

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 118 期

118

2019 上海货币论坛
——货币制度史与货币理论学术研讨会



上海发展研究基金会
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼802室 Address: Rm 802, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China
邮编：200023 ZipCode: 200023
电话：86-21-62188752 Tel: 86-21-62188752
传真：86-21-62188714 Fax: 86-21-62188714
网址：www.sdrf.org.cn WebSite: www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编
二〇一九年六月

序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经成为了基金会有一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009 年和 2010 年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问

题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》、《国际货币体系再思考》、《名家谈中国经济未来》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao).

编者的话

上海发展研究基金会和复旦大学经济思想与经济史研究所于5月18日共同举办了“2019上海货币论坛——货币制度史与货币理论学术研讨会”。与会专家学者就货币理论、货币政策及实践进行了讨论。在为期一天的会议中，来自各地的专家学者讨论了三个主题：1、中国货币理论的研究：问题与现状；2、货币的本质与作用：历史与理论；3、货币和货币政策：实践和问题。专家学者们在发言后，还在讨论中回答了到场嘉宾们提出的问题，进行了热烈的讨论。

在第一节“中国货币理论的研究”的讨论中：

国务院参事，原国务院经济研究中心金融研究所所长夏斌先生论述了“货币理论问题”。他联系几十年参与中国金融改革发展的实践，从政策经验角度谈货币制度问题。

中国人民银行调查统计司原司长，陆家嘴国际金融研究院常务副院长盛松成先生论述了“数字货币的悖论”。他认为国家必须控制货币，虚拟货币

本质上不是货币。

中国人民银行参事室主任，央行研究局副局长纪敏论述了“量化宽松政策反思及对中国的启示”。他认为，QE 在稳定市场、促进复苏等方面发挥了重要作用，但过度依赖 QE 无法从根本上解决深层次结构性问题，长期持续低利率政策反而会加剧资产泡沫和金融系统性风险。

在第二节“货币的本质与作用”的讨论中：

北京大学经济史讲座教授李伯重先生论述了“明代的白银货币问题”。他指出中国传统社会向近代转型启蒙于晚明，白银因各种优势，成为当时真正可流动的、大家可以接受的货币，也是不受政府操控的货币。

中国人民大学财政金融学院教授何平先生论述了“‘铸币还原论’与货币的形式与本质”。他认为，古代中国纸币不是信用货币。在铸币的时代，货币和信用是分开的。信用货币产生之前不产生金融。

上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德先生论述了“信用时代法币的本质、特点和意义——兼谈人民币发行的基础、机制和渠道”。他指出，

人民币发行的基础仅是中国政府的信用，而不是外汇储备、外贸顺差等。对人民币发行的基础和机制的分析必须放在信用货币的框架内进行，否则就会得出错误的结论。

在第三节“货币和货币政策”的讨论中：

吉林大学经济学院院长，经济学教授李晓先生论述了“美元体系下的中美贸易争端”。他认为，所有成功崛起的国家，没有仅仅靠自己储备和储蓄能实现的，建立起国家信用信才能使崛起可持续。此外，中国建立起区域性的资本控制体系也很重要。

独立经济学家朱嘉明先生论述了“通货膨胀：是走向死亡？还是正在休眠？——正视全球宏观经济的一个重要现象”。他认为，政府不再诉诸财政手段刺激“有效需求”，而是通过央行的宽松货币供给，刺激供给增加；货币供给的增加，不必然导致通货膨胀，如果创造一个新的货币流向结构，就可以改变过度“流动性”问题，且让投资分流消化货币总量，科技成为吸纳货币的黑洞。

中国人民银行研究局副局长李宏瑾先生论述了“自然利率在货币政策中的作用”。他指出，自然利

率是经济运行的先行指标；利率缺口是通货膨胀重要的“指示器”，是货币决策的重要参考。

东方证券首席经济学家邵宇先生论述了“流动性繁荣：货币幻觉、庞氏骗局和资产泡沫”。他认为，去杠杆的核心是移杠杆，即资本存量的调整和修复，新常态下的宏观核心是通过移杠杆修复资产负债表。

浙江工商大学教授李井奎论述了“20世纪30年代凯恩斯与哈耶克之争：同袍？抑或敌手？”。他认为，至少在维克赛尔的分析传统之下，凯恩斯与哈耶克远不是彼此对立的敌手，而是并肩作战的同袍。

海影投资首席经济学家、上海发展研究基金会研究员刘海影论述了“信用货币时代的货币创造”。他认为，实体经济——透过投资回报预期、风险偏好——在金融体系中通过对债务杠杆的利率定价，决定信贷 - 债务行为。信贷 - 债务扩张与收缩反过来影响经济组织（企业、居民政府）的资产负债表行为，进而影响实体经济运行。两者交互影响形成经济周期。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德
上海发展研究基金会副会长兼秘书长
二〇一九年六月十日

目 录

会议议程.....	1
开幕式主办方致辞.....	4
第一节：中国货币理论的研究：	
问题与现状	10
夏斌：货币理论问题.....	10
盛松成：数字货币的悖论.....	20
纪敏：量化宽松政策反思及对中国的启示	31
讨论.....	39
第二节：货币的本质与作用：历史与理论	51
李伯重：明代的白银货币问题.....	51
何平：铸币还原论与货币的形式与本质....	62
乔依德：信用时代法币的本质、 特点和意义.....	70

讨论.....	83
第三节：货币和货币政策：实践和问题....	97
上半场	
李晓：美元体系下的中美贸易争端.....	97
朱嘉明：通货膨胀：是走向死亡？	
还是正在休眠？	105
李宏瑾：货币理论与政策中的自然利率..	140
讨论.....	146
下半场	
邵宇：流动性繁荣：货币幻觉、	
庞氏骗局和资产泡沫.....	148
李井奎：30年代凯恩斯与哈耶克之争：	
同袍抑或敌手？	154
刘海影：信用货币时代的货币创造.....	161
讨论.....	172

会议议程

时间	内容
2019 年 5 月 18 日	
08:30-09:00	签到
09:00-09:10	开幕式致辞 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 韦森 复旦大学经济学院教授 主持人： 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
09:10-10:55	第一节：中国货币理论的研究：问题与现状 主持人： 韦森 复旦大学经济学院教授
09:10-09:30	演讲嘉宾： 夏斌 国务院参事，原国务院经济研究中心金融研究所所长 演讲题目：“ 货币理论问题 ”
09:30-09:50	演讲嘉宾： 盛松成 中国人民银行调查统计司原司长 陆家嘴国际金融研究院常务副院长 演讲题目：“ 数字货币的悖论 ”
09:50-10:10	演讲嘉宾： 纪敏 中国人民银行参事室主任 央行研究局副局长 演讲题目：“ 量化宽松政策反思及对中国的启示 ”
10:10-10:40	讨论
10:40-10:55	茶歇

时间	内容
10:55-13:00	第二节：货币的本质与作用：历史与理论 主持人：李 晓 吉林大学经济学院院长，经济学教授
10:55-11:15	演讲嘉宾：李伯重 北京大学经济史讲座教授 演讲题目：“明代的白银货币问题”
11:15-11:35	演讲嘉宾：何平 中国人民大学财政金融学院教授 演讲题目：“‘铸币还原论’与货币的形式与本质”
11:55-12:15	演讲嘉宾：乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 演讲题目：“信用时代法币的本质、特点和意义——兼谈人民币发行的基础、机制和渠道”
12:15-13:00	讨论
13:00-14:30	午餐
14:30-17:30	第三节：货币和货币政策：实践和问题
14:30-15:30	上半场主持人：何平 中国人民大学财政金融学院教授
14:30-14:50	演讲嘉宾：李 晓 吉林大学经济学院院长，经济学教授 演讲题目：“美元体系下的中美贸易争端”
14:50-15:10	演讲嘉宾：朱嘉明 独立经济学家 演讲题目：“通货膨胀：是走向死亡？还是正在休眠？——正视全球宏观经济的一个重要现象”
15:10-15:30	演讲嘉宾：李宏瑾 中国人民银行研究局副局长 演讲题目：“货币理论与政策中的自然利率”

时间	内容
15:30-15:45	茶歇
15:45-17:30	下半场主持人： 李伯重 北京大学经济史讲座教授
15:45-16:05	演讲嘉宾： 邵宇 东方证券首席经济学家 演讲题目：“流动性繁荣：货币幻觉、庞氏骗局和资产泡沫”
16:05-16:25	演讲嘉宾： 李井奎 浙江财经大学教授 演讲题目：“20 世纪 30 年代凯恩斯与哈耶克之争：同胞？抑或敌手？”
16:25-16:45	演讲嘉宾： 刘海影 海影投资首席经济学家、 上海发展研究基金会研究员 演讲题目：“信用货币时代的货币创造”
16:45-17:30	讨论
17:30-17:40	会议总结
17:40	会议结束

开幕式主办方致辞

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，我们今天的研讨会现在开始。首先，我代表这次研讨会主办方之一上海发展研究基金会，向各位参会演讲者、讨论嘉宾和参会者表示热烈的欢迎！

这次研讨会叫做：“2019 年上海货币论坛——货币制度史与货币理论学术研讨会”，是由我们基金会跟复旦大学经济思想与经济史研究所合办的，我们双方有着比较长期的合作。几年前，基金会曾聘请韦森老师，当时是想合作成立研究机构。我回想一下，多年前我主持召开了一个纪念杨小凯的研讨会，现在外面广为流传的林毅夫和张维迎的辩论就发生在这场研讨会上。之后，我跟韦森老师一直有围绕货币问题进行沟通。本来韦森老师准备写一本书，我说如果写出来的话，可以开一个研讨会

加以讨论。去年他申请了关于货币制度史的国家课题，于是去年年底我们就定了开这样一个研讨会，目的是为了搭建一个平台，使双方相得益彰，课题组可以利用这个平台陆续把研究的成果发表出来，我们也有机会吸收研究的成果。

大家可能要问，我们上海发展研究基金会为什么对这个感兴趣，基金会到底是什么性质？可能有的新朋友不知道，我们基金会是 26 年前成立的，是中国最早的。和我们同样性质的基金会在全国一共只有两家，另外一家是中国发展研究基金会，比我们晚成立五年，他们曾经来向我们学习经验，不过他们一直在北京，而我们是在上海。我个人是在 2004 年任职，此前基金会是归属于政府的，2004 年国务院发《基金会管理条例》，规定基金会不可以跟政府在一起，最关键的是理事长和秘书长不可由现任公务员担任。所以找了刚刚退下来的上海市副市长沙麟当理事长，由我担任秘书长。那个时候市政府发展研究中心是我们的主管单位，十八大以后，上海市委市政府跟广州、深圳学习，将基金会与政府全部脱钩，一些特别的基金会除外。现在，

我们是百分之百的非政府、非营利的公益性组织，这有好有不好，不好的方面是筹集资金比较难，从开始到现在我们从来没有拿到过财政拨款，我们是完全自立的，好处就是可以比较自由地开展一些活动。开这个会是基于我们基金会的两个功能：一是搭一个平台举办研讨会，二是自己做一些研究。

我们很早就国际货币基金改革、人民币国际化以及上海国际金融中心建设等，在研究过程中，绕不开的一个问题就是货币。国际货币体系中美元为什么会成为占据第一位的全球储备货币？这促使我们对货币问题感兴趣，而且我们发现在以往的经济学研究中，各种模型存在一个很大问题：这些模型把货币看作是中性的，对于实际产出水平没有影响。但是我们看看客观实际，思考全球金融危机为什么会爆发，就会发现货币现在起了相当大的作用。同时我们也觉得对货币的研究还是比较欠缺的，这就促使我们和韦森老师领衔的研究所就相关课题合办研讨会。

最后我代表主办方欢迎大家参会，对来自外地的发言嘉宾表示特别感谢。昨天天气不太好，很多

飞机航班误点了，有两位发言嘉宾昨天晚上过不来，因为飞机在北京机场没有起飞。不过感谢你们，今天上海天气不错，可能是你们带来了好天气。下面请韦森老师致辞。

韦森（复旦大学经济学院教授）：各位专家、各位领导早上好，非常高兴也非常荣幸能有这么多专家、领导和教授朋友来参加我们上海货币论坛。这位是夏斌所长，还有纪主任、盛司长等，大家这么忙还能来参加这个会，我非常感动。有些是多年的好朋友，我也非常感谢。

本来我们刚开始打算开一个小会，请几位专家就这个专题进行讨论。后来乔秘书长说，是不是可以一块儿开一个会，于是我们在这个地方召开了次论坛。既然大家现在感觉货币越来越热，特别出现MMT（Modern Money Theory）等，都说明了金融货币确实是一个很大的问题。邀请大家今天在这里讨论这个事情，我们是希望能共同推动未来对货币的研究。事实上，货币政策的制定对国家发展是非常重要的。我刚从法国回来，一直在出差，我也没

有时间准备发言稿，我就讲几点，不作论证。

我想讲的第一点是：货币在未来经济社会发展中越来越重要，货币政策实际上会影响中国经济，我们怎么做是非常重要的。大家都对货币理论存有疑问。实际上这些年我研究制度经济学发现：只有对货币问题有了大致的认识或真正的认识，才能对经济学有真正的认识。如果一个经济学家的理论中没有货币，我认为他的理论是有问题的，这是我个人之见。当然，我自己也是外行，虽然读了十几年货币理论，但越读越觉得没有底。另外一点是：我认为只有对货币史有真正的了解，才能对货币本质有一个比较好的把握，当然这个观点不一定对。我再提一个观点：我们都讲基于商品的货币观，但实际上货币还有很重要的职能就是还债，它是债务的本质，像美元、英镑等就是用来还债的工具，不了解货币的债务功能就没法理解货币的本质。这几年我一直跟大家讲这么一个观点，货币从它产生的那一天起就有记账功能，凯恩斯经济学里的第一句话就提到“Money of Account”。还有中国货币博物馆的契刀，一看到这个东西就会想到这不仅仅是一种

买东西的货币，很大程度上不理解记账货币就没法理解货币的本质。商业银行出来以后，我们要了解银行制度才能了解货币创造。

以上是我的几个观点，这几年我研究货币理论，由货币周期转向货币制度史，拿到了国家重大课题。今天来的都是专家，都是一些朋友和高手，最后感谢大家支持，来听真正专家高手的高见，我就讲这么几分钟，谢谢大家。

第一节：中国货币理论的研究：问题与现状

夏斌：货币理论问题

夏斌（国务院参事，原国务院经济研究中心金融研究所所长）：感谢韦森教授邀请我来，我很愿意来，我知道这是一个学术会议，不同于我几十年来参加过的任何论坛，它们大多讨论的是货币政策的松紧问题。

货币制度、货币是什么，这些好像大家都懂，但实际上我越看书，越感觉心里乱，货币到底是什么？货币怎么形成？货币本质是内生还是外生的？讲货币必须讲利率，利率跟货币有什么关系？货币又怎么影响经济？这里包括产业、产出、就业、增长率、工资、利润、通货膨胀、汇率、国际货币体系、国际收支等等，都是货币制度、货币思想史真正需要研究的。所以我没有勇气在这里就理论问题

发言，而且时间很有限。今天我想联系自己几十年参与金融改革发展的中国实践来发言，从政策经验角度，而不是从纯学术理论角度讲货币制度问题。

实际上，货币制度本身是思想、理论的结果。从现实来看，有些问题尚无答案，我把想到的讲出来求教大家。今天研究货币制度的各种各样的学说，主要目的是为现实服务，是要寻求一个好的货币制度。那么，首先要回答什么叫好的货币制度或货币体系，或者范围再扩大一点，什么叫一个好的货币金融体系。抽象意义上，党的文件讲到：就是要服务于促进国民经济持续稳定发展，达到这样目标的制度就是好的制度。那么，在当今中国现实背景下，什么叫好的货币制度？在抽象的货币理论的基础上稍微展开一下，我认为在一个主权国家，一个好的货币制度必须结合自己国家的国情需要，有一个适应自身发展的汇率制度、利率制度，以及与汇率制度相适应的资本管理制度，而且这些制度之间是相互适应的。这些可以统称为在货币制度名义下需要考虑的制度因素，同时它们应该适应于这个国家微观的企业机制和宏观的财政政策体系。这些

货币制度的内容不是一成不变的，是与微观机制和宏观政策的内容处于交互的动态演变中的，如果离开这些内容讲一个国家好的货币制度，书上有讲讲可以，在政策操作层没有意义。

因为今天时间有限，我没有展开谈案例。当今，面对改革变化中的中国的动态国情，不能仅仅停留在货币是内生还是外生、利率货币，货币与产出等基本的纯学术分析上面，还要去明辨制度的复杂性、动态演化性，要弄清楚改革中的中国货币制度演变的轨迹特征。四十年来，总体上看很清楚，我们的货币制度就是从计划、行政命令，向市场决定的方向演化。

我也在央行当过副所长，听到央行出来的MLF、SLF，我当时就觉得这哪算什么创新，那就是计划经济底下短期贷款、中期贷款、长期贷款，所以近五年出来的政策工具不见得就是创新的，至少我不这样认为。真正了解制度变化的轨迹，可能需要好好研究，要具体分析。统称为货币制度的各部分，变化的速度也是不一样的。我们有些改革很快，有些改革很慢。比如说面对中小企业、小微企

业融资难、融资贵的问题，我们用差别存款准备金率，毕竟现在我们还没有转到完全市场经济，没有转到完全利率来控制。美联储通过联邦基金利率来控制 M2。我们认为通过动态差别存款解决结构性问题是很正常、很应该的，但这不是什么新东西。中国商业银行为什么在九十年代末存款准备金这么高呢？从计划经济到改革以来，不同的商业银行有不同的存款准备金率，最终都是慢慢演化过来的，从这个意义上讲，不是什么新东西。

又比如说，我们整个贷款额度开始放得比较快，央行九十年代开始放了，后来不行，又开始控了，现在在某种意义上说，还是有控制指标或窗口指导。与此同时，我们有些改革开放又不快，比如说资本项目开放。在上海自贸区、上海国际金融中心资本项目开放为什么这么难，因为这是中国社会主义特色的市场经济的最后一道屏障，这要放开就彻底放开了。但我们是非常谨慎的，现在的沪港通也是有额度的，给你指标很不容易的，大家炒股票、炒房产，随便炒行么？总之，统称为货币制度的各部分内容的演化速度不一样，其中哪些是必然

因素导致的，哪些是偶然因素导致的？中国货币政策制度的演化，包括利率、汇率、资本管理等等，还包括监管，它的演化与经济周期、与其他经济政策制度变化处于什么关系？特别是与国企改革处于什么关系？与美国所主导的世界经济周期、美元汇率，美国货币政策又处于什么关系？这些都是需要研究的问题，即一个好的货币制度是什么内容，又怎么变化。

我很同意韦森老师给我推荐的加拿大约克大学约翰·史密斯教授的书《货币经济学前沿：论证与反思》，全书十章，我把最后一章最后一节的最后几句话整理归纳出来。第一，一个货币化的经济生产中间可以判断货币肯定是非中性的。我很同意货币是非中性的。我们要注意“货币化生产……”这句话有特定的含义，这种经济体制本质上是货币经济、信用经济。他说：“货币到底是先于市场交换，还是市场先于货币，似乎这个问题解决了，还是说两者本身是同一个过程，只是经济学家包括马克思、亚当·斯密为了分析问题的简便，为了抽象的需要，在分辨谁前谁后”，大家想想这句话，我也没有想明

白，我很愿意在这样的会上谈我的学习体会，实际上这句话还是有争议的。第二，这种经济正常运行的一个重要的决定性条件是：中央银行要对增值利率进行调控。第三，中央银行为了制定更为合理可行的货币政策规则，必然将增值利率维持在较低、但仍然为正的的水平之上。不赞成数量规则。第四，不同的主权国家，为了保持利率政策的独立性，不得不实施一个有管理的或肮脏的浮动汇率制度。

我认为史密斯教授仅仅是从宏观的货币制度而没有结合微观企业讲了这么四条。结合中国的改革情况，我在 2011 年写的《中国金融战略 2020》一书中提到：从一国金融体系稳定运行，或从广义货币体系角度，货币金融是什么？我认为改革中的中国货币制度需要关注几个方面，首先是货币的实质是人与人之间的信任，本质是人与人之间社会关系，是一种信任的社会关系。货币和一般等价物还是有差异的，后者是人们普遍信任的、无形的价值抽象，货币是这种无形抽象的有形的代表。无形的价值抽象是什么，或者本质是什么？我认为就是信任，是凝聚、建立、体现人类的一种普遍的信任，

有时候信任度正常了、可靠了，经济就稳定发展；如果信任度不正常，就表现为经济周期、重大的经济周期波动，表现为经济危机。具体展开说，我认为一个稳定的货币制度金融体系需要有四个要素的内在协调平衡，这是我自己的个人观点。

通俗来讲，我们日常遇到的货币政策、金融监管，微观金融行为和“世界汇率资本流动的金融开放适应度”（我自己提出的概念），是这个体系客观存在的四个要素，这四条共同决定着货币的最后运行状态或货币制度的最后状态。而且是通过一定的结构，也就是四者不同的开放程度、不同的市场化程度，来推动具体的经济循环方式，在保证系统基本稳定的前提下，才能有效应对内外部的冲击，并实现好的货币制度的基本功能。具体而言，在一个封闭的经济体（金融体系）中包括工具、机构、市场，机构就是各类金融机构，工具就是各种金融产品。一个金融体系是推动货币运动的主要媒介，货币当局或金融监管当局通过微观的金融行为为载体，对货币在金融体系中的运营状况进行调整，履行系统稳定支持，这是在一个国家经济体处于封闭

时的。如果一个经济体处于开放环境下，我们不分多大程度的开放，也就是说，处于多国货币体系竞争中间，处于货币替代中间（比如说我们追求人民币国际化实际上是在追求货币替代），汇率波动和资本跨境流动同样构成本国货币运动正常与否的重要因素。

我上面说的四个要素，其实在一个国家金融发展的任何时期，都分别不同程度地影响着货币制度的质量，这不仅是讲中国，美国也是一样的，它的历史也是这么样走过来的，无非在某个时期，四个要素中的某一项较为突出，构成了短板要素，因此更容易引起当时的人们的关注而已。美国 1929 年大危机更多是在货币供应层面，2008 年危机在美国当局看来，是监管不利造成了百年一遇的大危机，从他们角度来看，有时候更多表现为货币政策操作，有时候则更多表现为金融监管。我们在座有几位货币思想史老师，可能会认为像这样的观点太简单，作为学术讨论是不够深入。美国 1929—1933 年大危机怎么分析，与国际政策有什么关系？确实这里面大有文章可作，但绝大多数人是不看历史书

的，不看经济史料的，包括我在内。在中国，八十年代通货膨胀，九十年代信托金融监管整顿，当时面临的问题，有的是货币原因，有的是经济本身的原因，或经济结构的原因，或国营企业改制不到位，中小企业资金得不到满足等等。如果深入分析，一个好的货币制度不能仅仅停留在货币多与少、利率高与低的层面。为什么利率高，为什么利率低，背后的经济环境是什么？中央银行兼顾方方面面的考虑，才制定出政策，所以要深入思考，绝对不是简单就货币能够谈清楚一个国家货币制度。对于一个国家，特别是非中心货币国家而言（我们就是非中心货币国家，绝大多数都是非中心货币国家，围绕美元走的），好的货币制度绝对不是不讲条件的，不讲竞争性的，不问自身发展阶段与特征的。人民币、美元、欧元与英镑之间存在竞争关系。有人认为把世界上最新出现的央行货币政策工具，最新出现的市场交易产品，最新出现的市场交易工具搬进来、汇聚起来就是好的货币制度，不是那么一回事。简言之，就是要实事求是。以上就是我结合我国四十年金融改革实践，从货币制度建设

角度谈了一些想法。

韦森老师跟我说 MMT 理论现在很火，我临时抱佛脚看了一下《现代货币理论——主权货币体系的宏观经济学》中译本，序言里面，作者自己指出本书是 MMT 的基础，我来不及看全书，我就序言看完以后，谈一点我的观点。这本书作者说他站在巨人的肩膀上，但他从来不谈货币的历史、货币的思想史，所以这个说法夸大了。这本书可以让没有经济学背景的人很容易理解，所以我觉得这不是很重要的学术著作。我认为结论中有些概念很混乱，有些是错误的。

举个例子，书中说主权政府在本国货币制度下不可能破产，它指谁？指美国？指的是美国的今天吗？美国未来也是这样么？还是指委内瑞拉或那些已经破产的国家？有些观点也很混乱，他说政府没有税收收入也可以支出，我不了解他知不知道美联储或央行的国库制度。“先支出再征税，先政府支出，然后居民交税，目的是为了帮助央行控制联邦基金利率，税收是为了推动货币流通”这句话怪怪的，因为是翻译过来的（有人插话，翻译没有错）。

我认为他是说颠倒了，央行是买国库券，但不是有多少买多少，央行是为了控制联邦基金利率，通过买多少债券以及通过什么价格来买，最终传导到市场利率。

另外书中说，货币是凭空创造的。但是央行也不是凭空创造货币，起码它有一个理想目标：物价、市场价格、就业，经济增长等。目标对与不对、人的可知性有限是另外一回事，关键是观点很混乱。再比如，书中说银行通过贷款创造存款，又是含糊不清，要看从哪一个角度说。从商业银行角度说，绝对是存款决定贷款，从总体货币量角度、从央银角度说，是贷款决定存款，这个大家可以讨论。货币不是随便发的，有国会限制它，以上就是我的一个很简短的评论。谢谢大家。

韦森（主持人）：谢谢你，下面由盛松成先生来讲。

盛松成：数字货币的悖论

盛松成（中国人民银行调查统计司原司长，陆

家嘴国际金融研究院常务副院长)：各位专家、各位老朋友，大家上午好！首先应该有一个祝贺，就是祝贺韦森教授获得了国家重大课题“货币制度史”。韦森教授是我非常敬重的老兄，当时申请这个课题的时候，他就来跟我商量，他说这个课题有没有价值意义，能不能邀请我一起参加？我想了一下，大概 15 分钟以后，我马上给他回了，我说非常有价值，非常有意义，非常愿意在你的领导下一起参与这项工作。重大的课题要拿出重大成果来，如果这个课题做得好的话，对人类都是有贡献的，因为从来没有过这么一本书，说的一定不单单是中国，全世界货币史都要说到，那是工作量非常大的，但是可以反映出整个人类社会的发展。这就是刚刚夏斌教授说的，人类的所有的活动实际上都和货币密切相关。

我今天做一个简单的发言，题目叫做“数字货币的悖论”，为什么讲这个呢？因为我们从实物货币到数字货币，后者是比较热的，这也是一个制度。首先，我想讲的是：数字货币会成为货币发展史新的里程碑么？大家都在讨论，历史上大家看到

很多东西很热，十年二十年三十年后证明是一种泡沫或者过去了，这个一定是要有历史证明的，要几十年、几百年甚至上千年证明。

刚刚夏所长也谈到了人类货币史上的里程碑。我觉得就只有两个里程碑，那就是实物货币和信用货币。人类历史上有很多东西充当实物货币，最后落实到黄金，连马克思都说到货币就是黄金，黄金就是货币，这就是金本位制。但并不是指黄金流通，毕竟黄金价格这么高，但是货币背后是黄金。在实物货币历史上，很多东西都充当过货币，最要害的是什么？就是实物货币本身的特点是，它自己是有价值的。因为我要羊，你要牛，他要水，他要钢笔，没法交换，总要有一样东西换，我必须拿出一样东西出来，这个东西必须有价值，这就是实物货币。人类历史上实物货币少说五千年，这是一个里程碑。第二，就是现代信用货币。真正的现代信用货币从1971年开始，当然前面已经出现过了。现代信用货币特征是什么呢？就是它没有价值，一百美元、一千英镑都是一张纸，印出来几分钱、几块钱就可以，它本身是没有价值的，它靠什么流

通呢？是靠国家信用支撑的，是国家强制流通的。实际上一般人就到此为止了，但我觉得背后还有一个很重要的原因，就是它代表国家的整个财政，只要货币发行是平稳的，就不会通货膨胀，你货币发行过了就通货膨胀了，它背后代表的是国家整个社会财富，不管流通的还是不流通的。你怎么统一国家财富？最好的办法就是统一货币，它背后一是国家信用支撑，二是整个社会财富的交换，就落实到纸币上，纸币就是国家本位制的实现形式。我们待会儿会说到 M1、M2 也是纸币形式，只不过它们是电子化的，这又是里程碑。当然，现代信用货币只是货币新的实现形式，不是革命性变革，我们所说的微信、支付宝全都是。

