

經濟學名著翻譯書第一四二種

貨幣政策與財政政策的對話

Milton Friedman 合 著
Walter W. Heller

洪 敏 譯

臺灣銀行經濟研究室編印

貴州省圖書館

F
822

貨幣政策與財政政策的對話

Milton Friedman 合 著
Walter W. Heller

洪 墩 謨 譯

貨幣政策與財政政策的對話

目 錄

一、譯 序	洪墩謨	(1)
二、前 言	塔格特	(3)
三、貨幣政策是否正被叫賣得太過份？	海 勒	(5)
四、財政政策是否已被推銷得太多了？	弗利曼	(29)
五、海勒的答辯		(43)
六、弗利曼的答辯		(49)
七、註 解		(55)
八、術語與參照		(63)

一、譯 序

今日的美國經濟學界，大體言之，可分成兩大派別：其一為凱因斯學派，其二稱貨幣學派。前者係以凱因斯在1936年出版的「一般理論」為基石所展開出來而為大多數西方經濟學家，甚至政治家所信奉。Paul A. Samuelson 博士，諾貝爾經濟學獎第二屆（1969）得獎人，堪稱此派現代大師。他們主張政府應該採用財政政策或配以貨幣政策、雙管齊下，積極干預民間經濟活動。Milton Friedman 博士曾在1956年發表「貨幣數量學說的重述」，獨樹一幟成為世稱貨幣學派之領導人，而於1976年光榮當選領取第九屆諾貝爾經濟學獎。這位自由經濟學家，現代的 Adam Smith，主張採用消極的貨幣供給來控制經濟完成一國經建目標。本書乃凱因斯學派在六十年代的美國，因擔任總統之經濟顧問之便而得身體力行該派主張的 Walter Heller 博士，跟批評他的政策最力的 Friedman 博士二者在財金政策方面，面對面的辯詞。由於未能辯出一個結果而為政府所妥善使用，七十年代的美國經濟依然陷落在膨脹停滯（Stagflating—Samuelson 的用語）或通貨膨脹式蕭條（inflationary recession—Friedman 的用語）中煎熬受苦，此乃極為顯著之事實而為各方所承認。難怪 Samuelson 曾倡議說，誰能同時解決物價上升與失業這兩個問題，誰就應該得到諾貝爾經濟學獎金！。

譯者曾用本書原文在中興大學經濟學系日夜間部授課，66年度畢業的同學之一王思粦先生，平時非常用功，常在課餘持書與我商研。在學期結束時竟以全文中譯見示，要求修正。適因臺銀經濟研究室主任潘志奇教授賜寵，邀我出版譯書，我乃決定以此師生成果交差。本書主文外，尚有份量頗重的註解及術語解釋，這一部份乃逢甲經研所第二屆同學李式連、何艷宏、黃耿昭、程世寶、劉純之

、劉宗欣、謝劍益等七人的集體創作。前言中譯為中興大學運銷系跟我一起研究經濟學凡三年之久的同事吳文馨先生所提供。

抄寫過程中，承逢甲經研所同仁張萬春先生幫助，特此一併致謝。本書純為上列同學之無價奉獻。只因我一人獨享成果，出名領受稿酬。譯文如犯錯誤，其罪在我，義不容辭。敬祈指正。

逢甲經濟學研究所

洪敬謨 謹誌

1979年2月23日

二、前 言

紐約大學企業管理研究所認為，它的重要任務之一是在提供一個公開討論會，俾可交換對地方和國家有影響的新觀念和知識。

當我們在籌備1968年11月14日 Arthur K. Salomon 的七週年演講會時，我們決定在本選舉年改變我們的方式，計劃採取邀請兩位演講人的作法，而非一如過去幾年只請一位的往例。鑒於演講會之前八天，新的政府就會被選定，所以我們的目的是在對將來具有重要性的經濟論爭上，提供一次有意義的對話。

