金融创新对货币供求的影响

胡 新 智

（国际关系学院 研究生部，北京 100091）

摘要：金融是现代经济的核心。货币供求问题历来是货币金融理论的核心内容，也是一国货币政策选择的出发点。自 20 世纪 70 年代形成高潮至今仍快速发展的全球范围内的金融创新，使国际金融业发生了深刻而全面的变化。金融创新对货币的供给和需求产生了很大的影响，进而对货币政策传导机制和货币政策目标的选择都造成冲击。金融创新是当代金融不可忽视的重大问题。

关键词：金融创新；动因；货币供给；货币需求

中图分类号：F830.9 文献标识号：A 文章编号：1004-3489(2000)04-0029-08

一、金融创新的涵义与产生的动因

“创新”一词是由著名的美籍奥地利经济学家约瑟夫·阿洛伊斯·熊彼特首先在《经济发展理论》一书中提出并使用的。他认为，所谓创新，就是建立一种新的生产函数，也就是说，把一种从来没有过的关于生产要素和生产条件的新组合”引入生产体系。这种新生产函数永久地改变了现存的生产成本曲线。因此，创新必须是“产生在本质上是新的一种现象”，它应是一种“只是经济生活中并非从外部强加于它的，而是从内部自行发生的变化”。熊彼特还强调“产品创新”与“过程创新”的区分。他认为，前者是一种生产要素与生产条件新组合产生的结果；后者是指由于技术进步、从而生产效率提高带来现有产品或劳务的生产成本下降。

熊彼特也分析了“发明”与“创新”概念的差异。他指出，创新是否意味着科学上的创意这本身毫不重要，因为创新是一种经济概念，而发明是一种科学概念。发明未必带来创新，创新只有在经济分析上才显示其意义。弗里曼也指出：虽然创新一词常用于描述整个过程，但只有当新产品、新过程 、新系统或新仪器完成第一次商品化交易时，创新在经济意义上才告实现。也就是说，只有当“创新”的思想应用于社会经济活动，并由此而带来了利润，创新才称得上是真正的创新。因此，知识的积累与潜在的市场应被视为创新出现的必要条件。他认为，创新可以说是一种耦合过程，耦合首先出现在富有想象力的人的脑子里，当这种“想法”触击在科学、技术与市场的交界面时，创新便产生了。

综上所述，创新通常是指引进了为市场所接受的新产品或引进了现有产品的新生产方式。这种定义侧重于创新的生产性。从这种意义上说，创新的市场性也是同等重要的。也就是说，如果一个产品早已被发明，但却一直不为市场接

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.c

受,该产品就不能称为创新。而若有某企业通过一些新的营销策略,使该产品为市场接纳,该产品就从发明变为创新;这种情形之下,新的营销策略本身也就是一种创新。

金融领域也是如此,金融创新既可以指新金融工具的广泛应用,也可以是新的金融市场、金融机构或金融业务的出现。但是,如同一般产品市场一样,只有当新的金融工具、金融市场、金融机构或金融业务被社会广泛接受时,金融创新才算实现。

金融创新的动力,首先应当从金融机构谋取利润的过程中去探寻。但是,金融业是一种特殊行业,除去寻求新的利润增长点之外,还要经常考虑提高流动性和转移风险等问题。

如同其他行业一样,金融业的产品也有供给和需求,正是在这种供求的互动中,新的金融产品才得以创造出来。然而,同其他行业不同的是,金融业一向是一个受管制最严的特殊行业,规避这些法规和管制的限制便成为导致金融创新的又一重要因素。我们把金融创新划分为需求引导型、供给促进型和规避管理型三类。

需求刺激导致了金融创新。在需求方面,从60年代开始,金融市场参与者面临的最大的经济环境变化,就是通货膨胀的加速以及利率的变动不定。从通货膨胀来看,50—60年代初的在一位数上"爬行"的通货膨胀,自60年代后期开始演变成在两位数上徘徊的"奔腾"局面。从利率来看,在60年代之前,它一直在5%左右波动,进入70年代,则一直保持在两位数的高位上。物价和利率的剧烈波动造成了巨额的利润或资本损失,并使投资回报率具有较大的不确定性。

利率风险的增大,增加了对那些能够降低风险的金融产品和服务的需求。这种需求刺激人们去探求、创造一些能够降低利率风险的新的金融工具。在70年代开发出的可变利率抵押贷款、金融期货和金融期权,就是这种探求的典型代表。

