

## 第一章 利率决定理论及利率决定要素的探讨

利率决定理论是关于利息的产生、利息的本质、利率的确定以及利率变动原因等的理论，它探寻的是关于经济体系中某一抽象利率(利率水平)的决定因素，即哪些变量影响利率水平的问题。围绕着为什么以及应按什么利率支付利息的问题，古今中外的经济学人形成了众多的利率决定理念和理论。本章将简要回顾这一理论的经济思想历史，并进行归纳总结，最后将给出作者自己对这一问题相关见解。

### 第一节 关于利率决定要素的理论探讨

对于利率由什么和由哪些因素来决定的研究一直是经济学中的重要课题，从经济学学科创立之日起，对该问题的探讨与争论就从来没有停止过。经济学家从不同的角度、根据不同的认识来讨论和阐述利率的决定要素，形成持有不同观点的流派。在这一节中，我们对这些不同的流派进行分类、总结、归纳与评价。

#### 一、强调物质因素的学说

强调利息和利率决定的物质因素的学说，主要是从利息的来源角度出发来讨论利率是如何决定的。这一学派的主要特征是，普遍认为利息产生于生产领域，取决于生产所创造的利润。对于利润产生根源的问题他们又有所分歧。一部分学者强调资源本身的使用价值，认为价值产生于“物的生产力”，这种理念可在下面介绍的货币租金说、资本生产力说和资本使用论中找到。另一部分学者认为，价值产生于劳动，利息是剩余价值的一部分，利率取决于剩余价值率，这一观点以马克思的利率理论为代表。还有一部分学者则认为，价值是以上两者的共同产物，如资本生产力说和迂回生产说。

威廉·配第(William Petty)、约翰·洛克(John Locke)、达德利·诺思(Dudley North)对利率的认识被称之为“货币租金说”。他们从地租的角度出发论证利息的合理性，他们认为利息就是一种货币租金，是因暂时放弃货币的使用权而获得的报酬，并且利息额度要等于用这么多的货币量购买土地获得的地租额。

约瑟夫·马西(Joseph Massie)、大卫·休谟(David Hume)以及亚当·斯密(Adam Smith)都是“利息来自利润说”的主要代表,他们把利息看作是利润的构成部分,并探讨了利润率对利率的影响。亚当·斯密还提出利息就是剩余价值,剩余价值又是利润的派生形式,也就是说利息率应等于利润率。

萨伊(Jean Baptiste Say)将利息从利润中分离出来,从资本能够提供服务的角度得出了利息作为资本使用报酬存在的合理性。他认为利息应由两部分组成:一是类似保险费的风险补偿部分;二是纯利息,他把资本看作土地、劳动外的第三种生产要素,资本具有生产力,而利息是资本生产力的产品,本质上应是资本生产力的报酬,他认为这才是利息的本质。但利率的大小还是应由这两部分组成。资本使用论是资本生产力论的发展。认为资本的使用是资本的一种性质,并具有独立的价值,这也进一步说明利息是“资本的使用”的报酬。这实际上在说使用价值决定价值。

马克思则认为资本不能自行增殖,并提出劳动价值论。他认为无论何种资源,只有参与劳动过程,与劳动结合,才会有价值的增殖。劳动是剩余价值的源泉,而利息是剩余价值的一部分。这样,利率则应由剩余价值率来决定,社会整体利率水平则应反映全社会的平均利润率,其值应界于零和社会平均利润率之间。

## 二、强调主观因素的学说

强调主观因素的学说从人的主观心理感受出发,认为利息是牺牲欲望、等待、克服不耐、流动性等所得到的报酬。欲望、等待、克服不耐、时间偏好是对实物资产借贷背后的心理因素,而流动性偏好是货币资金借贷背后的心理因素。但无论如何,可以看到,除了人类认识的局限性外,理性经济人的这些心理感受,仍是客观世界的影象,心理因素仍是取决于客观因素的。

西尼尔(Senior, Nassan William, 1790-1864年)提出的“节欲报酬说”和巴师夏(Fre'deric Bastiat)的“牺牲报酬说”从资本家个人品格的角度探讨了利息的合理性。西尼尔认为,劳动、自然资源和节欲是生产的三要素。认为资本来自储蓄,而储蓄又来自节欲,而节欲是一种对当前消费的牺牲,利息就应是这种牺牲的报酬。

马歇尔的“等待论”与西尼尔的节欲论在内容上基本相同,即二者都认为利息是贷出者牺牲的报酬。但与西尼尔把利息等同于利润的观点不同,马歇尔

认为,利息是资本的报酬或“等待”的报酬,指的是毛利息(利润)扣除了运用资金的手续费、管理费和投资风险的保险费等之后的纯利息。

虽然提出了“迂回生产说”,庞巴维克利息理论的出发点还是主观的。他的关于利息的理论被称之为“时差利息说”。庞巴维克将物品分为能直接满足人们现在欲望的物品(即现在物品)和不能满足人们现在欲望但可满足人们将来欲望的物品(即未来物品)。他认为,利息产生于人们对现在物品和未来物品的主观评价差异,人们对现在物品的评价往往高于对未来物品的评价,现在物品比未来物品具有时间上的优越性。由于时间的不同造成人们对两种物品的评价不同,二者的价值也就不同。因此,在相同种类、相同数量的现在物品与未来物品进行交换时就存在一定的价值差额,这个差额就是价值的“时差”。这种“时差”存在的原因在于:一是对当前物品使用的紧迫性以及看好未来经济状况的情况下,存在运用现有资源的机会收益等现实原因;二是短见、意志薄弱、认识缺乏、人生短促和寿命的不确定;三是现在的物品可用于“迂回生产”,延长生产期,带来更多的物品。正是由于这个“时差”的存在,在二者进行交换的过程中,未来物品的所有者必须付给现在物品的所有者在量上等于该价值差价的“贴水”,这种贴水就是利息,即“时差利息”。各种利息都是“贴水”的不同形态,应该说现在物品与未来物品的时间间隔越长,其贴水越大,利息相差也就越大。

