



中国人民银行干部培训翻译教材丛书

现代世界的中央银行 ——另一种视角

马克·拉沃 | 马里奥·斯坦瑞秋 编 ● 杜金富 郭田勇 等译
Edited by
Marc Lavoie and Mario Seccareccia

Central Banking in the Modern World
——Alternative Perspectives



中国金融出版社

中国人民银行干部培训翻译教材丛书

现代世界的中央银行

——另一种视角

马克·拉沃 马里奥·斯坦瑞秋 编

Edited by Marc Lavoie and

Mario Seccareccia

杜金富 郭田勇 等译

 中国金融出版社

责任编辑：戴 硕

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

现代世界的中央银行 (Xiandai Shijie de Zhongyang Yinhang): 另一种视角/(加)马克·拉沃, (加) 马里奥·斯坦瑞秋编; 杜金富, 郭田勇等译. —北京: 中国金融出版社, 2007. 4

(中国人民银行干部培训翻译教材丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 3969 - 2

I. 现… II. ①马…②马…③杜…④郭… III. 中央银行—研究
IV. F830. 31

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 015351 号

© Marc Lavoie and Mario Seccareccia 2004

This translation of *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives* is published by arrangement with Edward Elgar Publishing Limited.

北京版权合同登记图字 01 - 2005 - 2515

《现代世界的中央银行——另一种视角》中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有, 不得翻印。

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 17.75

字数 291 千

版次 2007 年 5 月第 1 版

印次 2007 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—5090

定价 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 3969 - 2/F. 3529

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



中国人民银行干部培训翻译教材丛书
现代世界的中央银行
——另一种视角

序 言

2006 年是我国加入世贸组织后过渡期的最后一年。过渡期结束后,我国将全面履行加入世贸组织的承诺,金融业对外开放将进入一个全新的阶段。这既是我国金融业的重大发展机遇,又是前所未有的严峻挑战。金融业将不可避免地在更大范围和更深程度上参与全球化的激烈竞争。在所有的竞争和挑战中,人才的竞争又是第一位的。能否拥有一支具有国际视野和战略眼光,具备开拓意识和创新能力的金融人才队伍,是决定我国金融业能否从容应对挑战,立于不败之地的关键所在。

作为中央银行,中国人民银行在履行职责的过程中,同样面临来自经济金融全球化的挑战。例如,人民币汇率形成机制改革后,如何把握汇率变动的主动权,避免本币过度过快升值和货币流动性的过多释放;随着跨境资本流动规模的扩大和速度的加快,如何改革现有外汇管理模式,提高外汇管理手段的有效性;如何使我国金融市场既能够与国际市场连通,又能够避免受到国际金融市场波动的过多影响;如何防范跨国金融机构经营风险的跨国传播和扩散,维护金融系统安全与稳定,等等。

应对这些挑战,我们需要一大批精通全球化格局下中央银行业务的高素质人才。我们需要广大干部员工丰富知识储备,改善知识结构,开拓国际视野,建立国际化竞争的战略思维。而系统学习国外先进理论和实践,充分吸取其他国家特别是主要市场经济国家的宝贵经验,则是培养我国中央银行人才队伍的一条有效途径。为此,中国人民银行干部培训领导小组组织有关专家翻译和编辑了这套《中国人民银行干部培训翻译教材丛书》。

这套翻译教材主要选自国际著名学者的专著、主要市场经济国家中央银行和国际金融组织的培训教材或规章制度。它们不仅代表当今国际经济金融领域的最新研究成果,也是各国中央银行工作经验的最新总结。这套翻译丛书区别于其他翻译丛书的一个显著特点是,其内容紧扣中央银行职能,贴近中央银行实际业务需要,在理论和实践上具有很强的针对性和借鉴意义。这套教材既有介绍货币政策、金融稳定等宏观层面的专著,也有介绍金融服务等微观方面的专著。其中,汇率变化对一国经济金融的影响、资产价格变动