接下来，我们来看数字货币。数字货币能不能像实物货币和现代信用货币那样成为一个新的里程碑呢？这就需要我们分析一下货币最基本的职能是什么。货币最主要职能就是两个，一个是商品交换媒介，再一个是价值贮藏的手段。之前，几乎所有经济学家都认为货币最主要的职能就是商品交换媒介。但是到五十年代末、六十年代初，米尔顿·

弗里德曼提出一个观点：货币不仅仅是商品交换的媒介，而且是价值贮藏的手段，我拿到一万元工资可以买东西，但也可以放到银行，还可以给我妈或我妻子，这不就是贮藏价值吗？我们现在 M0、M1，M2 实际上都是建立在这两个基础——商品交换媒介和价值贮藏手段。

我们国家将货币供应量划分为三个层次：M0、M1，M2。但是美国多一个 M3，M3 现在不公布了，为什么呢？第一，它觉得公布成本太高；第二，M3 和经济的直接关联度已经不是很密切了。而在英国，M4 都有了。我们不讨论别的国家，简单说一下我们国家。M0 和 M1 的理论基础就是商品交换媒介，M2 的理论基础是价值贮藏手段，所以我们 M0 就是人民银行发行的现金，M0 现在是 7.4 万亿，而我们的 M2 是 180 多万亿。

$M1=M0+$ 单位活期存款，现在 M1 是 54.1 万亿，在美国“ $M1=M0+$ 所有的存款”，不管是个人还是单位的存款都涵盖在里面，因为在美国个人活期存款也能够开支票，但我们国家到现在为止还是维持只涵盖单位活期存款。实际上，我们国家的

M1 从货币理论角度讲是严重低估的，我们现在有银行卡下的个人活期存款，大概有 25 万亿到 30 万亿，还有微信、支付宝。有的微信是用银行卡的，包括和银行卡联网，有的微信买了货币市场基金，有的微信不怎么用，放了点零钱，这些都是商品交换媒介。支付宝也是一样的，理论上这些都应该包括在 M1 当中，因为都是商品交换媒介。如果把这些东西全部包括下来，我们 M1 大概是 90 万亿，正好等于我们的 GDP。

我当时在市场调查的时候，曾经想过修改 M1，但是非常困难。因为修改 M1 是要递交到国务院的，要总理同意，分管副总理两次批示，经过很多程序才能公布，因为这是国家指标。后来我想，算了，还是别修订了，你修订了以后，人家就会说中央银行什么事都不会干，只会修订指标，而且量那么大，领导也未必高兴。但实际上 M1 非常重要，了解 M1 比 M2 更有意义，我的研究经常看 M1 和 M2 的关系，就可以预测到未来经济的发展。

$M2=M1+$ 单位定期存款 + 个人存款 + 非存款类金融机构存款。非存款类金融机构存款是 2012 年

10 月份制定的，金融机构分为存款金融机构和非存款金融机构，存款金融机构是银行、农信社，还有公司；非存款金融机构包括保险、证券、信托，基金等。以前这些存款不算在 M2 里面，但是世界上都算，所以当时 IMF 要求我们也算。我是 2010 年 8 月调到总行的，到 2012 年我们就把非存款类金融机构存款放进去。我们这次金融去杠杆，主要去的就是这一块。以前很简单，就是我把钱存到银行去，然后银行就一个通告；进入金融创新以后，现在我买理财，理财买基金，基金买信托，信托买银行机构存款，最终转移到 M2，所以 M2 就上来了。所以这次强监管就是把通道降下来，一降以后 M2 就下来了，我们 M2 值最高是在 2009 年 10 月份以后，同比增速高达 29.7%，现在最低的时候是 8%，其中很重要的一个原因就是把这个通道降下来。

中央银行在国家信用支持下主导货币发行，这就是刚刚讲的现代金融货币。我觉得这几条很重要：一个就是刚刚讲到的国家信用货币支撑，以全社会的商品生产和交易作为保证，构成了现代货币的价值基础。第二，很重要一块，我们有法币，这

并不是国民党时代的法币，是“法偿货币”，在一国范围内只能有一种法偿货币流通。比如说在美国只能美元流通，英镑拿来没有用，大家都喜欢美元，但拿了美元却不能买矿泉水、衣服，必须兑换成人民币，尽管美元稀缺，但是不换不能买，这就是法币，即国家强制的货币。第三，非常重要的一条，货币政策是现代国家调控经济的主要政策手段之一。现在主要的政策是凯恩斯的货币政策，而货币政策有一个前提条件，就是国家必须控制货币关系，如果国家不能控制货币关系的话，这个货币政策就根本无法实现，因为其涉及的问题太多了，物价、汇率、利率、GDP、GPI等都跟货币政策有关。所以，目前我们所说的无现金社会，只能出现在极个别高度发展的地方，像挪威可能已经实现了，但是在我们国家相当长时间实现不了。马云曾尝试搞一个无现金社会，但人民银行马上叫停，因为他已经违反了我们法偿货币这一特征。如果大家拿了一麻袋一元钱去买一样东西，营业员肯定不高兴，但是国家规定法偿货币必须接受。比如拿硬币到银行，五个柜员点了一个下午，银行必须点，这

就是国家强制发行的货币。

接着，我讲虚拟货币。我觉得虚拟货币本质上不是货币。对于虚拟货币，人们直接联想的就是基于区块链技术的比特币。早在比特币最兴旺的时候，也就是大家都在炒作的时候，2014年我就发表了两篇文章，实际上2013年就完成了，我大概是第一个这么旗帜鲜明地说比特币本质上不是货币的人，而且两篇都是发表在《中国金融》上，一篇为《虚拟货币本质上不是货币——以比特币为例》，还有一篇是《货币非国家化理念与比特币的乌托邦》。为什么谈到比特币呢？因为大家对于国家不信任，觉得乱发货币导致通货膨胀，所以能不能搞一个货币来去中心化，保持物价稳定。

实际上数字货币是有一个理论基础的，哈耶克曾说过货币非国家化理论，他写过一本书，但是他自己也说做不到。既然国家这么乱发货币导致通货膨胀，那能不能由商业银行发行货币，发了以后，一定有一家商业银行经过竞争胜出，那么这家商业银行的货币就是非常稳定的货币。但是实际上是做不到的，因为国家一定要控制货币发行量，不然国

家货币政策是没法执行的。一方面，虚拟货币去中心化能避免国家的干预，从而实现币值稳定和物价稳定。另一方面，货币政策是目前世界上几乎所有国家的主要经济政策之一，没有一个国家的经济离得开货币政策的调节，这恰恰需要中心化的制度安排，这个中心化就是货币发行。国家只有通过货币发行以后，才能控制利率、汇率，物价，就业，GDP 等等。

只要我们现代整个社会、整个国家，整个世界调控的基本模式不变，我们货币政策一定会延续下去。如果我们不要货币政策的话，中央银行不要了，开玩笑地说连副总理、总理也不要了，那怎么统一货币，怎么统一国家？这是最基本的悖论，这个悖论条件也说明比特币不能成为货币。我举最简单的例子：警察杀错人的多了，你能说不要警察了，自己组建警察么？肯定不可以。还有税收，税收收错的多了，你可以说我不要国家税收，我自己来搞税收吗？实际上是一样的。所以我们要深入研究货币，使得货币政策为国家平稳经济发展服务，不能把通货膨胀搞的很高。但是不能把现代货币否定

了，说搞一个私人货币。数字货币的悖论在于人们必须在追求币值稳定和利用货币政策调节经济之间做出选择。中央银行也研究数字货币，对此我有两个观点。第一，我觉得中央银行研究数字货币是被逼出来的，为什么？因为区块链宣称用的是最先进的技术。现在大家知道了，区块链这么多年来有多少落地的东西？有人说区块链可能是人类技术史上最伟大的创造，这个我不敢说。我曾经在去年的博鳌论坛上说过一句话，我说区块链我不谈，但是请区块链远离金融，尤其是远离货币，它对货币金融没有帮助，没有价值。

我们中央银行研究数字货币，美国也研究，研究7年了，大家发现了么，没有研究出来什么成果。我们货币制度改变了么，我们的货币政策改变了么？什么都没有改变，除了多了几篇论文，写了几本书以外，什么东西都没有变化。我希望到此为止，因为我是中央银行出来的，我不能否定国家银行，只是我完全代表个人的观点，最后，我对数字货币的前景是持怀疑态度的，不管什么数字货币，哪怕是中央银行的数字货币。我们现在有7.4万亿

的 M0，其他实际上都是记账货币，某种意义上讲就是数字货币，你再去搞一套数字货币，意义在什么地方？我不知道搞了以后，对我们经济、对我们宏观调控有什么大的作用，我想来想去想不通，尽管我搞了四十年货币，到现在为止我也没有想通。当然，这并不一定证明我对，但是我把问题提出来了，总之，我对数字货币的前景是持怀疑态度的，谢谢。

韦森：谢谢，下面请纪局长发言。

纪敏：量化宽松政策反思及对中国的启示

纪敏（中国人民银行参事室主任，央行研究局副局长）：我主要是来学习的，因为今天夏老师、盛老师等各位专家都在，我的确是想来学习的。首先我把问题给老师抛出来。这一次金融危机以后的货币政策就是量化宽松、零利率，有很多的发达国家都在做，也引起了一些热议。我想看看 QE 对于我们讨论货币问题，理论上有没有一些反思或者作用，我想从这个角度提一些问题。

QE 对于经济复苏，金融市场功能恢复以及去杠杆等，都有成绩。我昨天看到一个材料，就是说美国 3D 级债券，就是投资级债券，现在超过 60%，大概接近危机之前的水平，这说明什么呢？说明现在经济的复苏、信用的扩张，使得投资者们的风险偏好在提升，过去都是高等级的 A 级，现在是 3D 级的，恢复到 2007 年的水平。我想这些都是 QE 的作用，这是毫无疑问的。从另外一个方面来讲，美欧日三大经济体的作用是不平衡的，美国看起来比较好，这当中的差别在哪里呢？可能就是美国实施了一些结构性的措施，比如说减税、监管的调整等。由此可见，似乎结构性的改革做得比较多，QE 的货币政策效果会更好一些。这些国家是在分化的，分化的背后可能跟结构性的问题有一定的关系。

我们看图 1，危机之后的几年，就是从 2011 年到 2016 年三季度，即使是美国，掉得也是比较明显的。这更多是一些结构性的问题，就是所谓的长期停滞，新常态、新中性、新平衡。不光中国有结构性的问题，全球好像也都有结构性问题，包括像

美国这样一个历史上有着最长时期的经济复苏的国家。从劳动生产率来看，单纯靠 QE，这个问题到目前为止似乎没有解决，当然这个数据有点老。

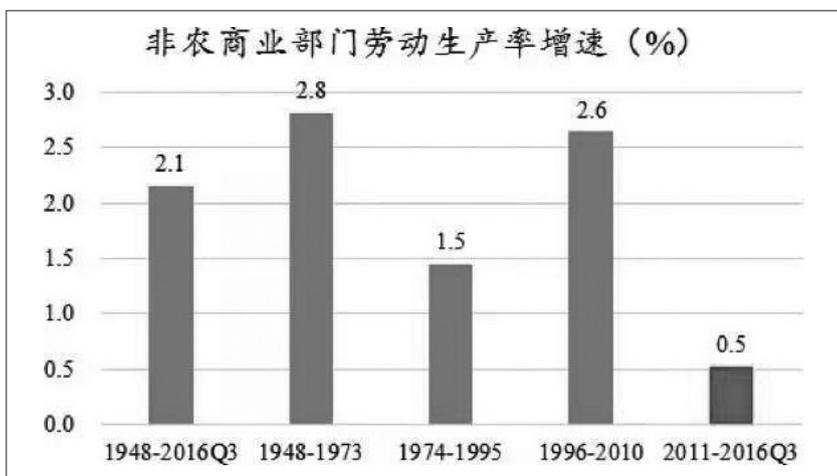


图 1：非农商业部门劳动生产率增速 (%)

第二个问题，就是我们通常讲的货币约束。现在甚至有 MMT 理论上要来颠覆我们一直讲的货币政策的纪律约束。现在不仅在实践中，QE 很典型地给财政透支，而且理论上也试图证明财政和央行就是一家，这样的话，似乎只要没有通货膨胀，其实这个钱是从财政口袋里出（从税收来），还是从央行的口袋里出（从发行货币来），没有什么区别。这就是我自己有点不太明白的地方。因为从实

践中，我们看到现在美联储的资产负债表，其大量的资产就是超额准备金。其实就是央行的基础货币出去以后，很大程度上又回到了央行，即大量的超额准备金，这一块的话对于实体经济没有作用。但是如果你把这个钱给了财政，财政就花掉了，然后是不是会对通胀有影响，我觉得这个情况可能就不一样了。换言之，中央银行搞这个量化宽松货币政策，发货币不一定能够到实体经济里面去，如果直接给财政花了，可能对实体经济就有支撑需求的作用，可能就会有通胀的效应。也就是说，我们的货币政策面临约束，其独立性在这个背景下受到了很大的挑战。

还有一个很重要的挑战就是资产价格，资产价格带来的影响也是非常大，这个我就不展开说了。实际上，我们看到现在美联储的货币政策在很大程度上被资产价格所左右。如果单看实体经济的话，它的货币政策已经不加息了，甚至在讨论是不是要降息，很大程度上跟资产价格有关系，就是所谓的金融稳定这样一个目标。但是话说回来，为什么会被资产价格左右呢？这跟量化宽松的货币政策

有关，把长期利率压低之后，从长期来看，资产的回报贴现值会上升，所以资产价格一定会上涨。实体经济本身有一个资源配置的问题，但是对于资产价格来讲的话，它实际上是利率的倒数，一定会上涨，反过来的话，它也会利用金融稳定绑架货币政策。

我们刚刚讲到持续低利率和量化宽松对产出的长期作用并不明显，就是劳动生产率并没有提高，这个我想可能是一个资源配置效率的问题。它实际上就是跟利率过低有关，和流动性环境过于宽松可能也是联系在一起的。包括 MMT 这样一些理论，如果说大量的货币都是由财政支出，或者说由财政主导，这里面可能也有一个对于私人投资的挤出问题，以及效率问题，这些问题都可能是 QE 政策的负面影响。我想把这个过程做一个简单的回顾，接下来我临时谈一点关于货币的更为一般性的看法。

刚刚夏斌老师在演讲的时候，说到货币的本质实际上就是人与人之间的信任，刚刚盛松成老师在演讲的时候，也讲到了货币有两大职能，一是交易媒介，二是价值贮藏。我觉得二位老师讲的实际上

反映了怎么从本质上认识货币，我们讲在实物货币时代或者纯粹的交易媒介的状态下，货币是一个中性的概念。包括刚刚盛老师反复强调的，货币价值的背后是要以国家财富来作为支撑的，如果超过国家财富的支撑去发行货币的话，实际上就会有通货膨胀。

我觉得的确是这样的，实物货币到信用货币的飞跃是一个最大的变化，因为实物货币本身是有价值的，作为一般等价物，它的职能就很有限了。一旦它变成人与人之间的信任，在这个基础上变成一个信用货币的话，这个时候我觉得货币的职能就出现一个飞跃了，相应的金融也就有了，把明天的钱拿到今天来用，来平滑所谓代际收入的不均衡，实际上这些东西都是基于信用这个基础的。如果是实物货币时代，没有所谓的债务的概念，也不存在这个问题。但是一旦有了信用，实际上货币跟债务很大程度上就是同义语了，就像盛老师说的 M2 的 180 万亿里主体部分都是信用货币，它是基于人与人之间的信任产生的。所以就有债务，有一系列的问题，很大程度上两者就是同一个东西。这个时候

我们再探寻一下，这种信任、信用，是不是可以无限扩张，是不是没有约束？

我们通常讲通货膨胀的约束、资产泡沫的约束，实际上我觉得还有一个很重要的约束就是资源配置的效率，这是更本质的约束。假定有了信任，有了信用货币，有了金融，有了债务，它是说未来有收入能够偿还今天的债务。未来要有收入是一个前提，说白了也就是有没有经济增长，就没有相应的资源配置效率的提升。我们现在看到的整个的图景，包括 QE，包括所谓的 MMT 理论，我觉得在很大程度上，资源配置效率的角度被忽视了。我们可以通过债务自身去循环，通过不断降低利率，使得债务可以不出现流动性风险，于是不断循环下去。但如果债务累积到一定程度，这个时候再增加货币、再增加债务，对于实体经济而言，它的作用可能有限，因为债务有一个自我循环。反过来讲，它对于通胀也构不成太大威胁，因为它自身用于偿债。这样的循环继续下去，利率会越来越低，货币条件会越来越宽松，最后很大程度上，包括 MMT 由财政花钱，由政府花钱，甚至央行直接去买一些

有信用风险的资产，这些都是用国家的信用、央行的信用去掩盖资产配置效率的不足，可能会陷入这样的循环。

QE 的本质是什么，或者央行货币政策的边界在哪里？这个边界，我觉得不能直接以降低信用风险溢价为前提。你可以通过量化宽松去压低利率，但是压低的都是无风险利率，一旦 QE 走到所谓的日本 QQE 的时候，走到质化宽松的时候，央行直接去买股票，买信用债，甚至买垃圾债。如果真走到这一步，那所谓的实体经济资源配置效率决定货币的约束、货币的边界，也就不存在了，这样可能整个信用货币的约束就不存在了。所以，我觉得还是要回归到经济决定金融这样的本原，可以有信用货币，央行可以为这种信用创造提供好的环境，这个都没有问题。一旦越出这个边界，央行直接去降低信用风险溢价，而这个信用风险溢价是由实体经济自身的循环来决定的，它决定了债务的效率、杠杆的效率，也决定了信用创造的效率。如果中央直接做这件事，或者通过财政做这件事，如果做得过度的话，最后带来的就是实体经济自身的资源配置

效率的下降。那么，货币政策也好，信用创造也好，可能更多地变成一个自身的循环，这个代价一定是资源配置效率的下降和资产泡沫的不断累积，在货币政策另外一个目标金融稳定上面，也会遇到越来越多的掣肘。这是我想表达的一个意思，谢谢大家。

讨论

韦森：刚刚是三位真正的大专家在讲，还有五分钟，我们大家讨论或者提一些问题吧。他们都是大专家，大家有什么问题可以提一下。

赵广彬：我想问盛司长一个问题，我们看到2018年社会融资量与2017年相比有一个比较大的下滑，有些人觉得这是去年经济下行的主要原因。你能不能把这个事情给我们详细解释一下？你说可以通过M1和M2的剪刀差来预测经济的走势，这个可以讲得详细一点么？

盛松成：我先回答第二个问题，第一个问题已经超出今天范围，涉及到社会融资规模。为什么我

从 M1、M2 讲到它？因为我们国家 M1 是现金加上企事业单位活期存款，后者反映企业的活跃程度，两者剪刀差很大是在 2016 年六七月份，M1 增长很快，M2 增长很慢，我就发现不对了。历史上这样的差距往往是经济非常好的时候，M1 发展快，M2 发展不是很快，那说明其实有钱。因为拿到钱以后，要么放活期存款，要么放定期存款，但企业大多数放活期存款，因为定期存款的利率对它们而言没有多少，我们活期存款年利率是 0.1%，定期存款年利率是 1.5%，他们拿到钱放在活期存款上，可以随时随地投资，随时随地转，2016 年这种情况相当明显。在这里讲一个方法论，现在我们分析数据的时候，很多人只分析了第一层，没有把数据一层一层分析下去，比如说采购金额指数，大家都只是说 50% 是一个线，这是不够的，要把采购金额指数全部打开，再看每一项情况怎么样，比如说“订单”，“生产预期”这些特别重要的指数得好，有些指数不怎么好问题不大。50% 是作为总体的指数出来的，所以要把细项打开。我那一次就是把里面的细项打开，打开以后发现原来当时 M1 那么多

是由房地产企业导致的，大量的房子卖掉以后，钱放在活期存款上，他想投资，他想买地。2016 年我们严控，控得非常严，我们 2016 年 3 月份开始控的，到现在整整三年过去了，二三线城市在寻找机会，寻到了马上把钱投进去了，所以 M1 值特别大，我一看就是房产。这个说明什么？说明中国经济会好。所以 2016 年年终是中国经济不好的时候，7 月份、8 月份经济逐渐好起来，到 2016 年 12 月份经济比较好。我们汇率贬值非常厉害，所以 2016 年 11 月我专门就汇率问题表达观点，七八月份经济好了，好了以后说明贬值的基础没了，这个时候中央银行就要站出来想办法引导预期，这是我跟你说的一个因素。

我刚刚是说 M1 多了。有的时候就不是了，还有 M1 少了的情况。最近一段时间大家发现吗，M1 跌得非常快，我们增速最慢的时候只有百分之一、二，为什么？企业没有钱了，商品卖不出去了，这时候 M1 和 M2 差距大说明经济不好，是倒过来的剪刀差，这个时候就要小心。为什么 M1 这么少，我一看是实体经济企业的活期存款少了，说明我们

经济不是很好，前一段时间就是这样。这个问题回答完了。

另一个问题是社会融资规模，实际上已经超越范围了，今天说的是货币。货币是存款类金融机构的负债，M0 是中央银行负债，M1 和 M2 是商业银行负债。在货币史上，有两种调控，就是传导机制，一种叫做货币政策的货币传导机制理论，就是 M0、M1，M2，美国基本上都是用这个方法。我们从 2010 年底开始又增加了一个指标叫“社会融资规模”，这个大家都知道，是我担任董事的时候搞出来的。我们为了这个指标搞了整整五年，非常辛苦，从增量到存量，从季度发布到月度发布，从全国到地区，而且开了很多座谈会，当时分管副总理马凯两次批示。我们为了存量付出了很多努力，因为没有存量就没有办法做增速，后来做出来了，现在有所修改也是正常的。你问社会融资规模前一段时间跌得比较厉害的原因，实际上很大程度是由于去杠杆去。去杠杆实际上是两个，一个就是货币，即流通渠道减少，还有一个就是表外融资表内化。社会融资规模里包括很多规则，其中有一部分叫做

表外融资，它由三个方面组成：委托贷款、信托贷款，未贴现的银行承兑汇票，这些都不在表里，它们是影子银行的主要组成部分，我们这一次去杠杆去得最厉害的就是这一部分。大家可以看到，2013年到2014年的时候，社会融资规模当中，它们三个占到了28.9%，2017年的时候大概占到14%-15%，2018年的时候是负值，存量下降了百分之十几，这导致社会融资规模大量下降，当然还有其他一些原因。到2019年一季度，出来的数据就好多了，它们有的数值已经转正了，有的数据的下降幅度减少很多。所以我们一季度社会融资规模超出市场预期，从四月份刚刚公布的数据来看，大家觉得怎么又这么少了，这就好比一个人前五十年搞得特别快，后五十年肯定要慢一点。

对于速度的分析，我有两条建议：一是要一层一层打开，这样才能得到好的结论；第二不能看短期，要看中长期，因为短期波动很厉害。社会融资规模前一两年下降，跟金融强监管、去杠杆有关系。我们防范金融风险是对的，我们问题在于去得太厉害了，因为这一块东西不是最新形成的，

是 2012 年形成的，实际上从 2010 年就开始了，到 2017 年整整五年。现在想短时间内全部去掉，影响的会是小微企业的贷款，因为小微企业主要就是靠委托贷款、信托贷款，未贴现的银行承兑汇票。我去年七月份写过一篇文章“不能把影子银行赶尽杀绝”，因为发现一些问题了。去年 12 月份，易纲说符合需要的、合规的影子银行还是要有适度的保留，大概意思是这样的，实际上他也是说的这个问题。我相信影子银行会适度保留，会适度增长，我的问题回答完了。

左金学：第一个问题我想请教一下夏所长和纪主任，我们谈了很多货币政策，其中就有有金融货币政策。大家都知道银行信用有一个很重要的功能——资源配置功能，我们国家在这个方面虽然关注不多，但是这对经济效率影响很大，比如国有和非国有，城市和农村。从金融配置角度，这一块你们能不能说一说看法，因为今天讨论的是宏观问题。第二个我想对盛司长提一个问题，你说到数字货币有两个主要功能：交换的媒介和财富的贮藏手段。

盛松成：我是说它们是五千年来货币本身最主要的两个职能。

左金学：那也就是说如果符合这两个功能的话就是货币，但是数字货币符合这两个功能。我的问题就是：如果按照这两个功能来定义，数字货币是不是从根本上来说也是货币？我想请教一下美国对于数字货币的政策，是不是像中国这样天然地否定？我感觉它一定意义上是货币，能不能请你稍微回答一下？

我问一下纪主任。中国的央行和美国的美联储几乎是同时成立，美国是 1913 年成立的，到 2008 年将近一百年。美联储的资产负债表是 1 万亿，2008 年到 2018 年这十年变成 4.5 万亿，十年增量 3.5 万亿，是过去一百年的 3.5 倍，或者说 12 年相当于过去 350 年。中国央行 1906 年成立，1908 年改为大清银行，到 2008 年也是一百年，当时的 M2 总量是 43 万亿，2008 年危机到现在是 186 万亿，也是 3.5 倍，简单来讲，近十年的中国货币量大致相当于之前近百年央行货币量的 3.5 倍。我的问题是：第一，你如何理解十年和三百五十年及过去

一百年的关系？第二，因为金本位结束，这样印钞票，将来何日是头？好的，谢谢。因为这个现象是非常奇特，几乎中美两国是一样的。

夏斌：我也来向纪主任提一个问题。你讲到QE，我完全同意美国QE基本上能挽救金融危机，但它也有结构性的问题，你也讲到QE有四个阶段。我的问题是，我们前不久请了外国朋友来讨论，他说QE2的效果比较好，挽救金融危机，QE3和QE4问题比较多。我不知道你对这样的说法是不是表示同意。

然后，我就刚刚的提问进行回答。本来是利率该提高就应该提高，按理说中国资金需求那么旺，就应该把利率提高，但现在并非如此，也就是说不是利率的问题。现在大量资金往国有企业走，大家以为银行做错了吗？其实银行做的是对的，因为政府不会让国营企业破产，所以银行是理性的。如果是完全市场经济，没人背书，大家都是背水一战，银行就不会这么干了。商业标准和非商业标准是形式，不重要。我们现在好多问题没有解决，表现为中小企业融资难、融资贵。第二，我们出台了好多

政策，银保监会要求银行给小微企业贷款年增 30% 以上，第二天上海股市大跌。真要搞市场经济，那积到现在这么大的泡沫，按照周期走应该释放。不爆不释放，各种各样现象就全扭曲了，央行也没有办法，不敢收得太狠。之前，影子银行外面大型资产管理业务 100 万亿，当时想干，一干乱套了。五大银行都是担心的，最后发现不能这么干，得整个得慢慢来。原来不好好监管，现在有了这么多事了，突然这么干，大泡沫出现引爆风险，这些都是现实问题。

纪敏：实际上在货币供需里面，企业、居民都在创造货币。从央行角度说，贷款决定存款，咱们可以从货币银行角度加以解释。货币供应量增长那么多，这个 10 年是之前若干年的 3.5 倍，这反映出的就是我刚刚提到的资源配置效率的问题。同样的经济增长速度，背后是靠劳动生产率特别是全劳动生产率上升，还是靠信用货币支撑的呢？我觉得这反映的还是资源配置效率的问题。反过来讲，资源配置效率是看不见摸不着的，货币扩张最显著的约束来自于通货膨胀。但问题是从全球范围来看，通

货膨胀率似乎并不成为一个问题。另外一方面，我个人觉得资产泡沫这一新问题也和资源配置效率有关，当资源配置效率在下降，当你依靠债务来弥补达到一定程度的时候，本身也会产生债务约束，即由于债务的约束导致通缩的机制。简单来说，借 100 块钱，无论是发债人还是贷款人，这里面用于投资、消费的部分可能越来越少，当中有 80 块钱甚至 90 块钱维持债务自身的循环，这样的话，用于投资、消费的一块就没有那么多了，也就不会有通胀的压力。当然还有其他的原因，比如说现在我们经济结构、产业结构发生一个很大的变化：服务业占比在快速地上升，制造业迭代又非常快。而 CPI 统计涉及指标的选取和权重结构的确定，如果跟不上结构的变化，也会导致 CPI 的低估。还有就是资产价格，尤其是房地产跟货币的关系很强，但是实际上它又没有在统计里面得以全面的反映，这也会影响 CPI 统计。

以上我总结为两句话：一是这些问题反映出资源配置效率下降，二是可能反映了我们原来所认可的货币政策的约束——通货膨胀——是有它的局限

的。所以，我们得考虑金融稳定、资产泡沫、资源配置效率，考虑这些更全面的因素来评价货币政策。但从另外一个角度讲的话，我们讲求稳就业，虽然资源配置效率、劳动生产率下降，但是能够带来就业的增长，那资源配置效率或许在权衡当中就显得不是那么重要了。