美国经济学家费雪(Irving Fisher)提出人性不耐(Impatience)说。他认为,一般来说,人们对现在财货的偏好优于对将来财货的偏好,这就是“人性不耐”。由于全部收入流要受到预期收入数量、预期收入流量的时间形态、风险大小等因素的影响,所以每一个人的人性不耐程度是不同的。不耐程度越高则对现在收入的需求越大,利率也就越高。但是人性的不耐程度是可以改变的。费雪认为,在一个完全竞争的市场上,人们是通过借贷或投资行为改变现在收入与将来收入的流量的,最终使市场上所有人的边际不耐程度彼此相等,并等于市场利率。因此利率表现为现在财货与将来财货在进行交换时的价格。

以上是影响实物资产借贷利率的心理因素学说。凯恩斯则从影响货币资金借贷利率的心理因素的角度提出了时间偏好和流动性偏好说。他认为,利息的形成在于人们对货币收入客观上存在的两种选择:一是时间偏好,即在一定的收入水平下消费与储蓄比例的选择。二是流动性偏好,即人们在已定的储蓄额

中购买生息债券和持有现金的比例。由于债券的不完全货币性，其变现价值具有不确定性。由于交易动机、预防动机和投机动机，人们乐于持有高度流动性的现金，对具有完全流动性的资产有一定的偏好，而利息就是一定时期内放弃流动性偏好的报酬。

### 三、强调实物经济供求平衡结构性因素的学说

以上学说指出了影响利率的主观和客观因素，而众多的经济学家也认识到，这些因素的作用的最终结果都还离不开供求这一决定性的结构因素。古典利率理论从实物经济均衡角度考察利率的决定。虽然在此之前的学说也谈及供求，但都没能深入讨论影响供求的因素。古典利率理论认为，心理因素（等待和人性不耐）影响借贷资本的供给，而物质因素（即资本可带来利润的能力和投资机会）影响借贷资本的需求、。

剑桥学派的创始人马歇尔（Alfred Marshall）提出等待说与资本收益说。他指出利率决定于资本的供求，资本的供给主要来自社会的储蓄，资本的需求则取决于社会的投资，因此，利率是由储蓄和投资的共同作用决定的。马歇尔第一个将储蓄与投资因素综合起来，用均衡方法研究利率决定问题，提出了较完整的利率决定理论并进一步分析了决定储蓄和投资的原因。他认为利率是资本生产要素的需求和供给相均衡时决定的价格。而资本的供给价格决定于资本家“等待”和“牺牲”所要求的报酬，利息是人们为了将来的快乐而牺牲了现在的享受所应得到的报酬，等待是为了积累财富，是储蓄，利率的高低直接决定了储蓄的愿望，储蓄为利率的递增函数。在资本需求方面，马歇尔提出了资本收益说，他认为人们之所以对资本有需求，主要在于资本具有生产力。资本的需求价格是资本家使用资本所愿支付的代价，利率是借贷资本的成本，因此利率越低，资本需求越大，投资也越多；利率如果越高，资本需求则越小，投资也越少。马歇尔最后通过均衡分析的方法，得出了利率决定于储蓄与投资均衡点的结论。他在实物利率基础上也看到了由可贷货币供求决定的货币利率概念。他认为由储蓄投资决定的利率是一种实物利率，这一利率比较稳定，货币利率则受货币供求的影响，并围绕实物利率上下波动，货币利率的波动只是暂时地偏离实物利率，最后还会回到与实物利率一致的水平上，而实物利率是最后的决定因素。

自然利率说是由瑞典学派创始人魏克塞尔（Knut Wicksell）首先提出的。

他采用了马歇尔的储蓄与投资共同决定利率的分析方法,并把货币因素引入到他的理论体系中,形成了以自然利率说为基础的利率决定理论。自然利率就是一种实物利率,它由储蓄和投资共同决定,并与新创造的资本的预期收益率基本一致,这同马歇尔的利率理论与资本收益理论是一致的。但在市场上形成的实际利率,即货币利率如何影响经济方面,他进行了不同于马歇尔的探讨。就利率与物价的关系,据魏克塞尔论证,在市场利率与自然利率保持一致的情况下,货币是中性的,它不会影响物价。只有当市场利率与自然利率不一致时,货币失去中性,才对物价产生影响。但这种影响不是直接的数量对应关系,而是通过两种利率的差异,引起投资与储蓄的增减和企业产品结构的调整,从而对物价产生影响。为了保持物价稳定及经济均衡,魏克塞尔强调银行应根据物价的变动对货币利率进行调节,在物价上升时应提高银行利率,物价下降时降低银行利率,以维持货币利率与自然利率的一致。他强调的是实物利率,但他看到了货币因素对实体经济的影响,并从利率的动态来说明经济变化的过程,有人把他的理论看作是凯恩斯货币利率理论的先驱。