2 现代世界的中央银行

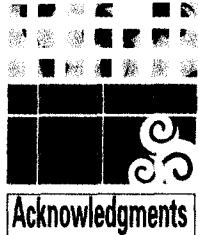
与货币政策的关系、金融征信体系建设、各国反洗钱的制度和经验等，都通过这套丛书进行了重点介绍。我相信，这套丛书必将有助于中国人民银行广大干部员工了解各国中央银行和国际金融组织的制度和规定，学习国外主要市场经济国家良好的做法以及先进的经验，及时把握国外最新的经济金融理论成果和发展趋势。

市场经济在西方发达国家已经有上百年的历史了，其经济理论和操作方法已经形成了一个较为完整的体系。虽然翻译和介绍的经济金融理论以及制度办法出自西方经济金融学家、国际金融组织和外国中央银行之手，研究的是外国的东西，但在很多方面反映的是具有普遍性的规律和行为规范，是人类文明的共同成果。同时，我们还应该看到，国外许多经济金融理论由于受到不同经济金融制度和不同社会条件的制约，也有其特殊性。因此，我们不能一味照搬，而是要立足实际，取其精华，为我所用。

这套翻译教材作为中国人民银行干部培训教材的重要组成部分，将陆续出版。“他山之石，可以攻玉”。希望中国人民银行广大干部员工能够充分利用好这套教材，结合自身实际进行学习，不断提高自己的理论水平和工作能力，跟上经济金融全球化的步伐，为中央银行事业做出自己应有的贡献。

孙波

二〇〇六年十月



中国人民银行干部培训翻译教材丛书

现代世界的中央银行

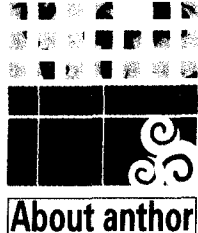
——另一种视角

致 谢

首先，我们要向为本书的出版做出贡献的所有人士表示感谢。同时还要感谢研究助理金军洪（Jung - Hoon Kim）和玛蒂尔达·勒昆恩（Mathieu Lequain）的非凡工作，帮助我们准备了手稿和索引。他们由 C - FEPS 负担经费。最后，还要感谢学校的社会学系向我们提供了手稿的影印件资料。

马克·拉沃

马里奥·斯坦瑞秋



中国人民银行干部培训翻译教材丛书
现代世界的中央银行
——另一种视角

本书作者简介

菲利普·阿雷斯蒂斯 (Philip Arestis)

剑桥大学, 剑桥经济与公共政策中心; 美国巴德学院利维经济协会

罗伯特·W. 狄蒙德 (Robert W. Dimand)

加拿大布鲁克大学经济学系

克劳迪·H. 多斯桑托斯 (Claudio H. Dos Santos)

美国巴德学院利维经济协会

简·柯诺戴尔 (Jane Knodell)

美国佛蒙特大学经济学系

马克·拉沃 (Marc Lavoie)

加拿大渥太华大学经济学系

托马斯·I. 帕雷 (Thomas I. Palley)

美中经济与安全审查委员会首席经济学家

马克-安顿·比恩 (Marc - André Pigeon)

加拿大卡尔顿大学公共事务管理学院大众传媒专业博士候选人

罗伯特·E. 普拉斯克 (Robert E. Prasch)

美国米德尔伯里学院经济学系

路易斯-菲利普·罗查 (Louis - Philippe Rochon)

加拿大罗伦蒂安大学经济学系

塞乔·罗西 (Sergio Rossi)

瑞士弗里堡大学经济学系

罗宾·罗利 (Robin Rowley)

2 现代世界的中央银行

加拿大麦吉尔大学经济学系

托马斯·K. 拉姆斯 (Thomas K. Rymes)

加拿大卡尔顿大学经济学系杰出研究教授

马尔可·索耶 (Malcom Sawyer)

英国利兹大学商学院经济学系

马里奥·斯坦瑞秋 (Mario Seccareccia)

