

77
F822.0
B11

中国货币政策有效性的经济学分析

巴曙松 著

经济科学出版社

责任编辑:于培娟
责任校对:孙 昉
版式设计:代小卫
技术编辑:邱 天

中国货币政策有效性的经济学分析

巴曙松 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址:北京海淀区万泉河路 66 号 邮编:100086
总编室电话:62541886 发行部电话:62568485

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@public2.east.net.cn

北京印刷一厂印刷

河北三河韩各庄装订厂装订

850×1168 32 开 10.75 印张 270000 字

2000 年 6 月第一版 2000 年 6 月第一次印刷

印数:0001—3000 册

ISBN 7-5058-2176-8/F·1568 定价:15.30 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

货币政策实施的过程，就是政府基于特定的经济金融环境，选择运用适当的政策工具和政策手段，通过不同的传导机制和传导渠道，来影响现实经济运行、实现预期调控目标的过程。从现实的货币政策实践结果看，货币政策的预定政策目标与实际运行效果之间常常存在一定的偏差。这种偏差有时较小，货币政策有效性较高；这种偏差有时又明显偏大，货币政策常常达不到预定的政策目标，现实经济运行与预定的政策目标存在显著的偏离，货币政策有效性较低。这就现实地提出了货币政策有效性的问题。

一、研究的对象

本书研究的对象是中国货币政策的有效性，研究的主要目的是：探讨中国特定的金融环境下货币政策的运行规律；分析影响货币政策有效性的主要因素和环节，并提出相应的提高当前我国货币政策有效性的调控措施。

事实上，在西方现代金融理论中，关于货币政策有效性的理论研究，实际上被称为“货币中性理论”，其研究的主题是货币政策能否系统地影响产出，而以弗里德曼为代表的货币主义和以卢卡斯为代表的理性预期学派率先提出了货币中性论；近年来发展起来的真实经济周期模型（real business cycle model）同样认为

货币政策不影响产出和其他真实经济变量。但是，我们试图在本书展开的研究并不打算局限在西方金融理论的框架内。首先，当前中国经济金融运行环境的特殊性，需要我们立足于中国的实际金融运行状况，分析货币政策发挥作用的独特机理；其次，我们应当从货币政策发挥作用的各个环节分析不同因素影响货币政策有效发挥作用的机理。显然，与已有的西方金融理论相比，我们更为强调中国金融运行的实际状况；在严格意义上说，我们的研究是基于货币政策能够有效发挥作用的前提来展开的，并且更为强调中国金融运行的现实；与西方金融理论中以货币中性理论为核心的货币政策有效性相比，我们研究的货币政策有效性理论可以说是广义的货币政策有效性理论。

（一）货币政策有效性问题应该是货币政策理论研究的重要领域之一

我国《中央银行法》将货币政策的基本目标确定为：维持币值稳定，并以此促进经济增长。政府在特定的金融环境下，对调控机制的选择和运用不同，实现这一调控目标的有效性就会存在差异。在研究货币政策时，仅仅局限在对调控结果与预定政策目标的简单对比与判断是远远不够的。中央银行只有深刻把握货币政策的运行规律和影响因素，才能实施有效的调控操作，其对于货币供应量的调控才能及时地影响现实经济运行，进而维持币值的稳定、熨平经济周期、延长繁荣阶段、缩短萧条阶段，实现货币政策的目标。正由于此，如何在中国特定的经济金融环境下有效实施货币政策的问题，应该是当前我国货币政策理论研究的重要领域之一。

近年来，货币政策有效性不断下降已经开始引起关注，但是，目前国内学术界对货币政策有效性这一重大的理论问题从理论和实践相结合的角度进行系统的研究尚不多见，较多的是一些从不同侧面进行分析的论文。在某种意义上可以说，正是由于我

们在理论上对于货币政策有效性的研究不够深入、不够系统，才导致中央银行在调控实践中的低有效性。有鉴于此，本书将当前中国的货币政策有效性作为主题，比较集中、系统地研究当前新的经济金融运行环境下的货币政策有效性问题。

