

古德哈特 货币经济学文集

Selected Works on Monetary Economics of
Charles Goodhart I

上卷



 中国金融出版社

古德哈特货币经济学文集



(上卷)



货币分析、政策与控制机制

Monetary Analysis, Policy and Control Mechanisms

[英] 查尔斯·古德哈特 著

康以同 张 丹 李 丹 译

孟芳芳 朱 力 何杨捷

唐 旭 黄海洲 校



中国金融出版社

责任编辑：杨冠一

责任校对：孙蕊

责任印制：裴刚

图书在版编目 (CIP) 数据

古德哈特货币经济学文集 (Gudehate Huobi Jingjixue Wenji) (上卷) / (英) 古德哈特 (Goodhart, C.) 著; 康以同等译. —北京: 中国金融出版社, 2010. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5242 - 4

I. 古… II. ①古…②康… III. 货币和银行经济学—文集
IV. F820 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 159390 号

出版

中国金融出版社

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京佳信达欣艺术印刷有限公司

尺寸 155 毫米 × 235 毫米

印张 17. 75

字数 277 千

版次 2010 年 3 月第 1 版

印次 2010 年 3 月第 1 次印刷

定价 45. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5242 - 4/F. 4802

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

目 录

(上卷)

货币的重要性.....	1
政治经济学	43
货币政策的实施	99
中央银行应该做什么.....	163
货币的两种定义：对最优货币区分析的影响.....	177
究竟什么是货币总量.....	202
货币理论的长期困惑：拒不面对现实.....	211
对“古德哈特定理：起源、含义及对货币政策的影响” 一文的评论.....	224
古德哈特定理：起源、含义及对货币政策的影响.....	227

基于公司治理的中小 商业银行风险控制

Risk Control of Medium-sized and Small commercial
Banks Based on Corporate Governance

魏 华 著

经济科学出版社

尤其是节约时间的特点，从某种程度上说是一种奢侈品。人们期望货币可以提供这种服务，从而货币需求的增长快于人均实际可支配收入的增长。¹ 另一方面，随着交易规模的扩大和交易频率的增加，原则上现金管理中也存在一定的规模效应。这个因素会导致货币需求的增长慢于人均实际可支配收入的增长。

持有货币同样存在成本，即资金无法用于购买更多商品或者其他资产。因此，货币持有者会不断调整他们所持有的货币余额，直到每增加一单位货币的持有量所带来的便利等于其所带来的成本。为了达到这种平衡，货币持有者会不断改变其他商品或资产（比如金融资产、资本商品和消费品等）的购买量，从而使其货币持有量达到所需的均衡水平。

一般来说，当某种商品或资产的边际效用不等于边际成本时，货币持有者会首先调整近似替代品的权重。如果西红柿汤的价格上升，正常的反应是少买西红柿汤，多买牛尾汤，而不是少买西红柿汤，多买公司债券。

传导机制反映了货币政策对支出决策的影响。当市场出现变动时，比如政府干预金融市场，人们就会相应地调整其资产组合，正是这种方式决定了传导机制。这种反应机制，也就是传导机制取决于人们将哪种资产认定为货币资产的最好替代品。

目前存在着两种主要理论方法，一种称为“凯恩斯主义”（也许这样定义不公平），另一种称为“新数量理论”或者“货币主义”（同样不公平），两种理论的分歧主要在于货币和其他金融资产，以及金融资产和实物资产之间的替代程度。以下几节对这两种方法进行简单描述，我们有意凸显两者的不同，这也许夸大了它们之间的差别。由于两个学派的争论至少在原则上可以归结为某种实证检验问题，因此基于美国数据的实证检验结果，很多学者改变了他们原来支持的观点，这一点也不足为奇。

二、传导机制

1. “凯恩斯主义”分析

凯恩斯主义者坚信具有短期流动性的金融资产是货币的近似替代品，而

¹ 与债券或者股票（它们的价值易发生变化）相比，持有货币资产可以降低不可预见的资产组合价值变动风险。到目前为止，风险规避还是一种奢侈品，随着人们变得更加富有，他们在资产组合中配置的货币会更多。另一方面，随着金融体系的发展，很多其他资本资产也大量涌现，这些资产可以在很短的时间内变现。因此，基于风险规避目的，货币需求至少在近几年内不会受到严重的影响，因为持有其他的高收益资本资产同样能够满足上述目的。

