



中国货币政策 的选择与发展

孟建华 著



中国金融出版社



中国货币政策的选择与发展

孟建华 著



中国金融出版社

责任编辑：毛春明

责任校对：孙蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策的选择与发展 (Zhongguo Huobi Zhengce de Xuanze yu Fazhan) / 孟建华著. —北京：中国金融出版社，2006. 1

ISBN 7 - 5049 - 3913 - 7

I. 中… II. 孟… III. 货币政策—研究—中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 158728 号

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 24

字数 448 千

版次 2006 年 5 月第 1 版

印次 2006 年 5 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

如出现印装错误本社负责调换

作者简介

孟建华,男,1957年出生,高级经济师,中国人民银行南京分行货币金银处处长,扬州大学经济学院兼职教授。曾任中国人民银行扬州市中心支行副行长。在《金融研究》、《金融参考》、《金融时报》、《经济参考报》、《新金融》、《金融会计》、《上海金融》、《金融理论与实践》、《武汉金融》、《金融纵横》、《浙江金融》、《上海金融报》、《经济学消息报》等报刊发表60余篇金融理论及实务类文章。2004年在福建人民出版社出版经济学随笔集《金融白话》。

序 言

150年前，划时代的伟大学者和哲人——马克思，在他的著作中曾引用过这样一句话：“受恋爱愚弄的人，甚至还没有因钻研货币本质而受愚弄的人多。”^① 在研究货币时受到愚弄，不是人们学术上的轻飘和盲动，而是货币有着深不可测的内涵和不可穷尽的魅力。不仅是英国人、德国人、法国人和奥地利人醉心于货币的研究，就是在航海、贸易、货币和银行业方面捷足先登的荷兰商人，对货币也格外精明。马克思那时就说过，“在货币钻研上早就有‘天使般的机智’的荷兰人，在货币钻研上从来没有失去过他们的机智。”

几百年以来，有关货币问题的研究论著浩如烟海、群芳荟萃、各领风骚。大川名家之中，德国学者西美尔（Georg Simmel，1858—1918）有一本名著《货币哲学》，曾给当时的学术界带来很大的迷惑和震撼。在他的著作中，他认为研究货币的全部意义不仅在于货币自身，而且在于它转化为其他的价值。货币具有实物和功能双重本性只是一种历史现象，在当今人类经济生活中，货币的实体特征已经在人们的意识中湮灭了，而深深扎根于社会的是货币的功能。“货币的本性和效力不仅仅表现在我手中的钱币上面，它的特性还表现在社会组织和超越主体的规范上，这些规范使钱币超越了其质料的有限性、无意义性和僵化性而成为一种具有无限可变性和扩展用途的工具。”^② 货币的利用可能性和无限性，得到了当代经济学家的不断阐发和推崇，货币工具几乎成为发达国家和发展中国家无所不用的开山、创业、富民、镇室之宝。

中国的货币思想史由来久远，对货币工具的运用既书写过许多辉煌，也承受过无数的历史挑战和苦痛。但真正深入认识和全面运用货币、货币政策和货币政策工具，还是改革开放以来的几十年。随着社会主义市场经济体制的逐步深化，经济生活和社会交往都要以货币作为纽带和润滑剂，货币、货币政策和货币政策工具日益成为社会经济生活中闪闪发光的词汇。货币作为工具日益被强化，货币政策则是日益被强化的工具，人们对它的认识和体验就像大江大河

① 《马克思恩格斯全集》第13卷，第54页。

② [德] 西美尔：《货币哲学》中译本，第140页。

一样在不断地奔腾不息。如果说,货币成倍地扩展了个人的力量,延伸了个人的能力并为实现目标提供了保证,那么,货币政策成倍地扩展了社会的力量,延伸了社会的能力并促进了社会的蓬勃发展。

普通的工具,刺激人们运用它达到某种目的之后,人们可能把这种工具弃之一旁,甚至它的物质性和价值就可能被消耗殆尽而离开尘世。而货币、货币政策作为一种工具,它可以一直存在下去,被用于我们还没有想到的各种各样用途之上,被赋予不同的功能,被用于各种复杂的活动目的。即使人们对工具和目标的词语表述上是相似的,但其实质内容和隐含的目标仍然存在着种种差异。这当然不是说,货币政策工具是万能的、捉摸不定的、不可较真的、为所欲为的。然而,事实上,没有一模一样的货币政策,一个国家如此,不同国家之间更是如此。西美尔说过,“工具表现或凝聚了人们意志的伟大之处,同时,也表现和凝聚了人类的局限之处。”“货币体现和升华了那种实际的关系,即人对于他的意志、他的力量施加的对象以及他无能为力的对象的实际关系。”^①

