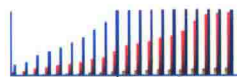


中国特色社会主义政治经济学丛书

改革开放与货币政策 宏观调控变革

GAIGE KAIFANG YU HUOBI ZHENGCE
HONGGUAN TIAOKONG BIANGE

向宇 杨松 著



四川大学出版社

中国特色社会主义政治经济学丛书

改革开放与货币政策 宏观调控变革

GAIGE KAIFANG YU HUOBI ZHENGCE
HONGGUAN TIAOKONG BIANGE

向宇 杨松 著



四川大学出版社

项目策划：邱小平 梁平
责任编辑：傅奕
责任校对：杨丽贤
封面设计：墨创文化
责任印制：王炜

图书在版编目 (CIP) 数据

改革开放与货币政策宏观调控变革 / 向宇, 杨松著.
— 成都 : 四川大学出版社, 2018. 12
(中国特色社会主义政治经济学丛书)
ISBN 978-7-5690-2642-9

I. ①改… II. ①向… ②杨… III. ①货币政策—金融宏观调控—研究—中国 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 294225 号

书名 改革开放与货币政策宏观调控变革

著者	向宇 杨松
出版	四川大学出版社
地址	成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发行	四川大学出版社
书号	ISBN 978-7-5690-2642-9
印前制作	四川胜翔数码印务设计有限公司
印刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	170mm×240mm
插页	2
印张	12.25
字数	237 千字
版次	2019 年 12 月第 1 版
印次	2019 年 12 月第 1 次印刷
定价	58.00 元

版权所有 ◆ 侵权必究

- ◆ 读者邮购本书, 请与本社发行科联系。
电话: (028)85408408/(028)85401670/
(028)86408023 邮政编码: 610065
- ◆ 本社图书如有印装质量问题, 请寄回出版社调换。
- ◆ 网址: <http://press.scu.edu.cn>



四川大学出版社
微信公众号

中国特色社会主义政治经济学丛书编委会

主任：蒋永穆

成员（以姓氏笔画排序）：王国敏 王洪树 邓翔
刘吕红 何洪兵 张红伟
张衔 曹萍 龚勤林
熊兰

党的十一届三中全会以来，我们党把马克思主义政治经济学基本原理同改革开放新的实践结合起来，不断丰富和发展马克思主义政治经济学，形成了适应中国国情和时代特点的当代中国马克思主义政治经济学——中国特色社会主义政治经济学。

中国特色社会主义政治经济学是马克思主义政治经济学基本原理与中国特色社会主义经济建设实践相结合的理论成果，是当代中国马克思主义政治经济学的集中体现，是指导中国特色社会主义经济建设的理论基础。它立足于中国改革发展的成功实践，诞生于中国，发展于中国，服务于世界，是指引当代中国不断解放和发展生产力的科学理论，是引领社会主义市场经济持续健康发展的指南。

党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央坚持理论创新引领实践创新，推动一系列重大经济理论创新，提出了一系列新思想新论断，形成了以新发展理念为主要内容的习近平新时代中国特色社会主义思想，揭示了新时代中国经济发展的客观规律，为中国和世界带来了新的经济发展理念和理论。

四川大学在长期的办学历程中，始终坚持以马克思主义政治经济学为指导，高举中国特色社会主义伟大旗帜，围绕国家和世界经济发展面临的重大问题，不断推进知识创新、理论创新、方法创新，致力于构建中国特色社会主义政治经济学的理论体系，在社会主义基本经济制度、社会主义基本分配制度、社会主义市场经济理论、社会主义经济运行理论、社会主义经济发展理论、社会主义城乡一体化理论以及社会主义经济全球化与对外开放理论等领域长期耕耘，并形成了自身的研究特色和优势。

为了进一步学习实践习近平新时代中国特色社会主义思想，更好地阐

释经济建设实践中的重大理论和现实问题，巩固和深化现有研究成果，不断为道路自信、理论自信、制度自信、文化自信做出新的理论创造和理论贡献，我们以四川大学“双一流”超前部署学科“马克思主义理论与中国特色社会主义创新”为依托，研究设计了中国特色社会主义政治经济学丛书。

