

金融边界理论初探*

杨秀萍 白钦先

〔摘要〕金融边界理论的实质与核心是金融相对于实体经济发展具有约束边界;约束边界具有客观限定性、质与量的规定性、层次性、动态性和模糊性等特征。本文遵循金融产生于、依存于、服务于实体经济的金融与实体经济关系的哲学理念与思想,较为全面而系统地梳理了国内外接近金融边界思想的研究成果;对金融的本质、本源与归宿进行了认真的研究与再认识;全面、深入、系统地揭示和阐述了金融边界的客观性等若干特征;探索性地、尝试性地构建了金融边界理论假说模型;提出了金融边界视角的金融宏观调控与管理的政策建议。在金融发展日益凸显“脱实向虚”的趋势下,金融边界理论对国家坚守“实体经济更实,虚拟经济不虚”之铁律的金融发展战略决策的顶层设计具有借鉴意义。

关键词: 金融发展 实体经济 金融边界

JEL 分类号: E50 G12 O42

一、问题的提出

金融边界理论命题,一是基于金融与实体经济的关系提出的;二是基于金融的本质提出的;三是基于金融发展理论的完整性提出的。金融边界理论问题是一个古老而又全新的重大前沿性课题,理论界对这个问题的研究是滞后的,但又是无法回避的。在经济金融日益一体化、全球化,科学技术尤其是电子技术日新月异,金融过度自由化、虚拟化、衍生化以及日益“脱实向虚”的背景下,这一问题就更具有鲜明的时代挑战性,极端的战略重要性和尖锐的国家经济金融安全性以及深入系统研究的紧迫性。20世纪后期到21世纪前十年,金融危机频发,特别是1997年亚洲金融危机和2007年美国次贷危机的爆发,对实体经济的影响巨大。金融危机正是金融过度发展的恶果,表现在:相对实体经济发展的需要,金融发展过度超前,金融自由化程度超过了实体经济可承受度,金融创新成了脱缰的野马使金融监管力不从心,金融市场的非理性繁荣助推金融资产价格过度偏离基础价值,金融泡沫过度膨胀。所有这些,都集中指向一个问题:金融偏离实体经济运行有无约束边界?如果有,边界在哪里?我们如何驾驭日新月异飞速发展的金融创新?如何调控金融运行不偏离支持实体经济发展的轨道?如何防止金融“脱实向虚”,坚守金融依存依赖于服从服务于实体经济之铁律?要回答这个问题,就要重拾金融与实体经济的关系问题,就要搞清楚金融的本质究竟是什么?就要解决为什么现有的金融理论不能很好地预测金融危机的到来,从而有力地防范金融危机。而就金融发展理论本身来说,金融边界更是其应有之义。因为,在市场机制驱动下,金融具有偏离甚至脱离实体经济独立发展的某种趋势与特征,那么,这种偏离或脱离有无约束边界?理论上是必须回答的问题。这是金融相对实体经济发展的“度”的问题。从这个意义上,金融边界理论既是金融的基础理论,更是金融发展理论的基础。没有金融边界理论在内的金融发展理论是不完整的。

* 杨秀萍,沈阳师范大学国际商学院金融系主任,教授,经济学博士;白钦先,辽宁大学国际金融研究所所长,教授,博士研究生导师。本文是辽宁省社会科学规划基金项目“金融偏离实体经济运行的约束边界理论研究”(批准号:L14BJL026)的阶段性成果。

金融边界问题,是金融发展^①偏离实体经济究竟应该有多远的可能性边界问题,是金融功能的“过犹不及”的问题。在边界以内是金融配置或发展不足,在边界之外会酿成金融危机,历史上历次金融危机便是金融过度发展超越可能性边界酿成的灾难性后果。现代经济发展的特征是:实体经济发展到哪里,金融便随之扩展到哪里,即哪里有经济哪里就会有金融。反之,金融发展到哪里,未必经济就发展到哪里。金融无所依托之际,便是金融危机到来之时。实践上的金融危机实际上是金融理论的危机,金融理论亟待创新、拓展与提升。因此,金融边界理论的研究,正是为了弥补目前金融发展理论中关于金融边界理论研究的空白而进行的探索性尝试,期望在实践中能够为国家金融发展战略和决策的顶层设计提供坚实的理论基础。

二、国内外金融边界理论溯源与文献综述

称其为理论溯源,是因为直接以金融边界作为研究对象的成果鲜见,故此,与其说是文献综述不如说是理论溯源。作为金融发展理论的基础理论或者不可缺少的组成部分,有关金融与经济理论的研究中,接近金融边界的思想,都可以作为金融边界理论研究的渊源。

(一)马克思的利息、货币信用和虚拟资本理论及评述

1.马克思关于利息的实质和利润是利息的最高界限的理论。马克思在他的《资本论》中是这样分析利息的:“利息只是利润的一部分,……,这个部分要由产业资本家支付给货币资本家,所以,利润本身就成为利息的最高界限,达到这个最高界限,归执行职能的资本家的部分就会等于零”。马克思关于利息的实质和利润表现为利息的最高界限的理论对我们研究金融边界理论深有启发。现代经济中,利息率成为一个尺度:对于实业投资来说,如果投资回报率不大于利息率则根本不需要投资。因此,作为投资的机会成本,利息不仅是投资增值的最低限度,利息率也成为了调节货币资本的投向与需求的风向标,成为调节金融投资与实业投资的核心变量。实业投资是国民经济的基础投资,要保证这个基础投资,利率边界调控至关重要。因此,马克思“利润成为利息的最高界限”的理论,对构建金融边界理论意义重大。

2.马克思关于信用的最大限度等于产业资本的最充分动用的理论。马克思在《资本论》中论述信用产生虚拟资本并与实际生产的关系时指出:“信用的最大限度,等于产业资本的最充分的动用”。信用是以实际生产过程的扩大为基础的,“只要再生产过程不断进行,从而资本回流确有保障,这种信用就会持续下去和扩大起来”。马克思的论述某种意义上已经指出了信用产生虚拟资本的“量”是有边界的,即作为产业资本得到最充分的运用,这才是“信用的最大限度”,突破了 this 限度,信用将“脱实向虚”。因此,信用最终不能脱离实体经济,是以实体经济的扩张为基础的。马克思关于信用的最大限度等于产业资本的最充分动用的理论,为我们研究金融边界理论奠定了坚实的基础。

3.马克思关于虚拟资本及其市场价值独立运动的理论。马克思在《资本论》中分析了虚拟资本具有脱离现实资本独立运动的特征和价格决定的特殊性,指出:股票、债券等一切资本所有权证书,虽然只是“现实资本的纸制复本”,但可以依托于现实资本定期获得收入,而且还可以脱离现实资本独立运动,在证券市场流通转让。虚拟资本的“市场价值部分地有投机的性质,因为它不是由现实的收入决定的,而是由预期得到的、预先计算的收入决定的”。马克思关于虚拟资本及其市场价值独立运动的理论,对我们研究金融资产由于其固有的价值虚拟性特征及价值决定预期性特征,使其可以脱离实体经济独立运动具有重要的指导意义,启发我们探寻独立运动的约束边界。

^① 金融发展亦可用金融资源配置、金融运行来表示。因为作为与实体经济相对应的范畴,金融发展、金融运行的实质和核心就是实现最优化的金融资源配置。文中根据分析需要对这三个概念是互用的。

(二)金融发展理论及评述

金融发展理论作为一个理论体系的形成,是在20世纪70年代。金融发展理论研究的是金融发展如何适应经济发展需要的问题,由此产生了戈德史密斯金融结构论中的“金融相关率”思想,麦金农和肖的“金融深化论”,斯蒂格利茨等新凯恩斯主义者的“金融约束论”等理论思想。

1.戈德史密斯金融结构论中“金融相关率”思想。1969年,美国经济学家戈德史密斯(Raymond W. Goldsmith)出版了《金融结构与金融发展》(Financial Structure and Development)一书,他在对工业化样本国家跨越200年的金融发展历史比较研究中,对金融发展的一般规律给出了独创性的见解。其中最著名的是“金融相关率”(Financial Interrelation Ratio, FIR)指标。金融相关率是“全部金融资产价值与全部实物资产(即国民财富)价值之比”。指标中,国民财富用国民产值代替。他指出:“金融相关比率的变动反映的是金融上层结构与经济基础之间在规模上的变化关系”。并指出:“在一国的经济发展进程中,金融上层建筑的增长比国民产值及国民财富所表示的经济基础结构的增长更为迅速。因而,金融相关比率有提高的趋势”。但是,“一国金融相关比率的提高并不是无止境的,实际观察与理论研究都表明,一旦到达一定的发展阶段,特别是当金融相关比率达到1~1.5之间时,该比率就将趋于稳定”。并指出,长期来看,“经济与金融的发展之间存在着大致平行的关系”。戈德史密斯关于金融相关率(FIR)的分析,对金融边界理论研究,意义重大。比如,他分析的金融资产总量的增长相比实物资产总量增长要快,意味着金融发展可以超前于经济发展。问题是:金融可以超前到什么程度?正是本文要探讨的问题。他分析金融相关率(FIR)具有上升趋势,但这种上升的趋势不是无限的,而是有其上限的,即在1~1.5区间。而根据这一上限,可以看出,现在所有发达国家均已告破,有的甚至突破2倍及以上。一些发展中国家也早已超出了此上限。因此,我们是否有理由认为,现代金融危机的爆发正是与金融的过度发展有关,金融发展确实存在着约束边界。

