同时由于发展中国家政府常常不得不依靠通货膨胀的政策来弥补巨大的财政赤字,所以通货膨胀率往往居高不下。其结果,发展中国家的存贷款利率通常很低,有时甚至是负数。这一结果严重脱离了发展中国家资金稀缺的现实。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,从而降低了人们对实际货币的需求,金融资产的实际规模也就无法得到发展。低实际利率还会带来其他的效率损失,关于这些内容我们将在后文再详细探讨。

2. 作为压低利率的一个直接后果,发展中国家常常采取信贷配给的方式来分配稀缺的信贷资金。由于利率低下带来的储蓄低下,投资膨胀,发展中国家通常面临着巨大的资金短缺,在这种情形下实行选择性或部门性的信贷政策,

引导资金流向政府偏好的部门和产业,为此不惜分割金融市场、限制金融市场的发展。而这些为政府所“偏好”的企业和项目,通常并不是投资收益率非常理想的,而大多是享有特权的国有企业和具有官方背景的私有企业。由此导致的一个直接后果是,资金的分配效率十分低下。

3. 对金融机构实施严格的控制。这种控制包括:对金融机构实施很高的法定准备金率和流动性要求,以便于政府有效地集中资金;严格限制金融机构的资金流向;严格限制某些种类的金融机构的发展;以及实施金融机构的国有化等。政府倾向于鼓励那些能够从中获取巨大铸币收益的金融机构和金融工具的发展,抑制其他金融机构和金融工具的发展。货币和银行系统往往受到偏爱和保护,因为通过储备要求及强制性的持有政府债券,政府可以无息或低息为公共部门融资。私有债券及证券因为不便于从中收取铸币税,政府则借助于交易税、印花税及资本所得税等多种形式对其进行抑制。这些控制造成的直接后果是,金融机构成本高昂,效率低下,金融机构种类单一,专业化程度低。

4. 人为高估本币的汇率。发展中国家为了降低进口机器设备的成本,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。但是这一政策的结果,却是使发展中国家陷入了更为严重的外汇短缺。过高的本币汇率不仅使发展中国家本来就十分低下的产品国际竞争力更弱,而且使进口需求高涨。其结果,发展中国家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。

16.1.3 金融抑制对经济增长的阻碍

成功的金融压抑使得较大的公共部门赤字能够在给定的通胀率和名义利率下得到融资,但对经济效率的损害也是相当大的。这一点可以借助图 16.1 来加以说明。

图 16.1 集中表现了罗纳德·麦金农和爱德华·肖对利率上限的批评。其中 S_{g_0} 代表经济增长率 g_0 下的实际储蓄,它是实际利率的增函数。 I 代表实际投资,它是实际利率的减函数。 FF 代表金融抑制,这里指人为规定的固定名义利率,使得实际利率 r_0 低于其均衡水平。实际投资被限定在与实际利率 r_0 相对应的储蓄量 I_0 上。

首先假设政府只对存款利率而不是贷款利率施加上限,则图 16.1 中投资者/借款者面对的利率为 r_3 ,在受限制的储蓄供给 I_0 下结清市场。差额 $r_3 - r_0$ 将由一个受管制但却是竞争性的银行体系花费在非价格竞争上(如广告费用及开设新的银行分支),但这些非价格服务的定价可能并不等于利息支付。实际

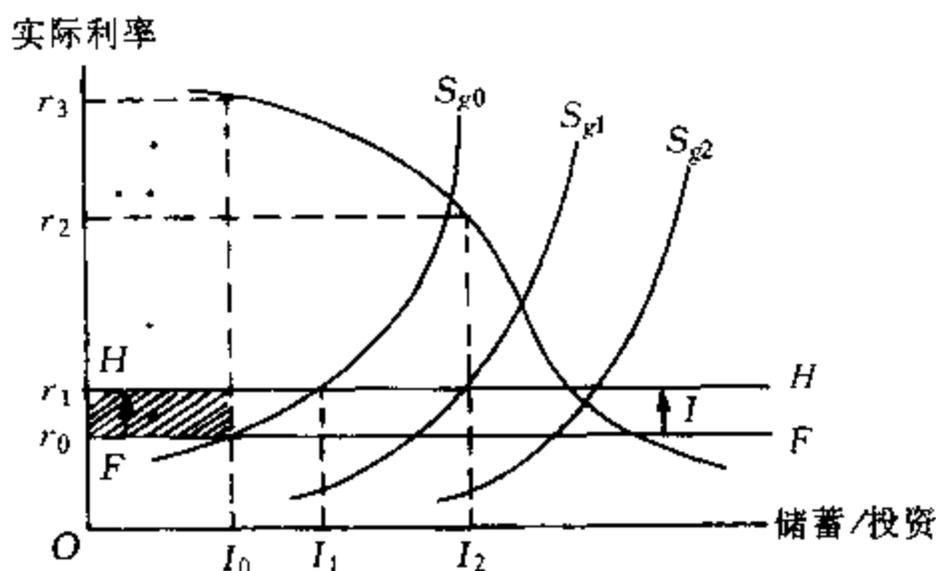


图 16.1 利率上限下的储蓄和投资

货币(M2)需求总是随着外在的实际存款利率的下降而减少。

我们可以以固定供给下的非贬值资产为例,来说明当出现加速的通货膨胀时下降的实际利率对储蓄的影响。对大多数发展中经济来说,持续或周期性的通货膨胀是一个特征化的事实。假设通货膨胀保值物是供给量固定的土地,预期土地价格至少和一般价格水平上升得一样快。现在随着实际利率的下降,与银行存款相比,土地作为一种保值手段变得越来越有吸引力,越来越多的家庭从银行提出储蓄以购买土地(但这对整个经济而言并不构成投资)。哄抬之下,土地价格的上涨将快于一般价格水平的上涨。实际收入不变而土地价格上涨,家庭部门的财富—收入比例必然上升。所有基于跨时期效用最大化的储蓄理论都表明,更多的财富不仅提高目前的消费水平,也提高将来的消费水平,这必然会导致现期收入中储蓄比例的下降。

事实上对大多数金融抑制的经济而言,不仅存在存款利率上限,同样也存在着贷款利率上限以及信贷资金的非价格配给。信贷分配往往不决定于投资项目的预期回报率,相反,裙带关系、政治压力、贷款规模及信贷人员私下收受的好处等都可以成为很重要的影响因素。图 16.1 中的圆点表示在这类条件下得到融资的投资项目。

贷款利率上限必然会抑制金融机构的风险承担,从而排除掉一大部分潜在的高回报的投资项目。因此在金融抑制的经济中那些仅仅高于上限利率 r_0 的投资项目更容易得到融资。图 16.1 中 FF 线以上灰色区域里的圆点就表示这类投资项目。显然,图 16.1 中投资项目回报率分布的高度离散化在有效的市场竞争条件下是不大可能出现的,市场竞争会促使回报率成为带有收敛趋势的正态分布。因此麦金农强调指出,在回报率高度离散化的情况下,将发展视为单一生产率下同质资本的简单积累是一个严重的错误。根据他的理解,应该将经济发展定义为

减少国内企业家控制下的现有和新增投资回报率分布的巨大分散。

总结起来,利率上限将经由以下几种途径扭曲经济:(1)低利率鼓励现期消费而非将来消费,导致储蓄率低于社会最优水平。(2)潜在的借款者可能从事相对低收益的直接投资而不是将钱存入银行然后贷放给收益较高的项目,这将降低整个经济体系的效率。(3)低贷款利率将鼓励借款人选择资本相对密集的投资项目,而忽视比较优势原理。(4)选择性或有指导的信贷配给程序无法保证银行资产流向那些收益更高的投资项目,从而恶化了银行的资产质量,加大了整个金融体系的脆弱性。所有这些都将对经济增长产生阻碍作用。

如果将图 16.1 中的利率上限从 FF 提高 HH (即从 r_0 提高到 r_1),储蓄和投资将会显著增加。同时剔除了图 16.1 中灰色区域内标出的所有低收益的投资项目,因为对企业而言,在较高的利率 r_1 下这些投资项目已无利可图。因此总的投资回报或效率将会提高。在这一过程中经济增长率将上升,储蓄函数移向 S_{g1} 。

由此可见,提高实际利率是提高投资水平的关键,也是提高投资效率的一个配额装置(rationing device),而投资水平和投资效率的提高必然会对经济增长产生正的影响。因此,麦金农和肖为金融抑制经济开出的政策处方是解除利率管制,使其上升到均衡水平;在这一点还无法做到的情况下,则应该尽可能通过提高名义利率或降低通货膨胀率的方式来提高实际利率。

16.2 金融深化

和金融抑制的经济相反,在一个金融深化的经济中,金融部门得到自由的和充分的发展,金融资产的价格真实地反映资源的相对稀缺性。根据前面的分析,麦金农和肖认为,金融抑制政策所带来的金融萎缩已经成为发展中国家经济增长的重要制约因素,使得发展中国家陷入金融萎缩和经济萎缩的恶性循环。他们认为,打破这一循环的关键,在于放弃这种抑制型的金融政策,转而采取促进金融深化的政策。这不仅有助于金融部门自身的发展,而且为经济增长所必需。因此他们主张,发展中国家必须解除对金融资产价格的不适当管制,实行以利率自由化为核心的金融自由化政策。

16.2.1 爱德华·肖的观点

1. 度量金融深化程度的指标。

在《经济发展中的金融深化》一书中,爱德华·肖首先给出了几种度量金融

深化程度的指标:

(1) 金融资产存量。在一个金融深化的经济中,由于消除了金融资产价格方面的扭曲,人们会愿意持有各种流动性金融资产,以避免持有稻米、小麦、商品库存等实物流动性资本所必须花费的保管成本。因此,金融资产存量同国民收入的比率较高,同各种实物财富的比率也较高。金融资产的品种丰富,期限拉长,参与金融活动的人增多。金融资产的组合多样化,借款者和贷款者可以按相当小的幅度调整他们的负债结构和资产组合。

(2) 金融资产流量。在金融发展不够充分的经济中,经济将较多地依赖政府的财政预算和国际资本项目,用这些方面的储蓄流量为资本积累融资。而金融深化则会使私人储蓄增加,各种形式的资本外逃减少,从而资本减轻财政的压力,并缓和对国外储蓄的要求。

(3) 金融体系的规模和结构。在金融发展不够充分的经济中,银行系统包揽了有组织的金融活动,其他金融活动则只能通过外汇交换及由高利贷者和互助团体组成的非法市场进行。而金融深化则会扩大金融体系的实际规模,同时给银行之外的其他金融机构,如证券交易商和保险公司,带来获利机会。因此,金融深化意味着金融职能和金融机构的专业化,同时相对于外汇市场和场外非法市场而言,有组织的国内金融机构和金融市场有较大的发展。

(4) 金融资产的价格。这是金融深化与否的最重要的表征。在金融不够发展的经济中,金融资产的需求被低水平的实际利率所抑制,初级证券的供给被信贷配额所压制,甚至场外非法市场也被反高利贷法和政府的管制所压制。而金融深化则意味着,利率必须准确地反映客观存在的、能替代即期消费的投资机会的多少和消费者对延迟消费的非意愿程度,因此,实际利率通常比较高,而各种利率之间的差别则趋于缩小。金融抑制的另一个表现是,在官方的即期外汇市场上,本国货币的币值被高估,但是在黑市和远期外汇市场上,本国货币的贴水率却很高,而金融深化则意味着汇率的扭曲得以纠正,同时黑市和远期外汇市场上本国货币的贴水率下降。

2. 金融自由化的正面效应。

肖认为,通过实施促进金融深化的金融自由化政策,具体地说就是消除对利率和汇率的人为压制,可以取得一系列的正面效应。

(1) 储蓄效应。由于储蓄实际收益率(实际利率)的上升,以及储蓄者资产选择范围的增加,私人部门储蓄的积极性将提高,因而国内私人储蓄对收入的比例将趋于上升。金融自由化还会影响国外部门的储蓄,汇率扭曲的纠正会使得在国际资本市场上进行融资更为容易,同时使得资金的外逃得以扭转。储蓄的增加可以使得来自储蓄的融资代替来自税收、铸币收入和国外援



助的融资。

(2) 投资效应。在金融深化的经济中,利率作为一种有效的相对价格引导着资源的配置。一方面,储蓄者的资产选择范围扩大了,他们的储蓄投放市场扩大了,使得在更大范围内选择金融资产的规模、期限和风险成为可能,比较各种投资选择的信息也更容易获得。另一方面,各种投资竞相争夺储蓄的支配权,从而为优化储蓄的分配提供了重要的保证。相反,在一个金融抑制的经济中,储蓄要么只能由储蓄者本人进行投资,要么是通过一个不受相对价格制约的狭窄通道流入企业——特别是政府企业和贸易行业——的重复性投资项目。

(3) 就业效应。落后经济中的失业,在某种程度上是金融抑制的结果。由低利率造成的低储蓄本来就不能为生产提供足够的资金,更为糟糕的是,由于利率的人为压低,这些和劳动力相比本来就十分稀缺的资金往往又被大量投资于资本密集型产业,从而使失业状况更为严重。而金融自由化则有助于缓解这一状况。

(4) 收入分配效应。金融自由化及其相关的政策,有助于促进收入分配的平等。金融自由化可以通过提高就业而增加工资收入的份额,金融自由化还会减少拥有特权的少数进口商、银行借款者和资源消费者的垄断收入,此外金融自由化带来的资本积累还有助于改变落后经济中普遍存在的以压低农产品价格的形式进行的对农民变相剥夺,在许多发展中国家,这种剥夺往往是积累工业化所需资本的重要方式。

(5) 稳定效应。金融自由化还有利于就业和产出的稳定增长,从而摆脱经济时走时停的局面。原因之一在于,通过采取适宜的金融自由化政策,国内储蓄流量和国际收支状况都可以得到改善,从而经济对国际贸易、国际信贷与国际援助等方面的波动就可以有较强的承受能力。更重要的一个原因还在于,由金融自由化带来的储蓄增加可以减少对爆发式通货膨胀和以通货膨胀税平衡财政预算的依赖,从而使稳定的货币政策成为可能。

(6) 减少因政府干预带来的效率损失和贪污腐化。肖令人信服地写道:“在被抑制的经济中,政策策略的特征就是干预主义。由于货币变量难以控制,详尽的价格控制就显得很有必要了。由于汇率高估,因而要实行复杂的关税制度、进口许可证制度和对出口进行不同的补贴。由于储蓄缺乏,贷款就要逐项配给。一个丧失了边际相对价格灵活性的经济,必定要人为的干预政策去平衡市场,但这是行政机构不可能胜任的任务,并且还要为之付出高昂的低效率和贪污腐化的代价。自由化的一个主要目的,就是用市场去代替官僚机构。”(爱德华·肖,中译本 1988,第 11 页。)

16.2.2 麦金农的观点

1. 货币与实物资本的互补性假说。

麦金农金融深化理论的起点,是货币与实物资本(从而投资)的互补性这样一个令人耳目一新的假说。传统理论一般认为,货币和实物资本作为两种不同的财富持有形式,是相互竞争的替代品。但是麦金农认为,考虑到发展中国家金融市场不发达的现实和投资的不可分性,上述理论实际上是不能成立的。针对发展中国家实际情况,麦金农提出了这样两个理论假设前提:(1)所有的经济单位只限于内源融资,也就是说,由于发展中国家缺乏有组织的金融活动,政府在替代金融过程上又具有不充分性,所有经济单位都必须依靠自我积累来筹集投资所需的资金;换言之,储蓄者(家庭)和投资者(企业)之间没有实际的区别,它们是一体的。(2)投资具有不可分割性,由于投资必须达到一定规模才能获得收益,因此投资支出比消费支出更具有一次总付(lumpy)的性质。

经济单位仅限于内源融资这一事实意味着投资的不可分割性具有重要的意义。在外源融资非常便利的条件下,投资者可以依靠借贷来获得投资所需的资金,因而不一定需要为投资积累很高的货币余额;但是当外源融资不可得的时候,潜在的投资者就必须为其投资积累足够的货币余额。因此总支出投资所占比例越大——也就是对实物资本需求越高——的经济主体,其货币需求也越大。这样,货币和实物资本就是互补品,而不是如传统理论所预言的那样是替代品。

基于对货币和实物资本关系的上述理解,麦金农提出了以下的货币需求函数,作为对欠发达国家货币需求的一种描述:

$$M/P = f(Y, I/Y, d - \pi^e) \quad (16.1)$$

式中 M/P 是实际货币需求—— M 是名义货币存量(指 M_2 , 包括定期存款、储蓄存款、活期存款及流通中的通货), P 是价格水平; I/Y 代表投资在总支出中的比例—— I 是实际投资, Y 是实际 GNP; $d - \pi^e$ 指实际存款利率—— d 是名义存款利率, π^e 是预期的通货膨胀率。

2. 投资与实际利率的正向关系。

由货币和实物资本的互补性,麦金农得出了投资和实际利率在一定条件下成正向关系这样一个惊人的结论。麦金农的推理过程很简单,实际利率的上升意味着持有货币(注意,是 M_2)的实际收益上升,因而人们以货币的形式进行内部储蓄的意愿也上升,这样,“在投资机会的一个很大范围内,内源融资型投资也将上升”

(麦金农,中译本 1997,第 67 页)。因此,麦金农得出了以下的投资函数:

$$I/Y = f(r', d - \pi^e) \quad (16.2)$$

式中 r' 是实物资本的平均回报率,它与投资需求成正向关系,这与传统理论没有什么不同。不同之处在于,根据上面的逻辑,实际利率 $d - \pi^e$ 也可能对投资有正向影响,即有可能存在下面的导数关系:

$$\frac{\partial(I/Y)}{\partial(d - \pi^e)} > 0$$

麦金农将实际利率对投资的上述正向影响称作货币的“导管效应”——货币被看作资本积累的一个导管,而不是一种资产。麦金农承认,在导管效应存在的同时,货币与实物资本之间传统的“竞争资产效应”也还是存在的。在实际利率水平较低时,导管效应比较明显,因而投资将随实际利率上升而增加;但是当实际利率上升到一定水平之后,竞争资产效应将超过导管效应而居于主导地位,此时投资将随着利率的上升而减少。

麦金农的上述观点可以用图 16.2 来形象地加以描述:

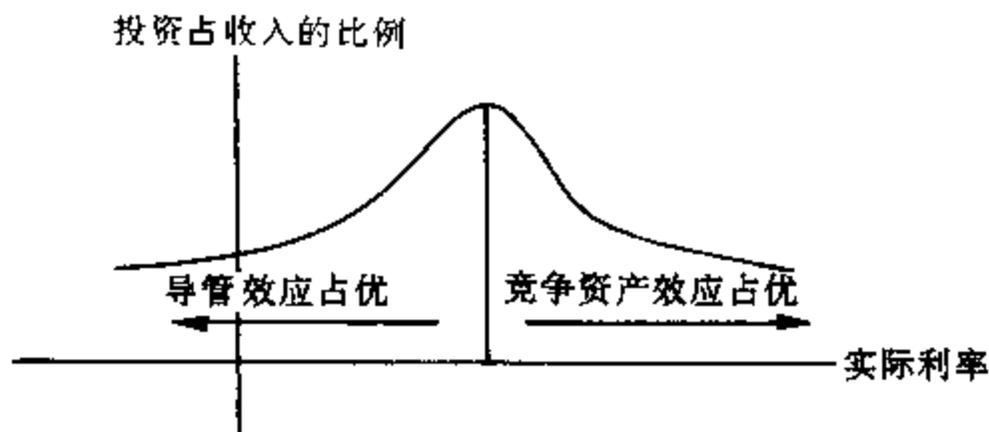


图 16.2 实际利率与投资

3. 金融深化与经济增长:对哈罗德—多马增长模型的拓展。

在《经济发展中的货币与资本》一书中,麦金农还对哈罗德—多马模型作了进一步的拓展,以突出金融深化对经济增长的重要意义。哈罗德—多马模型是经济增长理论中一个重要的模型。该模型的基本思想可以由下面的基本公式来描述:

$$G = s/k = s \cdot v \quad (16.3)$$

式中 G 代表经济增长率; s 代表储蓄倾向,也就是储蓄占国民收入的比例,它是一个常数; k 代表资本—产出比,也就是社会资本存量和该社会的总产出或实际国民收入之间的固定比率; v 是 k 的倒数,即产出与资本存量之比。

麦金农认为,将储蓄倾向视作一个常数不符合实际,事实上,储蓄倾向会受

到金融深化程度和经济增长率的影响,因而是一个变量。它可以用下述函数形式来描述:

$$s = s(G, \rho) \quad (16.4)$$

式中 G 代表经济增长率, ρ 代表金融深化程度。这两个变量都对储蓄倾向有正向影响,即储蓄倾向对这两个变量的偏导数都大于零。

将(16.4)式代入(16.3)式,就得:

$$G = s(G, \rho) \cdot v \quad (16.5)$$

给定一个金融深化水平 ρ , 上式就决定一个均衡的经济增长率。当金融深化水平由一个较低的 ρ_1 提高到较高的 ρ_2 时,它将从两方面促进经济增长率的提高:首先,它使得储蓄倾向 s 提高,从而使 G 上升;其次,上升了的 G 反过来又会使 s 提高,从而引起 G 的进一步提高。这一过程可以用图 16.3 来描述:

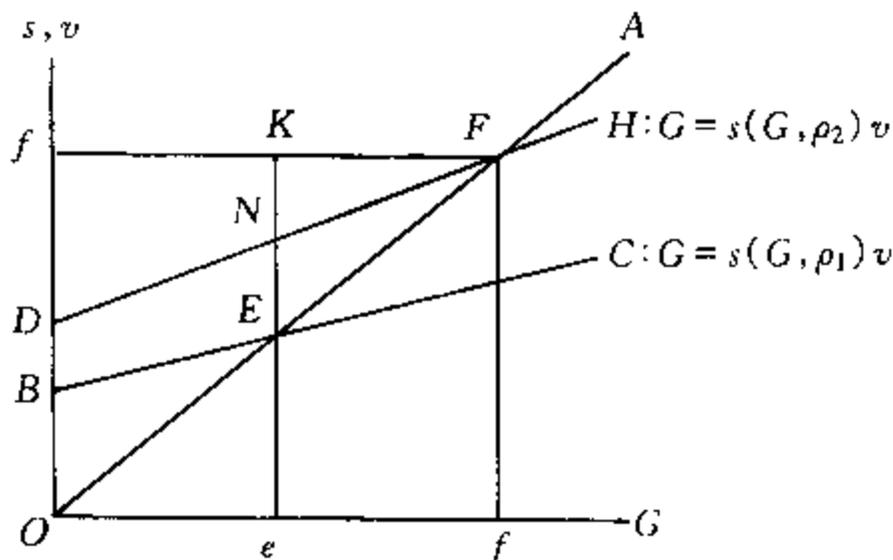


图 16.3 金融深化水平和经济增长率

图 16.3 中的横轴和纵轴都代表经济增长率。 OA 代表 45° 线。 BC 线代表金融深化水平为 ρ_1 时的经济增长率函数, DH 线代表金融深化水平为 ρ_2 时的经济增长率函数。从中可以很容易地看出,当金融深化水平由 ρ_1 提高到较高的 ρ_2 时,均衡点将由 E 上升至 F , 均衡经济增长率将由 Oe 上升到 Of 。这种上升又可以分解为两部分,即 EN 段和 NK 段,前者代表储蓄倾向因金融深化水平提高而上升所带来的增长率上升,后者则代表由于经济增长率上升进一步引起储蓄倾向上升而带来的增长率上升。

专栏 16.1

金融深化与经济增长

下面这组数据也许可以在一定程度上印证麦金农和肖的观点。它们是国际货币基金组

织专家兰伊(Lanyi)和萨拉卡格鲁(Saracoglu)根据21个发展中国家的资料计算的(之所以选择这21个国家,是因为它们具备这些数据,而且它们都是国际货币基金组织的成员国)。兰伊和萨拉卡格鲁收集了这些国家从1971年至1980年的30天存款的实际利率(它等于名义利率减消费物价增长率),据此计算出这些国家在这一期间的平均实际利率。然后将它们分为正值、低负值和高负值3组,并分别考察其实际金融资产增长率和实际国内生产总值增长率。从中我们不难看出,实际利率为正值的国家,实际金融资产增长率普遍较高,实际国内生产总值增长率也普遍较高;而实际利率为高负值的国家,情况正好相反;实际利率略为负值的国家则介于两者之间。

表A 实际金融资产增长率和实际国内生产总值增长率(1971—1980)

(复合增长率,年百分比)

国 家	实际金融资 产增长率	实际国内生产 总值增长率
实际利率为正值的国家		
马来西亚	3.8	8.0
韩国	11.1	8.6
斯里兰卡	10.1	4.7
尼泊尔	9.6	2.0
新加坡	7.6	9.1
菲律宾	5.6	6.2
实际利率略为负值的国家		
巴基斯坦	9.9	5.4
泰国	8.5	6.9
摩洛哥	8.2	5.5
哥伦比亚	5.5	5.8
希腊	5.4	4.7
南非	4.3	3.7
肯尼亚	3.6	5.7
缅甸	3.5	4.3
葡萄牙	1.8	4.7
赞比亚	-1.1	0.8
实际利率为高负值的国家		
秘鲁	3.2	3.4
土耳其	2.2	5.1
牙买加	1.9	-0.7
扎伊尔	-6.8	0.1
加纳	-7.6	-0.1

资料来源:麦金农(中文版)1993,第16—18页。



上述肖和麦金农的金融深化理论基本上可以视作互相补充而不是对立的。两种理论从不同侧面揭示了金融深化对经济增长的促进作用,政策结论也是相同的,那就是发展中国家要采取促进金融深化的金融自由化政策,减少政府干预。这一观点在一定程度上促成了开始于70年代中期、并且在80年代发展成为一股强劲浪潮的发展中国家金融自由化改革。

16.2.3 值得注意的两个问题

麦金农和肖的金融自由化的观点不仅在理论界引起了强烈的反响,而且对发展中国家的金融改革也产生了深远的影响。但和所有的理论一样,金融自由化理论也有其不足,这里我们不想对这一理论作全面的评价,而只想指出两个值得注意的问题。

1. 高利率的负面影响。

正如斯蒂格里茨和维斯(Stiglitz & Weiss, 1981)曾经指出的那样(见第14章),利率抑制和信贷配给并不像麦金农和肖所认为的那样天然地与政府干预相联系,相反,它也可以是银行在信息不对称条件下的追求收益最大化的理性行为的结果。银行的收益不仅取决于利率高低,还取决于贷款的回收率。在信息不对称的情况下(银行既不可能在贷款之前对借款人有充分的了解,也不可能对借款人进行完全的监督),高利率可能对银行收益产生两个方面的消极影响:第一,逆向选择(adverse selection)。利率提高之后,那些收益率较低而安全性较高的项目将因为投资收益无法弥补借款成本而退出借款申请者的行列,而剩下的愿意支付高利率的借款人往往是高风险的;他们之所以愿出高利率,本来就是因为他们知道归还贷款的可能性比较小。第二,逆向激励(adverse incentive)。由于高利率使得一些收益率较低的项目变得无利可图,在有限责任的条件下,那些获得贷款的人将倾向于选择高风险高收益的项目,从而使道德风险问题变得更为严重。因此银行从自身的利益出发,也会愿意将利率定在低于均衡利率的水平上,然后通过多种手段对借款申请者进行筛选,从中找出它认为比较安全的借款者。由此看来,低于均衡水平的利率并不一定是政府干预的结果,而是银行的理性选择,是有其合理性的。在这种情况下,我们甚至可以作出这样的推论,那就是即使政府放松对利率的管制,也不一定会带来利率的显著上升和信贷的大规模扩张。

2. 银行行为扭曲条件下金融自由化的风险。

斯蒂格里茨和维斯的分析是以银行行为本身并没有受到扭曲为前提的。如果银行本身也存在着严重的道德风险问题,那么金融自由化很可能带来灾难



性的后果。在这个问题上,不管是发达国家,还是发展中国家,都存在着深刻的教训。美国 80 年代的储蓄贷款协会危机就是一个明显的例子。由于存在着存款保险,储贷协会可以将大量的破产成本转嫁给政府的存款保险机构,在放松金融管制的背景下,储贷协会开始大量从事高风险的投资,导致了巨额的亏损。到 90 年代,这一问题愈演愈烈,最后美国政府不得不投巨资加以整顿。发展中国家通常并没有健全的存款保险制度,但是金融机构通常享有隐性的政府担保,因为政府往往会对面临困境的金融机构千方百计加以挽救,不到万不得已,不会让金融机构倒闭。这种隐性的政府担保同样会导致银行行为的巨大扭曲,诱使银行铤而走险。一旦政府放松利率及其他方面的管制,银行往往很难拒绝高利率的巨大诱惑而实行信贷配给,而且,在这种“赚了归自己,赔了由政府兜着”的制度安排下,它本身就会有极大的动力去追求风险收益。其结果,很可能是利率的急剧上升和信贷质量的急剧下降,并最终导致金融危机的爆发和整个金融体系的崩溃。

许多发展中国家金融危机的历史证实,这种担忧并不是毫无道理的。有关这方面的具体事实,我们将留到第 21 章专门加以讨论。

本章小结

1. 发展中国家金融体制的基本特征是金融资产形式单一,数量有限,价格扭曲,金融体系分割,金融机构专业化程度低,直接融资市场落后。这种金融体制本身构成了发展中国家经济发展的制约因素。造成这些问题的原因一方面是由于经济发展的落后,但更重要的是由于发展中国家执行的金融抑制的政策。

2. 金融抑制政策的最一般表现是,由于人为压制而低于市场均衡水平的利率以及由此带来的信贷配给政策。除此以外,政府对金融机构的严格控制、本币汇率的高估也是其基本特征。金融抑制是发展中国家存在的一种典型现象。

3. 麦金农和肖证明,金融抑制严重制约了发展中国家的经济发展,发展中国家应该放弃这一错误的政策,实行有利于金融深化的政策,其中最重要的是解除政府对金融部门的广泛干预,实行以利率自由化为中心的金融自由化政策。

4. 肖认为,金融自由化能够带来储蓄效应、投资效应、就业效应、收入分配效应、稳定效应以及减少腐败等一系列正面效应,而麦金农则证明,实际利率的提高能够有效地刺激储蓄和投资,提高经济增长率。但是高利率同样具有严重的负面效应,在银行本身也存在着严重的道德风险问题时,金融自由化很可能带来灾难性的后果。



复习与思考

1. 解释下列概念

金融抑制

金融深化

金融自由化

2. 发展中国家的金融体制有哪些特征？为什么说这些特征在很大程度上是由于发展中国家抑制性的金融政策造成的？
3. 实际利率过低会带来哪些效率损失？
4. 金融深化程度可以从哪些方面进行衡量？其中最重要的衡量标准又是什么？
5. 根据爱德华·肖的观点，金融自由化可以带来哪些正面效应？
6. 麦金农是如何论证货币和资本，以及投资和实际利率之间的正向关系的？
7. 麦金农对哈罗德—多马模型作了哪些拓展？
8. 对照目前中国的金融体制会有一个很严峻的发现：中国的金融体制一方面存在着很强的金融抑制特征，如利率不是由市场来决定，人民币资本项下不可自由兑换，同时金融系统内又累积了很高的风险，从而使得金融改革步履维艰。运用你在本章学到的知识，谈谈你对处理这种困境的看法。

参考文献

Agenor, Pierre-Richard and Peter J. Montiel, 1996, *Development Macroeconomics*, MIT Press.

Fry, Maxwell J. 1989, *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press.

Fry, Maxwell J. 1997, "In favor of financial liberalization", *the Economic Journal* 107, May 1997, pp. 754—770.

Hossain, Akhtar and Anis Chowdhury 1996, *Monetary and Financial Policies in Developing Countries*, Routledge.

罗纳德·麦金农：《经济自由化的顺序——向市场经济过渡中的金融控制》（中文版），中国金融出版社 1993 年版。

罗纳德·麦金农：《经济发展中的货币与资本》（中文版），上海人民出版社，上海三联书店 1997 年版。

爱德华·肖：《经济发展中的金融深化》（中文版），上海三联书店 1988 年版。

约翰·格利、爱德华·肖：《金融理论中的货币》（中文版），上海人民出版社，上海三联书店 1994 年版。

雷蒙德·W. 戈德史密斯：《金融结构与发展》（中文版），中国社会科学出版社 1993 年版。



第 17 章

中国金融体制的演变

中国是一个发展中的大国,中国金融体制的演变实际上就是一个金融深化的过程。虽然,从严格意义上来说,中国经济还带有浓厚的金融抑制色彩,例如存贷款利率还受到严格的控制,人民币在资本项下还不可以自由兑换,但是无论从金融资产的品种和数量,金融市场的广度和深度,还是从金融机构的类型和专业化程度来看,中国的金融深化程度都有了长足的发展。本章将对中国金融体制的演变作一个较为全面的回顾。内容共分 5 节:建国前夕旧中国的金融机构体系;新中国金融体系的建立;改革前中国金融体制的特点;1979 年以来的中国金融体制改革;中国现行的金融机构体系。

380

17.1 建国前夕旧中国的金融机构体系

在新中国建国前夕,中国存在着两个并行的对立金融体系:国民党统治区的金融体系和共产党领导下的解放区的金融体系。国民党统治区的金融体系由以下几部分构成:

(1) 居于垄断地位的官僚资本银行,即所谓的“四行二局一库”。

四行中首先是 1928 年国民党政府建立的中央银行,其次是在清末已经成立、并由国民党政府参股控制的中国银行和交通银行,再次是 1935 年成立的中国农民银行。二局是指分别于 1930 年和 1935 年建立的邮政储金汇业局和中央信托局。一库是指 1946 年成立的中央合作金库。据统计,1946 年 12 月底,属于四行二局的总分支机构有 852 处,其存款总额占全部银行存款总额的 91.7%。

(2) 为数众多的中小银行和钱庄。

在国民党统治区内,还有数千家中小银行,这些中小银行既包括地方官办的官僚资本银行,也包括民族资本银行。其中较有影响的有所谓的“南三行”



(浙江兴业、浙江实业和上海商业储蓄银行)、“北四行”(盐业银行、金城银行、中南银行及大陆银行)和“小四行”(中国通商银行、四明银行、中国实业银行和中国国货银行)。除此之外,还有相当数量的钱庄。钱庄最多的城市是天津 114 家、汉口 99 家、广州 85 家、上海 78 家、济南 68 家。钱庄与银行的业务内容基本相同,只是在经营方式和经营理念方面同现代银行有较大差别。

(3) 外资银行。

外资银行也是当时金融体系的组成部分之一。二战结束后,德、意、日的银行被四行两局所接管;英法的银行有所削弱,美国资本的银行则有所发展。当时的外资银行共 14 家,其中有美国的花旗、大通、运通、友邦、美洲等 5 家,英国的汇丰、麦加利、有利、沙逊等 4 家,法国的东方汇理、中法工商 2 家,荷兰的荷兰、安达 2 家,比利时的华比 1 家。

(4) 其他非银行金融机构。

在国民党统治区还有相当数量的信托公司、保险公司、证券行等;在上海、南京、天津等大城市有证券交易所、票据交换所等金融机构。

解放区的金融机构则主要由银行和农村信用合作社组成。在根据地和解放区曾建立过 30 多家银行。根据地和解放区的银行一般为两级机构,即省级和县级;只有中华苏维埃国家银行有总、省、县三级机构。根据地和解放区的银行除办理存、贷款业务外,一般均发行地方货币,以支持生产和革命事业的需

要。农村信用合作社是根据地和解放区的群众性集体金融组织,它主要是为了抵制高利贷剥削而成立的。随着根据地和解放区的不断扩大,农村信用合作社也不断发展,农村信用合作社在解决农民生产、生活困难,打击高利贷,促进农业发展和支援革命战争等方面起了很大作用。

17.2 新中国金融体系的建立

新中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,以及建立农村信用社等途径实现的。

1948 年,已出现全国即将解放的形势,华北各解放区已经连成一片。为了迎接全国解放,根据 1948 年上半年召开的华北金融贸易工作会议精神,中国人民银行于 1948 年 12 月 1 日在合并华北银行、北海银行、西北农业银行的基础上成立。随后,又一合并了各解放区的其他所有银行。同时,根据没收一切官僚资本财产为国家所有的总政策,中国人民银行接管了官僚资本的银行及其



他金融机构,这包括国民党政权的中央银行、省市地方银行和资本全部属于官僚资产阶级的商业银行。在接管国民党官僚资本金融机构的过程中,中国银行和交通银行在接管后仍保留原名和原机构继续营业,并分别成为新中国的外汇专业银行和长期投资银行。对于民族资本银行和钱庄,则通过公私合营的方式,对之进行了社会主义改造。在农村,按照根据地的经验,大力发展集体性的信用合作组织,支持农业生产和解决农民生产、生活困难。

1953年,我国开始大规模有计划地发展国民经济,按照苏联模式实行高度集中的计划管理体制和相应的管理方法。与此相适应,金融机构也参照当时苏联的银行模式进行了改造,建立起高度集中的国家银行体系。这种银行体系实际上是中国人民银行一家经营金融业务。在这一期间,在形式上也有除中国人民银行以外的金融机构存在,但都对这种格局影响甚微。农村信用合作社虽然大量存在,但由于一度实行与人民银行农村营业所联营,实际上也成为人民银行在农村的基层机构。中国人民建设银行只是办理财政基建拨款的一个机构,并不经营一般存、贷款业务。中国银行虽然一直保持独立存在的形式,但它实际上只不过是经办中国人民银行所划出的范围及其确定的对外业务,有一段时间则直接成为人民银行办理国际业务的一个部门。1955年和1963年曾两度成立中国农业银行。中国人民保险公司成立于1949年,最初隶属于中国人民银行;从1952年起,按苏联经验划归财政部领导;1958年起全面停办国内保险业务,进行清理,转交中国人民银行国外局领导,专营少量国外业务。

17.3 改革前中国金融体制的特点

经济改革以前,中国的金融体制究竟有哪些特点?我们可以从以下诸方面得出一个基本印象。

1. 货币化程度。

中国经济中的货币化程度从表面上看是不低的,如果以每年国民收入中农民自给性消费和农业税(实物形式)为非货币化部分计算,自1952年起,整个国民收入中的货币化成分呈逐步上升趋势。这一比例在50年代平均为71.3%,60年代为74.1%,70年代为78.3%,但是,积累行业和社会消费活动虽然大多也以货币核算,而指令性计划对生产和物资的分配却起着超货币的主宰作用。因此,仅以城乡居民真正用货币购买消费品的范围计算,中国的货币化比例在1952至1978年期间大约在国民收入的1/2以下,如果考虑到居民的消费实际上还受到种种票证限制的话,那么,货币化比例还要低得多。



2. 政府与金融。

中国的政府部门在整个资金分配中占据举足轻重的地位。从建国初期到1978年,财政收入一直占国民收入总额的1/3左右,在积累总额中政府积累在1978年高达73%。政府收入的主要来源是企业收入和工商税收,其中来自工业部门的收入占收入总额的75.4%(1987年)。在政府支出中,经济建设费(即基建投资)独占鳌头,1978年占支出总额的63.7%。在1949至1978年的29年里,有9年出现规模不同的财政赤字,这些赤字基本上靠银行透支(也就是增发货币)弥补。

3. 通货形式。

在货币流通中,转账支票形式的存款货币大约占据了95%,余下5%是现金。但是,由于中国的家庭部门不能以活期存款开具支票,因此存款货币实际上全部由企业或政府机关持有。这样,货币流通就由现金流通和支票流通两部分构成。

4. 金融机构。

全国上下基本上只有中国人民银行一家办理一切银行业务(涉外业务部分用中国银行的名义办理),这种单一的国家银行体系一直持续到1978年。在此期间,虽曾分设过中国农业银行,但时间很短,每次仅2年左右。至于建设银行虽然名为银行,实际是隶属于财政部门的一个基本建设投资拨款机构,它不办理信贷业务。全国唯一一家保险公司——中国人民保险公司,成立于建国初期,但自1958年起全面停办了国内业务,只保留若干国外保险业务。

5. 民间信用。

中国的信用集中于银行,除国家银行和信用社外,任何部门或单位未经政府批准都不得进行借贷活动。因此,长期以来,直接金融遭到杜绝。当然,在50年代,政府部门曾发行过三次不可流通的公债。根据规章制度,各种形式的商业信用都受到严格限制,但是在企业之间,赊销和预付形式的商业信用始终没有绝迹。另外,家庭部门内部的借贷活动一直以“黑市”形式存在(往往是高利贷),尤其在广大的农村地区。

6. 负债主体。

政府部门是积累资金的主要来源,这意味着积累与财政有很多重叠之处。在1978年,企业积累和家庭积累相加还不到全部积累总额的1/3。尽管政府部门经常出现赤字,但是因为赤字弥补方式主要是从银行透支,所以政府不会成为负债主体。企业是最大的也是唯一的负债主体,不过与企业的产值相比,企业的负债规模非常微小,这是因为企业的资金主要来自于政府拨款。家庭部门中,一些农村居民迫于生活从信用社借取少量的消费贷款,但是可以设想另一



些居民持有的现金和存款形式的资产足以抵消这些负债。

7. 实物流通。

在实物流通和资金流通的关系中,前者是主动的、决定性的,后者是被动的、消极的。在很多情况下,仅仅持有货币并不意味着具有对实物的支配权,只有当“钱票”和“粮票”相结合时,货币才能实现交易媒介的职能。

8. 物价趋势。

中国公布的统计资料没有一般物价指数或其他反映物价总水平的综合指数,但是根据用当年价格计算的国民收入指数,可以估算出国民收入折算价格指数。如果以1952年为基础,这一指数在1952至1978年的20余年间每年平均增长0.5%。当然,国民收入折算价格指数的变化趋势显示出较大的起伏波动,其中物价上涨幅度较大的为1961年,物价下降时期为1954至1957、1969至1970年。

9. 对外金融。

由于长期以来强调不借外债,中国的对外金融关系一直得不到发展,与对外贸易直接关联的外汇收支除个别年份外,一直平衡有余,中国在海外的银行机构,只有寥寥几家。

综上所述,1979年之前的中国货币银行体制具有纵向流动、机构和资产单调、封闭性以及政府支配一切等项特点。造成这种状况的主要原因是:第一,长期实行高度集权的经济管理体制;第二,商品经济没有获得充分的发展;第三,收入水平特别低下。

17.4 1979年以来的中国金融体制改革

根据1978年末召开的中国共产党十一届三中全会关于实行改革、开放的方针,从1979年起,我国的金融体制进行了一系列重大改革。按照“把银行办成真正的银行”这一指导思想,改革的最终目标是要建立与社会主义市场经济相适应的金融体制和运行机制。具体而言,主要包括以下几个方面的内容:建立一个国务院领导下独立执行货币政策的中央银行体系;建立一个政策性金融与商业性金融分离、国有商业银行为主体、多种金融机构并存的金融组织体系;建立一个公平、高效、开放、统一的全国金融市场体系;建立直接调控与间接调控相结合、逐步以间接调控为主的金融宏观调控体系;建立法律化、规范化、现代化的金融管理体系;扩大金融对外开放,使金融业务逐步国际化。从改革的具体进程看,下述措施具有关键性的意义:



1. 建立独立经营、实行企业化管理的专业银行,并在此基础上将其转变为国有商业银行。1979年2月,为适应农村经济体制改革,振兴农村金融和经济,再次恢复了中国农业银行,中国人民银行的农村金融业务全部移交中国农业银行经营。为适应对外开放和对外经济往来的要求,1979年3月,专营外汇业务的中国银行从中国人民银行中分设出来,完全独立经营。1979年,中国人民建设银行也从财政部分设出来,1983年进一步明确建设银行是经济实体,是全国性的金融经济组织,除仍执行拨款任务外,可大量开展一般银行业务。1984年1月,成立中国工商银行,承办中国人民银行原来所办理的全部工商信贷业务和城镇储蓄业务。1994年以后,为了解决专业以后既实行企业经营又负担执行国家政策任务的矛盾,将专业银行的政策性业务与商业性业务相分离,使专业银行向国有商业银行的改革又进一步,可以更好地适应社会主义经济体制的要求。

2. 建立中央银行体制。随着“大一统”的金融体制向多类型、多层次格局的演变,金融机构不断增多,使得金融领域中协调、疏导、管理的问题日渐突出,而人民银行既要担负占全国银行业务绝大比重的工商企业信贷业务和城镇储蓄存款业务,还要担负对金融全局进行调控和金融行政管理的职责,明显力不从心。在这样的背景下,1983年9月国务院决定:中国人民银行专门行使中央银行职能,其原办的其他业务交新成立的中国工商银行办理。

3. 在国有商业银行之外,组建其他商业银行。1986年交通银行重新组建,随后又陆续成立了10余家股份制商业银行。这些商业银行的产生,对于加强金融业的合理竞争,促进银行业的经营管理,支持经济均衡发展起了巨大的作用。

4. 组建一批政策性银行。1994年以后,一方面,为了解决专业银行向商业银行转变的困难,另一方面,为了更好地支持经济发展、促进社会进步,经国务院批准,先后组建了国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行三家政策性银行。

5. 建立包括信用合作社、保险公司、信托投资公司、证券公司、企业集团财务公司、金融租赁公司、投资基金等在内的诸多非银行金融机构,完善金融机构体系;同时引进大批外国金融机构。

6. 建立了全国统一的证券市场、外汇市场和银行同业拆借市场。组建了上海、深圳两家证券交易所,直接融资市场得到长足的发展;1994年顺利实现汇率并轨,1996年12月1日顺利实现人民币经常项目可兑换;银行同业拆借市场的利率实现了市场化。

7. 1998年1月1日,中国人民银行宣布正式取消对国有商业银行的贷款限额限制,转而在推行资产负债比例管理和风险管理的基础上,实行“计划指

导、自求平衡、比例管理、间接调整”的新管理体制。

经过 18 年的改革历程,中国的金融体制确实发生了深刻的变化,根据中国人民银行行长戴相龙 1997 年 12 月 27 日向八届全国人大常委会第 29 次会议所作的汇报,目前中国已初步建立了在中央银行宏观调控和监管下,政策性金融与商业性金融分离,国有银行为主体,股份制商业银行、城乡信用合作社、非银行金融机构和外资金融机构并存、分工合作、功能互补的金融机构体系;建立了全国统一的同业拆借市场、外汇市场和证券市场,到 1997 年 11 月底,境内上市公司已达 744 家,从 1993 年开始筹集股金 2100 多亿元;顺利实现汇率并轨和人民币经常项目可兑换;综合运用贷款规模、利率调整、本外币“对冲”等方式调控货币供应量,在保持经济快速增长的同时,有效地控制了通货膨胀;金融业对外开放稳步发展,到 1997 年 9 月底,在华外资营业性机构有 166 家,总资产 360 亿美元,外资银行外汇贷款占全国金融机构外汇贷款的 24.6%。尽管目前中国的金融体制仍存在许多问题,有些甚至是相当严峻的,但上述成就的取得仍然是令人振奋的。

17.5 中国现行的金融机构体系

17.5.1 金融机构体系概况

1979 年以前,我国基本上是单一的国家银行体系,即中国人民银行既行使金融管理和货币发行的职能,又从事借贷、储蓄、结算、外汇等业务经营活动,是各项信用活动的中心。之后,陆续恢复、分设、成立了一些新的银行和非银行金融机构。经过十几年的改革,现已形成以中国人民银行为领导,国有商业银行为主体,包括政策性金融机构、其他非银行金融机构等多种金融机构并存、分工协作的金融体系。中国的金融机构按其地位和功能大致可分为四大类。

第一类是货币当局,也叫中央银行,即中国人民银行,在国务院领导下对金融业实施监督管理。

第二类是银行。包括(1)政策性银行,如国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行。(2)商业银行,按其性质和业务范围又可分为:国有商业银行,即国家独资的商业银行,包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行;股份制商业银行,如交通银行、中信实业银行、光大银行、华夏银行、招商银行、深圳发展银行、广东发展银行、福建兴业银行、上海浦东发展银行

等；正在组建的城市商业银行；以及住房储蓄银行。

第三类是非银行金融机构。主要包括国有以及股份制的保险公司，城市信用合作社以及农村信用合作社，信托投资公司，证券公司，企业集团财务公司，金融租赁公司，投资基金机构，信用担保机构，证券登记公司，及其他非银行金融机构。

第四类是在境内开办的外资、侨资、中外合资金融机构，这类机构包括外资、侨资、中外合资的银行、财务公司、保险机构等在我国境内设立的业务分支机构及驻华代表处。

17.5.2 中国人民银行

中国人民银行是1948年12月1日在华北银行、北海银行、西北农民银行的基础上合并组成的。在1984年以前，中国人民银行既行使中央银行职能，又对企业单位和居民个人办理存、贷款业务。1983年9月，国务院决定中国人民银行专门行使中央银行职能，同时成立中国工商银行，办理有关具体业务。1993年12月，《国务院关于金融体制改革的决定》进一步明确中国人民银行的主要职能是制定和实施货币政策，保持货币的稳定；对金融机构实行严格的监管，维护金融体系安全、有效地运行。1995年3月18日，第八届全国人民代表大会第三次会议通过了《中华人民共和国中国人民银行法》（以下简称《中国人民银行法》），至此，中国人民银行作为中央银行以法律的形式被确定下来。

中国人民银行的主要职责和业务是：制定和实施货币政策，保证货币币值稳定；依法对金融机构进行监督管理，维护金融业的合法、稳健运行；维护支付、清算系统的正常运行；持有、管理、经营国家外汇储备、黄金储备；代理国库和其他金融业务；代表我国政府从事有关的国际金融活动。

中国人民银行总行设在北京，在全国设有众多分支机构。中国人民银行的分支机构是总行的派出机构，其主要职责是按照总行的授权，主要负责本辖区的金融监管，不负责为地方经济发展筹集资金。国家外汇管理局是中国人民银行代管的国务院直属局，代表国家行使外汇管理职能，其分支机构与同级中国人民银行合署办公。

17.5.3 政策性银行

1. 概念。

政策性银行，一般是指由政府设立，以贯彻国家产业政策、区域发展政策为

目的,不以盈利为目标的金融机构。在经济发展过程中,常常存在一些商业银行从盈利角度考虑不愿融资的领域,或者其资金实力难以达到的领域。这些领域通常是那些对国民经济发展、社会稳定具有重要意义,投资规模大、周期长、经济效益低、资金回收慢的项目,如农业开发项目、重要基础设施建设项目等。为了扶持这些项目,政府往往实行各种鼓励措施,各国通常采用的办法是成立政策性银行,专门对这些项目融资。1994年,我国组建了三家政策性银行,即国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行。

2. 国家开发银行。

国家开发银行于1994年3月17日正式成立,其总部设在北京。主要任务是:建立长期稳定的资金来源,确保重点建设资金需要,办理政策性重点建设贷款和贴息贷款业务;对固定资产投资总量和结构进行调节;逐步建立投资约束和风险责任机制,按照市场经济的运行原则,提高投资效益。其资金来源主要靠向金融机构发行政策性金融债券来解决。其资金运用领域主要包括:制约经济发展的“瓶颈”项目;直接增强综合国力的自主产业的重大项目;高新技术在经济领域应用的重大项目;跨地区的重大政策性项目等。

3. 中国进出口银行。

中国进出口银行于1994年7月1日成立,总行设在北京。它不设营业性分支机构,但根据业务需要和发展情况,可在一些业务比较集中的大城市设立办事处或代表处,负责调查、统计、监督代理业务等事宜。中国进出口银行的主要资金来源是发行政策性金融债券,也从国际金融市场筹措资金。其业务范围主要是为机电产品和成套设备等资本性货物出口提供出口信贷;办理与机电产品出口有关的各种贷款、混合贷款和转贷款,以及出口信用保险和担保业务。

4. 中国农业发展银行。

中国农业发展银行于1994年11月18日正式成立,总行设在北京。主要资金来源是中国人民银行的再贷款,同时也发行少量的政策性金融债券。其业务范围主要是办理粮食、棉花、油料、猪肉、食糖等主要农副产品的国家专项储备和收购贷款,办理扶贫贷款和农业综合开发贷款,以及国家确定的小型农、林、牧、水基本建设和技术改造贷款。它在全国设有分支机构。

17.5.4 商业银行

商业银行是以经营存、放款,办理转账结算为主要业务,以盈利为主要经营目标的金融企业。能够吸收活期存款,创造货币,是商业银行最明显的特征。所以,通常人们又称商业银行为存款货币银行。我国商业银行采取的是分支行

制,即法律允许商业银行在全国范围或一定区域内设立分支行。

我国商业银行可以经营下列业务:吸收公众存款,发放贷款;办理国内外结算、票据贴现、发行金融债券;代理发行、兑付、承销政府债券、买卖政府债券;从事同业拆借;买卖、代理买卖外汇;提供信用证服务及担保;代理收付款及代理保险业务等。商业银行不得从事政府债券以外的证券业务和非银行金融业务。

商业银行实行资产负债比例管理。资产负债比例管理,是对商业银行资产、负债进行综合、全面管理,通过谋求合理的资产与负债结构,使银行资产达到保值增值的目的。

17.5.5 保险公司

保险公司是以经营保险业务为主的经济组织。除了对于某个单位有分散风险、消减损失的职能之外,保险公司在宏观上还有四大功能:一是承担国家财政后备范围以外的损失补偿;二是聚集资金,支持国民经济发展;三是增强对人类生命财产的安全保障;四是为社会再生产的各个环节提供经济保障,防止因某个环节的突然断裂而破坏整个社会经济的平稳运行。

1949年10月20日,中国人民保险公司作为保险业的管理机关宣告问世。1958年以后,保险业陷入停顿状态。直到1980年,中国人民保险公司恢复办理国内保险业务,大力开展涉外保险以后,中国的保险实业才得以真正复苏,并进入新的发展阶段。截至1996年底,全国正式注册经营的保险公司共有13家,其中,按经营内容划分,综合性保险公司2家,财产保险专业公司7家,寿险专业公司3家,再保险公司1家。在华开业的外资保险公司分公司已有7家,中外合资保险公司1家。

