

货币需求理论的新发展及其面临的挑战

岳意定, 管礼平

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 从局部需求动机到联合动机研究货币需求是货币需求理论的一大进步。重新定义货币, 构建新的变量体系, 提出新的需求理论及利用新的计量技术是目前为克服经济全球化和金融革新冲击货币需求函数的几个对策。纵观现有的货币需求理论, 其存在着诸如经济人假设、融资动机研究薄弱、货币需求与货币供给分析人为分割及货币需求函数稳定性等问题。随着网络经济和金融创新的发展, 以往界定的三动机与收入利率关系将不再可靠, 由于经济交融和货币在国际间的快速转移使得货币需求分析框架不能局限在一国范围, 需求动机在时空分割上的模糊也将迫使以往分析方法改变, 货币需求理论与时俱进将是一个必然要求。

关键词: 货币需求理论; 经济人假设; 负债货币需求; 网络金融

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-3104(2003)05-0644-05

一、货币需求理论的新发展

自凯恩斯在1936年发表其革命性的《通论》以来, 经济学家们一直力图将其进一步向前推进: Baumol 和 Tobin 研究了交易性货币需求, 并推出著名的平方根公式, 即库存模型^[1]; 同年 Tobin 对此模型进行详细的描述, 并考虑了一些可能根本不持有生息资产的情况; Friedl-Karni 和 Barro 等人则考虑到佣金的时间价值情况; Feige 和 Parkin 将实物商品列入资产选择集里, 从而引入了通货膨胀预期; Akerlof 和 Milbourne 提出了目标门限模型, 该模型认为人们只有在超过一定的范围时才会去调整货币量; Whalen 进一步分析了预防性货币需求并得到立方根公式^[2]; Miller 和 Orr 探讨了随机收入支出流下的预防性货币需求; Sprenkle 和 Miller 探讨了在非预期的现金流可以通过自动透支账户或出售流动性资产的方式来获得情况下的预防性货币需求; Tobin 用期望值-方差模型研究投机性货币需求。他得出了货币需求与利率成反向关系的结论, 从而为凯恩斯的流动性偏好理论提供了基础。然而他们这种根据个别表象来研究局部货币需求的方法或者说将货币需求动机分割来研究的方法遭到了许多经济学家的猛烈抨击。Sprenkle 甚至大胆地指出 Baumol-Tobin 模型是无用的, 其理由是 Baumol-Tobin

模型仅适用于现金账户集中管理的企业, 可是大多数企业都是分权制的^[3]。因此, 他对其进行了修正。此外他们对收入的时间和次数对库存管理是否有价值提出了挑战, 而且他们认为企业的非最佳管理现金余额往往会很大。怪不得 Cuthbertson 作出结论:“库存模型可能仅适合于个人, 但不适合于(大的)企业”。不少经济学家对 Miller-Orr 模型也提出了质疑, 他们认为该模型的两种资产框架缺乏现实性, 其不仅忽视大多数企业拥有分散账户的现实, 而且现金收支的随机状态发生机制与企业的许多交易时间和规模处于管理层的监督和控制下的现实相矛盾。此外, Barro 和 Fischer 指出经济中存在收益率高于货币的无风险资产, 按 Tobin 的方法, 投机需求是不可能出现的^[4]。Ando-Modigliani 和 Shell 认为如果交易需求不确定而且与投资回报非独立分布, 那么分割式方法是错误的。陈观烈认为:“不能否认货币有这样或那样的特点, 因而不妨构建一些局部性货币需求模型来解释假定的部分货币持有量。但事实上从任何一个经济主体在任何瞬间所持有的货币总量中很难指明哪个部分是属于这个用途, 哪个部分是属于那个用途。但即便每个模型都是正确的, 其所求得的各部分的总和也不会恰恰等于实际货币需求总量。这就不免让人对局部货币需求模型的实用价值产生了怀疑。”这也就是说, 分割式的研究方法会导致马歇尔预见的“拼合谬

收稿日期: 2003-06-10; 修回日期: 2003-09-05

基金项目: 教育部人文社会科学研究规划基金项目“经济全球化中的货币供给机制与货币政策的调整”(01JA790152)

