

當代貨幣理論與政策

林 鐘 雄 著



當代貨幣理論與政策

林 鐘 雄 著

自序

0

自從民國五十八年我刊行「貨幣銀行學」以後，若干熱情的素未謀面的朋友藉着書信，與我討論有關貨幣經濟學的各種問題。基於這些討論，我曾經對其中若干位朋友作承諾，鞭勵我自己撰寫一本較深入的介紹當代貨幣理論的書。至少一千個日子，我埋首書堆。這本書是這些日子的成果，是為他們而寫的；雖然如此，我希望這本書也能適合於一般的年青朋友們的需要。

本書可說是我的「貨幣銀行學」的續集，在那本入門書裏，我主要的目的在敘述和說明已屬定論的基本概念；本書則以一九六〇年代貨幣經濟學的爭論為主題，希望藉此為年青的朋友們介紹和檢討一九六〇年代貨幣經濟學的發展形勢，和一九七〇年代的新發展方向。

我一向偏愛自己所境的咖啡，這一回却是比較濃烈的，祇宜慢慢品嚐。或者有些朋友會跟我一樣地偏愛，或者有些朋友會覺得口味不對。但是，我歡迎品嚐過的朋友給我建設性的批評。

1

當代的貨幣理論與政策，正如當代的經濟學一樣，可區分為兩個部門：其一是個體貨幣學(Monetary Microeconomics)，其二是總體貨幣學(Monetary Macroeconomics)。個體貨幣學正在萌芽階段，目前尚未有具體的發展方向，總體貨幣學則有悠久的歷史，為貨幣理論史上的主流，長久以來且為經濟學上的一個重要環節。一九三六年凱因斯刊行其「就業、利息與貨幣的一般理論」，再經註釋家們演繹為 IS-LM 分析法以來，經濟學家們一度將貨幣理論貶為極其不重要的被動角色。

一九五〇年代以後，世界各國的長期而持續的通貨膨脹現象成為貨幣理論復活的良機。由於所要處理的是通貨膨脹與經濟成長的總體經濟問題，故復活的乃是總體貨幣學。同時，一則由於凱因斯的影響，二則由於實證研究的盛行，復活的總體貨幣學呈多面發展的現象，在一九六〇年代的大量發展時期，甚至演變為百家爭鳴的局面。因此，當代的貨幣理論與政策尚屬各家學說雜然並存的爭論階段，個體貨幣學便是這個爭論過程中的新衍生物，預計在一九七〇年代將有顯著的發展。

2

本書屬總體貨幣學，分為四個主要部分。第一篇導論，說明貨幣、資產、財富與經濟活動的關係，為總體貨幣學的基礎。第二篇貨幣供給理論，介紹現代貨幣供給理論的研究方法和若干貨幣學家的貨幣供給理論，並分析影響貨幣供給量的諸因素，檢討貨幣當局控制貨幣供給量的能力。第三篇貨幣需要理論，除以貨幣需要分析方法，對傳統貨幣數量學說及凱因斯革命作新詮釋外，主要在介紹當代四項貨幣理論的主流，「芝加哥學派的新貨幣數量學說」、「凱因斯經濟學的重建」、「貨幣理論與價值理論的結合」和「耶魯學派的資產平衡論」。第四篇貨幣政策，敘述貨幣政策之目標、工具與作用過程，並檢討其有效性。

以這些理論為基礎，一九六〇年代後期另有兩項更深入的爭論：其一是貨幣成長理論，其二是經濟安定政策理論。本書雖不曾介紹這兩項理論，有志研究當代貨幣理論的年青朋友們却不能不注意這些發展。