因此，我們邀請了兩位，觀點雖極歧異、聲譽却頗卓著的經濟學界領袖，來陳述他們的意見，看看什麼才是穩定經濟的最適切方略。

米爾頓·費里曼 (Milton Friedman) 教授——貨幣學派思想的倡導人——被請來評論他所認為必須用以完成經濟穩定的貨幣政策。華特 W·勒海 (Walter W. Heller) 教授——在美國主張新凱恩斯經濟學最力的學者——受邀來評析做為解決這個問題之手段的財政政策的重要性。

因為我們可以很容易確認出誰是跟那一位總統候選人 (尼克森或韓福瑞) 意志相投的，所以我們希望他倆的對壘，最低限度，會提示一些可能影響到財政與貨幣政策的經濟思考。除此之外，這兩位傑出經濟學家第一次被選出來，在公開場合辯論，我們有信心說：這將在企業和金融界引起全國性的注目。

事實上，來自各方面反應之良好，超越我們的意料。不只是演講廳坐無虛席，更有很多聽來不得被安置在數間教室的閉路電視下聽講。所有的傳播媒介給這次演講會作了廣泛的報導，來自新聞、電視和廣播的反應遠超過以前這一系列的演講會很多。

篇幅不容許我們更進一步列舉本講座上這兩位人物的經歷、榮

譽和成就。他倆都是經濟學和相關科學的權威，每位在研究機構和學術性社團都很活躍。米爾頓·費里曼博士是芝加哥大學為紀念 Paul Snowden Russell 所設服務優越的經濟學講座教授；華特 W·海勒博士是米尼蘇答大學校董會特任的經濟學講座教授（Regents' Professor）。

在1967年費里曼博士被推舉為美國經濟協會的會長，這個協會在這之前曾頒給他 John Bates Clark 金牌獎，他曾經是總統提名人高華德（1964）和尼克森總統（1968）的經濟顧問，很多經濟方面書籍和論文的作者，他並且為新聞週刊（Newsweek）撰寫專欄。

海勒博士曾被甘迺迪總統任命為總統經濟顧問委員會的主席，並延續此一職位到1964年末。之後，他在詹森執政期間出任總統府顧問，是一位有廣泛出版物的作者。海勒博士被認為是凱恩斯經濟政策的主要發言人。在另一面，費里曼博士則被認為係此一經濟政策的主要批評者。

本書所刊出的費里曼——海勒講詞，包含有演講後的一些修正部份。註解以及術語與參照，也一併附錄在書末，以供讀者查考。

紐約大學商學院院長暨
企業管理研究所所長

塔格特（Joseph H. Taggart）謹誌

1968年11月14日

三、貨幣政策是否正被叫賣得太過份？

華特·W·海勒

我今天既不打算讚揚也不打算否定極不崇拜偶像的密爾頓·弗利曼 (Milton Friedman)，因為要頌揚他這個人與他的研究工作將會佔去太多我今天有限的時間，而要想否定他，一言以蔽之，是不可能的。

此外，以今天辯論的題目「貨幣政策是否正被叫賣得太過份？」而言，你們應該記住，一個演講題目就像聖經中被做為宣講題目的一段，是一個出發點，因此我將由此開始，在某種意義上，為了與密爾頓 (Milton Friedman) 的題目保持對稱，我或許把這題目定得太廣泛了，故若改成「貨幣供給是否正被叫賣得太過份？」也許好些。但因我們所討論的學生題目實際上是在「財政政策對貨幣政策」，「調度性的政策對自動性的政策」，所以這樣的題目又可能太狹窄了。在這意義下，也許把它變成「調度性的財政和貨幣政策的前途」要來得好些。

不管是誰，禮堂裏的人也好，禮堂外的人也罷，首先讓我們澄清一下今天我們在財政與貨幣政策的研討中，要與不要討論的重點是在什麼地方。當我們這樣做的時候，我恐怕這個界限可不能像新聞記者那樣劃分得一清二楚，這些人是很喜歡打鬧性和戲劇性的，並想以諸如「凱因斯是否過時了？」這類明顯的標題來要我們相信的確如此。但是不要害怕，今天的論爭裡面，值得一辯的地方可多著呢！