保险公司的经营原则是大数原则和概率论所确定的原则,保险公司的保户越多,承保范围越大,风险就越分散,也就能够在既扩大保险保障的范围,提高保险的社会效益的同时,又聚集更多的保险基金,为经济补偿建立雄厚的基础,保证保险公司自身经营的稳定。

当前我国保险公司的业务险种达400余种,按保障范围划分,保险主要分为财产保险、责任保险、保证保险和人身保险四大类。

17.5.6 信托投资公司

信托投资公司是一种以受托人的身份代人理财的金融机构。大多数的信托投资公司以经营资金和财产委托,代理资产保管、金融租赁、经济咨询、证券

发行及投资为主要业务。金融信托投资机构可以吸收一年期以上的信托存款。

80年代中期,我国出现了全社会大办信托业的热潮,到1988年底,各类信托公司膨胀至近800家。这些信托公司在增加资金流量,挖掘资金潜力,为经济部门提供金融服务等方面发挥了一定的作用。但与此同时也出现了盲目竞争、乱设机构、资本金不实、超范围违规经营、擅自提高利率等问题,带来了很大的金融风险。为了保证金融信托业的健康发展和规范经营,1983年初,中国人民银行制定了《关于办理信托业务的若干规定》,1986年又颁布了《金融信托投资机构管理暂行规定》,对信托机构的业务范围、机构设置和审批程序等作了具体规定。1995年开始,要求银行系统所办的信托投资公司与银行在机构、资金、财务、业务、人事、行政等方面彻底脱钩。到1996年底,此项工作已经完成,全国信托投资公司由1994年底的393家下降为244家。

17.5.7 证券机构

证券是指经政府有关部门批准发行和流通的股票、债券、基金、存托凭证和有价凭证。证券机构是指从事证券业务的机构,包括证券公司、证券交易所、证券登记结算公司、证券投资咨询公司、基金管理公司、证券评估公司等。

证券公司又称证券商,是经中国人民银行批准成立的非银行金融机构。主要业务为推销政府债券、企业债券和股票,代理买卖和自营买卖已上市的各种有价证券,参与企业收购、兼并,充当企业财务顾问等。

证券交易所是不以盈利为目的,为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施,并履行相关职责,实行自律性管理的会员制事业法人。我国目前经国务院批准设立的交易所有两家:上海证券交易所和深圳证券交易所。其职能是:提供证券交易的场所和设施;制定证券交易所的业务规则;接受上市申请、安排证券上市;组织、监督证券交易;对会员和上市公司进行监管;设立证券登记结算公司;管理和公布市场信息及国务院证券委员会许可的其他职能。

对证券机构监管工作的重点是:按照分开经营原则,进一步做好银行与证券机构的“脱钩”工作,严禁银行资金违规流入股市;继续整顿各省市开办的证券交易中心和登记公司,加强对证券交易营业大户监管,坚决查处大户操纵股市、违规透支和拆借资金等行为。

17.5.8 财务公司

我国的财务公司是由企业集团内部各成员单位入股,向社会募集中长期资

金,为企业技术进步服务的金融股份有限公司。1984年,我国第一家财务公司在深圳经济特区成立。到1996年底,全国共有财务公司64家,总资产1173亿元,所有者权益为67亿元。企业集团财务公司不是商业银行,它的业务空间限制在本集团内,不得从企业集团之外吸收存款,也不得对非集团单位和个人发放贷款。

17.5.9 信用合作组织

我国的城市和农村信用合作社是群众性合作制金融组织,是对国家银行体系的必要补充和完善。它的本质特征是:由社员入股组成,实行民主管理,主要为社会提供信用服务。城市信用合作社是城市合作金融组织,是由个体工商户和城市集体企业入股组建,入股者民主管理,主要为人股人提供金融服务,具有法人地位的金融机构。城市信用社的主要业务是:办理城市集体企业和个体工商户及实行承包租赁的小型国有企业的存款、贷款、结算业务;办理城市个人储蓄存款业务;办理经中国人民银行批准的证券业务;代办保险业务及其他代收代付业务等。

农村信用合作社由农民和集体经济组织自愿入股组成,由入股人民主管理,主要为人股人服务的具有法人资格的金融机构。其业务主要是:办理个人储蓄;办理农户、个体户、农村合作经济组织的存、贷款;代理银行委托业务及办理批准的其他业务。

17.5.10 其他金融机构

1. 中国邮政储金汇业局。

中国邮政储金汇业局是经国务院和中国人民银行批准,由邮电部原来的邮政储金汇业局改组而成的邮政金融机构,实行自主经营、自付盈亏、自担风险、自求平衡。它是以个人为服务对象,以经办储蓄和个人汇兑等负债、结算业务为主的金融机构。它不能办理与银行机构相同的如发放贷款这类资产业务。

1950年,由于历史原因撤销了当时的邮政储金汇业局。改革开放以后,1986年,经国务院批准,邮政部门恢复办理储蓄业务,并相应组建了邮政储汇机构。到1996年底,全国城乡办理邮政储蓄的网点近3万处,办理邮政汇兑的网点超过4万处,存款余额2000多亿元。

2. 金融租赁公司。

租赁公司分为经营性租赁公司和融资性租赁公司,融资性租赁公司即为金融租赁公司。金融租赁是所有权与使用权相分离的一种新的经济活动方式,具有融资、透支、促销和管理的功能。中国租赁有限公司是中国首家租赁公司,成

立于1987年。目前全国共有金融租赁公司16家,中国人民银行总行监管其中4家在京的中央级租赁公司,其余各家由所在地中国人民银行省级分行监管。

3. 典当行。

典当关系的实质是以质押为条件的货币借贷。典当行以实物占有权转移的形式为非国有中小企业和个人提供临时性质押贷款。典当行在我国的历史可以追溯到1800年前的东汉时期,甚至更为久远。直到19世纪20年代,在适应工商业和城市发展需要的票号诞生之前,典当行一直在传统金融业中居于重要地位。1987年,消失了30多年的典当业在温州、沈阳等地萌生,随后在全国兴起,对满足社会生活需要,促进非国有经济发展起了一定的作用。1996年,中国人民银行颁发了《典当行管理暂行办法》,规定典当行实收货币股本最低限额为500万元,还要求典当行至少要有8个以上的股东。

17.5.11 境内外资金融机构和境外中资金融机构

1. 境内外资金融机构。

到1996年底,在华外资金融机构的数量已有相当的规模:外资金融机构代表处528家;营业性外资金融机构156家,包括外国银行分行131家,中外合资银行6家,外资独资银行5家,外资财务公司5家,外资保险分公司7家,中外合资保险公司1家,中外合资投资银行1家。

我国金融开放主要有五个特点:一是开放程度逐步深化。从引进代表机构逐步发展到营业机构,从银行业逐步发展到保险业和投资银行业的开放。二是开放的地域逐渐扩大,由沿海向内地逐步推进。目前,我国已有24个城市允许外国银行设立机构,基本覆盖所有经济发达地区。三是从业务范围上看,由过去只允许外资银行从事外币业务,过渡到在试点的基础上允许少数外资银行从事本币业务。四是从政策上看,由外资机构享受优惠待遇逐步向“国民待遇”靠拢。五是资本市场的开放仍处于尝试阶段。这是由于我国资本市场规模还比较小,管理法规不健全,资本项目下交易尚不能实行货币完全自由兑换,这些因素决定了当前我国资本市场开放只能是一个探索性、循序渐进的过程。

2. 境外中资金融机构。

1980年以前,只有中国银行和中国人民保险公司在境外设有分支机构。改革开放以后,我国金融机构有计划、有步骤地走向国际金融市场,在境外设立分支机构。截至1996年底,我国境外金融机构的数量共有658个,其中,营业性机构630个,代表机构28个。中资境外金融机构大多设在香港和澳门地区,两地区共有525个。其余133个主要设在新加坡、日本、美国、英国等地。

到 1996 年底,境外中资银行资产总额达 1638.55 亿美元,税前总利润达 14.91 亿美元;中保集团境外资产总额为 20.45 亿美元,毛保费收入约 4.7 亿美元。

专栏 17.1

一种特殊的民间金融组织:合会

在上一章我们曾经指出过,发展中国家的金融体系通常具有“二元结构”的特征,既有正式的、受管制的现代金融机构,又有各种非正式的民间金融组织。在我国,新中国成立之后,民间的非正式金融组织曾一度绝迹,但是自改革开放以来,由于正式的金融体系无法完全满足商品经济发展所带来的资金融通需要,某些传统的民间金融组织,如合会、钱庄等又开始复活,并且在南方一些经济较为发达的省份取得了较大的发展。

合会是一种古老的互助性民间金融组织,在许多发展中国家都以不同的形式存在过,在我国也有上千年的历史。目前在我国南方地区的农村较为常见,因地区不同而有不同的叫法,如摇会、邀会、标会等。

合会一般由一名会首(发起人)和若干会脚(参加合会的会员)组成。合会成员定期举会,交纳一定的会费归一人所有。每个参会者都有获得一期会款的权利,同时又有在其余各期缴纳会费的义务。第一次举会的会款归会首所有,每个会员缴纳的会费是一个事先规定的基准会金;此后各期会款的归属和会费的高低则由所有尚未获得会款的会员竞标决定,竞标的对象就是每个会员应缴的会费,谁要求每个会员缴纳的会费最低,谁就获得该期的所有会款。不管各期的实际会费是多少,都按照基准会金入账,其间的差额就是一种利息。由于资金的时间价值,一般离会期结束越近,会费越高,最后一期的会金将上升到基准会金水平(由于无人竞争,他会要求所有会员缴纳基准会金)。因此,除会首外,一般先得会款者得到的会款要小于其支付的会费总额,而后得会款者得到的会款则会高出其支付的会费总额。先得会款者相当于整借零还,而后得会款者则相当于零存整取。会首在第一次举会时就得到高于其后来支付的会费总额的会款,是对其组织工作的一种报酬。合会正是以这种方式实现资金融通的。

举例来说,某合会有会员 10 人,规定基准会金为 100 元,每月 12 日晚 7 时举会(由于成员共 10 人,所以共举会 10 次,会期共 10 个月)。第一次举会每人缴纳 100 元基准会金共 1000 元归会首所有。从第二次举会起开始竞标,竞标的对象是该次举会每人应缴纳的会费,标价最低者获得会款。如第二次举会张三以 80 元中标,则每名会员该月就缴纳 80 元会费共计会款 800 元归张三所有(实际上扣除张三本人上缴的 80 元,他获得资金 720 元),账面上仍记每人上缴会金 100 元,其间的差额 20 元反映了后得会款的会员的利息收入。当然大部分会员会在会期结束前以低于 100 元的要价取得会款,从而在该笔会费上的利息会不足 20 元。只有最后获得会款的那个会员会得到全部的 20 元利息。

作为一种互助性组织,合会的优点是运转简单,手续简便,方式灵活,因此能够弥补银行等正式金融机构的某些不足,特别是在满足个人之间的小额资金融通要求方面具有重要意义。但是和所有自发的金融组织一样,它也伴随着极高的违约风险(因为这一特点,合会的利息往往也要比银行存款的利息高出许多)。事实上,它在很大程度上依赖于会首的个人威信,这就使得合会很容易为犯罪分子所利用。80 年代中期发生的几次涉及面较大的“倒会”事件充分说明了这一点。

本章小结

1. 建国前夕旧中国存在两个并行的金融体系：国民党统治区的金融体系和共产党领导下的解放区的金融体系。国民党统治区的金融体系主要构成为：官僚资本“四行二局一库”，钱庄，其他非银行金融机构，外资银行。共产党领导下的解放区的金融机构主要包括银行和农村信用合作社。

2. 新中国成立后，重新建立了新的金融体系，建立了高度集中的国家银行体系，农村信用合作社实际上也成为人民银行在农村的基层机构。中国人民保险公司成立于1949年。这时候的金融体制表现出来的特点是纵向流动、机构和资产单调、封闭性以及政府支配一切等。

3. 1979年以来金融体系进行了逐步的改革，主要包括以下方面：建立独立经营、实行企业化管理的专业银行，并在此基础上将其转变为国有商业银行；建立中央银行体制；组建其他商业银行和非银行金融机构；组建一批政策性银行；建立和发展银行同业拆借市场、外汇市场和证券市场；实现人民币经常项目可兑换；取消对国有商业银行的贷款规模管理等。

4. 我国现行金融机构大致可以分为四大类：中央银行；银行；非银行金融机构；境内外资金融机构。

复习与思考

1. 试述解放前夕国民党统治区的金融体系构成。
2. 试述我国金融体系的主要变革。
3. 试述我国的政策性银行建立的背景，并对三家政策性银行进行比较。
4. 比较我国的中国人民银行与西方的中央银行。
5. 对目前我国实行的取消商业银行贷款规模限制，你有何看法。
6. 在东南亚金融危机中，有人认为我国能够保持稳定主要得益于未开放资本市场，对此你有何看法。
7. 中国是否应该进一步鼓励外资金融机构在中国境内经营，并解释原因。
8. 试述金融开放对中国的现实意义。

参考文献

- 易纲、贝多广：《货币浅说》，上海人民出版社、智慧出版有限公司1993年版。
戴相龙主编：《领导干部金融知识读本》，中国金融出版社1997年版。



张功平主编：《货币银行学概论》，内蒙古大学出版社 1997 年版。

易纲：《中国的货币、银行和金融市场：1984-1993》，上海三联书店、上海人民出版社 1996 年版。

尚福林主编：《中国货币信贷政策制度》，金融出版社 1995 年版。

戴相龙主编：《中国金融改革与发展》，中国金融出版社 1997 年版。

国务院法制局财金司编著：《中国人民银行法讲话》，中国法制出版社 1995 年版。

刘锡良等编著：《中央银行学》，中国金融出版社 1997 年版。

第 18 章

中国金融资产结构分析及政策含义

本章将通过对中国金融资产的分析和国际比较揭示中国金融资产结构畸形引致诸多问题,解决中国国有企业资产负债比率高、银行呆账比率高、企业间拖欠,规范企业经济行为的根本出路在于整顿金融秩序,提高金融服务质量,逐步开放资本市场,增加直接融资比例,改变中国金融资产结构。

本章内容共分 5 节:中国金融资产结构概况;中国的广义货币与国民生产总值之比为什么迅速增长;中国金融资产结构畸形的后果;谁来分享 21 世纪中国经济增长的好处?改革的突破口在金融,金融怎样改?

18.1 中国金融资产结构概况

表 18.1 中国金融资产结构

(单位:亿元)

项 目	1978 年	占 GNP*	1986 年	占 GNP	1991 年	占 GNP	1995 年	占 GNP
流通中现金	212.0	0.06	1218.4	0.12	3177.8	0.15	7885.3	0.14
金融机构存款总额	1300.5	0.36	5814.0	0.57	18079.0	0.83	54000.0	0.94
居民存款	210.6	0.06	2237.6	0.22	9107.0	0.42	29662.0	0.51
企事业存款	902.5	0.25	3264.9	0.32	7065.1	0.33	15419.4	0.27
财政存款	187.4	0.05	311.5	0.03	485.8	0.02	1003.2	0.02
其他金融机构存款					1421.1	0.07	7915.4	0.14
金融机构贷款总额	1890.0	0.52	8116.5	0.80	21021.5	0.97	51000.0	0.88
国有商业银行	1850.0	0.51	7590.8	0.74	18044.0	0.83	39393.4	0.68
城乡信用社	40.0	0.01	525.7	0.05	1766.5	0.08	7492.0	0.13
其他金融机构	0	0.00			1211.0	0.06	4114.6	0.07
财政向银行借款	0	0.00	370.1	0.04	1067.8	0.05	1582.1	0.03
政府债券余额	0	0.00	293.4	0.03	896.5	0.04	3500.0	0.06
企业债券余额	0	0.00	83.8	0.01	331.1	0.02	1700.0	0.03
金融债券余额	0	0.00	30.0	0.00	123.1	0.01	1100.0	0.02

(续表)

项 目	1978年占GNP*		1986年占GNP		1991年占GNP		1995年占GNP	
国家投资债券余额	0	0.00	0	0.00	245.1	0.01	245.1	0.00
股票市值	0	0.00	0	0.00	452.4	0.02	4500.0	0.08
大额存单	0	0.00	0	0.00	800.0	0.04	1300.0	0.02
国内保险费	15.0	0.00	42.0	0.00	209.7	0.01	453.3	0.01
债券股票保险小计	15.0	0.00	449.2	0.04	3057.9	0.14	12798.4	0.22
金融资产总额	3417.5	0.94	15968.2	1.57	46404.0	2.14	127265.8	2.21

* 各种金融资产同 GNP 的比率。

资料来源:

各种债券:《中国金融年鉴》,1993, p. 372;《中国证券期货市场》,中国证券监督管理委员会,1995年12月。

保险 = 国内保费,《中国统计年鉴》,1988, p. 770, 1992, p. 664。

企事业存款 = 企业 + 机关 + 农村 + 其他存款,《中国金融年鉴》,1993, p. 356。

表 18.1 给出了 1978, 1986, 1991, 1995 年中国主要金融资产分布情况,由表中可见:

1. 中国金融资产主要分这样几部分:流通中现金,金融机构存款,金融机构贷款,有价证券(债券、股票等)。流通中现金是持有者对中央银行的债权。金融机构存款是存款人对银行和其他金融机构的债权。金融机构贷款主要是银行对企业的债权。有价证券是直接融资的工具,反映了出资者的债权、股权和其他形式的所有权。

2. 改革开放以来,中国金融资产由单一的银行资产向市场化、多元化的方向稳步发展。1981 至 1995 年期间累计发行国债 4794.39 亿元,国家投资和投资公司债 313.98 亿元,金融机构债 1182.97 亿元,企业债 1738.30 亿元,股票(A 股面值)119.56 亿元,大额存单 1796.28 亿元(中国证监会,1995)。这些金融工具的出现为中国货币市场和资本市场的进一步发展奠定了初步基础。

3. 中国金融资产的大部分仍是银行和金融机构的存贷款。银行和金融机构的存贷款占金融资产总量的比例 1978 年为 93%,1986 年为 87%,1991 年为 84%,1995 年为 83%。随着金融市场化的发展,这一比例在改革开放期间呈下降趋势,但 90 年代以来下降缓慢,反映了中国的货币市场和资本市场发展不尽如人意。

4. 中国金融资产总额与国民生产总值之比率从 1978 年的 0.94 上升到 1995 年的 2.21,反映了在改革中金融深化(货币化)的过程。在 80 年代这一比率上升得较快,进入 90 年代后,此比率的上升速度慢了下来。

5. 中国的储蓄主体在改革中发生了根本的转变,储蓄的主体由以前的政府

和国有企业变为现在的老百姓。据世界银行专家估计,中国改革前政府积累占总积累的比重一直在70%以上。以1978年为例,该年国内储蓄占国民生产总值的35.5%,其中居民储蓄占1.2%,政府储蓄占15.4%,企业储蓄占18.9%。也就是说,1978年社会总储蓄的96.7%来自政府和国营企业。1978年末,中国居民的累积总储蓄余额只有210.6亿元,占当年国民生产总值的5.9%,占当年社会存款总额的16.2%。1978年中国老百姓人均储蓄为21.9元,其中城市居民人均90.1元,农民人均7.1元。1995年居民的储蓄余额为29662.3亿元,占当年国民生产总值的51%,占当年社会存款总额的55%。1995年中国老百姓人均储蓄2449元,其中城市人均6672元,农村人均721元。无论从哪个指标看,老百姓都是社会储蓄的主体,居民储蓄是社会资金的主要来源。

改革前,国家是储蓄的主体,也是投资的主体,所以没有储蓄者和投资者分离的问题,因而不需要金融中介。国有固定资产是国家投资的,投资主要来自财政拨款。银行的贷款,主要作为流动资金来用。就是银行的贷款也主要来自政府和国有企事业单位的存款。1978年,企事业单位存款和财政存款之和为1089.9亿元,占银行存款总额的83.8%。改革以前,公有制为主,国有制为主,名副其实,在数字上、历史上、逻辑上是完全一致的。

现在中国金融资产结构和改革前完全不一样了。1995年底中国金融机构存款余额为5.4万亿,其中将近3万亿是居民储蓄。现在储蓄者和投资者分离了,最大的储蓄者是老百姓,最大的投资者是国家。银行和金融机构的中介作用变得非常重要了。老百姓把钱放在银行,银行主要是国家银行。政府要求银行把贷款的大部分贷给国有企业,作为国家建设投资的主要资金来源。这时的公有制,已和改革前不一样了,而是一种间接的公有;国有企业是国家通过对银行和金融机构的控制,用老百姓的钱来投资建设的国有企业。说到底,现在国有企业的真正所有者,从很大程度上说,应当是在国家银行里存款的老百姓。

6. 宏观的金融资产结构必然反映到企业的资产负债结构。银行和金融机构贷款是中国企业资金来源的主渠道。企业很难通过发行债券、股票等直接融资方式来获得资金。从1986年开始发行企业债算起,1986至1995年期间,共发行企业债1738.3亿元。1995年末,股票市值(A股)大约4500亿,其中只有三分之一为上市流通的个人股。总市值中法人股和国家股的市值是按上市流通的个人股市值推算出来的。国家股大多是靠过去已有的投入和土地价值折算的,实际现金投入不多。法人股和个人股的发行可以使企业筹到现金。这样算来企业通过发行股票所能筹到的资金十分有限,剩下只有一条路:银行贷款。

7. 在主要金融资产之外,还有其他金融资产。比如民间借贷、民间集资,

股份合作制中的股份等。民间借贷中的大部分还是能反映在金融机构的存款中,只不过是钱的使用者变了,使用的次数增加了。资金在民间借贷中从借到利用、到还的整个过程中,还有相当多的时间在金融机构的存款中。民间各种形式的集资,股份合作制中的股权这些都是金融资产,都有一定意义上的所有权、参与权和处理权并能以此获得收益。在台湾省,民间集资、民间借贷在其经济发展中起了不可忽视的作用(主要是积极作用)。我国目前民间借贷、民间集资还有待进一步规范。

综上所述,中国金融资产结构可以被概括为:储蓄主体在改革开放中由政府变为老百姓;国家政府收入在国民生产总值中所占比例逐年下降,由 1978 年的 31% 下降到 1995 年的 10.8%;1985 年开始国家把对国有企业投资由拨款改为贷款;直接融资的资本市场渠道狭窄;其他不动产市场刚刚起步。以上特点加起来使得老百姓把他们的绝大部分积蓄存在银行里,银行把大部分资金贷给国有企业,成为国有企业长期投资(固定资本)和流动资金的主要来源,造成国有企业的资产负债比率不断升高。现在国家贷给企业的资金、国家投资用的资金主要是老百姓的储蓄,而不再是政府的储蓄了。

18.2 中国的广义货币与国民生产总值之比率为什么迅速增长?

中国金融资产的变化过程主要有两条主线,一条是货币化过程,另一条是货币市场和资本市场的发展。在本节中,我们来分析货币化过程。

货币化有两种含义。一是财政赤字的货币化,即国家用印钞票的方法来弥补财政赤字。二是经济发展过程中的货币化,即在经济发展中,特别是改革转轨过程中,由于体制的变化,产生超常货币需求,从而使货币流通速度减慢。本文讲的货币化是指后一种意义上的。

在 1978 到 1995 年这 18 年中,中国国民生产总值平均每年增长 9.7%,通货膨胀率平均为 7.5%,广义货币(M2)平均每年递增 25%。广义货币增长率在这样长的时期里远远超过国民生产总值增长率与通货膨胀率之和是在各国经济发展史中少见的。货币化是天赐中央政府的一块巨大资源。据笔者保守估计,从 1978 到 1992 年,中央政府每年的铸币收入平均占国民生产总值的 3% 左右。谢平(1994)估计在 1986 至 1993 年期间,中央政府每年得到的货币发行收入平均为国民生产总值的 5.4%。海外经济学家常常不理解为什么中国政府的实际综合赤字那么高(大约占 GNP 的 8% 至 9%),通货膨胀率却不很高。其中一个重要原因就是货币化带来的铸币收入。

表 18.2 中国货币化过程

(单位:亿元)

年	M0	M1	M2	GNP	M2/GNP	M1/M2	物价指数
1978	212.0	948.5	1159.1	3624.1	0.32	0.82	0.7
1979	267.7	1177.1	1458.1	4038.2	0.36	0.81	2.0
1980	346.2	1443.4	1842.9	4517.8	0.41	0.78	6.0
1981	396.3	1710.8	2234.5	4860.3	0.46	0.77	2.4
1982	439.1	1914.4	2589.8	5301.8	0.49	0.74	1.9
1983	529.8	2182.5	3075.0	5957.4	0.52	0.71	1.5
1984	792.1	2931.6	4146.3	7206.7	0.58	0.71	2.8
1985	890.0	3340.9	5198.9	8989.1	0.58	0.64	8.8
1986	1218.4	4232.2	6721.0	10201.4	0.66	0.63	6.0
1987	1454.5	5714.6	8349.7	11954.5	0.70	0.68	7.3
1988	2134.0	6950.5	10099.6	14922.3	0.68	0.69	18.5
1989	2344.0	7347.1	11949.6	16917.8	0.71	0.61	17.8
1990	2644.4	8793.2	15293.7	18598.4	0.82	0.57	2.1
1991	3177.8	10866.6	19439.9	21662.5	0.90	0.56	2.9
1992	4336.0	15015.7	25402.1	26651.9	0.95	0.59	5.4
1993	5864.7	18694.9	31501.0	34560.5	0.91	0.59	13.2
1994	7288.6	20540.7	46923.5	46495.8	1.01	0.44	21.7
1995	7885.0	23980.0	60750.0	57650.0	1.05	0.39	14.8
平均增长率(%)	23.4	20.2	25.2	9.65			7.54

资料来源:《中国统计年鉴》,《中国金融年鉴》。

表 18.2 给出了中国货币化过程的主要指标。中国的广义货币(M2)与国民生产总值之比率(M2/GNP)在改革期间呈快速上升趋势。从 1978 年的 0.32 上升到 1995 年的 1.05。这一比率的上升速度如此之快在发展中国家金融深化的案例中实属罕见。印度在 1978 年时此比率为 0.37,1994 年为 0.50。

让我们来看看广义货币与国民生产总值之比率的国际比较。在 1994 至 1995 年间,广义货币与国民生产总值之比率美国为 0.59,英国为 1.04,日本为 1.14,德国为 0.70;印度尼西亚为 0.46,韩国为 0.44,马来西亚为 0.89,菲律宾为 0.50,新加坡为 0.89,泰国为 0.79(以上数字来自国际货币基金 1996 年报)。中国的这一比率远远超过其周边的发展中国家,就是和英、美、日、德这些发达国家相比也是相当高的,仅次于日本。

中国广义货币与国民生产总值之比率迅速提高一方面改革中金融深化的必然,另一方面也反映了中国金融资产结构的问题。在改革开放中,中国的储蓄主体由国家变为老百姓,收入分配向居民倾斜。但是,老百姓金融资产投资的选择不多,银行储蓄一直是安排他们金融资产的主渠道。这里有传统习惯

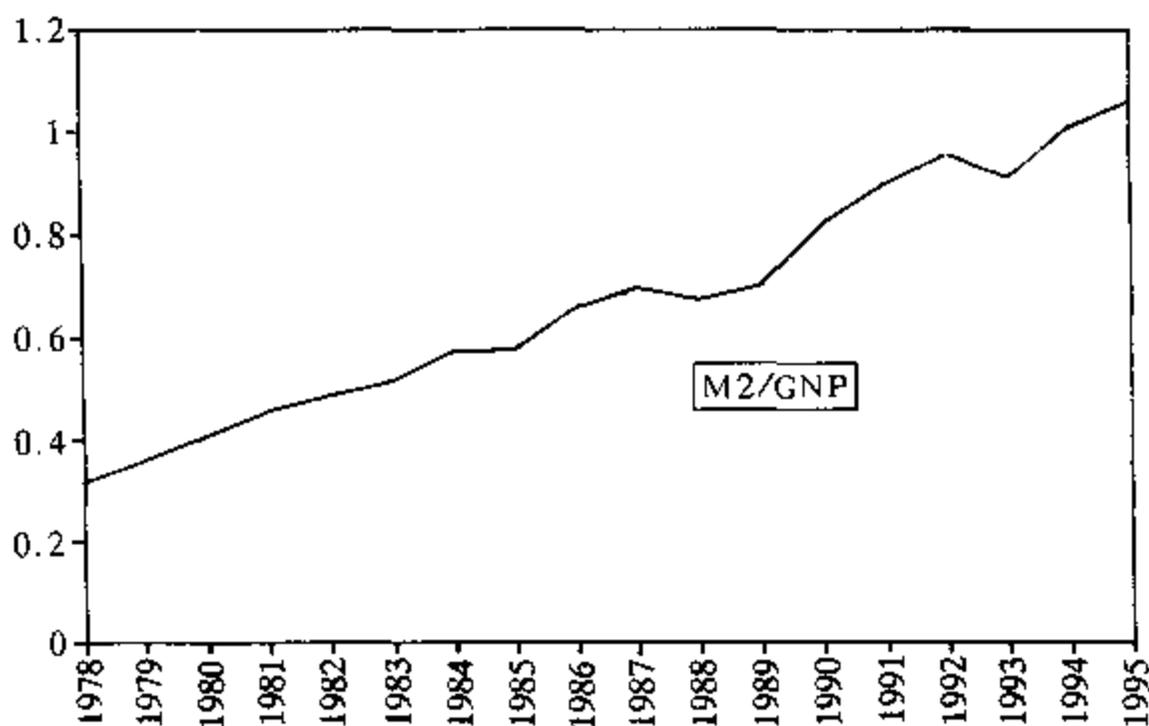


图 18.1 1978—1995 年中国的广义货币(M2)与国民生产总值之比

的问题,有信息的问题,但主要是我国资本市场发展滞后所造成的。从某种意义上说,中国广义货币与国民生产总值之比率这样高不是经济主体的自然选择,而是在现有体制和政策的制约下不得已而形成的。

表 18.2 中货币与广义货币之比(M1/M2)从另一个侧面印证了这一点。货币占广义货币的比重从 1978 年的 0.82 下降到 1995 年的 0.39。也就是说,中国不仅是广义货币增长得快,而且广义货币的结构也发生了很大变化。广义货币中居民储蓄和定期储蓄的比重不断升高,反映了居民所持金融资产大都被压到银行存款上来了。1995 年的情况正说明了这一点。1995 年现金净投放 600 亿,全社会流通现金量只比上年增长 8.3%;M1 增长 16.8%;M2 增长高达 29.5%,比 25%的控制目标高出 4.5 个百分点。

很难预测中国广义货币与国民生产总值之比率会不会继续上升,它受国民生产总值增长率,居民储蓄倾向,货币市场和资本市场开放的速度,国家货币及财政政策等诸多因素的影响。有一点可以肯定,中国资本市场的发展是滞后的。这一点可从各国金融资产结构比较中一目了然。表 18.3 给出中国与周边国家和地区以及一些发达国家金融资产结构的比较。表 18.3 的数字来自世界银行,与表 18.1 中的数字略有不同。但表 18.3 中的数字是一个口径,可以说明问题。根据表 18.3,1993 年中国股票市值占 GDP 的 9%,债券市值占 GDP 的 11%。而我国周边国家和地区的股票市值平均占它们 GDP 的 148%,债券市值平均占其 GDP 的 30%。英、美、德、日四个发达国家的股票市值平均占其 GDP 的 75%,债券市值占其 GDP 的 74%。中国资本市场的发展不仅落后于发达国家,也远远落后于周边的发展中国家和地区。

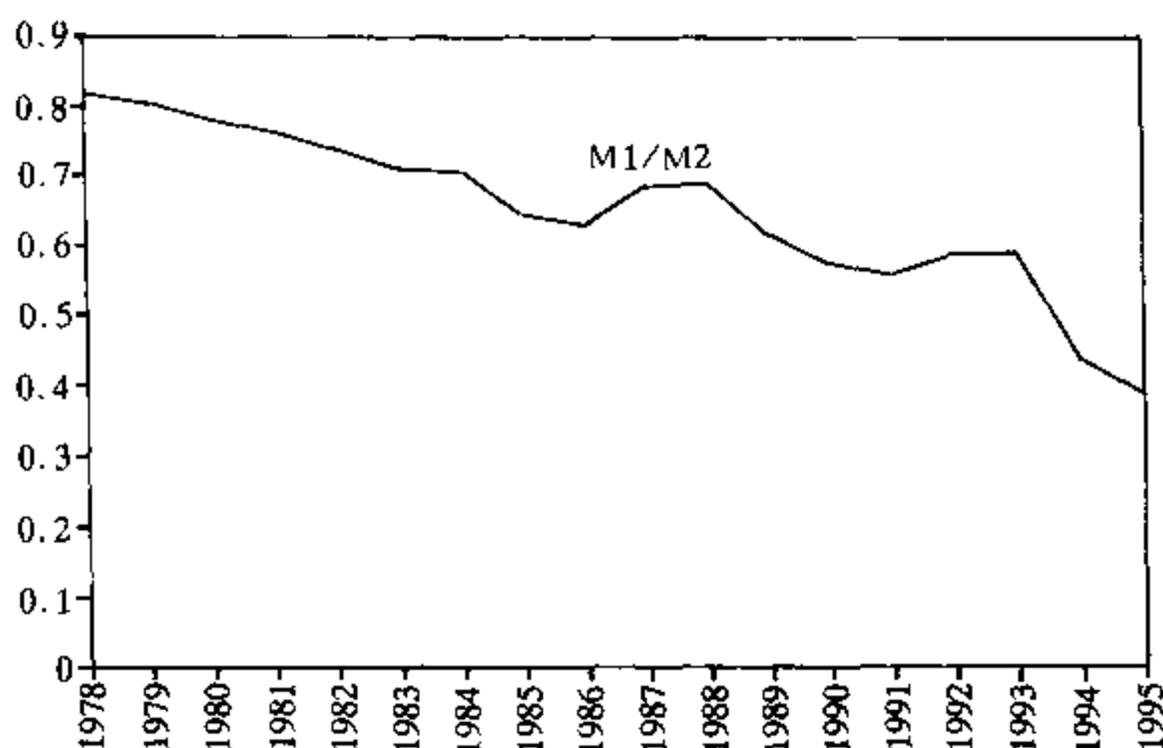


图 18.2 1978—1995 年中国的货币(M1)与广义货币(M2)之比

表 18.3 各国金融资产比较(1993 年)

(单位:10 亿美元)

国家和地区	M2		银行资产		股票市值		债券市值	
	US\$	%of GDP	US\$	%of GDP	US\$	%of GDP	US\$	%of GDP
中国*	519	88	547	128	41	9	47	11
中国香港	119	109	200	182	385	352	6	5
印度尼西亚	69	48	85	59	33	23	13	9
韩国	139	42	229	69	139	42	138	42
马来西亚	54	88	60	93	220	342	35	54
菲律宾	22	42	28	51	40	74	24	43
新加坡**	51	92	92	167	133	240	38	70
泰国	98	79	118	95	130	104	10	8
平均值		73.5		105.5		148.25		30.25
德国	1184	65	2766	145	463	24	1587	83
日本	4633	111	6338	150	3000	71	2887	68
英国	885	96	2101	223	1152	122	311	33
美国	4013	64	3471	55	5224	83	6993	112
平均值		84		143.25		75		74

* Specialized financial institutions only.

** Deposit money banks only.

资料来源:

The Emerging Asian Bond Market, The World Bank, June, 1995.

International Financial Statistics, International Monetary Fund, various issues.

Emerging Markets Database, International Finance Corporation.

Country Reports and World Bank Staff Estimates.

HK \$ Money Supply and Banking Assets, Hong kong Monetary Authority.



18.3 中国金融资产结构畸形的后果

1. 企业负债率高。中国企业资金来源的80%以上是银行和金融机构的贷款,这样企业的负债率必然高。据国有资产管理局的统计数字,1980年国有工业企业资产负债率仅为18.7%。到1990年,我国全部国有企业资产负债率为58.4%,1991到1993年分别为60.5%,61.5%,71.7%。到1994年对12.4万户国有企业清户核资时,国有企业的资产负债率已上升为75.1%;若扣除实际的挂账损失,国有企业的资产负债率高达83.3%(吴晓灵,1996)。从中国宏观金融资产的结构看,国有企业的负债比率高是一件必然的事,不改变中国整个的金融结构就无法改变这个高资产负债率。

2. 金融运行风险高。由于企业经济效率不高,导致金融运行风险高,主要表现在以下几方面。首先,银行信贷资金周转速度减慢,国家银行贷款年周转速度由1993年的1.32次降到1995年的1.15次,即313天才周转一次。第二,国有企业相互拖欠严重,国家银行应收未收利息1995年高达2200多亿元,比上年增加近1000亿元。许多金融机构之间的到期债务不能及时清偿。第三,国有银行信贷资产质量逐步下降,1995年末,不良贷款占全部贷款的22.3%,如果按国家银行1995年底贷款余额为4万亿元算,大约有9000亿元的不良贷款。第四,国有银行经营困难。中、农、工、建四大行1992年上交利润343亿元,1994年降为166亿元,1995年上半年竟出现除中国银行外的全行业性亏损。(戴相龙,1996;吴晓灵,1996)

3. 企业,特别是国有企业债务负担重。国有企业经济效益差的原因是多方面的,其中有产权问题,经营体制问题,管理问题,历史负担问题。债务负担重也加剧了国有企业的困难。1996年第一季度,全国国有工业企业在总体经济平稳发展的同时,出现了全面的亏损,亏损总额达34.1亿元。亏损企业所占比重从1995年同期的40.8%,上升到44.9%;在国有大中型企业中,这个比例由1995年的45.1%,上升到51.4%(石刚,1996)。1996年的第二、第三季度国有企业情况虽略有好转,但总体经济效益仍不容乐观。国有企业亏损的重要原因之一是债务负担重,许多国有企业的资本金不足,特别是1985年实行拨改贷以后,有些国有企业从一开始就是无本起家,从固定资产的投资到流动资金全靠银行贷款。国有企业抱怨它们是在为银行打工,辛辛苦苦挣到的钱全都还本付息给银行了。

4. 对国家财政收入的影响。资本与负债之比例决定了企业回报在利润与



利息之间的分配。如果企业和银行全是国家的,这种分配比例并不重要。但在支付顺序上这种划分就重要了。企业要先向银行还本付息,剩下的才是利润。问题是企业不堪债务的重负,连银行的利息都付不出,就根本无法向国家上缴利润了。国家作为所有者从国有企业获得的净收入(收入减亏损补贴,不含税收)占中央财政收入的比重逐年下降,直至为负。从1978年的51%,下降为1990年的6.34%,1993年则为-138.4亿元,1994年为-254.2亿元(吴晓灵,1996)。当然由于税制的变化,1978年的数字与90年代的数字不可比,但利润率下降是事实。国有企业上缴的税金状况也不乐观。国有企业上缴税收占同期税收的比重也是呈下降趋势。1978年,国有独立核算工业企业上缴的税金,占当年各项税收的54%;1991年下降为42.1%,1992年为42.7%,1993年为38.5%,1994年为39.9%。

5. 国有企业行为扭曲。在目前的金融格局下,国家银行的贷款向国有企业倾斜,大约有70%的贷款是以较优惠的利率贷给国有企业的。这样国有企业获利的捷径就是搞来贷款。我们可以算一笔粗账。国家银行1995年底的贷款余额为近4万亿元,其中70%贷给国有企业,即28000亿元。假定贷给国有企业的平均利率比市场利率低8个百分点,那么每年国家银行通过优惠贷款给国有企业的利息补贴就是2240亿元。改善经营,打开市场,引进技术的收益比争取贷款低,且风险大。理性的国有企业经理当然要千方百计争取银行的贷款了。所以现在国有企业的注意力主要不是放在改善经营提高效率上,而是放在搞贷款上。搞来贷款,不按规定的用途使用,而是以高息再拆借出去,赚取利差是提高“效益”的捷径,既安全又省事。

6. 非国有企业行为不规范。非国有企业中三资企业的资金来源状况较好,大多数三资企业从一开始就是有本经营。除三资企业以外的非国有企业的资金问题一直没有规范化。首先是资本市场对它们不开放,靠发行股票或债券直接获得资金的可能性较小。这些企业要发展(而且往往它们有较好的项目),需要资金,就非打银行的主意不可,就不得不使用各种办法来争取银行贷款。一般说来非国有企业没有国有企业在获得贷款上的优势,非国有企业需付更高的利率,在更严格的抵押、担保的条件下获得贷款。资金压力使非国有企业在合法与非法的边界上苦撑,经常跨到合法线以外,破坏金融秩序。

7. 银行行为也不规范。现在国家对经济命脉的领导主要体现在对金融的控制。在这种格局下,金融资产的绝大部分通过银行系统循环。国家控制银行,鼓励老百姓把钱存在银行。只要金融资产在银行,国家就放心。如果一部分金融资产滞留在银行体系以外,就是“体外循环”。但是资金都在银行也有其不利的一面,即所有风险都在银行。我国目前利率还是由中央银行决定的。老



百姓要储蓄多少,银行系统必须收多少。同时银行贷款的风险越来越高,按国家规定的贷款利率,没有多少赚头,商业银行不愿意放贷。商业银行的资金压手里总要派用场,因此银行对国债很有兴趣,对一些其他有利可图的经营性业务也有兴趣。由于国家牌价贷款利率低于市场利率,银行按国家规定利率贷出贷款本身就有一大块租在银行、企业和其他中介人之间分配的问题,于是商业银行不规范行为出现了,寻租腐败出现了。只要有租存在,银行的某些人就有寻租的积极性,企业界也总会有人对这块租进行“攻坚战”。企业不这样,活不下去;银行不这样,效益就不佳。理性的企业家、银行家只好向邪道用力;这是大环境,是金融资产结构不合理所造成的扭曲。

18.4 谁来分享 21 世纪中国经济增长的好处?

18.4.1 中国经济有多大?

自从世界银行与国际货币基金组织的一些专家按购买力平价计算出中国 1992 年的国内生产总值(GDP)以后,中国经济到底有多大一直是个争论不休的问题(易纲,1996)。对中国人均 GDP 众说纷纭,最低的估计是按汇率折算的 1995 年人均 GDP 575 美元,最高估计是《经济学家》杂志(1993)按购买力平价估计的 1992 年人均 GDP 2400 美元。按购买力平价估计的真正困难在于计算质量折算系数,以换算由产品和服务质量不同而带来的价值量上的差异。从理论分析,统计数字,以及对中国和发达国家、发展中国家生活质量的观察对比都可以肯定,用汇率折算的中国人均 GDP 575 美元是明显低估了中国的实力,但说中国已经达到人均 GDP 2400 美元(即中国是世界第二经济大国)也令人难以置信(参见任若恩,1996)。

如果我们假定中国人均 GDP 在 1995 年为 1000 美元(这是综合考虑购买力平价,用保守的质量折算系数,并也考虑汇率折算等诸多因素所得结果),那么中国 1995 年经济总量应为 12100 亿美元。我们还假定从 1996 到 2000 年我国 GDP 增长率平均为 8%,从 2001 到 2010 年增长率平均为 6.5%,从 2011 年到 2020 年平均增长率为 5%。这样,中国 GDP 到 2000 年底为 17779 亿美元;2010 年底为 33374 亿美元;2020 年底为 54363 亿美元。

美国 1995 年国内生产总值为 72458 亿美元(大约人均 28000 美元)。如果假定美国在这一时期的平均 GDP 增长率为 2%,美国在 2020 年底 GDP 将为



118875 亿美元。日本 1994 年 GDP 为 45909 亿美元(按汇率 102.21 日元等于 1 美元计算),人均 36727 美元。如果假定日本 GDP 的平均增长率为 2%,日本在 2020 年 GDP 应为 76825 亿美元(按购买力平价计算,日本的 GDP 应比以上数字低 20%左右,即日本 1994 年 GDP 为 36727 亿美元,2020 年为 61460 亿美元)。德国 1994 年 GDP 为 18349 亿美元(按 1.6228 马克等于 1 美元计算),人均 22653 美元。如果假定德国未来平均 GDP 增长率为 2.5%,2020 年德国的 GDP 应为 34863 亿美元。由这些数字,我们可以有把握地说,到 2020 年中国将可能成为世界按总量计算的第三大经济。

18.4.2 谁来分享 21 世纪中国经济增长的好处?

问这个问题没有批评外资的意思。中国近来的发展有两大动力,一是改革,二是开放。外资进入给中国经济带来的活力,给老百姓生活带来的实惠到处可见。我们可以从进出口的增长,外商在中国设厂的进口替代效应,外商投资给中国带来的技术进步,市场网络,管理知识等来充分论证外商进入中国对形成竞争市场机制的积极贡献。在充分肯定外资进入的前提下,我们还是要问将来谁是中国经济的脊梁?从笔者最近接触的一些案例来看,中国企业在中国市场(更谈不上国际市场)与外资的竞争中处于极不利的地位。有些是因为我们技术不如人家,外商有比较优势,中国企业输得心服口服。但许多项目中国企业败下阵来的主要原因是他们背后没有资本市场。外资的背后是国际资本市场,它们可用各种组合,各种形式得到便宜的资本,长期的资本。在如何得到资金这一点上,中国企业的选择太少了。一般说来,在资金上国有企业有优势,但国有企业有许多其他的束缚,新成长起来的非国有企业体制灵活,但恰恰在筹资这一关键问题上一筹莫展。中国正处在经济转轨的关键时刻,企业集团在成长,市场格局在形成。如果此时资本市场不对国内企业开放,在中国市场上驰骋的将是外国资本。

18.5 改革的突破口在金融,金融怎样改?

中国的改革以渐进著称。最近几年改革步履艰难。原因在于国有企业、金融体制、税收与社会保险等方面纠缠在一起,牵一发而动全身。金融体制改不动是因为亏损的国有企业躺在国有银行身上,使银行不能成为真正的商业银行。国有企业改不动是因为我们仍未找到国有企业改革的切实有效的方案,而且我



们也没有建立起国企改革所必需的社会保险体系。新税收制度的建立可谓顺利,但进一步完善却困难重重,因为中国现有的对企业和居民收入的记录系统和信用服务是最原始的。1993年许多经济学家和决策者们认为中国改革到了需要在最小范围内实行一揽子改革方案的时刻(参见吴敬琏,周小川,荣敬本,1996)。实践证明,1994年初实行的汇率并轨,税收制度及社会保险的改革取得了令人振奋的成果,使我国经济向社会主义市场经济体制方向迈进了一大步。

中国的改革在寻找新的突破口。笔者认为突破口在金融改革。理由如下:目前我国经济矛盾的焦点在金融上。国有企业的主要问题是负债率高。资金紧,矛头指向银行。企业相互拖欠严重,信用瓦解,经济秩序混乱,谁来负责?银行系统。进一步完善税收制度和社会保险体系,需要建立对企业与个人收入和经济往来进行记录,监控的信用统计,又是非银行系统来完成不可。改变企业高负债的状况需要建立资本市场,还是金融问题。可以说,新的金融体制是社会主义市场经济的基础设施,没有它,其他现代市场经济杠杆都不能有效地发挥作用。而中国的金融体制和服务滞后,是当前中国发展的瓶颈。

金融改革是一项复杂的系统工程,牵一发动全身,风险极高。下面我们来讨论金融体制怎样改?是不是要马上开放股票市场和企业债券市场?金融改革应遵循的原则是看清一步走一步。首先,积极开展金融服务,提高服务质量,这是新金融体制的基础,务必尽快打好打牢。第二,要尽快实行“银行商业化,利率市场化”,充分发挥市场利率配置资源的杠杆作用,逐步缩小直至消灭寻租的根源——牌价利率和市场利率之差。第三,积极发展住房抵押贷款业务,提高银行资产质量。最后,也是最重要的,要积极稳妥发展中国急需的用来直接融资的股票市场和债券市场,但不能马上大规模地开放,否则欲速则不达。下面进一步一一阐述。

1. 金融改革应从金融服务做起。中国现行服务距离市场经济的要求相距甚远。在个人服务方面,中国居民工资的银行直存率、个人支票持有率等金融服务指标远远落后于与我们收入相同的发展中国家。在企业的服务方面,中国的银行划账转账、票据贴现、支票清算等项基本服务都不尽如人意,周期太长。外汇业务也是如此,北京居民在中国银行托收一张外汇支票要等45天,托收手续复杂,托收期间无息,到期时不能自动转存,要再到现场办理转存。要尽快增加城市工资直存比例,发展个人支票服务。个人支票可首先用于像房租、水电、电话费和子女学费等安全业务上。投资账户更应用支票,一个人们用一提包现金去买股票的资本市场没有不出乱子的。信用卡业务也应加快发展。工资直存,支票和信用卡业务都有利于对企业和个人的收入和支出进行记录和监督,

为最终建立完善的信用制度和税收体系打下基础。改善服务质量的最有效方式是引入竞争。中国各商业银行间的竞争应当进一步加强,并适当加快引入外资银行。银行之间的竞争主要是服务和网点。有计划地允许外资银行做人民币业务,只要控制住其网点的数量,是不会构成对国有银行的威胁的。中国的资本市场不发达是因为货币市场不发达,而货币市场不发达是因为金融服务不发达。金融服务项目虽是从小处入手,但都是发达的金融市场必不可少的基础。

2. 要逐步实行“银行商业化,利率市场化”。麦金农和肖(1973)证明了在利率被压低的经济里,资本得不到应有的回报,储蓄会减少。在资本利用方面,由于利率低有许多项目都争着要贷款。银行很难区分哪些项目是最好,这就增加了银行选择贷款对象的成本和困难。因此利率被压低会阻碍经济成长。那么是不是利率高就一定有效呢?也不是。在高利率下,可能产生逆向选择和道德风险问题。逆向选择在贷款决定做出之前可能发生。利率高,有些企业(特别是软预算约束的企业)会毛遂自荐。这些企业根本就不打算还钱,所以利率高筛选不掉他们。银行还是无法区分哪些是真正的好项目,哪些是坏项目。道德风险在企业获得贷款以后可能发生。中国的企业是负盈不负亏的。有些企业在拿到贷款后没有按照预定方案投资,而是把资金投入高风险、高回报的项目上。如果项目投资成功,企业获高利润;如果项目失败,反正是亏银行的钱。可以证明在利率高时,这种逆向选择和道德风险问题会更加严重。

3. 大力发展抵押贷款和以抵押贷款为基础的债券市场。到1995年底,中国城市有5000万平方米商品房待售(《金融时报》,1996.6.24)。在各国的发展经验中房产都是老百姓最重要的一种财产。我国城市目前滞销房多的原因是多方面的:如国有部门继续提供公房造成的购房机会成本过高,商品房价过高,居民购买力不足,没有一个发达的抵押贷款市场等。这里只谈抵押贷款问题。抵押贷款市场分这样几个层次:第一,由银行向购买者提供抵押贷款。是抵押,还是按揭区别不大。标准抵押时,房产证是购房者的,借贷款时将房产证抵押给银行。按揭贷款时产权归银行,直到借款者还清贷款时,产权才由银行转给购房者。第二是由银行将各种抵押贷款合同分组,加以标准化,然后以这些抵押合同为担保发行债券。第三,由中央政府出面制定抵押贷款管理办法,设计标准抵押贷款合同,建立抵押贷款保险公司,然后对划定范围内的抵押贷款标准合同进行保险。国家的保险可以大大降低信息成本,减少交易费用,使以抵押贷款为基础的债券的二级市场健康发展,大大提高抵押贷款资产的流动性和安全性。美国政府大规模介入抵押贷款市场是30年代大危机时开始的。那时美国有数以千计的金融机构有抵押贷款业务,合同不一,规模不同,可谓五花八

门。中国现在的以国有银行为主导的金融市场格局比美国当年好得多。美国 80 年代发生的储贷银行危机,日本 90 年代发生的住宅金融危机都不足以论证中国目前不应发展抵押贷款。只要管理得好,开展规范的商品房抵押贷款业务很可能提高我国银行的资产质量。

4. 有计划地逐步开放资本市场,增加直接融资的比例是走向市场经济的必由之路。市场经济发展到这个阶段,有要求开放资本市场的内在动力。开放资本市场有风险,但不开放风险就更大。不开放资本市场,中央把得很死,造成的结果就是地方政府和企业联合起来对付中央。中央开放一块,地方政府和企业就搞乱一块。像国债回购本来属于货币市场的业务,企业却用来作为长期融资手段,用于长期的投资项目。地方政府和企业这种对资本市场的要求如同洪水,仅靠堵是堵不住的,疏导、规范这种需求才是长久之计。要积极稳妥地发展中国急需用来直接融资的股票市场和债券市场,但不能操之过急,因为我们对股份制与企业债券的认识还有待于进一步提高。

中国上市公司的业绩如何?股份制改造是不是中国国有企业改革的主要道路?我们先来看坏消息:中国综合开发研究院(深圳)曾经对 1995 年我国上市公司情况做过一次调查分析(该报告由武良成执笔)。该报告发现,1995 年上市公司经营业绩大滑坡,利润大幅度下降。1995 年在深沪两大交易中心挂牌的 300 家上市公司平均净资产收益率为 5.74%,远远低于同期我国银行存款利率。其他指标,如税后利润,每股税后利润等均不如人意。一向经营业绩好,素质高,经过精挑细选的上市公司是股份公司的榜样;这一报告却至少提醒我们,认为经过严格上市程序的公司的经营机制已经得到转变的想法是不切实际的。当然用一年的数字并不说明什么。对于这些公司令人失望的业绩的原因还应做深入细致的分析。

再来看好消息:国家体改委生产司司长吴天林在 1996 年 9 月在北京召开的中日金融证券研讨会上介绍了中国国有企业股份制改革的情况。中国共有股份制试点企业 3.6 万多家,其中股份有限公司 9000 多家,从业人员 716 万,股本总额 5970 亿元,其中国家股占 43%,法人股占 25.10%。吴天林报告有以下几个要点:第一,国有资产保值增值能力通过股份化改造显著增强,1994 年 9000 多家股份公司的净资产平均增长率为 42.4%,1995 年可统计的 1600 多家净资产平均增长率为 12.5%。第二,公司规模迅速扩大,经济效益明显提高。1994 年股份公司中有 107 家进入全国 500 家最大的工业企业,有 62 家进入全国 500 家最大服务企业。1995 年来,深沪上市的 323 家公司的平均净资产总额为 5.76 亿元/户,而国有大中型企业的固定资产净值平均为 9294 万元/户。1995 年在深沪上市的股份公司平均税后利润为 6338 万元/户。第三,开辟

了国有企业直接融资的渠道,降低了企业资产负债率。据对全国 9000 多家股份公司的统计(包括境外上市和发行 B 股企业),共向社会筹资约 1500 亿元,向内部职工筹资约 350 亿元,筹集外资约 600 亿元。直接融资降低了企业的资产负债比率。首批境外上市的 9 家企业,改制前资产负债率平均为 50.90%,在 1995 年改制后为 36.7%。对全国 1600 多家股份公司的初步统计显示,1995 年这些股份公司资产负债率平均为 57.8%,比同期全国国有企业平均 67.8%的资产负债率低 10 个百分点。

许小年(1996)分析了深沪两市 300 多家上市公司的业绩与股权所有制结构的关系,他发现,公司业绩与国有股比例成反比,与法人股比例成正比,与个人股比例没有显著的统计关系。他的解释为国家股形成不了对企业的有效监督与制约,国家股所有者从一定意义上说缺位;法人为了自身的利益有积极性也有能力去收集信息,监督企业,因此法人股比例高的上市公司业绩好;个人股与企业业绩统计无关是比较难解释的。

以股份制为基础的现代企业制度是经许多发达国家市场经济反复验证行之有效的机制。我们要反思的是我国企业现状是否具备大规模实行股份制的微观基础,我国企业股份制改造的程序和上市筛选过程。

我国的企业债券市场也存在许多问题,最大的问题是很大比例的企业债券到期不能按时还本付息。据估计,到目前为止大约有 60%的企业债券还本付息出现困难。在发行企业债券时是由银行担保的,所以国家银行不得不替企业先垫付还债资金。这些问题使得企业债券进一步发展、二级市场建立的时间表向后推迟。

中国在未来几年进一步发展完善国债市场的潜力很大。中国目前国债余额不足 GDP 的 10%,距发达的市场经济相差甚远。如果说改革的前十几年中央政府从货币化中拿到了一大块资源,那么从 90 年代开始到 20 世纪末,中央政府将从发展国债市场上拿(借)到一大块资源。发展国债,使得国债余额占 GDP 的比例进一步提高是优化中国金融资产结构,进一步发展公开市场业务的需要。与此同时,也要大力发展国债基金,以解决买卖国债难,无法用不同债种分散风险等问题。

虽然起步不久,中国的资本市场已在社会主义市场经济中起到重要作用。到 1995 年末,通过发行企业债券为企业融资 1940 亿元。到 1996 年 7 月末,通过股票发行企业直接筹资 1200 亿元,其中,发行 B 股、H 股共筹集外资 71 亿美元,折人民币近 600 亿元。1981 年到 1995 年累计发行国债 4800 亿元(周正庆,1996)。虽然这些数字在中国金融资产总量中还只占很小的一个百分比,但中国资本市场的雏形已具,笔者期待着十年后再来分析中国的金融资产结构。

本章小结

1. 中国金融资产结构可以被概括为:储蓄主体在改革开放中由政府变为老百姓;国家政府收入在国民生产总值中所占比例逐年下降;直接融资的资本市场渠道狭窄;其他不动产市场刚刚起步。以上特点加起来使得老百姓把他们的绝大部分积蓄存在银行里,银行把大部分资金贷给国有企业,成为国有企业长期投资(固定资本)和流动资金的主要来源,造成国有企业的资产负债比率不断升高。

2. 中国广义货币与国民生产总值之比率迅速提高一方面改革中金融深化的必然,另一方面也反映了中国金融资产结构的问题。在改革开放中,中国的储蓄主体由国家变为老百姓,收入分配向居民倾斜。但是,老百姓金融资产投资的选择不多,银行储蓄一直是安排他们金融资产的主渠道。从某种意义上说,中国广义货币与国民生产总值的比率之高不是经济主体的自然选择,而是在现有体制和政策的制约下不得已而形成的。

3. 中国金融资产结构畸形引致诸多问题:国有企业资产负债比率高,债务负担重;银行呆账比率高,金融风险大;国家财政收入萎缩;企业、银行行为不规范,寻租现象严重。解决这些问题的根本出路在于整顿金融秩序,提高金融服务质量,逐步开放资本市场,增加直接融资比例,改变中国金融资产结构。

复习与思考

1. 1978年以来,中国的金融资产结构发生了哪些深刻的变化?
2. 从金融资产结构的意义上讲,我们今天的公有制同改革之前的公有制有何不同?
3. 中国当前的金融资产结构与企业的高负债率之间有何关系?
4. 为什么说我国改革以来广义货币与国民生产总值之比的迅速上升从某种意义上说并不是经济主体的自然选择?
5. 为什么说金融资产结构的畸形导致了银行和企业的行为扭曲?
6. 在一个经济中,以银行为主导的间接融资在资金融通过程中居于绝对的主导地位,对银行来说是不是一定是一件好事?
7. 亚洲国家,从日本到中国,从韩国到东南亚,一个共同的特点是银行构成了企业外部资金的主要来源,直接融资所占的比例很小,企业的负债率很高。在

最近的亚洲金融危机中,这种金融结构暴露出了明显的脆弱性,其突出的表现就是,一家银行或企业的问题往往迅速波及到其他的银行或企业。我们从中可以吸取哪些教训?