作者简介: 岳意定(1953-), 男, 湖南邵阳人, 中南大学教授, 博士生导师, 主要研究方向: 公司金融, 货币金融理论, 金融工程。

误”。现在有人为了避免该问题而从另外的思路出发来研究,即将这三种动机联合起来研究。Ando 和 Shell 将货币纳入交易费用方程,居民通过选择消费和三种资产的组合来优化两期预期效用。Mccallum 和 Goodfriend 提出了一个确定性的 Shopping-time 模型,将货币纳入交易时间方程。Svensson 用 cash-in-advance 模型研究货币需求以及资产定价。Grinols 和 Turnovsky 使用 Cash-in-utility 模型研究随机增长型经济中的最优财政货币政策,可以在此基础上推出货币需求函数。另一方面,新剑桥学派认为:随着经济的发展,仅交易动机、预防动机和投机动机这三种动机不能说明全部现实状况,应该予以扩展。英国经济学家 S·Weintraub 提出了货币需求七动机说,认为在现代经济生活中,货币需求的动机可以扩展为七个:产出流量动机;货币-工资动机;金融流量动机;预防和投机动机;还款和资本化融资动机;弥补通货膨胀损失的动机;政府需求扩张动机,并在此基础上进行了相应的研究。

货币主义的一个基本命题是货币需求函数是稳定的或是可预测的。20 世纪 70 年代中期以来,美英两国的学者开始怀疑这个命题的正确性。Hacche 在研究英国的货币需求时发现广义货币的预测值远远偏离实际值。Artis 和 Lewis 通过对方程进行 Chow 检验也得到了同样的结论。Coghlan 同样也发现了若采用传统的函数形式得到的货币需求函数是不稳定的,他采用分布滞后结构算式才得到一个较为稳定的货币需求函数。Goldfeld 及 Enzler 等人采用了部分调整模型得到的 M_1 的预测值远远高于实际值^[5]。这个发现导致了所谓“失踪的货币”。这个问题也为 Laidler 所证实。到了 20 世纪 80 年代,在美国又出现流通速度下降的情况,以致传统的需求函数又过低地预测了货币存量。而且伴随着一些更加复杂的经济情况:如经济衰退,创记录的高利率,金融创新和放松监管所带来的体制性变化。针对这种新情况,目前经济学家们主要从以下几个方向进行研究:一是对货币的重新定义。随着金融革新的发展,新金融工具的涌现使得货币与非货币之间的界线变得更加模糊,以往把货币简单加总的方法没有考虑金融资产流动性的不同,即以往的同质性假设和总量分析法已明显不适合新情况的发展,现在有人已经提出用分解的思路去代替以往总合的方法,他们采用新的货币加总技术,比如 Divisa 货币指数法,这方面的研究者主要有 Diewert, Barnett, Anderson 等人;二是在原有的需求函数中增加新的解释变量,其中影响最大的一个变量就是金融创新。Porter Sproat Lindsey 在用误差校正模型研究现金

及活期存款的需求时,在方程中加入了趋势项以反映金融创新对持币行为的影响^[6]。T. M. Podolski 采用了 IS-LM 模型分析金融创新对货币需求的影响和货币弹性的变化。他认为金融创新使货币需求和货币供给、利率、收入之间的关系更具有动态性。而 Patrick 则在 Podolski 的分析基础上进一步拓展了该研究,指出考虑了金融创新的影响下货币需求和货币供给与 GDP 的变动不具有直接的影响关系,如果货币供给是内生的, GDP 也不一定随着货币需求的增加而增加^[7]。并且他把金融创新加入到货币需求函数中从而构建出模型:

$$M_d = \alpha_1 + \alpha_2 Inc + \alpha_3 Rate + \alpha_4 Tech + \varepsilon$$

其中: M_d 为长期货币需求, Inc 为收入, Rate 为利率, Tech 为金融创新, ε 为随机项。此外 Woon Gyu Choi 和 Seonghwan Oh 同样把货币供给的内生性以及金融创新引入到货币需求函数当中来。更引人注目的是 Glennon 和 Lane 构建了用于解释金融创新对货币需求影响的基于 Lancaster“现代消费者理论”的理论模型,他指出金融创新或解除管制都会使利率与货币需求之间的关系发生结构性的移动^[8]。三是提出新的货币需求理论。缓冲存量理论认为人们持有货币的主要动机之一是当期的支出发生时,能有缓冲的余地,因此,人们会接受一定范围的货币变动,不会立即进行调整。虽然缓冲存量理论进行了新的尝试,但它在实证研究上有先天性的困难,它忽视了理论与数据的统一性^[9]。目前的缓冲存量理论主要有: Artis-Lewis 的单方程非均衡模型, Davidson-Laidler 等人的完全系统非均衡模型, Carr-Darby 的冲击吸收法以及 Cuthbertson 的前向预期模型。四是利用新的计量技术建立模型。以 Hendry 为代表的伦敦经济学派提出了从一般到特殊的模型选择方法,该种方法的思路是先选择较多的变量和较多的滞后项,然后再依次根据不同的理论所提出的约束条件来检验模型的参数,最终得到符合要求的模型。在众多的尝试中,误差修正模型是比较成功的例子。目前对于货币需求函数来说,一般采用下面的动态模型:

$$\Delta(m-p)_t = \mu_0(L) \Delta(m-p)_{t-1} + \mu_1(L) \Delta y_t + \mu_2(L) \Delta r_t + \mu_3(L) \Delta p_t + \mu_4 v_{t-1} + \varepsilon$$

