

简论货币、金融与资金的相互关系及政策内涵*

王国刚

[摘要]在市场经济运行中,货币、金融和资金的关系是最为常见也最为扑朔迷离的现象之一。本文认为,货币是一种经济机能,它以信用关系为基础以有效反映各种交易物品之间的比价关系为机制以媒介、实现和推进交易为基本功能,因此,不是某种物品或资产。金融是在资产权益基础上以获得这些权力的未来收益为标的而进行的交易过程和这些交易关系的总和,不能简单以资金融通来定义。资金是指具有货币机能的资产,它具有资产权力、金融资产和货币机能等特征,是连接货币和金融的基本机制。在货币理论史上,诸多经济学家将财富、资产、所有权、债务、利息、收益和盈亏等与货币相连接,实际上将货币与资金混淆了。货币政策应以全社会的资金总量为调控对象,金融监管应以金融市场和金融机构之间的资金流动状况为重心,防范资金融断裂现象的“片状”发生,由此,既应实现货币政策与金融监管的分离,又应实现二者的协调配合。

关键词: 货币 金融 资金

JEL 分类号: E40 E52 G10

货币、金融和资金是市场经济运行中最为常见也最为扑朔迷离的现象之一。从西方古典经济学起,货币就作为影响经济增长、价格、投资和就业等的重要变量而纳入经济学研究范畴,研究的主要内容包括货币职能、货币界定和统计、货币供给与货币需求、信贷和利率等等,但很少有人深入细致地探讨过货币、金融和资金之间的内在关系,以至于在相当多论著中以“货币”名义展开的分析实际上研究的是“资金”。20世纪70年代以后,随着金融创新和资本市场的快速发展,金融活动成为众多经济学家关注的新现象(实际上,有关金融现象的理论探讨从20世纪50年代就已起步),以“货币”为重心的研究转向以“金融”为重心的研究,但又常常发生“货币”与“金融”之间说不清理还乱的现象。根据理解的不同,一些人提出应将“货币经济学”^①与“金融经济学”^②相分立^③,一些人又将货币理论与金融理论混编形成“货币、银行和金融市场经济学”^④,另一些人则将货币理论

* 王国刚,《金融评论》主编,中国社会科学院金融研究所所长,研究员,博士生导师。本文是国家社科基金重大招标项目(项目批准号09&ZD036)的阶段性研究成果。作者感谢董裕平对本文初稿提出的修改意见和匿名评审人对本文提出的修改意见。

① 参见约瑟夫·斯蒂格利茨和布鲁斯·格林沃尔德著《通往货币经济学的新范式》,中信出版社2005年版;杰格迪什·汉达:《货币经济学》,中国人民大学出版社2005年版。

② 参见布莱恩·克特著《金融经济学》,中国金融出版社2005年版;斯蒂芬·F·勒罗伊和简·沃纳《金融经济学原理》,上海财经大学出版社2003年版;王江:《金融经济学》,中国人民大学出版社2006年版。

③ 20世纪90年代初,美国经济学会编制的经济学学科分类体系JEL(Journal of Economic Literature)中,“货币经济学和宏观经济学”属于一大类,即E,其中“货币”部分主要包括货币供求、利率、货币政策等;“金融经济学”属于另一大类,即G,包括资产定价、金融机构、公司财务与公司治理等理论,目前,这已是国际学术界比较通行的分类标准。但这并不意味着“货币”、“金融”和“资金”之间的基本关系在理论上已经理清了。

④ 参见米什金著《货币银行金融市场学》,中国财政经济出版社1990年版;《货币金融学》,中国人民大学出版社1998年版。

包含在金融范畴内编撰了“金融学”^①,还有的人强调应分别建立宏观金融学和微观金融学^②。在中国^③,突出的现象是,基础性教科书的名称基本上由“货币银行学”转变成了“金融学”。尽管发生了如此大的变化,但对“货币”、“金融”和“资金”等基本范畴的理论解释依然不甚了了。

在实践面上,主要国家大多在中央银行之外建立了专门的金融监管机关(或履行同类功能的若干个金融监管部门),一些国家的中央银行行长甚至提出了“只管货币、不管金融”的政策主张,但又常常遇到一系列矛盾:在运用货币政策进行宏观调控中,是否应当将商业银行等金融机构的信贷活动也纳入调控范畴?在实行紧的(或松的)货币政策中,是否应当对应地调控公司债券、股票和各种证券类衍生产品的发行规模?面对金融市场(尤其是资本市场)的走势波动,是否应当运用货币政策进行调控?如此等等。另一方面,金融监管部门在进行市场监管中也常常遇到相似的矛盾:金融监管部门是否具有运用金融政策进行金融调控的职能?金融监管是否应当根据货币政策的目标而调整监管的严宽力度?金融创新是否应当根据货币政策目标的要求而展开?再一方面,金融政策与货币政策是一个政策还是两个政策?如果是一个政策,那么,是金融政策包含货币政策还是货币政策包含金融政策?如果是两个政策,它们之间又是何种关系?由此,中央银行和金融监管部门之间的职能关系又如何理顺协调?这些难题,在本源上,都要求弄清“货币”、“金融”和“资金”等范畴的基本内涵和相互关系。

一、货币本体:实物还是机能

货币理论、货币政策等均以“货币”命名。从西方古典经济学至今的 200 多年历史中,对“货币”的研讨主要集中在货币本体、货币功能、货币构成、货币供求和货币效应等方面,其中,货币本体占居基础地位(货币功能、货币构成等均因货币本体的界定不同而不同),鉴此,我们的探讨也以此为基点展开。

(一)货币并非实物

货币本体回答的问题是“什么是货币”?斯密(1752)认为:货币是“从许多种类货物中”分离出来作为“共同衡量标准”或“共同价值标准”^④的一种货物。马克思(1859,1867)指出:货币是充当一般等价物的特殊商品,“金银天然不是货币,但货币天然金银”。弗里德曼(1963)认为:“货币是一种资产,是持有财富的一种形式”;“在货币与其他资产之间并不存在任何严格的界限”^⑤。米什金(1995)认为:“货币或货币供应可以定义为任何在商品或劳务的支付中或在偿还债务时被普遍接受的东西。”在这些(以及其他)关于货币本体的定义中,货物、商品、资产、东西等等由于具有了某种特定功能而成为货币的本体,这给理论分析和实践活动造成了“货币是一种特殊实物”的错觉。

“货币是一种特殊实物”,这是一种错觉。内在机理有三:第一,所有权。在任一国家(或地区)的经济活动中,任何实物都存在由所有制关系决定的所有权关系,由此,如果货币是一种实物,它也必然存在所有权的归属问题。例如,在经济运行中,实物在归属关系上可分为国家所有、集体所有和个人所有等等,那么,货币是属于国家所有还是属于集体所有或是属于个人所有呢?另一方面,实物在经济权益关系上可分为政府产权、企业产权和个人产权等等,那么,货币是属于政府产权还是属于企业产权或是属于个人产权呢?在 200 多年的货币理论发展中,没有一个经济学家专门探

① 参见黄达主编《金融学》,中国人民大学出版社 2003 年版;王松奇编著《金融学》,中国金融出版社 2000 年版。
② 参见陈雨露和汪昌云主笔《金融学文献通论》(宏观金融卷)和《金融学文献通论》(微观金融卷),中国人民大学出版社 2006 年版。
③ 当然不仅仅是中国,还可包括日本、中国台湾等地。
④ 参见坎兰编《亚当斯密关于法律、警察、岁入及军备的演讲》(1892),商务印书馆 1962 年版。
⑤ 参见弗里德曼、施瓦茨著《美国货币史(1867-1960)》,北京大学出版社 2009 年版。

讨论或谈及过货币本体的所有权问题或者产权问题^①(正如在中国当今,没有一个经济学家探讨过人民币是属于国家所有制范畴、集体所有制范畴还是个人所有制范畴);同时,千百年来,在众多国家(或地区)现实的经济活动中,既没有人提出过货币本体的所有权问题或产权问题,也没有一个经济主体(家庭、企业和政府等,下同)遇到过由货币本体所有权或产权关系引致的经济活动纠纷,鉴此,可以得出一个基本判断:货币本身并没有所有权关系或产权关系。第二,逐利性。在经济实践中任何一个主体拥有并使用实物总是以其利益为基点的,与此对应,如果货币是一种实物,它就必然具有逐利性特点。但同样的是,在200多年的货币理论发展中没有一个经济学家专门讨论或谈及过货币本体的逐利性问题。虽然在讨论货币供求时,几乎所有经济学家都分析了利率对货币供求的效应(但这更多地是从实践经验出发做出的一种理论反映,实际上是将“资金”与“货币”相混淆的结果),但都并没有明确指出货币本身具有逐利性功能(或特点)^②,也没有明确指出作为非逐利性的货币政策是为什么能够借助“利率”这一逐利性机制对经济运行中各个主体的活动发挥深切影响?同时,在众多国家(或地区)现实的经济活动中,从最初的货币产生到货币形式的变化再到中央银行发行货币,谁都没有提出过货币的逐利性问题。假定货币本身具有逐利性,那么,在中国的实践中就应可观察到如下情形:中国人民银行在发行货币时,向接受人民币的各家存贷款金融机构收取按照某种利率计算的利息;或者,人们在购买商品时,应当按照某种利率水平对商品售价打折。但事实上,这些情形都是不存在的。鉴此,可以得出结论:货币本身并没有逐利性。第三,非资产。货币如果是一种实物,那么,它一定属于经济主体的资产范畴(在现代经济中,它首先应在中央银行的资产负债表中表现为资产,但在中央银行资产负债表中“货币发行”列入“负债”之中);可一旦货币属于资产范畴,所有权、逐利性等特征就自然产生,那么,问题又回归到必须对“货币的所有权、逐利性”做出解释;紧接的问题是,各个经济主体是通过何种机制并如何分别获得货币的(需知,货币具有同质性和共同功能)?如果货币不属于资产范畴,就一国(或地区)范围而言,在现实经济活动中,除了各个经济主体拥有的资产外,再也没有其他无主资产,那么,货币又在哪里?