费雪在提出人性不耐 (Impatience) 说的同时还提出投资机会说。他提出了利率的产生源于资本的价值而资本价值源于它所能带来的收入的价值的观点。他认为,人们在选择投资机会时,也要权衡利率和投资收益率的关系,只有在收益率大于利率的情况下,投资者才会投资,否则投资者就会放弃投资。人性不耐是放弃现在财货以获得更多的将来财货,投资机会是牺牲现在收入获得更多的将来收入,利率就是由以现在财货与将来财货相交换的贴水决定的。利率决定于社会资本的供求,而决定资本供求的因素就是人性不耐和投资机会,他把它们比作摆锤的两端,而利率决定于摆锤在这两端之间的均衡点。可见费雪的利率决定理论同样把利率看作是由资本的供给和需求决定的,只是他将人们的人性不耐和投资机会看作是决定资本供求的因素罢了。

古典利率理论总的来说都是实物市场局部均衡的倡导者,讨论的是实物资本供求所决定的利率,并且认为这种利率在经济中起着自动调节作用。根据这种理论储蓄与投资相等是经济稳定的必要条件,如果储蓄与投资不等,则利率就会变动,直到储蓄等于投资为止,只有这样经济才能平衡。

#### 四、强调货币市场供求平衡的学说

早期利率学说和古典利率理论均强调实物经济对利率的影响。虽然有些经济学家，如魏克塞尔、马歇尔等，看到了货币因素对实体经济的影响，但都没有脱离实物利率的概念。凯恩斯 (John Maynard Keynes) 等经济学家看到了仅强调储蓄和投资的实体经济均衡的古典利率理论的不足，建立了强调货币市场均衡的利率理论。这与商品经济发展，货币在交易中的作用日益强大，借贷行为的标的物更多表现为类似纸币的非商品货币资金的历史发展现实相一致。

凯恩斯的利率理论与古典利率理论最大的区别在于，他认为利率应该属于货币范畴，而不是属于实体经济范畴，这与早期主张货币供求决定利率的重商主义相一致。他认为，利息完全是一种货币现象，利率的高低应该由货币数量和流动性偏好，即货币供求来决定。凯恩斯认为，一国货币的供给基本上是由货币当局控制的，可以说是一个外生变量，而货币需求则取决于流动性偏好。影响流动性偏好的是人们持有货币的三种动机，即交易动机、预防动机和投机动机。其中交易动机和预防动机主要是收入的递增函数而投机动机则是利率的递减函数，用数学公式表示：

$$M_d = L_1(Y) + L_2(i) \quad (1.1)$$

其中， $M_d$  表示货币需求， $L_1$  表示交易动机和预防动机， $L_2$  表示投机动机， $Y$  表示收入， $i$  表示利率。当  $M_d = M_s$  时，货币需求与货币供给的均衡决定利率。

古典利率决定理论和凯恩斯的利率决定理论分别强调实物市场和货币市场的作用，实际上是基于商品经济借贷关系发展的不同阶段，在商品经济借贷关系发展的初期，实物市场的均衡必然起主导作用，而随着现代虚拟经济的膨胀，货币市场的交易量越来越大，甚至超过了实际经济，从而使得货币市场在利率决定中的作用越来越大。并且，由于实体经济是虚拟经济的基础，从长期来看实体经济因素决定均衡利率，而虚拟经济因素则在短期内对利率的决定起更大的作用。而单个市场均衡能否达到，以及在多长时间内达到还要取决于市场自身的完善程度。

### 五、实物市场均衡因素与货币市场均衡因素的同时考量

#### (一) 对实物市场因素与货币市场因素的考虑：新古典利率理论

新古典利率理论也被称作“可贷资金论”，这一理论是在对凯恩斯利率理论进行批评的基础上形成的。它认为把利率从实物市场放到货币市场上来研究有一定道理，但也不能完全排除实物市场因素，认为利率的决定既有货币市场因素，也有实物市场因素，从而形成了自己的“可贷资金论”。这一理论的首创者是英国剑桥学派的罗伯森(Dennis Holme Robertson)，后经瑞典学派的俄林(Bertil Ohlin)等经济学家进行了补充，最终由美国经济学家勒纳(Abba P. Lerner)加以综合完成。

罗伯森认为凯恩斯的货币供求决定的利率是一种短期利率，短期内货币数量的变化会影响到利率水平。但从长期来看，货币数量的增加将导致货币贬值和物价上涨，这又会使利率出现回升。因此决定长期利率的重要因素还应该是储蓄和投资，而不是货币供求。他将银行信用创造和货币窖藏<sup>1</sup>等因素引入到古典利率理论中，指出利率是可贷资金的市场价格，由可贷资金的供求来决定，同时他还对影响可贷资金供求的因素进行了分析。他认为，可贷资金供给由储蓄（包括当期储蓄和固定资产折现，即过去储蓄的转化）和新增货币供给量（银行新增信用创造和净负窖藏）构成。可贷资金需求包括投资需求（包括当期投资和固定资产重置，即再投资资金）和窖藏需求（新增窖藏）。储蓄是利率的增函数，而新增货币供给量由央行决定，与利率无关，而投资需求与窖藏都是利率的减函数。这样，当可贷资金供求相等时就决定了利率水平。