其中:误差修正项 $v_t = (m-p)_t - \alpha_1 y_t - \alpha_2 r_t - \alpha_3 \Delta p_t$, $(m-p)_t$ 是实际货币存量, y_t 是产出水平, r_t 是利率变量, p_t 是价格水平, ε 是随机误差项, Δ 表示变量的一阶差分。为保证模型有意义,要求滞后多项式中: $\mu_1(1) > 0$, $\mu_2(1) \leq 0$, $\mu_3(1) < 0$, $\mu_4 < 0$ 。该模型具有数据与理论一致的效果,反映了货币需求与各经济变量之间的短期动态调整关系。

在这方面的研究中,有Hendry和Starr估计美国的货币需求函数,Youshida估计日本的货币需求函数。

二、西方货币需求理论的不足

不管是凯恩斯货币需求理论还是弗里德曼的现代货币主义理论,都是为了解决资本主义在特定时期经济危机而找寻的对策,缺乏从价值形态历史发展角度来考察货币的本质和货币需求。这些理论都是为具有功能完善的成熟经济而设计,它们关于货币与资产替代关系的假定并不符合发展中国家的实际。到目前为此,西方经济学家精心构建的货币经济学体系缺乏一个合适的微观基础,采用的分析方法也是形式逻辑多于辩证逻辑。就整个货币需求理论而言,虽然各个学派都力图引入新的变量和限制因素对货币需求重新解释,但各个学派的货币理论仍然没有突破视货币为资产的核心,并利用它把货币数量论改写成需求函数这一范式。此外,还存在以下问题。

(一) 经济人假设

西方经济学者在研究经济问题时假定研究对象为经济人,这个假定集中体现在西方主流经济学关于消费者追求效用最大化、厂商追求收益最大化的公理性假设中。在货币需求理论研究领域也是如此,凯恩斯货币需求理论从个人最佳理财费用角度考虑,而弗里德曼和托宾等西方经济学家则从效用最大化角度出发去分析,他们都还没有摆脱成本-收益这个经济原则框架,这种假设是对行为过于理想化的抽象化概括,它导致许多西方学者的批判。经济人假定的最大问题是忽视了人类行为的社会性、历史性和人类需求的多维性。固然人有谋求自身经济福祉的动因,但更多的有社会的,历史的因素在指导他的行为。如果把视野从经济利益单一角度扩展到由人的社会属性和社会文化制度所决定的多组合的综合利益上,那么行为主义追求综合利益最大化无疑更能反映实际情况。

(二) 融资动机的欠缺

微观主体的货币需求应该包括对资产货币的需求和对负债货币的需求,货币需求函数应该反映负债货币需求扩张对货币供给量的影响。西方货币需求理论主要将货币作为一种资产保持的方式,即研究对资产货币的需求,而对负债货币需求的研究则比较欠缺,也即在分析三种动机之余缺乏对融资动机的分析。凯恩斯在分析融资动机时认为:融资动机主要是在经济扩张并导致有计划的投资出现异乎寻常的增加时才起作用,在正常的情况下和长期时

期中融资动机终究不是一个总货币需求中的重要组成部分,尽管它确实存在,但它只是一种一旦所需储蓄得以实现就消失的临时性需求。凯恩斯所考虑的主要根据美英等西方国家的企业投资绝大部分是发行债券和内部融资,而银行信贷则比较少这种情况。凯恩斯的这种解释只是简化了问题,使得理论分析不全面,这种方式导出的理论并不符合发展中国家的实际,而且就银行信贷来说,作为与资本市场互补从而稳定经济发展的均衡器并不是可有可无的,它从长期来说会影响到货币需求的增长。

