

# 货币需求： 两种理论的比较和启示

张健君

货币需求是货币理论中的首要问题，也是西方货币学说中争论最多的课题，还是我国经济运行中一个新出现的重要现实问题。本文拟对当代西方两种有代表性的货币需求理论作一考察，力图从中寻找出某些有益的政策启示。

## 一、凯恩斯主义的货币需求理论

在凯恩斯以前，没有系统的货币需求理论。现金余额方程固然对货币需求的一种理论描述，但它只是一种处于萌芽状态的货币需求论。凯氏在货币理论方面的重大突破是抛弃了传统的“二分法”，将货币理论与产量理论融为一体，创立了总产量货币理论，而他取得这一进展的关键在于提出了以流动偏好概念为特色的货币需求理论。然而，凯氏的货币需求理论仍然过于简单，而且其中存在某些疑点。因此，在二次大战后，它引起了一场旷日持久的货币理论论争。这场论争，一方面表现为凯恩斯主义与现代货币主义的论战，另一方面表现为凯氏门徒对其货币需求理论的修正和补充。本节先就后一方面作一考察。

凯氏货币需求理论存在两个弱点。其一，排除了利率对货币的交易需求可能产生的影响；其二，将人们持有的资产仅归结为货币和债券，排除了多种资产组合的可能性。后凯恩斯主义者对凯氏货币需求理论的补充和发展就是围绕上述两个问题展开的。

1952年，美国经济学家威廉·鲍莫尔（William Baumol）论证了利率可以影响交易性货币需求的观点。鲍氏的基本思路是：因为利息是持有货币所放弃的收益，因而，为交易而持有的货币量的多少与利率的高低具有一定关系。一般而言，利率越低，为交易而持有的货币额越大；反之亦然。

鲍氏对这一观点的具体论证过程如下。假定个

体J在某一时期为日常交易稳定地支出T元货币。J的这部分支出可能来源于出售其投资资产，也可能来源于其银行存款。他为取得这部分货币必然要支付一定的手续费，设这笔手续费为 $b_j$ 。同时，他还要因持有这一部分货币而放弃能够得到的利率 $i$ 。这样，个体J因持有这部分货币必须承担 $b_j$ 和 $i$ 两项成本，前者叫做现金补充成本，后者叫做利息机会成本。 $b_j$ 与该时期中抽回货币和进行支付的次数有关。若该时期中每次抽回的货币量均为 $C_j$ ，则抽回货币或进行支付的次数为 $\frac{T}{C_j}$ 。因而，该时期的现金

补充成本总额为 $\frac{b_j T}{C_j}$ 。再假定每次抽回的货币 $C_j$ 被均匀地支付出去，故个体J为交易需求而平均持有的货币余额为 $\frac{C_j}{2}$ 。若以 $X_j$ 代表该时期持有货币的

总成本，则有：
$$X_j = \frac{b_j T}{C_j} + i \cdot \frac{C_j}{2}$$

不难理解，对于个体J来说，上述两项成本具有此增彼减的反向变化关系。如果每次抽回的货币数额较小，那么， $C_j$ 从而 $i \cdot \frac{C_j}{2}$ 较小，但由于抽回

的次数增多，即 $\frac{T}{C_j}$ 增大，因而 $\frac{b_j T}{C_j}$ 也增大。反之亦然。个体J必然在上述两项成本之间进行权衡，以便使总成本 $X_j$ 为最小，并且以此为原则来确定 $C_j$ 值。

显然，要使 $X_j$ 为最小，必须使 $\frac{b_j T}{C_j} = i \cdot \frac{C_j}{2}$ 。

由此式即可推出：
$$\frac{C_j}{2} = \sqrt{\frac{b_j T}{2i}}$$

由此，鲍莫尔证明了利率如何影响货币的交易

需求,从而补充了凯恩斯的货币需求函数,弥补了凯氏理论中的这一弱点。

托宾(J·Tobin)通过建立资产选择理论弥补了凯氏理论中的另一个弱点。托宾的这一理论将经济分为金融部门和真实生产部门,然后集中考察金融部门,将人们所持有的金融资产分为四类:货币(现金)、股票、债券和外汇。在这种分类基础上,托宾分别考察了每一类资产的供给和需求,然后将四类资产的供求均衡方程式合并为一个一般均衡的联立方程模型。该模型表明,人们对货币的需求,不仅仅决定于交易规模和某一个别利率,同时也决定于各种资产的收益率。或者说,人们的资产选择结构从而货币需求是由多种资产的利率结构共同决定的。

