

中國貨幣需求研究 ——機會成本變量分析

朱善利著

THE IMPACT OF OPPORTUNITY COST VARIABLES
ON CHINA'S
MONEY DEMAND



香港大世界出版公司
GREAT WORLD PUBLISHING CO.

中国货币需求研究 —— 机会成本变量分析

著者 —— 朱菁

出版 —— 香港大世界出版公司

发行 —— 香港大世界出版公司

1995 年 6 月初版

©版权所有 不得翻印

ISBN 962 - 576 - 043 - 1

定价: 港币 60 元

序

本世纪初，英国剑桥大学的经济学家们提出了 $M = kPY$ 的公式，从此，人们跳出了交易方程式（ $MV = PY$ ）的圈子，认识到在市场经济中，行为主体对货币的需求（ M_d ），不仅取决于由国民收入（ PY ）所派生的交易额，也不仅是通过货币流通速度（ V ）而受相对静止的支付制度所约束，还值得注意的是，这是由人的意愿和选择因素在起作用它也影响着 k ，即国民收入中用货币来持有部分所占的比重。由是，发展起当代的货币需求学说，其中，以凯恩斯学派和货币主义最为行时，它们先后成了西方国家政府制定和操作货币政策的理论依据。

当代各派货币理论都突出货币的价值储藏职能，这比“古典经济学只强调交易媒介职能更贴近实际。只从交易媒介职能出发，货币在经济运行中交易被看作是物物交换上面的一层面纱，其供给与需求对经济无实质性影响。但如果着重于储藏价值的职能，则货币便是资产的一种，有其自身的或隐或显的成本（包括机会成本）与收益，因而，在市场经济体制下，以货币同其他（真实的和金融的）资产相替换，由是影响包括货币在内的各种资产的供

给、需求、价格和配置。因此，当代货币需求论不仅注意影响货币持有量的交易额或收入，更注意影响人们自愿替换资产、持有货币的成本和收益。交易方程式和剑桥公式不能充分表达这种复杂的货币需求决定机制，于是便有各种货币需求函数式的推出。函数式的因变量是货币需求量，自变量大体上可分三类，即规模变量（收入或财富）、机会成本变量（因持有货币而失去可能从其他资产上得到的净收益，如利率、物价上涨率等）和影响前二者的制度变量。学者们对三类自变量的具体内容及其与货币需求的相关程度说法不一，派别纷呈，其中最重要的是，在机会成本变量中，凯恩斯学派重视利率而货币主义者重视价格预期。货币主义者还强调，货币需求函数是稳定的，这是他们认定控制货币量就可以预见物价水平的重要论据。西方国家的经济实况，有时证明这一派有理，有时又支持了另一派，这使理论界和决策者无所适从。尤其是在70年代中期，有所谓“失踪货币”问题的提出，即发现了货币需求函数过高地估计了货币持有量，这更使许多学者、特别是相信货币需求函数有稳定性的货币主义者感到失望。于是就有人从两个方向寻求恢复函数稳定性的办法。一是从理论方面寻找函数式失准的原因和补救之道，认为主要是七十年代中期起金融业的创新和放松监管使原有函数式中的因变量与自变量不复适用，而必须有所更换或补充，在因变量方面是狭口径的 M_1 未容纳许多新型的货币性金融资产，必须用外延更广的 M_2 来代替；在自变量方面是由于创新扩大了资产替换范围和降低了交易费用，故必须增加一些机会成本项目（如汇率预期、股票市盈率、

利率期限结构等等)。另一个方向是在实证的方法上作一些改进,例如用所谓“纠偏模型”(ECM)来调整实际货币持有量向理想的或长期均衡的数值逼近时必有的滞后。这种寻找“失踪货币”的办法,都不过是在原来的理论框架内作一些修补,暂时或许有效,但很难保证在将来能使货币需求函数继续稳定。西方的货币需求研究,仍然未走出迷宫。

但西方的这些研究成果,对于正在建设社会主义市场经济的我国还是有借鉴意义的。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,货币倒是象一块“面纱”。虽然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),但那不是当代市场经济学所指的货币需求,顶多不过是外生的交易额所加诸于人的货币必要量,而完全不考虑企业与个人的选择与意愿。改革开放以后的国民收入分配格局、行为主体的自主经营原则以及间接型的宏观调控方法等等,决定了有研究新体制下我国货币需求之必要。