盛松成：你的问题好，你是用我的理论来反驳、置疑或者否定我的观点。但是我觉得我的理论和我的观点没有毛病，我只能从这个方面来回答你。货币是商品交换的媒介和价值贮藏的手段，作为商品交换的媒介，它有两个特征，要么本身有价值，要么国家强制流通。国家强制流通实际上背后也是有价值，就是整个社会。比特币具有这一点么？比特币自身有什么价值？你不能说因为挖矿它就价值，那什么币都可以，大家都去挖矿。价值必须是使用价值和劳动产物的统一物，比特币的使用价值在什么地方呢？价值贮藏手段它行吗？价值贮藏手段有一个条件，就是价值比较稳定，我们现在 CPI 是 2%，1949 年国民党退到台湾去了，发金元券有价值么？一天涨一百倍。比特币就是一下

子跌到两分之一，一下子明天又涨两倍，这样的东西你敢把它作为价值贮藏手段么？不敢吧，即使有那也是少部分人。像比特币、莱特币这种东西，在某种特定场合作为交换是没有问题的，但什么叫做货币？货币就是全社会流通的，全世界兑换的，这才是真正的货币。说它有价值，说到底就是用于偷税、漏税、资金跨境流动以及逃避管制等这些不好的事情。

韦森：大家休息十分钟，喝喝咖啡，然后接着聊。

第二节：货币的本质与作用：历史与理论

李晓（主持人，吉林大学经济学院院长，经济学教授）：非常高兴能够主持这一节讨论，非常高兴被韦森老师邀请。下面发言的有几位老师，头一位是李伯重老师，他是经济研究史方面非常重要的专家，下面有请李伯重老师发言。我再强调一下规则，每个人 25 分钟发言，20 分钟的时候敲一下铃，再敲一下就还有 2 分钟了，我们尽量把握时间，下面有请李教授。

李伯重：明代的白银货币问题

李伯重（北京大学经济史讲座教授）：首先非常感谢韦森老师邀请我来参加这个会议，我接到这个会议的通知是在前天，韦森老师说是开题会，可以即兴发言，我就没有做准备，到现场才发现是很

正式的会议，大家都是货币理论的专家，我非常高兴参加这次会议。

我自己研究经济史，特别是长三角的经济史，从 1978 年以来一直研究。但是货币方面不敢当，我对于货币关注很少，近年来我研究的主方向转向对晚明中国社会转型的研究。晚明中国社会的转型有很重要的两个方面：一个是国内，一个是国外，即我们处在什么环境中。晚明中国两大变化：一个是中国国内市场开始形成，一个是全球化过程开始。在内外两重因素的影响下，中国传统社会向近代转型启蒙于晚明，对此我做了比较全方位的研究，在北大开了一门课叫“中国古代的改革和社会转型”，其中晚明就是一个重点。这个看法并不是我一人之见，在国际上非常有名的教授，他们都认为是从晚明开始，中国著名的明清史学家也认为中国近代社会从晚明开始，但是具体的各个方面还有待于深入。

我自己觉得在国内市场形成和卷入全球化的进程中，最重要的手段就是白银。因为没有白银的话，中国国内市场不能形成，没有白银中国全球化

也不能进行，所以最近大家对于白银问题特别关注。那我们就要问：白银为什么变得那么重要？为什么它会成为国际货币？刚刚盛司长讲到两个阶段：实物货币和信用货币。我想从其他角度来看，应该说白银之前是一个阶段，白银出现之后是一个阶段。因为白银出现之后，世界贸易才有国际货币，以前没有国际货币。我们可以看到货币在中国、西欧和其他地区出现很早，但是没有一种货币是国际货币，虽然在新疆发现的出土文物中有罗马帝国货币，但是它从来没有进入中国市场，而中国铜钱虽然在中国沿边国家通用，但是从来没有进入过中亚、西亚和欧洲。在不同的货币体系之下，交易主体就是易货贸易。现在明显夸大了丝绸之路，我对丝绸之路做了一些研究，如果按照耶鲁大学教授汉森的说法，它就是人类历史上行走最少、贸易量最小的道路，他说的话虽然有些过激，但从国际贸易角度来看，丝绸之路交易中连世界通用货币都没有，就是易货贸易，所以只能规模很小，贸易成本很高。

如果国际贸易要发展起来，那必须有一种国际

货币，古代一直没有这种货币。这种货币必须满足一个条件，既能够支持大规模的贸易，也要能够适应本地小规模交易，这种货币并不是其他币种所能够承受的。比如说纸币，纸币虽然是现代的工具，但是不能够被其他国家无条件接受，刚刚学者也讲到，它本身没有什么价值，如果一个国家的信用不能够维持的话，谁能够接受它？中国历史上从纸币出现开始就避免不了通货膨胀问题，蒙古人搞得一塌糊涂。朱元璋在严厉的政策下使用纸币，结果导致明朝前几十年经济极度萧条，因此纸币不是一种合适的选择。另外这种货币同时还要可以再加工，这个加工可以不接受你的主权符号，我可以把这个货币拿来重新加工，即它不受特定政权、主权影响，可以自由流通。第三，它的产量应具有相当的规模，能够广泛应用才能成为一个国际货币。

能满足这些条件的候选者有哪些呢？那就是黄金，但黄金产量太小，不能满足小规模交易。你看罗马帝国、拜占廷帝国，我们可以用“薄如蝉翼”一词来形容它们的金币，非常薄的一小片儿，因为黄金产量很小，工艺很复杂，本身价值很高，如果

不做很薄的话，日常交易怎么用？我现在读罗马帝国经济史、拜占廷经济史，看他们的日常交易其实很多都是实物交易，这种贵金属不能真正胜任国际货币的职能，除非到了更高级的阶段，在近代以前是不能胜任的。

另外一种就是铜，铜有它的合理性，中国至少从秦始皇统一以来就使用铜。铜的好处是至少可以用于小规模交易，问题是它不能进行大规模交易。我们知道有一个著名的京剧叫《十五贯》，是非常有名的传统剧目：有一个人家庭困难，到老岳父家，老岳父给了他十五贯钱去做点小买卖维生，结果回家的路上被偷了，造成了一个家庭的悲剧。一贯是一千文铜钱。到了宋朝，开元通宝造得非常规范，“钱”就变成重要单位，一千文就是一千钱，所以当时此人在老岳父那里背着近五十公斤的钱回家，而且只是用来维持生活。还有句话叫“腰缠十万贯，骑鹤下扬州”，那就意味着得要一艘船去装这么多钱。在这种情况下，进行大规模交易不容易。唐朝是个经济比较繁荣的朝代，大规模交易用什么货币呢？用的是绢帛、丝制品，小额交易用铜

钱，大额交易用绢帛。但绢帛有一个缺点就是不好分割，它们可以按照比较大的量保存下来，拆成一份一份的就没法用。《卖炭翁》一诗中说道：“半匹红绡一丈绌，系向牛头充炭直”，就是官宦把半匹的红绡、一丈的绌挂在牛车的牛头上，来换卖炭翁的一车木炭。那买一斤、两斤碳怎么办呢？还是用铜钱，这些币材都不能满足大规模的交易。

只有白银可以，因为白银既不是贵金属，它的产量比较大、容易分割。我们大家都看过《西游记》里面有一个故事，讲的是猪八戒私心比较重，外出办事总要落下一点钱，他将一分、两分重的碎银子不断积攒之后，再变成一小块钱藏在耳朵里。也就是说，小规模的交易就是把银子切割非常小，割出一小块来吃一碗面。还有就是这个国家的主权货币到了另外一个国家马上熔化了，比如到了中国就熔化成银锭或做成散银，所以它就成为真正可以流动的、大家可以接受的货币。

白银从十四、十五世纪开始变成国际货币。十五世纪末哥伦布发现美洲后就进入早期的经济全球化时代。有两本书的书名可以很好表现早期经济

全球化时代的特征，一本叫做《贸易创造世界》，第二本书是《无国界史》。早期民族国家还没有形成，市场可以说是自由贸易的市场，自由贸易到自由到不论国家，有生意就做的程度。自由贸易需要一种大家都能接受的媒介，只有白银能够满足这个条件。这个时候时代要求变的很高。大家认为中国闭关自守，无法进行自由贸易，这是早就过时的观念，这是偏见。大家如果知道明代、清代私人贸易规模如此大，就不会相信闭关有多大的作用。中国有好多种作物产量是世界第一：红薯产量世界第一、烟草产量世界第一、辣椒产量世界第一、马铃薯产量世界第一，而且和第二之间相差很多倍。这四种作物全是晚明的时候通过自由贸易传进来的，官方没有推动也没有阻拦它们的传播。

在自由贸易发展的同时，金融贸易和跨境贸易也逐步发展，中国的国内市场逐渐形成。到了十八世纪后期，中国是全世界最大的、最完整的国内市场，1999年在加拿大举行的世界史学会开幕式报告就专门讲这个问题。随着市场的发展，世界迫切的需要一种新的媒介——白银。但是有一个瓶颈问

题，为什么以前白银不能成为媒介？一个是贸易原因，贸易跟货币是相辅相成的。十四世纪欧洲的白银出现了重大的变化，之前欧洲白银的主要生产地在利比里亚半岛一带。十四世纪，斯堪的纳维亚半岛发现了很多银矿，另外汲取银矿的工艺也发生了很大的改变。欧洲大量银矿的出现使得欧洲人购买力增强，欧洲人就想购买其他国家的商品。但是奥斯曼帝国在东部挡住了他们，所以他们要向其他国家寻找商品。到中国来寻找商品就是他们的最终目的。如果欧洲人没有强大的购买力，那他们就是强盗。我们应该认识到，欧洲人的地理大发现是在商业利益推动下产生的，不是抢劫背景下产生的。

与此同时，东亚也出现了很大的变化。日本石见银山是当时东亚发现的最大的银矿。在哥伦布发现美洲之前，石见银山的银产量占东半球的30%以上。日本人手中突然有大量的白银，就有强大的购买力，但是他们本国商品生产能力弱，而大海对面的中国商品生产能力强，尤其是江浙一带。你有钱，我有东西卖给你，各取所需。但明朝政府不允许，所以引起了一百多年倭患。明朝时期真倭十之

二三，假倭十之七八。假倭就是我们的同胞，是福建人、广东人、宁波人，而且倭寇头目都是我们的同胞。到了隆庆开海之后，可以有公开的贸易，倭寇一下子就没了。

同时中国也在云南发现了内陆最大的银矿。宋应星在《天工开物》中说全中国的白银产量加起来才等于云南省的产量。同时，云南省又有大量的铜矿。明朝为什么要占领越南二十七年，最后放弃了？明朝为什么不放弃云南，当时云南 70% 的人口是少数民族而不是汉族。就是因为云南铸了这么多的币，明朝需要。更不要说西班牙人、葡萄牙人来到明朝之后，带来了大量的美洲白银。美洲白银在欧洲推动了价值革命，价值革命是近代经济成长的重要因素，没有价值革命就没有经济的发展。在中国也产生了类似的效应。

中国进入全球化的媒介就是白银。中国是最大的经济体，和中国之外最富裕的地区欧洲的联系就是通过白银，和东南亚其他地方联系也是通过白银。没有白银，中国国内的货币白银化是不可能的，或者白银货币化是不可能的。没有白银货币

化，中国国内市场的发展是不可能的。中国社会科学院万明教授做了多年研究，把明代留下的比较完整的万历会计录、国家收支做了一个很详细的研究，并且出版了很多的书。他们还找了一些审计学家协同做这个研究，把它变成我们一般人容易看得懂的书。但是，书很厚、分量很重。使我感到很吃惊的是，像河南省这样经济不发达的地区，60%以上赋税都是用白银做的。唐朝在实行两税法的时候，韩愈就说，百姓家中没有造币厂，让他以银币作为赋税上缴，是强人所难。但明朝就可以这样收税，因为明朝可以用白银进行小额交易，而且商品经济进一步发展，所以能够推动国内的市场化。

白银对于中国起什么重大的作用呢？白银是不受政府操控的货币，中国政府没有办法控制，西方政府控制也无法控制。这样它完全成为受市场供求关系左右的货币。这样的话，一方面明清以来政府因为没有办法操控经济，所以政府对经济的干预能力大大下降。外国的银元进入中国以后，变成银两，变成可以分解的货币，百姓用银两交易，这实际上是一个合理的模式。政府通过铸币可以换一些

其他金属在铸币中，从而降低成色。银两是可以切割开看成色的，这就避免清朝政府操控经济的可能性。

另外有一个严重的问题，由于货币不是国家主权能控制的，它受外界影响强烈。货币问题在明朝末年是很严重的问题，到清朝、十九世纪更是严重，所以有人认为清朝的衰落与白银有关，到了民国时期白银问题非常严重。美国为了白银法案，为了保证 6000 个白银矿工的就业，高价收购白银，中国的白银都被美国收走了，搞得民国政府在中国经济比较好的时候非常难过。

我们在看货币制度史的时候，把白银作为国际货币第一个产物，我觉得是有必要的。而且研究这方面的学者也不少，比如说《中世纪后期和近代早期世界贵金属》，这本书就写的很不错。我在东京买了一本《日本的金属政治》，这也给我们了第一手材料。还有彼特写的《中世纪时期货币及其应用》，这个也是可以纠正过去很多错误的观念。欧洲人货币经济很发达。关于中国方面的，《在全球范围内看中国的货币——从公元前 600 年到 2012

年》是很好的一本书，虽然他们的结论不一定正确。我们研究货币一定要放在更大的范围中，而且看到各种历史事物的合理性，凡是现实就是合理，凡是合理就是现实的，这就是历史的真谛，谢谢。

李晓：非常感谢李教授的演讲。这个问题非常重要，我后面还有问题向你请教。下面有请中国经济学院教授何平老师发言，他演讲的题目是：铸币还原论与货币的形式与本质。

何平：铸币还原论与货币的形式与本质

何平（中国人民大学财政金融学院教授）：我是从1991年在中国人民大学财经金融学院任教的，1991年开始我每年讲一次中国货币金融史，1993年开始每年两次讲货币、银行、金融体系。今天我从古今中西的视角来解释货币和金融体系的概念。实际上是把前面领导们讲的操作性、实践性的内容进行理论化表达。以前我讲，国务院其他部门是用行政命令管理自己的部门，比如说教育部，而央行不是，是用自己的学识管理部门。最近几年我讲的

一门课叫“货币金融史”，我从先秦讲到现在，主要的目标是讲货币的本质和形式。从长期历史来看，比特币是不是可以成为货币？读完现在的文献，再看看历史上有没有像比特币这样的东西。然后我再讲金融支持需要什么样的货币。

货币有两种，一种是纸钞，一种是实物货币。现在所有的货币形态都是央行金融活动形成的。信用的扩张就是货币供给扩大，信用的收缩就是货币供给的收缩。现在这种情况下，货币和信用有什么差异？很多人认为这是无法说清楚的问题。金融就是在这样一种情况下产生的。铜铸币的时代，货币和信用是分开的，比如说这几个铜钱用于借贷，它就和信用发生关系，不用于借贷就不发生关系。现在任何人民币的钞票都是债权债务工具，就是债权活动的表现，存款货币也是这样的。在信用货币流通情况下，信用和货币不可分割地联系在一起以后，我们称之为金融，换句话说，信用货币产生之前没有金融。

铸币、货币的问题极其复杂。铸币经常发生一个问题，即铸币本身币材价值和币材特定使用价值

之间的矛盾。比如说黄金是有收藏价值的，但黄金做首饰后就升值了，所以收藏价值和使用价值之间存在矛盾。现在的纸钞没有价值，纸钞只有六毛钱的印制成本，它是一个符号。另外一种信用货币，它是一个符号，最典型的信用货币就是银行券。银行券本身的支撑条件是完全可以兑现，它是实体货币的代表。中央银行的银行券是不可兑现的，它是由中央银行的货币政策支撑的。现在你当着一个小孩子的面撕一张一百元现钞，他会哭，为什么撕另一张纸他不哭？原因是他看到妈妈用纸钞买糖了。人民币的价值取决于人民币买到的各种具体物品的使用价值。

李老师刚刚讲到明代，特定的、具有本身价值的货币在使用时有局限性。一是产量的有限性，白银、铜钱、黄金都有货币紧缩的客观现象，有产量的限制。二是使用过程中携带的不便性，比如货币的大小、分割的问题。明代尽管用白银，但是日常生活中用白银不一定方便。下乡调查到百姓家吃饭，要么白吃，要么不能吃饭，因为餐饭只值五枚铜钱，每天生活就是费用是二十个铜钱，之前中国

人民生活确实比较艰苦。紧缺情况对货币政策影响是致命的。而信用货币是无限的，它弥补了这个缺陷。但是信用货币的问题是可以多发行，多发行就是就是金融炼金术。

到今天，整个社会的货币发展的动力是什么？它有两个基本的限定因素，第一个是经济节约的问题。为什么不用黄金？金本位制是有完备的信用货币制度，但是它要保证有黄金支持。现在信用货币的效率是货币价值稳定，不能随便宽松，宽松影响效率。整个人类社会货币从古到今都是按照两个假定进行的，一是节约，币材本身不耗费社会财富，那时候纸是最节约的；二是价值稳定，你管不住自己，黄金能够客观地管一管，就起到这点作用。

最近，有位美国人写了一本书叫《货币的债务起源论》。2014年夏天，我在香港买了它的繁体版，我认真读了这本书。亚里士多德、韦伯都有关于农工商交易的论述。到十七世纪情况变了，情况改变后他们犯了一个错误，有一个人解决了这个错误，就是杰文斯，他解决了债务和货币问题。哈佛大学考古学家在小亚西亚的某些石板上发现了最早的债

务起源。债务以个别商品计价，借什么还什么，这不叫货币。如果用同一物品进行标价，说明在标价之前，就已经有货币了。从我们日常生活来看，我们经常向熟人借实物，借贷活动和货币不一定发生关系。日本的一个学者和一个美国学者对货币的起源进行解释，因为人们之间有交易关系所以有货币，货币诞生是因为人们之间的不信任，就是解决债务起源的问题。债务起源问题实际上是混淆了债务和货币谁先起源的问题。

我下面再解读一下债务和货币谁先起源的问题。我们知道私有制出现以后，就出现了物物交换，假定这个阶段就有债务了。没有货币的情况下有借贷，借贷用单一、个别商品标价的时候就是实物借贷，如果用同一商品标价，那就代表已经有货币了。我们很熟悉现在的债权、债务关系，金本位制没有了，这个时候制度的维持不需要实物，换句话说，购买力是关键，购买力是制度的建构。我觉得债务起源的错误，就在于混淆了债务起源和货币起源这两个不同的概念。

接下来，我要谈谈所谓的铸币还原论，把商品

和劳动对应的货币打回原形就称之为铸币。我解决第一个问题，为什么中国纸币没有发展成为信用货币，它是信用维持机制么？在交子时代是这样的，发行交子代替了铁钱，这是个大额交易问题，当时买一匹马需要几十斤钱，不好结算。你给我一千铁钱，我就给你一张一贯的纸头，它是一对一的。后面为什么破产？因为拿到铁钱的人暗地里去买房子了，没有把这个钱换回去。古代的官员只管钱银、粮食和治安，这样做就影响它的治安。在交子的时代，完备的铁钱阶段是准备阶段，不能实现就破产了，开始时候要准备，后来不要准备。最特殊的是朱元璋，他想怎么做就怎么做，我称之为国家纸币。现在是用经济力量支撑的，我认为国家有税收的担保和对于经济力量的控制很关键。1945年蒋介石增加军费几千亿的秘诀就在于国家纸币。

从美国的货币历史来看，是不是一开始就有相对完备的制度？不是的。1863年以前，美国的货币是银行券，银行券的第一阶段是政府债券担保，美国在建立时就定下了基调，即美国的纸币一定要保持信用，以国家债务担保，国家债务是通过税收担

保的。1863 年以前，美国用州债券保证信用，但是州政府不讲信用，一破产就完蛋，从建国到 1863 年都是这样。1863 年，美国货币信用的担保从州债券转化为联邦债券，这个就稳定了。但是又出现了一个新的情况，当时货币的投放额中，钞票只占很少的部分，另一部分是存款货币，存款货币没有担保。《国民银行法》颁布以后，从 1863 年到 1929，存款货币一直没有办法管，导致了经济的崩溃，1907 年最为严重。1929 年大危机以后，通过联邦保险公司解决了这个问题，既解决了纸钞的发行保证问题，也解决了存款货币的问题。

中国的纸币一直没有变成信用货币，主要是专制制度的问题，皇帝说怎么做就怎么做，准备金是假的，就是形式问题。举一个反例。最近我在研究十三行问题。美国在乾隆后期进入中国，它进入中国时间比较晚，但它一进入就逐渐压过英国。因为美国的制度建构比英国要完备。进入十三行的主要是波士顿商人，如果遇到了什么风险，商人就打官司，他们还给总统写了信，见总统的下属，最后是不了了之。而中国人的行商欠了美国人的债务怎么

解决？两倍赔偿，乾隆政府还是朝贡贸易的思路。行商将自己的家产赔完，还不够，最后在 1776 年政府作出刑事判决，行商要么死掉，要么去伊犁充军，另外国家还担保赔完两倍的赔偿金。西方跟中方打官司，制度建构完全不一样。

“铸币”⁺ =

- (1) 经济学的思路：货币供给的产出效应
- (2) 有合理预期的证券发行：企业债券、股票等
- (3) 无支撑的虚拟证券发行：众筹及非法集资等

(1)——中央银行控制部分

(2)+(3)——对中央银行货币发行权的劫夺

图 1：“铸币还原论”下的货币结构体系及功能

今天已经完成信用货币的转化。现在货币总量的结构等于铸币 +，加什么？分为三类。第一部分是金融学讲的货币投放。这不是马克思说的意思，马克思说的货币是服务于既有商品价值总额的。第一是提前供应货币。因为货币供给有产出。如果实体经济没有实现产出的增加，那么货币就多投了，金融危机经常是这样产生的。第二是合理预期，比

如有实体经济支撑的债券发行。第三是无支撑的虚拟证券发行，如众筹及非法集资等。在信用货币条件下，这三类都是信用货币。第二种和第三种是对于中央银行货币发行分割和劫夺。所以企业债券发行要放在中央银行管，这是货币发行的问题。我坚决主张货币首先必须在央行主导下发行，这不是既有货币交易，而是一种信用交易，搞清楚了这些情况，对于整个货币的意识就有了。谢谢各位。

李晓：好的，非常感谢何老师，为我们节省两三分钟的时间。下面请乔老师做演讲。乔老师演讲的题目是：信用时代法币的本质、特点和意义。

乔依德：信用时代法币的本质、特点和意义

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：非常高兴听到前面几位的发言。第一位政府官员讲怎么操作，后面几位大学老师都是讲历史的，听了对我很有启发。我是对货币有兴趣的业余研究者，我从三个角度来讲。第一个讲信用时代法币的本质。这个大家都知道，物理形态有很多变

化。前面讲了货币的两个功能，实际上它是四个功能：计价单位，清算手段，交换媒介，价值储蓄。可以外加一个世界货币。

下面就是我自己的思考。货币制度、货币社会内涵的演变，这个就是韦森老师的课题。首先，货币本身就是商品，是实物商品。其次，货币本位下各种形态的货币，各种形态都可以，纸币也可以，信用也可以，特殊情况下储备货币也可以作为本位。香港货币局以美元作为本位，这个我单个分开来讲。最后是现在大规模的信用时代，货币的形态是次要的，本质是主要的。刚刚听了李教授讲白银的重要性，在中国的货币制度中白银可以单独拿出来讲。

信用时代法币的本质是政府的信用，使用是强制性的。它是属于国家主权的内涵之一。一般来说，它的发行应该是逆周期的，但没有具体数字化的规律。前面嘉宾讲到，弗里德曼提出的每年上涨4%没有实现过。现在还是这样一句话，面多了加水，水多了加面，说起来难听，但实际上是这个样子。央行或政府发货币的权利不受任何客观的、有

形条件的限制。我举一个例子，实行 QE 时候，美联储官员到国会，国会的人问他：“你做 QE 是不是用纳税人的钱？”他说：“不是”。国会的人说：“那你的钱是从哪里来的？”他说在电脑上面按几个键，钱就过去了，不是央行印了钱用卡车运过去，钱就是这么按键过去的。但是它受经济规律的限制。如果政府搞了很糟的政策，像现在的委内瑞拉，货币没有什么信用，做石油货币也没有用。1947 年国民政府做的法币也是失败的。它有无形的限制。如果发生通货膨胀，国家搞乱了，政府也是要破产的。美联储的主席说“现在没有金本位了，但我们执行货币政策的时候，就当金本位还存在那样去做”。这句话表达了这样的意思：虽然没有客观的黄金限制和发货币，但是一定要根据的经济发展内涵发行货币。

刚才讲过信用时代法币出现的意义，比如促进全球贸易，经济快速增长，图 1 展示七十年代以后贸易占 GDP 比例的快速增长。

但信用时代法币同时也增加了全球经济的脆弱性。广义货币在全球 GDP 增长非常快，40 年代以

后非金融部门贷款在 GDP 增长中也是很快的（图 2，图 3）。

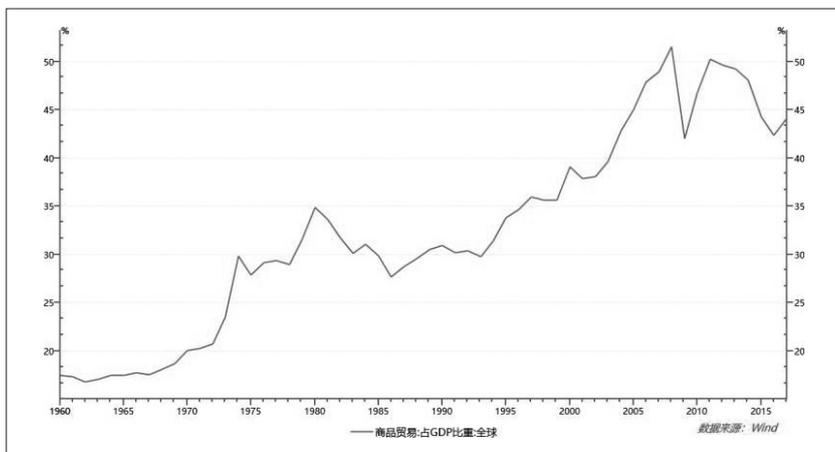


图 1：全球贸易在 GDP 占比的变化情况

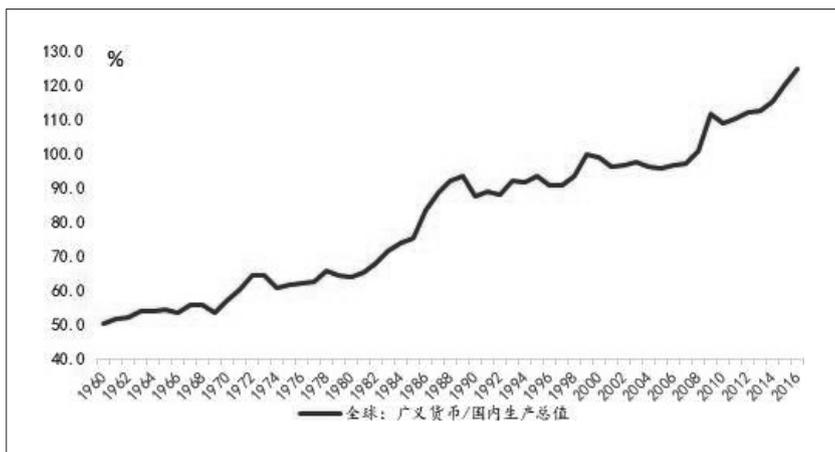


图 2：全球广义货币在 GDP 占比变化情况

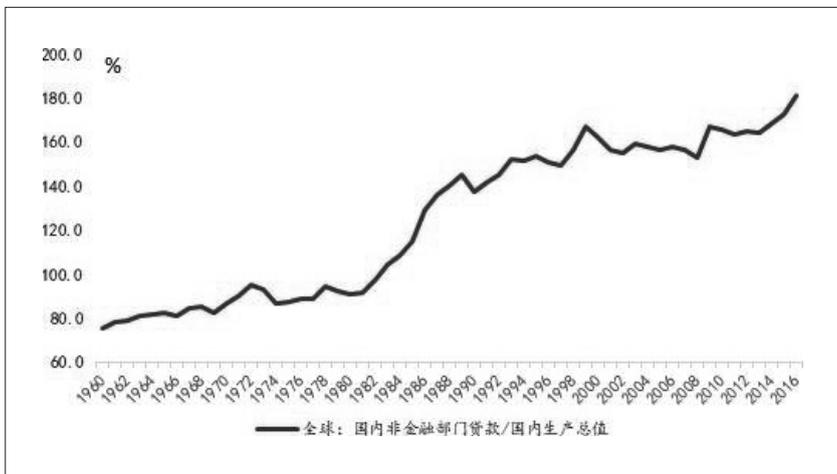


图 3: 全球国内非金融部门贷款在 GDP 占比变化情况

下面讲央行的作用。全球金融危机后，各国央行的作用增加到前所未有的程度。这跟信用货币的特点有关系，这个具体不讲了。关于央行独立性也有很多讨论，这和法定货币的性质有关。