（二）货币政策有效性问题已经成为当前制约货币政策顺利实施的重大现实问题

货币政策有效性问题既是一个重要的理论问题，也是一个重要的实践问题，因为对货币政策有效性的研究是否深入、系统，中央银行能否根据特定的金融运行环境及其变化趋势，准确把握货币政策的运行规律，分析影响调货币政策有效性的众多因素，直接影响到宏观调控目标能否顺利实现。在改革开放初期，货币政策有效性问题表现得还并不明显，随着经济市场化的迅速推进，经济金融环境出现了巨大的变化，货币政策的运行规律也在相应发生变化，使政府有关部门难以及时、全面地把握这一变迁，货币政策有效性有明显降低的倾向。

引人注目的是，1996年以来，中央银行采取了一系列刺激经济增长的措施，但是调控的效果并不尽如人意，特别是1998～1999年之间，中央银行几乎运用了所有可能运用的调控手段和调控工具，以配合政府有关部门扩大内需的政策，但是，货币政策的效果到2000年以来并不明显。从经济增长速度看，1998年，在各种货币政策的作用下，经济增长并没有明显的好转，只是到了下半年，政府有关部门转而实施积极的财政政策，通过增发国债等手段加大财政投入，并引导国有银行加大贷款投放，1999年经济增长速度实现7.1%，在相当程度上主要是依靠以财政投资为主导的财政政策手段带动的。因此，货币政策有效性问题已经成为当前制约货币政策顺利实施的重大现实问题。

二、研究的基本思路

对于货币政策而言，中央银行实现其调控目标的过程，必然要包括以下几个主要环节和方面：（1）分析特定的经济金融环境的主要特征及其变化趋势，探讨其对货币政策运行的影响；（2）确定适当的调控目标，运用适当的调控工具，来启动货币政策的运转；（3）货币政策实施以后，其调控的政策效果必然要通过特定的传导渠道和传导机制，扩散到现实经济金融运行中去，以实现货币政策的目标。在这几个环节中，中央银行都可能会由于种种失误而导致货币政策有效性的低下。从世界范围看，中央银行常常过分高估自身的调控能力，不注重经济金融环境的变化及其对调控机制的影响，不注重调控机制运行规律的研究，因而诺贝尔经济学奖获得者哈耶克认为政府有关部门常常具有“致命的自负”（fatal conceit）。只有立足于经济金融运行的现实环境，客观分析金融体系的运行规律及其影响因素，才能实现有效的调控。

因此，在围绕货币政策有效性这一主题展开研究时，本书的研究是按照如下思路展开的：

第一，进行理论准备。国内外经济学界已经从不同侧面对货币政策有效性问题进行了广泛的研究，只有比较系统地借鉴和评析这些理论和观点，才能为本书研究的深入做好理论准备。

第二，研究货币政策的运行环境及其与有效性的关系。由于货币政策是在特定的经济金融环境下进行的，立足于中国经济金融运行的现实，把握现实经济运行中显著影响货币政策有效性的因素，应该成为货币政策有效性研究的起点和背景。因此，在理论研究的基础上，本书将着手研究货币政策的运行环境，即当前经济金融运行中存在的、影响货币政策有效运行的重要因素。从当前经济金融运行的现状看，本书将着重研究金融结构变化、银行体系存在的巨额不良资产、区域金融发展二元结构、金融市场

发展的二元结构等运行环境对货币政策有效运行的影响。

第三，研究货币政策的政策工具与政策手段选择及其与有效性的关系。货币政策的政策工具与政策手段选择，研究的就是中央银行实施金融调控中所面临的政策工具、政策手段、调控目标、调控途径的选择和运用。从当前的现实情况看，本书从中介目标的选择、调控工具的选择、利率机制等方面来具体研究货币政策的政策工具与政策手段选择。专门对利率机制进行研究，是由于利率机制在货币政策中占据了十分重要的地位。

第四，研究货币政策的传导机制及其有效性的关系。中央银行实施货币政策之后，政策效应影响到现实经济运行还需要一个传导的过程。本书从货币政策传导过程的环节和渠道出发，研究不同的传导环节和渠道的运行机制，分析不同的渠道在传导货币政策意图时可能遇到的制约因素，研究从货币政策传导的不同环节着手提高货币政策有效性的途径。在此基础上，本书从货币政策传导过程的时间角度来考察传导机制与货币政策有效性问题，即政府有关部门采取调控措施到现实经济运行产生反应的整个传导过程所需要的时间，也就是传导机制中的“政策时滞效应”问题。

