



2010年第9期 / 总第91期

主办单位：中国人民大学中国财政金融政策研究中心

Money and Finance Review 陈雨露/主编

货币金融评论

China Financial Policy Research Center Renmin University of China

www.frc.com.cn

制度金融学的起源：从门格尔到克洛尔

本文试图对涉及制度因素的早期货币金融理论加以梳理，据此探究制度金融学的理论渊源。基于对新古典金融学基本假设与理论困境的重新认识，本文首先确认长期被新古典学派推崇的瓦尔拉斯（Walras）均衡框架难以成为讨论货币金融问题的合适基础，因此金融学的制度分析便应运而生。随后本文对在制度金融学基本分析框架形成过程中具有启蒙与奠基意义的相关经典理论进行梳理与评论，主要涉及门格尔（Menger）的货币演进范式及其货币内生起源观点的制度含义；希克斯（Hicks）的交易成本货币理论与金融制度演进观点；克洛尔（Clower）以构建货币理论微观基础为核心并试图在新古典金融学与制度金融学之间建立逻辑联系的相关观点以及尼汉斯（Nichans）等的补充与扩展等。

资产证券化是中国资本市场深化的强大推动力

国际金融危机爆发以来，国内外经济金融形势发生了许多新变化，中国资本市场面临巨大的挑战。本文分析了中国资本市场存在的主要缺陷。我们对资产证券化的功能进行的深入研究表明，在增加市场供给与需求，解决新兴加转轨矛盾，强化微观和宏观金融功能，提高金融效率与稳定，拓展市场的广度和深度等方面，资产证券化无疑将是中国资本市场深化的最重要的推进器。

胡锦涛总书记亲临中国人民大学及附属中学考察 殷切希望人民大学建成“人民满意、世界一流”大学

9月9日，在第26个教师节前夕，在中国人民大学命名组建六十周年之际，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席胡锦涛亲临中国人民大学及附属中学，亲切看望师生员工，实地考察学校教育改革情况，代表党中央、国务院向全国广大教师和教育工作者致以节日的问候。

中共中央政治局委员、国务委员刘延东，中央书记处书记、中央办公厅主任令计划，教育部部长袁贵仁、北京市市长郭金龙等领导陪同考察，中国人民大学校长纪宝成、党委书记程天权陪同，校领导袁卫、牛维麟、林岗、冯惠玲、马俊杰、陈一兵、王利明、杨慧林、薛浣白和师生代表参加。

在接见中国人民大学师生代表时，胡锦涛同志指出，中国人民大学是我们党创办的第一所新型大学。60年来，中国人民大学始终秉承“立学为民、治学报国”的宗旨，培养了一大批优秀人才，取得了一系列重大科研成果，为党和国家事业发展作出了重要贡献。

胡锦涛同志指出，人大的全体师生员工要弘扬光荣传统，不断改革创新，突出办学特色，提高办学质量，培养更多创新型人才，创造更多人文社会科学成果，为我们国家的现代化建设事业作出更大的贡献。胡锦涛同志殷切希望中国人民大学建设成为“人民满意、世界一流”大学。

当日下午，胡锦涛同志首先考察了中国人民大学附属中学开展素质教育的情况，鼓励人大附中为基础教育作出更大的贡献。随后，胡锦涛同志到中国人民大学考察，与师生亲切交流。

图书馆正在举办中国人民大学命名组建六十周年成就展。展厅里的一幅幅照片、一件件实物、一段段视频，集中展示了学校60年来发展壮大的历程。1950年命名组建的中国人民大学，是党亲手创办的第一所新型正规大学。60年来，中国人民大学广大师生发扬“立学为民、治学报国”的宗旨，始终与党和人民同呼吸、共命运，使学校成为我国人文社会科学高等教育的重要基地，为马克思主义在中国的传播和普及，为我国人文社会科学的发展和繁荣，为我国社会主义革命、建设和改革事业作出了重要贡献，被誉为“我国人文社会科学高等教育领域的一面旗帜”。胡锦涛同志一边观看展品，一边听取介绍，对学校在教学、科研和管理方面取得的突出成绩给予充分肯定。

面对图书馆外翘首期待、热情迎候的人大师生，胡锦涛同志与他们一一握手，希望同学们继续努力，把自己培养成国家、社会所需要的杰出人才。

(下转封三)

制度金融学的起源：从门格尔到克洛尔*

张 杰[§]

摘要：本文试图对涉及制度因素的早期货币金融理论加以梳理，据此探究制度金融学的理论渊源。基于对新古典金融学基本假设与理论困境的重新认识，本文首先确认长期被新古典学派推崇的瓦尔拉斯（Walras）均衡框架难以成为讨论货币金融问题的合适基础，因此金融学的制度分析便应运而生。随后本文对在制度金融学基本分析框架形成过程中具有启蒙与奠基意义的相关经典理论进行梳理与评论，主要涉及门格尔（Menger）的货币演进范式及其货币内生起源观点的制度含义；希克斯（Hicks）的交易成本货币理论与金融制度演进观点；克洛尔（Clower）以构建货币理论微观基础为核心并试图在新古典金融学与制度金融学之间建立逻辑联系的相关观点以及尼汉斯（Nichans）等的补充与扩展等。

关键词：制度金融学 货币演进范式 交易成本货币理论 “Clower 约束”

一、两种金融学的“鸿沟”

任何学科或者理论每前进一步，分歧与争论便如影相随。金融学的发展也不例外。起初，和其它经济学分支一样，在十分严格的假定条件下，金融学形成了相当“超脱”且简捷明了的逻辑框架。由于不存在交易成本，金融市场可以无摩擦运行，参与金融交易过程的当事人的行为差异以及金融体系结构也就显得无足轻重。显而易见，对于新古典金融学而言，金融市场的完全性和金融资产价格“出清”市场的能力就成为其全部问题的核心。这意味着，只要市场交易完全自由以及价格具有充分伸缩性，就能保证金融交易的有效，金融资源就会跟随人们的理性金融行为流向最有效率的方向。

实际上，新古典金融学从一开始就隐含着两个关键假设。一方面，参与市场交易的无成本，使得金融市场参与者的人数众多，从而保证了金融交易的连续性和市场竞争的充分性。交易成本为零为市场均衡价格发现和调整过程的“walras 搜寻”及其“思想实验”提供了条件，一个市场上的超额金融需求必然对应于另一个市场上超额的金融供给，前者的高定价和后者的低定价在随后的搜寻过程中将趋于一个均衡价格。既然参与市场的交易者足够众多，也就意味着谁都不可能拥有交易价格的独立定价权利；不仅如此，每一个金融市场的进入者都会面临一个原本“内生”于自身交易行为的“外生”价格，它会引导人们快

* 本研究得到 2007 年度国家社会科学基金重点项目“科学发展观与新时期深化中国金融体制改革的政策选择”（项目批准号：07AJY015）以及“十一五”国家科技支撑计划（项目批准号：2006BAJ07B01）以及中国人民大学科学研究基金项目重大成果研究计划“金融分析的制度范式与制度金融学”的支持。

[§] 张杰，中国人民大学财政金融政策研究中心。

捷有效地达成每一笔金融交易。

另一方面，所有进入市场交易的金融工具要么都是同质的，要么具有充分多样性。由于不存在信息问题，因此每一种金融工具都没有什么私人信息或者“秘密”可言，既然如此，它们的风险收益结构就会自然趋同。在这种情况下，任何几种金融工具间的交易以及作为其结果的金融资产组合一定具有相同的效用。一旦省去了金融资产选择的“麻烦”或者成本，则意味着市场上会出现真正的自由交易和金融资产的自由组合。即便金融工具不具备同质性，只要保证其充分多样性，金融交易也会达到某种理想的状态。只要交易成本为零，人们可以随意进行金融资产组合，那么，充分多样性的金融资产之间足够高频率的交易一定会将资产间的“无数”种“差异”拼接的“严丝合缝”。也就是说，金融资产间的“特殊性”最终会整合为“一般性”，结果，每一种金融资产的风险收益结构将实现完全组合，特别是风险会被完全抵消。在这一刻，非同质性的金融资产也就转化为同质性的了。

可是，在制度金融学的视野中，以上假设情形并不存在。由于现实的金融交易需要支付成本，因此参与金融市场交易的人数就没有新古典金融学想象的那样众多，金融工具也就不会达到充分多样的程度。如果进一步考虑到现实金融世界中普遍存在的一些人为设置的障碍（如金融机构和金融工具的准入限制等），则金融交易的连续性和金融工具之间风险收益的完全组合就成为一种难以企及的境界。在现实金融世界中，已经进入市场或者依赖其它便利条件可以轻易进入市场的当事人总会萌生某种念头，那就是想方设法阻挠更多的交易者或者金融工具进入市场，以便通过控制竞争水平将更多的交易剩余“据为己有”。更多的交易主体和金融工具被拒之门外，这对社会而言则意味着巨大的金融福利损失。

问题在于，社会总归具有增进金融福利的内在需求，因此以下情形就注定成为现实金融世界运行的常态，即在市场之外的当事人寻求进入市场的行为与市场之内的当事人阻挠外部当事人进入市场的行为之间发生着持续的冲突。从短期看，冲突的结果充满着不确定性，市场门槛或许更高，或许更低，某一时点市场门槛的高低取决于市场内外力量的对比。不过，从长期看，市场进入的门槛将朝着更低的方向发展，更多的市场主体和金融工具会陆续进入市场。随着进入市场的交易者和金融产品的增多，金融交易的规模和频率迅速增大，交易的连续性逐渐显现；参与交易剩余分割的当事人固然增加了，但可供分割的交易剩余则有了更大规模的增加。从总体上讲，每一个交易者的福利还是得到了改善。

无疑地，在制度金融学看来，被新古典金融学作为既定前提的同质性以及充分多样性就不是自然而然的“外生”存在，而是基于一系列金融交易和金融制度变迁可能达到的“内生”结果。同质性与多样性不是金融交易方程的一个瞬间（静态）解，而是经过金融交易过程错综复杂甚或“你死我活”的利益冲突最终打造而成的长期（动态）解。交易成本为零的金融境界并非上帝的天然“恩赐”，而是人们意在增加金融交易剩余从而投身金融制度创新过程的结果，这就是全部问题的要害所在。

更具体地说，透过制度金融学的视界，在新古典金融学那里瞬间达成的均衡则需要经历一个曲折漫长的过程，即便如此，最终的均衡结果仍然是不确定的。并且，这一过程的

曲直长短取决于特定的金融制度结构以及人们出于节约金融交易成本和增进金融资源配置绩效的制度努力。新古典金融学认为,对于参与金融交易的任何一对当事人,只要目光相触便可达成交易,因为彼此对金融需求的领悟与表达迅如闪电。基于此,各自金融需求的满足便在眨眼之间,根本不需要支付任何搜寻、判断和签约成本。但在现实金融世界中,人们相互之间对于合适交易对象的搜寻以及金融需求的表达都需要支付时间成本。在很多情况下,即便成本已经付出,但理想的交易对象总是无法找到。金融制度的重要性便在人们孜孜搜寻理想交易对象的无奈与挣扎中凸显出来。从某种意义上讲,一种金融制度框架得以建立的逻辑起点就是人们寻求合适交易对象的具体行为。当然,有时,一种金融制度可以帮助人们缩短搜寻时间进而促成金融交易的尽快达成;有时,一种金融制度则会延滞乃至割裂金融交易达成的过程。如果人们的搜寻困境和交易障碍是因为某种金融制度层面的缺陷所致,则提高金融交易效率的惟一选择就是改变现有的金融制度结构。

相比之下,新古典金融学从一开始就陶醉于金融交易均衡瞬间的“田园风光”,而制度金融学则自始至终关注着走向金融均衡过程的“九曲回肠”。前者固然恬静,但失之虚幻和单调;后者难免跌宕,却不乏诱惑和玄机。两种金融学的境界由此分野,“鸿沟”也由此凸显。

金融学“鸿沟”的存在为经济学家寻求理论突破提供了机遇,不过,能否精准地把握机遇则一直考验着经济学家的智慧。饶有意味的是,冲破原有的理论“樊篱”总要比探寻新的理论领域困难一些。即便如此,经济学家还是逐步发现了问题所在。经过长期努力,人们毕竟达成了一些重要共识,如弗里德曼和哈恩(Friedman and Hahn, 1990, 序言)意识到,货币理论必须克服那些在一般均衡理论框架中难以逾越的障碍,货币理论真正核心的部分都将是交易成本以及所谓市场缺陷问题所做出的解释。他们断言,货币理论再也无法沿着 Arrow-Debreu 范式将未来折现的精巧处理方式继续走下去,无论如何也不能忽视实际发生着的交换过程。Arrow-Debreu 结构没有做到将信息成本和交易成本以及预期的不确定性包括在均衡观点之内,我们不能指望对既有的货币理论进行些微调整就可以简单嫁接到 walras 理论中去,Arrow-Debreu 框架也没有为货币因素留出空间(Hahn, 1973, p.16; 1988)。在现实世界中,人们之所以持有货币,不仅仅是出于方便交易的考虑,而且在很大程度上是因为货币可以帮助持有者应付实际经济的不确定性。现实世界中货币的这种性质,从一开始就破坏了经济交换的新古典理论(Horwitz, 1992, p.15)。显然,如果不采用一种充满不确定性的假定,就很难把货币结合进一般均衡的框架(Blaug, 1980, p.192)。此外,经济个体中潜在的多样性也极大地威胁到新古典理论的可行性,结果,既有的理论不得不忽视个体间的差异及其相互作用的形式;由于个体的多样性意味着他们各自所具有的特殊制度内涵,因此试图简单地将“社会”、“文化”或者“道德”等新古典理论所缺乏的制度因素嫁接到它的身上是有困难的(Hodgson, 1999, p.45)。货币金融因素之所以最终能够进入经济运行的核心部位,显然是因为它具有有效连通和组合众多差异性个体不同偏好的独特作用。

归根结底，*walras* 均衡不能成为讨论货币金融问题的合适基础，反过来说，能够作为这个基础的理论范式必须给交易成本留出恰当的位置。既然货币（金融）理论的核心内容离不开对交易成本的解释，因此，一个合乎逻辑的推断是，货币金融理论原本就是制度金融学理论，或者说，制度金融学应当是货币金融学的正源，而不仅仅是后者的新发展。不过，依然存在的问题是，从今往后，金融学的新发展是需要让 *walras* 均衡兼容交易成本，还是基于交易成本“另起炉灶”？

无论如何，对于金融学的既有框架而言，这是一个前所未有的挑战。应当看到，长期的理论争执在新古典金融学和制度金融学之间已然构筑起了一道坚固的“堤坝”，将金融学的“主河道”一分为二。一开始，隔离于“堤坝”两侧的两种金融学合乎逻辑地产生了“主河道”到底属谁之争。随后人们逐步意识到打通“堤坝”的必要和可能，但双方的掘进努力并不对称，因此“工程”进度十分迟缓。特别是，新古典金融学曾经挟长期以来的理论积淀和精巧框架以“自重”，在这种情况下，打通理论“堤坝”的联合行动实际上一度变成制度金融学一侧的单方面努力。

