

凯恩斯“流动性陷阱”的批判性考察

张衔¹ 付彤杰²

(1.四川大学 经济学院, 四川 成都 610065; 2.重庆理工大学 经济金融学院, 重庆 400054)

摘要: 源自凯恩斯《就业、利息和货币通论》的“流动性陷阱”, 在西方宏观经济学中具有重要意义。但是, 正如克鲁格曼所说, 自 20 世纪 40 年以后, “流动性陷阱”作为一种记忆和经济研究的主题, 都在稳步消退。克鲁格曼 1998 年对日本“流动性陷阱”的实证性研究重新引起经济学界对“流动性陷阱”的关注。此后, 用实证方法研究“流动性陷阱”使“流动性陷阱”重新成为宏观经济学的重要研究主题, 并形成了“流动性陷阱”是否存在的争论。从理论与操作上对“流动性陷阱”的分析表明, “流动性陷阱”并不成立, 即使假定存在“流动性陷阱”, 总需求与“流动性陷阱”之间也没有关系。货币政策的失效不是因为“流动性陷阱”, 而是因为货币政策体系的内在冲突。

关键词: “流动性陷阱” 争论 质疑

项目基金: 重庆市社会科学规划项目(2020YBJJ65)资助; 四川大学中国特色社会主义政治经济学研究中心资助项目(2019sq-经济 01)资助; 重庆理工大学科研启动基金资助项目(2020ZDR005)资助。

作者简介: 张衔, 男, 天津人, 四川大学经济学院教授、博士生导师, 主要从事经济理论研究。

付彤杰(通讯作者), 男, 河北新河人, 重庆理工大学经济金融学院副教授, 经济学博士, 主要从事金融学研究。

中图分类号: F015 **文献标识码:** A **文章编号:**

“流动性陷阱”是研究凯恩斯理论的西方经济学家对凯恩斯在《就业、利息和货币通论》(即《通论》)中相关论述的概括, 是西方宏观经济学的重要概念和原理。西方经济学认为, 如果经济中形成了所谓“流动性陷阱”, 通过增加货币刺激经济的货币政策必然失效。一旦货币政策失效, 人们就会用“流动性陷阱”来解释。按照克鲁格曼的说法, 自 20 世纪 40 年以后, “流动性陷阱”作为一种记忆和经济研究的主题, 都在稳步消退。但是, 克鲁格曼认为“流动性陷阱”在当代依然存在, 这就是日本。他用实证方法对日本“流动性

陷阱”的研究（1998）¹起到了“流动性陷阱”研究的引领作用，使“流动性陷阱”重新成为宏观经济学的重要议题。克鲁格曼主张要重振“流动性陷阱”理论并使之现代化。然而，围绕“流动性陷阱”的实证研究一直没有形成统一的结论。同时，如果对凯恩斯《通论》中涉及“流动性陷阱”的那些分析和论述进行考察将会发现，“流动性陷阱”是否真的能够成立令人怀疑。提出这种怀疑是本文的尝试性工作。本文的结构如下：

第一部分是基于凯恩斯《通论》而对“流动性陷阱”的一个概述。由于“流动性陷阱”已经作为经济学原理教科书化了，凯恩斯本人的论述和分析几乎被彻底忽视了。这就有必要回顾凯恩斯的论述；第二部分是国内外学术界围绕“流动性陷阱”的争论；第三部分是基于凯恩斯的论述，从理论和实际操作上对“流动性陷阱”提出的质疑，证明了不存在所谓“流动性陷阱”；第四部分是对货币政策失效的原因分析。分析表明，总需求与“流动性陷阱”无关，货币政策的失效是由于货币政策体系内部冲突造成的；最后部分是结论与启示。

一、“流动性陷阱”概述

在《通论》中，凯恩斯在多个地方阐述了如下见解：当利率 r 已经降低到某种既定水平以下时，流动性偏好 M_2 几乎可以无限制的增长，变为绝对的，即无穷大；人们对将来利率趋势的看法可以达到非常一致的程度：未来利率上涨的预期将大于其下降的预期，以致现行利率的微小变化，就可以使大批人转向持有现金，即每个人都宁可持有现金，而不愿持有债券。²西方经济学将凯恩斯描述的货币需求利率弹性无限大的情况叫做“流动性陷阱”。对“流动性陷阱”的流行描述是：一旦利率处于某个低水平，货币总需求对利率就变得完全富有弹性，利率不会再进一步下降，并且任何增加的货币数量将完全被吸收，而不会使利率有任何下降。³但是，凯恩斯在回答为什么货币当局不能为期限和风险都不同的各种债券建立一整套利率体系时又明确指出：这个极端场合在将来可能成为重要事态，目前没有具体可检验的事例。⁴换言之，西方经济学所说的“流动性陷阱”是凯恩斯根据其理论作出的推论。凯恩斯认为，当流动性偏好无穷时，货币当局就不能对利率进行有效控制。⁵这意味着货币政策失效。

¹ Krugman Paul R. It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1998 (2): 137-187.