参考文献

International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, various issues.

McKinnon, Ronald I., 1973, *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C. : Brookings Institute.

Shaw, Edward S., 1973, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.

The World Bank, 1995, *The Emerging Asian Bond Market*, June 1995.

Xiaonian Xu, 1996, *Ownership Structure and Firms Performance: The Case of Chinese Stock Companies*, Department of Economics, Amherst College.

储蓄-投资转换机制研究课题组:《中国政府储蓄分析》,《财贸经济》,1995年第11期。

戴相龙:《在当前金融形势与货币政策座谈会上的讲话提纲》,1996年。

樊纲:《企业间债务与宏观经济波动》,《经济研究》,1996年第3期,第4期。

李扬:《中国国债回购市场分析》,《经济研究》,1996年第8期。

欧阳卫民:《中国金融市场导论》,企业管理出版社,1996年5月。

任若恩:《关于中国国际可比国民生产总值研究的一些问题》,《北京大学中国经济研究中心简报》,1996年第11期。

石刚:《当前国有工业企业效益问题分析》,中国经济体制改革研究会,《1996年宏观经济形势分析会论文选(二)》,1996年。

吴天林:《以建立现代企业制度为导向积极推进国有企业股份制改造工作》,第二届中日金融证券研讨会,1996年9月。

吴敬琏、周小川、荣敬本:《建筑市场经济的总体构想与方案设计》,1996年。

吴晓灵:《中国国有经济债务重组问题研究报告(讨论稿)》,中央编译出版社,1996年1月。

武良成:《1995年我国上市公司情况分析》,中国综合开发研究院(深圳)1996年。

王大用:《中国货币政策的中介目标问题》,《经济研究》,1996年第3期。

谢平:《中国转轨经济中通货膨胀和货币控制》,《天津金融月刊》,1994年第9期。

谢平:《中国金融资产结构分析》,《经济研究》,1992年第11期。



易纲:《中国的货币、银行和金融市场:1984—1993》,上海三联书店,上海人民出版社 1996 年版。

中国证券监督管理委员会:《中国证券期货市场》,1995 年 12 月。

周正庆:《金融在实现两个转变中的作用》,《金融时报》,1996 年 10 月 9 日。

第 19 章

金融自由化过程中的陷阱：发展中国家的金融危机及其对中国的启示

工业化国家和发展中国家自 20 世纪 70 年代以来都经历了金融自由化浪潮的冲击。对大多数发展中国家来说,麦金农—肖模型为它们的金融改革提供了基本的理论依据和政策导向。但金融改革是否成功目前似乎仍然存在着争议,发展中国家所发生的一系列金融危机促使人们对这一问题持更加审慎的态度。本章我们将回顾一下发展中国家的金融自由化历程和 80 年代以来的三次金融危机,并且对金融自由化问题进行初步的反思;我们还要将中国的有关经济指标同发生危机的墨西哥和泰国作一个简单的比较,探讨中国可能存在的金融风险。内容共分三节:迅速推进的金融自由化浪潮与发展中国家的金融危机;对金融自由化的反思;中国与墨西哥、泰国有关经济指标的比较。

19.1 发展中国家的金融自由化改革与金融危机

19.1.1 金融自由化改革

发展中国家的金融改革基本上包括两方面的内容:货币改革和金融自由化。前者侧重于解除利率上限控制,沿均衡方向提高利率水平;后者的内容则要广泛和深刻得多。完全的金融自由化包括对公共金融机构实行私有化,取消对进入银行业的限制(包括允许外资银行的进入),促进国内金融市场的发展及加强金融市场竞争,减少存款准备金要求,取消指导性信贷,对官方利率实行自由化以及开放国内资本市场等。金融自由化可以视为货币改革在逻辑上的延伸。

发展中国家的金融自由化开始于 70 年代中期的部分拉美国家,自此以后

的20年间逐渐在发展中国家演变成一股不可阻挡的潮流。从发展中经济的表现来看,金融自由化在有些国家取得了成功,有些则失败了;有些国家当时看起来很成功,现在则显得不那么成功;而一些发展中国家出现的金融危机和经济危机似乎给金融自由化政策蒙上了一层阴影。

开始于70年代中期的“南锥体国家”(智利、阿根廷、乌拉圭)金融自由化改革,拉开了发展中国家金融自由化的序幕。这三个国家在很短的时间内迅速取消了利率上限和信贷控制,对商业银行实行私有化。改革取得了一定的成效,但是,由于在金融自由化和扩大公开的(阿根廷)或隐性的(智利)存款保险的同时,没能加强对银行的审慎监管,改革陷入了严重的困境,并最终随着1982年拉美国家债务危机的爆发而以失败告终。80年代土耳其和菲律宾的金融自由化改革也遭遇了同样的命运。

以智利为例,从1974年开始的一系列自由化改革在开始时赢得了普遍的赞誉,通货膨胀得到了控制,消费物价指数从1973年的508%下降到1977年的64%,财政赤字同GDP的比率从1973年的24.7%下降到1977年的1.8%,经济增长率则由1974年的1%上升到1977年的9.9%。^①但是由于不适当的隐性存款保险,以及有效监管的缺乏,银行只顾高额利润而不管贷款质量的问题非常突出。因为相信政府最终会救助处于困境中的银行,在1976年存贷款利率上限被取消之后,银行不是如斯蒂格里茨和维斯所描述的那样,自动地将利率限定在一定水平上,然后从众多的贷款申请中选择出较为安全的项目,而是不顾一切地追求高额利润。这导致了利率的急剧攀升,实际贷款利率由1974年的一36.9%急剧上升到1976年的64.3%,1977年的56.8%和1978年的42.2%。^②高利率刺激了冒险举债行为,贷款项目的风险普遍很高,正常的企业很难取得贷款,获得贷款的企业则利用信贷资金从事投机活动,结果形成了大量企业倒闭和银行坏账,并最终导致了大规模的银行破产。

相对而言,马来西亚、斯里兰卡和韩国等从70年代末80年代初开始的金融自由化改革显得较为成功。马来西亚的宏观经济一贯较为稳定,银行监管也相对较为严格,因此金融自由化进行得较为平稳,没有出现实际利率的急剧上升和大规模的银行倒闭。斯里兰卡和韩国在开始进行金融自由化改革时,宏观经济状况也像南锥体国家一样不能令人满意,但是这两个国家都采取了较为审慎和渐进的自由化方式,同时注意追求宏观经济的稳定和银行监管的加强,因而收到了较好的效果。但是在1997年,马来西亚和韩国也都陷入了严重的金融危机。

①② 麦金农(中文版1993),第80页。



19.1.2 发展中国家的三次金融危机

正如 Carlo Diaz-Alejandro 一篇论文的标题所说的那样,“送走金融抑制, 迎来金融危机(Goodbye financial repression, hello financial crash)”, 发展中国家的金融自由化过程中蕴含着巨大的风险, 许多金融自由化改革往往以金融危机而告终。80 年代以来, 短短十几年间, 发展中国家就爆发了三次比较大的金融危机。即 1982 年爆发的拉美国家债务危机, 1994 年爆发的墨西哥金融危机及 1997 年开始的亚洲金融危机。这三次危机有着惊人的相似之处: 首先, 在危机爆发之前, 这些国家都因厉行改革而成为投资者心目中的经济发展希望之星, 吸引了大量外资; 其次, 在危机发生过程中, 这些国家的政府一直是其经济活动的关键参与者; 最后, 金融危机使这些国家蒙受了巨大的损失, 同时也迫使这些国家对它们的经济作出痛苦的调整。下面我们在这三次金融危机作一个简单的描述。

1. 1982 年的拉美国家债务危机。

70 年代两次石油涨价使得石油输出国积累了大量美元。这些美元主要存在美国和欧洲的商业银行里。当时在发达国家的资本市场上, 美元的供给较充足, 而美元的需求稳定, 因而利率较低。为了寻找高回报的投资机会, 商业银行把目光投向拉美国家。商业银行愿意向拉美发展中国家放贷, 主要有两个原因: 一是经济自由化改革使得这些国家显示出较大的活力; 二是因为这些放贷大多有发展中国家的政府担保, 其信用可谓主权级。但随着 70 年代末和 80 年代初美国利率的大幅度提高, 投向拉美国家的资本有减少的趋势。这时, 拉美国家的负债已经很重了, 拉美国家的主要借款国(墨西哥、巴西、阿根廷、智利等国)平均每年要用其出口创汇的 50% 以上来还本付息。于是, 以 1982 年墨西哥政府宣布不能按时还债为先导, 一场全面的债务危机宣告开始。

2. 1994 年的墨西哥金融危机。

80 年代对墨西哥经济而言堪称损失惨重的十年。1982 年的债务危机以及 1986 年的石油价格暴跌使墨西哥经济陷入了持续、严重的衰退局面。然而到了 90 年代, 形势发生了戏剧性的变化。通货膨胀得到了控制, 外国直接投资增长迅猛, 墨西哥中央银行积累了几百亿美元的储备, 美、加、墨达成的北美自由贸易同盟于 1994 年初生效。对外的金融自由化引致国外证券投资的大量涌入。外资涌入助长了股市和房地产市场的繁荣, 降低了公司的资本成本, 股票指数从 1989 年的 250 点猛升到 1994 年的 2500 点左右, 国内经济呈现出欣欣向荣的表象。墨西哥 80 年代的艰难时势似乎已成过眼云烟。然而, 正如事后所

表明的,外国投资的大量涌入并不是对现实经济的正常反应,而只被证明是患了“欣快症”。由于经常账户存在着巨大的赤字,而大量的流入资本又被用于现期消费,所以当1994年底,外资流入出现锐减时,墨西哥就陷入了严重的困境。1994年12月20日,墨西哥政府被迫宣布比索贬值,随后的金融危机又使比索贬值了一半。通货膨胀飙升,股价一路狂跌,墨西哥经济进入了严重的衰退时期,并且经由传染效应迅速波及其他新兴市场国家。实际经济部门遭受沉重打击,1995年墨西哥GDP下降了6.2%,受其影响,阿根廷的GDP也下降了5%。

3. 1997年的亚洲金融危机。

与上述拉美国家不同,长期以来东南亚经济一直在一片喝彩声中蒸蒸日上,经济增长迅速,出口扩张强劲,储蓄和投资率显著增加。相对于拉美国家全面快速的金融自由化,东南亚诸国的金融自由化进程则要缓慢、保守得多。很多国家的利率长期以来一直低于市场均衡水平,并且存在着各种形式的信贷指导,如韩国、马来西亚、印度尼西亚等,因而招致了金融自由化政策倡导者的许多批评。批评者坚持认为,东南亚经济的快速增长更多地反映了投资规模和数量的扩张而不是投资效率的提高。进入80年代特别是90年代以后,东南亚国家的金融自由化进程明显加快,资本市场发展迅速并对外开放,但金融监管并没有跟上,也未对传统的固定汇率制作相应调整,这无疑为随后的金融危机埋下了伏笔。

以泰国为例,泰国实行金融自由化以后,金融机构的数目和业务范围急剧增加,大财团控制了许多大的非银行金融机构从事风险投资,金融体系累积了大量风险。为了吸引外资,1993年泰国政府在开放资本账户方面采取了两项重要政策:一是开放离岸国际金融业务,推出了曼谷国际银行计划;二是允许外国居民在泰国商业银行开立泰铢账户并可以借入泰铢。这标志着泰国的资本账户已基本开放。所以当1997年夏国际投机者利用这一便利条件,从泰国商业银行借入大量泰铢,在新加坡等金融市场对泰铢发动进攻时,金融危机立刻爆发,并逐渐波及马来西亚、印度尼西亚、菲律宾、韩国和香港地区,由此导致了举世瞩目的亚洲金融危机。

19.2 对金融自由化的反思

发展中国家在金融自由化改革过程中所遭遇的数次金融危机和经济危机促使人们重新认识麦金农—肖学派的金融自由化理论,但并没有充分的证据表



明这一理论的基本思想存在严重问题。金融危机所揭示的最重要的事实是,金融自由化比人们预想的要复杂得多,它是一个渐进的过程,需要具备一系列前提条件。保持宏观经济稳定,加强金融监管以及遵守自由化的次序是非常重要的三个方面,其中完备有效的金融监管最为重要。虽然发展中国家所经历的历次金融危机导因不同,危机程度也不完全一样,但基本的原因是相似的,即扩张性的宏观经济政策,利率自由化和资本市场的开放速度过快,汇率高估以及缺乏对金融机构的足够有效监管等。

1. 宏观经济均衡是金融自由化的重要先决条件。

以上三次金融危机的发生都有一个共同的背景,即一定程度的宏观经济失衡,包括对内失衡和对外失衡。对内失衡的根本原因在于扩张性的财政、货币政策刺激了过度需求,国内赤字加大。主要表现为通货膨胀率较高,过度投机导致证券市场和房地产市场的畸形繁荣,泡沫现象严重等。在名义汇率相对锁定而国内通货膨胀率又相对较高的情况下,本币就会发生实际升值,从而严重影响本国的出口能力,形成巨大的累加的经常账户赤字。这种经常项目的赤字必须依赖资本项目的盈余来加以弥补,而一旦资本流入因外来冲击而出现下降时,原先的汇率制度就难以维持,发展中国家将陷入严重的货币危机。宏观经济失衡可视为金融危机最具基础性的诱因,也是推行金融自由化的最大障碍。

因此,实现宏观经济的均衡是金融自由化的重要先决条件。

因此,发展中国家应实行稳定化的宏观经济政策,严守财政纪律,避免采取过分扩张性的财政和货币政策。将价格变动控制在合理的区间内,尤其要控制通货膨胀,这是保证金融市场正常发展的最重要的外部因素之一。经常账户的赤字不容忽视。发展中国家在经济起飞过程中利用外资是正常的,利用外资意味着资本账户的盈余,也就是说经常账户要有赤字。墨西哥和泰国在危机爆发之前都存在着长期的经常账户赤字。对经常账户的赤字要作分析,要看弥补这些赤字的外国资本的流向,看这些外国资本是否形成了有利于将来出口创汇的新生产能力,看这些外国资本是否有利于将来的产业结构升级。现在外国资本流入意味着将来要还本付息,这就要求经济的可持续性发展。另外,汇率政策应具有弹性,以便与货币政策保持一致,避免因通货膨胀导致的实际升值,以防止贸易收支失衡。

2. 金融自由化不等于不要金融监管。

金融市场的-一个基本特征是存在广泛的信息不对称,储户和银行,贷款人和借款人,委托人和代理人之间都存在类似的问题。信息经济学的一个基本结论是,当存在信息不对称时,必然会发生“逆选择”及“道德风险”。因此,为避免或减少这类现象的发生,就要求对金融市场进行行之有效的监管,以增加信息的充分性。这种监管单靠市场自身的力量是无法达到的,因为信息作为一种公

共品,往往会发生供给不足。当单个人为判断一家金融机构的偿债能力而进行调查并根据所得到的信息进行决策时,其他人能够通过模仿他的行为而受益。这种搭便车行为必然会导致对金融机构的监督少于帕累托最优水平。当金融机构知道它们并没有被置于充分有效的监督之下时,它们就会有积极性让存款人承受更大的风险。另外,昂贵的信息还会产生外部性。比如发生几家银行倒闭时,存款人会设想其他银行倒闭的可能性大大增加了,随之而来就会当真产生预期中的银行倒闭。外部性还会在市场之间传递。一笔银行贷款的提供可能会使一家企业更容易进行股权融资,因为银行给出了一个信号,即这家企业是良好的,未来的投资者会预期银行会监督它们将要投资的这家企业。但是金融机构很少会关注这些外部性,结果必然会导致私人利益从公共利益的偏离。因此,金融市场更易于因信息问题而出现市场失效,外部的监管这时就变得十分重要。

打个比方来说,现代资本市场上的金融工具(股票、债券、期货、衍生物等)就如同高速行驶的汽车,运用这些现代工具可以大大提高经济运行的效率。问题是这些汽车的行驶需要高速公路和交通规则。高速公路就是金融市场的基础设施,如执行系统、清算系统、金融服务、信用评级等;交通规则就是金融立法。光有交通规则还不够,还要有执法的警察。在高速公路和交通规则这些条件成熟以前,让这些现代汽车高速行驶是一件非常危险的事。

这个比喻能够很好地用来解释发展中国家特别是最近亚洲国家所经历的金融危机。缺乏行之有效的金融监管是这些国家普遍存在的问题。更为致命的一点是,这些国家政府和金融机构之间的关系都存在不同程度的扭曲,不管是本国的存款者和金融机构,还是外国的银行和投资者,都抱有这样一个幻想,那就是当金融机构出现倒闭危险时,政府决不会坐视不救,这就更加助长了金融机构的冒险动机。大量资金被用于房地产和股票市场的炒作,从而造成了这些市场的超常发展,形成巨大的经济泡沫。以证券市场的发展为例,根据英国《经济学家》对38个新兴市场国家的统计,1983至1993年间,这些国家总的股票市值从不足1000亿美元上升到近10000亿美元,其中墨西哥、韩国和泰国的股票市值增长了20倍之多,而同期工业化国家的股票市值只增长了3倍多一点,即从3万亿美元增加到10万亿美元。整个80年代,领先的发展中国家的股票市值同GDP的比率以前所未有的速度增长。

3. 金融自由化必须遵循一定的顺序。

作为对发展中国家及俄罗斯、东欧等前社会主义国家经济自由化经验和教训的一种总结,麦金农教授在1991年出版了他的另一部著作——《经济自由化的顺序——向市场经济过渡中的金融控制》。在这部著作中,麦金农提出了这样一个“经济自由化的最佳顺序”:

麦金农认为,在经济自由化的过程中,第一步要做的就是平衡中央政府的财政,从而避免依靠通货膨胀税和金融机构的超额储备税来进行融资。这一方面要求政府严格控制政府直接开支占国民生产总值的比例,并且逐渐将各种预算外支出纳入正常的预算或逐步废除;另一方面要求政府在放弃对商业活动的直接控制和直接所有制以后,迅速建立起一个常规结构的税收制度,以便追回因放弃对生产资料所有权而失去的利润。作为成功改革的一个先决条件,政府必须具备在一个分权式的市场经济环境下征收国内税的能力。在从私人部门征集税收的全面的国内税收体制建立起来之前,对许多工业财产和大多数自然资源最好保留政府所有制,以便作为公共财政的收入来源,否则自由化过程本身将会因公共部门融资而产生赤字。

第二步要做的事就是开放国内的资本市场,使储蓄者按照实际利率获得收益,借款者按照实际利率付息。在国内资本自由化的过程中,政府必须在一开始就迅速强化货币信用体制。它必须使借贷的实际利率是一个正数,必须强迫连年欠债的企业还钱,并且要严格限制新增贷款的流量,直到价格水平稳定。在价格水平稳定之前,银行必须受到管制,否则无法预测的实际利率和汇率变动将会使银行无节制地借贷,从而危及支付体系的安全。对银行体系的放权或私有化应该在改革接近尾声时再实施,但是对支付体系的改革和银行资产负债表中存款一方的改革却无需等待,货币当局应迅速行动起来,统一一个人与已经自由化了的企业的货币流通,以使国内货币为人们所乐意持有。在控制银行体系信贷量的同时,政府应迅速建立起一个管辖私人债务合同的商业法规框架,以使不通过银行的私人资本市场得以发展起来。

第三,在成功地实现了国内贸易和金融的自由化以后,外汇的自由化就可以提到议事日程上来。在外汇自由化的过程中,国际收支经常项目货币交易的自由化应先于资本项目货币交易的自由化。在经常项目货币交易自由化的过程中,政府应首先实现经常项目货币交易汇率的统一,从而使所有进出口商都面临相同的有效汇率;然后将各种透明度较差的进出口贸易数量限制改变成比较一目了然的关税制,并且按照一个事先宣布的时间表来逐步降低关税。在取消对国内制造业的保护的过程中,政府必须审慎行事,以避免国内企业的广泛破产。在这些方面的改革均取得明显进展之后,经常项目下外汇的可兑换性就可以实现了,但是这种可兑换性并没有必要迅速延伸到资本项目下的交易。只有当国内借贷可以在均衡利率水平上进行,国内通货膨胀得到抑制,使汇率的不断贬值已没有必要时才是允许国际资本自由流动的正确时机,否则过早地取消对外国资本流动所实行的汇兑管制可能会导致资本的外逃或外债的增加,或两者兼而有之,因此实现资本项目的外汇可兑换性应该是经济自由化最佳顺序



中的最后一步。

麦金农的上述观点虽然主要是从拉美国家的经验教训中总结出来的,但是对于最近发生的亚洲金融危机也有很强的针对性。亚洲国家的一个重大失误,就是将本应是经济自由化最后一步的资本项目外汇可兑换性过于仓促地提前完成。按照常规,政府应首先放开实际部门(real sector,即生产性行业),然后是国内金融市场,最后才是资本账户。这样就可以使放松管制之后的私营银行免于因为那些以前被保护的企业垮台而造成的坏账,同时避免国内的银行危机进一步演变为货币危机。但是亚洲有些国家却反其道而行之,例如印度尼西亚在70年代初就首先开放了资本账户,然后又在80年代后期和90年代初迅速放宽对金融部门其余部分的管制。而实际部门的改革则进展缓慢,几个主要部门仍在垄断控制与卡特尔间徘徊。墨西哥、泰国等国资本市场的开放都是非常迅速的。这些国家都为此付出了惨重代价,印度尼西亚还发生了严重的政治和社会危机。中国经济改革总的来说是比较渐进的,在开放资本市场方面走得尤其审慎。最先是政府借款为主,接着是大量的外国直接投资,然后是外国金融机构来华设立机构,逐步提供各种金融服务,再是有限度地允许证券组合投资,目前也只进行到经常项目下的人民币可兑换。日本、台湾、韩国等国家和地区的金融开放相对其经济发展也是滞后的(尽管当时美国对它们的压力很大),总的来说它们也是成功的。

金融开放要渐进的一个重要理由是我们无法在一夜之间建立好金融监管体系。发展中国家对金融业的管理水平有待提高。发展中国家金融机构的操作水平、内部监控水平的提高需要时间。如果一下子就把发达国家的银行、基金和其他金融机构放进来,政府不知如何去监管,也没有手段去监管;国内的金融机构只学洋人其表(现代金融工具、衍生工具),而不知洋人其里(内部监控系统、激励制度)是不可取的。金融开放与金融监管是一个相辅相成的过程。如果金融监管滞后,就可能发生问题。

总而言之,发展中国家所经历的数次金融危机目前还不足以动摇人们对金融自由化的信心,正如亚洲金融危机后人们所看到的,危机之后这些国家的金融改革和金融自由化步伐不是变慢了,而是比以前更快了。在此之前,亚洲的金融抑制以及在金融自由化方面的不合常规常常被用来解释亚洲经济的成功。现在看来,亚洲经济在金融改革上的滞后已经为此次危机埋下了隐患。但发展中国家的金融发展历程却大大加深了人们对金融发展的理解。有关金融发展对经济增长的促进作用至少有两个基本的结论:以市场为导向解除金融抑制对经济的长期稳定发展是至关重要的;由于广泛存在的信息问题,金融改革和金融自由化必须伴有完备的金融监管,以加强可控性。我们在前而已经说过,金

融自由化比人们预想的要复杂得多,它是一个渐进的过程。

19.3 中国与墨西哥、泰国有关经济指标的比较

纵观以上三个案例,我们发现一个共同的特点:这些国家的金融危机都与国际资本流动有关。在危机发生之前,这些国家的形势是“一片大好”。可能是由于国际形势的变化,或者是这些国家改革开放的努力,外资对这些国家的预期较好。为了吸引更多的外资,这些国家都采取了许多措施如开放资本市场等。因此,这段时期外资大量流入这些国家。外资的流入可以弥补国内储蓄的不足,可以补偿经常账户的赤字,可以带来新的投资项目和管理技术,可以使国内的房地产兴旺,使国内的有价证券升值。总之,外资的大量流入带来了到处莺歌燕舞的局面。应该说这对发展中国家来说是一次机会。如果抓紧时间搞好国内金融体制的基本建设,规范金融业,加强监管,是可能使本国的金融业走上现代化的轨道并保持经济的持续增长的。但是这一切来得太快。这些国家还来不及将全国金融法规和监管体系建立起来,危机就来临了。

中国的情况从表面上看与以上三个金融危机的案例有着类似之处。通过过去几十年的改革开放,中国也吸引了大量外资。下面我们以墨西哥和泰国为例来分析危机发生的原因,并试图找出对中国防范危机的启示。

首先我们看一看墨西哥和泰国在危机发生以前的主要经济指标(表 19.1 和表 19.2)并和中国加以比较。

表 19.1 墨西哥国际收支账户

(单位:百万美元)

年月	经常项目净额	资本项目净额*	净出口	外汇储备	零售物价指数%	GDP 增长率%
1990	-7451	8441	-881	9446	26.58	4.52
1991	-14888	25139	-7279	17140	22.70	3.64
1992	-24442	27039	-15934	18394	15.48	2.76
1993	-23400	33760	-13481	24886	9.74	0.69
1994	-29418	15787	-18467	6101	6.95	3.50
1995	-654	-11781	7089	15250	35.00	-6.2
1994.1	-6709	11799	-4297	25720	7.26	
1994.2	-7393	3080	-4551	16396	6.93	
1994.3	-7830	4436	-4796	16239	6.76	
1994.4	-7486	-3528	-4823	6101	6.96	

* 资本项目净额为直接投资、间接投资和其他投资交易净额之和。

资料来源: *International Financial Statistics*, 1996, 12.

表 19.2 泰国国际收支账户

(单位:百万美元)

年份	经常项目净额	资本项目净额*	净出口	外汇储备	零售物价指数%	GDP 增长率%
1990	-7281	9098	-6751	13247	5.93	11.63
1991	-7571	11759	-5989	17287	5.70	8.41
1992	-6303	9475	-4161	20012	4.07	7.77
1993	-6364	10500	-4297	24078	3.36	8.27
1994	-8085	11967	-3726	28884	5.19	8.78
1995	-13554	19909	-7968	35463	5.69	8.65
1996				39600	5.90	6.40

* 资本项目净额为直接投资、间接投资和其他投资交易净额之和。

资料来源: *International Financial Statistics*, 1996, 12。

1. 经常账户赤字。

墨西哥和泰国有一个明显的共同特征,即它们在危机爆发之前持续几年都存在大量的经常账户赤字。墨西哥 1989 年经常账户赤字是 60 亿美元,1991 年是 150 亿美元,1992 和 1993 年都超过了 200 亿美元(分别占当年 GDP 的 8% 和 7%)。泰国在 1997 年以前有 20 年以上的经常账户赤字的历史。进入 90 年代以来,泰国平均经常账户赤字为其国内生产总值的 7% (1995 年为 GDP 的 8.1%, 1996 年为 GDP 的 7.9%)。

一些专家认为这种赤字意味着本币应贬值。但墨西哥和泰国政府都坚持认为不必担心经常账户赤字,理由有三:一是这种赤字是由私人资本净流入造成的,而不是由财政赤字或货币扩张造成的;二是两国的出口增长较快;三是两国的消费对国内生产总值之比率在危机前略有下降,这可能意味着将来出口能力的增加。从实践来看,这三条理由都不堪一击。泰国 1996 年出口下降了 2%,是个不好的征兆。

与墨西哥和泰国相比,中国在过去三年中经常账户有盈余。

2. 本币实际升值。

危机前墨西哥比索实际汇率连续 4 年升值。实际汇率可以定义为 $R = \frac{P}{P^* E}$; 其中 P 代表国内价格水平(在此为墨西哥), P^* 代表外国价格水平(美国), E 为 1 美元合多少比索的市场汇价。在这种定义方法下, R 上升意味着比索的实际升值^①。实际汇率的升值率可通过下式计算而得:

① 实际汇率也可以定义为 $R = P^* E / P$, 此时实际汇率的上升代表本币实际贬值, 实际汇率的下降代表本币实际升值。

$$\tilde{R} = \tilde{P} - \tilde{P}^* - \tilde{E}$$

每个变量上的“~”代表变量的以百分比计算的变化率。比如,如果墨西哥通胀率为18%(\tilde{P}),美国通胀率为3%(\tilde{P}^*),市场汇率贬值15%(\tilde{E}),那么汇率贬值率正好与两国通胀率之差相等,实际汇率没有变化,即 $\tilde{R} = 0.18 - 0.03 - 0.15 = 0$ 。90年代早期,墨西哥的通胀率始终高于美国的通胀率与比索贬值率之和。从1988年到1994年比索实际价值大约上升了40%。与墨西哥情况类似,泰国在90年代的前期也面临着本币实际升值的压力。

过去三年人民币升值的情况与比索类似。1994年人民币实际升值了20% [= 21.7%(中国的通胀率) - 3%(美国的通胀率) + 1.3%(汇率升值率)]。1995年人民币实际升值了14.8%,1996年再度实际升值了约3%。1994至1996年人民币累计实际升值38%。过去三年人民币实际升值主要由两个原因造成:一是1994年初汇率并轨时人民币币值被低估,其后三年汇率向实际购买力平价收敛;二是1994至1996年三年里中国的通货膨胀占据了一大部分的汇率上升空间。

本币实际升值并不总是一个危险信号。Fischer教授(1994)就曾举例:西班牙和以色列在本币实际升值的情况下仍然经济稳定,改革顺利。

3. 资本流入。

434 墨西哥、泰国和中国都有大量的资本流入。然而,外国资本流入的构成却大不相同。1990至1994年墨西哥私人资本流入总额为950亿美元(Banco de Mexico, 1995),可分成以下三类:第一类是外国直接投资,总额为240亿美元,仅占资本流入的25%。第二类是投资进入墨西哥股票市场,总量为280亿美元。股票市场上的外国资本运动对股市价格和政府储备都有显著的影响。第三类是购买墨西哥政府债券(大多数为短期债券),总额为430亿美元,超过总资本流入的45%。在股票市场和债券市场上的投资都具有高度的流动性。

泰国为了吸引外资,从1993年开始在开放资本账户上采取了两项重要政策:一是开放离岸金融业务,推出了曼谷国际银行计划(Bangkok International Banking Facilities, BIBF)。二是允许外国居民在泰国商业银行开立泰铢账户并可以借入泰铢。这两项政策的实质是泰国的资本账户基本开放了。1997年夏,投机者们正是利用这一便利条件,从泰国商业银行借入大量泰铢,然后在新加坡等市场上对泰铢发起进攻的。

而在中国,股票市场和债券市场还没有对外国投资者开放(B股的规模很小,并且与国内的A股市场分开),大多数外国投资是对工厂和设备的直接投资,流动性较差。事实上因为中国的金融市场发展水平很低,对外国资本有诸多限制,外国投资者很难在中国的二级市场对股票债券等金融资产进行组合



投资。

4. 国际储备。

危机前墨西哥官方储备的增长速度相对较快,其官方储备在1993年底达到最高峰,为250亿美元。但是,墨西哥政府和私人企业的短期负债很多。Calvo(1994)估计墨西哥政府和银行的短期负债至少为其国际储备的4倍,这一比率是拉美国家中最高的。只要这些资金中的一部分离开墨西哥,储备就被耗尽了。泰国的官方储备也在危机前达到最高(396亿美元)。在债券投资比例高,短期债务比例高的情况下,较高的外汇储备还是没能防止对泰铢的进攻。

中国在过去三年中,官方储备增长也很快,1997年6月底已达1190亿美元。但是以硬通货表示的短期负债(主要是债券本息和利润汇出)是很稳定的。据估计,中国以美元表示的短期负债总额到1996年底约为官方储备的30%。

5. 汇率制度。

墨西哥和泰国都实现了其货币在经常项下和资本项下的可兑换。墨西哥和泰国的金融改革和自由化几乎排除了资本流动的任何限制并且将国内资本市场向国际投资者开放。墨西哥和泰国实行相似的钉住美元的汇率制度,政府将本币对美元的汇率保持在一个较窄的幅度内。钉住美元汇率政策和缺乏资本市场控制产生了内在的矛盾。钉住汇率政策意味着政府有责任将名义汇率控制在给定的范围内。如果存在外部冲击,政府必须用储备来维持汇率。而缺乏对资本市场的控制意味着私人投资者可以自由转移资本。在这样的安排下,大量资本流出会对政府储备造成巨大压力。危机发生时,政府只能是或者控制资本流动,或者放弃钉住汇率。

中国实行的是有管理的浮动汇率制度。中国政府有责任保持汇率稳定。中国这种安排的可行性在于:首先,浮动汇率允许政府更灵活地控制汇率;其次,人民币不是完全可兑换的货币,中国政府仍保持对资本账户强有力的控制。

6. 非银行金融机构。

泰国金融危机中,金融部门的危机主要是由非银行金融机构引发的。泰国实行金融自由化后,进行金融活动的金融机构的数目及其业务范围急剧增加。到1996年底,泰国已有90家金融和证券公司(非银行金融机构)和15家商业银行。许多大的非银行金融机构都控制在有强大政治背景的泰国大财阀手中。这些机构成为泰国金融体系的一个主要部分,到1996年底它们的资产占据了泰国整个金融资产的四分之一。非银行金融机构的问题出在它们把太多的资产投资于四种风险业务中:不动产贷款、消费者贷款、抵押品贷款与证券投资。这一点我们可以从表19.3中清楚地看到。

表 19.3 泰国金融机构在风险业务的投资资产占总资产的比例(%)

非银行金融机构

年份	不动产贷款	消费者贷款	抵押品贷款	证券投资	合计
1993	17.9	16.5	10.0	10.9	55.3
1996	20.5	15.9	5.9	11.7	54.0

商业 银 行

年份	不动产贷款	消费者贷款	抵押品贷款	证券投资	合计
1993	9.5	10.6	0	0	20.1
1996	7.5	10.1	0	0	17.6

通过 1993 年和 1996 年非银行金融机构和商业银行在这四种风险业务上的投资占其总资产的比例的比较,我们发现,非银行金融机构在每一种风险业务上的投资比例都超过了 10%,1993 年与 1996 年在这四种业务上总的投资比例都达到总资产的一半以上;而商业银行遵循保守性的原则,投资风险业务比较谨慎,其在抵押品贷款和证券投资这两种业务上均未作投资,即使在不动产贷款与消费者贷款上的投资比例也远低于非银行金融机构。很明显,非银行金融机构的风险资产远远高于商业银行。因此,非银行金融机构遭受风险的可能性极大。

另外,由于政府管制松弛和非银行金融机构难以进入公司借贷业务,使得非银行金融机构风险承受力极低。当泰国中央银行于 1995 年中期开始采取紧缩货币政策以抑制经济过热时,股票市场和不动产市场马上大受打击。从 1996 年 6 月到 1997 年 7 月,泰国证券交易指数跌幅超过 60%。非银行金融机构在不动产和消费者贷款方面的坏账急剧上升,它们所持有的证券大大贬值。另外,尽管非银行金融机构 80% 的贷款是完全抵押的,但这些抵押品在一个下降的经济体中价值很低。这些因素都使非银行金融机构在经济出现困难时马上陷入困境,从而引发整个金融部门的危机。

如何加强对非银行金融机构的监管也是中国亟待解决的问题。

7. 危机的导火线。

一场金融危机的导火线通常是不能预料到的事件,比如石油冲击,政治领导人被刺杀(1994 年 3 月 24 日,墨西哥执政党总统候选人 Luis Donalds Colosio 被刺杀)。危机的过程可以描述如下:首先,发生了促发危机的事件,这一事件产生了一种预期,预期自我形成再自我膨胀;当预期膨胀到一定程度,集体行动就会产生,比如银行挤兑或者大量资本外逃等等,金融危机由此产生。在没



有明显导火索的情况下,危机也可能发生,泰国就是一例。这一系列过程得以继续的前提条件是脆弱的经济基础。在一个稳定的经济中,当突发事件发生时,不会发生不良预期,即使这样的预期产生了,它也不会自我形成再自我膨胀。

从前面的讨论中我们看到,同墨西哥、泰国和许多发展中国家相比,中国是相对安全的。目前中国的金融体系存在防止金融危机的四道防线。第一道防线是保持经常账户的基本平衡。第二道防线是继续吸引外国的直接投资,尤其是在基础设施部门。第三道防线是将国际储备保持在相对较高较安全的水平,比如1000亿至1500亿美元之间。第四道防线是继续控制资本账户,同时逐渐将资本市场对外开放。如果上面四道防线中的任何一道被冲破,都将是一个危险信号。

但是,有一点中国与墨西哥和泰国非常相像,即三国都存在一个潜在的危险:银行系统中有大量的呆账。1995年底中国国有银行的总贷款为4万亿元,据保守估计其中有9000亿元是呆账,约占国有银行总贷款的22.3%。低资本充足率和高不良贷款比率使得中国的银行系统异常脆弱。如果一个突发事件使得人们预期国有银行的资产流动性和偿债能力存在问题,银行挤兑就有可能发生。银行挤兑一旦发生,就会引发金融危机,通胀率上升,人民币贬值,甚至银行系统崩溃。从这一点来看,尽管这种情况发生的可能性很小,但银行系统脆弱的基本因素是存在的,潜在的威胁是现实的。

本章小结

1. 在发展中国家的金融自由化过程中,由于政策上的失误和某些外部因素的影响,出现了三次较为严重的金融危机,即80年代初的拉美债务危机,1994至1995年的墨西哥金融危机,以及从1997年7月开始的亚洲金融危机。

2. 从这些金融危机中,我们至少得到以下几点教训:(1)宏观经济的稳定是金融自由化的先决条件;(2)金融自由化不等于不要监管;(3)金融自由化应该遵循一定的顺序。

3. 同墨西哥、泰国和许多发展中国家相比,中国是相对安全的。目前中国的金融体系存在防止金融危机的四道防线。第一道防线是经常账户的基本平衡。第二道防线是吸引的外资以外国直接投资为主。第三道防线是国际储备保持在相对较高较安全的水平。第四道防线是保持着对资本账户的控制。但是中国的一个重大隐患是,和危机前的墨西哥、泰国一样,银行系统存在着大量

不良债权。

复习与思考

1. 发展中国家的三次金融危机有何相同和不同之处?
2. 我们可以从亚洲金融危机中吸取哪些教训?
3. 在金融自由化的过程中加强金融监管,这是不是自相矛盾?
4. 请你谈一谈对麦金农的“经济自由化最优顺序”的看法。
5. 有人说中国的改革是“摸着石头过河”,请问这样的改革有何好处?
6. 我国当前的金融体系中包含着哪些潜在的风险?

参考文献

Banco de Mexico, 1995, *The Mexico Economy, 1994 and 1995*, Mexico City.
Calvo, Guillermo, 1994, “Comments”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 298—303.

Dornbusch, Rudiger, 1993, “Mexican Competitiveness and NAFTA”, *US House of Representatives*, May 20, 1993.

Espinosa Marco and Steve Russell, 1996, “The Mexican Economic Crisis: Alternative Views”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 1996, Jan./Feb. pp. 19—44.

Kindleberger, C. P. 1996, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 3rd edition. MacMillan Press Ltd.

Whitt, Joseph Jr., 1996, “The Mexico Peso Crisis”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 1996 Jan./Feb., pp. 1—20.

Williamson, John, 1993, “Exchange-Rate Policy in Mexico”, *US House of Representatives*, May 20, 1993.

罗纳德·I. 麦金农:《经济自由化的顺序——向市场经济过渡中的金融控制》(中文版),中国金融出版社 1993 年版。

第 20 章

中国香港与台湾地区的金融制度

在发展中国家和地区中,中国的香港和台湾属于金融深化程度比较高的地区。其金融制度也存在不少独具特色的地方。在 1997 年的亚洲金融风暴中,这两个地区也受到了严重的冲击。但是从总体上来讲,这两个地区还是较为成功地抵御了这次突如其来的袭击。特别值得一提的是,香港的联系汇率制度得以维持。本章将对香港和台湾的金融制度作一个简要的介绍,并重点讨论香港的联系汇率制度。

20.1 中国香港金融制度概述

20.1.1 香港金融业简史(19 世纪 40 年代—20 世纪 90 年代)

香港金融业从其创立至香港回归成为国际金融中心的 150 余年时间,大致可以分为两个阶段:分界线就是 1941 至 1945 年日本军队占领香港期间。

1841 年,英商务总监义律宣布香港以英镑为货币单位,香港官方经济活动以英镑记录和计算。但是,香港市面上流通的仍然是各种银圆、铜钱等金属货币,而英镑流通量极小。作为与中国大陆进行贸易往来的货物集散地,这一时期香港适宜于采取追随中国大陆银本位制的做法。以货币制度而论,香港此时实行的是银本位制度。

60 年代,港英政府建立香港造币厂,以图统一香港币制,变市面上多种货币混流为单独港元流通。1872 年,汇丰银行被授权发行一元纸币。1895 年,港英政府授权汇丰、渣打两家银行为发钞行。此时,港币信用日增,港元纸币和支票使用比较普遍,公众一般很少向银行兑换白银。1913 年,港府一律以港元钞票为香港境内唯一合法的流通货币。



香港银行业肇始于 19 世纪中期,开始完全是英资或英印合资的银行。最早的是丽如银行(1845 年 8 月)。其后,渣打银行、有利银行等一批银行陆续在香港设立营业机构。值得一提的是,汇丰银行是在 1865 年才在香港注册成立。

中国资本和华侨资本的银行进入香港银行业要比外国资本晚半个世纪。当时,第一次世界大战时期和战后接踵而至的席卷西方世界的经济危机使得西方银行资本无暇东顾,华人资本银行遂乘势而起。总的来看,自 1917 年至 1938 年的 20 多年,是华人开始在香港设行营业的年代。

香港股票活动起源于 19 世纪 60 年代。1891 年,一些外国人首先在雪丁街创立“香港股票经纪协会”,并在 1914 年,易名为“香港证券交易所”。1921 年,一些华人同一些外国人联合组织了“香港证券经纪协会”。当时,全港不多的股票买卖都集中在这两会进行。

20 世纪初,香港金银交易趋于市场化。1910 年,香港华商联合成立“金银业行”,交易由买卖双方暗中握手成交。1920 年,港英政府华民政务司将其注册为“金银业贸易场”。1931 年,“金银业贸易场”正式采用上海标金交易所的制度,所有交易都要经中心结算交收。至此,香港金银业交易场更进一步成为香港的金银交易中心。

1920 至 1930 年期间,银价大跌。1934 年,美国政府高价购银,以图抬起银价,致使中国大陆和香港的白银大量外流。随着中国大陆被迫放弃银本位,香港也立即实施了相应的货币改革。内容大致如下:设立外汇基金,用以调整港元汇价;汇丰、渣打、有利三家银行发行的钞票为法偿货币;三家银行发行货币时,须以白银或英镑缴存外汇基金,换取货币发行凭证——负债证明书;港币和英镑的汇率固定于 1 英镑合 16 港元;民间白银以每盎司白银合 1.28 港元的价格收购,废除银本位,禁止银圆流通。1935 年的货币改革影响深远,为香港后来的现代货币制度的确立奠定了基础。自此以后,外汇基金成为香港金融体系的基石。

1941 年底至 1945 年 8 月,日本军队占领香港期间,香港百业萧条,金融业亦难以保全。直至 1945 年 8 月以后,香港金融业又重新活跃起来。这就是香港金融业第二个阶段的开始。

1945 至 1947 年间,外汇基金的管理者们不得不首先处理应付战争后遗症。按照外汇基金咨询委员会 1948 年的年度报告,截至 1948 年,战争对香港所造成的金融后遗症大部分业已解决,香港金融业回到正常轨道。此后,外汇基金基本上以持续盈余的姿态支持着香港货币体系的有效运行。

到了 60 年代下半期,情势发生了变化。由于英镑趋向弱势货币,港币对英



镑的离心倾向逐渐加强。到了70年代初期,随着布雷顿森林体系的逐渐解体,英国被迫放弃固定汇率,实行浮动汇率,英镑区自动解体。香港也就最终结束了英镑汇兑本位制。香港外汇管制完全废止,其外汇市场开始处于完全开放的自由交易状态。具体地说,从1972至1973年,香港外汇市场采用与美元挂钩的有一定波动幅度的浮动汇率制。之所以改为与美元挂钩,是由于此时香港对中国大陆和英国国际贸易收支比重大幅下降,而对美国和贸易收支多使用美元的日本的比重大幅上升。其后,香港外汇市场剧烈波动。鉴于美元跌势凶猛,为减少其对港元的冲击,港英政府遂宣布港元与美元脱钩,实行港币单独浮动。这段时间是1974年11月26日至1983年10月14日。至1975年2月止,港元相对于美元成为强势货币。此后的6年多时间,则一直呈贬值态势。1978年4月1日,《牙买加协议》确立了浮动汇率制的合法地位。港元浮动汇率制自然也成为70年代国际货币新体制的成员之一。就整体而言,70年代国际货币制度的大变革促进了香港金融国际化的进程,加速了香港作为国际金融中心的形成。其中,大量美元资金的注入,不仅活跃、扩大了香港当地的外汇市场、银行同业拆借市场、股票市场和黄金市场,而且也大大加强了香港与其他国际金融市场的金融联系。这是促使香港金融市场迅速扩大,由地区化走向国际化的重要因素。

这一国际化的进程主要表现在:(1)外资金融机构及其分支机构迅速增多;(2)外资财团在香港单独设立附属财务公司或参与收购华资银行股权及合资设立多国性财务公司;(3)银行业存放款的业务规模和国际银行资金转移存放的规模有相当发展;(4)债券市场国际化明显增强;股票市场发展可观,只是不够稳定,暴起暴跌。

进入80年代以后,明显缺乏作为“最后贷款人”的中央银行的大力支持,80年代初中英关于香港的谈判,以及1987年的世界股市危机都对香港金融体系形成一定的冲击。同时,鉴于香港回归,汇丰银行实行“平民化”,淡出其一直承担的某些央行职能,这使得及时建立相应的、健全的香港央行体系更为必要。

1983年10月,香港正式实行与美元挂钩的联系汇率制度。联汇制使外汇基金可以直接控制货币发行,这是港元发行体制的根本转变。1988年7月,外汇基金与汇丰银行之间达成的“新会计安排”,使外汇基金取代了汇丰银行最后贷款人的地位,实际上已担当起相当于央行的服务职能(通过注入或抽出资金影响市场利率)。1990年外汇票据的发行和1991至1992年政府财政债券的发行,使外汇基金调节货币供应量和利率的功能大大加强。到1993年,港府以外汇基金为基础,合并银监处,成立集服务、支持、调节及监督四大职能于一身的金融管理局。它实际上是香港的准央行机构。



20.1.2 香港金融体系梗概

1. 香港金融管理局。

香港金融管理局(简称金管局)是1993年4月1日由香港政府外汇基金管理局与银行监管处合并而成。金管局是高度专业化和人员相对稳定的香港合并管理机构。金管局实行垂直管理,设总裁1人,副总裁3人,以下5个部门分部、处、科三级和1个法律顾问室。总裁由港府财政司委任,并对其负责。外汇基金咨询委员会相当于金管局的董事会,每月例会,对外汇基金的投资运用及港府的金融政策进行研究,使金管局在管理外汇基金资产和实施金融政策时有所遵循。

金管局的主要职能是维持港币币值的稳定,确保银行业的安全稳定运作,促进金融体系的完善和发展。需要指出的是,香港金管局的职能与一般中央银行的职能有几点重要的区别:(1)没有发钞权。港币发行职能由法定的三家商业银行承担。发钞银行以1美元比7.8港元的汇价缴存美元发钞准备金,取得金管局在外汇基金账下发出的无息负债证书,然后可以发行等价港钞。(2)没有管理结算的职能,香港的票据结算所一直由汇丰银行负责管理。(3)不是政府的银行。

从目前的趋势看,如果香港未来的货币金融制度不出现大的变化,金融管理局极有可能发展成为香港的“中央银行”。

2. 三家发钞银行。

目前,三家法定发行港元的商业银行是汇丰银行、渣打银行、中国银行,其发行量占市场流通量的比例分别为80%、15%、5%。

(1) 汇丰银行:1885年,汇丰银行获准成为发钞银行。1990年,汇丰银行在英国成立最终控股公司,注册地由香港迁至英国。1995年,香港汇丰总资产为11725亿港元,占汇丰控股总资产的40%以上。长期以来,汇丰银行在香港扮演着“准央行”的角色。“九七”之后,汇丰银行仍然是发钞银行,并保持香港最大银行集团的地位稳定发展。

(2) 渣打银行:1862年在香港发行纸币至今。目前,在香港有127家分行,在我国内地投资规模属英资银行在华投资之首。

(3) 中国银行及中银集团:中国银行总行牵头,由港澳地区14家(香港13家)中资银行及各专业公司组成港澳中银集团。在香港这个金融竞争激烈的国际金融中心,这些银行都有着深厚的根基。以存款总额、分支机构和职员人数等指标考核,中银集团在香港银行集团中占第二位。



3. 发达的银行业和保险业。

在20世纪50年代至70年代中期,香港银行业的规模仍然很小。到了70年代后期,香港银行业迅速发展。目前,香港是世界四大银行业中心之一。依照《巴塞尔协议》的指导,香港银行业自1989年起实行资本充足比率制度,到1993年底,在香港注册的认可机构总体的资本充足率为17%,明显高于《巴塞尔协议》8%的最低要求。