3

藉着這本書即將印行之際，我想對幾位協助我的朋友們表示我由衷的感激。他們的感情將永遠銘刻在我的心坎。

我特別要感謝林景源博士幫我在美國複印若干在國內不易請到的論文；三弟吉雄不辭辛勞幫我在美國訂購我所需要的書籍。去年八月至十月間，鄭世松兄、梁發進兄、胡決陽兄及賀廣玉小姐，都曾經費神校閱過本書的初校稿，承蒙他們指出若干尚待修改補充之處。在這三個月間，使我有機會細心地一一加以修正。同時，我也要向林炳文先生申致謝意，沒有他的幫忙，這本書的圖形將不能有這樣的水準。當然，在朋友們這樣熱心的協助之後，假若再有什麼錯誤，應全部由我來負責。

林 鐘 雄

當代貨幣理論與政策 目錄

自序	iii
----------	-----

第一篇 導 論

第一章 貨幣、資產與財富	3
第一節 財富與資產	3
第二節 資產需要	9
(一)民間的資產需要 (二)企業的資產需要	
(三)金融機構的資產需要	
第三節 資產與貨幣	13
第四節 貨幣、資產調整與經濟活動	18

第二篇 貨幣供給理論

第二章 貨幣供給量的決定	23
第一節 金融機構與貨幣供給量	23
第二節 貨幣供給理論的基本模型	26
第三章 貨幣供給理論	31
第一節 早期的理論	31
(一)米德 (二)丁百幹	
第二節 弗利德曼·施瓦茲貨幣方程式	34
第三節 卡幹貨幣供給等式	36
第四節 布蘭納·梅徹貨幣供給函數	37
第五節 泰堅貨幣供給方程式	40
第六節 斯密士貨幣供給函數	43

第四章 貨幣供給量的決定因素	47
第一節 導言	47
第二節 強力貨幣	49
(一)國外資產淨額 (二)政府財政 (三)美援存款	
(四)對其他銀行資金融通 (五)對企業資金融通	
第三節 準備比率	56
(一)存款結構的變化 (二)法定準備比率	
(三)金融結構的變化 (四)其他銀行資產結構	
第四節 通貨比率	61
(一)國民所得 (二)貨幣流通速度 (三)保有通貨的成本	
(四)都市化的程度 (五)貨幣化 (六)銀行業的經營	
(七)每人旅行量 (八)通貨膨脹	

第三篇 貨幣需要理論

第五章 唯貨幣論者與非貨幣論者	69
第一節 基本理論的對立	69
第二節 金塊論者與反金塊論者的論爭	70
第三節 通貨學派與銀行學派的論爭	73
第四節 傳統貨幣數量學說的盛行	76
第五節 從聯邦準備制度到一九三〇年代的經濟大恐慌	77
第七節 唯貨幣論的復活與一九六〇年代的新論爭	79
第六章 傳統貨幣數量學說新詮	83
第一節 導言	83
第二節 費雪與交易型數量學說	84
(一)交換方程式 (二)交易貨幣需要	
(三)從失衡到均衡的過程 (四)交易型數量學說的缺點	
(五)所得型交換方程式	
第三節 皮古與餘額型數量學說	90

	(一)劍橋方程式	(二)真實貨幣需要	
	(三)從失衡到新均衡的過程——價格水準的決定		
	(四)劍橋方程式與交換方程式的差異		
第四節	魏克塞爾與間接作用的過程		97
	(一)貨幣利率與真實利率的對立	(二)間接作用過程	
	(三)累積過程	(四)魏克塞爾與凱因斯	
第七章	凱因斯革命		102
第一節	「一般理論」與凱因斯革命		102
	(一)「一般理論」的可接受性 (二)擺脫傳統貨幣數量學說		
第二節	基本模型		105
	(一)消費、投資與所得 (二)貨幣、利率與所得 (三)希克斯交點		
第三節	貨幣需要理論及其發展		111
	(一)保有貨幣動機的分析 (二)交易貨幣需要與利率		
	(三)未竟的研究工作		
第八章	芝加哥學派的新貨幣數量學說		117
第一節	反凱因斯革命		117
	(一)芝加哥大學的口述傳統 (二)凱因斯變成了新正統		
	(三)貨幣史的新解說		
第二節	貨幣所得決定論		122
	(一)基本模型 (二)貨幣所得的決定理論		
	(三)新貨幣數量學說的主旨		
第三節	貨幣需要理論		127
	(一)貨幣需要函數 (二)貨幣流通速度的安定性		
第四節	名目數值與真實數值		132
	(一)真實貨幣需要與名目貨幣供給		
	(二)真實利率與名目利率 (市場利率)		
第五節	結論——反凱因斯革命的貨幣理論		135