在历史上,曾有一系列实物充当过货币材料,其中包括贝壳、布帛、铜、铁、金、银和纸张等。货币材料的演变,不仅表明了货币并非固定地是哪一种具体实物,即每一种具体实物只是货币的一个载体而非货币本体(正如电线只是电的载体而非电的本体一样),同时也表明了,货币是这些实物之外的另一个经济范畴。实际上,“货币材料”一词已经直接指明了“材料”并非货币,“货币”也并非材料;“材料”只是货币的一个载体,“货币”只是寄附于材料上的一种经济机能。在中国历史过程中还曾发生这样一种现象:当某种贵金属(如白银)充当主币材料时,为了商品交易的方便,不仅有一些金属(如铜、铁)充当辅币,而且有一些纸张(如银票)充当货币。这明白无误地表明了,货币并非是一种具体的实物或者货币并非实物。如果说,这还不足以揭示“货币”与“实物”之间的非自然关系,那么,随着电子技术的发展,出现了看不见摸不着的电子货币,则货币并非实物的关系已为现代科技揭示得清晰无疑了。

到此,问题又回到了起点。“货币是什么”?这一谜团依然没有解开。

(二)货币是一种经济机能

要解开货币本体之谜,还需要从货币产生和演变的历史入手。马克思在《资本论》(1867)中通过对价值形式演变分析,深刻揭示了货币起源。其中的关键之点在于“总和的或扩大的价值形

^① 在货币理论上,众多经济学家都从货币需求角度曾论及过经济主体持有货币的动机和目的。例如,凯恩斯认为,人们持有货币的动机可分为交易动机、预防动机和投机动机三种。但这并未论及货币本体是否存在所有制关系或者产权关系问题。在此之前,配第、洛克和马西等人曾从商品所有权中揭示了利息产生的直接原因,由此,涉及了经济主体持有货币所有权的权益关系,但他们依然没有从货币本体角度分析过货币本身是否存在所有制(以及与其对应的所有权)关系。

^② 假定“货币”具有逐利性,那么,这种逐利性依何产生?对此,无人进行过分析探讨。

式”如何转变为“一般价值形式”，即这一转变需要什么条件？

具体来看，在“总和的或扩大的价值形式”中，20 码麻布=1 件上衣，或=10 磅茶叶，或=40 磅咖啡，或=1 夸特小麦，或=2 盎司金，或=1/2 吨铁，或=其他。这意味着，麻布可以与诸多实物相交换，由此，麻布生产者有着较大的交易选择权，可以在较大程度上满足自己对其他商品的需求。但对除麻布以外的其他商品生产者而言，他们彼此间的交换能否成功，却是一个个别的或偶然的事情。在商品交换的历史发展中，“总和的或扩大的价值形式”转变为“一般价值形式”，因此，价值形式成为 1 件上衣、或 10 磅茶叶、或 40 磅咖啡、或 1 夸特小麦、或 2 盎司金、或 1/2 吨铁，或其他商品，=20 码麻布。深层的问题不在于将等式的左右秩序对换所引致的价值形式变化，而在于：第一，其他商品生产者在不直接需要麻布（例如，茶叶生产者需要小麦）时，他为什么敢于用他生产的商品换取麻布？第二，麻布与其他商品之间的数量关系揭示了一种怎样的经济机理？第三，麻布作为一般等价物的功能究竟有哪些？

从第一个问题上看，其他商品生产者之所以敢于用自己生产的商品换取他并不直接需要的麻布，内在机理有二：其一，通过商品交换的反复实践，他相信拥有麻布就可以换取他所需要的其他商品。以此为基础，他在未得到自己所需商品之前，让渡出了自己生产的商品，因此，这种商品交易是以信用关系为基础的。其二，即便由于某种条件的变化，麻布不再充当一般等价物了，它还是可以作为日用消费品，因此，对其他商品生产者来说，麻布还是具有实用价值的（区别仅在于，对某一具体的商品生产者来说，他可能此一时的消费暂不需要麻布）。从这个意义上说，麻布具有抵押品的含义，它保障了信用关系的实现。就此不难看出，信用关系是货币产生和发展的基础条件，也是货币的内在规定性。在漫长的商品交换发展中，货币的载体不论发生何种变化，信用关系作为其内在的规定性始终不变。劣币与良币、弱币与强币、硬通货与软通货等的区别，也直接依托于信用关系的强弱程度。

何谓“信用关系”？信用关系，在最基本的含义上，是指在彼此信任的基础上就有条件地使用（或让渡）某种物品（或资源）所达成的契约关系和履行该契约的行为过程。其中，“彼此信任”既可以建立在物品（或资源）的基础上，也可以建立在人际关系基础上，还可以建立在制度基础上。在早期商品交换中，这种信任缺乏制度基础，既然是商品交换也就谈不上人际关系，所以，只能建立在物品（或资源）的基础上。“条件”既可以通过习惯形成，也可以通过试错形成，还可以通过相关各方协商和制度规定等形成。在早期的商品交换中，它更多地通过习惯和试错等方式形成。“使用（或让渡）某种物品（或资源）”，对茶叶生产者来说，用茶叶换取一种眼下对自己缺乏直接实用价值的物品——麻布，实际上是向对方让渡了自己的商品，而对麻布供给者来说，通过麻布与茶叶的交换，获得了茶叶的使用权利。“履行该契约的行为过程”，信用关系的关键在于相关各方的切实守约和履约，这往往不是一次行为，而是由若干次行为构成的一个过程。假定，茶叶生产者获得了麻布后，用麻布换不了小麦，他就可能选择两种方式：其一，如果认识麻布供给者，他就可能要求麻布供给者提供能够换取小麦的物品（即等价物）或者退还茶叶；其二，如果不认识麻布供给者，他就可能在以后的交换中不再接受麻布（除非他的消费需要麻布），同时，告知周边他人“麻布不具有与他物相交换的能力”，由此，麻布要成为具有货币功能的实物就比较困难了。这种切实履约的关系，在后来的货币发展中通过制度机制成为一种法定强制。

从第二个问题上看，麻布具有与其他商品相交换的能力，一个主要原因是，它在数量上能够反映其他各种商品的价值量关系，即 20 码麻布反映了 1 件上衣、10 磅茶叶、40 磅咖啡、1 夸特小麦、2 盎司金、1/2 吨铁或其他商品之间的比价关系。最初的商品交换，由于上述的信用关系并不稳固又缺乏必要的制度保障，因此，与货币机能只能寄附在实物上相对应，各种商品之间的价值比例关系也表现为它们与货币材料价值之间的比价关系，由此，造成了一种错觉——似乎货币材料是用

其自身的价值来衡量其他商品的价值及其比价关系(并由此将各种商品之间的比价关系表现为价格体系)。实际上,反映商品比价关系的机制是货币的一个基本功能,它与充当货币的“材料”是否具有价值以及价值高低并没有内在的直接关系。如果说这一情形在早期的商品交换中还看不清楚得话,那么,随着纸币、电子货币的出现就一目了然了。

各种商品之间比价关系的形成是一个漫长且相对(即不断波动)的过程。它受到一系列因素的影响,其中包括商品的生产成本、交易成本、交易的空间范围、市场供求格局、商品交易频率、各种商品之间的替代状况和互补状况、市场竞争程度、技术进步速度、交通条件以及经济社会的其他因素,因此,在不同区域内各种商品之间的比价关系常常有着差别,在不同时期中各种商品之间的比价关系也会发生变动。这既说明了这种比价关系不是固定不变的、人为安排的,而是通过供求双方无数次的博弈在不断纠错的实践中逐步形成的,也说明了不论用何种实物作为货币材料都不会因实物的物理品质差异而引致商品间比价关系发生实质性变化。由此可见,重要的不是货币材料为何物,而是反映商品间比价关系的货币机制能否有效发挥作用。

从第三个问题上看,在一般价值形式中,麻布起着媒介各种商品交易的作用,由此,买和卖的统一性分裂成了“卖”和“买”两个过程,物物直接交换转变成了商品流通。这种商品流通打破了“产品交换的时间、空间和个人的限制”(马克思,1867),为先卖后买、先买后卖、多次卖一次买、一次买多次卖等行为的展开提供了现实的可能。在此背景下,货币从媒介交易的功能中自然衍生出了支付、结算等功能。这些功能的展开与各种技术进步紧密联系,有效推进了商品交易的发展。

综上所述,货币不是任何一种实物(如货物、商品、资产、东西等等),它是一种经济机能。这种经济机能以信用关系为基础以有效反映各种交易物品(包括商品、劳务、金融产品和其他进入交易市场的物品)之间的比价关系为机制以媒介、实现和推进交易为基本功能。正是因为货币本体是一种经济机能,不是实物,所以,货币本身并没有所有制关系或者产权关系,也没有逐利性。正如,光、热、波等是一种自然属性,它本身并无所有制关系或者产权关系一样。

(三)货币功能和货币创造的修正

根据对货币本体的界定,可以对相关货币功能和货币构成的已有认识做出进一步的修正,其中包括:

1.货币的价值尺度功能。货币是一种经济机能,在市场经济发展中发挥着至关重要的作用,但它本身不具有与商品价值相对应的价值。早期商品交易中,实物货币的价值不来自于货币功能而来自于实物本身的价值。换句话说,不是货币有价值,而是货币载体的材料有价值。在缺乏制度保障的条件下,货币的信用基础极不稳固,它必然要以具有价值的实物为载体。现代电子货币虽然已将货币本身无价值这一面纱完全揭开了,但如果发生严重的经济社会不稳定状态(如战争、政权更迭等),随着制度保障的信用基础改变,实物货币在一定时期或一定范围内的再现也还是可能的。货币的价值尺度功能,不在于以其载体的价值充当衡量商品价值的尺度,而在于反映各种商品价格之间的比价关系。

2.货币的贮藏功能。货币不具有价值,也就不具有贮藏功能。所谓的货币贮藏功能,只是一种表象认识。货币资产可以贮藏,因为资产具有价值,所以,实际上具有贮藏价值的不是货币而是资产。在货币理论上,维克塞尔、缪尔达尔和林达尔等人从货币的价值贮藏功能角度展开了货币对经济运行和经济增长的分析,它具有重要意义。但这些探讨实际上建立在将“货币资产”与“货币”相混的基础上^①。不论是从资金平衡表(如政府部门和事业单位)上看,还是从资产负债表(如企业)上看,“货币资产”与其他资产一样均列在“左列”,而在“资产”之外并无“货币”的单独存在,也就不

^① “货币资产”与“货币”的区别,本文第四部分将予以分析。

存在被贮藏了的货币。对中央银行来说,每年都可能通过一些途径收回一部分发行在外的现金,但这些现金一旦被收回,也就不再作为货币存在,因此,也没有价值贮藏可言。

3.货币的统计。在货币理论史上,对货币本体展开探讨的主要目的在于,以此界定何为货币,从而,为经济实践中的货币统计、货币供求估算和货币政策实施等提供理论上的根据。为此,世界各国和地区不仅将中央银行发行的现金计入货币范畴,而且将各种存款和其他具有支付功能的金融工具也计入了货币范畴。但这存在着一个问题:如果是活期存款具有明显的支付功能应列入“货币”范畴的话,那么,各种定期存款在“定期”内并不发挥支付效能,只是一种金融产品,是否也应划入“货币”范畴就值得商讨了。

另一方面,在现实经济活动中依然存在着一系列类似货币的经济现象,诸如航空里程累积、商场饭店的返券、企业高校等单位的一卡通、网络之中的QQ币等等,也都以一定程度上的信用关系为基础反映着约定范围内的可选购商品之间比价关系并具有交易媒介和支付清算功能,因此,都可界定为对应空间范围内的货币。所不同的是,这些“货币”不是国家的法定货币,同时,只在一个极为有限的范围内发挥作用,所以,能量极为有限。但是,随着电子技术的进一步发展,如果这种现象达到相当的规模(例如,在一个城市的较大空间范围内实现了集购物、交通、旅游等为一体的一卡通系统),那么,将它们纳入货币统计从而货币政策考虑范畴就将是一个不可避免的选择。这些现象的存在说明了,即使在法定货币为主的经济环境中依然存在着某种民间创造货币的空间,因此,很难绝对地说,政府信用是市场经济中各类货币的唯一基础。事实上,对一个幅员广大、各地区差别甚大且商业活动繁荣的国家来说,在法定货币之外,存在一些其他层次的货币(或称“准货币”)是可能的,也是不必为怪的。