与罗伯森不同的是，俄林提出了以信用供求来决定利率的理论。他在古典利率理论的基础上引入了信用的作用，认为影响信用市场供求的首要因素就是储蓄和投资，同时信用市场上的各种债券和其他不同资产的价格水平也对利率决定有重要影响。根据俄林的分析，信用的供给来自债券的购买，信用的需求来自于债券的出售。信用供给与利率成正比，信用的需求与利率成反比。也就是说可贷资金的供求双方采用债券形式的情况下，一段时间内可贷资金的供给就等于该时期内新增债券的需求，可贷资金的需求就等于该时期内新增债券的供给。这样均衡利率就等于债券的供求。

之后，勒纳综合了罗伯森和俄林的理论，提出可贷资金供给（LS）来自

储蓄(S)、银行信用(M)和反窖藏(DH),而可贷资金需求(LD)则来自投资(I)、反储蓄(DS)和窖藏(H)。最终可贷资金总供给和总需求的均衡决定了市场上的均衡利率,也就是说均衡利率取决于实物市场和货币市场的均衡。需要指出的是,可贷资金理论并不认为均衡利率一定是在两个市场同时达到均衡时决定的,这样均衡利率与储蓄和投资决定的实物利率就可能不一致。这就使均衡利率缺乏稳定性,这也是可贷资金利率理论受到置疑之处。

可贷资金理论看到了古典利率理论和凯恩斯利率理论存在的片面性而将它们综合起来,提出利率取决于借贷资金的供求,而借贷资金的供求既有实物市场因素,又有货币市场因素,既有存量又包括流量。储蓄与投资的均衡决定了自然利率,但是市场利率与自然利率经常是不一致的,通过商品市场和货币市场的调节作用能使市场利率接近或等于自然利率。这是局部均衡向一般均衡的过度学说。

## (二) 实物市场因素与货币市场因素的综合考虑——新古典综合学派的利率理论

新古典综合派在分析利率问题时继承和吸收了凯恩斯和新古典学派的理论,并在此基础上加入了国民收入这一因素,把国民收入放到货币市场与实物市场中进行分析,提出了著名的 IS-LM 曲线分析模型,把利率理论推向了新的高度。IS-LM 分析方法首先是由英国经济学家希克斯(John Hicks)提出的,经美国经济学家汉森(Alvin Harvey Hansen)进一步发展后,又被许多西方经济学家修正和补充,而形成的现代宏观经济学中一种重要的分析工具。

希克斯在新古典和凯恩斯的利率理论基础上建立起自己的货币需求函数、投资函数和储蓄函数,把它们都看作是收入和利率的函数,并将它们用坐标的方式表示出来。希克斯用货币需求函数等式表明了收入与利率的反方向运动关系。他认为,如果收入增加,则货币需求必然也会增加,在货币供给不变的情况下,利率就会上升,见图 1.1(a)。投资函数和储蓄函数则表明,投资与利率呈反方向运动关系,储蓄与利率正向相关,并且收入的增加将使储蓄函数曲线整体右移,见图 1.1(b)而在货币市场上,利率与收入是正向关系,用 LL 曲线表示;在储蓄市场上利率与收入是反向关系,用 IS 曲线表示,两条曲线的交点决定了均衡利率,见图 1.1(c)。