那么,利率如何影响人们对资产的选择呢?围绕这一问题,托宾发展了凯恩斯的流动偏好理论。这一发展了的流动偏好理论是托宾的资产选择理论中的一个重要组成部分。

托宾将资产选择主体分为三类,即风险爱好者、逃避风险且将资产分散持有者、逃避风险且只持有一种资产者。由于篇幅有限,这里仅以第二类资产选择者为例,介绍托宾的流动偏好理论。在这一问题上,托宾的基本观点是,持有金融资产或债券的收益与风险成正比变化,人们根据收益的高低和风险的大小来确定自己持有债券的数额,与此同时也确定了持有货币的数额。其具体分析过程体现在图1之中。

在该图中,横轴 $\sigma R$ 表示持有债券的风险,纵轴的上半部分 $\mu R$ 表示持有债券的预期报酬率,纵轴的下半部分 $F_2$ 表示储蓄中债券所占的比例。资产选择虽是个一般均衡问题,但为了方便,托宾仍将资产简化为两类,图中的 $F_1$ 和 $F_2$ 分别表示货币和债券。 $OA$ 线表明,随着个人持有债券的比例的增加,他所冒的风险也越来越大。 $OB$ 线叫做机会曲线,它意味着随着债券预期报酬的增加,其风险程度也在提高。图中的三条无差异曲线都表示风险与报酬之间的不同组合使资产持有者的心理感受没有任何差别,较高的无差异曲线表示在同样的风险下,资产持有者的满足程度较高。

理性的资产持有者总是设法提高自己的无差异曲线。在机会曲线的位置为 $OB$ 的情形下,资产持有者可能达到的最高的无差异曲线为 $I$ ,该曲线与

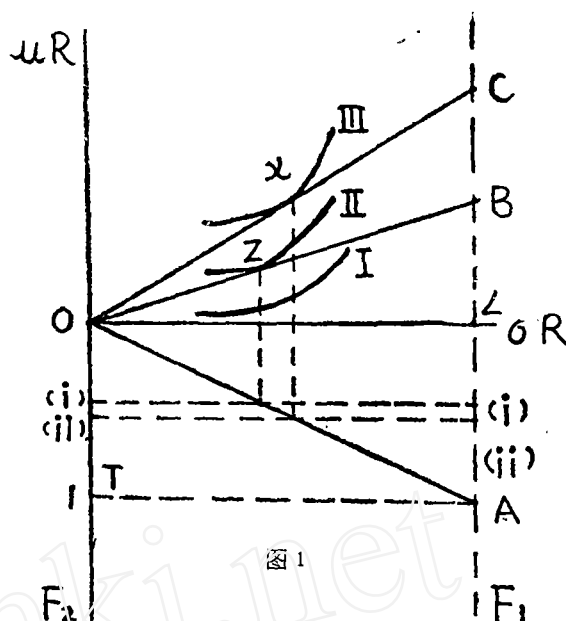


图1

$OB$ 线相切于 $Z$ 。从 $Z$ 向下引垂线与横轴和 $OA$ 线相交。这表明,当风险与报酬的组合落在 $Z$ 点之上时,持有债券的比率为 $F_2(i)$ ,持有货币的比率为 $F_1(i)$ 。利率的提高将提高机会曲线的斜率,使之从 $OB$ 旋转到 $OC$ 。此时,新的机会曲线与较高的无差异曲线相切于 $X$ 点。从而债券持有比率提高到 $F_2(ii)$ ,货币持有比率下降到 $F_1(ii)$ 。

托宾的上述分析进一步证明了利率,而且是利率结构对货币需求的重大影响,它是一种发展得相当系统和缜密的凯恩斯主义的货币需求理论。

## 二、弗里德曼的货币需求理论

以弗里德曼为首的现代货币主义之所以在理论体系与经济政策上构成了一个与凯恩斯主义截然对立的经济学派,其重要原因之一就在于弗氏编制了一套与凯恩斯主义大相径庭的货币需求理论。

弗里德曼的货币需求函数为:

$$\frac{M}{P} = f(w, h, i_m, i_b, i_e, \frac{1}{p} \cdot \frac{\Delta p}{\Delta t}, \mu)$$

在该函数中, $M$ 为名义货币需求量, $P$ 为物价水平, $\frac{M}{P}$ 为真实货币需求量。 $w$ 为个人的财富总额, $h$ 为人力财富与非人力财富的比率, $i_m$ 为持有货币的报酬率, $i_b$ 为持有债券的报酬率, $i_e$ 为持有股权资产的报酬率, $\frac{1}{p} \cdot \frac{\Delta p}{\Delta t}$ 为真实资产的价格预期变