第五，研究开放经济条件下的货币政策有效性问题。为了研究的方便，本书在此前的研究中基本上是以封闭经济为理论前提的，但是，全球经济一体化的推进和我国经济对外开放程度不断提高的现实，客观上要求货币政策适应新的经济金融环境，建立和完善与开放经济相适应的货币政策，否则货币政策就会因不能适应新的金融环境和运行机制而使调控有效性大大降低，中国加入WTO更是使得开放经济对于我国货币政策的有效性的影响更为显著。事实上，这也是一个全球性的课题。开放经济的发展建立和扩大了本币和外币的沟通渠道，增加了本外币政策的互动途径，改变了原来封闭经济条件下货币政策的运行机制、作用方式、作用渠道和作用效果，使得货币政策从原来的主要局限在国

内的本币政策的方式，转向同时面对本币政策和外币政策协调进行的方式，货币政策的覆盖面随之扩大，同时制约货币政策有效性提高的因素也随之增多。本书首先比较系统地研究了开放经济条件下货币政策的形成和运行的问题；由于外汇储备是本币政策和外币政策的纽带，本书将进一步集中从外汇储备波动的角度进行专门的研究。

总之，本书的研究思路是如此推进的：理论准备——运行环境——政策工具与政策手段选择——传导机制——开放经济条件下的货币政策。

三、研究的基本方法

在研究中将理论和实践结合起来、将经济运行分析与金融运行分析结合起来，是本书强调的基本方法。

从理论与实践的结合角度看，正如陈岱孙教授指出的，经济学是“经世致用”之学，不紧密联系实际、不具备对现实的指导意义的经济学理论研究是没有生命力的，对于货币政策及其有效性问题的研究同样也是如此。货币政策有效性问题首先是一个理论问题，是货币政策理论的重要研究领域，必须要运用宏观理论进行分析；这一问题同时也是一个实践问题，它与政府有关部门的调控实践密切相连，并能够从现实的调控实践中获得大量正面或者反面的印证。由于现实调控实践中影响货币政策有效性的因素众多，本书将重点研究在现实金融运行中对货币政策有效性影响十分显著、同时又具有一定理论价值的问题，在研究中首先从理论角度把握所分析的问题，并立足于实践进行比较系统的分析。

从经济运行分析和金融运行分析的角度看，注重将金融问题放在更为广泛的经济运行的背景来把握，从金融运行中寻求经济波动的原因，能够给我们提供更为宽广的视野。如不良资产问题

是金融体系的一个微观性的问题，经济界就不良资产谈不良资产的较多，但是从不良资产着手分析其宏观影响的较少，因而本书进一步将不良资产放到宏观经济运行的大背景下分析，比较系统地研究了不良资产的宏观影响；又如，非正式的金融市场问题在金融界基本上持否定的态度，但是如果从宏观经济运行角度来考察，就会发现，这一市场的存在是有其特定的积极意义的。将经济运行分析和金融运行分析结合起来的分析方法，可以说在区域金融发展二元结构中有了比较全面的体现，区域金融运行与区域经济运行复杂互动关系，为我们运用这一分析方法提供了可能。

四、本书的主要观点

在研究过程中，本书围绕货币政策有效性这一主题进行了多方面的研究，在研究中进行了一些创新，得出了一些新的结论：

(1) 从广义的货币政策有效性的独特角度，比较系统地分析和研究了经济金融理论发展中关于货币政策有效性的理论和观点，并给予了相应的评析。

(2) 探讨了当前货币政策运行的金融环境及其变化趋势，研究了当前宏观经济金融运行中影响货币政策有效性的主要因素，并总结为金融结构、银行体系不良资产、区域金融发展二元结构、金融市场发展二元结构等四个方面。

关于金融结构。特定条件下的金融结构是货币政策赖以实施的大背景，从金融结构角度分析货币政策有效性问题，能够给我们提供更为广阔的视野。中国经济改革的迅速推进直接推动了金融结构的显著变迁，这一变迁必然要求货币政策作出适应性的调整，否则就会直接降低货币政策的有效性。

关于银行体系不良资产。本书比较系统地研究了不良资产对货币政策的影响，指出了不良资产可能对货币政策有效性形成的

影响，即通胀效应、紧缩效应和干扰效应，并提出了相应的对策。

关于区域金融发展二元结构和金融市场发展二元结构。中国作为一个发展中的大国，其二元结构特征十分明显，并直接制约了货币政策有效性的提高。本书运用发展经济学的基本方法，立足于中国的现实，就二元结构和货币政策有效性问题进行了研究。本书从二元结构在区域金融发展、金融市场发展两个方面的体现来着手研究中国经济金融运行中的二元结构对货币政策有效性的影响。区域金融发展的二元结构，是二元结构在区域金融发展中的体现。这种状况已经对我国货币政策有效性形成了多方面的影响，本书进行了比较系统的分析。