2.麦金农和肖的“金融深化论”。1973年,美国经济学家麦金农(Ronald I. McKinnon)和肖(Edward S. Shaw)分别出版了《经济发展中的货币与资本》和《经济发展中的金融深化》,在这两本书及以后发表的文章中,麦金农和肖分别分析了发展中国家金融压抑的原因,均提出发展中国家应该减少政府对金融的干预,进行金融体制改革。肖从金融中介的角度出发,麦金农从“导管效应”的角度出发,得出了相同的结论,即改革的核心是放开利率管制,实行金融自由化。理论界将其统称为“金融深化论”。实践中,按照他们的理论,发展中国家金融改革出现了偏离经济发展阶段的操之过急问题。自20世纪80年代初开始,巴西、阿根廷等国家先后出现了金融恐慌和银行倒闭事件,造成了严重的债务危机,最终影响到本国和其他国家的经济秩序和金融秩序。这些问题的出现使人们认识到,金融发展对经济发展具有促进作用是有条件的,如果不考虑经济发展的现实就盲目地推行金融自由化,会带来严重的后果。正如麦金农在《经济自由化的顺序——向市场经济过渡中的金融控制》一书序言中指出的:“对一个高度受抑制的经济实行市场化,犹可在雷区行进,你的下一步很可能就是你的最后一步”,对我们构建金融边界理论启迪深刻。

3.斯蒂格利茨等新凯恩斯主义者的“金融约束论”。1997年,以美国经济学家斯蒂格利茨(Joseph Eugene Stiglitz)为代表的新凯恩斯主义者在反思金融深化论的金融自由化由于市场机制会出现失灵而难以实现中,提出了主张政府适度干预的“金融约束论”(Hellmann, Murdock and Stiglitz, 1997),也对金融边界理论的构建提供了有益的启示。

(三)明斯基的“金融脆弱性假说”及评述

美国经济学家海曼·明斯基的“金融脆弱性假说”(Financial Instability Hypothesis)通过对企业融资模式的分析,得出了经济处于紧缩周期时高负债融资将带来金融体系的不稳定(Minsky, 1982)。他将企业融资类型分为三种:第一种,套期融资企业(Hedge-financed Firm),即企业根据自己未来的现金流获得银行贷款。第二种,投机融资企业(Speculative-financed Firm),即企业未来的

现金流一旦不足以偿还到期债务时,可以通过再融资,或者债务重组等方式履行承诺。第三种,庞氏融资企业(Ponzi-financed Firm),即企业没有良好预期现金流,需要通过“借新还旧”维持运转。他指出:套期融资企业最为安全,投机融资企业在金融市场紧缩情况下会出现财务恶化,而庞氏融资企业风险最大,时刻都有可能面临破产倒闭的危险。明斯基指出:经济体系处于不稳定周期,二、三类企业所占比例较高,会增加金融体系的脆弱性,因而主张政府应积极地实施干预政策。“金融脆弱性假说”关注经济周期和金融体系的脆弱性的关系,启发我们可以合乎逻辑地得出:金融的脆弱性决定了金融运行的限度性,即金融运行具有约束边界。因此,“金融脆弱性假说”对我们构建金融边界理论,强调金融对实体经济的依赖具有借鉴意义。

(四)金融危机理论及评述

过度金融会导致金融脱离经济基本面的支持,因而也就超出了金融可以发展的合理限度,进而引发金融危机。关于这一过程的发生机理,理论界提出了若干理论,其中,较有代表性的、解释力较强的是乔纳森·特南鲍姆的“倒金字塔”式结构理论和“三代金融危机模型”。

1.乔纳森·特南鲍姆的“倒金字塔”式结构理论。金融发展能够促进经济发展,这是金融发展理论的基本思想。但是,是否在任何限度内金融发展都可以促进经济发展呢?如何处理和摆正二者的关系呢?德国学者乔纳森·特南鲍姆做了专门的研究。他强调以物质经济为主导的必要性,主张金融发展应该从属于实体经济发展,为实体经济发展服务。认为如果一个经济体的经济构成模式是金融资产总量远远超过实体经济的总量的“倒金字塔”式结构(见图1),最终必将导致金融危机(特南鲍姆,1995)。

乔纳森·特南鲍姆的思想,对我们研究金融发展的边界理论深有启发,他的理论分析,为我们正确理解金融发展和经济发展的关系,探寻金融发展的约束边界提供了理论基础和有益的借鉴。

2.三代金融危机理论。克鲁格曼于1979年推出了货币投机性冲击理论,被理论界称为第一代金融危机理论模型。奥伯斯特菲尔德于1994年推出预期自致模型而被理论界称之为第二代金融危机模型。1997年东南亚金融危机爆发,发展中国家在存款担保基础上过度借债的问题暴露突出,克鲁格曼又推出了金融危机的道德风险模型,被理论界称为第三代金融危机模型。该模型认为:经济与金融市场过度开放也导致企业和金融机构投资需求过度。外国金融机构在相信政府“担保”,相信国际机构救助的前提下,迎合了企业和金融机构投资的愿望,最终导致资产泡沫,并以危机收场。这是典型的道德风险。克鲁格曼由此提出了金融过度(financial excess)的概念。并指出:金融过度使金融体系的脆弱性加剧,还会导致泡沫破裂后的外资退出,导致汇率制度崩溃,因而金融危机得以发生。根据道德危机模型我们得到的启示是:过度的金融扩张会导致金融危机。因此金融市场应适度开放。这实质是金融资源合理配置问题。



图1 “倒金字塔”式结构

该模型认为:经济与金融市场过度开放也导致企业和金融机构投资需求过度。外国金融机构在相信政府“担保”,相信国际机构救助的前提下,迎合了企业和金融机构投资的愿望,最终导致资产泡沫,并以危机收场。这是典型的道德风险。克鲁格曼由此提出了金融过度(financial excess)的概念。并指出:金融过度使金融体系的脆弱性加剧,还会导致泡沫破裂后的外资退出,导致汇率制度崩溃,因而金融危机得以发生。根据道德危机模型我们得到的启示是:过度的金融扩张会导致金融危机。因此金融市场应适度开放。这实质是金融资源合理配置问题。

(五)白钦先金融发展理论中的金融边界思想及评述

1.白钦先“金融资源论”中的金融边界思想。“金融资源论”是白钦先教授经过20多年的潜心研究,在深刻揭示现代金融的本质特征及金融所具有的战略意义的基础上,创造性地提出的新金融观。20世纪70年代以来,金融危机频发,特别是20世纪的90年代,日本正经历着经济泡沫的破灭,拉美和东南亚各国出现了金融危机。在分析金融危机的根源,防范金融过度,探寻金融可持续发展的路径中,白钦先教授最早在1997年冬至1998年春所撰写的有关文章中,1998年5月

在中国社科院研究生院的演讲中,以及同年5月在“21世纪全球金融发展国际研讨会”上的讲演中,提出了“金融资源论”的理论思想。

白钦先教授认为,金融是一种资源,是一种战略性稀缺性资源,必须适度开发和利用。在金融资源论基础上,白钦先教授提出了金融可持续发展观,指出金融可持续发展观是“适应经济金融全球高度一体化和经济日益金融化这一重大挑战而提出的,以金融资源的本质属性为基础,研究国别和全球金融资源的开发利用、存量配置、流动、供给与需求、消耗与消费的初始条件,以及成本与收益、风险、后果与影响的一般规律,从而最终实现国别与全球经济金融现在与未来较长时间内的协调、稳定、健康、有效而持续发展的金融理论”(白钦先,1999)。

基于金融资源论,白钦先教授在分析2007年美国次贷危机的根本原因时,在多次撰文和演讲中严肃提出:“从更深的理论层次分析,这场危机本质上是理论危机,是经济金融基础理论危机”(白钦先和谭庆华,2010)。危机爆发使我们重新思考:(1)金融到底是什么,(2)金融有无边界,(3)金融能否被人为地过度地不断虚拟、包装、扩张、滥砍滥伐而不受惩罚,这样三个基础性问题”(白钦先和谭庆华,2010)。基于金融资源论,白钦先教授提出了金融适度发展观^①,“即既能满足人类不断增长的合理需求,而资源、能源与环境又可承载的发展观”(白钦先,2012)。白钦先教授“金融资源论”和金融适度发展观,成为构建金融边界理论的坚实基础。

2.白钦先“金融虚拟性与独立化倾向”的理论思想。在20世纪70年代以来金融危机频发的背景下,白钦先教授开始关注金融与经济的关系问题。2003年,白钦先教授在《国际金融研究》杂志上发表的《百年金融的历史性变迁》一文中,将“金融的一定程度的和日益明显的虚拟化与独立化倾向”作为巨变之一,他指出:“随着经济金融化的日益加深,以及资产证券化进程的加速,社会财富的存在形态发生了结构性的重要变化,财富的物质形态日趋淡化,财富或资产的虚拟化倾向日趋明显。现代金融,一方面以其日益丰富和深化的功能和精巧的杠杆系统推动或促进实质经济的正常运转和发展,并在形式上(当然也不是不包含内容的形式,但已经形式重于内容了)仍然继续维系着与实质经济的关系,另一方面又在内容上,即在各种形式的金融资产价格的变动和财富的聚集与集中速度等方面表现出与实质经济日趋明显的分离或背离的倾向,从而现代金融与实体经济的关联度正在一天天弱化,或者说现代金融有一定程度的但是日益加速的独立化倾向。现代金融比传统金融结构更复杂、辐射面更广、效率更高、运转或流动速度更快、联动互动性更强、风险也更大。现代金融的相当程度的虚拟化或独立化倾向是一个非常重大的问题,人类对这一问题的研究还相当肤浅,甚至于重视也不够。现代金融的这一发展趋势或倾向,对于人类来讲到底意味着什么?它究竟是在推动、便利与加速经济的发展、结构的调整与分化、重组和升级,从而将现代经济金融推向更高的发展阶段,还是从根本上腐蚀、弱化、空壳化现代经济,甚至于是摧毁现代经济?一时还难以说得清楚,但必须逐渐说清楚。关键是一个“度”,这个度,需要给予定性定量的描述”(白钦先,2003)。