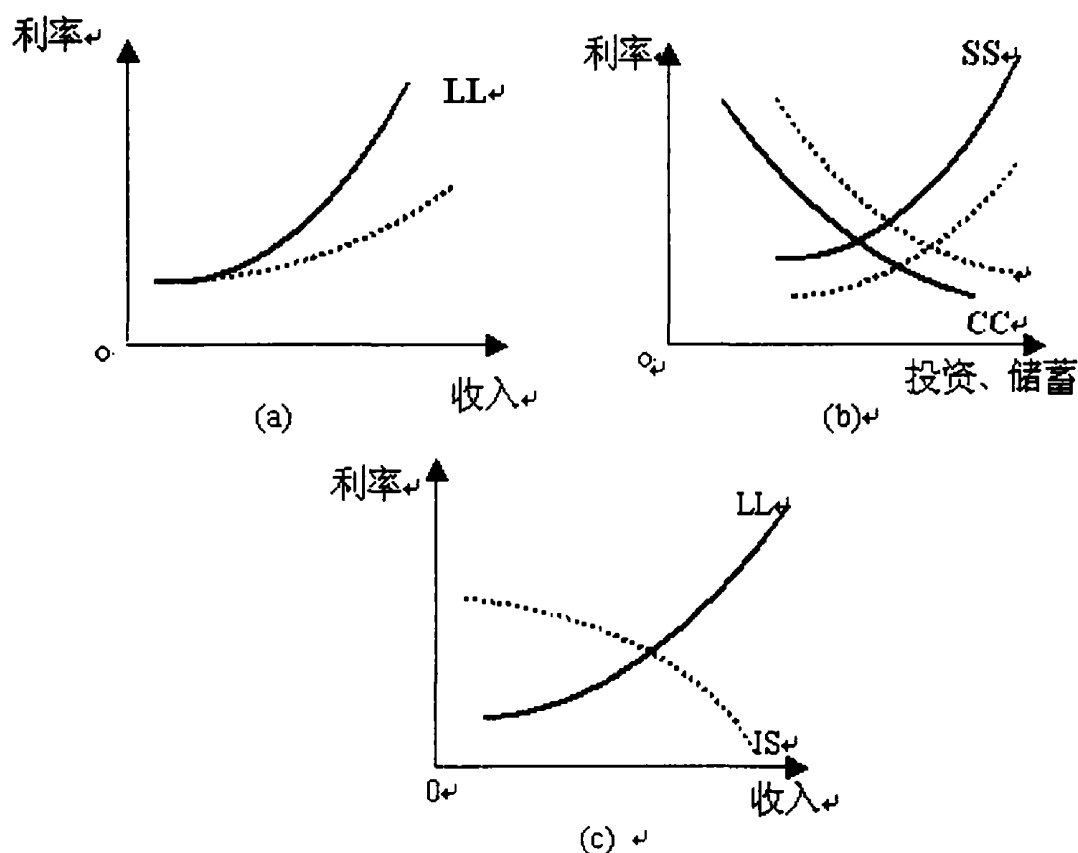


图 1.1 IS-LL 分析

IS-LL 模型没有建立收入和利率与货币供给的函数关系, 汉森对之加以补充, 发展为 IS-LM 模型。汉森建立了收入和利率与货币供给的函数关系, 得到了一组在不同收入水平下的资金供给曲线, 这组曲线与投资曲线的交点(见图 1.2 (a))所确定的反映储蓄与投资相等时的收入与利率的关系的点就构成了 IS 曲线(见图 1.2 (b)), IS 曲线代表了产品市场均衡时的收入和利率情况; 利用收入和利率与货币需求的函数关系, 汉森得到了一组在不同收入水平下的资金需求曲线, 这组曲线与投资曲线的交点(见图 1.2 (c))所确定的收入与利率的关系就构成了反映了流动性偏好的 LM 曲线(见图 1.2 (d)), LM 曲线代表了货币市场均衡时的收入和利率情况。而 IS 曲线和 LM 曲线的交点(见图 1.2 (e))就是产品市场和货币市场同时达到均衡的点, 这一交点同时决定了均衡的收入和利率水平。如果市场利率没有达到二者的均衡点, 则利率还会波动, 直到达到均衡时为止。当经济环境发生改变时, 利率会向下一个均衡点运动。汉森指出, 只有依据投资需求函数、储蓄函数、流动性偏好函数和货币供给这