加拿大渥太华大学经济学系

马克·塞特费尔德 (Mark Setterfield)

美国康涅狄格州三一学院经济学系

约翰·史密森 (John Smithin)

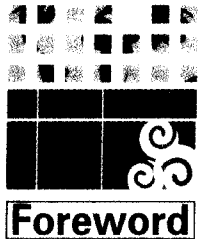
加拿大约克大学经济学系和舒里奇商学院

布伦达·斯波顿·维萨诺 (Brenda Spotton Visano)

加拿大约克大学逻辑研究和信息技术学院阿特金森系

真纳罗·泽扎 (Gennaro Zezza)

意大利卡西诺大学，美国巴德学院利维经济学院



中国人民银行干部培训翻译教材丛书

现代世界的中央银行

——另一种视角

前言

马克·拉沃 马里奥·斯坦瑞秋

(Marc Lavoie and Mario Seccareccia)

关于货币需求与供给的关系问题一直存在两种对立的观点。一种观点——以计量理论家和凯恩斯为代表——认为货币的数量完全被银行系统所固定；相反的观点——以银行学派和维克塞尔（Wicksell）为代表——认为银行决定的不是货币数量，而是价格。银行系统为货币市场确定了一个（或者是一套）价格……

货币数量理论再也坚持不住了。一些对于货币循环不稳定性乏善可陈的批评——已经长期被大众接受为现实——并与货币数量论形成对立面。然而针对该理论的主要批评是建立在货币供给决定之上的。对于计量理论的有效性来说，货币数量的可变性，即货币数量独立于国民收入和当前经济状况之外，是十分重要的。这就说明银行家们按他们自己的规则制定政府法令来决定货币的数量。这恰好就是当今不再被接受的计量理论的前提，因此银行学派和维克塞尔观点流行起来。

杰克斯·李·波瓦（Jacques Le Bourva, 1992）

这段话在今天也是非常适用的。货币主义学说把通货膨胀率由货币供给增长率决定奉为教条，并坚持中央银行应以稳定货币存量增长率为目标，而这些都被中央银行家和当今很大一部分学者摒弃。在 20 世纪 70 年代，通货膨胀通常被认为是一种货币现象，而现在一些中央银行家甚至不去留意货币供给的数据。在过去的 30 年中，从整体上看，中央银行和货币政策的表现都发生不少变化。现在中央银行家们知道他们要做的就是通过制定更准确的实际利率来控制累计总需求和通货膨胀率。他们认为短期内实际利率的变化将会使产出差距接近零，同时使实际通货膨胀率等同于目标通货膨胀率。当这些达到之后，实际通货膨胀率就会达到它的均衡水平，与自然利率一致。正如上面李·波瓦所说的，维克塞尔的观点比计量理论观点更为主流。

2 现代世界的中央银行

惟一的问题就是上面李·波瓦的论述实际上是他 1959 年和 1962 年的文章的节译。这就再一次证明了罗伯特逊 (Robertson) 断言的正确性。罗伯特逊认为：“智者的观点就像一只被捕猎的野兔，如果人们在原地守候，野兔必定会再次回来。”^① 如果一个人能够在足够长的时间内坚持自己的经济观点，那么它的理论最终必然会再次流行起来。同时，从 20 世纪 70 年代初期到 90 年代中期，米尔顿·弗里德曼和计量理论一直占主导地位，那么在此期间发生了什么呢？正如有人写道：

当主流经济学家们都将货币计量理论视为在货币数量和价格水平之间建立联系的理论框架时，从历史的观点来看，那些提出中央银行行为理论的经济学家通常认为货币数量是一个依赖中央银行贴现率政策的内生变量。紧接着就出现了著名的维克塞尔观点：为了控制通货膨胀率，中央银行必须坚持一个适当的银行利率政策。该政策通过确保银行利率接近变化无常的自然利率来保证资本市场的均衡。(斯坦瑞秋 (Seccareccia), 1998)

