

货币的性质与人民币的未来选择

——兼论亚洲货币合作^{*}

张宇燕 张静春

内容提要: 不同于主流经济学从市场的角度看待货币, 认为货币是交易媒介, 其对真实经济的影响是中性的观点, 本文从货币作为计价单位的属性出发, 指出货币具有国家和权力的特征, 它反映建立在国家权威基础上的社会信用关系。货币是真实经济中的一个重要变量。

国际货币体系并非一个中性的体系。货币是国家财富的直接创造者。拥有国际货币地位不仅能为货币发行国带来现实的铸币税和金融服务收入, 更为重要的是, 它使货币发行国享有影响别国的货币政策的主动权, 并得以主导国际上货币和大宗商品的定价权, 从而长期影响别国的发展。此外, 拥有国际货币地位还为货币发行国的金融产品、金融机构和金融市场的发展带来便利, 从而有利于维护和巩固一个倾向于货币发行国利益的国际金融体系。大国谋求不断扩大本国的货币流通域, 并竭力排斥别的国家竞争和取代自己的位置。国际体系中的大国关系史同时也是一部货币主权的斗争和变迁史。

本文认为, 中国迫切需要建立起人民币在国际货币体系中的国际地位, 以维护本国的政治经济利益。就目前来看, 中国尚不具备走人民币直接国际化的条件, 而选择符合亚洲共同利益的区域货币合作路线更具有现实意义。

关键词: 货币 计价单位 交易媒介 流通域 人民币国际化

作者简介: 张宇燕, 中国社会科学院亚洲太平洋研究所研究员;
张静春, 中国银监会国际部研究人员

^{*} 刘均胜博士、王小敏博士、高程博士、王玉主博士以及李文研究员和王晓丹副研究员对本文初稿提出了意见和评论。笔者在此表示谢意。

引言

长期以来，主流经济学一直认为货币是产生于市场的、实物经济交换的媒介，其作用是为了降低物物交换的交易成本；货币是真实经济生活的“面纱”，本身不具有独立的意义。基于此，主流经济学对经济采取的是一种自下而上的分析方法，将经济活动的货币面与实物面相互分离，得出（至少从长期来看）货币在实际经济运行中的作用是中性的观点。尽管这一观点有其重要的经济学价值，但是由于它忽略了货币的另一个本质属性——作为计价单位的属性，因而难以对现实中的一些重大问题，例如，“为什么货币问题总是处于经济政治争论的中心位置”，“为什么经济危机总是首先发端或者伴随着货币和金融危机”，以及“为什么一国的货币当局在其政治经济体系中占据着非常重要的地位”等做出满意的解释。

不同于主流经济学，本文的目的是要从另外一个角度对货币的性质进行阐述，从而回答货币是什么、货币在国家及国际政治经济关系中扮演何种角色等问题，并在此基础上提出人民币面临的未来选择。本文结构安排如下：第一部分对货币的性质进行分析和阐释。通过文献回顾指出，货币作为计价单位、象征着货币发行主体的权力的观点更接近经济世界的现实；第二部分对有关货币性质的各种论述进行归纳，并进一步将其拓展到国际货币关系上，指出国际货币体系并非一个中性的体系、货币是国家财富的直接创造者；第三部分对作为一种权力的国际货币的收益和成本进行分析，指出总的来看其收益要大于成本；第四部分从历史演变的角度论证国际体系中的大国关系史同时也是一部货币主权的斗争和变迁史。在此背景下，本文第五部分提出人民币的未来选择，指出走区域化的国际化路线既符合中国的现实，也符合亚洲的整体利益。第六部分为结论。

货币的性质：历史文献回顾

长期以来，主流经济学一直从市场的角度讨论货币，^① 认为货币是一种“自发的秩序”（spontaneous order），^② 是市场追求自我利益的副产品；货币的本质是充当经济交换的媒介，其产生是为了降低物物交换的交易成本，本身并不具有独立意义。早在 18 世纪，亚当·斯密就从劳动价值论出发，提出金属货币的产生主要是作为交换工具克服物物交换的困难，其价值是由劳动量决定的。而纸币则不过是贵金属的表征，本身没有实际意义。^③ 休谟在其著作《货币论》中也认为，货币不是贸易的轮子，而是贸易的润滑油，货币是一种隐匿经济制度实际运行的“面纱”。^④ 与斯密和休谟的观点相类似，穆勒在他的《政治经济学原理》一书中写到，“……在社会经济中，货币从本质上来说是最无意义的；它的意义只在于具有节省时间和劳动的特性。它是一种使人办事迅速和方便的机械，没有它，要办的事仍可办到，只是较为缓慢，较为不便……”。总之，他认为货币的作用是表面的，它时常破坏经济过程真实的特征。^⑤ 进入 20 世纪，货币作为交易媒介的本质属性被货币数量论以交易方程式的形式表述为 $MV = PY$ 。^⑥ 其中，M 代表名义货币供给，V 代表收入流通速度，P 代表物价总指数，Y 代表真实国民收入。^⑦ 这一等式的含义是，在假设货币的流通速度稳定、同时真实收入不受货币因素影响

① 本文按照西方经济理论的发展对货币理论进行了梳理，但这并不表示中国在货币理论的研究和发展方面处于空白。例如，根据叶世昌的研究，早在春秋时代中国就已出现了对货币认识的表述。参见叶世昌：《中国货币理论史》，厦门大学出版社 2003 年版。

② C. Menger: “On the Origin of Money”, *Economic Journal*, No. 2, 1892 pp. 239-255.

③ 亚当·斯密：《国民财富的性质和原因的研究》（上卷），中译本，商务印书馆 1972 年版，第 20～49 页。

④ 休谟：《休谟经济论文选》，中译本，商务印书馆 1984 年版。

⑤ 约翰·穆勒：《政治经济学原理及其在社会哲学上的若干应用》（下卷），中译本，商务印书馆 1991 年版，第 12～14 页。

⑥ I. Fisher, *The Purchasing Power of Money*, Macmillan, 1911.

⑦ 货币数量论产生于 16、17 世纪欧洲“价格革命”时期。虽然在费雪之前，货币数量论的思想已经散见于各派学者的著述中，例如，洛克提出了货币价值决定于流通中的现有货币量、同时又决定于商品供求量的双观点；马克思提出了货币流通规律，即：流通中货币的必要量 $M = PQ/V$ 。此外，孟德斯鸠、休谟、李嘉图、穆勒等人也都对货币数量论的发展做出过重要贡献。不过，通常认为费雪的交易方程式是货币数量论理论体系建立的重要标志。

的条件下, 货币供应的变化只能带来价格水平的变化, 而不会影响真实产出。可以看出, 无论是在前提假设还是结论上, 交易方程式都否定货币在真实经济中的独立意义。

主流经济学对货币在经济中的作用和角色的认识并不完全一致。归纳起来, 主要有两种观点: 一种观点基本上忽略了货币在实际经济中的存在, 认为经济分析主要是对实物经济的分析。无论是早期李嘉图的劳动价值论、门格尔的边际效用分析理论、瓦尔拉斯的一般均衡论, 还是现代的真实商业周期模型理论^①、经济增长理论^②和新经济增长理论^③等, 研究的都是“真实”经济变量的决定因素, 其中基本上看不到货币的影子, 或者至少是将货币放在微不足道的地位上。米塞斯认为, 此类观点倾向于认为, 经济分析的首要工作就是研究直接交易, 由纯粹实物交换所展示的市场机制的正常运转是不受货币因素影响的。即使将货币术语引入这些分析, 也并不影响市场机制的实际运作。^④另外一种观点则承认货币在经济中的作用。例如, 魏克塞尔尔提出, 在信用经济的条件下, 货币通过银行中介变成了未来进行生产的投资, 促进了储蓄向投资的转化, 因而货币的流通速度是随信用体系的伸缩而变化的。他提出了货币利率和自然利率^⑤的概念, 认为只要二者存在差别, 积累的过程就会继续, 经济就会波动。弗里德曼及其货币主义更是强调“货币重要”。弗里德曼认为, 货币在经济周期中存在独立的、可预期的重要作

① F. E. Kydland and E. C. Prescott, “Time to Build and Aggregate Fluctuation”, *Econometrica*, Vol. 50, 1982, pp. 1345-1370; B. Snowdon and H. R. Vane, “To Stabilize or not to Stabilize: Is That the Question?” in B. Snowdon and H. R. Vane, eds., *Reflections on the Development of Modern Macroeconomics*, Edward Elgar, 1997.

② Robert M. Solow, “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, 1956, pp. 65-94.

③ Paul M. Romer, “Increasing Returns and Long-run Growth”, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986, pp. 1002-1037.

④ 米塞斯:《货币的非中性》, 载米塞斯:《货币、方法与市场过程》, 中译本, 新星出版社2007年版。

⑤ 魏克塞尔尔认为, 经济中存在两种利率, 一是货币利率, 二是自然利率。“自然利率”是指不以货币而以自然形态的实物资本借贷时由实物资本的供求决定的利率。在货币经济社会里, 资本家用货币形态借贷, 收取货币利息, 与这种货币利息相对应的是“货币利率”。魏克塞尔尔认为, 只有当货币利率与自然利率一致时, 经济才处于均衡水平。See K. Wicksell, *Interest and Price*, Augustus M. Kelley, 1965

用，并且货币扰动是经济不稳定的首要原因。^① 但即使如此，他还是认为货币的作用是短期的。^② 货币供给量的变化在短期内将主要影响产量、部分影响物价，在长期内则将只决定物价水平，产量完全是由非货币因素，诸如劳动力和资本的数量、资源和技术状况等决定的。他认为最重要的经济变量诸如真实利率、真实经济增长率等都是由独立于货币因素以外的变量决定的，从而他也就在实质上排除了货币在实际经济中的地位和作用。

可以看出，虽然以上两种关于货币与经济之间关系的观点存在着明显差异，但是从根本上讲，它们分析的出发点都是将货币看作市场交易的媒介，对货币在经济中的作用采取的都是一种自下而上、从市场到国家，同时又将经济中的货币面与实物面相互分离的分析方法，货币并未作为经济中的真实变量进入分析，归根结底这些都是对经济进行的真实分析而非货币分析。^③ 熊彼特将这些理论统称为商品货币论 (commodity theory)。^{④⑤}

然而货币真的只是交易媒介，在真实经济中的作用是中性的吗？如果货币仅仅是交易媒介和经济生活的面纱，那么为什么在现实世界中，货币问题总是处于经济政治争论的中心位置？如果货币是中性的，那么为什么经济危机总是首先发端或者伴随着货币和金融危机？而且，如果货币本身不具有独

① Friedman and Schwartz, *Monetary History of the United States*, Princeton University Press, New edition, 1971.

② Milton Friedman, "The Quantity Theory of Money: A Restatement", in *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, 1956.

