

搞好货币调控必须加强货币需求研究

兼评戴国强的《中国货币需求分析》

陈观烈

所谓货币需求,是指市场经济行为主体在一定的资源约束下宁愿持有或结存的货币数额。这个需求额如何界定?由哪些因素决定?内中是否有函数关系?函数关系是否稳定?这些,都是现代货币金融学和宏观经济学的重大课题与基础构件,其答案关系着人们对时下一个重要货币现象——通货膨胀——的诊断与治理,关系着人们对现代金融工具的蓬勃滋生、频繁交易和其货币性的根本认识,更重要的是关系着政府的货币政策行为及其效果估计。现代西方国家的宏观经济政策,先后深受两大学派的货币需求论(凯恩斯的“流动性偏好说”与货币主义的“新货币数量说”)所启迪。但今日货币需求理论与实证的深入发展,却是为货币决策的需要所驱动,它是搞好货币调控的必要条件。

现在一般公认,确有货币需求的函数,其因变量可以是简单的或加权的 M_0 、 M_1 或 M_2 ,自变量则可以分为三类,即规模变量(交易额、国民收入、财富额或恒常收入等)、机会成本变量(与本国货币有替换关系的其他资产的收益)和制度(技术)变量。因变量和自变量的确定及其相互关系与表现形式,是整个货币需求理论的出发点,且有重大的政策含义,这都是具有历史规定性的,但经常有不同见解存在,因为人们对于货币特点的认识,受着时代和视野的限制。

最易为人们察觉的货币特点,是它作为流通手段或交易媒介的职能,由此,人们很早便把货币需求函数的因变量定为狭义货币(M_0 或 M_1),同时把自变量定为商品交易的规模。以 $MV=PT$ 这个恒等式来表现的旧货币数量说,当它被看作货币需求函数时,由于 V 被认为是支付制度的产物, T 则属于生产力范畴,二者在短期内皆不受 M 的变化所影响,故商品交易额(PT)是式中不依人的意志为转移的规模变量。1917年,剑桥大学的庇古教授倡导把 $M=kpy$ 公式取代 $MV=PT$,这个 k 便体现了行为主体的意愿与选择,为后人把机会成本变量纳入货币需求函数奠定了基础。不过在当时,剑桥的经济学家们仍认定规模变量(在这里用的是 py ,即国民收入)是货币需求的最主要决定者。凯恩斯继承和发扬了剑桥方程式,从 k 中衍化出三种持币(流动性)的动机,其中交易动机与谨慎动机仍是以货币的交易媒介职能为基础,因而仍取决于规模变量 py ;但投机动机则已建立在货币作为储藏价值的手段,即资产的特性上,而且凯恩斯认为货币作为资产只可以与债券相替换,因而他在货币需求函数中引进了一个机会成本变量——债券利率。尔后,不论是凯恩斯的信徒还是他的许多反对者,都认同了货币的资产特性,不过扩大了可以与货币相替换的资产的范围。托宾把替换关系扩大到收益与风险各不相

同的多种金融资产之间,故货币需求的机会成本不是一个利率,而是一系列利率。弗里德曼更把债券、股票、真实财富和人力资本都包括在可与货币相替换之列,因此,连股票收益率、预期物价上涨率和人力资本同物质资本的比例也被包括在机会成本之内。另外,还有些学者(如 B·T·Mecullum 和 M·S·Goodfriend)认为,凡属资产,总是可以为持有者提供一连串服务或效用的东西,故根据货币也是资产这个基本观点,又可把资产选择这个命题再加以发挥,从而把货币需求引入以追求效用最大化为目标的消费者一般需求理论之中。到了 70 年代中期,由于“失踪货币”问题在美国和大部分西欧国家被提了出来,而这又被认为是当时金融业的创新和放松管制以及信息技术的进步所造成,所以制度和因素也被列为货币需求函数中一类自变量。承认制度因素这个变量,实际上就是承认货币的又一特性——社会性。综上所述,关于货币需求,至少有过四种不同的思路:交易思路,资产选择思路,消费效用思路和制度思路。

货币“失踪”指的是公众实际持有的货币量少于常见货币需求函数所预测的数字,这对于坚持货币需求函数是稳定的,从而断言管住货币供应量就可以相当准确地控制物价水平和国民生产总值的(货币主义)观点是一大打击。因此,解开这个“失踪”之谜,便被看作是继续推行以控制货币总量为中间目标的货币政策的关键。对此,西方国家的经济学家们是从两个方面着手进行探索的。一个方面是在理论上重新考虑货币需求函数的内容与表现形式,例如:对于因变量改用广义的,甚至是重新加权的货币总量去取代狭义的和简单加总的货币总量;对于规模变量则引进了“临界值”、缓冲存量、银行透支额度等概念来解释货币余额减少的原因;对于机会成本变量,除了增加货币自身受益率、实际工资率、汇率和外国利率等项之外,还在各项资产的相互依存关系和对多种成本的更精确计算上大作文章;对于制度和因素这种难于量化的变量,则尽可能用有关的其他数字,如企业现金管理的规模、银行对新技术的投资、银行电子转帐数额等间接地加以反映。此外,还在函数中纳入并突出动态、预期(包括理性预期)和风险等因素,又把总合的和分项的、短期的和长期的货币需求分开加以研究。

