

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 143 期

143

2021 上海货币论坛
——货币制度和机构：演变和理论



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
二〇二一年十一月

序 言

上海发展研究基金会成立于 1993 年，是一个围绕发展问题进行政策性研究的非赢利的公益组织，旨在推动改革开放、服务实体经济。基金会的一项重要工作是组织各种公开或闭门的研讨会，为各方面的研究成果和政策见解提供交流的平台。

基金会每月举办一次“上海发展沙龙”，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，并与听众交流。沙龙已成为基金会有一个品牌。

基金会不定期地举办小范围的“中国经济的未来”系列座谈会，主要关注中国中长期发展的一些深层次问题，根据不同主题，鼓励不同观点的交流，提倡讨论和争辩。

基金会在每年的年中和年末举办两次“宏观经济论坛”，分析全球经济对中国的影响，判断我国当年的经济形势，展望来年的经济走势。

基金会每年与其他机构合办“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深入研讨。基金会每年还与其他机构合办

“上海货币论坛”，对货币问题进行研讨。

基金会每年举办“上海全球金融论坛”大型国际研讨会，邀请国内外著名专家学者对全球经济、金融进行研讨，这也已成为基金会有一个品牌。

我们把上述各类研讨活动的主要内容进行整理，编辑成册，称为“研讨实录”，不定期发行。在此过程中，我们尽量将研讨活动原汁原味地呈现出来，将有价值的见解与朋友们分享。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会举办的研讨活动能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会荣誉会长

A handwritten signature in black ink, appearing to read '陈震' (Chen Zhen), written in a cursive style.

编者的话

上海发展研究基金会、复旦大学经济思想与经济史研究所在 10 月 24 日共同举办了“2021 上海货币论坛——货币制度和机构：演变和理论”。

首先，上海市原常务副市长、上海发展研究基金会荣誉会长屠光绍作开幕致辞。加州大学伯克利分校经济学教授 Barry Eichengreen 在线上作主旨演讲“布雷顿森林体系后的 50 年：预料的和未曾预料的教训”。中国社科院学部委员，上海发展研究基金会学术委员会主席余永定作主旨演讲“我对布雷顿森林体系解体的若干思考”。

随后，中译出版社有限公司执行董事（社长）、总编辑乔卫兵作《货币论》的新书分享。国家外汇管理局副局长陆磊作关于新书《货币论》的主题演讲。

在“专题一：货币制度的演变”中，五位嘉宾发表了演讲：分别是中国钱币博物馆馆长周卫荣“论中国古代金属货币的本质”；北京大学经济史讲座教授李伯重“从铜钱到纸钞，从纸钞到银两：中国古代货币发展的‘早熟而又不成熟’”；江西财经

大学经济史副教授邱永志“货币制度史的结构化演进：比较视野下货币史中的他律与自律”；日本一桥大学经济史学教授马德斌“民国时期中国的金融革命”（线上）；中国银行原副行长、深圳海王集团首席经济学家王永利“货币制度的演变”。

在“专题二：银行、金融中介与货币”中，有四位嘉宾发表演讲，分别是：东方证券财富研究中心总经理、博士后工作站主管陈达飞“最大就业、平均通胀与美联储新货币政策框架”；浙江现代数字金融科技研究院理事长周子衡“数字货币的渊源及趋向——货币史视角下的货币数字化”；华东师范大学中国金融研究院学术专家、研究员胡月晓“中国货币由外生变内生”；广州商学院校长李晓“如何判断美元的国际地位”。

在“专题三：现代中央银行的建立及其意义”中，先由伦敦政经学院经济学教授 Charles A. E. Goodhart 在线上作主旨演讲“现金和央行数字货币的未来”。然后有三位嘉宾发表演讲，分别是上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德“现代中央银行：建立、演变和特点”；国家外汇管理局中央外

汇业务中心首席经济学家缪延亮“从货币史看建设现代中央银行制度”（线上）；中国人民银行金融研究所所长周诚君“危机救助中的财政和货币逻辑”（线上）。

专家学者们畅所欲言，讨论热烈，发表了许多真知灼见。

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

二〇二一年十一月十八日

目 录

会议概述	1
参会重要嘉宾	3
会议议程	5
开幕式	8
屠光绍致辞.....	10
主旨演讲	17
Barry Eichengreen: 布雷顿森林体系后的 50 年——预料的和未 曾预料的教训	17
余永定: 我对布雷顿森林体系解体的若干 思考.....	33
新书分享——《货币论》	41
乔卫兵:《货币论》简介.....	41