可变利率抵押货款最早由美国加利福尼亚州的储蓄贷款协会于1975年推出。这是一种当市场利率(通常是国库券利率)变动时其利率也随之变动的抵押贷款。由于可变利率抵押贷款使得发放抵押贷款的机构在利率上升时能获得较高的利率收益而不致蒙受利率损失,它一经推出,便受到广大金融机构的欢迎,并很快蔚然成风。

期货市场是从事期货合约交易的市场。在这种交易中,销售者同意在未来某一指定的日期以某一协议价格向购买者提供某种标准化的商品。像小麦或棉花之类的商品的期货市场已经有了很长的历史,然而,直到1975年,才出现以特定类型金融工具为标准化商品的期货合约(金融期货合约)。该年,芝加哥商会推出了第一张政府全国抵押货款协会(GNMA)证券的期货合约。政府全国抵押贷款协会证券的期货市场非常成功,致使芝加哥商会后来又开办了美国财政部长期债券和票据的期货市场,同时,芝加哥商业交易所的一家子公司——国际货币市场(IMM),还组织了美国国库券、银行存单和欧洲美元的期货市场。1982年,芝加哥交易所(CBT)、芝加哥商业交易所(CME)、堪萨斯市交易所KCBT)以及纽约期货交易所(NYFE,纽约股票交易所的分支机构)推出了股票价格指数的期货交易。这就把金融期货市场的发展推向一个新的水平。

另一种能使投资者降低利率风险的金融创新是金融工具的期权合约。一份期权合约提供了一种在某一约定价格上买入(买入期权,call option)或卖出(卖出期权,put option)某种证券的权利。这种价格称行使价格(exercise price)或结算价格(strike price)。从功能上分析,期权合约类似一种防范利率风险的保险,交易双方付出一定的"保险费"以后,均可得到这种保险。在80年代中,利率波动的反复无常增加了对此类保险的需求,使得债务工具的期权市场有利可图。后来,金融期货合约的期权交易也进入期权交易的领域。

货币供给变化是金融创新的推动力。计算机和通讯技术的改善与广泛应用,是导致货币供给条件发生变化的最重要源泉,它有力地促进了金融创新。这些变化使得向公众提供的金融产

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.c

品和服务成为可能并且是有利可图的事情。当能够大大降低金融交易成本的计算机技术被广泛应用时，金融机构便可据此设想出可能对公众有吸引力的新金融产品和新金融工具。信用卡的使用、商业票据市场的扩张、金融产品的证券化、电子货币的运用、网上银行的出现等等，是过去30年中运用现代计算机和通讯技术的典型例子。

首次推出银行信用卡的是美洲银行信用卡(现在的VISA卡)和万事达卡(同业银行卡协会)。银行信用卡的发行与广泛运用，使得信用卡公司获得了丰厚的利润。随后，很多金融机构相继进入这一领域。目前，信用卡已经成为人们现代生活中不可或缺的一部分。

与信用卡相比，商业票据是一种较传统的金融工具，它已经有了数百年的历史。但是，在本世纪70年代之前，这个市场一直没有得到充分发展。现代信息技术发展之后，商业票据市场也获得新的活力。这是因为，信息技术的改善使得投资者更容易分辨信用风险的高低从而愿意对其投资，这自然就使得公司发行债务证券更为容易。很多一向从银行借取短期资金的公司，现在则经常通过发行商业票据来筹集短期资金。这成为导致传统银行业务逐渐衰落的重要原因之一。

在风起云涌的金融创新浪潮中，最具创造性和想象力的创新当推证券化。证券化指的是将原本不流通的金融资产转换成为可流通资本市场证券的过程。这一过程是现代信息技术和交易技术发展的结果。我们已经看到，取得信息的能力的改善，使得推销可流通资本市场证券变得更容易和具有可操作性了。此外，由于计算机技术的改善降低了交易成本，使得金融机构花钱不多便可将大量规模很小的像抵押贷款那样的贷款聚集成一个组合(pool)，并从这个组合中收取利息和本金，再将它们“转手”(pass through)给第三方。通过将这个贷款组合划分为若干标准化的金额，金融机构可以将对这些利息和本金的要求权当作证券销售给第三方。这种证券化贷款的标准化金额，使得它们能成为流动性的证券，又由于这些证券产生于一组贷款，它们的风险也得到分散，从而能被人们广为接受。销售证券化贷款的金融机构的利润，来自对这些贷款的服务以及为这些服务向第三方收取费用。