今天的論題不在「貨幣是否重要」——這點我們都同意——而在是否「唯有貨幣才最重要」，後者乃一些弗利曼學派的人士，也許該說弗利曼學究，所說的。事實上，也許我們應該討論：是否「只有貨幣才很重要」。據我所了解這才是密爾頓·弗利曼所主張

的——他比許多弗利曼學派的人士合理多了。

在這關聯下，如能將1960年代的經濟政策——如你願意不妨稱之為「新經濟學」——曾對財政與貨幣政策兩者賦予相當重要的使命這一點交代清楚也是很重要的。誠然，如何把政策適當的混合常是爭論的關鍵所在，例如在六十年代早期，我們曾經擔心緊縮性的貨幣量可能阻礙經濟復甦並瓦解1962到1964由於所得稅減免所造成的擴張效果。在1966年，當我們極力主張一項租稅的增加時，我們再度強調應儘量避免由於徵稅過多使得聯邦銀行採擇限制性政策所造成的不良影響。在1967~68年，當我們在尋求一項附加稅時，亦曾力求避免1966年貨幣緊縮的重演。而且在未來的日子裡，當聯邦預算中的充分就業盈餘可能是唯一可用以辯解並買通貨幣上的鬆弛使得經濟成長步伐加快時，我們仍然會同時重視財政與貨幣二者的。簡言之。對任何可能擔心「新經濟學」就是財政政策學的人，請看看記錄吧，它就是證據，而且新經濟學者可以向你們保證說，我們認為貨幣的確是重要的。

一旦把這稻草人拿開，我們即可確定到底我們與貨幣學派在貨幣上的真正論題是什麼了：首先，我們是否應該將貨幣供給當作聯邦銀行政策的唯一或主要的指標？在最低限度下，我們是否應該把貨幣供給與聯邦銀行所偏愛的利率和信用額度，處於同等地位？其次，我們是否應該依賴聯邦銀行當局採用彈性的貨幣政策以便因應動盪不定的經濟情況和財政政策的轉變呢？抑或應該不僅讓貨幣供給稱帝封王，而且把它鎖在每年增加3%~4%或5%的僵硬公式中？換言之，我們是否該採用弗利曼法則並以一個指數曲線來取代比爾·馬丁（Bill Martin：他在當時是聯邦銀行總裁——譯註）——抑或我們只要丟個曲線給他去使用就行了？

同樣地，在財政的領域中，我們的論點不在於財政政策是否重要——甚至某些貨幣學派人士，一旦在私底下可以自由發言時，也曾為了穩定經濟的理由而主張裁減預算或變動租稅，我們所爭論的

是財政政策重要到何種程度以及在動態經濟中爲了維持穩定的經濟成長，我們對於在租稅與預算上斟酌變動的作法又能信賴到何種程度，這個問題：積極的財政政策與旺盛的經濟擴張這兩者之間的密切相關——這使我們的經濟達到接近充分就業的領域中——是偶然發生的或是有其背後的因果關係？對於積極財政政策的得失作過一番公正持平的議論之後，作是否建議：(a) 我們現在是否應該躲進巴里·高華德 (Barry Goldwater : 1964年，美國共和黨總統候選人——譯註) 和密爾頓·弗利曼所倡鎖定性的租稅削減制，一種僵硬財政法則的避難所去呢？抑或 (b) 我們有否必要改正我們的財政機構——尤其是在租稅增減的手續上——以便加快財政措施的速度與準確性，特別是在對這通貨膨脹這個問題的時候。