③ 关于真实分析与货币分析的差别，熊彼特在《经济分析史》中做了区分。他指出，真实分析的重要假设是，经济过程的所有重要现象都可以用真实商品与劳务的物物交换，以及它们在生产领域的协作来进行分析；而在货币分析中，就业与产出都是以货币来计量的，而且非常重要的一点是，一般而言，整个社会报酬结构的形成最终也将依赖货币收入与支出来实现。参见熊彼特：《经济分析史》，中译本，商务印书馆1996年版。史密森进一步提出，如果一个经济模型承认自然利率的存在，就意味着该模型所做的不是货币分析，而是真实分析。参见约翰·史密森：《货币经济学前沿（修订版2003）》，中译本，上海财经大学2004年版。

④ 熊彼特指出，只有两种货币理论值得一提，即商品货币理论以及信用货币理论。See J. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1934。与熊彼特的观点相类似，古德哈特将商品货币论称为有关货币的M理论（M代表Metalist）。该理论认为货币产生于私人部门最小化交易成本的过程。See Charles A. E. Goodhart, "The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas", *European Journal of Political Economy*, Vol. 14, 1998, pp. 407-432.

⑤ J. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, 1934；熊彼特：《经济分析史》。

立的意义，那么为什么对货币的控制与生产一直都是强烈的政治争论主题？又为什么一国的货币当局在其政治经济体系中占据着非常重要的地位？^①

显然从商品货币论出发是得不到上述问题的答案的。因为商品货币论在强调货币交易媒介的属性的同时，恰恰忽略了货币的另一本质属性，即作为计价单位的信用属性。虽然通常货币并不具有与其面值相匹配的内在价值，但是却在其流通域^②内被广泛接受，凭借的其实是其发行主体（通常是指一国的货币当局）的权威（authority）^③地位。社会对这种权威地位的普遍认同使国家得以以发行货币的形式对社会负债，而社会则普遍接受国家所确定的这一计价单位的信用。也就是说，与主流经济学家持有的货币作为交易媒介的观点有所不同，货币同时还反映一种建立在权威和信用基础上的社会关系，它天然具有权力的属性（并且常常是代表国家的最高权力），而且越高的权威拥有越大的货币自主权，必要时政府可以自主决定基础货币的供应，并藉此获得税收收入。^④尽管这并不意味着政府可以随意滥发货币，因为恶性通货膨胀往往是集权政府倒台的重要原因之一，^⑤但是政府确实可以在很大程度上通过在通胀和税收收入之间实现最优优化而获得利益，并且还可以通过在一定程度上改变货币供应量，提高或降低其负债对其他金融工具的相对价格，从而影响真实利率水平，乃至整个社会的产出和收入。从这个角度来看，货币不仅不是经济生活的面纱，相反还是其中的一个重要决定部分，是经济分析中的一个真实变量。

与商品货币论相对应，熊彼特将这种把货币看作是法定计价单位、强调货币的国家和权威特征的观点归纳为信用货币论，或者货币法定论（claim

① 约翰·史密森：《货币经济学前沿（修订版2003）》，上海财经大学2004年版。

② 货币流通域可以定义为“接受某国货币作为商品和投资的计价单位的流通范围”。See F. A. Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*, Augustus M. Kelley, 1989 详细论述见后文。

③ 在这里，我们将权威（authority）与权力（power）做了区分，虽然二者是紧密联系，互为因果的。根据 *The American Heritage Dictionary*（《美国传统字典》）的解释，“权威”是“the power to enforce laws, exact obedience, command, determine or judge; an accepted source of expert information or advice”；“权力”是“the ability or capacity to perform or act effectively; the ability or official capacity to exercise control; authority”。

④ 该税收收入即铸币税。详细论述参见本文第三部分。

⑤ 张宇燕：《通货危机与王朝倾覆》，载《文景》2006年6月。

theory)。^{①②} 与商品货币论不同, 这种观点对经济分析采取的是自上而下, 从国家到市场的方法, 强调经济的货币面是不能与实物面割裂的, 货币必须作为一个真实变量进入经济分析。

尽管货币法定论的观点在经济学和其他社会学科的研究中早就存在, 而且也拥有广泛的支持, 但或许是因为与经济学范式所青睐的市场的自发力量相悖, 因此一直得不到主流观点的认同。早在 20 世纪初, 韦伯就从社会学的角度, 提出货币是社会阶级斗争的武器、因而是产权制度的基础的观点。^③ 凯恩斯也强调了货币的国家信用特征, 认为货币只有在作为记账货币 (money of account) 的关系中才可以存在。因此比起作为交易媒介的功能来说, 货币作为计价手段的功能一定是第一性的, 货币性因素必须作为一个真实的决定因素进入经济体。^④ 他提出的收入支出说认为, 在经济运行中, 由货币量和灵活偏好的对比决定利率, 利率与资本边际效率的对比决定投资, 投资决定收入, 而收入决定储蓄, 从而货币具有影响实际经济的作用。虽然凯恩斯对传统经济理论与政策的挑战只是取得了局部胜利, 但是他对货币法定论的发展却起到了积极而长远的影响。希克斯也是货币信用论的支持者。他提到从信用关系的角度认识货币, 更接近其本质。^⑤

南普是货币法定论的早期代表。他提出, 货币是国家的特殊产物, 以货币的形式征收赋税的权力使政府有能力决定经济体系中的基础货币, 然后其他资源的价格据此做出调整。对南普来说, 国家理论和货币理论是不可分离的。^⑥ Wray 的新货币法定论进一步强化了南普关于国家与货币的观点, 他提出, 提及货币, 一定是国家的货币。由于政府的强制力、特别是要求本国居民以自己的通货支付赋税的权力, 中央银行的负债就获得了垄断货币或者基

① J. Schumpeter: *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, 1934; 熊彼特:《经济分析史》。

② 古德哈特称该理论为货币的 C 理论 (C 代表 chartalist), 即认为货币的使用是基于发行主体的权力。See Charles A. E. Goodhart, "The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas", *European Journal of Political Economy*, Vol. 14, 1998, pp. 407-432.

③ 韦伯:《经济通史》, 中译本, 上海三联书店 2006 年版, 第 148~158 页。

④ 凯恩斯:《就业、利息和货币通论》, 中译本, 商务印书馆 1983 年版。

⑤ 希克斯:《经济史理论》, 中译本, 商务印书馆 1987 年版, 第 56~74 页。

⑥ G. F. Knapp, *The State Theory of Money*, Augustus M. Kelley, 1924.

础货币的地位。^①

继南普之后，货币法定论的支持者们又从不同角度论述了货币的本质及其在社会经济中的作用。

古德哈特强调货币作为支付工具和计价单位的功能。通过旁征博引社会学、历史学和钱币学对货币的研究及考证，他提出，无论从经验还是历史的角度来看，货币法定论都比商品货币论具有更坚实的基础。他认为货币秩序是按照社会性的生产方式构建，而不是从市场中自然产生的。税收的目的在于创造高能货币。政府是货币的垄断发行者，它借助于财政和货币的手段实现这一权力。他认为，财政政策和货币政策相互依赖，货币政策也是国家权力的一部分。与通常认为中央银行独立于政府的观点不同，古德哈特认为作为维尔·罗杰斯所称的人类三大发明（火、轮子和中央银行）之一，^② 中央银行的发展与政府借此垄断货币发行和借控制高能货币存量执行货币政策等因素密切相关，中央银行经常宣称的独立性实际上是有限的。^③ 鉴于此，古德哈特认为欧盟现行的将货币政策集中在欧洲央行而财政政策继续分散在主权国家的状况将给银行业带来潜在的风险。^④

与古德哈特有所不同，Ingham 从社会学的角度阐释货币关系。他摒弃了经济学中的长期均衡、货币中性、自然利率等概念，^⑤ 结合货币法定论的观点，提出货币是其发行人对社会的债务，是一种通过货币信用表现出来的社会借贷关系。他强调货币作为信用索取权（claim of credit）的特性，认为不论货币采取何种形式，都是对支付的承诺（as promise to pay）。就连最基本的货币交易也有其信用基础，只不过在现代，货币的信用特征被进一步强化了。由于纸币的发行不再受金银储备的限制，国家的权力也由此进一步扩张。他同时认为，无论是货币的起源或者实践，都应当属于社会构建与组织

① L. R. Wray, *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Edward Elgar, 1998.

② 转引自萨缪尔森：《经济学》，中译本，中国发展出版社 1992 年版，第 262 页。

③ 怀特也认为中央银行是一个官僚机构。他认为，中央银行实际上可在多大程度上独立于立法和行政部门，值得怀疑。美联储是一个由政治家设计、为政治家服务的政治制度。参见怀特·劳伦斯：《货币制度理论》，中译本，中国人民大学出版社 2004 年版，第 163 页。

④ Charles A. E. Goodhart, "The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas", pp. 407-432.

⑤ 不可否认，从对经济学基本概念的否定上来看，Ingham 的观点有些过了头。

的范畴，16 世纪的汇票和今天的电子货币一样，都同样根植（embed）在并受制于特定的社会经济网络。货币社会被一张由国家主权所支持的借贷关系网连接在一起。Ingham 通过对历史发展的阐述说明权力与货币的关系。他认为，尽管社会发展早期就已经存在各种私人货币（例如银行券），私人货币相互竞争，但是由于它们不具有最高的权威，因而最终被政府的货币取代。因为对百姓来说，政府货币是可以缴税的货币。他将货币与主权相等价，认为货币就是国家主权的一种表现形式，不了解权威当局所具有的自主的社会和政治基础就无法了解货币。^①

后凯恩斯主义者史密森对货币及其在社会经济中的作用进行了大量的研究。他也强调计价单位对于货币的本质性。他提出，货币先于私有产权而存在，是现代市场经济和产权制度建立的基础。当社会形成共识，使债务能以货币为单位计价，资本扩张就通过抵押贷款变得可能，而这又奠定了现代产权制度的基础。在这里，生产决策取决于财产能否被计价和结算，因此货币起着财产的计价单位的作用，成了资本主义产权制度产生的基础。^②他还认为，货币是有等级的，权力会向那些负责提供基础性货币资产的主体集中。^③

对于货币在社会经济增长中的作用，史密森摒弃了货币发行只能影响名义利率的观点，提出在货币经济体系下，一国中央银行的利率控制不仅仅是对名义利率的操作，而且还是有效控制真实利率的途径。中央银行具有影响实际经济活动的的能力。因为在一个货币经济中，将要进行的投资项目的类型及数量，从根本上来说，都是由产前必须获得的融资成本及其可获得性决定的，而这在很大程度上控制在中央银行手中。货币或者金融部门完全可以通过首先决定利率，然后使其他金融工具的回报率及真实经济对此做出相应调整，这样货币发行的过程实际上就对真实经济增长起到了长期影响，而不仅仅是短期扰动的作用。中央银行本身就是一个起因，通过它，可以对整个社会的信用控制产生作用。他认为从原则上说，中央银行对真实利率所做出的

① Geoffrey Ingham, *The Nature of Money*, Polity Press, 2004.