第九章 凱因斯經濟學的重建	139
第一節 導言	139
(一) 張檢查表 (二) 「貨幣論」與「一般理論」	
第二節 凱因斯與古典學派的基本差異	144
(一) 未來的不安定感 (二) 需要決定供給	
第三節 凱因斯與凱因斯學派的差異	148
(一) 重建四物品市場模型 (二) 流動資產與非流動資產	
第四節 投資、消費與利率	153
(一) 凱因斯論利率與投資 (二) 第二消費心理法則	
第五節 失業理論	157
(一) 長期失業的基本原因 (二) 貨幣政策的失業觀	
第六節 結論	160
第十章 貨幣理論與價值理論的結合	161
第一節 古典學派的二分論	161
第二節 四物品市場的總體模型	162
(一) 資金流通表 (二) 四物品市場模型	
第三節 貨幣數量變動的後果	169
(一) 比較靜態分析 (二) 動態分析	
第十一章 耶魯學派的資產平衡論	176
第一節 導言	176
(一) 耶魯學派的興起 (二) 耶魯學派的基本看法	
第二節 金融部門與真實生產部門	179
(一) 金融部門與社會的資產負債表 (二) 生產市場	
第三節 資產平衡論	185
(一) 貨幣新論 (二) 資產結構選擇的基本原則	
(三) 貨幣需要論	
第四節 結論——金融媒介機構所扮演的角色	198

第四篇 貨幣政策

第十二章	貨幣政策的目標	201
第一節	導言	201
第二節	貨幣政策目標的具體意義	203
	(一)經濟安定 (二)充分就業 (三)經濟成長	
	四平衡國際收支	
第三節	貨幣政策目標的衝突性	208
	(一)經濟安定與充分就業的衝突	
	(二)經濟安定與平衡國際收支的衝突	
	(三)經濟成長與平衡國際收支的衝突	
第十三章	貨幣政策的工具	211
第一節	導言	211
第二節	貨幣政策工具的比較標準	212
	(一)控制貨幣供給量的能力 (二)對利率結構的影響	
	(三)伸縮性 (四)對大眾預期的影響	
	(五)對商業銀行行為的強制影響	
第三節	再貼現率政策	214
第四節	存款準備率政策	217
第五節	公開市場操作政策	219
第六節	規則Q	223
第七節	選擇性信用管制	224
第八節	國債管理	226
第九節	以法則替代權衡	229
第十四章	貨幣政策的作用過程	231
第一節	導言	231
第二節	傳統貨幣數量學說	232
	(一)直接作用 (二)間接作用	

第三節	原始凱因斯學說	236
第四節	信用供給可能性學說	238
第五節	銀行家的看法	240
第六節	新貨幣數量學說	242
第七節	資產平衡學說	244
第八節	新凱因斯學說	246
第九節	結論	249
第十五章	貨幣市場與貨幣政策指標	250
第一節	貨幣市場與貨幣管理	250
第二節	貨幣政策與貨幣供給量	253
第三節	貨幣供給量與利率	256
第四節	貨幣政策指標	261
	(一)利率 (二)股票價值 (三)貨幣存量	
	四貨幣基數 (五)自由準備	
第五節	結論	268
第十六章	貨幣政策有效性的論爭	269
第一節	貨幣政策的數量效果	269
第二節	貨幣政策的品質效果	272
第三節	制度因素對貨幣政策的限制	277
第四節	貨幣政策的時間落後	280
第五節	結論	281