² 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第176、197、210、213页。但凯恩斯有时将这种情况归结为放弃现金的报酬降低、债券得到的利率太低。

³ 戴维·E·莱德勒，货币需求：理论、证据和问题[M]，上海：上海三联书店1989年，第74-75页。

⁴ 高鸿业译，就业、利息和货币通论[M]，北京：商务印书馆，1999年，第213页。但是，凯恩斯一直将这种极端场合作为其理论的重要组成部分。

⁵ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第213页。

要理解“流动性陷阱”与货币政策的关系，必须理解凯恩斯的货币需求理论，特别是他的利息、利率理论以及投资理论。凯恩斯的货币需求理论，是根据人们持有货币的动机来定义货币需求的。与古典学派不同，凯恩斯认为，货币需求回答的是人们以何种形式来持有对将来的消费的支配权，是持有具备瞬息流动性的货币，还是愿意在一定的期限内放弃这个支配权的瞬息流动性，而持有各种生息资产，听由将来的市场情况决定？在必要时，他能以何种比例把他对某些物品的延期支配权转换成对一般物品有瞬息流动性的支配权即货币？也就是他的流动性偏好有多大。⁶在凯恩斯看来，人们持有货币是因为货币具有流动性，对货币的需求也就是流动性需求。凯恩斯认为，人们持有货币的动机有三个：交易动机、谨慎动机和投机动机，货币需求因此被分为满足交易动机和谨慎动机的货币（ M_1 ）以及满足投机动机的货币（ M_2 ）。 M_1 是收入 Y 的函数， M_2 是利率 r 的函数，货币需求函数为：

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

其中 L_1 和 L_2 是流动性偏好函数，且 $\frac{\partial M_1}{\partial Y} > 0$ ， $\frac{\partial M_2}{\partial r} < 0$ 。凯恩斯否定了古典学派的利息和利率理论，认为利息不是古典学派所说的等待的报酬，而是人们放弃流动性（灵活性）的报酬，利率也不是如古典学派定义的使投资的资金需求量与自愿放弃目前消费量即储蓄趋于均衡的“价格”，而是使公众愿意以现金形式保持其财富的愿望和现有的现金数量相均衡的“价格”。就是说，利率是由债券市场上债券买卖形成的货币供给和货币需求决定的，或者说实际利率是由货币数量与流动性偏好一起决定的。这蕴含着，如果利率低于这样决定的均衡利率，放弃现金的报酬下降，则公众愿意持有的现金量就会超过现金的现有供给量，利率会因债券价格下降而上升；如果利率高于均衡利率，则不会有人愿意持有多余的现金，这又会使利率下降。⁷利率与货币数量的这种关系，使货币当局可以在债券市场上通过买卖债券以增加或减少货币数量来调节利率。债券市场的投机机制可以简单描述如下：令 P_B 是债券价格， R 是持有债券的收益， T 是债券到期日， B_T 是债券到期日的偿付价值，则

$$P_B = \sum_{n=1}^{T-1} \frac{R_{t+i}}{(1+r)^t} + \frac{B_T}{(1+r)^T}, \text{ 显然 } \frac{dP_B}{dr} < 0$$

由于凯恩斯分析的是类似股票的永续（永久）债券，不偿付本金， $B_T = 0$ ，则上式简化为：

⁶ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第169页。

⁷ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第170-171页。但凯恩斯没有说明利率的变化。

$$P_B = R \sum_{n=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^n} = R \left[\frac{1}{(1+r)} + \frac{1}{(1+r)^2} + \dots \right] = \frac{R}{r} \Rightarrow P_B = \frac{R}{r}$$

$$\text{且 } \frac{dP_B}{dR} > 0, \quad \frac{dP_B}{dr} < 0$$

投机过程如下：如果预期债券价格上升 $P_B^e > P_B$ ，利率下降 $r^e < r$ ，投机者会买入债券，待价格上升后再卖掉债券获取投机收益 ΔP ，总收益为 $P_B^e + R > P_B$ ；如果预期债券价格下降 $P_B^e < P_B$ ，利率上升 $r^e > r$ ，债券持有者会以价格 P_B 或价格 $P_B - \varepsilon$ 卖掉债券以减少损失。凯恩斯认为，可以将放弃流动性的所得看作是一种保险赔偿金，⁸因此，只有当

$$\frac{R}{r^e} - \frac{R}{r} = \Delta P \leq R$$

人们才会购买该债券。债券市场的投机活动依赖于人们对利率未来变化的不同预期。凯恩斯认为，这种不同预期，是经济体系的稳定性和对货币数量变动的敏感性的基础。⁹

凯恩斯所以强调债券投机市场的上述机制，是与凯恩斯提出的投资理论直接相关的。凯恩斯认为，一项新投资是否值得，取决于资本边际效率（ i ）与市场利率的关系。只有资本边际效率高于市场利率， $i > r$ ，新投资 $I(i, r)$ 才是值得的。因此，投资规则是：

$$\frac{i}{r} = \beta > 1, \quad dI = \frac{\partial I}{\partial i} di + \frac{\partial I}{\partial r} dr \Rightarrow dI = \frac{1}{r} di - \frac{i}{r^2} dr$$

随着投资的增加，资本边际效率会下降，直到与市场利率相一致。如果市场利率高于资本边际效率，则不会有新投资。但是，根据上述债券市场的投机机制，特别是满足投机动机的货币需求会随着利率的变化而变化，即在满足投机动机的货币需求量的变动与债券价格的变动之间存在联系。¹⁰这样，货币当局就可以通过增加货币供给，即以稍高的价格买进债券来压低利率，以便使利率低于资本边际效率，达到刺激投资，增加就业，进而增加国民收入的目的。¹¹这表明，在凯恩斯看来，货币政策对整个经济体系的调节作用依赖于债券市场的投机行为。正如凯恩斯本人所说：正是由于能够利用投机动机的作用，所以对货币数量的控制（或者在不施加控制的情况下，货币数量的自发变动），才能对整个经济体系产生影响。¹²

⁸ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第208页。

⁹ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第174页，第P176页。

¹⁰ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第202-203页。

¹¹ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第203页。译文有误。

¹² 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第202页。

但是，凯恩斯又指出，如果长期利率已经很低，人们对将来利率变化的看法将会达到非常一致的程度，即对未来利率上升的预期大于利率继续下降的预期。因而，持有债券将面临严重损失。一旦出现这种情况，流动性偏好就会变得无穷大，即使利率只有轻微的上升，人们也会大量持有货币，不愿意持有债券。在这种情况下，货币当局就不能对利率进行有效控制。¹³ 货币政策随之失效，无法通过降低利率刺激投资。这应该是所谓“流动性陷阱”的政策含义。经 Robertson（1936）的解读和 Hicks（1937）的形式化，¹⁴¹⁵ 以及 Krugman（1998）的再发现，¹⁶ “流动性陷阱”已广泛存在于西方宏观经济学教科书，成为一个重要原理。¹⁷