正是在这种新形势的促动下,我们从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,它们是:陈观烈著《西方货币需求理论的演进》、韦超著《对我国近年货币需求研究的综述》、杜巨澜著《中国货币需求的微观基础》、戴国强著《货币需求函数的规模变量问题研究》、朱菁著《中国货币需求研究——机会成本变量分析》、韦超著《中国货币需求的制度因素研究》、薛万祥著《论需求型货币调控》。现在推荐给读者的这本书,就是其中朱菁之作,这是他在复旦大学的博士

论文。

朱菁博士在本书中介绍了当代西方较有影响的资产选择理论、货币需求模型以及检验货币需求函数稳定性的计量方法，同时分析我国改革开放过程中人们选择资产和持有货币行为的变化，从而发现，现在西方经济学界一般公认的影响货币需求的三类变量——规模变量、机会成本变量和制度变量，在我国也有日益广泛的应用范围。就机会成本来说，虽然在改革初期，由于市场（特别是金融市场）欠发达，中国也如同其他发展中国家一样，只有物价变动及其预期是重要的变量，但是，随着银行业的现代化和有色证券市场的开辟，利率和证券交易费用也正在发挥越来越大的影响；又随着对外开放程度的扩大，包括人民币自由兑换的逐步实施，汇率和国外利率也将成为货币需求的机会成本。这些推断正在为事实所证明。此外，制度因素在我国曾被认为是不可量化的变量，作者现在用居民货币收入占国民收入的比重和家庭经营农户占总农户的百分比这两个指标来代表制度变量，这也不失为一种简便易行的做法。

书中对各种机会成本的专章论述，也颇多特色，例如：

关于物价及其预期，作者认识到在我国有隐性通货膨胀的存在，因此主张应有“真实”通胀率及其预期作为我国的机会成本变量。在论及通货膨胀预期与货币需求的函数关系时，他认为除长期看来的负号关系以外，在中国还有因持币待购而产生的短期正号关系。他用“现金先行”的西方理论来解释这种正号关系，有其道理。

关于利率，朱菁博士充分了解现在西方学术界有何种金

融资产的收益率最具代表性之争，因而联系中国实际，提出采用活期储蓄存款利率与一年期定期存款率的算术平均数为代表，这在目前中国以间接融资为主和居民储蓄占银行存款多数的情况下是切合国情的。作者还认识到，利率水平越高，货币需求的利率弹性越大，而我国的利率改革也恰恰应改变目前的官定低利率为主要目标，因此更表明利率这个机会成本在我国今后将日趋重要。

关于汇率和外国利率，它们将随着资本流动和通货替换自由化而成为机会成本，这也是肯定的。但它们与货币需求的函数关系是正还是负，这同通货膨胀预期一样具有二重性。例如，本币对外贬值既可因通货替换而减少本国货币需求，也因出口扩大、国民收入增加，从而由规模变量方面增加本国货币需求。实际影响如何，应该根据时间和条件来判断，所以，决策时应当慎重。

最后，关于交易费用，本书着重分析它对家庭资产选择的影响。在这里，作者指出目前股票和债券的交易，尤其是零售交易的费用过高，将来即使能降低，也主要是在批发方面，故家庭将难以大量地参与到货币和股票、债券的替换上来，这是不利于扩大资产选择范围和优化家庭资产组合的，因而所决定的货币持有量也不会是最合理的。把家庭的资产选择限于货币与真实资产之间，是不利推行既要经济发展、又要物价稳定的货币政策的。联系资本形成来看这个交易费用问题，能发人深省。

由上可见，朱菁博士此书，不失为一本有内容的力作。当然，由于货币需求问题在世界上还是一块荆棘丛生的新垦

地，而在中国，又由于社会主义市场经济正在初创阶段，市场中人的行为也有待规范化和法制化，而且统计资料又极为欠缺，要在这种情况下构建一个完整的、有较高实用价值的货币需求模型是难度极大的。不必讳言，此书尚有不足之处，例如：有些函数关系模棱两可，有些系数没有确切数值，对我国货币需求函数是否稳定难下定论，因此，此书作为制定和执行货币政策参考的作用不能不受到限制。不过，既然这块垦地还很荒芜，那么只要我们能在这里铺下几块路石，也就可以自慰。我喜见朱著的出版，乐为之序。