关于 MMT（现代货币理论），我补充一点。第一是为什么最近 MMT 爆热，国际会议上大家都要谈 MMT，报纸也在要谈 MMT。我想这有两个原因，第一是当前全球货币政策出现了很多问题。通胀率低是为什么，有没有什么办法解决？第二是美国国内政策推动。美国中期选举以后，民主党出现一大批新人，提出很多口号，比如绿色新政，这是

28 岁的酒吧女 AOC 当了民主党国会议员后提出来的。有人问你做 UBI (university basic income), 给每人发钱, 钱从哪里来? 后来有人说印钱可以解决问题。这个出现之后, MMT 就突然火爆了。1993 年有一个经济学家写了一篇文章“功能性金融和联邦债”, 他不同意我们平时说的健全财政或收支平衡, 他认为用不着每年或几年收支平衡。他提出三个定理: 第一是不要有通货膨胀和失业率, 怎么做呢? 就是要调配全部的支出, 包括政府支出。第二是控制利率。怎么控制利率? 通过政府重新构建债务等方法, 使得利率达到大家能够投资的水平。做到前两个的关键是定钱, 把钱藏起来或者把钱烧毁, 以这个办法来解决问题。MMT 的来源就是这里。最极端的观点认为, 不要发货币, 财政赤字和债务问题都无所谓。这是他的主要观点。

这里面最大的问题是怎么既能做到没有通货膨胀, 又能达到充分就业? 他的建议不能使人信服。所以现在有很多争论, 得诺贝尔奖的很多人反对他, 也有支持他的人。我给一个朋友写邮件, 他说你们全部否定那个观点, 那你们为什么做 QE, QE

理论是什么，不就是 MMT 么？不就是在发钱吗？我认为出现 MMT 还是有意义的，它让我们深刻理解信用货币的本质，信用货币到底是什么东西。刚刚何老师提出一个观点很新颖，我比较接受。在看他来要分两类，一类是铸币，一类是信用。怎么分得清这个是铸币，那个是信用，这个是最大的问题。关于比特币就不说了。它的起源就是对国家垄断的不满。发生金融危机，央行发货币，他们很恼火，所以去中心化。我参加一个会议，有人说做货币的人是技术出身而不是财务出身的。

李晓：我能不能讲半分钟？我们很多搞技术出身的人，现在在研究经济、互联网、货币，我觉得这是好事。但是他们应该掌握文科的基础内容，不要以为技术能够代替制度。

乔依德：你说它是货币也可以，不是也可以，但这是小范围的事情，不能替代法定货币。去年巴黎会议中，G20 有一个决议，官方不想说它是货币，而是称为资产。后来我特地到央行网上面查它的新闻稿，官方为了避免误解而定义其为资产。一般人说法币就是指法定货币。我认为比特币可以小

范围、个人用，实质上它不能替代法定货币。我不讲技术问题。现在的关键不是技术问题，而是责任问题。央行发货币全部是发数字货币，谁来承担责任？如果黑客侵入计算机，这不是损失几亿人民币的事情，这会使整个国家崩溃。谁敢说这个东西做出来之后不能攻破？没人敢承担这个责任。这个是最大的责任。我听说英格兰银行要做数字货币，但它的一个研究小组反对这个事情。

第二是关于货币创造的内生性和外生性。刚刚讲铸币等于是外生的、央行发的，内生是通过银行信贷需求产生的。从 MMT 角度看，货币都是外生的，它不考虑内生问题。我认为内生、外生都有，在不同的阶段可能比例不同，有时候内生的多一点，有时候外生的多一点。

最后讲人民币发行的机制。去年打中美贸易战的时候，社会上比较担心。人们认为人民币跟外汇储备挂钩，跟美元挂钩，我们要切断这个关系。这个担心是好心，但却是多余的。我前面讲过国家货币就是人民政府的信用，而不是什么其它东西，如外汇储备、外贸顺差等。人民币不存在所谓的货币

锚，货币锚仅存在实行货币局的极少数经济体，如香港。所以，这个担心是不成立的。九十年代我国没有外汇储备，但人民币还在发。2015 年到 2016 年外汇储备减少将近万亿，人民币依旧在发行。这样倒过来可以证明，货币是由国家信用保障的，不受任何其他东西影响。

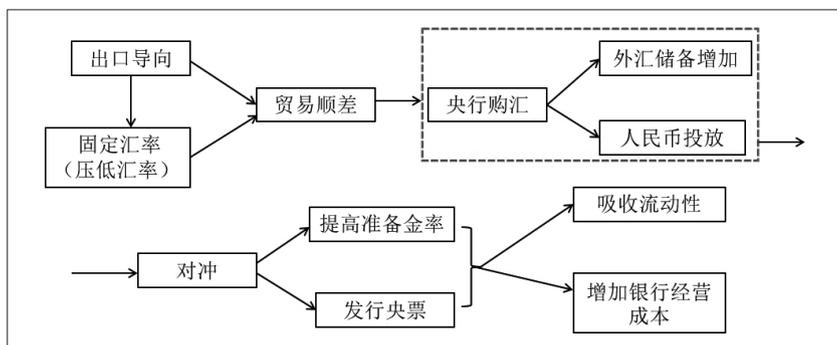


图 4：正确的逻辑链条

错误的理解是：储备增长—> 货币供给扩展—> 央行对冲—> 法定准备金率提高—> 可贷资金短缺—> 利率水平攀升。外汇储备增长与货币供给扩张没有因果关系，但是有相关关系。对冲还有其他方法，央行对冲不仅仅只有提高法定准备金率，还可以发行央票。

正确的逻辑链条是：出口导向—> 固定汇率—

> 出现贸易顺差—> 央行买汇—> 买汇以后外汇储备增加了一—> 人民币投放。关键在红框框出的部分，一个动作导致两个后果，并不是先有了外汇储备再发人民币，而是用人民币购汇以后，储备增加了，人民币发行出去了，这就是一个硬币的两面，也就是统计学说的相关关系不等于因果关系。

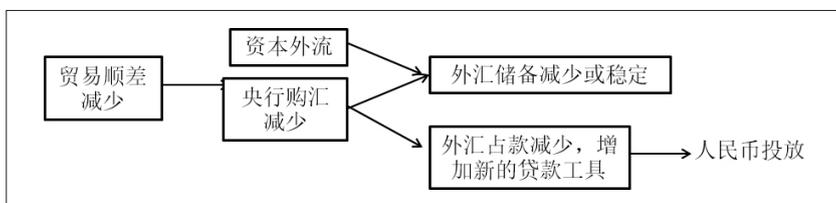


图 5：2015 年之后的逻辑链条

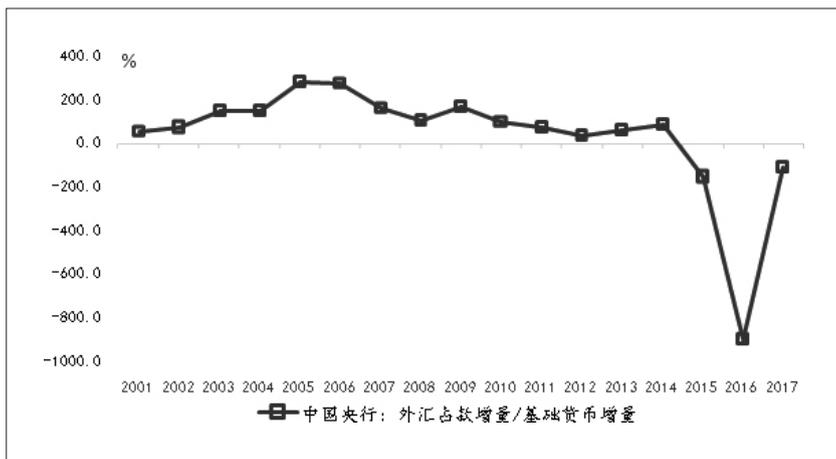


图 6：外汇占款增量与基础货币增量

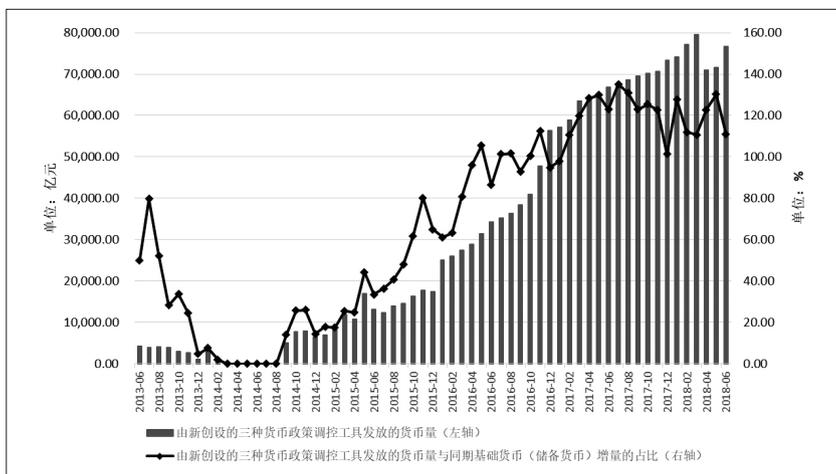


图 7：新创设的三种货币政策调控工具发行的货币量与同期基础货币增量的占比

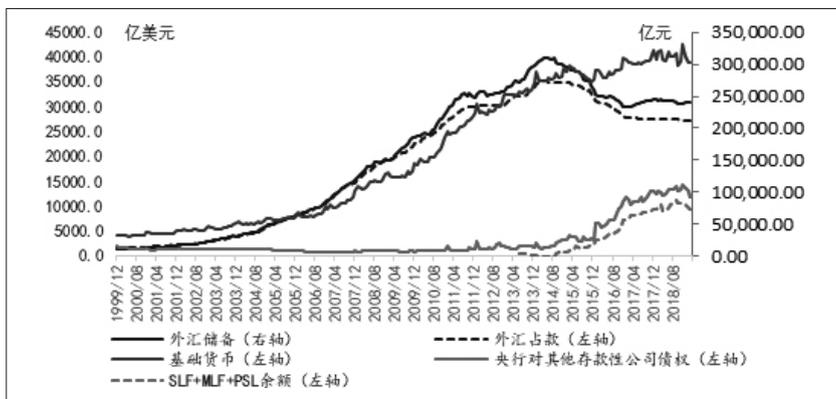


图 8：本世纪人民银行外汇储备、外汇占款、基础货币及新设货币工具发行的对比

2015 年之后贸易顺差减少了，资本外流，央行

购汇减少，外汇储备减少或保持稳定，增加了新的贷款工具，如麻辣粉（MLF）、酸辣粉（SLF），进行货币投放。

图 6 是外汇债款增量与基础货币增量的比较。可以看到 2015 年增量大幅度下降。

图 8 的意思是，外汇储备从 1999 年之后开始上升，到 2015 年开始下降，外汇占款（紫色线）一点一点上去，之后也下降了，这就是前面讲的相关性，而不是因果关系，因为基础货币（绿色线）还是继续往上走的。为什么往上走？央行对于其他存款性公司的债券是更广泛的，其中 80% 是新增加的，也就是麻辣粉（MLF）、酸辣粉（SLF）。所谓的央行对其他存款性公司债权现在的占比只有 20%。这个图比较清楚表明了外汇储备、外汇占款、基础货币的发行情况。

总结，法币信用时代出现，无论对于货币制度本身还是对于各个国家国内经济、国际经济都有划时代的意义，我们刚刚开始认识到这一点，随着时间推移，我们的理解会达到前所未有的高度。对于人民币发行基础机制的分析，必须放到信用货币时

代的框架中分析，否则得出的结论就有问题。比较遗憾的是，现在自媒体、微信上讨论这个事情时，90%-95%的说法都是错的，哪怕说话者的名头很大，说外汇储备下降了，人民币就发不出去了。这是错误的。当然人民币还有难点，不能完全适应发展，特别是提到铸币还原理论，也是我们大家共同努力的方向。我就讲到这里，谢谢。

李晓：非常感谢乔老师，节省了五六分钟时间。

盛松成：刚才依德兄讲的是中央银行资产负债表里非常深刻的一大块，但是他没有把中央银行资产负债表本身单独列出来讲，如果单独列出来讲会更好。我不仅同意他的看法，而且我很佩服。因为中央银行资产负债表非常复杂。到现在为止，我听了那么多人谈和中央银行负债表有关的内容，比如基础货币发行、外汇占款。现在外汇占款的占比尽管减少了，但是我们对其他贷款增加了，再贷款再贴现的变动，也就是所谓的酸辣粉、麻辣粉，这些他都讲了。我想在座各位基本上都听清楚了。他不是央行出身，但能够讲的这么清楚，我非常佩服。我可以告诉大家，在央行内部也没有几个人完全理

解这个问题。

讨论

李晓：还有 25 分钟时间讨论。

尉安宁：刚刚李老师讲到白银货币，就是当时国内市场、国际贸易达到非常高的水平。白银货币重要的缺点是不受中央政府控制。盛老师提到的比特币，它是不是一个货币，是不是和货币属性相抵触？比特币本身不受中央政府控制，白银也不受中央政府控制，白银对世界经济融合有非常大的作用。放在大的历史背景中来看，明代时期，世界上的国家并没有像现在这么严格，公民、疆域、制度都是非常松散的，这就使得像白银这样的货币在世界上的交流达到前所未有的高度。当今的民族国家非常强盛，没有民族国家支持，法定货币就不可能诞生。物极必反，这就出现了像比特币这样的东西。我设想欧元就是欧洲范围的比特币，在全世界范围内欧元、美元都不行，那比特币是不是未来的一个解决方案呢？现在比特币成为货币是不可能

的，但从历史的角度考虑可能不一样。想请李老师评价一下比特币。

吴信如：我在想中央银行货币调控的问题。刚刚乔老师非常清晰地描述了货币的调控。酸辣粉、麻辣粉需要一定的债券抵押，现在债券量有限制，这对酸辣粉、麻辣粉扩张有多大的影响？在基础货币不增加的情况下，是采用增加货币量，还是其他别的办法来解决这个问题？

陆丁：我想向盛司长和乔老师提问。2014 年以后，货币发行机制发生了一个转折，我想听一下两位谈谈货币发行机制的转化对于中国未来经济发展的影响，它的长远影响是什么？

刘海影：我想向李老师提问。你提到白银在明代在中国的货币化。白银在欧洲的货币化是很早就开始的，在查理曼大帝之后，欧洲很多交易都是用白银完成的。中国白银货币化和欧洲白银货币化发展路径中关键的分野在于欧洲白银货币化之后，逐渐发展出银行制度，包括后来的存款银行的发明、贷款银行的发明、银行券再到现在的信用货币制度。中国白银货币化之后，诞生了的钱庄，在钱庄

诞生之后，中国一直没有发展出信用货币。我的问题是，请你从历史研究的角度，谈谈钱庄和欧洲的银行在货币或者信用货币发展上面的区别，钱庄和银行在制度上的区别是什么？以及为什么在中国环境里面诞生钱庄这种运营形态和欧洲银行的那种形态。谢谢。

王世豪：第一个问题问李老师。中国三十年代，民国政府先废洋改元，然后实行法币，这样中国历史上的银本位就结束了。它对于中国国家现代化起到的作用应该说是无与伦比的，对经济繁荣和摆脱世界大危机的作用都是比较大的。你如何理解纸币制度？

第二个问题我想问乔老师。你说人民币是依靠国家信用的发行。我认为一个政权要摧毁敌对政权，巩固自身需要一定的财富基础。1945年抗战胜利，国民党对于原来汪伪政权的打击也是通过货币，它把财政政权夺过来，一元法币换两百元储备币，权力一下子全部拿过来了。再一个案例就是人民币，1948年解放战争打到哪儿，人民币用到哪儿，那时候在东北佳木斯大规模印制，以人民币换

法币，因为各个解放区都大规模印制自己的货币，最后要统一了。我觉得货币是国家统治的非常重要的工具，它和公检法司一样的重要，通过近代史的两个案子，一个共产党对国民党，一个国民党对汪伪政权。这是我的想法，你怎么理解这个问题？

左学金：我有一个简单的问题问何老师。你说铸币是和 GDP 对应的货币，但是货币的流通速度在和铸币的对应中有没有作用？如果有作用的话，怎么考虑这个作用？

徐谨：两位都是经济史的大家。我的问题是这样的：日本学界有一种看法是，在汉代以前中国黄金很多，汉代黄金主要是作为储备而不是货币，汉代以后黄金大量流出，宫崎市定认为这导致中国中世纪货币不景气。黄金没有作为货币而是作为储存商品流出对中国经济的影响，两位老师是怎么看的？

李晓：我提两个问题。中国一直苦于贵金属不足，禁海和控制对外贸易有一个原因就是贵金属产量不足。银本位制度对于明清两代中国货币信用形成制约，这个影响有多大？政府通过控制供应量

的方式把控货币，包括钱庄的诞生，肯定对于中国近代信用制度形成一定影响。我想请问李老师，你对此怎么看？还有一个说法是十七世纪初期银矿产量随着银价下跌迅速减少，也使得明朝陷入货币困境，有人说这不是财政的原因，关于这一点，你的看法是什么？

还有一个问题留给乔老师。你提到现在外汇储备应该尽快脱离和美元挂钩，以摆脱人民币外汇安排被外汇储备绑架的困局。但是我们一定要考虑为什么开始在相当长时间里被绑在里面。改革开放以来我们加入美元体系中，中国信用度很低，我们需要引进外资，这个过程一定要考虑。你讲的理论没有问题，但在此过程中，中国政府或者银行的信用如何确认？尼尔·弗格森提出四点理论，第一是宪政，政府不能滥用权利，这是国家信用的核心；第二，中央银行制度；第三，财政汲取体系是否公开透明；第四，市场是否发达。从这个角度来讲，你认为现在中国如何很快建立人民币信誉？我们在国际上信誉如何确定？如果确定不了，如何大规模用人民币对外发债？没有一个国家的崛起是靠自己

储备来实现的。历史上成功的国家崛起都是利用民间的资源和外部的资源实现的。

下面请李老师回答，问题比较多，但时间还比较充足，还有 15 分钟。

李伯重：我记得的问题就先回答，记不得的就不再请教提问者。第一个问题，我对比特币完全不了解，所有我不知道未来比特币能不能起到白银在近代早期所起的作用。

第二个问题，欧洲与中国情况的差别是什么。我们对于欧洲货币知识还是要再更新一下。比较新的欧洲货币史研究发现，至少中世纪后期以前欧洲大部分地区基本不用货币，欧洲城市人口非常少，他们几乎不交易。布罗戴尔有一个很重要的说法是初级市场进入市场经济的门槛。中国从宋代起就处于这个阶段，宋代起越来越多小额交易不需要货币，所以货币经济难以深入民间。在欧洲封建领地和封建小国之间的贸易就是国际贸易，国际贸易规模很小。在德国，从纽伦堡到另外一个地方，大概两百多公里，就要过二十二个海关，要换十七八种货币，所以在这个情况下不能用一种低价的货币，

我换你的货币，你要接受我的，至少从重量材质上有一个交代。欧洲从十六世纪才开始真正进入货币经济。

第二，银行的问题。意大利本土资源相当有限，但它在地中海的几个中心都做生意，做生意就会涉及到贷款等活动，银行就是在这种背景下产生的。中国的钱庄是地方性的，发了一个专票，很多要回专的。相对于欧洲发行银行券或者欧洲的信用券来说，钱庄在营收方面肯定不足。但更重要的是票号，票号从 1823 年开始产生，发展到 1905 年中国有 22 家票号，22 家票号发行的票据比清朝全部的国库收入高出七八倍。票据是流通的，上面写的非常清楚，一张票据是多少两白银。从云南到北京，我拿着票据到票号里面兑就行了。票号的规模非常大，从东京到加尔各答，到圣彼得堡都存在。我们曾经陪国际经济史协会的会长到平遥看了票号的起源地，他是做荷兰经济史的一号人物。他非常震惊，那么不起眼的地方发行票据的价值比欧洲任何一个地方都要高。我们还是可以注意到具体的发行。

第三，国民政府在金融改革确实做了非常大的贡献。第一步废洋改元，第二发行法币，这给中国金融体系提供了巨大的推动力。但是采用法币的最根本基础还是政府信用。国民政府在南京时期，在黄金十年时是有信用的，而且他们理财的高手都是有西方现代金融知识的。那时候票据信用比较好。但是一到抗日战争的时候，法币信用就崩溃了。同时我们要注意到，法币不是全国通用货币，虽然在理论上是通用货币。在军阀割据的背景下，很多地方不用货币，比如云南使用银币，而且一直使用。而且法币不断贬值。所以法币改革是一个伟大的贡献，但是成功与否一定要取决于特殊的环境。如果这个政府没有信用、没有保障，它还是元朝、明朝时期的复制品。清朝并不使用它，清朝财政采取稳健保守的政策，所以清朝没有出现过通货膨胀，这是清朝了不起的地方。

最后是李先生的问题。这个问题是一直有争论的，在西方有各种不同的观点。如果说银元是导致明朝灭亡的原因，我认为说的过分了，但它对明朝财政的恶化具有不可推卸的责任。明朝的灭亡有各

方面原因，比如全世界范围的气候变化，国际环境非常不利，在此环境下再出现货币危机，这是压倒骆驼的最后一根稻草。我认为这是一个没有定论的问题。

李晓：谢谢李老师，下面有请乔依德老师回答。

乔依德：首先回答王世豪老师的问题。抗日战争以后，国民党“五子登科”，收回资产，包括后来解放战争的时候，我们要看到这还是货币的问题。首先就是政权的更迭。胜利者拿下很多资产。这是最主要的。货币也是一个问题。我想主要当时最重要的还是推行自己的货币，这里面可能也有一点资产的剥夺。为什么国民党后来失败了，国民党拿黄金做为抵押来发法币，确定好发多少，但最后自己出错了，所以后来垮台了。这个法币的垮台推动了国民党整个的崩溃。

关于陆丁老师的问题。现在发行的渠道、制度对于以后人民币或中国经济产生什么样的影响。我认为当初发货币的时候，中国外汇储备处于特殊条件下，在当时的双顺差情况下，这是很自然的过程。但是现在双顺差慢慢消失，2017年外汇顺

差占 GDP10%，去年占百分之零点几。IMF 预测到 2023 年，中国经常账户可能出现赤字。当初有很多对冲，发央票也是要商业银行购买。这里也有很多对央行的批评，比如发央票要给利息，要把准备金放在央行里面，利率给的低。随着外汇顺差或者外汇储备减少，以后会发更多的债券。我们写了一篇文章说：在适当情况下，要逐步扩大发行债券，尤其是国库券，它有很多的好处。现在财政支出通过发地方债进行，其实可以通过国债来，平滑收益曲线。还有一个是人民币国际化，现在很多国家用人民币作为外汇储备，这就是以前美国得到的好处。我们现在开始发国库券，以后慢慢通过公开市场操作，也能达到金融国家的状态。

李老师的问题，我是这样认为的。我们要区分两个问题，四个条件。一个国家的货币成为国际储备货币要具备四个条件，这与发主权货币的信用条件是不同的，发主权货币的信用条件要低得多。发国际储备货币需要别人接受，发主权货币是强制接受的，这是国家主权问题，必须要接受。除非很特殊的情况，否则不存在前面没有达到四个条件人民

币不能发的情况。因为时间问题，我们没有讲到央行的独立性。英国中央银行副行长写过一本书，书里对于央行表达了不满。央行作用很大，但它们面临挑战。西方的国家理论认为央行权利那么大，但不是民选的，没有合法性。对我们来说不存在这个问题。2003年，清华开国际论坛时，提出所谓的央行独立性。我们的央行可以是独立的，但和其他的经济管理部门也是有商议的，这个也没有什么不好。自己完全搞定一切，不一定就是最正确的。前两个月，我们请了戴相龙行长来演讲，他也是这个意思。在国外会议上，我们的这个看法也是被国外的同行肯定的。中国的央行和宏观经济部门，对于整个政策的把控是比较好的。可能在2015年汇改以后，有人认为中国央行的形象受到了冲击。但我认为大体上没有什么问题。

何平：黄金为什么成为货币？中国古代的货币有铜钱、白银、纸币。我写了专题论文，只是没有写黄金，最近我一直在考虑黄金的问题。我听了两个重要的讲座。北京大学考古系教授在北京成立了钱币学会，现在我是他们的会员，之前学会的讲座

就是讲黄金问题。我们现在思考的基点是西方的金本位、银本位制。黄金不是一般人的事情，是贵族的事情。中国古代皇帝才使用黄金的铸器，一般人绝不允许用黄金制品。反过来说，为什么中国铸币上一般没有皇帝的头像？台湾的一位教授写了一篇文章，解释为什么中国铸币上没有帝王头像。第一，铜钱太贱，不能放帝王头像。这点正好印证了希克斯所说的中西方在货币史上的两条道路，西方是贵金属道路，中国是贱金属道路，中国是特例。刚才李老师说要清楚认识西欧的历史。在中世纪以前，西欧的黄金是做什么的呢？一个月前，我听了国际钱币学会秘书长的讲座，题目是“美丽与庄严”。古希腊、罗马的黄金铸币，不仅本身材料贵重，而且是立体的标题，可见这不是一般的货币，是一种艺术品，都是供贵族使用的。资料表明西欧没有货币，在社区范围内用债务记账解决交易问题，比如说我们都在一个村庄里，我买你的东西不用货币，万一记账出现问题，有一个类似裁判所的社会机制，商议着如何解决问题，比如是用黄瓜解决，还是用茄子解决。这导致西方通过债务发展出

一个法律机制，使得西方的信用货币是有历史传统的。中国就没有这种机制。不要说近代为什么又选白银而不选黄金，其实西方在 1840 年以后用黄金作为货币也是极其偶然的。

另外是钱庄和票号的问题。为什么中国的钱庄和西方的银行有那么大差异，因为中国的钱庄是家族制。中国到最后几家票号灭亡时有一个现象，就是拥有票号的家族没有继承人。有些思想先进的人说要学习西方，实行合伙制，但他们的父辈坚决反对。所以中国有一个很奇特的现象，就是票号很难找到继承人。我只见过十三行有几个继承人。

李伯重：我补充一下刚才的问题。关于黄金在汉代是不是货币这个问题。宫崎市定提出这个观点后，我国大陆学者秦晖在八十年代也写了一篇文章赞同这个观点。后来在东亚、西亚、波斯的考古几乎没有发现。所以它是建立在一个假设上，没有实证。

徐谨：他的要点是中国很缺贵金属。汉代因为和西域交流，黄金流出很多，后来的经济会不会受到影响？

李伯重：汉代和西域的交易并不通过黄金进行。我并不赞同宫崎市定的假定。中国古代黄金的留存量到底有多少？汉代说动辄多少斤黄金，现在学者认为那个黄金其实是黄铜，我们不要引起误会。

李晓：货币永远是一个谜一般的问题。我听说熊彼特准备了很多年去写一本关于货币的书，最后放弃了，所以货币是一个很大的问题。我们今天的讨论涉及到古代、近现代、现代，这是永远谈不完的话题。谢谢大家。

第三节：货币和货币政策：实践和问题

何平（主持人，中国人民大学财政金融学院教授）：下午是第三个半场的讨论。时间是两点半到三点半共一个小时，一个人二十分钟。我们会议严格按照时间规则，15分钟的时候提示，20分钟的时候果断换人。下面首先请吉林大学经济学院院，国际货币问题专家李晓教授发言。

李晓：美元体系下的中美贸易争端

李晓（吉林大学经济学院院长，经济学教授）：非常感谢。借这个机会，谈谈我们现在公开承认的贸易战。去年12月份我在国际评论第六期发了一篇文章“美元体系的金融逻辑与权力”，今天主要的想法和思考都源于这篇文章，讨论四个问题：第一，如何看待我们今天所处的时代；第二，美元体