(三) 货币需求函数的稳定性

建立稳定的货币需求函数是研究工作的核心。西方经济学家建立的货币需求函数模型形式上日趋完善,但是在实际中其预期的货币需求量不是高估就是低估,这不仅有经济发展中日渐复杂的不确定性和难以预测性,而且有模型自身的原因:①函数变量体系中漏掉重要的因素;②缺乏对已知的变量进行结构性分析。西方经济学者建立货币需求模型时的思路是预先选定一些与需求有直观联系的因素,进而利用历史数据进行统计检验,然后筛选掉一些变量,进而建立函数模型。由于他们从微观主体角度出发去分析进而抉择变量,因而其它一些貌似无关的但却重要的因素根本没有进入考虑的范围,如一国的人口数量、制度环境因素。在收入水平相同的国家,人口数量多显然要求更高的货币需求,它的重要性甚至不亚于其它变量。现在越来越多的学者注意到制度因素的重要性,但以什么变量以及数据如何采集成成了一个困难。此外为了避免共线性问题往往牺牲了机会成本变量的多样性。即使对于已知的收入因素,学者们也似乎简单化处理了,对于收入分配结构和基尼系数不同的国度显然货币需求不同,经济发展的不平衡造成地区间收入的差距,不同地区的经济发展水平差异,居民持有其它资产的预期收益率不同就会造成持币机会成本的不同,等等,它们会表现为不同的收入和利率弹性。那么仅用一个总的收入规模变量来衡量显然不够。如果把视野拓宽到社会领域,一个民族的风俗传统、消费习惯都会影响到货币需求。

(四) 货币需求与货币供给的分割

我们确定货币需求是为了确定货币供给,而货币需求的确定又必须以货币供给的确定为前提,而现代主流的货币需求理论认为货币需求决定货币供给,而把货币供给视为给定的,这样就人为地分割了货币需求和货币供给,影响货币需求的收入、价格水平、利率与预期因素不可能不受货币供给的影响,如当货币供给急剧增加时,货币需求无法及时调整到

相应的水平, 从而经济运行就偏离了稳定的货币需求函数, 这时货币供给量已不能看作由货币需求决定了, 货币供给的力量已能严重影响到利率及预期等因素, 加入供给因素对于稳定需求函数变得很有必要。一般把事后均衡的货币供给量作为货币需求来推导函数的方法显然把非意愿货币需求合理化, 而把两者结合分析又要避免陷入循环逻辑的陷阱。目前虽有人已进行了相关的研究, 但该方面总的来说还是很薄弱。

三、网络经济对货币需求理论的挑战

随着网络经济和金融创新的发展, 传统货币需求理论面临严重挑战。

传统货币需求理论隐含一个假设: 货币的不同用途之间存在确定的界限, 且这种界限是相当稳定的。凯恩斯把货币需求界定为三种动机, 货币在这三种动机之间有明确划分。它们与收入和利率有不同的弹性, 凯恩斯认为交易性动机和预防性动机主要取于收入, 而投机性动机则主要取决于利率。在网络经济条件下, 居民可以瞬间无成本地从储蓄、定期、活期之间进行转换, 可以瞬间完成储蓄与用于购买证券或基金的保证金和其它金融产品之间变换。随着电子货币的发展, 凯恩斯分析的三种动机合而为一, 因而它们都可能既是收入的函数, 又可能是利率的函数。甚至有人提出由于 M1 和 M2 中均包含有安全性同无息的通货和活期存款无异、却有相当优厚而明确收益的短期资产, 所以, 凯恩斯和托宾所界定的货币需求(以有息又有风险的债券去替换无息又无风险的货币)在今日发达的金融经济已不复具有重大的意义。此外, 随着人们对货币本质的不断深入认识, 货币需求理论同样会不断变化。

网络经济的发展同样给传统货币需求理论有关货币流通速度的观点带来了冲击。凯恩斯认为货币流通速度不是固定不变的, 而是随着利率的变动而变动。货币主义者则认为货币流通速度是稳定的或可以预测的, 它与利率的关系并不密切。然而现实是现代的网络支付体系和电子货币发展已使得货币流通速度波动难以预测。人们已经难以仅依据传统的理论来预测货币流通速度的变化, 货币流通速度同样具有复杂的内生性, 此外, 经济交溶和货币在国际间的快速转移已经让国际因素介入到一国的货币流通当中来, 一国与别国的货币流通速度的独立性在网络经济条件下将不复存在。