二、Menger 的货币演进范式与 White 的重新表述

在现代经济学发展的历史进程中，门格尔（Carl Menger）无疑是一个举足轻重的人物。他既和杰文思（William Stanley Jevons）、瓦尔拉斯（Leon Walras）一道发起了史无前例的“边际革命”并成功创建了经济学的新古典范式，也与庞巴维克（Bohm-Bawerk）、威塞尔（Friedrich von Wieser）并肩而立，成为著名的奥地利经济学派的创始人之一。正因如此，人们通常会认为，Menger 一定自始至终是新古典经济学范式的坚定捍卫者。不过，让人颇感意外的是，这位新古典范式的肇建者最终还是选择与其它新古典经济学家分道扬镳。这一决定是如此重要，它不仅开启了经济制度分析的新视界，而且还通过对货币演进过程的刻画铺设了制度金融学的最初一块砖石（？）。

Menger 与其它新古典经济学家之所以走到“理论决裂”的地步，主要是因为在他们的分析范式之间出现了一道根本性“裂痕”，其要害可以归结为如何看待制度因素在经济学分析中的位置与性质。依据 Wagner（1999）的考察，与其它新古典经济学家视时间、知识的变化等因素为外生变量不同，Menger 曾经坚持认为，时间的流逝以及伴随于此而出现的知识、制度和组织的发展，应当占据经济学分析框架最显着的位置，而不能将其视为外生因素。

值得注意的是，Menger 的努力曾经有机会将强调时间因素的经济学推向主流地位，或者至少与后来的 Walras 体系站在构建现代经济学核心框架的同一起跑线上。出乎意料的是，由于在 Menger 和 Schmoller 之间曾经爆发了一场让人侧目的“家族学术内讧”，使得 Menger 经济学与这一千载难逢的学术机会失之交臂。Walras 体系则坐收了“渔翁之利”，从此确立了在经济学理论中的优势地位。如果现代经济学在这一段特殊时期的发展历史可以改写，则不难想象，新古典经济学体系就会从一开始容纳制度与时间过程；至少，制度因素决不

会在经济学主流框架之外徘徊如此之久。

其实,作为制度经济分析的基本单位,“交易成本”概念在 Menger 的相关论着中已经酝酿成形,他发现经济交易中存在所谓的“交换的经济损失”,使得潜在的生产性交易始终不能发生;市场中介的作用就是通过更新知识和改善市场组织,减少交易的经济损失(1871, p.189)。不难理解,当 Menger 开始将注意力移向经济活动的“过程”时,与此相联系的一系列概念就注定会如影相随,其中自然包括“交易成本”。或许,我们还可做出更加乐观的估计,那就是这种经济学框架“能够将目前分散在新制度经济学、演化经济学、法与经济学以及奥地利学派经济学中的精华因素融为一体”(Wagner, 1999)。当然,仅就制度金融学的肇建与发展而言, Menger 未能将“交易的经济损失”与货币的功能相联系,从而限制了其货币起源理论向一个更为宽广的货币制度领域的进一步拓展。对于货币理论史的发展而言,这无疑是一种缺憾。

对“过程”(而不是“结果”)的关注是 Menger 经济分析框架的基本特征,他将社会和经济过程从根本上视为在时间中展开的“运动”,而不是坐落于某个“点”上的静态解,毫无疑问,“点”与时间无关。与此相联系,自发秩序与制度演进问题就自然而然地进入其分析框架的核心位置,经济活动的模式也就从先验的人为选择转而成为经由人们的各自选择之间相互作用而形成的社会性互动的“副产品”。经济学的一项基本任务就是“解释那些对社会有益但却并不源于个人意图或者计划的制度性安排的演进与形成问题”,而货币形成过程则被 Menger 视作解释制度演进过程的“范式性例证”。

关于货币的演进,更早时期的柏拉图曾主张货币是“一种一致同意的用于交换的象征性符号”;亚里士多德认为货币借助协定形成,经由法律创造(参见 Menger, 1883, p.142)。根据 Menger 的阐释,货币则产生于个人的自利行为,是人们为了增进自己的经济利益而形成的非意识的副产品,而非政府的刻意创造。货币是在一个民族的经济环境中,在没有任何立法活动的情况下,“原始地”或者“有机地”发育起来的。当然, Menger 并没有忽略政府在货币演进中的作用。他认为,尽管货币不可能为政府所创造,但政府却能够宣布货币商品为合法货币从而加强货币商品的可接受性。“在大多数情况下,法律规定显然并不是旨在将某种东西规定为货币,相反,它经常对某种已经成为货币的东西予以承认”(1883, p.142)。

Menger 的货币内生起源观点之所以被人们普遍接受,其要害显然在于他对货币成功解决物物交易中“双重巧合难题”的内在逻辑的合理刻画,这种刻画体现了历史逻辑与理论逻辑近乎完美的结合。作为货币演进理论的逻辑起点, Menger 特别强调了惯例和习俗的作用,认为它们对于货币的形成意义重大。在经济理论史上,强调习俗的作用曾被认为是辨认制度经济学面目的一个醒目标志。Menger 把商品定义为意在销售的物品,这些物品因特性各异而具有不同的可销售能力(或者可售性),它们在特定的市场组织中展开较量。经过长时期的激烈角逐,最终有一种商品脱颖而出,获得了最具可售性的“桂冠”,它就是货币。不过,这一过程自始至终贯穿着惯例或者习俗的作用。

仅从理论上讲,任何惯例或者习俗的形成都源自人们的本能和理性。显而易见,将可

售性低的物品转换为可售性高的物品是完全合乎人们的经济理性的。他发现，一开始，人们参与交换的目的就是用自己过剩的东西换取能够满足其当下直接消费需要的东西，但是，这一过程往往进行得并不顺利。在一个十分狭窄的交易范围中，这种“两两对应”的几率显然不高。不过，只要是理性的人，就会很快认识到众多物品具有各异的可售性，进而便懂得，“如果他们用以具有较低可售性的物品交换到不能直接满足其最终需要但具有更高可售性的物品，则他们将在随后的交易中更加成功地交换到真正需要的东西”（Vaughn, 1987）。当然，最初只有少数人了解到这种知识，而其它人也会程度不同地感受到这种知识的影响；这种影响之所以逐步扩散开来，显然是因为人们很快认识到，上述知识会给自己带来实实在在的经济利益。基于此，Menger 断言，“最有利于货币出现的条件莫过于那些最能干的经济活动主体为了自己的利益，在很长时间内都在出让自己的其它一切东西而换取可售性极高的东西”（1883, p.145），这种情形无疑会形成一种信念，并在足够大的时空中逐步积淀为经济交易的习俗和惯例，人们只要参与交易，就会不知不觉地遵从它。由此进一步推理，在众多具有可售性的商品中，总会存在这样一种商品，它在换取人们真正需要的东西时遇到的麻烦最小。一旦周围的一部分人获取了这种共同知识，则会将其迅速地扩散到更多倾向于和他们进行商品交易的个人和群体。结果，经过“众里寻她千百度”的漫长过程，人们“蓦然回首”，才发现，在“灯火阑珊处”，一种被称之为货币的东西在由共同知识的扩散而产生的自增强效应的作用下悄然登场。

美国经济学家 White 对 Menger 理论的重新表述让我们更为真切地领略到后者的理论贡献。依照 White 的解读，Menger 提出的可售性是一个“非 Walras”概念。我们已知，在 Walras 的一般均衡模型中，交易是无成本的，每一种商品都只有单一价格，这意味着商品具有完全的可售性。既然如此，货币相对于其它商品便不会具有交易优势，从而缺乏“脱颖而出”的条件。可是，一旦确认了商品在可售性方面的差异，也就意味着回到了交易成本为正的现实世界。在一个有成本的交易世界中，将一种商品卖个好价钱需要花费许多时间、精力和费用。只有在这种情况下，人们才会关注商品的可售性，并千方百计拥有可售性高的商品。最终，人们选中的一个更具可售性的商品指的就是那种比较容易或者能够以较低费用卖个好价钱的商品（White, 1999, p.5）。

在 White 看来，从直接交易到间接交易再到货币出现的逻辑是 Menger 的重大理论发现。人们对高可售性商品的追求使得经济交易开始由原来的直接交易逐步转变为间接交易。这种转变得以实现，其经济条件显然是，直接交易的成本远远大于间接交易的成本。从理论上讲，交易者在交易中可能得到的最大化预期收益取决于交易价格、寻找交易对手的净成本（即搜索成本）和完成交易的成本（如运输成本、签约成本等）。很显然，间接交易的完成尽管至少需要两次交易，但是，随着交易者对高可售性商品的逐步积累，经济交易过程便由原来直接交易条件下无数个独立的“两两交易”转换为间接交易条件下仅针对几种或者一种高可售性商品的连续交易，交易成本大为节约，交易效率明显增进。

不仅如此，White 还基于对 Menger 理论的重新梳理进一步阐发了一种所谓“新 Menger

主义”的解释范式，此范式被认为“可以帮助解释金银成为世界上主要的商品货币，以及后来又出现了诸如铸币和银行券之类货币制度的原因”（1999, p.9），正是依托这一新范式，White 构建了一个完整的货币制度理论框架。

无论如何，Menger 有关货币起源问题的阐述尚属初步和简略，但它毕竟撩起了货币制度演进神秘面纱的一角，让人们得以窥见经济交易和货币作用的更多层面，这些层面在新古典的理论视界中曾被一些看似合理而又华丽的假定条件长期遮盖。当然，更多经济学家以及货币金融理论研究者的目光一直被这些华丽的条件所吸引，乃至无意去探寻这层“华丽外衣”下面所掩藏的内容。他们或许根本就想象不到，在这些假定条件下面“沉睡”的是“价值连城”的理论宝藏；若有人稍加留意，就足以开启一次空前的理论发现。可惜的是，Menger 范式之于制度金融学的理论涵义长期被理论史所漠视，这其中固然有那场“理论内讧”的原因，但最为要害的因素恐怕在于自边际革命以来经济学对真实世界根深蒂固的回避以及由此形成的学术樊篱和“理论惰性”。仅从这种意义上看，制度金融学的兴起是整个经济学范式向真实世界回归的重要组成部分。

三、Hicks 的交易成本货币理论与金融制度演进观点

将交易成本作为考察货币、金融资产选择以及金融制度演进的主要视角，从而形成独特的货币金融理论分析范式，无疑是英国经济学家希克斯（Hicks, John Richard）对制度金融学早期框架形成的重要贡献。学术界曾经有人评价道，也许 Hicks 是“把交易成本概念引入货币理论、货币制度史、资产选择领域的第一人”（王志伟，1996，p.225）。作为经济理论发展史上著名的“新古典综合”的创始者，Hicks 做出了上述贡献，这可能已经出乎不少人的预料。

从总体上讲，交易成本的存在划分了新古典金融学和新制度金融学，交易成本凸显了金融合约、金融组织以及金融制度的重要性，并在很大程度上使金融制度的结构成为理解一国金融资源配置绩效和金融发展的关键。交易成本与金融制度是通过信息成本相联系的。新古典金融学的绝大部分模型都建立在信息成本为零的假设之下。从某种意义上讲，交易成本的大部分内涵可以用信息成本来刻画。为什么信息成本会使金融制度显得重要？在信息成本为零的条件下，参与金融交易的理性当事人不会为了维护金融合约（货币也是一种金融合约）而花费任何成本。道理很简单，一旦金融交易过程的信息是完全可得，则金融交易对象的可能欺骗行为、金融监管当局的政策反应以及其它相关方面的举动都会被这个当事人预先掌握；既然参与金融交易的所有当事人都可预知机会主义行为的后果，则每一个当事人的理性反应就只有诚实地履行金融合约；在每一个金融交易当事人都准备诚实地履行金融合约的情况下，所有金融交易的结果就是确定的，在这种情况下，当事人参与金融交易的过程就简化为直接分享交易剩余。事实上，这种结果正好是新古典金融学所强调和津津乐道的。

若从理论史的角度考察，有关经济制度的分析最早出现在货币理论领域（Furubotn and

Richter, 2000, p.82), 甚至可以说, 货币金融理论是制度经济学的最初源头。一开始, 人们是在“摩擦”的意义上使用交易成本概念的, 如 Mill (1857) 曾经认为, 货币被人们看作润滑剂, 因为它可以减少交易中的“摩擦”。由此不难推断, “在一个无摩擦的经济中, 与物物交换相比, 货币交换没有任何优势。因此, 分析货币在经济均衡中的作用需要一个摩擦理论” (Niehans, 1978, p.3)。

饶有意味的是, 自从人们发觉货币与交易“摩擦”的关系之后, 在相当长的时间里, 有关两者之间理论联系的进一步讨论并不多见。从某种意义上讲, 货币的交易成本话题似乎早已“淡出”经济学家们的视野。1935年, 一个最有可能不会引起人们注意的平常年份, 也就是凯恩斯发表“通论”的前一年, 这个被长久遗忘的“古老话题”又重新回到经济学的话语序列。就在这一年, Hicks 提出了一份简化货币理论的“著名建议”, 正是在这个当时或许并未引起人们过多关注的寻常论文中, 交易成本被“非同寻常”地正式纳入货币理论的分析框架。两年之后, 新制度经济学的肇建者 Coase 发表了他的那篇名为“企业的性质”的经典论文¹。

Hicks 是从风险角度入手将交易成本引入货币理论的, 如他本人后来所说, “正是通过对风险的研究, 我才开始研究货币” (Hicks, 1977)。Hicks 在货币理论史上首次阐明了因交易而产生的现金需求和因躲避风险而产生的现金需求², 进而认为每一种金融资产的风险和收益都存在差异, 货币是一系列金融资产中的一种, 它处于资产系列的一极, 既无风险, 也无回报。人们之所以宁肯持有货币而不愿意购买能够获取利息回报的债券, 其要害就在于他们对风险与收益的权衡, 当持有债券的预期回报不能抵补由此可能带来的风险损失时, 持有货币就不失为一种理性的选择。

值得注意的是, 透过利息角度, Hicks (1939) 进一步刻画了货币与交易成本的关系。他认为, 作为货币的证券与非货币的证券, 其不同点为前者不带利息。也就是说, 其现值等于面值, 而其它证券的现值则低于面值。由此看来, 货币是作为证券的最完全形态出现的, 其它证券则较不完全, 因此只卖较低的价格。基于此, 人们出让货币之所以要收取利息, 一方面的原因是将完全形态转换成其它不完全形态的证券需要“补偿”, 另一方面则是因为将货币转换成其它证券需要另一个交易手续以及可能碰到“麻烦”, 只有对由这种“麻烦”所带来的成本进行抵补, 人们才愿意出让货币 (pp.153-154)。显而易见, 在 Hicks 看来, 利息是一种用来“摆平”交易“麻烦”的工具, 或者说, 它就是一种交易成本。