动率,  $\mu$  为个人的偏好。弗氏研究货币需求的思路与一般经济理论中的消费者行为分析颇为相似。经济学在分析消费者行为时, 通常将影响消费选择的因素分为三大类, 即消费者的收入、商品价格和消费者偏好。关于货币需求, 弗氏按同样的思路将前述七项因素归并为三大类。

其一, 个人所拥有的财富总规模, 即函数中的  $w$  和  $h$  两项。正如个人的收入水平制约其消费需求一样, 个人的财富需求也制约着他的货币需求。将财富看成影响货币需求的一个因素, 并非弗里德曼首创, 而是自凯恩斯以来货币需求理论的一项重要发展。然而, 经济学者对财富的概念却没有一致的看法。现代货币数量论者认为, 财富包括一切能产生收益或消费性劳务的资产, 其中, 人力财富是保有财富的一种重要方式。有些学者则认为, 由于在短期内人力财富与非人力财富相互之间的替代性较低, 因而在考虑货币需求因素时, 不宜将人力财富包括在内。弗氏一方面将财富的定义广义化, 使之包含有人力财富在内, 另一方面也考虑到了这两种财富之间的较低的替代性, 因而, 他用人力财富对非人力财富的比率作为一个影响货币需求的自变量。他认为, 这一比率越高, 货币需求越大; 反之亦然。

在财富制约货币需求这一问题上, 弗氏的突出特色在于将资本理论的重要原则引入货币理论。这一原则为: 收入是资本的产出, 而资本是收入的现值。在弗氏看来, 财富是保有资产的一种存量, 它所带来的收益或消费性劳务则是一种流量, 二者以利率相联结, 收益为财富的产出, 财富为收益的现值。若用  $Y$ 、 $W$ 、 $i$  分别表示收益、财富和利率, 则有  $W = \frac{Y}{i}$ 。在此, 弗氏强调了货币是财富的替代品, 而不仅仅是交换过程中的测量手段。

其二, 持有各项资产的报酬率。弗氏将个人所持有的资产分为五类: 货币、债券、股权、非人力实物资产和人力资本。其中, 债券、股权和人力资本能产生货币性报酬, 这是自不待言的。其它两项资产的报酬则需略加说明。

持有货币能否获得货币性报酬, 取决于持有货币的种类。若将所持货币全部以通货形式保有, 当然得不到货币性报酬, 定期存款则能产生利息这种报酬。值得注意的是, 在弗氏的货币定义中是包含了定期存款的。货币资产除了有可能带来货币性报

酬之外, 还能带来实物性报酬, 即给其持有者提供便利与安全。

持有非人力实物资产所得到的报酬可分为两个部分: 一部分是实物资产所提供的劳务报酬, 另一部分是实物资产市场价格的变化所带来的报酬。前者虽然是实物性报酬, 但它只能用货币价值加以衡量, 因而它可以与后者合并表示为实物资产价格的

预期变动率  $\frac{1}{p} \cdot \frac{\Delta p}{\Delta t}$ 。

其三, 财富持有者的个人偏好。这类因素是指除了前述两类因素之外的其他一切影响货币的服务效用的因素。它包括经济稳定的程度、财富所有者的地理迁徙、资本周转与收入之间的相对数量等等一系列因素。

以上所述货币需求函数是以单个财富持有者为对象的。如果要描述出整个经济的货币需求函数, 那么, 还须考虑财富或收入的分配问题, 因为不同的分配结构将对总货币需求函数发生不同的影响。

此外, 企业的货币需求与个人的货币需求亦略有不同。首先, 企业的货币需求不存在受其财富多寡制约的问题, 因为企业可以通过资本市场调节自己的资本数量。但是, 企业规模的大小将影响其货币需求, 大企业的货币需求大于小企业。企业规模的大小可用  $W$  表示。其次, 人力财富与非人力财富之分对企业而言是没有意义的, 因而企业的货币需求函数中不存在  $h$  这个变量。再次, 货币、债券、股权和实物资产的报酬率对企业的货币需求十分重要。最后, 诸如经济稳定程度等因素对企业货币需求函数中的偏好因素颇有影响。概而言之, 只要省略  $h$ , 前述个人货币需求函数即可适用于企业, 因而, 它仍可作为整个经济的货币需求函数。