丛书的第一集共八本，以庆祝改革开放四十周年为主题，分别从“中国农村改革四十年：回顾与经验”“改革开放与货币政策宏观调控变革”“中国四十年价格改革研究”“改革与增长：中国经济奇迹的政治经济学解释”“改革开放四十年：我国经济周期波动及对外经济政策调整”“改革开放四十年：创新驱动供给侧结构性改革”“从城乡分割到城乡融合：成都的土地改革与乡村振兴”以及“中国经济改革与对外开放四十年：理论与实践探索”等方面对改革开放四十年的具体实践进行了深入分析。之后，我们还将从中国特色社会主义政治经济学的其他维度进行系统设计。

我们希望这套丛书的出版，有助于四川大学学术大师的不断涌现和学术流派的逐渐形成，有助于中国一流、川大风格的马克思主义理论与中国特色社会主义创新研究学科的逐渐形成。

学术永无止境。该丛书肯定会有不少需要改进之处，恳请各位同仁、读者为我们提出宝贵意见，让该丛书越办越好，在构建中国特色社会主义政治经济学理论体系中发挥积极作用。

目 录

0 绪 论	(001)
0.1 选题背景	(001)
0.2 文献综述	(007)
0.3 主要内容及预计的研究成果	(018)
1 改革开放与货币政策宏观调控变革总论	(021)
1.1 改革开放与货币政策宏观调控演变的理论分析	(021)
1.2 典型国家和地区经济转型与货币政策演变回顾	(031)
1.3 我国经济转型与货币政策演变的历程	(044)
1.4 小结	(048)
2 货币政策宏观调控总框架的演变	(049)
2.1 理论基础	(049)
2.2 货币政策宏观调控框架的内涵	(053)
2.3 快速增长期货币政策调控框架的回顾	(058)
2.4 经济新常态下我国货币政策价格型调控框架设计	(066)
2.5 小结	(077)
3 货币政策宏观调控目标的变化	(079)
3.1 理论基础	(079)
3.2 货币政策最终目标的内涵	(085)
3.3 快速增长期货币政策最终目标回顾与反思	(089)
3.4 “新时代”货币政策宏观调控最终目标体系构建	(102)
3.5 小结	(124)



4 货币政策宏观调控传导机制的变动	(125)
4.1 理论基础	(125)
4.2 快速增长期货币政策宏观调控传导机制	(128)
4.3 经济新常态下货币政策宏观调控传导机制模型	(139)
5 货币政策宏观调控工具的演进	(155)
5.1 传统的常规性货币政策工具概览	(155)
5.2 基础货币投放规律的变化及其工具选择	(160)
5.3 新常态下的货币政策工具创新	(168)
6 货币政策宏观调控进一步改革的风险及稳定措施	(175)
6.1 市场流动性风险及其稳定措施	(175)
6.2 系统性金融风险及其稳定措施	(177)
6.3 汇率和外资不稳定风险及其稳定措施	(179)
6.4 利益关系协调阻力风险及其稳定措施	(181)
7 结论与展望	(184)
7.1 基本结论	(184)
7.2 展望	(186)
7.3 政策建议	(189)
后 记	(191)

绪 论

0.1 选题背景

2018年，习近平总书记在博鳌论坛的讲话中指出，中国四十年改革开放给人们提供了许多弥足珍贵的启示，其中最重要的一条就是，一个国家、一个民族要振兴，就必须在历史前进的逻辑中前进、在时代发展的潮流中发展。^①

1978年，中国共产党的十一届三中全会胜利召开，掀开了我国改革开放的历史大幕。在这四十年改革开放的伟大实践中，我们的党和政府高举马克思列宁主义毛泽东思想的伟大旗帜，始终坚持马克思主义的中国化，创造性地开辟了中国特色社会主义道路，逐渐凝练出邓小平理论、“三个代表”重要思想、科学发展观及习近平新时代中国特色社会主义思想，形成了中国特色社会主义的理论体系。我们的党和政府在通过改革开放完善和发展中国特色社会主义的实践中遵循历史前进的逻辑，顺应时代发展的潮流，不断把握条件、研究问题以及总结经验，适时正确地把握住了我国主要矛盾变化而决定的改革开放的阶段性特征，审时度势地制定了正确的政策措施，取得了举世瞩目的发展成就。