主题演讲	45
-------------------	----

陆 磊：《货币论》第一卷之观点.....	45
----------------------	----

专题一：货币制度的演变	63
--------------------------	----

周卫荣：论中国古代金属货币的本质.....	63
-----------------------	----

李伯重：从铜钱到纸钞，从纸钞到银两： 中国古代货币发展的 “早熟而又不成熟”.....	70
---	----

邱永志：货币制度史的结构化演进： 比较视野下货币史中的 他律与自律.....	84
--	----

马德斌：民国时期中国的金融革命.....	93
----------------------	----

王永利：货币制度的演变.....	97
------------------	----

专题二：银行、金融中介与货币	119
-----------------------------	-----

陈达飞：最大就业、平均通胀与美联储 新货币政策框架.....	120
-----------------------------------	-----

周子衡：数字货币的渊源及趋向—— 货币史视角下的货币数字化.....	132
---------------------------------------	-----

胡月晓：中国货币由外生变内生.....	144
---------------------	-----

李 晓：如何判断美元的国际地位.....	151
----------------------	-----

专题三：现代中央银行的建立及其意义.. 173

主旨演讲..... 175

Charles A.E.Goodhart: 现金和央行数字
货币的未来 175

乔依德：现代中央银行：建立、演变和
特点..... 187

缪延亮：从货币史看建设现代中央银行
制度..... 198

周诚君：危机救助中的财政和货币逻辑.. 208

会议概述

货币作为市场交换的一种交易媒介和支付手段，是人类经济社会运作一种必要且必须的制度构件。从世界文明史和各国货币制度史来看，尽管在有历史记载的人类社会中均存在着货币，但是在不同国家和文明的历史时期中，货币却采取过多种多样的存在形式。白银、黄金、贝壳、大石轮、布帛、金属铸币、纸币、支票、银行卡、到手机二维码背后的电子记账数字，都曾作为市场交换的媒介而充当货币。更为重要的是，在这些不同材质的货币背后蕴含着不同的货币制度。

从历史上看，货币制度大致上可以认为经历了金属铸币、代表货币（本位下的货币）和信用货币这几个阶段。人类社会的货币制度怎样演变的？又是如何发生的？货币的发行也从一般的金融机构到中央银行。这些变化是否有规律？我国十四五规划提出要建立现代中央银行制度，现代中央银行制度意味着什么？它包含了哪些主要的内容？近年来全

球又出现了数字货币，无论是私人数字货币还是央行数字货币，都已经对现代社会的经济运行形成了某种冲击。这些数字货币会对货币制度和货币机构产生哪些影响？未来的货币制度又将会如何演变？以上这些问题都是我们所关心的，也正是本次货币论坛要研讨的内容。

参会重要嘉宾

屠光绍 上海市原常务副市长、上海发展研究基金会荣誉会长

余永定 中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席

陆 磊 国家外汇管理局副局长

王振营 上海黄金交易所总经理

Barry Eichengreen 加州大学伯克利分校经济学教授

Charles A. E. Goodhart 伦敦政经学院经济学教授

* 以下按照姓氏首字母排列

陈达飞 东方证券财富研究中心总经理、博士后工作站主管

何 平 中国人民大学金融学院教授

胡月晓 华东师范大学中国金融研究院学术专家、研究员

马德斌 日本一桥大学经济史学教授

李伯重 北京大学经济史讲座教授



- 李 晓 广州商学院校长
- 乔卫兵 中译出版社有限公司执行董事（社长）、
总编辑
- 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
- 邱永志 江西财经大学经济史副教授
- 王永利 中国银行原副行长、深圳海王集团首席经
济学家
- 韦 森 复旦大学经济思想与经济史研究所所长
- 徐明棋 上海国际经济交流中心副理事长
- 周诚君 中国人民银行金融研究所所长
- 周 皓 清华大学五道口金融学院教授、南方科技
大学商学院院长
- 周卫荣 中国钱币博物馆馆长
- 周子衡 浙江现代数字金融科技研究院理事长

会议议程

时间	内容
2021 年 10 月 24 日	
08:30-09:00	会议签到
09:00-10:00	开幕式 主持人：乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
开幕式致辞 屠光绍 上海市原常务副市长 上海发展研究基金会荣誉会长 主旨演讲 （线上） 演讲嘉宾：Barry Eichengreen 加州大学伯克利分校经济学教授 演讲题目：“布雷顿森林体系后的 50 年： 预料的和未曾预料的教训” 主旨演讲 演讲嘉宾：余永定 中国社科院学部委员 上海发展研究基金会学术委员会主席 演讲题目：“我对布雷顿森林体系解体的若干思考”	
10:00-10:30	新书分享——《货币论》 新书简介 乔卫兵 中译出版社有限公司执行董事（社长）、 总编辑 主题演讲：陆磊 国家外汇管理局副局长
10:30-10:45	茶歇

