

# 外生利率下的货币政策中介目标选择

## ——兼析马克思的货币利息理论

周诚君

**摘要:** 在内生货币分析框架中, 货币供给是内生的, 利率则是外生变量。由此, 一国中央银行货币政策的中介目标应该是利率而不是货币供应量。马克思在他的《资本论》中深入地分析了利息的性质和利率的决定, 揭示了利率的外生性质, 并分析了利率在中央银行货币政策中的作用。对我国而言, 货币供给具有较强的内生性, 而利率则具有几乎完全的外生性。因此, 目前我国的货币政策中介目标应转向利率调控为主的间接型货币调控模式。以正因为此, 我国目前利率改革的方向不能是追求单纯的利率市场化, 而应是一个多元的间接利率调控体系。

**关键词:** 内生性与外生性 利率率 货币政策 中介目标

马克思在他的《资本论》中, 科学地揭示了利息的本质, 利息率的决定、运动及其形成, 并有力地论证了利息率的外生特征。这不仅与马克思在《资本论》第一、第三卷分析货币时, 认为货币供给是内生的观点一致, 更重要的是, 它对我们今天认识、研究货币、利息和利息率, 从而由此形成的货币政策模式选择以及进一步的利率改革具有重大的指导意义。

### 一、利率的性质: 内生与外生的争论

货币分析框架中有三个变量: 货币需求、货币供给和货币的价格: 利息率。内生论者和外生论者在上述三个变量的特性上, 也就是货币运行的规律上有不同的认识。内生论者认为, 货币供给是内生的, 而利息率是外生的; 外生论者则认为货币供给是外生的, 利率则是内生地决定于货币需求和货币供给的均衡。两种理论都源远流长, 并在货币理论史上形成了长期的争论(周诚君, 2001 a)。

在经济分析中, 变量具有内生性意味着该变量决定着模型中的其他变量, 同时又被其他变量所影响和决定。而外生变量是独立的, 不受模型变量的影响, 其变动则会对模型中的其他变量产生影响。因此, 所谓货币供给的内生性是指一国货币供给作为内生变量是由经济活动自身创造出来的, 是实际产出、利率、物价水平等经济总量的函数。而货币供给的外生性则指, 一国的货币供给作为外生变量, 是由外在于经济过程、商品流通过程的其他因素决定的, 更直接地, 是由该国货币发行当局独立外在地决定的。同样, 所谓内生利率是指作为货币价格的利率是由经济运行过程中的货币需求和货币供给均衡决定的, 是内生变量。而外生利率则是指利率是独立于经济活动本身, 由外在力量, 如一国的中央银行自主决定的。

在主流的凯恩斯主义和货币主义理论模型中, 货币供给都是被作为外生变量来看待的。因为在凯恩斯主义者或货币主义者看来, 中央银行被赋予了独立决定基础货币供给的能力, 而货币供给又是基础货币的稳定函数, 这样, 一国的中央银行就可以独立决定货币供给量, 或者说, 可以将货币供给作为一种调控手段。一旦货币被作为外生变量, 也就决定了利率在货币理论模型中的性质: 利率是由货币需求和货币供给共同决定的均衡货币价格, 即利率是内生变量。

在凯恩斯的分析中, 利息是人们放弃流动性偏好的报酬, 利率是由既定情况下的流动偏好和货币供给量决定的, 或者说, 货币的供求决定了均衡利率。如图 1 所示,  $L_d$  曲线表示流动性偏好函数所决定的货币需求,  $M_s$  表示既定的货币供给

给函数, 作为外生变量, 它是一条垂直的直线。两者相交, 确定了均衡的货币价格: 利息率。这里, 有一个前提: 货币供给是外生变量, 是由一国货币当局自主决定的, 与经济运行本身无关。