凯恩斯不仅分析了当利率低到某一临界水平（ r ）而导致流动性偏好无穷大，货币当局不能通过货币供给影响利率，从而货币政策失效；也解释了为什么会有一个最低的临界利率（ r ）。凯恩斯认为，人们有一个安全水准的利率水平，利率的每次下降使得市场利率比之安全利率相对减小，从而放弃流动性的风险加大。同时，利率下降会减少放弃流动性而获得的用于补偿因利率变动而造成的资本损失的收益，使补偿能力随利率的下降而下降。这也许是阻碍利率下降到很低水平的主要原因。¹⁸

二、学术界围绕“流动性陷阱”的争论

从凯恩斯的论述中可以看出，如果把“流动性陷阱”看作一个理论命题，则“流动性陷阱”具有可检验蕴含。因此，自克鲁格曼以来，宏观经济运行中是否出现过“流动性陷阱”再度成为学术界关注的重要课题。但是，围绕“流动性陷阱”的研究没有取得一致意见。美国次贷危机以后采取了量化宽松的货币政策，对这一政策的评价涉及到流动性陷阱。李欢丽（2013）认为，美国量化宽松货币政策失灵的主要原因是银行货币供给系统的“流动性陷阱”，并认

¹³ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第213页。

¹⁴ Robertson Dennis H. Some Notes on MR. Keynes' General Theory of Employment[J]. Quarterly Journal of Economics, 1936 (Nov): 168-191.

¹⁵ Hicks J. Mr. Keynes and the Classics[J]. Econometrica, 1937 (5): 147-159.

¹⁶ Krugman Paul R. It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1998 (2): 137-187. 克鲁格曼关于日本“流动性陷阱”的研究引领了近二十年来对“流动性陷阱”的研究潮流。

¹⁷ 关于“流动性陷阱”，主流经济学和金融学教材观点包括：萨缪尔森、诺德豪斯（2013）认为通货紧缩状态下，当央行将短期名义利率降至零时，就陷入“流动性陷阱”，此时央行无法再降低名义利率，实际利率仍然为正无法刺激投资 and 经济发展，货币政策不再起作用，财政政策成为解决通货紧缩和“流动性陷阱”的办法，指出日本和美国都曾经出现“流动性陷阱”，见保罗·萨缪尔森，威廉·诺德豪斯，经济学[M]，萧琛主译，北京：商务印书馆，2013年，第555-558页；多恩布什等（2010）认为“流动性陷阱”是在既定的利率情况下，货币供应多少，公众就打算持有多少，货币政策不影响利率和收入水平，他们仅认可克鲁格曼对日本陷入“流动性陷阱”的判断，见鲁迪格·多恩布什，斯坦利·费希尔，理查德·斯塔兹，宏观经济学[M]，王志伟译，北京：中国人民大学出版社，2010年，第218页；米什金（2020）认为“流动性陷阱”是货币需求对利率极其敏感的极端情形，传统的货币政策对总支出不产生直接的影响，原因在于货币供给的变动不会影响利率，见弗雷德里克·S. 米什金，货币金融学[M]，蒋先玲等译，北京：机械工业出版社，2020年，第469页；黄达、张杰（2017）介绍“流动性陷阱”是指当一定时期的利率水平降低到不能再低时，人们就会产生利率上升、债券价格下跌的预期，从而货币需求弹性就会变得无限大，即无论增加多少货币，都会被人们储存起来，见黄达，张杰，金融学[M]，北京：中国人民大学出版社，2017年，第192-218页。

¹⁸ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第208-209页。

为违约率高、贷款占比低是“流动性陷阱”的主要表现。¹⁹但周雅琪（2015）则认为量化宽松及非常规货币政策是美国从“流动性陷阱”走出的重要原因。

关于日本是否形成了流动性陷阱存在较多争论。Krugman（1998）、萨缪尔森和诺德豪斯（2013）、多恩布什等（2010）指出日本曾经出现“流动性陷阱”。²⁰然而关于日本“流动性陷阱”的很多问题上仍然存在较大争议，看法甚至截然相反。首先，在时间上，由于“流动性陷阱”经常与经济衰退或萧条同时发生，因此，Krugman（1998）认为从1993年至1997年日本出现了“流动性陷阱”。²³辜朝明（2016）认为日本在大衰退从1991年持续至2005年，但不认可以投资人为中心的“流动性陷阱”观点，认为真正的经济原因是融资人削减债务。²⁴李翀（2019）则认为2008至2015年更接近“流动性陷阱”。²⁵事实上，“流动性陷阱”本来也没有统一的标准，根据日本统计局网站公布数据，以2015年为基础调整的实际GDP在1995-2015年出现的负增长率分别为-2.0%（1998年）、-1.3%（1999年）、-2.0%（2002年）、-0.4%（2003年）、-0.7%（2008年）、-6.3%（2009年），其他年份均实现正增长，表现出阶段性负增长的特点，而从1994年501.37万亿日元增长至2019年的561.44万亿日元，平均年化增长率0.45%，又表现出持续性低增长的特点，以GDP负增长标准无法判定日本是否陷入“流动性陷阱”。

在资产选择上，Krugman（1998）认为“流动性陷阱”应当导致现金（或存款）替代债券。²⁶但是，辜朝明（2016）发现日本即使短期利率下降为零、十年期国债利率跌至历史低值0.4%，也从未发生资金从债券向现金转移的现象。²⁷董永祥（2019）发现日本企业和家庭在资产选择中表现不同，企业的现金和存款总额下降，而家庭的现金和存款在资产中的占比上升。²⁸李翀（2019）发现1993-1997年日本债券存量不断增加，债券未被现金和存款替代，日本进入“流动性陷阱”是由于货币供给转变为可贷资金供给的途径遇到障碍，而货币流通速度下降又抵消了货币供给增加。²⁹

¹⁹ 李欢丽，流动性偏好、流动性陷阱与美国量化宽松货币政策的失灵[J]，新金融，2013（8），26-30。

²⁰ Krugman Paul R. It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1998（2）：137-187.