第一篇 導 論

一般忠厚的人不能愛好一件新的作品，
但當一件作品有了二十年的壽命之後，
就會真誠地愛好了：這是常有的現象。
新生命的香味太濃烈，他們虛弱的頭腦
受不住，必得這香味在時間中昇化一會
兒才好。藝術品一定要等到積滿了年歲
的油垢之時，方能開始被人瞭解。

——約翰·克利斯多夫——

第一篇的主題

當代的貨幣理論有兩項重大的發展：其一，貨幣實證研究的盛行；其二，配合金融媒介機構與貨幣市場的發展，重視資產平衡及其調整的分析。本章說明財富、資產及貨幣的相互關係，分析貨幣在資產平衡及其失衡中所扮演的角色，為當代貨幣理論的基本概念。

第一章 貨幣、資產與財富*

歲月流逝……人生的河流中，開始隆起回憶的島嶼。先是一些偏僻的小島，一些浮在水面上的岩石。在牠們的周圍，一片平靜而汪洋的水在晨光熹微中展布開去。隨後又是些新的小島在陽光中輝耀。

——約翰·克利斯多夫——

第一節 財富與資產

在現實的社會裏，個人的所得中總有一部分，或多或少（或為負數），未在當期支用出去，預備在將來某一時期支出（若為負數，則在將來清償）。就當期來說，成為個人的儲蓄，而就若干時期的累積數來說，則成為個人的財富。在整個社會，固然每一時期的儲蓄均經由各種途徑轉入投資，而投資却是為將來而生產的支出，故若干時期的投資，扣除其折舊後，其累積數也成為社會的財富。因此，就某一個時點來說，過去各時期未曾消費的所得，構成了該時點社會財富存量，而各該時期所得中未消費的儲蓄流量，則成為下一時點的新增財富。

不論那一時點，個人或整個社會的財富存量都可以區分為兩大類型：第一，金融資產；第二，真實資產。金融資產依其流動性可暫分為二小項：第一項包括通貨及未付利息的活期存款或類似活期存款的貨幣資產，都有百分之百的流動性。由於隨時可以動用，且為債權債務的標準，貨幣本身不會發生資本利得或資本

* 本章原載「現代經濟金融月刊」第二卷第八期，六十一年八月。

損失，風險甚小。惟以其購買力之高低因物價水準之跌漲而異，故其價值是否安定頗有問題。在以貨幣形態保有財富時，貨幣本身不會產生任何誘引力^①。

第二項包括定期存款、儲蓄存款、人壽保險、政府債券、股票等金融及證券資產。這些資產流動性的高低與金融市場的發達程度有關，金融市場愈發達的場合，流動性愈高；金融市場愈不發達，則流動性愈低，惟無論如何，其流動性總是不完全的。由於流動性不完全，且市場利率時有變化，此類資產在出讓時，可能享有資本利得，也可能發生資本損失，故有相當程度的風險性。雖然如此，在正常情況下，市場利率變化總有某種程度的界限，即風險程度並非最大，故其價值大致維持在某一範圍之內。在這種情形下，證券資產當然不能不說是妥適的保有財富的工具。尤其是，各種證券資產都有利息或類似利息的收入，足以補償其流動性的損失。

第二類包括家庭器具、汽車、房屋等耐久性及半耐久性真實資產。這些資產大致可分為兩部分：住宅等耐久性資產雖然會因風吹雨打而發生折舊現象，且也沒有健全發達的二手貨市場，但因耐用期限長，設計及建築對牠所提供的勞務影響有限。雖然因流動性小，而使其急於出讓時，有發生資本損失的風險，但在正常情況下，其價值仍相當安定，却不失為良好的保值工具。家庭器具及汽車等耐用期限較短的耐久消費品，則或者由於技術進步快速，或者由於必然的廢棄性，或者由於新貨與二手貨區分界線