白钦先教授在他主持的国家自然科学基金项目“虚拟经济与金融虚拟性”课题期间,推出的系列成果中,对金融具有虚拟性的本质特征给予了深入的研究。其中,关于金融虚拟性的概念,指出:金融虚拟性体现在金融运动超出了所代表的实体经济的合理界限,金融工具的市场价值超越了所代表的实体的经济价值(白钦先和常海忠,2008)。

正是由于金融具有虚拟性的特征和金融具有独立化的倾向,因此,金融貌似可以偏离实体经济自我运行。白钦先教授指出的现代金融的相当程度的虚拟化或独立化倾向,或者说现代金融的这一发展趋势或倾向,关键在于发展的“度”,并且对这个度,需要给予定性定量的描述的观点,

^① 金融适度发展观这一提法系受何德旭博士相关科研成果的启发,并进而下了一个尝试性的定义。参见何德旭(2004)。

为金融边界理论构建指明了方向。

3.白钦先“金融阈值”的理论思想。2009年白钦先教授和主父海英合作的论文《金融阈值视角下的金融危机——从美国次贷危机看被漠视的金融临界点》中,使用了“金融阈值”的概念,文章在“金融阈值”视角下,分析了美国次贷危机是过度衍生和过度虚拟的金融资源危机的同时,再一次提出了虚拟经济与金融的本质是什么以及二者有无边界的问题。指出金融必须尊重极限,呼吁通过生态阈值的警醒和提示,应该认识到金融发展和扩张同样有其不可逾越的金融阈值。并提出面对人类贪婪而自负的挑战,次贷危机的爆发证实了金融临界点的客观存在性。

白钦先教授的“金融阈值”的理论观点,对金融边界理论的构建,具有直接的指导意义。

(六)其他学者的相关研究及评述

王广谦(1997)在其《经济发展中金融的贡献与效率》中,基于历史演进的视角,对经济发展中金融的贡献与效率进行了具有启发性的研究,提出了金融对经济发展的作用的“适应性”、“主导性”和“先导性”“三个阶段”理论。进而提出了“金融运作能力的大小”的金融效率范畴。同时提出了衡量效率的数值和指标,如通货-经济比率等,为我们研究金融边界问题提供了借鉴。

刘骏民(1998)在其《从虚拟资本到虚拟经济》中,关于现代虚拟资本孕育、形成、产生虚拟经济、虚拟经济过度膨胀以及货币的虚拟化等为泡沫经济、经济危机埋下了种子等观点,为我们研究金融偏离实体经济的内在原因,构建金融边界的理论思想提供了借鉴。

王振山(2000)在《金融效率论——金融资源优化配置的理论与实践》著作中,渗透了金融边界的思想范畴。该书在基于金融资源论基础上,用竞争性市场帕累托最优,表达了金融效率的观点,提出金融最优化理论的“金融效率论”,为研究金融边界问题提供了借鉴。

姜旭朝(2003)在他的博士论文《金融独立性以及边界理论与实证研究》中,提出了金融边界的概念,虽然他是基于金融独立性与金融异化的分类需要而设计的,但对我们进一步全面、系统、深入地研究金融边界理论深有启发。

三、金融范畴与金融本质的再认识

我国金融学界泰斗黄达教授曾指出:“一门学科,其最高理论成就往往就凝结在对于本学科的核心范畴如何界定、如何定义之中”(黄达,2001)。在构建金融边界理论之前,必须首先回答金融是什么?金融的本质是什么?到目前为止,国内外理论界对金融范畴的界定还没有统一的认识。在我国,有以下几种代表性的观点:(1)金融即“资金融通”(《辞源》,1915,1937;《辞海》,1979)。这是关于金融的早期认识。(2)金融是“货币信用活动及与之相关的经济活动的总称”(黄达等,1990)。这是黄达等主编的《中国金融百科全书》对金融下的定义。(3)金融是“货币信用交易行为的集合”(黄达,2001)。这是改革开放之后,黄达教授对金融的概括。(4)金融是一个产业、是一个“集合体”(秦池江,1995;曾康霖,1999)。这是金融产业论的观点;(5)“金融是一种资源,是有限或稀缺的资源,是社会战略性资源”(白钦先等,1998;2001)。这是金融资源论的观点。(6)金融是以“货币索取权形式存在的资产的流通”(曾康霖和虞群娥,2001);“金融是人类社会财富的索取权,是货币化的社会资财”(白钦先等,1999;2001)。这是金融产权论的观点。在国外,对“金融”的认识也有两个代表性的观点:(1)金融是“不确定的环境中资源的跨期配置”(博迪和莫顿,2000);(2)金融是“资本市场的运行、资本资产的供给和价格确定”,这是新帕尔格雷夫经济学大辞典对金融的定义。国内外理论界对金融范畴的不同认识,一方面反映了金融活动本身是个历史的产物,经历了一个由初级到高级,由简单到复杂的动态发展过程,金融在经济发展中的功能、全貌有一个逐步显示,逐步完善的过程,金融本质的内在规定性有一个逐步被认识的过程;另一方面反映了不同的经济体制背景

下以及市场经济发展的不同程度下,金融在经济中的主要功能体现的不同,因而人们对其认识也不同。同时,不同的研究视角,使人们关注的金融的某一方面不同,因而对金融范畴有了不同的界定。

本文是基于金融体系论、金融资源论和金融产权论来界定金融的范畴和认识金融的本质的。

首先,金融是个系统工程。研究金融活动必须考虑如下基本要素:一是金融工具。金融工具是一切金融活动指向的客体,包括货币和货币性有价证券等金融资产。二是金融机构。包括经营性机构和管理型机构。前者是金融活动的重要主体,包括银行及非银行金融机构;后者包括货币管理当局和金融监管当局。三是金融市场。金融工具交易活动形成的有形与无形的市场。金融市场囊括了金融工具——交易的客体,金融机构、非金融机构——开展交易活动的各类主体。即,金融机构与市场构成了金融组织体系。四是金融管理与调控。即管理型的金融机构依据国家宏观经济目标,制定与实施货币政策、依法对金融机构与市场进行宏观调控和监督管理。五是金融功能与效应。这是为实现一定的经济目标,金融活动功能的发挥所取得的效果。金融功效追求的是最优效果,从这个意义上说,金融功效和金融效率是具有同等意义的概念。金融功效具有正负两个方面,超过社会和经济对金融的最优需求的金融活动,即金融过度的节点上,金融的正向功能、正向效应便开始转化为负向功能、负向效应,金融危机就是在这个机理上发生的。

根据以上阐述,在金融范畴的界定上,其外延是广泛的。它包括金融活动的客体——货币和货币性金融工具及其价值运动;金融活动的广义主体——金融机构和参与货币和货币性金融工具供给与需求的国内外社会组织和个人;由金融客体和主体构成的金融市场活动;金融管理机构与实施的监管、调控措施与政策;金融功能的发挥以及实现金融活动要达到的社会功效。总之,是指包括金融“上层”结构和金融基础与设施在内的与实体经济相对应的范畴,可以用金融体系来概括。其中,金融上层结构是指货币和货币性金融工具及其市场配置中的价值运动。金融“上层”的说法借用了戈德史密斯在《金融结构与金融发展》一书中的提法。金融的“上层”结构正是金融活动的本质体现,所有的金融活动都是围绕货币和货币性金融工具及其市场配置中的价值运动而展开的,没有货币和货币性金融工具及其市场配置中的价值运动,一切金融活动便无从谈起。因此,货币和货币性金融工具及其市场配置中的价值运动是金融的“内核”,金融基础与设施是服务于货币和货币性金融工具及其市场配置中的价值运动的金融“外围”要素。金融“外围”与“内核”相互作用,其结果直接体现在金融功效上。因此,在金融范畴的界定上,广义的金融指金融是一个体系。狭义的金融专指货币和货币性金融工具及其市场配置中的价值运动。

第二,金融的本质是服务于实体经济的资源和资源配置机制。范畴是对事物的本质规定。金融范畴的本质规定是什么?白钦先教授的“金融资源论”符合了揭示金融这种事物的本质规定性的要求。白钦先教授的“金融资源论”表现为三个层次:(1)“基础性核心金融资源,即广义的货币资本或资金”;(2)“实体性中间金融资源”,即金融组织体系与金融工具体系、相应的制度与法规等实现基础性核心金融资源配置的市场、工具、法律规则与机制。(3)“整体功能性高层金融资源”。即金融活动各要素有机结合作用到实体经济上产生的功效(白钦先等,2001)。

第三,金融核心资源的本质是财富索取权的价值表现。白钦先教授指出,金融是资源,但具有特殊性,即金融资源在配置了自身的同时也配置了其他一切资源。这一点,主要是指狭义的金融——金融的“内核”,或者“上层”——货币和货币性金融资产及其市场配置中的价值运动,因为金融最为本质和最为核心的内容是货币和货币性金融工具的价值流通与转让,或者说是货币和货币性金融工具在市场上的价值交易与运动,离开了这一基本点,肯定是无法认识金融的。也正是由于这一点,金融资源与金融产权结合了在一起,共同揭示了金融的资源本质和索取权本质。即在本质规定性上:金融核心资源是对未来收益的索取权(包括本金偿付)的价值表现。金融是特殊资源,配置了自身的同时也配置了其他一切资源(实质仍然是索取权的价值表现),谁持有货币或货币性