在中国特色社会主义理论的指引下，改革开放政策成就了我国经济长足发展的“黄金四十年”。四十年中，我国经济以平均9%以上的速度增长，我国跃升为世界第二大经济体、第一大工业国、第一大货物贸易国、第一大外汇储

^① 习近平在博鳌亚洲论坛2018年年会开幕式上的主旨演讲，载新华网，网址：http://www.xinhuanet.com/politics/2018-04/10/c_1122659873.htm。

备国。改革开放政策的实施创造了人类历史长河中耀眼的经济发展奇迹，创新了国家发展的路径，为经济理论研究与经济发展实践提供了新的历史样本。四十年来中国特色社会主义经济建设的辉煌成就证明了中国发展道路选择的正确性和发展模式创新的科学性。

中国特色社会主义经济发展的规律决定了其发展过程中存在的阶段性特征。四十年来，我国经历了从高速增长向高质量发展的阶段转变。2014年12月5日，习近平总书记在中央政治局会议上明确提出我国经济发展进入“新常态”。经济的“新常态”表现为以下几个显著的特征：一是从高速增长转为中高速增长；二是经济结构不断优化升级；三是从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。^①十九大报告指出，我国经济发展已经进入了“新时代”。从“新常态”到“新时代”阶段转变的正确判断，是马克思主义实践论的重要体现，也是中国特色社会主义建设、改革开放实践经验的科学总结。

经济发展的阶段转变对我国货币政策宏观调控提出了新的时代要求。货币政策在调控思路上要转换新思维；在调控方式上要运用新手段，要加大货币政策工具的创新力度，不断丰富货币政策工具篮子。只有创造性地推进我国货币政策宏观调控的改革，才能适应我国经济发展的变革与创新，提高我国货币政策宏观调控的效率，为新时代中国特色社会主义经济建设与发展保驾护航，实现新时代经济高质量发展的目标，为最终实现中华民族伟大复兴的“中国梦”提供坚实的制度保障。

0.1.1 经济思想转变，国际格局变化

自20世纪90年代开始，世界上很多国家在所谓“华盛顿共识”的影响下实践“新自由主义”。以英国首相撒切尔夫人和美国总统里根为代表推动的经济自由化改革在全球遍地开花。新自由主义成为国际经济主流的经济发展思想，世界经济格局的变化也被深深地打上了新自由主义的烙印。

然而，新自由主义经济思想并非挽救各国经济颓势的灵丹妙药。比如，20世纪90年代苏联解体后，新自由主义思想主导了转型的独联体国家的经济改革，全面的私有化却导致各国经济迅速的衰落。又如，20世纪90年代后期，东南亚国家在新自由主义思潮影响下启动了国家经济的全方位开放，特别是罔顾自身严重不足的金融监管能力的情况下，全面开放资本项下的货币自由兑

^① 《习近平提出中国经济新常态的3个特点及带来的4个机遇》，载人民网，网址：<http://world.people.com.cn/n/2014/1109/c1002-25999091.html>。

换，结果造成了1997年的亚洲金融风暴，最终引起了经济的大萧条。

新自由主义经济思想不仅在转型经济体的实践中是失败的，在发达国家经济实践中也产生了严重的问题。2000年的美国股市崩盘、2008年的美国次贷危机以及2009年开始的欧洲主权债务危机均说明，不顾各国经济发展阶段、经济发展水平和经济发展环境的巨大差异的盲目的经济自由化，对经济发展未必是有益的，在一定条件下还可能引发严重的经济危机。

伴随着西方经济理论的困顿，西方国家的经济发展也陷入了持续的停滞状态。美国次贷危机以后，欧美经济出现持续的萧条。产出增长率、通货膨胀率和就业指标持续处于历史低点。政府财政问题逐渐显现，欧洲主权国家爆发了国家信用危机，美国政府也一度濒临“财政悬崖”。另一方面，发达国家产业空心化现象严重，缺乏实体的经济结构难以支撑发达国家未来经济的持续发展。