系的金融逻辑机制是什么；第三，美元全球金融体系的权利是什么；第四，对我们有什么启示。我们上午谈了 MMT 问题，但没有把它放在美元体系背景下。如果放在这个背景下就可以理解为什么可以无限发钞，为什么可以用发钞来解决所有的财政问题。

第一个问题，简单来讲，和平与发展的提法出现困难。多年来有美元衰弱的说法，我认为我们应该慎重对待这样的说法，因为它与现实不符，而且七十年代以来美国经济结构发生了重大变化，美国经济结构调整日益实现金融化。这十几年美国金融化影响非常大，包括对于美国民主政体的影响也非常大。我们要在此背景下看问题。我认为美国现在处于帝国主义时代，而且这个帝国与以往不同，它是一个超级帝国。以往传统国家靠掠夺控制世界，与这些帝国不同的是，美国是依靠国内高度发达的、具有广度、深度的金融市场发展的。它通过不能与黄金兑换的信用货币美元作为世界货币的载体，在世界上构建了长中短期的国际金融货币体系。今天这个体系几乎将所有国家和地区都囊括其

中。四十多年前中国改革开放，也进入了这个金融体系。表面上看我们是加入了以 IMF 和世界银行为主的贸易体系，但实际上我们嵌入了美元体系中，成为美元体系的重要组成部分。特朗普今年四处煽风点火，他主要有三个想法。第一，在远期把世界搞乱，世界在极度动乱不安的情况下，美国出手向世界证明它是老大。第二，中期是全球价值链的重构，他的目标非常明确，就是脱中化，这几天对华为的制裁就很能说明。我们都看了前几天黄奇帆先生在复旦的演讲，他是对国际贸易本质认识比较清楚的学者。我赞同他的观点。第三，使美元回暖。整个通过美元机制好，实现欣欣向荣的场景，实现未来的连任。这是有深厚金融背景和高度货币优势的贸易金融战，很可能延伸到货币金融体系，起码会逼迫我们在货币金融领域进行更大的开放，或者在相关法律法规方面的进一步开放。

我国非常关注凯恩斯主义对国家干预经济的影响，但并没有注意到政府在货币、金融、债权、债务预警方面的直接干预。事实上正是从第二次世界大战开始，政府直接掌控，控制了国际经济生活中

的货币金融。帝国主义时期的私人金融资本的作用，开始让位于国家控制的金融体系的超级帝国主义。特别是二战以后，国际经济关系有了重大变化，国家债权债务关系大大超越私人的债权债务关系，这严重影响了世界经济格局。政府或者说各国中央银行之间的债权债务关系，在很大程度超越了私人资本流动，成为一股重要的推动力量。这与列宁时期的帝国主义有明显不同。当今，美国创建的超级帝国主义是一个全球资本控制体系，从数量和流动方向上来看，它都有极大的操控能力。从广度上来看，从罗马帝国到大英帝国，此前没有一个国家可以控制如此规模的全球货币金融体系。从深度上看，从来没有一个帝国可以发明出如此深度和广度的金融市场，成为全球金融中心，拥有极度的金融能力来控制全球，让全世界为美国服务。七十年代以后，这个超级帝国主义的核心利益是维护一个允许美国大量举债却没有任何一个国家可以制约的世界货币秩序。如果说传统帝国主义以私人制为中心，那么今天的美元体系则是一个超级货币体系。它使世界各国政府以央行为中心，形成全球范

围的新的经济二元结构，即美国作为唯一的金融国家与其他国家作为贸易国家的分野。关于美元体系和运行机制，这里就不谈了。大家如果感兴趣，可以看我的文章。

从六十年代开始，美国一直策划着美元和黄金脱钩，这代表美国人不再愿意遵守规则，这点非常重要。美国人改变了迄今为止的人类金融逻辑，这一点非常关键。迄今为止人类的金融逻辑就是欠债还钱。“欠债还钱，杀人偿命”是人类发展出的两个逻辑。欠债还钱是债权人逻辑，除了个别国家在革命时期欠债不还以外，平时不能用这样的逻辑，否则经济无法运行。怀特之争显示的是债权人逻辑和债务人逻辑的问题，怀特说必须是赤字国家进行调整，欠债是要还钱的。幸好美国按照怀特设计方案，形成了资本主义体系。但是六十年代开始美国已经不遵循这个逻辑了，实际上就是把人类的金融逻辑从债权人逻辑变成债务人逻辑。美国人认为收支赤字主要的责任在日本和德国，要求他们进行相应的调整。今天贸易战都是债务人逻辑。美国人把金融逻辑做了偷天换日的变化，我觉得这对于今后

全球金融市场，包括全球格局政治的影响非常大。

美元体系运营机制一是商品美元的还原机制，二是石油交易的美元计价机制。美国 80% 以上的债务用美元计价，我在去年演讲中也提到这个问题。不要说美国衰弱，什么时候美国人用英镑、日元计价，才是美国不景气。美国靠什么支撑世界，这也是一个重要的问题。关于这个问题，我在美元体系权利这篇文章中谈的很清楚，包括它实际的权利、软权利等等。

最后谈一下它对我们的启示。我觉得美元体系现在是非常强大的，而且在短期内难以被撼动。我在 2014 年到 2016 年期间发了两篇文章在《世界经济》和《国际经济研究》期刊上。我们以前认为美国国际收支不可持续，它主要通过流量调整，但从存量调整和从美元的利率调整和汇率来讲，它在很大程度可以延迟或者解决不可持续的问题。大家可以看我在文献上的解释。我想说一下大国货币的经验给我们的启示。

第一，我觉得通货紧缩和通货膨胀是一个国家崛起过程中很重要的两个方面，1870 到 1914 年是

美国经济增长的黄金时代，这是美国崛起的黄金关键时期。在这个时期美国物价下跌，但是它的经济增长达到了 34%，这是增长率提高的结果。通货紧缩带来的是价格下跌，而价值并没有改变。所以美国是在货币稳定的条件下才能强国。第二是广场协议，我们认为这是美国人阴谋，很多人认为这导致美国泡沫经济的破灭。但是 1985 年沃尔克做美联储主席以后，为了从滞胀泥潭里走出来，在 1980-1981 年提高了将近 20% 左右债务率程度，使得金融市场发生本质的变化。而且沃尔克是信奉数量主义的，他不是通过利率调整，而是通过贷款调整。他这种做法最后使得美国金融体制改革开始出现。更为重要的是这个时候美元的不断坚挺，使得美国逆差越来越严重。卡特总统和里根总统说不是因为美元太贵而是日元太便宜。1985 年美国参议院对日本制裁，宣布采取单边贸易保护，陆续出台一系列贸易保护政策。日本人为了避免美国单边贸易保护的倒退，将其拉回全球多边贸易体系中，日本人开始团结德国人、法国人和意大利人。广场协议避免日本通过财政扩张政策来刺激经济增长。日本最

后用货币政策，通过汇率的调整来应对。更重要的是日本利用多边的力量促使美国做出减少赤字的承诺，而非自己单纯承担贸易保护政策的责任。这一点对我们启示非常大。我们要研究日本怎么做。中国也是在相似的背景下。日元升值，韩元也升值，这对我们人民币有很大的影响。

从威尼斯时代开始，西班牙、荷兰、英国、美国，这些国家的过程表明，大国崛起不可能仅仅靠自己储备和储蓄实现。如何建立信用，如何依靠外在和内在实现崛起？这个过程中，债务和国家信誉与国家安排之间的联系是紧密的。这样才能使崛起可持续，否则有可能出现崛起的中断。另一个经验是必须构建国家化、区域化乃至国际化的资本控制体系。比如说西方在崛起过程中，形成一个国家军事金融的综合体。我们说鸦片战争使中国损失很多东西，比如开商埠、开港，汇丰银行控制了中国所有的对外结算，而且西方人尽量避免清朝政府和民间资本发生任何的关联，这种方法对我们影响非常大。中国如何建立区域性的、周边的资本控制体系是非常重要的。

我担心的是挑战国问题或者挑战国悖论。所有向当时的霸权国发起挑战的国家都会遭遇霸权国的遏制、打压、封锁，迫使挑战国集中有限的资源应对，于是体制的僵化乃至倒退，最后丧失创新活力。中国不仅要研究大国如何崛起，还要研究曾经的挑战国怎么失败的。我们要理性、客观、认真严肃地思考这个问题。今天我就简单说到这里，谢谢。

何平：谢谢你提前一分钟结束演讲。下面有请第二位发言人朱嘉明老师。朱嘉明老师要讲的是货币的价值问题与通货膨胀。

朱嘉明： 通货膨胀：是走向死亡？还是正在休眠？

朱嘉明（独立经济学家）¹：大家下午好。我今天是十分谦卑的态度参加论坛的。我从来认为，在货币理论和货币历史领域，怎样的知识、专业训

¹作者根据发言记录，做了必要的补充和修订。因为本文属于研讨会性质的发言，本文中数据，并非作者直接采集，引用的图表，不是来自作者本人绘制，基本属于公开文献。

练和智慧都是不够的，甚至微不足道。今天与大家分享和讨论的是：如何看待和解读在发达市场经济国家普遍并存的充分就业率和“低”通货膨胀率现象。

1. Is Inflation Dead? 新问题，还是老问题？

不足一个月之前，2019年4月22日出版的《Bloomberg 商业周刊》的封面故事是“通货膨胀是否死亡？”（Is Inflation dead?）而在纸版杂志里边，所用的题目则是“谁杀死通货膨胀？”（Who Kill Inflation?）。到了网络版，题目又改变为“资本主义杀死通货膨胀？”（Did Capitalism Kill Inflation?）



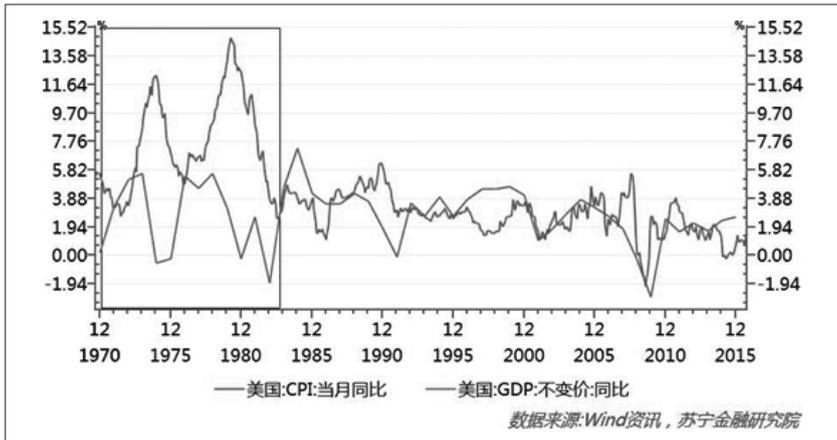
文章题目有差异，内容相同，开篇的文字很有吸引力：“如若经济学是文学，通货膨胀的何去何从就是一部引人入胜的悬疑故事。通胀是不是自然消失——比如由于经济疲软？它还是被央行利用高息政策作为谋杀工具绞杀了？抑或是它本就没死，只是蛰伏蓄势，伺机报复？”文章挑战“标准”宏观经济学的局限性，探讨了“通货膨胀”死亡的原因，包括全球化，老龄社会等因素，但是，更倾向“资本家杀死了通胀”，因为“低通胀较大程度上是全球化或自动化或去工会化或是三项综合的结果，其削弱了工人讨价还价以换取更高工资的权力”。²这样的分析，显而易见是不够的。

那么，如何对通货膨胀死亡给以定量的界定呢？Bloomberg 的文章提出：在失业率低于 5.5%，即在基本实现充分就业的同时，名义通货膨胀率低于 2.5%，即是通货膨胀处于死亡状态。其实，这样的数量界定，在经济学界已经是某种共识。根据一些经济学家观点，如果每年物价上涨率达到 2.5%，

²“DidCapitalismKillInflation”，by Peter Coy, Matthew Boesler, Rich Miller and Craig Torres, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-17/did-capitalism-kill-inflation>

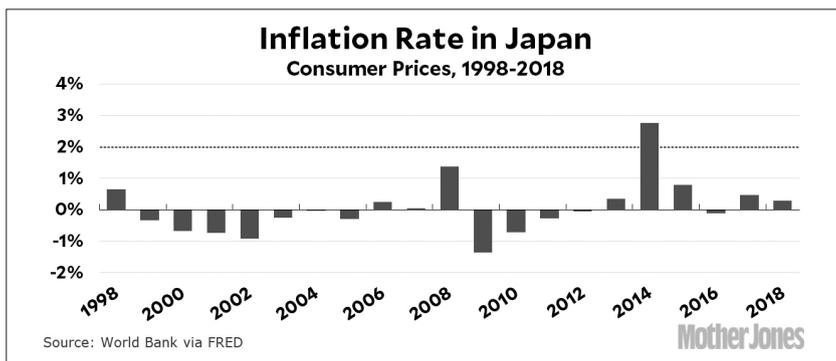
被称之为不知不觉通货膨胀，就是所谓的低通货膨胀；如果每年物价上涨率低于 2.5%，不能认为存在通货膨胀，也就是通货膨胀处于“死亡”状态。

在主要西方国家，关注和讨论通货膨胀是否死亡的问题并非始于近几年，至少可以追述到 1990 年代中期，不乏以“Is Inflation Dead”作为题目的文章，相关文献逐渐增加。³ 其背景是自 1990 年代中后期，美国代表的发达市场经济国家进入到超低通货膨胀的历史拐点。以美国为例，如果以 1970 年至 2015 年作为考察区间，唯有 1990 年代后半期呈现 GDP 增长率高于 CPI 波动率。见下图：⁴



³ 例如：“Is Inflation Dead?” Hans F. Sennholz (1996); “Is Inflation Dead?” Federal Reserve Bank of Boston (1999)

以曾经世界第二大经济体的日本为例，该国通货膨胀率持续下降也是开始于 1996 年，其深层原因是日本国内经济结构的改变，甚至可以追述到 1985 年的广场协定的深远影响。日本 1998-2018 年消费价格代表的通货膨胀率，见下图：⁵



近年来，基于美国、英国、欧美和日本同时实现充分就业和低通货膨胀，且通货膨胀率低于人们的想象力的情况，不仅引起经济学界的思考，而且成为了具有公共意义的话题，赞同通货膨胀死亡的看法处于主导地位。⁶与此同时，也有不同意通货膨胀已经死亡的看法。有一篇文章，题目是

⁴ 数据来源 Wind 资讯，苏宁金融学院。

⁵ 资料来源：world Bank via FRED

⁶ Inflation is dead: It's below 1 percent in the US, UK, Europe, China, and Japan, by Matt O'Brien, 2015

“Maybe inflation is not dead as many major companies say they are raising prices”，颇有新意。⁷

2. 1960 年代以来的通货膨胀简史

从 1940 年代后半期至 1950 年代，美国继续战后“景气”与“繁荣”，英国和西欧国家，日本，则在战后重建的大背景下，实现了高增长，高就业，低通货膨胀。其中，西德和日本的“战后经济奇迹”为世人瞩目。这个时期，也是，属于布林顿森林体系的黄金时代。

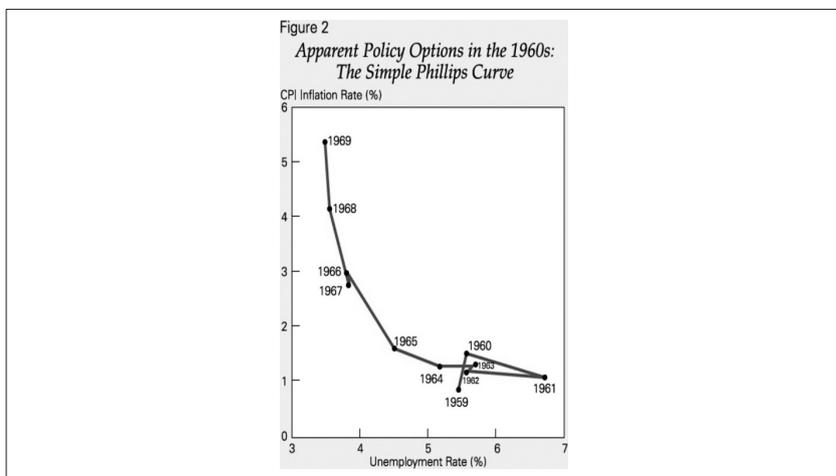
1960 年代。1960 年代在当代的通货膨胀历史中占有特殊地位，是菲利普斯曲线可以被证明和能够产生作用的时期。⁸这是因为，在这个时期，北美和欧洲的宏观经济形势悄然改变。美国代表的发达国家政府开始面对在增加就业和低通货膨胀的两难选择，两者不可兼得。以美国为例：在 1960 年代，作为负责为国家做出重大经济决策者们，包括

⁷ Maybe inflation is not dead as many major companies say they are raising prices, By Patti Domm Market Insider, April 24, 2019

⁸ 新西兰经济学家威廉·菲利普斯 (Alban William Phillips, 1914—1975) 于 1958 年在《1861—1957 年英国失业和货币工资变动率之间的关系》，首次提出菲利普曲线，是用以表示失业与通货膨胀之间交替关系的曲线。

总统、国会和联邦储备银行，都不得不在低通胀和低失业率之间做出选择。如果企望通货膨胀率控制在 2% 至 3%，就必须接受 6% 的失业率，如果企望失业率接近 4%，就必须接受 6% 的通货膨胀率。

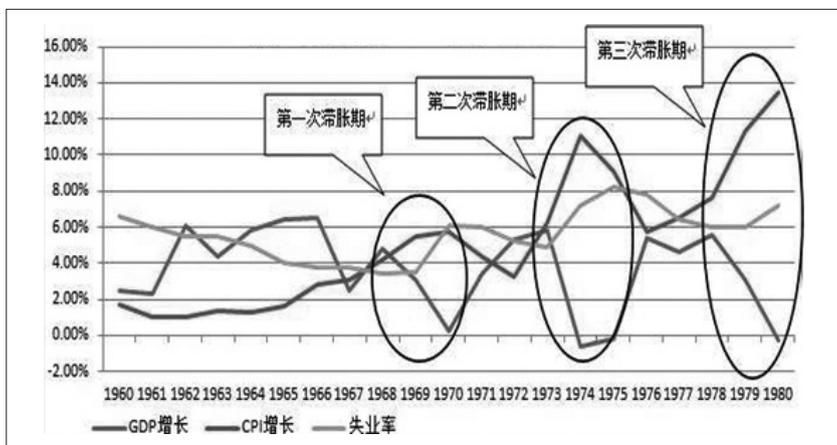
正是在这样的背景之下，美国经济学家萨缪尔森（Paul Anthony Samuelson, 1915—2009）和索洛（Robert Merton Solow, 1924—）根据美国宏观经济数据，证实美国存在菲利普斯曲线所表示的交替关系，进而提出，可以将菲利普斯曲线原理用于宏观经济调节，通过紧缩或扩张的财政政策和货币政策，将通货膨胀和失业控制在社会可接受的水平。1960 年代菲利普斯曲线所反映的美国政策选择，见下图：⁹



1970 年代。在 1970 年代，世界经济体系和结构都发生了深刻改变。美国自 1960 年代末至 1970 年代初期，不仅深陷越战，而且发生了第一次滞胀。所谓的滞胀，即低增长率和高失业率、高通货膨胀率同时存在。1971 年 8 月 15 日，时任美国总统的尼克松宣布美元贬值和切断美元兑换黄金，这是世界现代货币金融历史中的大事。从此，布林顿森林体系解构，世界进入所谓的“管制浮动汇率制度”（The Managed Float Exchange Rate System）时代，美元和其他西方国家货币竞相贬值，通货膨胀全球性蔓延，且趋于严重。不久，发生了 1973 年开始，延续到 1974 年的第一次石油危机，以及 1978 至 1979 年的第二次石油危机。石油危机导致原油价格暴涨，之后虽有回落，但是回归到危机之前已经不再可能。美国发生在 1973 年至 1975 年的第二次滞胀，以及 1978 年至 1980 年的第三次滞胀，与第一次和第二次石油危机有着明显的相关性。见下图：¹⁰

⁹Is Inflation Dead? by Roger E. Brinner, New England Economic Review, January / February 1999

¹⁰“对美国 20 世纪 70 年代滞胀期间财政、货币政策的思考”，许剑峰，2018 年 8 月 7 日，<https://www.xuehua.us/2018/08/06/>【和金资本】美国 20 世纪 70 年代的滞胀 /

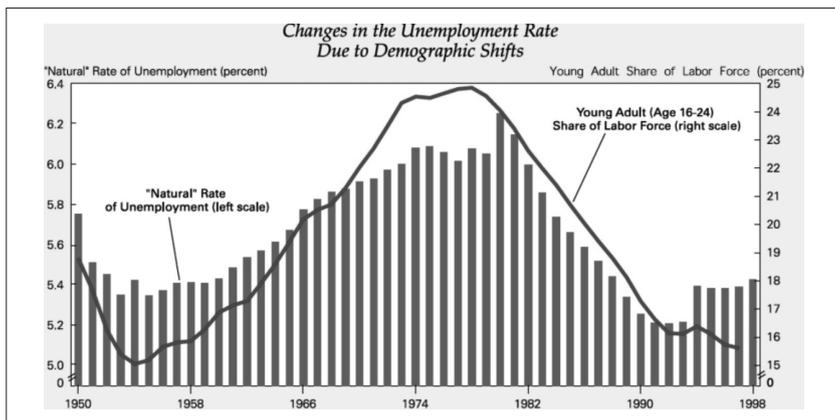


1980年代。在美国第三次“滞胀”，特别是在失业率和通货膨胀率居高不下的背景下，里根当选为美国总统，提出了“里根主义”。1979年到1984年，美元指标达到高峰。到了80年代后期，情况完全发生改变。1980年代末期，常规的通货膨胀时代谢幕。从1986年到1989年，美国GDP维持了3.5%以上的增长，失业率下降，工资持续增长，通货膨胀率得到有效控制，1988年降落至1.46%。见下表：¹¹

¹¹资料来源：GDP US GDP by Year Compared to Recessions and Events, <https://www.thebalance.com/us-gdp-by-year-3305543>; U.S. Unemployment Rate History, <https://www.thebalance.com/unemployment-rate-by-year-3305506>; US Inflation Rate by Year, <https://www.multpl.com/inflation>; National Average Wage Index, <https://www.ssa.gov/oact/cola/AWI.html>

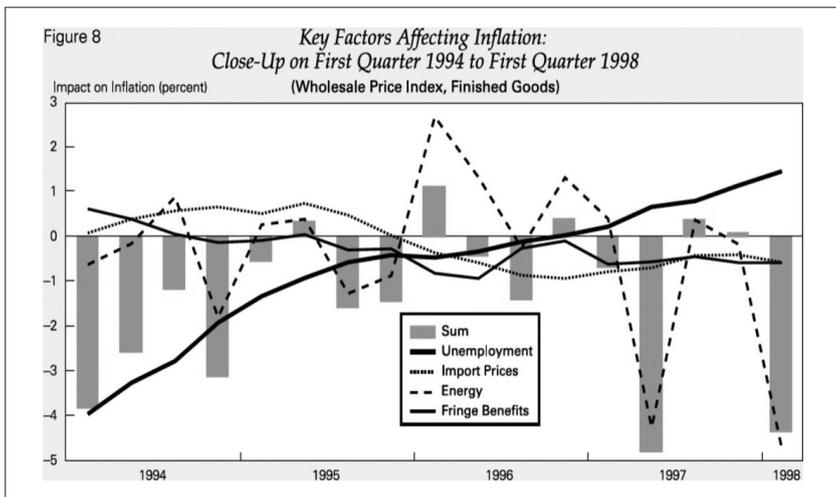
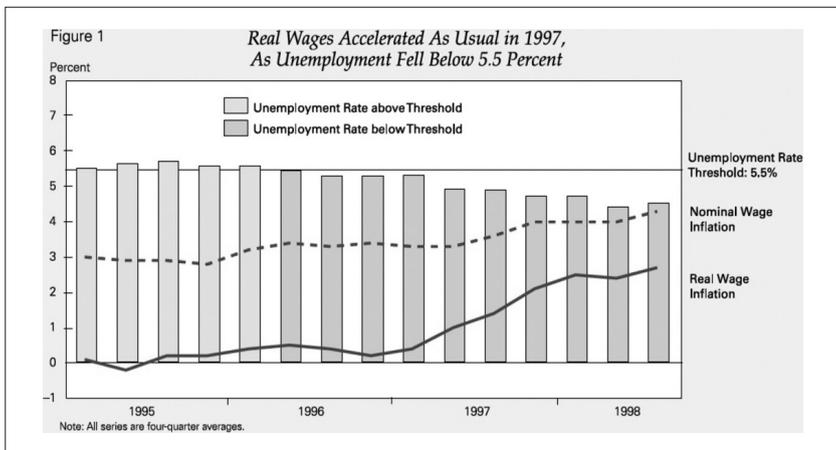
年份	GDP	失业率	工资增长率	通货膨胀率
1986	3.5%	6.6%	2.96%	4.67%
1987	3.5%	5.7%	6.37%	4.65%
1988	4.2%	5.3%	4.92%	1.46%
1989	3.7%	5.4%	3.95%	3.98%

1990 年代。1990 年代，因为 IT 革命和互联网兴起的影响，全球经济发生深刻变革。最值得注意的是，美国 1990 年上半期，失业率呈现降低趋势，并且彻底扭转了年轻人失业比重过高的局面。见下图：¹²



¹² Is Inflation Dead? by Roger E. Brinner, New England Economic Review, January/February 1999

1995 年至 1998 年，美国失业率 5.5%，名义工资通货膨胀率 4.5%，实际工资通货膨胀率 3.6%。
见下图：¹³



¹³ Is Inflation Dead? by Roger E. Brinner, New England Economic Review, January/February 1999

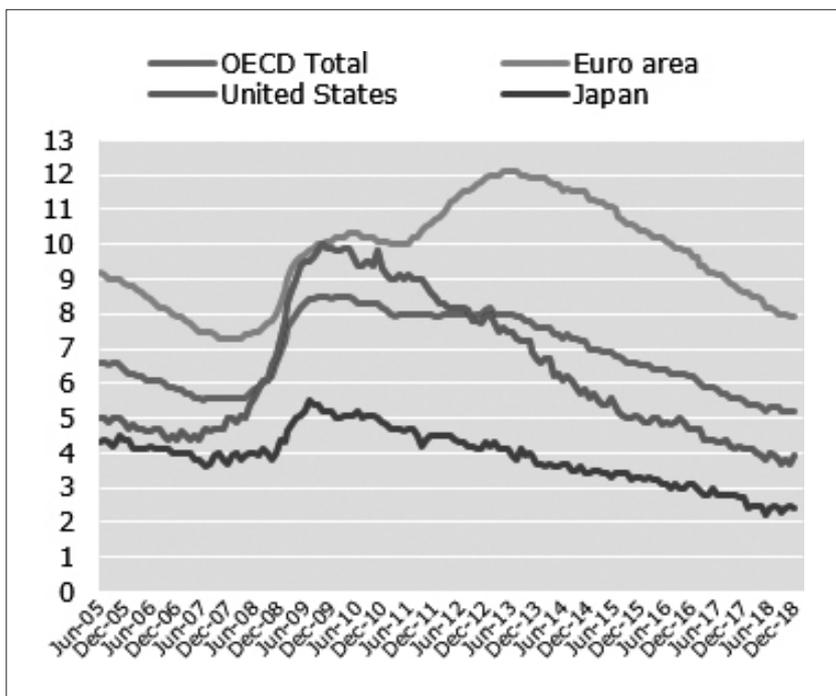
在 1990 年代，对美国通货膨胀水平影响最大的因素被认为是：失业率，进口价格，能源，以及其他辅助性原因。其中，石油的相关性明显。见上图：¹⁴

事实上，科技因素是不可忽视的深层因素。1997 年到 1998 年期间，以美国为代表的西方社会的经济转型开始。美国出现了失业率 5.5%，名义工资通货膨胀 4.5%，实际工资通货膨胀 3.6% 的宏观经济图像。¹⁵ 发达国家不仅完结了高通货膨胀时代，而且与传统意义下的低通货膨胀记忆渐行渐远。所以，从 1990 年代中后期，学界就开始讨论通货膨胀是否死亡的问题。

2000 年之后。2000 年之后，虽然发生了 2008 年世界金融危机，但是，通货膨胀显而易见的进入到“死亡”状态。或者说，2008 年世界金融危机是在通货膨胀率急剧下降，进入到超低水平的背景下发生的。从 2007 年到 2018 年，主要发达国家的失业率呈现下降趋势。见下图：¹⁶