二、金融本质:资金融通还是权益交易

何谓金融?国内外理论界和实务界迄今没有一个确切的界定。《辞海》(1936)的解释是:“谓资金融通之形态也,旧称银根。金融市场利率之升降,与普通市场物价之涨落,同一原理,俱视供求之关系而定。即供给少需要多,则利率上腾,此种形态谓之金融紧迫,亦曰银根短绌;供给多需要少,则利率下降,此种形态谓之金融缓慢,亦曰银根松动”。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(1992)的解释是:金融“其基本的中心点是资本市场的运营、资本资产的供给和定价。”美国的兹维·博迪和罗伯特·C·莫顿(2000)在“金融的定义”标题下认为:“金融学是研究人们在不确定的环境中如何进行资源的时间配置的科学”^①。黄达(1991)指出:“中文‘金融’所涵盖的范围有广义和狭义之分:广义金融——指与物价有紧密联系的货币供给,银行与非银行金融机构体系,短期资金拆借市场,证券市场,保险系统,以及通常以国际金融概括的这诸多方面在国际之间的存在,等等。狭义‘金融’——指有价证券及其衍生物的市场,指资本市场。洋人对 Finance 一词的用法也并非一种,而有最宽的、最窄的和介于两者中间的三种”^②。从这些界定中可以看出,“金融”,就概念而言,使用范围相当广泛,已是现代经济学和市场经济中最为普遍的范畴之一,但就内涵而言,不尽相同且差别甚大。

(一)金融并非资金融通

“资金融通”是中国教科书和相关词典中对“金融”的最常见解释,这既可能与“资金融通”的字面中有“金”和“融”二字有关,也与实践中心企业、政府等经济主体普遍感到资金不足因而有着强烈的融入资金需求(以至于将“金融”简单界定为“融资”)有关。但是,金融并非“资金融通”,主要理由是:

^① 兹维·博迪和罗伯特·C·莫顿著《金融学》,中译本,中国人民大学出版社 2000 年版。

^② 参见黄达著《黄达文集》,北京:中国人民大学出版社,1999 年版。

1.“资金融通”在每一具体场合都突出地反映资金需求者单方面的意向,它并不必然包含有资金供给者的意向和行为,也不包含市场机制在资源配置方面的基础功能。与此不同,任何的金融活动都必然是交易双方意向和行为的結果。在交易中,通过等价交换,资金需求者融入了资金,而资金供给者获得了某种金融产品(并非简单的资金融出)。这一过程所包含的复杂内容和本质特征,是“资金融通”一词很难充分概括的,更不是资金需求者单方面所能决定的。

2.市场经济贯彻的是等价交换原则^①。商品供给者将商品卖出获得资金,与金融产品供给者将金融产品卖出获得资金相比,就获得资金而言,二者并没有多少差别(即都融入了资金),那么,为什么前者称为“商品交换”、后者称为“金融交易”?如果这是因为“商品”属有形实物范畴,那么,“劳务”、“租赁”等的交易中也有资金支付现象,它们为什么不称为“金融交易”?

3.在实物投资、股权置换、债转股或股转债等场合,虽然没有资金的直接介入,但依然属于金融范畴。既然“金融”中并非一定存在资金融通的现象,那么,资金融通就不能充分反映和概括金融活动。

(二)金融并非货币

金融并非货币,这是一目了然的。突出的现象有三:一是相当多金融产品(如债券、股票、保单等等)的交易需要以货币为媒介和计价。反证推论是,如果货币与金融是等价概念,则金融交易是货币与货币交易,这缺乏应有的经济意义。二是各种金融产品都具有明确的产权关系,例如,存贷款、债券、保单等中包含着债权债务关系,股份、股票中包含着股权关系,信托凭证中包含着委托受托关系等等。但货币中不包含这些关系。三是各种金融产品都有着对应的逐利性,因此,有着明确的收益要求。既然金融并非货币,那么,金融政策与货币政策就不是等价的概念,与此对应,将“货币供给”划入“金融”范畴、或者将“金融”划入“货币”范畴就是不恰当的。

但另一方面,诸如存款、贷款等金融产品,既具有一般金融产品的特征,又是货币机能的载体,由此,不仅使得金融与货币的关系复杂化,而且使得二者的边界在一定程度上模糊了。在以间接金融为主的格局中,调整商业银行等金融机构通过存贷款机制创造派生货币的能力,对实现货币政策目标甚为重要,由此,中央银行更倾向于将存贷款列入货币范畴予以调控,这强化了货币政策与金融政策的边界模糊。尽管如此,诸如债券、股票、保险、理财产品、共同基金、信托凭证和资产证券化证券等不属于货币范畴,还是明确的。

(三)资本市场不足以覆盖金融

资本市场属直接金融范畴。20世纪70年代末,美国迈出了金融创新的步伐,其中的一个主要特点是,直接金融产品及各种衍生产品快速发展,在一定范围内,形成了由直接金融取代间接金融的趋势。在这个过程中,货币市场、金融市场的概念逐步淡化,资本市场的概念得到特别的强化。但30多年来,资本市场并未真正(也不可能)取代银行、保险和信托等金融机制。在实践推进中,以商业银行为主体的金融格局瓦解了,形成的是以资本市场为基础以商业银行为主导的新型金融体系。在这种新型金融体系中,虽然资本市场发挥着至关重要的作用,但商业银行、保险公司和信托机构的功能依然不可取代。不仅如此,如果没有商业银行积极有效地深入资本市场的各方面创新,资本市场的发展步速和基础作用也将受到严重制约^②。

^① 等价交换是市场经济的一个基本原则。这一原则得以确立和贯彻的一个基础是,在时空关系上确定的“时点”,即任何的等价交换都以当时确定的地点而成立。离开了由“时”和“点”的确定性所形成的价格关系,就谈不上“等价交换”。参见王国刚、张跃文《国有商业银行股权“贱卖论”辨析》,《新金融》2008年第8期。

^② 在始自2007年8月的美国乃至西方国家的金融危机中,随着美林公司被美国银行收购,雷曼兄弟公司破产,高盛公司和摩根斯坦利公司转为银行控股公司,投资银行作为一个独立的金融产业瓦解了,由此,以资本市场为重心的金融构架受到严重挑战。

显而易见的事实是,金融包含银行、证券、信托和保险等产业,但资本市场并不完全涵盖银行、信托和保险等产业的一切活动,由此,简单以“资本市场”来界定金融的边界是很难将金融的丰富内容概括在其中的。资本资产定价、资源的时间配置等在资本市场中是重要的,在金融运行中的效用也是无可厚非的,但它们依然不能概括金融的充分内容。金融是与实体经济相对应的一个产业门类,资本资产定价、资源的时间配置等并不能确切地表明金融产业与实体经济的本质区别,因此,不能准确反映金融的本质规定。

(四)金融机构不足以概括金融本质

金融机构的类型众多,也可从不同角度进行划分。随着金融发展的进一步推进和金融运作的专业程度深化,金融机构的类型还将增加。金融机构是金融运作的组织方式,“金融职能比金融机构更为稳定”,“机构的形式随职能而变化”^①。从逻辑上讲,金融机构的特性是由金融本质和金融内涵界定的;从市场发展来看,金融机构的类型是由金融市场的专业化竞争程度和科技发展水平决定的,因此,以“金融机构”来界定“金融”是不科学的。

(五)金融本质是资产权益的交易

金融,在本质上,是在资产权益基础上以获得这些权利的未来收益为标的而进行的交易过程和这些交易关系的总和。其中:“资产权益”,是指依附于资产上的各种权利和对应的收益。当这些资产权益还只依附于资产之上从而尚未分离出来成为相对独立的交易对象时,与其对应的金融活动是不存在的。只有当资产权益从资产实体中分离出来并以交易对象的方式形成了一个独立的运行过程时,对应的金融活动才可能存在和发展。尽管金融现象林林总总、纷繁复杂甚至扑朔迷离,但寻源追本,总可以找到它们与资产权益的种种内在联系。“以获得这些权利的未来收益为标的”,是指金融交易的目的。各种金融交易的目的不仅在于简单地获得对应的资产权利,更重要的还在于获得对应资产的收益。由于这些资产的未来收益受到诸多不确定因素的影响,同时,确定这些未来收益直接关系到交易是否贯彻等价交换原则和交易各方的利益得失,所以,时间(即对“未来”的界定)和风险(即对“不确定性”的衡量)就成为衡量资产价值(从而,资产定价)的主要因素。“交易过程”,由从资产权益买卖各方的交易意向表示到实现交易的各种活动、程序、手续和结果等构成。不同类型的资产权益交易在交易内容、交易程序、交易手续和交易结果等方面差异甚大,这决定了它们有着不同的交易过程。“这些交易关系的总和”,是由资产权益交易过程中的各种机构、规则、机制和行为等构成的。不同类型的资产权益交易,参与的机构类型不同、遵循着不同的规则、运用着不同的机制、有着不同的行为特点,这决定了它们彼此间的交易关系不尽相同。

从金融的本质规定中可以看出如下几个特点:

1.金融与实体经济的异同点。在市场经济中,不论是实体经济还是金融经济都以交易为中心,为此,市场机制的一般原理和规则既适用于实体经济也适用于金融经济^②;另一方面,金融经济与实体经济的区别主要在于交易对象从而交易目的的不同。实体经济中的交易对象是商品,获得商品的目的在于使用价值;金融的交易对象是资产权益,获得资产权益的目的在于未来收益,由此,引致金融经济的一系列特征形成和扩展。

2.金融围绕资产权益而展开。金融交易的基础、目的和对象都离不开资产权益,由此,认识、界定、开发、评估、组合和管理资产权益就成为金融活动的主要内容。资产权益,在性质上,可分为股权性资产、债权债务性资产和信托性资产等;在权能上,又可分为所有权、控制权、使用权、收益权

^① 引自兹维·博迪和罗伯特·C·莫顿著《金融学》,中译本,北京:中国人民大学出版社,2000年版。

^② 一些人认为,福利经济学的第一定理不适用一般的金融体系。这实际上是一个误解。这一定理成立有三个假设前提,即充分竞争、信息完全对称和没有外部性。这些假设前提,从实践角度看,不仅在金融体系中不存在,就在实体经济部门中也几乎不存在。但这并不否定市场机制的一般原理和规则既适用于实体经济也适用于金融经济。