金融资产,谁就持有了财富,或持有了能够创造财富的资源。曾康林教授指出“现代金融是以货币或货币索取权形式存在的资产的流通。这样定义金融,强调金融是市场行为,是人们资产的变换,是以利息为尺度的权利与义务的承诺”(曾康霖和虞群娥,2001)。白钦先和崔满红(1999,2001)也指出:金融是人类社会财富的索取权,是货币化的社会资财。货币直接就是一般等价物,国际储备货币是在世界范围内索取资源的一般等价物。货币性金融资产一旦折现,亦成为一般等价物。所谓金融资产正是建立在所有权关系基础上的,能够为所有者或持有者带来即期或远期收益的财产或权益,比如债券和股票等。金融资产对其自身带来的未来收益有要求权,即金融资产在运动中具有价值增值的能力。因此,金融资源论与金融产权论一起,构成了金融本质论。这是我们对狭义金融范畴的理解,狭义的金融范畴其金融资源的配置和对其他资源索取权的实现,离不开广义的金融范畴中的配置机制的作用。这是构建金融边界理论的理论基础。

综上所述,基于金融体系论、金融资源论和金融本质论的完整意义上的金融范畴的界定,可表述为:金融是行为主体在市场制度安排和宏观调控机制的作用下,对作为财富索取权的价值表现和对其他资源具有配置功能的特殊资源——货币和货币性信用工具,通过货币借贷、信用工具的流通转让和价值形态的转换等形式,对社会生产和生活进行资源配置和财富管理的信用活动,其目的是以此推动经济增长、货币和货币性信用工具自身价值增值、协调社会生产和生活持续、健康、稳定发展。完整意义上的金融内涵及其相互关系可用图2表示。

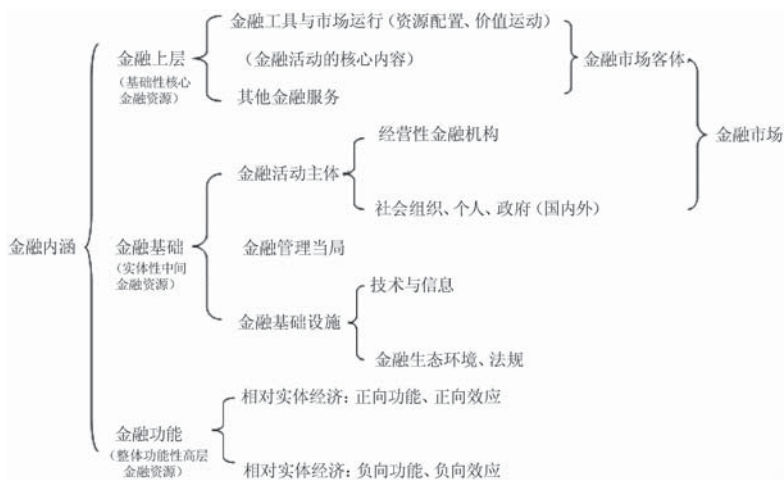


图2 金融的内涵

四、基于实体经济基础地位的“金融边界”理论构建

(一)金融与实体经济的关系:基于金融本源与归宿的认识

金融从哪里来又向何处去?这是构建金融边界理论必须首先回答的问题。

1.金融产生于实体经济发展的内在需要——实体经济的基础地位

金融不是人类社会一开始就产生的。金融是一个历史范畴,它是商品经济发展到一定阶段的产物。当社会有了分工,产品有了剩余,便利交换的需要以及供给与需求的不同步,产生了货币和信用——最早期的金融。当生产性企业从事简单再生产的需要,对生产性资源配置的需要,产生了信用借贷需求,促使专门从事信用借贷的企业——早期的间接融资机构——商业银行得以产生。当社会经济的进一步发展,企业生产不断扩大,对资金需求仅仅依靠简单的银行信贷间接融资不能得到满足,在社会产权制度不断完善的基础上,企业所有权和经营权的分离得以实现,产生了股份公司,股票等金融工具的发行促进了直接融资的金融市场的产生和发展。在货币、信贷、金融机构、金融市场产生和发展的过程中,伴随着市场对金融服务的需求与竞争,不仅早期简单的商业银行演变成现代的“金融百货公司”,而且证券、保险、信托、租赁等非银行金融机构陆续出现,金融业

务不断发展和扩大,金融工具和金融方式不断创新。金融功能也从早期的简单的信用中介,发展到资源配置,再到宏观经济调控和风险管理,从国内延伸到国外。所有这些,都是由于经济发展的需要,才得以提升和扩展。随着经济的发展,时代的进步,社会生产和生活对金融服务的需求越来越多,促进了现代化金融业和金融市场的形成。在现代,社会分工的全球化,经济的全球化促进了金融的全球化,国际金融不断发展壮大。所有这些,都体现了经济对金融的基础性作用,有学者称这是金融对经济的“适应性”(王广谦,1997)。总之,从本源来看,金融的产生、存在与发展依赖于两个必要条件:一是经济的货币化和信用化;二是市场经济价值交换制度。正如货币的产生源于社会的分工和交换制度一样,没有经济发展的需要便没有金融的产生与发展,离开了经济,金融便成为了无源之水,无本之木。

2. 金融以其资源配置功能凌驾于实体经济之上——金融的反作用

金融对实体经济的反作用主要表现在金融的资源配置功能上。当金融活动的内核——货币和货币性金融工具,以借贷为特征发挥对生产性资源的配置作用的时候,金融成为了促进经济发展的重要推动力量,金融从对经济的适应性开始转变为“主动性”(王广谦,1997)。而当信用货币与黄金脱钩,不可兑现信用货币制度使银行对信用货币的创造突破了原有贵金属数量的限制,意味着信用货币可以在生产潜力允许的条件下先于生产而供给,并带动经济的发展时,金融对经济的推动作用便从“主动性”转变为“先导性”(王广谦,1997)。正是在这个意义上,“金融与经济的主要矛盾从货币供给不足转移到货币供给可能过度增长上来,因此,以调节货币供给为中心的金融政策成为国际经济发展中最为重要的政策之一”(王广谦,1997)。现代经济中,作为特殊资源,金融在配置自身的同时,也实现了对其他资源的配置。正是在这个意义上,金融成为经济社会发展中最主要的资源配置方式,成为经济发展的第一推动力,因而成为现代经济的核心。

金融资源的本质是财富索取权的价值表现。现代金融以其对社会资源的配置功能,掌握和控制着整个经济社会,甚至政治社会。而国际金融资本几乎掌握和控制着世界经济的分配机制与发展方向,乃至掌握和控制着世界的政治格局。当今,各国为实现宏观经济目标,动用货币政策增加货币供给成为常态;金融创新中产生的大量金融工具不仅可以代替信用货币在市场流通转让,而且也创造了大量虚拟资本,大有信用创造可以摆脱货币当局控制之势。国际金融资本以自己的意志不仅向世界经济甚至向世界政治发号施令;世界经济资源的争夺正在以争夺世界金融资源的无硝烟的货币战争形式进行着。世界历史就像陈雨露讲的那样“是部金融史”(陈雨露,2013)。

现代金融对实体经济的反作用,不仅表现在金融可以凌驾于实体经济之上,向实体经济发号施令,还突出表现在金融偏离甚至脱离实体经济独自发展,发展的极端后果是金融危机的发生。2007年美国次贷危机,就是在资产证券化的创新模式下,金融衍生链条无度延伸,在监管缺失的条件下,衍生金融工具就像脱缰的野马,无所羁绊地衍生再衍生,不断推高金融资产价格偏离基础价值,而当实体经济发生逆转,资产价格泡沫破裂,金融资产价值无法变现,金融危机必然爆发。

3. 金融回归实体经济的内在规定性——金融是手段不是目的

尽管金融从产生那天起,就注定了和它的母体——实体经济的矛盾地位。但无论金融生长的多么强大,无论它怎样与起初面目全非,无论它怎样凌驾于实体经济之上,无论它怎样向实体经济发号施令,甚至偏离实体经济独自发展,最终,金融还是依赖实体经济的,金融是为实体经济服务的,实体经济不仅是金融发展的基础,而且始终是经济与社会发展的核心要求,是人类社会发展的最终目的。金融资源的价值表现无论偏离实体经济有多远,最终还是要实现对社会财富的索取权的,因此,金融回归实体经济是必然的,这是金融发展的客观规律性决定的。而金融危机正是违反这一客观规律性的表现与反映,即违反规律必受惩罚。惩罚是一种对违反客观规律性行为的强制性极端纠正运动与回归。所以,金融回归实体经济的内在规定性表明:金融是资源配置的机制,是