② Jeffery Lau and John Smithin, "The Role of Money in Capitalism", *International Journal of Political Economy*, Vol. 32, No. 3, 2002, pp. 5-22.

③ S. C. Dow and John Smithin, "The Structure of Financial Markets and the 'First Principles' of Monetary Economics", *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 46, Issue 1, February 1999, pp. 72-90.

足够坚决且一致的政策，无论其目标是什么，最终都会实现。^①

奥地利学派承上启下的人物米塞斯对货币在经济中的非中性作用也有极为精彩的论述。^② 他在《货币的非中性》一文中指出，货币发行是一个动态的过程，并非所有的人群都同时增加了持有的货币，首先受益的利益集团（在纸币发行条件下表现为政府的财政部）第一个拥有了比以前更多的现金持有量，可以为所想要的商品和服务支付更多的货币。财政部的支出倾向又决定了其次受益的群体；依此类推，货币发行的过程就改变着不同群体的收入与财富，直至当新增货币的潜力消失殆尽，社会群体间的财富也转移完毕。这样，货币发行的过程实际上就成了社会财富和收入的再分配过程。政府及受政府照顾的集团可以悄然而又非常有效地获取好处，其代价则是牺牲无权无势的民众的利益。^③ 政府发行货币的权力的强制性使他与哈耶克都赞成取消政府发行货币的权力，将货币体系与政府彻底分离。^④ 他提出，市场制造的货币可以摆脱强制性政府所固有的通货膨胀和再分配倾向。^⑤

20 世纪 70、80 年代以后，货币经济学研究领域又新发展起来一派“新货币经济学派”，其代表人物有 Black^⑥、Fama^⑦、Hall^⑧ 等，他们也与米塞斯和哈耶克相类似，关注废除货币的可能性，其命题的出发点也正是现有货币体系的国家性。该学派认为，现有的货币和金融体系并非自然演进的结果，而是靠法律限制（或者政府管制）支撑的。如果放到自由放任的竞争市场环境，则不会存在集记账单位与交换手段于一身的“货币”。随着交易技术的进步和市场的高度发展，以货币为媒介的交换最终将被“精密的物物

① 约翰·史密森：《货币经济学前沿（修订版）（2003）》。

② 张宇燕和高程也对货币增加引起的财富重新分配的过程做了论述。他们从货币引起制度变迁的角度论述了货币的长期非中性特征。参见张宇燕、高程：《美洲金银和西方世界的兴起》，中信出版社 2004 年版。

③ 米塞斯：《货币的非中性》。

④ 弗里德里希·冯·哈耶克：《货币的非国家化》，新星出版社 2007 年版。

⑤ 米塞斯：《货币的非中性》。

⑥ F. Black, "Banking and Interest Rate in a World without Money: The Effects of Uncontrolled Banking", *Journal of Banking Research*, Vol. 1, 1970.

⑦ E. Fama "Banking in the Theory of Finance", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 6, No 1, 1980.

⑧ R. E. Hall, "Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: A Review from the Perspective of New Developments in Monetary Economics", *Journal of Economics Literature*, Vol. 20, 1982.

交换”所取代；而传统的国家发行的纸币将不再是惟一的交易媒介，私人部门发行的金融资产将极大地扩张交易媒介的品种。^①

可以看出，法定货币论与商品货币论的观点的根本区别在于，后者从纯市场的角度出发，讨论货币作为交易媒介在经济生活中的作用，认为货币并不真正进入真实的经济过程；而前者则强调在现实生活中国家信用对于货币作为计价单位的意义。在这里，货币作为国家的象征直接参与真实经济过程。货币赋予国家参与和调控经济的权力与手段，国家可以借助于货币发行和确定利率而改变其他金融资产的回报率以及经济的产出与收入。因此，货币虽然只是一个符号和象征，但却是经济过程中的一个重要真实变量。虽然在某些情况下，货币法定论与商品货币论的观点看似接近，但是二者在对货币的本质的认识这一分析出发点上存在深刻的分歧。

对货币性质各种论述的归纳及国际拓展

与上述重视货币的计价单位特性及国家属性的观点相一致，我们认为，较之货币商品论的观点，货币法定论更接近现实经济中的货币运行特征。正是从货币背后蕴涵的国家权力和垄断含义出发，可以很好地解释诸如为什么货币问题总是处于经济政治争论的中心位置？为何一国的货币当局在其政治经济体系中占据着非常重要的地位？等一系列重大问题。因为按照货币法定论的观点，谁拥有货币的最终发行权就在很大程度上拥有了资源配置的权力。

基于此，我们认为，货币的性质可以归纳为：

第一，虽然不可否认货币具有交易媒介的属性，但是也同时具有法定的计价单位的特征，货币具有两面性，以后者更为本原。

第二，货币根植并受制于特定的社会经济网络。货币先于市场而产生，是货币关系决定了市场生产的信用关系，而不是相反——由市场派生出货币。我们所处的经济体系是一种货币化了的社会关系体系。在这一体系下，生产性活动及其最终收益，以及资本的交易与结算都是以货币来计价和实现

① Tyler Cowen and Randall Kroszner, *Exploration in the New Monetary Economics*, Blackwell, 1994.

的，谁拥有了货币的发行权就有了控制实际资源的主动权。

第三，建立在国家所拥有的强制征税能力之上，货币天然具有国家权力的性质。货币是建立在国家信用基础之上的国家对公众的债务。国家垄断货币的发行和调控权，具有自主性。只要主权国家的概念尚未消亡，就难以在社会经济活动中取消货币。

第四，货币从来就不是中性的。通过货币发行和执行货币政策，国家可以获得铸币税收入，并直接对实际经济运行过程产生长期影响。货币是国家参与和影响经济生活的一个重要方式。

第五，通常所认为的中央银行的独立性实际上是有限的。它与财政部一起构成国家实施货币权力的重要部门。

以上五点对货币在国家内部的性质的归纳。如果说货币竞争在国家内部表现为各种私人货币之间相互竞争并最终被由代表国家的法定货币所取代的话，那么扩展到国际上，在主权国家之间，货币竞争则表现为主权国家法定货币之间的相互竞争，其中若干关键货币^①不断追求扩大其货币流通域，并试图垄断世界货币权力的过程。哈耶克在《货币的非国家化》中所描述的私人货币之间的相互竞争实际上是一个缩小了的全球货币竞争状态。其中国家内部私人发钞行之间的竞争变成了主权国家货币权力机构^②之间的竞争。不过，由于不存在一个高于国家的最高的权力主体，因此货币在国际上的竞争比在国家内部更为激烈，竞争的结果不是由一个拥有更高权力的世界中央银行发行世界货币，而是若干关键货币不断争夺和试图长期锁定其货币流通域。国际货币体系具有天然的寡头垄断性和不稳定性。

在这里，一个关键的概念是货币的流通域（sphere of circulation）。^③由于流通域的存在，全球范围内统一的货币市场^④被相互分隔，主权国家之间的货币利益争夺也由此埋下了伏笔。哈耶克认为，由于受流通域的分隔，主权国家各自发行自己的货币，建立自己的储备，货币不能随商品需求而在全

① 关键货币是指作为世界主要交易手段、计价单位和价值储藏手段之一的货币。国际货币体系并非一个完全竞争的体系，其中小国并不具备争夺货币权力的必要性，也不拥有相应的竞争条件。小国通常寻求依附关键货币，通过盯住或者采用关键货币国的货币等方式。国际货币体系是一个寡头垄断的体系。

② 通常包括一国的财政部和中央银行。

③ 关于货币“流通域”的概念见第14页脚注2。

④ 货币市场是期限在一年以内的资金融通活动的总和。

球自由流动，因而各国国内的价格、收入都被相对改变了。这样，虽然在一个封闭的体系下，一国政府拥有通过自主调节货币量而影响本国经济的能力，但是在一个开放的体系下，^① 则本国货币供求会受到别国的影响，一国的货币清算、储备以及宏观政策效果都将根据别国尤其是关键货币国的政策而产生相应变化，国内的价格和就业也将被动地受到别国的影响，因此国家自主调节本国经济的能力将在很大程度上被削弱，受到关键货币国的制约。虽然在全球范围内，需要主权国家之间的货币政策高度一致才能实现各国和全球范围内的利益最大化，然而由于各国的宏观经济周期并不一致，因此在现实中各国难以做到为协调政策而牺牲本国利益。鉴于此，哈耶克提出了设立世界中央银行的想法。但是他也承认，这在理论上是可行的，然而现实中却很难实现。^②

借助货币流通域的概念，哈耶克实际上表达了国际金融的根本问题是货币流通域问题、货币权力在主权国家之间相互竞争的基本观点。与哈耶克相类似，古德哈特提出了货币空间（money space）的概念，并指出，虽然在货币空间内部国家对其货币具有自主权，但在主权国家及货币空间之间，主权国家攫取铸币税以及决定汇率的能力则取决于相对权力的大小。^③ 史密森也认为，国际货币体系是一个非中性的制度体系。货币的等级性在一国国内主要表现为各种私人发行货币的权力向具有最终贷款人身份的中央银行集中，在国家之间则表现为某国的货币具有高于其他国家货币的信用，其负债在某种程度上成了整个世界的价值标准和最终支付手段并被固定下来。^④

将货币的有关性质延伸到国际领域，我们认为，货币在国际上的性质可以归纳为：

第一，货币流通域的存在分隔了统一的全球货币市场，也形成了国家间相互竞争的分隔的货币利益。

第二，国际货币体系并非一个建立在纯粹市场基础上的中性体系。货币所代表的国家权力和利益特征使若干关键货币主体在其中不断追求扩大其货

① 指别国的货币可以进入本国货币的流通域。

② F. A. Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*.

③ C. A. E. Goodhart, "What is the Essence of Money?" *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 29, Issue 5, 2005, pp. 817-825.

④ S. C. Dow and John Smithin, "The Structure of Financial Markets and the 'First Principles' of Monetary Economics", pp. 72-90.