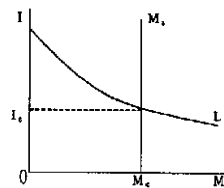


图 1 流动偏好的利率决定模型

新古典主义者接受了这个前提, 并在此基础上通过 IS-LM 模型发展了凯恩斯的利息理论。在新古典综合经济学家看来, 凯恩斯所说的流动偏好决定的货币需求函数是不确定的, 而且, 仅仅考虑货币市场而忽略产品市场是不能最终确定均衡利率的。作为利率理论的主流, IS-LM 模型把产品市场的均衡也纳入到利率的分析框架中去, 从一般均衡的角度考虑利息率的决定。如图 2, 只有当货币市场供求所形成的均衡利率同时使产品市场也实现投资—储蓄的均衡时, 才最终形成了均衡的利率和国民收入。这里, 在货币供给外生的基础上, 利息率被赋予更具内生特征的性质: 利率内生地决定于货币供求和储蓄、投资的均衡过程, 并成为联系货币市场和产品市场的纽带。

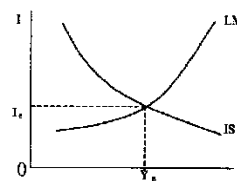


图 2 IS-LM 利率决定模型

与此相反, 后凯恩斯主义经济学家继承了从斯图亚特·亚当·斯密到魏克塞尔到格利·肖、托宾的反货币数量论传统, 认为货币供给是内生的, 与之相应, 利率则是外生于货币供求的。后凯恩斯主义者的内生货币观首先源于他们对货币创造过程的不同理解。在外生论者眼里, 货币供给是从直升机上撒下来的通货, 因此, 外生论者不需要研究货币的创造和来源, 而仅仅是研究货币的使用。而内生论者认为不仅要研究货币的使用, 更重要的是要研究货币的创造和来源(Wray, 1992)。他们的主要观点是: 第一, 信贷决定储蓄; 第二, 储蓄决定准备金; 第三, 货币需求引致货币供给(Lavoie,

1985)。在这样的因果关系链条中,经济主体在经济活动中形成的货币需求才是货币创造和供给的根本原因。在后凯恩斯主义经济学家看来,层出不穷的金融创新使现代商业银行可以直接在金融市场上筹集资金,而无须等待中央银行的基础货币注入,从而使货币供给与货币需求相适应(Moore, 1988)。因此,中央银行并不能像传统理论解释的那样,可以独立自主地决定基础货币供给,货币供给是一个与货币需求等实际经济变量紧密联系的内生变量。

一旦货币供给是内生于货币需求的,那么,利率就只能 是外生的。按照一些后凯恩斯主义者的解释,利率的决定是一个加成的过程,由中央银行控制的再贴现率是整个货币体系的基准利率,商业银行的存贷款利率是在基准利率基础上按一定的比例加成的结果(Kaldor, 1985; Moore, 1988; 罗西斯, 1991)。因此,莫尔认为,利率是外生的,可以由中央银行独立决定,中央银行通过确定基准利率可以间接调控市场利率。这样,货币供给就是在既定利率水平上的一条水平直线,通过商业银行的活动可以创造出与需求相适应的货币供给。

## 二、马克思的货币利息理论

与传统的利率分析框架不同,马克思并没有从货币的供求角度出发讨论利率的性质与形成。马克思是在分析平均利润率形成的基础上,从分析生息资本的运动开始分析利息问题的。这与马克思在分析商品价格形成时,首先分析价值和价值规律的方法是一致的。这恰恰揭示了利率形成和决定的科学本质。

在分析利息率之前,马克思首先深刻地解剖了生息资本的运动过程,从而揭示了利息的性质:“利息不过是平均利润的一部分”。利息本质上是剩余价值的一种转化形式。按照马克思的理解,利息只是利润的一部分,这部分要由产业资本家支付给货币资本家,所以,利润本身就成为利息的最高界限。在这里,“同一资本有双重规定:在贷出者手中,它是作为借贷资本;在执行职能的资本家手中,它是作为产业或商业资本。但它只执行一种职能,也只产生一次利润”。因此,利息本身没有任何特殊的规定性。

接着,马克思分析了利息率的性质及其决定。在马克思看来,“只有资本家分为货币资本家和产业资本家,才使一部分利润转化为利息,一般说来,才创造出利息的范畴;并且,只有这两类资本家之间的竞争,才创造出利息率”。这就是说,利息率是货币资本家和产业资本家之间分割利润或剩余价值时竞争的结果。也就是说,利息率取决于两个因素:首先取决于利润率,其次,取决于总利润在贷款人和借款人之间进行分割的比例。因此,“利息是由利润调节的,确切些说,是由一般利润率调节的。而且,这种调节利息的方法,甚至于是用于利息的平均水平。……不管怎样,必须把平均利润率看成是利息的有最后决定作用的最髙界限”。