陈观烈

1995年7月28日于美国俄亥俄州

目 录

第一章 导言

- 第一节 货币需求机会成本变量研究之综述 … (2)
- 第二节 本书之研究架构 …… (11)
- 第三节 西方实证研究之进展 …… (13)

第二章 金融改革、资产组合 选择范围与货币需求

- 第一节 金融改革与资产组合选择范围 …… (21)
- 第二节 金融改革对货币需求的影响 …… (24)
- 第三节 亚洲诸国金融改革之实证结论 …… (29)

第三章 利率与货币需求

- 第一节 利率之决定理论 …… (33)
- 第二节 中国最适利率结构之探讨 …… (52)
- 第三节 货币需求函数中利率变量之选择 …… (66)
- 第四节 其他影响变量及其数量化 …… (76)
- 第五节 中国货币需求利率弹性
之计量研究 …… (79)

第六节	研究的政策含义	(84)
第四章 通货膨胀与货币需求		
第一节	隐性通胀与“真实”通胀率	(89)
第二节	“真实”通胀率、通胀预期 与货币需求	(106)
第三节	经济改革时期的通胀与货币需求	(120)
第四节	“预存现金”假设与中国货币现象	(130)
第五章 预期外国短期利率和预期汇率变动 对货币需求的影响		
第一节	理论分析的经济背景	(148)
第二节	开放经济中的货币需求之函数模型	(150)
第三节	研究的政策含义	(163)
第六章 交易费用、资产组合构成与货币需求		
第一节	理论分析的思路	(167)
第二节	交易费用和资产组合构成	(171)
第三节	交易费用与交易剩余之损失	(177)
第四节	一些启迪	(185)
参考文献		(188)
附 录		(192)
跋		(275)

第一章 导言

理论来自实践，又反过来指导实践。

研究货币需求，是为了要探求货币供给的变动如何引发货币均衡过程中有关变量的变动，以便制定有效的货币政策。因此，货币需求函数的稳定性和可预测性是有效货币政策的前提条件。西方发达国家从二十余年的通货膨胀经历中已深深体悟到这点，因而对货币需求的研究无论在理论上，还是在实证上都相当先进。随着西方国家货币政策实践的不断发展，其货币理论研究近年也发展迅猛，流派众多，成为宏观经济理论中的一个争论热点。其理论界和银行界对货币需求理论的不断探求很大程度上影响着货币政策的制定和实施。

作为宏观经济三大政策之一的货币政策，企图通过一定的货币政策工具来达到期望的货币政策目标。因而，研究货币政策基础之一的货币需求，其最终动机是为了提高社会的总福利水平。

建国以来，特别是在 1958 年到 1978 年期间，我国的货币

政策基本上无宏观调控职能，银行也只是财政部门的代理人。十一届三中全会以来，经济改革已成为工作的重心，金融改革的逐步深化正为利率杠杆发挥作用奠定基础，信贷配给的直接控制也逐步向间接调控转换，金融市场和工具处于不断开拓之中。因此，货币政策的作用将越来越大。由于过去我国货币政策实践的薄弱，对货币需求理论的研究也比较落后。在当前经济改革和开放的现实背景下，金融改革的实践需要高度成熟的理论来指导。因此，研究货币需求问题在当前我国具有很大的理论和现实意义。

第一节 货币需求机会成本变量研究之综述

本文的研究重点在于机会成本变量的确定及其对货币需求的影响。这实际上是从货币需求的微观角度出发，研究微观主体的持币动机和持币行为，从而探求货币需求变动的规律性。货币需求的决定因素可以划分为三类，即规模变量，如收入和财富；机会成本变量，如利率和通胀率等；其他变量，如制度因素和技术因素等。将机会成本变量作为货币需求的决定因素之一，目的在于说明利率和价格变动等因素对货币持有主体可能造成的潜在收益或损失，以及这种潜在收益或损失对微观主体货币需求行为的影响。

剑桥学派的经济学家在早期从微观角度考察货币需求问题，在对实质现金余额对收入的比率 K 作注解时强调了利率因素的作用。J·M·凯恩斯的货币需求理论是真正运用了货币需求的微观分析法。以后，J·托宾和M·弗里德曼等学者将