香港保险业一直是各国保险公司的必争之地,1994年,获港府认可的保险公司共229家。按人口比例计,香港是世界上保险业竞争最激烈的地方。值得一提的是,中国人民保险(集团)公司全资拥有的香港中国人民保险(集团)有限公司年业务量占香港保险市场业务量的20%以上。

4. 功能齐全香港金融市场。

香港金融市场包括股票市场、黄金市场、外汇市场、金融衍生工具市场、债券市场。

(1) 股票市场。1986年香港四家股票交易所“四会合一”,合成香港唯一的股票交易所。1996年底,其总市值为34737亿港元,居世界第八位。由于受经济容量小、开放度大、上市企业门类窄以及政治因素的影响,香港股市具有波动幅度大、风险高、投机性强的特点。历史上有三次最严重的股灾:第一次是1973年,恒生指数最高为1774.96点,最低点是400.01点;第二次是1987年,一周内恒生指数暴跌1800点;最近一次的暴跌则发生在1997年8月至10月。

(2) 黄金市场。香港黄金市场是世界四大黄金市场之一。1974年港府宣布取缔黄金进出口管制,刺激了香港黄金市场的迅速发展。1995年,市场总成交黄金达2360万两。

(3) 外汇市场。香港外汇市场国际化程度很高,是全球24小时外汇市场的重要一环。1973年取消外汇管制后,香港外汇市场不仅形成港币可以自由兑换外币的市场,而且形成了以美元为主的各种外币互相自由兑换的市场。1995年4月,香港外汇市场成交量达910亿美元,居世界第五位。

(4) 金融衍生工具市场。目前,主要基础金融工具几乎都有衍生产品。1995年4月,香港外汇衍生工具和利率衍生工具日均成交量分别为560亿美元和180亿美元,分别居世界第五位和第八位。

(5) 债券市场。过去长期资本市场股票一枝独秀,债券市场很不发达。近年来,香港政府做了大量的相应工作,使债券市场有了较大的发展。到1995年6月,香港金融管理局累计发行外汇基金票据及债券508.4亿港元。香港债券市场成为世界上最活跃政府债券市场之一。

5. 香港金融业的特点。



在对香港金融业的 150 余年简史及现状作了介绍之后,对其特点再作一归纳:

(1) 独特的货币制度和联系汇率制度。

港币的联系汇率制度一直是香港金融制度的基础和核心。1983 年 10 月 17 日,港元与美元建立联系汇率制度:港币发行时必须向外汇基金以 1 美元兑 7.8 港元的固定汇率换取负债证明书,作为发钞的凭证。香港的货币制度与其汇率制度是融为一体的,其目的就是要稳定港元的汇率,而外汇基金这一特殊的机构则将两者巧妙地结合在一起。港币纸币发行由法定商业银行承担,硬币发行由港府自己进行。而控制货币发行、调节市场货币供求从而控制港元币值的职能,则是通过属于港府账目的外汇基金来执行的。外汇基金是港币发行的后盾。

(2) 没有明确的担当央行职能的机构,相关法则健全。

香港以经济自由化著称于世,它实行“小政府、大市场”的自由经济体制,其金融业也是如此。在其特定的历史条件下,香港采用由政府、公共机构和私人银行(汇丰、渣打银行)分担中央银行功能的金融模式。随着香港境内外业务日益扩大,香港已从一个地区金融中心转变为国际金融中心,这就要求香港有一个集中央银行职能为一体的机构来统一监督和管理金融活动。

144 尽管如此,香港金融方面的法制却是相当健全的。香港金融管理的最大特点就是以法治为中心,依法管理金融。香港政府依据国际惯例,制定和完善了一系列金融法规。1988 年港府根据《巴塞尔协议》的要求,规定了各级金融机构的资本充足率。1990 年 2 月 1 日起正式生效的《银行业务条例》对金融三级制进行了改革,尤其是对各级注册金融机构的最低实收资本额的限制有所提高,使香港提前三年实现了巴塞尔委员会有关资本充足比率的要求。

(3) “金融三级制”。

香港独特的银行制度“金融三级制”是把在香港从事存款及有关活动的金融机构划分为三个级别:持牌银行,持牌接受存款公司和注册接受存款公司,这三类机构的资本、流动资产、存款额、存款期、利率等方面各有明确规定。1990 年 2 月,“三级制”改革,将原来三级制的金融机构改为持牌银行、有限牌照银行和接受存款公司,旨在提高持牌接受存款公司的地位,鼓励海外银行或同类型的财务公司参与香港商业银行业务和进入证券市场。同时,规定在香港成立认可机构的时候,资本充足率不得不少于 8%,持牌银行的资本充足率应在 8%至 16%。这次改革实际上是向金融二级制的迈进。

(4) 高度国际化。

香港实行自由的金融政策,吸引了大批外资银行涌进。香港挂牌银行占



80%以上。外汇市场取消外汇管制,港币与外币自由兑换;证券市场则完全按国际惯例进行管理;香港金融业务以多元化和业务技术创新为主要特征实现了国际化;香港金融人才也国际化,一是人才来源不分境内境外,二是金融职员精通国际金融业务。

20.1.3 香港与内地的金融关系

1. 两个金融当局。

中国人民银行和香港金融管理局保持相互独立的关系。“九七”之后,香港金融管理局对香港特别行政区负责;中国人民银行不会取代香港金管局的位置,更不会在香港设立分行。同时,随着香港与内地之间的经贸联系日益紧密,两个金融当局之间需要进一步加强已有的在央行货币管理、银行监管以及金融基础设施等方面的密切合作。

2. 香港与上海。

过去十多年里,香港与上海对于中国的改革开放和经济发展都发挥了重要的、不可替代的作用。现在,香港回归之后,港沪问题日益为世人关注。如有日本商社认为,香港迟早会衰落,取而代之的将是正在崛起的东方都会上海。

作为长江流域的龙头,上海的金融贸易中心的发展前景是极为广阔的。但是,就金融业现状来看,上海在金融机构的数量、效率方面及股票、外汇市场,金融人才等各个方面都与香港有相当的距离,特别是上海的各金融市场还处于起步、组建阶段,金融市场发育成熟尚需时日。至少,从近期看,在人民币成为可自由兑换货币之前,上海还不可能成为国际性的金融中心,更不用说对香港的取代。

现在,比较通行的看法是,港沪各具特色,各有所长,应当互相合作,优势互补,以求共同发展。毕竟,在中国这样一个幅员辽阔、经济持续增长的国家中,必然要创建像香港、上海这样不止一个的区域性的国际金融贸易中心。

3. 香港与深圳的金融合作分析。

深圳与香港进行金融合作,较之中国其他内陆城市是有其更大的可能性的。

(1) 毗邻香港,无可比拟的地理位置优越性。这不仅指深圳与香港几乎不存在任何地理上的阻碍,还包含着深圳与腹地的交通便利。随着深圳空港、海港的进一步扩建,深圳高速公路网的形成,京九铁路的开通和广深铁路的改造,深圳地理位置的优越性将得到更进一步的强化和发挥。

(2) 深圳金融体制改革的深化。目前,深圳建立了以特区中央银行为核心,以国有商业银行和其他商业银行为主体,外资银行、其他非银行金融机构为补



充,银行业、证券业、保险业等各行业并举的多层次、多功能、外向型的特区金融组织体系;初步确立了以市场手段为主、行政手段为辅的特区中央银行宏观调控体系。在金融业务创新上,深圳也始终走在全国前列。

(3) 港深经济的互补性。A. 在产业合作方面,80年代建立起来的“前店后厂”模式,表明两地已形成了互补式的合作。B. 港深已形成日益密切的人物流动关系,深圳是香港进入中国内地的重要通道。C. 投资方面,香港资本是深圳最重要的外资来源。D. 深圳是香港鲜活产品的供应基地。E. 在城市功能合作方面,深圳已形成与香港的立体化、多渠道的对接,初步形成了与香港国际性的金融、贸易、航运、信息中心功能互补的条件。

(4) 从香港金融方面看,香港需要金融衔接。其一,竞争压力上升,新加坡、中国台湾以及正在崛起的上海都是其强有力的竞争对手;其二,国际金融市场一体化进程加快,层出不穷的金融衍生工具和国际投资热钱的流动,大大加剧了香港金融市场的外来风险;其三,香港银行和股市对房地产过分依赖,使其市场比较脆弱;其四,香港的金融成本越来越高,需要合作者的帮助以降低成本,保持其对外竞争力。

从上面的分析,可以认为:香港需要一个强有力的合作伙伴与之一起迎接挑战。而不管从地理位置还是从经济现状及体制形式来说,其最适合的合作伙伴就是深圳。深圳是香港金融业走向内地,扩大其经济腹地的跳板。从深圳来说,作为中国金融体制改革的试验局,深圳可以向中央争取更多的试验权,但是其金融体制并不是独立的,这就决定了深圳的金融体制改革,从而港深金融合作只能是循序渐进的。

20.2 中国香港的联系汇率制度

香港的联系汇率制度是其货币制度的基石。1997年夏,东亚金融风暴在首先席卷东南亚五国之后,旋即向香港的联汇制发难。从事后看,一方面可以认为联汇制比较成功地得以维系,另一方面也看到,香港经济的其他部分是为付出了惨重代价的。由于这个代价,就有必要对香港联汇制的制度安排和制度特点渐次地进行分析。

20.2.1 香港联系汇率制度简介

香港联系汇率制度是货币局制度(currency board)的一种形式。最早的货



币局是 1849 年在毛里求斯设立的,后来大约有 70 多个国家和地区相继采取了类似的制度,其中多数是受英国殖民统治的国家和地区。

香港联系汇率制度的逻辑很简单:政府设立一个外汇基金;有发行本币现钞资格的银行须按固定汇率(7.8 港币等于 1 美元)在外汇基金存入 100% 的外汇储备,换取无息的“负债证明书”,作为发行港币的依据;其他持牌银行向发钞银行取得港币时,也要以 100% 的美元向发钞银行进行兑换。这样,港币与美元的汇率就联系起来。

但是,在香港的公开外汇市场上,港币的汇率却是自由浮动的。无论是银行间的同业市场(批发市场),还是银行与公众间的现钞或存款往来(零售市场),港币汇率都是由市场的供求状况决定的。港币与美元之间固定(1:7.8)的联系汇率水平是在外汇市场上由汇率浮动实现的。具体地说,当投机活动使市场汇率低于联系汇率水平时(譬如说,港币贬值到 1:7.9 的水平),公众就会抛港币买美元。此时,发钞行就会按 1:7.8 的法定汇率从外汇基金以港币换取美元,然后在市场上抛售美元。发钞行套利的结果是,外汇市场上美元供给逐渐增加,港币供给逐渐减少,从而,美元与港币各自供求关系的变化就会使得市场汇率逐渐地由 1:7.9 向 1:7.8 的汇率水平回拢。^① 在港币升值的时候,也是同样的道理。联系汇率与市场汇率、固定汇率与浮动汇率并存,这是香港联系汇率制度的自稳定机理所在。

20.2.2 联系汇率制度的优点和弱点

香港是世界金融中心之一,而联系汇率制度就是香港金融业的基础。香港没有非常系统的货币政策,其货币政策安排与其汇率制度安排是融为一体的。如果说香港经济是一条船,联系汇率就是船锚(名义锚),它使香港经济在大风大浪中得以稳定。联系汇率的优点是显而易见的。它减少了因投机而引起的汇率波动,减少经济活动中的不确定性,使个人、企业、政府都有稳定的预期,从而有利于降低交易成本。此外,它还可以约束政府,使其理财小心谨慎。在 80 年代中英谈判前后和 90 年代香港回归过程中,联系汇率制度就起了积极的稳定作用。

联系汇率制度的弱点也是很明显的。分析如下:

^① 美元供给逐渐增加,美元利率降低,港币供给逐渐减少,港币利率上升。根据利率平价模型(显然,可以认为港币外汇市场满足利率平价模型的假设条件),两币利率的反向变动意味着市场套利活动将使港币汇率下降(港币升值)。



首先,港币的发行是以100%的美元现钞为储备金的,而现钞只是最狭义的货币(M0)。现钞之外,还有各种存款,共同构成广义货币(M3)。目前,香港流通中的现钞为820多亿港元,香港的广义货币(M3)为28000亿港元左右(1997年三季度数字),其中有16000多亿港元存款(约占广义货币的60%)和相当于11000多亿港元的外币存款(主要是美元存款,占广义货币的40%)。所以,香港虽然有超过7000亿港元的外汇储备,但是,如果有某种强大的外来冲击使公众信心动摇(在众志成城的情况下,很难相信单凭冲击本身能造成信用危机),从而有相当比例的港币存款要挤兑美元的话,香港就有可能发生信用危机。^①

第二,联系汇率制度使香港货币当局丧失了调整经济的灵活性。在货币政策方面,由于实行联系汇率制度,香港金融管理局(1993年4月以来的香港货币当局)在相当大的程度上就丧失了运用货币政策调整经济的能力。譬如,90年代以来,香港经济有过热现象,货币当局应适当调高利率,使经济降温,健康发展。但是,香港货币当局无法调高利率,因为港币与美元是固定汇率,港币的利率只能大体等于美元利率,否则套利行为将发生,迫使港币利率回到美元利率水平。^② 所以,当外部环境发生变化时,联系汇率制度的薄弱环节就会变得明显起来,也就容易成为投机者进攻的对象。

448

第三,且不谈港币利率高对香港经济的抽紧作用所带来的负面影响,就是对港币的影响也有两重性。一般说来,港币利率高有利于稳定港币。但是仔细想一想,港币与美元是固定汇率,港币利率为什么能比美元利率高?回答是,港币的风险高,公众认为联系汇率有可能失守,港币与美元的利差是对港币的风险补偿。如果注重于对港币汇率的分析,不妨可以这样理解这个利差:假设港币与美元利率相同,而港币汇率偏高(港币贬值),即,在浮动汇率的条件下理解联系汇率(固定汇率)下港币利率偏高的问题——对浮动汇率的压力被转移到利率上去了。这样算来,港币与美元的利差越大,说明港币的汇率风险越高,联系汇率制下的港币所面临的累积的贬值压力越大。所以提高港币利率一方面对港币有稳定作用(揽存港币),另一方面也是一个关于港币风险累积程度的预警指标(indicator)。所以,值得注意的是,倘若利差过大,公众对港币的信心就会动摇。

① 如果尝试着把美元储备理解为黄金储备,我们马上就会意识到,这种挤兑风险在传统上总是存在的,并不取决于联汇制。

② 按照利率平价公式: $R_{h.k.} - R_{u.s.} = (E_e - E)/E$, 由于港币实行联汇制,预期汇率 $E_e = E = 7.8$, 这意味着, $R_{h.k.} - R_{u.s.} = 0$, 即是说,在联系汇率制下,套利活动最终一定迫使 $R_{h.k.}$ 回到 $R_{u.s.}$ 的水平上来。



联系汇率制度的优点和缺点都源于它不能动,尤其在金融动荡时不能动。香港汇率问题之解在两个极端,要么固定不变,要么完全放开。如果联系汇率可以调整,那就必须完全放开,一步到位。将联系汇率调整到另一个水平上的设想是站不住的;因为汇率一旦更动,攻击就会不断发生,金管局能动第一次就能动第二次,以至频繁更动,直到完全放开为止。可以说,这是一个两极解(bang-bang solution)的典型案例,中间的解都是不稳定的。

专栏 20.1

改进香港联系汇率制度的方案

中国的香港是小型开放经济。香港的这一经济特点决定了它比较适合采用联系汇率制。在开放条件下,因为空间狭小,就缺乏足够的回旋余地来应付各种国际冲击,也就不一定要求有独立的货币政策。同时,鉴于美元在香港对外贸易和清算中无可比拟的首要位置,香港港币实行与美元挂钩的联汇制。可以这样说,实行联汇制就是在货币政策上使香港经济与美元经济联系更为紧密,亚洲香港和远在太平洋的夏威夷一样地接受、实行美联储的利率政策。70年代到80年代初的经验表明,香港不适合采用浮动汇率制,而联汇制则非常适合香港的经济特点。事实上,正是由于浮动汇率制行不通,香港才转向联系汇率制的;而联系汇率制也很好地完成了其历史使命,拯救香港于危难之间。所以,对于联系汇率制,目前大多不是讨论其存废问题,而是在肯定联系汇率制的前提下,对其某些环节提出改进建议。对此,香港理论界提出了数家改进方案,其中讨论较多的方案有两个。

第一个方案是香港科技大学七位教授提出的建立美元流动资金机制的方案。其要点如下:商业银行可以外汇基金票据作抵押,从金管局借入为期一周、三个月、六个月及一年的美元,到期还款时可以连本带利还美元或港币(按1:7.8汇率)。

在现行制度下,当炒家在外汇市场进攻港币时,港币供应就会变得紧张,香港银行同业拆借利率(Hibor)急升,影响正常经济运作。引入美元流动资金机制后,当港币银行同业拆借利率高企时,由于市场利益驱动,商业银行就会先向金管局筹借美元,而后在港币外汇市场上卖美元买港币,然后将港币拆借给银行同业,缓解港币需求,从而使同业拆息回落。银行目前之所以不愿卖美元买港币,是因为,万一联汇制崩溃,港币大幅贬值成真,手中大量持有港币就会招致巨额损失。所以,为稳妥起见,银行宁可放弃套利机会。引入此机制后,商业银行向金管局筹借美元时,可获得金管局授予的认沽期权,借款既可以美元还款,也可按固定汇率以港币还款,所以,商业银行此时不必惧怕港币贬值,可以放胆进行市场操作,从而稳定港币汇价。

科大的教授们认为,这个方案从整体上不会使港币供给量增加,也无需动用金管局的美元储备,金管局只是一个中间人。具体地说,炒家若要借入78亿元港币,银行可以先向金管局借入10亿美元,有此10亿美元作抵押,银行便可以多印78亿元港币借给炒家,拆借市场利率平稳。金管局的10亿美元从何而来?在欧洲美元市场上以市场利率借入。炒家借到港币后,要求港币兑换成美元。金融体系新增10亿美元,有备无患。炒家势必无机可乘。最后,由于债项期满,炒家须要偿还港币,又得将手中美元兑换成港币,偿还银行。如此这般,银行就换回美元,接着又收回炒家偿还的港币。这个方案中,金管局与银行只是中间人,



金管局鼓励银行自国际市场借入美元套取港币,从而“协助”炒家作国际市场借贷,“活跃”香港的相关市场。这个机制可以及时解决港币资金流动不足拆息高企的问题。本地同业拆息因此紧贴国际市场上的美元利率,变得较为稳定,香港不用再为捍卫联系汇率制而承受高息之苦,而炒家再攻击港币汇价时,已无法令利率飙升,也就无法在远期港币汇率及期货市场获利,相反,还要支付有关的手续费及借款利息。

科大的教授们称以上方案为“乾坤大挪移”(金庸语),意思是把炒家的压力转移到别处(国际市场)。此方案还有一个后手,即港币美元化。金管局要向公众表示,在万不得已时,宁可用外汇储备将港币全部收回,实现港币美元化,也不放弃联系汇率,从而实现真正的乾坤大挪移。

香港金管局总裁任志刚先生认为,科大几位教授的方案行不通。银行通过金管局借入廉价美元,然后卖出美元买入港币,再向同业市场提供港币;如果炒家美元力量雄厚,就会继续购得廉价港币,加倍进攻港币汇率。金管局的美元储备总是有限的,所能筹借的欧洲美元也总是有限的。所以,最终的问题还是信心问题。任先生的这个评价略嫌简单了。的确,很难找到一种尽善尽美的汇率制度安排,能足以防御相关的系统风险。但是,可以认为,美元基金方案能够提高防御能力,应付较大规模的外来袭击——在很多国家(地区)的资本市场有机可乘的情况下,很难想象全世界的大部分投机资本会同时来袭击比较健全的香港联系汇率制。

第二个方案是由浸会大学教授曾澍基提出的现代货币局制度的方案。这一方案又称AEL方案(AEL是阿根廷、爱沙尼亚和立陶宛三国的简称)。

151 现代货币局制度的基本框架如下:成立货币局,按照百分之百的储备来发钞和赎钞,商业银行须在货币局开设准备金账户。货币局保障按固定汇率自由兑换商业银行在货币局的准备金。也就是说,货币局保障对基础货币的自由兑换(流通中现金加商业银行在货币局的准备金)。这样港币与美元之间的套利活动可以直接在货币局(央行)和商业银行之间进行,不需要搬运货币现钞。假如联系汇率为1美元等于7.8元港币。甲银行背离此汇率,使用新汇率为1:8,这时乙银行可以卖100万美元给甲银行,得800万元港币,然后将这800万元港币存入货币局,得到102.6万美元(按1:7.8)。这样,乙银行立即得到2.6万美元的利润,而所有这些交易能够在20秒钟内完成,不需要搬运现钞。因此,在新制度下,银行没有背离联系汇率制的动机。目前,香港金管局对此方案有正面评价(非官方)。

曾教授的现代货币局方案的关键是套利活动不用搬运现钞,从而节约套利的交易成本,加快银行对市场汇率波动的反应速度。虽然香港目前的联系汇率制度不是真正的货币局,但非常接近现代货币局制度,所以,曾教授的方案对香港现行的联系汇率制度的改进是很有限的。

应该指出的是,在此方案下,银行在央行的5%准备金,对小型银行而言有一定的困难;而且,准备金并不生息,只是变相增税,增加银行经营成本,削弱了香港作为国际金融中心的比较优势。另外,现代货币局虽然能够形成铁板一块的联系汇率(这一点已被阿根廷、爱沙尼亚和立陶宛的经验证明),但这个固定汇率实现100%的压力转移,给经济的其他方面造成很大的负担。所以,现代货币局并不能保证经济不衰退,或者失业率不会上升。它的作用就像泄洪闸,只是把外界对联系汇率制的冲击转移到经济的其他领域。

20.2.3 在坚持联系汇率制度的前提下调整香港经济

香港的经济必须调整,香港不再是购物者的天堂,香港变得太昂贵了。1983至1996年,香港的平均通货膨胀率为7.79%,美国平均只有3.55%,而港币与美元的汇率一直没变。这样港币实际升值幅度非常大。有人认为香港的通货膨胀主要是由非贸易品引起的,其贸易品价格上涨幅度与美国基本相同。即使把这一因素考虑进去,港币的实际升值也是很明显的。这一矛盾在东南亚发生金融危机以后(各国货币平均贬值40%以上),就更加突出了。因此,香港的经济必须调整,以增强其竞争力。

从长期来看,提高生产力也是调整的办法,但是,这需要时间。从近期来看,调整的方法主要就是两种:一是港币贬值;二是物价调整,将整个楼市、股市价格及工资水平向下调。

在近期的背景下,联系汇率制还需要坚持。一种货币贬值本身不是大不了的事情,全世界最有影响的几种硬通货的汇率也是经常变动的,而且有时变动幅度还相当大。但是,港币有所不同。现在放弃联系汇率制就会动摇公众的信心,不但不能达到调整经济的目的,反而会引起不稳定预期;而且,一旦这种预期自我加强,就有可能引起香港经济更大的动荡和损失。^①

联系汇率不宜动,而香港经济又必须调整,剩下的途径就只有一条,那就是调整物价,包括楼价、股价以及工资水平。目前(1998年中期),香港楼市较1997年夏天已经下降了大约30%左右,股市从16000点掉到11000点,下降了30%左右。与楼市和股市相比较,工资调整非常痛苦,而且粘性也很强,一时之间难以下调。这也意味着,香港工资持续上升的可能性变小了。总之,香港经济的调整过程已经开始,其物价水平(广义)正在下调。既然汇率不能动,就只此一条路了。如果中国大陆经济继续发展良好,从而香港的生产力可以进一步提高,加之物价下调,香港的经济就能较快地回到有竞争力的均衡状态。

在理论上,联汇制只是一种选择。从实际数据(图20.1)看,自1997年7月份以来,港币利率始终高于美元利率。从1997年10月到1998年3月,港币利率一直高出美元利率许多,利差最高时达到8个百分点。正如前文分析,这个利差意味着,市场认为联汇制有可能失守,因此要求在利率上对预期汇率风险

^① 说联系汇率近期必须坚持不等于说要永远坚持。在固定汇率的条件下,以调整价格水平的方式完成经济调整,成本很高,也很痛苦。也许,最理想的状况是:在这场金融危机过后,在某一个闷热的星期五下班之后(或者在一个大年初二),大家放假的时候,金管局突然宣布改联系汇率为浮动汇率。

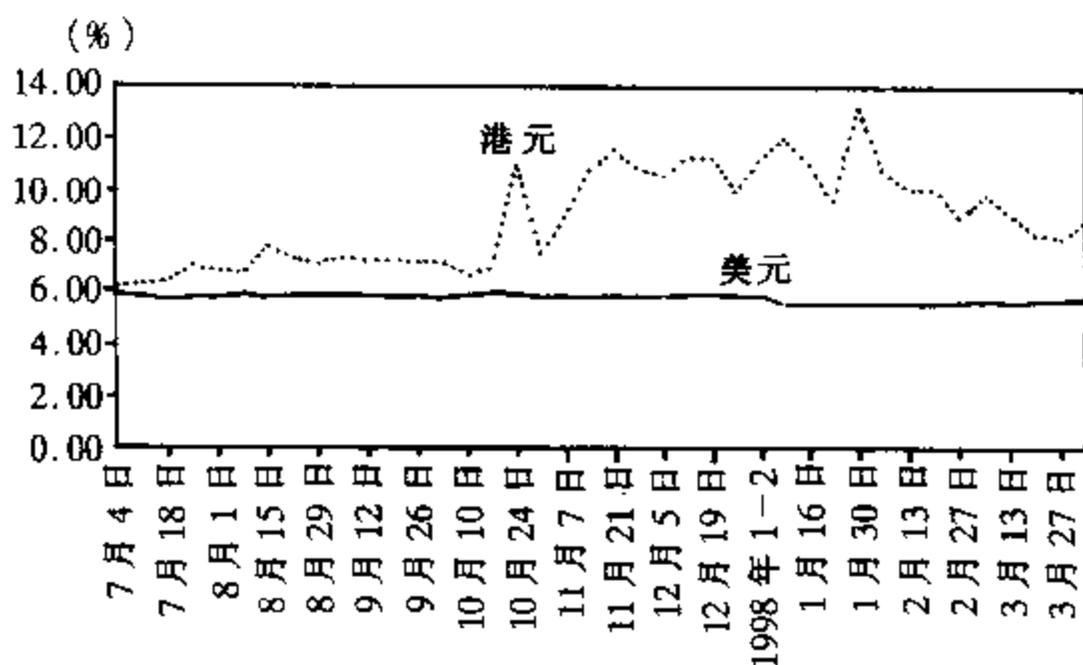


图 20.1 一年期美元存款利率和港币存款利率
(1997年7月4日—1998年4月3日)

给予补偿。同时,还可以看到,利差的时间趋势在1998年2月以后逐渐趋小。如果港币利率在将来逐渐接近美元利率,就说明市场所要求的风险补偿(用利差衡量)在逐渐缩小,也预示着香港的经济调整接近成功,香港经济在接近其均衡点。这些调整的完成可能是通过物价水平的下降,或是通过生产力的提高,也可能是因为大陆经济的看好。总之,当香港经济接近其均衡点时,是坚持还是放弃联系汇率已经无关紧要了。

20.3 中国台湾的金融制度

20.3.1 中国台湾金融体系的基本特征

台湾国民党当局起初将金融体系置于严密管制之下,直至80年代,迫于主客观环境的需要,才放宽管制,推动金融的自由化。

1. 金融二元性。

金融二元性是台湾地区现行金融体制的最重要特征。所谓二元性是指已纳入管理的金融体系与未纳入管理的金融体系分庭抗礼。已纳入管理的金融体系是指依金融法规登记成立,并接受金融主管机关依法管理约束的货币市场、资本市场和金融机构三个部分。在各类金融机构中,本地区一般银行最为重要。以1990年为例,一般银行占全体金融机构总资产、放款与投资以及总存

款的比例,分别高达 53.3%、63.5%和 46.2%。相对于金融机构,台湾地区的货币市场与资本市场规模有限,重要性亦有限。所谓未纳入管理的金融体系,泛指未依金融法规依法登记成立,不受金融主管机关直接管理约束而从事金融借贷的市场,它包含私人、家庭与企业间所有未通过上述已纳入管理的金融体系而发生的借贷行为。这种民间借贷,除了储蓄互助社、融资性租赁与分期付款公司以及金融投资公司之外,都无正式组织存在,市场也多狭隘且零碎;在金融交易形态方面,则呈现出多样性,包括互助性储蓄与存款、质押借款、远期支票借款、存放厂商、民间互助会(标会)等。

2. 资金流量关系与存放款结构。

家庭部门一直是台湾地区经济体系中最重要剩余资金来源,当局迄 1988 年止也有相当的资金剩余。这些剩余资金多通过金融体系提供给“公、民营”企业使用,或自 1989 年起用以融通当局的财政赤字。又自 80 年代中期起,相当大比例的地区内储蓄转化成外汇存底,通过巨额贸易顺差,用于融通地区外部门。

在存放款结构方面,由于地区内物价长期保持平稳,提高了居民长期存款的积极性。一年期以上定期与定期储蓄存款占一般银行总存款的比例呈上升趋势,由 1961 至 1970 年的 44.9% 逐渐上升至 1991 至 1995 年的 67.75%;一年以上的中长期放款比重也由 1961 至 1965 年的 30.1% 逐渐提高到 1991 至 1995 年的 65.51%。

3. 金融发展指标。

台湾地区的金融发展可以通过两个指标来反映:一是货币供给 M2 占 GDP 比例,此为常用的金融深化指标;另一个是金融部门对 GDP 的贡献率。这两个指标自 50 年代以来一直呈稳定上升趋势。特别是到 80 年代下半期,更有大幅跃升。以 1990 年为例,这两个指标的水准值已超过美国和日本。

由于贸易开放程度日增,金融体系逐渐发展,同时与生产无关的资产性交易及转移性交易比重上升,台湾地区的货币需求弹性大于 1,进而造成 M2 占 GDP 比例上扬。此外,在当局严密管制下,新的金融工具引进缓慢,银行存款是居民保有金融资产的主要工具,这也有助于 M2 占 GDP 比例的上升。而在 80 年代下半期,股市与房地产交易热络,六合彩等金钱游戏盛行,与生产无关的投机性货币需求大增,这是 80 年代下半期 M2 占 GDP 比例大幅跃升的主要原因。

但是,台湾地区在银行存款以外的金融工具不多,且很少允许设置新的准银行金融机构。所以,就非银行金融机构(如融资公司、金融投资公司、储蓄金融互助公司、住宅金融公司、商人银行公司)占全体金融公司总资产之比例而言,中国台湾甚至比印尼、印度、巴基斯坦等发展中国家和地区还低得多。



20.3.2 中国台湾的金融政策

1. 金融政策的目标与演变。

台湾的金融政策目标除了维护金融体系的安定、维持总体经济之稳定与促进经济增长之外,维护社会公平亦属重要的一环。过去部分出于发展“公共”资本、节制私人资本、避免金融力量遭财团滥用,以及将金融业的独占利润收归“全民”共享等想法,当局将许多主要银行维持“国营”,并限制“民营”金融机构的新设。另外,为了解决利率管制下,弱势借款者(如中小企业、农业与低收入家庭)得不到银行融通的“不公平”现象,台湾当局还采取了实行中小企业与农业特案融资、设立中小企业银行与中小企业信用保证基金、鼓励消费者放款等措施。

金融政策的目标及其相应的演变,自 1945 年起的 50 余年间大致可分为三个阶段:第一阶段,以外汇与币制改革以及鼓励存款等措施成功地抑制了物价膨胀。自 50 年代至 70 年代末期,在保证总体经济稳定的前提下,推行了许多以维护金融安定及促进经济增长为目的的金融管制与干预措施。自 70 年代末期起,逐步实行利率自由化,放宽外汇管制,成立境外金融中心与外币存款中心,开放金融机构新设以及扩大金融机构业务范围等,这些金融改革旨在提高金融体系的经营效率,充分发挥其推动经济成长的功能。

2. 金融干预。

台湾当局对正式金融体系一向施以严格管制,并且广泛干预。主要的金融干预有:利率管制、选择性信用配给、银行“国营”以及进入管制。

为了降低资金成本以及刺激投资与出口,金融当局将银行利率设定在低于市场均衡利率的水准上。而为了解决由此产生的可贷资金超额需求问题,金融机构常借助于与借款者生产力无关的准则来配给信用。这使得资金配置效率低下、补偿性存款与回扣盛行、中小企业受歧视以及非正式的金融体系得以繁荣。同时,金融当局也常常要求金融机构对特定的经济活动、产业或借款团体扩张或限制贷款,以图稳定经济、促进经济成长或平衡银行放款在各类借款者间的可取得性。

当局拥有并管理大多数本地区银行。在 1991 年允许设立“民营”银行之前,16 家本地区银行中只有 4 家“民营”银行(政府股份少于 50%)。银行“国营”对银行业的经济效率造成相当大的损失。各种管制与限制使得“国营”银行在引进金融创新方面异常缓慢,几近无效率。此外,“国营”银行的贷款被“监察院”视为当局的资产,“国营”银行的办事员对于呆账难以免除责任,故多不愿意

承担风险,在允诺贷款时,也多强调要有担保品。

在 80 年代以前,当局为了防止金融机构的竞争危及金融稳定,对地区内金融机构及其分支机构的增设保持严格的控制,同时对银行从事证券业务也实行严格的限制。

3. 80 年代的金融自由化。

自由化的主要推动力包括来自过去干预的不良经验、外国要求开放中国台湾金融市场的压力以及在 80 年代末期台湾地区经济环境的变迁(财力的迅速积累)。

台湾当局在解除金融管制等方面,进展最显著的是利率自由化。自 1980 年 11 月起,当局采取渐进策略,使银行利率逐步自由化,最后在 1989 年 7 月修正银行法,结束了台湾当局对利率管制的历史。自此,银行存放款及其他金融工具的利率,原则上都由市场决定。但是,由于绝大多数主要的银行属“国营”银行,故一般相信,“中央银行”对利率的决定有一定的影响。

对本地区以及外国银行设立分行的问题,当局也逐渐地放宽控制。如每家本地区银行每年最多可增设的分行数,到 1992 年 8 月由 1984 年之前的 2 家增至 5 家。在 80 年代后期,对外国银行大部分经营上的限制也取消。1989 年修正银行法,开放新“民营”银行的设立。

在股票市场、货币市场与保险公司方面,当局也逐渐放宽进入限制。1988 年 5 月,“财政部”允许新证券商成立,1993 年允许本地区的人设立新的保险公司。1992 年 5 月,“财政部”开放货币市场,允许银行办理股票债券经纪以及自营业务,并从 1995 年起准许新证券金融机构的新设。

在开放“民营”银行新设的同时,许多台湾的经济学者主张“国营”银行“民营”化,以使之免除严格的当局管制,适应新“民营”银行设立后激烈的市场竞争。然而,由于既得利益集团的阻挠,“国营”银行“民营”化的改革几乎没有任何进展。

4. 促进成长的金融改革。

在 80 年代着手从事银行利率自由化之前,台湾“央行”一度以为压低银行利率,降低利息成本,进而促进投资出口,是促进经济成长的有效手段,故常常将银行利率抑制在市场均衡水准之下。抑制银行存放款利率,实际上是对存款者课税,对借款者补贴。结果,金融机构可贷资金的供给小于需求,这就需要使信用配给来分配有限的可贷资金。其间,纷纷出笼的金融政策包括:出口融资、中小企业融资、战略性产业融资、工业融资、机器进口融资、设立专业银行与创业投资公司等。

60 年代以来,随着出口导向型经济成为经济发展战略,出口融资与其他的



出口激励措施,一起扮演着重要角色。这使得出口厂商以优惠利率获得资金融通。到70年代后期,随着台湾经济开始产生贸易盈余,“央行”逐渐降低出口利率补贴。

中小企业是台湾经济的主力。以1990年的制造业而言,其数目占制造厂总数目的98.3%,出口值占制造业出口值的60.5%,总销售额占39.4%,就业人数占制造业就业的71%。但是,由于中小企业缺乏健全的会计制度和资金预算的专门知识,缺乏足够的担保品,它们要想从受管制的正式金融体系获得信用是很困难的。对此,当局采取了相应的补救措施。最重要的是设立八家中小企业银行对中小企业提供中长期资金,成立中小企业信用保证基金以分摊金融机构对中小企业融资的倒账风险。

另外,“央行”还经常采取一些专案贷款政策,以指导资金配置、调节融资需要。各“公营”商业银行与专业银行在贷放出这些专案贷款后,再向“中央银行”以优惠利率再贴现。

在80年代,产业结构的改善成为重要的政策目标。当局对按一定标准挑选出来的战略性产业的厂商提供特别的中长期低利率贷款,其贷款利率低于基本放款利率175至275个基本点。

150 20.3.3 金融制度的绩效

1. 金融安定。

当局对金融体系的安定予以高度重视。从1963到1993年,整个金融体系大体上维持了相当安定的局面。从呆账比例来看,银行体系在1977至1991年期间的呆账比例只是在1%至2.5%之间波动。这一比例远比邻近发展中国家和地区低。从经济效率的观点看,“公营”银行采取保守作风固然可能损害了企业的发展契机,却的确发挥了维持金融安定的作用。这也是信息不对称情况下极其自然的次优选择。

但是,从1995年下半年以来,台湾地区金融体系频生挤兑风波。其直接的原因大致如下:1993年下半年以来的股市与房地产不振、金融机构的内部监控制度不健全、基层金融机构多与地方联系、“民意代表”或财团的关系密切,以至放款品质较差,金融检查制度不健全等。同时,也应看到,80年代以来的金融自由化在推动上的偏差也是一个重要的原因。金融自由化的改革侧重于利率自由化以及市场的开放,而对金融监管没有给予相应的重视。利率自由化与“民营”银行新设等市场开放措施使金融机构之间的竞争加剧。为了拓展业务,金融机构扩大承做风险性较高的放款与投资。在金融机构放款品质下降,承担风



险提高的情况下,缺乏相应的金融监管制度就意味着给金融事件的爆发敞开了道路。

2. 激励与动员储蓄。

台湾地区的储蓄毛额占 GDP 的比例从 1951 至 1960 年的 14.9% 稳定上升至 1981 至 1990 年的 33.2%。然后下降到 1991 至 1995 年 27.5%。在 80 年代中期,台湾地区的储蓄率甚至名列世界前茅。

经济成长快速、物价稳定、巨额“政府”储蓄、社会保障制度不健全、消费融资不易取得以及中国人传统的节约观念和为子女成家立业预备储蓄等都是台湾高储蓄率的促成因素。就金融方面来说,实际存款利率为正值、长期存款与邮政储金之利息的免税优惠、金融机构遍布台湾、金融机构鼓励储蓄的宣传,以及民间借贷的较高利率等,都有助于提高储蓄率。

从历年统计数据来看,尤其是在 80 年代中期以前,台湾地区的金融体系在动员家庭储蓄供应企业投资方面,是相当称职的。

3. 资金配给效率。

在一个健全的金融体系中,若利率机制能有效地运作,资金将全部贷给投资回报率在市场均衡利率以上的借款者。从这一点看,由于台湾“央行”的利率政策管制,台湾地区的金融体系在资金配置方面,必然是不能令人满意的。最常遭受批评之处包括:重生产,轻消费;承做中长期放款的意愿低落;在进行信用配给时,过于看重抵押与保证,轻视借款用途本身的获利能力;“国营”事业、大型企业与出口产业较受青睐,而“民营”中小企业、进口竞争产业与非贸易产业则饱受歧视;常常是具有特殊身份、愿意付予回扣或接受放款回存条件者,才能贷到款等。

具体地说,在这种资金配置形态下,极具商机的创新性投资方式由于缺乏足够的抵押品而受挫;企业以逐次展期方式,将短期贷款充当长期投资,虽可勉强克服中长期资金的问题,却使企业营运处于高度的流动性风险中。一般认为,台湾“国营事业”的经济效率低于“民营”企业,大企业的投资回报率未必高于中小企业,所以金融机构对“国营事业”及大企业的放款偏好是不利于提高资金使用效率的。重生产、轻消费,重出口、轻进口,固然有助于台湾地区的出口扩张,却导致了 80 年代的巨额贸易顺差与超额储蓄问题。

20.3.4 民间借贷市场的成因及作用

台湾民间借贷盛行,是有其深刻的成因的:

1. 自发性因素。这主要是指台湾地区经济社会在交通、教育、收入分配与



观念风俗等方面存在着二元结构,使得正式的金融体系对部分地区、收入阶层或企业等难以提供服务,因而传统的民间借贷得以续存,对这些地区、收入阶层或企业等提供服务。台湾地区中小企业财务不健全、会计报表不可靠以及逃税风气普遍、地下经济盛行,皆属自发性方面的促成因素。

2. 反应性因素。这主要是指当局的不正当干预以及市场失灵,使得正式的金融体系无法善尽其金融中介的职能,从而民间借贷应需要而产生。在台湾地区金融自由化之前的银行利率管制、金融机构新设与营业范围的限制、银行“公营”以及信用分配管制等金融压抑措施,则属反应性方面的促成因素。

3. 民间借贷本身所具有的市场竞争优势。以台湾地区而言,其优势包括:经营较为灵活、手续简便、具私密性、放款迅速、管理成本较低以及由于与借款者的亲戚、朋友、同事或雇佣关系或业务往来,贷款者对借款者的信用状况较易掌握,从而在一定程度上克服了信息不对称所产生的困扰,信息成本较低等等。

4. 当局的有意宽容。民间借贷之所以在台湾地区持续存在且比重甚高,除上述原因外,主管当局的有意宽容政策也是一个重要成因。

不论其成因如何,民间借贷在台湾地区都扮演了弥补正式金融体系功能不足的角色,为未能获得正式金融体系融通的资金需求,特别是台湾地区的中小企业提供了一条融资渠道。为数众多的中小企业是台湾地区开发海外市场的功臣,但多得不到正式金融体系的充分融通,故资金来源依赖民间借贷的比例很高。民间借贷对台湾地区经济发展应有很大的正面贡献。在民间利率是借款者资金边际生产力的完全反映的假设下,许嘉栋与郭平(1984)对民间借贷市场于1965至1982年期间对资金配置的贡献作了尝试估算。其结果显示,民间借贷使得“民营”企业地区内借款(含金融机构借款)的总生产力在该期间平均提高了6.027%,或使得GDP平均每年增加了1.226%。

本章小结

1. 中国香港是世界重要的金融中心。其金融体制有下述重要特点:(1)实行与美元挂钩的联系汇率制;(2)没有明确的中央银行;(3)实行金融三级制,将存款机构分为持牌银行、有限牌照银行和接受存款公司;(4)高度国际化。

2. 中国香港的联系汇率制度是其货币制度的基石。香港联系汇率制度的逻辑很简单:政府设立一个外汇基金;有发行本币现钞资格的银行须按固定汇率(7.8元港币等于1美元)在外汇基金存入100%的外汇储备,换取无息的“负债证明书”,作为发行港币的依据;其他持牌银行向发钞银行取得港币时,也要

以 100% 的美元向发钞银行进行兑换。这样,港币与美元的汇率就联系起来。

3. 1997 年夏,东亚金融风暴在首先席卷东南亚五国之后,旋即向香港的联汇制发难。从事后看,一方面可以认为联汇制比较成功地得以维系,另一方面也看到,香港经济的其他部分是为付出惨重代价的。这次危机暴露了联汇制的一些弱点。鉴于联汇制对香港的重要意义,联汇制本身在短期内是不能动摇的,但是不少学者认为可以在现行框架内对联汇制作一些改进。

4. 中国台湾地区金融体制的基本特征是:(1)金融二元性的特点非常突出;(2)家庭部门是最主要的资金来源单位;(3)某些金融发展指标较为超前,但银行存款以外的金融工具并不发达。台湾当局曾长期将金融体系置于严密控制之下,但是自 80 年代以来,金融自由化进程取得了一定的进展。

复习与思考

1. 中国香港金融业有哪些主要的特点?
2. 香港联汇制的自动稳定机理何在?
3. 既然港币发行有 100% 的美元作保证,那么从理论上说,港币和美元之间的联系汇率在任何情况下都是可以维持的,那么为什么国际投机商还要对联汇制发起攻击?
4. 在亚洲金融风暴中,联汇制成功地得以维持,但香港还是遭到了巨大的损失,这些损失主要表现在哪些方面?
5. 中国台湾地区的金融制度和内地有何相似之处?
6. 中国台湾地区的民间借贷市场为什么得以盛行?
7. 试对中国台湾地区金融制度的绩效作一个简单的评价。

参考文献

- H. K. Monetary Authority, 1995, *Money and Banking in H. K.*.
- IMF, August 1997, "Currency Board Arrangements Issues and Experiences", *Occasional Paper* 151.
- IMF, August 1997, "H. K., China Growth, Structural Change, and Economic Stability During the Transition", *Occasional paper* 152.
- Tsang Shu-ki, 1997, "Attack at the Safe Haven: Whither Hong Kong's Currency Board System?" H. K. Baptist University, *BRC Papers on China*.
- 《香港与内地二十一世纪金融市场发展国际研讨会(参考资料集)》,北京大学金融与证券研究中心、香港城市大学亚太经济研究中心。
- 王宇:《香港联系汇率制度浅析》,《金融时报》1997 年 11 月 3 日第 2 版。

饶余庆:《论固定汇率制和通货发行局制》,《金融时报》1997年10月27日第2版。

陈元主编:《香港金融体制与一九九七》,1996年第1版。

雷鼎鸣,《不战而屈人之兵——为港元危机断症》,香港《明报》1997年11月18日。

易纲、方星海:《东南亚国家和墨西哥金融危机对中国的启示》,《国际经济评论》1998年1—2。

李罗力主编:《金融风暴 东南亚金融危机透视》,贵州人民出版社。

第 6 篇

货 币 政 策



第 21 章

货币政策：目标、工具与操作

货币政策是经济理论研究、实践和争论的焦点。在本书接下来的几章中，我们将着手探讨货币银行学中这一激动人心的领域。根据广为接受的定义，货币政策是指中央银行为实现特定的经济目标而采用的各种控制和调节货币、信用及利率等变量的方针和措施的总称。一个完整的货币政策体系包括货币政策目标体系、货币政策工具体系和货币政策操作程序三大部分。这一体系不但全面反映了中央银行货币政策体系的总体框架和精神实质，同时还带有经济发展与制度演进的历史印记。同前面缜密的理论分析相比，在这一部分我们将对历史和实践给以更多的关注。内容共分 3 节：货币政策目标；货币政策工具；货币政策操作——联邦储备系统的实践。

4033

21.1 货币政策目标

货币政策的目标是指中央银行采取调节货币和信用的措施所要达到的目的。按照中央银行对货币政策的影响力、影响速度及施加影响的方式，货币政策目标可划分为三个层次，即最终目标、中介目标和操作目标。

21.1.1 货币政策的最终目标

最终目标是指货币政策在一段较长的时期内所要达到的目标，目标相对固定，基本上与一个国家的宏观经济目标相一致，因此最终目标也称作货币政策的战略目标或长期目标。

1. 最终目标的内容。

概括地讲，各国货币当局货币政策所追求的最终目标主要有四个：稳定物价、充分就业、经济增长及国际收支平衡。

(1) 稳定物价。稳定物价通常是指设法促使一般物价水平在短期内不发生显著的波动,以维持国内币值的稳定。鉴于通货膨胀对资源配置效率、财富分配及稳定的预期等方面的负面影响,各国一般都把反通货膨胀、稳定物价作为一项基本的宏观经济政策。在现代信用货币流通条件下,物价波动总体上呈上升趋势,因此,中央银行货币政策的首要目标就是稳定物价,将一般物价水平控制在一定的范围之内,以防止通货膨胀。尽管在物价波动的容许幅度上不同的经济理论相互之间还存在着争议,但从各国货币政策的实际操作来看,中央银行大都比较保守,一般要求物价上涨率必须控制在2%—3%以内。

(2) 充分就业。较高的失业率不但造成社会经济资源的极大浪费,而且很容易导致社会和政治危机,因此各国政府一般都将充分就业作为优先考虑的政策目标。所谓充分就业即指劳动市场的均衡状态。劳动市场处于均衡状态时的失业率即称自然失业率。当失业率等于自然失业率时即称实现了充分就业。但长期以来人们对自然失业率的衡量及估计上存在着分歧。从理论上讲,自然失业率应等于事实上的工资膨胀率和预期工资膨胀率相等时的失业率,但是预期工资膨胀率无从测定,因此人们通常用平均失业率来估计自然失业率。从各国实际的执行情况看,对自然失业率的标准也是灵活掌握的,如1971年美国国会联合经济委员会在《联合经济报告》中提出美国长远的合理目标应当是使失业率不超过3%,1978年《美国就业法案》又规定失业率不超过4%即为充分就业。

(3) 经济增长。关于经济增长,经济学界至少有两种理解。一种观点认为,经济增长就是指国民生产总值的增加,即一国在一定时期内所生产的商品和劳务总量的增加,或者是人均国民生产总值的增加。另一种观点认为,经济增长是指一国生产商品和劳务能力的增长。同前一种观点相比,后一种观点更强调增长的动态效率。

世界各国由于发展阶段及发展条件的不同,在增长率的选择上往往存在差异。大多数发展中国家较发达国家更偏好于高的增长率,对本国的货币政策也会有相应的要求。但长期以来人们对货币政策能在多大程度上影响增长一直存有激烈的争论。目前较为多数人所承认的看法是,中央银行的货币政策只能以其所能控制的货币政策工具,通过创造和维持一个适宜于经济增长的货币金融环境,促进经济增长。

(4) 国际收支平衡。国际收支平衡是指一国对其他国家的全部货币收入和货币支出持平、略有顺差或略有逆差。国际收支平衡又可分为静态平衡和动态平衡。其中静态平衡是指以1年周期内的国际收支数额持平为目标的平衡,只要年末的国际收支数额相等,就称之为平衡;动态平衡则是指以一定时期(如3



年、5年)的国际收支数额持平为目标的平衡。目前在国际收支管理中动态平衡正受到越来越多的重视。由于国际收支状况与国内市场的货币供应量有着密切的关系,所以对于开放条件下的宏观经济而言,一国货币政策的独立有效性正面临越来越严峻的挑战。

2. 最终目标相互之间的关系。

上述四项目标几乎具有同等重要的社会福利含义,但在实际的政策操作中,由于它们并非都协调一致,相互间往往存在矛盾,政策目标的选择只能是有侧重而无法兼顾。具体而言,除经济增长和充分就业之间存在正相关关系,具有较多的一致性之外,各个目标相互之间都有矛盾。

首先是充分就业与物价稳定之间的矛盾。对两者关系最经典的描述是所谓的菲利普斯曲线。该曲线表明,失业率与物价变动率之间存在着一种此消彼长的相互替换关系(见图 21.1)。从图 21.1 可以看出,如果一个社会(或政府)倾向于高就业,比如将失业率控制在 4%,为此必然要增加货币供给量,降低税率,扩大政府支出,以刺激社会总需求的增加;总需求的增加在一定程度上又将引起一般物价水平的上涨,比如上涨率为 7%,组合的结果即图 21.1 中的 A 点。

相反,如果一个社会(或政府)更偏好于物价稳定,比如 5% 的物价上涨率,为此必然要缩减货币供应量,提高税率,削减政府支出,以抑制社会总需求的增加;社会总需求的压缩,又必然导致失业率的升高,比如升至 10% 的水平。组合的结果即图 21.1 中的 B 点。因此对决策者而言,可能的选择只有三种:(1)失业率较高的物价稳定,如图 21.1 中的 A 点;

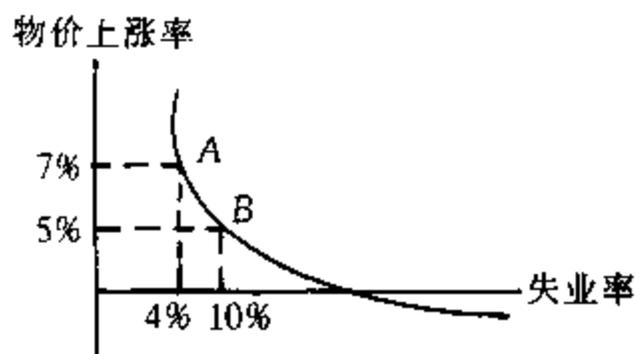


图 21.1 菲利普斯曲线

(2)通货膨胀率较高的充分就业,如图 21.1 中的 B 点;(3)在物价上涨率和失业率的两极之间进行组合,即所谓的相机组合,如图中 A、B 之间的区域。

物价稳定与经济增长之间的矛盾存有较多的争论。一种观点基于对物价稳定和充分就业之间关系的认识,认为物价波动(或上涨)中的经济增长是经济增长的常态。另一种观点认为,在经济达到潜在产出之前,适度的物价上涨能够刺激投资和产出的增加,从而促进经济增长;经济增长源于新生产要素的投入和劳动生产率的提高,劳动生产率的提高必然导致单位产品生产成本的降低。因此随着经济的增长,价格可能趋于下降或稳定。意即物价稳定目标与经济增长目标并不矛盾。第三种观点从供给决定论出发,认为只有物价稳定才能维持经济的长期增长势头。由于生产率是随时间的推移而不断提高的,货币工



资和实际工资也是随生产率的增加而增长的,只要物价稳定,整个经济就能正常运转,维持其长期的增长势头。

目标之间的冲突还表现在经济增长与国际收支平衡之间的矛盾上。国内经济的增长会导致国民收入的增加和支付能力的增强,从而增加对进口商品及国内本来用于出口的一部分商品的需求,此时如果出口贸易的增长不足以抵消这部分需求,必然会导致贸易收支的失衡。就资本项目而言,一定的经济增长率需要相应的投资率加以支持。在国内资金来源不足的情况下,必须借助于外资的流入。外资的流入导致国际收支中的资本项目出现顺差,这在一定程度上可以弥补由贸易逆差造成的国际收支失衡,但并不一定就能确保经济增长与国际收支平衡协调一致,还要取决于外资的实际利用效果。