自从李·波瓦以来，实际的情况是除了一小部分经济学家以外，经济界的研究全都采用货币主义和凯恩斯的关于给定货币供给的假设，同时主要的原动力也从货币的巨大影响力（和货币供给）转到了通货膨胀率上。中央银行中的学者甚至顺应货币主义者的潮流，根据计量理论的变量，重新修改教科书和学术出版物的言辞和观点。

仍然有一些中央银行家反对这股潮流，他们坚持认为一项对于中央银行运转行为的细致分析支持了“颠倒因果”论断：由于中央银行掌管着短期的利率，货币供给和货币基础的增长都是名义收入的增长带来的。正如古德哈特 (Goodhart, 1989) 煞费苦心解释道：“经济学家在他们的模型中将货币基础和（或）货币存量定为外生的是比较普遍的，这一事实并没有减少错误；实际上这个方法就是错误的。”另一位中央银行家瑞孟德·罗伯拉 (Raymond Lombra) 也提出：作为一种外生货币行为的手段，货币基础的使用将会导致某种特定的错误（罗伯拉和拖脱 (Torto), 1973)。

在学术界，货币主义和货币计量理论最主要的对手来自非正统学说阵

^① 感谢杰弗里·哈特科普为我们提供了精确的引文。它可以在萨东尼 (Sardoni, 1992, 273 页) 中找到，引自罗伯特逊 (Robertson, 1956)，经济评论 (Economic Commentaries)。

营,更准确地说就是后凯恩斯主义经济学家。这在理查德·凯恩(Richard Kahn, 1958)在Radcliffe委员会听证会上的演说中已经比较明显了,然而在尼古拉斯·凯顿(Nicholas Kaldor, 1970、1982)的评论中这点表现得更加明显。这种后凯恩斯主义的批判,连同它的另一种概念,即货币和收入之间的关系在巴塞尔·摩尔(Basil Moore, 1988)的著作——《水平论和垂直论》(Horizontalists and Verticalists)中达到了顶峰。这本书认为货币存量是外生的,并且中央银行通过改变利率来执行货币政策。假设货币供给的内生性的确已经成为后凯恩斯学派的最主要特征。

在20世纪90年代,一批知名的新凯恩斯学者没有引用维克塞尔学派和后凯恩斯主义先驱的观点,而是开始采用这种内生货币观点。他们是:斯文森(L. E. O. Svensson),约翰·泰勒,米歇尔·伍福特(Michael Woodford)和大卫·罗梅(David Romer)。具有讽刺意味的是,内生货币假说又受到米尔顿·弗里德曼保守宏观经济学说的某些方面——具体地说是受到传统的垂直菲利普斯曲线和通货膨胀预期的牵制,因而带来了货币经济学的新共识,有时也被称为新凯恩斯主义综合学说。然而这个说法只能在维克塞尔经济学中适用。我们认为这个新共识是在中央银行政治经济下的一个暂时的潮流,它代替了之前的一个热门话题:中央银行的可靠性与独立性。^①

可是如果从一些教科书和中央银行的报告的内容来判断的话,这个货币经济学的新共识并没有完全跟上潮流。一些中央银行官员,比如联邦储备局的官员,摒弃了关于货币供给的全部讨论。其余的中央银行官员,正如雷德勒(Laidler)在加拿大银行的案例中论证的,仍持着不确定的态度。同时还有一部分则认为这个新共识是其货币政策立场的重要支持,欧洲中央银行就是通过实施一些货币主义的措施从而在表面上恭维货币主义。

在教科书方面,事情的确非常的糟糕。初级和中级的宏观经济学和货币银行学方面的教科书,仍在通过货币乘数和外生货币基础的知识来解释名义收入的发展过程。那些作者们以货币计量理论为基础,求助于各种各样冒险的手段来证明书中内容的正确性,同时又在书中加入一些专栏来讨论中央银