现有的货币需求理论的微观基础极不完善, 而

且受到很多经济学家的批判, 那种以成本最小和收益最大的分析方法虽有助于问题的简化分析, 但却不一定有助于问题真正的解决。这种分析方法仅存在于理想的经济环境中。效用最大化虽减少了理论的真空, 但离问题的解决还差距甚远。在网络经济环境下, 人们的需求多样性得到了充分的挖掘, 交易技术的发展和金融工具的创新使得需求动机在时空上的分割已日渐模糊。那种以某种局部需求动机的最优化分析并予以加总的方法显然不合时宜。那么在网络经济环境下有没有必要从微观角度去分析宏观的货币需求以及如何去分析都是值得人们去深思的课题。随着经济的全球化, 货币流通的国际化, 如何架构一个国际货币需求理论也是一个难题。

计量经济学的发展也使得货币需求理论的衍变更加扑朔迷离。在货币需求的研究中引入计量经济学方法和其他数学方法也许有助于人们更加清楚地认识其中的规律。但它们毕竟只是一种工具, 如果我们在太注重数学方法的应用相反可能会让人们忽视经济学中一些最根本的东西。在建立货币需求函数时利用各种计量技术已经司空见惯, 但它有一个前提就是经济中确实存在如结论那样表述的稳定的变量函数关系。如果在变量不具有稳定函数关系的条件下, 还用以前的方法显然会得到错误的结论。在纯网络经济条件下, 不仅持有货币的各种机会成本波动较快, 人们的心理预期变幻莫测, 影响货币需求的变量不断地产生, 货币需求量与一些客观经济变量之间的关系不再是稳定可预测的。如何在新环境下很好地利用定性和定量相结合方法来研究货币需求有待进一步探索。也许诚如卢卡斯对经济计量分析方法的批判所指出的, 经济中的结构参数随着政策的变化而变化。因而经济本身可能存在着无法估计的因素^[10]。

以往的货币需求理论之所以有这样或那样的缺点, 就是因为它们在分析货币需求时已经先定性地假定一些条件并设定局限性很强的分析框架, 随着经济形势的发展, 这些条件必然与现实情况越来越脱节, 狭隘的分析框架也会成为一种阻碍, 从而进一步影响到理论的合理性和正确性。不过货币需求理论的发展同样具有开放性。随着人们对客观经济规律认识不断深入和现时环境的不断衍变, 学者们会对货币需求理论所基于的一些的假定进行修正和改动, 以使得其与时相符。同时不断地完善理论的分析框架, 从研究方法哲学、研究侧重点、研究的范围思路及其它方面进行合理的抉择。目前新提出的需求理论包括缓冲存量理论和联合动机研究思路就反映了以上两个方面。可以想象货币需求理论的发展

将会是多学科多领域交融的结晶,而不仅仅是金融和计量科学的发展。

参考文献:

- [1] 黄先开. 金融数学模型——多维动态货币供求建模研究[M]. 北京: 世纪图书出版公司, 2000.
- [2] 刘斌, 邓述慧, 王雪坤. 货币供求的分析方法与实证研究[M]. 北京: 科学出版社, 1999.
- [3] 杜巨澜. 中国货币需求的微观基础研究[M]. 上海: 复旦大学出版社, 1998.
- [4] 姜波克, 陈华. 证券市场与货币需求: 一个新货币需求函数的探讨[J]. 世界经济文汇, 2003, (1): 15-23.
- [5] S. M. Goldfeld. The case of the missing money[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1976, (3): 683-730.
- [6] R. D. Porter, P. A. Sproat. Econometric modeling of the demand for US monetary aggregates[M]. Sydney: Ambassador Press, 1989.
- [7] Patrick, JR. Holly. The effect of technology growth on money supply and demand: a cointegration approach[J]. The Park Place Economist, 1996, (7): 28-54.
- [8] Dennis Glennon, Julia Lane. Financial innovation, new assets and the behavior of money demand[J]. Journal of Banking and Finance, 1996, (20): 207-225.
- [9] 刘斌, 黄先开, 潘红宇. 货币政策与宏观经济定量研究[M]. 北京: 科学出版社, 2001.
- [10] 易定红, 郭树华. 西方货币理论主要流派的比较[J]. 中国人民大学学报, 1999, (1): 25-30.

New development of money demand theory and challenges it faces

YUE YiDing, GUAN LiPing

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: In the view of present money demand theory, this paper holds that there are some problems such as economic man hypothesis, weak research on financing motives, analysis separation of money demand from money supply and stabilization of money demand function. With the development of the Internet economy and financial innovation, the relationship between original money demand motives and income and interest rates becomes unreliable. Economic globalization and international money transfer make the money demand analysis performed in light of the international situation. Blur of demand motives in the space-time separation causes the previous analysis mode to change. It is inevitable for money demand theory to develop with the advance of the times.

Key words: money demand theory; economic man hypothesis; the indebted money demand; network finance