物价稳定与国际收支平衡之间也存在着矛盾。对于开放条件下的宏观经济而言,中央银行稳定国内物价的努力常常会影响到该国的国际收支平衡。举例来说,假如国内发生了严重的通货膨胀,货币当局为了抑制通货膨胀,有可能采取措施提高利率或降低货币供应量。在资本自由流动的条件下,利率的提高有可能导致资本流入,资本项目下出现顺差。同时由于国内物价上升势头的减缓和总需求的减少,出口增加进口减少,经常项目下也可能会出现顺差。这样就会导致国际收支的失衡。由此可见,稳定物价与国际收支平衡并非总是协调一致的。

由于最终目标之间存在着矛盾,货币政策在作目标选择时不能不有所侧重,有所取舍,难以统筹兼顾。具体的目标选择不但有赖于各国特定的发展阶段和特殊国情,从更一般的意义上说也反映了人们对货币经济和货币政策认识的深化程度。目前国际上经常采用的货币政策最终目标的选择方式主要有两种。一是侧重于统筹兼顾,力求取得各目标间的协调一致。二是相机抉择,突出重点,根据宏观经济的具体运行状况和当前而临的突出问题决定和选择相应的政策目标。

专栏 21.1

选择的历程

回顾一下各国货币政策最终目标选择的历史可能会有助于进一步加深我们对货币政策最终目标的理解。以美国为例,在1913年的《联邦储备法》中,国会对联邦储备系统的货币职能提出了一个原始的、单一的目标,即“提供一种弹性货币”。1946年《就业法》要求政府的经济政策以充分就业、充分产出和充分购买力为宗旨,这种要求也体现在联邦储备系统货币政策的目标当中。1977年《联邦储备系统改革法》专门就联邦储备系统货币政策的最终目标作出了具体规定:有效地促进充分就业、维持价格稳定、保持长期利率的适度上升。此后上



述目标又经过 1978 年的《哈姆弗里·霍金斯法》得到进一步的修正和更加明确的规定。至此,经过半个多世纪的发展,联邦储备系统货币政策最终以法律形式确立了以充分就业、价格稳定和合理的长期利率三部分为主要内容的多重目标体系。鉴于最终目标之间存在着冲突,联邦储备系统只能有两种选择:要么统筹兼顾,根据自己的判断进行政策调整,在三者之间达到一个平衡;要么选定一个作为重心的长期政策目标。部分地由于政府经济政策对货币政策的影响,联邦储备系统曾长期实践着第一种选择,试图既达到理想的经济目标,即充分就业、经济增长,又保持低通货膨胀率和较低的利率,但实践的结果却对这一选择本身提出了越来越多的疑问。从理论上讲,第一种选择如果可行须满足以下两个条件:第一,三个目标之间具有可靠的相关性;第二,货币政策能同时对这三个目标的良性发展产生作用。但经济理论和实践都无法证明这两个条件的存在。

所以,联邦储备系统现在倾向于这样的认识:货币政策在短期甚至中期内对经济能够产生影响,但从长期看,货币政策只能影响通货膨胀率。因此联邦储备系统正在探索第二种选择:以控制通货膨胀为重心的长期政策目标。联邦储备系统的经验和体会是:中央银行最重要的工作就是为持续、非通胀的经济发展创造一个稳定的环境。稳定的经济环境有利于社会公众形成稳定的预期,有助于增强企业和消费者对经济发展的信心,从而有利于促进市场价格机制的运行效率。稳定的物价水平不但有利于劳动生产率的提高,而且有利于提高生活水准。相反,通货膨胀对经济产生的害处已经为越来越多的经济所证实。目前世界上许多国家的中央银行正在向美国联邦储备系统的立场靠拢:执行以价格长期稳定为目标的货币政策是中央银行对本国经济发展的最重要的贡献。因此,联邦储备系统在货币政策最终目标的选择上,已将控制通货膨胀、保持价格稳定放在了中心位置上。现任联邦储备系统主席格林斯潘已原则上同意国会立法,取消多重货币政策目标中的“降低失业率”和“保持长期利率的适度增长”两项,将“控制通货膨胀”作为货币政策的唯一最终目标。

21.1.2 中介目标

货币政策并不是直接作用于最终目标的,从操作货币政策工具到最终目标的实现是一个相当长的作用过程,目前人们对这一过程还缺少足够精确的了解。货币政策要对最终目标发生作用只能借助于货币政策工具,通过对一系列中间变量的设定、调节和影响来间接作用于最终目标,从而实现最终目标。中介目标是货币政策作用过程中一个十分重要的中间环节,也是判断货币政策力度和效果的重要指示变量;中介目标的选择恰当与否关系到货币政策的调节效果以及最终政策目标的实现,是十分重要的过程控制变量。

1. 中介目标的选择标准。

根据通常采用的标准,货币政策中介目标的选择必须符合以下三个方面的要求:可测性、可控性、与最终目标的相关性。

(1) 可测性。可测性有两方面的含义:一是中介目标应有比较明确的定义,

如 M0、M1、M2,长期利率、短期利率等,同时有关中介目标的准确数据应能为中央银行及时获取,以便于观察、分析和预测。

(2) 可控性。即中央银行通过运用各种货币政策工具,能够准确、及时地对中介目标变量进行控制和调节,以有效地贯彻其货币政策意图。

(3) 相关性。指在中央银行选定的中介目标与货币政策的最终目标之间必须存在密切、稳定的相关性,中介目标的变动能显著地影响到最终目标,中央银行通过对中介目标的控制和调节就能促使最终目标的实现。

根据以上三个标准,被选作中介目标的变量通常有两类:总量指标和利率指标。前者包括银行信贷规模,货币供应量等,后者主要指长期利率。

2. 经常采用的中介目标。

(1) 银行信贷规模。

银行信贷规模指银行体系对社会大众及各经济单位的存贷款总额度。就其量的构成而言,包括存、贷款总额两大部分。由于信贷规模与货币供应总量直接相关,改变信贷规模是改变货币供应量的重要途径,会对货币政策的最终目标产生直接的影响。因此,中央银行只要通过观测、调控银行信贷规模的变化就能促使和保证货币政策的实现。

就可测性而言,银行信贷规模由存、贷款总额两部分构成,中央银行通过统计银行和非银行金融机构的资产负债表上各个有关项目及其构成就能及时得到银行信用总量和构成数据。

可控性方面,对银行信贷规模的控制可采取两种方式:一种是直接的信贷管制,另一种是间接调控。前一种方式的含义是显然的。对间接调控而言,根据银行系统的多倍存款创造原理,中央银行通过改变准备金率、贴现率及进行公开市场业务就可以扩大或缩小银行准备金,从而控制其信贷规模。另外,中央银行通过变动利率,改变存、贷款人的相对收益,也能间接控制银行信用总量。所以,银行信贷规模满足可控性要求,是适合作为中介目标的。

银行信贷规模与最终目标间的相关性类似于货币供应量与最终目标之间的相关性。广义的货币供应量包括现金和存款,它是银行体系(包括中央银行)的负债;贷款是银行体系的资产。如果银行体系其他资产、负债项目的数量不变,则贷款增量等于现金增量加存款增量。所以,以货币供应量为中介目标与以贷款规模或其增量为目标,是同一事物的两个方面,它们两者是一致的。从实际情况看,银行信贷规模的收缩与扩张,会直接导致货币供应量的收缩与扩张,从而影响社会总需求的规模。因此,银行信贷规模与最终目标之间存有较强的相关性。



从各国的实际情况看,英国、日本、法国及韩国、印尼和印度等都曾将贷款规模作为中介目标加以管理。美国在70年代以前也曾将银行信贷规模作为货币政策的中介目标。

(2) 货币供应量。

就可测性而言,根据货币的流动性差别及货币性的强弱, M_0 , M_1 , M_2 , M_3 等指标均有很明确的定义,分别反映在中央银行、商业银行及其他金融机构的资产负债表内,可以很方便地进行测算和分析,因而可测性较强。

再看可控性。货币供应量是基础货币与货币乘数之积,货币供应量的可控性实际上就是基础货币的可控性及货币乘数的可控性。从逻辑上讲,如果一国的货币体制能够确保中央银行对基础货币的控制,同时货币乘数相对稳定并且中央银行能够准确地加以预测,则中央银行就能够通过控制基础货币间接地控制住货币供应量,此时货币供应量就具有很好的可控性;反之,如果中央银行对基础货币的控制能力较弱,货币乘数缺乏稳定性,则货币供应量控制起来就比较困难。由此可见,货币供应量的可控性很大程度上取决于特定的货币制度、金融环境及经济发展阶段。

第三是相关性。一定时期的货币供应量代表了当期的社会有效需求总量和整个社会的购买力,对最终目标有着直接影响,因而与最终目标直接相关。然而问题在于指标口径的选择上,以 M_0 , M_1 , M_2 , M_3 四者而言,到底哪一个指标更能代表一定时期的社会总需求和购买力,从而表现出与最终目标有着更强的相关性?以货币供应量作为中介目标的实践表明,指标口径的选择可能是货币供应量作为中介目标存在的主要问题,当大规模的金融创新和放松管制导致金融结构发生变化时,这一问题就会更加突出。

(3) 长期利率。

主要指中长期债券利率。根据凯恩斯主义者的经由利率的货币政策传导机制理论,长期利率作为货币的中介目标与最终目标间有着很强的相关性。中长期利率对投资有着显著的影响,对不动产及机器设备的投资来说尤其如此,因此与整个社会的收入水平直接相关。另外,货币市场与资本市场上的众多利率水平和利率结构易于为中央银行所获取。从可控性方面来说,在间接调控体系下,中央银行借助于公开市场操作就可以影响银行的准备金供求从而改变短期利率,进而引导长期利率的变化,以实现长期利率的控制。因此,长期利率作为货币政策的中介目标是适宜的。

但选择长期利率作为中介目标无论是在理论上还是在实践上仍然存在一些问题。第一,利率数据虽然很容易获取,但如何从大量利率数据中得出一个代表利率并不容易。第二,名义利率与预期的实际利率之间往往存在着



差别,这也是 IS-LM 模型存在的一个严重问题。实际上中央银行只能盯住名义利率而无法确知社会公众的预期实际利率。举例来说,假定名义利率为 9%,如果人们认为价格将提高 5%,则预期的实际利率为 4%;但如果人们认为价格会提高 7%,这时的预期实际利率只有 2%。可见对预期实际利率的准确估计取决于对公众价格预期的准确估计。第三,长期利率除受货币资金供求的影响外,还受社会公众对通货膨胀的心理预期等多种市场因素的影响。货币政策和市场因素对利率的作用效果是叠加的,当利率发生变动时,中央银行往往很难分辨出货币政策的作用效果。比如在通货膨胀的背景下,中央银行为抑制通货膨胀,决定提高利率,假定由现在的 8% 提高到 10%,但与此同时,由于公众预期等因素的影响,市场利率却升到了 11%,这样中央银行就无法准确判断货币政策的效果,对货币政策的松紧也就无从掌握。第五,中央银行对长期利率的影响是通过对短期利率的影响来传递的,而从短期利率到长期利率存在一个时滞,这也是长期利率作为中介目标的局限性。部分地由于上述原因,在 80 年代初,美国联邦储备系统曾将中介目标从长期利率转移到货币供应量上。尽管如此,长期利率仍然是货币政策中介目标中一个可供选择的指标变量。

需要特别指出的是,在实际的选择过程中,总量指标和利率指标一般不能同时都选作中介目标,两者之间存在着冲突,具体而言,如果中央银行以稳定利率为中介目标,则必然要容许货币供应量存在波动;反之,如果要稳定货币供应量,则有可能以利率的不稳定作为代价。这一过程只要通过移动货币的供给和需求曲线就可以很容易地得到验证(参见第 13.4 节)。

21.1.3 操作目标

与中介目标又被称作远期目标相对应,操作目标有时也称作近期目标。从货币政策作用的全过程看,操作目标距离中央银行的政策工具最近,是中央银行货币政策工具的直接调控对象,可控性极强。中央银行正是借助于货币政策工具作用于操作目标,进而影响到中介目标并实现其最终目标的。操作目标的选择同样要符合可测性、可控性及相关性三个标准。除此之外很重要的一点是,操作目标的选择在很大程度上还取决于中介目标的选择。具体而言,如果以总量指标作为中介目标,则操作目标也应该选取总量指标;如果以利率作为中介目标,则操作目标的选择就应该以利率指标为宜。从西方各主要工业化国家中央银行的操作实践看,经常被选作操作目标的主要有短期货币市场利率,银行准备金及基础货币等。



1. 短期货币市场利率。

经常被选作操作目标的短期利率是银行同业拆借利率。银行同业拆借市场作为货币市场的基础，其利率是整个货币市场的基准利率。中央银行通过调控银行同业拆借利率就可以改变货币供应量，以影响长期利率。有关银行同业拆借利率的水平和变动情况中央银行可以很方便地得到，当央行根据既定的 M1 目标认为有必要维持或改变现有的利率水平和结构时，就通过相应的公开市场操作及对贴现窗口借款量和贴现率的具体规定，调控同业拆借利率，以贯彻其政策意图。举例来说，假如中央银行打算提高同业拆借利率，以缩减货币供应量，它就通过公开市场卖出政府债券，以减少银行准备金，增加准备金压力。此时银行为弥补准备金的不足就会增加在同业拆借市场上的融资，从而导致同业拆借利率的上升。同业拆借利率作为货币市场的基准利率又会进一步引起金融市场利率的上升，并最终影响到货币供应量及经济活动。

短期利率作为操作目标存在的最大问题是利率对经济产生作用存有时滞，同时因为是顺商业周期的，容易形成货币供应的周期性膨胀和紧缩。举例来说，假如经济受到一个正向冲击，收入突然增加，从而引起利率的相应上升，中央银行为使利率回落到预定的目标水平，将会增加在公开市场上的购买，以增加银行准备金。这将导致基础货币的增加，从而引起货币供给的增长。当发生相反的情况时又会造成货币供给的下降，不符合货币政策的逆风向调节的原则。此外，利率也容易受通货膨胀、市场供求、心理预期等非货币因素的影响，不利于中央银行作出正确判断并采取正确行动。所以当 1979 年美国恶性通货膨胀上升、美元大幅度贬值、金融市场信心动摇之际，美国联邦储备系统即将操作目标的重点转移到银行准备金上。

2. 银行准备金。

银行准备金是指商业银行和其他存款机构在中央银行的存款余额及其持有的库存现金。银行准备金的主要特点是不生息，或只有很低的利息。其用途主要有：(1)用于满足客户的提款要求；(2)用于满足法定存款准备金要求；(3)用于同业银行间的资金清算。准备金又可进一步划分成不同的概念：

(1) 从准备金的需求看，总准备金可以划分为法定存款准备金和超额准备金两部分。法定存款准备金是银行按照法律规定所必须持有的那部分准备金，其数量取决于银行吸收的存款量和法定存款准备金率。超额准备金指银行总准备金余额中超过法定存款准备金的那部分准备金。超额准备金减去贴现贷款量即为自由准备金。



(2) 从准备金的供给看,银行准备金的供给来源主要有两个渠道:借入准备金和非借入准备金。借入准备金是指中央银行通过贴现窗口提供的临时性贷款,其在使用额度、频率和使用理由上都有明确的限制。非借入准备金是银行通过贴现窗口之外的其他渠道所获得的准备金。中央银行通过公开市场操作,买进政府债券是非借入准备金供应的一个最主要的渠道。此外,其他一些“技术因素”如财政存款余额、在途资金、流通中现金等也会影响非借入准备金的供给。

中央银行对银行准备金的调控是通过公开市场操作和贴现窗口,即调控非借入准备金和借入准备金来完成的。在实际操作中,中央银行可以进一步选择非借入准备金或借入准备金来作为其操作目标。银行准备金作为操作目标常常与银行同业拆借市场利率相联系。其操作原理是:通过调节准备金供给以影响银行同业拆借市场利率,从而进一步影响货币总量。我们将在本章的第3节中以美国联邦储备系统的操作实践为例对这一操作机制加以详细的说明。

就可测性而言,无论是总准备金、法定准备金、超额准备金、自由准备金、借入准备金还是非借入准备金等都可以很方便地从有关的记录和报表中获得或者通过相应的估测得到。另外,由于中央银行可以通过公开市场业务任意地改变准备金数额,可控性也不存在问题。至于相关性,我们知道,基础货币由流通中现金和银行准备金组成,通过调控银行准备金就可以改变基础货币,从而改变货币供应量。

3. 基础货币。

基础货币又称高能货币,是流通中的现金和银行准备金总和。一般认为,基础货币是比较理想的操作目标。就可测性而言,基础货币表现为中央银行的负债,其数额随时反映在中央银行的资产负债表上,很容易为中央银行所掌握。其次,基础货币中的通货可以由中央银行直接控制;银行准备金总量中的非借入准备金中央银行可以通过公开市场操作随意加以控制;借入准备金虽不能完全控制但可以通过贴现窗口进行目标设定,并进行预测,有较强的可控性。再次,根据货币乘数理论,货币供应量等于基础货币与货币乘数之积,只要中央银行能够控制住基础货币的投放,也就等于间接地控制住了货币供应量,从而就能够进一步影响到利率、价格及国民收入,以实现其最终目标。

至此,本节已对货币政策的目标体系作了比较完整的介绍。各目标间的关系见图 21.2。

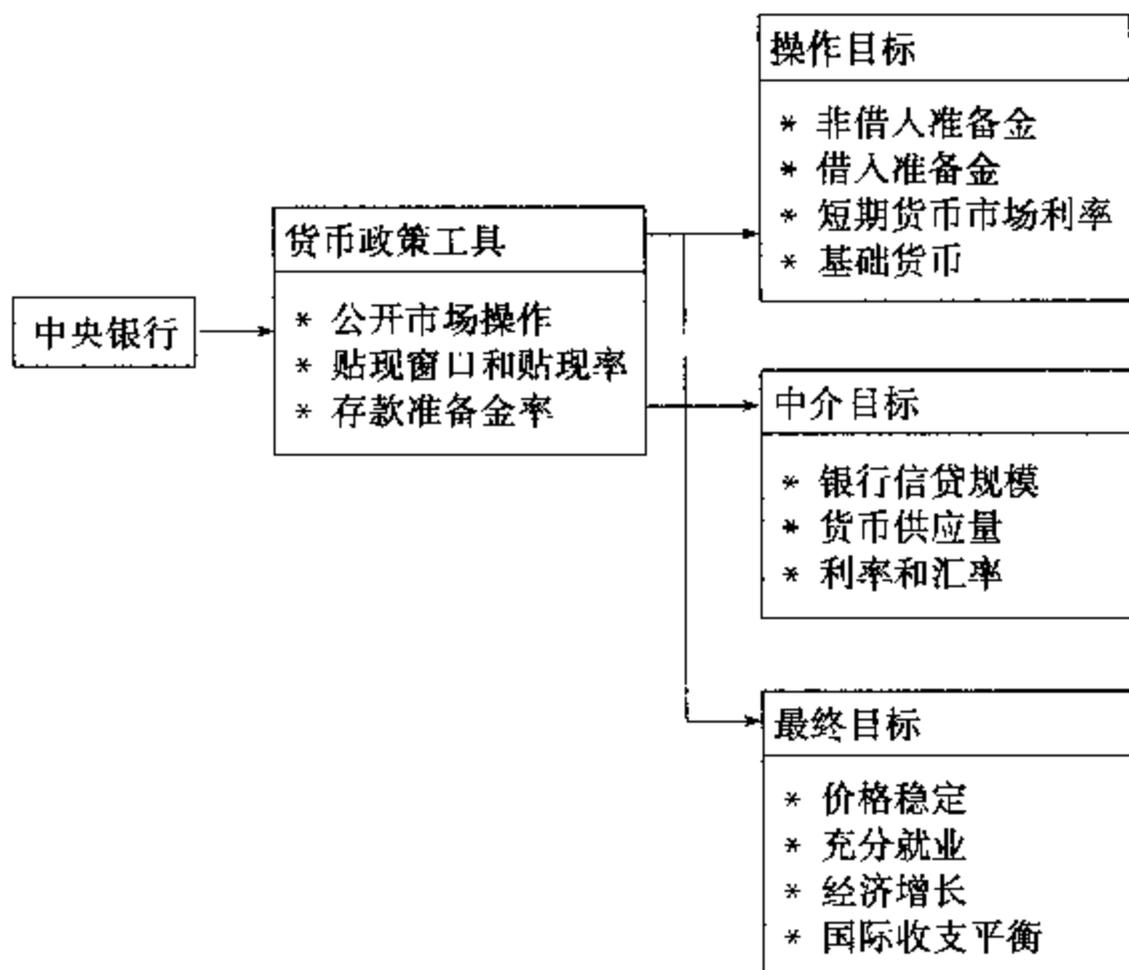


图 21.2 货币政策的目标体系

21.2 货币政策工具

一般性货币政策工具主要有三个:法定存款准备金率、贴现窗口和贴现率及公开市场操作。除此之外还有若干选择性政策工具及其他政策工具,下面分别加以介绍。

21.2.1 法定存款准备金率

法定存款准备金制度最早起源于英国,但以法律的形式将其形成一种制度,则始于1913年美国的《联邦储备法》。30年代经济大危机后,法定存款准备金制度演化为中央银行限制银行体系信用创造和调控货币供应量的政策工具。目前,凡是实行中央银行制度的国家,一般都实行法定存款准备金制度。

准备金制度主要包括两部分的内容:一是准备金制度建立的目的和作用,二是准备金制度的基本内容。就准备金制度建立的目的而言,一般有三个:(1)保证银行的资金流动性和现金兑付能力。在金融业发展的初期阶段,由于同业银行间的资金拆借以及中央银行作为最后贷款人的机制尚未完全发育成熟,银行资产对

临时性的现金需求弹性系数小,应变能力差,往往在资金流动性需求突发性上升或出现大量现金挤兑时发生金融恐慌和危机。法定存款准备金制度的建立为银行资产的流动性提供了一个缓冲和保险装置,这也是法定存款准备金产生的初始动机。(2)控制货币供应量。根据前面介绍的货币乘数理论,货币供应量为基础货币与货币乘数之积,而法定存款准备金比率是决定乘数大小从而决定派生存款倍增能力的重要因素之一,派生存款和货币供应量对法定存款准备金率的弹性系数很大,准备金率的微小变化将会导致货币供应量的大幅度增加或减少。因而法定存款准备金率可成为中央银行调节货币供应量的一种手段。(3)对以直接控制为主要特征的中央银行信用体制而言,法定存款准备金制度的建立还有助于中央银行进行结构调整。中央银行借助于准备金的缴存集中银行资金,通过直接贷款或调整再贷款等计划分配手段,就可以实施以结构调整为目的的信贷控制。

准备金制度的基本内容主要包括以下几个方面:(1)对法定存款准备金比率的规定。该比率规定一般根据不同存款的种类、金额及银行规模和经营环境而有所区别。也有采用单一比率的,如1953年后建立法定存款准备金制度的国家大多对所有存款按统一比率计提准备金。(2)对作为法定存款准备金的资产种类的限制。一般限定为银行在中央银行的存款;在有些国家,一些高度流动性的资产,如库存现金和政府债券等也可以作为法定存款准备金。(3)法定存款准备金的计提,包括存款余额的确定及缴存基期的确定等。(4)法定存款准备金比率的调整幅度等。

虽然从理论上讲,法定存款准备金率可以成为中央银行调节货币供应量的强有力的手段之一,但在实际操作中却从未被作为一个主要的政策工具加以运用。主要原因是:(1)法定存款准备金威力巨大,不适于作为日常的货币政策操作工具。法定存款准备金率的微小变化会造成货币供给的巨大波动,同时带有很强的宣示效应,不利于货币的稳定。(2)法定存款准备金是存款机构日常业务统计和报表中的一个重要指标,频繁地调整势必会扰乱存款机构正常的财务计划和管理,同时也破坏了准备金需求的稳定性和可测性,不利于中央银行的公开市场操作和对短期利率的控制。正是由于这些原因,目前法定存款准备金率主要是作为公开市场操作的辅助操作手段存在着,它最重要的作用就在于形成了一个稳定的、可预测的准备金需求量,在下面我们将会看到这一点对于央行准确地预测银行准备金具有重要意义。

21.2.2 贴现贷款和贴现率

中央银行通过贴现窗口向商业银行提供的贷款,即贴现贷款,其利率即为



贴现率。相对于市场利率而言,贴现率是一种官定利率,常常用来表达中央银行的政策意向,具有短期性。它也是一种标准利率或最低利率,贴现率的高低对整个市场利率水平具有引导作用。此外中央银行还可以通过规定何种票据具有贴现资格来影响商业银行的资金投向。

在 30 年代大危机以前,贴现贷款和贴现率是最主要的货币政策工具,此后贴现窗口的这种职能逐渐被公开市场操作所取代。贴现窗口的职能主要体现在信贷职能方面,贴现贷款作为存款机构临时性资金需求的重要资金来源,是中央银行作为最后贷款人解决银行临时性资金短缺和流动性紧张问题的重要操作手段,是维护金融体系稳定、防止金融恐慌的一个基本保证。贴现窗口贷款主要有三种形式:调节性贷款、季节性贷款和延伸性贷款。调节性贷款用于存款机构的临时性资金短缺,如法定存款准备金不足或其他形式的透支,利率即基础贴现率,低于同业拆借市场利率。季节性贷款主要用于筹资能力有限的小银行的季节性资金需求,如农产品收购等,利率与市场利率挂钩,高于基础贴现率。延伸性贷款则用于援救面临倒闭或经营不善的银行,属于应急性贷款,利率在 30 天以后与市场利率挂钩,且高于基础贴现率。中央银行总的原则是不鼓励银行频繁地利用该窗口借款。银行也认为,到贴现窗口借款是经营状况不佳、筹资能力低下的标志,因此一般情况下不使用贴现窗口。这种行为准则为中央银行在公开市场操作中调控贴现窗口的贷款形成了一个十分重要的良性机制。

在货币政策职能方面贴现窗口不处于主要地位,属于辅助性政策工具,用以配合公开市场的操作。但是,在以银行准备金为操作目标的操作体系下,贴现窗口借款量和贴现率的确定对短期银行同业拆借利率的定位有重要作用。在第三节,我们将对贴现贷款的这一作用作具体介绍。

21.2.3 公开市场操作

公开市场业务是指中央银行在公开市场上买进或卖出二级市场债券(主要是政府债券)用以增加或减少货币供应量的一种政策手段。当中央银行认为金融市场资金短缺,需要扩大货币供应量时就买进债券,投入基础货币;反之,则卖出债券,以回笼货币,收缩信贷规模,减少货币供应量。公开市场操作是 20 年代早期美国联邦储备系统为解决自身收入问题买卖收益债券时意外发现的,从 20 年代以后至今,它几乎成为联邦储备系统最重要的政策工具。

需要强调指出的是,公开市场业务是通过改变银行系统的准备金总量而起作用的。举例来说,当中央银行通过公开市场从一家银行买进债券时,实际上



对自己开具了一张支票。该银行收到支票后要求中央银行解付,中央银行就将该笔付款贷记入这家银行在中央银行的准备金账户,从而创造了新的准备金,存款机构的准备金增加;反之,如果中央银行向一家银行卖出一笔债券,则这家银行的付款借记入其在中央银行的准备金账户,导致总准备金的减少。这样,中央银行通过公开市场操作改变准备金总量,就可达到改变货币供应量的目的。

以美国联邦储备系统为例,公开市场操作有两种操作方式:永久性准备金调节和临时性准备金调节。永久性准备金调节就是指联邦储备系统根据经济长期发展的需要,在公开市场操作中单向性地购入或售出债券,使存款机构的准备金在一个较长的时期内得到增加或减少。临时性准备金调节指联邦储备系统为了消除一些意外因素(财政存款余额、在途资金及流通货币等)对银行准备金造成的影响,通过买入债券再卖出,或者卖出债券再买入,使存款机构准备金在短期内得到临时性的调节,但不对准备金的累计总量产生影响。

同法定存款准备金和贴现窗口相比,公开市场操作的优越性是显而易见的:(1)中央银行通过公开市场业务可以直接调控银行系统的准备金总量,使其符合政策目标的要求。通过临时性准备金的调节还能抵消各种意外因素对银行准备金的影响,使其稳定在预期的水平上,以保证货币供应量目标的实现。
471 (2)中央银行通过公开市场操作可以“主动出击”,避免了贴现机制的“被动等待”,以确保货币政策具有超前性。(3)通过公开市场操作,可以对货币供应量进行微调,从而避免法定存款准备金政策的震动效应。(4)中央银行可以通过公开市场进行连续性、经常性及试探性的操作,也可以进行逆向操作,以灵活调节货币供应量。

但是,影响公开市场操作效果的因素也是存在的,如商业周期、货币流通速度的变化等。另外,公开市场操作对准备金的影响也存在着不确定性,比如中央银行在公开市场上从非银行公共机构买入债券,其对准备金的影响就取决于非银行公共机构以何种方式持有这笔款项,如果完全以现金形式持有,则银行准备金不会改变,如果以存款形式持有,则会导致银行准备金的相应增加,但基础货币的增加都是一样的(你可以通过中央银行的资产负债表验证这一过程)。这就对中央银行的准备金预测技术提出了更高的要求。

21.2.4 选择性政策工具及其他政策工具

选择性政策工具是指中央银行采取的旨在影响银行系统的资金运用方向和信贷资金利率结构的各种措施。与上述三大政策工具侧重于货币总量调节



不同,选择性政策工具希望在不影响货币供应总量的情况下,对某些具体用途的信贷数量产生影响。选择性政策工具的采用取决于特定的经济金融形势和条件,一般期限较短,居于补充工具的地位。主要包括:消费者信用控制、证券市场信用控制、不动产信用控制,除此之外,还有直接信用控制和间接信用控制等。

1. 消费者信用控制。

消费者信用控制是指中央银行对不动产以外的各种耐用消费品的销售融资予以控制。控制的主要内容包括:(1)规定以分期付款方式购买各种耐用消费品时第一次付款的最低金额;(2)规定分期付款的最长期限,即最长在什么时间内必须全部付清以分期付款方式购买的耐用消费品的全部价款;(3)规定以分期付款等消费信贷方式购买的耐用消费品的种类,并就不同的耐用消费品规定相应的信贷条件。

控制消费者信用是控制社会总需求的重要措施之一。耐用消费品的需求往往随经济情况的变动而作周期性波动,而不加控制的消费者信用又倾向于加剧这种波动,因此,为熨平经济周期就有必要对消费者信用加以控制。另外,适当的消费者信用控制也有助于引导社会消费,改进资源配置效率。消费者信用控制最早始于美国,以后逐渐为许多国家所采用。

2. 证券市场信用控制。

证券市场信用控制通常指对证券信用交易的法定保证金比率作出规定,是中央银行对以信用方式购买股票和债券所实施的一种控制措施。所谓法定保证金比率即指证券购买人首次支付占证券交易价款的最低比率,也即通常所说的保证金比率。中央银行根据金融市场状况选择调高或调低保证金比率,就可以间接控制证券市场的信贷资金流入量,从而控制住最高放款额度。最高放款额度和保证金比率之间存在下述关系:

$$\text{最高放款额度} = (1 - \text{法定保证金比率}) \times \text{交易总额}$$

实践证明,中央银行对证券市场进行信用控制是十分必要的。有效的信用控制既可以控制证券市场的资金供求,抑制过度投机,及时吹散金融泡沫,稳定金融市场,又可以控制信贷资金流向,改进宏观金融结构。另外,信用控制对证券市场的调控直接、灵活,而且效果显著,同时避免了对其他领域的负面影响,这是一般性政策工具做不到的。所以,自1934年美国制定《证券交易法案》,联邦储备系统实施选择性的证券市场信用控制以后,这种方法陆续为其他一些国家所采用。

3. 不动产信用控制。

不动产信用控制是指中央银行对商业银行及其他金融机构的房地产贷款所采取的限制措施。通常的不动产信用控制包括以下几个方面的内容：(1)对金融机构的不动产贷款规定最高限额，即对一笔不动产贷款的最高额度给予限制；(2)对金融机构的房地产贷款规定最长期限，比如有的国家规定最长期限为5年，有的国家规定为3年等；(3)规定首次付款的最低金额及分摊还款的最低金额等。不动产信用控制的目的在于控制不动产市场的信贷规模，抑制过度投机，减轻经济波动。因为不动产需求特别是住房消费不同于一般耐用品的消费，同一般耐用品消费相比，住房投资额度大、期限长，与宏观经济走势紧密相关。因此，通过不动产信用控制调控不动产需求，有利于宏观经济的稳定。

4. 直接信用控制。

直接信用控制是指中央银行以行政命令或其他方式，从总量和结构两个方面，直接对金融机构尤其是商业银行的信用活动进行控制。其手段包括利率最高限额、信用分配、流动性比率、直接干预及开办特种存款等。

(1) 利率最高限额。即规定商业银行对定期及储蓄存款所能支付的最高利率，目的在于防止银行用抬高利率的办法竞相吸引存款，以及为了取得高回报在资产运用方面承担过高的风险。比如在1980年以前美国就有所谓的Q条例，对定期存款规定最高利率限额。这一规定从原则上讲有利于银行业的稳健经营和中央银行对货币供应量的控制，但也受制于具体条件的约束，比如在通货膨胀条件下实行利率最高限额控制很可能会引起“脱媒”。

(2) 信用分配。是指中央银行根据金融市场状况及客观经济需要，分别对各个商业银行的信用规模加以分配，限制其最高数额。信用分配最早始于18世纪的英格兰银行，目前在许多发展中国家，由于资金供给相对不足，这种方法也被广泛采用。

(3) 规定商业银行的流动性比率。其目的也在于限制商业银行的信用扩张。流动性比率即流动资产占存款的比率，一般说来，流动性比率与收益率成反比。商业银行为了保持中央银行规定的流动性比率，就必须缩减长期放款，扩大短期放款，并增加应付提现的资产。这样中央银行也就达到了限制信用的目的。

(4) 直接干预。指中央银行直接对商业银行的信贷业务放款范围等加以干预。如直接限制放款额度；直接干涉商业银行对活期存款的吸收；对业务经营不当的商业银行拒绝贴现或采取高于一般利率的惩罚性利率；明确规定各家银行的放款或投资的范围等。

(5) 开办特别存款。实际上是特定条件下中央银行为紧缩货币供应量、限

制信用进一步扩张而对商业银行采取的特别存款措施，往往发生在高通货膨胀时期，特别存款一般不付利息。

5. 间接信用指导。

间接信用指导经常采用的方式有道义规劝、窗口指导等。

所谓道义规劝是指中央银行利用其特殊的声望和地位，对商业银行和其他金融机构经常发出通告、指示或与各金融机构的负责人举行而谈，劝告其遵守和贯彻中央银行政策。比如，在国际收支出现赤字时劝告各金融机构减少海外贷款；在房地产与证券市场投机盛行时，中央银行要求商业银行缩减对这两个市场的贷款等。窗口指导的概念来自日本，日本中央银行根据产业行情、物价走势和金融市场动向，规定商业银行每季度贷款的增减额，并要求其执行。如果商业银行不按规定的增减额对产业部门贷款，中央银行可削减向该行的贷款额度，甚至采取停止提供信用等制裁措施。窗口指导作为一种货币政策工具曾在日本得到过广泛的实践。

很显然，间接信用指导是通过中央银行的影响力加以实施的，为了保证其政策效果，中央银行必须要在金融体系中拥有较高的地位和威望、以及拥有控制信用的足够法律权力和手段。

专栏 21.2

联邦储备系统的“货币主义实验”

在 20 世纪 50 至 60 年代，联邦储备系统在制定货币政策时，货币数量被认为是一个不太重要的指标，联邦储备系统的官员们关注的是短期名义利率、信用条件和银行贷款。到 70 年代，由于通货膨胀问题日益突出，货币增长率指标也日益受到关注。但是与此同时，联邦储备系统还为联邦基金利率设定了一个很窄的波动幅度。当货币增长率目标和联邦基金利率目标出现矛盾时，前者往往被迫让位于后者。这种状况使得联邦储备系统控制货币增长率的目标一再落空。在经历了 1973 至 1975 年的经济衰退之后，联邦储备系统默许了货币存量的过快增长，从而导致了加速的通货膨胀。到 1979 年末，联邦储备系统面临着一个非常困难的局面：通货膨胀预期和通货膨胀率一起加速上升，黄金价格暴涨，美元汇价在外汇市场上迅速下跌，同时失业率也居高不下。

1979 年 10 月 6 日，也就是在保罗·沃尔克 (Paul Volcker) 刚刚成为联邦储备理事会主席不久，联邦储备系统决定采取高度紧缩性政策：贴现率提高为 12%，同时对银行的某些可控负债规定了 8% 的法定准备金比率。更重要的措施是，该政策允许联邦资金利率有更大的波动（波动幅度可以达到 10% 至 15%，而不是先前的 1.25%），以便更好地抑制货币存量。这一政策被广泛地解释为迅速地转向货币主义，即联储把控制通货膨胀摆在了维持高就业的前面，并且更加重视货币增长率目标。

这一政策在阻止美元在外汇市场上的潜在崩溃方面初见成效。而且货币增长率也成功地得以降低，名义利率急剧上升。但是该政策在控制通货膨胀方面则是失败的。证券价格



的下跌表明金融市场并不相信联邦储备系统能够抑制通货膨胀,事实证明这种预测是正确的;1979年12月到1980年2月的3个月内消费价格指数以年率17%的速度上升;信贷市场由于担心通货膨胀率进而利率会直线上升而近于瘫痪。

在这种情况下,卡特总统于1980年3月宣布了一项消除通货膨胀预期的综合性计划,作为该计划的一部分,他对政府预算作了修改以减少赤字。联邦储备系统则主要通过采取两方面的措施来配合这一计划:一方面紧缩常规的货币政策,另一方面实行信贷配给。联邦储备系统对经常向联储借款的大银行支付的贴现率征收了3%的额外费用,并且对无担保的消费信贷如信用卡和赊账借款规定了15%的准备比率,这一比率不仅适用于银行,而且适用于其他金融机构及零售商。联储还对货币市场基金的资产增加额规定了15%的法定准备比率。另外,银行得到告诫,它们的贷款增长率不应超过9%。这种“道义上的劝告”名义上是自愿的,但是正如一句俗语所说的那样:“你不必一定去做,如果不做你会感到懊悔。”

上述措施的效果很快就显现出来了。通货膨胀率迅速下跌,但是失业率则上升到30年代以来的最高水平,达10.8%,经济陷入严重衰退。

1982年下半年,联储重新改变它的政策实施步骤,这通常被视为货币主义实验的终止,但它也没有回到过去的政策步骤上,而允许联邦资金利率比以前有更大的波动,而且货币增长率也比以前受到更多的关注。

对于1979年10月至1982年10月的货币主义实验(许多经济学家认为,这种称呼并不贴切)的得失,经济学家有很多争论。该政策导致的第一个结果是:通货膨胀率大幅度下降,失业率急剧上升。不少经济学家怀疑用如此严重的失业换来的通货膨胀率下降是否值得。该政策导致的另一个结果则多少有些出乎人们的预料:不仅利率更不稳定,货币增长率也变得越来越不稳定。1979年10月以前货币主义者认为联储应该允许利率的大幅变动以减少货币增长率的变动,而事实上,现在人们却不得不面临两个指标同时趋于变动。具有讽刺意味的是,当70年代联储主要使用利率指标时,我们相信此时货币存量指标更可取;而1979年到1982年期间,当联储更多地使用货币存量指标时,利率指标又变得更为可取。这也许正好应验了著名的“古德哈特”法则,即即使一个变量原来是稳定的,当人们把它当作政策手段时,它就变得不稳定了。

参考资料:[美]托马斯·梅耶,詹姆斯·杜森贝里,罗伯特·阿利伯著,《货币、银行与经济》,上海三联书店,上海人民出版社1994年版。

21.3 货币政策操作——联邦储备系统的实践

成功的货币政策除了要求目标科学合理、操作工具得力外,还要求有一个高效率的操作程序,这是决定货币政策具有超前性和微调性的关键。正如在前面两节我们所看到的货币政策目标和货币政策工具不是简单罗列的菜单而是一个有机的体系一样,在本节,我们将会发现,前面所讲的准备金、基础货币、货



币供应量、利率等在中央银行的货币控制过程中是紧密相联的。由于目前世界各国的货币政策并无统一的范例,相应地,在操作程序上也千差万别,在这里我们仅以美国联邦储备系统的操作实践为例,概要地介绍一下间接调控体制下的货币政策操作程序和控制机制。首先我们将介绍一下联邦基金市场及其在联邦储备系统货币政策中的作用,然后我们来看看准备金预测技术,最后是公开市场操作程序。

21.3.1 联邦基金市场

要了解什么是联邦基金需要从准备金账户入手。本章的第2节曾就准备金的若干概念作过简单的介绍。我们知道,存款机构在联邦储备系统开设准备金账户有两个目的:交纳法定存款准备金和利用联邦储备系统的清算系统进行同业资金清算。准备金账户有以下三个特点:(1)是无息账户;(2)是一种流动性极强的交易账户,资金可随时存取;(3)存款余额不能低于与该存款机构准备金相一致的最低限额。所谓的联邦基金就是指存款机构在联邦储备系统的准备金账户上的无息存款总余额。在日常的经营活动中,各家银行很难将其准备金余额保持在与其准备金绝对一致的水平上。常常发生的情况是一些银行在每个工作日结束时其准备金账户出现盈余,而另一些银行的准备金账户上出现透支。由于准备金账户是一种无息账户,出现盈余的银行必须想办法贷出,而出现透支的银行又必须想办法补足,以避免因准备金不足而被罚息。这样就形成了一个十分庞大的准备金交易市场,即联邦基金市场。联邦基金由于免交法定存款准备金,并且不受利率上限的控制,实际上是一种低成本、高效率的同业银行短期拆放资金。联邦基金利率就是联邦基金市场上的资金拆借利率。由于联邦基金市场是美国最主要的同业短期拆借市场,联邦基金利率是美国货币市场上所有其他利率的基准利率,联邦基金市场事实上构成了美国货币市场的基础,联邦储备系统正是通过改变准备金供给量,来影响联邦基金利率,进而控制货币供给量,并最终实现其政策目标的。所以联邦基金市场实际上是联邦储备系统货币政策的实施媒体,在美国的金融活动中占有极其重要的地位。

那么联邦储备系统是如何通过改变准备金供给量以影响联邦基金利率并进而调控货币供给量的呢?或者说联邦基金利率与联邦储备系统的货币政策之间的关系是怎样的呢?下面我们结合联邦储备系统的操作实践分别进行介绍。

21.3.2 操作目标的选择

1979年后至1982年,美国联邦储备系统放弃传统的钉住联邦基金利率的做法,转而采用货币总量作为中介目标,以非借入准备金作为操作目标。这就是联邦储备系统历史上著名的货币主义实验。但实践的结果并不理想,在此期间美国的货币增长率和利率都出现了大幅度的波动。1982年后美联邦储备系统正式放弃货币主义实验,改以借入准备金为操作目标,中介目标的重心也相应从货币总量转到了平稳利率上,并且一直延续至今。

无论是以非借入准备金还是以借入准备金为操作目标,在操作原理上都有共同之处,即都是通过调节准备金供给以影响联邦基金利率,从而进一步影响货币供给量的。在对联邦基金利率的调控过程中,贴现率的确定至关重要。我们对照图 21.3 加以说明。图中准备金的供应曲线分为垂直段和上升段。在联邦基金利率(F)低于贴现率(r)之前,贴现窗口的贷款量(借入准备金)为零,准备

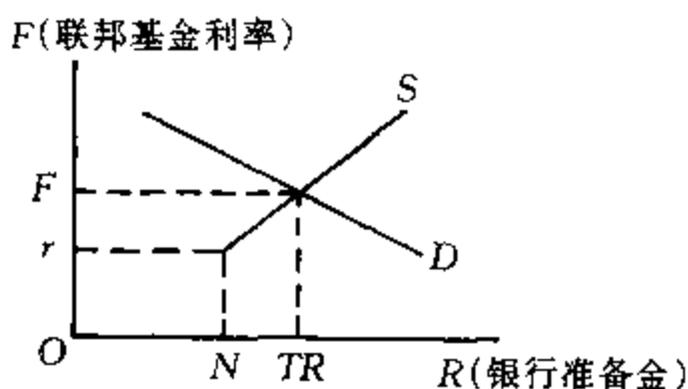


图 21.3 银行准备金与联邦基金利率

金供应的来源是非借入准备金(N),准备金供应的弹性系数为零,因此供应曲线为垂直段。只有当联邦基金利率超出贴现率后,银行才有动机从贴现窗口借款以获得利差收益,而利差越大借款量越大,因此供应曲线为上升曲线。

从该图中可以看出,只要使联邦基金利率超出贴现率,两者之间存在一个利差,在非借入准备金及借入准备金的操作目标体系下,联邦储备系统都能对联邦基金利率的高低产生重要的作用。当非借入准备金供给量被固定时,随着准备金需求的增加,银行对贴现窗口的借款量增加,联邦基金利率上升,两者之间的利差拉大;在以借入准备金为操作目标的体系下,通过固定贴现窗口借款量(借入准备金),同时调节非借入准备金也可使联邦基金利率达到预定的水平。下面我们分别来加以说明。作为对照,我们先来看一看以联邦基金利率作为操作目标的情形。

1. 以联邦基金利率为操作目标。

70年代联邦储备系统曾采用此目标。在这一操作体系下,联邦储备系统为联邦基金利率设定一个很窄的目标范围,通过公开市场操作,调节非借入准备金的供应,以使联邦基金的实际利率保持在设定的目标范围内。从图 21.4 可



可以看出,在设定的联邦基金利率下,准备金供给曲线 S 是一条平行于横轴的水平线,意味着准备金的无限供给足以满足对准备金的任何需求量。

2. 以非借入准备金为操作目标。

1979 至 1982 年间联邦储备系统采用此操作体系。其操作原理是在确定的非借入准备金目标下,通过调节借入准备金供应量,调节联邦基金利率,以达到既定的货币供应量目标。

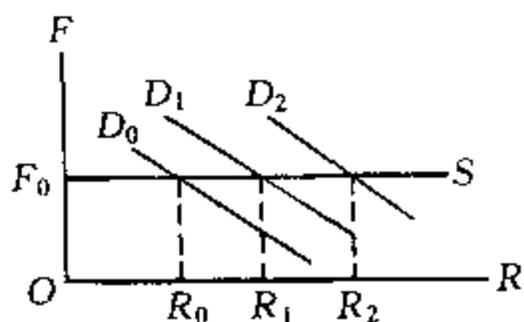


图 21.4 以联邦基金利率为操作目标

具体过程是:(1)假如联邦储备系统打算维持既定的货币政策,就进行临时性借入准备金调节,以消除各种因素对准备金市场的影响。比如预测准备金需求上升,联邦储备系统就扩大借入准备金的供给,使联邦基金利率稳定在原来的水平上;反之若需求下降,联邦储备系统就减少借入准备金的供给,同样可以使联邦基金利率稳定在原来的水平上(见图 21.5a)。(2)假如联邦储备系统打算改变货币政策,就进行永久性借入准备金调节。设想联邦储备系统打算实行紧缩,提高联邦基金利率,就减少借入准备金的供给;反之,若联邦储备系统打算降低利率,就增加借入准备金的供给(图 21.5b)。当然如果预期中的利率上升或下降正是联邦储备系统所期望的,联邦储备系统也可以维持住既有的准备金总量,而听任需求推动利率发生变化(图 21.5c)。

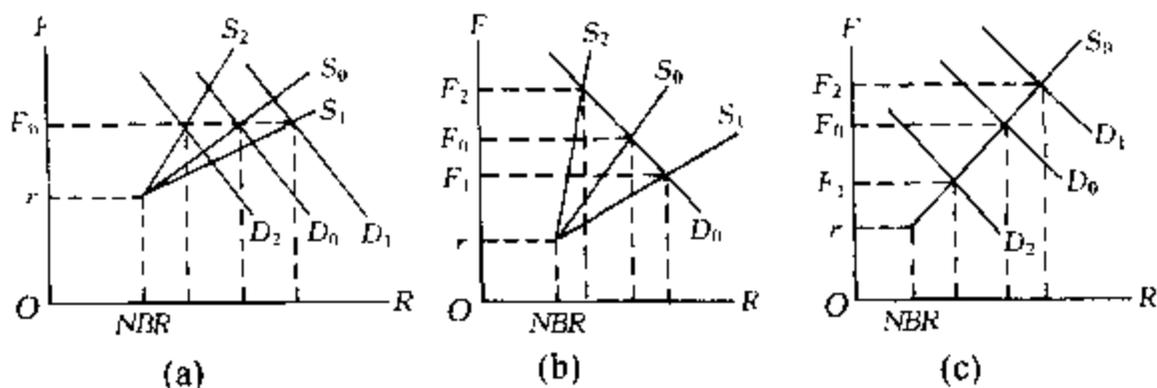


图 21.5 以非借入准备金为操作目标

3. 以借入准备金为操作目标。

1982 年至今联邦储备系统一直采用借入准备金作为操作目标。以借入准备金为操作目标,是通过调节非借入准备金的供应,来使联邦基金利率达到预定水平的。具体过程是:(1)假如联邦储备系统决定维持既有的货币政策,就进行临时准备金调节,以保持准备金供求的短期平衡。比如若联邦储备系统预测准备金需求上升,就扩大非借入准备金的供给,以维持原有的联邦基金利率;若联邦储备系统预测准备金需求下降,就相应减少非借入准备金的供给(见图

21.6a)。(2)假如联邦储备系统打算改变既定的货币政策,就进行永久性操作。比如联邦储备系统打算放松货币供给,就扩大非借入准备金的供给,以降低联邦基金利率;反之,若联邦储备系统打算实行紧缩,就减少非借入准备金的供给,以提高联邦基金利率(见图 21.6b)。

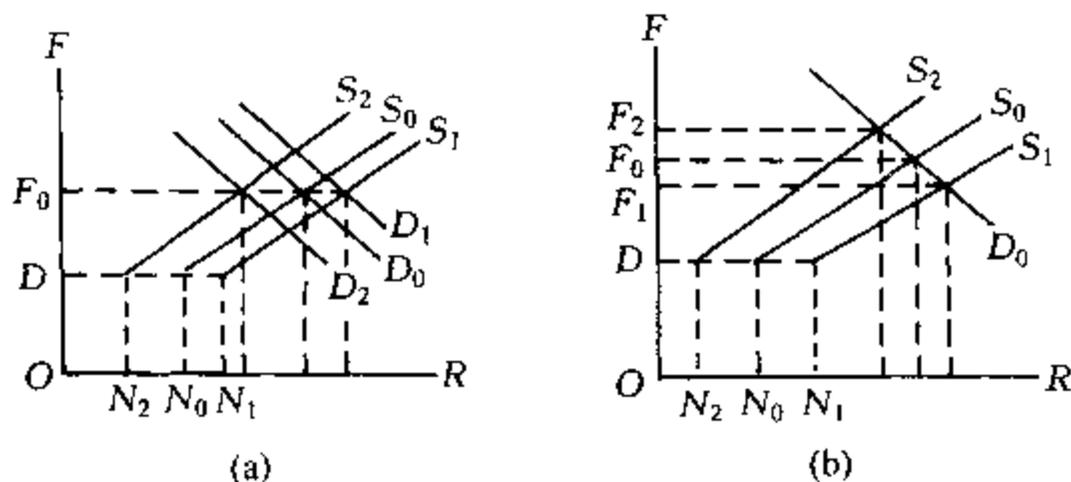


图 21.6 以借入准备金为操作目标

21.3.3 准备金预测

这里我们以借入准备金操作目标为例,介绍一下以借入准备金为操作目标下的准备金预测过程。对以借入准备金为操作目标的公开市场操作来说,其主要任务就是根据既定的借入准备金目标,调节非借入准备金的供给,使联邦基金利率达到与借入准备金目标相一致的预定水平。这一过程的关键是通过对准备金需求的预测,得出非借入准备金操作量。对准备金需求的预测大致包括以下几个步骤:

1. 确定借入准备金目标。

借入准备金量的设定是基于联邦储备系统对联邦基金利率要达到的预期目标作出的。由于借入准备金与联邦基金利率之间稳定的相关性,公开市场操作室根据联邦基金利率拟达到的目标值,凭经验数据即可得出借入准备金供应量,即借入准备金目标。如增加或减少每日 1 亿美元的借入准备金,最终能使联邦基金利率上升 25 个基本点或下降 50 个基本点。

2. 估算准备金总需求。

准备金需求由法定存款准备金需求和超额准备金需求两部分组成。对前者的估计可以通过对存款行为变化的预测及法定存款准备金率的相关情况得出;后者则相对稳定,并且有一定的规律,通常用一个“定量标准”来确定。把两者的估计值相加,就可以得到两周准备金维持期内准备金总需求的估值。

3. 计算非借入准备金目标量。

在确定借入准备金目标量并得出准备金总需求的估值后就可以很方便地得到非借入准备金的目标量：

非借入准备金目标量 = 准备金需求总量估值 - 借入准备金

非借入准备金目标量又称非借入准备金路径，与公开市场操作量直接相关。

4. 估算实际的非借入准备金量。

得出了非借入准备金目标量之后还需要进一步估计实际的非借入准备金量，估计中需重点考虑的影响因素主要包括联邦储备系统的公开市场账户及影响准备金的技术性因素，如财政存款。在途资金、流通中现金及外国官方机构在联邦储备系统的存款余额等。两者之差才是公开市场的操作量：

公开市场操作量 = 非借入准备金目标(路径) - 非借入准备金实际值(估值)

有了这个公开市场操作量后，操作人员就可以进行具体的债券交易了。

21.3.4 操作程序

由于目前联邦储备系统的货币政策体系是以公开市场为主的，所以其程序在很大程度上可以看成是公开市场业务的操作程序。从实施的时间顺序看基本上可以分为两个过程，一是公开市场会议，二是公开市场操作。