^① 这些问题在由菲利普·阿雷斯特斯和马尔可·索耶编著的另一本汇编(1998年)中讨论。也许它可以被认为是我们这本汇编的伙伴。

行的实际操作手段，尤其是中央银行的通过目标隔夜利率来影响通货膨胀率的机制。理论与现实之间的差距的确是大得令人震惊。目前的教科书仍然不能将权威的新古典主义理论同金融新闻中报道中央银行政策的方式联系起来。

关于本论文集

本书出自渥太华大学举行的一次由罗宾逊组织（Robinson）赞助的会议。这个非政府的研究性组织专注于国内外银行的系统或网络研究。它由“充分就业与价格稳定中心”（the Center for Full Employment and Price Stability）资助，位于堪萨斯城的密苏里州立大学内。此次会议于2003年9月召开，最初决定在大的范围内讨论货币经济问题。然而随着会议筹划工作的进行，我们发现很大一部分论题都是关于中央银行业务的政治经济学的，因此这个论题也成为了本书的中心。本书共分为三部分。第一部分仅就新共识模型展开讨论。第二部分宽泛地涉及了在中央银行实行新经营方式的环境下货币政策的传导机制。第三部分也是和现代中央银行业务相关，但是是从思想发展史或者历史的观点来审视这个论题。

本书的前四章直接和前面提到的新共识相联系。新共识模型可以用三个方程表示。这些方程可以被构造得尽可能的复杂，但是它们本质上可以归结为三个简单的要素：一条投入—产出曲线（和总需求相关），一条垂直的菲利普斯曲线（用来解释通货膨胀）和中央银行的利率反应功能（泰勒法则中的几个变量）。马克·拉沃在他的论文中用一个完全连续的平面坐标图展示了该模型的简化形式，表明在新共识模型中扩张性的财政政策能够在长期内引起实际利率的上升。另一方面，尽管货币政策对于实际利率和产出增长率没有长期的影响，但是它可以使通货膨胀率达到中央银行的既定水平。拉沃认为新共识模型是无货币的货币主义，因为尽管货币机制是基于维克塞尔学说的，而不是弗里德曼学说，新共识模型与米尔顿·弗里德曼的宏观经济学观点完全一致。拉沃更进一步认为对于新共识模型的一个简单修正就可以得到一个（后凯恩斯主义）滞后模型。在该模型中货币政策对于实际利率和实际产出增长都有长期影响。

马克·塞特费尔德（Mark Setterfield）的这一章本质上也在实现同样的

目标。为了方便读者，塞特费尔德论文的符号和拉沃是一样的。但是塞特费尔德以一种对新共识模型略有不同的见解开始他的论述。拉沃认为，实际利率水平是实际通货膨胀率和目标通货膨胀率之间差异的正函数。而在塞特费尔德的模型中，这个关系被一个微分方程所代替：现在，实际利率水平的变化是实际通货膨胀率和目标通货膨胀率之间差异的函数。这样一来就改进了新共识模型的动态理论，但是仍带来了上面提到的同样的长期结果。通过除去垂直的菲利普斯曲线，借助于过去 10 年美国经济行为的经验支持，塞特费尔德修改了新共识模型。由此产生了一个带中央银行约束均衡的后凯恩斯主义模型，货币政策在该模型中对实际利率和产出增长有长期影响。

由约翰·史密森（John Smithin）编写的第三章和新共识模型也有密切联系，他隐含地采用了一条不垂直的菲利普斯曲线作为对新共识模型的修正。同前两位很相似，史密森认为较低的目标通货膨胀率意味着较高的长期实际利率和较低的长期产出增长率。然而史密森的论文主要集中探讨中央银行的利率反应功能——根据泰勒法则——然后提出了下列问题：中央银行应该把均衡实际利率定在什么水平？换句话说就是正常利率的价值在何处？众所周知，尽管一些中央银行官员暗示 3% 的实际利率好像更合适一些，但是泰勒在他的货币法则中假定均衡的实际利率为 2%。史密森讨论了三种选择：零利率、低的且是正的利率和全部生产力要素的增长率所决定的实际利率。他支持中间的这种选择，因为食利阶层是不会接受任何其他妥协的。