证券化并不止于抵押贷款。汽车贷款、信用卡应收款、商业性租赁和计算机租赁等，在80年代中期也都开始了证券化过程。

若无现代计算机技术的飞速发展，证券化是不可能发生的。事实上，证券化的理论早已存在，只是由于其中涉及过于繁杂的计算与管理问题，这种设想一直得不到实现。计算机技术的发展为解决这一问题提供了便利。计算机技术使得证券的组合、现金流的计算、费用的收取成为可能，从而使得证券化的理论从经济学家的理论模型变为新型的金融工具。借助于现代计算机技术，金融机构能够对证券化加以“剪裁”，从而“拼装”出那些为市场特别需要的拥有现金支付流的证券。

电子货币是现代计算机网络技术和网络经济发展所产生的新型虚拟货币，是在网上电子信用的基础上发展起来的电子支付方式，它是通过相互交换关于商务活动和金融活动的电子信息而完成在线电子支付的过程。电子货币的本质是突破了时空限制的全球网上电子商务和资金运动过程价值关系的体现，是在商务活动过程中产生的电子信用基础上发展起来的一种最新的价值尺度、流通手段和支付手段。电子货币的产生必然导致网络银行的出现和网络金融创新的快速发展。

规避管制是金融创新的直接原因。由于金融业较之其他行业受到更为严格的管理，为了维持自己的利润率，如何逃避政府严格的管理法规便成为金融创新的一个重要的因素。60年代后期至1980年通货膨胀率和利率的上升，使得加诸于这个行业的管理限制更为严重且难以忍受。在这种环境下，金融创新是必然的结果。

在80年代以前，在所有管制银行业的法规中，存款准备金要求和对存款利率上限的规定，是限制银行盈利能力的最主要因素。从经济上分析，法定准备金要求实际上是对银行存款的一

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.c

种课税。由于中央银行对准备金是不支付利息的，持有这些准备金的机会成本就是银行将这些资金贷放出去可得到的利息。另外，在1980年之前，在美国的大多数州里，法规是禁止银行对支票存款帐户支付利息的，而且，联邦储备体系通过Q条例对定期存款的利率规定了最高限额。

60年代末期，美国的通货膨胀开始加速，名义利率也快速上升。这样，存款准备金加诸存款的税也开始提高，逃避这种税的动力加大。另外，利率上升意味着市场利率高于Q条例规定的对定期存款支付的最高利率水平，因而，当利率于1969年上升到空前的水平时，投资者减少了他们的定期存款，转而投资于收益更高的证券，使得银行面临丧失资金来源的风险。于是，在60年代末期，商业银行急切希望寻求一种新的途径，来获得继续的资金。这种途径最好是既无须缴纳法定准备金，又不受Q条例利率上限的限制。于是，金融创新应运而生。

最先被创造出来的这种新型金融工具便是欧洲美元和银行商业票据。到了70年代，货币市场共同基金(MMMF)、可转让提款单存款帐户(NOW)、自动转帐存款帐户(ATS)和回购协议(RP)等新型金融工具也相继被开发出来。

二、金融创新对货币供给的影响

货币金融学的基本理论告诉我们，货币供给由两个因素决定：一是基础货币，一是货币乘数。金融创新会对这两个因素都产生影响。

$$M = m \cdot B \tag{1}$$

其中 m——货币乘数；

B——基础货币。

1. 金融创新使基础货币的可控程度降低。以1986年美联储的基础货币公式为分析对象。基础货币的表达式为：

$$B = C + R = RD + CV + CP = (S + L + F + G + TCO) - (TCH + TD + OD) \tag{2}$$

其中，C——流通中的现金；

R——银行储备金；

RD——储备机构在中央银行的储蓄存款；

CV——存款机构的库存通货；

CP——公众手持的通货；

S——证券；

L——向存款机构的贷款；

F——净清算中的现金项目；

G——黄金和特别提款权；

TCO——流通中的财政部通货；

TCH——财政部持有的通货；

TD——财政部在中央银行的存款；

OD——其他在中央银行的存款。

从上式中可看出，中央银行能主动控制的只有S和L，中央银行向存款机构(商业银行)的贷款L受到存款机构向中央银行借款意愿的影响。金融创新使存款机构的筹资渠道大大拓宽，而技术手段的进步又提高了存款机构临时调拨资金的能力，各种金融创新工具也在整体上提高了存款机构的资金流动性。这样，存款机构通常不愿向中央银行借款，中央银行调节基础货币的渠道减少了L(至少是部分减少)，其控制货币只能是以在公开市场买卖证券S为主。