等等。通过对资产权益的开发和组合,可以形成不同的金融产品。从资金需求者角度看,通过出售一段确定时间内的收益权并承诺到期归还本金,对政府部门、企业来说,可获得债务性资金;通过出售未来的利润分配权,对企业来说,可发股融入资本性资金。从资金供给者角度看,通过购买这些金融产品,在不直接从事资产运作的条件下,可获得对应的资产收益。在原生产品的基础上,通过对权益(包括权能、时间和风险)的进一步分解和重新组合,开发出了新的权益产品,由此,有了共同基金、可转换债券、股权证、各种资产证券化证券等证券类衍生产品和互换、远期交割、期货、期权等交易类衍生产品。就直接关系而言,相当多衍生产品似乎已远离实体经济的资产关系,但寻根溯源,依然可找到它们之间的内在联系。在美国等西方国家中,始于20世纪70年代末的金融创新,以金融产品创新为中心,其他方面的创新是以此为基础并服务于此而展开的。

3. 金融机构职能在于经营和服务于金融产品交易。金融机构是从事金融产品经营和金融服务的专业性机构。从经营角度说,相当多金融产品是由金融机构开发、经营和发展的。例如,商业银行经营着存贷款金融产品、保险公司经营着保险类金融产品、资产管理机构经营着资产管理类金融产品、投资基金公司经营着基金单位等等。从服务角度说,一些金融机构为各类企业(包括金融类企业)提供专业化的金融服务。例如,证券公司提供公司债券、股票和其他证券类金融产品的承销服务,提供财务顾问、证券投资、股权投资、项目融资、公司并购、资产重组等方面的专业服务。

需要指出的是,商业银行并非是经营货币的金融机构,而是经营存贷款等金融产品的法人机构。货币作为一种经济机能,并无逐利的内涵,不可能成为经营对象;与此相比,金融产品作为资产权益的载体,有着获得未来收益的可能,才有作为经营对象的经济意义。

4. 资产定价、风险防范服务于金融产品交易。金融交易中贯彻着等价交换原则。与一般商品交换不同的是,在实践过程中,商品价值大致可以通过财务方法在计算成本的基础上进行模拟,但金融产品的价值很难运用同样的方法模拟计算。例如,一笔1000万元1年期贷款的价值是多少?一张面额100元的10年期公司债券的价值是多少?1元/股的股份价值是多少?恐怕没人能给出确切答案。几乎所有的场合,金融产品的“价值”范畴与“价格”范畴是内涵完全相同的同义语^①。对存贷款、债券等金融产品来说,只有“利率”概念,并无价值范畴的利率和价格范畴的利率之分;对股票等证券来说,票面价值和票面价格、账面价值和账面价格、市场价值和市场价格等是相互替换使用的概念;如此等等。在这一背景下,要贯彻等价交换,理论上和实践中都要求弄清楚何为“等价”,由此,资产定价理论应运而生。但金融产品的定价,既取决于对应资产的未来收益水平,又受到具有替代性的金融产品收益水平的严重影响,还受到相关金融市场状况的制约,其中,存在着诸多未知变量且很难分清因果关系。在此背景下,再考虑“未来”一词并无确切的“时间”边界,各种复杂变量的数量关系就更加难以弄清了。这种复杂的机制关系决定了资产定价理论在实践中的运用迄今依然是雾里看花。

在实践中,资产定价的过程同时是分散风险的过程。商业银行通过贷款的可预期风险来确定贷款利率水准,保险公司通过估算不可预期风险的概率来确定保费水平,证券公司则通过历史比较和路演来探寻发股价格,鉴此,资产定价又称风险定价。30多年来发展的证券类衍生产品(包括信用衍生产品)、交易类衍生产品更是通过资产定价来分散对应的风险。价格是市场发挥基础性作用的基本机制,从这个意义上说,似乎将资产定价(或风险定价)界定为金融的本质规定是有理的,但在与实体经济的对比中,这种界定难以揭示“资产权益的交易”这一金融独有的特点。实际上,资产定价是伴随着资产权益交易而产生并服务于资产权益交易的,因此,不能本末倒置。

金融交易以获得对应权益的未来收益为标的,金融产品的价格在本质上是由这些未来收益决

^① 由此来看,那种以金融资产价格高于金融资产价值为理由,提出所谓的金融泡沫,是缺乏理论根据的。

定的。资产权益的未来收益水平取决于实体经济部门的经营效益水平和投资收益水平,因此,金融产品的价格在深层关系上是由实体经济部门的经营效益和投资收益决定的。就各种金融产品本身的价格而言,每种金融产品的价格在均衡关系上是由各种金融产品的价格体系决定的。如果一种金融产品的价格明显高于风险定价的水准,在没有制度障碍的条件下,其需求竞争将引致价格回落到由均衡关系决定的价格体系范畴;反之亦然。这种由均衡价格体系决定各种金融产品价格的机制关系,一方面决定了一旦某种金融产品的价格偏离了均衡价格体系,就给市场投资者提供了某种程度上的套利机会;另一方面,意味着在国与国之间简单进行金融产品的价格比较常常容易发生判断上的失误,除非对比的各国处于经济和金融完全开放状态,且金融交易不存在制度上障碍、币种转换中的成本增加和程序上的费用提高。

5.资产权益的分解和组合。在实体经济中,实物资产受经济技术规则和自然规则制约不可能无限分解和组合。与此不同,这些资产的权益在金融面上不仅可以不断分解组合,而且通过对已有金融产品权利、收益、时间、数量和程序等方面的再分解组合,还将创造出新的金融产品。始于20世纪70年代末的金融创新,主要的就是这种金融产品的再创造过程。从极限角度看,金融产品和金融交易可以覆盖国民经济各个层次和各个方面的各种权益,同时,通过近乎无限地分解组合资产权益来不断地再创造新的金融产品和交易方式,由此,推进金融活动的愈益深化,服务于实体经济的发展。

6.风险-收益的非对称性。资产定价理论和风险管理理论常常强调,风险与收益的对称性^①,但在实践中,金融市场参与者各方常常遇到的情形则是,风险-收益的非对称性。二者的差别主要来自于“起点”与“过程”。如果说以债券发行价格为起点,存在着风险与收益的对称情形,那么,随着这一债券的交易过程展开,就将发生风险-收益的非对称情形;根据其每日的交易价格水平,既可能存在风险>收益的情形,也可能存在风险<收益的情形。从上市公司的股票来看,在发行市场上购入股票有可能是风险<收益,而在交易市场中购入股票的风险-收益关系则取决于市场行情的动态,风险>收益、风险<收益和风险=收益的情形都可能发生。一般来说,股市行情越高,则越容易发生风险>收益的情形,反之亦反。

每种金融产品都具有分散对应风险的功能,但它同时也具有累积风险和扩大风险的功能。为了避免或消解风险,金融市场和金融机构的运作中存在着一系列止损机制和市场结清机制。以债券为例,利率水平是价格风险的止损机制,时间期限是市场结清的时点机制,还本付息是市场结清的退出机制。2007年8月以后爆发的美国次贷危机(在2008年9月以后演化成全球金融危机),从金融运行的深层成因上说,是因为在住房抵押贷款的证券化过程中,通过真实销售、破产隔离和有限追索等机制设立和多级证券化机制,使住房抵押贷款的风险止损机制丧失,金融市场的结清机制严重弱化,以至于金融风险在不断累积和持续扩大中到了不得不通过爆发一场危机来解决的地步^②。

三、资金特性:联接货币和金融的基本机制

资金,是指具有货币机能的资产。在政府、企业和居民家庭的资产中总有一部分“货币资产”,即资金。资金具有三个主要特征:其一,资产权力。资金是相关主体总资产的一部分,因此,有着所

^① “风险与收益的对称性”这一命题在严格意义上是不准确的。现代资产组合理论强调,对金融资产的选择需要同时考虑其平均收益与风险特征,并根据已有资产和外部环境来加以权衡,因此,同一种资产可能对于风险偏好类型或者禀赋资产的风险特征不同的交易者具有不同的效用。

^② 参见王国刚著《止损机制缺失:美国次贷危机生成机理的金融分析》,《经济学动态》2009年第4期。

有权(或产权)的严格界定并受法律保护。任何主体在未经对方同意的条件下,不能获得、占有和使用对方的资金。其二,金融资产。对任何主体而言,资金都是非实物资产,不能直接用于消费、投资和经营,要实现这些目的,资金必须转化为实物资产。就此而言,资金只是代表了一种资产权益,属金融资产范畴。金融资产具有逐利性特征,与此对应,资金也有着明确的获利要求。其三,货币机能。资金是各类资产中唯一具有货币机能的资产,它能够直接购买(或支付)主体所需的各种实物、劳务和金融资产。资金的数量多少意味着经济主体的购买力强弱,同时,对于防范财务危机也甚为重要。就此而言,资金又属货币范畴。资金既具有货币机能又属于金融资产范畴,因此,是连接货币和金融的基本机制(也是引致“货币”和“金融”边界模糊的基本机制)。

在货币理论史上,“货币”常常被当作是“资金”的代用词,因此,有着两种基本的提法:其一,从商品与货币分为两个相对独立的运行形态出发,认为货币是商品价值的表现形式,其对应面是具有使用价值的实物,甚至有人使用“货币资金”的概念(似乎在货币资金之外,还有“实物资金”)。其二,将资金与货币混为一谈,甚至视为等价概念。从西方古典经济学到现代经济学的200多年时间内,这种混淆比比皆是。只需稍举几个例子就足以说明这类的混乱。杜阁认为:“货币有两种不同的评价:一种是表达我们为了取得各种商品所付出的货币数量,另一种是表达一笔货币与它根据商业行为而得到的利息之间的关系”^①。米尔顿·弗里德曼认为:“对于经济中最终的财富所有者来说,货币是一种资产,是持有财富的一种形式。对于生产性企业来说,货币是一种资本商品,是生产性服务的一个来源,这些生产性服务与其他生产性服务结合起来共同生产出企业所出售的产品”。“在货币与其他资产之间并不存在任何严格的界线,且就某些目的来说,对‘货币’的不同形式(如对现金和存款)加以区分可能是十分合意的。货币的这些形式中的某一些可能支付利息或可能涉及到服务费用,这一正或负收益成为决定货币持有在各种形式间的划分的有关变量”^②。斯蒂芬·罗西斯说道:“从更大的范围来说,货币还有另外一个特征,即它使货币债务成为可能”^③。约翰·G·格利认为:“人们之所以需要货币,是因为它的内在边际收益等于或超过消费和投资的边际收益。货币的边际收益取决于预期的价格减缩、预算盈亏轮转的益处,以及实际投资的风险”^④。从这几段话中可以看到,这些经济学家将财富、资产、所有权、债务、利息、收益和盈亏等与货币相连接,从不同角度强调,这些特性是货币的一个特性或功能,但他们实际上将货币与资金混淆了。