时间	内容
10:45-12:30	专题一：货币制度的演变 主持人：韦森 复旦大学经济思想与经济史研究所所长 演讲嘉宾：周卫荣 中国钱币博物馆馆长 演讲题目：“论中国古代金属货币的本质” 演讲嘉宾：李伯重 北京大学经济史讲座教授 演讲题目：“从铜钱到纸钞，从纸钞到银两： 中国古代货币发展的‘早熟而又不成熟’” 演讲嘉宾：邱永志 江西财经大学经济史副教授 演讲题目：“货币制度史的结构化演进： 比较视野下货币史中的他律与自律” 演讲嘉宾：马德斌（线上） 日本一桥大学经济史学教授 演讲题目：“民国时期中国的金融革命” 演讲嘉宾：王永利 中国银行原副行长、深圳海王集团首席经济学家 演讲题目：“货币制度的演变”
12:30-14:00	午餐（酒店 2 楼城市节奏餐厅）
14:00-15:30	专题二：银行、金融中介与货币 主持人：王振营 上海黄金交易所总经理 演讲嘉宾：陈达飞 东方证券财富研究中心总经理、 博士后工作站主管 演讲题目：“最大就业、平均通胀与美联储新货币 政策框架”

时间	内容
演讲嘉宾: 周子衡 浙江现代数字金融科技研究院理事长	
演讲题目: “数字货币的渊源及趋向 ——货币史视角下的货币数字化”	
演讲嘉宾: 胡月晓 华东师范大学中国金融研究院学术专家、研究员	
演讲题目: “中国货币由外生变内生”	
演讲嘉宾: 李晓 广州商学院校长	
演讲题目: “如何判断美元的国际地位”	
15:30-15:45	茶歇
15:45-17:45	专题三: 现代中央银行的建立及其意义 主持人: 徐明棋 上海国际经济交流中心副理事长
15:45-16:15	演讲嘉宾: Charles A. E. Goodhart (线上) 伦敦政经学院经济学教授 演讲题目: “现金和央行数字货币的未来”
16:15-17:45	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: “现代中央银行: 建立、演变和特点” 演讲嘉宾: 缪延亮 (线上) 国家外汇管理局中央外汇业务中心 首席经济学家 演讲题目: “从货币史看建设现代中央银行制度” 演讲嘉宾: 周诚君 (线上) 中国人民银行金融研究所所长 演讲题目: “危机救助中的财政和货币逻辑”
18:00	晚餐 (演讲者及邀请者)

开幕式

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位领导，各位来宾，各位新老朋友，2021 上海货币论坛现在开始。上海货币论坛是由上海发展研究基金会与复旦大学经济思想与经济史研究所共同举办的。今年是我们第三次举办，我跟韦森老师商量，以后每年都要办。为什么要办这个货币论坛？因为我们觉得货币太重要了，如果说金融是经济的核心，那么货币是金融的核心，这是第一。第二，货币问题好像简单，实际上很复杂，争议很多。第三，新的货币现象、货币形式又出现了，我们还有很多未知的领域要探索，所以我们要办下去。大家从会议手册中也看到，我们是一个平台，让各方面的研究者能够交流，既有专门研究历史的，也有在现实中跟货币打交道的，还有金融机构的领导。我相信我们的论坛既不是纯学术的，也

不是对政策的解读和宣传，我们的发言是以学术为基础的，但是带有长期政策考虑的内容。对于听众来说，我希望也相信大家会有所收获，用我们通俗的话，我们这个会是有干货的。下面我们以热烈的掌声欢迎主办方领导屠光绍市长给我们致辞，大家热烈欢迎。

屠光绍致辞

屠光绍（上海市原常务副市长、上海发展研究基金会荣誉会长）：各位来宾，各位朋友，非常高兴我们又欢聚一堂。首先我要解释一下，让我来代表主办方，我代表咱们基金会还是可以的，因为老乔封了我一个荣誉会长。主办方还有复旦大学经济思想与经济史研究所，后来我想了半天，我勉强也可以代表一下，因为我也在复旦那里做兼职教授，我过去跟复旦的来往还是非常多的，韦森教授我可以代表一下，我必须要他的授权。所以我正式代表主办方，向各位嘉宾、各位朋友，来参加这样一个非常有意义的论坛，表示热烈的欢迎。