2. 从整体上看，金融创新加大了货币乘数。货币乘数(M1的货币乘数)的公式为：

$$m = \frac{1 + c}{rr + rr_t \cdot t + e + c} \tag{3}$$

式中 $c = C/D$：流通中现金(C)和支票存款(D)的比率；

$t = TD/D$：非交易存款(TD)和支票存款(D)的比率；

rr：支票存款的法定准备率；

rr_t：非交易存款的法定准备率；

e：超额准备金占支票存款的比率；

经过简单的数学变形，可以使上式变为：

$$m = 1 + \frac{1 - (rr + rr_t \cdot t + e)}{rr + rr_t \cdot t + e + c} \tag{4}$$

在货币乘数公式中，金融创新对 c、rr、rr_t、t、e 均产生影响。

第一，金融创新使现金与支票存款比率(c)

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.c

下降。对 m 求关于 c 的偏导数，由于(rr+rr_t·t+e)-1 一般是小于 0 的，所以有，

$$\frac{\partial m}{\partial c}=\frac{rr+rr_t\cdot t+e-1}{(rr+rr_t\cdot t+e+c)^2}<0 \qquad (5)$$

即 c 与货币乘数之间呈反比关系。

由于各种金融工具的出现和应用，提高了金融资产的整体报酬率，尤其是一些创新业务使活期存款帐户也可以产生一定的收益（如：NOW、ATS 等），这使得公众持有现金的机会成本加大，从而减少了现金的持有量。另一方面，金融交易、支付及清算技术的电子化和创新，降低了转帐清算支付的成本，并且速度快捷、手段灵活，这也使公众持有的现金比例下降，从而使货币乘数加大。

第二，金融创新使法定准备金率下降。法定准备金率包括支票存款的法定准备金率（rr）和非交易存款的法定准备金率（rr_t），从式（3）可以直接看出，货币乘数同 rr、rr_t 间也是负相关关系的。法定准备金率由中央银行决定，在货币乘数的决定因素中属于外生变量，不受经济体系内部因素的支配。然而，金融创新却使法定准备金率的作用发生变化。各国中央银行通常根据存款的流动性不同采用差别准备金率，支票存款的准备金率高于非交易存款的准备金率。在金融创新过程中，商业银行创造了一些介于支票存款和非交易存款之间的新型负债类帐户。例如，美国创新的 NOW 帐户、ATS 等，这些帐户都具有活期帐户开支票的功能，但平时资金余额却主要存放在储蓄帐户（非交易存款）上，活期存款帐户（支票存款帐户）可以象征性地保留很少的资金余额（甚至只有 1 美元）。此外，70 年代出现的货币市场共同基金（MMMF）等都具有活期存款帐户开支票的功能，但在帐户上却属于储蓄存款，其准备金率低于活期存款。由此可见，由于金融创新，导致了传统的活期存款帐户的实际余额下降，法定准备金的实际提取率下降，货币乘数加大了。

第三，金融创新使银行超额准备金率（e）下降。超额准备是银行持有的全部准备金扣除法定准备金后的余额，就对信用创造的影响而言，它与法定准备金率具有同样的功效。它同货币乘数也是呈反方向变化的。金融创新对存款机构超额准备金的影响主要体现在两个方面：一是金融创新使存款机构建立储备的供给更为方便，即在需求时可以轻而易举地从货币市场上及时补充相应的储备；二是金融创新使社会公众持有现金的机会成本提高，公众对现金的偏好减弱，存款机构持有库存通货的需求减少。

第四，非交易存款与支票存款的的比率（t）变化不定，使货币乘数稳定性下降。该比率与货币乘数存在着反向变动的关系。在金融创新中，具有非交易存款性质的金融工具大量涌现，金融市场发达，证券交易的服务日益完善，从而提高了银行存款以外其他金融资产的安全性、流动性和盈利性。当银行非交易存款作为价值储藏手段的吸引力降低时，公众在其资产组合的调整中就会将一部分非交易存款转化为证券类资产，若支票存款不变，非交易存款的减少将降低 t，加大货币乘数。但若银行在创新中也不断推出新型非交易存款种类，增加公众对资产收益的吸引力，当支票存款不变时，该比率可能会上升，反而，降低了货币乘数。因此，非交易存款与支票存款的的比率（t）的下降虽然不是十分明显的，即不一定会使货币乘数加大，但这一比率在金融创新条件下所出现的时高时低现象，却使货币乘数变得不太稳定。