手段,是工具,金融不是目的。就像人们持有货币不是目的,目的是货币能够实现购买力,能够购买到人类生存和发展的商品与服务一样。

归根到底,金融产生于源于实体经济,依存于依赖于实体经济,服从于服务于实体经济;金融既不能过度偏离于、远离于、游离于、脱离于实体经济,也不能高居于、凌驾于、飘忽于、独立于实体经济,更不能实现纯粹意义上的“自我实现”、“自我循环”。因此,在金融与实体经济的关系上:第一,金融产生于实体经济发展的内在需要,没有实体经济便没有金融。因此,实体经济是金融产生的基础。第二,从地位分层的角度说,实体经济是基础,金融活动是上层。处于上层地位的金融,对实体经济的发展具有反作用,这种反作用从资源配置的角度看,金融已经成为现代经济发展的核心资源和最主要的配置机制,成为经济发展的第一推动力。第三,反作用的极端形式是金融凌驾于实体经济之上自我发展,金融资产价值过度偏离实体经济价值,金融危机爆发。第四,作为金融内核的金融资产,无论是以货币形式表示还是以货币性金融资产形式表示,人们保有它不是目的,而是手段。目的是使用货币换取商品和劳务,满足人们的使用价值。所以,金融最终要回归于实体经济。这是金融具有约束边界的理论基础。

(二)“金融边界”理论构建的尝试

1.“金融边界”的客观存在性

金融边界理论课题要研究的核心是金融与实体经济的关系问题。这一核心所要解决的关键问题是:第一,金融适应实体经济发展的需要,可以增进实体经济的效率,有利于社会财富的创造。第二,金融过度偏离实体经济发展的需要,会干扰、阻碍实体经济的运行,产生经济泡沫,导致金融危机、经济危机乃至社会危机。因此,我们首先关注的是金融偏离实体经济是否具有约束边界。

第一,从金融本质论视角分析。金融本质论是建立在实体经济决定论的基础上的。即金融是为实体经济服务的。金融是作为资源本身和对其它资源的配置机制服务于实体经济的。金融不是目的,金融是机制、是手段、是工具。金融活动通过对金融资源的合理配置促进实体经济产出的增长,实体经济产出的增长才是人类社会追求的目的。金融资产是金融资源配置的标的物。金融资产的所有者对金融资产能够带来的未来的收益具有要求权,这种要求权的实现取决于实体经济的实际产出所带来的价值增值。同时,货币性金融资产作为财富资源本身和对其他生产、生活资源具有的配置能力,是在一定条件下才能实现的,即在特定时期或时点上,在币值稳定的前提下,货币性金融资产其价值总量要与实体经济产品和劳务价值总量相匹配。即在特定时期或时点上,货币性金融资产价值表现在总量上,受实体经济产出价值总量决定,具有受实体经济产出价值总量边界约束的特征,突破了总量边界约束,不仅货币性金融资产的资源配置能力在宏观上得不到充分实现,金融资产的所有者对金融资产能够带来的未来的收益具有的要求权,在微观层面上也得不到足值的实现。

货币性金融资源对其他生产、生活资源具有的配置能力,是通过对商品和劳务的购买能力体现出来的。购买能力包含了对货币性金融资产价值稳定的要求。即,金融资产的价值受实体经济的产出价值决定。

金融本质论,不仅反映了金融资产价值受实体经济产出价值决定的特征,同时反映了货币性金融资产通过折现转化为货币,能够实现对其他生产和生活资源的购买能力。因为货币是国家依法经济发行,向社会公众承诺持币者能够购买到足值的商品和劳务。商品和劳务,我们也可以向社会创造的财富来表示。因此,可以将货币性金融资产表述为是社会财富的索取权的价值表现。所以,建立在金融与实体经济的关系基础上的金融本质论,是指:金融不仅是作为社会财富增长的重要资源,而且是配置其他社会生产、生活资源的特殊资源,是配置其他社会生产、生活资源的机制、手段、工具;对金融资源的追求,不是人类社会追求的最终目的,在金融资源合理配置下实体经济产出的增长,才是人类社会追求的最终目的。换句话说,拥有人类社会持续存在和发展的社会简单

再生产和扩大再生产所必须的实物资源、技术资源和人力资源,以及人类日常生活必须的物质和精神等资源,才是金融资源配置的目的。虽然在一定时期和一定程度上,金融资源配置可以凌驾于实体经济之上制约实体经济的发展,但最终还是由实体经济发展的需要决定。相对实体经济发展的需要,金融资源配置不足和过度,都会影响实体经济持续、健康、稳定发展。因此,金融相对实体经济发展有个约束边界,边界之内是不足,边界之外是过度,边界之上才是适度的或最优的。

第二,从现代社会生产与消费的经济过程视角分析。现代社会经济发展中,实体经济的产出是从货币资源配置出发的,经过生产过程的产出或经营服务环节,其产品或服务在社会中交换出去进入消费领域,然后以货币价值增殖形态回归社会再生产的出发点。即现代社会再生产的持续进行,是货币与产出价值不断转换的过程:货币资源配置→其他资源配置→生产加工或经营→产品和服务的社会交换并消费→增殖了的货币价值的回归→货币资源再配置……增殖了的货币价值的再回归,等等。这种形式循环往复螺旋上升,促使社会生产、生活可持续进行。出发形态的货币是以资源配置的价值形态表现的,货币配置了自身的同时也配置了其他社会生产资源;回归形态的货币是以实体经济产出(GDP)的实物形态用货币价值计算,并以收入的形式,收入又用货币表示的形态出现的。现代社会经济发展就是以这种从货币出发又以货币结束,即货币资产实物化,实物资产货币化这种循环往复螺旋上升的形式运行的。一方面体现了金融在现代经济中的核心地位,即金融对实体经济的资源配置作用,货币和货币性金融资产是社会生产不可或缺的资源;另一方面反映了货币和货币性金融资产是社会财富(实物GDP)的索取权的价值表现的本质。货币索取权行使体现在足值的实物商品和劳务购买能力上,否则是货币发行者的信用违约。在这个意义上,以货币形态表现的金融价值总量要与实体经济的实际产出以价值表示的总量相等或相匹配^①。因此,金融资源配置偏离实体经济运行是有客观约束边界的,突破金融资源配置的约束边界,不仅金融支持实体经济发展的效率受到影响,而且货币索取权也不能得到足值的实现。

所以,金融边界的客观存在,实质是通过对建立在金融本质论基础上的两条路径分析得到的。一条路径是:金融支持经济增长的角度,金融资源配置不能过度超过实体经济增长对货币和货币性金融资产的量的需求,即资源配置效率边界。金融资源配置过度与不足都是无效率的,表现在利率引导储蓄向投资转化的货币供给总量上。另一条路径是:从货币作为社会财富的索取权的价值表现角度,以货币形态(包括有价证券等非货币金融资产折现后)表现的金融价值总量不能过度偏离实体经济的实际产出以价值表示的总量。过度与不过度,有个触及的边界问题。即存在金融资产价值总量边界。两条路径指向的是同一个问题:即以货币形态表现的金融资产价值总量要与实体经济的实际产出以价值表示的总量相等或匹配。因为动态的增长要达到的产出水平也是用静态的GDP以价值形态衡量的。

总之,金融建立在信用性基础上,金融资产以价值形式表现,其价值决定具有预期性,因此,超经济预期可能使金融资产价值偏离甚至脱离实体经济自我运行,从这个意义上,金融资产价值运动似乎具有无限性,因为理论上,建立在价值预期基础上的金融交易可以是无限的,金融边界亦似乎具有无限性。但是,在经济与社会生活给定的时点或时期,货币有实现购买力的要求,货币性金融资产也有变现和实现购买力的要求,因此,超经济预期的金融资产价值运动是要回归实体经济的,实践中,金融资产价值运动是有限的,必须以实体经济发展为依托,为支撑,而金融无所依托之际,恰恰是金融危机到来之时。所以,金融存在约束边界。金融边界,正是实体经济发展的可能性边界。

^① 为了便于分析的简单起见,假定货币流通速度不变,没有跨期配置,当期储蓄等于当期投资。

2. 金融资产价值总量边界是具有核心意义的“金融边界”指标

金融边界是一个系统概念,因为金融是一个复杂巨系统。因此,金融边界具有层次性。本文研究金融边界具体使用的金融范畴,指的是本文理解的完整意义上的金融范畴的最核心的部分,即与实体经济联系的最紧密的部分——金融资产及其价值运动。即从货币性金融资产价值总量与实体经济产出的货币价值总量适度匹配视角,构建金融边界理论模型。这一研究视角,抓住了金融边界层次中的最核心层次。金融作为与实体经济相对应的范畴,金融相对实体经济的边界,一定反映在价值指标上,这也和实体经济的总量用货币价值表示是一致的。即金融资产价值相对实体经济产出的量的比例关系。它意味着金融作为资源,金融资源又作为财富索取权的价值表现,金融资产折现后,实体经济产出量与货币购买需求量要相匹配。即在一定的时期或时点上,在货币币值稳定的前提下,货币量与产出量要相等,这时,实体经济才能持续稳健发展。也就是说,金融相对实体经济的边界,最核心的一点反映在金融资产配置的价值指标上。金融资产配置问题也是金融的核心问题,所有的其他金融活动都是为金融资产的配置服务的,包括金融产业或机构规模在内的金融基础及其设施等,均是为金融资产配置服务的,金融作为资源,就是对金融资产特别是货币金融资产的合理配置,以服务于实体经济的发展。因此,金融资产价值总量边界是具有核心意义的“金融边界”指标。

3. “金融边界”质与量的规定性

作为与实体经济相对应的范畴,金融边界的内涵包含质的规定性和量的规定性两个方面,是质与量的统一。

金融边界质的规定性是指金融发展或金融资源配置的适度性,即金融资源配置要以能够满足实体经济发展对金融资源最大限度的需求为约束边界,过和不及都会对实体经济造成损害。质的规定性表现为金融发展或金融资源配置拉动实体经济增长的金融最优效率。

