

我国流动性过剩重要特征：投机性货币需求旺盛

2007-7-2

当我们发现从货币供给角度来考察“流动性”反而难以说明“流动性过剩”问题时，不妨将目光转向货币需求。事实上，对货币需求的考察可以区分微观主体不同的持币动机，从而可以按不同用途对“货币”进行细致的区分。也就是说，我们可以不去探讨货币发行或供给总量在多大程度上超过实体经济增长的需要而导致“流动性过剩”，而是转为探讨因微观主体的需求和行为选择发生变化，会导致多少货币没有进入到实体经济中，从而也会导致“流动性过剩”。

第一，从凯恩斯“流动性偏好”理论出发，“流动性过剩”是满足投机性动机的货币过多。人们对货币的认识在不断发展变化。居于主流的看法是从货币所履行的职能来界定货币，交易媒介和价值贮藏是货币最主要的两大职能。与货币两大职能相对应，对于货币有流量和存量不同角度的考察。传统的货币数量说探讨的是货币流量与产出流量的关系。无论是早期的费雪方程式还是后期的剑桥方程式都是如此。讨论货币流量的传统货币数量说无疑是以货币仅作为交易媒介的“单一职能论”为基础的。

凯恩斯则从货币同时作为交易媒介和价值贮藏的“双重职能论”出发，最早从存量角度对货币进行了考察。他提出货币不仅是交易手段和流通的媒介，还是一种资产（价值贮藏）。凯恩斯将经济主体持有货币的动机（货币需求）划分为交易动机、预防动机和投机动机。其中，交易和预防的货币需求是对交易媒介的需求，也是对货币流量的需求，其数量取决于收入的规模和交易的速度，这与传统货币数量论中的货币需求是一致的。而投机性货币需求是对资产性货币的需求，是一种存量需求，其数量取决于经济主体的资产偏好（流动性偏好）。因此，凯恩斯对货币需求的考察和对货币的界定兼具了流量和存量的双重性质。

凯恩斯在《货币论》中曾将货币循环分为产业循环和金融循环。货币的产业循环是指为了支撑经济社会中所生产的商品和劳务的流动而投入使用的货币量。货币的金融循环是指用于资产运作的货币量。显然，从需求角度出发，“流动性过剩”对应的不是履行交易媒介职能的货币量过多，而是具有价值贮藏职能的货币量过多，不是在实体经济运行中流通的流量货币过多，而是存在于金融市场与金融机构等虚拟经济内部，与实体经济活动不相关，没有直接作用于生产、投资和消费等实体经济领域的存量货币过多。

第二，当微观主体风险偏好上升时，“流动性过剩”会导致资产泡沫。投机性动机是凯恩斯在分析微观主体持币动机中最为关注和重视的一个动机，也是凯恩斯货币理论区别于其它货币理论的一个显著特征。牛津字典对投机的定义是“对商品、股票和证券等的一般性买卖行为，与普通交易或投资不同的是其目的是通过市场价值的上升或下降来获取利润”。根据这个定义，由于预期市场价值的变动，所有那些买入（卖出）某种东西，只是为了在今后能够以更高（更低）的价格卖出（买入）的交易都是投机交易。

但是，凯恩斯在提出并分析投机性货币需求时，所考虑的可选择资产只有货币与债券，而且假定人们总是选择其一，而不是两者兼有。因此，凯恩斯所定义的“投机性货币需求”与现实中的“投机行为”有一定的脱节。美国经济学家J·托宾为此提出了资产选择理论，用风险和收益的关系对凯恩斯的投机性货币需求理论进一步完

善和发展。为了逃避风险，人们将在安全资产（货币）与风险资产、盈利性资产三者之间进行选择，根据各种资产的收益和风险的比较来确定其资产结构。风险与收益成正比。货币投机需求的变动是通过人们调整资产组合实现的。

按照资产选择理论，从人们的持有货币的动机来看，投机性货币需求实际上可进一步细分为两部分，一是人们在风险回避的情况下，意愿持有货币——这种安全性资产而产生的货币需求；二是当人们风险偏好上升（由风险回避转为风险中立甚至风险爱好），选择减持货币资产、增持其他非货币的投机性资产所产生的货币需求。事实上，这种货币需求也是一种交易性需求。此时，货币履行的更多的是交易的职能而非价值贮藏的职能。但是，由于货币是在虚拟经济中流通的，货币媒介的对象是与实体经济无直接关系的投机性资产，所以我们仍把货币这种金融交易的需求看作一种金融性需求、资产性需求，而非一般的交易性需求。

依据以上对投机性货币需求的细分可以看出，“流动性过剩”实际上有两种状态。一是在微观主体风险偏好较低时，“流动性过剩”主要表现为微观主体意愿持有更多的货币资产（现金、银行存款等）。二是在微观主体风险偏好较高时，“流动性过剩”主要表现为微观主体意愿持有更多的风险资产（股票、房地产等），其持币动机更多的是为满足投机交易的需要。“流动性过剩”的第二种状态显然将带来资产泡沫。

在我国，“流动性过剩”一词纯属舶来品。近两年，全球金融市场（包括黄金、外汇、债券、股票和大宗商品期货市场）和房地产市场充斥着巨额资金。源源不断的资金推动了发展中国家和发达国家的金融市场和房地产市场轮番暴涨，相关资产价格的“非理性”高涨，甚至出现了泡沫。国际投行和有关分析人士将全球资产价格的暴涨归因于“流动性过剩”。与全球“流动性过剩”现象类似，我国“流动性过剩”也在不断推动股票与房地产价格节节攀升。

综合以上分析，我们可以归纳出当前我国“流动性过剩”现象的主要特点，即“在货币供应具有较强内生性的情况下，微观主体风险偏好上升，投机交易性货币需求极大旺盛，出现大量货币追逐有限非货币资产，并导致资产价格泡沫膨胀”的现象。

（来源：上海证券报）