3. 金融创新使货币的定义与计量变得困难。各国中央银行根据金融资产流动性的不同，把货币供给量划分为 M_0、M_1、M_2、M_3、L 等，然后根据宏观调控的需要，合理地制定和选择货币政策中介目标，通过运用各类货币政策工具，促进经济增长，维护物价稳定。70 年代末期以来，随着金融自由化、国际化、一体化、证券化和全球化的深入发展，被解除了束缚的金融资本，挟金融创新之力，在国际间快速流动，且呈现跳跃式增长，尤其是短期资本流动和外汇交易，增长更为迅速，由此造成国际间支付呈指数增长。这些资金流动，对各国货币政策的实施，进而对宏观经济的运行，形成了巨大的不确定性影响。因此，中央银行一向赖以实施货币政策并影响经济运行的货币供应量指标失去了准确性。货币供应量与

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.c

经济变量之间的关系的稳定性弱化。狭义货币供给(M_1)的定义和统计变得日益困难，M_1 与经济活动之间的联系变得很不可靠。1987 年 2 月美联储停止把 M_1 作为货币政策中介目标，1993 年 7 月，美联储也不再强调中介目标 M_2。各国货币当局最初试图在既有的框架内寻求解决办法。具体的做法就是改善货币统计体系和经济分析技术。例如，自 80 年代初以来，美国联邦储备银行就不断增加、也不断调整其货币供应的统计口径；日本中央银行则把原来测度货币供应量的主要指标“M_2＋CD”，扩大为“M_2＋CD＋新的金融工具”，并称其为“广义流动性”。英国货币当局则在不断延长其货币统计口径，甚至曾经达到 M_7。但是，这些在原来的框架里所做的调整和尝试，却未能显著改善货币政策的效果。总之，金融创新对货币政策的最大困扰，莫过于使货币的定义与计量变得困难，以及使得货币总量变化及其含义越来越不明确。

4. 金融创新使货币供给的内生性增加。货币供给是自变量还是因变量，也就是说货币供给是内生变量还是外生变量，历来是货币经济学家关注的重要问题。在传统的货币经济学理论中，货币供给被假定为外生变量，是由货币当局货币政策独立决定的，它影响着真实经济关系，但不受这些关系及其变化的影响。货币供给的内生性是指其受经济体系内部因素的影响。即货币供给不完全是由货币当局的政策及其行为单方面决定的，而是由实体经济的众多因素（即影响投资需求、消费需求等方面的系列因素）决定货币需求量变化，进而决定和影响货币供给量的变化（货币供给量是因变量）。金融创新一方面通过发挥减少货币需求、充分动用闲置资金、节约头寸、加快货币流通速度等作用，改变货币供给的相对量；另一方面通过扩大货币供给主体，加大货币乘数。创造新型存款货币等对现实货币供给产生较大影响，导致货币供给在一定程度上脱离了中央银行的控制，越来越多地受制于经济体系内部因素的支配。也就是说，由于金融创新的出现，货币供给量不再是完全受中央银行控制的外生变量了，除了基础货币以外，它也受经济变量和金融市机构、企业、居民行为等内生因素的影响和支配。货币供给内生性的增强，削弱了中央银行对货币供给的控制能力和控制程度。

三、金融创新对货币需求的影响

1. 金融创新使货币需求减弱和货币结构发生变化。尽管随着经济的发展、交易规模的扩大和在通货膨胀下物价水平的上升，都会导致货币需求绝对数量的增加，但金融创新却通过金融电子化和金融工具多样化减弱了货币需求，使人们在既定的总资产中以货币形式持有的欲望下降，在经济活动中对货币的使用减少，从而降低了货币在广义货币和金融资产中的比重。究其原因主要有三个方面：

第一，金融工具的创新涌现出了大量货币性极强的新型信用工具和新型存款种类，如银行商业票据、流动资金承兑票据、NOW 账户、货币市场共同基金（MMMF）、自动转账存款帐户（ATS）等等，这些新型的金融工具能够在很大程度上满足人们的流动性需要，从而减弱了人们的流动性偏好，导致了货币需求的下降。