商品和实物资产却不是。为了支持这种观点，凯恩斯主义者强调：（1）我们很难确定哪种资产实际构成了货币存量（这意味着这些金融资产在很多方面是相似的）；（2）通过改变金融资产组合来调整现金的头寸是比较容易的；（3）金融资产性质的相似性使彼此间构成一个流动性系列（如从流动性最强的现金到流动性较差的资产，如股票）。

如果货币当局通过公开市场操作²增加了货币存量³，在其他条件相同的情况下，货币增加带来的额外便利就与机会成本不匹配，这种机会成本是指投资其他资产所带来的收益。在这种情况下，根据凯恩斯主义理论，为了重新恢复投资组合的平衡，投资者会更多地购买货币的替代品（当然不是全部），比如其他流动性资产，而不是商品和实物资产。这会导致这些金融资产的价格上升，收益率下降，从而导致投资者进一步购买其他流动性略差的资产（沿着上述流动性系列）。货币供给变化的影响就像是沿着金融资产系列的波纹，随着距离初始干扰越来越远，这种影响在范围和预测力方面都不断减弱。这种波纹最终会到达金融市场的另一端，并改变收益率，从而导致资本成本和资本收益的不匹配。

凯恩斯主义者认为，货币供应量变化对支出决策的影响几乎都是通过调整金融资产的利率来实现的。如果这种结论是正确的，那么它对货币政策有着非常直接和重要的意义。货币政策只需要直接影响和控制利率，而非控制货币存量，这意味着货币政策实施的确定性更大⁴。

除了资本成本效应外，利率变化对支出的影响还包括“可得性”（availability）效应和“财富”效应。一般来说，可得性效应源于某些利率存在一定刚性，以及这些利率与自由市场利率的差异（“黏性”利率的一个例子是英国住房贷款协会的推荐利率）。在自由市场利率和刚性利率出现差异的情况下，资金流动的渠道会发生巨大变化，从而出现信贷配给或完全中断

2 理论上，由于货币当局能够控制货币存量的水平，所以教科书通常认为货币存量是由货币当局控制的外生变量，也就是说，其独立于经济体系之外。在本文接下来的内容中，这种假定会受到质疑。

3 公开市场操作是在金融市场中进行的。因此货币当局改变货币存量的行为并不会对经济体中的每个人产生均等的影响，但会对金融市场的积极参与者首先产生影响。与平均水平相比，金融市场的积极参与者可能会有较高的货币需求利率弹性。然而却鲜有文献论述这种货币当局行为特征导致的不同影响。

4 影响支出决策的是真实利率水平，然而货币当局只能只观察到名义利率水平。为了估计借款的真实成本，名义利率水平还需要通过诸多因素的调整，比如预期通货膨胀率、税收安排的影响和预期名义利率水平本身。

的情况。在某些市场，比如住房市场，信贷是非常重要的，因此可得性效应是相当显著的。财富效应常常发生，因为利率变化会改变已有实物资产的现值。比如，如果利率下降，实物资产的现值会上升。⁵ 这些实物资产的最终拥有者（主要是公司证券的持有者）会受益较多，同时没有人会感到效用降低。

尽管有上述理论观点，但是长期来看，利率变化是否会对支出决策产生很大影响还存在疑义。因为一般来说，支出决策似乎对利率变化很不敏感。对于凯恩斯主义者来说，这意味着货币政策对支出水平的影响很不显著，而且这种状况对于近几十年来调整货币政策行为也是有影响的。从某种程度上讲，支出对利率变化不敏感可能归因于利率与预期未来通胀率同时变动的巧合，以至于实际利率变化的大部分——即使其与名义收益率的变动方向相同——被掩盖了。事实上，很多情况下，公众对市场化金融资产需求变动的主要原因是对未来通胀的预期发生变化，比如说货币当局在金边债券市场上实施顺势而动的政策⁶ 对实际利率和名义利率的影响程度不同，但是我们无法观察到这种差别。如果人们担心通胀加剧从而开始变卖金边债券，货币当局（仅能观察到名义利率变化）对市场的支持会阻止利率上升到相应水平，从而无法反映出市场对通胀预期的悲观态度。