关于追踪下落不明的货币,另一方面的研究就是在计量技术上作了许多改进,如构建“部分调整模型”(PAM)和“纠错模型”(ECM),加进哑变量,采用“共积分”等等,希望由此重新确立货币需求函数的稳定性和预见性。

以上两个方面的努力,不能说没有一点成效。有些研究成果,确实对已往的理论与实证有新的解释与补充,但是由于新探索基本上是在旧框架内进行修补,所以,很难保证修改后的货币需求函数能长久稳定和不会再出错。事实上,在 80 年代中期,在许多西方国家又出现了货币流通速度异常下降的现象,也就是实际货币量过多,这依然反映货币需求函数不稳定,因而不少国家降低了货币总额这个政策目标的地位。有的学者(如 R·J·Gordon 和 W·Poole)则由此立论,对是否有真正稳定的货币需求函数(特别是短期的函数)存在过,因而可以用规定某个货币总额的办法来推行货币政策之事再次表示怀疑。不过,大多数西方国家的货币学者仍在为货币政策的有效性而孜孜不倦地研究货币需求。

对于正在运用市场机制和推行宏观货币调控的中国来说,研究货币需求更是非常必要的。改革开放以前,我国实行的基本上是一种集中计划的产品经济,货币倒真的象是一块“面纱”,虽然在当时,中央计划当局也有过一个表述适当货币供给量的公式(1:8 的经验公式),但那

不是当代市场经济学所指的货币需求,顶多不过是计划规定的交易额所加诸于人的货币必要量,并没有企业与个人的选择和意愿在其中起作用。改革开放以来,国民收入的分配日益向企业和个人倾斜,集中计划成份在生产、流通、分配、消费中的比重迅速下降,行为主体自主经营和自由选择的原则已广泛确立,货币供给的内生性已有所表现,但同时通货膨胀绵延起伏,金融风波也时有所闻,间接型宏观调控虽已试行,而收效却不是很大。这一切都要求对我国的货币需求有一番适合一般规律而又顾及国情的研究。

在这种形势的促进下,我们向国家社会科学基金承担了“中国货币需求研究”这个课题。经过几年的努力,现已完成专著7本,戴国强同志的《中国货币需求分析——货币需求函数中的规模变量问题研究》就是其中的一本,这也是他在复旦大学的博士学位论文。

戴国强同志是世界名著《货币需求:理论、证据与问题》(D·E·W·莱德勒 1985年版)的中译者,译述中的体味与推敲,加上他多年的广泛阅读、独立钻研和对中国经济生活的亲身体察,使他得以把西方学苑的精华同中国改革开放的经验结合起来,在中国货币需求的规模变量问题上成此力作。此书在我看来,有五个特点:

第一,它确认在市场经济体制下,货币需求的研究,不仅有助于达到静态的货币均衡,即当货币当局得以针对一定的货币需求,“恰到好处地控制货币供给”,而且更重要的是,可以推进货币的动态均衡,指明传导的途径,即宏观调控机构在认识了货币需求函数以后,可以主动地变动货币供给,打破原来的低水平货币均衡,以便通过市场经济自动重趋均衡的机制,使货币需求函数中的某些自变量发生人们所瞩望的变化(如资产替换、利率升降、物价涨跌、投资增减、收入伸缩等),最后使货币供求在更高水平上重建平衡。这个动静有别的货币均衡机制,实际上区分了旧的计划经济与新的市场经济在货币调控上的两种不同的指导思想。

第二,此书虽然接受了现在一般公认的货币需求函数三类自变量,但又指出这三者在发展中的我国与在发达的西方国家之间有不同的地位。在西方,“近三十年来,在金融创新和金融改革过程中,货币需求研究侧重于机会成本变量”,但“我国金融业还不发达,市场经济落后,金融工具不多,决定人们的货币需求的主要因素,还是收入、财富、交易总量等规模变量。”这样历史地看待问题是很正确的。当然,这也不是意味着,机会成本变量在中国就完全不值得重视。事实上,改革开放以来,利率、物价及其预期等,正在人们的资产选择和货币需求中起着日益重要的作用。此书对于规模变量中三个可以相互替代的指标——收入、财富、交易总量——看得最重的虽然是收入,但也着力说明“财富效应”在发展中国家明显地起作用。不过鉴于财富总值极难测量,故从实用价值着想,仍用收入变量来构筑模型。作者对我国货币需求的收入弹性的计量(M_0 为1.2902, M_1 为0.9784, M_2 为1.1691)大体说来也是符合实际的。