在这个基础上,马克思把利息率区分为一般利息率和市场利息率,详细地考察了利息率的结构及其决定。市场利息率是任一时刻在商品货币市场上表现出来的货币的价格,它是随市场状况不断变动的。而一般利息率,马克思又把它称为平均利息率或中等利息率,则是市场利息率平均的结果,体现了各种不同的市场利息率的总和,它在每个国家在较长时期内都会表现为不变的量。这是因为,尽管各种特殊的市场利息率在不断地变动,但一种利息率的变动会被另一种利息率相反的变动所抵消。更重要的是,一般利息率取决于一般利润率,而一般利润率只有在较长的期间内才会发生变动。并且,“一般利润率的相对不变性,正是表现在中等利息率的这种或大或小的不变性上”。

马克思进而指出,这两种利息率的决定过程是不同的,就作为利息率一般的平均利息率而言,其决定不能由一般规定得出,“一个国家占统治地位的平均利息率,——不同于不

断变动的市场利息率,——不能由任何规定决定。在这个领域中,像经济学家所说的自然利润率和自然工资率那样的自然利息率,是没有的。……供求平衡——假定平均利率已定——在这里没有任何意义”。因此,在马克思看来,平均利息率和货币市场无关,也就是说,利息率不是如主流经济学家所认为的那样,是内生于货币的供给和需求的,利息率不是内生变量。

关于利息率的决定,马克思认为,对于作为借贷资本和产业资本的 生息资本,“这两种所有权要求享有利润的人将怎样分割这种利润,是和 一个股份公司的共同利润在不同股东之间按比例分配一样,纯粹是经验的、属于偶然王国的事情。在本质上成为决定利润率的基础的剩余价值和工资的分割上,劳动力和资本这两个完全不同的要素起着决定的作用;那是两个独立的相互限制的可变数的函数;从它们的质的区别中产生了所生产的价值的量的分割”。因此,只是产业资本家和借贷资本家之间的竞争决定了利息率,利息率的高低取决于两者各自的竞争力,或者说取决于两者的谈判能力。“没有任何理由可以说明,为什么中等的竞争条件,贷出者和借入者之间的均衡,会使贷出者得到他的资本的 3%、4%、5% 等等的利息率,或得到总利润的一定的百分比部分,例如 20% 或 50%。当竞争本身在这里起决定作用时,这种决定本身就是偶然的,纯粹经验的、……”。这里,马克思实际上告诉我们,自然利息率是在分割平均利润的过程中,由利益集团的竞争和斗争决定的。

至于不断变动的市场利息率,其决定和商品的市场价格一样,由货币市场上借贷资本的供给和借贷资本的需求之间的关系来决定。“生息资本虽然是和商品绝对不同的范畴,但却变成了特种商品,因而利息就变成了它的价格,这种价格,就像普通商品的市场价格一样,任何时候都由供求决定”。因此,“市场利息率是由供求关系直接地、不通过任何媒介决定的”<sup>10</sup>。

因此,可以看出,马克思分析利息率的逻辑是:剩余价值或平均利润率通过产业资本家和借贷资本家之间的竞争决定了平均利息率,平均利息率通过货币市场货币的需求和供给的作用决定了市场利息率,市场利息率围绕平均利息率上下波动恰恰正是平均利息率的表现形式。这和他分析商品价值和价格的逻辑是一致的:对于商品市场,商品的价值决定了价格,价格围绕价值上下波动是价值的表现形式。在这里,马克思科学地揭示了利息率的本质及其决定。