金融市场发展中的二元结构，则是我国二元经济社会结构在金融市场发展领域的体现，主要表现是有组织的正式金融市场与自发的非正式金融市场并存。由于大量的金融理论主要研究的是有组织的、现代化的金融市场对货币政策有效性的影响，对于非正式的金融市场则关注甚少。因此，在研究金融市场发展中的二元结构对货币政策有效性的影响时，本书从非正式的金融市场着手，并从宏观金融运行和货币政策有效性的角度进行深入研究。

(3) 关于货币政策的政策工具与政策手段选择。本书比较系统地研究了中介目标和调控工具的选择问题。鉴于利率机制在整个货币政策中的重要地位，在本书中对利率机制进行了专门的分析，首先从理论与现实相结合的角度分析了利率机制有效性的制约因素，进而研究了利率管制对利率机制的抑制作用，分析了利率的合理波动区间，并从微观基础的角度分析了不同经济主体的经济行为对利率机制有效性的影响。

(4) 关于货币政策的传导机制。货币政策的传导机制问题一直是货币政策理论的核心问题之一，本书从以下方面深入分析了这一问题对货币政策有效性的影响：

第一，从货币政策传导过程的环节和渠道出发，研究不同的传导环节和渠道的运行机制，分析不同的渠道在传导货币政策意图时可能遇到的制约因素，研究从货币政策传导不同环节着手提高货币政策有效性的途径。

第二，将从货币政策传导过程的时间角度来考察传导机制与货币政策有效性问题，即政府有关部门采取调控措施到现实经济运行产生反应的整个传导过程所需要的时间，也就是传导机制中的“政策时滞效应”问题。

另外，从中国当前金融运行的实际状况看，货币市场发展滞后，已经严重影响到货币政策的有效传导，因此，本书重点强调和分析了货币市场发展对于货币政策有效性提高的重要作用。

(5) 关于开放经济条件下的货币政策问题。本书在借鉴国际经验的基础上，深入研究当前对外经济开放程度不断提高的状况对我国货币政策有效性的影响，探讨建立和完善与开放经济相适应的货币政策所应该考虑的主要因素。由于在开放经济条件下，外汇储备及其变动已经成为国内金融政策和对外金融政策的连接点，成为体现货币政策有效性的重要因素。因此，本书系统研究了外汇储备波动的宏观经济金融因素及其对货币政策有效性的影响。

第一部分

货币政策有效性理论与观点述评

宏观调控理论中关于货币政策有效性的研究,就是指货币政策能否立足于特定的经济金融环境,运用特定的政策工具与政策手段选择,通过不同的传导机制,影响现实经济金融运行,引导社会资金的合理流动,提高资源配置的有效性,顺利实现其预定的调控目标。显然,这既是一个重要的理论问题,是宏观经济金融理论研究领域需要深入研究的核心问题;也是一个重要的实践问题,因为对货币政策有效性的研究是否深入、系统,中央银行能否准确把握经济金融运行中制约货币政策有效性的众多因素及其作用机制、并采取有效的调控措施,是直接影响到宏观调控目标能否实现的问题。有效的货币政策能够根据经济运行的现状及其趋势,及时运用适宜的政策渠道和政策工具,调控宏观经济金融运行,从而使宏观经济金融运行达到预定的政策目标,这一目标主要可以概括为:通过政府有关部门的有效操作,使其对于货币供应量的调控

能够及时地影响现实经济运行,进而熨平经济周期、延长繁荣阶段、缩短萧条阶段等。从现实的调控实践结果看,货币政策的预定政策目标与实际运行效果之间常常存在一定的偏差,这种偏差有时较小(即预定政策目标与实际运行效果的吻合度较高,货币政策比较有效),有时又明显偏大(即货币政策的实施达不到预定的政策目标,现实经济运行与预定的政策目标存在显著的偏离,调控的有效性较低)。因此,提高货币政策有效性的过程,也就是不断分析和研究制约货币政策有效性的各因素、并采取相应调控措施的过程。