²¹ 保罗·萨缪尔森，威廉·诺德豪斯，经济学[M]，萧琛主译，北京：商务印书馆，2013年，第555-558页。

²² 鲁迪格·多恩布什，斯坦利·费希尔，理查德·斯塔兹，宏观经济学[M]，王志伟译，北京：中国人民大学出版社，2010年，第218页。

²³ Krugman Paul R. It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1998（2）：137-187.

²⁴ 辜朝明，大衰退：宏观经济学的圣杯[M]，喻海翔译，北京：东方出版社，2016年，第117-119页。

²⁵ 李翀，流动性陷阱之谜的解析[J]，学术研究，2019（6），74-84。

²⁶ Krugman Paul R. It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1998（2）：137-187.

²⁷ 辜朝明，大衰退：宏观经济学的圣杯[M]，喻海翔译，北京：东方出版社，2016年，第119页。

²⁸ 董永祥，经济虚拟化下的流动性陷阱与宏观经济政策[M]，北京：经济科学出版社，2019年，第118-120页。

²⁹ 李翀，流动性陷阱之谜的解析[J]，学术研究，2019（6），74-84。

在政策效果上，一般认为由于“流动性陷阱”，货币政策无效，需要用财政政策刺激经济。如辜朝明（2016）认为日本的财政刺激政策可以成为人类历史上最成功的经济政策之一，量化宽松货币政策只是很好配合了财政政策。³⁰裘越芳、李波（2017）、董永祥（2019）则认为是日本的量化宽松货币政策帮助日本走出深渊、实现经济复苏，为2008年美国、欧洲应对金融危机提供了借鉴基准。³¹³²

表1 已有研究对流动性陷阱的状态界定、行为推断与现实解释

	状态界定	行为推断	现实解释
凯恩斯 (1935)	当利息率已经降低到某种水平时，流动性偏好几乎变为绝对的，货币当局会失掉它对利息率的有效控制	选择现金、抛弃债券	
Hicks (1937)	货币供给增加、LM曲线右移；IS、LL决定的利率不再下降；就业和国民收入无法增加		
Krugman (1998)	经济增速下降；货币市场利率接近于零	持有现金与债券无差异，公众持有现金、替代存款和债券；银行增加储备、替代贷款、应对取现	日本1993-1997出现流动性陷阱，经济增速平均1.4%、货币市场利率平均1.5%；其中1997年经济增速0.9%、货币市场利率0.6%
李翀 (2019)		现金与存款可以自由转化；现金替代债券程度很低，投机需求增加不明显，总的货币需求减少；货币供给量增加，以超额准备金形式存在；可贷资金供需决定信贷利率水平；货币流通速度下降 (GDP/M)	日本2008-2015出现流动性陷阱，货币市场利率保持0.3%，经济增长速度平均-0.8%
刘巍 龙竞 (2013)	产生前提：央行持续增加货币供给；公众预期证券收益率达到最低		两个前提现实中均不存在：金本位制下，央行持续增加货币供给受限于黄金；公众预期难以一致。美国大萧条不符合流动性陷阱前提
张昱 龙竞 (2014)	凯恩斯流动性陷阱逻辑正确，包括四种假设：货币、证券两种资产选择；经济萧条；央行持续增加货币供给；公众预期证券收益率达到最低	货币需求的利率弹性变大	1981-2006美国货币需求的利率弹性小，不存在流动性陷阱；2007-2009美国只是出现萧条，不符合其他三个条件
辜朝明 (2016)		资产从债券向现金转移	日本1991-2005期间短期利率下降为零，也未发生资产从债券向现金转移

³⁰ 辜朝明，大衰退：宏观经济学的圣杯[M]，喻海翔译，北京：东方出版社，2016年，第48-61页。

³¹ 裘越芳，李波，中国式“流动性陷阱”：识别、根源与应对政策选择[J]，上海金融，2017（3），3-11。

³² 董永祥，经济虚拟化下的流动性陷阱与宏观经济政策[M]，北京：经济科学出版社，2019年，第80-81页。

付一婷 刘慧悦 (2016) ³³		货币需求的利率弹性变大	日本在 1980 年至 1998 年期间未出现流动性陷阱，但在 1999-2002 出现流动性陷阱
董永祥 (2019)		资产从债券向现金和存款转移	日本大衰退期间，家庭的现金和存款在资产中的占比上升；企业的现金和存款资产总额下降

资料来源：根据已有研究整理。

在关于中国是否存在“流动性陷阱”的研究中，付一婷、刘慧悦（2016）通过测算 1992-2011 年随机系数的货币需求函数，估计货币需求的动态弹性系数，指出我国没有出现显著的“流动性陷阱”。³⁴但是，裘越芳、李波（2017）认为 2011-2016 年我国真实资金成本较低、利率对货币流通速度的边际弹性逐渐扩张，存在“流动性陷阱”的可能，产生根源在于优质投资和消费机会缺乏，³⁵张炜等（2019）也持类似观点。³⁶在政策建议方面，陈湛匀（2001）分析了 1994-2000 年我国利率杠杆运用的有效性和局限性，指出货币政策应与财政政策灵活结合避免“流动性陷阱”；³⁷陈丰（2010）认为我国 1996-2009 年避免落入“流动性陷阱”的原因包括利率管制、贷款供给充足等。³⁸