¹⁴ Is Inflation Dead? by Roger E. Brinner, *New England Economic Review*, January/February 1999

¹⁵ Is Inflation Dead? by Roger E. Brinner, *New England Economic Review*, January/February 1999



在当代通货膨胀历史上，2014年和2015年是通货膨胀低落的关键年份。2014年的全球通货膨胀率是3.23%。¹⁷发达市场经济国家的通货膨胀率低于发展中国家，或者新兴市场经济国家，例如，美国0.8%，欧元区-0.17%，英国2.36%，日

¹⁶Harmonised Unemployment Rates (HURs), OECD - Updated: February 2019. <http://www.oecd.org/employment/harmonised-unemployment-rates-oecd-update-february-2019.htm>

¹⁷Statista, <https://www.statista.com/statistics/256598/global-inflation-rate-compared-to-previous-year/>

本 2.34%。¹⁸ 进入 2015 年，全球通货膨胀率降低到 2.77%。¹⁹ 其中，几乎所有发达市场经济国家的通货膨胀率都低于本国央行设定目标，通货膨胀率低于 1%，“通货膨胀死亡”进入常态。见下图：²⁰

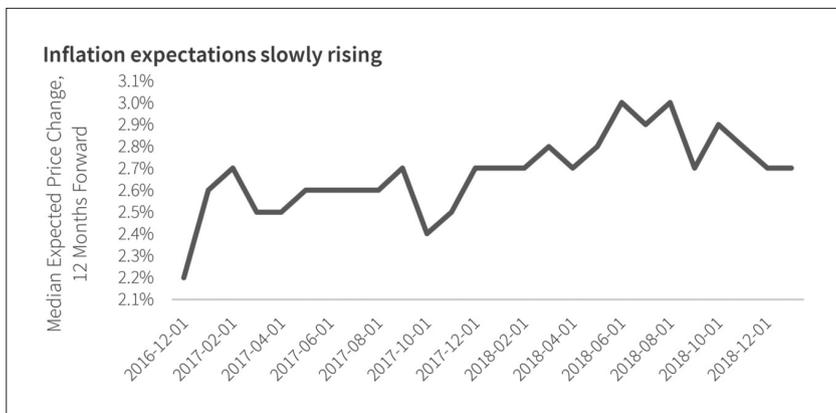


之后，通货膨胀率虽有回升，但是，最高没有超过 3% 左右。见下图：²¹

¹⁸ US Inflation Calculator, <https://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/>; Inflation EU, <https://www.inflation.eu>; UK Inflation Calculator, <http://www.in2013dollars.com/2014-GBP-in-2018>

¹⁹ Statista, <https://www.statista.com/statistics/256598/global-inflation-rate-compared-to-previous-year/>

²⁰ “Inflation is dead: It’s below 1 percent in the U.S., U.K., Europe, China, and Japan”, by Matt O’Brien, February 13, 2015, <https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2015/02/13/i>



3. 传统经济理论：解释长期超低通货膨胀率的“失灵”

通货膨胀曾经是宏观经济学必须面对的重大课题。在传统经济学主流中，在解释通货膨胀的理论中，最有代表性的是菲利普斯曲线，货币主义和新凯恩斯主义。但是，至少自 1990 年代中后期呈现的超低通货膨胀现象已经证明，菲利普斯曲线已经过时，不论是货币主义，还是新凯恩斯主义，都处于“失灵”境地。

3.1 菲利普斯曲线过时。菲利普斯曲线（Phillips Curve）的核心思想是证明通货膨胀率与失

²¹ Economic Insights: Is inflation dead? by Ryan Severino, <https://www.us.jll.com/en/trends-and-insights/research/economic-insights-is-inflation-dead>

业率存在交替关系，即通货膨胀率高时，失业率低；通货膨胀率低时，失业率高。如前所述，在 1960 年代，菲利普斯曲线被用于宏观经济政策。但是，到了 1960 年代末，菲利普斯曲线的局限性开始显露。米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman, 1912—2006）和埃德蒙·菲尔普斯（Edmund Strother Phelps, Jr., 1933-）等人撰文批评菲利普斯曲线，否定通货膨胀与失业率在长期经济中存在相关性，并认为，政府利用菲利普斯曲线在通货膨胀和失业率之间进行权衡是危险的。埃德蒙·菲尔普斯获得 2006 年度诺贝尔经济学奖。自 1980 年中期以来历史进一步证明了菲利普斯曲线的过时。

3.2 货币主义失灵。货币主义对通货膨胀的起因解释的原理，集中体现在以下的公式：

$$P = \frac{D_C}{S_C}$$

公式背后的观念是：在消费品总供应量对消费品总需求量相对下降，或消费品总需求量对消费品总供应量相对上升时，一般消费品物价会随之提高。米尔顿·弗里德曼是货币主义的代表，他将通货

膨胀的最根本原因归咎于货币供给量多于需求量，他最著名的论断是：“通货膨胀是一定会到处发生的货币现象。”²²之后，通货膨胀的经典定义是太多的货币对应过少的物品和服务。所以，联邦储备银行的工作是维持适度的货币供给数量，不能太多，也不可太少。但是，至少 2008 年世界金融危机之后，世界主要国家实施货币宽松政策而没有导致高通货膨胀的事实，证明了货币主义关于通货膨胀是货币现象结论的失灵。

3.3 新凯恩斯主义失灵。根据新凯恩斯主义，通货膨胀包括三种类型：（1）需求拉动型 - 通货膨胀发生于因 GDP 所产生的高需求与低失业，又称菲利普斯型通货膨胀。（2）成本推动型 - 今称“供给震荡型通货膨胀”（supply shock inflation），发生于油价突然提高时。（3）固有型通货膨胀型 -（Built-in inflation）- 因合理预期引起，通常与物价/薪资螺旋（price/wage spiral）有关。工人希望持续提高薪资，其费用传递至产品成本与价格，形成恶性循环。固有型通货膨胀反映已发生的事件，被视

²² Inflation is “always and everywhere a monetary phenomenon”

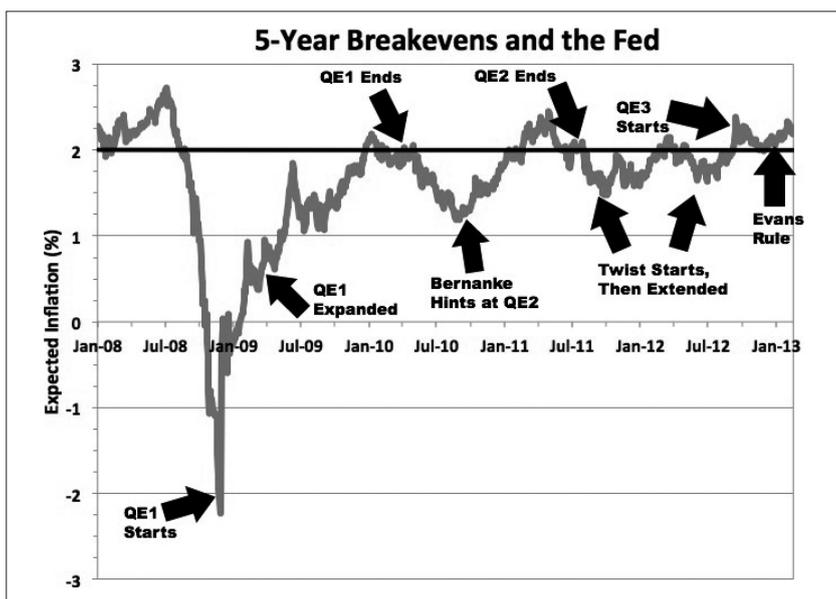
为残留型通货膨胀，又称“惯性通货膨胀”，甚至是“结构性通货膨胀”。问题是，超低通货膨胀的想象，已经超越了这三种通货膨胀类型。

4. 后 2008 年世界金融危机时代启示录：“QE 革命”

4.1 “QE 革命”带来的超低通货膨胀历史时期。2008 年世界金融危机爆发之后，恐慌情绪一度成为主流，颇有一些经济学家认为此次危机严重性超过 1929 年大萧条。针对海啸般的金融危机，美国率先实施了货币宽松政策（Quantitative easing），简称 QE。这个政策还有一个称谓：大规模资产购买（large-scale asset purchases）。在美国和欧元区实行 QE 政策之后，又有太多反对的声音，认为 QE 政策会导致高通货膨胀。之后的历史证明：因为 QE，既没有重演耸人听闻的 1929 年大萧条，也没有发生被夸大的高通货膨胀。恰恰相反，全球经济的主流是增长，就业和低物价，推动世界进入低通货膨胀历史时期。以美国、英国、日本和欧元区为例。

美联储主席柏南克（Ben Shalom Bernanke）针

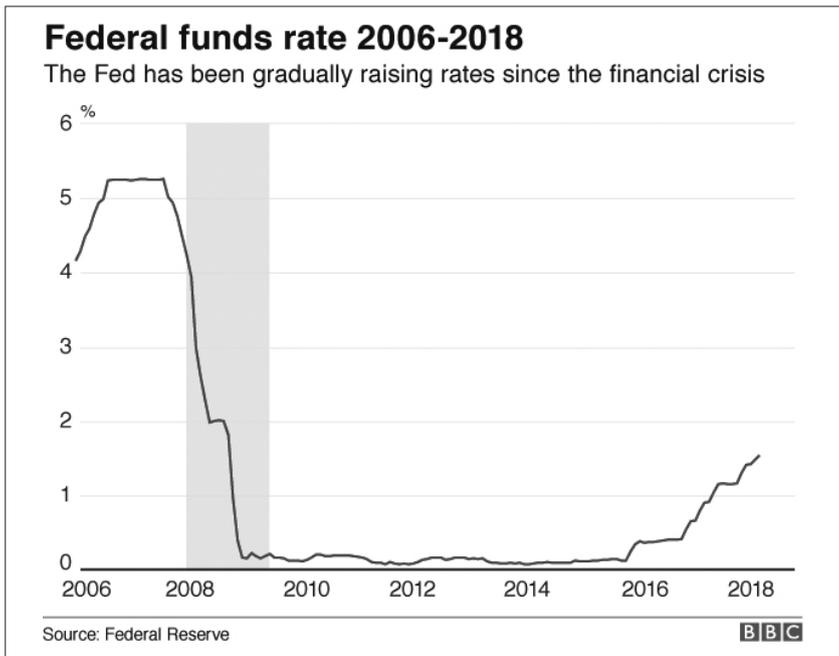
对 2007 年开始的世界金融危机，以量化宽松手段应付，在实施三次后于 2014 年 10 月结束。最令人惊叹的是：美联储的三次 QE，不仅有效扭转了 2009 年的通货紧缩，而且在 2010 年至 2013 年期间控制通货膨胀在 1% 至 2.5% 区间。见下图：²³



值得注意的是，美国从 2008 年金融危机开始，直至 2015 年 12 月，坚持实施接近零利率政策。直到 2015 年 12 月，美联储宣布将联邦基金利率提

²³ The 2% Mystery: Why Has QE3 Been Such a Bust? By Matthew O'Brien, FEB 22, 2013, <https://www.theatlantic.com/business/archive/2013/02/the-2-mystery-why-has-qe3-been-such-a-bust/273381/>

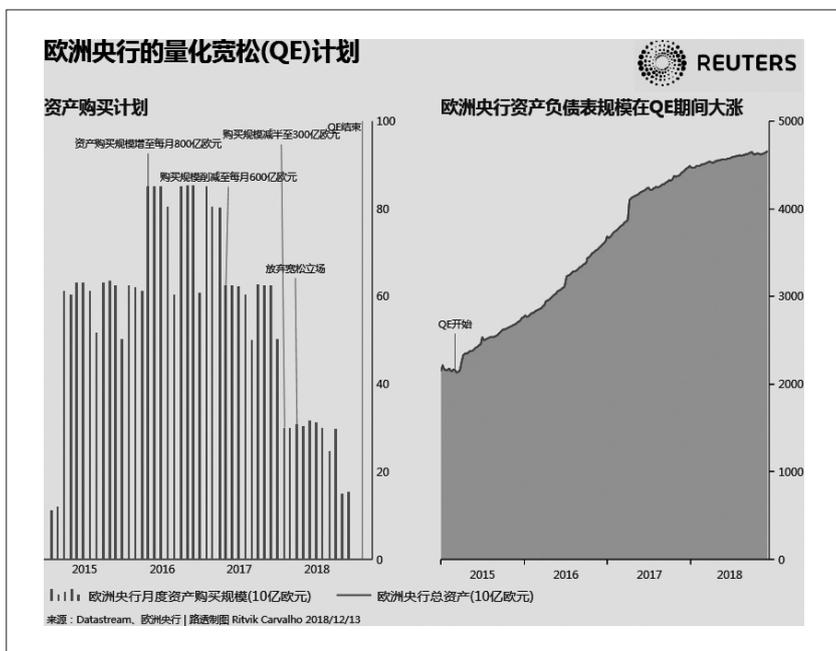
高 0.25 个百分点，新的联邦基金目标利率将维持在 0.25% 至 0.50% 的区间。在过去两年，利率回升，并没对美国经济增长势头产生负面影响。2006 年至 2018 年美联储基金利率，显现美联储在 2016 年开始缓慢和轻微地提高其基金利率，见下图：²⁴



欧洲央行实施全面量化宽松（QE），滞后于美国，起始于 2015 年 1 月，几次推延，结束于 2018 年 12 月。期间，每月购买资产的规模从 600 亿欧

²⁴Federal Reserve raises interest rates again4 BBCNews4 Sep26, 2018

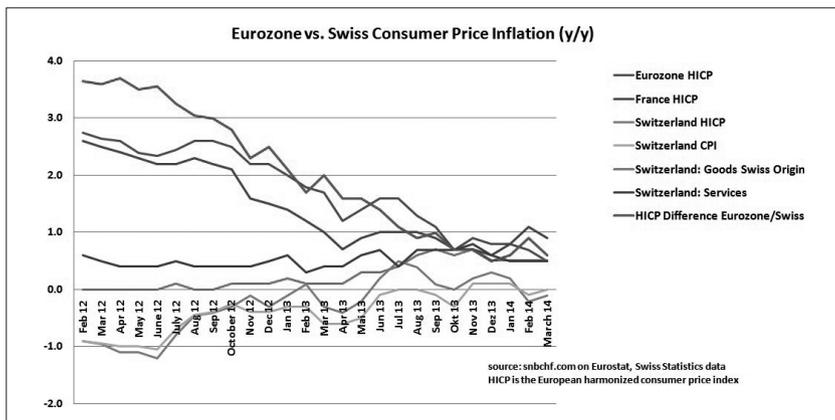
元，一度上升到 800 亿欧元，2017 年之后削减到 300 亿欧元。无论如何，欧元区的 QE 总规模是巨大的。期间，在 QE 计划下，欧洲央行的资产负债表规模已膨胀至大约 4.65 万亿（兆）欧元，较 2015 年初增逾一倍，仅次于多年来向本国经济注资以抗击通缩的日本央行。见下图：²⁵



欧元主要国家在实施 QE 之前的 2014 年，通

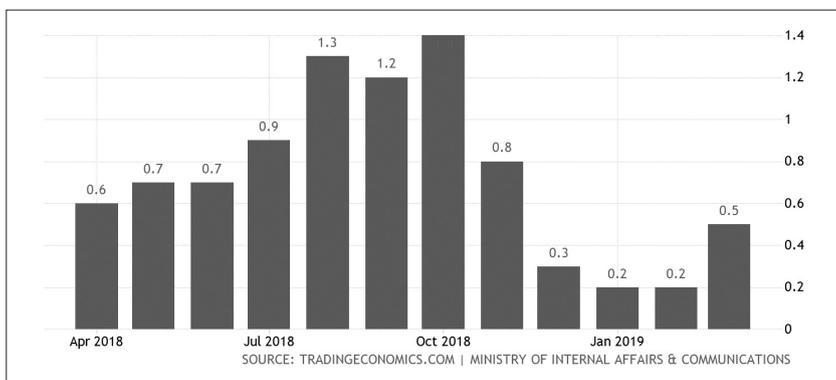
²⁵ 2015 至 2018：欧洲央行量化宽松的生命与时光。国际财经，Reuters，Dec 13，2018，<https://www.reuters.com/article/graphic-ecbquantitative-1212-wedn-idCNKBS1OC0LG>

货膨胀率已经低于 1%。见下图：²⁶ 不仅如此，欧元区自 2012 年开始，包括实行 QE 的过程中，坚持零利率和负利率，有效避免了欧元区经济衰落的压力，同时有维系了超低通货膨胀。



英国同样以量化宽松政策作为金融政策以减低金融危机影响。日本银行于 2000 年初实行量化宽松以对付通缩。在 2012 年底开始实施的安倍经济学实质上也是量化宽松政策，对实现超低通货膨胀率的影响显著。从 2018 年第二季度至 2019 年第一季度，通货膨胀率最高点是 1.4%，最低点仅仅 0.2%。见下图：²⁷

²⁶ Swiss Yearly Inflation Rate Overtakes First Eurozone Countries, by George Dorgan, <https://snbchf.com/2014/04/swiss-inflation-rate-overtakes-first-eurozone-countries/>



总之，且不讲民众，即使经济学界主流也低估了 QE 的历史意义。QE 击退了通缩威胁，北美、日本和欧元区的整体通胀符合各自央行接近 2% 的目标。

过去十年的世界经济演变证明，QE 不仅代表了新思维，而且是可以称之为与凯恩斯革命媲美的“QE 革命”。这是因为，凯恩斯革命的核心内容是通过财政手段增加就业，刺激有效需求。“QE”革命，则通过充分的货币供给，降低资本成本，刺激投资。这场“QE 革命”彻底颠覆了后布林顿森林会议的货币金融思维和模式。

4.2 “QE 革命”的三种模式。2008 年世界金融

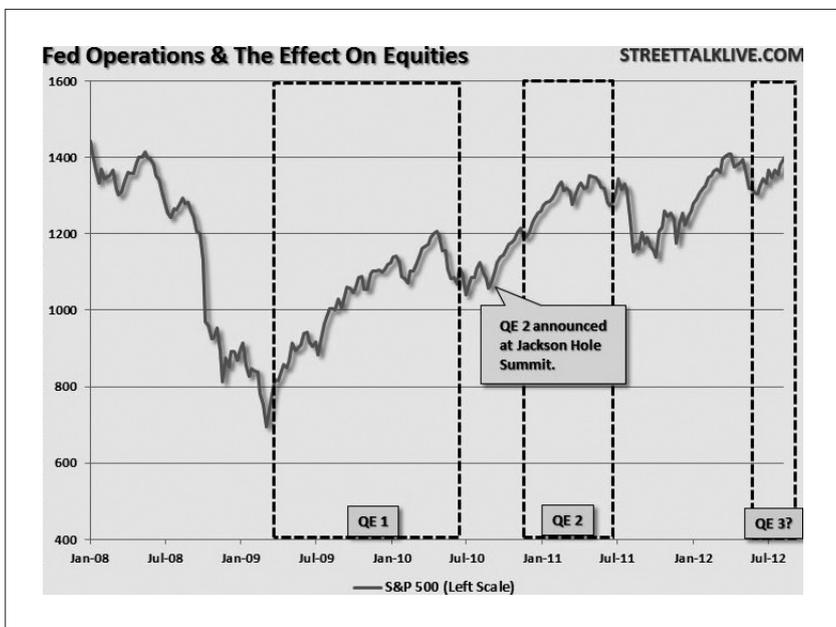
²⁷ 资料来源: Tradingeconomics.com/ Ministry of Internal Affaires & Communications. <https://tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi>

危机之后的“QE 革命”，形成三种模式，导致货币与资本投资的分流：

模式 I：刺激传统产业投资，完善供应链，实现总供给和总需求的均衡，甚至总供给在增长速度和总量都可以充分满足总需求的增加。从 1990 年代开始，伴随全球化，世界经济结构全面调整，中国成为世界制造业中心，降低了世界主要国家进口物品价格。Stephen Moore 提出两个原因导致通货膨胀死亡：（1）因为更多的产出和更多的服务，供给足够大，物价自然跌落；（2）经济活动的生产能力可以满足需求。所以，低通货膨胀率的成因没那么复杂。只是主流经济学家们或者对低通货膨胀熟视无睹，或者抱着过时的经济学教条不放，或者将简单的问题复杂化。美联储的上百经济学家过于愚钝，看不明白经典意义的通货膨胀已经死亡的事实和原因，所以都应该予以解雇。²⁸

²⁸ Hundreds of Fed economists are clueless and should be fired. Growth does not cause inflation. When you have more output of goods and services, prices fall. Growth increases the productive capacity of the economy at least as much as the demand side, so there's no upward pressure on prices. Moore

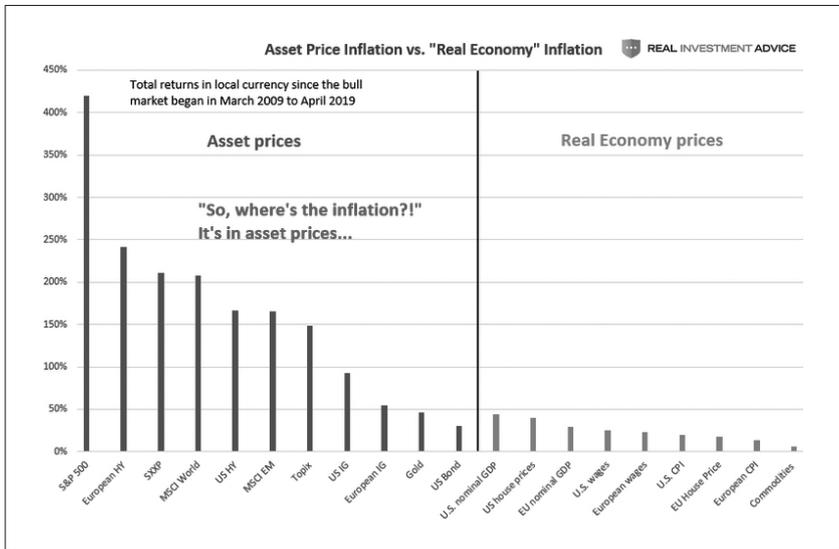
模式 II: 广义资产部门吸纳货币和资本。广义资产部门包括股权资产, 债券资产, 不动产, 以及艺术资产和观念资产, 这些资产吸纳了在传统产业溢出过剩的货币和资本, 推动资产价格上升。以美国三次 QE 与美国股票市场的关系看, QE 显而易见地推动了美国股市。见下图:²⁹



进一步分析, 在过去的十年间, 世界范围的金融产品, 黄金, 资产, 不动产, 艺术品和概念产

²⁹ 资料来源: View: Gold, Dollar & Rates Say No, <https://slopeofhope.com/socialtrade/item/5595>

品等资产已经成为通货膨胀真正的藏身之处。其结果说最终导致广义资产价格的上升，上升的指数最高达到 400%，而与民众相关的 CPI 上升指数极为低下。资产的“通货膨胀”和所谓真实经济的“通货膨胀”比较（Asset price inflation vs. “Real Economy” inflation），见下图：³⁰



模式 III：创造性的“破坏”。科技进步和创新，极大的刺激着资本和投资冲动。熊彼特是创造性破

³⁰ Contrarian Alert: “Is Inflation Dead?” Makes The Cover Of Businessweek, Written by Jesse Colombo, April, 18, 2019

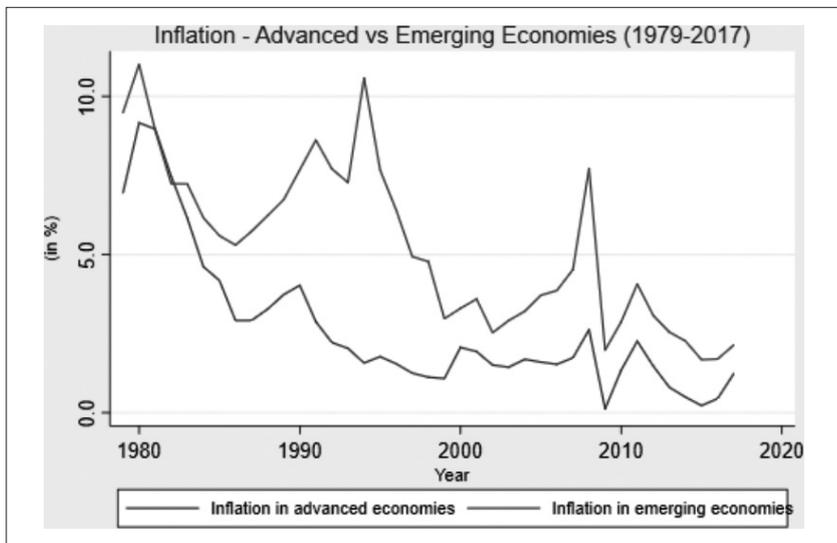
坏理论的提出者，科技进步的创造性破坏，或者创新，可以吸引巨大的资本和货币，吸纳巨量的资本和货币，成为吸纳货币的黑洞。当科技与资本相互结合，可能是大规模的“烧钱”，化为乌有，但是，也存在得到超出传统投资的回报率的可能。1990年代以来，货币和资本涌入科技部门之后，确实改变了投资理念，推动科技企业的发展，“硅谷”成为资本与科技结合的“典范”。最重要的是，科技在资本推动下，改造传统产业，创造新型产业，全方位提高劳动生产率提高，挤压劳动力市场，形成工资成本下降，抑制物价。例如，货币和资本进入互联网产业，增加了就业，刺激了工资上涨，但是，并没有因此推动关民众日常生活的物价水平。这样的经济现象，集中体现为风险资本的成长，以及在风险资本推动之下的 IPO。

总体而言，QE 的三种模式，导致了货币供给、资本和投资的分流，有效地消化了 QE 派生出来的流动性。其中，最重要的机制是实现了“低利率”，甚至“负利率”，资本成本的前所未有的降低。见下图：



4.3 “QE 革命”改变了通货膨胀的区域分布。根据对近年来通货膨胀率的区域分布，可以发现这样一个规律：越是市场经济成熟和经济发达的国家，通货膨胀率越低。反之，市场经济落后和经济不发达的国家，通货膨胀率高涨。2019 年第一季度世界通货膨胀数据进一步证明这个发现：欧元区国家 1.4% 至 1.5%；英国 1.9% 至 2.1%；US1.5% 至

2.0%；Japan 0.2% 至 0.9%。³¹ 金砖四国的巴西、俄国、印度和中国的通货膨胀率预期分别为 4.94%、5.1%、2.92%、2.5%。通货膨胀率高于 50% 的国家是伊朗、阿根廷、朝鲜、南苏丹、津巴布韦和委内瑞拉。³² 其中的委内瑞拉通货膨胀率是天文数字；朝鲜属于管制经济，逻辑上其通货膨胀率是被缩小的，不可能反映隐蔽通货膨胀率。见下图：³³



³¹ 资料来源: Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/articles/03012019101412.htm>;

³² 资料来源: Tradingeconomics.com. <https://tradingeconomics.com/forecast/inflation-rate>

³³ Is inflation dead? by Surjit Bhalla, May 5, 2018, <https://unassumingeconomist.com/2018/05/is-inflation-dead/>

如果以横轴代表市场经济发达程度，纵轴是通货膨胀率。那么，发达市场经济国家，北美、欧元区和日本，位于横轴的最右角；而市场经济不发达和人均 GDP 底下的国家主要集中在左上角。至于金砖四国，则偏向右下角。见下图：



通货膨胀率的差别，即发达国家的低通货膨胀率和发展中国家高通货膨胀率很可能长期存在下去。在这样的情况下，意味着在新兴市场国家，或者广义的发展中国家，较高的通货膨胀率继续成为社会再分配的手段，社会大多数民众受到伤害。

如果将通货膨胀的区域分布和产业部门分布结合在一起研究，还会有更为重要的发现。这不是本文所能完成的。

5. 重新认知米哈尔·卡莱斯基

Bloomberg Businessweek 的这篇文章提及了波兰经济学家米哈尔·卡莱斯基 (Michal Kalecki, 1899—1970), 肯定了他基于马克思主义分析得出“通货膨胀是商业与劳力斗争的成果”的结论, 现在的低通货膨胀率的深层原因是“工资—价格螺旋”不再启动。顺便说一句, 美国自由派民主党参议院议员伯尼·桑德斯 (Bernie Sanders, 1941—) 和纽约州众议院议员亚历山德里亚·奥卡西欧—科特兹 (Alexandria Ocasio-Cortez, 1989—), 很可能受到过凯莱斯基思想的某种影响。