由菲利普·阿雷斯蒂斯（Philip Arestis）和马尔可·索耶（Malcolm Sawyer）撰写的一章是一系列专门研究新共识模型的论文。以一个对于新共识模型更加复杂的见解开始，他们指出在现实世界中，事物的可预测性远没有模型中暗示的那样好。特别是由于和货币政策相联系的传导机制的不确定性，而使中央银行的权力受到了限制。这个问题至少包括五方面。第一，当中央银行控制着隔夜利率时，其他短期汇率和长期汇率的变化是有弹性的。第二，在充分就业和通货膨胀率为目标通货膨胀率的条件下，要达到收入和支出的均衡需要负的实际汇率，而从实际和政治的原因考虑，负的实际汇率是不太可能实现的。第三，利率的变化对通货膨胀率几乎不产生任何影响，但是却对实际总需求有很大影响。第四，尽管汇率似乎是传导机制的主要部分，但是汇率和外部平衡可能严重地限制中央银行达到目标的能力。第五，

中央银行如何了解自然利率的变化？正如由斯坦瑞秋（1998）所指出的，这就是维克塞尔的方法在战后最初的几年中被抛弃，而弗里德曼的自然失业率被采用的一个原因。但是，从经验主义的观点来看，自然失业率和它的相近概念无加速通货膨胀失业率（NAIRU）比起来更糟糕。

由罗宾·罗利（Robin Rowley）和布伦达·斯波顿·维萨诺（Brenda Spotton - Visano）所写的章节主要讨论了传导机制的问题。作者集中关注了加拿大银行（Bank of Canada）的案例。他们详细地分析了各种经验主义论文以及其他由加拿大银行员工最近发表的关于传递机制的工作论文。正如阿雷斯特斯和索耶，罗宾和布伦达也关注缺乏明确确立的机制将隔夜利率变化与通货膨胀率变化相连接的这样一个事实。他们得出了这样的结论：加拿大银行之所以拥有控制“核心”通货膨胀率的力量，是因为经济代理商相信它有这样的控制！通过对在加拿大银行进行的研究成果分析，作者怀疑在20世纪90年代所观测到的初期通货紧缩和随后相对稳定的通货膨胀率是由货币政策引起的。同时，罗利和斯波顿·维萨诺还观察到由政府官员和银行高官等官方描述的传导机制和由银行问题的研究人员等非官方描述的传导机制是有差别的。官方的陈述强调货币供给和预期，而非官方的陈述则强调利率改变的效果。在加拿大银行缺少对经验主义工作的关注就反映了这种压力：现在似乎没有协调和系统化的传导机制的观点。

由马克-安顿·比恩（Marc - André Pigeon）所著的下一章也是对加拿大银行的研究，但是他关注的重点是银行的传导策略（communication strategy）。在某种程度上，本章是对前面章节的补充。比恩首先比较了后凯恩斯主义的中央银行学观点和可以在新古典主义教材上找到的权威观点。特别是，后凯恩斯主义认为中央银行是利率的制定者，而不是货币总额的控制者。比恩指出尽管著名的“加拿大银行法案”（the Bank of Canada Act）提出了实现加拿大银行目标的综合指导方针，但是加拿大银行将自己的义务限于防止通货膨胀。作者指出这种行为是由年金收入者、富人或者金融机构对加拿大银行高层的影响所导致的。因此，这个观点支持了史密森在讨论应当采用由中央银行设定的“自然”利率的价值时的一些论断。同时，比恩指出，自然失业率或者无加速通货膨胀失业率的概念在加拿大银行对货币政策的操作上扮演着重要的角色。这就解释了为什么加拿大银行认为自己主要的