正是由于这一问题十分重要,因而国内外的经济学家立足于各个经济发展阶段的特定环境,对于这一领域进行了多个角度的研究,取得了一系列富有启发性和指导性的研究成果,对这些研究成果进行比较系统的分析和评述,无疑能够为我们研究当前我国的货币政策有效性问题提供理论上的借鉴和指导。

从我国的实际情况看,随着我国社会主义市场经济体制的建立和完善,经济货币化程度显著提高,金融运行对经济运行的影响作用明显加强,货币政策在我国宏观政策中的地位急剧上升。在这一过程中,传统的计划经济体制下的货币政策方式正在逐步向与市场经济相适应的货币政策方式转化,传统的货币政策措施正在逐步丧失有效性,而新的货币政策措施的作用的发挥还受到一系列因素的制约。于是,货币政策常常不能达到预定的政策目标,形成货币政策的低有效性,导致对经济金融运行的冲击。从经济运行和金融运行相结合的角度看,如何提高货币政策的有效性,已经成为当前我国金融界面临的十分重要的现实问题和理论问题。例如,在新的经济金融调节下,政府有关部门通过货币政策的种种措施的操作,究竟能够在多大程度上接近预定的政策目标?货币政策究竟在什么样的区间内才是可行的、有效的?究竟有哪些因素制约着预定的货币政策目标的实现和货币政策有效性的提高?等等,都应该是宏观理论研究的重要内容。通过对理论界已经形成的关于货币政策有效性理论与观点的述评,我们能够获得有益的借鉴。

第一章 西方经济学界关于货币政策有效性理论和观点的述评

从西方市场经济体制演变和各国政府调控经济运行实践的发展历程看，一些经济学家在注意到政府对金融运行的调节具有重要作用的同时，也逐渐注意到政府有关部门所采取的货币政策措施在很多环境下是低效的，甚至是无效的。不同学派的经济学家从不同的角度对货币政策的有效性进行了研究，一些计划经济国家的经济学家也针对资本主义市场经济条件下货币政策的低效性，运用马克思主义理论进行了批评，有的经济学家还立足于发展中国家的现实情况提出了特定的理论框架和政策建议，其中有不少是值得借鉴的。

从经济哲学的角度看，西方经济学家大致可以分为自由市场和政府干预两个阵营，两个对立的阵营互相批评，互相促进，对于现实政策的影响力也是此消彼长，互有胜负，一般是在经济繁荣时期，自由市场的经济哲学占上风（如 80 年代后期到 90 年代初期），而在经济动荡时期，政府干预观念更易于居主导地位（如 1997 年东南亚货币危机爆发以来，强调政府干预的经济思潮在世界范围内重新抬头）。货币政策作为西方宏观经济理论研究的一个重要内容，同样也是划分为大致的两个阵营。从西方经济学发展的历程看，维克塞尔以及凯恩斯之前的经济学家基本上是否定货币政策及其有效性的，凯恩斯主义在西方成为主流经济学之后，货币政策的重要性明显提高。随着过度政府干预在西方经济运行中产生的以“滞胀”为典型的宏观问题，60 年代以来，

否定货币政策、否定政府干预及其有效性的理论蓬勃兴起。在自由市场和政府干预的对立阵营下，西方经济学又分为众多的流派，理论框架和观点各执一词，纷纭复杂。

为了方便我们的研究，我们专门从货币政策有效性这一特定的线索出发，立足于对宏观经济金融运行角度的分析，本着对当前我国货币政策有所借鉴的态度，来对西方经济学家的宏观理论进行研究。因此，有一些在西方经济学界有一定影响的流派，如强调减税以刺激经济增长的供给学派、立足于经济开放型小国并突出强调利率手段的瑞典学派等，由于篇幅和研究主题的限制，我们不予深入的分析。

对于西方经济学界关于货币政策有效性问题的研究中，不难发现，偏向于自由市场经济哲学的经济学家，更多地对货币政策中的政府干预及其缺陷进行激烈的批评；倾向于政府干预经济哲学的经济学家，则更多地对自由市场运行中的缺陷进行尖锐的批评。我们认为，这种经济观点上的倾向性能够有助于学术研究上的互相促进，但是也会带来理论和政策上的偏差。正如美国兰德公司的著名经济学家查尔斯·沃尔夫指出的^①，关于市场还是政府的政策选择“是复杂和多面的。它既不是在完善的市场和不完善的政府间的选择；也不是在不完善的市场和完善的政府间的选择；相反，它是在不完善的市场和不完善的政府以及二者之间不尽完善的组合间的选择”。在我们看来，我们一方面要认识到当前我国金融市场体系发展的滞后对货币政策有效性的制约，更要清醒地把握货币政策中政府干预所存在的种种弊端，并立足于中国经济金融运行的实际，来不断提高我国货币政策的有效性。