金融边界量的规定性是指货币和货币性金融工具的价值以及价值运动的约束边界,这一约束边界受实体经济产出的潜在的可能性边界(Production Possibility Frontier, PPF)约束。表现为针对实际的GDP,匹配适度超前的金融资源配置(用货币价值表示),即一定在潜在的GDP或实体经济可承受的通货膨胀率的限度内。量的规定性要求货币性金融资产价值总量(包括非货币金融资产折现)要与实体经济产品和服务(GDP)价值总量相匹配。

金融边界的内涵,还可以从静态和动态两个方面理解:静态地看,金融边界是指货币和货币性金融工具的市场价值总量适度超越于其对应的实体经济价值总量的约束边界;动态地看,金融边界是指:由于货币和货币性金融工具市场价值交易中具有偏离甚至脱离实体经济自我运动的特性,这种自我运动导致的金融工具价值总量的膨胀过度偏离实体经济将不能实现价值的回归,即金融资产价值贴现的要求,因此具有价值膨胀约束边界。

从宏观经济的复杂性考虑,鉴于经济金融活动的不确定、不稳定和难以预期的因素会使诸多相关关系极强的因素之间并非只能形成一个精确的数量比例,且鉴于统计上的困难,也为了便于货币政策等金融管理与调控的操作,较为贴近现实的思路是把一定时期金融资产相对实体经济价值总量所要求的确定量,近似地看作是一个具有一定宽度的值域。

4. “金融边界”理论模型构建

相对于实体经济,金融边界在哪里?我们可以通过构建模型来说明。

(1) 前提假设

相对于实体经济增长与总量,构建“金融边界”理论模型,我们需要用货币价值总量形态表示金融资产价值总量,即非货币型金融资产用折现的形式表示,这就与动态形式的经济增长和静态形式的GDP总量对货币供给或者货币需求联系在一起,在这里我们取均衡状态下货币供给等于

货币需求。动态形式的经济增长以总量表示时也取于某一时点的静态指标。即体现出一定时点市场中资源配置以具有现实购买力的货币的总量和实体经济提供的产品和劳务用货币形式表示的价值总量(GDP)相等。为了便于分析的简单起见,在这里,我们需要严格地假设条件:(1)假定商品和劳务的价格水平不变,或价格水平在可接受的通货膨胀率的限度内。(2)假定货币流通速度不变。(3)假定各类金融资产均以最终折现形式表示——现金资产表示(存量概念),构成货币需求总量或者货币供给总量的一部分。(4)假定实体经济对货币需求是一个确定的量,但鉴于事先统计上的困难,可用值域表示。(5)假定在一个时点上或时间段上,所有的产出被所有货币所购买。没有购买力储藏的跨期配置(一时期静态模型),当期储蓄等于当期投资。这是货币以财富索取权的形式实现购买力或资源配置的最终形式。在这里首先建立的是静态模型,然后再扩展到跨期模型。

尽管上述假设前提有笼统之嫌,只要是对问题的研究有启发,就是有意义的。

这是一个非常复杂的问题。因为现实并非如此。现实中,金融资产可以跨时间配置,货币和非货币型金融资产可以以储藏价值形式存在,不需要马上变现或实现购买力,这时,金融资产价值总量可以超过既有的产出,当然,如果以货币形式保有的金融资产的价值在可承受的通货膨胀限度之内,才会有价值储藏需求。20世纪60年代戈德史密斯的金融相关率得出的发达国家稳定的相关比率应该是1.5,或许也是考虑到了这一点。它意味着金融资产总量同期可以适度超出实际财富总量。但长期也必须相等,因为有跨期配置时,也只是购买力延后。

需要对上述假设解释的是:金融资产价值用折现的形式表示,意味着货币供给量覆盖了证券市场货币的需求。根据货币供给与货币需求理论:在货币供给给定的条件下,证券市场货币的需求与货币市场对货币的需求,两者会在利率的引导下,此消彼长(Mishkin,2007)。金融资产定价用收益率表示,如果非货币资产收益率上升,货币资产价值将下降。此时,货币需求向证券市场倾斜。所以,金融市场证券交易处于高涨时期,金融投资收益率超过实体经济收益率达到一定程度时,金融“脱实向虚”倾向就会出现,比如全民炒股现象的出现,银行存款大搬家,搬到股市,信贷市场资金萎缩。另外,各国对货币供给量计量,是按照金融资产流动性强弱计量的,一般只计量到M₃。没有把债券、股票纳入进来。因此,这里假定金融资产价值用折现的形式表示,意味着货币供给中包括了非货币型金融资产交易对货币的需求。这样,相对实体经济对金融资金价值总量的需求就包括货币价值和其他金融资产折现的价值,即货币需求总量。相应地,金融边界理论模型就可以用货币供给受到货币需求约束表示,假定货币需求是在一定时期实际产出(GDP)对货币的实际需求。

如果从一个时点考虑,在这一时刻,产出给定,面对市场微观主体对金融资产不同的需求形式,货币供给超过信贷需求和消费需求,各种金融资产价值过度膨胀,市场中用货币价值形式加总构成的总量超过给定的产出总量,包括货币在内的金融资产的价值就会下跌。以现金保有的货币会贬值,有折现要求的股票、债券以及其他金融衍生品就不能变现,即在市场上已经卖不出去,在“博傻”中没人做最后的“傻子”来接棒。所以,货币投放的数量和各种其他金融资产的价值膨胀是有限的。

假定实体经济对货币需求的确定的量用值域表示,是因为货币需求作为确定的量,只能对前期经济运行结果进行事后分析和统计才能得到。对于当期和未来一个时期的货币需求量,即使使用理论公式计算出来,也不可能是准确的。因为会受到宏观经济诸多不确定性因素影响,要实现预定的宏观经济目标需要的货币量,不可能精确为一个稳定的值,相反,在实践中,货币需求的量一定是在一定幅度间摆动,因此,用曲线表示就应该是有一定宽度的。比如GDP总量增加了一定幅度,但货币需求量没变;或者货币需求量增加了一定幅度,GDP总量却没变。所以,我们将货币需求量用具有一定宽度的值域表示比较合理。

模型建立是基于宏观分析的角度,即从总量视角分析金融资源配置相对实体经济发展的需要,在货币总量上的约束边界。

(2)模型构建

根据以上假定,如何将金融边界质的规定性和量的规定性体现在模型中?我们借助宏观经济学的竞争性市场中资源配置的生产可能性边界曲线模型,加入金融资源配置的量化曲线,形成两者的制约与促进关系模型。金融边界质的规定性能够用量的规定性反映出来。宏观经济最优效率边界也是利用生产可能性边界上的竞争性均衡点或者称其为经济效率的帕累托最优状态表示的,因此,构建的金融边界理论模型,不仅是量的规定性的体现,是量的边界,也是金融服务实体经济的效率边界,质的规定性的体现。所以,借助生产可能性边界来构建金融边界理论模型,是合适的方法。

生产可能性边界(Production Possibility Frontier, PPF),是指在给定的数量的资源下,竞争性市场能够生产出的最大数量的产品,在图形上(或在数量关系上)表示为一条边界曲线。PPF 不仅可以用来考察一个经济体应该怎样分配其相对稀缺的生产性资源问题,即 PPF 可以说明和描述一个经济体在一定的资源与技术条件下,通过进行各种生产组合的选择可能达到的最大的产量组合曲线。同时,PPF 还可以用来说明生产性的潜力与过度的问题。即在生产可能性边界曲线以内的任何一点,说明生产还具有潜力,因为资源尚未得到充分利用,还有资源处于闲置状态;而处在生产可能性边界曲线之外的任何一点,则表明在现有资源和技术条件下,是达不到的;而只有在生产可能性边界曲线之上的点,才是资源配置有效率的点。

生产可能性边界用图形表示,也是宏观经济竞争性均衡模型和帕累托最优模型,因为我们在竞争性市场形成的生产可能性边界上,可以找到宏观经济竞争性均衡点和帕累托最优点,形成宏观经济竞争性均衡模型和帕累托最优模型。经济学的一项重要内容是,分析市场如何安排生产和消费活动,探究这种安排是如何与某种理想化的或有效率的安排进行比较的。通常,经济学家在评估市场结果时所采用的效率标准是帕累托最优(Pareto Optimality)。帕累托最优的定义是:要使有些人的境况改善,就必须使其他人的境况变差,否则就无法重新安排生产或重新分配商品,这时的竞争性均衡就是帕累托最优。福利经济学的第一、二基本定理表明:在给定的条件下,竞争性均衡就是帕累托最优;帕累托最优就是竞争性均衡(Williamson, 2008)。帕累托最优就是指竞争性市场是如何产生具有社会效率的经济结果的。因此,三个模型合为一体,体现在一个模型图上。这一模型确立了金融发展即金融资源配置相对实体经济发展的约束边界,也体现出了金融服务于实体经济的最优效率。在技术上借助宏观经济学竞争性均衡形成的生产可能性边界模型和帕累托最优模型构建的金融边界模型如图 3。

图 3 中,纵轴表示资源 1,横轴表示资源 2。PPF_r 曲线表示实体经济发展的实际边界线,PPF_p 曲线表示实体经济发展的潜在边界线,即金融发展约束边界(金融适度超前)。A 点是金融发展不足。B 点是金融发展过度。E 点是金融发展和实体经济发展的潜在边界(PPF)交点,即无差异曲线与 PPF 相切的点,在这一点,两种资源配置的边界替代率等于边际转换率等于 PPF 的斜率,因此,在这一点,金融发展达到了最优约束边界点;金融资源配置服务于实体经济达到了效率最大化。最优约束边界就是帕累托最优,最优即金融效率。C 曲线表示实体经济达到的产出水平,D 曲线表示金融资源配置的约束边界(金融适度超前)和实体