回过头来反观我国的经济的发展。自改革开放以来，我们的党和政府始终坚持实事求是的原则，一方面，拒绝盲目照搬照抄西方经济理论指导我国的经济的发展，而是借鉴吸收了西方经济理论中精华与合理的成分，完善具有中国特色的社会主义市场经济理论；另一方面，不断推进马克思主义的中国化，在改革实践经验总结的基础上，形成了中国特色社会主义的理论体系，特别是在如何搞好经济的问题上锐意改革、勇于创新。我们的党和政府始终坚持将试点与推广相结合，将历史与现实相结合，将理论探索与实践经验相结合，探索出了一条适合中国经济发展的道路。正是在中国特色社会主义思想的指导下，我国创造了举世瞩目的经济奇迹。

我们的党和政府在对内加大改革力度的同时，对外也不断加深开放的程度，致力于推进国际平衡发展，全力构建人类命运共同体。自改革开放以来，我国积极参与国际经济治理。2001年我国加入WTO以来，始终坚持国际贸易规则，推进经济全球化进程；同时，积极完成国际组织对我国提出的市场化改革任务，始终将改革开放作为我国经济工作的重中之重。2013年，我国提出“一带一路”倡议，帮助沿线不发达国家发展经济，努力实现互联互通、共赢共享。同时，我国积极参与G20峰会，推动世界经济多元化平衡发展。2016年，人民币成功加入了SDR货币篮子，推动我国进一步参与国际金融体系的改革。

欧美发达国家经济相对衰落、中国经济快速崛起以及其他新兴市场国家经济迅猛增长，国际政治经济格局正悄然变化，由此要求国际治理体系和国际贸易金融体系进一步的改革。

0.1.2 市场改革深化，体制机制成熟

我国四十年的经济体制改革历史实质上就是经济市场化改革的历史。改革开放就是在对传统计划经济体制低效率的反思中开始推动的。改革开放以来，我国不断提高市场在资源配置中的作用。

20世纪90年代以前，经济改革处于起步阶段，我们对于市场机制对资源配置作用的认识还不够深入；同时，计划体制下的存量经济占比依然较大，过快的推进市场化改革可能造成经济较大的震荡。这一时期，提出了“计划经济为主，市场配置为辅”“有计划的市场经济”等不同模式。

20世纪90年代以后，我国商品市场的价格形成机制虽然基本成熟，但从计划配给向市场配置转轨过程中的经济乱象时有发生。1992年，邓小平同志发表了重要的南方谈话，加快了我国经济市场化改革的速度。同年，党的十四大正式确立了建立社会主义市场经济体制的目标，将市场化改革作为改革的重中之重，市场化改革进入了新的阶段。此后，2001年成功加入WTO，市场化改革逐渐与国际接轨。2005年，完成了商业银行股权分置改革，推进了资本市场的市场化改革；同年，实施了汇率体制改革，确立了有管理的浮动汇率制度。2007年，推出了短期利率体系中的Shibor指标，加速了我国利率市场化改革。

2013年，我国进入经济发展的“新常态”。面对新形势新条件，我们的党和政府加快了经济市场化改革的步伐。十八届三中全会报告指出，建设统一开放、竞争有序的市场体系，是使市场在资源配置中起决定性作用的基础。进一步明确了市场配置资源的决定性作用，指明了经济改革的方向。2013年以来，我国加快了利率市场化改革，并在2015年彻底放开了存款利率浮动的管制，在政策层面上完成了利率市场化改革。2015年8月11日，实施了新一轮汇率制度改革，以市场供求为基础，参考一篮子货币计算人民币多边汇率指数，维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。“8·11”汇改进一步推动了我国汇率机制的形成，进一步深化了汇率市场化改革。综上所述，随着我国改革开放的日益深化，各项制度不断完善，经济体制趋于成熟，基于供求关系的市场机制逐渐在我国资源配置中发挥决定性的作用。

0.1.3 金融风险积聚，金融监管强化

系统性金融风险是各国经济发展中普遍面对的危险，但传统的西方经济理论几乎忽略了系统性金融风险以及由此带来的系统性金融危机等问题。经济理

论研究的忽视导致了各国在发展经济过程中政策措施实行的不到位，从而造成资源错配、经济扭曲，最终引发涉及范围极广、冲击力度极强、危害程度极大的金融危机、甚至经济危机。