1. 公开市场会议。

联邦公开市场委员会是联邦储备系统货币政策的决策机构，担任着制定货币政策、指导和监督公开市场操作的重要职责。公开市场委员会由 8 名常务成员和 4 名非常务成员共 12 人组成。公开市场委员会成员具有表决权，其他非成员的联邦储备银行行长也列席会议，但不具有表决权。

公开市场委员会一般每年举行 8 次例行会议，回顾上次会议以来的货币发展和市场操作情况，讨论宏观经济和货币形势，并就较长期和短期的货币政策操作提出指导原则。2 月份和 6 月份的例行会议主要进行长期货币政策的讨论和决策，讨论的重点包括货币和信贷总量的年度增长幅度，以及委员会成员和其他联邦储备系统行长对实际国民生产总值、通货膨胀、就业变动幅度等宏观变量的预测，之后形成一个较长期的货币政策指导原则。在其他 6 次会议上则以短期货币政策的讨论为主，讨论的结果集中反映在会议结束时制定的货币政策操作指令上。操作指令的主要内容包括宏观经济的运行状况、货币和信贷总量的变动情况、通货膨胀、金融市场以及本次会议结束之后至下次会议之前公开市场操作的总体指导原则，其中含有调节准备金压力的明确指示，这是纽约联邦储备银行公开市场操作室在下一阶段实际操作的重要蓝本。

2. 公开市场操作。

总体指导原则经由公开市场会议确定之后,对公开市场操作室来说首要的任务就是确定公开市场操作量,即非借入准备金的操作量。根据前面我们介绍的准备金需求的估测方法,在既定的准备金压力指令下,联邦储备系统理事会和公开市场操作室分别就准备金需求进行预测。由于影响准备金需求的各种因素非常复杂,经验方法也受到充分重视。在具体的操作过程中,双方的预测结果都将得到充分考虑。如果预测结果表明实际非借入准备金与其确定目标之间出现偏离,操作室就决定采取何种操作方法以促使非借入准备金达到预定目标。如果研究和讨论结果表明这种偏离是持续性的,操作室就采取永久性操作(或单向操作)。如果偏离是暂时性的,则采取临时性操作(或双向操作)。经过对操作计划充分修正之后,公开操作室制定出全天的操作方案,并以电话会议的形式通告与会者。参加会议的有三方:(1)公开市场操作室,由操作室经理、其他官员以及高级职员参加;(2)理事会货币事务局局长办公室,由货币局局长和理事会工作人员参加,理事会理事有时也参加会议;(3)公开市场委员会中除纽约联邦储备银行以外的其他四位行长中的一位。经过简短的讨论后,会议或者批准操作方案或者要求作进一步的论证。最终通过之后即进入实际操作状态。

本章小结

1. 货币政策的目標是一个有机的体系,包括最终目标、中介目标和操作目标三个层次。货币政策的最终目标一般包括物价稳定,充分就业,经济增长和国际收支平衡。除了充分就业与经济增长目标之间具有较多的一致性外,其他目标之间通常是相互冲突的,因此要求货币当局在这些目标之间进行适当的取舍。

2. 货币政策的中介目标必须具有可测性、可控性以及与最终目标的相关性。银行信贷规模、货币供应量和长期利率是几种常用的中介目标。货币政策的操作目标则包括短期利率、银行准备金、基础货币等。

3. 货币政策工具是一个有机的整体。它通常包括法定存款准备金率、贴现贷款和公开市场业务,以及各种选择性政策工具。不同的金融货币体制所提供的政策工具选择范围是不同的。在美国联邦储备系统目前的实践中,公开市场业务是最主要的政策工具,贴现贷款和法定存款准备金率只是作为重要的辅助工具而存在。



4. 对货币政策的要求是要具有超前性和微调性,这又取决于有没有一个高效率的操作程序加以保证。目前美国联邦储备系统货币政策的操作目标是借入准备金。在既定的借入准备金目标下,联邦储备系统通过公开市场业务调节非借入准备金的供给,从而使联邦基金利率达到预定的水平,并进而调节货币总量。

复习与思考

1. 请简要解释货币政策最终目标之间的矛盾。
2. 美国联邦储备系统中介目标的确定经历了一个漫长而充满变化的过程,请简述这一过程。你如何评价货币主义实验?
3. 解释下列概念:
联邦基金市场 联邦基金利率 银行准备金 借入准备金 非借入准备金 贴现窗口 贴现率 法定存款准备金 公开市场操作 永久性操作 临时性操作 选择性政策工具
4. 货币政策中介目标应具备哪些特点?可供选择的货币政策中介目标有哪些?
5. 货币政策的操作目标有哪些?
6. 货币政策工具有哪些?它们在中央银行的公开市场业务过程中发挥着怎样的作用?
7. 选择性政策工具有哪些?
8. 公开市场业务是如何改变货币供应量的?
9. 了解公开市场业务对基础货币影响的最好方法是使用 T 形账户。假如央行通过公开市场业务向一家银行卖出 100 万美元的债券,或者卖给个人,此人用支票支付。请用 T 形账户验证基础货币减少了 100 万美元。
10. 在本章第 2 节我们曾说中介目标变量有两类:总量指标和利率指标。对中央银行而言,这两类指标变量只能择其一。请你移动供给和需求曲线验证这一结论。

参考文献

- Frederic S. Mishkin, 1992, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 3rd edition, HarperCollins Publishers Inc.
- 陈元主编:《中央银行职能》,中国金融出版社 1995 年版。
- 托马斯、梅耶等:《货币、银行与经济》,洪文军、林志军等译,上海三联书店,上海人民出版社 1994 年版。
- 黄达主编:《货币银行学》,四川人民出版社 1992 年版。

- 
- 
- 李崇淮、黄宪编著：《西方货币银行学》，中国金融出版社 1992 年版。
- 盛松成、施兵超、陈建安：《现代货币经济学》，中国金融出版社 1992 年版。
- 周峻：《货币政策与金融调控》，华中理工大学出版社 1993 年版。
- 刘锡良、曾志耕、陈斌编著：《中央银行学》，中国金融出版社 1997 年版。
- 方兴起、朱新蓉：《货币金融经济学》，中国经济出版社 1996 年版。
- 谢平：《中国金融制度的选择》，上海远东出版社 1996 年版。
- 劳伦斯、哈里斯：《货币理论》，中国金融出版社 1989 年版。
- 易纲、贝多广：《货币浅说》，上海人民出版社 1993 年版。
- 周正庆：《中国货币政策研究》，中国金融出版社 1993 年版。
- 罗伯特·E. 霍尔、约翰·B. 泰勒：《宏观经济学》，陈勇民等译，中国经济出版社 1992 年版。
- 

第 22 章

转轨中的中国货币政策

货币政策受制于特定的经济体制、货币银行体制以及特定时期的宏观经济形势。自从 1978 年以来,中国经济步入了广泛而深刻的体制改革时期,金融体制改革亦于次年逐步展开。金融组织体系、中央银行体制、中央银行宏观金融调控的机制和方式都经历了重大变革,货币政策的体制环境、经济环境以及实施机制和实施方式等也都发生了深刻的变化。金融体制改革的最终目标是建立与社会主义市场经济相适应的现代金融体制,实现宏观调控方式从直接向间接的转变。根据 1997 年 11 月 21 日中共中央、国务院召开的全国金融工作会议,这一过程的初步完成大约还需要三年的时间。本章将对建国以来特别是改革以来的中国货币政策进行回顾和评价。内容共 4 节:传统体制下的货币政策;转轨中的货币政策目标和工具;公开市场业务;对 1984 至 1996 年的货币政策回顾。

22.1 传统体制下的货币政策

22.1.1 传统的经济体制和财政信贷体制

在经济体制改革前 30 年中,中国的经济体制以实行高度集中统一的计划经济体制为主要特征,整个社会生产过程处于国民经济计划的直接指挥之下,投资融资活动作为保证计划实施的重要组成部分,通过特定的财政信贷管理体制严格加以管理。这种经济体制的主要特征具体而言可以概括为以下几个方面:一是工业生产实行指令性计划管理,工业企业按国家计划生产,产品则由商业企业统购包销;二是农业生产由人民公社统一经营,“三级所有,队为基础”,农产品除预留种子和社员消费以外由国家统购统销;三是生产单位所需生产资

料由国家根据生产资料分配计划统一调拨和分配,从原则上讲,没有计划则无法购入;四是国民收入以财政分配为主导,经济单位的收益除按规定留极小部分用于改善职工的集体福利外,全部上缴财政;五是生产单位所需资金由国家统一供给,资金供给数量以实现计划任务为准,以保证和监督生产单位严格执行既定的计划任务,防止生产单位通过取得计划外资金破坏生产计划;六是基本消费资料以票证形式计划供应;七是消费基金分配严格实行计划管理。

为满足第五点要求,即通过资金供给的计划化来保证实物再生产过程严格按照计划任务运行,需要一整套的财政信贷资金的计划管理体制与之相适应。由于财政集中了国民收入的绝大部分,扩大再生产主要由财政提供资金来源,基本建设投资由财政拨款;银行信贷则以负担国有企业超定额流动资金供应为主要任务。财政和信贷资金在供给领域上的严格区分就是所谓的“财政信贷分口原则”。在财政方面,要求在坚持分口原则的前提下,确保每一笔拨款都按计划进行。其中基本建设拨款的使用,由财政部门根据项目具体监督;流动资金的拨款由经营单位周转使用,财政部门不便监督,由组织支付周转的银行负责监督。在信贷资金方面则要求银行在坚持分口原则的前提下严格执行国有企业超定额流动资金供应计划,同时负责监督经营单位的全部货币收付。财政信贷体制的上述特点必然要求有一个“大一统”的高度集中统一的金融体制与之相适应。传统体制下的货币银行体制基本上可视为计划经济体制和财政信贷体制之下诱导出的金融制度安排。

22.1.2 货币流程及控制

与整个经济体制相适应,货币信贷的管理方式也以集中统一为特征。1953年中国人民银行正式开始编制、实施信贷计划,从此信贷计划成为国民经济发展计划的一个重要组成部分,成为政府管理金融的重要工具。在高度集中的经济管理体制下,信贷资金实行“统收统支、统存统贷”的管理制度。基层行吸收的存款指标全部上缴总行,贷款由总行统一核定计划指标,逐级下达。这种控制过程是通过对现金和银行转账的分别控制来实现的。因此,要了解这种控制过程,必须先了解一下货币的两个基本流程。

一般说来,非国有当事人的交易大多由现金完成;国有部门间的交易则大多借助于银行转账完成。换句话说,消费品市场的交易主要靠现金完成,生产资料市场中的多数交易则由银行转账结清。前一个市场主要涉及个体消费者,后一个市场主要是国有企业参与。货币当局运用“现金计划”来控制现金活动,用“信贷计划”来控制银行转账活动。

现金流动过程见图 22.1。图 22.1 显示了现金投入和退出流通的渠道。流通中现金的变动取决于现金流入与流出之差,而这又受人们的收入和消费品供给的影响。一般的情况是,由政府决定工资和收购计划及市场目标,银行按计划供应货币以适应经济增长需要。中国从 50 年代对流通中现金进行严格的控制,现金仅限于个体消费者,企业必须使用银行转账货币来进行交易,不能从其银行账户中自由提取现金。这种安排的目的显然是为了加强对企业资金使用及生产活动的监督管理。这种安排一直保持到中央银行体系建立几年之后。到 1986 年底,中国流通中现金量为 1200 亿元,其中国有企业只有 200 亿。

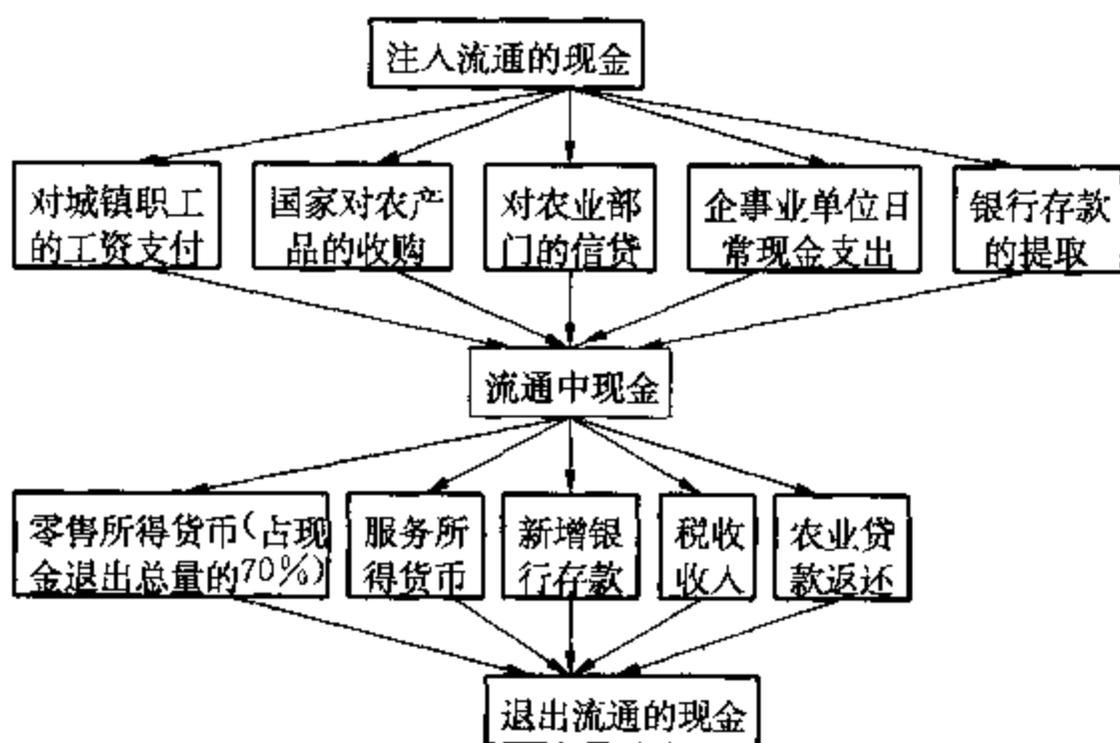


图 22.1 改革前的现金流动

银行转账货币流程见图 22.2。图 22.2 显示银行转账货币有三个来源:一是按中央和(或)地方涨幅预算计划进行的政府拨款,主要用于固定资产投资。拨款作为一笔单向支付,无需还本付息。拨款发生后即成为企业在银行的存款。二是信贷计划下的银行贷款,作为企业的流动资金。一般为中短期贷款,到期时需还本付息。同样,资金一旦贷给国有企业,就变成该企业的存款。三是企业存入银行的企业留利,这一部分在改革前数额不大,改革以后则变得越来越重要了。

22.1.3 货币信贷宏观调控

在传统的以中央计划为基本特征的经济、金融管理体制下,经济过热往往导因于国家生产计划、投资计划的急剧膨胀或因国家计划管理权力的不适宜下放而造成的计划管理权力的分散,从而经济发展计划是否过大、计划管理权力

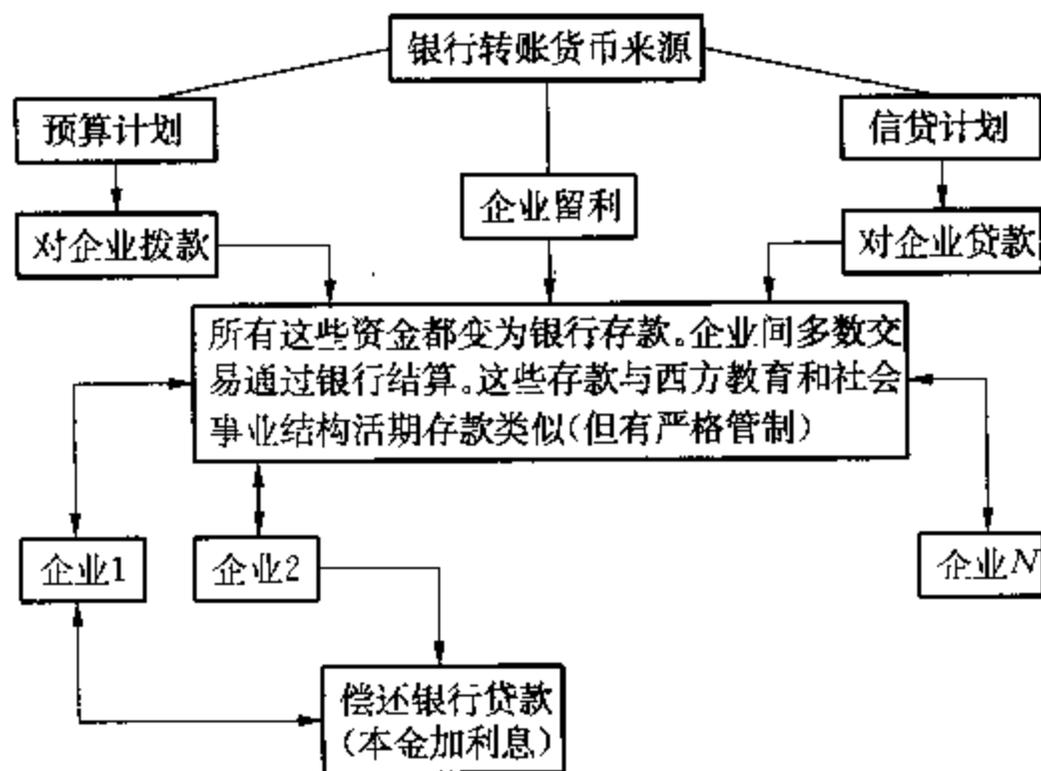


图 22.2 银行转账货币活动

是否分散成为经济周期性波动的主要影响因素。相应地,进行经济调控也主要是从调整计划、投资规模和经济增长速度入手,主要依靠计划、财政手段,货币、信贷手段则居于从属地位。作为整个计划体制的一个有机组成部分,在具体调控中,中国人民银行主要是通过加强货币、信贷计划及现金管理甚至冻结存款等行政、计划手段促进国家经济调整计划的实现。因此,货币信贷宏观调控的基本特征是直接的计划管理。在当时的经济体制下,这一调控模式是行之有效的,其中最明显的表现是三年调整时期的宏观调整。

三年调整时期是指国家针对 1958、1959、1960 年三年持续的“大跃进”所造成的经济过热和经济混乱而于 1960 至 1962 年间采取的宏观调控过程。“大跃进”期间,由于国家计划财政、信贷管理权力下放,基本建设规模大大超过了财力、物力的许可,激进的农村生产关系的变革再加上自然灾害的影响,导致了建国以来最严重的经济热胀和国民经济比例关系失调,投资、信贷、现金发行超常增长,财政赤字持续扩大,工业生产继 1958、1959 年的高速增长之后,1960 年回落近 25 个百分点,农业生产则连年下降。进入 1961 年后,国民经济出现了严重的滞胀局面。当年农业继续减产 2.4%,工业生产比上年下降 39.2%,国民收入比上年减少 29.7%,零售物价上涨 16.2%,国民经济被迫从 1961 年转入调整时期。

这一时期的经济、金融政策主要集中于以下几个方面:一是重新调整了管理体制,将经济、财政、货币发行、重要物资的管理权集中于中央,收回了 1958 年以来不适当下放的管理权力;重申中央计划的权威性与严肃性。二是实行紧

缩的财政政策,压缩基建规模,全年实际完成投资比上年压缩了 62.55%。三是恢复财政资金与信贷资金分别管理、统一平衡的原则,加强了财政、信贷综合平衡。四是人民银行重新编制了 1961 年的信贷、现金计划,改变了“存贷下放、计划包干、差额管理、统一调度”的信贷管理体制,加强了贷款的计划管理,从计划和管理体制两方面入手实行了紧缩的货币、信贷政策。全年银行贷款比上年减少了 166 亿元,压缩 17.1%。

经过两年的调整之后,1962 年国民经济已经出现好转的迹象,国民经济从 1963 年起开始转入恢复时期,宏观调控受到了很好的效果。

22.2 转轨中的货币政策目标和工具

自从 1983 年中国人民银行独立行使中央银行职能以来,其宏观调控的方式和手段一直处于变动之中。虽然从大方向上说是要从直接调控向间接调控转变,但由于客观经济形势的需要,其间也发生了好几次反复。1995 年《中国人民银行法》颁布实施以后,虽然从法律意义上明确了宏观调控的基本框架,但距离现实可行性还有很长的路要走,目前就处于直接调控和间接调控两者并存的转轨时期。在本节我们将对转轨中的中国货币政策体系进行介绍,其中货币政策工具部分是我们介绍的重点。

22.2.1 货币政策的目标

1. 最终目标。

长期以来,中国理论界和实务界对货币政策最终目标的理解与认识一直存在着分歧。比较有代表性的观点有两种:单一目标论和双重目标论。前者主张以稳定货币或稳定物价为货币政策目标,后者又有各种主张如“稳定币值,发展经济”、“就业优先,兼顾物价稳定”或“发展优先,兼顾物价稳定”。从实践来看,对政策目标的提法也有很大变化。在 1986 年的《银行管理暂行条例》中,明确规定“(中央银行)其金融业务活动都应当以发展经济、稳定货币、提高社会效益为目标”。1995 年《中国人民银行法》又作了一个很大的转折:“货币政策目标是保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”。以法律形式对货币政策目标作出上述规定,是中国银行制度走向成熟的显著标志,也是符合 70 年代以来世界很多国家中央银行的普遍做法的。

2. 中介目标。

中国对货币政策中介目标的选择经历了一个很长的过渡阶段,目前这一过渡时期仍在继续。根据我们在第1节中的介绍,在集中计划体制下实行大一统的单一银行制,贷款规模和现金发行是当然的中介目标。自从1986年以来,贷款规模和现金发行继续作为货币政策的中介目标加以运用。根据“贷款=存款+现金”这一公式,只要控制住贷款也就控制住了货币供应量。1979年以前近30年的实践证明上述论断的正确性。但随着改革的不断深入,经济体制和金融体制都发生了深刻的变化。最突出的表现一是储蓄主体发生了易位,居民储蓄迅猛增加。二是单一的国家银行体制被多种金融机构所取代,国有银行以外金融机构新增贷款占全部金融机构新增贷款的比重迅速上升,1980年为9.4%,1990年为18%,1996年达到49%。三是直接融资发展迅速,企业通过招股发债向社会直接融资越来越多。到1995年底,国内发行有价证券到期兑付后余额已达6000多亿元。四是随着我国对外开放的扩大,外汇资产的变动对国内货币供应量的影响也越来越大。

正是由于上述因素的冲击,贷款规模和现金发行已逐渐丧失相关性和可控性的基础。从实践的结果看,现金的发行既不可计划又不可控制。比如1992年计划投放600亿,结果实际却投放了1158亿;1995年计划投放1500亿,实际只投放了597亿。另外现金发行与M2之间也缺乏相关性。从贷款规模来看,进入90年代以后,M2增加额每年都明显大于贷款增加额,通过控制贷款已达不到完全控制货币供应量的目的了。正是由于上述原因,进入90年代以后,信贷规模和现金发行作为中介目标已招致了越来越多的批评。所以1993年国务院发布《国务院关于金融体制改革的决定》,指出“货币政策中介目标和操作目标是货币供应量、信用总量、同业拆借利率和银行备付金率”。根据一般的理解,这里的中介目标为货币供应量和信用总量;操作目标为短期利率和基础货币中的准备金。人民银行从此加紧了对货币供应量的统计分析与研究,并于1994年第三季度开始按季度向社会公布货币供应量,1995年尝试把货币供应量纳入货币政策中介目标体系,1996年正式把货币供应量作为中介目标。

22.2.2 货币政策工具

在中国,货币政策工具通常是指宏观信贷手段,通常包括三个部分,即综合信贷计划、资金分配,以及各种调控工具。鉴于中央银行的宏观调控方式正从直接转向间接,综合计划和资金分配原有的重要性正逐渐丧失,取而代之的是间接调控下的各种货币政策工具。主要包括中央银行再贷款、再贴现、存款准备金率、公开市场业务、基准利率以及国务院规定的其他货币政策工具等。需

要特别注意的是,这些操作工具在中国具有很多“中国特色”,从而具有一些不同一般的特定含义。

1. 综合信贷计划和资金分配。

综合信贷计划作为一种控制手段直接承自传统体制下的信贷、现金计划,其核心在于通过制定指令性计划对全社会的货币和信用总量作出安排。计划,就意味着进行数量控制,也就是实行计划限额。其基本含义是:中央银行负责编制综合信贷计划,规定各专业银行的贷款余额增长指标,直接控制其信贷规模;专业银行的信贷收支都要纳入中央银行综合信贷计划,并有中央银行贷款限额;无论哪个银行、无论什么贷款都不能突破中央银行贷款规模和限额。信贷计划一般由四大计划组成:一是国家综合信贷计划,规定货币投放的数量、货币发行的方针,规定专业银行和人民银行的信贷资金来源和运用,确定信贷总规模和资金运用的布局、投向。二是人民银行信贷计划,规定现金发行量和其他中央银行资金来源,确定对专业银行贷款的规模。三是专业银行的信贷计划,规定专业银行信贷资金经营规模与营运方向。四是非银行金融机构的信贷计划,用以反映这些金融机构资金来源与运用的规模和方向。

传统体制下的综合信贷计划以及资金分配体制,我们曾在本章第1节作过介绍。自1979年实施“统一计划、分级管理、存贷挂钩、差额控制”以来,这一计划手段也步入改革历程,其间经历了1983、1984、1986、1988、1989年等数次改革。应该说综合信贷计划手段在改革前的运行还是很有效率的,在改革后历次整治经济热胀的过程中也发挥了很大作用。但进入90年代以后由于我们前面在“中介目标”部分所提到的原因,现金、信贷计划的有效性和合理性正在丧失。所以,1998年1月1日中国人民银行正式取消对国有商业银行贷款限额限制,转而在推行资产负债比例管理和风险管理的基础上,实行“计划指导、自求平衡、比例管理、间接调整”的新管理体制。这次取消对国有商业银行贷款限额限制,是中央银行金融宏观调控方式的重大改革。中国人民银行将从过去依靠贷款规模指令性计划控制,转变为根据国家确定的经济增长、物价控制目标和影响货币流通的各种因素,综合运用利率、公开市场业务、存款准备金、再贷款、再贴现等货币政策工具,间接调控货币供应量,保持币值稳定,促进经济发展。信贷计划将不再具有指令性,而成为按年(季)下达的指导性计划。

2. 中央银行再贷款。

由中央银行根据有关规定和具体情况以再贷款的形式向商业银行提供所需资金是各国中央银行的通行做法。中央银行根据经济发展需要和货币供应量的状况掌握、控制对商业银行的贷款额,就可以达到控制和调节货币供应量和信贷规模的目的。中国的中央银行再贷款跟一般意义的再贷款并不完全相

同,它事实上是由原先中央银行对专业银行的贷款演变而来的。根据前面的介绍我们知道,中国人民银行对专业银行的贷款实际上是限额管理下的一种资金供给行为。中国人民银行对金融机构的贷款主要包括正常贷款和临时贷款两部分,后者又包括季节性贷款、日拆性贷款及再贴现贷款。中国人民银行对金融机构的贷款是其放出基础货币的主要渠道之一。1979至1983年间,中国人民银行对基础货币的调整是通过人民银行核定专业银行和人民银行分行的“借差计划”或“存差计划”实现的。其中,信贷资金来源大于运用的“存差”实际上等于中央银行减少基础货币的数量,信贷资金来源小于运用的“借差”相当于中央银行的基础货币增加额,此即所谓的“差额管理”。

1984年人民银行专门行使中央银行职能后,决定实行“统一计划、划分资金、实贷实存、相互融通”的信贷资金管理体制。其中“实贷实存”规定人民银行与专业银行的资金往来采用存贷款形式的运行机制,从此奠定了中国人民银行通过对金融机构贷款来调控基础货币的基础。1984年人民银行总行在原“借差计划”的基础上进一步对各专业银行核定了借款基数,1985年一次性贷给了专业银行作为铺底资金。从此以后,中央银行对专业银行贷款就成为其吞吐基础货币的主要渠道。

从实践的结果来看,上述的操作过程中仍然存在一些问题,其中最突出的有三点:一是资金管理过于集中,逐渐形成了中央银行对专业银行的资金供应制。二是金融机构缺乏自我约束机制,加上企业和财政,三方倒逼中央银行扩大基础货币。有鉴于此,1994年中国人民银行制定了《信贷资金管理暂行办法》,以逐步减少中央银行对金融机构的信用放款,并改为由人民银行总行对商业银行总行发放,同时加大通过货币市场吞吐基础货币的比重。因此今后一个明显趋势是,中央银行信用贷款规模趋于缩小,再贴现业务和抵押贷款以及公开市场业务将会有很大发展。

3. 再贴现。

1984年,中国人民银行发布了《商业汇票承兑、贴现暂行办法》,先在部分城市而后在全国范围内开展商业汇票承兑和贴现业务。1986年中国人民银行上海分行开办了再贴现业务。1988年中国人民银行首次公布再贴现率,比同期金融机构贷款利率低5至10个百分点。由于我国商业票据不发达,贴现业务开展的历史不长,中国人民银行的再贴现规模一直较小,再贴现率对货币供应量以及其投向的调节效果不明显。再贴现作为一项政策工具要想显著发挥作用还需要商业信用和商业票据市场的进一步发展。

4. 存款准备金。

中国的存款准备金制度开始于1984年,最初的动机是集中资金,作为中央

银行平衡信贷收支的手段,而不是将其作为货币政策工具加以运作,这使得它与一般意义上的准备金制度相比有很大不同。最突出的表现主要有以下几个方面:一是法定存款准备金规定不能用于支付和清算,商业银行必须另开备付金账户并保留大量清算资金,此举无疑将加大商业银行的运营成本。二是相对于存款准备金通常不付息的惯例,中央银行对存款准备金支付较高利息。三是存款准备金比率过高,自1989年以来,我国存款机构各类存款(企业存款、储蓄存款、农村存款)的法定存款准备金率均为13%,此外各存款机构还要保持5%至7%的备付金(1995年,四大国有银行的备付金比率进一步上调为:工商银行6%—12%,农业银行7%—9%,中国银行6%—10%,建设银行5%—11%),二者之和达20%左右,致使商业银行在中央银行保持大量储备。与此同时,中央银行为解决结构调整所需资金,又通过再贷款形式使大量资金回流到商业银行,抵消了准备金率变动对货币乘数的影响,削弱了其对货币供应量的调控功能。另外,由于中央银行对备付金率的约束较弱,备付金率波动较大,从而影响货币乘数的稳定性,不利于中央银行通过基础货币进行货币总量控制。

由于上述原因,1998年3月25日,中国人民银行宣布,自1998年3月21日起,对存款准备金制度进行改革,将法定准备金账户和备付金账户合并为准备金账户,将法定存款准备金率由13%下调至8%,同时降低中央银行对金融机构的存贷款利率,将先前法定存款准备金年利率7.56%和备付金年利率7.02%统一降为5.22%。这是我国改进金融宏观调控的重大举措,标志着我国的存款准备金制度已经越来越成为间接调控下的一项重要政策工具,而不仅仅是中央银行集中资金的手段。

5. 公开市场业务。

对发达市场经济中的中央银行而言,公开市场业务是其调控货币供应量最主要的政策工具,关于公开市场业务的若干优点我们已经在第21章货币政策部分作过专门的介绍。中央银行进行公开市场业务必须具备一定的条件:(1)中央银行应当具有强大的足以干预和控制整个金融市场的资金实力,这是中央银行进行公开市场操作的重要前提。(2)证券的种类和数量要具有足够大的规模,适当的期限结构,以便于交易。(3)要有较大规模并且较为高效的金融市场,这样才能最终贯彻货币政策,达到金融宏观调控的目的。(4)要有健全的金融惯例制度,有很好的法律环境,这样才能确保金融机构对中央银行的宏观调控信息作出相应的反应。(5)公开市场业务的操作需要建立起高效、灵活的操作系统,包括决策交易和清算系统。

现阶段我国尚不完全具备上述条件。但中国人民银行已经开始对此进行

积极的探索。继 1994 年 4 月 4 日正式启动外汇公开市场业务之后,中国人民银行又于 1996 年 4 月 9 日正式启动人民币公开市场业务。虽然目前我国的公开市场业务尚处在起步阶段,但是可以预见,它最终必将成为中国人民银行吞吐基础货币,贯彻货币政策意图的重要工具。有关公开市场业务的内容,我们将在下一章专门加以讨论。

6. 基准利率。

基准利率是指在利率体系中起主导作用的基础利率,其水平和变化决定其他各种利率的水平和变化。对市场化程度不同的国家而言,由于利率生成的机制不同,对基准利率的确定也有差异。在市场经济体制国家中,一般以中央银行的再贴现率为基准利率。在美国,以联邦基金利率为基准利率。中国的基准利率事实上是一种“法定利率”,一般由中央银行制定并且规定金融体系中的其他利率以此利率为准或在一定范围内浮动确定。1984 年以前国家银行制定的利率起着基准利率的作用,其中又以一年期的存贷款利率为基准利率的核心,其他利率都参照这一利率加以确定。1984 年以后中央银行体制开始确立,基准利率则为中国人民银行对各专业银行和其他金融机构的存贷款利率。从 1949 年至 1998 年 7 月,中国的存贷款利率曾结合具体的调控需要作了数次调整,其中存款利率共调整 36 次,1979 年以前调整 18 次,以后调整 18 次。贷款利率调整了 34 次,1979 年以前调整 15 次,以后调整 19 次。鉴于中国的利率市场化改革如此滞后,要最终形成完全以市场为基础的基准利率还需要很长的时间。

专栏 22.1

1996 年以来的五次降息

从 1996 年 5 月以来,中国人民银行已经连续五次降低存贷款利率。在如此短的时间内,如此连续地、大幅度地下调利率,在我国实属罕见,表明中国人民银行已经越来越重视利用利率这一重要杠杆来对经济进行宏观调控。

五次降息的幅度之大也是较为罕见的。以一年期存贷款利率为例,1996 年 5 月 1 日之前分别为 10.98% 和 12.24%,1998 年 7 月 1 日后则分别降为 4.77% 和 6.93%(见下表)。

中国人民银行为什么要如此大幅度地降低利率呢?一般说来,中国人民银行在确定利率水平时,主要要考虑以下四个宏观经济因素:社会资金总供求状况、企业成本水平、银行利润和市场价格总水平。其中最重要的又是市场价格总水平(参见谢平,1996)。我国 1995 和 1996 年的物价上涨率较 1994 年已有大幅度下降(1994 年的零售物价上涨率为 21.7%,1995 年为 8.3%,1996 年为 4.4%,1997 年 10 月后更是破天荒地出现了物价的负增长)。在这种情况下,中国人民银行如果不及时降低名义利率,实际利率就会上升到极高的水平,经济将陷入严重的困境。



尽管人民银行大幅度降息,但是目前我国的经济仍较为疲软,有些人据此认为利率在中国经济中的作用是非常有限的。这种看法有些偏颇。中国当前的经济疲软是由多方面的原因造成的,例如国有企业的下岗分流导致的消费萎缩,金融约束的强化(如不允许政府向中央银行透支,不允许商业银行滥发贷款,不允许国家机关为银行贷款提供担保等)导致的投资萎缩,以及亚洲金融危机所导致的出口萎缩等。在如此严峻的需求形势下,降息未能带来需求扩张并不能说明利率不重要,而只能说明另一方向上的影响过于巨大。事实上,中国企业负债率偏高,国有企业尤其如此,利率高低对它们的影响是十分重大的。据估计,五次降息共为企业减轻负担 2700 多亿元。难以想象,如果没有这五次降息,中国经济目前将会是怎样一幅图景。

表 A 1995 年以来的一年期利率 (单位:%)

	95.07.01	96.05.01	96.08.23	97.10.23	98.03.25	98.07.01
法定准备金存款	9.18	8.82	8.28	7.56	5.22	3.51
超额储备	9.18	8.82	7.92	7.02	5.22	3.51
金融机构法定存款	10.98	9.18	7.47	5.67	5.22	4.77
金融机构法定贷款(基本建设贷款)	12.24	11.52	10.08	8.64	7.92	6.93
金融机构利差	1.26	2.34	2.61	2.97	2.7	2.16

表 B 近年来存贷款利率平均调整幅度 (单位:百分点)

	96.05.01	96.08.23	97.10.23	98.03.25	98.07.01
存款利率	-0.98	-1.5	-1.1	-0.16	-0.49
贷款利率	-0.75	-1.2	-1.5	-0.6	-1.12
贷存利差	0.23	0.3	-0.4	-0.44	-0.63

7. 国务院确定的其他货币政策工具。

在《中国人民银行法》中这是一项有弹性的条款,既可以指传统的控制货币和信贷的手段,也包括若干选择性政策工具。因为从实际情况看,中国尚处于金融体制改革的过渡时期,在新的间接调控机制最终建立之前还需保留对这些政策工具的选择使用权。

以上我们大致介绍了六种政策工具,其中有的已逐渐失去其原有的重要性,有的则刚刚开始投入运作,还有的目前尚不具备运行的条件,这一工具体系带有明显的过渡色彩(见图 22.3)。

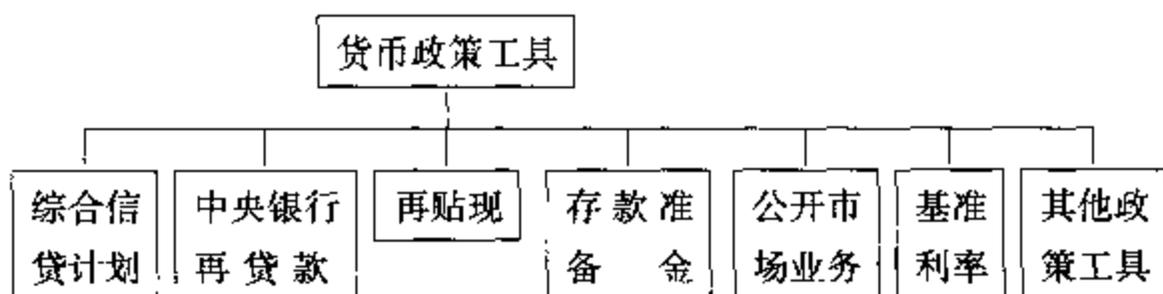


图 22.3 中国的货币政策工具

在介绍完目标和工具之后,我们似乎应就操作程序说点什么。从中国的实践过程来看,政府制定增长计划,中央银行扩大货币供给,产生经济过热,政府压缩调控经济,中央银行紧缩货币供给这样的过程似乎已成为惯例,其中大量使用的仍是带有行政色彩的计划控制,关于这一点在下一节我们还要介绍。因此,严格意义上的间接调控下的货币政策操作程序还有待于进一步建立和完善。

22.3 公开市场业务

随着我国金融体制改革的深化,中国人民银行外汇公开市场业务于 1994 年 4 月 4 日正式启动。中国人民银行通过参与银行间外汇市场买卖,适时调节国内外汇供求,稳定人民币汇率,对保证以结售汇为特征的外汇体制改革的顺利实施,发挥了重要作用。继外汇公开市场运行两年后,中国人民银行又于 1996 年 4 月 9 日正式启动人民币公开市场操作,初步建立了操作的技术网络系统,制定了相关的交易规程和办法,为进一步发展我国的公开市场操作奠定了基础。

22.3.1 外汇公开市场业务

1. 外汇公开市场业务是我国外汇市场发展的必然结果。

改革开放以来,我国外汇市场经历了开办外汇调剂业务、建立外汇调剂市场、建立公开外汇调剂市场和建立统一的银行间外汇市场四个发展阶段。

1979 年我国实行了外汇留成制度,创汇单位可以自行使用留成外汇,从而产生了调剂外汇余缺的需求。1980 年 10 月中国银行开办了外汇调剂业务,标志着中国外汇市场的萌芽。

1984 年以后,中国经济的高速增长引起进口需求猛增,外汇供不应求,非法买卖外汇现象严重,调剂业务萎缩。为此,1985 年深圳经济特区成立了第一家

外汇调剂中心,集中办理当地外汇调剂业务。在随后的两年时间里,各地先后成立了外汇调剂中心,外汇调剂量增加,价格浮动范围有所放宽,外汇调剂市场逐步形成。

1988年9月上海首创公开外汇调剂市场,实行会员制,竞价成交,集中清算。1993年底,全国已有18个城市开办公开外汇调剂市场业务,当年国际收支贸易项下80%的外汇收支是由市场调剂的。这一时期,交易对象仍是外汇额度而非现汇。

1993年7月开始,为加强宏观调控,中国人民银行开始对各地的外汇调剂市场进行有目标的统一干预,这就是外汇公开市场操作的前身。

1994年初,我国外汇管理体制发生了重大改革,实现人民币汇率并轨,实行有管理的浮动汇率制度,实施银行结售汇制。同年4月4日,中国外汇交易中心正式联网运作,标志着全国统一的银行间外汇市场的建立。在强制结售汇制下,多数国内企业的外汇账户被取消了,原来分散在企业账户里的外汇都集中到外汇指定银行手中。同时,中国人民银行对外汇指定银行的结售汇周转外汇余额实行比例幅度管理,即当银行持有的结售汇周转外汇超过中国人民银行规定的上限时,该行必须通过银行间外汇市场出售超额外汇,而当银行持有的结售汇周转外汇低于中国人民银行规定的下限时,它就必须从外汇市场购人补充。

当我国出现连续的较大规模的国际收支顺差(逆差)时,由于银行结汇持续大(小)于售汇,各外汇指定银行的结售汇周转外汇余额很快就会超过上限(低于下限)。外汇指定银行必须不惜代价地在市场上抛售(购买)外汇。如果中国人民银行不及时入市买入(卖出)外汇,外汇价格将急剧下跌(上扬),市场出清就难以实现。

即使允许外汇指定银行持有超额头寸,外汇市场供求平衡也难以自动实现。当出现持续的国际收支顺差或逆差时,外汇指定银行用于结售汇的人民币资金头寸就会迅速减少。如果中国人民银行不入市购汇,人民币资金头寸的限制将逐渐削弱市场上的买方力量,使供需矛盾不断加剧。

由此可见,在外汇管理体制改革的过程中,中国人民银行对外汇市场适时干预已经成为不可或缺的日常行为。外汇公开市场业务操作是人民币汇率并轨、结售汇实施的必然结果。

2. 外汇公开市场业务运作机制。

(1) 央行操作室。中国人民银行对外汇市场调控的目标是保持人民币汇率的相对稳定。人民银行公开市场业务操作室(简称央行操作室)是人民银行实现外汇公开市场业务的执行者,它接受中国人民银行总行关于汇率调控目标和

交易限额的指令,相机入市买卖外汇以调节汇率,平衡供求,稳定市场。

央行操作室目前在上海实施外汇公开市场业务操作,其地位具有双重性:既是中国外汇交易中心的普通会员,按照“时间优先、价格优先”的原则平等地参与市场交易,又是担负稳定汇价和调节供求任务的特殊会员,代表中国人民银行交易,不以盈利为目的。

(2) 交易主体。目前我国统一的银行间外汇市场包括三个层次:外汇指定银行与企业间的零售市场、银行与银行间的批发市场和各指定银行与中国人民银行间的市场。外汇市场上的交易主体因此包括企业、各指定银行总行与分行以及代表中国人民银行的央行操作室。

(3) 交易品种。银行间外汇市场的交易币种只有美元、港元、日元三种。在外汇公开市场运行的第一年,央行操作室对美元和港币两个币种的汇价进行干预,1995年4月下旬起不再干预港币汇价。目前,央行操作室只参与美元买卖,中国人民银行每天公布人民币对美元汇率。

(4) 交易机制。我国外汇公开市场实行的是集中竞价、集中清算的有形市场交易机制。央行操作室的日常工作除了交易外,还有清算和统计分析。外汇交易的清算执行中国外汇交易中心本外币双向同步清算方式和T+1清算速度的规定,其外币清算通过国家外汇管理局境外外汇储备账户进行,央行操作室外汇买卖直接增加或减少国家外汇储备;人民币清算通过其在中国人民银行总行上海营业处的人民币账户进行,央行操作室的人民币收付直接减少或增加中央银行资产中的外汇占款。

3. 外汇公开市场运营效果。

自银行间外汇市场运营以来,突出的特点是持续的外汇供大于求,而持续的外汇供大于求源于我国近年来大量的贸易顺差和外资流入。1994、1995和1996年我国外贸顺差分别为53.5亿、167亿和122.4亿美元;同期实际利用外资金额为432.2亿、481.3亿和510亿美元。央行操作室从1994年4月到1997年底累计净买入外汇折合1263亿美元(见下表)。

年 份	净买入外汇(亿美元)	净投放人民币(亿元)
1994	316	2712
1995	273	2284
1996	334	2779
1997	340	2822

1994年4月以来,央行操作室通过公开市场业务,适时对外汇市场进行干预和调控,保持人民币汇率的相对稳定,取得了明显的效果。

(1) 保证了中国人民银行结售汇制度的顺利实施。央行操作室在外汇交易中及时吸纳和抛补外汇, 外汇市场供求渠道畅通, 银行平补外汇头寸方便、快捷, 从而保证了银行结售汇业务的正常开展。

(2) 保持了人民币汇价相对稳定。人民币兑美元汇率从 1994 年初并轨时的 8.7 轻微升值到 1997 年底的 8.29, 仅升值 5%。稳定的人民币汇价为我国的对外贸易发展创造了良好的环境, 从而亦促进了对外贸易的增长。

(3) 增加了国家的外汇储备。1997 年底我国的外汇储备达到 1390 亿美元, 比 1993 年底的 212 亿美元增加了 1178 亿美元。

(4) 改变了中国人民银行基础货币的配置方式。从 1994 年 4 月到 1996 年底, 央行操作室通过外汇公开市场业务, 净投放人民币 7775 亿元, 占同期基础货币增量的 70% 以上, 改变了人民银行资产结构, 密切了货币政策和汇率政策, 使人民银行朝着间接调控的方向迈出了积极的一步。

4. 外汇公开市场业务中的几个问题。

(1) 交易主体。真正的银行间外汇市场上的交易主体应当是法人, 对银行而言是总行, 因总行需要对全系统的资金安全负责。但目前的外汇市场允许分行入市, 分行参与外汇买卖使得总行不易控制资金的风险。

(2) 交易对象。目前中国人民银行只公布美元汇率, 而其他币种汇率的浮动范围又很小, 这很容易产生套汇机会, 且银行不易防范。如果开展多币种交易, 或人民银行只公布一个币种的汇率, 但扩大其他币种汇率的浮动范围, 套汇的机会将大大降低。

(3) 结售汇制。当国际收支持续顺差时, 实行强制结售汇要求中国人民银行大量买入外汇以维持本币汇率稳定, 这给本币政策带来了很大的压力。然而意愿结售汇未必能够缓解人民银行的基础货币压力: 当出现升值预期时, 企业会选择结汇; 而出现贬值预期时, 企业就会选择不结汇。但如果从企业规避风险的角度考虑, 在自愿结售汇下, 企业可以自由选择持有外币或人民币来回避风险; 而在强制结售汇下企业没有币种选择。因此在部分结售汇或自愿结售汇下, 可以考虑开设国内封闭的本外币远期外汇交易, 不与国际接轨, 从而为企业提供一个规避风险的机制。

(4) 交易机制。外汇市场的交易主体是数量有限的人民银行, 交易的商品是有限的币种, 银行有现成的清算交割系统和联行系统, 有人民银行的清算系统提供服务, 交易双方可以自行清算交割。因此外汇市场无需采用集中竞价和集中清算的有形市场交易机制。另一方面, 因外汇交易的风险较大, 银行间的金融交易必须在各自的授信范围内进行。集中竞价和集中清算使外汇交易银行的清算风险完全集中在外汇交易中心。当市场汇价发生较大波动时, 交易中

心的风险过大就会迫使中央银行提供流动性以解决清算危机,风险不对称是这一交易机制的根本性缺陷。

22.3.2 人民币公开市场业务

1. 人民币公开市场业务的客观必然性。

发展本币公开市场业务是银行宏观调控从直接方式转变为间接方式的一个重要方面,是最典型的市场化货币政策工具。随着我国经济体制的转换和金融领域市场化程度的加深,发展人民币公开市场业务的客观必然性正日趋突出。

首先,调控目标发生了变化。1995年颁布实施的《中国人民银行法》明确规定:“货币政策目标是保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”。为实现这一最终目标,中国人民银行将货币供应量作为中介目标,开始了对基础货币的管理。在控制货币供应过程中,金融机构的流动性是操作目标,它的增减直接影响商业银行的信贷扩张能力。同时人民银行需要选择新的调控工具有效地将日常性货币政策调控与中介目标联系起来,最终实现币值稳定和经济增长。

其次,再贷款和信贷限额管理等直接货币政策工具的调节作用随着市场发展逐年弱化,调控信号传导的覆盖面越来越小。1988年,工、农、中、建四家专业银行的资产总量在全社会货币信用总量中所占比重近100%,1996年下降为69%。许多与人民银行没有再贷款关系的金融机构,资产增长速度很快,市场化程度较高。这意味着,1988年前,中国人民银行控制住四家专业银行的贷款,就能控制住全社会的货币信用总量;但到1996年,仅控制专业银行信贷资产已不能覆盖全社会信用范围,中国人民银行必须选择和启用新的货币政策工具。

第三,我国金融市场的发展使商业银行的资产结构发生重大变化。1988年,商业银行系统各项贷款占金融结构全部资产的90%,1996年降为60%,贷款规模和货币供应量差额日益扩大。这一变化的主要原因是社会融资证券化速度加快。其中财政赤字由透支转向发债,国家政策性银行发行的政策性金融债券,人民银行为收回流动性发行的人民银行融资券等,使金融机构的证券资产大量增加。这在客观上决定了人民银行需要调整资产结构,通过市场手段影响金融机构的流动性以达到控制货币供应量的目的。

第四,外汇体制改革使中国人民银行基础货币的投放渠道和调控方式发生重大变化。1994年前,人民银行的资产的78%至88%是对专业银行的再贷款,1994年后基础货币的投放转向外汇占款和政策性农副产品收购贷款,1996年对金融机构的再贷款只占2%。由于外汇占款只增加商业银行的流动性,面再



贷款却是以固定利率、明确的对象为条件用于结构调整,外汇占款迅猛增加给人民银行有效控制货币量带来了新的问题。尽管中国人民银行始终采取收缩再贷款对冲调整,但再贷款调控的力度和范围都受到诸多限制。因此为了控制基础货币的过快增长,人民银行必须增加新的货币政策工具。

第五,与其他货币政策相比较,公开市场业务的特点决定了它适宜作为日常性调节手段运用于货币政策的实施。(1)在公开市场操作中,中央银行可以充分控制交易规模,拥有相当大的主动权。(2)公开市场操作发挥作用的范围大于信贷规模与再贷款,使货币政策实施的覆盖面加大。(3)公开市场操作灵活性较高,对货币供应既可进行“微调”,也可以进行较大幅度的调整。(4)公开市场操作的时效性强,人民银行一旦发出买进或卖出的指令,交易可以立即执行。(5)公开市场操作的透明度高,可以促进商业银行加强流动性管理,推动商业银行的商业化改革。

2. 公开市场操作的运作框架。

(1) 参与机构。我国公开市场操作实行的是一级交易商制度。这是因为一级交易商通常是一些资产总额大、资金实力雄厚、能在二级市场参与大额债券交易的金融机构。1996年,参与公开市场操作的金融机构是国内14家商业银行总行,它们分别为中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中信实业银行、中国光大银行、中国投资银行、华夏银行、上海浦东发展银行、招商银行、广东发展银行、深圳发展银行和福建兴业银行。1996年12月底,上海城市合作银行、北京城市合作银行和南京城市合作银行的加盟使公开市场业务的操作对象达到17家。

(2) 操作工具。公开市场业务选择财政部1996年发行的无纸化短期国债为操作工具。之所以选择国债,是因为:首先,选择短期国债有利于加强货币政策与财政政策的协调;其次,短期国债市场是货币市场的重要组成部分,人民银行从干预货币市场入手,有利于促进刚刚建立的同业拆借市场的完善,培育货币市场;第三,短期国债可以有较大的容量,流动性强,央行的买卖不致引起国债市场收益率的大变动,进而不会对资本市场的运行造成重大冲击;第四,短期国债的收益率可预见性强,市场投机因素较小,便于人民银行控制公开市场操作的成本,有利于商业银行将其作为流动性管理的工具;最后,无纸化国债更便于大型金融机构进行资金交易。

(3) 交易方式。1996年中国人民银行公开市场业务采用回购方式进行交易。“回购”是指交易的一方(卖方),在卖出债券给另一方(买方)的同时,买卖双方约定在将来某一指定日期以双方约定的价格,由卖方向买方买回相同数量的同品种债券的交易。根据一级交易商在债券回购过程中所处买、卖位置的不



同,回购可分为“正回购”与“逆回购”。“正回购”是指一级交易商为债券卖方的回购;“逆回购”是指一级交易商为债券买方的回购。为保证回购交易的正常进行,央行操作室制定并与商业银行签署了《国债回购主协议》,使公开市场业务从一开始就步入规范的轨道。

国债回购交易采取数量招标和利率招标两种方式。数量招标是由央行操作室向一级交易商公布国债回购的券种、回购期限和回购利率,由一级交易商自主申报回购数量。若投标总额在规定的限额之内,各商业银行可按其投标数量获得中标额;若超过最高限额,央行操作室则根据各商业银行投标数量占投标总量的份额确定各商业银行的中标额。利率招标是由央行操作室向商业银行公布国债回购券种、回购期限和数量总额,由商业银行对利率投标并申报回购数量。考虑到我国现有利率传导机制并不完善,先实行底价利率招标,即人民银行在标书中事先规定正回购的最低利率或逆回购的最高利率,以此作为商业银行利率投标的基础,今后将过渡到完全的利率招标模式。中国人民银行确定中标的基本原则是公开、公正、公平的市场交易原则。

选择回购交易方式是客观金融形式和人民银行的资产状况所决定的:首先,中国人民银行自身没有债券资产,无法在启动本币公开市场操作时,选择卖出债券进行交易;其次,如果人民银行在进行公开市场操作时从市场上直接大量买入国债,一方面会引发国债价格的大幅上升,另一方面会增加基础货币投放,扩大货币供应量。因此,目前中国人民银行暂定以7天、14天和21天的回购期限购入国债融出资金,对商业银行的流动性进行微调。