(一)资金与货币

资金的存在方式大致包括现钞、活期存款、定活期两便存款等几种类型。它的货币机能和金融机能依这些存在方式的变化而变化。从货币机能来看,对居民来说,在电子技术尚不发达的条件下,现钞的货币机能高于活期存款,活期存款的货币机能高于定期存款;但如果个人支票介入其中,那么,在一些场合,个人支票(活期存款)的货币机能并不低于现钞。在电子技术比较发达的条件下,活期存款的支付功能明显提高,其货币机能在某些场合甚至高于现钞。对厂商和政府部门来说,在大多数场合,活期存款的货币机能明显高于现钞。这种货币机能随着电子技术的发展进一步强化。从金融机能来看,现金与现金的交易通常是毫无意义(也不可能发生)的^⑤,持有现金的直接目的在于满足购物的需要,所以,它并无直接的获利要求。与此不同,活期存款和定活两便期存款是金融交易的产物,有着获利性要求,由此,在交易中形成了利率(虽然,具体的利率水平依各种复

① 杜阁著《关于财富的形成和分配的考察》,商务印书馆1961年版。

② 米尔顿·弗里德曼著《弗里德曼文萃》,北京经济学院出版社1991年版。

③ 斯蒂芬·罗西斯著《后凯恩斯主义货币经济学》,中国社会科学出版社1991年版。

④ 约翰·G·格利著《金融理论中的货币》,上海三联书店1994年版。

⑤ 在一些特殊场合,现金与现金的交易有着经济意义。例如,大额现金与硬币之间的交易,美国甚至有人专门设立公司,专营硬币与纸钞的交易。

杂的具体条件而定,在某些国家或某些场合,甚至为零利率)。资金的逐利性是货币政策得以影响厂商利益、资金供给者利益从而令他们对货币政策做出反应的基本成因^①。

资金作为金融资产,似乎具有自身的价值,可一旦细究,这种价值又不太容易说清。例如,100元现金的价值是多少(与此对应,它的价格又是多少)?从票面值看,资金的价值更多地以其购买力界定。当物价上升时,资金的购买力降低,由此,价值较小;当物价下落时,资金购买力提高,由此,价值较大。这种与购买力相关联的价值表明了资金(作为金融资产)的价值内生于实体经济。在金融面上,资金还有一种以利率表现的“价值”。在此场合,利率究竟是资金的价值还是资金的价格,无法确切分离,但实践中,二者几乎是等价的概念(尽管在与物价变动的联系中存在着名义利率和实际利率之分)。资金的价格水平乃至各种金融产品的价格水平,既在各种金融资产的风险和收益均衡中形成,也在与实体经济部门的投资效益协调整合中形成(说到底,金融产品的收益是由实体经济的收益决定的),因此,简单地截取某一数据是很难判别资金价格水平是否适当合理的。在货币理论史上,利率的直接成因有着多种解释,其中包括节欲论、时间价值论、风险定价论等等,但从本质上说,它是所有权(或产权)的产物,即在经济活动中任何的资金所有者(或拥有者或供给者)不会毫无代价地将资金交给他人使用。在物价变动的条件下,资金价值的数量变动直接影响着资金持有者的权益大小,这既是实施货币政策的重要成因,也是货币政策调控目标得以实现的重要机制。

资金可通过存贷款金融机构的存贷款活动而不断地被创造。这一过程,与其称为“货币创造”(从而“货币乘数”),不如称为“资金创造”(从而“资金乘数”)^②。二者的主要区别在于,“货币创造”和“货币乘数”过于强调了资金中的货币机能,忽视了资金中的金融机能(尤其是权益关系的效应),由此,可能的实践结果是,为了满足货币政策的要求而影响金融机构的权益要求和金融市场发挥基础性功能的要求。在中国,近年来一个突出的现象是,货币当局屡屡提高法定存款准备金率(2011年4月已高达20.5%),这有利于限制存贷款金融机构的“货币创造”程度,降低“货币乘数”,贯彻货币政策的意图。但在贷款依然是存贷款金融机构经营获利的主要方式、金融监管要求存贷比不得超过75%、1年期存贷款利率明显高于法定存款准备金利率、金融市场中金融工具种类和规模相当有限等条件下,如此提高法定存款准备金率,不仅严重影响着存贷款金融机构经营活动中的资金安排和资金配置,从而影响了他们的经营权益,也给存贷款利率市场化设置了障碍。另一方面,也需注意,不能仅仅从金融资产的角度理解资金的创造过程,否则,可能发生为满足金融机构的运作要求而忽视资金数量对宏观经济运行的影响。

资金,作为金融资产,具有贮藏价值。在以贵金属为资金载体的条件下,资金持有者可根据自己的利益需要,选择将贵金属资金投入经济运行或不投入经济运行(即贮藏);在纸币和电子货币的条件下,资金持有者贮藏资金的方式包括手持现金、银行存款等。但以银行存款(不论活期、定期)方式存在的资金,究竟是一种金融投资还是简单的资金贮藏就不容易区分了,也许只有在零利率条件下才能够较为清晰地看清贮藏特点。资金的贮藏引致了经济运行中的资金分为两类,即流动中的资金和停滞中资金,由此进一步引致了货币口径的差异、货币统计的复杂性和货币政策调控的难度。

(二)资金与金融

对于经济运行中的各类主体,持有多少资金是至关重要的。首先,在市场经济中,持有资金是诸多经济活动的起点。马克思曾经说过:“商品生产,——无论是社会地考察还是个别地考察,——

^① 西方经济学家在“货币”名义下研讨的货币供求与利率高低之间的关系,实际上是“资金”供求与利率水平的关系。

^② 在实践中,银行通过信贷机制投放的资金常常被称为“信用”,由此,在日文中有着“信用乘数”一词。

要求货币形式的资本或货币资本作为每一个新开办的企业的第一推动力和持续的动力”^①。其次,持有资金是各类经济主体持续从事经济活动和扩展经济规模的基本条件。不论对家庭(个人)、厂商、金融机构还是对政府部门来说,可支配的资金不足都可能引致财务风险,甚至陷入经济活动的困境,因此,保持现金流的充足总是不容轻心之事。最后,各种支出、收入和结余等都表现为资金在数量上的变化,因此,资金是进行经济核算的基本对象。

资金是连接金融与实体经济的基本机制。在国民经济中,金融系统存在的实质意义在于推进和服务实体经济的发展,基本职能是通过资金配置促进资源有效配置,同时,化解实体经济运行过程中的各种风险。这些金融职能的发挥以资金为基础。首先,金融通过将实体经济中的资产权益(及对应的权益收益)分离出来并形成相对独立的交易过程,激励了社会各界资金持有者向实体经济部门提供源源不断的资金,由此,从资金面保障和支持了实体经济的发展。其次,通过金融产品的交易,在价格比较和波动中,激励了资金供给者(即投资者)对相关信息的关注和金融产品发行主体资信状况、运作走向和市场行为等的关注,由此,推进了资产结构优化、公司资信评价、信息公开披露、财务制度完善和治理结构提高等一系列问题的解决^②,这同时也是降低实体经济运作风险、提高资金使用效率的过程。再次,金融不仅为权衡实体经济部门运作的机会成本提供了市场标尺,而且为实体经济运行过程中出现诸多的问题提供了解决方案。其中包括资本预算、项目融资、公司并购、资产重组和资产证券化等等。最后,金融成为推进实体经济中资源有效配置(和再配置)的一个主要机制。一个突出的现象是,资金总是向经济效益好、运作效率高和具有良好发展前景的地区、产业和企业集中。

资金是各种金融产品和金融交易的共同基础。首先,资金是金融产品的最原生形式。当资金以现金方式存在时,它的金融性质是未完全确定的。如果以股权投资方式使用,资金转化为股权性资产;如果以借贷方式(包括购买债券、票据和租赁等)使用,资金转化为债权性资产;如果以信托方式使用,资金转化为信托资产;如果以保险方式使用,资金转化为保险资产。其次,资金是金融产品的最基础形式。以现金和活期存款方式存在的资金在价格上是最低的(其利率为零或近乎为零),其他各种金融产品以其性质、风险和期限的不同而高于现金和活期存款。再次,资金既是各种金融产品的起点也是它们的终点。各种金融产品的流动性高低以其转换为资金的速度和程度来界定。流动性高的金融产品,利率相对较低,反之则较高。最后,资金既决定了各种金融产品的同质性明显高于各种实物商品,也决定了各种金融产品之间的替代性和互补性明显高于实物商品。资金的这些金融功能,是货币政策得以影响金融市场各种活动的基础性机制。但在现代金融理论中,常常不注意资金(以及与此对应的货币、信用等)的金融效应(甚至不将资金作为一个基本的金融现象进行分析),由此,导致套利均衡定价模型难以解释资产价格水平的整体波动(尤其是资产价格在明显偏离由预期收益水平决定的高位波动),在一定程度上为金融市场中的投机行为提供了理论上的口实。

资金作为货币资产,维系着由各种金融交易所形成的金融链条。资金充裕,既可推进金融产品规模的扩大和交易价格的提高,也可激励金融产品创新并推进金融交易链条的延伸;反之,资金紧缺,既可抑制金融产品规模、引致交易价格下落,又可抑制金融产品创新和金融交易链条的延伸。金融产品的价格下落,将直接引致持有这一金融产品的金融机构(和非金融机构)的财务损失,甚至陷入财务危机。如果这种金融产品在金融市场中所占比重较大且价格持续下降,就将引致金融

① 引自马克思《资本论》第二卷,中译本,北京:人民出版社1975年版。

② 在历史上,这些问题是在金融交易中提出并在金融交易推动下解决的。参见约翰·S·戈登著《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起》,中译本,北京:中信出版社2005年版。

产品价格体系的整体下落,从而引致众多金融机构的财务亏损和多米诺骨牌效应,甚至引发金融危机。西方国家的此轮金融危机,从金融市场面来看,先是在2007年8月以后普遍地发生了资金链断裂,尽管美联储、欧盟中央银行和相关国家的中央银行不断向市场注入巨额资金,但依然不能有效缓解资金链断裂问题,随后,在金融产品价格体系整体下落的背景下,众多金融机构多米诺骨牌式地发生严重的财务亏损,陷入破产境地,由此,在2008年9月以后次贷危机转变为全面的金融危机。如果前一阶段以降低利率、投放资金为特征,以维系金融交易价格和金融链条,那么,后一阶段则是以股权收购、政府担保(存款兑付)和国际协调为特征,以避免因主要金融机构破产、存款人资金转移和危机进一步深化。但这些措施是否真能有效防范金融危机的再次发生,还有待于今后的实践验证。

四、货币政策:调控资金流量与维护金融秩序稳定

提起货币,人们自然想到货币政策。货币政策作为宏观经济政策的构成部分,不论在理论上还是在实践上都是在第二次世界大战以后才成为一个普遍现象,但有关货币在经济运行和经济发展中的功能问题探讨,就近代史而言,可追溯到200多年前。如果再往前追溯,在中国则可从公元前11世纪的周朝开始(“比西方货币史学者所说的世界铸币术的发明时间要提早四百多年”^①)。在几千年历史中,为了满足商品交易的需要,政府发行了一系列以金属和贵金属为载体的货币(包括辅币)。这些货币发行由国库掌控、以政府信用为保证,具有财政性发行的特点,它有着明显的“货币”特征,相比之下,“资金”特点并不突出。近代随着纸币的出现,法定货币的发行转为金融性发行。在与贵金属挂钩的条件下,纸币在价值上代表着对应的贵金属数量;在与贵金属脱钩以后,纸币发行量成为政府的债务范畴。在中央银行资产负债表中,“货币发行”记入“负债”,与此对应的货币数额在尚未转化为其他资产之前记为“货币资产”,这突出反映了货币发行和使用的金融特性,也表明现代经济中法定货币从最初的创造就已是“资金”。