我虽然从事经济工作、金融工作的时间很长，但是确实来讲我对货币问题没有多少研究。今天来参会的有我们研究货币问题的一些大咖，还有一些有名的学者、功力很深的专家，很多都在我们这

个论坛上。我想不在最后说了：预祝我们论坛圆满成功，我有信心，我们这个论坛一定是个成功的论坛。

我想既然致辞总归要稍微说几句，但是我讲的时间不会很长，因为后面大家讨论的内容更加重要。我主要想谈三个重要性。

第一个重要性，货币是一个极为重要的问题。刚才老乔说了，为什么上海发展研究基金会要把这个论坛变为每年的货币论坛，因为它太重要了，有四个方面。第一，它是老问题和新问题的相互交织，货币问题一直是大家非常关注的问题，而且从有了商品交换就有了货币。随着市场经济的发展、商业社会的发展，货币形态在不断变化。过去大家一直都在对货币的问题进行研究，但是到了今天，我们又不断遇到了货币产生的新问题，包括货币形态的问题。当然我们现在也研究当代的货币理论，所以它是老问题与新问题的交织。

第二，货币问题又是国内国际问题的相互影响。随着整个全球化，随着全球资金的流动、经济的合作或经济的融合，很难想象一个国家的货币问

题跟其他国家没有关系。当然，主要经济体货币政策的影响更大了，正因为如此大家都关注主要经济体货币的问题，要研究自身的货币政策怎么应对好国际主要经济体的货币政策。所以国内和国际问题是相互影响的。

第三，货币问题不光是一个货币问题、金融问题，它又和经济、社会相互关联。货币很快高大上，但是也很草根，每个人都跟货币有关系，都离不开货币。所以货币金融既与我们的货币当局，又与我们老百姓每个人、每个家庭密切关联。

第四，货币问题确实是理论和实践问题的相互渗透。我们谈货币问题的时候绝对不能离开货币具体的应用实践，如果我们仅仅研究实际的这些情况，但是没有一个理论的高度，就很难把握住货币现象和货币发展趋势。

第二个重要性，货币问题的研究对我们金融界也好，对我们经济界也好，对我们学术界也好，又是一个极为重要的任务。尤其是对我们很多专家、朋友来讲，是一个极为重要的任务，这个任务主要是在三个方面。

第一，你首先要解释这些现象，为什么会有这些现象。当然货币的现象很多，从货币当局的货币政策，一直到货币的具体形态，包括每个人使用货币的方式，还包括国际间资金的流动等货币现象。你首先要去解释这些现象，而且不光是解释，还要令人信服地来接受你的这个解释。科学研究，科学探讨，当然就需要解释这些现象，这是前提。

第二，为什么研究很重要呢？因为在分析、解析、解释这些现象的基础上，你还要厘清关系。在厘清关系的过程中，才能把握它的动态，从而理解它的结构，更好地分析它的趋势。

第三，它有很重要的实践意义，它要指导实践。你分析了现象，厘清了关系，知道货币关系到大的动态、大的趋势，能够运用好我们对货币的研究，更好地指导货币政策和货币发展的实践。这样一个指导实践，无论货币政策也好，或者我们对货币的运用也好，都会有非常重要的意义。从高大上一点说，我们货币政策、货币当局，包括国家一些大的政策，就有更好的支撑。从更广泛一点来讲，也是造福于我们的社会，甚至于每个居民家庭。它

有非常重要的实践意义，所以货币问题尤其对金融界、经济界、学术界、理论界都是非常重要的。

第三个重要性，就是我们上海发展研究基金会是一个非常重要的促进货币问题研究的平台。我说这是重要的平台，是有依据的。我现在是上海发展研究基金会的荣誉会长，之前我虽然没有什么头衔，但是实际上大概一二十年里我在很多场合参加基金会举办的活动，我的印象是我曾经参加过货币论坛至少两次。老乔说将来要年年办货币论坛，我想他是有依据的，为什么呢？因为货币问题一直是上海发展研究基金会一个非常重要的研究内容，所以他已经搭建了一个研究货币问题重要的平台。首先是它有基础，其次是它有人脉。大家都看到了，今天来的都是在货币研究问题上非常有影响力的专家和学者，还有金融界的一些精英。这一个不是单向的、单维度的平台，而是由各方面构成的。我们过去搞了几次，有货币政策的管理部門，也有金融的監管部門，還有金融界的這些領袖，也有很多的專家學者，能夠很好地從不同角度、不同維度來研究貨幣問題。第三，在上海研究這個問題有深刻的