如果从货币哲学的角度来阅读、来体察、来评价《中国货币政策的选择与发展》一书,就可以深深地感觉到作者在中国改革开放的长河之中,以明净的眼光和精细的观察力,对中国货币政策的发展脉络进行整理、提升和探索,做得如此用心、集中和专业。中国的货币和货币政策,不是从学者书斋中可以找到答案的,它真真实实地来自于社会生活,来自于现实生活的压力、推动和各种力量的组合。离开中国的现实背景和时代需要,抽象地研究货币政策的内容和货币政策工具,即使是达到了如数学定理似的严格和数学模式似的严谨,也不会赋予人们更多的智慧和力量。“目标的设定源于个性、情绪和志趣,但是通向目标的道路却是由事物的本性决定的。有这样一种说法:我们迈出第一步时是自由的,而迈出第二步时就是奴隶了……但是,无论如何,它并不能妨碍某一种内容以及同一的内容从一种范畴转换为另一种范畴。”^②

中国的货币政策,是中国自身货币学说的延续和发展,也是世界货币学说的延续和发展。中国货币政策的实施过程,包含着中国人自身的智慧,也包含着人类社会的智慧。本书作者把几百年来的货币学说作了简要的梳理,把有代表性的货币理论和货币政策思想,进行了系统的提炼,为读者提供一个清晰的脉络。这种梳理和提炼不是历史简单重复,而是为了后人奋起而借力于历史。

① [德]西美尔:《货币哲学》中译本,第141页。

② 同上,第159页。

因为，学术思想的肇始和更新，是社会发展过程中留下的足迹、烙印和精华，是后人攀登高峰的食粮和梯子。事实上，超越历史结构、超越前人的智慧来独创自己的领域几乎是不可能的。

运用货币政策理论的一般原理解决中国所面临的现实问题是一件非常有意义的事情。本书用了相当大的篇幅对中国货币政策作了详细的阐述，除了对1984年以前的货币政策作了总括性的表述之外，用编年史的方式，分析了从1984年到2005年的货币经济背景、货币政策内容、货币政策措施和货币政策实施的成果。在这22年中，货币政策的内涵既有连续性又有差异性，每年都有不同的侧重点、调控目标和操作力度。这22年，是中国经济管理体制发生重大变革的22年，是国民经济高速发展的22年，是中国金融制度重大创新的22年，也是中国货币理论和政策操作经受严峻考验的22年，如果骄傲一点说，是中国金融宏观调控和货币政策操作逐步成熟的22年。这22年动态的、连续的、起伏不居的轨迹，将是货币理论和货币政策研究的一片沃土，它是民族的，也是世界的。

货币政策的制定和实施，依赖于一定的经济社会环境，也要服务于一定时期的社会经济发展目标。货币政策最终目标、货币政策中介目标、货币政策传导机制、货币政策操作工具、中央银行独立性、货币政策有效性，是改革开放以来争论得最为激烈、最为广泛的领域，也是争论得最有深度、最有成果的领域。本书详细地记述了争论的背景、内容和政策思路的形成，总结了实际运行的状态和成果。在这场激动人心的争论和社会实践中，作者一直处于前沿阵地，他在不停地思考、实践、反思和总结。感触越深、情怀越真、言必有据、心绪坦然。为什么我们不能采用国外现成的理论和经验模式呢？问题不在于中国货币政策和外国货币政策所追求的最终目标有多大差别，而在于实现最终目标所能运用的工具几乎全然不同。“真正实践的问题是手段的生产问题。这一问题得到彻底地解决，终极目标就越容易省却意志力，这可以作为手段之机械结果被完成。”^① 本书不求理论上独树一帜，但在历史事件的陈述上平实朴素，为读者留下了再思考、再评价的广阔空间。

货币政策的统一性和经济生活的多样性，是一个无法回避的现实；现实利益的交叉、冲突，必然表现为相关政策的摩擦和对立。我们生活在追求多样性的环境之中，谁也不能脱离货币和货币政策的统一性，但又会自然地追求某种