更进一步地, Hicks 提示了人们应对风险的两种金融方式, 第一种方式就是前文所述的持有货币, 第二种方式则为尽量多样化地持有证券。但问题在于, 投资者事实上不会为了减少风险而把资产分散到所有可得的证券中去, 其要害在于资产分散并不是免费的, 它需

¹ 需要提醒的是, Hicks 的交易成本理论主要是基于货币制度演进逻辑而建立起来的, 它与“正统”的交易成本经济学派的观点相映成趣, 特别是, 前者触及了新制度经济学派迄今尚未涉足的领域, 因此弥足珍贵。但令人遗憾的是, Hicks 围绕交易成本的有关讨论始终是其理论体系的一种“副产品”, 或许是基于这种原因, 他在这一领域的贡献至今“养在深宫人未识” (王志伟, 1996, pp.229-230)。

² 20 世纪 50 年代, Baumol(1952)和 Tobin(1956)建立了因交易成本而持有现金余额的正式理论模型。有人认为, 这或许是受到 Hicks 对货币理论核心问题透彻分析的影响 (摩根, 1981, pp.125-127)。

要投资者支付一笔交易成本。或者说，交易成本给多样化的资产组合设置了一个边界，在这个边界以外，人们便宁愿持有货币。很显然，交易成本实际上已被 Hicks 视作决定货币需求的重要因素，这是货币需求决定理论发展进程中的一个重要里程碑。他特别强调，经济学家总是忽略或者遗忘交易成本问题，“当我们的主题是货币时，这是个至关重要的遗漏”（Hicks, 1967, p.31）。交易成本的差异是“资产序列存在的原因”，因为持有不同的资产组合，便会意味着承担不同的交易成本。对交易成本的考虑和对避开风险的考虑一样，都会导致投资者采取相应的资产选择行为。

既然交易成本妨碍了人们分散投资从而规避风险愿望的实现，那么，寻求节约交易成本的制度安排就自然成为每一位投资者的内在需求；货币本身的演进和以银行业为代表的金融制度安排的出现便是人们为了减少资产转换成本而付出的努力的结果。Hicks 认为，市场的发展以及市场组织方式的演进，主要取决于人们减少交易成本努力的刺激。比如货币从作为交换媒介的普通商品发展为金银货币，就是一种减少交易成本的过程。与 walras 市场的完全出清情形不同，实际的交易过程总是存在信用余额，由此导致的大量交叉清偿行为使得交易双方付出高昂的代价。新的减少交易成本的刺激推动了银行体系的出现，在银行体系出现的场合，银行信用已经“几乎是一种充分发展的货币”（1967, p.11）。

不难看出，Hicks 是将交易成本明确贯穿于解释整个货币金融演进过程的开风气之先的经济学大家。其过人之处在于从一开始就发现并坚守了这样一种考察视角，即货币理论应当与货币演进的事实与逻辑相一致。他坚信，货币理论比大多数经济理论更具体，更接近实际，因而与货币史关系密切。相比之下，新古典的货币理论有些僵化，因为它忽视了货币以及货币制度的演进。“货币不是一种机制，它是一种人类的制度，是最非凡的人类制度之一”（1967, p.58）。应当看到，货币制度尽管十分精巧和经济，但也很不稳定，甚至相当脆弱，因为它的正常运行需要借助信用或者人们之间的相互信任。Hicks 认为，从基本原理看，货币制度的演进分为两个层面：在第一个层面，它“提供给交换媒介以低得多的成本”，从而促进信用制度的成长；在第二个层面，它导出的是一个不稳定的信用体系，这种体系依赖于信心和信任，当信任缺乏时，它会立即分崩离析。因此，“为使信用体系顺利运行，需要一种既能约束它又能支持它的制度结构”。不过，寻找这种制度结构并非易事，“甚至在今天，我们仍然没有理出头绪”（1967, pp.158-159）。

在阐释了货币制度的基本内涵之后，Hicks 将注意力合乎逻辑地转到了国家制度视角。我们已知，Menger 对货币制度与国家制度之间的关系已经有所刻画，但在 Hicks 这里，这种关系变得更加明确。Hicks 认为，毋庸置疑，国家制度与货币制度的关系历来十分密切。不过很清楚，货币并不是作为国家的一种创造物开始的。因为在刻有国家印记的铸币以前，货币就已存在。就货币起源而言，它是商业经济的产物。商业经济也许从一开始起，就是使用货币的经济（1969, pp.58-59）。那么，国家制度又是如何顺理成章地介入货币制度的演进的呢？对于这一问题，Hicks 的解答可谓独辟蹊径。他认为，货币是“各种政府都知道要接管的商业经济的第一产物”。一开始，随着市场交易制度的演进，贵金属替代了其它商

品成为一般等价物，与此同时，货币的“价值贮藏”职能得以凸显，而价值标准和支付手段的职能也会紧随其后。随着经济交易规模的扩大和交易复杂程度的提高，人们对于货币的“标准性要求”与日俱增。Hicks 特别强调，“虽然贵金属早就具有某种货币效用，但直到它们可以当作标准时其潜力才能发挥，国家就是在这个时刻开始起作用的”（1969，pp.60-61）。

不过，交易过程对货币的标准性要求只是货币制度早期演进“故事”的一个片段。如果说提升标准性从而促使货币效用潜力的发挥是国家制度着重打造了货币制度的统一“外壳”，那么，更为重要的是，国家制度还通过提供信用保证为货币制度注入了得天独厚的“内涵”。Hicks 认为，货币之所以受欢迎，归根结底是因为铸造者或者发行者为它提供了可靠的担保。“商人在使用汇票时要在其上签名，这样便为它做了担保；没有担保汇票便不会被接受。吕底亚的国王克罗塞斯的铸造货币，难道不是为了这同一目的吗？”。正是基于此，货币才改变了它的性质，“开始与信用和金融结合起来”（1969，p.61；p.69）。从理论上讲，而且事实上也是，只要能够提供可靠担保的任何组织或者个人都可以铸造他们的货币。只不过在随后的货币竞争中，国家或者政府铸造的货币受到更普遍的欢迎，并逐步占据货币供给市场的主导地位。之所以会产生这样的结果，显然是因为国家或者政府所提供的担保更为稳定和可信，而且涵盖的地域也更广。因此，货币制度的演进注定要与经济交易过程的信任程度的加深相伴而行，早期曾经媒介过简单交换的货币是这样，后来得到国家制度推动且服务于日益复杂经济交易的货币同样是这样。

值得注意的是，Hicks 有关货币内涵的表述实际上隐含着这样一种基本理论倾向，即国家或者政府并非从一开始就天然地占据着货币最优铸造者的位置，人们之所以愿意接受它们铸造的货币，不是出于对其权力的畏惧，而是对其担保的信任。当国家或者政府不再能够确保其担保的可靠性时，人们就会通过拒绝接受该种货币的方式将其从货币铸造者的位置上拽下来。既然国家制度是通过担保这一纽带与货币制度建立起联系的，因此，担保因素便成为对国家制度潜在“强制力”的约束。Hicks 发现，“虽然国王的货币开始是通过市场力量应用的，但由于对国王明显有利，结果货币一经应用，国王便不肯放弃了”；而“单独说来，金融权力是极容易被误用或滥用的一种权力”，“如果国家除这金融权力而外没有经济权力，国家便不能像它最后做到的那样，支配商业经济”（1969，p.63；p.89）。无疑地，国家若要通过货币金融权力合理地“支配”商业经济，首先要做的就是精心呵护那个“担保”因素。尽管这样做会让政府时常感到不便和有所束缚，可是一旦稍有放纵，则国家制度与货币制度之间的裂痕便会立刻凸显，而且随即出现的制度危机往往一发不可收拾。有意思的是，担保因素的重要性总是在货币制度行将崩溃的那一刻才会被货币权力的拥有者意识到。

货币制度与法律制度之间的逻辑联系是 Hicks 关注的又一重要方面，这或许是法货币理论以及法金融学理论为数不多的最早讨论之一。在制度金融学的整体框架中，有关法律与货币金融制度之间联系机理及其绩效的内容无疑居于核心位置。Hicks 认为，货币和法律（商

法)实际上是自希腊到罗马得以延续的“古代世界”的两大经济遗产。至关重要的是,作为立宪主义者,罗马人很早就在解决指令和习俗之间的对立方面显示出卓越才能,他们具有对重商主义关于财产和契约的概念说来并不完全陌生的法律观念。就这样,希腊商业城邦的经济交易精髓得以继承和延续,从而在其立法中,为商法找到了一席之地;或者说,希腊商法渗透到了罗马法之中(1969, pp.64-65)。无疑地,作为经济交易的自然延伸,金融交易从一开始就在罗马法的框架中得以扩展,货币金融结构演进与法律制度从此便相伴而行。

Hicks 着眼于金融交易过程的债权债务关系,他所关注的核心问题是:一个能够确保债务人履约的制度安排到底如何生成?很自然地,基于抵押权的担保制度安排无论如何是不能被忽略的,不过,Hicks 的注意力则集中于无担保的金融交易。他认为,对于放款人来说,无担保的信贷是有风险的。不过,这种金融交易之所以没有停滞,则是因为其中的不确定性逐步被人们一点一滴积累起来的信用所抚平;“如果信用相当好,抵押或保证全都不需要”。从理论上讲,信用既可依赖外部力量(如法律)催生,也可经由“内生”渠道酝酿。相比之下,基于前者,信用无法长久,且维持成本高昂。更有甚者,当信用开始萌芽时,法律因素的介入极有可能中断信用的发育。比如,信用的成长过程从一开始通常伴随着较高的交易成本(如高利率),随着市场的成熟,人们之间普遍建立了信任关系,交易成本才会逐步下降。如果借助法律力量人为规定一个利率上限,“即使是借款人信用好的市场也无法顺利地运转”。幸运的是,在西欧,法律给信用的自然成长提供了足够大的市场空间。“在中世纪扩张开始时期,法律无意全力帮助市场,结果迫使市场发掘本身的潜力,自找出路来承担金融上的风险,而不去过多地依赖法律决定”。尽管现今金融制度的运行不能不通过法律形式,甚而本身便包含在法律上规定的各种制度以内,但是,作为其基础的信用制度,从一开始则是作为“法外的有自治权的市场”逐步发展起来的,甚至可以说,信用制度是“法律的替代物”(1969, p.70-71)。

作为其理论路径的自然延续,Hicks 随后合乎逻辑地将视角转向金融发展与金融制度演进层面。他认为,金融发展其实就是“扩大信誉好的借款人的圈子”的过程。随着金融交易“圈子”的扩大,人们对信用的需求迅速增长,相应的金融制度供给也会紧随其后。此时,担保这个曾经在货币制度演进关键环节现身的因素再一次走到前台。可以说,担保方式是人们为了应对新的信用需求而做出的最初制度反应,这是一种试图在熟人和陌生人之间配置“信任”的金融安排。后来,更为有效的解决方法被逐步发现,它就是所谓“金融中间人”的成长。作为其专业化发展的结晶,银行体系则在此番金融制度演进的高潮阶段悄然登场。

饶有意味的是,Hicks 对银行体系演进的讨论最终回归到国家制度的角度。他认为,银行制度的正常发展需要一个拥有“长期信用”的国家制度的支撑。历史地看,国家的金融要求与银行体系的演进过程如影相随。起初,国家为了应付不时出现的“非常开支”,需要通过举债的方式来筹资。可问题在于,借给国家的无担保贷款与借给无信用私人的无担保

贷款都属于高风险的放贷行为；即便存在抵押，也不能保证国家不会用武力将抵押品强行拿走。在这种情况下，贷款的供给往往是不足的。当然，另一方面，如果国家严格履行抵押承诺，从而放弃国家财产以及放弃征税权力，则会从此削弱政府能力，最终导致诸如神圣罗马帝国以及英国斯图亚特王朝初期那样的政治崩溃（1969，pp.79-81）。显然，要解决这样的两难困局，需要寻求其它更为有效的金融制度安排。

人们首先想到的是货币安排，因为长期以来，货币始终由国家所掌控，他为什么不通过操纵货币供给而使自己摆脱财政困境呢？问题的要害在于，在贵金属货币时代，国家通过货币安排解决财政困境总归要借助“成色”的调整，而贯彻这种政策意图的货币铸造过程往往受到货币金属供给的约束。货币金属的来源无外乎政府的岁入和贸易两种途径，无论哪种途径，人们一旦察觉国家存在“成色”调整的企图，也就是用成色不足的劣币欺骗他们，金属供给者马上就会“用脚投票”。在这种情况下，政府铸币厂的金属供给便有枯竭之虞。如果国家非要强制促成低成色货币的大量使用，则与此伴随的货币贬损最终会降低正常岁入的实际价值。这种应急货币安排，“就像出卖财产和官职一样，它使政府在紧急情况过后总是处于一种虚弱的地位”（Hicks，1969，p.84）。显然，一个明智的政府需要进一步寻求更为稳妥而长久的筹资制度结构。

Hicks 发现，经过既有经济演进过程的酝酿和积淀，这种制度结构的形成条件日臻成熟，它们一方面表现为政府信用价值的增进，另一方面则是银行制度的发展。就前者而言，国家制度的转型（如共和制的肇建）为政府信守还债诺言提供了可信的保证，因为共和制政府的信用不再依赖于统治者的人格，而是取决于某种特定的制度框架。无疑地，新的国家制度在长期信用的提供方面具有显着优势。就后者而言，在银行体系只是作为金融媒介的阶段，政府的借款需求就已紧追不舍。与商人信用相比，国家信用总是难以强制执行，因此，一旦出现政府赖债的行为，银行体系就只能以破产作为“保护”。不过，经此过程，政府信用竟然得到了锤炼和增进。当银行体系最后演进到自己创造货币的阶段时，一个金融权力受到约束的政府与之相伴而行。尽管从理论上讲，此时国家总能从银行系统借款，而银行体系也有这个能力，但是基于既有的信用约束机制，金融权力被误用或滥用的几率总归是下降了。

不用强调，在 Hicks 看来，国家制度转型与银行制度发展之间具有紧密的逻辑联系。在权力不受约束的国家制度存在的场合，银行制度从一开始就会碰到信用“门槛”，从而无法获得稳定的发展空间。只有借助国家制度转型对“长期信用”或者约束机制的确立在先，一个可能被“有节制”使用的银行制度的成长才会紧随其后。这种推论与其有关货币制度与国家制度的讨论结论具有逻辑上的一致性。可以说，Hicks 通过对国家制度、法律制度、货币制度以及银行制度之间逻辑关系的梳理，已经初步形成了一个完整的金融制度分析框架。这种框架因其凸显了理论逻辑和历史逻辑的统一而具有重要的理论建构价值，进而成为制度金融学发展过程一个难以回避的关键阶梯。