第二，金融创新所带来的金融电子化和支付清算系统的革命，缩小了狭义货币，特别是现金的使用范围，使人们的交易性货币需求下降。例如随着多功能信用卡、自动电子柜员机、自动转账服务、银行电话付款、售货场终端机、电子化资金转移系统（EFT）、电子支付清算网络等等创新成果的普及和广泛应用，使快捷便利已成为现代支付清算系统的特征，数秒之内完成一笔跨地区、跨国界的巨额支付已非难事，货币周转速度加快。转账结算成为社会经济生活中最普遍通用的支付方式，最大限度地节约了现金的使用，在创新日益活跃的国家甚至出现了号称“无现金社会”的现象。随着货币流通速度的加快，对活期存款的需求也大为减少，用少量货币便可完成大量的经济活动，从而使狭义货币量相对减少。上述这种变化通过货币结构比率可以明显地反映出来。货币结构比率包括三项内容：一是通货

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.c

占货币的比率(C/M);二是货币占广义货币的比率(M/M+QM);三是广义货币占金融资产的比率(M+QM/Assets)。在金融创新十分活跃的发达国家和新兴国家。C/M,M/M+QM 的比率均大大低于创新迟缓的欠发达国家,也低于创新不活跃的较发达国家,这决非是偶然的巧合,有足够的数据表明,发达国家现金占货币的比重下降和货币占广义货币的比重下降,与该国金融电子化和支付清算系统现代化程度正相关,唯此,才能在满足经济总量增长需求的同时,相对减少对货币的需求量。

第三,金融创新带来的金融市场高度发达和证券化趋势,使资本市场和介于资本市场与货币市场之间的金融工具大量增加,这些新型的金融工具普遍具有安全性、流动性和盈利性的特点,具有较高的投资价值,成为人们资产选择的主要对象,日益受到公众的青睐。特别是由于它们能给持有者带来较高的收益,提高了持币的机会成本,促使人们在其资产组合中尽量减少货币的持有量,增加非货币性的金融资产,其结果便是货币需求的减少和货币在总资产中的比重下降。根据国际货币基金组织的统计资料计算,1965 年与 1995 年相比,货币在总资产中的比重 5 个发达国家从平均 0.195 降至 0.121;较发达国家从平均 0.348 降到 0.162;欠发达国家从平均 0.528 降至 0.293。

2.金融创新使货币需求的稳定性降低。凯恩斯的货币理论认为人们持有货币有三种动机,即交易动机、预防动机和投机动机。这些动机同信用卡的存在、赊账、结账日的次数以及许多其它因素一起,共同决定了公众对货币的需求。即应付日常交易的交易性需求、应付意外支付的预防性需求和用于投资选择的投机性需求。将三种动机的货币需求函数统一起来,可得到如下的货币需求函数:

$$\frac{M^d}{P}=f_1(y)+f_2(i)$$

$$\frac{df_1}{dY}>0,\ \frac{df_2}{di}<0,$$

其中,f_1 是交易性需求和预防性需求的合并,它是实际收入 y 的增函数;f_2 是投机性需求,它是利率 i 的减函数。

由于货币(现金加活期存款)不生息或很少生息,而其他资产可以带来更高的回报,为什么还要以现金形式持有财富呢?金融创新中出现了诸多流动性很强的金融工具,可以在很大程度上满足人们的流动性偏好,从而改变了人们持有货币的动机,引起货币需求构成的变化。金融创新使货币的交易性动机和预防性动机减弱,投机性动机增强,表现为用于商品和劳务交易的商业性货币需求下降,而用于投机获利的金融性货币的需求上升。从货币需求稳定性的角度分析,由于商业性货币需求受规模变量(主要是收入和交易量)的影响较大,规模变量短期内的相对稳定性决定了商业性货币需求具有可以预测和相对稳定的特点,即 $f_1(y)$相对稳定。而金融性货币需求主要取决于机会成本和个人预期等因素,市场利率的多变性和人们心理预期的复杂性、非理性,导致了金融性货币需求具有多变和不稳定的特征,即 $f_2(i)$不稳定。由此可见,金融创新使商业性货币需求的相对比重下降和金融性货币需求的相对比重上升,削弱了货币需求的稳定性。