货币政策以“货币”来定义的主要成因有三:一是发行货币是中央银行的独有权利,也是中央银行资产的主要来源和发挥各项主要职能的资金基础。二是中央银行调控工具的使用以具有货币功能的资产(即资金)为重心,不论是数量机制(包括货币发行量、法定准备金率等)还是价格机制(包括再贷款利率、再贴现率和公开市场业务等)最终都围绕资金数量而展开。三是具有货币功能的资产总量代表着全社会的需求总量。在经济运行中,以购买力体现出来的总需求直接影响着物价和资产价格并由此影响到各类经济主体的切身利益。对于维护经济运行秩序和金融运行秩序的稳定,调控货币资产总量是至关重要的。从中央银行资产负债表上看,在“总负债”中,如果“货币发行”占比较高,表明了中央银行调控能力的主动性较高(且资金直接成本较低),反之,则表明中央银行负债资金大量来自于借款,其调控能力比较被动(且资金的直接成本较高);在“总资产”中,如果中央银行的大部分资产在国内配置,表明了中央银行的主要注意力在于展开国内的经济和金融运行调控;但如果中央银行的大部分资产配置于海外,则表明了中央银行对国内的经济和金融运行调控能力较低^②。

就理论层面而言,货币的内涵是清楚的,可一旦介入实践层面就模糊了。一个突出的实例是:在各国的货币统计中都应将各类存款记为货币范畴。在中国, M_0 为中央银行发行的货币, M_0 +企业等机构的活期存款为 M_1 , M_1 +准货币(准货币由企业等机构的定期存款、城乡居民储蓄存款和其他存款构成)为 M_2 ,因此,在 M_2 中扣除 M_0 之后的剩余部分均为“存款”(以2010年12月底的数字

^① 千家驹、郭彦岗著《中国货币史纲要》,上海人民出版社1986年版。

^② 参见王国刚著《基于资产负债表的央行调控能力分析》,《金融评论》2010年第1期。

为例, M_2 总额为 725774.05 亿元, 其中 M_0 为 44628.17 亿元, 二者差额 681145.88 亿元为各类存款)。由此提出了三个问题: 第一, 就各类主体将资金存入商业银行的行为而言, 对市场上的物价上行是起到推高作用还是抑制作用、对 GDP 的创造是起到推进作用还是抑制作用? 如果起到的是抑制作用, 那么, 这些存款(尤其是定期存款)的增加与货币增加是否属于同类现象(从而, 需要将这些存款列入货币范畴)? 如果起到推进作用, 就需要回答一个逻辑矛盾的问题, 即各类经济主体不购买商品而将资金存入商业银行, 是如何推进了物价走高和 GDP 上行的? 第二, 存款在性质属于各类经济主体的资产范畴, 就“存入商业银行”的行为而言, 是他们彼此分散的自主行为, 中央银行的货币政策是否有足够的力量改变这些资金的归属关系并影响这些经济主体将资金存放于商业银行的行为? 如果没有这种能力, 那么, 为什么将这些存款列入货币范畴和货币政策调控范畴? 第三, 在各类经济主体将持有的资金大量存放于商业银行等金融机构的条件下, 按照 M_2 计算的货币数量将明显增加(由此, M_2 的增长率可能大于 GDP 增长率, M_2 的数值也可能高于 GDP 的数值), 但这是否意味着中央银行的货币投放过多和通货膨胀压力增大, 与此对应, 中央银行是否需要由存款增加引致的货币数量增加实行从紧的货币政策, 又如何实行^①? 将“存款”列入“货币”范畴也许有两个解释: 其一, 各类经济主体的“活期存款”有着支付功能, 发挥着与货币相同的功能, 更何况在现代经济中已不可能存在大额购物继续选择现金支付的方式。但这一解释对定期存款是不合适的(“定期存款”在定期内不可使用, 这决定了它实属金融产品范畴, 其变现能力低于可交易的各种债券, 因此, 也没有货币功能), 即便对活期存款也只有部分的解释力(即对活期存款中沉淀的部分缺乏解释力), 面对中国商业银行体系中各类存款有着 50% 左右为定期存款的结构, 这一理由显然是不充分的。其二, 以存款方式进入商业银行体系的资金在商业银行运作中又使用出去了, 同时, M_2 中大于 M_0 的部分实际上是由商业银行信贷机制所创造的。但从这一角度研讨已不是“存款资金”而是“信贷资金”了。信贷资金的发放属于资金的再创造过程, 既然如此, 为什么不直接将信贷资金的投放规模列入“货币发行量”并以此作为调控货币发行量的政策“抓手”? 由此, “货币发行量”的主要构成内容是“货币”还是“资金”? 从调控“货币总量”角度看, 以“存款”为抓手的效应可能不如以“信贷规模”为抓手。内在机理是, 不论是企业存款、居民存款还是政府存款在增加额和增长率两方面都受到当年新增信贷规模和贷款增长率的直接制约。就此而言, 在实施货币政策中, 也许以“信贷规模”为抓手要比各项货币政策工具更加有效^②。

以“存款”界定货币内涵在实践中遇到的另一个挑战是, 那些不以“存款”名义而在实践中发挥货币作用的资金是否应当列入“货币”范畴? 其中包括: 以“托管”名义存入各家银行托管的资金、与各种理财产品对应的资金、各类商务和交通等一卡通内的资金等等。毋庸赘述, 中国 M_2 以“存款”为主要对象, 只涵盖了经济运行中的一部分资金流量, 未能充分将各种资金包含在内, 这也许形成了对 M_2 内涵进行修补的理由。从更加广泛的视角出发, 应考虑将全社会的资金总量和流动性总量等纳入货币政策的监测范畴。

货币政策的目标在理论层面上似乎也是清楚的, 但一进入实践层面又模糊了。保持币值稳定是货币政策的最终目标, 与其对应, 保持国内物价稳定和对外汇价稳定也就成了货币政策目标的实践“抓手”。在此背景下, 防范和治理通胀(或通缩)屡屡成为货币政策当局的首要任务和经常性工作。但是, 问题随之而来。第一, 在现实经济运行中, “流通中货币数量”(或“货币投放量”)是否是影响物价变动的唯一因素? 从发达国家 19 世纪以后的历史看, 在工业化和城市化进程中物价上行是一个不以人们意志为转移的客观规律, 其中, 既包含了土地价格、劳动力价格、农产品价格和资源类产品等在货币化过程中引致的物价上行, 也包含技术贬值、税收调整、国际市场价格变化(包

① 具体分析可参考王国刚《中国银行体系中资金过剩的界定和成因分析》,《财贸经济》2008 年第 5 期。

② 参见约瑟夫·斯蒂格利茨、布鲁斯·格林沃尔德著《通往货币经济学的新范式》, 中信出版社 2005 年版。

含国际游资投机性炒作引致的大宗商品价格变化)和供求关系变动引致的物价变动。这一系列因素引致的物价变动是否都可通过一国货币政策的调整予以消解?如果答案是肯定的,那么,货币政策就近乎是一个万能政策了(且不说,货币政策以何机制、有何功能来消解这些因素引致的物价变动);如果答案是否定的,那么,可以得出结论,“保持币值稳定”在相当多场合是不可能实现的。这意味着将“保持币值稳定”列为货币政策终极目标是不切实际的。第二,实施货币政策以维护币值稳定的目的何在?是为了维护货币的购买力和政府信用,还是为了维护经济金融运行秩序的稳定?如果是前者,实行固定价格制度也许是最有利的选择,可是这样一来,价格处于非变动中,市场机制也就失去了发挥作用的基本条件。如果是后者,那么,物价稳定从而币值稳定就不可能长期存在,货币政策的最终目标就应进行调整。2008年爆发的国际金融危机给出了一个重要启示——“金融稳定”的重要性丝毫不低于“货币政策”。金融稳定的实质含义是金融运行秩序的稳定。在不影响金融运行秩序稳定的条件,金融市场中交易规模的大小、交易价格的高低、交易活跃程度的强弱以及金融机构的多少等等不应成为影响货币政策选择和货币政策目标的主要因素。同理,如果物价变动尚处于大多数经济主体可承受的范围内,经济运行秩序不会发生实质性不稳定,货币政策也就不见得进入非调整不可的境地。实际上,保持货币稳定,在大多数场合,是“资金”从保值增值角度提出的要求。如前所述,货币是以信用关系为基础以有效反映各种交易物品(包括商品、劳务、金融产品和其他进入交易市场的物品)之间的比价关系为机制以媒介、实现和推进交易为基本功能的经济机能,其本身并无价值界定,也就不存在“币值”的稳定问题。但资金不同,它存在着以货币标价的价值,同时,保值又是最基本的权益要求。由此,“保持币值稳定”这一货币政策最终目标与其说是反映了“货币”要求还不如说是反映了“资金”要求。第三,货币政策作为需求总量的调控政策,在面对物价上行(或下落)走势时,实行从紧(或从松)政策措施中是否只有积极效应没有负面效应?如果答案是肯定的,那么,其内在机理是什么?如果答案是否定的,那么,在选择和实施货币政策中是否需要深入分析和权衡各种利弊关系,以明确实施货币政策的取向、力度、节奏和时间,避免因“松”和“紧”之间的频繁变动(甚至引致经济运行秩序不稳)给相关经济主体权益带来较大的负面损失?