也有文献质疑“流动性陷阱”。新帕尔格雷夫经济学大辞典的“流动性陷阱”辞条指出，“流动性陷阱”引起多种争论，但却语焉不详。³⁹刘巍、龙竞（2013）和张昱、龙竞（2014）认为，凯恩斯“流动性陷阱”产生的前提（即货币当局具有持续货币供给能力、市场出现公认一致的最低利率等）不成立，⁴⁰以美国大萧条和美国 2007-2009 年次贷危机证明“流动性陷阱”只是一个假说。曾在美联储和日本金融机构工作多年的经济学家辜朝明（2016）提出，美国大萧条、日本大衰退的原因是企业偿还债务导致的资产负债表缩减，是企业缺少融资需求，并非投资或者投机动机方面的问题，指出“传统经济学教科书中关于流动性陷阱的所有解释都是错误的”。⁴²

三、“流动性陷阱”质疑

³³ 付一婷，刘慧悦，中日货币政策“流动性陷阱”的时变弹性检验[J]，现代日本经济，2016（4），26-35。

³⁴ 同上。

³⁵ 裘越芳，李波，中国式“流动性陷阱”：识别、根源与应对政策选择[J]，上海金融，2017（3），3-11。

³⁶ 张炜，景维民，李海伟，姜旭男，中国货币政策进入了“流动性陷阱”吗——基于预期与货币政策有效性视角[J]，财经科学，2019（2），1-14。

³⁷ 陈湛匀，由“流动性陷阱”看我国利率杠杆的运用[J]，经济研究，2001（2），38-42。

³⁸ 陈丰，金融危机下中国货币政策是否陷入流动性陷阱——基于货币政策非对称性的实证研究[J]，经济学动态，2010（5），58-64。

³⁹ 新史蒂文·N. 杜尔劳夫，劳伦斯·E. 布卢姆主编，帕尔格雷夫经济学大辞典（第五卷）[M]，北京：经济科学出版社，2016年，141-145。

⁴⁰ 刘巍，龙竞，对凯恩斯“流动性陷阱”学说的质疑[J]，国际经贸探索，2013（4），107-120。

⁴¹ 张昱，龙竞，对纸币制度下“流动性陷阱”学说的思考——基于美国 1973-2011 年的经验[J]，广东外语外贸大学学报，2014（4），11-16。

⁴² 辜朝明，大衰退：宏观经济学的圣杯[M]，喻海翔译，北京：东方出版社，2016年，第119页。

从围绕“流动性陷阱”研究及争论可以看出，这些意见不一的文献没有认真思考凯恩斯“流动性陷阱”本身是否成立，也没有注意到“流动性陷阱”形成机制存在着根本问题。这是本文将要讨论的。在对“流动性陷阱”提出质疑前，有必要澄清凯恩斯的货币需求理论和相关理论。无论从何种角度考察，凯恩斯基于人们持有货币动机而定义的货币需求，都不具有需求的性质，不属于市场交易范畴，而只是拥有货币收入的人们根据其偏好而将其货币收入在不同用途或支出上的分配。这种分配只取决于取得的货币收入和偏好，不需要通过市场

交易来满足。假定个体 i 的货币收入为 $y_i = m_i$ ，分别以 $m_{i,1}$ 、 $m_{i,2}$ 和 $m_{i,3}$ 用于交易、谨慎和投机，比例是 $\alpha_{i,1}$ 、 $\alpha_{i,2}$ 和 $\alpha_{i,3}$ ，则

$$m_{i,1} + m_{i,2} + m_{i,3} = m_i = y_i; \quad \frac{m_{i,1}}{m_i} + \frac{m_{i,2}}{m_i} + \frac{m_{i,3}}{m_i} = 1 = \alpha_{i,1} + \alpha_{i,2} + \alpha_{i,3}$$

其中 $m_{i,1} + m_{i,2}$ 也就是凯恩斯的 M_1 ， $m_{i,3}$ 则是凯恩斯的 M_2 。可见，这完全是既定货币收入

在不同用途上的分配，不是通过市场交易才能满足的需求。凯恩斯混淆了这两者。用于投机的那部分货币收入（ $m_{i,3}$ ）要进入债券市场买卖债券。假定用货币计算的国民收入（ $Y = M$ ）

中用于债券买卖的部分为 $\bar{\alpha}_3 M$ ，这部分货币会因债券的买卖形成债券市场的货币供给（买入债券）和货币需求（卖出债券）：如果利率上升即债券价格下降，人们会购买债券，减少投机性货币的持有量，以便利率下降债券价格上升时再卖掉债券投机获利；如果利率下降即债券价格上升，人们会卖掉债券，增加投机性货币持有量，以便利率上升债券价格下降时买入债券为投机做准备。只有这样，凯恩斯的 $M_2 = L_2(r)$ 才能成立。⁴³

但是，用于交易的货币部分，不仅受货币收入的影响，而且受市场价格的影响，并反过来影响市场价格。在凯恩斯的货币需求函数中却没有考虑这种影响，因此，凯恩斯的货币需求函数是内在不统一的。就凯恩斯“流动性陷阱”而言，本文提出下质疑。

第一，“流动性陷阱”能否成立值得怀疑。根据凯恩斯的分析，当利率 r 降低到某种既定水平（本文的临界利率 \underline{r} ）以下时，流动性偏好 M_2 几乎可以无

