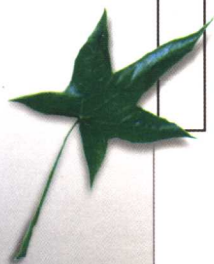


ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



中国经济转型时期 货币政策中介目标的选择

黄安仲 / 著

ZHONGGUOJINGJI ZHUANXING SHIQI
HUOBIZHENGCE ZHONGJIE MUBIAO DE XUANZE



经济科学出版社

中青年经济学家文库

中国经济转型时期货币 政策中介目标的选择

黄安仲 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国经济转型时期货币政策中介目标的选择/黄安仲著.
—北京: 经济科学出版社, 2007. 10
(中青年经济学家文库)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 6560 - 0

I. 中... II. 黄... III. 货币政策 - 研究 - 中国
IV. F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 136009 号

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究概述	1
1.2 相关文献综述	7
1.3 研究方法	25
第 2 章 货币流通速度与货币量目标的有效性	37
2.1 货币流通速度稳定性与货币量目标 有效性的关系的理论研究	37
2.2 中国经济转型时期货币流通速度的波动分析	42
2.3 中国经济转型时期货币供应量的波动分析	52
2.4 本章小结	55
第 3 章 货币乘数与货币量目标的有效性	58
3.1 货币乘数波动与货币供应量的可控性理论模型	60
3.2 中国经济转型时期的货币乘数波动性研究	64
3.3 中国经济转型时期的基础货币波动性研究	71
3.4 本章小结	81
第 4 章 货币政策工具与中介目标选择	83
4.1 可控性的含义及其研究方法	83

中国经济转型时期货币政策中介目标的选择

4.2	公开市场操作与利率及货币量之间的关系	91
4.3	法定准备金操作与利率及货币量之间的关系	97
4.4	再贴现率与货币量及利率之间的关系	102
4.5	实证研究及结论	104
4.6	本章小结	110
第5章	最终目标与中介目标的选择	112
5.1	相关性的含义及其研究方法	112
5.2	相关性的理论模型分析	115
5.3	中介目标与经济运行控制	116
5.4	实证研究	123
第6章	反馈与货币政策中介目标选择	126
6.1	反馈的概念及其货币量目标的影响	126
6.2	反馈对中介目标有效性的影响	130
6.3	产出反馈对利率、货币量影响的经济学分析	135
6.4	动态反馈与货币量目标的有效性	137
6.5	实证研究	140
第7章	研究结论	146
附录A:	公开市场操作与货币量及利率的关系	153
附录B:	ζ 的诸方程推导	155
主要参考文献		159
后记		172

第 1 章

导 论

1. 1

研究概述

20 世纪 70 年代, 出现在西方国家的经济滞胀为货币主义的兴起提供了契机。作为该学派的核心理论内容之一, 货币主义提出了调控经济的主要手段应该是货币政策, 而不是凯恩斯主义者所主张的财政政策。从严格的意义上讲, 货币政策的概念有广义和狭义之分。广义的货币政策是指, “政府、中央银行和其他有关部门所有有关货币方面的规定和采取的影响金融变量的一切措施”。^① 狭义的货币政策则是指, “中央银行为实现既定的经济目标运用各种工具调节货币供给量和利率, 进而影响宏观经济的方针和措施的总和”。^② 我们通常使用的货币政策这一概念就是指狭义的货币政策。尽管对货币政策的定义的表达不尽相同, 但是以下三点却存在共识: 其一, 货币政策的主体是中央银行或者货币当局; 其二, 货币政策的目的是调节宏观经济; 其三, 货币政策要借助于一定的工具。

① 汪红驹:《中国货币政策有效性研究》, 中国人民大学出版社 2003 年版。

② 黄达:《货币银行学》, 中国人民大学出版社 2000 年版。

中央银行执行货币政策的目标可以分为若干个层次,从最终目的来说,中央银行执行货币政策是要实现诸如经济增长、充分就业、物价稳定以及国际收支平衡这些重要的宏观经济指标。我们把这些目标称为最终目标。然而,最终目标并不是中央银行能够直接控制的,而且,由于货币政策作用还具有滞后性和动态性,因此有必要借助于一些能够迅速反映经济状况的指标,作为对货币政策实施效果的监测;不仅如此,货币当局是否能够严格执行所制定的政策,而不会采取机会主义行为,这就需要为货币当局设定一个名义锚(Nominal Anchor),以便社会公众观测和判断货币当局的言行是否一致^①。因此,中央银行必须为货币政策设立中介目标^②(Intermediate Targets)。所谓中介目标,按照卡尔·瓦什的解释,“中间目标是指这样一些变量,其变化可以为预测目标变量提供有用的信息。”^③而斯玛特的解释则是,“一个中介目标变量是介于货币政策操作工具和最终目标之间,通过影响中介目标变量,最终目标变量必须和中介目标变量之间有高