^① [德] 西美尔：《货币哲学》中译本，第160页。

利益的组合和平衡。所以，在实施货币政策中，货币政策环境的协调性极为重要。本书作者把货币政策和财政政策、货币政策和产业政策、货币政策和汇率政策、货币政策与金融市场、货币政策的国际协调——地展开进行讨论，有着特殊的意义。所有这些讨论说明，各种内在的和外在的因素以互动方式存在于生活之中，不能把其中任何一项看成是无条件的、先验的和基础性的，本质上要建立在或共存于无限循环和相互依赖的、互动的结构之中。多种因素和多方关系的协调，在宏观层面上并没有直接的冲突，至少说存在的冲突不会伤及相关方的感情和利益。但是，在微观层面的经济活动中，对政策的冲突会感受得直接、具体。由于作者身居中央银行的第一线，对这些问题的关切是非常自然的。

中国货币政策的选择与发展，是一个经久不息的研究课题和复杂多变的实践平台，中国还处于改革和发展的历史过程之中，中国乃是货币理论和货币政策最为宽广的实验基地。经济上的不成熟性必然有着理论上的局限性。山之妙在峰回路转，水之妙在风起波生。愿更多的志士仁人，以英国人的迷恋、荷兰人的机智、西美尔的沉思、马克思的浩气，续攀货币理论的高峰。姑妄言之，共勉共励！

秦池江
二〇〇六年元月六日

目 录

第一章 货币政策思想来源及基本理论	1
一、英国古典学派的货币理论.....	1
二、瑞典学派的货币政策理论.....	3
三、剑桥学派的货币理论.....	5
四、凯恩斯的货币、金融理论.....	6
五、新古典综合学派的货币政策主张.....	7
六、费雪的交易方程式.....	8
七、现代货币主义理论.....	9
八、马克思纸币流通规律.....	9
第二章 中国货币政策的内涵	11
一、货币政策的基本概念	11
二、货币政策内容	13
三、货币政策的主要作用	14
四、货币政策的主要特征	15
五、货币政策产生和发展的三个阶段	16
第三章 我国货币政策实施的背景及基础	19
一、经济背景	19
二、金融背景	21
三、我国中央银行制度建立以前的信贷资金管理	28
第四章 中国货币政策制定与实施的探索阶段（1984—1992）	32
一、1984 年：放松银根的货币政策	33
二、1985 年：紧缩银根的货币政策	38
三、1986 年：稳中求松的货币政策	43

四、1987年：紧中有活的货币政策	47
五、1988年：从松到紧的货币政策	50
六、1989年：紧缩银根的货币政策	55
七、1990年：由紧到松，适时调节的货币政策	59
八、1991年：适时调节，较为宽松的货币政策	64
九、1992年：从严控制，加强调控力度的货币政策	68
十、1984—1992年货币政策有效性分析	70
十一、银行体系变革对货币政策实施的影响	75
 第五章 中国货币政策实施的改善阶段（1993—1996）	78
一、1993年：反通货膨胀、适度从紧的货币政策	78
二、1994年：继续实施反通货膨胀、适度从紧的货币政策	84
三、1995年：继续实施反通货膨胀、适度从紧的货币政策	92
四、1996年：继续实施反通货膨胀、适度从紧的货币政策	98
五、1993—1996年货币政策有效性分析	104
 第六章 中国货币政策制定与实施的成熟阶段（1997—2005）	109
一、稳健货币政策实施的经济背景	109
二、稳健货币政策的主要内容	111
三、1997年：由适度从紧到适度放松的货币政策	112
四、1998年：实施从反通货膨胀、适度从紧到反通货紧缩、适当的货 币政策	121
五、1999年：继续实施反通货紧缩、稳健的货币政策	130
六、2000年：继续实施反通货紧缩、稳健的货币政策	138
七、2001年：继续实施反通货紧缩、稳健的货币政策	143
八、2002年：继续实施反通货紧缩、稳健的货币政策	146
九、2003年：继续实施反通货紧缩、稳健的货币政策	153
十、2004年：实施反通货膨胀、稳健的货币政策	161
十一、2005年：实施稳健的货币政策	173
 第七章 我国货币政策最终目标的选择	184
一、四大目标在历史上的发展过程	184
二、四大目标的内涵	185