2000年，美国网络科技泡沫破裂引发股灾，经济迅速陷入萧条。为了推动经济复苏，提高经济增长率和就业率，美国政府将房地产作为经济增长的源动力，推动美国房价一大波上涨。当时，格林斯潘主导的美联储过度关注实体经济的稳定，却忽视了系统性金融风险的积聚，货币政策将短期利率设定在极低的水平，导致大量的流动性资金进入房地产市场，推高了房价指数。与此同时，监管方放任金融衍生品市场的野蛮发展，进一步刺激了美国房地产市场的增长，并推高了金融市场的杠杆率。美国政府和美联储对资产价格泡沫的忽视，导致美国系统性金融风险的大量积聚。2008年，雷曼兄弟公司破产引爆了美国的次贷危机。此次金融危机如势不可挡的海啸迅速席卷全球，各个主要开放市场经济国家几乎无一例外遭受了不同程度的损失。美国五大投行纷纷破产或被兼并，失业率达到了历史高峰，大量的资本逃离美国。2009年，欧洲国家遭受美国次贷危机的巨大冲击，继而爆发了欧洲银行危机、欧洲主权债务危机，造成了巨大损失。

2008年的美国次贷危机也严重冲击了我国经济。我国政府施行了强刺激的政策，将下行的经济重新拉回到接近均衡的水平。然而，刺激政策注入经济体系的流动性很大部分流入了房地产市场，使得我国房地产市场出现泡沫化的趋势。

面对世界经济波诡云谲的复杂变化、国内经济从高速增长向中高速增长阶段性转变、系统性金融风险在一定程度上有所积聚的情况，我们的党和政府适时推出了“三去一降一补”的供给侧结构性改革措施，将去杠杆列为我国经济运行的重要任务。党的十九大胜利召开以后，开启了三大攻坚战，其中，将防止发生系统性金融风险作为三大攻坚战之首。具体的措施是，一方面，明确“房子是用来住的，不是用来炒的”的重要原则，加强房地产市场的限购，控制房价过快上涨；另一方面，加大力度治理社会资金来源的影子银行体系，分别颁布了“三三四十”“资管新规”等重要文件，治理理财资金流向过剩产业的金融乱象。在我国货币政策宏观调控改革的过程中，货币投放的虚拟化在一定程度上造成了系统性金融风险的积聚。十九大报告指出，要进一步完善货币政策与宏观审慎双支柱的制度框架，利用数量型的金融监管政策来保证价格型货币政策转型中的效率与稳定。我国已进入金融监管进一步加强的新时代。

0.1.4 金融全面开放，外部风险增大

经历四十年的改革开放后，我国基本实现了贸易领域的全面开放，而金融领域的开放则相对滞后。金融领域的开放关系到一国的金融安全甚至经济发展全局的稳健，在市场机制不甚完善、金融监管能力不足的条件下盲目开放金融市场会增大国内经济运行的风险，甚至引发金融经济危机，1997年爆发金融危机的东南亚就是前车之鉴。然而，随着我国改革开放的加速深化、经济体制机制的逐渐健全、金融行业竞争优势的不断增强、金融监管能力的逐渐提升，进一步加快金融领域的开放成为我国经济体制进一步改革的必然选择。

习近平总书记在十九大报告中强调，推动形成全面开放新格局。开放带来进步，封闭必然落后。中国开放的大门不会关闭，只会越开越大。2018年4月10日，习近平总书记在博鳌亚洲论坛2018年年会开幕式上再次强调，未来我国经济实现高质量发展必须在更加开放的条件下进行，并要求大幅度放宽市场准入。今年，我们将推出几项有标志意义的举措。在服务业特别是金融业方面，去年年底宣布的放宽银行、证券、保险行业外资股比限制的重大措施要确保落地，同时要加快保险行业开放进程，放宽外资金融机构设立限制，扩大外资金融机构在华业务范围，拓宽中外金融市场合作领域。中国人民银行行长易纲提出，推进金融业对外开放要遵循以下三条原则：一是准入前国民待遇和负面清单原则；二是金融业对外开放将与汇率形成机制改革和资本项目可兑换改革进程相互配合，共同推进；三是在开放的同时，要重视防范金融风险，使金融监管能力与开放程度相匹配。^①