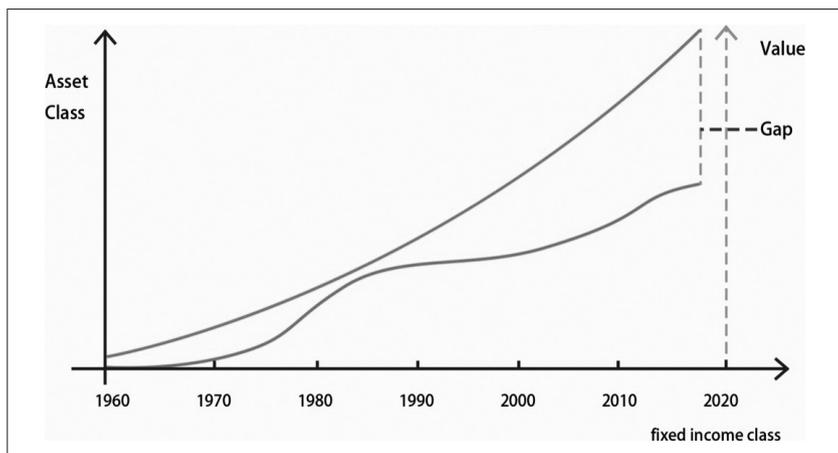


这样看待卡莱斯基的思想遗产是不够的。1933年，卡莱茨基发表了《经济周期概论》一书，基于动态经济的分析方法，提出了即有别于马克思，也不同于凯恩斯的“有效需求”理论，论证了为什么资本主义经济是需求决定的体系。在卡莱茨基经济思想中，阶级差别、垄断程度、产业结构、生产成本和价格水平构成决定分配的基本要素。时过境迁，但是，卡莱斯基经济思想对于理解现代经济仍然具有启发性。

自1990年代的全球化，世界科技革命成长和市场经济转型，尤其2008年世界金融危机，对国民经济结构，垄断和竞争模式，货币金融制度，价格体系和机制产生了深刻影响。例如，进口别国价格低廉的商品和服务，ICT持续进展AI、机器学习取代了低技能劳工，导致发达国家低技能劳工的相对工资下降；另一方面，技术变革增加对相对稀缺的高技能工人的需求。人类社会正在出现新阶级，新型不平等，新型贫富差别。

在超低通货膨胀的历史时期，QE全球化，货币增加快于经济增长，资本成本降低，进而带动生

产成本的全方位下降，产品和服务价格下降，原本的通货膨胀是资本家和劳动力之间斗争的产品（Inflation as a product of struggle between business and labor）不复存在。社会的最重要的阶级划分是资产拥有者和固定收入者（The Asset class vs. the Fixed income class）。由此导致了新型不平等和新型贫富差别。这种新型不平等和新型贫富差别的基本特点是，“穷人”的生存底线，主要是衣食住行和基本社会福利会持续有所改善，但是，“贫富”之间差别，基尼系数的扩大趋势，远远超过工业时代。见下图：



急剧变革的货币金融制度，导致形成了以债

务人为主体的，处于上升状态的社会集团（The debtor class），他们一方面是一个通货膨胀债务欢乐（the inflationary debt jubilee）的受益者，一方面，在现阶段的民主制度下，拥有日益强大的政治权利。

所以，传统意义的贫富差别正在消失。所谓贫穷，主要不是基本生存物质条件的匮乏，饥寒交迫逐渐成为极端现象。贫富差别更多的表现为生命质量的差别，健康、教育、话语权，以及生命的长度。

结论

自 1990 年代中后期，在主要发达国家出现的通货膨胀的死亡现象，以及 2008 年之后所发生的“QE 革命”，意义重大：（1）货币主义被彻底“改造”：政府不再惧怕弗里德曼的“货币主义”，货币供给的增加，不一定必然导致通货膨胀。如果创造一个新的货币流向结构，就可以有效改变所谓过度“流动性”问题，且让投资分流消化货币总量。（2）凯恩斯主义已经被彻底“异化”：不再诉诸政府财政手段刺激“有效需求”，而是通过央行的宽松货

币供给，刺激供给增加。(3) 进入供给引导需求的时代。

现在应该看的十分清楚：(1) 低落通货膨胀是我们这个时代主要挑战之一。³⁴ (2) “通货膨胀作为货币政策的指路明灯，在发达经济体几乎已经消失”。³⁵ (3) 在未来的十至十五年，主要产业经济将受制于低通货膨胀和低利率。³⁶

最后，我想说，现在如何评估低通货膨胀，甚至“零”通货膨胀，能够持续多久，以及对宏观经济的影响，是正面，是负面的，还是兼而有之，很可能还为时过早。有一种说法：通胀可能需要十年甚至更久的时间才能卷土重来。³⁷ 所以，很可能要五年、十年，甚至更更长时间，关于通货膨胀的分析和判断会更加客观。当然，对我称之为的“QE

³⁴ Low inflation is “one of the major challenges of our time.” 美联储主席鲍威尔 (Jerome Powell), March 20th, 2019

³⁵ DidCapitalismKillInflation”, by Peter Coy, Matthew Boesler, Rich Miller and Craig Torres, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-17/did-capitalism-kill-inflation>

³⁶ The major industrial economies will be stuck with low inflation and low interest rates—for another 10 to 15 years, at least. 萨默斯 (Lawrence Summers, worked for Bill Clinton and Barack Obama). April 15, Peterson Institute for International Economics

³⁷ 同注释 36

革命”的历史地位，也需要时间，历史上的凯恩斯革命也是在凯恩斯思想得以广泛实践多年之后成为共识。

何平：朱老师展示了他的长期判断的结晶。下面请第三位发言者，中国人民银行研究局副局长李宏瑾，他最近很高产而且质量高。

李宏瑾：货币理论与政策中的自然利率

李宏瑾（中国人民银行研究局副局长）：今天在这儿发表演讲真是诚惶诚恐，因为在座的各位都是老前辈和领导。我今天只是把最近几年做的研究，向各位前辈做一个汇报。特别感谢韦森老师的邀请。这个实际上是去年用社科基金出的一本书，也感谢韦森老师亲自写序。今天非常荣幸参会。自己平常是做政策研究的，政策研究做久了之后，有被掏空的感觉。今天进行思想的深入沟通，让我感觉注入了新的活力。特别是今天上午，我过去书本上看到的人物终于在现实中出现了，他们讲的都是非常现实的问题。

从央行的角度看，人民银行年初工作会议上对人民币国际化有一个表述。新的“三定”把货币政策二司，改成宏观审慎管理局，把人民币国际化业务变成一个处。这是一个很大的改变。

利率在货币理论史上是很老的东西，但实际上这个话题在最近二十年，特别最近是四五年时间里，在中央银行圈子里面是讨论得非常热烈的一个话题。当然可能和货币政策框架不一样，但是我相信随着框架转型，这也是未来中国研究的一个方向。国内对 Wicksell 在经济史当中的地位认识不够充分。Wicksell 在经济学的地位很高，他最重要的贡献是融合了古典经济学的经济理论和货币理论，即实体分析和货币分析，而且对凯恩斯开创宏观经济学起了很重要的思想启蒙作用，奠定了良好的基础。自然利率理论是 1898 年用德语写的，在英语国家中因为凯恩斯和哈耶克的争论，没有被主流接受。在整个经济史中，它也经历了遗忘。他在 1898 年已经把自然利率的思想做了类似的阐述，政策调控要使得银行贴现率和商业利用率相等。从 1898 年一直到凯恩斯的宏观理论，这个理论一直被人们

遗忘。Woodford 有和 Wicksell 同名的一本书：《历史与现实：货币知识零基础》，这是在新凯恩斯主义框架下重新复兴了自然利率理论。

自然利率在政策上也有很重要的作用。弗里德曼的固定货币政策是最主要的思想。自然失业率、自然利率在弗里德曼的思想里是看不到的。我们在决策当中应该考虑自然利率。1993 年出现泰勒规则，里面很重要就是零利率、通胀目标和怎么推广这样的调整。自然利率是决策需要考虑的很重要的变量。90 年代后期，美联储、所有欧洲国家的中央银行、加拿大中央银行等做了大量自然利率的研究。金融危机之后，自然利率相关的估算和研究也出现了中断。这样就有两个很重要的问题：第一，如何评价过去的超低利率？第二，如何做前瞻性的引导，未来货币正常化路径应该怎么选择？如果大家有印象的话，美联储在 2015 年 12 月份是做加息的，在 11 月 21 日有一个很重要的演讲，重点就是自然利率的问题。3 月份的时候，麻省里面的一个演讲也提到自然利率和规则的问题。我想讲的是如何从自然利率角度看货币政策，以及货币政策的路

径。最近几年这个问题在中央银行讨论非常激烈。

还有一个很重要的问题，大家都知道危机以后，经济增速包括利率水平，通胀水平都是特别低的。如何从自然利率角度评价现有的货币政策框架，以及评估目前的货币政策，都值得我们思考。大家有印象的话，去年 11 月份美联储会议通报里要做货币政策框架，这种工作日本央行在 2016 年做了很全面的研究，包括瑞典这些国家，对于货币政策框架的评估也是很重要的方面，这是从国外央行角度来讲。对于中国来讲，自然利率有什么用？很重要的一点就是面临货币政策框架转型，从数量到质量，作为我们利率调控的基准和指导。这也是我们为什么大概七八年前开始做自然利率，从有效性、相关性和可靠性的角度来讲，包括我们基本技术的准备，应该是成熟了，无非看领导有没有这样的决心。自然利率的估算，对于我们未来战略和中国货币政策体系框架的转型，是一个很现实的问题。也就是说自然利率的调控对于我们的决策很重要，同时自然利率也是评估货币政策立场，进行政策沟通的很重要的方面。这个方案我们已经发了很

多文章出来了，有很多方法，各有各的好处。从技术上角度来讲，模型的设定还是比较不同的，如果模型的设定出了问题，或者参数设定有问题的话，影响还是比较大的。

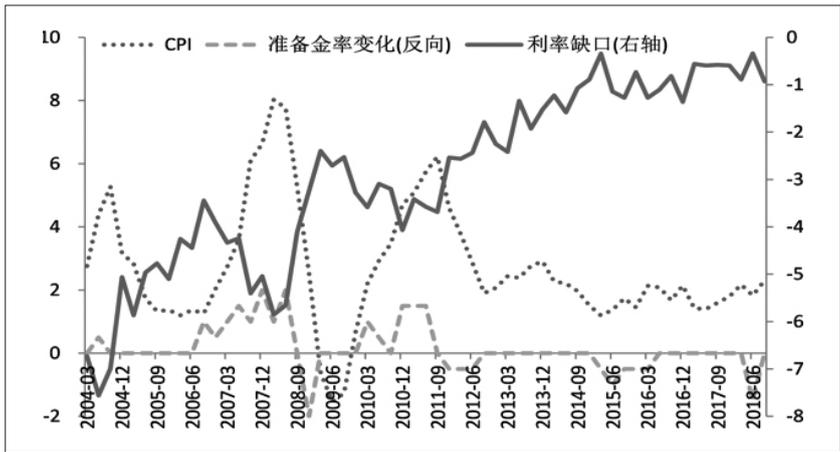


图 1: LW 方法估算的中国自然利率

DSGE 和 LW 这两种方法，实际上目前中央银行都在用，而且在不断改进。大家看一下图 1，其中隔夜 2.55% 的自然利率均值所对应的一年期利率水平为 16.7%，与同期 15.5% 的资本回报率非常接近，与自然利率的理论含义相符。自然利率水平主要受技术进步和劳动力变化的影响，呈明显下降态势。

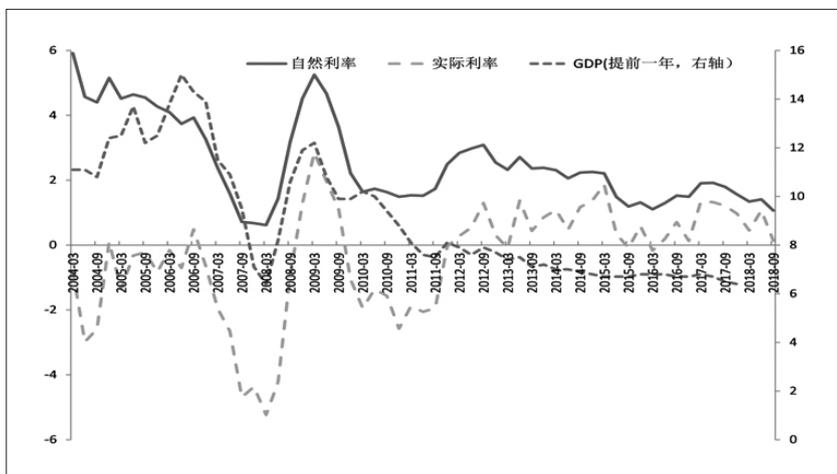


图 2：自然利率是中国经济运行的先行指标

利率缺口和实际利率的差实际上就是经济运行先行指标，也能够反应货币政策的变化。自然利率与提前一年的 GDP 走势基本一致。自然利率是 GDP 增速的 Granger 原因，但反之则不成立。

自然利率最近几年在国外同行中运用的非常多，在估算方法和货币政策应用方面的争议还是非常大的。特别在去年开会的时候，讨论自然利率和货币政策正常化的议程非常多，反映出这个问题特别重要。目前来说，对自然利率的计算还是有很大的争议。欧央行做结算的都知道斯麦德，他说欧央行没有正式估算自然利率，那是去年 4 月份的时候。但

是去年 12 月欧央行出了一份很长的自然利率的报告，那里面提出一个观点，自然利率对于货币政策非常重要，但是由于自然利率估算时存在很多结构化模型的设定，它只适合作为货币结算的参考。在估算里面有很大的不确定性，模型的设置等等都会影响结果，如果影响结果的话，对于政策挑战就非常大。一位专家曾经在 2017 年写了一篇文章，讨论自然利率不准确性和不一致性这个问题。威廉姆斯是美联储的 CEO，他出了一个关于自然利率的报告，不确定因素增加了，货币政策规则怎么办，他和他的导师专门讨论这个问题。关于美联储货币政策不确定的风险方面，他们也做了大量的研究。这方面国外已经研究得非常好了。如果中国真的决定转变的话，这个东西是非常必要的，我就讲这么多，谢谢。

何平： 特别感谢，还剩六分钟才是茶歇，进行六分钟对话。

讨论

吴信如： 我想问一下李处长一个问题，还有问

朱老师一个问题。刚刚讲到通货膨胀的死亡，尤其是本世纪以来，西方世界通货膨胀非常低。我想问一下，因为讲到中国的问题，有没有什么巧合？中国 2011 年加入世界贸易组织后迅速成为世界制造大国，由于中国控制自己的汇率使得中国的商品大量以比较低的价格向全世界输出，这个原因是不是导致全球通货膨胀低的因素？这是朱老师的问题。

朱嘉明：谢谢你的问题，从两个方面说。一个方面，我今天讲的意思是比较广义地理解超低通货膨胀现象，背景是产业结构的转型，从九十年代以后，这是西方发达国家基本趋势。从八十年代的后三年，它的 M2 增长在扩大，但是通货膨胀已经下来了，而中国参加 WTO 是 2000 年以后的事情。整个九十年代，中国没有成为世界制造业中心，中国出口没有对世界产生那么大影响。最重要的解释就是西方产业结构发生变化，科技力量崛起，硅谷的作用，科学技术发展在极大程度上吸纳了相当多的货币增长。通货膨胀率下降和互联网经济的崛起，和其他的智能产品崛起，其实是相一致的。我主要想说科学技术严重影响了金融货币经济，以至于 2001

年中国加入 WTO 以后，中国产品走向世界，成本比较低，它所影响的仅仅是制造业领域，并没有真正影响到整个现代经济体系。比如说我们现在看到的知识产权这一块，知识产权是一个很重要的资产。

李伯重（第三节下半场的主持人，北京大学经济史讲座教授）：现在我们下半场讨论时间到了，请大家就坐，我们还是跟几场讨论一样，每一位发言人有 20 分钟的发言，三位发言人结束之后我们有很充足的时间，上半场下半场都有充足时间讨论，我们请第一位，东方证券首席经济学家邵老师做报告。

邵宇：

流动性繁荣：货币幻觉、庞氏骗局和资产泡沫

邵宇（东方证券首席经济学家）：大家可能比较困了，我这个问题可能让大家稍微清醒一下，我们谈论流动性的繁荣，我认为某种意义上这是一种幻觉，也可能生活在庞氏骗局里面，其实存在很

大的资产泡沫。我的判断是，全球化改变了整个结构，包括通胀结构。如果由于重大的产能进入到体系里面，永远不会有通胀，这是由科技消化了一部分，这个也算是贡献。我做了很长时间的学校老师，我在教学生涯里，同时教宏观经济学和微观经济学。微观里面的模型，完全无视流动性带来的效应，实际上很多资产不知道怎么定价。理论上货币是中性的。但是现在来看，其实短期、中期、长期都不是，它带来财富分配的结构，也带来完全无法预测的金融危机的后果。

对于中国经济体，我们看到一组非常令人瞠目结舌的数据，我们的广义货币，如果从改革开放四十多年来看，我们总共释放 M2 高达 1500 倍。我们的自然利率应该是多少？最有趣的是，在同样量级的货币基础上基本上看不到通胀。比如说美国，其核心通胀基本上在九十年代不变。什么是全球化？非常简单，美国的技术和美国的资本，跟中国无穷供应的劳动力再加上印度劳动力，还需要原材料，到巴西买点矿，到澳大利亚搞点铁矿石，无非是中国红利所带来的产能无限释放，我们把输入

端的原材料也消化掉了。所谓的大悖论在于把中国和美国在放在一块儿，好像这个世界就完美了，既没有多余的储备，也没有多余的投资，也没有通胀，全部消化这个问题，这个可以解释前面的繁荣。但是很遗憾，现在有贸易战。

官方数据的 M2 是从 1986 年才有。最新的货币政策没有提及是 8 还是 9。令人令人瞠目结舌的是 1992 年以后，全球就没有通胀了。而我们 1992 年的通胀高达 21%，这是我们遇到的最后的通胀。随后就是产能全面的释放，这个 WTO 不光释放给中国，还释放给全球。

中国的流动性经历了四个阶段。第一个阶段，改革开放带来整个经济的货币化过程，油票，粮票，肉票不用了，就需要大量的货币，所以经济被货币这个过程消化掉。第二个阶段，就是资产资本化。浦东三十年前的荒地，当时所有资产还没有资本化，进行拍卖的时候就吸收了。现在浦东这块地值多少钱，三十年前还一分钱不值，现在通过拍卖会上升，吸收货币的同时既创造债务也创造更多货币供应，究竟是内生还是外生，也许泡沫是内生，

也许通胀也是内生，当然通胀也许都是内生，这个尺度是多少还有待我们探索。第三，资本化阶段。同样一块地，三十年前一个亿，现在拍卖十个亿。对于开发商而言，拿了少量的资本介入，M2 通过债务方式释放出来，这一块叫做资本泡沫化过程。所有的资产进入到这个阶段以后，进行再次重复的时候，要释放同时吸收更多的货币，虽然不清楚这是内生还是外生的过程。第四阶段，最后 G2 的阶段，比如说美国是全球最强的经济体，但是对全球还是有一个很大的货币的霸权的投放，中国储蓄大部分回到完全的闭环。

回到关于外汇储备的讨论，很多人没有明白中国基础货币的投放为什么是这个样子。如果把中国对美国贸易减为零，我们不再吸收额外储备的时候，我们怎么产生基础供应或者广义供应，这个过程增长率到什么位置？我们从 2001 年整个外汇储备只有 600 亿美元，后来最高峰是 4 万亿，这个过程就全球化最甜蜜的时候。结果就是我们的资金只能去比较虚化的领域，大家为了偷懒发明一个词叫金融时期，我们认识到大量流动性进入到市场以

后，整个定价结构就会变得非常疯狂。我们怎么给腾讯的股票定价，怎么给大宗商品很明确地定价？用哪一个模型都不可能。特别是房地产，不知道那样的模型怎么找到核心定价的东西。当然最有趣就是比特币，因为比特币具有很多传奇的色彩，它的初心是为了抵抗汹涌而致的全球危机。过去十年我们投放的流动性总量是人类到现在所有流量的和，这就是我们现在在经历的环境。在广义宏观经济学中，没有找到这样的模型，尤其是现在我们把这样的东西拿到市场里，他们不知道怎么样面对核心资产一轮又一轮的上涨。我们生活在巨大的货币幻觉里，超出我们的想象。

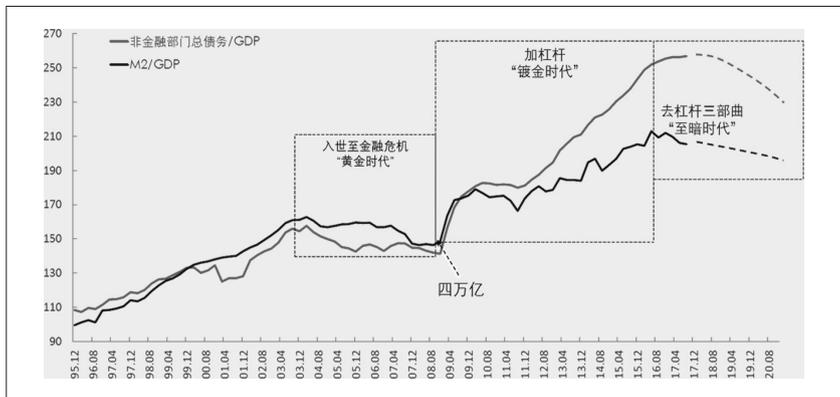


图 1：中国的债务与杠杆

大家看图 1，我们最幸福的时候是 2001 年到 2008 年危机之前，我们经过最高峰资产杠杆化的过程，也伴随着整个资产价格疯狂性的上升。

看一个例子，就是日本。日本人从来也不想偿还国内的债务。所有不生孩子的国家，过程会像日本一样，无非是花多少时间变成日本，欧洲可能 15 年，中国可能 10 年，美国长一点，大家都不断靠向日本。通过债务流动性的释放，通过系统性的科技创新，能够使生产边界再次扩张。

这就遇到分配的问题。关于分配问题，大家说 28 原则，也就是 20% 的人占到 80% 资产。但现在不是这样的，现在是 2% 对 98%。我们看最客观的数据，这是招行 2018 的年报，年报显示：零售客户总数为 12541 万户，总资产 6.8 万亿；私人银行客户总数 7.2 万户，总资产就超过 2 万亿。即 Top0.05% 的人占了 30% 的财富。金葵花及以上 236 万户，总资产超过 5.5 万亿，即 Top1.9% 的人占了 81% 的财富。我们现在基于收入的累计税率最高 45%，我们基于房产的资产税接近于零，怎么完成收入分配的结构调整？遗憾的是，根据所有主

流经济学的原理很难有出路，因为资金会自然而然趋向泡沫化，因为实体经济没有一个选择，除非有新技术，那又是新一轮财富的创造。根据这样的货币幻觉建立政策的话，就是无穷的危机，最后大家都像日本一样无穷负债，人类历史就是在这样的债务创造过程中，我们都是生活在持续的边界，祝各位好运。谢谢。

李伯重：谢谢，下面一位请来自浙江财经大学的李井奎教授。

李井奎： 30 年代凯恩斯与哈耶克之争：同袍抑或敌手？

李井奎（浙江财经大学教授）：非常感谢韦森老师和上海发展研究基金会邀请我参加这次会议。我是研究经济增长史的，在我看来是几个核心问题：商业社会是如何兴起的？工业革命为什么发生在十八世纪，为什么发生在英国，为什么人类从传统社会到商业社会后经济会不断增长？经济波动的根源是什么？这几个问题都跟货币有莫大的关联。

到底有什么关联，关联程度怎么样，由什么形式展开，这是永恒的谜题。我非常敬仰在几百年中对这个问题进行回答的学者，包括在座各位。

我个人做思想史选了一个小范围，我切入的点是凯恩斯的经济思想。我十多年前研读凯恩斯，写了一本小书，那个时候发现中国这么多人看凯恩斯，特别是我们国内的奥地利学派。我读过这些国内的老师的文章后，我感觉他们写的凯恩斯和文献的中凯恩斯有不小的差距，我就仔细看。我个人觉得，大部分吹捧或批判凯恩斯的人对凯恩斯的了解并没有那么足够，我立下一个誓言，希望用十年时间把凯恩斯的著作全部翻译出版。这件事情与现在的科研体系有点背道而驰。这个事我就做了六年，再过四五年复旦大学出版社就会出版凯恩斯的十卷本，各位老师就可以在书店看到，这是我最大的梦想。

我今天的题目是“20世纪30年代凯恩斯与哈耶克之争：同袍？抑或敌手？”

我看国内学术界对凯恩斯和哈耶克对手形象根深蒂固，很可能对手形象是我们的误读，凯恩斯

和哈耶克未必是彼此对立的敌手，也可能是一起研究的同胞。因为我研究凯恩斯，很多人就把我从群里面踢出来。

1931年8月，哈耶克在《经济学》上对凯恩斯的《货币论》发表了一篇长达五十六页、苛刻到了无情地步的书评。在这篇书评里，哈耶克主要的批评在于他认为凯恩斯没有“认识到处理现有资本价值变化的所有重要问题的必要性”。凯恩斯反戈一击批评《物价与生产》中的逻辑混乱，但是针对哈耶克书评中提到的资本理论挑战，凯恩斯则承认“我自己并未给出任何令人感到满意的资本和利息理论，也没有把我的书建立在任何现有的理论之上。”

哈耶克和凯恩斯都赞同维克塞尔，他们的理论源头是维克塞尔的分析传统。就当年像英国人忽视维克塞尔一样，我们今天对他的忽视也是很大的。维克塞尔的理论的最大特色是对“货币利率”与“自然利率”所作的区分，正是这一区分把投资与计划储蓄的偏离联系了起来。维克塞尔加入了一个新的东西，在传统奥地利学派分析中没有金融系

统。有中间的银行体系或者金融体系之后，发现储蓄和投资是两波人，影响储蓄的因素和影响银行的因素非常多。货币利率和自然利率之间容易发生偏离，一旦货币利率低于自然利率，市场不断增长，就有通货膨胀。现在宏观经济学最根本的问题就是协调问题，协调的根本问题就是利率问题，利率问题主要源于自然利率和货币利率不好调和的概念。货币利率影响生产结构的调整，这还涉及到相对价格的问题。由于资本的测量单位与其自身无关，价值资本的每一增量都将改变借以衡量资本投入的相对价值，由此将改变不同生产过程的相对盈利性。这就需要对相对价格的各种复杂成因进行解释，这就是莱荣哈夫德所谓的“维克赛尔联系”。维克赛尔的基本命题是：货币利率与自然利率的分离会导致价格累积性上涨或下跌；只有当银行的储备耗尽时它才会被迫抬高或调低利率，使累积性价格趋势停止。维克赛尔的理论缺陷是：无法对累积过程中相对价格的变化作出解释，他关于自然利率的资本理论基础问题重重，无法在多种商品的世界得到定义。

其实凯恩斯出版《货币论》的时候，基本思路是延续维克塞尔传统的，但他大部分时候掩饰维克塞尔对他的影响。凯恩斯和哈耶克面临的问题是一样的，他们彼此之间辩论非常激烈，而且用语非常辛辣。无论是凯恩斯的《货币论》（1930）还是哈耶克的《物价与生产》（1931）都旨在从根本上把相对价格引入累积过程，把相对价格的变化视为商业周期的前提。他们保留了维克塞尔对货币利率与自然利率的区分，同样还保留了储蓄与投资的分离以及强制储蓄机制。他们认为，只要货币利率仍然低于自然利率，储蓄和投资就不会相等，生产结构就不会均衡，如此则施加在相对价格上的再均衡压力也就永不停止。

后来斯拉法出来对凯恩斯和哈耶克进行批评。首先是对强制储蓄的批评：一个阶层暂时掠夺了另外一个阶层部分收入，然后把战利品储蓄起来。一旦掠夺结束，很显然受害一方是不可能去消费那些现如今已经不在己手的资本的。其次是对对自然利率的质疑：如果货币不存在，借贷以所有各类商品来实现，满足诸均衡条件的确是只有一个单一的利

率，但是在某个特定时点，因为商品众多，所以可能就会有很多“自然”利率，虽然它们不会是“均衡”利率。斯拉法的批评又引出了两个新的挑战：第一，潜在的复合商品无穷无尽，到底我们该选哪一个？第二，相应的自然利率是如何与货币互动的呢？

凯恩斯是以什么方式来做回应的呢？他认为，确实存在这样的一个复合自然利率，就是资本边际效率。凯恩斯把资本边际效率定义为“这样一种折现率，它可以使在资本资产的存续期内由其产生的报酬所支付的一系列年金之现值，恰好与其供给价格相等。”换言之，资本边际效率描述的是某种资本资产的预期或期望的收益与其当前的重置成本之间的关系。