在這些策略上的論爭當中有一個基本的經濟目標的問題到處出現，截至目前爲止不論在分析或證據上皆無法以任何肯定的方式來答覆。經濟目標是否應如菲力浦曲線所說，把它爲低一點的失業而以高一點的物價作代價？抑或此種取捨正如古典實質工資理論的擁護者目前又在重彈老調一樣，僅是一種幻想而已。若我們聆聽一下過去的人和話——那麼是否一點點的通貨膨脹就像一點點的懷孕？抑或當桑能·史歷克特 (Sumner Slichter) 說出下面一句話時，他是一位預言家嗎？這句話是：若我們想有穩定的充分就業和堅實的經濟成長，我們也就必須——而且能够——生活在物價每年上漲2%左右的慢性通貨膨脹中。

把這些有關策略上所爭論的主要部份總結起來，他們是：貨幣該是國王？財政政客是否值得一試？採用彈性做法的人是否應該向僵硬的法則屈膝？你們將會注意到我故意地以存疑的方式把這些論題提出來以便激勵貨幣學派學者和新經濟學者。

容我在概論以下三項論之前爲你們複習一下所謂「停下來，看一看，聽一下」這些要素。這三項論題是：一、只有貨幣才很重要；二、控制貨幣供給就可穩定經濟；三、每年擴張4%~5%之僵硬

的固定控制器，對於一個在經濟上有無知之嫌、人類又有弱點與愚蠢的世界來說，是唯一安全的政策處方。

我們應順便注意到一件事情，這就是弗利曼的發現和結論適用於從地獄的邊緣把貨幣政策拯救出來的一個穩健措施，此貨幣政策曾因二次世界大戰和四十年代末期的利率釘住制而陷入地獄的邊緣——這項解救係由1951年的貨幣協定和後來貨幣政策在運用範圍上有了穩定的擴張所造成的。這是一項健全的新生。但是從1940年代衰退的利率釘住制復興之後，貨幣政策在今天是否面對一項新的釘住制的威脅，也就是說，在未來歲月中要遭遇到密爾頓的貨幣供給釘住制的威脅？是否它已命中註定在二十年內要由搖籃走入墳墓？

當然，為強調起見，我誇大其詞。譬如有人報導說，尼克森總統說道他不相信這個固定控制器的公式。同時有人傳說他暗示過他打算對貨幣供給給予更多的重視。因此這是一個對貨幣學派主張作更進一步觀察的特別適當的時刻。

現在我要轉而討論貨幣學派的可疑之處，其所未的解決問題與其無法令人信服的證據，我將之集合起來成為八個非給滿意答覆不可的條件——若不能完全答覆，至少也該被答覆到較它們在目前為止所被答覆的更令人信服的程度——在我們甚至可以考慮給予貨幣供給經濟政策上一個至高無上的權威，或統制權，或是更為卓越的地位之前，它們必須被滿意的答覆。這些條件着重在諸如下列問題：你相信那一個貨幣供給的指標？只從貨幣供給本身而不考慮貨幣需求和利率的變動就可以對經濟活動得到充分的瞭解嗎？那就是說，貨幣的數量與其價格二者不該同時考慮嗎？難道觀察到的貨幣效果的時差及流通速度二者有參差不齊的變動，這點還不够叫人對貨幣供給和 GNP 間有簡單關係的論點產生重大的懷疑嗎？那就是說，僵直的弗利曼法則，或許是一個在天堂中造出來的公式，豈不是只有在天堂中才能發生作用嗎？

在我所懷疑的目錄中，個人並無任何創新發現之處。我對於諸

如詹姆士·托賓(James Tobin)，約翰·卡雷肯(John Kareken)，里耳·葛郎里(Lyle Gramley)和其他的人深致謝意，由於他們的苦心研究和分析，我才有引用之處，而他們的工作實在也是完美無疵的①。

第一個條件是：貨幣學派人士必須下定他們的決心，到底他們要我們接受那一個貨幣供給變數作為指標——是 M_1 ，狹義的貨幣供給，只包括現金和活期存款； M_2 ，再加上定期存款；或是某些其他的數量像「貨幣基數」，到底那一個？而且他們要到何時才會肯定答案？也許密爾頓·弗利曼已經有所決定了；但是如果他已決定了，他的門徒似乎還未得到旨意。