⁴³ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第202-205页。高鸿业对此的解释是：只有当投机所带来的利益大于利率时，人们才会手中存放一笔现款，以备投机之用。利率越高，投机利益超过它的可能性越少，人们存放的现款数量也越小；利率越低，投机的利益超过它的可能性越多，人们存放的现款数量越大。因此，由于投机动机而存放于手中的现款数量与利率呈相反的关系：利率越高，现款数量越小，利率越低，现款数量越大。如果这样，意味着投机者只是根据利率的变化，改变货币在自己手中的存放数量，而不是通过债券买卖改变投机性货币的持有量。这样的解释是值得商榷的。见高鸿业，一本拯救资本主义的名著[M]，济南：山东人民出版社，2002年，第89-90页。

限制的增长，人们会形成利率上升的可能性大于下降的可能性的非常一致的心理预期，因而将只愿意持有货币而不愿意持有债券。但是，如果要持有货币，那些债券持有者就必须能够卖掉手中的债券以换成货币。既然没有人愿意持有债券，也就没有人愿意购买债券，债券持有者手中的债券就无法卖掉，债券持有者就只能继续持有债券。这样，一部分投机者持有债券，另一部投机者持有货币，不会出现只持有货币不持有债券的情况，所谓“流动性陷阱”就不成立。这可以用一个简单的动态博弈过程来证明。

假定在阶段 t 利率降到临界水平 \underline{r} ，因此，债券价格达到最大 $P_{B,\max}$ ，债券市场参与人分为 A 和 B 两组。现在轮到 B 行动，决定是否购买债券。 B 显然不会购买。退到阶段 $t-1$ ，此时 $r_{t-1} > \underline{r}$ ， $P_{B,t-1} < P_{B,\max}$ ，由 A 行动。若 A 按价格 $P_{B,t-1}$ 购买债券，到阶段 t 按价格 $P_{B,\max}$

卖出，取得投机收益 ΔP 。但 A 会预计到一旦到阶段 t ， B 不会购买债券，因此， A 在阶段 $t-1$

将不会购买债券。退到阶段 $t-2$ ，此时 $r_{t-2} > r_{t-1} > \underline{r}$ ，因此 $P_{B,t-2} < P_{B,t-1} < P_{B,\max}$ 。

轮到 B 决策。如果 B 按价格 $P_{B,t-2}$ 购买债券，并在阶段 $t-1$ 按价格 $P_{B,t-1}$ 卖出债券可以获得投机收益 ΔP 。但是，参与人 B 会预计到参与人 A 会预计到一旦 A 购买债券，当进入阶段 t ， B 将不会购买债券，则 A 不会获得投机收益。因此，在阶段 $t-1$ A 不会购买债券。可见，不购买债券对所有参与人都是一个占优策略，结果无法形成所谓“流动性陷阱”，并且这个过程从一开始就不会形成市场交易，债券持有者只能持有债券取得债息收入。但是，在现实中债券交易市场是客观存在的，这就证明了不可能出现“流动性陷阱”。因此，不会形成“流动性陷阱”是一个纳什均衡。

以上分析没有考虑货币当局的作用，再现考虑这种作用。根据凯恩斯的理论，货币当局的作用是通过增加货币供给降低市场利率。但是，当市场利率降到了临界水平，货币当局就无法对利率进行控制。在这种情况下，货币当局就没有必要增加货币供给。如果货币当局一定要增加货币供给，按价格 $P_{B,\max}$ 购买债券，虽然满足了流动性需求，但会造成流动性过剩，货币当局又不得不按低价卖出债券。这不仅要承受损失，而且必然使利率上升。因此，货币

当局不会增加货币供给，其结果与不考虑货币当局作用时的情况一样，不会形成“流动性陷阱”。这样，即使利率降到临界水平 r ，债券持有者的流动性需求无穷大，也只是一种无法实现的主观愿望。

凯恩斯认为，一旦利率低到临界水平，流动性偏好就会无穷大，即货币的需求弹性无限大。这是一种没有实际意义的夸张的说法。因为，在债券价格一定时，流动性偏好所能吸收的货币即货币需求量取决于市场上愿意卖出的债券的数量。假定这个数量是 Q ，在债券价格为 $P_{B,\max}$ 时，流动性偏好所能吸收的货币量为 $QP_{B,\max} = M^d \neq +\infty$ ，这根本就是一个有限

数量。同时，货币当局购买债券的货币也就是货币供给和被流动性偏好吸收的货币。这些货币只能转到卖出债券的投机者的手中，无论被流动性偏好吸收多少，这些货币都不是形成有效需求的因素，只会从一些投机者的手中转到另一些投机者的手中，继续用于债券投机。事实上，通过货币当局购买债券形成的货币供给本来也不是总需求的组成部分。此外，所谓流动性偏好无穷大只能理解为债券持有者会承受一定的损失将债券出清。如果这样，仍然不能形成所谓“流动性陷阱”。

需要强调的是，凯恩斯认为，利率是一个因循成规的现象。因此，长期利率是相当稳定的。货币当局则往往只是根据利率体系集中于可控的短期债券的买卖，用短期债券的价格来对长期债券的价格施加滞后的和不完全的影响。中央银行也是根据单一的银行利率买卖短期债券。但是，凯恩斯分析的又是利率相当稳定、一旦利率偏离均衡水平就被认为可以自动调整且降低长期均衡利率是一个十分缓慢过程的长期债券市场。⁴⁴如果这样，就更不可能形成所谓“流动性陷阱”。这反映出凯恩斯理论本身的矛盾。也许正因为如此，凯恩斯才总是假定长期利率降到人们根据过去经验和现在对将来的货币政策的预期而普遍认为不安全的水准，货币当局无法控制利率，流动性偏好 M_2 就变得无穷大。⁴⁵换言之，“流动性陷阱”应当是凯恩斯的一个没有实际根据的纯思想实验。⁴⁶

事实上，凯恩斯本人就明确指出：如果每个人都相同，并处于相同的地位时，处境和预期状态的改变不会造成任何货币在人们之间的转移交易。这种最简单的情况会直接把利率改变到任何必要的程度，以便抵消处境或预期状态的改变在利率维持原状的情况下，人们会因之而改变他们要持有的货币量的欲望。