因此,利息率的决定与货币市场的供求无关,利息率是由外生于货币市场的其他因素决定的外生变量。在马克思看来,这个因素,主要是产业资本家和借贷资本家的竞争。那么,在阶级社会中,是谁来决定竞争的结果呢?按照马克思的理论,在阶级社会中,国家由占统治地位的阶级操纵。那么,对于利息率,在两大集团的斗争中,竞争的结果表现在中央银行对利息率的决定上。“随着大工业的发展,出现在市场上的货币资本,会越来越不由市场上现有资本的这个部分或那个部分的所有者来代表,而是越来越表现为一个集中的有组织的量,这个量和实际的生产完全不同,是受那些代表社会资本的银行家控制的。因此,就需求的形式来说,和借贷资本相对立的是整个阶级的力量;就供给来说,这个资本本身整个地表现为借贷资本。”<sup>11</sup>这也就是说,利息率是由代表某一方利益的中央银行来决定的。马克思指出,“中央银行是信用制度的枢纽。……信用制度转变为货币主义是必然的现象”<sup>12</sup>“英格兰银行的权力,在它对市场利息率的调节上显示出来。……于是它就有了确定市场利息率的权力”<sup>13</sup>。

综上所述,按照马克思的分析,利息率是由剩余价值或平均利润率通过产业资本家和借贷资本家之间的竞争决定的,这个过程并最后表现为中央银行对利息率的决定上。即,利息率是由中央银行决定的外生变量。这样,在货币分析的

框架中,货币供给就只能是内生的,这和马克思在《资本论》第一卷对货币供给性质的分析是逻辑地一致的。在马克思看来,不管是贵金属货币,还是纸币,都具有内生性,取决于对货币的需求(周诚君,2001 b)。

### 三、外生利率和货币政策的中介指标

一定的货币调控方式总是与一定的经济体制相关联,也是以一定的经济理论为基础的。长期以来,伴随着货币供给或利率外生还是内生的争论,产生了两种不同的货币政策调控模式:即需求型货币政策模式和供给型货币政策模式。它们对应着不同的货币政策中间目标选择:即以利息率还是以货币供给量作为货币政策中间目标。所谓供给型货币政策,是指,如果货币供给是外生的,并且货币需求是稳定可测的,即货币需求是一些有选择的变量,如财富或收入、利率或预期因素的稳定函数,那么,一国货币当局就可以据此决定货币供应量,使之适应于既定货币需求,实现货币供求均衡。而货币的需求型调节则是以货币供给的内生性以及货币需求的不稳定性<sup>44</sup>为理论基础:因为货币需求是不稳定的,所以就是不可测的,又因为货币供给是内生于经济过程中的,所以正是经济过程中形成的总需求从而货币需求决定了货币供给。这样,一国中央银行是无法自主独立控制其货币供给的,它所能做的,就是进行需求型的货币政策调控,通过利率的调整影响货币需求,从而实现货币供给与需求的均衡。

如前所述,按照马克思的分析,在货币分析框架中,货币供给是内生的,利息率则是外生的,那么,在中央银行实施货币政策过程中,以货币供给为中介目标的供给型货币政策模式将是无效的。在内生货币和外生利率条件下,一国中央银行必须采用以利息率为中介目标的需求型货币政策模式。事实上,对于货币供给内生条件下利率的调节作用,马克思也作了精辟的论述。马克思以英格兰银行为例,分析了中央银行以利率为中介目标的货币政策:“英格兰银行的权力,在它对市场利息率的调节上显示出来。”在营业正常进行的时候,英格兰银行不能用贴现率的办法,防止金从其金属贮藏中适度流出,因为对支付手法的需要将从私人银行、股份银行和汇票经纪人那里得到满足。但当“国内货币非常紧迫的时候,英格兰银行会控制利息率。”因为“在货币异常紧迫的时候,私人银行或经纪人的贴现业务比较受到限制,这种业务就会落到英格兰银行身上,于是它就有了确定市场利息率的权力。”<sup>45</sup>

在西方理论界,自20世纪20年代,格利、肖和托宾等人(Gurley and Shaw,1960; Gurley,1960; Tobin,1961)提出货币内生理理论以来,反货币数量论和外生论的货币内生论者力量日益强大。尤其是80年代美国经济的衰退以来,随着货币主义退出主流经济理论舞台,90年代,新凯恩斯主义越来越受人们关注。克林顿入主白宫以后,开始以此作为制订经济政策的理论依据。他们反对货币数量与收入、价格水平之间的因果关系,反对直接的货币总量控制,在他们看来,货币供给是受制于货币需求的内生变量,因此货币政策应以利率而不是货币量作为政策目标。