四、“Clower 约束”与“NBM 扩展”

在货币金融理论史上，人们早就发现了交易成本与货币因素的内在联系，而且，我们已知，在一些经济学家（如 Hicks）的文献中，对这种联系的考察已经相当深入。不过，细究起来，在 20 世纪 60 年代末期以前，不知是有意还是无意，几乎所有涉及这种联系的讨论都是在 walras 框架之外进行的，就连新古典综合的代表人物 Hicks 也不例外。当然，我们并不是执拗地坚持一种好的货币理论特别是制度金融学理论一定要直接脱胎于 walras 逻辑，而是觉得，既然后者已经成为现代经济学演进过程的一个基本参照或者重要阶梯，我们就不能对其视而不见，抑或有意回避。如果某种“新”的理论发现不能正视与其可能存在的逻辑联系，或者不能充分解释这种联系可能不存在的理由，那么，这种所谓“新”理论的学术高度以及品质就值得怀疑。

1967 年，情况为之一变。就在这一年的年底，非均衡经济理论的肇建者、英国经济学家 Clower 发表了他那篇旨在重建货币理论微观基础的著名论文。在这篇论文中，Clower 明确指出，不管是传统的 walras 框架，还是后来的“新 walras 主义”模型³，他们所谓的货币经济理论其实都是物物交易经济理论。物物交易经济有一个关键特征，那就是任何商品都可以充当货币，而在货币经济中，只有一种（特殊）商品能够履行货币职能。“货币购买商品、商品购买货币，但商品不能购买商品。这个约束应当是货币经济理论的中心主题”（Clower, 1967）。基于这种著名的“Clower 约束”或者“金融约束”（Blanchard and Fischer, 1989, pp.166-167），Clower 实际上是在强调，交换经济的前提是人们对货币的预先持有。同时，更重要的是，他在提醒人们，判断一种理论是不是真正的货币经济理论，不能只看它是否引入了货币因素，而是要仔细观察货币因素被引入之后的作用逻辑。

不可否认，Walras 曾将货币因素小心翼翼地引入了一般均衡模型。不过，Walras 接纳货币因素是由条件的，那就是必须寻找到一种能够与其一般均衡理论体系中其它部分相融合的妥当方式（Ostroy and Starr, 1990, pp.5-7）。实际上，惟一可能的选择就是将货币作为一种“资产”引入效用函数，从而货币与其它商品被置于同一个基点之上；货币市场被认定为 n 种商品市场之外的第 $(n+1)$ 个市场，对货币的过度需求等于其它商品市场名义过度供给的总和。结果，货币的引入丝毫没有影响惟一的一组均衡解的存在，Walras 一般均衡模型轻而易举地“兼容”了货币因素，从此一般均衡理论便成为所谓的“货币经济”理论。

可是，在 Walras 所谓的“货币理论”中，货币的引入并未改变原有的经济交易逻辑，或者说，普通商品之间的相互交易（物物交易）并未被排除，所谓的“Clower 约束”依然失效。这就意味着，货币所提供的服务仅仅被看作是另一种用于交换的服务，这种服务显然不会比引入任何其它商品或服务更多地改变 Walras 原有的理论逻辑；货币理论在一个车厢，“价格和分配理论”在另一个车厢，两者是分开的，价格基本上还是交换率，虽然货币

³ 所谓“新 Walras 主义”是指试图通过在 Walras 一般均衡模型中引入货币因素重建现代一般均衡理论框架的经济学流派，主要代表人物有 Hicks、Patinkin 等。实际上，仅从前文有关货币制度演进的文献看，Hicks 似应显著有别于其它“新 Walras 主义”经济学家。

把交换率化成了绝对数字，但并没有对它们产生影响，只是给它们披上了货币的外衣（Schumpeter, 1954, vol III, pp.392-396; 485-487）。特别是，由于所有交易者都具有完全的知识，货物和劳务的交换就只是一个简单的“分配”过程；同时，每个人都知道需要放弃多少某种商品去交换其它某种商品，结果也就没有人储藏货币或者保留不生息的现金余额以备不时之需（Morgan, 1978, p.111）。因此，货币因素的引入并未帮助 Walras 改变其一般均衡模型的实物经济性质。话又说回来，面对货币因素的现实存在，摆在一般均衡理论面前的实际上是一个两难选择困局：要么释放货币的固有职能而伤及一般均衡理论；要么捍卫一般均衡模型的完整性而伤及货币。最终，Walras 还是选择了后者，也就是通过“削足适履”的方式“阉割”掉货币的一些特殊功能⁴，以勉强维持一般均衡解的“理论尊严”。

尽管 Walras 试图在一般均衡框架中重建货币经济理论的努力难言成功，但此后“新 Walras 主义”经济学家的相关尝试并未停止。针对人们有关一般均衡理论难以有效兼容货币因素的质疑，Patinkin（1965）通过引入时间和“异步性”因素解释货币的存在，并由此进一步证明货币的存在并不影响一般均衡模型的合理性。他认为，在 Walras 模型中，尽管交易契约只有在均衡价格确立之后才能兑现，但商品的实际交割通常并非立即进行，绝大多数情况下，在他们交付卖出的商品与得到购买的商品之间难免存在某种时间“间隔”，商品交割的这种异步性使得人们产生了持有货币以便财产贮藏与价值预付的需求。这时，持有货币便成为兑现交易契约的必要“过渡”环节。显而易见，基于这种情形，虽然货币因素被引入，而且也的确发挥了作用，但并未伤及一般均衡框架。乍看起来，Patinkin 的努力似乎取得了令人欣慰的成功。

不过，在 Patinkin 所发展的模型中，货币因素仍未实际取得其应有的地位。作为具有“异步性”的经济交易最后完成交割的必要环节，货币的“不可替代”角色已然凸显。但是，由于 Patinkin 并不打算在“不确定性”问题上做出任何让步，因此，货币的持有只是经济交易双方当事人在获得完全交割信息后的一种从容“等待”，仅此而已。实际上，为了“迁就”一般均衡模型，Patinkin 用“异步性”刻意回避了信息以及不确定性等因素，由此决定其不可能赋予货币因素太多的经济涵义⁵。最终，一般均衡理论在 Patinkin 手中也未顺利转换成为真正意义上的货币经济学。

其实，早在 20 世纪 30 年代初，Keynes 就已注意到了货币与不确定性的关系。他提醒人们，货币的诞生与经济合约有关，“货币本身是交割后可清偿债务合约和价目合约的东西”（1930, Vol.1, p.3）；或者说，在企业家经济中，货币被定义为解决合约的手段。人们之所以签署经济合约，则是出于应对不确定因素的考虑。任何家庭或者企业持有货币便意味着拥有了“流动性”，这种流动性可以用来衡量清偿名义合同到期债务的能力。无疑地，在一个不确定性的世界里，持有货币是一个有价值的选择（1936, pp.236-237）。尽管经济中充

⁴ Schumpeter(1954)曾经十分尖锐地指出了一般均衡理论的困境，认为，“如果一方面有关价值和分配的事实在逻辑上是完全独立于货币的，以致在说明这些事实时只需顺便提及货币，但另一方面又承认货币是一干扰因素，那么便出现了这样的问题，即：货币怎样执行自己的职能才能不影响物物交换模型的实际运行。Wicksell 第一个清楚地意识到了这个问题，第一个创造出了‘中性货币’这个适当的概念”（volIII, p.486）。

⁵ 相比之下，Hicks（1967）则强调货币与经济中不确定性的紧密联系。

满不确定性因素，可是，有了包含货币要素的合约，经济交易各方至少能以现金流的形式决定未来的交易后果。当不确定性的威胁有所增大时，人们便会出于预防性动机而持有更多的货币，因为只有如此，才能为不动用对资源的货币请求权提供安全保护。根据 Snowdon and Vane (2005, pp.469) 的进一步阐释，货币制度和固定货币合约使得企业家和家庭能够随着时间的推移形成关于现金流的理性预期，并据此应付不可知的未来。尽管企业家们总是“如动物般迫切需要行动”，但当其面对不确定性时，依然不会做出任何有关实际投资的决定，直到他们对流动性状况有所把握为止。

如果说 Patinkin 通过回避不确定性而实际“冻结”了货币的作用，那么，Arrow 和 Debreu 则借助一个完美的期货市场体系从原有的 Walras 模型中彻底排除了货币因素存在的必要性 (Arrow and Debreu, 1954; Debreu, 1959)。他们认为，基于一生预算约束，家庭财富将面临在当前消费与未来消费之间进行选择，这种选择进一步体现为两种合约的组合，即对应当前消费的现货合约和对应未来消费的期货合约；企业则购买现期和未来投入品的合约，卖出现期和未来产出品品的合约，以最大化其利润的折现值。显然，一旦上述合约安排妥当，则经济均衡就完全取决于合约的履行。Arrow-Debreu 强调，现货合约以及各个时点上价格和产出的确定由现货市场来完成，而期货合约以及购买力的跨时配置则是期货市场的功能。“无论是出售现期产出品为未来的购买融资，还是出售未来产出品为现期的购买融资，期货市场都可以做到。结果是，货币、债务凭证以及购买力跨时转移工具都变得多余了” (Ostroy and Starr, 1990, p.16)。

无庸讳言，仅就货币因素的存在性而言，相较于 Walras 模型，Arrow-Debreu 模型是一种显著的“倒退”。尽管只是一种“摆设”，但前者毕竟为货币预留了位置，可是，这种位置在后者那里则变得“荡然无存”。或许，重要的是，前者曾经标榜其理论是兼容了货币因素的货币经济理论，而后者则显然并不在意这一点，更有甚者，为了追求理论的完美，货币恰恰是后者刻意驱逐的对象。Hahn (1982) 曾经评论道，货币在发展最完善的经济模型中没有容身之处，而 Arrow-Debreu 模型在理论上就非常“完善”和先进。这是否意味着，货币只有在看起来不那么完美的理论框架中才能找到栖身之地？或者说，真正的货币经济理论或许是不那么“先进”或者未臻至善的理论？

可以说，如何处理货币因素是新古典理论肇建以来所面临的巨大挑战，主流理论对货币因素之所以这般敏感并想方设法加以排斥，显然是因为它们从一开始就十分敏锐地发现了，真正引入货币因素将会给其精心编织的理论框架带来“灭顶之灾”。货币因素具有如此威力的要害是，由于货币可以多次使用，因此它的出现会突破交易的“一次性约束”，进而摧毁供求的天然均衡；而一旦以货币为媒介，则交易的“时空对称性”也将不复存在，信息问题随之凸显。进一步地，货币使得人们的“时际选择”成为可能，以此为标志，经济均衡便由新古典的“现时均衡”转变为“跨时均衡”。至为重要的是，对于每一个投资者而言，跨时均衡意味着他们可以突破当期的“预算约束”，并“破天荒”地提出“金融需求”。如果说新古典经济（实物经济）是一个天然的“硬预算约束”经济，那么货币经济从来就

是具有“软预算约束”性质的经济。从理论上讲，与“软预算约束”经济紧密伴随的注定是信用与风险，当人们都千方百计借助货币手段追求自身效用最大化时，一种所谓的“合成谬误”结果或者“集体非理性”困局就会不期而至；由此产生的巨大“外部性”最终会招致另一个对新古典框架更具杀伤力的“不速之客”的进入，那就是政府因素，这可能是新古典理论早有所料且最难以承受的结果。当然，重要的是，这也是我们需要长期面对且无法回避的经济金融实际。

的确，Walras 以及“新 Walras 主义”的相关模型在很大程度上出于坚守其理论的形式美和“纯洁性”而未能在重建货币经济理论方面有所斩获或者做出直接贡献。可以想象，这种理论“坚守”本身难免充斥着偏执和挣扎。只要我们稍加留意，就不难发现，在那些看似严密而坚固的理论构建之中实际上潜藏的是一系列被动而矜持的逻辑“防范”。不过，饶有意味的是，正是这种理论“洁癖”和执意坚守却为后来货币经济理论乃至制度金融学“长卷”的绘制提供了一块洁白无暇的“画板”。在一般均衡理论完美背景的映衬之下，一些货币经济理论的关键变量得以凸显。比如 Patinkin 对不确定性和信息因素的回避正好从另外一个角度强调了这些因素对于货币经济理论的重要性，而 Arrow-Debreu 模型对于现货市场和期货市场之间不同交易成本结构的有意忽略⁶实际上提示了这一因素在新的理论框架中所占据的核心位置。

正是基于对上述因素的敏锐发现和把握，Clower 及其追随者们开始了重建货币经济理论的长期努力。Clower 首先强调了物物交易经济的交易成本障碍，通过比较不同市场安排的交易成本差异，说明了包含货币的市场安排之所以更加便捷有效的逻辑和机理（1967；1969）。与其它关注交易成本因素的同期经济学家稍有不同，Clower 对交易成本的强调直接针对的是一般均衡理论的货币困局。他认为，无视或者忽视货币因素的经济根本无法运转，因为巨大的交易成本障碍会使试图参与这种经济的人们“望而却步”。可以说，无论一般均衡理论将经济的交易过程勾画得何等精妙而轻松，但忽视货币或者对货币进行各种名目技术“处理”的经济归根结底是无交易的经济。只要有交易的经济就不能无视货币的存在，而人们之所以最终选择使用货币是因为它提供了一种最节省成本的交易方式；一部经济交易史就是人们持续寻求成本最低的交易制度的历史。尽管“Clower 约束”本身也受到批评⁷，但是在他所开辟的新的理论框架中，货币、交易成本与货币经济毕竟确立了紧密的逻辑联系。正是基于这种联系，货币因素本身的深刻内涵与复杂结构以及它对于现实经济运行的重要影响才逐步被人们所认识。从某种意义上讲，Clower 的努力不仅初步建立了货币经济

⁶ Ostroy and Starr (1990) 认为，“实际上，大多数商品的期货市场通常是不活跃的（不严格地说，是不存在的）。原因就在于交易成本的结构，它使得现货交易较期货交易更为有利。当现货交易和期货交易的成本存在差异时，Arrow-Debreu 模型就不再适用”（pp.13-15）。无疑地，当现货市场更为重要时，寻求旨在降低即期交易成本的努力就变得更为现实而紧迫，而货币的作用就是在此过程中得以凸显的。