三、四大目标之间的关系·····	186
四、22 年来我国的货币政策目标 ·····	188
五、“四大平衡”与四大目标的关系 ·····	189
第八章 我国货币政策中介目标的选择·····	191
一、货币政策中介目标的内涵·····	191
二、美国、日本及新兴市场和发达国家对货币政策中介目标的选择·····	192
三、中国货币政策中介目标选择的两个阶段·····	194
四、中国货币政策中介目标新见解·····	195
第九章 我国货币政策工具的选择·····	197
一、存款准备金制度·····	198
二、再贴现·····	199
三、公开市场业务·····	201
四、再贷款·····	202
五、法定存贷款基准利率·····	205
六、贷款规模控制·····	206
七、有选择性的货币政策工具及“窗口指导” ·····	207
第十章 我国货币政策传导机制的演变·····	208
一、凯恩斯学派和货币政策传导机制理论的基本观点·····	208
二、我国货币政策传导机制完善的主要过程·····	210
三、完善我国货币政策传导机制的思路·····	214
第十一章 我国的利率体制及利率市场化·····	217
一、建国初期至改革开放前中国的利率体制·····	217
二、改革开放以来利率体制的改革·····	218
三、我国的主要利率工具·····	220
四、我国利率制度及形成机制的基本特征·····	223
五、对我国利率管理体制的理性分析·····	225
六、实行利率市场化是我国利率管理体制改革的方·向·····	226

第十二章 我国中央银行的独立性	231
一、中央银行独立性的基本概念.....	231
二、我国中央银行的独立性是一个不断完善和发展的过程.....	232
三、完善我国中央银行独立性的讨论.....	237
第十三章 货币政策的有效性分析	241
一、有效性问题的提出.....	241
二、中国货币政策的有效性分析.....	241
三、货币政策有效性中的几个现实问题.....	257
第十四章 我国货币政策与财政政策的协调	265
一、货币政策与财政政策的关系.....	265
二、货币政策与财政政策协调模式.....	266
三、改革开放以来两大政策的协调配合.....	267
四、积极财政政策的实施背景.....	270
五、积极财政政策的主要内容.....	271
六、积极财政政策的效应分析.....	274
七、我国财政政策与货币政策协调基点的选择.....	276
八、“双稳健”政策的选择及内涵.....	276
第十五章 货币政策与产业政策的协调	279
一、改革开放以来我国产业政策的制定与实施.....	279
二、我国货币政策与产业政策协调的制度性安排.....	282
三、我国货币政策与产业政策协调的运作.....	282
四、未来货币政策与产业结构协调的可行性分析.....	286
第十六章 货币政策与汇率政策的协调	289
一、人民币汇率制度的形成和改革.....	290
二、我国货币政策与汇率政策的三次冲突.....	291
三、我国货币政策与汇率政策的协调方向及思路.....	297
第十七章 货币政策区域化的必然性分析	300
一、我国区域经济发展的历史与现状.....	300

二、货币政策在我国区域经济发展中的作用·····	307
三、我国金融资源分布的区域性差异·····	310
四、制定与实施区域性货币政策的基本思路·····	312
第十八章 货币政策与资本市场的协调·····	317
一、中国资本市场的发展与现状·····	317
二、货币政策对我国资本市场发展的影响·····	320
三、资本市场发展对我国货币政策的影响·····	323
四、我国货币政策与资本市场协调的基本思路·····	327
第十九章 货币政策执行与金融稳定的协调·····	331
一、金融风险与金融危机·····	331
二、金融稳定的内涵·····	334
三、银行业危机理论·····	335
四、货币政策与金融风险·····	337
五、执行货币政策与维护金融稳定的思路·····	338
第二十章 我国货币政策的国际协调·····	346
一、开放经济中的货币政策·····	346
二、货币政策国际协调的基本理论·····	349
三、中国货币政策的国际影响·····	351
四、美国货币政策对中国货币政策的影响·····	355
五、开放经济条件下中国货币政策国际协调的思路·····	363
参考书目·····	368
参考文献·····	370
后记·····	372

第一章 货币政策思想来源及基本理论

货币政策是经济和社会发展到一定阶段的产物，它是从国家促进宏观经济发展政策逐步演化而来，其重要性随着纸币发行而日益提高^①。货币政策理论的思想源泉来自于古典学派的有关论述及古典学派以来的各种经济思想的合理成分，其最初形式是对财富形式的选择和财富增值的看法，随着银行业的发展而逐渐成为国家调控经济的宏观政策之一。主要有：

一、英国古典学派的货币理论

古典政治经济学是 17 世纪中叶到 19 世纪 30 年代反映英国新兴工业资产阶级利益与要求的经济学说。英国古典学派的货币理论是以分析金融货币为假定前提的。创始人是威廉·配第，最杰出的代表是亚当·斯密，学派的完成者是大卫·李嘉图。