币流通域以及由此带来的各种利益。

第三，关键货币获得的利益包括铸币税，以及影响别国的货币和金融资产价格乃至实际产出和就业等。从这个意义上讲，货币是国家财富的直接创造者。

第四，货币在主权国家之间的竞争比在国家内部更激烈。由于在国际上不具有高于国家的最高权威，因此若干关键货币在其中不断争夺货币流通域并试图长期垄断该体系。与国内货币体系相比，国际货币体系具有天然的不稳定性。

第五，国际货币权力争夺的一个主要方面是货币的流通域。流通域越大，以本币计价的资产规模越大，货币的定价权就越大。

货币背后的权力特征使蒙代尔感叹道：“强大的国家拥有强大的货币。”^①

需要指出的是，有人认为在当前经济全球化和金融衍生品大发展、货币日益电子化的条件下，货币权力正在被市场的力量所取代。这种观点恰恰忽视了货币的社会和政治属性。因为无论社会形态如何变化，只要主权国家存在，基础货币的权力实质就不会弱化。事实上，在全球化和电子货币的时代，国家的货币权力在很大程度上不是缩小反而是扩大了。

第一，随着全球化的发展，货币在传统上受到的地域限制进一步减弱，货币的非中性和等级性更加明显，关键货币国家之间的竞争进一步加剧。根据国际清算银行（BIS）的统计，自 20 世纪 90 年代以来，货币国际流通的步伐大大加快，从 1989~2007 年，全球外汇平均日交易量从 6200 亿美元增长到 3.2 万亿美元，增长了 4 倍多。^②而与此同时，国际货币则日益垄断在若干种关键货币手中。这也就是说，与哈耶克的描述相一致，在全球化条件下，关键货币的流通域大大扩展了，而其他国家的货币则日益被若干种关键货币所取代。可以说全球化的一个副产品就是强迫更加开放的非关键货币国家储备更多的关键货币，大国的货币权力得以进一步扩张。

第二，在全球化的条件下，一国货币和汇率政策自主权对于维持本国的金融稳定具有更为重要的意义。随着资本在国际间流动速度的加快，与以往经常账户的变化支配资本项目的变化不同，当前资本项目日益支配着经常账

① Robert A. Mundell, “EMU and International Monetary System”, paper Presented at the CEPR Conference on The Monetary Future of Europe, La Coruna, Spain December 11-12, 1992.

② BIS, 2007. <http://www.bis.org>

户的变化，一国贸易状况变化逐渐成了资本项目变化的副产品。因此，为了避免国际资本流动对本国经济造成的冲击，一国货币当局需要实行比以往更为有力的货币和汇率政策，而不是将其交给市场。这也就是说，在全球化的条件下，只要存在不同的货币体系，主权国家以各自不同的真实利率和汇率而不是世界上其他地区、尤其是关键货币国家的利率和汇率为目标的政策就具有不可替代的重要性。

第三，至于金融衍生品和电子货币的发展对中央银行货币发行和政策权力的影响，虽然从长期来看，这可能对中央银行基础货币发行以及所获得的收益产生影响，但是起码就当前来看，其影响还是微乎其微的。更为重要的是，金融创新创造了关键货币国家继续控制国际货币体系的手段。通过金融创新，关键货币国家的货币市场变得更“厚”，例如，当前全世界金融资产（包括股票、债券、另类证券和银行贷款）规模已达到 165 万亿美元，为 GDP 的 3.7 倍，而在 20 世纪 80 年代，二者的规模还大体相当。^① 金融资产为非关键货币国家持有的关键货币提供了一个“理想的”去处，使其产生财富幻觉，并成为关键货币国的风险共担者。2007 年美国发生的次贷危机就是一个例子。当市场发生逆转时，别国持有的包括次贷在内的各类美元金融资产遭受到了包括直接损失、资产缩水以及汇率变化损失等在内的各种直接和间接损失。而对关键货币而言，金融创新除了使其债务继续受到非关键货币国的支持以外，货币市场规模的扩大又为其提供了国际货币市场和全球关键大宗商品（例如石油、矿石等）的定价权。在此，由传统基础货币增发带来的好处被货币市场规模的扩大带来的好处所取代。

国际货币的成本和收益分析

（一）收益分析

为了讨论方便，我们在这里提出“国际货币”的概念。国际货币是能够

① Martin Wolf, “The New Capitalism”, *Financial Times*, July 2, 2007.

在国际上作为交易手段、计价单位和价值储藏手段的货币。^{①②} 我们以此来比较在寡头垄断的国际货币体系下，国际货币发行国所获得的金融和经济利益，^③ 以及为此支付的成本。

具体而言，国际货币国获得的金融和经济利益包括：

第一，铸币税收入。所谓铸币税，包括狭义的和广义的铸币税两个范畴。^④ 狭义的铸币税原指铸币成本与其在流通中的币值之差，现在通常指中央银行通过发行无需支付利息的货币而获得的收益，表现为货币面值扣除其发行成本后的收益。由于在法定货币的制度下，发行纸币的边际成本几乎为零，^⑤ 因此，铸币税几乎相当于基础货币的发行额。^{⑥⑦} 除了征税和从金融部门借款以外，这是政府获得收入的又一重要渠道。通常有两种计算狭义铸币税的方法，^⑧ 从长期来看，这两种方法的计算结果应当是大致相当的。一种方法是把货币发行看成是中央银行的负债，通过计算发行货币给中央银行带来的利息和通货膨胀收入而间接计算铸币税。Fischer 将铸币税分为积极的和消极的两种。其中消极的铸币税即利息收入，是仅仅用于满足经济增长需要的基础货币发行，而积极的铸币税则是超过经济增长所需要的基础货币发行，亦即通货膨胀税。^⑨ 20 世纪 80 年代的阿根廷、乌拉圭、智利、巴西等国的铸币税里就包含通货膨胀税。另一种更为直接的计算铸币税的方法是通过直接计算基础货币发行量的增加而计算铸币税（扣除货币磨损和损坏）。

① Sandra Pianalto, “The Internationalization of National Currencies”, speech on the Comenius European Banking and Financial Forum held at Czech National Bank on March 27, 2007.

② 可以看出，关键货币是国际货币中享有首要的交易手段、计价单位和价值储藏手段地位的若干货币。

③ 尽管这些利益往往隐藏在货币作为市场和交易中介的表象之后。

④ 张宇燕：《美元化：现实、理论及政策含义》，载《世界经济》1999 年第 9 期。

⑤ 怀特提供的信息表明，美国较小面值的纸币的印刷成本大约是 3 美分。其他国家生产的较高质量的银行券、以及美国新的 20 美元和 100 美元钞票由于应用了较先进的防伪技术，其成本大约是每张 6 美分（1996 年价）。破损的 1 美元钞票不得不每年更换；较高面值钞票的更换频率较低。参见怀特·劳伦斯：《货币制度理论》，中译本，中国人民大学出版社 2004 年版，第 161 页。

⑥ Willem H. Buiter, “Seigniorage”, NBER Working Paper 12919, 2007.

⑦ 具有悖论意味的是，滥发货币将导致通货膨胀，从而削弱政府的合法性甚至威胁到政府本身。这是大多数政府所不愿意看到的。因此政府在处理货币发行的问题上往往非常谨慎。

⑧ Pedersen, Erik Haller and Tom Wagener, “Compilation of Seigniorage”, *Monetary Review*, 4th Quarter, 2000.

⑨ Stanley Fischer, “Seigniorage and the Case for a National Money”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 2, April 1982, pp. 295-313.

根据这种方法，有研究估计美国的铸币税收入相当于其 GDP 的 0.43%，日本的铸币税收入相当于其 GDP 的 0.46%。^① Fischer 通过对部分国家的铸币税进行测算发现，有些高通胀国家的铸币税甚至达到政府收入的 10% 左右。^②

一般来说，理论界对于在国家内部使用狭义铸币税的概念不存在太大争议，但是当铸币税延伸到国际上成为国际铸币税，则狭义铸币税的概念是否依然适用存在较多争议。Wyplosz 认为，铸币税应当严格地仅仅指新增基础货币的发行，无论是国内还是扩展到海外的新增基础货币。储备国持有的发行国储备并不产生铸币税，因为储备通常是以政府债券^③的形式持有，而政府债券是需要发行国支付利息的。^④但是 Wyplosz 忽视了货币所具有的权力属性，把货币流通看成了纯粹市场化的自然过程。事实上，储备国之所以接受发行国的政府债券作为储备，并非市场自发的结果，而完全是由发行国货币的国际地位决定的。该地位使储备国通常需要并非情愿地以低息持有发行国的债券。按照铸币税的定义，发行国实际所获得的国际铸币税应当包括发行国凭借其优先货币地位获得的全部收益。^⑤因此，除了包括海外的现金货币发行收入以外，铸币税还应当包括成为储备国的国际储备所带来的相应收入。张宇燕认为，虽然在一国国内，铸币税收入可以通过财政支出转换成公共产品由纳税人共同享有，但是扩展到国际上，则货币发行国居民的铸币税净收益就成了货币储备国居民的净损失。发行国的海外货币投放可以看作是其财政部获得的无息和低息贷款，因此国际铸币税收入应当是一个广义的概念，包括海外的货币发行收入以及政府债券获得的廉价融资收入。^⑥

第二，节约交易成本，获得金融服务收益，有利于货币发行国扩大贸易和金融。一国货币若成为国际货币，其贸易和金融交易无需通过中介货币，

① 1992~1996 年数据。Reserve Bank of Australia, *Bulletin of Reserve Bank of Australia*, July 1997.

② Stanley Fischer, "Seigniorage and the Case for a National Money", pp. 295-313.

③ 主要包括国债和政府部门债券。

④ C. Wyplosz, "An International Role for the Euro?" in J. Dermine and P. Hillion, eds., *European Capital Markets with a Single Currency*, Oxford University Press, 1999, pp. 76-104.

⑤ Kristen Nordhaug, "The Political Economy of the Dollar and the Yen in East Asia", *Journal of Contemporary Asia*, Oct. 1, 2002.

⑥ 张宇燕：《美元化：现实、理论及政策含义》。

这样就可以减少交易步骤，节约交易成本，有利于促进贸易和金融业务的发展；同时，由于其政府或企业债券更易获得国际投资者的认同，因此可以降低债券发行费用和利息支付。此外，成为国际货币还为发行国的金融机构带来结算货币余额收益。因为现代贸易和金融工具交易需要通过银行体系进行结算和支付，以发行国的货币计价不仅给提供结算服务的金融机构（多数情况下是发行国的银行机构）带来佣金收入，而且，由于总有一定量的结算余额存留在金融机构，这些余额还可以转换为发行国金融机构的可贷货币，为其带来货币余额收益。

第三，影响别国货币政策的能力。在国际经济体系中，当某国货币成为国际储备货币以后，其中央银行也就在一定程度上成为世界的中央银行，其负债成了整个世界的价值标准和最终支付手段，该货币发行国在某种程度上也就拥有了控制国际货币政策的主动权，其货币供应量和利率政策的变化将为整个世界的货币政策定下基调，影响其他国家的货币价格和金融资产收益率，乃至实际经济，包括产出和就业等的增长。^①对发行国而言，通常一方面需要根据国内经济发展确定相应的货币政策目标；另一方面，相对于国际体系而言，又需要追求一个在全球水平上的合理和稳定的货币政策。当这两个目标相悖时，货币发行国有可能以本国的利益为中心而损害别国的利益。而与此同时，别的国家却往往难以采取主动措施，只有根据货币发行国的政策被动地调整国内的经济金融政策，受到货币政策的不对称冲击，有时甚至造成灾难性的后果。输出型通货膨胀就是这样一个例子。发行国向别的国家输出通货膨胀的过程就是秘密对别国的财富进行掠夺的过程。