① 也有文献将选作中介目标的原因解释成为中央银行提高关于最终目标有用的信息。例如: Karenken, J. H., T. Muench and N. Wallace, 1973: “Optimal Open Market Strategies: The Use of Information Variables”, *American Economic Review*, Vol. 63, No. 1, pp. 156 - 172.; Friedman B. M., 1975: “Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 1, No. 4, pp. 443 - 473.; Friedman B. M., 1977: “The Inefficiencies of Short-Run Monetary Targets for Monetary Policy”, *Brookings Paper on Economic Activity*, Vol. 2, pp. 293 - 335.; Friedman B. M., 1990: “Targets and Instruments of Monetary Policy”, In B. Friedman and F. Hahn (eds.), *The Handbook of Monetary Economics*, Vol. 2, pp. 1183 - 1230.; Sveenonson, L. E. O., 1997a: “Information Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, *European Economic Review*, Vol. 41, No. 6, pp. 1111 - 1146.; Sveenonson, L. E. O., 1997c: “Inflation Targeting: Some Extensions”, NBER Working Paper, No. 5962.

② 中介目标(Intermediate Targets)在有的文献中常常被称为“中间目标”,而“操作目标”可能在有的文献则被表达为“直接目标”,但是它们的含义是一样的,只是翻译时表达上的差异。本书使用“中介目标”和“操作目标”这样的术语,但在引用其他文献时,可能会出现“中间目标”和“直接目标”这样的术语。特此说明。

③ 卡尔·E·瓦什:《货币理论与政策》,中国人民大学出版社2001年版。

度相关性。”^① 我国的学者对中介目标的解释大体相同,例如,钱小安对中介目标的解释是:“这种指标既与货币政策操作工具相关,又与最终目标相关……被称之为货币政策中介目标。”^② 胡海鸥、马晔华的解释是:“货币政策中间目标是指未来实现货币政策的最终目标而选定的便于控制,具有传导性的金融变量。”^③

中介目标的设立为中央银行了解货币政策提供了一个观测货币政策执行效果的窗口,但是中介目标也不是中央银行可以直接控制的,因此中央银行还必须设立操作目标(Operating Targets)。所谓操作目标就是能够对中央银行的政策工具反应较为灵敏的金融变量。^④ 实际上,中央银行所拥有的货币政策工具目标只有:公开市场操作、法定准备金和再贴现率。按照卡尔·瓦什的理解,“政策工具目标、操作目标、中介目标与最终目标,这几个方面描述了从中央银行直接控制的工具,到政策的终极目标,即最终目标的发展次序”。^⑤

因此说,操作目标和中间目标是达到最终目标的手段,而操作目标和中间目标的区别则是,“中间目标是金融体系内的最终目标,而直接目标是实现那些中间目标的一步。中央银行的中间目标与主要货币变量的理想水平和变化有关,以便能够实现最终目标的理想水平……中央银行的操作目标是中央银行通过货币政策工具能够直接实现的操作目标,其中包括基础货币、商业银行持有的准备金、对商业银行贷款收取的银行利率、国库券利率和

① D. J. C. Smant, 2002: “Monetary Policy Strategy: Intermediate Targeting”, Lecture Notes Workshop/seminar Monetary Economics, A7148, Monetary Policy European Central Bank.

② 钱小安:《货币政策规则》,商务印书馆2002年版。

③ 胡海鸥、马晔华:《货币理论与货币政策》,上海人民出版社2004年版。

④ 米什金:《货币金融学》,经济科学出版社1998年版。

⑤ 卡尔·E·瓦什:《货币理论与政策》,中国人民大学出版社2001年版。

其他选定的市场利率，如美国的联邦基金利率和加拿大的隔夜贷款利率。”^①

在选择什么样的金融变量作为中介目标的问题上，学界一般认为，“直接目标和中间目标的适当性必须用它们与最终目标的关系来检验。”^②即中介目标和最终目标之间必须首先满足三个条件：可测性、可控性、相关性^③。所谓可测性，是指中央银行可选择的金融控制变量，必须具有明确而合理的内涵和外延，即中央银行能迅速而准确地收集到有关的数据资料，且便于进行定量分析；所谓可控性，是指中央银行通过各种货币政策工具的运用能对该金融变量进行有效的控制和调节，能较准确地控制金融变量的变动状况及其变动趋势；所谓相关性，是指中央银行选择的中介目标，必须与货币政策最终目标有密切的相关性。中央银行通过对中介目标的控制和调节，就能够促使货币政策最终目标的实现。作为中央银行货币政策中介目标的金融变量，首先必须同时满足上述“三性”的要求，缺一不可。