3.金融创新使货币需求的利率弹性不断下降,使得货币政策赖以发挥作用的传导机制的基础大大削弱。这是因为,金融创新极大地丰富了银行资产的可选择性,例如,当中央银行想通过相关政策手段如提高法定准备金率以压缩货币供应量时,银行可以通过负债管理在公开市场上购买资金,而不是象过去那样通过减少贷款或要求中央银行再贴现来满足存款准备金要求。这样,紧缩性货币政策的效果不再是信贷数量的减少,而是信贷价格(利率)的变化。这使得银行可贷资金这一货币政策的主要传导媒介逐渐失灵。另外,通过金融创新,银行已经越来越多地把资金转向纯粹信用中介以外的用途,非利息收入不断增加,利润总额对利差变化的反映灵敏度降低。另一方面,由于金融创新,中央银行间接影响市场利率的能力也日趋减弱。从操作上看,中央银行所能控制的只是其贴现窗口的贴现利率,它一般通过存款准备金率、公开市场业务和贴现

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.c

率等政策手段间接影响银行间借贷利率，然后才能波及市场利率。在金融创新环境下，社会融资渠道与融资方式多样化，银行资金需求基本上能通过市场融资来解决，轻易不向中央银行借款。这样，中央银行贴现率和存款准备金率等政策手段的作用逐渐下降，贴现率主要起一个“挂牌”影响的作用。

4. 金融创新使货币流通速度发生变化。货币流通速度建立起了一国货币供给与国内生产总值之间的联系，是经济中的关键变量。货币流通速度与货币需求密切相关。货币流通速度会对货币政策执行产生关键和明显的影响。根据费雪的交易方程 $MV=PY$，$V=\frac{PY}{M}$，如果货币总量的流通速度（V）是稳定的且可以预测，那么，就能够对货币总量（M）实行有效地控制，进而有效地执行货币政策。金融创新对货币流通速度的影响具体表现为：较明显地提高了货币、尤其是狭义货币（M_1）的流通速度。原因在于，金融业务创新所推出的 NOW、ATS 等新型帐户，兼有活期存款支付和储蓄帐户付息的双重优点，成为狭义货币的最佳替代品，促使大量狭义货币转变为此类帐户，从而加快了狭义货币的流通速度；金融交易手段和支付系统的创新直接减少了狭义货币的需求，加快了其流通速度。

四、结论

金融创新对货币供给的影响表现为，使基础货币的可控程度降低，加大了货币乘数，使货币的定义与计量变得困难，使货币供给的内生性增加；对货币需求的影响表现为，减弱了对货币的需求并使货币结构发生变化，降低了货币需求的稳定性，使货币需求的利率弹性下降，加快了货币流通速度等。金融创新通过对货币供求的广泛影响，进而对传统的货币政策传导机制也会产生较大冲击，使其功能减弱或失灵。因而，货币当局必须重视考察在金融创新环境下货币供求、货币政策传导机制等问题，选择合理的货币政策操作工具、中介目标和最终目标，为本国的宏观经济目标服务。

参考文献

1 Cukierman, A. 1992. Central Bank Strategy, Credibility and Independence Theory and Evidence. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

2 Freeman, C. 1982. The Economics of Industrial Innovation. Pinter, London.

3 Dombush, Rudiger and Fischer, Stanly. 1994. Macroeconomics. The McGraw－Hill Companies, Inc.

4 Miller, Merton H., 1991. Financial Innovations and Market Volatility. Basil Blackwell.

5 Romer, David. 1996. Advanced Macroeconomics. The McGraw－Hill Companies, Inc.

6 Stulz, R. M., 1982. Options on the Minimum of the Maximum of two Risky Assets: Analysis and Applications. Journal of Financial Economics, July, pp. 161－185.

7 Hull, John C. Option, Futures, and Other Derivatives.

8 约瑟夫·熊彼特著：《经济发展理论》，商务印书馆，1990 年版。

9 刘斌、邓述慧、王雪坤著：《货币供求的分析方法与实证研究》，科学出版社，1999 年版。

10 钱小安著：《金融创新因果》，中国金融出版社，1999 年版。

11 余永定、张宇燕、郑秉文主编：《西方经济学》，经济科学出版社，1997 年版。

12 凯文·多德、默文·K·刘易斯主编：《金融与货币经济学前沿问题》，中国税务出版社，2000 年版。

13 米尔顿·弗里德曼、安娜·J·施瓦茨：《美国和英国的货币趋势》，中国金融出版社，1991 年版。

14 余永定：《世界金融变革的五大趋势》，《国际经济评论》，1997 年 3－4 期。

（责任编辑　双　木）

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.c