弗氏建立上述货币需求函数的目的在于阐明其名义收入货币理论, 这一理论也就是弗氏的一般经济理论。为了达到这一目的, 弗氏进一步论证了其货币需求函数的高度稳定性。

在实证研究方面, 弗氏指出, 在 1867—1960 年的近百年时间中, 美国的货币流通速度的基本趋势是下降的, 但货币流通速度又随经济的周期性伸缩而同向变化。货币流通速度的这种变化规律, 说明货币需求在长期中是趋于上升的, 但它与经济周期波动呈反向变化。

为什么货币需求的变化具有上述特点呢? 弗氏

从理论上作出了独特的解释。他认为,人们的收入是由持久收入和一时收入两部分构成的。前者是指一个人可以预期到的、长久的、稳定的和常规性的收入,例如,工薪收入、房租收入、利息和股息收入等等。后者是指某一时点上的、非经常性的和带有偶然性的收入,例如,得到一笔意外的赠款、短时期内的免税收入等等。在全社会中,当一部分人的一时收入为正值时,另一部分人的一时收入则为负值,所以全社会的一时收入可以视为零,从而整个社会的平均收入等于持久收入的平均值。

持久收入这一概念对于货币需求有何意义呢?弗氏认为,货币需求的首要决定因素是财富规模,但是,财富规模是一个无法测度的变量,只能以收入水平来代表;由于一时收入极不稳定,且全社会的一时收入为零,而持久收入与财富规模之间具有较稳定的关系,因此,可以而且只能用持久收入来代表财富规模。又由于持久收入本身的变动是高度稳定的,因此,货币需求的变动也就必然具有高度稳定性。

根据这种理论,弗氏认为,1867—1960年间货币需求长期增长的根本原因在于这一时期中持久收入的长期增长;而在周期波动中,扩张时的当期收入高于持久收入,因而货币需求相对于当期收入是下降的;收缩时的当期收入低于持久收入,因而货币需求相对于当期收入是上升的。这样一来,弗氏就从理论和实证两方面说明了货币需求与持久收入之间的高度稳定的函数关系。

决定货币需求的第二类因素是利率(即各种资产的报酬率)。根据统计分析,弗氏认为货币需求的利率弹性很小,因而利率对货币需求的影响不甚重要。关于价格预期,弗氏将它看作是引起货币需求特殊变动的直接因素。他认为,预期价格上涨率的提高会引起货币购买力降低,从而引起货币流通速度提高,再进而降低货币需求额;反之亦然。

总之,弗氏强调财富规模从而持久收入对货币需求的决定性意义,并由此推断货币需求函数具有高度稳定性。

### 三、两种货币需求理论争论的焦点及启示

凯恩斯主义的货币需求理论发展到托宾那里,显得更为精细和完整。因此,以托宾和弗里德曼相比,更能清楚地看出二者争论的焦点。这一焦点

就是双方对货币需求函数稳定与否作出了截然不同的结论。前者认为,货币需求具有灵活的利率弹性,因而是一个不稳定的需求函数,后者则得出了相反的结论。

之所以出现这种分歧,一个重要的原因在于二者对货币的定义有着不同的解释。在弗氏的理论中,货币指的是 $M_2$ ,即是指包括现金、活期存款和定期存款在内的一般支付手段。托宾的货币定义则因时而异。在他看来,就支付手段及其盈利性而言,商业银行等存款机构的定期存款与其他金融机构的债务形式没有多大区别,都是一种“近似货币”,相互间的替代性很强。因而在讨论全社会新增资产变动时,只需使用较窄的货币定义 $M_1$ 。但在分析公众的资产选择行为时,则可依据资产分类的粗细,或宽或窄地选择货币定义。

按弗氏的假定,活期存款是没有利息的,因而利率的涨落只会引起 $M_2$ 在活期存款与定期存款之间重新分配,它不会引起货币需求的大幅度变动,这样,货币需求函数当然就具有高度的稳定性。由于托宾在这一问题上选择了 $M_1$ 作为货币定义,并且强调资产之间的替代性,并注意到了货币需求的交易成本,因而他得出的结论是,货币需求不论出于何种动机都具有极不稳定的利率弹性。

可见,两种货币需求理论的分歧正如经济学中许多其他的理论分歧一样,其起源在于论争双方的假定前提不同,在于各自所定义的基本概念有所不同。在这些不同的假定前提和不同的基本概念的基础之上,相互对立的理论得出了截然相反的政策结论,而这些相反的政策结论却使宏观决策无所适从。