讓我給你們一個例子，去年春季， M_1 （貨幣存量（大為增加，從4月到7月一連四月不停地增加。但是當它和緩下來時，大部份的杞憂者又調轉馬頭朝向 M_2 （貨幣加上定期存款）， M_2 很順利地開始在7月份尖銳地上升。而且聆聽最近由聖路易聯邦準備銀行——芝加哥學派的非正式的統計武器——發表的報告，小心翼翼地說：「自從7月以來貨幣的擴張，以貨幣存量來衡量，已經減緩速度了；以貨幣加定期存款來衡量，反而加快速度了；以貨幣基數來衡量，則大致保持一項不變的比率。結果，問題發生了在目前，究竟何種貨幣總量才可用以指示貨幣對經濟活動的影響而又最具意義的呢？」②」事實上就是有問題的。

在我們感到極大信心地把貨幣供給當作主要政策變數處理之前，我們要求此種迷惑應在某些令滿意的方式下被解決，這個要求似不過份。

第二個條件是，我對貨幣供給說將會感到更為同情，如果它不如此一廂情願地把貨幣存量——不管用你所喜歡的任何一種方式去衡量它——當作政策目的所需有關任何情報內涵的唯一財政變數的話。

正如葛郎里所曾提到的，舉例言之，如果我們只觀察1948年的

貨幣存量，它將指出那是戰後期間銀根最為緊俏的時期^③。但是，財政部的短期公債的利率是1%（而且信用卓著的公司債的利率是2.75%（聽來真像古代史）。但是從貨幣供給標準來看，我們有著緊俏的銀根，同時却伴隨着低到2%和3%的利率，這件事不是很奇怪嗎？其時我們有充斥市場的流動性——因此利率的確似乎已告訴我們某些非常重要的現象。

或者，如果我們只以貨幣存量的觀點來觀察1967年，它將顯示出是自二次世界大戰以後銀根最為鬆弛的一年。 M_1 上升了6%， M_2 增加了12%。但在利率上却有一個非常明顯的上升。何故？這或許是因為各企業公司在前一年，有了恐懼的經驗——他們在1966年遭受到抽緊銀根的貨幣脫水作用——之後一致努力去建立他們保護性的流動資金，結果引起流動性偏好的大幅轉移使然。至於利率的高低如何變動，若吾人想對貨幣的進展和貨幣政策指導作出適當解釋的話，關鍵就很重大。利率是內生變數而且不能單獨地被當作戰略要素來操作——同理，貨幣存量亦然。不管是利率或是貨幣存量，如果單獨地被採用，將會嚴重地誤導我們的方向。

我實在不了解任何財貨的稀少性如何能在不參照物價的情況下被談論得很正確——或者，更特定地說，貨幣的稀少性如何能在不參照利率的情況下被談論正確。嚴格說來，把市場利率認定為貨幣的價格是錯誤的。在美國，不管是活期存款或現金都不支付利息。但這是模稜兩可的話。重點是貨幣需求的變動相對於貨幣供給而言，或是貨幣供給的變動相對於貨幣需求而言，一般會造成利率的變動^④。堅持貨幣的價格（利率）的高低對貨幣的稀少性不至傳達任何信息見解，正如托賓所曾提及的，乃是一項「古怪的異端邪說」。

第三個條件是，在已知貨幣流通速度的變動情況下，貨幣與經濟活動間，被信以為有不可改變的連繫的命題，尚待建立。不管貨幣學派女妖般的歌聲如何地甜美，我們將不應忘記此點。我們不應

忘記弗利曼與舒茲 (Friedman-Schwartz) 的巨著《美國的貨幣史》中所顯出的一段，正好表現出我的觀點。

「……我們所觀察到的貨幣流通速度的年變動率，自1869年，從那時起我們開始有流通速度的數字記錄，到1960年為止的91年中，有78年的變動率是少於10%。在十三個變動較大的年度中，一半以上是發生於經濟大恐慌或兩次大戰期間，而且最大的變動是17%。若以長期趨勢的百分比來表示，流通速度的變動範圍在90到110之間的有53年，在85到115之間的有66年。在剩下的26年中，有12年是屬於所得資料殘缺不全的最初15年，而其餘17年是在經濟大恐慌和兩次大戰期間。」⑤