⁷ 如有人认为，在 Clower 的模型中，个人受到的约束由原先的一个变成了两个；尽管他所描述的经济的确是货币经济，但较之于物物交换经济，人们的状况却恶化了（Lewis and Mizzen, 2000, pp.80-85）。另外有人指出，Clower 的模型也没有充分解释经济过程使用交换媒介的逻辑，从而不能很好回答“在没有一个仁慈的指导者出于社会利益而让这样做时，货币经济是如何产生”的问题（Harris, 1981, p.372）。在这种情况下，“Clower 约束”实际上变成了“Clower 困境”。

理论的非均衡基础，而且还使得货币运行的制度涵义更加明晰，从而构成制度金融学的一个重要思想来源。

应当看到，Clower 的分析虽然为我们开启了观察货币经济问题的制度视角，但是他的框架毕竟只是“以简单的方式说明了货币经济如何减少了交易的社会费用，并不能说明个人、组织和阶层的利益（不同于社会利益）如何促使他们发展货币经济这一问题”（Harris, 1981, p.7）。货币作为一种社会现象，其存在以及所采取的形式都反映了相应的社会与经济结构，因此，既需要运用更为精细的框架和方法才能窥探其内部机理，也需要采用历史与动态的视角方可把握其演进逻辑。仅从后者的意义上看，Clower 的分析显然“落后”于前述 Menger 和 Hicks 的相关讨论。不过，Clower 的分析毕竟因直接与 Walras 框架“较劲”而配置着一个相对精制的微观视角，从而为随后的理论扩展提供了可能的“微观接口”，正是这一“接口”为 Clower 赢得了相对于 Menger 和 Hicks 的“比较优势”。

Niehans（1971）敏锐地察觉到由这一“微观接口”所提供的理论发现机会，并揭开了所谓“NBM 扩展”的帷幕。Niehans 选择的是一个基于交易成本约束的个人效用最大化行为视角，分析目标直指货币经济究竟如何产生这一构成“Clower 困境”的核心问题。其分析逻辑是，先考虑在物物交易经济中个人对两种物品的需求以及所面临的预算约束，假设存在交易成本，如税收等直接成本以及获取信息等间接成本，则当个人出售一种物品而企图换取另一种物品时，就不得不放弃一部分对物品的原有拥有量，以便支付这些成本。在这种情况下，个人通过交易实际得到的效用满足将严格地低于最优效用（基于无交易成本假设）。如果考虑极端的情形，当交易成本足够大时，个人将选择保留最初的物品拥有量，也就是说宁愿选择不交易。除非初始点是最优点，否则，没有交易的经济一定是个人效用进而社会效用受到“伤害”的经济。

以上讨论在逻辑上并无太多新意，Niehans 自然不满足于此，他随后提出的新假设则极富新意且出乎人们意料。这个新假设是，一些物品交易比另外一些物品交易会引起更高的交易成本，也就是说，不同物品交换之间存在交易成本差异。由此新假设很容易推得，在其它条件不变的情况下，具有较高交易成本的物品之间的交易将严格少于较低交易成本的物品之间的交易；进而，一种物品交易的次数越多，相关的交易成本就会越低，相应地，交易成本越低，则针对此物品的交易频率会越高。最终，人们会把交易对象集中到某个交易成本最低的物品之上，与此同时，所有其它交易将自动停止。更有意义的是，交易成本最低的“物品”（也就是货币）一旦出现，则围绕与此的间接交易就会比直接交易更为有利。道理很简单，此时的直接交易会引入交易成本。而且，与间接交易相比，试图进行直接交易的个人将会面对一条拗折的预算线和更低的效用曲线。因此，货币可以购买商品且商品可以购买货币（即间接交易），但商品不能购买商品（即直接交易）这种情形实际上是人们对相关效用进行反复权衡之后而做出的理性选择的结果。就这样，Niehans 通过扩展货币经济的分析逻辑在很大程度上缓解了“Clower 困境”。饶有意味的是，Niehans 有关间接交易以及货币产生逻辑的分析与前述 Menger 的早期讨论相映成趣，而且，后者显得有些粗犷的

逻辑在前者那里得到了更为精细的微观处理，因而更加成熟。

细究起来，Niehans 的扩展仍有一些缺陷，比如缺乏时间维度⁸，而更为重要的是，作为核心变量的交易成本本身也没有得到解释。Brunner 和 Meltzer (1971) 试图解决交易成本问题。他们假设，人们在进入交易过程之前并不完全了解市场机会，特别是不完全了解各种商品的价格和数量等关键信息，所获信息的多少还因商品而异。得到信息自然需要付出代价，但通常会产生净收益，这种收益是用于投资的时间和资源规模的函数。一般而言，人们为了实现效用最大化，总是存在投资于信息的激励。假设个人面对一个物物交易情形，为了实现更大交易效用，他可以投资于信息，以便更多地了解所要交易商品的相对价格。在付出一些成本之后，相应的净收益迅速显现，因为新信息的获得使得个人得到了比当初更为有利的相对价格。主要体现在，相对价格概率分布的预期值有所提高，而相应的标准差则有所下降。结果，对于风险厌恶的个人而言，随着交易风险的减少，其交易效用比以往显著增加了。如果进一步引入第三种商品，该商品具有信息投资较少的优势，则个人就会倾向于某种间接交易，交易风险将更趋减少。随着间接交易规模的扩展，人们最终发觉，投资于“第三种商品”的信息成本几乎趋于零，交易的不确定性也随之消失了。在此刻，那个“第三种商品”已然成为货币，而原有的物物交易经济便脱胎换骨为货币经济。

自 Mill 以来，经过 Menger、Hicks 以及 Clower 等经济学家一个多世纪断断续续的努力，到 Niehans、Brunner 和 Meltzer 这里，货币产生逻辑的交易成本框架已臻完善。可以说，有关货币制度演进的内容是目前正在逐步形成的制度金融学整体框架中讨论最为充分、刻画最为细致和成熟的部分之一。

参考文献：

1. Arrow, K. J. and Debreu, G., 1954: *Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy*. *Econometrica*, 22: 265-290.
2. Baumol, W. J. 1952: *The Transaction Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach*. *Quarterly Journal of Economics* 66: 545-556.
3. Blanchard Olivier J. and Fischer, Stanley, 1989: *Lectures on Macroeconomics*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts. Second Printing.
4. Blaug, Mark, 1980: *The Methodology of Economics ,or how economists explain*. Cambridge University Press.
5. Brunner, Karl, and Meltzer, Allan H., 1971: *The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy*. *American Economic Review*, 61(December): 784-805.
6. Clower, R. W., 1967: *A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory*. *Western Economic*

⁸ Ostroy(1973)打算解决“时间”问题。他假设经济是如此分散，以至于任何一个人在任一时间只能同另一个其他人进行交易，结果个人的两次直接交易不可能在同一时刻进行。基于这种假设，他初步证明了个人使用货币比在物物交易时能够更为有效地获得市场状况与交易可能性的信息。实际上，他的解释并未超越既有的讨论。

- Journal 6: 1-9. Reprinted in Clower, ed.(1969).
7. Clower, R. W., ed., 1969: *Monetary Theory*. London: Penguin.
 8. Debreu, G., 1959: *Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*, Cowles Foundation for Research in Economics, Monograph 17. New York: Wiley.
 9. Friedman, Benjamin M. and Hahn, Frank H., 1990: *Handbook of Monetary Economics*, Volume 1. Elsevier Science B.V.
 10. Furubotn, Eirik G. and Richter, Rudolf, 2000: *Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*. 中译本, 上海三联书店、上海人民出版社, 2006。
 11. Hahn, Frank H., 1973: *On the Notion of Equilibrium in Economics*. An Inaugural Lecture. Cambridge University Press.
 12. Hahn, Frank H., 1982: *Money and Inflation*. Oxford: Blackwell.
 13. Harris, Laurence, 1981: *Monetary Theory*. McGraw-Hill Book Company.
 14. Hicks, J. R., 1939: *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*. Oxford University Press.
 15. Hicks, J. R., 1967: *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford: Clarendon Press.
 16. Hicks, J. R., 1969: *A Theory of Economics History*. Clarendon Press.
 17. Hicks, J. R., 1977: *Economic Perspectives*. Oxford University Press.
 18. Hodgson, Geoffrey M. 1999: *Evolution and Institutions: On Evolutionary Economics and the Evolution of Economics*. 1st Ed. Elsevier Inc. pp.23-46.
 19. Horwitz, Steven, 1992: *Monetary Evolution, Free Banking, and Economic Order*, Boulder, CO: Westview Press.
 20. Keynes, John Maynard, 1930: *A Treatise on Money. Vol. I: The Pure Theory of Money*. As Reprinted in Keynes, Collected Writings, Vol.V. London: Macmillan & Co., 1971.
 21. Keynes, John Maynard, 1936: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan & Co., London.
 22. Lewis, Mervyn K. and Mizen, Paul D., 2000: *Monetary Economics*. Oxford University Press.
 23. Menger, Carl, 1871: *Principles of Economics*, Translated by Dingmull, J. and Hoselitz, B. F. with an Introduction by Hayek, F. A., New York and London: New York University Press, 1981.
 24. Menger, Carl, 1883: *Problems of economics and Sociology*, Translated by Nock, F. J., edited and with an Introduction by Schneider, L., Urbana: University of Illinois Press, 1963. Reprinted as *Investigations into the Method of the Social Sciences with Special Reference to Economics with a New Introduction* by White, L. H., New York and London: New York University Press, 1985.
 25. Mill, J. S., 1857: *Principles of Economics*. 4th ed. London: Parker.
 26. Morgan, Brian, 1978: *Monetarists and Keynesians: Their Contribution to Monetary Theory*. The Macmillan Press Ltd.
 27. Niehans, J., 1971: *Money and Barter in General Equilibrium with Transaction Costs*. American Economic Review, 61(December): 773-783.
 28. Niehans, J., 1978: *The Theory of Money*. Baltimore and London: Johns Hopkins University Press.
 29. Ostroy J. M., 1973: *The Informational Efficiency of Monetary Exchange*. American Economic Review, 63: 597-610.
 30. Ostroy J. M. and R. M. Starr, 1990, *Transaction function of money*, Friedman, ed. By Benjamin M. and Hahn, Frank H., 1990: *Handbook of Monetary Economics*, Volume 1. Elsevier Science B.V.
 31. Patinkin, D., 1965: *Money, Interest and Prices*. New York: Harper and Row.
 32. Schumpeter, Joseph A. 1954: *History of Economic Analysis*. vol III, Oxford University Press, Inc.

33. Snowdon, Brian and Vane Howard R., 2005: *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*. Edward Elgar Publishing Ltd.
34. Tobin, J. 1956: *The Interest-Elasticity of Transaction Demand for Cash*. *Review of Economics and Statistics* 38: 241-247.
35. Vaugan, Karen I., 1987: *Menger, Carl, The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Edited by John Eatwell, Murray Milgate, and Peter Newman. Volume3, K to P.
36. Wagner, Richard E. 1999: *Carl Menger. The Elgar Companion to Law and Economics*, ed. By Juergen G. Banckhaus. Cheltenham, UK: Edward Elgar. pp.412-419.
37. White, Lawrence H., 1999: *The Theory of Monetary Institutions*, 中译本, 中国人民大学出版社, 2004。
38. 摩根 (Morgan, Brian), 1981: 《约翰·希克斯对经济理论的贡献》, 载 *Twelve Contemporary Economists*. Edited by Shackleton, J. R. and Locksley, Gareth. The Macmillan Press Ltd. 中译本, 商务印书馆, 1999。
39. 王志伟, 1996: 《希克斯经济思想研究》, 北京大学出版社。

Origin of the Institutional Finance: From Menger to Clower

By reviewing the early theories of money and finance that concern institutional factor, the paper intends to explore the theoretical origin of institutional finance. In response to the reconsideration of those fundamental assumptions in neoclassical finance and their resultant theoretical dilemma, it's feasible to state that the Walras equilibrium framework is not qualified to function as the basis of money and finance, which, as a result, gives rise to the institutional analysis. The second part is about revisions and evaluations of the related classical theories that play an enlightening and essential role in the development of the basic analytical framework of institutional finance, with highlights on Menger's money evolutionary paradigm and its institutional implications; Hicks' money theory of trade cost and evolution of financial institution; Clower's efforts to construct the microeconomic foundation of money theory and to establish the logical connection between neoclassical finance and institutional finance; Niehans' additions to and expansion of Clower's theory, etc.

资产证券化是中国资本市场深化的强大推动力

涂永红 张强*

摘要：国际金融危机爆发以来，国内外经济金融形势发生了许多新变化，中国资本市场面临巨大的挑战。本文分析了中国资本市场存在的主要缺陷。我们对资产证券化的功能进行的深入研究表明，在增加市场供给与需求，解决新兴加转轨矛盾，强化微观和宏观金融功能，提高金融效率与稳定，拓展市场的广度和深度等方面，资产证券化无疑将是中国资本市场深化的最重要的推进器。

关键词：资产证券化 资本市场深化 推动力

Promotional effect of Asset Securitization for China's capital market development

Tu Yonghong Zhang Qiang

Abstract: Since the international financial crisis, the economic and financial situation both at home and abroad has many new changes and there are huge challenges for China capital market. This paper analyzes the main defects of China capital market. Our in-deep study on the function of asset securitization shows asset securitization will undoubtedly be the most important impetus for the deepening of China capital market, which will result in increasing both supply and demand, resolving the conflicts of emerging markets in a transitional economy, strengthening capital market function, completing financial efficiency and stability, and expanding the breadth and depth of capital market, etc.

Keywords: Asset securitization, Deepening of capital market, Impetus.