4 个因素，才能建立起明确的利率决定理论，凯恩斯的分析也包含了这 4 个因素，但没有把它们综合在一起。

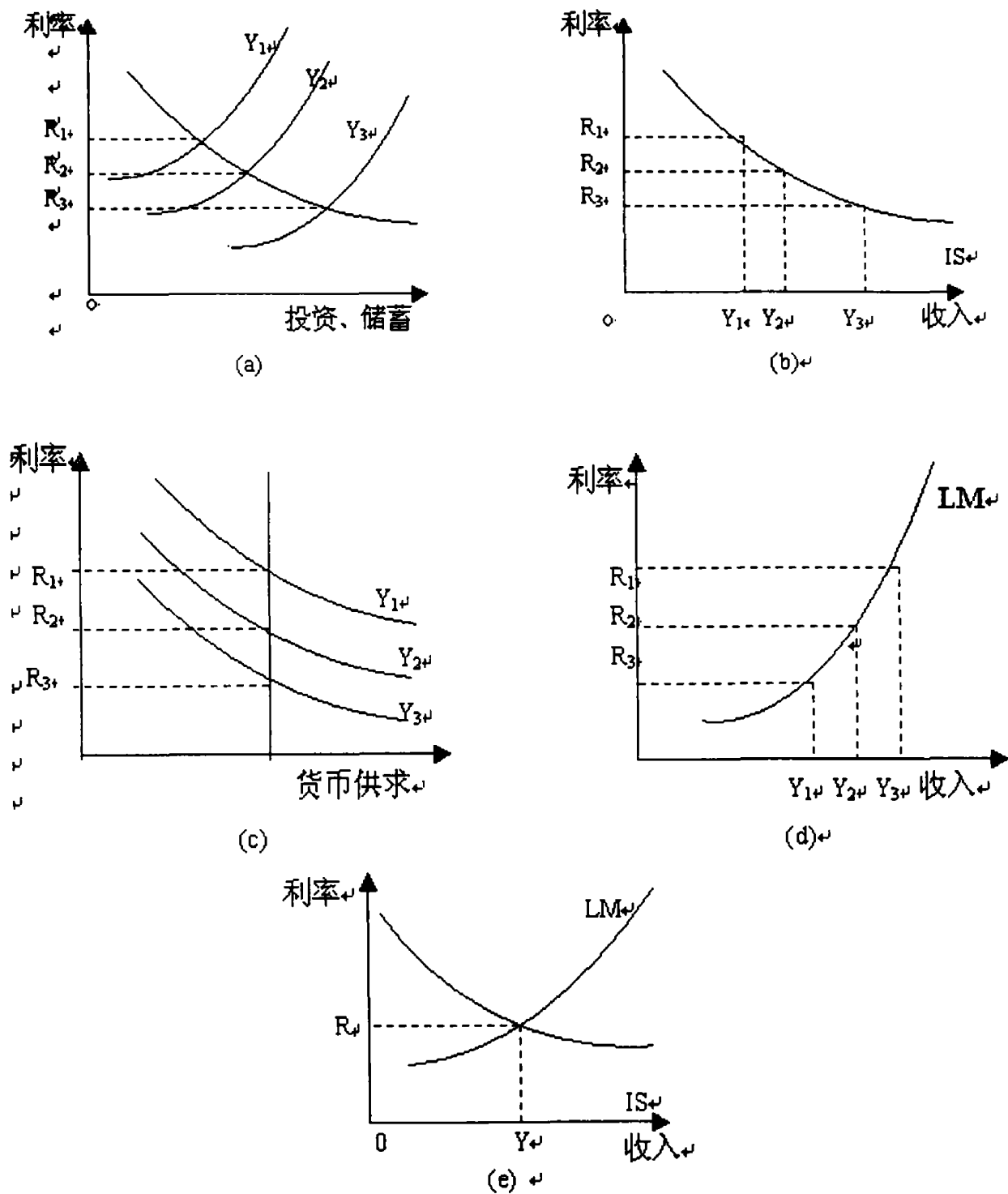


图 1.2 IS-LM 分析

新古典综合学派还看到了现代经济中经常出现的通货膨胀现象，因此认为

应该区分名义利率和实际利率，并给出了二者的关系。他们还认为实际利率的高低决定了人们能够获得多少真实的利息收益，故在经济中真正起作用的并不是名义利率，而是实际利率，人们应根据实际利率来决定其经济行为。

实际上，实物市场和货币市场之间的联系是不可否认的，是分别考虑还是综合考虑，取决于两个系统中各经济变量相互作用得是否充分，在存在市场分割、信息不对称、交易成本和交易主体特性的情况下，工资会具有刚性、投资利率弹性低、货币供给收入弹性低，从而使两个市场的相关性必然受到一定程度的影响。可以说一般均衡的实现是在最严格假设前提（完善市场）下的最理想状态，即各经济变量间完全正相关，两个市场分别考虑，即假设两个市场完全不相关的前提下而进行的分析。但是，实际上两个市场的相关性往往介于二者之间。两个市场的相关性又与时间长短正相关，时间越长，各市场变量间的相互作用越充分，相关性越高，越接近于一般均衡状态（前提是没有加入新的变量）。

### 六、利率与货币供给因素和货币需求因素关系的进一步探讨

在凯恩斯利率决定理论的基础上，以下学说分别从货币供给因素和货币需求因素的角度进一步探讨了利率的决定问题。

#### （一）关于货币需求因素的进一步讨论

##### 1. 利率对货币需求的影响：对凯恩斯理论的进一步阐述

凯恩斯的流动性偏好理论指出了利率对货币需求的影响，并认为利率的变化会使货币流通速度也发生变化。然而，他认为利率仅作用于影响流动性偏好的投资动机，而对交易动机和预防动机没有影响，从而得出货币需求缺乏利率弹性的结论。在他之后，鲍莫尔（W.J. Baumol）、托宾（James Tobin）、沃伦（E.L. Warren）等经济学家分别针对利率对这三种动机的货币需求的影响加以论述补充。而哈里斯（L. Harris）则尝试将不同交易动机下的货币需求决定问题融合在一起考察货币需求的整体利率弹性。

美国经济学家鲍莫尔和托宾认为，利率对交易性货币需求是有影响的。因为假设人们的经济行为以收益最大化为准则，在收入获得和使用的间隔期内，没有必要把用于交易的部分都以现金形式持有，可将暂时不用的部分转为非现金资产获取收益，待使用时再转为现金。当然，这种转化会需要支付一定的手续费，但只要利息收入大于变现手续费，就是有利的。所以利率升高，则非现

金资产的边际收益大于边际成本，人们会增持非现金资产，减少现金的持有，从而交易性货币需求与利率呈负相关。

沃伦和托宾还分析了利率对预防性货币需求的影响。与讨论利率对交易性货币需求的影响时以变现交易手续费为参照物不同，沃伦在分析预防性货币需求时，着重分析了非流动性成本的影响。当人们缺少先进而无法支付时就会造成损失，即非流动性成本，非流动性成本在不同情况下可以分别表现为变现手续费，借入资金成本，和无法获得流动性陷入经济困境的成本。沃伦认为，持有预防性现金余额的总成本由非流动性成本和持有预防性现金余额的机会成本构成，影响谨慎需求的因素除利率和非现金资产转换为现金的手续费外，还有收入支出差额分布。与沃伦认为考虑交易成本并将持有预防性货币的原因归结为对未来收入和支出的不确定性不同，托宾从以效用最大化的资产选择的角度出发，在不考虑交易成本的情况下，将风险作为除利率外影响货币需求的另一重要因素，得出了能够实现效用最大化的资产组合就是实现了风险收益的最佳配比的组合（即风险一定时收益的最大化，或收益一定时的风险最小化）的结论。这两位经济学家的出发点和论证过程虽不同，但都得出了利率可以影响预防性货币需求的结论。