明顯地，流通速度是隨着時間的移動而改變的——只是有些人可能說「大大地」，其他人說「普通地」而已。讓我稍微站開一下，並且為此項討論的目的而說，這種變動是「顯著的」。因為我將提醒你們貨幣的所得流通速度在1960~68年期間大約上升了28%。如果1968年的流通速度與它在1960年的相同，名目的GNP將不會是8600億左右，而只是6750億。

上項弗利曼和舒茲所作關於流通速度的變動情況的報告在表示尚有其他因素——奇怪地，使我想起諸如租稅削減或預算變動的 other 措施——在影響經濟活動的水準。一如過去，流通速度確已改變了，如此方可容納這些其他因素的影響，而且，我不會懷疑，在未來它將會繼續重演下去。

我們所觀察到的有關流通速度的變動正好一筆鉤出剛才我所暗示的較廣泛之點，此即弗利曼與舒茲的研究並未發現任何近完全——一個穩固的連繫——的貨幣與經濟活動間的相關。而且他們所發現的此種不近完全的相關是基於一種很複雜並且對於原始資料常加以相當任意的調整而得來的。托賓曾把弗利曼教授自稱他從資料中發現貨數量與經濟活動二者之間有規則可循一事批註為相當「不可外人道也」！

這點再度提醒了我們說，弗利曼和舒茲在檢定貨幣供給的效力上所使用的是一個不完全的美國經濟模型。或許，如果他們曾經使用過一個更為完全的模型，他們可能業已發現貨幣供給不僅只有較小的效力，而且其變動的效果將更為精確（而因此，附帶說明一句，就無須訴諸於僵直性的貨幣法則了）。在屈從於他們大量和令人印象深刻的資料的排列之前，一般的觀察者和特殊的政策決定者應該明瞭弗利曼與舒茲的發現既未證明「只有貨幣才很重要」，也未否定財政政策相當重要^⑥。

第四個條件是，如果貨幣學派能夠把貨幣在什麼時候會對經濟活動發生影響的時間範圍縮小那對我們將大有幫助。在採用貨幣政策時，我們必須考慮到貨幣效果的時差到底有多長？在此，我從弗利曼教授的力作「貨幣穩定的計劃」中引用的一段，以便說明：「在我所曾與舒茲夫人合作，在國家經濟研究局的研究中我們發現，在美國十八個經濟循環中，平均而言，貨幣存量變動率的高峯傾向於領先商情16個月，而貨幣存量變動率的谷序領先商情12個月。……以個別的循環而言，所記錄到的時差，其變動範圍是：高峯的領先月數在6至29之間，谷底的領先月數在4至22之間」^⑦。

由此可見弗利曼與舒茲的研究所發現的平均時差很長，而且似如它所顯示那麼重要的，這是一項變動性很高的時差。但是何以有此種相當大的變動性呢？無疑的，答案可能有幾套。但是再度地，最自然的答案是：經濟活動水準的高低，或者對全國產出之總需求的大小，除貨幣存量之外還為其他變數——甚至可能由利率、聯邦支出和移轉性支付——所影響的！

假如我告訴你說，在重複試行中，我已檢查過並發現出一個時速某某英哩的汽車需要再跑100到300英尺遠才能停下來的話，那是頗有一段距離的。但是你會感到驚訝嗎？我想不會提醒我一句說，一部汽車停下來所需要的距離，在其他條件不變下，端視路面的情況而定。如我斟酌過路面的情況我就不至於有這麼一個停車距離很