第四，国际货币市场的定价权和全球关键大宗商品的定价权。货币发行国通过发行货币、国债和进行金融创新等手段不断扩大其货币市场规模，加强了其国际货币市场和全球关键大宗商品市场（例如石油、矿石等）的定价权。而货币发行国扩大和深化货币市场规模这一过程的一个副产品，就是储备国成了货币发行国的风险承担者，其国家利益被日益绑定在以货币发行国为主导的货币体系内。在很大程度上可以说，对货币发行国而言，铸币税意味着可以计量的有限利益，而掌握货币政策以及货币和大宗商品定价的自

^① 19世纪和20世纪初英格兰银行及英镑所处的位置，以及二战至今的美联储和美元的地位都是典型的例子。

主权，则意味着掌握了影响和控制别国财富的无限利益。无怪乎经济学家 Shelton 指出，“美元在国际金融体系中的优势地位是美国国家实力最关键的非军事工具。忽视美元，从而放弃发行世界主要储备货币所带来的全球影响力，这是美国承受不起的损失。”^①

第五，拥有货币发行国的地位还能直接促进发行国金融产品和市场的发展，有利于维持和巩固一个有利于发行国的国际金融体系。如前所述，国际货币储备国持有发行国货币通常是通过购买发行国的政府债券和其他金融产品的形式，这就为货币发行国创造了相对于别国而言优先发展金融产品和市场体系的契机。从更广泛的角度看，使用货币发行国的货币、购买发行国的金融资产还往往伴随着发行国向储备国提出进一步金融自由化的要求，从而为货币发行国打开别国金融市场提供了便利。

第六，从纯政治学的角度上讲，货币国际化也有两大明显的好处，即自主权与声望（autonomy and prestige）。对储备国而言，货币发行权掌握在别国手中意味着成了发行国的客户（clients），当其国内出现经济或金融危机时，需要靠货币发行国央行提供作为最后贷款人的贷款。拥有货币发行的自主权意味着减少对别国的依赖，可以在发生紧急情况（包括战争）时，不必依赖别国就迅速获得流动性支持。这对大国而言是极为重要的。Cohen 认为，货币就像原子弹一样，在极端情况下可以维护本国的利益，货币的自主权^②是“世界末日时的武器”（It is a doomsday weapon）。^③在国际上，大国通常都会在货币问题上采取主动措施，而不是被动地接受别国的影响。大国通常强制要求使用自己的货币，究其根本，是因为货币是对真实资源的索取权。如果一个主权国家不能获得购买迫切需要的商品和服务的手段，从政治的角度来看，这个国家起码是很脆弱的。其中蕴涵的道理很简单：要拥有政治上的自主性，就不能依靠别国的货币。

从身份上讲，货币是主权国家身份的象征，就像国旗和国徽一样。蒙代

① Judy Shelton, “Security and the Falling Dollar”, *Wall Street Journal*, February 15, 2008.

② “货币主权”指的是在本国领土内政府有效垄断货币发行和管理。尽管生产货币并非国家主权的必要性质，但由于存在征税和发展军事的需求，货币通常构成了国家完整主权的一部分。See S. Venu, “Globalisation and Monetary Sovereignty”, *The Hindu Group of Publications*, December 12, 2000.

③ Benjamin Cohen, “U. S. Policy on Dollarization: A Political Analysis”, *Geopolitics*, Vol. 7, No. 1, Summer, 2002.

尔曾经说过，“即使不能说是霸权，美元起码也具有国际首要地位的潜在象征。也就是约瑟夫·奈所讲的‘软实力’——一个通过塑造观念、信仰和感知而施加影响的能力。”^① 货币可以从两方面提高主权国家的身份：首先，由于货币由政府或者中央银行发行，它时刻暗示公民与国家的整体性；其次，通过在国际上使用，货币还提醒使用相同货币的群体他们共属同一个社会整体。就像语言一样，货币有助于同化有区别、甚至是相互对立的社会群体。

以美元为例，作为当今世界最主要的储备货币，它从国际货币地位中获得的政治经济利益是显而易见的。美国拥有当今世界最主要的霸权货币——美元。近年来，尽管美元的国际货币地位有所削弱，但是依然占到全球贸易结算中的货币的50%以上，在全球外汇储备中的比重也占到64%左右，大约为2.2万亿美元。^② 美联储的两位经济学家通过计算得出，在境外流通的美元占到美元发行总额的55%~70%，其中3/4大面额的美元在境外流通。^③ 根据前面的计算方法，以狭义铸币税来衡量，虽然铸币税只占到美国GDP的0.43%，但是每年获得这样一笔固定收入，也是不小的净收益。按照美国2007年13.2万亿美元的GDP现值计算，当年的铸币税收入大约为570亿美元，其中从海外获得的部分大约在313亿~400亿美元之间。而如果按照广义铸币税的概念，同期美国政府给别国支付的国债利率为4.9%，而别国政府支付给美国的政府债券的利率为6.3%，利率差额为1.4%，假设全球2.2万亿美元储备全部都是美国政府债券，则国债收入为308亿美元左右。

除了获得以上实在的实惠，国际货币地位使得不论美元是强还是弱，都很少能挫伤美国经济。“强势美元姑且不说，在美元不断贬值时，美元资产的国外持有者即使想抛掉美元也很少有更多的选择，除了可能做有限的置换外，美元资产持有者在很大程度上只能坐看美元价值的缩水。而美元贬值对美国来说，只要国内不发生大的通货膨胀，对其经济就无大碍，反而有促进出口的好处。另外美国持有的国外资产是以外币计价的，美元贬值时，它的

① Joseph S. Nye, “The Changing Nature of World Power”, *Political Science Quarterly*, Vol. 105, No. 2, 1990, pp. 177-190.

② IMF, IMF Statistics Department COFER database.

③ Richard D. Porter and Ruth A. Judson, “The Location of U. S. Currency: How Much is Abroad?”, *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 82, October 1996, pp. 883-903.

国外资产升值，这将有利于改善美国的国际收支平衡。但是反过来说，如果美元持续贬值到使持有者丧失信心，尽力避开美元，致使霸权旁落，让其他货币起来分庭抗礼，则是美国所不能容忍的。”^①

在这样一个以美元为主导的国际货币体系下，世界经济在某种程度上正在变得越来越金融化。^② 纵观全球，目前这一状况正在逐步加剧。近十年来，东亚和中东产油国等新兴经济体的贸易顺差快速扩大，他们所持有的各类美元资产也日益扩大。当前流通中的美元以及美元资产的迅速增加已经成为导致世界流动性过剩的重要原因之一。根据 IMF 的研究，近十年来国际跨境的金融资产存量增长了 3 倍多，^③ 发达国家的私人机构投资者和新兴市场的政府部门是主要的国际资产持有者。这恰恰体现了以美元为主导的国际经济体系日益变得金融化的特点。^④

这一过程加强了华尔街作为国际金融中心的地位，美国的霸权从依靠加工制造业日益转向依靠金融实权。各储备国的金融利益与美元的利益日益紧密地捆绑在一起，同时发达国家的金融机构凭借其雄厚的资产规模继续垄断和控制着美元和大宗商品的价格制定权。由此可见，以货币为链条，美国构筑起了一个服务于美国利益的金融之网。在其中，货币的霸权地位服务于美国的金融机构和金融市场，并为维护有利于美国的金融体系开辟道路，美国得以借此长期保持国际霸主地位。可以说，是美元帮助美国巩固了它在国际金融体系中的霸权地位，而后者反过来又进一步加强了美元的国际储备货币地位。

（二）成本分析

国际货币所承担的成本包括：

第一，特里芬难题（Triffin Dilemma）。^⑤ “特里芬难题”所描述的是这

① 陈宝森：《美元波动影响内外有别》，载《人民日报》2006 年 12 月 25 日。

② Robert Wade, “The US Role in the Long Asian Crisis of 1990-2000”, in Arvid J. Lukauskas and Francisco L. Riviera-Batiz eds., *The Political Economy of the Asian Crisis and its Aftermath: Tigers in Distress.*, Edward Elgar, 2001.

③ IMF, “Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability”, *IMF Global Financial Stability Report*, Chapter II, April 2007.

④ 刘骏民：《理解流动性膨胀：美元与国际货币体系的危机》，载《第一财经日报》2007 年 8 月 15 日。

⑤ Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, 1960.

样一种状况：一方面，由于储备国持有储备资产是以发行国对外提供支付为前提的，这对发行国而言意味着必须长期保持贸易逆差；但是另一方面，发行国若长期不削减国际收支逆差，则又会使储备国对发行国货币的信心下降，从而导致汇率下降，甚至发生抛售发行国货币的现象。这是信用货币体系下国际货币储备制度与清偿能力的创造机制之间存在的根本性矛盾。

20 世纪 60 年代以后就发生过这一现象。当时美国的主要盟国日本和联邦德国实现了经济起飞，两国出口额从二战后初期几乎为零的水平迅速增长，加在一起已经超过美国的出口额，致使美国出现持续的大额贸易逆差，加之美国国内的高通货膨胀，各国对美元的信心出现危机。70 年代初，各国争相拿本国的美元储备兑换美国政府的黄金，这直接导致了布雷顿森林体系的解体。此后美元采取了浮动汇率制。虽然美元不再与黄金挂钩，但是“特里芬难题”并未因此消失。例如，当前美国的大额贸易逆差已经导致各国对美元的信心产生动摇，部分国家开始秘密调整其外汇储备结构，不过由于发生集体挤兑将给各方带来损失，因此目前国际上对美元总体而言还是持观望的态度。如果美元继续贬值到对美元信心发生动摇的地步，则有可能再次发生美元的挤兑和恐慌。

第二，承担维护金融稳定的责任。货币发行国在享有“世界中央银行”的权力时，也隐含着需要承担起维持国际金融稳定的责任，尽管在现实中，发行国可能并不这么做。当储备国发生诸如流动性危机的问题时，发行国就面临着是否提供作为最后贷款人的贷款的政策挑战。如果袖手旁观则将招致谴责。

第三，不对称冲击对国内政策的反向影响。在发行国货币政策对别国带来不对称冲击的同时，储备国的货币政策也会反作用于发行国，尽管通常而言这种影响相对较小。但是如果若干储备国同时采取与发行国相反方向的货币政策，则有可能对发行国国内货币政策造成反向冲击。

第四，如果国际货币的流通域被另一新兴货币压缩，可能引起发行国的经济波动。当国际上兴起另一关键货币时，通常储备国会将其持有的国际货币抛出，以购买新兴关键货币。如果发生集体抛售的现象，则会导致国际市场上国际货币量激增的现象，加剧发行国的货币贬值，并推动国内通货膨胀，给经济带来严重的负面影响。因此，通常发行国会采取所有可能的措施阻止对其货币的抛售。