根据凯恩斯对投机性货币需求的分析，人们选择债券还是持有货币取决于二者的预期收益率的高低。而托宾提出，人们在选择资产时，不仅考虑预期收益率，还要考虑风险。可见，托宾从效用最大化的资产选择理论出发，对凯恩斯的流动性偏好理论加以补充，引入了风险因素，将资产选择理论和货币需求理论融为一体，使资产选择理论成为利率决定理论的一部份。我们将在第5节中详细论述不确定因素对利率决定的影响。

英国经济学家哈里斯将不同交易动机下的货币需求决定问题融合在一起考察货币需求的整体利率弹性。他同时考虑了交易成本和预期利率的概率分布以及现期利率与预期利率的背离，认为这些因素共同决定了人们的最优货币持有量。

货币学派代表弗里德曼（Milton Friedman）不是从人们的持币动机出发，而是从将货币看成一种财富、资产的角度出发讨论货币与利率的关系。他认为，影响其他资产需求的因素也影响货币需求。而影响货币需求的因素为收入或财富的变化、持有货币的机会成本及持有货币时间是影响此效用的其他因素。根

据他的分析，他得到了以下两个结论：一是货币需求函数是稳定的；二是货币需求对利率变动的弹性很小。

## 2. 货币需求对利率的弹性的实证

凯恩斯学派与货币学派分歧的关键在于货币需求对利率的弹性大小问题。众多经济学家对货币需求与利率关系进行了经验研究，他们的经验公式一般为以下对数方程形式：

$$\log \frac{M}{P} = \log a + b \log Y + c \log r \quad (1.2)$$

其中对于货币需求量  $M^2$ ，有的经济学家采用  $M_1$  指标（代表现金及活期存款），有的采用  $M_2$  指标（代表现金、活期存款及定期存款）；收入  $Y$ ，通常采用（代表）永久性货币收入，（代表非人力财富）<sup>3</sup>； $r$  通常采用债券收益率表示，有的采用长期，有的选用短期。

从经济学家们实证检验的结果来看：（1）几乎所有的检验都无法拒绝利率对货币需求的影响；（2）各经济学家对货币需求利率弹性大小的验证结果各不相同，原因主要在于经济指标选取的不同，具体表现为：由于  $M_1$  比  $M_2$  对债券收益率的敏感性更高，所以采用  $M_1$  指标的检验结果货币需求的利率弹性相对较高；由于人力财富没有非人力财富的利率敏感性高，因而采用代表非人力财富的指标通常比采用代表永久性货币收入的弹性结果高；同时有经济学家证明货币需求对短期利率的弹性大于对长期利率的弹性。

## （二）关于货币供给因素的进一步讨论

### 1. 关于货币供给是否外生及对利率的影响是否中性的讨论

与主张利率由借贷资本供求的古典利率理论否认货币需求影响利率不同，凯恩斯主义利率理论则主张货币非中性，货币供求决定利率，认为利率是一种纯粹的货币现象。凯恩斯从流动性偏好出发，认为货币供给量（货币数量）对利率的作用有一定的前提，即货币供给与需求的关系，并且认为货币供给量可以为国家所控，是一个外生性经济变量。在需求一定的情况下，通过增加货币供给可降低利率，刺激投资和消费，提高社会的有效需求。围绕着货币供给量**是否是外生经济变量**以及货币是否为中性，近代的经济学家展开了进一步的讨论。

新古典综合派认为，一国央行只能直接控制基础货币，货币供给量还是取决于货币需求，以银行贷款及企业政府的直接融资为主的货币需求，决定着基

础货币的乘数效应，从而影响着货币的供给，从这一点来看，货币供给就不会是一个外生的经济变量。由此，央行通过调整货币供给影响利率的效果就会十分有限。

格利（John G. Gurley）和肖（Edward S. Shaw）将货币分为内在货币（私人金融机构的净债务）和外生货币（政府的净债务），认为在内在货币和外生货币同时存在的现实社会中，由于金融资产的差异对货币余额的需求具有财富效应和替代效应，使得货币供应影响利率等经济中的实际变量，不再是中性。但他们也承认，名义货币量变动对经济的影响程度受金融中介机构活动的影响。当货币供给量增加，而中介机构却减少贷款或债券的发行，则央行通过增加货币供给降低利率的作用就会减弱。

货币学派代表人物弗里德曼认为货币供给增加不一定会使利率反方向变化。在货币量增加的初期，利率可能下跌，但随着通货膨胀的出现和人们适应性预期的作用，又会引起利率上升。他认为货币供给的变化将对均衡利率产生三个动态效应：（1）初期货币供给流动性效应；（2）其后的货币供给收入效应；（3）长期持续的货币供给价格预期效应。当货币供给增加产生过度流动时，利率至少暂时会下跌，然而过度的流动会产生更多的支出，提高收入和刺激货币需求，除非货币供给进一步扩张，否则利率将开始上升。最后，货币供给的增长与收入的增加会产生通货膨胀预期，企业和消费者开始预期商品价格上涨，资金贷款如果也有同样的预期，贷款利率就会有上升的趋势。在一段特定的时间内，货币供给变化的流动性效应与收入和价格预期效应相互作用，货币供给变化后，利率的变动方向（上升还是下降）取决于三种力量对比的情况。