① 查尔斯·沃尔夫：《市场或政府——权衡两种不完善的选择/兰德公司的一项研究》，中国发展出版社1994年版，第1页。

一、西方货币政策思想的萌芽：从维克塞尔的货币均衡理论谈起

纵观西方经济思想的演变历程，之所以需要政府干预和宏观调控，是由于存在市场失灵问题。在西方经济学的发展中，对于政府干预和宏观调控方面的问题，主要是在两个领域展开的，在微观经济学的领域，主要是福利经济学的论证，以庇古为代表；在宏观经济学领域，主要是凯恩斯主义的论证。到目前为止，对于市场失灵的分析基本上还是沿着这一框架进行。60年代以来，由于政府干预产生了一系列负面影响，研究政府失灵问题、宏观调控的低效性问题才成为研究的一个热门的领域。

（一）维克塞尔关于货币政策的研究

从货币政策的角度看，维克塞尔（Johan Gustav Kunt Wicksell）的金融思想具有重要的意义。在此之前的经济学家大多是否定政府干预和货币政策的。在维克塞尔之前的古典学派理论体系中，货币除了影响物价水平外，对于产出、就业等实际经济变量并没有影响，因而是覆盖在实际经济活动之上的一层面纱，从而形成经济理论和货币理论的割裂。从金融理论的发展脉络看，维克塞尔的货币均衡理论率先提出了用宏观金融手段调控经济运行的必要性和政策思路。

在维克塞尔的理论体系中，金融运行的重要性是通过货币的均衡来体现的。如果自然利率与货币利率一致，则货币是均衡的，货币因素就不会影响实际经济活动，宏观经济通过货币均衡达到经济均衡^①（所谓自然利率，是“与新创造的资本的预期收益基本一致的利率”；货币利率是贷款者提供贷款时实际使用的利率）。在现实经济运行中，自然利率和货币利率是经常发生偏

① 维克塞尔：《国民经济学讲义》，上海译文出版社1983年版，第61～69页。

离的，或者是由于自然利率的波动，或者是由于货币利率的变化，这必然导致货币失衡，进而引发经济运行的失衡。为了实现货币均衡，政府就必须采取相应的宏观调控政策，引导自然利率与货币利率保持一致；由于维克塞尔认为物价水平的变动状况是监测自然利率和货币利率是否一致的可靠的指示器，其具体的政策建议是采取钉住物价的利率政策。

（二）简要的评论

从货币政策有效性的角度看，货币政策思想从萌芽时起，就埋下了关于货币政策有效性问题的伏笔。

首先，从理论上说，自然利率和货币利率是其理论框架的中心环节，但是从理论上对这两个重要概念的界定是比较模糊的，因而现实的操作性较差。正如维克塞尔自己指出的：“实际上货币利率和自然利率两者的概念是有些模糊的……如何加以严格规定，即使从理论的角度来说，也不免有很大的困难。”

其次，自然利率和货币利率的经常性波动加大了政府有关部门的调控难度。根据维克塞尔的论述，自然利率是借贷资本的需求（投资）与借贷资本的供给（储蓄）完全一致时所形成的利率，也是与新创造的资本的预期收益基本一致的利率，因而自然利率必然会随着经济增长状况、经济波动趋势等而变化；货币利率也会随着社会资金的流动而变化。影响自然利率和货币利率的因素众多，而且二者波动的规律存在差异，中央银行要有效实现调控目标，就必须能够把握自然利率和货币利率的波动规律，而这是十分困难的。我们认为，维克塞尔所指出的自然利率是有一定参考意义的；事实上，维克塞尔所认为的难以捉摸的自然利率，实际上就是被马克思深入分析和研究的平均利润率。

再次^①，维克塞尔在批评静态的货币数量说、建立动态的货

① 周延军：《西方金融理论》，中信出版社 1992 年版，第 82 页。