这“三性”是对货币政策中介目标的定性要求，但对“三性”的具体研究又依据不同的框架和不同的研究方法。概括起来，对“三性”研究的主要依据有：货币流通速度、货币乘数、货币供给的内生与外生性。有的学者提出，“在 20 世纪 70 年代和 80 年代初期，可能保证对货币增长目标的信任的经济条件在 80 年代之后都逐渐消失了，所以，放弃货币增长目标是对经济

①② 杰格迪什·汉达：《货币经济学》，中国人民大学出版社 2005 年版。

③ 不同的学者对选择中介目标的标准的表述上存在一定的差别，例如，米什金的表述就是：可计量性、可控性和可预测的对政策目标的影响（《货币金融学》，经济科学出版社 1998 年版）；劳埃德的表述则是：相关性、可控性和重要性。差别在于他用重要性代替了相关性（《货币、银行、与金融市场》，机械工业出版社 1999 年版）。根据笔者的研究，尽管各个学者对货币政策中介目标选择标准的表述不同，但是本质都是一致的，并不存在冲突，因此本书遵从习惯，把中介目标选择标准表述为相关性、可控性和可测性。

环境变化的恰当的反映。”^① 按照西方经济学的研究,那些消失的、并导致美联储最终放弃货币量目标的主要经济条件就是:货币流通速度由原来的稳定变得不稳定、货币乘数由原来的稳定变得不稳定、货币供给不是外生而是内生的。

在我国经济转型时期,货币流通速度不稳定、货币乘数不稳定以及货币供给内生性都是我国面临的经济事实,但是对于货币供应量是否适合作为中介目标,我国的学术界有两种不同的观点:

其一,认为由于目前我国货币流通速度和货币乘数不稳定,以及货币供给具有内生性的特点,因此货币供应量不适合作为中介目标。例如,夏斌、廖强(2001)提出“货币流通速度下降是导致我国货币供应量目标效果不佳的另一个主要原因。”^② 范方志、赵明勋(2005)认为,“如果说货币(供给)外生时,货币政策中介目标可以是货币数量和(或)利率,货币(供给)内生时货币政策中介目标只能是利率。因为货币数量缺乏可控性,货币数量与货币政策最终目标之间相关性也不强。”^③

其二,认为货币流通速度、货币乘数不稳定,以及货币供给内生并不必然导致货币供应量目标无效。例如,戴根有(2000)明确提出,“现在有的人看到一些主要发达国家放弃了货币供给量指标,于是也提出中国也应尽快过渡,这是不了解中国与这些国家的区别。从我国的实际情况来看,还没有达到这一步。”^④ 范从来(2004)提出,“货币流通速度不稳定是事实……这种不稳定表明现阶段我国货币需求函数是不稳定的……货币需求函数

① Benjamin M. Friedman, 1996: “The Rise and fall of Money Growth Targets as Guideline for U. S. Monetary Policy”, NBER Working Paper, No. 5465.

② 夏斌、廖强:《货币供给量已不宜作为当前我国的货币政策中介目标》,载《金融研究》2001年第8期。

③ 范方志、赵明勋:《当代货币政策:理论与实践》,上海三联书店2005年版。

④ 戴根有:《关于我国货币政策的理论与实践问题》,载《金融研究》2000年第9期。

近年来呈现的不稳定性并不能自然地得出这样的结论：应该放弃货币供应量目标而采取利率目标。”^① 谢平（2002）提出货币流通速度和货币乘数不稳定并不必然导致货币量目标无效，导致货币量目标无效的主要原因是我们无法拟合流通速度和货币乘数的实际变化，即我们无法准确地预测货币流通速度和货币乘数的变化^②。胡海鸥、马晔华（2004）认识到“内生货币供给理论是货币银行制度发展到一定阶段的产物。我国的货币银行制度的发展尚未达到相应的水平，所以，内生货币理论不能为我国直接引用。”^③