* 基金项目：北京市哲学社会科学“十一五”规划项目（09ZDA05）。作者简介：涂永红，博士，中国人民大学财政金融学院教授；张强，博士研究生，中国人民大学财政金融学院。
论文联系：涂永红（tuyh1966@ruc.edu.cn），北京市海淀区中国人民大学财政金融学院，邮编：100872。

一、引言

2005 年以来,中国资本市场进行了一系列基础改革,例如,成功完成股权分置改革,相继推出创业板、融资融券和股指期货等新产品。引入国债买断式回购和远期交易,中央债券综合业务系统接入中国人民银行支付系统,企业债券发行由审批制转向核准制,资本市场迅速成长,截止 2010 年 9 月,中国股市、债市规模分别超过 25、20 万亿元,跃居世界第三位。与此同时,资本市场在经济发展中的地位不断提升,从经济形势的“晴雨表”转变为国民经济的“发动机”。

进入后金融危机时代,国际和国内的经济形势都发生了许多新的变化。国际方面,国际金融体系正进行重大变革;美元的霸权地位受到削弱,多极化国际货币体系正在形成;美国新的金融监管法案和巴塞尔协议III的推出;国际金融去杠杆化的趋势不可阻挡。国内方面,中国正在加速转变经济增长模式,由原来的投资、出口拉动型向需求、投资、出口共同推动型转变,促进产业升级和培育自主创新能力,开始实施人民币国际化与国际金融中心战略。

这些新趋势客观上要求中国资本市场进行战略转型,以确保中国实现经济增长模式转型、金融体系稳定以及人民币国际化战略目标。认清我国资本市场存在的问题,寻找推动资本市场实现战略转型的最有效途径,已成为当前金融界一个重大的研究课题。为此,本文首先总结分析了资本市场存在的主要问题,然后简要考察美国资本市场中资产证券化的发展现况,最后,结合中国资本市场发展战略,对资产证券化的功能进行深入研究,我们的结论是,在增加市场供给与需求,解决新兴加转轨矛盾,提高效率与保持稳定,拓展市场的广度和深度等方面,资产证券化无疑将是中国资本市场深化的最重要的推进器。

二、文献综述

检索研究资产证券化在中国资本市场中的作用的文献,主要以微观分析为主。国内较早研究资产证券化对中国资本市场影响的是陈汉利(2001),他认为资产证券化可以多元化我国资本市场上的融资工具,增加直接融资的比重,改变我国融资结构。胡旭阳(2003)指出积极发展资产证券化,增加资产支持证券可丰富我国资本市场的层次结构,使我国资本市场结构趋于均衡。朱幼平(2004)指出信贷资产证券化需要多种类型机构和多种制度组合运用,因而可以大大提高资本市场的制度化、规范化水平。黄晓卫(2005)认为资产证券化可以提高金融机构资产流动性和资金供给效率,同时也给投资者提供了新的投融资渠道,促进了金融市场结构的不断均衡和优化。赵二宏(2006)认为从微观层面通过引进盈利性、可控性和透明性良好的证券化证券,可以更有效地提高中国资本市场的效率。李嘉焱、陶长高(2006)认为资产证券化是银行与资本市场的纽带,大力发展资产证券化可以使银行与资本市场互相促进发展。唐文进(2006)指出资产证券化在创造金融工具,改变资本市场结构不平衡的现状外,还可降低我国金融市场的系统性风险,改善我国资本市场的制

度环境。王玮等人(2006)和孙蔚(2008)从货币市场和资本市场对接机制的角度,提出发展资产证券化有助于建立两个市场的有效联系渠道,从而提高金融市场化程度,提升我国金融体系的竞争力。杨凯生(2007)也认为资产证券化可以有效增加市场上的投资品种,有利于提高资本市场的运作效率,从而指出发展资产证券化能够加速我国利率市场化进程,为培育机构投资者和促进各类市场中介机构的成熟创造市场环境。孟艳(2007)则从资本市场参与者的角度分析,认为资产证券化有望让发起人、金融中介机构、投资者均从中获益,他们在利益驱动下的理性行为又会反过来推动市场规模的不断壮大,对整个资本市场的发展带来益处。刘浩洋(2007)指出资产证券化还能促进资本市场的现代化和加快与国际资本市场的接轨。刘光旭(2008)从融资者和投资者的角度,来分析资产证券化的作用。指出资产证券化有助于提高金融市场融资效率,会对经济增长和国民财富的积累起到积极作用。吕超等(2010)认为资产证券化有利于提高资本市场规模,提供新的储蓄替代性工具和搭建货币市场和资本市场沟通的桥梁。闻涛(2010)认为可以利用资产证券化化解日益增加的地方融资平台风险,减小资本市场的风险。总结这些观点,多是从产品供给、市场参与主体、资本市场结构等来进行分析,的确抓住了我国资本市场内部的矛盾和不足。

从宏观角度来分析资产证券化对中国资本市场影响的文献相对较少。且多是从更为宽泛的金融市场、金融稳定着手。姜建清(2004)认为,通过资产证券化,可以将风险转移给那些数目众多的愿意和能够承担风险的社会个体,从而很好的配置风险,降低整个金融体系的系统性风险。沈炳熙(2006)从货币政策、信贷政策、金融稳定和金融市场发展四方面分析资产证券化对市场的影响,认为推进资产证券化会对我国金融改革产生极为积极的影响。许荣(2007)从微观金融效率和宏观金融稳定的对比视角构建理论框架,认为在法规配套、监管得力的基础上,资产证券化有助于金融体系的稳定。葛奇(2008)认为,证券化避免风险过于集中在具有系统特性的大型银行,使得资本市场分散风险的功能得到充分发挥,大大减少了金融系统风险发生的概率,提高了金融系统的稳定性。祁斌(2008)认为,现代金融体系是围绕资本市场建立起来的,所有国家崛起过程当中,都必须把资本市场做的很强大,而资产证券化是推动资本市场大发展的一个最为关键的因素。吴晓求、李风云(2009)认为资产证券化可以协调好经济发展模式与市场主导型的基本金融体系的关系。涂永红(2009)肯定了资产证券化对华尔街以及美国金融霸权的作用,认为中国可利用资产证券化来抢占在国际金融市场上的话语权。从这些观点可看出,学界对资产证券化对于资本市场的宏观影响不够重视,分析并不够具体和透彻,且没有与当前最新的国内外形势紧密结合。

综合现有的各种宏微观研究成果,多围绕资产证券化微观功能分析,偏重于风险管理、风险防范。因此,本论文将侧重于从发展的角度,立足于提高国际金融竞争力,围绕着经济转型和人民币国际化等现实重大战略问题展开具体的分析。

三、中国资本市场的主要缺陷

中国资本市场用了 20 年的时间走过了发达资本主义国家近百年所走过的路程。由于严重受制于自身体系结构失衡的约束，当前资本市场存在以下发展瓶颈。

3.1 市场供需不足

供给方面，结构有待于优化。我国资本市场整体规模仍偏小，直接融资比例较低，股票市场和债券市场的比例失衡。2009 年中国资本市场总额占金融总资产的比例虽然快速提高至 35%（图 1），但与其他发达国家相比仍然处于较低水平，资本市场整体规模偏小。我国金融体系以银行为核心，企业融资严重依赖银行贷款，直接融资比例较低（图 2），至 2009 年直接融资额与同期银行贷款增加额之比仅为 20.6%。2009 年底，我国债券市场资产总量为 13.3 万亿元，仅相当于当年的 GDP 的 39%，结构失衡问题非常突出。央行票据、国债和政策性金融债占据主要地位，三者合计发行量占总发行量的 76%，企业债规模较小，市场份额仅为 18%。从发行期限来看，短期债券发行规模最大，约占 60%，中长期债券发行量较小（表 1）；从风险结构来看，中等风险债券所占比重较少，无法满足投资者对中等风险债券的需求。同债券市场不足一样，商品期货和金融期货市场也有待大力发展。期货市场规模较小，品种创新不足、结构简单，中介机构整体实力不高，金融衍生品市场还未真正形成。

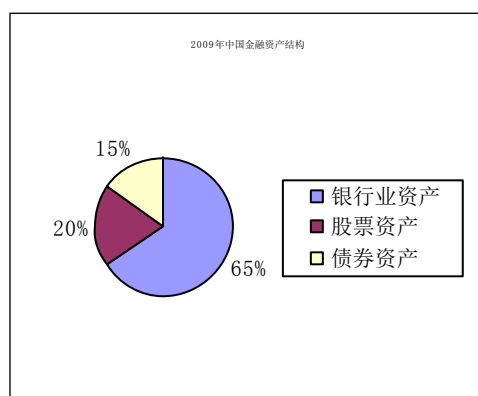


图 1 2009 年中国金融资产结构构成图

数据来源：<http://www.chinabond.com.cn>

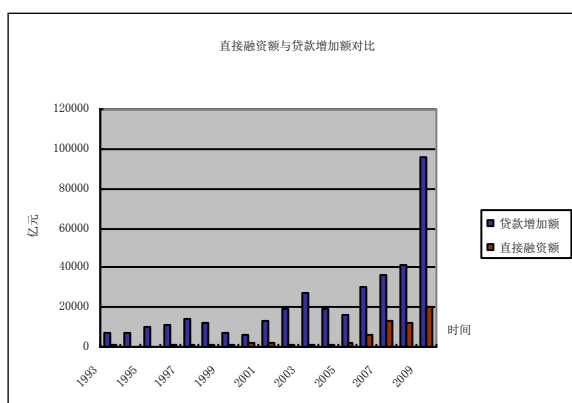


图 2 直接融资额与贷款增加额对比图

数据来源：中经网统计数据库

表 1 2009 年各期限债券发行量

期限	1 年以下	1-3 年	3-5 年	5-7 年	7-10 年	10 年以上
发行量（亿元）	51,111.00	10,027.93	7,946.95	5,519.75	7,239.13	4,629.95
所占比重（%）	59.11%	11.60%	9.19%	6.38%	8.37%	5.35%

数据来源：中国债券信息网（<http://www.chinabond.com.cn>）

需求方面, 各类投资者结构不合理。个人投资者尤其是中小投资者比例偏高, 他们以短线投资为主, 交易频繁, 换手率较高, 持有时间较短难以成为长线投资者。以 A 股市场为例, 2009 年末持有 A 股市值在 100 万元以下的个人投资者的持股账户数量为总数的 98.9% (表 2), 中小投资者占主导地位。机构投资者整体规模偏小, 2008 年沪市机构投资者交易占比为 16.79%, 持股市值占比为 57.76%。机构投资者持有时间较短, 交易比较频繁, 短期投资行为比较明显。以证券投资基金为代表的大部分机构投资者在投资理念、投资标的等方面明显雷同, 不利于资本市场的长期健康发展。保险公司、社保基金、企业年金和证券公司等其他类型机构投资者参与市场不足。保险资金受制于法规的约束投资于资本市场的资金规模和养老金制度滞后等一系列原因, 使得资本市场缺乏最主要的长期机构投资者。

表 2 2009 年末 A 股账户市值分布表

已上市期末 A 股流通市值	1 万以下	1-10 万	10-50 万	50-100 万	100-500 万	500-1000 万	1000 万以上
账户数	15613802	26227865	6899047	833778	498631	37229	18468
比重	31.15%	52.32%	13.76%	1.66%	0.99%	0.07%	0.04%

数据来源: 2009 年中国证券登记结算统计年鉴

3.2 创新不足

在股权分置改革之后, 中国资本市场逐渐推出创业板、股指期货、融资融券、国债买断式回购和远期交易、整合债券支付系统等制度, 对资本市场发展起着一定的作用。但是这些只是改良性创新, 难以推动资本市场长远的跨越式发展。只有深层次的创新才能满足中国资本市场上不同层次的投融资需求。由于资本市场创新深度不够, 制度不合理, 缺乏配套产品支持, 很多产品如权证、ETF、QDII、资产证券化产品和股指期货等由追捧陷入冷清的境况。随着中国越来越融入世界经济体系并逐渐提高话语权, 资本市场创新的国际化视野凸显不足, 需要重新思考突破。总的来看, 中国资本市场在产品创新、法规和会计制度创新、监管创新等都明显不足, 创新活动受到压抑, 滞后于实体经济的高速发展, 严重制约了市场竞争力的提升。

3.3 上市公司结构不合理

在现有上市公司里, 国有企业比重大, 非国有企业比重小; 国有控股上市公司多, 企业整体上市公司少; 大中型企业比重大, 小企业比重小; 传统产业上市公司多, 高新技术产业上市公司少。在沪深两市 2000 多家上市公司中, 通过直接上市和买壳上市的民营企业所占比例只有 16%左右; 行业分布存在较大缺陷, 传统产业的上市公司数量太多, 85%的上市公司集中在竞争性领域。上市公司结构不合理, 还体现在公司自身股权结构不合理。国家股、法人股等过于集中而导致的“一股独大”现象仍旧存在; 随着非流通股的陆续解

禁，流通股的比例虽然有所提高，但仍然较低且过于分散于个人投资者手中；上市公司的最大股东绝大多数是控股公司而非自然人。这些就容易形成机构大户操纵市场的局面，由市场所决定的资产兼并重组就不可能发生，投机成为市场参与者的最优选择。

3.4 多层次的资本市场体系尚不健全

我国目前的资本市场体系主要包括股票市场和债券市场。股市方面涵盖了沪市为主的主板市场，以深市为主的中小企业板，以及创业板。而交易非上市公司股权及从上一层级退市的公司股票的三板市场还未真正建立起来。虽然近年来债券市场规模迅速扩大，但这主要体现在国债、中央银行票据和政策性银行金融债券等政府信用产品方面，非政府信用产品规模较小。发行主体的单一，交易品种的缺乏，使得债券并没有真正发挥出改善广大企业融资结构和完善公司治理结构的作用。除此之外，全国性的 OTC 和地方性的产权交易市场还远未能建立起来。由于多层次市场体系未能建立起来，信息传递不畅通，成本过高，不利于供需双方达成交易，很多中小型及初创型企业难以得到高质量的全方位融资服务甚至根本被排斥在市场之外。随着中国经济实力的增长、对外开放深度的加深和人民币国际化的稳步进展，中国资本市场必然要与世界金融市场接轨，迫切需要建立好国际板，改善投资结构，提高国际竞争力和维护国家金融安全。另外，对比国外成熟市场十分复杂的金融中介体系，我国资本市场中介机构构成单薄，在金融服务链条中诸如信用评级公司、SPV 等都没有真正建立起来。

3.5 监管制度和体系有待完善

一个健全的资本市场必然要求一个高效运行的监管体系。而我国资本市场的特征是新兴加转轨，存在很多体制性问题，面临着不断迅速变化的国内外环境，只能通过法律法规的调整、补充和完善来加以解决。我国资本市场的整个监管流程包括：市场准入和发行机制、信息披露机制、市场退出机制等。这些环节在不同程度上都存在不完善的问题。一些业绩好、经营管理水平高的企业很难迈进股票市场和债券市场的人门。在信息披露机制方面，流于形式。使得理性分析工具对中国的资本市场作用不大，造成了投资者对信息披露的漠视，从而影响了股票市场和债券市场的定价效率。在股市退出机制方面，退市惩罚对违规公司相对较宽松，退市机制的标准设置缺乏具体、操作性强的细则，退市公司出现了“区别对待”现象，市场监管的权威性受到一定质疑。在监管体制上，过于依赖行政监管的局面导致了“政策市”，监管效率已明显不能适应资本市场战略发展的要求。一行三会的分业监管模式导致的多头管理，越来越难以适应现代金融发展的趋势，监管机构之间需要加强协调。金融危机后，使得人们对监管的认识有所加深，但是制度上仍旧没有本质改变。

综上所述，中国资本市场最大的缺陷在于债券市场不发达，债券市场规模偏小而且结构不合理使得融资多元化受阻，产业难以转型，金融体系欠缺强大的国际竞争力。

四、利用资产证券化推动中国资本市场发展

资产证券化本质是通过风险定价和转移技术实现现代金融体系风险配置的工具，它通过出售未来可回收的现金流、发行证券出售资产而获得融资。其核心是对资产的收益和风险要素进行分离和重组。资产证券化的基本功能在于增加流动性，分散风险，减少机构的监管成本，降低融资阻力。资产证券化不仅为流动性缺乏的基础资产提供了有效的融资渠道，而且通过风险隔离、分层设计技术，可以满足不同风险偏好的投资者的需求，扩大资金来源渠道。针对中国资本市场目前存在的缺陷，资产证券化以其独特的功能和优势可以成为发展完善我国资本市场的最有效途径。