按照弗氏的思路,既然货币需求函数是稳定的,而且货币供给又是外生的,那么,货币供求是否均衡,从而名义收入如何变动就都是由货币供给所决定的了。通货膨胀率的上升,名义收入的增加,都是由于货币供给大于货币需求所决定的。所以,消除通货膨胀和维持国民经济稳定增长的唯一有效途径就是实行“简单货币供给规则”,即根据国民经济增长率确定一个货币供给增长率。宏观经济政策的唯一任务就是长期坚持实施这一货币供给增长率。在这里,弗氏强调两点:第一,货币政策的主要目标是克服通货膨胀;第二,货币政策是唯一重要的。

托宾在货币政策思想上与弗氏的首要区别是他反对将抑制通货膨胀作为唯一的政策目标,主张以

实现充分就业为首要目标,实行积极的相机抉择的需求管理。

如何实现这一政策目标呢?托宾以前,在许多凯恩斯主义者的积极倡导下,美国联邦储备银行长期推行了“钉住利率”的政策。托宾虽然坚持以利率作为衡量货币政策效果的指标,但是,他进一步将“钉住利率”落实到了股票行市即他的著名的“q”值之上。q是投资品相对于其成本的市场价值。q值较高意味着投资引诱较强,反之则投资引诱较弱。

从本文第一节中我们已经了解到,托宾认为利率结构的变化将引起人们对资产结构加以调整。现在我们可以进一步看到,利率的变化在引起资产结构发生调整的同时,也引起了q值的变化,从而会引起投资水平发生变化。例如,货币供给增加引起银行利率下降,人们就会减少定期存款,增加证券等金融资产的持有量,与此同时,q值必然上升,投资水平得以提高。由于作为股票行市的q值比利率更易于观察和把握,与投资规模的关系更为密切,所以,托宾主张应该将钉住利率具体化为钉住q值。

值得注意的是,托宾和鲍莫尔等凯恩斯主义者都强调货币需求具有较高的利率弹性,通过调节利率可以调节货币需要。因此,以利率作为货币政策的指标实际上是从需求方面对货币进行管理,是货币需求管理政策。此外,托宾等人认为货币供给具有内生性,因而其供给量难以控制。这样,货币的需求管理就更为重要。这一点正好与弗里德曼的货币供给管理政策形成鲜明对照,二者构成了当代西方货币政策的两个基本方面。

不论是托宾,还是弗里德曼,他们的货币政策都不可能从根本上治愈西方经济周期波动的痼疾,但是,这些政策对于调节社会化大生产的运行,对于缓解宏观经济中的某些矛盾或多或少都具有一些积极意义。这两种货币政策思路对于我国的宏观经济管理也具有一定的借鉴价值。

毋庸赘言,发达的商品经济就是一种货币经济,其中,货币几乎渗透到了所有的经济活动之

中。自我国经济运行纳入到有计划商品经济的轨道上来之后,货币政策愈来愈被学术界和决策部门所重视,其实施也已显示出了明显的效果。但是,总的看来,我国目前的货币政策基本上只是一种货币供给政策,对货币的需求管理远没有引起足够的重视。在理论上,学术界对货币供给量问题研究较多,对弗里德曼的货币学说介绍较多,并认为弗氏理论对中国经济,尤其是对中国治理通货膨胀较为适用。在政策上,宏观货币政策主要落实在货币发行量和信贷规模的直接调控之上。

其实,正如弗里德曼与凯恩斯主义各执一端又都具有片面性一样,单方面的货币供给管理是一种片面的、不完整的、从而效果不会很好的货币政策。随着我国有计划商品经济的发展,随着改革的日益深化,货币需求管理在我国越来越显示出其重要性。其一,国营企业正在成为独立经济主体,非国营企业已基本成为独立经济主体,它们对货币的需求不可能与政府或银行对它们的货币供给正好一致,因而必须对企业的货币需求行为进行调节。其二,“资金体外循环”(包括民间私人信贷)问题的出现表明货币需求在宏观经济运行中具有了非常独特的意义,它要求宏观决策部门迅速寻找到有效手段对货币需求加以管理。其三,截至1991年底,民间已经拥有12,000—13,000亿元人民币的储蓄,这部分储蓄实际上是一种现金余额。对如此庞大的现金余额若不实行有效的货币需求管理,则有可能失去对民间储蓄的控制,宏观经济也会因此而经常面临威胁。其四,如果中国的股份制经济改革能够不断地深化和发展,股票市场在国内也能大规模推开,那么,居民的资产选择问题将对货币需求发生更为重要的影响,到那时对货币需求的管理将变得更为重要。

总之,重视货币需求管理,建立起科学的和有效的货币需求管理体系,已经成为我国宏观经济管理中的一项重要课题。在这方面,托宾、弗里德曼的货币需求理论和政策思路对我们是有一定的借鉴意义的。

(责任编辑 王雪松)