（一）配第的适度货币论。英国古典政治经济学奠基人威廉·配第（1623—1687）在他的《赋税论》中认为，贬损货币价值，提高货币的名目价值，会使物价上涨。他说：“假定政府宣布一先令货币价值二先令，那么除了所有商品价格上涨一倍之外，还会有别的情况出现吗？”这里，配第正确地提出了商品价格与货币价值成反比变化的情况。他还认为，商品的价格决定于它所交换到的货币中的实际含银量，在这里，货币本身就是价值，而不是价值的尺度。他把货币与脂肪相比，并指出：货币不过是国家躯体的脂肪，过多会妨碍这一躯体的灵活性，太少会使它生病。在这里，配第表明了他清除重商主义货币观点对自己的影响，到他的最后著作《货币略论》中，这种影响便被完全摆脱。

在《货币略论》中，配第指出，货币并不是富裕的标志，一个货币较少的国家并不一定就比较贫穷。在政策上，他不仅仅重申限制利息的法律是行不

^① 钱小安著：《货币政策规则》，商务印书馆，2002 年版。

通的,而且认为禁止货币输出的法律,“违反了自然的规律”,对增进国家的富裕是有害的。同时,配第对于调节流通中所需要的货币流通量也有其独到的认识,他指出,货币不足时,可以“开设一家银行,……使它提供有充足的资金来推动整个商业世界的贸易”,而在铸造币过多时,则“可以销毁最重的铸币,把它变成金银器皿或用具之类的华丽餐具:或者把它作为商品,输出到缺少金银或希望获得金银的国家去;或者在利息高的地方放债生息”。配第的货币政策理论包括三点:适度的货币数量;反对货币贬值;主张资本输出。并否定重商主义通货膨胀政策,他是反通货膨胀政策的先驱。

(二) 斯密的货币流通理论。亚当·斯密(1723—1790)是英国产业革命前期工场手工业时期的资产阶级经济学家,英国古典经济学理论体系的创立者。斯密认为,货币是在商品交换中为了克服困难而产生的。他举例说,屠夫的肉需要卖出,酿酒人和做面包的人需要买肉,而屠夫不需要酒和面包,这就发生了交换困难。而这些在各种交换中任何人不会拒绝的商品就逐渐从普通商品中分离出来,发展成为货币。

但是,斯密并不认为交换带来的困难是货币起源的出发点,把货币归结为一种简单的技术手段,而是与“商业社会”联系在一起的,揭示了出现一般等价物的经济条件的特点。斯密关于货币起源的思想是资产阶级经济学中最优秀的成果。但是,他只承认货币“是价值的尺度”,忽视了货币的其他职能。因此,他极力倡导用纸币代替金属货币:“有了纸币,流通界无异使用了一个新轮,它的建立费和维持费,比较旧轮,却轻微得多。”他主张超过流通所需要的金属货币可输出国外,寻求有利用途,但是,纸币不能输出,只能留在本国的流通过程中,也就是说纸币如不按需要慎重发行,也会给经济带来混乱。

他虽然否定了把货币看作是社会财富源泉的重商主义观点,但他不理解货币在资本主义经济中的特殊作用。在他看来,货币政策无非就是保证商品在流通中的正常运转。

(三) 休谟的货币数量论。18世纪英国著名的哲学家、历史学家和经济学家大卫·休谟(1711—1776),是18世纪英国货币数量论的最重要的代表人物,在经济学说史上第一个构筑了关于货币数量论的货币理论体系。其原理是:(1)一国中的商品价格决定于国内存在的货币量(实在的货币和象征性的货币);(2)一国中流通着的货币代表国内现有的所有商品;(3)如果商品增加,商品的价格就降低,或货币的价值就提高。如果货币增加,那么,相反地,商品的价格就提高,货币的价值就降低。休谟的货币数量论在当时反对重

商主义和贸易差额论中发挥了积极的作用，他力图证明：一国货币的数量过多，会造成一国物价上涨，必将不利于国内商业和国外贸易。

（四）李嘉图的货币数量论。大卫·李嘉图（1772—1823）是英国产业革命时期的经济学家、古典政治经济学的杰出代表和完成者，是以货币流通理论家的资格成为经济学家的。为此，李嘉图以其价值论，补充和发展了休谟的货币数量说。在创造劳动力价值论的基础上，还把他的劳动价值论用于货币研究上。认为在其他条件不变的情况下，纸币量增加的结果就是：每一张发行的纸币所代表的金属有所减少，因此纸币的价值有所降低，而商品的价格便会上升；如果金属币的数量增加，甚至超过流通需要的数量，那么，每一个金属货币单位的内在价值并不减少，而且在其他条件不变时，商品价格也不会上涨。