角色就是低通货膨胀率的供应者，因为他们相信低失业率可以通过更加灵活的劳动力市场所达到。透明度（transparency）在加拿大银行是个新的术语，但是比恩认为，金融市场的传导要比直接与公众的传导更好，因为公众传导涉及了中央银行高级职员。

接下来，由托马斯·K. 拉姆斯（Thomas K. Rymes）所著的章节论述了现代社会中央银行的操作行为的含义，以及主流货币政策中新共识模型的含义。本章的中心观点是直接明了的。主流观点的学者们依然认为货币政策是由中央银行的资产负债表的变动引起的，显然他们指的是现金和储备金。因为现金是内生的，只有储备金起作用。但是，现在全部储备金来自于几个货币系统，因此完整的货币理论大厦需要重建。针对这种情况，拉姆斯认为至少存在三个不足：第一，庇古和帕丁根的真实平衡效应理论（the real balance effect of Pigou and Patinkin）现在必须被抛弃；相对于凯恩斯理论对不充分就业平衡的解释，它不再是有效的理论性论断。第二，米尔顿·弗里德曼的最佳货币供应政策规则变得不相关了。第三，菲德斯汀（Feldstein）基于马歇尔/哈伯格（Marshall/Harberger）消费者剩余三角理论的通货膨胀的代价是无限的观点是有缺陷的，因此也变得没有意义。第四，拉姆斯论证了由中央银行实施的新操作程序强调对凯恩斯主义经济学和凯恩斯银行理论——正如在《货币论》（“The Treatise on Money”）中所述——复苏的要求。正如他题目中所指出的，拉姆斯认为货币政策必须要有实际效果，这个问题在拉沃和塞特费尔德他们所著的章节中也有阐述。

路易斯-菲利普·罗查（Louis-Philippe Rochon）和塞乔·罗西（Sergio Rossi）同样关注当代中央银行的操作过程。为了清楚地阐述这个问题，他们尝试着扩大货币循环理论的范围——这种方法主要由法国和意大利的专家所发展，并且他们和后凯恩斯主义传统有着紧密的联系。在讨论这些操作过程中，罗查和罗西再一次引入了由著名后凯恩斯主义学者——已故的阿菲德·艾齐纳（Alfred Eichner）所精确表述的一种区别。艾齐纳区分了中央银行的防御角色和适应角色。中央银行的防御角色每天——甚至每分钟都在发挥着作用。防御性业务补偿了由外汇市场业务或者中央银行充当政府金融机构实施的业务所引起的流动性变化，或者因现金需求的变化而引起的流动性变化。中央银行的适应角色则与泰勒法则（Taylor Rule）相联系。它是货币

政策的组成部分：根据每周的情况，中央银行必须决定它是否希望调整目标隔夜利率。通过使用私有银行和中央银行的资产负债表，罗查和罗西调查了防御性角色。他们用图表解释了通常在宏观模型中被忽略的银行间市场机能，并解释了银行间市场可以被设想为货币市场（隔夜市场）和金融市场（购回协议市场）的结合。

斯坦瑞秋和拉沃所著的章节在中央银行业务的方面上与阿雷斯蒂斯、索耶、罗利和斯波顿·维萨诺所讨论的主题一致。现在所有中央银行业务的学生都认同中央银行拥有设定隔夜利率的能力，那么是不是已经有这样的可能：持续短期利率的变化影响长期利率，而且理所当然地，这些变化影响投资行为或者耐用品消费行为？维克塞尔的回答是否定的——这可以在新共识模型中找到。但是斯坦瑞秋和拉沃展示了一种与肯定回答相一致的证券投资决策的形成。这种观点基于资产间的非完全替代，是顺着詹姆士·托宾的想法，并进一步由怀尼·戈德内所发展。同时，该章节还给出了用加拿大的数据进行的回归分析结果。结果显示，加拿大长期利率是受美国长期利率、加拿大股票生息率和加拿大隔夜利率影响的。尽管很微弱，但隔夜利率的影响是有规律并且重要的。