第五，金融创新引发因货币市场“厚度”（泡沫）过厚而带来的风险。如果储备国将持有的发行国的货币用来购买发行国的实物资产、尤其是关乎国家安全的资产，这可能会引发发行国对国家安全的恐慌。因此对发行国而言，需要不断创造高收益的金融产品，为储备国日益增加的外汇储备提供一个理想的去处。金融衍生品和资产证券化就是这样的产品。但是创造金融产品的过程也增加了发行国货币市场的“厚度”，一旦发生危机，则将导致债务链条断裂，信心塌陷，甚至可能引发大面积的金融危机。

比较国际货币所获得的收益与付出的成本可以看出，相对于国际化带来的各种有形和无形的经济政治收益，国际货币所需承担的成本是相对有限的。另外，随着国际货币及其资产在全球扩张，发生货币逆转的成本也越来越高。这在很大程度上将国际货币发行国与储备国的利益更为紧密地捆绑在一起，使得抛售发行国货币的可能性被降低了，全球将在很大程度上与发行国共同承担维持金融稳定的责任。此外，国际货币出现大幅度回流固然会对发行国的货币政策、通货膨胀乃至经济造成影响，但是如果货币回流的量很小，对发行国的影响依然是相对有限的，而除非发生货币抛售，将很难出现货币大量回流的现象。货币抛售是一个发生概率很低的事件，因而在通常状况下，对货币发行国将难以产生可见的影响。由于这些原因，大国通常都不吝惜可能负担的成本，尽力追求本国货币国际化以及由此带来的利益。

国际体系中的货币角逐史

由于货币所具有的国家权力和利益特征，在大国权力的角逐中，货币权力一直是与军事权力相并列的国家权力的一部分。“钱袋子”是支持大国扩张的后盾，而后者又为实现更大的货币和金融利益铺路。国际体系中的大国关系史同时也是一部货币主权的斗争和变迁史。大国在其中追逐其货币的国际化以及由此带来的霸权和利益，同时又竭力排斥别的国家竞争和取代自己的位置。^①正如 Eichengreen 所指出的，国际货币体系常常受到一个由金融

① C. Wyplosz, “An International Role for the Euro?”, pp. 76-104.

权力所构成的霸权体系的支配，大国在其中秘而不宣地激烈角逐。^①

从历史的演变来看，古巴比伦的 Shekel、波斯的 Daric、希腊的 Tetradrachma、马其顿的 Stater、古罗马的 Denarius、伊斯兰的 Dinar、意大利的 Ducat、西班牙的 Doubloon、法国的 Livre、19 世纪的英镑，以及 20 世纪以来的美元都一度或者正在扮演着世界中心货币的角色。^② 大英帝国统治时期，英国实行的是英镑与黄金挂钩的金本位制，由英国政府和英格兰银行管理世界金融体系。英镑被广泛地用作国际交易的计价单位以及投资和储备货币。伦敦金融城是国际金融中心，英格兰银行的利率影响着世界其他货币的成本。当时英国的货币当局虽然没有要求殖民地国家使用英镑，但是通常都要求对方使用 100% 的英镑准备金，^③ 由英国政府对储备支付利息。^④ 这样，英镑一时成了最主要的国际储备货币，40% 以上的国际贸易用英镑结算。1914 年一战前夕，英国的海外投资曾高达 40 亿英镑，占西方国家总投资的一半，英国的投资者和金融家从海外投资中获得了高额利润，英格兰银行也成为世界的银行，享有至高无上的权力。例如在殖民地时期（1886～1937 年），缅甸曾经一再提出希望建立自己的中央银行，但是这一要求从一开始就被压制，在整个殖民地时期从来没有被考虑过。直到 1952 年缅甸独立四年以后，才得以建立自己的中央银行。^⑤

英镑的衰落始于第一次世界大战期间。当时由于战争的原因，英镑曾停止与黄金挂钩。战争结束后，为了保持其中心地位，英镑又恢复了黄金平

① Barry Eichengreen, "Hegemony Stability Theories of the International Money System", in Richard N. Cooper, ed., *Can Nations Agree? Issues in International Economics Cooperation*, Brookings Institution, 1989, pp. 255-298.

② 虽然本文论述的是主权国家之间货币权力的角逐，但是在一国国内的政治和军事斗争中，货币权力以及与之相关的货币流通域争夺也是权力角逐中非常精彩的一部分。例如薛暮桥、朱理治对于抗日战争时期国共货币流通域的斗争都有精彩的论述。参见薛暮桥：《山东抗日根据地的对敌货币斗争》、《抗日战争时期和解放战争时期山东解放区的经济工作》，人民出版社 1979 年版；朱理治：《朱理治金融论稿》，《朱理治金融论稿》编纂委员会、陕甘宁边区银行纪念馆编，中国财政经济出版社 1993 年版。

③ Stanley Fischer, "Seigniorage and the Case for a National Money", pp. 295-313.

④ Herbert A. Shannon, "Evolution of the Colonial Sterling Exchange Standard", IMF Staff Papers Vol. 1, No. 3, April 1951, pp. 334-354; Herbert A. Shannon, "The Modern Colonial Sterling Exchange Standard", IMF Staff Papers Vol. 2, No. 2, April 1952, pp. 318-362.

⑤ Sean Turnell, "Central Banking at the Periphery of the British Empire: Colonial Burma, 1886-1937", Macquarie Economics Research Papers, No. 11, July 2005.

价。尽管从 1913 ~ 1920 年间英国的物价上涨了 150%，但英镑却只贬值了 30%，因此实际上英镑已被高估。恢复黄金平价削弱了英国的竞争力，贸易逆差不断增加，英镑的地位开始下降。^① 此后，随着英国政治军事实力的进一步削弱，二战之后英国不得不将其霸主地位让给美国，英镑也随之退出长达一个多世纪的垄断地位。

1941 年，当世界还笼罩在二战的硝烟中时，随着美国的宣战，世界主要大国都已敏锐地意识到战争即将结束。为了未雨绸缪，老牌资本主义大国英国与新兴霸主美国都开始积极谋划建立战后的国际货币和贸易体系，从而最大限度地维护本国在其中的主导地位。1944 年，在美国新罕布什尔州的小镇布雷顿，美国的怀特和英国的凯恩斯各提交了一份经过反复论证和修改的战后国际货币体系方案。其中，美国方案的目的是谋求美国在新货币稳定体系中的主导地位，同时借此打开自由贸易的大门。而英国的目标则是希望继续保留英镑的国际货币、或者起码是在英镑区中的主导货币地位，同时尽可能减少战后需要承担的债务。凭借两次世界大战积累起的财富，美国手中握有更大的谈判筹码，而英国虽然是老牌帝国，但毕竟已今非昔比，同时战争又使其累积了大量的债务，因此谈判的地位受到很大的制约。通常而言，超级大国拥有对国际货币体系改革的否决权，尤其是对那些试图取代它的货币地位的改革倡议。1870 年法国和美国就曾提出倡议，建议实行双本位制，^② 并设计出了一个国际统一的计价单位，但是当时的超级大国英国坚决反对这一倡议。而这一次，则是英国主动提出改革国际货币体系，不过江山易主，美国摇身一变，坐在庄主的位置上，态度坚定地反对英国提出的倡议。^③ 最终，布雷顿森林会议达成了倾向于美国利益的一个怀特计划和凯恩斯计划的折中方案，建立了美元与黄金挂钩的金汇兑本位制，并创造了两个新机构——IMF 和复兴开发银行，共同维护这一体系。英国虽然凭借凯恩斯的卓越才华和不懈努力使美国在降低英国债务方面做到最大程度的妥协，但是却不得不接受将国际货币体系主导地位让给新兴领导者美国的现实。^④

① C. Wyplosz, “An International Role for the Euro?”, pp. 76-104.

② 指出银两种货币同时按国家法定比率流通。

③ Robert A. Mundell, “The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make a Comeback?” Columbia University Lecture Delivered at St. Vincent College, Pennsylvania, March 12, 1997.

④ 斯基德尔斯基：《凯恩斯传》，中译本，三联出版社 2006 年版。

此后，美国通过各种手段推行美元的国际化，美元的流通域在国际上经历了第一次大扩张。1947 年美国推出了欧洲复兴计划（又称马歇尔计划）。按照美国的说法，该计划是为了帮助处于崩溃边缘的欧洲重建和复兴。^① 当时很多欧洲国家都面临着“美元荒”，生产停滞，居民生活处于绝望的边缘。政府被迫从国外购置零星的生活必需品，而这又使生产资金变得更加短缺，同时外债进一步加重。居民对本国货币的信心被严重动摇。在这种情况下，美国对西欧提供恢复生产的贷款就如同给沉沦的欧洲抛出了救生圈。美国提出的条件是，要求对方购买美国商品并使用美国货币支付，同时西欧国家的经济应当接受美国的监督、撤销非关税壁垒，并降低关税。^② 美国通过这一系列经济援助计划将钱送给欧洲，使后者对美元产生了路径依赖。据估计，从 1948 年美国国会通过《对外援助法案》到 1951 年底马歇尔计划结束，美国以赠款和贷款的方式发放的全部援助达 131.5 亿美元。这些债务有效地帮助美国树立起了国际流通货币的地位。

美元流通域的第二次扩大是在布雷顿森林体系解体后美元浮动汇率制的建立时期。美元确立国际货币地位以后，经过二十余年，于 20 世纪 70 年代遭遇了第一次货币动荡。当时美国的通货膨胀率高达 13%~14%。由于美元本位内在的矛盾，同时由于国际社会担心美国的货币政策会失控，致使美元一路贬值。1973 年，美国宣布停止美元兑换黄金，布雷顿森林体系宣告结束。世界从此进入了浮动汇率的不稳定时期。布雷顿森林体系解体虽然部分削弱了，但从另一个角度讲也加强了美元的国际化地位。虽然美元不再作为官方计价单位，这减少了正式盯住美元汇率的国家的数目（在 181 个国家中只有 21 个依然采取盯住美元的汇率制度），但是在事实上很多采取“其他盯住”制的国家所盯住的篮子货币中美元依然占有绝对比重。此外，自从 1971 年以后，黄金已经在很大程度上丧失了作为货币的功能，从而美元成了最终的计价单位，这些因素使美元得以继续保持国际货币的领导地位。^③ 冷战后经济和金融全球化的大发展为美元在世界范围的流通提供了第三次发展机

① George Marshall, “Modern History Sourcebook: The Marshall Plan, 1947”, speech delivered by General George Marshall at Harvard University on June 5, 1947.

② Barry Eichengreen and J. Bradford De Long, “The Marshall Plan: History’s Most Successful Structural Adjustment Program”, NBER Working Paper, 1991.

③ C. Wyplosz, “An International Role for the Euro?”, pp. 76-104.