然而近年来，更多详尽的实证调查表明存在某种显著的利率效应——尽管大多数的调查都是基于美国数据，而且这类显著的效应主要是针对美国各州和地方政府的支出、公共设施和住房部门⁷，也许在英国上述行业对利率变化不够敏感。然而，我们还需要研究英国财务状况的变化如何影响支出决策。英格兰银行业已开始计划利用过去几十年来积累的信息对这个领域进行深入研究。我们又一次遇到了同样问题，即当仅能观察到名义利率时，如何估计实际利率水平。

当市场出现波动时，为了恢复货币需求和供给的平衡，资产的收益率会

5 在某些情况下，当实物资产无法支持金融资产时，利率下降也会带来财富效应，比如资产不足以抵还国债的情况。在此种情况下，如果这些债务工具（英国政府债券等）的现值有所上升，那么，理论上讲，纳税人的纳税负担也相应地增加。现实中，这种情况发生的可能性极小。

6 即当金边债券市场变弱时，买入股票；在价格走强时，卖出股票。

7 近年来，研究货币效应最详尽的成果之一来自美联储——麻省理工大学的美国计量经济学模型。研究成果（de Leeuw 和 Gramlich，《美联储公报》，1969年6月）显示，影响消费的财富效应比较显著和迅速，影响住宅建设的资本成本效应也相当显著和迅速。影响商业固定投资的资本成本效应也是显著的，但存在一定时滞。没有证据显示存货投资对货币效应是敏感的。

发生变化。某种金融资产对货币的替代程度越低，该资产的收益率变动就越大。因此，在一定的经济预期背景下，通过货币当局的公开市场操作，利率的变化最终会对支出产生影响。金融资产对货币的替代程度越高，货币供给变动对支出的预期影响就越小。如果其他金融资产对货币的替代程度非常强，那么原则上，我们需要采取大幅改变货币供给的政策，才能影响到利率水平和支出决策。但是，实践中还存在一定的困难，比如，能否维持一个有效和灵活的金融中介体系，而且这种政策要求公众坚信货币供应量与利率之间存在着非常稳定的关系。

如果货币和其他金融资产之间的替代程度较强，并且公众对这种替代关系相当信任，那么货币供应量的变化就会对金融资产的收益率产生较小但可预测的影响。如果金融资产不是货币的良好替代品，而且两者的替代关系也存在很大变动，那么货币供应量变动的影响就会很大，也很不稳定。

因此，货币和金融资产之间的替代程度与替代关系的稳定性之间的关联性很强，货币当局在控制货币数量时应该考虑替代关系的重要性和可信性。《Radcliffe 报告》中的某一段阐明了这一学派的观点，“在一个高度发达的金融体系中……存在很多具有高度流动性的金融资产，这些资产都是货币的良好替代品。因此如果该体系内的货币较少时……利率就会上升。但是它们不会上升太多……”（第 392 段）。唯一合乎逻辑的结论是，货币当局应该认识到，“关键”因素不是对货币供给的控制（第 397 段）。另外一方是货币学派的观点，其中弗里德曼教授是最著名的反对者。

2. 货币主义分析

货币主义者认为货币并不仅仅是纸质金融资产的近似替代。事实上，货币是具有独特属性的资产，因此它不是一小部分资产的替代品，而是更意义上的所有相似资产的替代品，无论实物还是金融资产。

货币政策的“信贷”效应（凯恩斯主义）和“货币”效应（货币主义）的关键区别并不是货币存量的变化是否影响利率，而是影响利率的程度。根据“信贷”观点，货币政策对资本资产以及相关支出的影响比较小，范围也较狭窄……根据“货币”观点，货币政策对资本资产和相关支出的影响范围比较大。⁸

8 弗里德曼和 Meiselman, “美国货币流通速度和投资乘数的相对稳定性, 1897 ~ 1958 年”, 《稳定政策》, Prentice-Hall 出版公司, 1964 年, 第 217 页。这部分非常清楚地说明了货币主义观点的理论基础。