在由真纳罗·泽扎（Gennaro Zezza）和克劳迪·H. 多斯桑托斯（Claudio H. Dos Santos）所著的章节中，他们也使用了托宾和戈德内的资产组合方法。通过对由收入、银行贷款、股票发行提供投资资金的公司的分析，他们扩展了由拉沃和戈德内所建立的需求增长模型（demand-led growth model）。他们增加了对中央银行和政府部门的描述，并且允许通货膨胀率变动。他们的模型包含了50个方程的完全连续股票波动模型，而且在模型中，中央银行管理着短期国库券利率。在某种意义上，这是一种新颖的新共识模型，但是却不容易写入教科书。作者们进行了一系列的试验，比如评价工资膨胀冲击（wage inflation shocks）的作用。他们的模型显示与新共识相比，财政政策在提高增长率方面是十分有效的。在另一方面，正如阿雷斯蒂斯和索耶所说的那样，货币政策的结果则似乎不明确。特别地，短期国库券利率增加——即使伴随着其他利率的增加——将很可能导致更快的增长，尽管它对投资的影响是负面的。这是因为更高的政府债务利息支付引起更高的家庭消费，随之带来更高的总体利润。

下面的两章也与托宾的理论有关。托马斯·I. 帕雷 (Thomas I. Palley) 解决了在开放经济下中央银行的政策有效性问题——这是一个在现代全球化世界中十分受关注的问题。帕雷比较了过去论述这个问题的两种经典的方法：凯恩斯主义的方法和芝加哥学派的方法。他将托宾和鲁底吉·多恩布什 (Rudiger Dornbusch) 的著作作为两种方法的代表，其中鲁底吉的著作是基于 UIP 条件 (非套补的利率平价条件)。帕雷指出为了研究中央银行的有效性，必须仔细地地区分完美资产替代 (perfect asset substitution) 和完全资本流动 (perfect capital mobility)。因为全球化已经带来了更多的资金流动和资产替代，所以经验证据已经很明显地否定了完美资产替代的假设和购买力平价、非套补利率平价的假设。因此，帕雷认为由托宾提出的非完美资产替代的开放经济模型是最贴切的；在小规模的开放经济中还是有货币政策的空间的。

罗伯特·W. 狄蒙德 (Robert W. Dimand) 也对比了两位专家的观点：一位是著名的后凯恩斯主义专家海曼·P. 米什金 (Hyman P. Minsky)，另一位则又是托宾。狄蒙德关注在货币经济体制下宏观经济的不稳定问题。在他的章节中，作者提出了一个自相矛盾的观点，他们的著作尽管与两个不同的学派思想相联系，但是却表现出了许多的相似之处，同时他们又表示对对方著作的怀疑和不满。狄蒙德展示了托宾和米什金都受凯恩斯的投资理论和欧文·费雪 (Irving Fisher) 的债务—通货紧缩理论的启发，而且他们都深入研究了银行系统结构。两位经济学家都否认庇古—帕丁根的实际余额效果，都否认经济可以自我调整到完全就业状态。托宾和米什金都同意需要一个自由支配的，而非机械的货币政策来稳定经济。他们都提出中央银行应该对外证券市场投机交易采取行动，因为他们都认为悲观或非理性繁荣会导致这种投机交易。

由罗伯特·E. 普拉斯克 (Robert E. Prasch) 所著的章节重新带来了学术理论和实际证据之间存在尴尬的问题。为了阐述这个问题，普拉斯克评论了在 1913 年到 1951 年间、艾伦·梅尔茨与联邦储备之间的历史。在那个时候，联邦储备决定不再继续支持长期政府债券价格。梅尔茨是一位货币学派的重要代表——货币学派在教科书上的影响现在依然是决定性的。一旦联邦储备没有完全听从货币主义的意见，梅尔茨就断定联邦储备是错误的。这个