1816年，李嘉图发表了《关于一种经济又安全的通货的建议》。其主要的观点是：（1）实行金本位。（2）发行纸币应有的黄金准备。（3）纸币可以随时无限地兑换金币或金块。他以货币数量论为依据，证明金价上涨，币值下跌是由于银行券发行过多，又不允许兑现的结果。他赞成纸币由政府发行而不由私人发行，这样可以减去人民的纳税负担，但后来较多的经济学家认为纸币发行权在政府手中，更容易发生被滥用，历史证明政府滥用货币发行权是较为普遍的。以李嘉图理论为基础的通货学派的观点，在相当长一段时期内，成为资本主义国家在货币流通和客户服务问题上的正统观点。

专栏：李嘉图货币流通量一般规律的重要结论。他在1817年出版的《政治经济学及赋税原理》中指出，货币即金属是一种商品，它和其他商品一样，是由劳动取得的。撇开供求变化所引起的波动，商品的价格是以商品的价值和货币的价值为转移。在商品价值不变时，商品的价格同货币的价值成反比；在货币的价值不变时，商品的价格同商品的价值成正比。在商品的数量及其价值不变时，“一国所能运用的货币量必然取决于其价值。”作为流通手段的货币，主张“用最廉价的媒介代替最昂贵的媒介”，即用纸币代替金属币。并指出，纸币作为媒介，是代表黄金的价值。

二、瑞典学派的货币政策理论

瑞典学派又称北欧学派或斯德哥尔摩学派。是20世纪20—30年代创立和发展起来的一个重要资产阶级经济学流派。奠基者有：维克塞尔、卡赛

尔、达维逊。主要代表者有：林达尔、伦德堡和奥林，现代瑞典学派最著名的代表者是林德贝克等人。它不仅有独特的理论体系和分析方法，而且对当代世界有重要影响，开创了现代货币经济理论的先河。在此以前，正统资产阶级经济学家对货币的研究较为肤浅。只认为货币经济的本质就是物物交换的实物经济，货币是为经济运行服务，对经济实际变量不发生实质性的影响。因此，经济理论与货币理论分为两个领域。瑞典学派货币学说最早打破了这种二分法错误。

克努特·维克塞尔（1851—1926）是瑞典学派的奠基人之一，现代宏观经济理论的先驱者。维克塞尔对李嘉图货币数量论评价较高，并在研究货币数量论的过程中建立了一种货币理论——累积过程学说。维克塞尔认为，到目前为止，甚至最杰出的经济学家也没有提出一个真正令人信服的货币理论。他认为货币数量论存在严重缺陷。货币数量论关于货币流通速度不变的假定是错误的；货币数量论认为货币数量与价格水平始终存在正比关系也是不正确的；货币数量论把货币视为根本利益覆盖于实物经济之上的一块面纱，这种看法是肤浅的。

维克塞尔的观点是：自由竞争经济体系的自发趋势是走向不平衡，实现经济均衡发展的途径在于实施自觉调节利率的宏观货币政策。维克塞尔的这些理论和主张被认为是凯恩斯主义的先声。他把两个理论有机结合起来。强调利息变动以及货币均衡的作用是该学派主要的货币政策理论：他试图开辟一条新的道路，从利息的角度来研究货币理论。自然利率是维克塞尔累积过程学说中最重要的概念，他正是运用自然利率与货币利率的偏离来描述累积过程的。认为自然利率是在生产过程中产生的，是“不使用货币，一切借贷以实物资本形态进行，在这种情况下供求关系所决定的利率。”

维克塞尔分析了货币市场利率对自然利率影响，继而对生产和整个经济活动影响过程。认为货币利率低于自然利率时，企业有利可图，于是扩大生产，对货币资本需求随之相应相加；在货币利率不变条件下，资本需求便会增加，购买力膨胀，物价水平上升，此即上升的积累过程；反之，则呈现下降的积累过程。因此，维克塞尔还认为，经济波动的根源不在生产方面，而在货币方面。为实现经济均衡，必须力求使货币市场利率趋向于自然利率，使储蓄与投资相一致，排除货币对自然利率变动的影响。这就是维克塞尔货币均衡的三个条件。后来米尔达尔在此基础上加上了预期因素，并提出了全部货币问题决定于预期这一因素的观点。