(4) 债券登记托管系统和资金清算。中央国债登记有限责任公司是全国统一的公正簿记结算系统。人民银行和商业银行都在登记公司开设一级债券托管账户,公开市场业务中的债券托管、结算均通过该公司办理。公开市场业务的资金清算通过人民银行电子联行的资金清算系统进行,清算速度为T+1,人民银行负责制定具体的会计核算手续。公开市场操作室与中央国债登记有限责任公司共同设计了用于公开市场操作的网络系统,操作室通过网络向有关金融机构发标书,宣布中标结果,金融机构通过网络与央行操作室进行交易。

3. 人民币公开市场业务的效果和意义。

人民币公开市场操作于1996年4月9日正式启动,当天共回购商业银行短期国债2.9亿元。从1996年4月9日到1996年底,中国人民银行共进行了51次短期国债的回购业务,回购总量为43亿元。

中国人民银行开办公开市场操作,可以不断对市场提供央行调节资金松紧的信号,有助于推动我国银行间同业拆借市场的发展和利率市场化改革。



公开市场操作不仅为中央银行实施货币政策提供了新的工具,也为商业银行提高经营管理水平提供了新的契机。开放国债二级市场后,人民银行在国债市场上进行公开市场操作,商业银行可以随时在国债市场上买入和卖出国债;再加上国债利息高于人民银行存款利息,商业银行持有国债既保持了较高的流动性,又获得了较高的收益。同时人民银行介入国债市场将增强国债的流动性,有利于财政向市场发债筹资并逐步降低国债发行成本,促进国债市场的发展和完善。

4. 人民币公开市场业务的几个问题。

(1) 调整人民银行资产结构。1996年公开市场业务面临的突出矛盾是人民银行缺少债券资产,如果为增加债券资产不断买入债券,势必会向金融市场注入过多的流动性。解决办法主要有:(a)充分利用人民银行现有的政策性金融债券,同时发行中央银行融资券,将其开发为可以利用的公开市场操作工具。(b)从货币政策协调入手:当商业银行需要向人民银行借款时,首先应将其持有的债券卖给人民银行;对有再贷款的专业银行则不断收回原有的借款,新的资金需求以买卖政策性金融债券的方式解决。(c)按照资产负债比例规定,允许商业银行保有一定比例的债券。同时考虑提高再贷款利率,将商业银行的资金需求挤向同业拆借市场和公开市场,人民银行主动通过公开市场操作买进债券。

(2) 开发新的公开市场操作工具。目前我国的国债二级市场规模较小,而且以居民个人持有为主,不适合人民银行大规模介入。为保证公开市场业务发展的需要,必须增加新的操作工具。目前可以作为公开市场操作工具的有政策性金融债券和中央银行融资券。政策性金融债券的性质与国债类似,偿还实际上以国家信用为保证,安全性较高。当前的发行余额为2000多亿元,多为商业银行持有,完全可以在金融机构间进行回购、抵押等交易,进入二级市场转让。发行人民银行融资券进行公开市场操作,可以迅速、主动、准确地实现人民银行的货币政策意图。尽管中央银行应避免直接发行债券,但为解决公开市场业务启动时债券资产不足问题,在社会货币供应量过多的前提下,发行融资券收回流动性也是可行的。

(3) 促进货币市场统一和利率市场化。加快货币市场的发展与利率市场化是公开市场操作的基础。但目前我国的货币市场分割为上海证交所、深圳证交所、银行间同业拆借市场和一些地区性交易场所,市场的分割使真正的市场基准利率难以形成。在这种情况下,公开市场操作无法根据利率的变化准确判断短期资金的松紧状况。因此,要发展公开市场业务,就必须大力规范和发展货币市场,逐渐形成统一的市场框架。

全国银行同业拆借市场

我国银行同业拆借市场的发展经历了一个曲折的过程。1984年,以中央银行领导、专业银行为主体、其他金融机构并存的金融体系在我国逐步形成,中央银行、专业银行以及其他金融机构之间及其内部的信贷资金运行体制也逐步形成。到10月份,中央银行确立了“统一计划、划分资金、实贷实存、相互融通”的信贷资金管理体制,明确鼓励金融机构之间资金的横向余缺调剂。一些地区开始出现同业拆借活动。不过,拆借量很小,不足以形成规模市场。

1986年,全国银行同业拆借市场真正开始启动。1986年1月,国务院颁发了《中华人民共和国银行管理暂行条例》,明确规定专业银行的资金可以相互拆借。从此,同业拆借活动开始在全国迅速展开,并建立了以广州、重庆、武汉、沈阳、成都等城市为中心的有形同业拆借市场。同业拆借冲破了信贷资金配置的“条块分割”和“地区封锁”,改变了“向上要钱多,自筹资金少”的传统状况,使得信贷资金在一个地区,一个系统有进也有出,加速了资金的周转。1987年,同业拆借市场得到长足发展,拆借量达2300亿元。

1988年3月,中国人民银行试图通过融资公司和证券公司等中介机构进行同业拆借市场操作。但是,问题随之出现:一些机构拆借资金不还,或用拆借资金进行固定资产投资等等。10月,中国人民银行提出对融资公司进行清理整顿。1989年初,中国人民银行决定撤销融资公司,同时指出中国人民银行要加强对资金市场的监管。

1990年3月,中国人民银行颁发《同业拆借管理试行办法》,首次比较系统地对同业拆借市场运作作了规定。《同业拆借管理试行办法》规定:同业拆借是银行与非银行金融机构之间相互融通短期资金的行为,拆借资金只能用于弥补票据清算、联行汇差和解决临时性周转需要,不得用于发放固定资产投资贷款,还规定了资金拆入比例与拆借利率等。《试行办法》对同业拆借市场的发育起到了一定的规范作用。经过整顿,同业拆借市场重新起步发展。1989年和1990年的同业拆借量基本稳定下来,达2300亿元左右。此后,股票与房地产投资日渐升温,社会上出现了乱设金融机构、乱集资、乱提高利率和乱拆借的现象。1992年下半年和1993年初愈演愈烈。同业拆借市场再次陷入混乱。

1993年6月,中国人民银行再次对同业拆借市场进行整顿。在整顿的同时,中国人民银行加强了对同业拆借市场的管理。中国人民银行陆续下发了一系列管理规定,对同业拆借市场的规范起了良好作用。央行的整顿有效地限制了一些违规拆借行为。1995年,中国人民银行进一步提出“有堵有疏”的管理办法,通过建立计算机交易网络,将各地分散的同业拆借活动纳入统一的全行同业拆借市场。11月,中国人民银行决定撤销各商业银行的融资中心、资金市场等同业拆借中介机构,并从1995年第四季度起着手建立全国统一的同业拆借市场。

1996年1月3日,在中国人民银行总行的组织领导下,依托中国外汇交易中心的计算机网络,12家商业银行总行和15家融资中心开始进行人民币联网拆借交易,全国统一的全行同业拆借市场正式建成,并首次生成中国银行间同业拆借市场利率(CHIBOR)。3月29日起,参与联网交易的商业银行总行和融资中心分别增至20家和35家。

新建成的全国银行同业拆借市场实行二级架构:一级交易网的主体是经中国人民银行

批准,具有独立法人资格的商业银行总行和经改造的各地融资中心。目前,一级网络会员共有 55 家,利用中国外汇交易系统的交易网络进行全国联网交易。二级网络由 35 个融资中心组织当地金融机构就地交易。一级网络与二级网络同步运行,融资中心不断地促成本辖区的资金融通,并将差额拿到一级网络平衡。一级网络中,商业银行总行一般只能自营;融资中心除了自营外,还能代理当地二级市场的金融机构参与一级市场网络的交易。

鉴于黑市利率的存在,自 1996 年 1 月全国统一的银行间同业拆借市场开始运行之日起,中央银行就对同业拆借利率实行上限管理。同时,还对各融资中心实行了拆借资金的限额控制。经过半年多的运行,同业拆借市场表现出很强的活力,交易日趋活跃,交易量稳定增加,利率稳中有降。鉴于全面放开拆借市场利率的时机已经成熟,央行宣布,自 6 月 1 日起全面放开拆借市场利率,不再实行上限管理的直接控制方式,利率水平由市场供求决定。这一举措推动了同业拆借市场的进一步发展,并为今后的利率市场化改革奠定了基础。作为我国现行利率体系中市场化程度最高的一个指标,同业拆借市场利率已成为反映我国社会资金供求状况的重要参考指标。

22.4 货币政策回顾:1984—1996

根据前面几节的介绍,我们现在结合 1984 至 1996 年间的货币政策实践来进一步地认识和评析中央银行建立以来的货币政策,这将有助于加深我们对前面所讲内容的理解,同时有助于我们对中国的货币政策形成一个比较完整的印象。

进入 80 年代以来,中国经济的发展以扩张与收缩的交替进行为基本特征。取定 1984 至 1996 年这一时间段,大致就有四次扩张和四次紧缩,即四个相对完整的周期,中央银行的货币政策也相应进行了四次扩张和紧缩。对经济的冲击来自各个方面,有政治性因素,有体制性因素,也有经济本身的因素。下面我们就对这一时期的货币政策作具体回顾,之所以从 1984 年开始是因为中国人民银行是从这一年开始正式独立行使中央银行职能,以 1996 年结束是因为这一年政府宣布“软着陆”取得成功,大致构成了一个周期的较为清晰的界限。

22.4.1 1984—1988 年间的货币政策

1. 背景和特点。

经过 6 年的体制改革之后,中国经济发生了深刻的变化。过去高度集中统一的计划、分配、投资等重大决策权已经有相当的部分下放到地方各级政府和企业手中,非国有经济成分迅速扩张,同时银行系统也进行了重大改组,在这种

新的经济体制环境下,刚刚开始独立行使中央银行职能的中国人民银行不仅显得缺乏经验,而且也缺乏独立行动的能力,货币、信贷政策的推行很大程度上还需依靠中央政府的力量。每当由党、政府推动的经济扩张加速进行时,中央银行就被动地提供货币;每当党或政府发现经济过热从而不得不加以调整时,就授权或责令中央银行进行紧缩。中央银行在行动上总是居于被动地位,从而造成了80年代后半期的货币政策总是在过度投放货币和过度紧缩货币供给之间摇摆不定。

1984至1988年间事实上包含了1985年和1987年两次紧缩。调控的最初目的是希望借助温和的手段实现经济的“软着陆”。但正如事后所证明的那样,“软着陆,不着陆”,松松紧紧之间,最终导致了1988年更大规模的经济热胀。

2. 1985年的紧缩政策。

事实上在1985年的紧缩之前,中国经济已经在1978至1979年间经历了一次较大规模的调整。国民经济从1982年开始逐年回升,至1985年再次出现明显的热胀迹象。当年工业增长21.4%,固定资产投资增长38.8%,零售物价总水平上涨8.8%,均创下了1978年改革开放以来的最高纪录。

1985年经济增长失控的主要原因,大致可以归纳为以下三个方面:一是1984年财政用于投资的支出增长过猛。1984年财政预算用于基本建设和技术改造的支出为600亿元,比上年增长30.15%。二是国家投资计划管理体制的放松。三是信贷管理体制改革中出现了为争基数而扩大贷款的情况。1984年10月初,中国人民银行下发了《信贷资金管理试行办法》,决定从1985年初开始实行“统一计划、划分资金、实贷实存、相互融通”的信贷资金管理体制。为了争基数,金融机构从第四季度开始突出放款,从而导致信用膨胀和货币发行的失控。1984年,银行贷款总量比上年增长32.8%,增幅比上年提高20个百分点,其中第四季度增加的贷款占全年增加额的85.2%;农村信用社贷款总量比上年增长116.6%,增幅比上年提高81.5%;货币发行262亿,年末现金流通量比上年底增长49.5%。上述三项指标的增长速度均为1979年以来的最高水平,因此,信用失控成为1985年经济热胀的重要原因。

针对上述原因,国家在严格加强固定资产投资管理、严格控制财政预算支出的同时,重点运用货币、信贷计划手段紧缩银根。中国人民银行为此采取的主要措施有:(1)严格控制货币发行和贷款规模,对贷款规模实行指令性管理,货币发行计划和贷款规模不得突破,人民银行总行对专业银行总行和人民银行的信贷计划、信贷差额和现金投放、回笼计划按季进行控制。(2)两次提高了储蓄存款利率,以稳定城乡居民储蓄,提高企事业单位定期存款利率,同时提高了流动资金贷款和固定资产的利率,控制固定资产投资规模。(3)加强现金管理,



恢复工资基金管理制度。各企事业单位的工资基金由银行按规定监督支付,以控制现金投放。(4)将建设银行的信贷资金纳入中央银行的信贷资金管理范围。(5)加强外汇和外债的管理。

1985年的调控措施很快收到了成效。1986年固定资产投资增长18.7%,增幅比上年回落20多个百分点,零售物价总水平上涨率由上年的8.8%回落到6%,当年国民生产总值增速由上年的12.8%回落到8.1%。很显然,这次调控虽然也用到了利率等间接手段,但计划手段仍然居于主导地位。

3. 1987年的紧缩。

1985年的货币、信贷双紧在抑制住总需求过旺势头的同时也导致了生产的“滑坡”。1986年上半年出现了一定程度的商品滞销和增长速度下滑,1月份工业增长速度仅为5.6%,2月份下降到0.9%,对此各方面要求放松银根的呼声很高,中央和地方政府也表现出对速度下滑的担心。从严格的意义上讲,趋紧的宏观环境是对企业的一种选择和淘汰,但中央银行无法顶住要求放松银根的压力,被迫转而采取较为宽松的政策,取消了对专业银行贷款规模实行指令性控制的做法。1986年银行贷款比上年增长28.5%,农村信用社贷款比上年增长42.1%。1986年下半年国民经济再次升温,并引起国务院的高度重视,1987年中国人民银行再度执行紧缩的货币政策。

1987年的紧缩除运用传统的计划手段以外,还大胆尝试了许多间接调控手段:一是当年9月下旬制定并下发了关于开办农村信用社特种存款的通知,开始利用特种存款这一手段调剂资金余缺,抽紧银根。二是当年10月提高了法定存款准备金比率,以控制货币派生能力。三是同年10月调高了人民银行对专业银行存、贷款的利率。四是1至4月份人民银行大幅度地回收了对专业银行的再贷款,重视了对基础货币的吞吐。所有这些举措可视为中央银行的宏观调控方式由直接向间接转换的重要里程碑。

尽管1987年的紧缩有效地抑制了经济过热的势头,但由于体制等方面的深层次原因,经济过热的基础因素仍远未从根本上消除,收放循环仍在继续。

22.4.2 1988—1991年间的货币政策

在1988年初,中央银行提出“控制总量,调整结构”的货币政策,决定继续收紧货币供给,并计划当年现金发行量为200亿元。到6月底,中央银行为专业银行提供的贷款只增长了3.2%,发放的贷款总额比1987年同期下降了3.5%,但在各地要求大干快上的压力下,中央银行马上又放弃了其紧缩措施。货币、信贷从上半年起迅速增长,工业产值当年增长20.8%,增幅仅次于

1985年。固定资产投资增长23.5%，当年零售物价总水平上涨18.5%，为改革开放以来的最高水平。全国由南而北刮起了四次大面积的挤兑储蓄存款、抢购商品的风潮，城乡储蓄存款8月份负增加26.8亿元。1至8月份银行各项贷款增加986亿元，当年货币发行近680亿元，年末市场现金流通量比上年增长46.7%，仅次于1984年增长49.5%的水平，从而导致了改革开放以来前所未有的经济热胀。

1. 导因。

1988年严重经济热胀的导因可归结为以下几个方面：(1)产业结构失调。其中最突出的表现是农业发展滞后，1985至1988年间农业持续增长，粮棉油等主要农产品产量不稳定，推动了农副产品价格以及以农副产品为原料的轻工品的价格上涨。此外，能源、交通运输以及主要原材料等基础工业发展严重滞后，成为制约经济发展的“瓶颈”。(2)中央财政和地方财政实行“分灶吃饭”的管理体制，由此导致地方政府部门的投资扩张冲动，扭曲了投资体制和投资机制，从而形成了固定资产投资失控并进一步导致经济失衡。(3)金融体制改革的结果是造成了“以中央银行领导，专业银行为主体，多种金融机构并存”的金融机构体系。由于缺乏经验，在1987至1988年期间，中央银行在加强对国有商业银行贷款规模管理的时候，却未对其他金融机构(如融资公司、信托公司等)的信贷扩张给予足够的重视，再加上实际上存在的中央银行对商业银行、商业银行对企业的资金供给制，使得中央银行难以有效地进行调控。(4)价格改革措施相继出台。由于缺乏配套措施，引致涨价预期，从而成为挤兑抢购的导火索。

2. 调控措施。

到了8月份，国民经济形势已十分严峻。从9月份开始，国家从财政、信贷、资金、现金等方面入手采取了十分严厉的经济紧缩措施。在货币政策方面先后采取的措施主要有：(1)从1988年9月开始，中央银行重新恢复了对贷款规模的限额管理，并对贷款规模实行按月考核办法，对突破规模的银行追究其行长责任，强化了计划手段控制信贷总量的作用。(2)严格货币发行的指令性计划管理和现金管理。(3)对信托公司开办了两类特种存款，同时严格压缩了其信贷规模。规定从10月1日起全国各级各类信托投资机构一律停止发放信托贷款或投资，一律停止拆出资金。同时加紧对信托机构的清理。(4)9月1日起调高了存、贷款利率，1989年2月1日再度提高存贷款利率。(5)开展保值储蓄。(6)从9月1日起将法定准备金率由12%上调至13%，1989年3月9日建立了统一的存款备付金制度。(7)严格控制人民银行再贷款的资金来源以及投向，向重点产业和重点行业倾斜。(8)1990至1991年全面整顿了结算纪律，清



理企业多头开户,制定并下发了违反结算纪律的处罚规定。

分析这一时期的货币、信贷政策可以发现以下几个方面特点:一是仍然求助于计划手段,进行货币信贷总量控制,重新恢复了贷款规模的指令性计划管理。二是在恢复贷款限额管理的同时,成功地运用了法定存款准备金比率、存贷款利率等间接手段,开办了保值储蓄,并收到了明显效果。三是通过制定信贷政策和控制中央银行贷款投向对重点产业加以扶持。这第三点,在取得一定成功的同时也加大了人民银行资金在政策性贷款上的占用,削弱了人民银行在调控基础货币上的主动性和灵活性。

3. 调控结果。

上述调控措施可谓一剂“猛药”,以1989年8月社会商品零售总额出现负增长为标志,中国的经济增长转入了一年多的衰退期,至1991年才算缓慢爬出谷底,但仍然攀升乏力,“市场疲软”成了这一时期媒体的流行词汇。严格的贷款限额管制使企业的支付能力大幅度下降,从而限制了企业的生产能力,工业产出增长率迅速下降,1989年9月降至零增长,1990年增长率为6%,是改革开放以来增长最慢的一年。1990年的零售总额下降了2.4%,通胀率也降至2.1%。衰退使成千上万的乡镇企业陷入倒闭,并将大量在城市工作的农村工人送回了家乡,同时在亏损的国有企业之间造成了2000多亿的“三角债”。更为严重的是,衰退给国有银行造成了更多的不良资产,并将其进一步推向潜在破产的边缘。

走出衰退的办法应该是新一轮新的扩张,从而迎来经济的强劲回升。但事情并非如此简单。根据政府的安排,中国人民银行从1989年8月开始放松银根,加大中央银行贷款的投放量。1989至1991年3年间人民银行对专业银行贷款年均增长22%,基础货币供应量年均增长达27%以上。银行贷款年均增长19.6%,远远超过同期按当年价格计算的国民生产总值年均12.9%的增长速度。中国人民银行还于1990年3月、8月和1991年3月先后3次调低了存贷款利率。人民银行甚至通过“点贷”的方式直接对国有大中型企业直接注入货币,但经济总是“启而不动”。市场需求的疲软状态一直持续到1992年邓小平南方谈话。

22.4.3 1992—1996年间的货币政策

1. 导因与特点。

1992年邓小平南方谈话指出:“发展才是硬道理”。中国经济一改1991年攀升乏力的状态,迅速驶入快车道。同年10月,党的十四大又明确提出了建立



社会主义市场经济体制基本框架的改革目标和使国民经济提前翻两番的发展目标。全国一片大干快上的气氛。宏观政策再度趋松,1992年货币投放量达1158亿元,比上年多增加625亿元,信贷规模比上年增加33.3%,政府支出比上年增加15.2%。新一轮经济热胀从此开始。

与1984年第四季度的银行、信用社贷款膨胀以及1987至1988年上半年的非银行金融机构贷款规模膨胀相比,这次经济热胀又有其独特的成因和特点,突出的表现是所谓的“四高四热”,即高投资规模、高工业增长、高货币信贷投放、高物价上涨以及股票热、房地产热、开发区热和集资热。具体而言,一是固定资产投资规模扩张迅猛,全社会固定资产投资增长1992年达到42.6%,1993年1至6月又增长61%,大量投资流向房地产市场。二是金融秩序极度混乱,全国普遍出现了乱集资、乱拆借现象(据估计金额达2000亿元)。大量资金绕过监管,流向沿海以及经济发达地区,用以炒作房地产和股票。这反过来又必然挤占正常的生产资金,迫使银行追加贷款、扩大货币供应量。三是经济“瓶颈”约束再度趋强,产业结构矛盾突出。四是通货膨胀率迅速攀升。1993年全国社会零售物价总指数上涨13.2%,全国居民生活费用指数上涨14.7%。五是汇价大跌,由1993年初的1美元兑换7.4元人民币跌至6月中旬的1美元兑换11.1元人民币。

514

2. 调控措施及其效果。

在1993年头8个月的总量调控中,中央银行首先采取的仍是带有行政色彩的严厉的信贷计划来控制信贷规模,中国人民银行从1993年起开始编制人民银行贷款年度计划。5月15日和7月11日先后两次提高存贷款利率。7月份干预外汇调剂市场汇价,重点整顿违章拆借和清理、制止社会非法集资。除此之外采取的措施还包括:加强金融纪律;使国有银行与其隶属的信托投资公司脱钩;所有专业银行必须立即取消计划外贷款;限制地区间贷款;派出工作组到各省检查执行情况等。

结果是信贷状况在总体上确实收紧了,金融秩序也逐步得到整顿,金融泡沫慢慢被吸收,但同时也造成了金融机构更多的不良资产。另外,货币流通速度大大降低,市场利率与官方利率之间的利差进一步拉大,同时紧缩措施也更多地损害了非国有经济。

这次调整也对中央银行的控制能力提出了新的考验。资金的体外循环及由此导致的金融秩序几乎使得中央银行无能为力,最后还是1992年中共中央下发的“8号文件”和1993年下发的“6号文件”提出的16条措施起了关键作用,成为经济、金融运行的转折点。

3. 1994—1996年。

始于1993年的这次调控走走停停,进入1994年后形势似乎变得有些异常。最突出的表现是在总需求受到有效抑制的同时,通货膨胀仍在继续。1994年末,工业总产值增长速度由1993年2季度的27.2%,跌至18%,而零售物价指数则由1993年的13.2%上升到21.7%,居民消费品价格指数由14.7%上升至24.1%。众多的迹象提醒货币政策当局,此时的中国经济已显著地不同于以往。1994年的经历表明中国经济正从供给短缺向需求不足转化,单纯地靠“货币、信贷双紧”的货币政策治理通货膨胀已不能很好地奏效,新一轮通货膨胀已从过去的主要由需求拉动转向结构性膨胀,由价格冲击引致的成本推动是其主要原因。事实似乎验证了这种推断,因为在1994年出台了一系列重大的改革措施,像农产品价格放开、汇率并轨以及税制改革等。当年农副产品价格的大幅度上扬给人们留下了深刻的印象;汇率并轨时人民币的过度贬值导致人民币支出成本激增(有人估计这一数字为2450亿元)。另外很明显的一点是,1994年的外汇制度改革开辟了一条通过外汇储备变化直接影响中央银行基础货币投放量的途径。1994年外汇储备较1993年增加了304亿美元;人民银行的外汇占款也相应增加了2600多亿元,其占基础货币的比重由1993年的10%上升至25%。尽管人民银行进行了“对冲操作”,其对国内物价形势的影响仍不可低估。这次经历说明如何组合货币政策的对内对外操作已成为中央银行必须认真研究的新课题。

从1994年始,中国货币政策的首要目标是治理通货膨胀,有鉴于1985年的力度过大,这次的设想是通过适度从紧实现经济的“软着陆”。趋紧的货币信贷环境使大部分国有企业处境艰难,下岗工人激增,但看来这次中央和政府当局已决心要将结构调整进行下去,丝毫没有放松货币的意向。改革的步骤在加快,企业正以产权为纽带重新组合,宏观控制的方式在转换,金融改革也逐步深入,1995年颁布了两部大法《中国人民银行法》与《商业银行法》,《贷款通则》与《票据法》也陆续颁布。《中国人民银行法》从法律上确定了中央银行在货币政策上的相对独立性,稳定币值成为首要目标,政府与中央银行的关系正在理顺。中央银行的调控方式也在改革中,中国人民银行从1994年起对金融机构试行资产负债比例管理和风险管理,1994年第三季度按月向社会公布货币供应量,1998年正式取消贷款限额控制,中国人民银行作为中央银行,其独立性、职能和任务正逐步确立。

相对于改革的最终目标而言,中国的货币政策还有很长的路要走。对中国货币政策的展望,包括中央银行的体制变革,金融市场(包括货币市场、资本市场以及利率的市场化等)的发展,改革中的制度环境、经济环境对货币政策的要求,对外货币政策等方面的问题,我们留给读者去思考。

本章小结

1. 在高度集中的计划经济中,不存在严格意义上的货币政策,货币政策是作为国民经济计划的一个组成部分纳入整体计划的。货币政策的主要任务是保证经济计划的实现。在大一统的银行体制下,货币流程被分为现金流程和银行转账货币流程两个相互分隔的部分,货币信贷宏观调控的基本特征是直接的计划管理。

2. 随着改革的不断深入,银行贷款规模和现金发行作为货币政策中介目标的有效性已逐渐丧失,货币供应量和信用总量的重要性日益上升;综合信贷计划和资金分配的重要也逐渐损失,取而代之的是各种间接调控工具。中国人民银行的宏观调控工具包括再贷款、再贴现、存款准备金率、基准利率,以及国务院规定的其他货币政策工具等。

3. 随着我国金融体制改革的深化,中国人民银行外汇公开市场业务于1994年4月4日正式启动。中国人民银行通过参与银行间外汇市场买卖,适时调节国内外汇供求,稳定人民币汇率。继外汇公开市场运行两年后,中国人民银行又于1996年4月9日正式启动人民币公开市场操作。公开市场业务成为我国货币政策的重要工具。

4. 我国银行同业拆借市场的发展经历了一个曲折的过程。1996年1月3日,全国统一的银行同业拆借市场正式建成并试运营。同年6月1日,中国人民银行宣布银行同业拆借市场利率全面放开,标志着我国在利率市场化的道路上迈进了重要一步。

5. 在1984至1996年间中国经济大致经历了四次扩张和四次紧缩,中央银行在实施宏观调控方面既有过深刻的教训也取得了宝贵的经验。1996年我国经济顺利实现“软着陆”,标志着中央银行调控经济的能力有了很大的提高。

复习与思考

1. 传统经济体制下货币政策的主要工具是什么?
2. 改革之前的货币流程有何特点? 中国人民银行如何对货币流程进行控制?
3. 改革以来中国金融体制发生了哪些变化? 请结合金融机构和金融市场加以说明。
4. 为什么银行贷款规模和现金发行作为货币政策中介目标的有效性在目前受到了削弱? 你认为最适合目前中国国情的货币中介目标是什么? 最适合的

操作目标又是什么?

5. 中国的货币政策工具主要有哪些? 它们分别经历了怎样的变化?
6. 为什么要进行存款准备金制度改革?
7. 根据我们对 1984 至 1996 年期间中国货币政策的介绍,假如你是中国人民银行的行长,你将采取哪些措施来处理这一期间所出现的宏观经济问题? 用数据和事实来支持你的观点。
8. 在 1984 至 1996 年间,中国人民银行调控经济的措施和成效有何变化?
9. 在本书写作期间发生了举世瞩目的东南亚金融危机,中国经济既是一个转轨经济也是一个发展中的经济,你认为它的金融风险主要来自哪些方面? 这将如何影响到中国未来的货币政策?
10. 1998 年 3 月 25 日,中国人民银行宣布,自 1998 年 3 月 21 日起,对存款准备金制度进行改革,将法定准备金账户和备付金账户合并为准备金账户,将法定存款准备金率由 13% 下调至 8%;同时降低中国人民银行对金融机构的存贷款利率,将此前的存款准备金年利率 7.56% 和备付金年利率 7.02% 统一降为 5.22%。
 - (1) 请推导货币供给的基本模型;
 - (2) 根据该模型分析此举(包括降低准备金率和降低准备金存款利率)对我国货币供给可能产生的影响;
 - (3) 如果中国人民银行试图在一定程度上消除这种影响,它可以采取哪些抵消性的措施(至少两种)?

参考文献

- 易纲:《中国的货币、银行和金融市场:1984·1993》,上海三联书店,上海人民出版社 1996 年版。
- 尚福林主编:《中国货币信贷政策制度》,金融出版社 1995 年版。
- 易纲、贝多广:《货币浅说》,上海人民出版社 1993 年版。
- 谢平:《中国金融制度的选择》,上海远东出版社 1996 年版。
- 周正庆:《中国货币政策研究》,中国金融出版社 1993 年版。
- 黄达:《宏观调控与货币供给》,中国人民大学出版社 1997 年版。
- 戴相龙主编:《中国金融改革与发展》,中国金融出版社 1997 年版。
- 国务院法制局财金司编著:《中国人民银行法讲话》,中国法制出版社 1995 年版。
- 蒋万进、陶晓峰:《中国货币经济理论与实证》,中国金融出版社 1996 年版。
- 刘锡良等编著:《中央银行学》,中国金融出版社 1997 年版。

中国(深圳)综合开发研究院:《1995—1996 中国宏观经济分析》。

夏斌、孙玉琦:《中国:货币供给理论的研究》,《金融研究》1990 年第 3 期。

谢平、俞乔:《中国经济市场化过程中的货币总量控制》,《金融研究》1996 年第 1 期、第 2 期。

《中国金融体制改革年鉴》,1992—1996 年。

《中国金融年鉴》,1996 年。

《金融时报》1997 年 11 月 21 日第 1 版,1997 年 12 月 26 日第 1 版,1997 年 12 月 28 日第 1 版。

《公开市场业务年报》,1994—1996 年。

《全国银行间同业拆借市场年报》,1996 年。

第 23 章

货币政策乎？财政政策乎？

——中国宏观经济政策评析及建议

本章将通过运用 *IS-LM* 图式对货币政策、财政政策效力以及各自面临制约的分析,并考虑中长期因素,得出以下结论:(1)货币政策和财政政策从理论上讲都有失效的可能,但在中国均未成为现实;(2)目前货币政策和财政政策都面临制约,单独实施难以取得最佳政策效果;(3)为启动经济增长,短期内大可将财政政策与货币政策结合起来考虑,而不应对立;(4)从中长期来看,实现可持续发展的关键将不是需求管理的货币政策和财政政策,而是促进结构转换的供给政策,为此需要进一步明确政策思路。

23.1 货币政策、财政政策及其有效性——*IS-LM* 图式的简要说明

通过对 *IS-LM* 模型的数学推导,我们可以得出货币政策无效的两种情形(参见第 13 章):(1)投资和消费需求对利率毫无敏感性,它们由不依赖于利率的自主性支出决定,此时 *IS* 曲线为一垂直线。在这种情况下,当 *LM* 曲线由于货币供给增加而移动时,利率下降,但利率下降并不能刺激投资和消费,增加自主性支出,所以国民生产总值不变。(2)货币需求对利率的敏感性无穷大,在既定的利率水平下,公众愿意持有任何数量的货币,此时,*LM* 曲线为一条水平线。这种情况就是通常所说的“流动性陷阱”。这时,财政政策无“挤出效应”,对国民生产总值有最大的效应,可用 *IS-LM* 图式来表示(见图 23.1)。

图 23.1 的经济学含义如下:(1)由于公众对经济的前景预期不佳,导致自主性支出(自主性消费和自主性投资)大大减少,经济衰退严重,*IS* 曲线内移至 IS' ;(2)此时如果利率水平已经足够低,即 $R = R_{\min}$,*LM* 曲线表现为水平线,货币需求的利率弹性为无穷大,并且均衡产出(或目标产出) Y^* 与 *IS* 曲线的交点所决定的利率水平 R' 小于 R_{\min} 。

通过推导,同样也可得出财政政策无效的两种情形:(1)投资对利率有无穷敏感性,在既定的利率水平下,投资和消费需求为无穷大,此时 IS 曲线为一条

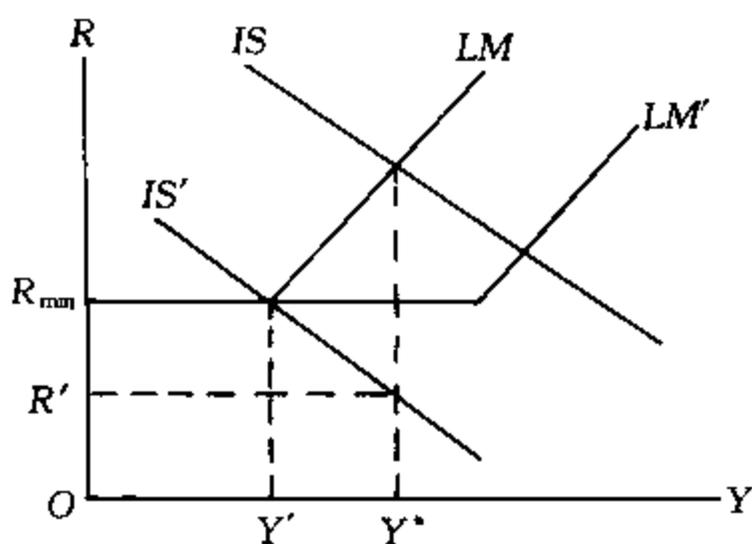


图 23.1 凯恩斯流动性陷阱

水平线。在这种情况下,货币供给量变动引起 LM 曲线移动和实际国民生产总值增加,而利率不变。(2)货币需求对利率毫无敏感性,货币需求完全由交易需求决定, LM 曲线为一条垂直线。这时尽管由于政府支出增加, IS 曲线往右移动,但实际国民生产总值不变,而利率上升,利率上升所引起的投资减少与政府购买的增

加同样多,存在完全的“挤出效应”。因此,从理论上讲,货币政策和财政政策都有失效的可能。

23.2 货币政策与财政政策的效力分析

23.2.1 货币政策的效力分析:货币政策无效吗?

央行自 1996 年以来五次降息,但没有扭转经济下滑之势,有些学者提出中国的投资和消费需求对利率缺乏敏感性,货币政策无效。我们认为这一判断根据不足,试分析如下。

1. 企业总体(尤其是非国有企业)的投资倾向仍然对利率变动反应灵敏。

中国的企业大致分为三类:第一类,以 512 户为代表的国家重点企业。第二类,以为数众多、分布广泛,有盈利但不稳定的中小企业为代表的中间企业;中间企业中有少数成长为优势企业。第三类,以各种亏损严重的企业(多为国有企业)为代表的劣势企业。其中,一类企业是国家的重点企业,无论借款需求多少,银行一般都愿意对其发放贷款。三类企业亏损严重,风险太大,银行一般不愿意贷款给它们。所以,降息对这两类企业的投资需求刺激不大。但对于二类企业就不同了,这类企业对利率变动应该说是非常敏感的。这些企业的特点是,一方面有着比较好的获利项目、较强的灵活应变能力、较好的成长空间等优点,另一方面又有产品单一、技术老化、自有资本较少、抗风险能力差等中小企

业固有的弱点,其投资冲动强烈,同时十分计较利息成本,投资对利率的弹性较高。

因此,虽然一类和三类企业的投资对利率的弹性非常小,二类企业投资的利率弹性却较大,所以,企业总体的投资对利率的弹性较大,随着政策环境的改善,如落实已出台的银行专设为中小企业贷款的部门等措施,则投资的利率弹性将进一步上升。

2. 居民消费倾向对利率变动也是有反应的。

有种说法认为中国老百姓文化传统上有高储蓄的习惯,从而对利率变动缺乏反应,我们认为不妥。也许中国老百姓对利率敏感的最好例证是1993年农民在“存粮”与“存钱”两种资产间的选择,当时是多“存粮”而不“存钱”。在近几年物价持续走低的情况下,尽管降息,实际利率仍然上升,居民多“存钱”而不是“存粮”,但存钱方式有了改变,不单是储蓄,资金还向股市和国债分流。

再就是消费信贷。美国老百姓每年工资的约30%用于对消费和住房信贷的分期付款,一旦利率下降,由于房价等短期内不变,而每月的付款额则下降,因此对消费刺激明显。中国的消费信贷已在发展之中,从近期看,住房信贷、按揭贷款、分期付款逐渐进入寻常百姓家;从长期看,居民消费信贷,特别是分期付款的住房消费方式势必成为时尚,对利率肯定是会非常敏感的。

综上所述,居民消费对实际利率其实是很敏感的。

表 23.1 从 1989—1990 年和 1997—1998 年的对比看利率的作用

比上年增长率%	1989	1990	1989—1990 平均	1997	1998 年上半年
消费品零售额	8.3	2.5	5.4	8.4	7.5
居民储蓄余额	35.4	36.7	36.0	20.1	16.8
1 年期贷款利率 (算术平均)	11.0	9.9	10.5	7.1	5.4

资料来源:宋国青,《联办研究报告》。

利率导致居民消费倾向的变化可以通过历史对比来看清楚。从表 23.1 可以看出,1989 至 1990 年居民的储蓄倾向高而消费倾向低,从而导致了消费品零售额的极度偏低,并导致 GDP 增速的下滑。导致当时储蓄倾向高、消费倾向低的原因是什么?几乎唯一的原因就是利率。1997 至 1998 年的平均名义利率比 1989 至 1990 年间低约 4 个百分点,1989 至 1990 年两年的 GDP 平均增长率为 4.0%,利率的降低对 1997 至 1998 年平均 GDP 增长比 1989 至 1990 年高出至少约 4 个百分点起到了至关重要的作用。“因此,从两个时期的对比来看,说货币政策效果甚微或者甚至无效毫无根据。”(宋国青,1998)

3. 降息减轻了企业的负担、增加了企业效益、有利于保证企业投资及维持职工消费。

两年来,贷款利率下降了 5.17 个百分点,其中一年期贷款利率从 1996 年初的 12.06%降低到 1997 年 7 月的 6.93%,如果以 1995 年底金融机构各项贷款余额 5 万多亿元为基础,这五次降息,将减少企业利息负担 2700 亿元左右。1997 年国有企业盈利状况相比上年有所回升,新增盈利约相当于少支付的利息。1998 年 1 至 7 月份,国企一直处于净亏损状态,但两次降息即可让企业减少付息约 900 亿,其中大部分将受惠于国有企业,对于正处于困境中的国企不啻是一剂强心针。一个有意义的问题便是,如果没有降息,国企会怎样?

综上所述,我们认为经济中的 IS 曲线远非垂直,因而货币政策依旧能发挥作用。换个角度看问题,我们对五次降息的作用可能有新的认识。这就如同一个非常饥饿的人,吃了三个馒头以后,还是感到饿,但我们却不能以此断定这三个馒头没用。五次降息未能使得中国经济这个饿汉吃饱,但毕竟大大降低了饥饿感。

1998 年上半年经济增长 7%,离 8%的目标略有差距,但却是在外部冲击加深^①、内部灾害严重以及多重目标并举的情形下取得的,依然是全世界最高的速度,应该说来之不易。这说明一段时期以来货币政策持续灵活的调整是有效的,政府通过政策的灵活调整来刺激内需已成功地将周边的严重萧条挡于国门之外。

有人用 1998 年以来货币发行量下降,特别是 M2 增长离全年目标有一定差距来证明货币政策无效,但这种比较有些简单:一是未剔除物价影响;二是没有考虑 1998 年 M2 中不同于往年的一些因素,如外汇占款基本没有增加以及粮食收购款的减少。图 23.2 是剔除了物价影响的 M2 变化图。从中可以看出,1998 年上半年 M2 真实增长并不低,达 17.4%,在 1988 至 1997 年平均水平(15.85%)之上,且增速呈逐步加快之势,这与 1989 年的情形毫无相似之处。

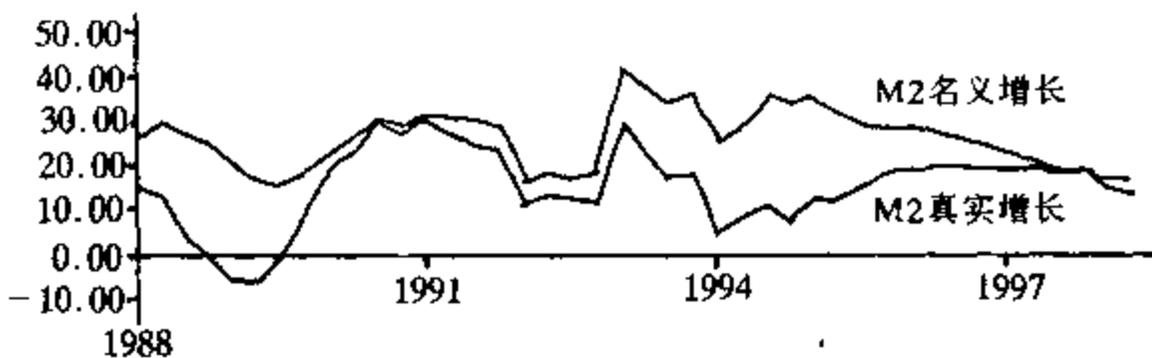


图 23.2 1988—1998 年 M2 增长率(%)

^① 据测算,由于金融危机使出口下降,约影响工业增长 2 个百分点,GDP 增长 1 个百分点,排除这一因素,上半年实际已经完成 1998 年增长目标。

23.2.2 财政政策的效力分析：IS 曲线会一推就走吗？

1998 年以来物价的持续走低，使得公众对经济前景预期看淡，从而自主性支出和自主性投资都下降，IS 曲线内移，但是，经济中的 IS 曲线远非垂直，因此想象财政政策可以发挥完全的效力不切实际，财政扩张导致 IS 曲线向右移动并不意味着 IS 曲线会一推就走。

仔细分析，即使先不考虑乘数的作用，采取扩张财政政策使得 IS 曲线外移，在实践中至少存在五大问题：

1. 效率问题。发达国家一般不太愿用财政政策，皆因财政政策效率低下是一通病，就连素以高效著称的日本也不例外。中国财政政策效率如何，恐怕更不容乐观。按权威的说法，中国财政政策的记录大概是有效益、零收益和血本无归者各三分之一。现在每年几百亿呆坏账的核销，相当部分就是政府投资交的“学费”。

新一轮的财政投资由于以下两个原因很可能进一步降低记录：一是一些项目为实现 8% 的增长率而上，难免仓促，成功的概率进一步降低；二是基础设施类建设投资期长、投资回报率低。投资效率差的结果是财政政策从中长期来看将难以为继。

2. 解决失业的力度不如想象的那样大。目前，大家都在鼓吹通过扩大基建支出以刺激经济，解决城市中下岗职工的就业问题。从理论上分析，财政政策的“挤出效应”使私人投资减少，即能够创造许多就业机会的中小企业的投资下降，从而不能有效地改善失业问题。从实践看，基本建设项目如修路、架桥、修码头等，都属于资金密集型的项目，能够吸收的就业有限；而且，这些项目所吸收的劳动力在结构上与下岗职工存在差异，因此，希望通过扩大基建支出以解决下岗职工问题的做法能否奏效值得商榷。

3. 产业带动差的问题。由于所投的并不是关联度特别高的产业，因此对经济增长的乘数作用要打一个折扣，由于大型项目的装备往往要从国外进口，边际进口倾向的扩大导致边际支出倾向相应缩小，启动国内经济的效果也要打一个折扣。

4. 基本建设中同样存在着严重的重复建设问题。众所周知，长江沿岸万吨级以上的码头数以百计，珠江三角洲并不太大的区域已建成若干个机场。中国的基础设施想要完全避免重复建设并非易事。

5. 时滞问题。不知为什么，目前主张实行财政政策的人有一个重要理由是货币政策时滞长而财政政策时滞短，其实认识并不完全。政策的时滞可以分为

认识时滞、决策时滞和行动时滞。财政政策外部时滞较短,因此对收入的作用要快于货币政策,但如果从1996年“软着陆”成功算起,我国的财政政策认识时滞至少长了半年乃至两年,逊色于货币政策;另外,不要忘记财政政策有一个长得多的内部时滞,尤其是政府扩大基础设施的项目一般都比较庞大,从立项设计到工程开工,再到工程完工发挥效益,周期很长,见效很慢。

综上所述,我们认为,靠扩张性的财政政策就能轻易地推着IS曲线向右走的思路也许不能算错,但可能失之于太理想。在目前,货币政策和财政政策难以发挥效力还因为都面临着一些制约,以下试对此作些分析。

23.3 货币政策和财政政策:回顾及面临的制约

23.3.1 “软着陆”成功以来货币政策和财政政策的回顾

试将1998年以来的重大货币政策和财政政策列表如下:

表 23.2 1998年出台的货币政策(1—7月)

时 间	政 策	作用或效果
1月1日	取消贷款限额控制,给商业银行以充分的贷款自主权。	上半年国家银行贷款完成全年9000亿元指导性计划的28.5%,超过前三年平均水平。
2月初	确定信贷重点,1998年对国家指导性贷款计划是9000亿元,比去年实际贷款增加800亿元以上。	一个极强的启动信号。
3月21日	改革存款准备金制度,将机关团体存款和财政预算外存款划为金融机构的资金来源。	商业银行从划转财政性存款中一次性增加可用资金836亿元。
3月21日	将法定存款准备金率从13%下调为8%。	金融机构从当年新增存款中可相应增加可用资金约700亿元。其中,上半年已经增加100多亿元。
3月25日	降低金融机构存贷款利率,存款利率平均下调0.16个百分点,贷款利率平均下调0.6个百分点。	估计四次降息共减少企业利息负担近2000亿元。
5月初	颁布《关于加大信贷投入、支持住房建设和消费的通知》。	启动住房投资,带动经济发展。
	银行的呆账准备金增加到400亿元。	补充商业银行的资本金。

(续表)

时 间	政 策	作用或效果
5月26日	恢复中央银行债券回购业务,增加了商业银行再融资渠道。	到7月14日,累计融出资金196.4亿元,未到期余额达159.2亿元。
	调增国家开发银行固定资产贷款计划200亿元。	支持基础设施建设。
7月1日	降低存贷款利率,主要是降低中长期贷款利率。存款利率平均下调0.49个百分点,贷款利率平均下调1.12个百分点。	估计五次降息可减轻企业负担2400多亿元。中长期贷款利率的下调,大大降低了固定资产和居民购买住房的成本。
7月1日	颁布《关于改进金融服务、支持国民经济发展的指导意见》。	显示出及时调整货币政策,刺激经济回升的强烈信号。
7月	央行明确1998年整顿金融秩序内容。	防范金融风险。
7月初	发布《关于进一步改善对中小企业金融服务的意见》。	扩大投资、改善就业。

资料来源:《金融时报》各期。

表 23.3 1998年出台的财政政策(1—8月)

时 间	政 策	效果或作用
1月1日	对国家鼓励发展的国内投资项目和外商投资项目进口设备,免征关税和进口环节增值税。	进一步吸引外商直接投资。
2月20日	开始发行1998年凭证式国债,计划发行票面总额1250亿元。	是积极财政政策的必要准备。
	宣布我国将逐步取消财政周转金,争取用三年时间完成。	整顿金融秩序、防范金融风险。
	1998年财政对农业投资在去年12亿元的基础上又增加了9亿元。	扩大财政支出。
	将纺织品出口退税率从9%提高到11%,将输美纺织品协议配额总量的15%以上直接戴帽分配给纺织品自营出口企业。	支持和扩大中国纺织品的出口。
	下发了《关于股份制企业转增股本和派发红股免征个人所得税的通知》,股份制企业用资本公积金转增股本,对个人取得的转增股本数额,不增收个人所得税(用盈余公积金派发红股仍征收个人所得税)。	有利于企业发展。
5月初	发行2700亿元特种国债。	补充银行资本金,有利于增加贷款。

(续表)

时 间	政 策	效果或作用
7月2日	对1998年7月3日(含本日)以后购买的1998年凭证式国债,其发行利率及提前兑付的分档利率作如下调整:1998年三年期凭证式国债,发行利率由原来的7.11%调整为5.85%;1998年五年期凭证式国债,发行利率由原来的7.86%调整为6.42%。	
7月底	颁布《企业投资与建造合同会计准则》,从1999年1月1日起首先由上市公司执行。	规范公司运作。
8月底	增发1000亿元国债,还债期限为10年,年利率5.5%,在今明两年纳入国家预算,打入财政赤字,今年列入中央财政支出500亿元,中央财政赤字将由年初预算的460亿元扩大到960亿元。	用于基础设施建设投资,不仅能够刺激国内需求,另外通过补充和增加建设项目资本金,为银行扩大贷款创造条件。

资料来源:《经济日报》各期。

23.3.2 货币政策和财政政策在当前所面临的制约

1. 货币政策面临的制约。

对于货币政策面临的制约,已有多人分析(李扬,1998;刘宪法,1998),不妨概括如下:

第一,商业银行增加信贷和防止坏账的矛盾。

第二,降息与银行承受力的矛盾。

第三,实体经济结构与金融经济结构的不对称,使得全社会的资金供给结构和资金需求结构产生严重偏差。

第四,保持人民币汇率稳定和扩大货币供给的矛盾。维持人民币汇率稳定是目前的选择,但这对中国的货币政策,特别是利率政策无疑是一个强约束。

第五,近期刺激经济增长和远期通货膨胀压力增大的矛盾。近期为刺激经济回升,需要采取适度扩张的货币政策,但在货币化程度已极高的情况下,M2的增加可能构成长期通货膨胀的压力。

2. 财政政策面临的制约。

第一,财力不足和平衡财政预算的制约。平衡财政预算是“九五计划及2010年远景规划”所确定的基本宏观政策取向,近几年实施适度从紧的财政政策以来,国家财政状况出现了一些积极的变化,但国家财力紧张的局面并未根

本改变,一旦改弦更张,便有可能前功尽弃。

第二,不允许中央财政向中央银行透支的约束(此举正确),使政府通过扩大开支,直接干预和刺激经济的能力受到削弱。

第三,财政风险的制约。现在金融风险已受到广泛关注,其实财政同样面临风险,集中表现在连年财政赤字和债务膨胀的危机。这种危险性已在现实生活中表现出来,1997年底,全国近1/4的县已累计欠发工资50多亿元,以致一部分县级政府实际上处于无法正常运转的境地。

第四,分税制的建立初步清晰了中央和地方的财权,在很大程度上削弱了地方与中央在财政收入分享比例上存在的“讨价还价”机制。地方政府有可能坐等中央财政进行基础设施的投资,而不是主动积极地进行配合。

第五,体制改革方向的制约。货币政策与财政政策之争实质是主张市场多一点还是政府干预多一点的观念之争。相信市场的人一般都偏向于货币政策,相信政府干预的人则一般偏向于财政政策。美、德、日等国的政府都是号称财力庞大且管理有效的政府,但均对运用财政政策有戒意。我国的公共投资效率低,计划经济体制尚未完全消除,大规模使用财政政策最大的危险莫过于有可能强化计划体制,导致体制复归。

23.4 如何促进中国经济增长:对当前及中长期宏观经济政策的建议

23.4.1 短期

我们同意短期内继续发挥需求政策(财政政策、货币政策)来刺激内需、保持一定速度经济增长的政策思路(北京大学中国经济研究中心宏观组,1998a)。除通常提到的出口退税、开拓农村市场等措施外,在此我们再提出四点建议:

1. 一定要协调运用货币政策和财政政策。

同样是利用IS-LM图式可从理论上证明,并不存在独立的货币政策和财政政策。我们不应将财政政策和货币政策对立起来考虑,解决需求不足这一问题,有效的政策应该是二者的有机配合。

从西方国家的经验来看,财政政策和货币政策的配合近年来日益受到重视,而且得到像IMF等国际组织的鼓励和支持。今后我们也应向两者协调方向调整,在多重经济目标并举且相互制约的情形下,只有财政政策和货币政策同时着力时,乘数效应才能最大作用地发挥。

2. 加大财政政策力度。

财政部负责人在谈及财政政策宏观调控的基本思路中曾经提到要“适时适度地扩大财政举债规模和财政支出”。我们认为,其中的关键是如何理解“适时适度”。

首先,财政政策要迅速贯彻新的政策意图,因为时机稍纵即逝,财政政策对宏观经济周期变化的认识时滞已嫌太长,决策和执行时滞一定要尽量缩短,否则财政政策时滞较短的优势就会减弱。

其次,财政政策的力度相对平时要大大增加。促使经济回升需要较大财政力度的原因是经济衰退时期财政政策作用的乘数要小于复苏时期。从美国的例证看,两者差距能达到2至6.6倍,也就是说,在不存在其他因素作用的情况下,繁荣时期由100亿财政支出通过乘数作用实现的国民生产总值,在衰退时期可能需要200亿至660亿的财政支出才能实现。日本的例子可以作为反面借鉴(王洛林、余永定、李薇1998)。因此如果决定使用财政政策就要下大决心,尽快在较短的时间里集中增加较多的资金投入。

3. 增加中小银行贷款力度。

大银行在给中小企业借款时要受到交易费用增加的制约,因为这比了解几个大企业和项目无疑需要大得多的交易费用。国外解决此问题靠的是大力发展各类中小银行尤其是地方性的中小银行。中小企业贷款还面临风险相对较大的制约。解决这一问题可考虑扩大利率上下浮动的范围,使银行根据企业情况选择适当利率的空间增大,最终情况各异的中小企业都能得到贷款。再就是要适当改变发放贷款的银行职员对每笔贷款负完全责任的做法,如允许贷款发放者在一定期限内可以有某个比例的失败,这样才可能避免消极的惜贷行为(林毅夫,1998)。