4.1 增加供给与需求

正如之前分析，中国资本市场存在着供需不足，供需结构不合理的矛盾。在规模较小的资本市场里，间接融资占绝对优势，直接融资相对滞后。在直接融资中，债券占比过低。而在各类债券中，国债、金融债和企业债占据绝对地位，公司债和资产证券化债券却处于可有可无的境地。这种严重的供给不足和结构失衡，限制了资本市场资金融通的能力，束缚了资本市场扩张。资产证券化可以从市场供给和需求两方面来解决资本市场的困境，推动资本市场做大做强。

资产证券化所产生的产品——资产支持证券，既不同于股票，又不同于一般的债券。这种新的金融产品，它不是基于发行者的信用，而是基于特定资产池所产生的收益或者说现金流，而这种现金流是稳定而且大体确定的，因而资产支持证券的风险要比股票小，是一种次高风险高收益的金融产品，是介于股票和一般债券两者中间的一种金融产品。运用资产证券化技术，发行人能够对基础资产的现金流进行灵活分割，根据投资者需求发行不同期限、不同风险等级的产品，分别满足投资者不同的风险偏好需求。对于资本市场来说，产品的多样化是十分必要的，它可以使投资者有更多的选择，可以使更多的资金进入金融市场，也可以使筹资者有更多的融资工具，满足不同的筹资需求。

资产证券化的发展，可以大大拓展资本市场的应用平台和市场规模。从供给方来说，那些不适合发行股票或其他常规债券的机构可以采用资产证券化方式进行筹资，将资金从盈余方筹措过来，在资金保值和增值的同时实现资本增值。而从需求方（投资方）来说，可以根据其风险偏好，选择合理的资产组合，通过风险收益相匹配的原则，在为实体经济提供资金支持的同时，分散了风险，分享经济增长的财富效应，实现了包容性增长。

就我国目前的资本市场供需状况来看，大量的存量资本呆滞化，亟需盘活。国有企业、地方政府、金融机构和中小型企业都有着资产证券化的潜在需求，部分实体需求还很强烈，迫切需要把这些融资的需求转化成资本市场上对资产证券化的供给。华尔街有句名言：“只要一种资产能够产生稳定的现金流，就可以将它证券化”。在美国，甚至出现版权专利作为基础资产的“知识证券化”。就我国实际经济状况及前期试点实践来看，房地产（按揭贷款等，REITS 等）、电力、基础设施（城镇化）、交通、教育、商业票据、消费信贷、信用卡

等一大批行业都可以证券化，为资本市场提供大量的证券供给。其中银行贷款规模持续大幅增长，而不良率又始终保持在较低的水平，这使得它始终是资产证券化基础资产重要的来源。以住房贷款为例，美国在金融危机前十年一直保持 10% 的平均增长率，它为房贷的资产证券化提供了良好的基础资产（见图 3）。而同期中国的住房贷款平均增长率超过 25%，完全可以作为资产证券化未来开发的核心。

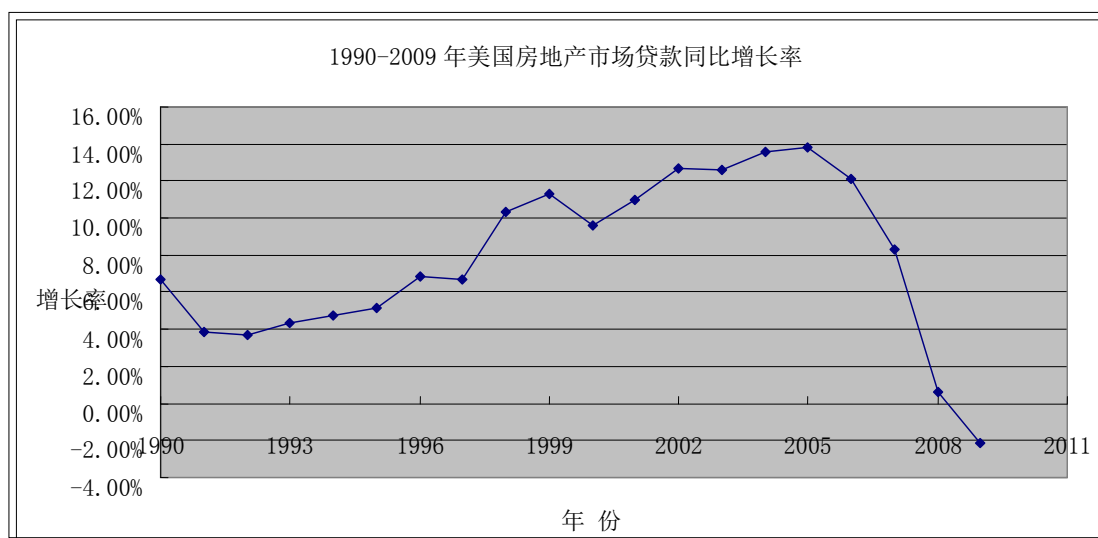


图 3 1990-2009 年美国房地产市场贷款同比增长率

数据来源：美国财政部、联邦机构和路透社

从资产证券化的需求方来说，保险公司、企业年金、基金公司等机构投资者有拓展多元化投资渠道和分散风险的需求，而个人机构投资者潜力巨大，一直居高不下的储蓄率和房地产市场的火热显示民间投资需求旺盛。资产证券化的发展会调节供求供需双方，改善供求结构失衡，使得中国资本市场良性加速发展。

4.2 解决新兴加转轨的矛盾

中国资本市场经过 20 年的发展，仍然发育不成熟，“新兴”表现在：功能不健全，资本约束不到位，市场约束机制不健全，法律制度、信用体系和监管不完善；市场层次不够多，市场之间远未达到无缝链接；市场股权结构特殊，机构投资者比例偏低，市场股权债权文化亟待培育；上市公司质量整体不高，信息披露不充分，内幕交易与违法违规行为较为严重；投资者风险意识淡薄，炒作氛围浓厚。伴随着我国经济的持续高速增长，市场硬件基础得到夯实，但是制度不完善，效率落后。因此，中国资本市场需要“转轨”，完善基础制度，在发行、交易、监管等层面上进行全面改革。同时，转轨过程中需要政治、司法、新闻等方面制度的全方位配合。

对于这些“新兴加转轨”的阶段特征，资产证券化可以在一定范围内解决部分问题。资产证券化既可以部分解决“新兴”市场的不足，又可以承担一定的“转轨”任务。我国

资本市场“新兴”的本质在于资本市场功能有所错位，把国有企业的融资功能排在首位，资源配置和定价功能放在次要位置。在融资功能中，有悖于西方的“融资啄食”原则，首选股权融资、次选债务融资，这使得资本市场很难由新兴走向成熟。资产证券化的发展首先会改变融资结构，增加债券、资产支持证券的比重，促使市场层次更丰富。其次，在新的发展战略中，可以改变发起人多为银行的信贷资产证券化且主要在银行间市场交易的失衡局面，打破银行间市场与交易所市场之间的分割状态，逐步加大交易所债券市场的市场容量，吸引更多的投资者，使得资本市场可以吸纳更多的资金，使直接融资和间接融资得到了有机的结合，最终打破信贷市场和资本市场之间的分割。不仅如此，资产证券化还有利于促进金融市场其他各个子市场的相互连通和协调发展。安全性要求高的保险资金可以投资风险较小且收益性较好的资产支持证券，货币市场的短期资金也会认购资产支持证券。同时，保险资产本身也可作为基础资产，通过证券化发行后可以显著提高流动性。在资产支持证券交易流通时，也有一些资金从资本市场流向货币市场。这些资金的流通都使得金融体系更高效更健全。

资产证券化拥有一套完善的、要求严谨的标准流程，产品设计和发行过程中必须要严格遵循相关的法律法规、会计制度等，同时对信用体系也提出了很高的要求。因此，发展资产证券化会促使配套制度的改革进步。结果就会完善了资本化市场的法规体系，使得信息披露更加真实透明，市场约束机制得到加强。资产证券化的交易增加了市场的交易复杂性，对大宗交易和OTC市场提出了很高的要求，有利于做市商制度的推出和发展。资产证券化产品的期限和风险特征有利于减弱市场投机气氛，增加投资者的风险意识。在资产证券化有效改变市场环境过程中，必然会对监管提出了更高的要求，促使监管的改善。例如，银行间市场和交易所市场分别由银监会和证监会监管，这样的监管体系越来越不适应市场的发展变化，监管改革势在必行。另外，鉴于最新的巴塞尔协议iii的要求，会逼迫众多金融机构利用资产证券化等各种手段来完成内部管理机制转轨，来实现核心资本充足率的要求。

中国资本市场的转轨，需要从有效推动中国经济可持续发展和构建自主创新经济体系的战略高度去规划。资产证券化的盘活存量资产的金融功能有助于跨期和跨地域调整国内广阔市场里缺乏流动性的大量资产，为中小企业和经济不发达财政收入困难的地方政府筹措到所需资金。对于那些高新技术企业，低碳节能环保产业可以运用利用资产证券化来筹措长期资金，改变经济增长方式，调整产业结构。对于落后地区，可以通过资产证券化来解决交通、能源等基础设施建设问题，来实现区域经济振兴。

4.3 强化微观和宏观金融功能

资产证券化在中国资本市场的基本功能和作用可总结为微观市场功能和宏观经济绩效。微观市场功能是指针对于企业和地方政府，资产证券化能够节约企业成本，提高融资者等相关各方的经济效率，改善公司治理结构，处理银行、国有企业和地方政府的不良资产，盘活长期信贷、土地、房地产、基础设施等存量资产。而宏观经济绩效则表现为包括资本

市场在内的宏观金融稳定，保持市场流动性，转移配置风险，推动金融发展和提高货币政策效率。

中国资本市场的微观基础是各类企业、地方政府、金融机构和广大投资者。正如之前的分析，资产证券化的迅速发展可以为这些微观主体带来经济上的利益，反过来也会加快我国资产证券化业务的发展步伐。这种多方共赢的利益驱动会推动我国资本市场规模的不断壮大。

资产证券化过程中涉及到发起人、发行人（发行人和发起人可为同一人，多为受托机构）、贷款服务机构、资金保管机构、证券登记托管机构和其他提供服务的中介机构。资产证券化的发展强大必然要求突破既有的信托模式，其发行要求独立的 SPV 运作。SPV 的成立对于完善信托法律制度有着重大的意义。资产证券化相对于一般股票和债券，有着更为复杂的现金流和风险收益特征，有着更为复杂的利益关联，需要更为谨慎的会计处理，对相关机构的金融服务提出了更高的要求，有利于它们拓展业务和提升竞争力。

中介机构主要包括律师事务所、会计师事务所、担保人、信用增级方、信用评级机构以及投资银行（证券公司）。在发行操作中，中介机构的作用在于明确地识别交易中发起人（出售人）、发行人、服务方和投资者各方的职责及保护各方相对的现金权益。在发行后，中介机构还将继续对证券的信用和市场表现进行监控，以维护发行人和投资者的利益，保持市场稳定、灵活的运作。可见，中介服务机构对资产证券化业务和资本市场中的重要作用。而我国很多中介机构重发行上市，轻后续服务。在我国发展资产证券化，对这些中介机构提出了更高的要求，促使它们迅速提升自身应对复杂产品的竞争实力，更会促使业务创新和法规制度的突破，对法律制度和会计制度、担保制度、市场交易制度（做市商和二级市场）产生重要的推动作用。在我国由金融大国走向金融强国中，其重要一步就是必须要在中介市场中通过市场竞争形成具有全球影响力的大型综合金融集团、证券公司、具有全球公信力的评级公司等。没有资产证券化业务的充分发展，很难想象会形成这些具有全球竞争力，在全球金融市场中拥有很大影响力的金融公司。以信用评级公司为例，全球市场被三大评级公司所垄断，国内本土信用评级公司在夹缝中艰难求生，而资产证券化则为它们提供做大做强机会。

而就宏观方面来说，资产证券化对资本市场发展的影响在于其改变了资本市场体系结构，改变了资本市场与银行信贷市场、货币市场等其他金融市场的规模、效率对比。资产证券化打通了资本市场和银行信贷市场、货币市场的壁垒，改变了投融资方式，资金在金融系统内的流动渠道更多元，信息传输更为复杂，形成了统一的利率，市场效率得到提高，使得资本市场在金融系统的核心作用更为突出，能应付外界的各种刺激干扰，弹性更强。在资本市场自身体系内，它改变了股票市场、债券市场、保险市场、信托市场等的实力分布对比。资产证券化把股票市场、债券市场和保险市场紧密连接起来，使得市场对利率的反应更加灵敏，市场的结构得到优化，市场深度得到加强。由于资产证券化业务拓展了资本市场的边界，吸纳了外国资产和外国投资者，利用离岸资产证券化等在全球范围内配置

资源,配合 QFII 和未来的国际板等其他方式,使得资本市场应对国际金融资本挑战的能力更强。

资产证券化使得我国资本市场上的资产价格波动更为平稳,缓冲国有大型银行积聚的巨大风险对资本市场的冲击,有助于资本市场的稳定。资产证券化促使资本市场达到了强市场阶段的要求,约束企业融资的信用、风险、渠道、流动性等限制在一定程度上得到缓解,金融工具之间的竞争降低了金融市场的交易成本和资金价格以及各种费用,完善了金融工具的价格结构,从而可以使我国资本市场乃至整个金融市场配置资源的效率得到提高,加速金融市场深化的改革进程。

4.4 提高效率与保持稳定

资产证券化对资本市场的影响可分为效率与稳定两方面,在资产证券化发展初期即资本市场还未成熟之时,两者更多的表现为和谐统一(在成熟资本市场,两者存在着一定矛盾)。资本市场的乏力,往往源于其分散风险功能的失效和市场缺乏稳定。

先看效率,我国金融体系中银行占据核心垄断地位,经济中风险性的融资行为主要通过银行体系而完成而非资本市场完成。风险与收益的错配,使得不良贷款要比公开的高很多,低效率甚至作为我国金融体系的系统性特征存在。通过资产证券化,大力发展资本市场(主要为债券市场),使得超出银行体系资源配置能力的货币资产向金融资产转化,将缺乏流动性的存量资产以证券的形式实现流动,并以金融资产的异质性向整个市场分散风险,实现风险与收益的对称,从而有效引导资源的配置,实现市场结构转变的帕累托改进,资本市场获得了规模发展空间。资产证券化改变了资本市场内部的结构,信息更加对称,资金流向更透明,定价和配置效率更高,市场变得更加完备而高效。资产证券化可以调整存量资源、促使风险分散和流动,使得实体经济增长所带来的金融财富被更广大的真正投资者所享用,提高社会福利水平。而存量资源调整、风险流动和分散、经济增长的财富分享机制正是资本市场具有深厚生命力和强大竞争力的三大原动力,中国资本市场因此将变得更加高效,逐渐成为中国现代金融体系的核心。