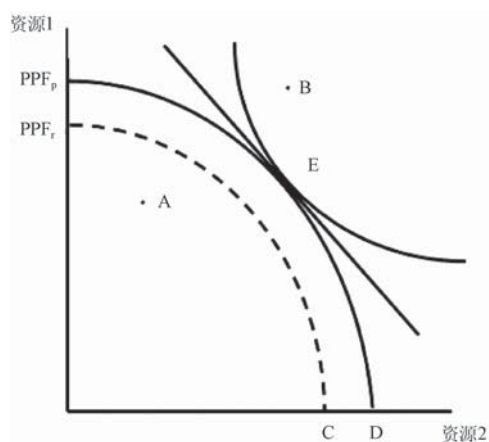


图 3 受实体经济发展约束的金融边界模型

经济发展的潜在边界重合。CD 两条曲线的中间部分,从金融资产价值角度考虑,是适度的价值泡沫带来的经济泡沫;从货币供给角度考虑,是可承受的通货膨胀率区域。

(三)“金融边界”的特征

金融边界具有动态性和层次性(结构性)等特征。

1.金融边界的动态性

金融边界的动态性是由金融所服务的实体经济的发展对金融的需求性的动态性决定的。经济发展具有周期性,经济扩张具有动态性,决定了金融服务实体经济的边界具有动态性,需要动态性调整,以实现金融的经济效率。具体表现在生产可能性边界(PPF)的移动决定金融边界的动态调整。PPF 向外扩张,金融发展约束边界也随之动态向外扩张。见图 4。

图 4 中,PPF 向外扩张后, B_1 点成为金融发展不足点或所在区域。 B_2 点是金融发展过度。 E_2 点是扩张后金融发展和实体经济发展的潜在边界(从 PPF_{p1} 到 PPF_{p2}) 交点,在这一点,金融发展达到了最优约束边界点;金融发展服务于实体经济达到了效率最大化,实现了金融发展的帕累托最优。 C_2 曲线表示实体经济达到的新的产出水平, D_2 曲线表示金融发展伴随 PPF(从 PPF_{p1} 到 PPF_{p2}) 扩张后的约束边界(金融适度超前)和实体经济发展的潜在边界重合。 C_1D_2 两条曲线的中间部分,是 PPF 扩张后适度的价值泡沫或可承受的通货膨胀率区域。

2.金融边界的层次性

从广义上讲,金融是个巨大的复杂系统。在与实体经济总量相对应的范畴上,存在金融资产价值总量边界,除此之外,相对实体经济产业规模视角,还可以用金融实体部门的金融产业规模边界与之相比较。同时我们还不可忽视的是,金融内部由诸多结构构成,不仅有金融实体部门结构,还有金融工具结构,金融市场结构,参与金融活动的社会主体结构,还包括金融基础设施等。从金融功能的发挥上,相对实体经济的不同层次需要,也表现出不同性质的金融企业具有不同的融资目标。在国家宏观调控上针对不同时期经济发展的不同目标,实行力度不同的政策调控。因此,在金融边界约束上,相对实体经济发展的需要,每个结构层次上,每个功能发挥层次上,都具有约束边界。所以,基于实体经济发展的需要,以金融和实体经济协调发展为前提,以金融内部结构协调发展,金融融资功能有效发挥为前提,金融边界的层次,可以相对不同的结构、功能等划分,划分出不同的层次。比如,除了(1)金融资产价值总量边界和(2)金融产业规模边界外,还包括:(3)不同性质的金融企业规模边界,比如银行业、证券业、保险业等;(4)不同市场金融工具的价值扩张边界,包括货币市场资金扩张的边界、信贷市场资金扩张的边界、证券市场资产价值扩张的边界、保险资金的运行边界、衍生金融工具价值运动的边界、金融资产跨国交易的扩张边界等;(5)不同性质和功能的金融边界,包括:政策性金融和商业性金融的边界、正规金融和非正规金融的边界、城市金融和农村金融的边界、不同产业金融的边界、区域性金融和全国性金融的边界等等;(6)货币政策边界;(7)金融监管边界;(8)国际金融的边界;(9)金融创新边界等。在诸多的层次中,金融资产价值总量边界,是核心层次的边界,前文已说明,此处不赘述。事实上,金融边界的层次性还可以更细化和细

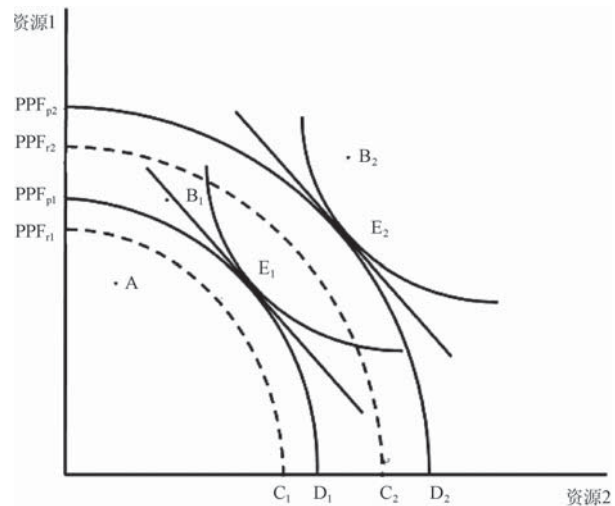


图 4 PPF 向外扩张,金融发展约束边界也随之动态扩张

分。比如,相对资本市场非理性繁荣,还有一个心理边界问题。而从各类金融活动中,在具体的借贷关系或者债权债务关系上,为保证金融的信用安全,还可以有各种具体的信用边界约束等等。

3.金融边界的模糊性

除了具有动态性和层次性特征,金融边界还具有模糊性特征。模糊性在总量上的表现,比如,在与实体经济总量相对应的范畴上,我们使用了“值域”的概念来表示,原因上文已经阐述。在金融体系内部,模糊性主要表现为金融部门和工具体系内部金融资产无论表现在何种信用工具上,均是以价值形式表现,所以,作用于实体经济中,或金融市场风险管理与套利中,有时其边界表现出模糊性。尽管不同类别金融资产规模边界具有模糊性,但不等于模糊性就是同质性,因为各类性质的金融资产具有风险性、期限性、收益性等不同质性,因此,金融边界的层次性划分是有意义的。

五、金融边界视角的金融宏观调控与管理

金融边界客观存在,理论上已经被实体经济决定论、金融资源论和金融本质论所证明,实践上已被历次金融危机所证明。那么,金融市场行为主体能够自觉地遵循金融边界约束理论,将自身的金融行为控制在约束边界的合理范围之内或实现对金融资源的最优配置吗?回答是否定的。这是因为金融资源配置和金融资产价值运动具有偏离甚至脱离实体经济自我发展的内在规定性和外在动力,这也是金融的本质属性决定的。金融具有信用性,金融资产价值具有的虚拟性,金融资产定价及价值运动受市场预期决定性,金融资产的逐利性、套利性和投机性,金融资产因其逐利性和对风险性的规避性而产生的创新性,金融资产以价值形态表示因而可以与实体经济不同步的跨时空配置性,这些本质属性,是促成金融可以偏离甚至脱离实体经济自我发展的内在原因。纵观金融发展的历史,其实就是一部金融与经济相互融合和不断分离的历史。而金融的资源性和对其他资源具有索取权性质的资源配置机制属性,使各国政府越来越重视金融的发展和对金融资源的掌控,促使金融产业地位日益强化,金融创新层出不穷。同时,扩张的财政货币政策也能增加货币的供给,产生信贷市场的流动性过剩等。所有这些,都构成了金融可以偏离甚至脱离实体经济自我发展的外在动力。根据国际货币基金组织(IMF)统计,从1980~2007年,全球金融资产从占全球GDP的109%,增长到了421%,增长了4倍多。在我国,金融资产总额由1978年的1980亿元增加到2010年的87.94万亿元,增长了444倍。相应地,金融相关率由1978年的约54.37%提高到2010年的220.94%。根据国家统计局和中国人民银行发布的2015年上半年宏观经济和金融统计数据,截止到2015年6月末,广义货币(M₂)余额133.34万亿元,同比增长11.8%;人民币贷款增加6.56万亿元,比2014年同期多增5371亿元。而同期GDP增速只有7%。何德旭因此指出:“经济增速的下行显示出了人们所说的‘松货币弱实体’的局面。一定程度上说明了金融机构、金融市场支持实体经济的效率没有得到提高,金融服务实体经济还没有落实到位。金融归根到底要为实体经济服务。长期偏离实体经济的金融机构和金融市场,即便是快速增长的间接融资和直接融资,势必会放大市场主体的杠杆率,导致资产价格泡沫的积累;同时,金融业的发展明显偏离实体经济,也必然导致金融业为实体经济融资的功能降低,从而形成大量流动性在金融系统内空转,而实体经济融资成本却高居不下的格局。其中的风险不可小视”(何德旭,2015)。

诚然,金融适度偏离实体经济具有合理性,意味着伴随经济增长,金融可以回归实体经济,与金融归根到底不可以偏离实体经济的基本原理是不相悖的。由于微观主体持有金融资产的行为选择不同,存在跨期配置,金融资产市场自循环交易可以自行增殖,金融的先导作用可以允许货币供给量适度超前增长,货币流通速度变化使市场对货币需求量发生波动,等等,往往表现出金融资产价值与实体经济产出价值的偏离。但是,金融过度偏离实体经济不仅容易累积、提升和派生金融风