简单来说，如果某人认为自己缺少货币，为了调整他的均衡头寸，则放弃一些计划用于商品或服务的支出与卖掉一些金融资产是一样的。在这种情况下，货币对于任何一种资产或者特定资产组合的需求利率弹性都是比较低的，因为货币既是实物和金融资产的替代品，也是其他资产的替代品。进一步说，不用于及时消费的商品和资产能够产生未来的服务。那些未来服务的价值与资产当前成本之间的关系可以认为是一种收益率，定义为相关资产的“本身利率”。凯恩斯主义者和货币主义者一致认为资产持有人会努力达到一种均衡，在这种均衡下，货币存量带来的服务（便利性、流动性等）与其他资产的本身利率的边际价值相同。总的来说，凯恩斯主义者认为仅是金融资产才具有本身利率，而货币主义者认为本身利率是所有资产的共同特性。因此，当人们拥有的货币存量大于他们所需时（在一定的即期和预期利率水平下），凯恩斯主义者认为人们会购买金融资产，而货币主义者认为人们会直接购买广义资产，包括实物资产，比如耐用消费品。

根据货币主义者的观点，货币政策会对所有计划支出产生微小但全面的影响，不论是商品还是金融资产。货币存量变化的影响将会是广泛和全面的，而不仅仅通过特定利率渠道。国民储蓄或当地政府的短期货币收益率上升并不会导致货币需求的显著下降——因为这些资产并不是货币的近似替代品。这种利率变化更可能影响其他市场化资产的相对需求，包括实物资产。资产支出，无论实物还是金融资产，都对本身利率的变化非常敏感；事实上货币主义者通常比凯恩斯主义者更相信大多数支出决策都对利率的变化非常敏感。由于每一种资产的特性不同（偏好的变化、市场供给需求因素的变化等），货币政策对所有本身利率的一般性影响要大于对每一种资产利率的特定影响，因此，任何一种利率都不可以作为反映货币政策所有影响的代表性利率或指示性利率。由于货币变化的影响是全面的，而且这种影响是作用于实际利率的，因此寻求一种代表性利率——尤其是某种金融资产的利率——是没有意义的。

货币主义者和凯恩斯主义者观点的关键差别在于他们所认定的金融资产与货币存量之间的替代程度不同；而且货币存量和金融资产的替代程度是否与货币存量和实物资产的替代程度存在差别也有着显著的不同。我们可以举个例子来说明这种观点差别的重要性。假设货币当局在公开市场上将公共部门债务出售给非银行私人部门。极端凯恩斯主义者认为，由于公开市场出售（以及相应的现金短缺），利率会被迫上升。但是利率不会上升太多，因为金融资产（比如贷款公司存款，其与货币的替代程度较强）的利率上升会

使人们降低他们的货币存量。因此货币当局会减少货币供给，并不会对金融市场造成太大影响。因为支出决策并不会受到货币数量下降的直接影响，只是会由于金融市场条件的变化而受到间接影响，我们没理由认为支出会减少很多——因为利率的变化是微小的，而且支出对利率的微小变动也是不敏感的。

极端货币主义者认为，由于公开市场出售，金融资产的利率会被迫上升。然而利率上升之后，虽然人们愿意维持一个较低的货币存量与总收入或总财富水平的比率，但这并不会达到一个新的均衡。金融资产的出售（公开市场操作的一部分）以及较高的利率水平只会使金融市场达到一种短期的局部均衡。换句话说，由于价格下降，人们愿意持有更多金融资产，这一点也可以通过公开市场出售来完成。但是交易对手也许不愿意持有更少货币存量，而是希望持有较少其他商品。因此，公开市场操作使人们对其非货币性金融资产组合作出相应调整，却使他们持有较少货币。只有当货币存量与总收入的比率重新达到所需的水平，包含商品市场在内的一般均衡才能再次实现。这种状态能且仅能通过真实支出的下降来实现。那么减少哪种支出将取决于所有资产价格（收益率）的变化模式（这种变化来源于初始的货币波动）。总之，货币政策（以降低货币存量为例）会导致经济体系中支出的成比例下降。同时，从紧的货币政策的通货紧缩效应在整个经济体内扩散，这既影响了市场中资本（借入）的需求，又影响了通胀率，因此，由货币当局在公开市场中的出售行为导致的利率上升会逐渐回调。