在我国经济成功转型时期，货币流通速度、货币乘数都不稳定，以及货币供给存在内生的情况下，尽管戴根有等人的思想极有启发性，但仍然存在不足之处，主要表现在：（1）没有从理论上解决货币流通速度和货币乘数稳定性和可测性与货币量目标的有效性之间的关系；（2）没有能够很好地解决货币供给内生情况下的货币供应量控制问题；（3）几乎没有研究涉及经济本身的变化会对中介目标的有效性带来什么样的影响。

鉴于此，笔者试图探索在下述问题上进行研究探索：（1）货币流通速度、货币乘数不稳定、不可测是否必然导致货币量目标无效；（2）货币供应量目标可测性较差是否必然导致货币量目标无效；（3）重新解释中介目标的可控性的含义，并进一步探讨中央银行工具运用对利率目标和货币量目标存在怎样的影响，以期窥测货币供给内生条件下的控制问题；（4）重新解释中介目标和经济的相关性的含义，并进一步探讨，如果不把相关性简化为中介目标和产出之间关系，而视为中介目标和多个经济目标

① 范从来：《货币政策中介目标选择》，载《经济研究》2004年第6期。

② 谢平：《新世纪中国货币政策的挑战》，载谢平、焦瑾璞主编：《中国货币政策争论》，中国金融出版社2002年版。

③ 胡海鸥、马晔华：《货币理论与货币政策》，上海人民出版社2004年版。

之间关系的话,利率和货币量哪个更适合作为中介目标;(5)反馈冲击对利率和货币量作为中介目标的有效性是否有影响,以及有什么样的影响;反馈冲击是否必然导致货币量目标无效。

货币政策是政府调控经济的一个重要手段,而正确地选择中介目标则是货币政策发挥作用的前提。在我国的计划经济时代,几乎所有的金融中介机构的金融活动都在中央银行的计划之内,因此中国人民银行对货币的控制能力很强,货币供给主要表现出外生的特点。^①此时的货币流通速度和货币乘数都呈现出相对稳定的特点。然而,我国改革开放之后,经济体制发生了巨大变化。银行的商业化程度不断加深。目前我国的货币供给已经明显呈现出内生的特性,同时货币流通速度和货币乘数也不再是稳定的。从1996年我国执行货币量目标到现在已经近10年了,尽管中国人民银行提高货币量中介目标对经济的调整卓有成效,但是,按照目前的经济理论,我国在经济转型时期必须放弃货币量中介目标,因为,我国的货币流通速度、货币乘数不稳定,且货币供给呈现出内生的特性。明确货币流通速度、货币乘数的稳定性,以及货币供给的内生性与货币政策中介目标的影响对于目前我国来说是迫切的,也是我国正确执行货币政策的前提。据此,笔者认为本书研究课题具有较强的理论和现实意义。

1.2

相关文献综述

普尔(Poole, 1970)的研究被视为是对中介目标研究的一个经典文献,然而普尔并没有把货币供应量和利率说成是“中

^① 关于我国计划经济体制下货币供给所具有的外生性特点的详细论述,本书参阅了下列文献:孙伯银:《货币供给内生的逻辑》,中国金融出版社2003年版;刘斌、黄先开、潘红宇:《货币政策与宏观经济定量研究》,科学出版社2001年版。

介目标”，而是表达为“工具目标”（instruments targets）。根据笔者的考证，中介目标最早是由豪布卢克和夏皮罗（Holbrook and Shairo, 1970）把货币供给和利率说成是“中介目标”。沃德（Waud, 1973）也将中介目标表达为“近似目标”（Proximate targets）^①。然而，对上述文献的仔细研究中会发现，普尔的工具目标和后来的中介目标以及近似目标并没有本质的差别，他们都是假设货币供给和利率是货币当局完全控制的，这意味着货币供给和利率就是货币政策工具。显而易见，夏皮罗和沃德所谓的中介目标与笔者的中介目标还是存在差别的，他们所谓的中介目标实际上就是我们今天的工具目标。随着研究者们意识到货币供应量和利率并不是中央银行可以直接控制的政策工具之后，货币政策中介目标才具有今天的含义。

货币政策中介目标研究的基本思想以及基本方法与经济基本思想的演变息息相关。这个基本的经济思想主要就是货币供给的内生性与外生性。外生货币供给思想的基本假设就是中央银行能够完全控制货币供应量，因此，在这样的经济思想支持下，研究者一般不考虑货币供应量的可控性问题，而将研究的重点集中在相关性上。福勒（Fellner, 1982）提出中介目标必须与那些被认为具有极其重要性的经济目标（最终目标）之间存在非常紧密的关系。外生货币供给思想的基本假设就是货币供应量是经济运行的结果，因此中央银行不能够控制货币供应量。既然货币供应量是一个不可控制的变量，它显然不适合作为货币政策中介目标，例如，米切尔和克利斯托夫（Michael and Christopher, 1994）、米切尔和达拉斯（Michael and Dallas, 1992）提出中介目标不仅