弗里德曼还认为，利率在经济中的作用并不重要，他强调货币供应量直接影响国民收入和物价，从而间接影响利率。利率对经济的影响是间接的和微小的，货币供求平衡主要由收入而不是由利率来调节，他们把货币供应量看作是影响物价、支出、生产和就业的最主要力量。因此货币学派认为利率不是传导机制的中心环节，不能作为货币政策的中介目标。而凯恩斯认为货币量的改变通过利率影响国民收入和物价，凯恩斯学派重视利率对经济的调节作用，把利率作为货币政策的重要中介目标。两个学派的理论为美国等西方国家制定货币政策的主要理论依据。20 世纪 50、60 年代，凯恩斯学派的利率理论成为货币政策的主要指导理论。而到了 70 年代，由于世界各国通货膨胀的日益严重，

西方国家的货币政策转向了货币学派的主张，强调控制货币供应量。而 90 年代，凯恩斯学派的货币政策又有所兴起。

### 2. 关于利率、物价与货币供给关系的讨论

魏克塞尔认为，物价波动并非如货币主义所说与货币供给量直接相关，而是与利率变动紧密相关。他认为只有当自然利率与市场利率不一致时，货币量才会对物价产生影响。并且，他认为利率与物价反向变动。认为利率升高会通过抑制企业的生产和消费，刺激投资和储蓄，从而引起物价下降。

费雪（利息理论，1930）将利率分为名义利率和实际利率，认为实际利率等于名义利率扣除物价变动率。由此，他认为名义利率与物价变动同方向，但利率的变动总是落后于物价，他认为这是由于物价先是引起交易量变化，再通过交易量变化引起物价变化。由此他认为银行可以通过调整信用供给来影响物价。他认为，货币供给增加，最初会使得利率降低，但随后，通过刺激支出，增加收入，又会使得物价上涨，降低真实货币量，使得利率上升。在物价上涨预期下，利率将快速上升并超过原来水平。所以，弗里德曼认为货币供给的增加总是与利率和物价上升连在一起。

美国经济学家托马斯·梅耶将货币供给区别为名义货币供给和实际货币供给，当物价不变时，二者是一致的。因此，他认为分析货币供给对利率的影响，必须考虑物价因素。他认为，如果名义供给量增加幅度与物价同比例上升，则不会改变实际利率水平。只有名义货币供给的增加导致实际货币供给增加，才能降低实际利率水平。

### 七、关于利率决定理论的归纳与分析

从上面的分析中我们可以看出，利率决定理论的研究与发展主要是围绕着三个层次展开的：

第一个层次是实体经济层面的利率决定研究。在这个层面对利率决定的探讨是同对价值论的分析紧密联系在一起的。价值论的争议在于是劳动决定价值、使用价值（效用论是其主观层面的对应）决定价值还是供求决定价值，对应的利率理论则体现为强调实物因素、心理因素、供求结构因素的学说。我们可以从这些学说中找到其背后所对应的价值论的影子。各种价值论之所以长期以来无法击败对方，正是因为其各自均有其合理的内核。同样，在不同的情况下，不同学派所讨论的利率决定要素都有可能成为主要矛盾，成为利率决定的

主体因素。

实际上,供求决定价值应是第二个层次的价值论和利息决定理论,即其他价值决定要素共同作用于供求后,供求双方再通过某种博弈过程形成价格,属于价值决定的结构性因素。如果将其他因素比做力的本身,则供求决定价值就是力的作用过程。利率决定理论的第二个层次就是在讨论这种力的作用过程,这体现于均衡理论的发展过程。首先,经济学家分别从实体经济均衡和虚拟经济均衡(货币市场均衡)的角度提出了局部均衡(即单个市场均衡决定利率)的利率决定理论。既而,将实体经济与虚拟经济综合考虑又形成了一般均衡(即多个市场同时均衡决定利率)框架下的利率决定理论。虽然这种均衡状态的存在依赖于市场的完善程度,并存在于完善市场之中<sup>4</sup>,即在所谓的“无形之手”可以充分发挥作用的假设前提下得到了证实(德布鲁,1988),经济学家的脚步却没有停滞,继续迈向了对完善市场假设前提的突破,从而形成了第三个层次的利率决定理论。

第三个层次的利率决定理论所重点考察的是不同制度及市场框架下的利率决定问题。对该问题的研究者主要考虑在交易成本及税收的利率决定、经济体中个体的风险偏好、储蓄偏好和流动性偏好不同情况下,利率是如何决定的,主要考查各种力的作用系问题。对于这一层次的内容我们将在本章的下一小节分别论述。

进一步,我们还将在下一章讨论不确定性条件下的利率决定理论。

可以看到,利率决定理论的发展脉络正是沿着由简单到复杂、抽象到具体的过程发展的。随着假设条件的放松我们可以看到理论的脚步正在向真实世界逼近着。

## 第二节 不同经济运行体系下各经济变量对利率的影响

我们同样可以从以上理论的逻辑分析中(还有前人部分的实证结果)看到,利率与各种经济变量之间存在着联系,而这些联系在不同的经济运行框架中会呈现出不同的作用形式。本节探讨上一节中各理论学派所提及的各种利率决定要素在不同经济运行体系下对利率的作用机理。我们首先对各种利率决定要素的作用系进行界定。接着,我们将探讨不同的经济体中利率决定的过程。这部分的讨论有助于我们在进行利率分析时针对不同类型的经济体设计模型。