诸如法定存款准备金率、利率等货币政策工具在理论上的分析是不彻底的,在实践中屡屡发生误解或偏差。从法定存款准备金率来看,理论分析停留于提高法定存款准备金率将资金从商业银行收到中央银行手中(由此收紧了银根),但这些资金到了中央银行手中,中央银行如何运用却不再继续分析,似乎一旦资金收紧也就“蒸发”了。事实上,通过再贷款、再贴现、购买外汇资产以及从商业银行手中购买证券等方式,中央银行通过提高法定存款准备金率所收紧的资金是可能回流到商业银行体系的。反之,在降低法定存款准备金率的条件下,中央银行也可以通过减少再贷款、再贴现、购买外汇资产和购买证券等方式,使商业银行系统中的资金保持不变。从利率来看,货币本身没有价值也无追逐收益的内在机制,它对利率高低不可能有反应;对利率高低有反应的应当是资金,利率机制的对应面是资金。长期来,在运用利率机制中有两个问题是没有说清的:第一,“提高利率收紧银根、降低利率放松银根”并未说清“谁提高了谁的利率、收紧谁对谁的银根;谁降低了谁的利率、放松了谁对谁的银根”。这一命题的实际含义应当是“中央银行提高中央银行利率、收紧了中央银行对商业银行的银根;中央银行降低中央银行利率、放松了中央银行对商业银行的银根”。但在中国实践中屡屡发生的是,央行直接决定商业银行存贷款基准利率(相当于“政府给企业定价”),在此背景下,中央银行提高商业银行的存贷款基准利率不见得有收紧商业银行信贷资金的功能^①,反之,中央银行降低商业银行的存贷款基准利率也不见得有放松银根的效应。第二,利率是否能够有效影响资金流量?从此轮国际金融危机的演变历程看,尽管美联储、欧洲中央银行等已将利率降低到近乎为零的程度,但依然没能有效缓解市场中的资金严重不足态势,使经济和金

^① 具体分析可参考王国刚《中国银行体系中资金过剩的效应分析》,《财贸经济》2008年第6期。

融陷入了“流动性陷阱”之中,以至于次贷危机转变为金融危机。2010年11月3日,美联储推出了第二轮量化宽松政策。“量化宽松”政策的推出,标志着运用利率机制调节资金流量的政策已经失效。由此来看,利率政策并非解决资金流量问题的万能机制。

经济运行中的流量资金不足并不一定是资金数量不足。从次贷危机开始,美联储就向金融市场和金融机构投放了巨额资金,试图缓解资金紧缺的状况,但这些资金并没有切实地流向实体经济部门和资金紧缺的金融机构,而是通过商业银行等金融机构又存入了美联储。在这种背景下,要走出“流动性陷阱”,使资金数量转变为资金流量,仅靠货币政策的放松是不够的,还必须着力实施刺激经济的财政政策,以提高金融机构向实体经济部门供给资金的信心和投资者投资于金融市场的信心。从这个意义上说,货币政策的选择和实施必须关注全社会的资金流向、流速和流量以及相关的影响因素。

五、金融监管:防范资金流断裂和维护金融运行秩序

防范和化解风险是金融监管的重心所在,也是金融活动得以存在和发展的经济根据。2008年以后的国际金融危机更是强调了防范和化解风险的重要性。就风险而言,一方面风险是客观存在的。每一项经济活动或金融活动都存在对应的风险,同时,风险是不可消灭的:不存在无风险的经济活动或金融活动(只有在某种经济活动或金融活动消失的条件下,与其对应的风险才可能消失)。在此背景下,风险只能通过各种机制予以防范和化解。另一方面,金融是识别、评估(或度量)、组合(或分散)和管理风险的基本机制,因此,风险的发生条件、大小、走势和效应等常常通过金融机制而显示并通过金融机制而化解。金融风险主要有三个来源,即实体经济部门转移到金融部门的风险、金融部门运作过程中产生的风险和海外传导进入的风险。在理论上“风险”较多地被定义为“不确定性”,但在实践中“风险”常常被理解为“可能发生的损失”。尽管经济损失可以用实物、生产能力、销售额和企业破产等衡量,但从价值的可比性和财务机制出发,比较普遍的还是用资金计量。由此,维护资金安全(换言之,防范和化解风险资金风险)就成为金融监管的一个重点。

在理论上,金融风险可分为系统性风险和非系统性风险。这些风险本来是针对金融市场而言的,但因金融市场的系统性风险可能给宏观经济运行带来严重的后果,2008年的全球金融危机就是在美国资产证券化市场发生严重的系统性风险的背景下爆发的,所以,金融的系统性风险就具有了宏观意义。另一方面,非系统性风险在某些条件下可能演化成系统性风险。此轮美国金融危机中,一些大型金融机构陷入经营困境,由于其业务面和对金融市场的影响力过大,一旦倒闭破产可能引致系统性风险,从而出现了“大而不能倒”的现象,同时,也引致了对系统重要性金融机构的关注。为了避免金融风险给国民经济运行带来严重影响,宏观审慎监管的要求应运而生。

有一个问题是值得深入探讨:如果说对1家金融机构而言,财务亏损未必一定引致倒闭,但资金断裂(或现金流断裂)从而缺乏偿付(或兑付)到期债务能力必然引致破产的话,那么,这种微观的非系统性风险是通过何种机制转化为系统性风险的?金融系统犹如生命体,资金是这一系统的血液。资金流动推动着金融产品、金融机构和金融市场的运动从而整个金融系统的生命运动。一旦资金在某个点停止了运动,就将在金融系统中造成一个梗阻点;资金停止运动的“点”越多,金融系统中的梗阻点就越多;如果这些梗阻点形成了“片”(甚至“网”),金融系统的崩溃从而系统性风险的发生就为期不远了。这些梗阻点主要发生在金融市场和金融机构两方面。金融市场是资金供给者与资金需求者通过金融产品实现交易的场所,金融产品的交易规模、价格、活跃程度等等,既受到金融产品特性制约,也受到资金供给数量制约。一旦资金紧缺,金融产品的交易规模、交易价格和成交数量等就将严重降低;在资金缺乏的场合,金融产品的交易不可能实现,金融市场将呈现有行无市的状态。另一方面,证券、保险、信托和租赁等类型的金融机构是资金的需求者,一旦缺乏资

金供给,现金流断裂,他们的经营活动就将陷入财务危机;存贷款金融机构虽然具有资金的创造功能,但这种创造功能也基于资金供给(例如,没有存款就不能创造贷款)。引致资金流量大面积梗阻的直接成因比较复杂,从直接观察角度看,主要有三:一是当某种或某几种金融产品价格走势呈现大幅下落时,投资者或因严重亏损已缺乏资金或不愿意继续增加资金投入,引致这些金融产品的价格加剧下行,使得与这些金融产品交易对应的资金流动停止,这些金融产品因缺乏交易资金而成片“坏死”,成为有毒资产。二是当某家或某几家金融机构在经营活动和市场运作中严重亏损引致资金短缺时,因无力偿付到期债务牵连到相关金融机构的资金流断裂,使得后者也陷入由资金紧缺引致的财务危机困境,由此,在资金链断裂背景下,一大批金融机构相继陷入“坏死”境地。三是在上述一种情形发生或两种情形同时发生的背景下,拥有资金的金融机构和投资者担心厄运降临,不愿意向金融市场投入资金,也不愿意继续向其他金融机构放出资金,宁愿将资金停留自己手中(或存入中央银行),由此引致对应数量的资金停止流动。在美国次贷危机转变为金融危机过程中和金融危机深化过程中,这三种情形相继发生又几乎同时存在。由此来看,单家金融机构或单一金融产品引致的资金风险并不可怕,它也不至于转化成系统性风险,但如果由此引致的资金流断裂有着“由点成片”的危险,那么,非系统风险就可能转变为系统性风险。从这个意义上说,金融监管的重心不在于防范单家金融机构或单一金融产品中存在的微观风险,而在于防范由非系统风险引致的资金流成片断裂。

在市场竞争中,优胜劣汰意味着必然有一些金融机构可能“出局”。所谓“大而不倒”,担忧的是,有着众多客户的大型金融机构一旦发生破产倒闭事件,将给经济金融运行秩序造成重大冲击,由此,提出了强化对系统性重要金融机构的监管问题。从中国的实践经验看,在有效安排好业务转移从而客户转移的条件下,个别大型金融机构的破产倒闭不会对正常金融运行秩序产生太大的冲击,更不可能引致金融危机。因此,“大而不能倒”的真实含义,不是指某家大型金融机构在市场竞争中不能倒闭破产,而是指应避免由此发生资金流断裂所引致的多米诺骨牌效应。

为何要防范和化解金融风险?基本理由是,一旦金融风险大面积发生,不仅将严重扰乱正常的金融运行秩序(从而引致金融危机),而且可能给实体经济运行以严重冲击甚至引致经济危机。在金融实践中,通过对历史经验的总结和现实活动的监管,对那些可能引致系统性风险的金融行为通常的选择是运用法律等制度机制予以禁止,在这方面,金融监管的重心在于依法监管,坚决打击各种违法违规的行为。但金融活动毕竟是一个纷繁复杂的过程,其中又有诸多的创新在不断展开,鉴此,金融监管就不能停留于执法层面,还必须建立必要的预警机制和应急机制,将各种可能引致系统性风险的现象和行为纳入监控视野,以防范于未然。但这并不意味着,金融监管需要将金融运行中的所有风险都纳入监管范畴,实际上,大量非系统风险或微观风险应交由具体的金融机构自己承担,否则,这些金融机构的经营运作将处于财务软约束境地,金融监管将陷入“一管就死、一放就乱”的境地。真正应纳入金融监管范畴的是,金融机构之间的资金流量、流向和流速,金融机构与金融市场之间的资金流量、流向和流速,目的在于防范资金流的成片梗阻。

金融交易围绕各类资产权益的未来收益而展开,资金在其中的作用与一般商品交易大致相同。与此对应,金融监管的侧重点应当是金融市场中的各种交易行为,其目的在于维护金融市场在公平机制下运行。金融交易并不创造价值,但有着引致资产价值在参与者之间重新分配的功能。在交易中,获利方所得到的收益或者由证券发行人提供(如债券利息、股息等)或者来源于交易对手方的资产价值转移,因此,金融交易本身并非国民财富的创造过程,也不具有财富效应。从直接关系上看,资金在交易中似乎只起计价、媒介、支付和结算等货币作用,但资金还代表着需求,资金数量对交易价格的形成有着至关重要的影响,同时,对交易各方来说,资金是资产的一部分,交易运作的盈亏通常以资金计量,因此,资金流量和流向成为金融交易中重新分配资产(或财富)的一个

主要载体。所谓风险,对金融市场参与各方来说,实际上是以资金计量的资产价值可能面临的损失;对金融市场来说,关键是资金的流入是否合法有序从而市场运行秩序是否稳定。在金融市场运行秩序稳定的条件下,参与者可以根据自己的能力和各方面信息形成最基本的预期并以此为基础展开交易活动;在运行秩序不稳定的条件下,不仅可能引致参与者的操作预期难以有效形成,而且可能引致多数参与者从避免金融资产价值损失出发选择运作策略,加剧市场走势不稳的趋势。金融监管并非金融调控。从货币政策属于宏观调控机制中引申出“金融调控”是不合逻辑的。事实上,金融调控的目标、工具和机制等都无法明确界定。在“金融调控”名义下,金融监管部门根据自己的偏好,选择政策机制和行政机制对金融市场走势施加影响,不仅将扰乱市场参与者的预期、交易活动状态和金融产品价格,而且可能引致资金流的点状梗阻乃至片状的梗阻从而产生更加严重的风险。