当然，也应该看到，在金融业启动全面开放模式的当下，我国经济发展所面临的外部风险正在增大。例如，中美之间近来较为激烈的贸易摩擦和冲突使得人民币汇率的波动加剧。又如，过去十余年，我国外汇储备一直保持稳定增长的趋势。但是，自2014年下半年起，外汇储备量则以10%的速度持续降低，从近4万亿美元降至3.2万亿美元左右。2016年1~8月，外汇储备规模基本围绕3.2万亿美元的水平上下波动，^②2017年1月，甚至跌落至3万亿美元以下，目前基本保持在3.1万亿美元的水平。^③外汇储备的降低影响着市场的信心，也是致使人民币汇率波动加剧的一个原因。由于人民币兑换主要货币

① 崔啟斌：《易纲给出金融业开放准则遵循三大原则》，载人民网，网址：<http://money.people.com.cn/BIG5/n1/2018/0412/c42877-29921271.html>。

② 安澜：《外汇储备规模上下波动是正常现象》，《第一财经日报》，2016年9月30日，第A05版。

③ 数据来源：国家外汇管理局。

的汇率波动增大,导致我国对外贸易受到国际金融市场不确定因素的负面影响也出现增大的趋势。人民币在国际化的过程中,其稳定性同样受国际金融市场波动的影响,使得中国人民银行对人民币币值稳定的调控能力受到一定的限制。在外部条件如此不利的条件下,易纲行长强调,金融开放进度要与金融监管实力相匹配;在金融开放过程中,不断提高国内金融监管的能力。只有这样,才能有效化解来自外部不确定性对我国金融体系乃至经济稳健、高质量发展的不利冲击。

0.2 文献综述

0.2.1 关于货币理论的文献综述

西方各个宏观经济学派有着不同的货币理论,包括古典学派货币理论、真实票据货币理论、凯恩斯学派货币理论、货币主义学派的货币理论和理性预期学派货币理论。

古典学派货币理论是由古典经济学家艾尔文·马歇尔和 A. C. 庇古等在 20 世纪初提出的。古典学派货币理论也称货币数量论,是一种探讨总收入的名义价值如何决定的理论,主要有两个代表性的理论,其最重要的特点是认为利率对货币需求没有影响。

欧文·费雪^①提出的交易方程式。这个方程式揭示了名义收入与货币数量及货币流通速度之间的关系:货币数量乘以在给定年份中货币被使用的次数必定等于名义收入(即该年度花费在商品和劳务上的货币总量)。费雪方程的公式如下:

$$M \times V = P \times Y$$

其中: M 表示货币数量, V 表示货币流通速度, P 代表价格水平, Y 代表总产出。

欧文·费雪认为,货币流通速度是由经济中影响个人交易方式的制度决定的。因为经济中的制度和技术特征只在较长的时间里才会对货币流通速度产生轻微影响,所以在短期内货币流通速度相当稳定,货币需求数量由总收入决定。古典经济学家认为工资和价格是具有完全弹性的,所以他们相信在正常年份一个经济体的总产出总维持在充分就业情况下,在短期内也可以认为交易方

^① 欧文·费雪:《利息理论》,商务印书馆,2013年。

程式中 Y 不变，所以价格水平的变动 P 仅源于货币数量 M 的变动。

与费雪同时代的一批剑桥经济学家得到了与费雪类似的货币需求等式，即：

$$M^d = K \times PY$$

其中： K 为用比例表示的常量，类似于交易方程式中 $1/V$ 。其中不同的是，剑桥模型认为，个人因考虑货币具有的交易媒介和财富储藏属性，其持有货币数量有一定的弹性；另外，考虑到短期内 K 发生变动的可能性，没有排除利率的影响。