按照新凯恩斯主义者的论证,在短期中,中央银行一旦确定了对商业银行提供贷款的利率,它就既不能要求,也不能拒绝商业银行的商业贷款需要,货币供给因此不是由中央银行,而是由经济运行中产生的货币需求所决定。又因为,中央银行的贷款利率是商业银行的短期贷款成本,它直接决定商业银行的短期贷款利率,并且,通过金融市场的预期,决定长期利率。利率水平因此由中央银行所决定,而不是由货币供求所决定。正是在这个意义上,货币供给曲线不是垂线,而是水平线。中央银行无需,也不能通过货币供给的变动来影响利率。因此,它可以直接通过利率的变动,影响货币需求,进而影响货币供给。中央银行变动其贷款利率,只会造成货币供给曲线的水平移动,而不是垂直移动。而中央银行对利

率的决定,并非将其一成不变地固定在某个水平上,而是要在一定的范围内上下波动。因为中央银行在决定利率时,要受很多因素的制约,例如,实施货币政策的技术手段、经济主体对利率的敏感程度、经济的规模、开放程度和资本流动的限制、预期的国内和国际通货膨胀以及货币政策在国内的协调程度,等等。

当作为最重要的宏观经济政策工具的短期名义利率上升时,借款者的成本和贷款者的利润将提高,这样,在既定的预期状态下,借款者的赤字支出下降,而贷款者的支出剩余增加。反之,名义利率下降,则造成赤字支出和支出剩余的反方向变化。通过名义利率的调节,货币当局就能够将总需求控制在期望的水平上。而利率变化的效果取决于经济运行对银行信用的利率弹性,如果利率弹性大,则中央银行只要进行小幅的利率调整,反之,则进行大幅的利率调整,从而达到期望的目标。

莫尔还进一步列举并分析了世界各国的经济发展情况,指出外生利率是普遍的和符合经济规律的,而内生利率只是表面现象。莫尔指出,在发展中国家,政府作为最大的借款人,必须维持低利率以降低借款成本,刺激投资,但如果利率不是外生政策变量,那么,即使政府有心,也不可能实现如此的低利率。因为,真实利率若违反市场供求规律而过低,通货膨胀必然推动名义利率上升,从而阻止真实利率的下降(Moore,1988)。

总之,在外生论者看来,货币供给是内生于货币需求的,利息率则是外生于货币需求与供给,由中央银行独立确定的。因此中央银行的目标是决定资金供给的价格,即管理银行资金的边际成本,以及整个银行体系的存贷款利率,而不是主流理论的所谓流动性。而这种调控是通过中央银行对其向商业银行的进行贷款(批发业务)时,对贷款利率的直接控制实现的,并通过此,实现商业银行的存贷款(零售业务)利率的间接调节,从而完成中央银行利率调控目标的传导。这实际上就是马克思所论述的,作为利息率一般的平均利率取决于平均利润在产业资本家和借贷资本家之间的分割,进而决定于中央银行;而不断变化的市场利息率则取决于货币市场上货币的需求和供给均衡。

事实上,从克林顿政府以来,美联储一直都把钉住利率作为货币政策的主要手段。1993年7月美联储把调整短期利率取代货币量作为货币政策调控的主要手段,这是新凯恩斯主义政策主张重登舞台的标志。从美国的实际经济运行来看,到2000年底,美国的经济已持续增长近10年。近几年来,美国经济一直保持着较高的增长率,1998年达4.3%,1999年达4%。同时,通货膨胀率逐年走低,失业率已降至30年来的最低水平。所有这些,应该说,新凯恩斯主义的经济理论及其政策主张功不可没。在1994年2月到1995年2月的一年时间里,美联储连续7次提高利率,以使经济降温。当经济出现较明显呆滞时,从1995年7月到1996年1月又连续3次小幅度降低利率。在经济出现强劲增长后,1997年3月美联储在此将短期利率上调0.25%。1998年美联储3降利率,成功地抵御了亚洲金融危机对美国造成的不利影响。1999年6月后,针对美国股市过旺,经济再次出现过热现象,美联储又连续6次提高利率,以防止经济过快升温。显然,美国经济的良好状况和以利率为中介目标的货币政策的成功运用不无关系。