^① 例如，在 Waud, Roger N., 1973: “Proximate Targets and Monetary Policy”, *Economic Journal*, Vol. 83, Issue 329, pp. 1-20 中提到“在一个银行系统部分储备的体制下，货币当局能够在多大程度上控制货币供应量和利率，即货币政策的近似目标（proximate targets）或者称为中介目标（intermediate targets）”。

要有相关性,而且还必须随着货币政策工具的变化而进行可预测的变化,即中介目标要和货币政策工具之间保持明确的关系,这样中央银行能够通过货币政策工具达到对中介目标的控制。对于货币供应量的可控性研究的框架之一就是货币供给模型,即 $M = mB$, 其中 m 是货币乘数, B 是基础货币。研究的基本结论就是:如果货币乘数是稳定的,那么货币供应量就具有可控性;反之,如果货币乘数是不稳定的,那么货币供应量就不具有可控性。对于货币供应量是否具有可控性研究的框架之二就是货币供给的内生性,其结论是:如果货币供给是内生的,那么货币供应量就不具有可控性。对于货币供应量是否具有可控性研究的框架之三就是货币供应量是否具有可测性,其主要结论是:如果货币供应量不具有可测性,那么它一定不具有可控性。例如,弗里德曼和哈恩 (Freidman and Heren, 2002) 提出“通常是易于观测的金融数量 (或者价格)”^①。米切爾的研究表明,一个金融变量必须同时满足相关性、可控性、可测性这三个标准才可以作为货币政策中介目标。

1.2.1 相关性研究

对于相关性研究的一个基本的框架就是费雪方程。研究的基本结论是:如果货币流通速度是稳定的,由于短期内实际产出是固定的,那么货币供应量与价格水平之间存在高度的相关性;而长期中货币供应量则与名义产出之间存在高度的相关性。对于货币流通速度与中介目标 (主要是货币量目标) 之间的关系最早的研究来自费雪的交易方程。费雪在《货币的购买力》一书中

① 本杰明·M·弗里德曼、弗兰克·H·哈恩:《货币经济学手册》,经济科学出版社2002年版。

提出了交易方程： $MV = PY$ ，并假设，在长期中货币流通速度 V 和真实收入 Y 的变化很小^①，因此，交易方程清楚地给出了经济中的货币存量与通货膨胀和名义收入之间一一对应关系。例如费雪指出：“如果货币量突然倍增，这一变化的影响在最初和在其后会不同，其最终的影响当然是价格倍增，但在此发生以前，价格会摇摆不定地上升和下降。”^② 显然，从费雪方程我们可以得出，货币供应量增加所导致的短期中价格水平摇摆不定，主要原因就是货币流通速度的不稳定，因为短期中真实产出是固定的。在假定了货币流通速度长期稳定之后，货币供应量就是中央银行在长期中调节价格水平和名义产出最好的中介目标。因此，稳定的货币流通速度就成为货币供应量和价格水平以及名义产出具有相关性的保证^③。

尽管“流动陷阱”的存在是凯恩斯学派怀疑货币政策的有效性的主要根据，但该学派也从流通速度的角度否定货币供应量作为中介目标的有效性。凯恩斯学派对费雪关于长期中货币流通速度稳定的假设提出了不同意见，并认为货币流通速度是不稳定的，因此货币供应量与价格和名义产出之间的关系并不一定如费雪所描述的那样。例如，凯恩斯（Keynes，1934）在《货币论》中就论述过货币流通速度随经济周期变化而变化的过程：“比方说，如果失业和萧条使工人阶级的现金储存量从三周半的收入数目降低到二周半的收入数目，中产阶级的现金储存量则从五周降

① 尽管费雪在《货币的购买力》一书中也认识到了货币流通速度可能是变化的，但他认为这种变化只有在长期中才是明显的，才会影响通过货币量来调控经济的效率，而在短期内货币流通速度是相对稳定的，从而不影响货币供应量与名义产出的相关性。