面对斯拉法的批评，哈耶克在其《资本纯理论》一书中做了回应。一来，他引入“产量增长率”的概念，在更为一般性的框架内把维克赛尔的自然利率落在了实处，把投资包含了进来；二来，哈耶克也像凯恩斯一样把投资看成是一个复合过程，用“投资边际价值产品”这个术语代替凯恩斯

的“资本边际效率”概念，投资越大，投资边际价值产品越低，这也不再是因为它鼓励生产上更大的资本密集度，而是因为它使无利可图的投资项目处在了边际水平之下。

凯恩斯和哈耶克在分析方式和宗旨上惊人的一致，哈耶克围绕“产量增长率”构建的理论框架和凯恩斯围绕“资本边际效率”构造的自利率框架非常相像。哈耶克的“投资品的边际价值”，指的是投资过程的总产出流的折现值等于投资于该过程的总投入值时，达到均衡，此时存在的一个按照价值计算的一致的收益率或投资率。如果与前述我们对凯恩斯“资本边际效率”的论述相对比，我们会发现这两者非常相似。用乔治·沙克尔的说法，“这两种理论看似彼此对立、相互矛盾，实际上是一种幻象；石头密度比水大，所以下沉，橡木塞密度比水小，所以上浮，这两个理论讲来讲去，不过是这么一点差别而已。”他们共同关注的是：货币经济如何在一个充满着不确定性和异质性资本的世界，穿越时间与无知的黑暗完成对经济活动的协调。凯恩斯与哈耶克认为，经济主体在计划上的一致性均是均

衡的内在要求，要由持续的市场互动和预期的反复修整来逐步协调兼容。

李伯重：谢谢教授，第三位演讲人是刘海影先生。

刘海影：信用货币时代的货币创造

刘海影（海影投资首席经济学家、上海发展研究基金会研究员）：各位老师，各位领导，大家好。我是最后的发言人，好处就是能够学到前面所有发言人的观点之后再陈述我的观点，我的题目是“信用货币时代的货币创造”，是讲自己对于货币的反思。货币问题太深奥了，可能永远看不完，我想变换一个角度。当我们谈论货币问题，有时候我们站在高处，作为政府官员、作为央行行长、作为宏观经济学家，俯视看货币。也许我们换一个角度，从下面看货币，转换成小商小贩的角度，转换成银行信贷人角度，甚至转换成银行会计的角度，从这个角度看到货币不是统一的，不是带光环的，而是形形色色的，具体的。从这个角度，我想描述一下货

币的内生性质，以及在现在完全的信用货币时代，货币创造具体的机制到底是什么。

因为时间有限，我没有办法把我的结论的每一个点都表述出来，我想稍微陈述一下对于货币的理解，这是我下一步给出货币创造机制的基础。如果从自下往上的角度看货币，最原始的货币起源很可能是基于私人之间对于债务关系认可而给出的支付承诺凭据，这句话稍微抽象了一点。具体来说的话可以这样设想，人原初社会是熟人社会，是 20 到 50 人的社会团体，熟人团体中物品交换的最大可能是馈赠，这个观点在人类学家里有共识。比如你说好在三个月后还给我 50 个鸡蛋，你发誓到时候还就可以，也可以把身上佩戴的某一个标识（比如项链或一个雕刻）作为一个债务关系承诺的标识给我。三个月你把鸡蛋给我，我们的债权债务关系结束，这是最私人的场面，用最私人的物品表达债权债务关系。一旦这个关系跨越到社区的层面，我们就会在不同地区选择不同物品作为中间凭据。人类历史上选择作凭据的物品千奇百怪，像钉子、盐、丝绸、贝壳或特定形状的制品等，都曾经被作为中

间凭证。如果贸易克服了小范围，扩展到了不同的社区甚至不同政权，很有可能固化为某种凭据物品，比如金或银的物品。既然这个凭据可以人为定义，政府官方发布的钱币，不管是铁币还是其他材料的铸币都可以作为货币。如果是贸易主导的，会落实到金或银这类贵金属上。这个过程是货币作为支付承诺凭据而被固化成不同的中间物品，逐渐统一成金或银，以及金银的铸币，直到欧洲发育出存款银行、贷款银行，以及银行券和现代纸币系统。

这个过程演进到现在，我们进入完完全全的信用货币系统里。在这个系统里，货币怎么产生或货币数量怎么扩张？从银行会计的角度，这个问题是简单和清晰的。一个家庭到银行贷款一百万买一个房子，贷款一百万信贷合同达成的一瞬间，银行一百万新增货币就已经出现了。这种情况下对银行而言，银行资产和负债有期限的错配，需要把短期负债变成长期负债，同时也具有风险错位，承诺给予储户存款以全额兑付。不管资产还是负债，都是资产配置。银行在上述机制里，对于货币创造的路

线图跟教科书的描述很有可能是相反的——不是由基础货币决定我们得到多少货币总量，而是反过来，是银行跟贷款人产生债务关系之后，扩张的银行资产负债表，尤其在资产端分为流动性资产和非流动形资产。在日常经营过程中，非常快速地对于流动性资产进行精确管理，也就是说每一家银行都会有恰好合适的一个流动。当银行流动性不足的时候，可以跟整个银行体系进行交换，由自己的贴现或再贷款让非流动资产转换为流动资产。

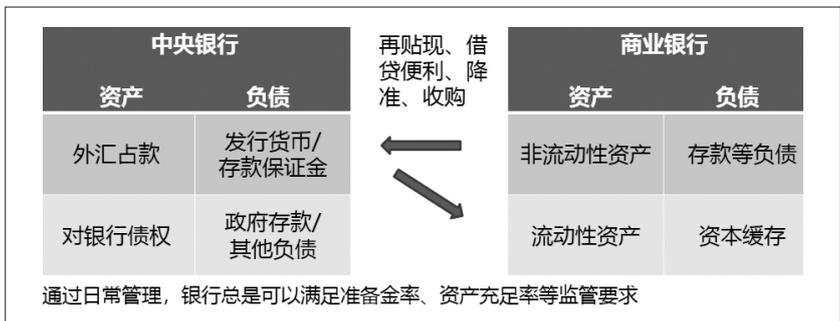


图 1：货币创造的逻辑关系，

不是从基础货币到货币，是反过来

如果整个流动体系都不足，会在银行间交易过程中迫使中央银行给予更多的流动性支持，中央银行怎么给出支持，怎么放出流动性，这个手段有很

多创造的空间。在中央银行收购银行持有的非流动资产的过程中，对于商业银行资产而言，它的资产端规模没有变，但是结构变了，从非流动性变成流动性存款准备金。对于中央银行而言，它的资产规模将会扩张，它会增加自己的负债作为新发生的货币，同时增加自己资产。在这个过程中，核心的一点是：债务是有风险的。对于银行而言，它是所有债务的汇集点，债务崩溃有可能形成传染性，在有传染性的情况之下，就是债务危机。整个金融体系要生存下去，必须对债务危机有管理能力，这个管理能力就是利率的增加，利率是对债务风险的提前定价。

在这个过程中，中央银行由商业银行逐渐转变而来，全球第一家中央银行是由一家普通的商业银行起步的。在金融三百年演进过程中，当出现金融危机，出现流动性挤兑的时候，中央银行作为最后的贷款人向整个银行体系提供流动性。所以整个现在金融体系的生存，一定少不了作为最后流动性提供者的中央银行。从这个层面理解中央银行的话，它的重要功能是作为最后的贷款人以及最后

的交易商。2008 年金融危机出现的时候，美国的商业银行发现手里持有的非流动性资产无法定价，缺少交易对手。中央银行是唯一的对手，它向商业银行输出流动性资产，解决冰冻状态。对于日常的流动性管理，每一家银行都是精确的，精确的管理在面临全系统的流动性冲击时，需要中央银行入场干预。央行需要做灭火者，就有权利对于商业银行进行监管防范，减少金融机构进行高风险的金融行为。

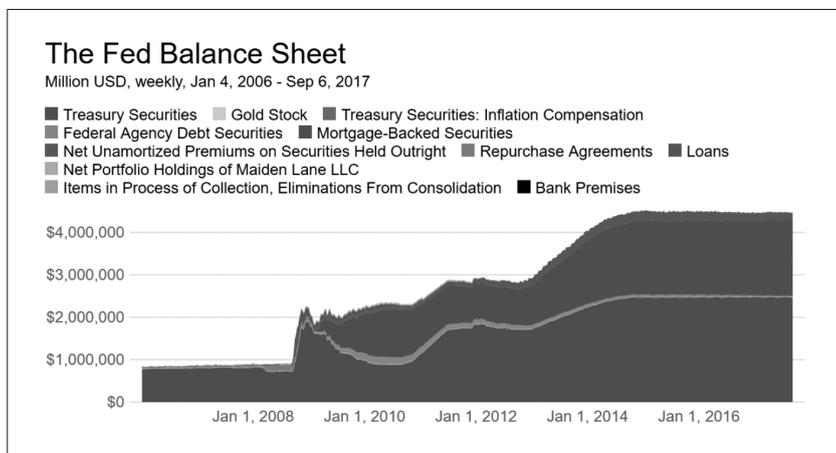


图 2：美联储资产负债表

从这个层面而言，现代金融体系能够生存的一个支点是中央银行具备无限流动性的供应能力，图

1 表现了美联储最近这十年的变化。2008 年前它的资产是不到 1 万亿美元，2018 年扩展到 4.4 万亿。怎么扩展的，你可以看到最大的部分是收购商业银行大量的国债，第二是收购商业银行大量的非流动性债券，这两个工作做完以后中央银行资产负债表的确有一个急剧扩张，也就是教科书里写的基础货币急剧扩张，但这不等于美国货币的扩张。商业银行资产负债表变化，只是转换成高流动性的超额准备金。美国货币供应增速本身是缓缓下降的。货币总量扩张的速度，是由实体经济和商业银行的互动决定的。

	等价置换	印钞
操作	央行作为最后交易商，收购商业银行持有的非流动性资产	印钞给财政部用
央行资产负债表	扩张	扩张
基础货币	扩张	扩张
商业银行资产负债表	不变	扩张
单位币值	不变	摊薄
通货膨胀	不受影响	恶性膨胀

图 3：中央银行的两种“印钞”

讲这个机制之前稍微补充一句，银行印钞行为有两种。一种称之为流动性定价置换，就是刚刚介绍过的，央行按照价值收购非流动形资产，这种等价交换带来的是央行资产负债表的扩张，不会产生通货膨胀。另外一种印钞是我反对的，也是 MMT 倡导的，就是中央银行印钞给财政部花，国民党时期出现过这种形式，它的必然后果就是恶性膨胀。

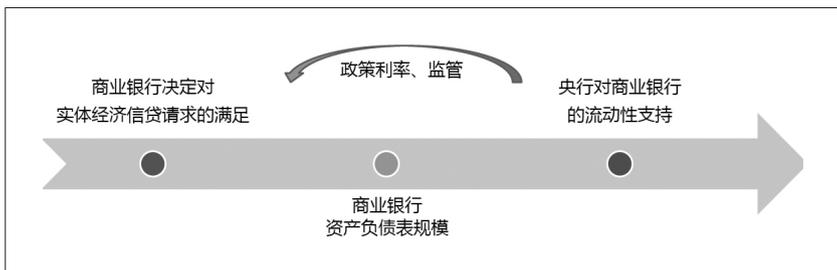


图 4：信仰时代的货币创造

把这一点理清之后，我相信信用时代货币创造的方向是图 4 所显示的。商业银行对实体经济提出的信贷请求进行满足，由这么一个满足结成新的债务关系，从而决定商业银行资产负债表的规模，同时由商业银行进行流动性管理，与中央银行互动决定中央银行的基础货币规模。在这个过程中间，中央银行通过政策利率和监管。

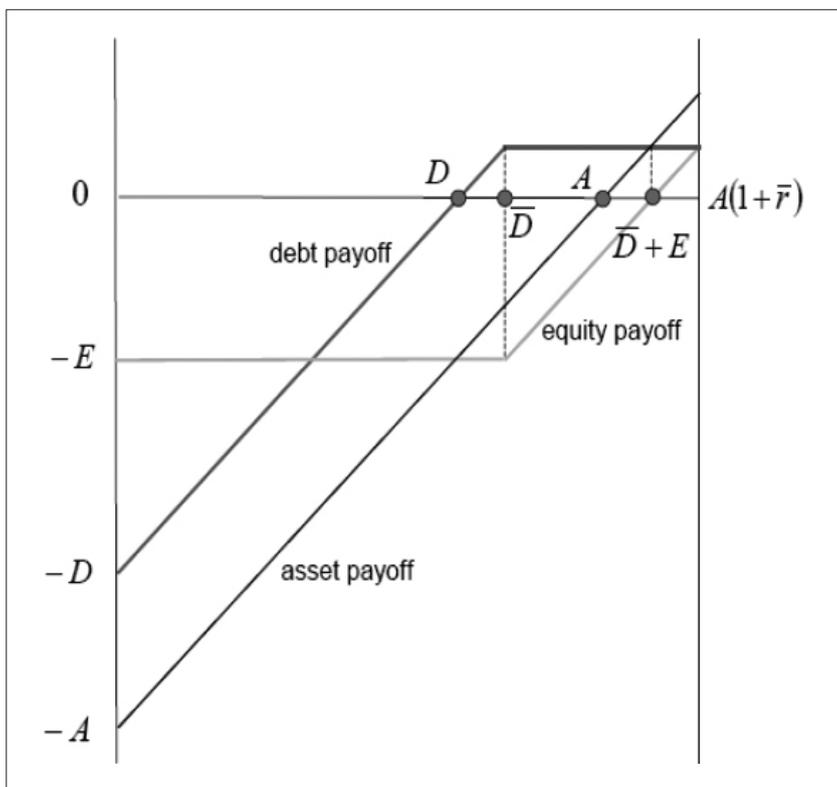


图 5：银行如何决定债务请求之满足？债务隐含卖出期权损益分析

最后一个问题是，商业银行怎么样决定债务扩张？引用的框架是把利率视作未来贷款违约的期权定价，这个期权定价按照正常定价模型非常清晰，违约风险可以用波动率代表，再之后跟到期日和无风险日挂钩。这种情况下银行之所以愿意给出这个

贷款，它的利率需要覆盖这个期权成本。贷款者（比如说企业）愿意贷款，是因为预期利润减掉付出的期权成本后满足参与条件。这两者可以决定整个银行体系给予企业或贷款人的债务杠杆率以及利率。萧条期间在同样杠杆率水平上，企业的未来回报率降低，银行将有更高的期权成本，这两者结合导致萧条期债务杠杆率降低，这是理论的分析。

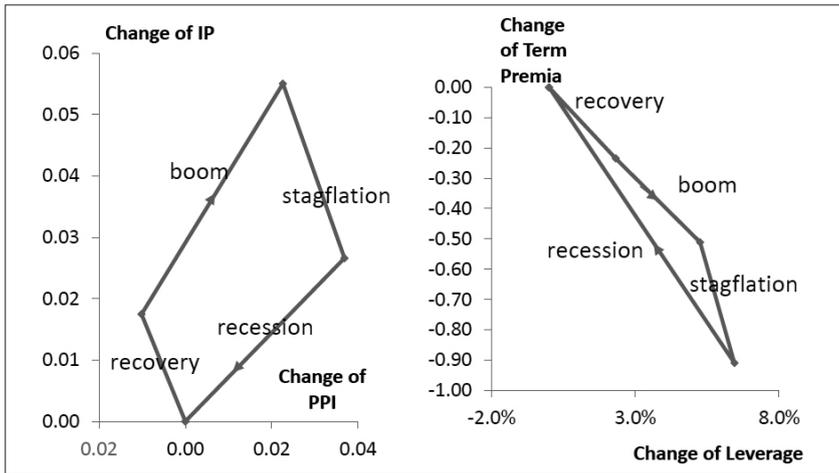


图 6：期限溢水的周期变化：美国

我对于数据做了处理之后，得到的结果大体类似，图 6 更明确一点，这是按照美国数据做的。美国经济运行可以分成四个阶段，四个阶段对应的信用周期运动在左边这张图，可以看到在萧条期企业

杠杆率是降低的，银行的利率差是上升的，这一点对于上述期权决定利率的理论框架给出了一个实践的例证。

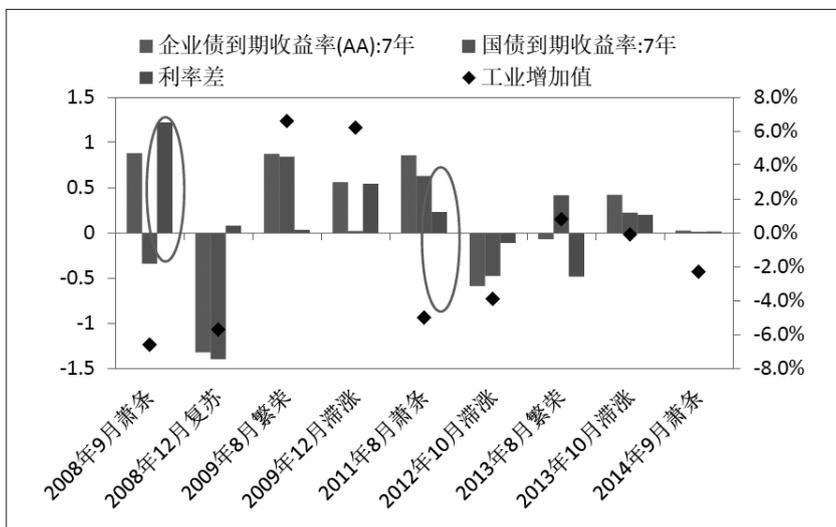


图 7：期限溢水的周期变化：中国

中国情况是类似的，萧条期之后看利率差，在红色圈里标注的是上升而不是下滑。我做一个总结，我认为实体经济透过投资回报预期和风险偏好，在金融体系里通过对债务杠杆的利率定价决定信贷 - 债务行为。信贷 - 债务行为本身会影响企业和各类经济组织，包括家庭，包括政府的资产负债表行为，由此推动实体经济运行。两者的相互关

系，在实体层面和金融层面存在非常强烈的交互关系。在一个金融周期里面，实体经济的指标和金融经济指标不可分地纠缠在一起。在现代经济里，实体经济和金融经济指标是不可分的。谢谢大家。

讨论

李伯重：谢谢，我们下面是讨论的时间，我们今天有足够的讨论时间，45分钟。我想首先根据下半场三位学者的发言提出问题，然后就是上半场还有早上的问题。早上的报告可能还有一些听众还意犹未尽，弥补一下缺憾。下面首先针对三位学者的报告提问。

何平：关于贷款决定存款，还是存款决定贷款的问题，上面也一直在争。从央行来看，就是存款决定贷款；但是从货币创造来看，它有无形的创造力，出发点在这里。

吴信如：我第一个问题问乔老师。我们讲到外汇储备，目前看到中美贸易战，有没有抛售美国国债的可能性，有可能性的话怎么操作？

我对于北大的李教授也有一个问题，你能否从经济史角度给我们分析中美贸易战，美国以前是怎么对方其他竞争对手的，可能有一个什么样的结局，从拉长的眼光来看。

还有请教刘总，如果我们从货币政策角度来讲，有什么政策可以调整，有什么措施，谢谢。

乔依德：中美贸易战最近比较严重，网上又看到了抛售美国国债的说法，过一阵子就有人出来讲一些讲过的话。首先要说明，我们有美国国库券，从会计角度上讲是美国欠我们钱，但是这个欠钱加了一个形容词是“会计上”，这跟一般借款不一样。举个例子，在第二次世界大战中，由于租借法案，英国欠了美国的钱，最后在胜利的时候，英国不得不还它很多钱。虽然在会计角度上，美国欠我们中国的钱，但是实际上这是我们的投资，美国国债是我们的投资工具。前面我也讲了，过去由于我们双顺差，贸易顺差，资本账户顺差，我们有很多外汇储备。外汇储备很重要的一条，是要保持流动性和安全性。全球有什么东西能够符合这些要求？美国国债就是很重要的东西。讲了这个背景以后，现在

抛售美国国债可能把整个利率拉低，对于我们剩下的美国国债，就是自己伤害自己，对美国没有什么伤害，别人也能用。外国人是持有一部分美国国债，但大部分还是美国国内机构和居民持有的。在外国持有者当中，我们有的时候是第一。而且要注意在我们整个的对外资产中，国库券的比例在逐步下降。总之，这不是一个好主意。

李晓：我接着乔老师刚刚的看法，我非常同意他的看法。金融资产的安全性和流动性非常重要，现在最为安全的金融资产就是美国国债。美国国债的利率并不高，现在大概是 2%-3% 之间，原来更低，现在还高了一点，因为它能变现。金融危机爆发以后，非常有意思，对于美国国债的购买呈现断崖式增长，人家在股票市场赶紧跑。美国出了这么大事，为什么买？实际上我们被美元绑架了，在这个情况下没有办法不买。美国注入那么多资金救银行，无论 QE1 还是 QE2。这个时候只有一个办法，美国国债帮他们解套，也帮我们解套。在货币领域里，中国和美国的依赖已经达到很深的程度，把中国和美国放在一起就全部平衡了，这是非常有意思

的现象。

美国社会科学界特别喜欢研究一个问题，国家竞争力。80年代初期，关于国家竞争力的研究可以说达到了一个高潮。那个时候发现，由于美元从1981年到1985年大概升值了一倍水平，对于美国贸易的冲击非常大，这个时候美国政府的赤字又大，怎么办？这时候他们竞争力研究的结果是这样的，真正的自由贸易只有在工资成本相近的国家才能开展，所以它开始把矛盾移植到日本和德国。美国国会在1985年4月，具体法案我忘记了，对日本的单边贸易保护开始出现了，5月6月紧急出台了一系列对于日本贸易的法案，这就是当时的背景。发展到今天，看全球贸易发展史可以得到一个规律，特别是从鸦片战争包括东印度公司和中国的鸦片贸易，真正的自由贸易一定在相关国家法规制度非常相近时才有，否则长此以往一定会出现问题。特别在现在，全球贸易70%以上是中间产品的时候，自由贸易的本质是跨国公司贸易。在这个情况下，相关规则（包括补贴）越来越相近的过程中，才能真正开展对话。从这个基础上来讲，中国

被边缘化的可能性非常大。现在美国和加拿大、墨西哥，包括和欧盟签署零关税的可能性非常大。如果他们签的话，传统以国家贸易为中心的 WTO 体系就没有意义。

韦森: 我没有想发言，因为最近事情太多，从法国回来，接着从重庆到北京，从天津到日本。对于宏观经济形势和中美贸易战的看法，我在那边讲了三个小时，他们一直关注这个事情。去年在凤凰卫视的第一讲是我讲的，我讲过的一些话基本上都已经印证了。我讲过一个基本判断，包括写给上面的报告也是这么讲的，一个是要把防范金融风险放在第一位。第二是去杠杆防风险千万不能紧货币，要宽货币。我们回忆一下到 2017 年上半年我们整个国家货币政策是什么？紧货币。2015 年开始宽货币，到 2017 年开始紧货币，去年上半年才意识到紧货币去杠杆带来的问题。另一方面，我们企业的贷款这么大，我们利率这么高，日本负债这么大，但是利率很低。我们企业的杠杆在 190 多，更重要的是还贷款、还利息。做得最久的美联储主席，他说了一句话影响我这么多年，他说：货币政策像一

条绳子，只能拉，不能推。实质上现在你指望通过宽货币、降利率来推动中国经济增长，做不到了，但是错误的货币政策可以勒死经济增长。

邵宇：从货币政策的运用来谈，主要是我们赋予货币政策的功能太多了。我们央行通过准备金率，甚至对利率下达行政指标，甚至对银行的贷款下达一些命令，但是效果会受到现实的影响。本来财政经济可以更多运用。现在各级财政拨款单位的钱用不完，包括我们现在课题的费用都是挂在账上，还有很多行政单位都遇到这种情况，说明改革面临制度的瓶颈，改的难度比较大。

今天一个发言当中谈到美国现在不考虑还债，内在逻辑我赞同，但是这样的分析容易简单化。其实美国的国家信用，相对还是比较强的。美国的货币信用，和全球化因素有关系，美国可以保证它的货币价值在持有的过程中，尽管可能会不断稀释，但它的实际价值是以实物衡量的，不管是黄金还是石油等。所以人家才会愿意一直持有美元。另外美元提供的流动性，相比其他资产仍然有比较大的吸引力。这实际上是美国金融霸权、金融实力的

表现。我们不能简单认为美国的金融霸权是靠它的军事，靠它不讲道理，靠它的蛮横。如果抛售 1 万亿美元债券，美联储可以把它买进来，市场会出现短期的波动，但不会出现崩盘。理论上讲，用抛售美元债券打击美国实际上没有意义。货币的价值，在金融货币背景之下，毫无疑问是靠政府信用支撑的。在这样的前提下，我们今天应该加快推进人民币国际化，不要只有美元。但是如果这种政策过激的话，我们人民币的信用目前在全球还没有达到这样的水平时，对我们的负面影响可能会比正面影响还要大。成为国际货币就要承担国际货币的责任，你必须维护以你这个货币为载体的金融资产价格的稳定，而且你不能随便支出，必须实现开放市场的承诺。现在不管怎么样，只有美元没有任何障碍，欧元的自由度比美元低很多。我们过早提出人民币国际化，要同美元竞争取代美元，可能欲速则不达，我谈这一点感想。

何平：其实去年 11 月到 12 月中国连续卖出了美国债券，问题不是在于把它抛光。按照特朗普要求，理论上中国不会对美国有贸易顺差，咱们就假

设没有了。今年一季度我们是逆差，如果成为常态的话，就会逐渐耗尽我们的外汇储备。

乔依德：中美贸易战今后怎么走，现在很难说。不过有一个数字可以告诉你们，今年1到4月份，中国对于美国的出口下降了4%，但是中国从美国的进口下降的幅度超过这个，所以中国跟美国的顺差反而扩大了。不要忘了，外汇储备不完全根据贸易来的，还有资本跟金融账户。再补充一点，除了实物贸易，我们还有服务贸易，实物贸易顺差在减少，但是服务贸易逆差在增加。大家去国外旅游买东西，贸易额增长非常快。但是资本跟金融账户这个我们已经悄悄在做了，比如说MSCI中国指数，用很多方式希望外资进来。

邵宇：产业链一旦出去了，出现逆差的情况怎么办？

乔依德：现在携手外资共同应对。现在有一个PFI，还有证券投资，还有多发一点国库券。我觉得中央政府也是动脑筋的，还有对外投资大项目少做一点，钱少出去，尽可能收紧一点，收不紧的话，钱出去也是很快的。以上几方面结果怎么样很

难说。总归是出去的少一点，境外进来的尽可能多一点，对冲一下外贸顺差减少的趋势，这个也是没有办法的事情。现在对外直接投资下降很快，不要财大气粗。

何平：我说一下外汇储备构成，真正对外盈余2017年是1.3万亿，1.7万亿是外国在华企业和合资企业贡献的，并不是民族资本贡献的。

邵宇：我补充一下，我非常同意乔老师的概念。美国的很多做法不能用简单的商业行为解释，美国各方面的表现得已经非常明显了，就是要把你遏制在现在的这个状态，经济行为是在资源约束环境下，用最少的成本获得最大的收益。但现在是杀敌一万自损一万八都可以，只要我赢了，赢了就一切都好了。实际上人民币国际化在2016年已经走入一个低谷，人民币国际化是市场自发的结果，不是规定的结果。人民币国际化水平低，对外发债的融资很低，只有一条道路就是加税，现在给企业减税绝对都是临时的。在现在这种情况下如何获得可持续性资源，我对于外在环境的判断是非常悲观的，这是我个人看法。

韦森: 最后说一点, 我做货币做了至少七八年了, 但是不敢发言, 我胆子小。实际上我自己是做道德哲学、语言哲学、制度经济学的。我也写了大范围的中西方制度, 但是现在不能出版, 我把它放十年八年再说。未来我可能只做货币史, 我把这些材料放在这儿, 创新是你们年轻人的事。

乔依德: 今天的会开得很好, 我们非常荣幸和高兴地邀请到这么多专家, 都做了很好的发言。我觉得作为个人来说, 时间是有限的, 能力也是有限的, 知识也有限, 完全通过靠自己研究, 有些时候不那么有效, 今天在这里受到专家们的很多启发, 感谢大家! 我们今天的会就到此结束了, 再次感谢各位!

(以上内容根据录音整理, 未经本人审阅)