### 四、我国利率改革的方向

按照前面的分析,既然货币供给是内生的,货币供给不是由中央银行能自主独立控制的,极端地讲,经济中的任何货币需求都会有相应的货币供给与之相配合,货币供给曲线是水平的,货币供给向货币需求的调整无须由利率的变动来进行。那么,直接的以货币供应量为控制目标的供给型货币

政策已是走到了尽头。与货币供给的内生性相应,货币政策必须向间接的、以利率为中介目标的需求型调控转变。

在内生货币供给条件下,中央银行进行货币调控的手段只有利率。理论上,可以通过利息率的变动,影响消费需求、投资需求和净出口,从而影响总需求,并进一步影响社会货币需求,而货币供给则会自动适应货币需求的变化。这样,利率的调整是直接的,而货币供应量的变动则是间接的。正如美联储1993年以来所做的那样,实行“钉住”利率,而不是货币供给量的货币政策。

对于我国来说,货币政策的中介目标是货币供应量还是利率,或者应是两者皆顾,还是有较大争议的问题。然而,由于制度安排本身的不合理性以及金融市场的不完善性,我国的货币供给也具有强烈的内生性(周诚君,2001 b)。至于利息率,目前在我国则几乎是具有完全的外生性了。事实上,在我国,利率的调整甚至不需要像美国那样进行公开市场操作,因为利率是由中央银行外生决定的,是“官方利率”,利率的调整只需中国人民银行的直接操作。因此,无论如何,利率可以,也应该成为我国货币政策调控的重要中介指标。

中央银行要以利率作为货币政策的中介目标,那么,就必须分析实际经济部门对利率变动的反应。以利率为操作目标的货币政策的效果取决于总支出或总需求的利率弹性和利率的变动幅度。从实际操作来看,1996年我国经济出现通货紧缩之后,中国人民银行已经7次下调利率,并于1999年11月开始征收利息税。然而,有关的计量实证分析认为,利率下调并没有达到预期的效果,利率杠杆的调节作用不是十分明显(郭金龙,2000;汪小亚等,2000)。究其原因,更进一步的文献研究认为,一方面在于名义利率虽然连续下调,而实际利率仍然较高(郭金龙,2000;沈坤荣,2000);另一方面,则是以利率为中介目标的货币政策实施过程中遇到了障碍,使货币政策无法形成有效的传导机制。具体表现为,第一,利率管制下不合理的利率结构导致了商业银行的非市场化行为,从而使中央银行制定的基准利率无法顺利完成向基本市场利率的传导(周诚君,1999);第二,利率管制下的不合理的利率结构和利率结构刚性导致了利率无法成为对市场主体的有效约束变量,从而导致了利率—储蓄—消费和投资的不稳定弱相关性(曹龙骥、郑建明,2000)。由此决定了我国目前以低弹性为特征的利率政策,尽管它直接受中央银行的控制,但实际上仍不能有效地影响实际经济部门。因此,利率市场化已成为目前我国有效实施货币政策的当务之急。

无疑,利率市场化是我国实行以利率为中介目标的需求型货币调控制度的重要环节,只有一个由市场供求决定的利率水平和利率结构才能准确地反映货币的供求状况和供求结构,才能有效地起到合理配置资源的作用,才能真正成为中央银行能藉以进行货币调控的资金价格信号。但按照内生货币供给理论,实际上一国的利率水平是由中央银行决定的外生变量,恰恰正是利息率,成为了中央银行进行货币政策操作的最重要的中间手段。这样看来,在向利率的间接需求型货币调控的过渡以及金融体制改革中,我们不能仅仅简单地追求所谓完全的利率市场化。“利率市场化不等于中央银行退出利率管理,而是责任更大了。通常,中央银行通过控制基准利率,由基准利率影响市场利率”(黄金老,2001)。

根据内生货币供给理论的理论推导和实际操作,我国的利率改革不能单纯地瞄准完全的市场化利率体系,而应该是建立一种对利率进行间接调控的利率体系。即一个由中央银行直接决定的外生基准利率,以及由市场自由决定的货币市场利率、存贷款利率等金融市场利率的多元利率结构。具体来说,就是在中央银行直接决定其再贷款(长远来看,是再贴现率)的基准利率的基础上,通过基础货币的吞吐,将同业拆借利率调节在期望的水平上,然后,逐步开放金融市场的存贷款利率和其他货币市场利率。套用莫尔的话来说,就是在