遇。世界市场快速一体化、国际资本流动性的提高都极大地扩大了美元的流通域，提高了美元在当今世界所享有的独一无二的地位。

大致而言，布雷顿森林体系崩溃以后至今的国际货币体系是一个建立在浮动汇率和信用货币基础上的、主要国际货币之间博弈的体系。其中美元、欧元^①和日元三分天下，而前者的地位要远远高于后二者。在很大程度上，美元继续垄断着国际货币的主导地位。但是需要指出的是，近年来，美国的过度消费以及新兴经济体的经济快速发展等因素使国际金融的不平衡变得日益严重。新兴经济体所持有的外汇储备占了全球外汇储备的绝大部分。根据摩根士丹利公司的估算，截至 2007 年底，全球包括外汇、黄金等在内的官方储备为 6 41 万亿美元。其中亚洲各国官方储备为 3. 94 万亿美元，占全球的 60. 94%；石油出口国的官方储备为 1. 02 万亿美元，占全球的 15. 9%；西方七国的官方储备达 1. 3 万亿美元，占全球总储备的 20. 31%。而与此同时，美国的贸易逆差则不断扩大，2007 年占其 GDP 的 5. 6%。^② 随着美元的不断贬值，国际货币体系的格局正在悄然发生变化。很多国家已经开始谨慎地调整其外汇储备结构和贸易计价单位，减少美元计价和储备的比重，并增加欧元的比重。而为了扩大欧元的流通范围，欧盟也在采取积极措施，大力发展以欧元计价的金融产品。传统上欧洲的金融体系以银行融资为主导，但是近年来其债券市场规模迅速扩大，回购市场规模从 2000 年的 1 万亿欧元发展到 2007 年的 6 万多亿欧元。^③ 此外，日本、俄罗斯等国也都在积极谋求本国货币的国际化，摆脱对美元的依赖地位。在国际货币体系变革的这一暗流中，人民币的未来选择问题被提上了迫切的议事日程。

人民币的未来选择

（一）人民币国际化的提出

伴随经济实力的持续稳定提高，中国正在快速融入国际经济体系并成为其中的重要一员。2007 年，中国的 GDP 达到 24. 7 万亿人民币，^④ 占世界的

① 欧元产生之前主要指德国马克。

② Morgan Stanley, 2008. <http://www.morganstanley.com/>

③ ICMA (International Capital Market Association), 2007. <http://www.icma.org>

④ 中国国家统计局, 2007. 中国国家统计局网站. <http://www.stats.gov.cn>

6%，位列第四（估计值）；^① 拥有的外汇储备达到 1.57 万亿美元，占世界外汇储备总额的 1/4 强，居世界第一位；^② 与此同时，对外贸易总额达到 2.2 万亿美元，^③ 占世界贸易总额的 7%，仅次于美国和德国，居世界第三位。^④ 而与此同时，人民币的国际地位则与中国在世界经济中所处的地位严重不匹配，并且有随着金融业的进一步开放不断加深的趋势。目前，国际上以人民币支付、计价、结算和储备的比例都微乎其微，同时中国的对外贸易和金融交易也主要以美元或者欧元等国际货币计价和支付，中国的外汇储备主要以美元资产的形式存在。依赖美元的现状使中国将巨大的利益拱手让给美国，同时还对本国经济发展造成各种瓶颈和制约作用，主要表现在：

第一，美国因此获得源源不断的铸币税。由于人民币不具有国际支付货币的地位，中国的国际贸易不得不大量借助美元计价和支付，目前以美元计价的贸易约占中国对外贸易总额的 80%，^⑤ 也就是说，2007 年 2.17 万亿美元的贸易额中，约有 1.74 万亿是以美元计价和支付的；同时中国外汇储备中有相当大的一部分是以美元资产的形式持有的，^⑥ 大约占全部外汇储备的 70%。^⑦ 按照 2007 年的数据计算，在全部外汇储备中美元资产大约占到 1.05 万亿美元。这样，按照广义铸币税概念计算，假设中国的外汇储备全部以美国国债的形式持有，同时美国财政部与中国财政部国债息差为 1%，则每年美国从中国经济发展中不用支付成本就至少拿走了大约 110 亿美元的铸币税。^⑧

第二，由于中国大量的外汇储备被用于购买以美元计价的金融产品，这为美国金融产品和市场的进一步发展提供了便利。更为重要的是，随着世界范围内的美元资产规模的快速增加，美元以及大宗商品的定价权日益控制在

① Central Intelligence Agency (CIA). <http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ch.html>

② 中国国家外汇管理局，2007。中国国家外汇管理局网站。<http://www.safe.gov.cn>

③ 中国商务部，2007。中国商务部网站。<http://www.mofcom.gov.cn>

④ WTO，2008 <http://www.wto.org>

⑤ 中国商务部网站。

⑥ 包括美国国债、政府机构证券及美国公司债券等，其中主要是国债。

⑦ 韦恩·M·莫里森、马克·拉邦迪：《中国的美国债券资产：对美国经济的影响》，载《浦东美国经济通讯》，2008 年第 6 期。

⑧ 虽然中国民间也有以各种形式持有的美元，但是由于中国采取结售汇制度，目前这一比例较小，在这里忽略不计。

美国和服务于美国利益的金融机构的手中。这就意味着，中国经济发展需要的货币环境和能源以及大宗原材料等的定价权日益锁定在美国的手中。

第三，近年来，随着中国企业转型和改制的深入进行，不少外国金融机构和政府部门游说中国政府，希望中国企业能到海外筹集资金和上市。虽然到海外融资有助于中国企业获得高质量的资本，并培育和建立国际化的先进企业，但是在海外上市不仅意味着将巨大的金融服务收入拱手让给外国机构，而且从货币主权上来看，还增加了外国资金、尤其是以美元计价的货币在中国金融资产中的份额。其结果是将大量的铸币税长期锁定在别国的手中。

第四，中国用以购买美国政府债券的外汇储备在返回美国后，又往往以各种短期流动资金的形式被重新投入中国市场，加速了国内的流动性过剩、增加了人民币升值的压力、推动了房地产价格上涨、股市虚高以及经济过热。而与此同时，美国则得以借此弥补经常账户逆差。一旦经济金融形势出现逆转，这些短期资金迅速撤出中国，还有可能造成中国的金融和经济动荡。

与依赖美元为主导的货币体系所损失的利益相比，如果人民币实现了国际化，则将给中国带来多方面的现实收益：

第一，可以获得铸币税收益。据估计，目前在境外流通的人民币还不到人民币发行量的2%。^①如果人民币能成为国际计价和支付货币，甚至成为储备货币，则将为中国带来相应的铸币税收入。根据陈雨露等的估算，若人民币能在2010年成为区域内的关键货币之一，则10年内中国可获得近7500亿元人民币的货币国际化收益。^②

第二，有利于扩大中国的对外贸易，巩固与贸易伙伴的联系。目前中国的对外贸易主要是以美元、欧元和日元等货币计价，以人民币计价的部分基本为零。以人民币进行贸易计价和结算将有利于规避汇率变动风险，节约贸易和结算的交易成本。另外，别国出于对人民币需求的考虑，也会以优惠条件向中国出口商品以换取人民币，从而进一步扩大中国的对外贸易。

第三，有利于维护中国的金融稳定，促进中国的金融发展。依赖美元的

① 徐洪水：《人民币国际化及周边流通分析》，载《上海金融》2004年第5期。

② 陈雨露、王芳：《作为国家竞争战略的货币国际化：美元的经验证据——兼论人民币的国际化问题》，载《经济研究》2005年第2期，第35～44页。

状况给中国的金融市场带来了巨大的不稳定性。如前所述,大量的美元流入会带来流动性过剩、通货膨胀和经济过热等潜在风险,而美元短缺则可能出现相反的问题。通过人民币国际化,掌握货币政策的自主权,可以减少金融市场的不稳定性,同时各类人民币金融产品将获得快速发展,中资金融机构将获得更大的服务收益,中国的金融市场也将受到投资者的青睐。

第四,可以减轻人民币的升值压力。通过人民币国际化,可以增加以人民币进行的贸易结算支付和扩大以人民币计价的金融交易,从而增加国际上对人民币的供给,进而起到缓解人民币升值、维护中国经济稳定发展的作用。

第五,在未来亚洲货币合作机制中占据更为有利的位置。1997年亚洲金融危机以后,亚洲区域货币合作已经正式提上议事日程并在不断推进中。但是由于人民币尚不能自由兑换等原因,目前人民币在区域货币互换和危机救助等方面所能发挥的作用都相对有限。人民币的国际化将有利于提升中国在亚洲区域合作中的地位。

此外,无可置疑的是,人民币的国际化有利于提升中国在国际上的政治地位和声望,增强中华民族的民族凝聚力和自豪感,有助于实现中华民族的伟大复兴。

概括地说,中国依赖美元的货币状况使美国获得了从长期控制中国的财富、经济金融政策以及经济发展的手段,中国融入国际体系的过程在一定程度上变成了融入以美元为主导的国际金融体系的过程,这对经济发展而言是一个潜在的重大风险。而人民币实现国际化则有利于中国自主地维护本国利益并在国际上发挥积极作用。作为一个大国,中国迫切需要维护独立自主的金融自主权,实现人民币的国际化,否则,经济发展将面临严重的瓶颈制约。不可否认,人民币国际化也需要付出相应的成本,这包括:第一,为了应付可能出现的兑换需求,中国需要持有大量的美元储备,这将减少投资于其他高收益金融产品的资金回报。第二,成为国际货币需要担负起维持金融稳定和提供最后贷款人贷款的责任,例如当区域内发生流动性紧缩时,需要为维持区域金融稳定提供流动性支持,而这可能对国内政策造成影响。第三,国际上以人民币为媒介的资金运动可能会对国内的利率、汇率和物价水平造成影响。由于中国目前的金融体系抵御风险的能力还较弱,为抵御国际上资金运动的冲击需要付出的成本可能更高。第四,如果人民币国际化进程

出现挫折，货币出现大规模回流的情况，则将给国内的经济金融改革带来重大的挫折。但是，总的来看，相对于货币国际化需要付出的代价，人民币国际化所能带来的收益将是系统性的和长远的。如果能够有步骤、有计划地推进人民币的国际化，尽可能减小货币国际化的成本，并避免国际化进程发生逆转，则人民币国际化更是值得大力推行。