这种研究更加精确化和综合化了。

从过去货币需求研究的发展看，在机会成本变量研究方面，西方学者的研究重点是利率。凯恩斯的货币需求理论，强调利率对货币需求有较大的影响(LM 平缓)，但同时认为投资的利率弹性很小(IS 陡峭)，因而认为货币供给的增加不能使投资大量增加，故货币政策不如财政政策有效。弗里德曼继承了旧货币数量说重物价和轻利率的货币需求论，但加进了物价预期因素。而且，对利率变量的分析是从风险资产的利率和货币自身收益率的比较入手的，而不是仅仅分析利率总体水平的影响。货币是金融资产的一种，资产选择的一般理论在货币需求研究中得到了普遍采用。

无疑，在西方国家货币需求的机会成本变量中，利率变量是最为主要的，但对于实证利率的选择，存在着许多不同的观点。凯恩斯在《通论》中提出，由于存在着持有“闲置”货币余额的投机动机，因而利率就成为货币需求函数的一个决定因素。莱德勒曾指出，认为利率是货币需求函数中重要变量的结论是无疑的。H·拉塔纳 1954 年在“现金余额和利率——一种实用分析方法”^①一文中通过实证研究指出，旧的数量说和凯恩斯类型的货币需求函数的假设应予抛弃。前一种学说不考虑利率因素，后一种学说假定利率不变，收入的增加使货币余额与收入之比率持续下降。他选用长期利率，发现在现金余额、收入和利率之间有一种稳定关系，同时限定货币需求函数的收入弹性等于 1。J·托宾认为单一方程式和联立方程式都

^① 载《经济学和统计学评论》，1954 年 9 月，第 456-460 页。

表明利率是货币需求函数的重要变量。在对这一论题的分析中，他引进了库存理论和资产组合论，不仅确认利率结构的作用，也为以后的进一步分析打下基础。布鲁纳和梅尔泽认为，应将货币需求纳入资产组合选择理论中分析，认为应选用股票和债券的收益率来作为变量。之后，布郎芬勃伦纳（Bronfenbrenner）和梅耶（Mayer）、莱德勒（Laidler）和赫勒（Heller）从持有货币的机会成本角度分析，认为应选择短期利率。赫勒的实证分析表明，长期利率在统计上无解释作用，只有短期利率才是重要的。格里和肖认为货币的最主要特征是流动性和名义值变化的风险最小，并认为最接近的替代物是金融机构，特别是 S & L 的负债，故他们选择 S & L 的资产收益率作为分析变量。莱德勒的分析结果支持赫勒的结论，认为最好是采用 60-90 天或 4-6 个月的商业票据利率，并指出利率的选择要能体现出货币需求函数式的稳定性。M·汉伯格认为，应采用长期利率，并依据 Moody 的资信评定，选择 Aaa 类的证券收益率。T·H·李则选择 S & L 股票的收益率。进一步的研究使对利率的考虑再次深入到资产选择领域，货币作为一种资产，有许多可供选择替代的资产，持有货币往往取决于各种可替代资产的相对收益率，而不是绝对利率水平。因此，R·S·巴洛和 A·M·圣托米洛认为，应考虑货币自身收益率，货币能提供服务，活期存款的隐含利率可作为这一指标，再选择 S & L 股票的收益率，用两者之差表示相对收益率，以此说明对持有货币的影响。

预期通胀率是另一个重要的机会成本变量。在 M·弗里德曼的货币需求函数模型中，

$$M_d = f\left(p, r_b - \frac{1}{r_b} \frac{dr_b}{dt}, r_e + \frac{1}{p} \frac{dp}{dt} - \frac{1}{r_e} \frac{dr_e}{dt}, \frac{1}{p} \frac{dp}{dt}; w; Y/r; u\right)$$