⁴⁴ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第210-213页。

⁴⁵ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第209页。

⁴⁶ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第123页。

⁴⁷既然如此，当利率已经降到很低水平，市场上形成了一致预期，就不可能出现货币转手的交易，“流动性陷阱”就不会形成。

第二，凯恩斯在分析中假定只有一种债券用于投机性交易，这与实际情况不一致。投机性流动性偏好无穷大可以理解为长期债券持有者面对市场利率风险时的做空意愿。但在实际上，债券投资者配置长期债券会通盘考虑市场利率风险，通过分散投资短期、中期、长期各种期限债券来规避风险，用长期资金配置长期债券、短期资金配置短期债券，只要债券持有到期而不是中途交易，就能规避市场利率风险。如果要投资永续债券，只需使得永续债券持有期限超过经济周期或利率调整周期，同样可以规避市场利率风险。

凯恩斯实际上假定，个人是盲目的投机者，他们的预期是无弹性的，因而不会持有多样化的资产组合。⁴⁸如果这是形成“流动性陷阱”的一个条件，由于现实中的投机者通常持有多样化的资产，这个条件不存在，“流动性陷阱”也就不存在。

第三，在实际操作上要形成“流动性陷阱”存在实际困难。按照“流动性陷阱”，当债券价格达到最高时才会产生反向预期，使投机性流动性偏好无穷大。但是，中央银行是否像市场预期的那样进行公开市场操作，债券投机者是无法掌控的。这里以新冠疫情期间美国和中国货币政策为例。先看美国的情况。美联储2020年3月3日宣布将联邦基金目标利率下调50个基点，3月15日再次下调100个基点至0-0.25%，同时宣布推出7000亿美元的资产购买计划。即便如此也很难认为国债价格达到最高，因为国债等资产的购买一般是分批实施，即使7000亿美元资产购买实施结束也可能推出新的资产购买计划，而事后来看美国30年国债收益率在3月9日达到最低点，即发生在第一次降息和第二次降息之间。对此，人们并不能形成一致预期。

再看中国的情况。中国30年国债收益率在2020年3月9日达到最低3.1449%，发生在2020年2月降息0.1%之后的次月、2020年3月13日降准之前，而2020年4月降息0.2%超过了2月降息。所以，市场国债收益率最低、价格最高的时机很难判断，而且与中央银行货币政策步调并不一致。由于很难准确把中央银行货币政策的变化，投机债券的买卖时机就很难把握。

如果像凯恩斯所说，那些预期利率下降的人就会有动机以短期借款来购买长期债券。⁴⁹这样做的条件是：

$$\frac{R}{r^e} \lambda - Ae^{\rho\tau} = \Delta P > R, \text{ 且 } \lambda = 1$$

⁴⁷ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第204页。

⁴⁸ 基恩·卡恩伯森，货币供求[M]，徐诺金等译，北京：中国金融出版社1990年，第26-27页。

⁴⁹ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第174页。

其中 r^e 是还款到期日的预期利率， $r^e < r_t$ （当期利率）， $Ae^{\rho\tau}$ 是短期贷款的本息， λ 是概率。

只有当短期贷款的本息小于卖出债券的收益 ΔP ，其差额大于利息收益 R ，贷款投机才有意义。但是， r^e 是个受多种因素影响的概率事件，没有人能保证 $\lambda=1$ 。同时，贷款会受到偿还日的刚性约束。因此，如果 $\lambda < 1$ 就可能亏损；如果 $\lambda=1$ 但不能在到期日之前完成投机操作、还本付息，就会发生贷款逾期的损失。显然，只有效用函数为 $U''(W) > 0$ （风险偏好）的债券投资者才愿意冒险。这些债券投资者所以能够买进债券，是因为债券卖者预期利率是上升的。这种预期上的不一致使“流动性陷阱”无法形成。需要指出的是，在当代有效的银行监管体系下，不允许利用短期借款购买长期债券。

以上分析表明，“流动性陷阱”在理论上难以成立，在操作上也不成立，是似有实无的凯恩斯的思想实验。

四、货币政策失效的原因

凯恩斯“流动性陷阱”的真正意义在于，一经出现“流动性陷阱”，货币政策就变得无效，不能刺激总需求。可以肯定，货币政策确实会失效，但这与所谓“流动性陷阱”是否有关，需要分析。假定经济中形成了“流动性陷阱”，在这个假定下分析总需求。

先看投资需求。根据凯恩斯的投资理论，如前所述，投资规则是：

$$\frac{i}{r} = \beta > 1, \quad dI = \frac{\partial I}{\partial i} di + \frac{\partial I}{\partial r} dr \Rightarrow dI = \frac{1}{r} di - \frac{i}{r^2} dr$$

假定市场利率已经处于临界水平 \underline{r} ，形成了“流动性陷阱”。但是，这个利率水平与资本边际效率的关系并不清楚。这可能有三种情况：如果 $i > \underline{r}$ ，即使形成了“流动性陷阱”，也不影响新投资；如果 $i = \underline{r}$ ，存在“流动性陷阱”，但投资与否无差异；只有当 $i < \underline{r}$ ，才不会投资，此时形成了“流动性陷阱”。假定市场利率是 $r > \underline{r}$ ，没有形成“流动性陷阱”，是否投资也有三种情况：若 $i > r$ ，投资；若 $i = r$ 投资与否无差异；若 $i < r$ ，不投资。这些情况说明，是否投资与是否存在“流动性陷阱”无关，即使存在“流动性陷阱”也会投资；即使不存在“流动性陷阱”也会不投资。投资需求与“流动性陷阱”是相互独立的。