因此，如果金融资产是货币存量的最好近似替代品，那么货币政策（为改变利率而对货币数量进行的限制意义上的操作）将是收效甚微的。如果是相反的情况，则货币政策将是非常有效的。这个问题就是这么简单。进一步说，也正如上文中所指出的，如果人们认定所有的流动性资产之间的替代程度非常高，那么那些被武断地定义为货币资产的子分类就没有任何意义。因此，阐述货币的定义和重要性的问题就取决于这样一种实证研究，即能否识别出具有如此特性的流动资产——其子分类资产之间的替代程度很高，但与其他金融资产的替代程度很低。无论这种子分类的组成如何，它一定包含那些常用于支付的资产，即现金和活期存款。

3. 验证上述两种观点

因此，明确控制货币存量重要性的第一阶段就是探求货币是否是没有近似替代品的唯一金融资产，或者是否是连续的流动性系列中一极（存在一定的近似替代品）。这个问题的实证研究结果有助于解决凯恩斯学派和货币

主义学派观点的主要差异。估计任意两种资产的替代程度的通常方法是，当这两种资产的相对价格（利率）发生变化时，其他条件相同，观察对这两种资产需求数量的变化。由于现金和活期存款并不能获得显性利息，因此判断货币是否是某种金融资产的近似替代品的通常程序是，验证该金融资产价格（利率）变化导致的货币需求数量的变化程度。如果该金融资产价格（利率）的微小变化能导致货币需求数量发生较大变化，这就能够强烈表明货币是这种金融资产的近似替代品。上述这种关系称为货币的需求利率弹性，通常表示成货币存量变化百分比与其他资产的利率变化百分比的比率。较高的利率弹性表明，当其他金融资产的利率变化较小时，货币存量下降较大，这也意味着较高的替代程度。

在过去的十年中，大量实证分析学者致力于研究究竟哪种货币才是其他金融资产的近似替代品，是 M_1 （现金和银行活期存款之和），还是 M_2 （现金加银行活期和定期存款）。附录 1 综述了相关的研究结论。这些实证研究的大部分都重点寻找影响和决定货币需求的因素。在那些研究货币需求特性的文献中，货币总量通常与收入水平和某种基础金融资产（如短期国库券）的利率有关。另外一种方法是，货币与收入的比率（货币流通速度的倒数）可以替代货币总量作为被解释变量。在大多数情况下，这两种方法是可以互换的。然而，还存在某些精确的方法，在这些方法中方程是指定的，可选择的变量也非常多，这些共同构成了经济学家们激烈争论的焦点。

针对收入（财富）变量形式的争论尤其多。然而，这些争论对于货币和其他金融资产的替代程度问题没有什么意义。后一个问题的答案取决于方程的稳定性和系数的显著性，这些系数用于度量利率变化导致的货币存量变化（货币的利率需求弹性）的显著性。

这一类大部分实证研究成果使用的都是美国数据，⁹ 但是基于英国数据¹⁰ 的类似研究成果也支持这一结论，只是方程的稳定性和系数的显著性要略差一些。然而，考虑到这些研究成果基于不同的时期以及不同变量，因此，美国 and 英国还是具有较好的相似性和一致性。

总的来说，结论表明利率与货币存量之间通常存在着比较显著的负相关关系，即利率上升，在给定收入水平下，货币存量降低，但是需求利率弹性很低。附录 1 中表 A 的结果表明利率弹性的区间是 -0.1 至 -1.0 。然而，

9 用于这些研究的货币数据来源会在附录 1 中针对每一种情况和结论作出相应阐述。

10 附录 1 中综述了基于英国数据的研究成果，包括英格兰银行经济部的早期研究成果。

这个区间范围相当大。利率弹性为 -1 意味着利率上升 10% （比如说从 4.0% 变为 4.4% ，而不是从 4% 变为 14% ），货币存量会下降 10% 。根据目前的水平估算，这大概等于 15 亿英镑，这对货币存量来说是相当大的变动。另一方面，利率弹性为 -0.1 意味着比较小的变动，只为 1.5 亿英镑。然而，这个区间夸大了结论的差异性，因为数据的内生性会导致估计的利率弹性随着设定方程的特定形式而变动。如果设定 M_2 （包含定期存款的货币），而非 M_1 为被解释变量，估计的利率弹性就会较低，因为利率上升会造成活期存款和定期存款之间的部分转换。如果选取短期利率而非长期利率作为解释变量，估计的利率弹性也会较低，因为短期利率的方差更大。如果选取的是季度数据而非年度数据，估计的利率弹性也会下降，因为在一个季度内恐怕很难完全反映出财务状况变化带来的影响。事实上，以 M_1 （年度数据）为因变量，以长期利率为自变量的研究文献得到的货币需求利率弹性往往接近上述区间的顶端。而基于 M_2 和短期利率的研究文献中的利率弹性接近区间的底端。即使如此，基于相似变量的研究结论之间也存在很大的差异，因为相关数据来自不同的时期或国家。