资金的批发市场上实行外生利率,而在资金的零售市场上,允许商业银行根据资金供求状况决定利率,让市场力量完成外生的“官方利率”的传导。在这个过程中,关键是培育以同业拆借市场为主的货币市场,使其能充分有效地接受再贴现率的调控,并能将这种调控良好地传导至商业银行的利率决策上去。当然,这还需要货币当局的持续努力和金融市场的进一步发展。

#### 注释:

10 11 12 13 15 马克思:《资本论》,中文版,408、408、415、403、410、406、408、407、411、412、413、613、615~616、615~616页,北京,人民出版社,1975。

14 货币需求的不稳定性表现为,货币需求受利率、收入、金融创新、金融自由化和技术的发展,以及经济金融制度变迁等多种因素的影响,而具有不稳定性。在这个问题上也有较大的争论。凯恩斯主义主流经济学家承袭并发展了凯恩斯的货币需求函数 $M = f(i, Y)$ ,认为由于货币流通速度是收入和利率的函数,是可变的,从而货币需求和国民收入之间没有任何稳定的联系。而弗里德曼强调持久收入的重要影响,提出了持久收入理论,认为主要是以持久收入和财富为基础的总收入流量和利率决定了货币需求,由于持久收入是稳定的,所以货币需求是稳定的。以后,戈德菲尔德、莱德勒等则进一步分析了制度因素对货币需求的作用,并开始把制度变量纳入货币需求分析框架(Goldfeld,1973; Laider,1985),并实证分析了货币需求的不稳定性(Goldfeld,1973)。在货币需求不稳定条件下,即使货币供给是外生的,中央银行以货币供给为中介目标的货币政策也是极其困难的:中央银行为了保证货币供应适应变化着的货币需求,必须不断地调整货币供给,这将使货币供给产生很大的波动,而且,货币需求的变动及其数量能否被中央银行准确地观察到还是一个问题。

#### 参考文献:

1. Goldfeld, S.,1973. The Case of Missing Money. Brookings Paper on Economic Activity.
2. Gurley, J. G. & Shaw, E. S., Money in a Theory of Finance. The Brookings Institution, 1960.
3. Gurley, J. G., Liquidity and Financial Institutions in the Postwar Period. in Selected Articles in Monetary Economics, 1960, Korea.
4. Laider, D., The Demand for Money —Theory, Evidence and Problems. Haper & Row Press, 1985, pp.58 ~ 60.
5. Lavoie, M.,1985. Credit and Money: The Dynamic Circuit, Overdraft Economics, and Post Keynesian Economics. in Jarsulic, Marc (ed), Money and Macro Policy.
6. Moore, B., J., Horizontalists and Verticalists. The Macroeconomics of Credit Money, Cambridge University Press, 1988, pp.179 ~ 280.
7. Tobin, J., Money, Capital and Other Stores of Value. American Economic Review, 1961 (5).
8. Wray, L., R.,1992. Commercial Banks, the Central Bank, and Endogenous Money. Journal of Post Keynesian Economics, vol 14, no.13.
9. 曹龙骥、郑建明:《我国利率政策的有效性探讨》,载《金融研究》,2000(4)。
10. 郭金龙:《利率下调对我国宏观经济走势的影响:实证分析》,载《管理世界》,2000(3)。
11. 洪银兴:《转向市场经济体制的秩序》,南京,江苏人民出版社,1998。
12. 黄金老:《利率市场化与商业银行风险控制》,载《经济研究》,2001(1)。
13. 马克思:《资本论》,中文版,北京,人民出版社,1975。
14. 沈坤荣:《实际利率水平与中国经济增长》,载《金融研究》,2000(8)。
15. 斯蒂芬·罗西斯:《后凯恩斯主义货币经济学》,北京,中国社会科学出版社,1991。
16. 周诚君:《我国银行间货币市场分析》,载《银行与企业》,1999(5)。
17. 周诚君,2001 a:《内生货币供给和货币政策研究》,载《当代经济研究》,2001(4)。
18. 周诚君,2001 b:《内生货币供给理论及其货币政策述评》,载《南京经济学院学报》,2001(2)。

(作者单位: 南京大学商学院 南京 210093)  
(责任编辑: Q)