在金融市场中,价格机制处于核心地位。每种金融产品的价格不仅直接连接着对应的交易各方权益,而且与其他金融产品的价格相关联。每种金融产品的价格在结构上均有着由其特定的权益、成本、时间和风险等一系列因素决定的构成(其中包含着阻止损失的机制),但同时这些因素在价格形成中又与其他金融产品的相关因素相协调。例如,在一级市场上,债券的定价既考虑到了发行人的资信状况、债券期限、发行规模、发行人和持有人的分别权益、先前已发行债券的定价水平等因素,也考虑到了存贷款利率及其走势、二级市场交易状况、经济基本面走势、资金面状况和政策面可能的变化等因素。在二级市场上,拆借利率、债券价格、股票价格和其他产品价格的形成,既与发行市场的各类价格相连接,也受到交投各方力量所形成的供求关系影响,还受到中央银行利率、存贷款利率、资金面状况、经济基本面走势等诸多因素的制约。值得一提的是,各种金融产品以风险-收益关系为基础形成的“均衡”价格体系并非如数学方程式所表述的恒等式,它实际上只是一个趋向均衡而永远不可能达到均衡的非均衡过程,因而,是一个在不断波动中调整的过程。就此而言,金融监管需要着力关注的不是或几种金融产品的价格波动走势,而是各种金融产品在交易中所形成的价格趋于均衡的稳定运行,应特别重视各种金融产品之间的价格关联,避免对某种(或某几种)金融产品价格过度监管所引致的价格体系扭曲。另一方面,金融产品价格的高低必然受到对应的资金数量影响,因此,金融监管需要特别关注由社会游资投机性炒作引致的一种或几种金融产品价格的大起大落走势,防范由资金流变化引发的金融市场风险。

利率是资金的基本价格,利率变化直接影响着资金的流量、流速和流向。利率市场化是金融产品价格市场化的基础性条件,在缺乏市场利率体系的条件下,金融产品的价格体系难以有效形成,也很难充分有效地发挥配置金融资源的基础性作用。在中国,活期存款利率界定了各种金融产品的最低利率水平(即零利率),定期存款利率也界定了对应期限固定收益证券的最低利率水平。形成市场利率,既需要改革由政府部门直接决定金融机构存贷款利率的管制机制,需要提高金融机构对市场利率的应对能力(其中包含金融机构的财务硬约束、对市场利率的预期能力、对金融产品的定价能力以及防范和化解利率风险的能力等等),也需要提高中央银行调控市场利率的能力、提高监管部门监控市场利率走势的能力,还需要社会各界包容由利率市场化引致的利益格局调整。利率的市场化过程是各种金融产品在市场运行中重新定位和形成新的价格体系的过程,它必然要求相关各方的取向、利益、行为和资产负债表等诸多方面的重新调整,因此,不能操之过急,应渐进稳步地推进,以免给经济社会运行带来不利的冲击。

创新是金融发展的基本动力,也是金融提高服务质量和深度的客观路径。金融创新是对已有规则的突破,必然对原有的金融运行秩序产生冲击,要求调整和完善金融监管框架。20世纪70年代末从美国起步的金融创新,在推进金融发展的同时也给2007年以后的次贷危机和金融危机留下了隐患。这方面的教训是,金融监管的创新未能跟上金融产品创新和金融市场创新,出现了

金融创新过度的现象和金融创新脱离实体经济发展要求的现象。对中国而言,金融创新中的主要问题不是“过度”而是“不足”,为此,适当放松对金融机构的管制,从机构监管为主转向功能监管(或行为监管)为主,为金融创新提供一个较为宽松的监管环境,是金融监管体制改革深化的一个重要方面。在此背景下,随着金融机构在产品创新和市场创新等方面的深化,监管体制机制需根据新的变化进一步调整完善,尽管如此,对金融市场和金融机构的资金流动状况实施监管,是一个不变的取向。

六、政策含义简述

就范畴而言,在性质、对象、机制和功能等方面,货币和金融分属不同的领域,二者不可相混。但二者都建立在“货币资产”(即资金)的基础上并与资金的运作紧密相连,由此,由资金特性所决定并通过资金路径,二者又连为一体,形成了“货币金融”的统一构架,这是引致理论上的货币经济学和金融经济学难以准确划分、实践上的货币政策调控和金融监管难以明确界定的主要成因。但如果不是着眼于资金,货币和金融从而货币政策和金融监管的边界还是可以依据各自的界定予以划分的。这一划分的政策含义包括:

实现金融政策与货币政策的相对分离。金融与货币分属不同范畴。如果说货币政策是一个影响各个产业从而国民经济总量关系的宏观政策的话,那么,金融政策则是影响金融产业发展和金融市场发展的政策,它具有很强的微观性质。货币政策有着比较明确的政策目标和政策工具,但金融政策很难有长期固定的政策目标,也缺乏始终不变的政策手段。因此,不能从货币政策具有宏观调控功能中推演出金融政策也属于宏观调控政策(更不能将金融政策置于货币政策范畴内)。从某一具体的金融产业(如银行业、证券业、信托业和保险业等)政策来看,虽然可能具有某种宏观经济效应,但并不具直接属于宏观经济从而宏观调控范畴。对金融市场中的各种交易活动、金融创新和金融发展来说,维护市场运行秩序稳定是金融监管的基本目标和主要工作内容。

在实现金融监管与货币政策分离的条件下,应重视以资金为基点协调货币政策和金融监管的配合。一方面货币政策需要将国民经济运行中的资金总量(包括流量、流速和流向)纳入调控视野,与此对应,需要将存贷款金融机构创造资金的活动纳入货币政策调控的范畴。由此,应将城乡居民储蓄存款中的活期存款转纳入 M_1 范畴,弱化 M_2 在货币政策调控指标体系中的地位,建立全社会资金总量、流动性总量等监测指标体系。那种“只管货币、不管金融”的货币政策取向,是不符合实践过程的,也是难以切实贯彻的。但值得注意的是,将存贷款金融机构创造资金的活动纳入货币政策调控范畴,并不意味着应当运用行政机制直接管制这些金融机构的存贷款业务活动,应更多考虑的是运用中央银行利率、再贴现率等价格机制和公开业务操作等机制来间接影响存贷款金融机构的相关业务活动。另一方面,金融监管部门需要将资金在金融机构的流出入、金融机构之间的资金流动状况和金融市场的资金流出入等纳入监管视野,建立对应的监测指标体系,关注相关的资金流动情况,防范异常的资金流动,防止游资的恶意炒作,维护金融运行秩序的稳定。存贷款金融机构的贷款过程同时就是资金的创造过程,因此,应予以特别监管。除了严格资本充足率管理、控制存贷款比例、完善贷款拨备机制和防范不良贷款等外,监管举措还应扩展到资产负债结构的变化、贷款余额的结构变化、新增贷款的流向和流速、资金流的梗阻等方面。值得注意的是,存贷款毕竟是这类金融机构的主要经营业务,直接影响着它们的权益和经营发展,也存在着各种复杂的行为和运作风险。因此,金融监管的重心不在于贷款数量,而在于贷款的流向和流速,防范存贷款金融机构违法违规地发放贷款,促使贷款质量的提高和存贷款金融机构的资产结构优化。

建立以资本市场为基础以商业银行为主导的金融体系,加快证券、保险和信托等金融产业发

展,推进间接金融为主格局的转变^①,减弱存贷款金融机构在金融体系中创造资金的能力,强化资本市场配置金融资源的能力和效率,将逐步深化和推进货币和金融的分离,有利于进一步完善货币政策和金融政策的协调配合。

利率市场化是实现金融监管与货币政策分离的基础性条件之一。改变存贷款利率的行政管制和政府定价,是利率市场化推进过程中的难点。其中一个关键之点是,应充分发展存贷款的替代品,尤其是各种固定收益证券中的公司债券。由于固定收益证券的利率对于资金供给者和需求者是同一价格,因此,对存贷款中的不同利率有着直接的冲击和替代功能。但在固定收益证券规模较小的条件下,这种替代功能的发挥极为有限,存贷款利率的差别状况就将延续。另一方面,在固定收益证券未能充分发展的条件下,资金需求者对债务性资金的需求比较集中地体现为对贷款资金的需求,由此,也就很难提高他们与贷款发放机构之间的谈判能力。要改变这种状况,就必须扩展资金需求者的融资选择权,使他们能够至少在发行公司债券与获得银行贷款之间进行选择。

金融监管与货币政策的协调配合,并不意味着金融监管在取向、力度和机制上需要与货币政策完全一致。金融活动具有相对独立的市场规则,它的状况对实体经济的结构调整 and 战略发展有着至关重要的影响。在金融交易中,金融活动形成了一系列具有独自特点的规则,不可能简单地按照货币政策调控的要求来安排金融监管。正如货币政策调整并不直接要求实体经济部门的供给(生产规模、营销规模等)调整一样,货币政策调整也不直接要求金融交易规模的调整。货币政策调整对金融活动的影响是一个间接的过程,对不同类型的金融交易影响也不尽相同。那种强调,在实行紧的(或松的)货币政策条件下,金融监管部门应当对应地实施收紧(或放松)债券、股票、共同基金、理财产品、信托产品、保单和其他金融产品发行规模、交易规模的政策主张,实际上混淆了金融和货币的关系,是不可取的。

参考文献

- 陈雨露、汪昌云(2006):《金融学文献通论》,中国人民大学出版社。
- 博迪,兹维;罗伯特·C·莫顿(2000):《金融学》,(中译本)中国人民大学出版社。
- 杜阁(1961):《关于财富的形成和分配的考察》,(中译本)商务印书馆。
- 弗里德曼,米尔顿(1991):《弗里德曼文萃》,(中译本)北京经济学院出版社。
- 弗里德曼,米尔顿;安娜·施瓦茨(2009):《美国货币史(1867-1960)》,(中译本)北京大学出版社。
- 格利,约翰(1994):《金融理论中的货币》,(中译本)上海三联书店。
- 汉达,杰格迪什(2005):《货币经济学》,(中译本)中国人民大学出版社。
- 黄达(1999):《黄达文集》,中国人民大学出版社。
- 黄达(2003):《金融学》,中国人民大学出版社。
- 坎兰(1962):《亚当斯密关于法律、警察、岁入及军备的演讲》,(中译本)商务印书馆。
- 克特,布莱恩(2005):《金融经济学》,中国金融出版社。
- 勒罗伊,斯蒂芬;简·沃纳(2003):《金融经济学原理》,(中译本)上海财经大学出版社。
- 罗西斯,斯蒂芬(1991):《后凯恩斯主义货币经济学》,(中译本)中国社会科学出版社。
- 马克思(1975):《资本论》,(中译本)人民出版社。
- 米什金(1990):《货币、银行和金融市场学》,(中译本)中国财政经济出版社。
- 米什金(1998):《货币金融学》,(中译本)中国人民大学出版社。
- 千家驹、郭彦岗(1986):《中国货币史纲要》,上海人民出版社。
- 斯蒂格利茨,约瑟夫;布鲁斯·格林沃尔德(2005):《通往货币经济学的新范式》,(中译本)中信出版社。
- 王国刚(2008):《中国银行体系中资金过剩的界定和成因分析》,《财贸经济》,第5期。
- 王国刚(2010):《基于资产负债表的央行调控能力分析》,《金融评论》,第1期。
- 王江(2006):《金融经济学》,(中译本)中国人民大学出版社。
- 王松奇(2000):《金融学》,中国金融出版社。

(责任编辑:赵一新)

^① 需要指出的是,一些人常常将直接金融与间接金融相对应,认为弱化间接金融为主的格局,就是大力发展直接金融。实际上,在金融体系中,除了直接金融和间接金融之外,还有既不属于直接金融也不属于间接金融的领域和资金,如保险、信托等。在弱化间接金融为主格局中,这些金融产业也需要加快发展。