然而，这些结论都一致反驳凯恩斯学派和货币主义学派的极端形式。严格的货币主义理论假设利率弹性为零，从而货币总量变化之后，一般均衡的实现完全通过名义收入的直接变化来实现（而非通过利率的变化）。另一方面，估计的利率弹性值非常低，远不能够支持凯恩斯主义的观点，因为货币供应量的大幅变化仅会使利率发生微小而无效的变化。

4. 一致的方面

近年来，实证分析的结果表明，双方争论的区间已经非常有限，并不断趋于一致。在没有得到更多数据支持之前，我们不可能断言货币需求的利率弹性非常大，以至于货币政策无效；也不可能断言利率弹性非常小，从而只需关注货币存量与名义收入之间的直接关系，而忽略了金融体系内的内部联系。

任何针对双方观点的一致性的总结都不可避免地具有主观性。然而，如下几点是被广泛接受的：

（1）货币当局实施货币政策往往是通过其在金融市场的行为，或者通过其影响金融中介的行为。这一点显然是常识，但这是有用的常识，即货币政策发挥效果首先需要影响金融市场的状况。

（2）货币政策，狭义地说就是改变货币存量，对金融市场条件的影响既迅速又有效。下面两种观点都是不对的，一是货币存量的变化仅会导致利率的微小变动，而没有更深入的影响；二是货币流通速度会无限制地变化。

(3) 货币当局的公开市场操作（以出售债券为例）会提高持有货币和金融资产的边际收益。为了恢复投资组合的平衡，支出和实物资产的需求会随之变化，这样所有资产的边际收益最后都会相同。从这个意义上说，货币政策总是通过利率渠道来传导的。

(4) 货币政策对名义利率的初始影响经过一段时间之后会发生反转。比如说，随着金融资产（包括货币存量）的收益率降低，实物资产的需求会相应上涨，这会刺激金融市场中的借入行为，从而推高利率，然后支出变化带来的超额名义收入会再一次刺激货币需求。如果实物资产需求的增加加速了通货膨胀预期，那么按照真实水平衡量，持有金融资产和货币的名义收入是下降的，因此名义收入需要进一步上涨才能达到新的平衡。

(5) 货币政策的有效性取决于经济决策者（企业家、消费者等）对金融资产收益率（包括货币存量的收益率）和实物资产收益率差异的反应弹性。某些针对不同种类支出（公司固定投资、库存恢复、房屋建设、消费者用于耐用品的支出等）反应弹性的实证研究（尤其是基于美国的数据）表明，需求并不会受到名义利率变化的显著影响。而且，这些影响即使在数量上是显著的，也并不是很大，同时还受制于滞后期的选择。

(6) 尽管这些实证研究结论都表明利率变化对支出的影响是非常小的，这一点也得到了广泛的认可，但是由此推断货币政策无效却无法让人接受。很多人争辩说名义利率变化并不是实际利率变化的良好指标。正如在上一点中说明的，扩张性货币政策仅能直接导致名义利率的上升，而实际利率可能还在比较低的水平。如果名义利率确实不是货币条件的良好指标，那么很多研究金融变量对支出的影响的文献都存在很严重的错误。这就引发了这样一个问题，即如何度量资金借贷者所面对的实际利率的变动，这一点在目前的数据中并不显而易见。

5. 评价

实证研究的结果表明，货币存量的变动和金融资产收益率之间的相关性在统计上是显著的。然而，这种相关性既不强也不稳定。¹¹ 这些结果通常用于支持如下观点，即货币存量与金融资产之间的替代程度不那么高，也许货币存量和其他资产（包括实物资产）的替代程度也比较显著。这些结论，以及货币存量和经济行为之间的显著相关性，能够共同推断出控制货币存量的重要性。