第三,把马克思的“必要货币量理论”解释为这位导师在金属货币时期,以其自创的劳动价值论为基础所缔造的一种突出规模变量的货币需求理论。书中的这个观点,我是赞同的。劳动价值论虽然和货币数量说势不两立,但这并不妨碍两者都以 $MV=PT$ 的方式来表述货币需求。不同的是,数量说在这里既认定货币需求取决于物价,又认为物价是货币供给量所决定,这就陷入了萨伊定律的谬误。而马克思坚持物价是由劳动价值决定,这就不存在货币供应决定货币需求的问题。再者,由于金属货币制度下,货币需求也是行为主体在作为货币的黄金与作为一般商品的黄金之间的一种选择,其间有一个“蓄水池”在帮助人们实现这种选择,所以在马克

思的货币需求论中,也依然含有人的意愿因素。而数量说的货币需求论,在剑桥公式出来之前,是不考虑人的意愿因素的。

第四,书中指出,和西方国家曾经出现的“失踪货币”不同,中国有“超额货币”问题存在,对于这个现象,作者不是用现在西方一种新的思潮——货币超前供应来解释,而是从一个正在向社会主义市场经济过渡的发展中国家的特殊货币行为出发来进行分析,比如市场经济的发展,扩大了商品交易的规模,从而提高了经济货币化的程度;同时,金融市场未发达,所需货币在很大程度上仍按以往供给制的做法向银行和财政“倒逼”,或是依靠“内源融资”来积累,这就造成了目前我国市场、特别是农村市场中大量货币沉淀的现象,也就是超额货币的一个来源。超额货币加剧了治理通货膨胀的难度。所以作者认为,要消除超额货币,就应当坚持金融深化,引导和制约行为主体的货币需求,疏通和管理内在货币供给的渠道,这样才能实现货币供求的良性均衡,减少通胀的压力。

第五,和超额货币问题相联系的,是此书论及地下经济及灰色、黑色金融的影响。各国都有这样一部分经济活动,其成果不反映在国家的统计之内,却也要用货币作为交易和储藏的手段,而且所用的货币往往有特定的品种(如现金)或是通过灰色的或黑色的金融渠道来结算。在研究一国的真正货币需求时,无疑应该把这部分处于官方统计与管理之外的货币与金融包括进去,否则就会有货币失踪或超额的失误。正因为这样,现在西方学者在界定货币需求的因变量时,除惯用的汇总各种不同质的货币资产方法以外,又有一种分解的思路,即把各种不同质的货币资产(连现金与支票存款也视为不同)分开来,研究其各自的需求函数。戴国强同志之所以要专章论述地下经济,正是为了单独研究 M_0 的需求,这是合乎国外新潮流的。

当然,戴国强同志的这本《中国货币需求分析——货币需求函数中的规模变量问题研究》还有不足之处,例如,没有就三类自变量之间相互影响来研究规模变量;对金融创新所给予规模变量的影响,论述尚嫌过简;对时滞问题在货币需求研究中的复杂性估计不足,等等。这些尚有待作者和有志于货币需求研究的专家、学者继续探讨。此书的出版,对我国货币需求理论的构建与发展起了重要的推动作用,相信定会引起赞同、补充、批评、异议等反响出现,这应认为是我国学术界的繁荣,也正是此书作者和本文作者所共同期待的。为了搞好货币调控,必须加强货币需求研究。

(上接第 62 页)

①《近代中国》第 4 辑,上海社会科学院出版社 1994 年版,第 2 页。

②《孙中山全集》第 2 卷,中华书局 1982 年版,第 432 页。

③《孙中山全集》第 2 卷,中华书局 1982 年版,第 490 页。

④《近代中国》第 4 辑,上海社会科学院出版社 1994 年版,第 4 页。

⑤《孙中山全集》第 3 卷,中华书局 1984 年版,第 414 页。

⑥《孙中山全集》第 4 卷,中华书局 1985 年版,第 37 页。

⑦《近代中国》第 4 辑,上海社会科学院出版社 1994 年版,第 7~8 页。

⑧《孙中山全集》第 5 卷,中华书局 1985 年,第 533 页。

⑨徐义生:《中国近代外债史统计资料(1853—1927)》,中华书局 1962 年版,第 95 页。

⑩徐义生:《中国近代外债史统计资料(1853—1927)》,中华书局 1962 年版,第 95 页。

⑪徐义生:《中国近代外债史统计资料(1853—1927)》,中华书局 1962 年版,第 96—101 页。

⑫徐义生:《中国近代外债史统计资料(1853—1927)》,中华书局 1962 年版,第 96—101 页。