● 對弗立德曼 (Milton Friedman) 來說，貨幣則是一種奢侈品，牠的所得需要彈性大於一。因為貨幣可提供非金錢性勞務 (non-pecuniary services) 與生產性勞務 (productive services)。前者指稱保有貨幣的安全感與驕傲感；後者則指稱保有貨幣在日常交易上的便利。Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, (Chicago: Aldine Publishing Company, 1969) chapter 1。同時，亦可參閱拙稿：「弗利德曼論貨幣」，美國研究，第二卷第一期，六十一年三月。

甚明，使得這些真實資產雖然有較住宅為大的流動性，但却主要用於提供消費的勞務，保值功能祇是副產品，且保值性低。

上述這三項資產的流動性、風險性、價值安定性及特殊功能可列表如下：

表 1—1 各種資產的比較

	貨 幣	證 券 資 產	真 實 資 產
流動性	100%	中	小
風險性	小	中	大
價值安定性	有問題	中	較優
特殊功能	無	利息	勞務

在這些資產中，就整個社會的各經濟部門來說，某部門的資產恰為另一部門的負債，因而互相抵銷，社會淨資產或淨財富就遠較個人總財富的合計數為小。例如，通貨發行雖是民間資產，却是政府負債；再如，各種存款雖是存款人的資產，却是金融機構的負債；又如股票雖是持有人的資產，却是企業單位的負債，諸如此類不勝枚舉。因此，假若要計算一個社會的淨資產，貨幣資產與證券資產都將與其負債相互抵銷，祇剩真實資產一類而已②。假定一個很單純的社會，祇有政府、商業銀行、民間及企業

- 在現實的經濟社會裏，金融資產與其負債固然完全相互抵銷。例如，個人在銀行存款一萬元，銀行帳上負債亦必為一萬元，兩者當然相互抵銷。但是，持有證券資產者，則不必然相互抵銷。例如，某公司之股票票面金額為一萬元，當時市價為一萬二千元，持有股票者及該發行公司對該股票的估價態度，就會影響社會淨資產的大小了。請參閱 R. J. Ball, *Inflation and the Theory of Money*, (London: George Allen & Unwin Ltd. 1964), pp. 175-177. 嚴格地說，如下即將提及，政府負債純係社會淨資產的一部分，不宜將之與民間所持有之政府負債相抵銷。

四個部門。資產種類祇有通貨、公債、活期存款、放款、股票及廠房設備等六樣，則可將四個部門保有資產及負債的情形表示如下：

表1—2 各經濟部門淨資產之情況

	政 府		商業銀行		民 間		企 業	
	資 產	負 債	資 產	負 債	資 產	負 債	資 產	負 債
通 貨	—	950	100	—	650	—	200	—
公 債	—	500	200	—	200	—	100	—
活期存款	—	—	—	1,000	300	—	700	—
放 款	—	—	600	—	—	200	—	400
股 票	—	—	100	—	300	—	—	400
廠 房	—	—	—	—	—	—	400	—
合 計	—	1,450	1,000	1,000	1,450	200	1,400	800
淨 資 產	(-) 1,450		0		(+) 1,250		(+) 600	

從上表可以看出，四個部門的資產與負債相互抵銷之後，整個社會的淨資產等於廠房設備 400。但是我們都知道，絕大多數的真實資產原先都係因其生產能力或消費能力足以提供的勞務而被保有，其價值儲藏功能幾乎純為副產品。

雖然如此，現代經濟社會的最顯著特色是：真實資產的這種價值儲藏副產品係以發行證券資產而與其勞務的原始功能分開，或者是將所有權與管理權分開。惟不論在何種情形下，證券資產大致上可分為兩類：一類是股權資產(equities)，一類是支付承諾或債務。前者如股票，後者如公司債、存款等。因此，若不考慮政府部門，民間的淨資產應等於民間的真實資產。

除民間的金融資產外，政府也能發行金融資產。但政府的金融資產本質上與民間的金融資產大為不同。衆所周知，政府所發