11 在大多数情况下，尽管需求利率弹性系数的估计值与该值的预期标准误差的比率（通常用 t 值来表示）非常大，足以说明该系数显著不为零，但是置信区间的范围通常非常大。

然而，利率变化与货币存量之间的弱相关性可能是其他原因导致的。市场化资产的价格的预期波动存在着很大可变性，这一点可能掩盖了利率与货币存量的关系。大部分统计研究都将货币总量与市场化金融资产的赎回收益率联系起来，比如短期国库券或金边证券。这种做法隐含地假设赎回收益率能够较好地代表持有期的预期收益率，但是这种假设通常是无效的。在某些时候和某种条件下，人们预期市场的价格会按照过去（现在）某段时间（短期）的变化方向继续变化（即他们持有外推性预期）。或者人们预期过去的价格变化会在未来某段时期延续，通常这意味着价格会回归到某一正常价格水平（即他们持有回归预期）。¹²

如果人们预期资产价格的下降会持续较短一段时间，并因此出售证券，那么赎回收益率会上升，但是未来短期的实际收益率会下降。这意味着利率上升带来的两方面效应会部分抵消，一方面是一部分人节约货币存量，另一方面是另一部分人基于高利率的预期会持有更多的流动性。如果市场预期非常不稳定，人们会预期货币存量的微小变动都会导致利率大幅变动，或者相反，有时甚至向反方向变动（即货币存量增加，利率上升）。然而这种结果并不能表明金融资产不是货币的良好替代品，而只是因为赎回收益率并不是实际收益率（投资者正是基于此而作出的投资决策）的无偏估计。

因此，以市场化资产（资产的资本价值不断变化）的持有至到期收益率作为持有货币的机会成本的指标存在着很多麻烦。然而，我们可以比较精确地得到具有固定资本价值的资产的实际相对收益，比如说以房屋互助协会的股份、存款、国民储蓄、地方货币当局的短期货币¹³取代货币，因为我们可以较容易地预期上述资产的资本价值变动。¹⁴然而，仍然很难度量

12 事实上，近期的价格变化预期通常是外推性的，而远期的价格变化预期是回归性的。

13 如果对未到期资产的提前变现行为处以额外的惩罚，那么只有了解了预期持有期，才能够恰当估计这些资产的收益率。而且，有时候利率会临时变化，比如房屋互助股份和存款的利率，有时候利率在预期的持有期内会保持不变。然而，这些都是次要的问题。

14 在银行经济刊物中列举了一种试验，用于估计个人和公司面对相对利率变化（固定价值资产的利率变化）而相应地调整资产组合（其资本价值用货币衡量是一定的）中货币权重的程度。人们希望能够因此而估计出所有资本确定资产组合的替代弹性（个人和公司），包括货币。上述试验的初步结果已经写进了论文“具有固定资本价值的资产之间的替代性”，并由 A. R. Laffer 和 L. D. D. Price 于 1970 年 4 月在贝尔法斯特举行的经济学大学讲师协会会议上发表。追溯到 1963 年，只有季度数据的短期序列是可得的，而且手边的不同资产的类别配置也不够。基于这些原因，这个试验的初步结果相当不准确。然而，上述结果显示活期存款（是 M_1 的重要组成部分）的利率弹性大约为 0.5，高于其他文献中同样基于英国数据的利率弹性估计值，但是这一结果还是在基于美国数据的文献研究出的区间内，这一点在附录 1 中有所论述。

持有货币的机会成本，因为当利率普遍上升，并且人们预计利率会持续上升时，市场化资产的近期预期收益会下降，同时固定资本价值的资产收益会上升。

为了证明货币存量对利率变化不敏感，区分上述几种原因（可变预期或者有限的替代程度）也许是多余的。只要公开市场操作致使金融市场的利率发生显著变化，而且只要初始效应发生了，那么这种反应的根本原因，不管是替代程度较低，还是预期不稳定，就不那么重要了：重要的是这种变化是可以预期的，并且非常大。另一方面，鉴于不稳定的市场预期对市场的发展具有重要影响，在这种不确定的条件和不断变动的市场环境下，政策重点不可避免地转变为市场管理，而非对货币总量的简单操作规则。进一步说，货币的重要性，或更有用货币定义的存在，很大程度上取决于能否在货币和其他金融资产的流动系列中找到替代断点。如果说非常低的利率弹性不能成为流动系列中断点的确切证据，那么货币的重要性问题（也许甚至是备受诽谤的流动性定义）依然存在。也许有人会质疑我们对货币的重要性的研究是否有意义。这些人需要理解整个调整过程。