真实票据 (real-bill) 理论是由约翰·罗 (John Law, 1705) 创立和发展的。当时学者们争论如何控制银行券的发行，逐渐发展出“回笼法则”。该理论认为，通过配合短期真实商业票据的交易，货币供给恰好满足商品交易的需求，从而确保货币发行可以与社会生产情况相适应，即让货币发行量被动地适应商品交易的合理需求。该理论把货币当作交易媒介，根据实际的商品和交易中产生和流通的短期商业票据来确定货币发行，从而避免货币超量发行引发的通货膨胀。具体来说，即是银行在实际操作中只通过贴现具备真实商品交易流通背景的短期商业票据来进行贷款发放，这样，货币供应量可以自发随着实际产出的变动而变动，货币供给可以与实际产出在现有价格上自动匹配。也就是说，当基于实际商品交易进行贷款发放时，就不可能出现引起通货膨胀的货币超量发行的情况。

要求交易媒介的供给量根据“合理交易需要”变动是真实票据学说的核心。这个思想最早起源于苏格兰商人威廉·佩特森 (1658—1719 年) 提出的纸币发行计划。他主张除了发行具有黄金担保的纸币外，可以有限地发行以政府证券为担保的纸币。这个理念推动英格兰银行在 1694 年成立，佩特森是该银行的创办人之一。英格兰银行以向政府提供贷款的形式获得货币发行权。约翰·罗总结了这些思想和实践，发展出自己的理论，他将土地作为“良好的抵押品”，论证发行纸币的土地基础的可行性。显然，罗的思想体系本源于真实票据理论。

凯恩斯的货币需求理论主要是在《就业、利息和货币通论》一书所提出的流动性偏好理论。^① 他详细分析了人们持币的各种动机，相比于剑桥学派对货币需求的阐释，他对人们持币动机的把握更为精确。在该书中，凯恩斯将人们持有货币的动机分为交易动机、谨慎动机和投机动机；相应地，人们持有货币

① 约翰·梅纳德·凯恩斯：《就业、利息和货币通论（重译本）》，商务印书馆，1999 年。

的需求包括交易需求、谨慎需求和投机需求。

货币具有交易媒介的功能，交易需求和收入正相关，而人们愿意持有的预防性货币余额的数量主要取决于其对未来交易水平的预期，因此，凯恩斯假设，出于谨慎动机的货币需求和收入成正比例。在投机需求方面，因为债券价格和利率负相关，所以利率上升会导致货币需求下降，因而货币需求同利率水平负相关。凯恩斯的货币需求理论可由下列公式表达：

$$\frac{M^d}{P} = F(i, Y)$$

凯恩斯强调 F 为真实的货币需求数量（区别于名义需求数量），这一数额与实际收入 Y 正相关和利率 i 负相关，通过变换凯恩斯需求公式求解货币流通速度可得：

$$V = \frac{PY}{M} = \frac{Y}{F(i, Y)}$$

可见，货币流通速度 V 会随着利率波动而剧烈波动，而不像费雪认为的是一个常量。这样，凯恩斯的流动性偏好理论对古典的货币数量理论提出的名义收入主要是由货币数量的变动决定的观点提出了质疑。进一步完善深化凯恩斯所提出的流动性偏好理论成为战后至 20 世纪 70 年代货币理论发展的主流。

货币主义学派创始人和主要观点提出者弗里德曼认为，货币需求函数是一个稳定的函数，其动向是可以预测的。^① 他列出的个人财富持有者的货币需求函数为：

$$M/P = f(Y, W, r_m, r_b, r_e, dp/pdt, u)$$

其中： M 为个人财富持有者手中保存的货币量（名义货币量）； P 为一般物价水平； M/P 为个人财富持有者手中的货币所能支配的实物量（实际货币需求量）； Y 表示“恒久性收入”； W 表示非人力财富占总财富的比例； r_m 表示货币的名义报酬率； r_b 表示预期的固定收益的报酬率； r_e 表示预期的非固定收益的报酬率，如股票的收益率； dp/pdt 表示预期的商品价格变动率。

弗里德曼认为，货币流通速度函数 V 是收入 Y 对货币数量 M 之比，他指出“只要 Y 是永恒收入， Y 对 M 的比率就会不变”。所以货币流通速度无论在长期还是在短期内，都是一个稳定的函数。

货币主义学派认为，货币需求量是少数变量的函数，而货币供给量则可以在相当短的时期内发生急剧的变化，因此，供需不平衡主要发生在供给方面。

^① 弗雷德里克·S. 米什金：《货币金融学》，9版，中国人民大学出版社，2011年。