長的結論了。

正因如此，如果弗利曼教授和舒茲夫人曾考慮到影響總需求的其他變數，或採用一個較完整的美國經濟模型去估計貨幣政策效果的時差的話，或許他們不至發現貨幣政策效果的時差竟有這麼大的變動性了。於是我們可以再度正確的推論出他們的發現與財政政策是重要的，而且是非常重要的說法是相當一致的。下面引用雖未必適當，但某些人曾提示過說，在十九世界中葉，政府部門是相對的小。因此租稅，政府支出及移轉支付之外的其他變數（的變動效果就相對的大而）能够「扭轉」貨幣與所得之時差的規律。

弗利曼教授也曾採用下列發現：(a) 一個很長平均時差和 (b) 一個高度變異的時差來支持他對貨幣供給的穩定成長的呼籲。由於有這麼一個很長久的平均時差，他的辯論繼續的說，預測者真是束手無策；他們不能以任何精確性去預見未來12或15個月以後的事情。而且即使他們能够，預測者也無法知道應該對多遠的未來作一個經濟評估才好。但我懷疑弗利曼怎麼能從該長久又善變的時差的發現中適切地作出如此的推論。

像弗利曼與舒茲小組所做的那樣在估計一項精細的時差的作法是很會使人誤解的。根據其他調查者的研究發現，我們有理由把貨幣政策想定為係依時間的推移在累積其效果。起初，只有輕微的效果；隨著時間的推移，這項效果就愈來愈顯著。但到目前為止只要討論的題目是在調度性貨幣政策的可行性的話，辯論的癥結就落在有否某種中期的效果存在了。如有，那麼聯邦準備銀行就能够影響從現在開始到一或兩季以後的經濟情況。隨後發生更顯著的效果固然有，但非主要論爭之點。這些隨之而來的效果，正如過去記錄所顯示的，會在下次經濟展望的預測中被發現，於是現行政策也接着會有所調整。至少這是在享有調度性政策變動之利益的，非弗利曼世界所發生的現況。

惟恐有人懷疑我在上段所作推論，讓我再說一次：如果從一項

政策變動中會有中期的效果，那麼調度性的貨幣政策就不會對預測人員加上不必要的負擔了，對將來六或九個月的預測，他們是可以做得相當好的。但在弗利曼與舒茲所做關於估計貨幣政策效果時差的過份精細的方式下，我看不出有何辦法可以決定此一時差的任何形態。在他們對這種時差的形態知道更多之前，我不了解他們何以能够堅持一項貨幣法則。

第五個條件是，如果我知道兩個弗利曼中該相信那一個的話，我將會更快樂些。我是否應該①相信那位在這裏成為衆目所視，認為貨幣供給和所得之間有緊密因果關係的弗利曼呢？他發現貨幣餘額變動的效果是慢慢發揮的，並要落後一段很長時間才會影響到利率，財務和實質資產的價格，最後才影響到投資和消費支出等變數。②或者我應該相信那一位「恒常所得說」的弗利曼的呢？他發現貨幣需求對當期所得的變動是頗不敏感（由於當期所得在恒常所得中只佔很小部份），其含意為貨幣乘數在短期中是非常的大，因此，貨幣存量的變動具有一種即刻與強烈的反應。誠如托賓所批評的，他不能腳踏兩條船。但是它該是那一個呢？

第六個條件是，如果密爾頓的政策處方是在一個毫無磨擦，亦即物價、工資和市場交易沒有僵硬性的弗利曼式的世界——一個他自己創造出來的世界——中所配出來的話，那就行得通了。但我們所實際遇過的，却是充滿着各種僵直性的，不完全的世界。故若想用貨幣供給法則的固定器來穩定經濟，反而於事實上可能造成不穩定的結果。換言之，它（貨幣法則），一旦實行，則於強大的市場獨占力下，工資與價格的緩慢調整過程將延誤經濟活動對貨幣法則的反應作用，結果引起長期性的經濟衰退或物價上漲；而在此時，政策決策者（因已選用法則性了）因已無計可施，也只好隔岸觀火了。

與上所述息息相關的第七個條件是把貨幣供給鎖在一個僵硬的法則中將使美國的國際地位瀕臨險境。顯然，資本流動對利率是敏