三、货币流通速度的稳定性

我们不可能非常准确地观察到资产的实际收益率（经济体中的决策者们认为他们所面对的利率），或者资产组合调整的精确过程。因此，我们很难描述和度量货币政策的传导效应。然而，如果货币政策的单一目标是影响名义收入水平，那么理解传导机制的细节并不是非常重要。我们只需要将名义收入的变化与货币存量水平的变化联系起来。

1. 统计证据

因此分析的下一阶段通常是检验名义收入与货币存量之间的统计关系。正如所预期的那样——这种结果基本上为所有的货币主义学者所预测，不论他们各自的观点是什么——货币存量与名义收入的变化在长期来看是高度相关的。在过去五十多年中，货币需求的增长速度基本上与收入的增速一致。然而在这期间，曾有很长一段时间货币存量的增速快于或慢于名义收入的增速。美国数据表明，在1913年之前，货币存量的增速快于名义收入的增速，但是1947年以来，这种情况在美国和英国都发生了逆转。

20世纪初期美国货币流通速度的显著下降可能因为不断提高的收入使人们能够成比例地持有更多的货币存量，从而获得更多便利性（主要通过交易）。此后美国和英国货币流通速度的上升可能由于人们，尤其是公司财

务部门在利率上升的刺激下，寻求资金管理的经济效益。

另外，这种趋势可能与内在结构性变化有关，比如通信技术的改进，城市化进程的加速，银行体系的增长以及稳定性增强，能够发行流动性资产并提供竞争性服务的非银行金融中介机构的出现，传输支付机制的技术发展等。一般来说，我们不可能将货币存量和名义收入增速的上述趋势确切地归因于上述一种或者一组因素；也不可能预测这种趋势在未来几年或者十几年会发生改变。然而，从定义上说，这种趋势性的变化非常缓慢并且相当稳定。只有在拐点处，货币存量和名义收入的关系才会被判断错误。

从统计学上讲，上述两个变量的显著性关系本身并不能说明两个序列之间的因果关系。但是货币主义者认为货币存量是外生的，即货币供应量并不是由经济体内的相关变量决定的，比如名义收入和名义利率。因此，既然名义收入的变化并不影响货币存量的变化，那么货币存量和名义收入在统计上的显著相关性说明货币存量的变化对名义收入有影响。¹⁵

到目前为止，货币存量外生性的假设已经得到认可，因此货币存量变化和名义收入变化之间的关系可以视为从货币到名义收入的因果效应。基于这样的假设，我们既可以度量货币供应量变化对名义收入影响的程度，又可以度量上述关系的变动程度。¹⁶ 这些结果通常表明货币存量变化与名义收入之间的函数关系的残余变异占变量短期变化——通常是一个或两个季度——的很大比例，但是只占长期变化——通常为两年或更久——的较小比例。

货币主义者依据那些基于美国数据的文献，认为货币存量变化和名义收入在统计上的显著性关系证明了货币政策的重要性。但是函数关系中的残值变异程度，尤其是在短期情况时，以及操作中长期的不稳定的时滞的存在，共同导致货币政策——从控制货币供应量的严格意义角度说——无法成为微调的合适工具。基于这种统计结果，弗里德曼教授主张采取维持货币存量固定增长率的规则。

根据凯恩斯的理论，货币供应量的变化首先影响金融资产的利率，然后这些利率变化再影响资本商品（投资）的需求。一旦自主性支出的水平确

15 更准确地说，基础货币（银行的现金准备，包括银行在央行的存款，以及公众持有的银行体系外的现金——按照弗里德曼教授的说法是高能货币）是外生的，然而某些函数关系（比如，公众所需的现金存款比率）是受体系中其他变量影响的行为关系（即它们是外生的），这种关系决定了与一定的基础货币相一致的货币总量。这种微小的差别不会对分析产生实质性影响。

16 该检验的实证结果列在附录2中。