② 陆晓明：《货币供给、货币需求与价格》，北京大学出版社1991年版。

③ 当然，从费雪交易方程来看，要货币流通速度稳定必然导致货币供应量与名义产出以及价格之间存在稳定的相关性，则隐含了这样一个前提，即货币供应量是中央银行外生控制的。作为货币数量论者，货币供给外生是他们坚持的基本前提，费雪也一样。

低到四周的收入数目，其结果将会导致相应的流通速度分别从15增加到20，和从10增加到13，平均从12增加到15。同样的道理，在繁荣时期，流通速度可能降低到正常水平以下去。”^①既然货币流通速度是不稳定的，那么，按照费雪方程，货币量和价格之间，以及和名义收入之间就不存在稳定关系，利用货币量的变化来调控价格或者名义产出就是无效的。关于货币流通速度稳定性的丧失对货币量作为中介目标可能的影响，理查德（Richard，2001）的论述是：“在大萧条之前，多数经济学家‘解决’这个问题是假设流通速度在较短的‘正常’时期中基本稳定。但是自20世纪30年代初期以来，人们逐渐认识到，货币流通速度是非常易变、不可靠的，对于货币问题采取完全不同的方法可以得到更好的效果。这种情况还导致了一个重要的结果，即，近年来货币政策作为经济稳定的一个主要工具，基本上已经被放弃了。”^②

弗里德曼认为，“货币需求函数是高度稳定的”，并依次论证货币政策中介目标可以选择货币供应量。所谓货币需求函数稳定性是指“货币需求量与决定此需求量的诸变量之间的函数关系的稳定。”^③他说：“货币数量公式的实质，是有关提供失调的原因及解决途径的经验主义的命题。他阐明，货币需求量是少数变量的函数，而货币供给量则可以在相当短的时期内发生急剧的变化，因此，供求的不平衡主要发生在供给方面。”^④弗里德曼在实证研究中，通过货币流通速度变化趋势的分析来证明货币函

① John Maynard Keynes, 1934: "A Treatise on Money", Vol. 2, Macmillan, London, 1924, p. 23.

② 理查德·T·塞尔登：《美国的货币流通速度》，载米尔顿·弗里德曼主编：《货币数量论研究》，中国社会科学出版社2001年版。

③ 弗里德曼：《货币数量论研究》，芝加哥大学出版社1956年版。

④ 陈享光：《货币经济学导论》，经济科学出版社2000年版。

数的稳定性^①。他分析了 1867 ~ 1960 年近百年间货币流通速度的变化情况, 研究结论认为, 货币流通速度既不像旧货币数量论者所假设的那样是常数, 也不像凯恩斯所说的那样是极不稳定的, 而是具有一定的稳定性和规则性。从经验上看, 流通速度往往和收入之间保持“正一关系”, 即同方向关系。弗里德曼通过对美国货币史的研究, 得出货币流通速度长期中是十分稳定的。至于短期内, 从持久收入考虑, 也是稳定的。

这些关于货币流通速度与货币供应量作为中介目标之间关系的经典文献成为后来研究的基础。随后, 大量旨在论证货币量不适合作为货币政策中介目标的研究就是基于对货币流通速度的实证研究而展开的。概括起来, 主要有以下几个观点:

(1) 支持货币流通速度的稳定性是货币供应量作为货币政策中介目标的必要条件, 即认为只要货币流通速度是不稳定, 那么货币供应量就不适合作为货币政策中介目标。其研究方法一般是实证检验货币流通速度, 根据货币流通速度是否稳定作为判断的依据。其理论根据就是费雪交易方程。因为, 如果货币流通速度不稳定, 则货币供应量和价格水平以及名义产出之间就不存在可靠关系, 即货币供应量的相关性就差。例如, 美国学者根据的研究表明, 20 世纪 80 年代后期, 美国的货币流通速度变得不稳定, 并大幅度波动, 成了美国否定货币量目标的一个重要理由。麦克拉姆 (McCollum, 1981) 依据货币流通速度货币稳定而提出应该以名义产出 (MV) 为中介目标, 这样就把货币流通速度变化的影响内化了。这就是著名的“麦克拉姆规则”。埃斯特拉

^① 当然, 除了货币流通速度因素外, 弗里德曼还把货币需求函数的稳定的原因解释为: 其一, 影响货币供给和货币需求的因素是相互独立的; 其二, 影响货币需求的主要因素 (恒久收入) 本身是稳定的; 其三, 货币需求函数的倒数基本上是一个稳定的函数。详细的论述可以参阅弗里德曼:《货币数量论的重新表述》, 载《货币数量论研究》, 中国社会科学出版社 2001 年版。