（二）人民币的区域合作路线——兼论亚洲货币合作

人民币国际化有两条可供选择的路线：一条是走区域化的路线，即加强东亚^①货币合作，将人民币培育成区域内的关键货币之一，借此走向货币国际化；另一条是走直接国际化的路线，即谋求将人民币培育成为全球货币体系中除美元、欧元之外的关键货币之一。选择何种路线取决于对各种内外部条件及其发展变化的考量。当前，推进人民币国际化具有六个有利条件：第一，中国经济保持持续快速增长。经济保持高速增长是人民币国际化的基础和后盾。当前，中国经济年均增长率达到 10% 以上，2007 年又增长了 11.4%，预计还将继续保持高速增长。^② 第二，中国拥有大量的外汇储备。根据国家外汇管理局的统计，截至 2007 年底，中国的外汇储备已达到 1.57 万亿美元。^③ 这使中国具备了良好的国际清偿能力，有利于应对国际化过程中的货币兑换需求，增强国际上对人民币的信心。第三，对周边国家存在日益增加的贸易逆差。中国对外贸易的特点表现为对美欧的贸易顺差与对周边贸易伙伴的贸易逆差并存，总体贸易基本平衡。近年来，在与周边国家贸易快速发展的同时，中国的贸易逆差也进一步增加。2007 年中国大陆对香港、台湾地区，东盟，韩国以及日本的贸易逆差达到 1540.3 亿美元，占全部贸易逆差额的 57% 左右。^④ 这有利于中国首先从与周边国家的贸易支付和结算开始，推进人民币的国际化。第四，持续的人民币升值预期。这为人民币的国际化创造了稳定的外部环境，使国际社会产生接受人民币的意愿。第五，上海、深圳和香港等金融市场日趋成熟，特别是拥有香港这样一个国际金融中心，可以将其作为实现人民币国际化的桥梁。第六，中国是大宗商品如石

① 在这里，“东亚”指中国、日本、韩国和东盟十国（包括文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国和越南）。在本文中，东亚有时或与亚洲互换使用。

② 中国国家统计局，2007。中国国家统计局网站。

③ 中国国家外汇管理局，2007。中国国家外汇管理局网站。

④ 中国商务部，2007。中国商务部网站。

油、粮食和矿产等的大交易商。这有助于在人民币国际化的过程中推出以人民币为单位的支付计价和扩大商品定价自主权。此外，随着中国对外开放不断深入，市场也已催生了人民币国际化的进程。

但是，不可否认，当前人民币进行国际化也存在一些不利条件。第一，中国的资本项目尚未全面放开。目前，虽然中国的经常账户已经实现了可兑换，资本项目的开放程度也日益增加，但仍存在一定的限制。这是人民币国际化的一个重要障碍，决定了人民币国际化需要从有限条件下的国际化开始做起。第二，可交易的人民币金融资产规模还非常有限。近年来，虽然中国的资本市场有了较大发展，可交易的人民币资产数量有了很大提高，目前中国证券市场的规模已与GDP接近，同时合格的境外机构投资（QFII）规模达到约40亿美元。但总的来看，资本市场的规模依然有限，发展仍然滞后，人民币在海外可交易的产品和规模就更有限。这限制了人民币成为储备和交易货币，决定了人民币成为国际储备货币需要一个渐进的过程。第三，国内金融市场欠成熟。虽然中国的银行业经过股份制改造，已经取得了较大的改观，公司治理也初见成效，但是内部风险管理和盈利能力依然欠缺，缺乏国际竞争力。同时，中国的金融市场发展依然处于起步阶段，这增加了人民币国际化过程的风险。第四，经济增长存在不稳定性。虽然中国经济保持高速增长，但同时存在着结构不平衡、社会保障体系欠缺等问题。如果放开国内市场，资金大进大出，则有可能导致金融震荡，甚至造成严重的经济和社会问题。此外，中国还面临着发达国家直接或间接地对人民币国际化的抵制。这些都对人民币国际化造成了一定程度的制约。

可以看出，当前人民币从直接国际化路线做起的基础和规模都还太小，同时中国的经济和金融也还不具备强健的抵御风险的能力。如果不切实际地推行人民币的直接国际化，则一旦国际化进程发生逆转，将对经济造成严重影响。相比之下，走区域货币合作的路线推进人民币区域国际化则更为现实。近年来，中国与东亚贸易伙伴国家的经济贸易和金融联系都在深化之中，进行亚洲区域货币合作既符合中国、也符合亚洲的整体利益。

第一，从目前世界经济发展的格局看，事实上存在一个以中国大陆为核心的经济圈。首先是中国大陆，然后是中国香港和中国台湾，如果再加上韩国、马来西亚、印度尼西亚等与中国贸易往来和经济联系密切的国家，构成的经济体是非常大的。这个经济体的形成和运作需要一个稳定的货币体系和

货币制度，其中人民币将处于中心地位。未来亚洲货币区、欧元区 and 美元区若能形成三足鼎立的局面，将可以更好地维护亚洲地区的金融稳定和经济利益。

第二，近年来东亚区域内贸易和投资联系的加深增强了区域性商业周期的相关性。Rana 通过对东亚 11 国^① 1989~2003 年间单个国家经济增长率与作为一个集团的经济增长率比较发现，东亚国家之间的经济周期相关性增强了，尤其是 1997 年金融危机之后。通过比较还发现，东亚^②与美国以及与 G7 国家的经济周期同步性有所减弱。^③ 因此，为了维持区域内稳定的需求和经济增长，东亚需要进行货币合作。

第三，东亚内部的金融联系正在日益深化。按照 Brouwer 的观点，“金融一体化”指的是资本流动的增加，以及在不同国家交易的金融资产价格和收益的趋同。^④ 目前理论界还没有衡量金融一体化的统一标准，不过，资料显示东亚金融一体化正在快速发展。Kawai 和 Motonishi 发现，东亚国家之间的真实股价呈现出高度正相关。^⑤ McCauley 等研究发现，东亚区域内债券融资和银团贷款的比例比通常认为的要高；而且虽然本地区最主要的金融资产来自于美欧，但还是有相当大的部分来自日本和亚洲的新兴工业经济体 (NIEs)。^⑥ 从规则和制度方面来看，Park 和 Bae 认为，虽然东亚在开放资本账户交易方面进展不是特别快，但是总体来说多数国家的金融自由化已经达到欧洲 1995 年时的水平，1997 年始发于泰国的金融危机在区域内的迅速传播就在一定程度上反映了这一现实。^⑦ 金融一体化的快速发展为东亚进行货币合作提供了可能性。

① 因为数据欠缺，文莱和柬埔寨未被计算在内。

② 不包括新加坡、马来西亚、日本和韩国。

③ Pradumna B. Rana, “Economic Integration in East Asia: Trends, Prospects and a Possible Roadmap”, ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration, No. 2, July 2006.

④ Gordon De Brouwer, *Financial Integration in East Asia*, Cambridge University Press, 1999.

⑤ Masahiro Kawai and Taizo Motonishi, “Is East Asia an Optimum Currency Area?”, paper presented to the Rokko Forum organized by Kobe University and held in Kobe, February 18, 2005.

⑥ R. McCauley, S. Fung and B. Gadanecz, “Integrating the Finances of East Asia”, *BIS Quarterly Review*, December 2002.

⑦ YC Park and K-H Bae, “Financial Liberalization and Economic Integration in East Asia”, paper presented to PECC Finance Forum Conference on “Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development”, Honolulu, August 11-13, 2002.

第四, 现有国际金融框架的缺陷使东亚国家面临着日益增多的需要共同解决的问题。一方面, 由于贸易的快速发展, 东亚各国的外汇储备增长迅速, 合起来占世界外汇储备的一半以上; 而另一方面, 在现有的国际金融体系内, 美元依然是世界上的霸权货币, 是最主要的计价单位、结算货币和价值储藏手段。东亚各国实际上实行的依然是不同程度的盯住美元的汇率制度,^① 随着美国经常账户逆差的增加, 美元汇率波动加剧, 不利于贸易的发展。同时, 东亚的外汇储备有很大一部分被用来购买美国的政府债券, 不仅收益率低, 而且伴随美国经常账户赤字的增加还面临着缩水的危险。因此从现实出发, 东亚迫切需要建立起稳定的区域性货币合作机制, 减少对外部的依赖和敏感度, 为发展东亚经贸联系提供金融便利。

需要指出的是, 日本已经意识到了区域金融合作对本国货币国际化的意义。^② 1997 年 9 月, 早在亚洲金融危机爆发的初期, 日本就提出了建立“亚洲货币基金”的构想, 此后在 1998 年 10 月提出的“新宫泽构想”中, 日本又将其进一步明确为倡议建立总额为 300 亿美元的亚洲货币基金。2000 年 5 月, “东盟 (ASEAN) + 3”^③ 会议达成《清迈倡议》, 日本先后同韩国、泰国、菲律宾、马来西亚、中国等国签订了双边互换协议。中国也迫切需要发展区域金融合作的货币意义有一个明确的认识, 在区域货币互换、监督机制、金融市场建设以及区域货币合作等方面力争发挥人民币的积极作用, 其长期目标是要在亚洲建立以人民币为支点的单一货币或者货币单位, 短期目标则是要扩大已经启动的货币互换协议, 并在诸如发展亚洲债券市场和汇率协调等方面发挥人民币的积极作用。在这一过程中, 中国需要小心谨慎, 不能被认为有称霸亚洲的野心, 要使亚洲各国感到, 加强货币合作不仅服务于中国自身的利益, 同时也与亚洲的整体目标相一致。

① 东亚地区除了日本实行自由浮动汇率制以外, 其他国家的货币汇率政策都很接近, 为盯住篮子或者管理浮动。现在韩国和泰国正在向类似于新加坡的管理浮动变化, 马来西亚也采用了篮子货币, 印尼和菲律宾的实际有效汇率为将本国货币与篮子挂钩。

② Council on Foreign Exchange and Other Transactions (CFEOT), “Internationalization of the Yen for the 21st Century—Japan’s Response to Changes in Global Economic and Financial Environments”, April 20, 1999.

③ 指东盟与中日韩三国会议。

结 论

我们认为，货币的本质属性乃是作为反映国家权威的法定计价单位，这与主流经济学将货币仅仅看作是市场产物的观点有很大的不同。货币不只是实物经济的媒介，而且在其中起着决定和控制资源配置的基础作用。鉴于货币的国家和权力属性，国际货币体系并非一个中性的体系。货币是国家财富的直接创造者。拥有国际货币地位不仅能为货币发行国带来现实的铸币税和金融服务收入，还使发行国得以从长期影响别国的经济发展并维护一个服务于本国利益的国际金融体系。拥有国际货币地位也会给货币发行国带来相应的成本，但是总的来看其收益要大于成本。在权力平衡的角逐中，大国无不追求本国货币的国际地位以及由此带来的利益，并阻止别国取代本国的地位。国际体系中的大国关系史同时也是一部货币主权的斗争和变迁史。

在当前美元享有首要国际货币地位的金融体系中，中国经济的快速发展已经与人民币的地位严重不匹配。中国迫切需要建立起人民币的国际货币地位，以保障本国的政治经济利益。鉴于当前人民币从直接国际化做起的基础和规模还太小，同时中国的经济和金融也不具备强健的抵御风险的能力，因此通过走区域货币合作的路线推进人民币区域国际化更具有现实性。这样一个亚洲货币合作机制同时将有利于更好地维护亚洲地区的金融稳定和经济利益。