也许凯恩斯的分析中假定了临界利率仍然大于资本边际效率，即 $\underline{r} > i$ ，且形成了“流动性陷阱”，货币政策因此失效。但是，如果这样，货币政策从一开始就是失效的。证明如下：根据凯恩斯的假定，市场利率是通过货币当局增加货币供给逐步降到临界水平的。如果令初始利率为 r_0 ，则必然存在递减的利率序列 $r_0 > r_1 > \dots > r_{t-1} > \underline{r} > i$ 。从递减的利率序列可以看出，由于无法使 $i > \underline{r}$ ，无

论货币当局怎样增加货币供给，持续降低市场利率，都不可能刺激投资，货币政策从一开始就是无效的。这进一步说明，货币政策的失效与是否存在所谓“流动性陷阱”没有关系。

再看消费需求。根据凯恩斯的理论，消费(C)是国民收入(Y)的函数 $C=C(Y)$ ，可以表示为人们熟习的简单的消费函数： $C=C_0+cY$ 。如果用货币来计算国民收入，并考虑凯恩斯的货币需求理论，则 $Y=M$ ， $cY=M_1=L_1(Y)$ 。凯恩斯认为，降低利率会使交易动机的流动性偏好吸收较多货币，因为利率下降会增加国民收入。⁵⁰所以如此，是因为降低利率会增加投资。因此，国民收入取决于投资，投资取决于本文根据凯恩斯的理论给出的投资准则中的 β ，即

$$\frac{dY}{d\beta} \begin{cases} > 0; \beta > 1: i > r > \underline{r} \\ = 0 \text{ or } > 0; \beta = 1: i = r, i = \underline{r}, r > \underline{r} \\ = 0; \beta < 1: i < \underline{r} < r \end{cases}$$

可见，国民收入是否增加与是否存在“流动性陷阱”无关：即使不存在“流动性陷阱”，由

于 $i < r$ ， $\frac{dI}{d\beta} = 0$ ，国民收入不会增加 $\frac{dY}{d\beta} = 0$ ；即使存在“流动性陷阱”，由于 $i > \underline{r}$ ， $\frac{dI}{d\beta} > 0$ ，国民收入因投资而增加 $\frac{dY}{d\beta} > 0$ 。显然，消费需求与“流动性陷阱”无关，两者是相互独立的。由 $C=C_0+cY$ 可知，既然 Y 不受“流动性陷阱”的影响，消费需求必然也不会受“流动性陷阱”的影响。

以上分析表明，由投资需求和消费需求构成的社会总需求并不受所谓“流动性陷阱”的影响。本文认为，货币政策失效的原因不是形成了“流动性陷阱”，而是货币政策体系的内在冲突。⁵¹

一般来说，在经济周期的危机阶段和萧条阶段应当采取扩张性财政政策或货币政策，在周期的繁荣阶段应当采紧缩的财政政策或货币政策以便熨平周期。这应当是宏观调控的行为准则。货币政策的作用具有间接性，需要中央银行运用货币政策工具通过中间目标和相关传导渠道构成的政策体系实现调控目标，其中商业银行是货币政策的重要传导机构，中央银行的货币政策通常离不开商业银行信贷渠道的传导作用。同时，中央银行的调控行为必须遵循逆周期准则，但作为货币政策的重要传导机构的商业银行不是宏观调控部门，而是以预期利润最大化为目标并承担经营风险的盈利机构，其行为具有顺周期性，表现为货币供给的顺周期变化，反映为利率的顺周期作用。因此，商业银行的行为准则

⁵⁰ 凯恩斯，就业、利息和货币通论[M]，高鸿业译，北京：商务印书馆，1999年，第176页。

⁵¹ 孟捷，张晖明，中国话语[C]，重庆：重庆出版集团、重庆出版社，2020年，第96-100页。

与中央银行完全不同，这构成了货币政策体系的内在冲突。如果要求商业银行采取中央银行的行为准则，在经济衰退阶段降低利率、扩张信贷，商业银行将面临不良率迅速上升甚至无法正常经营的风险，进而可能导致整个银行业的风险。所有这些风险又必须由商业银行自己承担。这种情况决定了商业银行不会轻易改变自己的行为准则去用储蓄和自有资本来承担额外风险。正是货币政策体系的这种内在冲突，而不是“流动性陷阱”导致了货币政策的失效。但是，从根本上说，当整个经济陷入相对生产过剩危机，投资和消费处于自发收缩状态，靠货币政策刺激总需求必然是无效的。

五、结论与启示

第一，在理论上，“流动性陷阱”难以成立，具有纯粹的理论推论和思想实验的性质；在现实中，“流动性陷阱”似有实无。凯恩斯在《通论》中虽然承认“极端场合”尚无“具体的事例”，但主流经济学认为“流动性陷阱”存在于美国 1930 年代大萧条和日本 1990 年代大衰退。辜朝明（2016）则认为，日本大衰退和美国萧条发生的是资产负债表衰退，完全不符合“流动性陷阱”的特征，这一观点得到了越来越多的支持。

第二，从根本上说，“流动性陷阱”连同凯恩斯的有效需求理论，是为了掩盖资本主义基本矛盾所导致的相对生产过剩危机，掩盖有效需求不足的真正原因是再生产比例的严重失调和由资本主义生产关系决定的收入分配的严重分化，把经济危机和有效需求不足问题的解释和解决停留在货币层面，而不触及资本主义制度本身。

第三，就货币政策本身来说，其所以失效，并不在于所谓“流动性陷阱”，而是货币政策体系的内在冲突。这一点对我国运用货币政策进行宏观调控是有启发意义的：货币政策的制定，必须考虑作为货币政策重要传导机构的商业银行的盈利性质和行为特征，考虑在信息不完全条件下商业银行出于自身利益而采取的信贷配给策略对货币政策的不利影响，以完善我国的货币政策体系。