4. 实施消费政策。

消费形成最终需求的绝大部分,在促进GDP增长的三个因素中,消费最为重要。我们对1978年以来情况的计算表明,消费增长对GDP增长的贡献大于60%。财政政策能取得多大作用在很大程度上将取决于消费倾向,在当前由卖方市场转向买方市场的情况下,有必要制定相应的消费政策来启动市场。在利率不断下调的有利时机,如果针对消费结构的变化,注意到消费的不同层次,居民消费热点的分散化以及农村消费的巨大潜力,出台合适的消费政策,不仅具有立竿见影的短期意义,还对产业结构的调整有长远意义。

23.4.2 中长期

为实现可持续性增长,要求宏观政策的导向从需求政策转向供给政策,消



除束缚增长的各种障碍,转变增长方式,提高增长效率。

由于近几年 GDP 的下滑态势超出人们预料,人们开始对中国中长期经济的高速增长表示悲观,尤其加上亚洲金融危机的外部冲击,使人不仅从数字上,更从感觉上不太相信中国还能再度出现以往持续两位数的高速增长。我们认为,中国中长期的宏观经济政策如果一直放在需求管理上,增长的基本格局不变,那么以上的担忧很有可能成为现实;但是,如果调整宏观经济政策,转向以推动结构转换、消除供给约束为目的的供给政策,仍能保持中长期高速增长。从目前的情况,我们分析中国存在可持续性高速增长的四大空间,这四大空间应该是中长期宏观经济政策的主要着力方向。

(1) 城乡结构转换空间。中国经济在高速增长过程中产生一个严重的结构畸形问题是二元经济结构的矛盾。城镇化进展缓慢,城乡差距大,占全体人口 70% 的农村居民,消费结构远未到足以引起工业增长向重化工业方式转换的时期。因此,现阶段投资的方向之一应向城市化发展方面倾斜,以加速城市化进程为中心来调整投资方向,引入多元投资力量,适当加大居民住宅与基础设施等公共投资的比重,通过促进城市化,实现大规模过剩农业劳动力的转移,扩展就业的空间和层次,实现收入支出结构和总水平的调整和升级,带动产业关系的转变和重组,从而形成新的宏观供求格局。

(2) 所有制结构的调整。所有制结构的变化是改革开放以来我国经济体制向市场经济演进的最为根本的制度原因。在所有制结构变化中,最为突出的特点是,国有资产比重迅速下降,非国有资产比重持续上升;而随着资产比重变化的,是不同所有制结构主体对经济增长贡献更大的变化。以工业为例,国有资产占全社会资产的比重(不包括土地),由 1978 年的 88% 降到 1995 年的 67%,非国有资产则上升到 33%;而 1978 年国有经济的产值占 81%,1995 年变为非国有经济的产值占 66%。我们可以推算出,在工业中,非国有资产比重每上升 1 个百分点,对工业总产值的贡献大约为 2.24 个百分点。因此,非国有经济的成长,将换来经济高速增长的空间。

(3) 区域结构转换空间。中国由于地域广大,并存在三个明显的经济发展分级地带,即呈现出产业结构明显差异的东、中、西部地区三个不同地带,因此,可以充分利用区域差异发挥劳动力的比较优势。从理论上说,中国这样一个 12 亿人口的经济,劳动力投入增长的可持续性可因为区域差异的存在而长久保持,支撑起中国 30 至 40 年的高速增长。

我们不否认在体制与结构问题之外,毕竟有一个相对独立的“宏观总量”关系问题,需要通过总量的调节来加以解决。但尚须指出的一点是,宏观调控只是暂时的措施,财政政策和货币政策可能解决暂时的经济困难,但从一个中长

期的角度来看,财政政策和货币政策都无法最终解决经济中存在的问题。日本已经意识到这一点,并开始进行经济结构的改革。中国的结构调整任务更重。因此,有必要将近期政策与中长期政策相结合,从中长期的战略角度来看,我们必须进行的是调整经济结构。

启动中国经济像推一辆车,如果用100公斤的力量推10次,车还是原地不动;如果用1000公斤的力量推1次,车就启动起来了。但风险是,车有可能在启动以后,加速飞驰,再次失控。因此在用力推车前,要检查车的闸和其他装置,防止一个倾向掩盖另一个倾向。希望这次启动起来以后,车能高效、均速、可持续地前进。

历史告诉我们,经济的大起大落与其说是内在周期引起的,不如说是政府调控调出来的。反周期措施有可能制造更大的经济波动,这一点无论是在使用货币政策还是财政政策时都应切记。

参考文献

北京大学中国经济研究中心宏观组,1998a:《寻求多重经济目标下的有效政策组合》,《经济研究》1998年第4期。

北京大学中国经济研究中心宏观组,1998b:《美国30年代大萧条对中国经济的启示》,《战略与管理》1998年第3期。

北京大学中国经济研究中心宏观组,1998c:《罗斯福“新政”,评价及启示》,《国际经济评论》1998年第4期。

李扬:《形势与对策三议》,《改革》1998年第4期。

林毅夫:《市场经济新形势下如何启动经济增长?》,北京大学CCER简报1998年。

宋国青:《联办研究报告》1998年7月17日。

刘宪法:《当前启动经济面临的矛盾及政策取向的选择》,深圳综合开发研究院内部稿1998年。

项怀诚:《运用财政杠杆,促进经济增长》,《人民日报》1998年6月17日。

王洛林、余永定、李薇:《日本宏观经济政策的重大转变》,《国际经济评论》1998年第4期。

索 引

A

安全利率 250,251,261
安全性 3,88,92,94,113,123,124,126,
127,133,134,285,292,327,387,418,507

B

《巴塞尔协议》 4,136,137,141,149,151—
154,161,162,443,444
巴塞尔银行监管委员会 136,137,143,
149,163
保险公司 4,23,64,82—84,88—100,120,
124,155,158,160,161,165,167,178,
289,381,391—393,395,397,399,402,
404,418,443,455
保证金比率 477
保值贴补 41,179
鲍莫尔—托宾模型 253,254,268
备用信用证 121,122,134,154
被迫储蓄假说 266
边际消费倾向 278,291,299,300,309,
312,358
变现成本 286
表外项目信用风险等额 154
表外业务 102,106,118,121,122,133,
134,138,153,160—162
贸易融通业务 122,133

金融保证业务 122,133

衍生工具交易 104,122

不良资产 4,9,144,145,513,514

不确定性 29,63,174,204,228,249,283,
286,352,447,476

布莱克—斯科尔斯期权定价公式 186

布雷顿森林体系 175,441

C

财富 1,2,6,25,28,35,37,57—59,72,73,
115,228—230,239,243,246,247,249,
256—259,263,264,267,268,272,273,
277,279,291,306,307,314,324,329,
330,350,351,370,379,381,383,464
人力财富 259,263
非人力财富 259,263
财富弹性 59,73,229,230
财富分配行为 243
财富效应 329
财富总量 58,59,73,258,277
财务公司 92,164,238,395,397,400—
402,441,444
财政赤字 30—32,37,38,91,94,164,204,
209,368,369,377,393,409,425,433,
453,492,504,526,527*
财政收入 30,31,197,266,359,393,413,
414,421,527

财政政策 7, 10, 11, 194, 208, 211, 262,
297, 303, 306, 308—313, 315, 316, 320,
321, 341, 345, 363, 367, 368, 371, 411,
493, 505, 519—521, 523—530
紧缩性财政政策 363, 365
财政支出 31, 369, 525, 526, 528
拆息 40, 449, 450
场外交易市场 79, 168, 171—173, 188
长期合同说 338
承兑 22, 87, 93, 100, 121, 122, 135, 138,
154, 200, 496
持久性收入 259, 260, 263
充分就业 245, 248, 261, 270, 272, 281,
303—309, 320, 321, 331—337, 339, 340,
342—345, 358—361, 364, 463—467, 473,
486
充分准备制 197
储贷银行危机 4, 419
储蓄存款 20—23, 36, 57, 62, 84, 86, 111,
114, 115, 132, 148, 217, 259, 268, 284,
383, 395, 401, 453, 478, 497, 510, 512
储蓄倾向 384, 385, 411, 521
储蓄曲线 271, 272
窗口指导 479
从属债务 116, 151, 161
存款保险制度 137, 154, 157, 159, 161,
162, 230, 388
存款乘数 218—222, 225, 239, 240
简单存款乘数 218—220
存款创造 215, 216, 218—223, 225—227,
239, 240, 468
简单存款创造 219, 240
存款创造的条件 215
存款准备金率 6, 112, 142, 205, 471, 473,
474, 484, 486, 494, 497, 516, 517, 524
法定存款准备金率 6, 112, 205, 471,
473, 474, 484, 486, 497, 517, 524

存量分析 275, 276

D

大危机 96, 106, 137, 145, 194, 197, 207,
208, 229, 230, 265, 272, 313—315, 321,
330, 334, 418, 473, 475
贷款 3, 4, 9, 19, 30, 37, 47—49, 52—54,
79—84, 86, 87, 90—93, 95—97, 99—101,
103, 106, 108, 109, 111—113, 115—118,
120—124, 126—129, 131—134, 137—
139, 142—148, 150, 152—157, 159—162,
193, 195, 198—202, 205, 207, 209, 210,
211, 216—221, 228, 231—238, 240, 254,
260, 271, 274—276, 282, 284, 286, 307,
317, 326—328, 330, 363, 376—382, 387,
388, 390—393, 395—399, 401, 402, 404,
406—409, 413—415, 417—419, 425,
428—430, 435—437, 441, 454—458, 468,
469, 471—475, 478—480, 482, 486, 490,
491, 493—499, 504, 505, 507, 508, 510—
517, 520—522, 524—526, 528
工商业贷款 83, 84, 106, 111, 113, 147
不动产贷款 111, 113, 435, 436, 478
消费者贷款 83, 84, 86, 87, 111, 113,
435, 436
信用卡贷款 113
同业贷款 113
贷款承诺 122—134
贷款销售 122, 123, 288
待付现金项目 200—202, 231
单利 42
单元银行制 146
导管效应 384
到期收益率 2, 39, 47—55, 286, 287
道德风险 157—161, 327, 387, 388, 418,
428
道义规劝 479



抵押贷款 83, 84, 86, 87, 89, 93, 95—97,
100, 101, 106, 113, 134, 139, 148, 153,
162, 286, 328, 417—419, 496
浮动利率抵押贷款 96
证券化 96, 100, 101, 123, 504
抵押贷款组合 96, 97, 100
抵押担保证券 96, 97, 100, 180
过户证券 96, 100

地下经济 230, 458

典当行 402

店头交易市场 172

短期国债 3, 88, 91, 92, 95, 100, 127, 148,
505, 506

短缺 3, 9, 33, 34, 37, 77—81, 91, 99, 100,
115, 117, 167, 168, 219, 237, 266, 349,
377, 378, 475, 515

短缺经济 33, 117

多倍存款创造 219, 222, 225, 226, 468

多倍存款扩张 216

多倍存款收缩 219

E

二级市场 61, 62, 79, 88, 92, 93, 96, 100,
113, 115, 166—168, 172, 188, 200, 209,
286, 418, 420, 434, 475, 505, 507, 509

第一市场 172

第二市场 172

第三市场 172

第四市场 172, 188, 189

F

发行市场 79, 167, 188

法币 5, 27, 198, 368, 369

菲利普斯曲线 353—357, 366, 367, 370,
465

垂直的菲利普斯曲线 354, 356, 357

附加预期的菲利普斯曲线 355

短期菲利普斯曲线 356

长期菲利普斯曲线 356, 370

向上倾斜的菲利普斯曲线 357

斜率为正的菲利普斯曲线 357

非国有企业 414, 416, 520

非交易存款 111, 114, 115, 217, 221, 222,
224—228, 230, 231, 239, 240

储蓄存款账户 114

小额定期存款 111, 114, 115

大额定期存款 111, 114, 115

非交易存款与支票存款的比率

非银行公众 6, 16, 58, 215, 223, 227, 228,
230, 232—234, 239—241, 273

非银行金融机构 1, 5, 140, 160, 376, 391,
395—397, 400, 404, 427, 435, 436, 445,
453, 468, 495, 508, 514

非中介化 82, 148

非自愿失业 304, 333

费雪效应 280, 292, 352

分割市场理论 289—292

分期付款 47, 49, 113, 453, 477, 521

风险 2—5, 9, 10, 40, 57, 58, 63—67, 70—
73, 80—82, 87, 90—97, 99, 100, 102, 103,
106, 113, 117, 121, 123, 124, 126—131,
133, 136—141, 143, 145, 147—149, 151—
162, 165—168, 174, 175, 177—182, 184—
186, 189, 193, 228, 229, 239, 243, 247,
256—258, 279, 284—287, 289—292, 314,
327, 352, 379, 382, 387—389, 395, 398—
401, 403, 413—415, 417—421, 424—429,
435, 436, 438, 443, 446, 448, 450—452,
455—457, 479, 495, 503, 504, 515, 517,
520, 525, 527, 528, 530

风险补偿 2, 66, 285, 314, 452

浮动汇率制 435, 441, 449, 501

复利 39, 42—44, 46, 51, 55

连续复利 43, 44, 46

附属资本 149—151,161,162

G

高能货币 223,472

工资—价格粘性 307,320,337,338,343,
344

工资—价格政策 364

公开市场操作 10,469,471—476,481,
482,484—487,497,500,501,505—507,
516

临时性操作(或双向操作) 486,487

永久性操作(或单向操作) 484,486,487

公开市场会议 485,486

公开市场买入 233

公开市场业务 91,200,201,205,223,224,
232—235,238,317,420,468,472,475,
476,485—487,489,494—498,500—507,
516,518

外汇公开市场业务 497,500—503,516

人民币公开市场业务 498,504,506,507

共同基金 22,82—84,87,88,100,101,
130,148,165,181,264

公司型 87—89

契约型 87,88

封闭基金 88

开放基金 88

股票基金 88

债券基金 88

货币市场共同基金 22,83,88,100,130,
148,264

购买并承担法 157,158

“古德哈特”法则 480

古典利率理论 270—272,275,276,291,
292

古典模型 332—334,336,339,341

股本 94,116,144,150,151,161,165,204,
402,419,525

股份制改造 419,420,422

股票 2,3,25,28,57—62,65,70—73,79,
82,83,86—89,91,93,94,99—101,105,
106,113,116,145,147,150,155,164—
166,168—172,175,176,180—189,203,
229,243,258,259,279,284,314,327—
330,344,400,407,408,411,412,414,
417,419,420,426,429,434,436,440,
441,443,445,455,477,508,514

优先股 48,51,93,94,116,150,151,285

普通股 93,94,116,150,151

股票融资 82,94,165

国际收支平衡 463,464,466,473,486

静态平衡 464

动态平衡 464,465

国际资本流动 432

国库券 2,7,22,42,62,79,142,231,285,
292

国有企业 101,117,363,378,401,406,
408,409,413,414,416,417,419—422,
490,491,499,513,515,520,522

国有商业银行 116,132,394—396,404,
406,445,495,512

国债回购交易 506

过渡银行 4

H

哈罗德—多马增长模型 384

核心资本 141,149—151,154,161,162

合会 125,376,403,

合约成本 80,81,100

互换协议 98,122

货币互换 98,99

外汇市场互换 98,99

资本市场互换 98,99

利率互换 98,99

息票互换 99



- 基准利率互换 99
- 黄金和特别提款权证书 201,202
- 黄金价格 369,479
- 回购 3,22,92,99,100,115,129,130,193,228,264,419,422,505—507,512,525
 - 正回购 506
 - 逆回购 506
- 回购协议 3,22,92,100,115,130,193,228,264
- 惠伦模型 254,255
- 汇率制度 10,428,435,439,441,444,446—451,458,459,501
 - 钉住美元的汇率制度 435
 - 有管理的浮动汇率制度 435,501
- 混合资本工具 151,161
- 货币 1—11,15—17,19—30,32,33,35—40,45,52,58,61,83,84,86—88,91,92,99—103,108—110,114,115,118,125,129,132,133,137,141,148,152,155,156,175,180,183,191—198,200,201,203—206,208—213,215,222—270,272—279,281—283,285,291—293,295,297,298,301—331,334,335,337—347,350,351,353,354,356,358—363,365—372,375,377—379,381—386,389,391—394,396—398,402,404—407,409—412,415,418—424,428,430,431,433,435,439—442,444—453,455,458,461,463—477,479—500,503—507,509—527,529,530
 - 广义货币 21,23,61,238,266,277,406,409—412,421,448
 - 狭义货币 20,21,23,37,238,316
- 货币乘数 5,6,215,222—229,231,238—241,273,315,469,472,474,497
- 货币传导机制 274,314,315,325,326
- 货币存量 215,226,227,244,246,261,264,265,268,272,301,383,479,480
- 货币的反窖藏 275
- 货币的窖藏 274
- 货币的职能 15,23,37
 - 价值尺度 6,23—25,37
 - 交易媒介 17,21,23,24,26,114,191,230,243,249,267,394
 - 贮藏手段 23,25,37
- 货币的中性与非中性
- 货币供给 5,6,11,21,30,91,193,196,199,200,215,222—227,229—231,238,239,241—243,248,250,252,261,270,272,274—276,278,279,281—283,291,292,301,302,304—307,309,311—314,317,318,320,322,324—330,340—345,358—360,363,367,453,465,471,474,481,482,484,500,510,511,517—520,526
- 货币供给机制 199
- 货币供应量 6,7,11,21—23,26,84,196,245,246,248,252,263,277,297,302,303,308,315,317—321,323—325,342—345,356,360,367,396,441,465,466,468—476,478,481,483,486,487,494—497,504,506,507,513—516
- 货币供应量目标 317,319,476
- 货币化 36—38,237,266,267,392,407,409,410,420,526
- 货币化假说 266
- 货币幻觉 278,334
- 货币基础 223
- 货币经济 7,269,293,466,488,517
- 货币局制度 446,450
- 货币流通速度 6,245—248,251,252,258,261,265—268,325,342,345,367,369,409,476,514
- 货币的交易流通速度 245



- 货币的收入流通速度 245,268,324,325
- 货币失踪现象 264
- 货币市场存款账户 22,114,130,148,231,264
- 货币数量论 244—248,251,252,258,260,261,267,268,340,358
- 货币危机 428,431
- 货币信贷宏观调控 491,492,516
- 货币需求 5—7,11,58,243,246—252,255,256,258—268,272—278,298,301,302,305,307,309—314,317,319—321,325,326,383,409,453,520
- 交易性需求 249,251,253—255,262,267
- 预防性货币需求 255
- 投机性需求 249—252,255—258,267,268,313
- 实际货币需求 246,248,251,252,259,312,383
- 名义货币需求 251,278
- 对利率的敏感性 251,262,263,268,299,300,302,305,307—310,312,313,320,321,326,519
- 对收入的敏感性 302,309—312,320,321
- 货币需求函数 6,246,248,250,251,255,256,258—264,267,268,278,298,313,314,319,383
- 货币余额 245,246,253—255,263,264,278,281,305—307,314,323,329,383
- 预防性货币余额 254,255
- 货币政策 7,8,10,11,22,30,52,110,115,137,191,193—197,203—211,262,281,297,303,305,306,308—313,315—321,339—346,359,362,363,365—368,370,371,382,394,397,422,428,436,447—449,461,463—476,479—481,483—489,493—495,497—500,503—505,507,509—517,519—527,529,530
- 紧缩性货币政策 363
- 货币政策的目標 10,463,466,472,473,486,493
- 最终目标 10,22,317,394,463,465—470,472,473,486,487,489,493,504,515
- 操作目标 10,463,470—473,475,482—484,486,487,494,504,517
- 中介目标 7,10,22,115,297,317—321,422,463,467—470,482,486,487,493—495,504,516
- 单一目标论 493
- 双重目标论 493
- 货币政策工具 10,22,205,317,463,464,467,468,470,473,475,479,480,486,487,493,494,495,497,499,500,504,505,516,517
- 货币支付总额 244,245
- 货币主义 197,230,252,258,262,263,265,268,297,302,307,308,312—317,319—321,324,325,335,337—339,341,344,345,363,479,480,482,487
- 货币主义实验 319,479,480,482,487
- ## J
- 基础货币 5,6,196,197,206,215,222—227,229,231—241,273,315,316,450,469—476,481,486,487,494,496—498,503—506,511,513,515
- 非借入基础货币 235
- 机会集合 71—73
- 机会曲线 72,257
- 挤出效应 309—311,519,520,523
- 计划经济 1,2,9,10,28,30,32—38,57,110,116,246,489,490,516,527
- 计划经济体制 38,57,490,527
- 价差 166,168,171,172,174,180,182—



- 184,187
- 价格双轨制 35,36,38
- 价格水平效应 281—283,291,292
- 价格指数 181,189,245,266,322,348,
349,351,366,370,394,479,515
消费者价格指数 348,349,366
生产者价格指数 348,349
国民生产总值价格平减指数 349
- 价格指数偏低假说 266
- 剑桥方程式 248,268
- 剑桥学派 243,244,247,248,267,268
- 降息 39,498,499,520—522,524—526
- 交易动机 248
- 交易方程式 243—246,248,252,261,
265—268,324,325,342
- 交易市场 79,164,167,168,171—173,
177,188,481
- 交易委托 169,189
市价委托 169,171
限价委托 169,170
停损委托 169,170
条件委托 170,171
- 阶梯法 127
- 结算业务 3,118,119,133,401
同城结算 118,119
异地结算 118,119
- 金本位制 194,196—198
- 金融 1—5,7—11,18,21—23,40,41,47,
53,59,75,77—84,87—94,97—110,
114—116,118,124,129,130,134—138,
140,142,144—146,149,151,159—161,
163—167,172,175,177,180,181,183,
188—191,193—201,203,204,206,207,
210—212,229—231,233—235,238,242,
246,247,258,264,266,267,269,270,
279,282,283,289,291—293,306,319,
327,329,330,369,372,373,375—432,
434—460,464,468,469,471,473—475,
477—481,485—500,503—510,512,
514—518,522,524—527,529
- 间接金融 3,79—82,99—101
- 直接金融 3,5,78—80,82,99,101,118,
167,393
- 金融创新 9,129,130,159,264,469
- 金融改革 9,106,140,387,389,405,417,
424,431,435,454,455,515,517
- 金融工具 2,3,5,21,23,77,79,88,89,
91—93,97—101,114,115,130,138,164,
167,186,188,264,376,378,407,429,
431,443,453,455,459
- 货币市场工具 83,88,91,92
- 资本市场工具 91,93
- 衍生金融工具 5,91,97,98,100,101,
164,186
- 金融监管 77,123,136,144,146,159—
161,204,397,427—429,431,438,456,
457
- 金融期货 175,180,189
外汇期货 175,180,189
利率期货 175,180,189
股票指数期货 175,180,181,189
- 金融三级制 444,458
- 金融深化 8,9,375,376,380,381—385,
387—390,407,410,421,439,453
- 金融深化程度 380,385,389,390,439
- 金融市场 3,5,7—9,47,75,77,80,81,91,
101,105,108,118,130,149,163,164,
167,172,173,191,206,210,231,233,
269,279,282,372,376,378,381,383,
390,394,398,402,405,407,418,419,
422—424,427—429,431,434,441,443,
445,446,455,459,471,475,477—479,
485,497,504,507,515—517
- 金融体系 3,5,77,82,100,102,106,109,

136, 149, 155, 191, 197, 376, 377, 380,
381, 388, 390, 391, 396, 397, 403, 404,
427, 435, 438, 440—442, 449, 452—454,
456—459, 475, 479, 498, 508
二元结构 376, 403, 458
金融抑制 8, 375, 376—382, 388—390,
426, 431
金融抑制政策 376, 380, 388
金融中介机构 3, 77, 79—84, 87, 89—91,
99—102, 130, 136, 160, 165, 166, 191
存款机构 16, 21, 22, 82—84, 86, 88,
100, 101, 134, 139, 148, 154, 159, 196,
198—201, 205, 219, 229, 235, 328, 458,
471, 474—476, 481, 497
投资性中介机构 83, 84, 100
合约性储蓄机构 83, 84, 88, 89, 100
政策性金融机构 83, 89, 90, 396
金融自由化 9, 106, 159, 198, 375, 380—
382, 387—389, 424—429, 431, 435, 437,
438, 455, 456, 458, 459
就业效应 382, 388
储蓄效应 381, 388
投资效应 382, 388
收入分配效应 382, 388
稳定效应 382, 388
金融租赁公司 395, 397, 401, 402
金圆券 369
经济选票 35
经济增长 10, 22, 266, 267, 359, 375—378,
380, 384, 385, 387, 388, 406, 415, 416,
425, 427, 431, 454, 463—467, 473, 486,
491—493, 495, 504, 510, 513, 519, 522,
523, 526, 527, 529, 530
经济增长率 266, 378, 380, 384, 385, 388,
425, 466
经济周期 30, 54, 55, 577, 492, 528
经济自由化 389, 426, 429—431, 438, 444

经纪—自营商 166
经纪商 164, 166, 169, 172, 175—177, 188,
286
经验研究 244, 261, 262, 265, 267, 353
境内外资金融机构 402, 404
境外中资金融机构 402
竞争资产效应 384
净出口 323, 330, 331, 344, 345, 432, 433
均衡利率 271—273, 275, 277, 278, 280,
301—303, 309, 326, 327, 387, 430, 454,
457
均衡收入 299, 303, 304, 323, 324, 339
均值—方差分析法 256, 258

K

凯恩斯效应 306
凯恩斯主义 252, 258, 261—263, 265, 268,
274, 297, 301, 302, 307, 308, 312—317,
319—321, 323—326, 331, 334, 335, 337—
339, 343—345, 357—359, 371, 469
可贷资金利率理论 6, 274—277, 281, 291,
292
可转让定期存单 88, 92, 94, 100, 129—
131, 148

L

拉美国家债务危机 425, 426
理性预期 297, 335, 337—339, 341—345,
357, 368
理性预期学派 297, 335, 337—339, 341—
345, 357
利差收入 118, 129, 166
利率 1—9, 11, 39—45, 47, 49—55, 58, 59,
62, 66, 73, 82, 86, 87, 92, 94—96, 99, 101,
103, 109, 113, 115, 117, 123, 124, 127,
128, 130—134, 137—139, 148, 154, 156,
159—161, 167, 179, 180, 183, 188, 189,

196, 199, 204—206, 208, 213, 229, 230,
235—237, 240, 246, 248—255, 257, 258,
260—263, 265, 267, 268, 270—292, 297—
315, 317—321, 323, 325—328, 330, 344,
345, 347, 351, 352, 363, 365, 375, 377—
384, 386—390, 395, 396, 400, 414, 415,
417—419, 424—428, 430, 441, 443, 444,
447—452, 454—458, 463, 466—476,
478—484, 486, 487, 494—500, 505—517,
519—522, 524—526, 528

短期利率 40, 52, 288—290, 292, 471,
474, 486, 494

长期利率 40, 52, 288—290, 466—471, 486

浮动利率 40, 95, 96, 99, 131, 132, 283,
284, 351

固定利率 40, 95, 99, 131, 505

官方利率 40, 424, 514

年利 39—43, 47, 55, 288, 497, 517, 526

月利 39, 40

日利 39, 40

预期利率 279, 291, 292

名义利率 40, 41, 54, 208, 251, 271, 279,
280, 283, 291, 298, 300, 305, 314, 315,
352, 378, 380, 386, 469, 470, 479, 498,
521

实际利率 40, 41, 54, 251, 271, 279, 280,
283, 287, 291, 298, 300, 314, 315, 327,
352, 377—381, 383, 384, 386, 388, 389,
425, 430, 469, 470, 482, 498, 521

优惠利率 52, 456

基准利率 99, 206, 284, 471, 481, 494,
498, 507, 516

市场利率 8, 40, 49—51, 53, 82, 86, 95,
96, 117, 139, 148, 251, 313, 327, 328,
363, 414, 415, 417, 441, 449, 470—473,
475, 508, 509, 514, 516

利率的结构 270, 284

利率的风险结构 284, 291

利率的期限结构 284, 287, 288, 291

利率目标 317, 479

利率曲线 288

利率上限 130, 148, 240, 327, 328, 377—
380, 425, 481

利润 2—4, 17, 53, 77, 87, 90, 93, 103, 111,
115—117, 122—124, 126, 140, 150, 168,
178, 183—186, 191, 197, 332, 352, 359,
360, 403, 413, 414, 418, 419, 425, 430,
435, 450, 454, 498

利息 2, 19, 28, 39, 40, 42—55, 59, 61, 66,
92—96, 99, 100, 103, 112—115, 117, 118,
121, 122, 127, 130, 134, 148, 151, 155,
158, 164, 199, 216, 227—229, 231, 240,
247, 250, 251, 253, 255, 259, 269—272,
274, 278, 287, 291, 321, 330, 365, 378,
403, 413, 414, 450, 455, 457, 471, 479,
497, 507, 521, 522, 524

联邦储备券 200—202, 237

联邦储备系统 22, 86, 115, 148, 155—157,
159, 193, 194, 200—202, 204, 205, 209,
210, 231, 319, 463, 466, 467, 470—472,
475—477, 479—487

联邦基金 479, 481—484, 487, 498

联邦基金利率 479, 481—484, 487, 498

联邦基金市场 481, 487

联系汇率制度 10, 439, 441, 444, 446—
451, 458, 459

零和博弈 178, 184

流动性 2, 3, 6, 21, 25, 58, 61, 62, 73, 79,
81, 88, 89, 92, 94, 96, 100, 111—115,
123—127, 129, 131—134, 137, 139, 141,
142, 154, 156, 161, 228, 230, 244, 248,
250, 253—255, 259, 263, 264, 267, 268,
272—278, 281—283, 285—287, 289, 291,
292, 305, 307, 313, 320, 327, 378, 381,



418, 434, 437, 457, 469, 473—475, 478,
481, 504—507, 519, 520
流动性偏好 6, 244, 248, 253, 272—274,
276—278, 281, 291, 292
流动性偏好利率理论 6, 272—274, 276—
278, 281, 291, 292
流动性偏好论 244, 248
流动性陷阱 250, 263, 267, 268, 305, 307,
313, 320, 519, 520
流动性效应 281—283, 291, 292
流量分析 275, 276
流通中现金 22, 36, 211, 221—230, 232,
236, 239, 240, 275, 315, 406, 407, 450,
472, 485, 491
流通中现金与支票存款的比率 226, 227—
230, 240
卢卡斯供给函数 342

M

540

《麦克法登法案》 86, 104, 146, 148
美国财政部债券 201
美国大萧条 4
美元流动资金机制 449
名义国民收入 244—248, 261, 265, 267,
268, 367
名义收入货币理论 261
墨西哥金融危机 426, 437, 460

N

南锥体国家 425
内部控制制度 143, 161
内源融资 383
逆向激励 327, 387
逆向选择 158—160, 327, 387, 418

O

欧元 15, 203, 204

欧洲货币 108, 109, 129, 133, 203, 204
欧洲货币市场 108, 109, 129, 133
欧洲经济货币联盟 203
欧洲联盟 143, 203
欧洲美元 22, 108, 130, 180, 449, 450
欧洲中央银行 203, 204

P

皮古效应 306, 307, 314, 320, 321, 324, 329
皮鞋成本 352
票据交换所 108, 119, 192, 199, 391
票据清算 192, 210, 216, 508
票证 1, 2, 32—38, 349, 392, 490
平方根公式 254
平价发行 50
普通贷款 47—49, 142, 150, 151, 161

Q

期货合约 91, 97, 98, 100, 174—178, 180,
181, 185, 188
期货交易 98, 122, 144, 173—177, 179,
181—183, 188, 189
开仓 175, 176
平仓 175—177, 179
最小变动价位 176
每日最大价格变动幅度 176
涨跌停板制度 176, 179
保证金制度 176, 189
每日结算制度 176, 177, 189
期货市场 164, 173—175, 177, 178, 180—
182, 189, 190, 407, 423, 450
期权 91, 98, 100, 122, 154, 164, 181—190,
449
期权费 98, 182—189
协议价格 97, 182—184, 187—189
执行价格 182
美式期权 182, 183, 188



欧式期权 182,183,188
 看涨期权 98,183—189
 看跌期权 98,183—188
 买入期权 183,188,189
 卖出期权 183,189
 指数期权 183,184,189
 期货期权 183
 正利期权 184,187
 无利期权 184,187
 负利期权 184,187
 期权价格 183,186,187
 标的资产 97,98,101,182—189
 内在价值 187,189
 时间价值 45,187—189,403
 期权的定价 186
 期权合约 91,97,98,100,154,182—184,
 187—189
 期权市场 164,181—183
 期限补偿 290
 清偿法 156—158
 清算信托公司(RTC) 4

S

商业票据 3, 22, 23, 82, 83, 87, 92, 100,
 123, 130, 147, 165, 496
 商业银行 3, 5, 6, 10, 17, 81, 83—87, 89,
 92, 100, 102—108, 110—127, 129—150,
 152, 155, 160—163, 191, 193, 196, 198—
 206, 210, 223, 238, 289, 376, 392, 394—
 399, 401, 404, 406, 415, 416, 418, 425—
 427, 434—436, 442, 444, 445, 449, 450,
 456, 469, 471, 474, 475, 478, 479, 495—
 497, 499, 504—509, 512, 515, 524—526
 集中化 103, 104, 132
 全能化 103, 105, 106, 132
 电子化 103, 107, 132, 199
 国际化 103, 108, 109, 124, 132, 138,

149, 394, 441, 443—445, 458
 资产 1, 2, 4—9, 21, 22, 58—62, 64, 66
 74, 78, 79, 83, 89, 91, 93, 97—102,
 104, 105, 107—109, 111—116, 118,
 121—134, 138, 139, 141—145, 147—
 157, 159, 161—166, 173, 176, 181—
 189, 195, 196, 200—202, 205, 211, 216,
 217, 228—232, 235, 239, 243, 246—
 251, 253, 254, 256—260, 264, 266, 267,
 270, 273, 277, 279—282, 286, 306, 307,
 314, 327—331, 352, 376, 377, 379—
 382, 384, 386, 388, 390, 392, 394—396,
 398, 399, 401, 403, 404, 406—415,
 417—422, 430, 434—437, 442, 444,
 452—454, 468, 469, 472—474, 476,
 478, 480, 491, 494, 495, 502—508,
 510—515, 521, 525, 529
 负债 5, 9, 22, 79, 81, 83, 99, 101, 102,
 107, 111, 112, 114, 115, 118, 121, 123,
 125, 126, 129—134, 138, 139, 142, 143,
 145, 150, 152—154, 157, 162, 163, 195,
 196, 200, 201, 211, 216, 217, 228, 231,
 232, 239, 241, 289, 307, 328, 381, 393—
 395, 399, 401, 406, 408, 409, 413, 417,
 420, 421, 426, 430, 435, 440, 442, 444,
 447, 458, 468, 469, 472, 476, 479, 495,
 499, 507, 515
 商业银行的管理 3, 102, 123, 129, 133, 142
 安全性原则 123, 124
 流动性原则 123, 124, 127
 盈利性原则 123, 126, 127
 资产管理 58, 105, 126, 127, 129, 131,
 133, 134, 413
 负债管理 107, 115, 123, 126, 129—131,
 133, 134, 188, 241
 商业银行风险 106
 信用风险 124, 137, 138, 143, 153, 154,

161
国家和转移风险 124,137,161
市场风险 124,137,138,143,161,181
利率风险 96,99,124,137—139,161,
180,189
流动性风险 96,124,139,161,457
操作风险 124,137,139,161
上市证券 169,172
生息资产 130,249,250,253,260
圣路易斯方程 316
失业 30,57,89,207,208,297,303—308,
320,333,334,336,342,347,352—357,
359—361,363,366,367,370,371,382,
450,464,465,467,479,480,523
失业均衡 297,303—308,320
时间不一致性 367
时滞 10,316,317,470,471,523,524,528
实际国内生产总值增长率 386
实际汇率 433,434
实际升值 428,433,434,451
实际金融资产增长率 386
实际余额效应 306,314,329
实体经济 7,526
适应性预期 282,283,291,339—341,343,
344,357
简单预期 340
天真预期 340
收款过程中的现金 111,112,132,134,
200—202,231
收入 1,2,7,8,17,28,30,31,33,41,45,
49,55,58,59,65,79,88,92—94,97,99,
106,112,113,115,116,118,120—123,
127,129,130,132,133,156,160,164—
166,168,169,171,172,178,180,182,
186,197,199,231,236,243—255,258—
261,263,265—268,271,272,274,278,
281—283,287,289,291,292,297—306,

308—312,314,316—326,329—332,335,
339—341,343—345,347,350—352,359,
362—367,370,371,376,379,381,382,
384,392—394,403,409,410,413,414,
417,421,430,454,457,458,464,466,
469,471,472,475,490—492,524,527,
529

收入弹性 59,254
收入效应 281—283,291,323
收入政策 362,364,365,370,371
收入指数化政策 365
收益曲线 288,290,292
税前利率 287
顺周期 265,267,268,318
四行二局一库 109,404

T

套期保值 175,177,178,180,181,185,
189,190
特别存款 478,479
特别提款权 197,200—202,231,232
贴现窗口 10,159,205,471,472—476,
482,487
贴现贷款 113,115,199—202,218,228,
231—236,240,317,363,471,474,475,
486,496
调节性贷款 475
季节性贷款 475,496
延伸性贷款 475
贴现率 45,46,50,103,199,205,235,241,
319,328,468,471,473—475,479,480,
482,487,496,498
通货膨胀 8,20,25,27—30,32,37,41,44,
54,57,59,60,62,129,139,179,194,
196—198,207,208,211,237,238,259,
266,271,279,280,282,283,291,292,
297,298,307,314,319,322,347—371,



377, 379, 380, 382, 383, 396, 409, 422,
425—428, 430, 434, 451, 464—467, 470,
471, 478—480, 485, 514, 515, 526
隐蔽型通货膨胀 349, 350, 570
公开型通货膨胀 349
爬行式通货膨胀 350
奔跑式通货膨胀 350
恶性通货膨胀 25, 27, 198, 350, 368, 471
需求拉上型通货膨胀 358, 359, 361
成本推动型通货膨胀 359—361
结构型通货膨胀 361, 371
体制性通货膨胀 359
供给冲击型通货膨胀 360
通货膨胀率 20, 29, 30, 41, 54, 59, 60, 139,
237, 248, 251, 266, 271, 279, 280, 282,
283, 291, 298, 300, 304, 307, 314, 347—
357, 363—367, 371, 377, 380, 383, 409,
428, 451, 465, 467, 479, 480, 514
预期通货膨胀率 248, 251, 271, 279,
280, 291, 298, 300, 304, 307, 352, 355,
356, 366
同业拆借 115, 119, 129, 193, 395, 396,
399, 404, 441, 449, 471, 472, 475, 494,
505—509, 516, 518
同业拆借利率 471, 509
同业拆借市场 471, 472, 508, 516
投机 36, 124, 137, 166, 175, 177, 178, 185,
186, 189, 249—252, 255—258, 267, 268,
285, 302, 313, 352, 369, 425, 427, 428,
434, 443, 447, 448, 450, 453, 459, 477,
478, 479, 505
投机动机 249
投资乘数 299, 300, 309—312, 320, 321,
326
投资等级 285
投资对利率的敏感性 299, 300, 308—310,
312, 313, 320, 321, 326

投资函数 298, 299, 300, 384
投资曲线 271, 272
投资银行 80, 105—107, 145, 146, 152,
164, 166, 168, 173, 188, 189, 392, 402,
505
脱媒 82, 327, 478

W

外部性 429
外汇储备 199, 202, 237, 238, 397, 432,
433, 435, 447, 448, 450, 458, 502, 503, 515
外汇占款 238, 502, 504, 505, 515, 522
完全挤出 325
违约风险 66, 92, 95, 137, 285—287, 291,
314, 403
未分配利润 116, 150
未公开储备 150, 161
稳定物价 367, 369, 463, 464, 466, 493
无差异曲线 73, 256, 257

X

牺牲比率 363, 364
希克斯—汉森综合 298
系统性的股票市场风险 181
现钞 196, 197, 201, 447, 448, 450, 458
现代货币数量论 244, 258, 260, 261, 268
现金 6, 7, 15—22, 25, 28, 36, 37, 45, 46,
58, 59, 61, 72, 73, 88, 96, 107, 111—113,
118, 121, 126, 127, 132—134, 142, 145,
152, 153, 156, 176, 183, 184, 186, 192,
196, 198, 200—202, 206, 211, 215—217,
220—234, 236, 238—241, 243, 244, 246—
249, 251, 266, 267, 275, 286, 290, 315,
351, 352, 376, 393, 394, 406—408, 411,
417, 450, 468, 471—476, 485, 490—495,
510—512, 516
现金交易数量说 244

现金流 7,16,17,45,46,54,96,127,186,
393,491,512,516
现金流动过程 491
现金余额数量论 247
现值 2,39,44—46,48—50,54,55,188,
328
相关系数 69—74
相关性 67,71,314,467—470,472,484,
486,494
消费函数 299,300,306
新古典利率理论 275
信贷的可得性 326,327
信贷额度 122,123,154,327,363
信贷规模 235,237,468,469,473,475,
478,486,494,495,505,512,514
信贷可得性效应 326—328
信贷配给 276,326,327,345,377,380,
387,388,480
信托公司 4,88,120,165,391,400,512
信托投资公司 62,120,144,167,395,397,
399,400,514
信托业务 3,106,118,120,133,400
信息不对称 136,157—159,173,193,326,
337,387,428,456,458
信息成本 80,81,87,100,327,418,458
信用分配 458,478
信用风险转换系数 153,154
信用合作社 110,238,391,392,395—397,
401,404
信用卡 16—22,36,37,61,105,107,113,
120,121,147,203,229,417,480
信用卡业务 3,17,105,107,118,120,121,
133,229,417
信用评级公司 173
信用社 83,84,86,100,144,145,200,283,
284,391,393,401,406,510,511,514
选择性政策工具 473,476,477,486,487,

499

消费者信用控制 477
证券市场信用控制 477
不动产信用控制 477,478
直接信用控制 477,478
间接信用指导 479
寻租 8,9,415,417,421

Y

亚洲金融危机 1,9—11,106,124,137,
138,376,422,426,427,431,437,438,
499,529
延期消费 271,272,291
养老基金 82—84,88,89,96,100,165,
167,289,351
一般等价物 1,2,24—26,35,37,52,61
一级交易商 505,506
一级市场 79,100,166—168,188,200,
209,509
溢价发行 50
银本位制 198,439
银行承兑汇票 22,93,121
银行监管 4,17,116,132,136,137,140—
143,149,150,153,160,161,163,204,
425,442,445
银行结售汇制 237,503
银行控股公司 147
银行券 103,125,191—193,196,197,210,
211
银行信贷资产 142,413,504
正常贷款 113,142,496
呆账贷款 113,142
呆滞贷款 113,142
逾期贷款 113,142
银行转账货币流程 491,516
银行资本 111,115,116,132,133,141,
143,149—154,156,161—163,231,232,



440,525
 英镑汇兑本位制 441
 盈利性 3, 123, 126, 127, 131, 133, 134, 165, 173
 硬币 15, 99, 196, 197, 200, 201, 203, 231, 237, 256, 444
 优先聚集地理论 290—292
 有限服务银行 147
 有效集合 71, 72
 有效银行监管的核心原则 136, 137, 163
 预防动机 248
 预期报酬率 128, 148, 228—231, 250, 256, 257, 259, 260, 268, 271, 278, 280, 291, 300, 314
 预期错误模型 335, 336
 预期理论 288—292, 343, 344
 预期收益率 58—60, 62—65, 67, 68, 70—74, 272, 288, 290, 328, 329, 358
 预期通货膨胀效应 282, 283, 291, 292
 预算赤字 200, 208, 236, 239—241, 279, 291, 368
 预算约束 258, 322, 418
 远期合约 91, 97, 98, 100, 174, 177, 185, 186, 188
 远期合约交易
 远期交货合约 174, 188
 远期交易 97, 98, 122, 175—177, 182

Z

再贷款 398, 474, 494, 495, 497, 504, 505, 507, 511, 512, 516
 再分配效应 351
 再贴现 10, 142, 199, 234, 456, 494—496, 498, 500, 516
 在其他银行的存款 111, 112, 132
 在途资金 231, 232, 238, 241, 472, 476, 485
 债券 2, 3, 7, 22, 23, 25, 28, 42, 47—52, 55,

57—62, 65, 66, 72, 73, 79, 82—84, 87—91, 93—95, 99, 100, 106, 113, 115, 127, 129, 134, 139, 140, 146, 152, 153, 162, 164, 165, 167—169, 172, 180, 183, 188, 201, 203, 210, 217, 223, 236, 237, 241, 243, 249, 250, 253, 254, 256—260, 268, 270, 272—292, 305, 314, 315, 327, 329, 330, 352, 365, 368, 376, 378, 398—400, 406—408, 411, 412, 414, 417—420, 429, 434, 435, 441, 443, 455, 469, 471, 472, 474—477, 485, 487, 504—507, 525
 政府债券 22, 47, 52, 61, 62, 65, 66, 83, 84, 89, 91, 94, 113, 134, 140, 146, 152, 153, 162, 180, 210, 217, 223, 236, 237, 249, 279, 285—287, 292, 376, 378, 399, 400, 406, 434, 443, 471, 472, 474, 475
 金融债券 23, 94, 113, 129, 398, 399, 406, 504, 507
 公司债券 2, 7, 66, 82, 83, 89, 94, 106, 113, 134, 285, 286, 292, 314, 315
 短期债券 52, 95, 165, 288—290, 434
 中期债券 95
 长期债券 95, 288—290, 469
 担保债券 95
 信用债券 95
 固定利率债券 95
 浮动利率债券 95
 保值公债 95
 息票债券 47—50, 95, 287
 折扣债券 48, 51, 52, 95
 永久债券 48, 50, 51
 垃圾债券 66, 285
 无风险债券 285
 债券融资 82, 165
 债务货币化 237
 粘性工资—价格模型 337
 折价发行 50

政策无效说 343,345,457

政策无效性 341,342

政策性银行 110,395—398,404,504

国家开发银行 23,110,395,396,398,525

中国进出口银行 23,110,395,396,398

中国农业发展银行 110,238,395,396,
398

政治商业周期 208,211,212

证券 1,4,5,10,23,62,67—74,78—82,
86,88—92,94—97,99—101,104—106,
111—113,115,116,118,120,124,127—
129,132—134,138,140,142,144—148,
150,154—156,160,161,164—173,175,
179—183,188—190,193,200—202,205,
206,216—219,227,228,231—234,236,
239,241,369,376,378,381,391,395—
397,399—401,404,407,419,422,423,
426,428,431,432,435,436,440,444—
446,455,459,477,479,494,497,504,508

证券承销 166,167

代销 167,168

助销 167

包销 146,154,168,189,200,210,237,
489

承销集团 168

承销辛迪加 168,189

证券发行 79,80,167,173,399

私募 167

配股 167

公募 167

证券机构 400

证券交易市场 168

证券交易所 79,80,94,165,168—173,
175,179,181,188,189,391,395,400,440

会员制交易所 169

公司制交易所 169

佣金经纪人 170,171

场内经纪人 170,171

特种交易商制度 170

市商 171,397

证券交易所协会 173

证券立法 173

证券市场 5,10,62,78,81,82,100,101,
140,148,164,165,167,172,173,188,
200,376,395,396,404,428,429,444,
445,477,479

筹资者 164,166,188

投资者 25,53,58,60,62,65—67,72,
73,80,81,87,88,92,93,96,100,115,
146,164—173,175—178,181,183—
186,188—190,256,257,271,279,283,
285,286,288—290,298,304,318,320,
330,352,378,383,408,426,429,434,
435

证券商 92,164—166,169,188,189,
400,455

证券市场管理机构 173

支票存款 16—22,37,61,84,86,111,113,
114,118,130,132,134,147,148,215—
222,224—231,239—241,249,250,259

活期存款 21,22,25,37,53,61,81,103,
114,129,130,131,142,219,315,376,
383,393,398,478

可转让提款单存款 114,130,148,229

货币市场存款 22,114,130,148,231,264

直接协助法 157

指数化 351,362,365,366,370,371

纸黄金 201

滞胀 208,357,359,492

中国的银行业 109,117

中国金融体制改革 390,394,446,518

中国金融资产结构 406,408—410,413,
420—422

中国人民银行 10,17,22,37,39,62,94,



- 109, 110, 116, 117, 120, 132, 140—145,
148, 159, 160, 195, 206, 207, 209—211,
235, 237, 238, 368, 391—393, 395—398,
400—402, 404, 405, 445, 490, 492, 493,
495—506, 508—510, 511, 513—517
- 中间业务 3, 102, 106, 118, 121, 133, 134
- 中央银行 4—6, 10, 11, 21, 22, 40, 52, 77,
91, 109, 110, 112, 115, 116, 129, 137, 141,
142, 148, 149, 152, 159, 160, 172, 191—
204, 206—212, 215—218, 222—224, 227,
228, 231—241, 246, 273, 275, 279, 282,
301, 315, 342, 359, 362, 363, 366—371,
376, 390, 392, 394—397, 404, 405, 407,
414, 426, 436, 441, 442, 444—446, 455,
456, 458, 463, 464, 466, 467—479, 481,
487—489, 491, 493—500, 502, 504, 505,
507—517, 525, 527
- 发行的银行 125, 192, 193, 195, 196, 211
- 银行的银行 147, 192, 195, 198, 202, 211
- 政府的银行 195, 199, 202, 211, 442
- 独立性 110, 195, 202, 204, 207—212,
359, 368, 515
- 中央银行自有资本 208, 211
- 隶属关系 208, 209, 211
- 中央银行制度 191, 192, 194, 196, 202,
210—212, 279, 473
- 单一中央银行制 195, 202, 204, 206, 211
- 复合中央银行制 195, 202, 203, 211
- 跨国中央银行制 203, 211
- 准中央银行制 204, 211
- 终值 42—44, 46
- 铸币收入 197, 266, 366, 381, 409
- 准备金 6, 10, 86, 91, 109, 111, 112, 114—
116, 125, 130—132, 134, 142, 143, 145,
150, 151, 153, 155, 156, 161, 162, 193,
196, 198—201, 205, 211, 215—229, 232,
234—236, 239—241, 254, 264, 273, 275,
301, 315, 317, 378, 424, 442, 450, 468
476, 479, 481—487, 494—497, 499, 511
513, 516, 517, 524
- 法定存款准备金 471, 473—476, 481,
484, 487, 497, 511, 513
- 超额准备金 6, 112, 134, 198, 217—221,
224—229, 239, 240, 254, 264, 273, 275,
301, 315, 471, 472, 484
- 非借入准备金 235, 236, 472, 473, 482—
487
- 借入准备金 235, 236, 472, 473, 482—487
- 自由准备金 471, 472
- 补偿性准备金 116
- 贷款损失准备金 142, 150, 151, 161
- 一级准备金 131
- 二级准备金 131
- 普通准备金 150, 151, 161
- 准备金交易市场 481
- 准备金预测 476, 481, 484
- 准备金制度 10, 216, 473, 474, 496, 497,
517, 524
- 资本充足率 132, 141, 149, 152—154, 156,
159, 161—163, 437, 443, 444
- 资本利得 2, 93, 113, 164, 250, 251, 259,
279, 287
- 资本市场 3, 8—10, 93, 98—100, 117, 381,
402, 404, 406, 407, 409, 411, 414, 416—
421, 424, 426—432, 435, 437, 443, 450,
452, 453, 469, 505, 515
- 资本损失 250, 279, 290
- 资本盈余 116
- 资产的多样化 2, 128, 156
- 资产风险权重 152
- 资产负债表 102, 111, 112, 121, 130, 132,
133, 150, 152, 153, 162, 195, 196, 200,
211, 231, 232, 239, 430, 468, 469, 472, 476
- 资产负债联合管理 131, 133

- 缺口管理法 131,133
- 资产负债比例管理 131—133,395,399,495,515
- 资产需求 58,59,73
- 资产选择 1,2,6,58,228,239,243,247,257,258,260,267,314,381,382
- 资产选择理论 228,258
- 资产重估储备 150,161
- 资产组合 66—69,71—73,129,228,256,257,273,279,281,282,327,381
- 最优资产组合 257
- 最小方差证券组合 72
- 资金拆借利率 481
- 自动稳定器 368
- 自律机构 169,172,173
- 自然率假说 356,357
- 自然失业率 333,354—357,359,361,464
- 自我实现的预言 279
- 自营商 164,166,169,171—173,175,188,286
- 注册交易商 166,170
- 特种交易商 166,170,171,188,189
- 场外自营商 166,172
- 自主性投资 300,304,307,315,320,519,523
- 自主性支出 300,318,325,344,519,523
- 综合信贷计划 494,495,516
- 总供给曲线 323,324,331—340,342—345,355,358—361,363,364
- 总需求曲线 8,299,300,322—325,340,344,345,358,359,361,363,364,371
- 租赁业务 3,118,119,133
- 经营性租赁 119,401
- 融资性租赁 119,401,453
- 直接租赁 119
- 回租 120
- 转租 120
- 最高放款额度 477
- 最后贷款人 193,199,201,210,211,235,441,473,475
- 最优的货币持有量 253
- CAMEL 156
- “6C”标准 128
- IS-LL 模型 298,300,303,304,307,308,318—320,324,519
- IS-LM 模型 7,276,297,298,302,303,317,320,322,323,344,345,470,519
- IS 曲线 298—300,318,319,320,324,520,522—524
- L 22
- LM 曲线 298,301—312,318—320,323—325,519,520
- M0 16,21—23,36,215,410,448,468,469
- M1 20—23,36,215,222,224—226,229,238,260,264—266,316,410—412,468,469,471
- M2 20—23,36,215,224,226,238,240,259,260,264—266,377,379,383,409—412,453,468,469,494,522,526
- M3 21—23,215,264,448,469
- Q 条例 82,92,129,130,148,159,162,231,328,478
- q 理论 326,328
- T 形账户 163,217,233,234,240,487

[G e n e r a l I n f o r m a t i o n]

书名 = 货币银行学

作者 =

页数 = 5 4 8

S S 号 = 0

出版日期 =

封面页
书名页
版权页
前言
目录
正文