他将货币纳入效用极大化理论中考察，提出预期因素，不仅考察物价水平，而且分析预期物价变动率的影响。之后，对预期的研究从部分调整、适应性预期到理性预期，成为货币理论中的一个重要研究对象。S·费雪在其主编的《理性预期》论文集中，用世代交叠模型和理性预期模型分析了货币需求问题。通胀是影响货币需求的一大要素，也是货币经济学的研究重心。引入预期物价因素后，如何分析预期通胀率和实际通胀率的关系就成了关键。在理论上，弗莱明，弗里德曼，费雪和墨迪格里安尼，梅尔泽，对此都有研究，认为通货膨胀的不确定性与实际通胀率密切相关，通胀率越高，不确定性越大。M·伊文斯^①用理性预期方法，用统计分析数据揭示出通胀长期趋势的不确定性与实际通胀率紧密相连。所谓不确定性用通胀预期的偏差表示，研究表明两者是正相关的。要分析预期通胀的趋势，找出不确定性的根源是关键。如果通胀率主要由长期货币供给增加引起，则货币政策变化可能是通胀持续性变动的决定因素。由于通胀过程的结构变化能引起稳定状态通胀的变动，因此，潜在的政策变化会导致稳定状态通胀的不确定

^① M·伊文斯“发掘通胀率与通胀不确定性的关系”，载《货币、信用与银行杂志》，1991.5. P.169-183.

性,由此可见,货币当局应采用一定的政策规则,以避免高通胀带来的代价。

对发展中国家(包括中国)而言,由于金融结构不完善,可供选择的金融资产相对稀缺,在金融尚未“深化”之前,通胀和预期通胀是最关键的机会成本变量,因为可供选择的资产主要是实物商品和货币。随着金融改革的进一步发展,金融市场和工具逐步完善和增加,金融资产种类越来越多,利率结构的作用就越来越大,因为其他金融资产的收益率就会影响持币行为,由此可见,金融资产的选择范围影响着机会成本变量的选择。目前,实证表明^①,利率在货币需求函数中对我国货币需求虽有影响,但不显著。通胀因素仍是一个最主要的决定变量。

资产组合选择的范围决定着机会成本变量的选择。在金融资产选择多样化的情况下,持有其他金融资产的收益率与持有货币的好处的相对关系决定着货币需求。在资产组合构成的调整中,其中的一个重要问题是持有金融资产的交易费用,它包括服务费、佣金以及执行交易的时间等。经济行为主体在买进和卖出金融资产时,必须支付这些交易费用。这一因素作为一种机会成本变量,也影响着货币需求。在托宾-鲍莫尔的“平方根定律”中,有“经纪费”这个变量,其大小对债券持有人买卖债券的行为有一定的影响。D·莱德勒在《货币需求:理论、证据和问题》一书(P.209,上海三联中文版)中曾指出,“对工资率作用的研究,把交易和预防在货币需求理论中起关

^① 参见孙来祥,“体制变动中的货币需求”,《经济研究》,1992年。

键作用的佣金解释为一个代理变量, ……” , 实际工资率是影响货币需求的因素之一, 由此, 实际工资影响货币需求的问题就可纳入交易费用对货币需求影响的分析。持有金融资产的交易费用越高, 人们就越愿意持有货币。因此, 金融资产的相对收益率变动和交易费用共同影响着公众的持币行为。而且, 如果交易费用较高, 公众买卖金融资产的次数就会减少, 资产组合的构成就会偏向于以前的资产组合, 从而偏离最佳的资产组合。当实际和最佳的资产组合出现偏差时, 公众的实际报酬率就低于预期报酬率, 且要承担无补偿的可分散风险和非最佳数量的流动性。根据托宾和弗里德曼发展的用资产组合论分析货币需求的方法和梅尔泽 - 布鲁纳的财富调整论, 都可将这一交易费用因素纳入正规的分析, 因为它不仅影响着资产组合的最优组合的调整过程, 而且还明显影响着持有货币的数量。放松金融管制和电子资金转帐技术的改善能减少交易费用, 避免实际和最优资产组合的偏差, 并降低放弃交易的成本。Friedman - Roley 模型(1979 年)^① 和 Brainard - Tobin(1968 年)^② 模型分析了批发和零售交易费用对公众持有金融资产的影响, 认为持有效期内预期报酬率的变动会影响公众行为, 比较预期的金融资产需求和实际的金融资产需求就能发现交易费用对资产需求的影响

^① B · Friedman 和 V · Roley “对线性齐次资产需求函数来源的一个评述”, 载《Kansas 联邦储备银行研究报告》, 1979 年 6 月。

^② W Brainard 和 J · Tobin “金融模型构造的缺陷”, 载《美国经济评论》, 1968 年 5 月, 第 99-122 页。