资产证券化与金融稳定有着天然的密切关系。资产证券化既是一种融资的有效方式,也是一种分散风险的好手段。资产证券化还可以为资本市场里的企业提供两项好处:一是有助于解决其资产负债期限结构不相匹配的问题,二是有助于提高其资本充足率,比如人寿保险公司就可以利用资产证券化完善自己的资本结构,从而使得市场更加高效与稳定。资产证券化通过有效的风险隔离、缓释和释放机制,避免资本市场系统性风险的不断积聚和最终的爆发。资产证券化通过特定的技术使得信息披露更加透明,风险敞口更加合理,促使资本市场在发挥其最大功能的同时,将风险限制在可控范围之内,实现资本市场的稳定。在我国资产证券化实践中,依据“分类实施、分层推进、分步达标”的原则推行最新的巴塞尔协议iii,会使得金融体系更加稳定。

我国资本市场功能长期错位,在政府主导下,融资功能显著大于资源配置功能、风险分散功能和定价功能。而资产证券化业务中,这些功能并驾齐驱,互相配合。这就使得资

产证券化业务的开展有助于扭转既有的功能错位，可以充分减少我国金融机构的信用风险、利率风险、提前偿还风险和流动性风险等系统性风险，使得资产的市场价格与风险真正相符，使得资本市场回归理性。我国资本市场结构失衡，股权市场大于债权市场，债权市场中国债金融债占据绝对比例，公司债和其他债券微乎其微。亚洲开发银行的一项研究表明，缺乏一个完善的债券市场，尤其是企业债券市场是造成东南亚金融危机的重要原因之一，并且是关系到危机后金融体系稳定的关键因素。资产证券化的推广开展会改变我国这种先天失调的局面，减少我国股票市场上的投机因素和与之相关的风险，给资本市场和整个金融体系带来稳定。

4.5 拓展市场广度和深度

我国资本市场相对于成熟市场，直接表现为规模不够大，多层次体系未能搭建起来，广度和深度都不够。观察英美等国由金融大国迈向金融强国的过程中，最显著的特征便是证券化金融资产迅速膨胀。金融大国拓展资本市场最好的手段便是增加融资渠道和来源，丰富市场体系。但是一直以来我国拓展资本市场的规模主要依靠增量融资。从沪深股市的建立到中小企业板、创业板的推出，股权分置的改革到融资融券和股指期货的推出，其间穿插着很多的发行制度、交易制度、监管制度的改革，这些改革主要着眼于增量融资。虽然，我国实体经济的高速增长和高额的储蓄率还可以支持这种量的增长，但是从长期来看，这种欠缺“质”的增长是不能持久的。长期的一味增量积累，使得资本市场体系内聚集很多风险，大量存量资产沉淀积滞，这些风险反过来也会影响资本市场的资金吞吐能力。

资产证券化有助于解决资本市场目前的困境。在广度方面，资产证券化是符合我国经济发展需要的金融衍生产品。13 亿人口及城市化所支撑的房地产市场、消费品市场，为资产证券化提供了非常坚实的后盾，也为中国建设全球规模最大的固定收益市场构筑了光明的前景。以发展资产证券化为契机，可推进债券市场建设，优化和改善债券市场结构，逐步形成有效的市场定价和风险管理机制。推行资产证券化，会进一步促使我国上市银行参与交易所债券市场交易，推进建立集中监管、统一互联的债券市场体系，使得债券市场在资本市场的比重尽快提高，整体规模也迅速增长。资产证券化的发行交易，可推动银行间市场和交易所市场之间的统一，拓展二级市场和场外市场，增强资本市场市场的整体包容能力，扩大市场覆盖面，更好地满足经济社会多元化的投融资需求。

在深度方面，资产证券化的推广应用，有利于深化债券发行体制改革，让债券供给更加灵活和多元化，完善债券上市后的后续服务跟进。资产证券化的发展，有利于优化产品创新机制，紧密结合实体经济发展需要与市场自身发展需要。推进资产证券化有利于完善以风险控制为前提、以市场为导向、以需求为动力的产品和业务创新，能够充分发挥市场机制和中介机构在市场筛选、定价、调节供求等方面的作用，最终形成既有利于监管到位，又充满活力、富有效率的市场局面。资产证券化的交易，有利于打破市场分割，增强了相关市场之间的关联度和联动性。有利于推出做市商制度，促进二级市场的活跃，增加流动性，形成长久持续的市场需求力量，减少市场的投机气氛。这样真正形成既有利于保护投

投资者特别是中小投资者合法权益，又有利于提高融资效率，支持企业发展的机制。资产证券化还通过离岸资产证券化等吞吐外资，缓冲和抵御热钱冲击，既增加了市场广度又增加深度，

总之，资产证券化有助于我国资本市场围绕“扩内需、转方式、调结构”这一主线进行自身建设，拓展广度，增加深度，提高资本市场服务社会经济发展全局的能力，为资本市场推动金融强国的实现提供深厚的市场基础。

五、结论和建议

资产证券化对于中国资本市场具有全方位的推动作用,主要体现在 5 个方面：增加供给与需求，解决新兴加转轨的矛盾，强化微观和宏观金融功能，提高效率与保持稳定，拓展市场的广度和深度。

从本质上说，如果金融制度是一种供给，那么实体经济决定的经济结构就是一种需求。金融制度必须要与经济结构决定的金融需求相适应。金融制度演进的核心标志就是金融功能的升级。我国目前经济持续高速增长，国民收入已跃居全球第二位，“中国制造”正在向“中国创造”转变，迫切需要资本市场发挥“发动机”的推进作用。资产证券化全面开展将会促使中国资本市场产生具有历史里程碑意义的重大升级，使得资本市场马力更足。

当然，任何事物都有两面性，资产证券化也有很多负面作用。比如造成企业（包括金融企业）过分依赖于资本市场，制造虚拟的财富效应，导致虚拟经济与实体经济的失衡。在实际操作过程中，因投资者对投资工具风险认识的缺乏，中介机构对风险评估的忽视或自身利益的考量，监管机构对风险堆积蔓延的放任会产生一系列评级风险、道德风险和监管风险等风险。在肯定这些风险客观存在的同时，不能因噎废食，应该认识到我国资本市场处于“新兴加转轨”阶段，还远没有达到发达成熟的程度，因此发展资产证券化优点远大于缺点，拥有着很好的“后发优势”，可以大胆创新。

因此，我们建议，在我国资本市场中推进资产证券化时，需要注意以下几点：

第一，寻找符合市场供需的产品突破点，房地产按揭应该是最重要的基础资产，可进行多元化尝试。

第二，吸取美国的经验教训，谨慎开发过度复杂的资产证券化和再证券化，结构性债券结构应该简单明了。

第三，完善金融中介的市场竞争体系，通过市场竞争提升它们的实力，合理规范监管其市场行为。

第四，进行相关法律和会计制度的配套改革，加强整个社会信用文化氛围的建设，以配合资产证券化的推广。

第五，政府应该积极推动，而非任由已经扭曲的“市场”去推动，实行从机构监管到功能监管的转变，完善监管体系。

参考文献

1. Arvind Krishnamurthy,(2009),“Amplification Mechanisms in Liquidity Crises”, NBER Working Paper No. w15040.
2. Bervas A. (2008), “Financial Innovation and The Liquidity Frontier”, Banque de France, Financial Stability Review–Special issue on liquidity, No.11, February.
3. Randall S. Kroszner, (2009), "Making Markets More Robust", the Alvin Hansen Symposium: Reregulating the U.S. Financial Markets: What to Do When the Crisis is Over, Harvard University.
4. 陈汉利:《资产证券化及其对中国资本市场的影响》,《湖南行政学院学报》,2001 年第 2 期。
5. 葛奇:《次贷危机的成因、影响及对金融监管的启示》,《国际金融研究》,2008 年第 11 期。
6. 胡旭阳:《资产证券化与资本市场的均衡发展》,《浙江金融》,2003 年第 1 期。
7. 扈企平:《资产证券化理论与实务》,北京,中国人民大学出版社,2007 年 6 月。
8. 黄晓卫:《金融市场结构平衡与优化:资产证券化的创新》,《商业研究》,2005 年第 15 期。
9. 姜建清:《创新商业银行债券业务,推动中国债券市场发展——在“中国债券市场:机遇与挑战”国际研讨会上的演讲》,《中国城市金融》,2004 年第 1 期。
10. 李嘉焱、陶长高:《资本市场、资产证券化与我国银行经营》,《国际融资》,2006 年 11 期。
11. 刘光旭:《资产证券化对于银行业和资本市场的主要作用》,《商业文化》(学术版),2008 年第 2 期。
12. 刘浩洋:《资产证券化的必要性及可行性》,《黑龙江对外经贸》,2008 年第 1 期。
13. 吕超:《我国资产证券化问题与对策研究》,《绿色财会》,2010 年第 8 期。
14. 孟艳:《资产证券化:我国资本市场的发展方向》,《新金融》,2007 年第 8 期。
15. 祁斌:《全球视野下的资本市场与大国金融博弈》,《经济导刊》,2008 年第 3 期。
16. 尚福林:《从全球视野审视和推动中国资本市场改革发展》,《资本市场》,2008 年第 2 期。
17. 沈炳熙:《资产证券化与金融改革》,《金融研究》,2006 年第 6 期。
18. 孙蔚:《我国货币市场与资本市场关联性分析》,《甘肃科技纵横》,2008 年第 6 期。
19. 唐文进:《资产证券化与资本市场发展》,《武汉金融》,2006 年第 6 期。
20. 涂永红:《浴火重生—高盛》,北京,中国金融出版社,2009 年 8 月。
21. 王玮、张霞、张蕴:《分业体制下货币市场与资本市场的对接机制》,《山西财经大学学报》,2006 年第 1 期。
22. 闻涛:《利用资产证券化化解地方融资平台风险》,《证券时报》,2010 年 9 月 21 日。
23. 吴晓求:《全球金融变革中的中国金融与资本市场》,中国人民大学出版社,2010 年 6 月 1 日。
24. 许荣:《金融体系内风险转移及其对金融稳定性影响研究》,《经济理论与经济管理》,2007 年第 11 期。

25. 杨凯生:《资产证券化应继续推进》,《中国金融》,2008年第6期。
26. 赵二宏:《发展资产证券化,促进我国资本市场建设》,《金融经济》,2006年第2期。
27. 中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社,2008年3月1日。
28. 朱幼平:《我国开展资产证券化的必然性与路径选择》,《中国经济时报》,2004年6月11日。

（上接封二）

随后，胡锦涛同志来到新闻学院考察。新闻学院网真演播室里，一堂电视新闻直播节目采访课正在进行。学生们扮作嘉宾、主持人，在老师指导下模拟采访，学习现场采访、演播室访谈、演播室连线的方法和技巧。胡锦涛同志怀着浓厚兴趣观摩了课堂教学，他对在场的老师和学生们说：“现在各种新型传播手段的出现，给新闻工作带来许多新变化新挑战，同学们要认真研究信息化时代的新闻传播规律，努力掌握新闻工作的新知识、新本领，还要在实践中巩固学到的知识，不断完善和提高自己的。”

明德楼三层学术报告厅里，经济学院和财政金融学院老中青 10 多位教授围坐在一起，正热烈研讨当前宏观经济形势，讨论的议题包括当前中国宏观经济形势的分析与预测、中国宏观经济外部环境分析、中国经济结构调整与发展模式的转换。整合两个甚至多个院系的知名学者一起开展教授沙龙，研讨经济形势、判断经济走向、提出政策建议，是经济学院和财政金融学院定期举办的常规学术活动。

胡锦涛同志走进报告厅，认真听取了教授们关于宏观经济形势的判断和下一步发展趋势的研判，并同大家就经济形势、财政政策、宏观调控等问题一道研讨，他希望教授们继续加强研究，拿出更多高水平的研究成果，为中央科学决策提供参考。

胡锦涛同志走进法学院院史陈列室，仔细了解中国人民大学开展法学教育的历程。胡锦涛同志边走边看，高度评价法学院取得的成绩，勉励他们在建设社会主义法治国家进程中再立新功。

随后，胡锦涛同志看望了人民大学师生代表，希望大家努力把中国人民大学建设成“人民满意、世界一流”的高等学府，更好地为国家现代化建设服务。

胡锦涛同志还在中国人民大学世纪馆北大厅接见了全国教书育人楷模和教育系统抗震救灾先进集体、先进个人代表。

九月的人大校园绿意盎然、生机勃勃，闻讯赶来的师生在道路两旁热情欢迎、热烈鼓掌。

胡锦涛总书记的到来，在中国人民大学师生中引起强烈反响。广大师生一致认为，胡锦涛总书记在教师节前夕，在中国人民大学命名组建 60 周年之际，亲临学校考察并与师生交流，充分体现了党中央国务院对广大教育工作者，对中国人民大学的亲切关怀和高度肯定，不仅是对中国人民大学师生，也是在全国高校师生、对广大教育工作者的巨大鼓舞和激励。中国人民大学师生表示，一定要更加努力地学习和工作，将学校建成“人民满意、世界一流”大学，不辜负胡锦涛总书记的殷切期望。

历届诺贝尔经济学奖得主简介

——里奥尼德·赫维茨(Leonid Hurwicz)

里奥尼德·赫维茨教授是犹太人,1917年出生于波兰,他是明尼苏达大学经济学名誉教授。20多年以来,一直被提名为经济学诺贝尔奖候选人。一直没有获得。终于在2007年因为机制设计理论的提出获得诺贝尔经济学奖。

赫维茨在经济学理论方面进行了先锋性的探索,其主要研究领域包括机制和机构设计以及数理经济学。他曾于1990年由于“对现代分散分配机制的先锋性研究”获得美国国家科学奖。

赫维茨做了许多其它开创性的工作:上世纪40年代中后期对动态计量模型的识别问题作出了奠基性的工作;早在1947年就首先提出并定义了宏观经济学中的理性预期概念;赫维兹对如何从需求函数的存在来证明效用函数的存在这一可积性结果也作出了重要工作。其学术著作包括:著作:《设计中的经济机制》、《市场经济的缺陷与政府干预》等。

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载

地址:北京市海淀区中关村大街59号中国人民大学明德楼(主楼)0816室 邮编:100872

电话:(010) 82509290 网址:www.frc.com.cn

传真:(010) 82509289 E-mail: frc2000@sina.com

执行主编:瞿强