险,导致更强烈的金融脆弱性,金融市场的高收益会引导资金强烈的“脱实向虚”,导致不合理的财富再分配,而且过度的偏离会导致金融危机。1997年东南亚金融危机发生后,世界银行统计,自20世纪70年代后期至20世纪末期,世界上共有93个国家先后发生了112次系统性银行危机;先后有46个国家发生了51次准危机。金融危机频发说明,金融发展已明显地超越了实体经济量的界限,金融资产价值不能回归实体经济的基础价值。要保证金融运行不偏离服务实体经济的轨道,金融资产价值不过度偏离基础价值,这需要外力抑制,即金融宏观调控与管理至关重要。因为金融自发偏离“难自抑”,这是其内在要求决定的,这种自发偏离会直接触及到约束边界才能停止,所谓“不撞南墙不回头”。金融危机就是这样发生的。金融危机是金融正态发展的突然中断。它的出现,是一个实现新平衡新常态的动态性、极端性、强制性自我调整的过程的开始,是一种新生,是规律的客观必然性的表现和结果。然而,以这种形式实现自我约束自我调整,是以金融市场崩溃和实体经济遭到沉重打击为代价的,因而是不可取的。所以,金融边界理论成为国家自觉加强金融宏观调控与管理的理论基础,为国家金融发展战略决策的顶层设计提供了政策依据。

金融边界视角下加强金融宏观调控与管理的主导方向,可从以下几个方面考虑:第一,货币政策上坚持金融决定于服务于实体经济的根本取向,货币政策适时适度调控是金融适度发展的保证。一是要加强利率引导,防止金融“脱实向虚”导致的经济结构失衡。二是基础货币投放和信用创造管理上,严格遵循货币发行纪律,抑制商业银行信用冲动。适时动用公开市场操作、法定存款准备金率和再贴现政策以及选择性货币政策工具,防止流动性过剩和信用紧缩的发生,支持实体经济持续稳定健康发展。三是货币政策应该覆盖证券市场。货币政策不仅通过传统的利率渠道、信用渠道传导而影响GDP,通过汇率水平对于净出口的传导作用而影响GDP,而且还通过资本市场资产价格渠道即托宾的 q 理论产生的企业投资效应、居民消费的财富效应渠道影响GDP(Mishkin, 2007)。因此,要强化货币政策对证券市场的覆盖和影响,规范证券市场,防止非理性繁荣的资产泡沫出现。货币政策适时适度的全方位调控,是金融适度发展的保证。第二,加强金融监管,特别是金融创新的监管。如同20世纪30年代的大危机一样,2007年美国次贷危机再一次证明了市场原教旨主义的失败,政府的制度约束再次凸显。吸取次贷危机的教训,在金融监管方面,我们需要摒弃市场原教旨主义的监管哲学,代之以基于既强调市场又强调政府作用的混合经济理论基础上的新的监管哲学。新的监管哲学关键在于科学界定市场和政府干预的边界,在市场效率与风险管理之间寻找平衡的支点。目前国内如火如荼的互联网金融的出现,固然在服务“大众创新、万众创业”和降低中小企业融资成本,推进普惠金融,提高金融服务实体经济的效率方面起到了积极作用,但是,其风险亦不可忽视。国家在监管上,要吸取美国次贷危机中金融创新的教训,对互联网金融的监管不可放松。第三,加强金融基础与设施建设。金融基础与设施建设是金融适度发展的根基。金融发展不仅需要适度适量的金融资产规模,更需要成熟的市场交易主体,完善的市场机制安排,规范的法律法规制度和开展金融活动必备的技术与信息平台等整体金融生态环境。这说明政府发挥顶层设计的作用尤为重要。优化的顶层设计能够为金融适度发展,金融资源合理配置提供制度和环境保证。何德旭指出:“推进新常态背景下的金融改革,要始终围绕一个‘核心’,那就是建立健全金融服务实体经济的体制机制”(何德旭,2015)。第四,抑制人性的贪婪,回归人本金融。尽管金融“脱实”发展难自抑,从根本上说,探寻金融适度发展的根本路径,还要归结到“金融人”的自律。白钦先教授多次强调指出:金融学是人学,金融是有“人性”的。金融深深根植于人的节俭、储蓄增值乃至贪婪的本性本能中,反映了人类文明、文化复杂基因元素的作用。面对金融貌似可以脱离实体经济迅速赚钱的财富效应,抑制人性的贪婪,回归金融服务实体经济、服务人类可持续发展对物质产出均衡发展需要的人本金融、人文金融,而不是利用金融以财富索取权的价值表现形式在世界范围内疯狂“掠夺”财富,导致国家的“破产”甚至世界经济崩溃。因此,从金融哲学的高度来认识金融与实体经济之间的关系,是探寻适度金融的根本路径。金融不仅仅是赚钱的工程和设计,金融是

为人类和人类可持续发展的合理需求服务的。金融发展涉及到人与自然、人与社会、社会与经济的全面的和谐的可持续发展,金融可持续发展要有人文关怀和哲学关爱。这是金融在哲学意义上的边界和底线,是对金融资源合理适度开发与配置的内力约束,也是根本解决的途径。

总之,遵循金融边界理论,实现金融资源配置的最优效率,从根本上防范金融危机需要重新审视实体经济与虚拟经济的基本关系,要促进实体经济与虚拟经济的和谐发展,必须坚守“实体经济更实,虚拟经济不虚”的铁律。白钦先指出,“所谓实体经济更实,就是实体经济的发展必须更坚实、更牢固、更强大,切忌实体经济虚化、弱化、空壳化;所谓虚拟经济不虚,就是虚拟经济的发展不膨胀,不泡沫化,不浮肿,不漂浮化,要适度。也就是虚拟经济的发展必须建立在实体经济基础之上,并且植根于依从于服从于服务于实体经济,而不能自我扩张,自我实现和自我循环”(白钦先,2013)。

参考文献

- 白钦先(1998):《论金融可持续发展》,《金融时报》,6月7日。
- 白钦先(1999):《白钦先经济金融文集》(第二版),中国金融出版社。
- 白钦先(2003):《百年金融的历史性变迁》,《国际金融研究》,第2期。
- 白钦先(2014):《白钦先集》(卷七),《中国金融学科建设发展——1978—2014年》,中国金融出版社。
- 白钦先、常海中(2008):《金融虚拟性演进及其正负功能研究》,中国金融出版社。
- 白钦先、谭庆华(2010):《金融虚拟化与金融共谋共犯结构——对美国次贷危机的深层反思》,《东岳论丛》,第4期。
- 白钦先、张磊(2013):《美国金融倾斜“迷失陷阱”与金融监管改革评析》,《哈尔滨工业大学学报》,第3期。
- 白钦先等(2001):《金融可持续发展研究导论》,中国金融出版社。
- 博迪、兹维·莫顿、罗伯特(2000):《金融学》,中国人民大学出版社。
- 曾康霖(1999):《论金融核心的定位及其效应》,《经济界》,第3期。
- 曾康霖、虞群娥(2001):《论金融理论的创新》,《金融理论与实践》,第6期。
- 崔满红(1999):《金融资源理论研究(一):金融属性》,《城市金融论坛》,第4期。
- 戈德史密斯、雷蒙德(1994):《金融结构与金融发展》,上海三联书店,上海人民出版社。
- 何德旭(2004):《论科学的金融发展观》,《光明日报》,9月28日。
- 何德旭(2015):《推进新常态下金融改革 切实保障金融安全》,《金融时报》,7月25日。
- 黄达(2001):《金融、金融学及其学科建设》,《当代经济科学》,第4期。
- 黄达(2001):《金融——词义、学科、形势、方法及其他》,中国金融出版社。
- 黄达(2001):《由讨论金融与金融学引出的“方法论”思考》,《经济评论》,第3期。
- 黄达等(1990):《中国金融百科全书》,经济管理出版社。
- 马克思(1975):《资本论》,人民出版社。
- 麦金农(1994):《经济发展中的货币与资本》,上海三联书店,上海人民出版社。
- 麦金农(1997):《经济自由化的顺序——向市场经济过渡中的金融控制》,上海三联书店,上海人民出版社。
- 秦池江(1995):《论金融产业与金融产业政策》,《财贸经济》,第9期。
- 特南鲍姆、乔纳森(1995):《世界金融与经济秩序的全面危机:金融艾滋病》,《经济学动态》,第11期。
- 王广谦(1997):《经济发展中金融的贡献与效率》,中国人民大学出版社。
- 杨秀萍、薛阳(2015):《戈德史密斯金融发展理论中的金融边界思想》,《沈阳师范大学学报》,第2期。
- 伊特韦尔、约翰·米尔盖特、墨里·纽曼编,彼得(1992):《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(第2卷),经济科学出版社。
- Bernanke, B. (1983): “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, 6, 257-276.
- Fisher, I. (1933): “The Debt-Deflation Theory of Great Depression”, *Econometrica*, 4, 337-357.
- Minsky, H. (1982): *The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy*, in *Financial Crisis: Theory, History and Policy*, edited by Charles, P. et al., Cambridge: Cambridge University Press.
- Mishkin, F. (1999): “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, *Journal of Economic Perspective*, 13, 3-20.
- Mishkin, F. (1999): “Lessons from the Asian Crisis”, *Journal of International Money and Finance*, 4, 709-723.
- Mishkin, F. (2007): *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (Ninth Edition), Published by Pearson Education, Inc.
- Williamson, S. (2008): *Macroeconomics* (Third Edition), Pearson Education.

(责任编辑:马 辰)