意义。上海作为一个金融市场，货币问题本身就凸显其重要性。在上海这个地方对货币问题的重视，对货币问题的关注，有历史的渊源。现在上海搞国际金融中心，隐含一个重要的内容就是货币的问题，上海国际金融中心恰恰就是要打造以人民币来定价的全球资产管理中心。境外投资者要参与上海国际金融中心的金融市场，都会面临货币的问题。上海发展研究基金会就在上海，就是立足上海，所以也有它的地利。

我就提这三个重要性。乔会长有这样一个计划，在各位朋友、各位嘉宾的共同支持下，我相信老乔你想每年搞论坛，应该没有问题的。今天特别重磅的是陆磊局长的书，书的序言我已经读了，这本书已经先声夺人了，为什么呢？第一，这确实是关于货币问题的最新研究成果，大家肯定关注。第二更重要的，陆磊局长这样的身份出这样一个著作，确实会引起更多的注意，当然我相信他是从专家角度来做这个研究的。我们既有货币问题的研究，又有这样一个重磅的著作，我觉得我们今天一定是收获满满的。

最后，再次感谢大家来参与这个论坛，谢谢大家。

乔依德：非常感谢屠市长对作的热情洋溢的致辞，我也相信我们以后举办货币论坛，屠市长还能来给予指导，谢谢。

今天是 8 月 15 号，可能大家对这个日子不是太关注，其实今年 8 月 15 号是布雷顿森林体系垮台 50 周年。1971 年 8 月 15 号，美国总统尼克松宣布美元跟黄金脱钩，这个事件有深刻的意义，当时并没有立即被大家所认识，但它后续的影响已经或将继续延续很长的时间。今天我们非常荣幸和高兴地邀请了美国加州大学伯克利分校经济学教授 **Barry Eichengreen**，他在这方面是享誉全球的专家，出了好几本书，好多书都已经翻译成中文了，在我们研究领域可以说是人手一册。他今天演讲的题目是“布雷顿森林体系后的 50 年：预料到的和未曾预料到的教训”。下面我们以热烈的掌声欢迎他通过视频给我们作主旨演讲。

主旨演讲

Barry Eichengreen：布雷顿森林体系后的 50 年——预料的和未曾预料的教训

Barry Eichengreen（加州大学伯克利分校经济学教授）：大家好，首先我想说我要感谢上海发展研究基金会，我也很高兴能看到一些老朋友的面孔，虽然只是通过视频见面。之前主办方要求我讲讲布雷顿森林体系倒塌后的 50 年后，我们对于国际货币体系有什么样的理解。

这张照片是 1971 年在布雷顿森林拍摄的，是在 50 年之前，中间的是尼克松，他当时宣布关闭美元兑换黄金窗口，也就意味着布雷顿森林体系的解体。这张照片上可以看到很多他的顾问，在他右边的是财长，他说“美元是我们的，问题是你们的”。在他的右边是美联储总裁，他曾经断言“货

币政策与通胀没有关系，也不会产生任何的影响”。在尼克松的另一边，是当时的劳动部秘书长，另一位是经济顾问。



图 1：1971 年宣布关闭美元兑换黄金窗口之时，
尼克松和他的顾问们

1944 年的布雷顿森林会议，建立起了布雷顿森林体系，这是一次非常特别的会议，世界上第一次推出了一个全球货币体系。这是各国都同意的，在会议上达成了一致意见，它也反映着当时的特殊环境。1944 年是美国单极化格局的时间，当时美国是

最有影响力的经济体，将要成为二战的战胜国。社会经济学家认为这是一个非常惊人的共同体，很多专家彼此达成了一致意见，认为国际货币制度应该是这个样子。1944 年二战仍然还在进行中，达成这样一个协议就显得格外重要。

大家可以去思考一下，这些情况已经不复存在了。所以我觉得，如果现在还要有另外一个布雷顿森林会议，是很不可能的，但是我们研究它还是很有意义的。因为在 20 世纪，发达经济体的增长速度比此前都快，那么就出现了一种假说，说布雷顿森林体系应该为 30 年的经济辉煌起到了重要的作用。我们现在的的问题是，现在的世界有多么的不同。有些作者写了一些论文，他们认为如今的国际货币制度和布雷顿森林体系没有什么大的不同，如今的汇率也并没有那么灵活，新兴市场包括中国也维持着资本的控制，这和当时布雷顿森林体系的程度差不多，而如今美元仍然是国际货币和储备货币，就和当年的状况一样。

我不同意这种观点。发达国家市场的货币和金融环境，由于资本管制的全面取消，今天的情况与

布雷顿森林体系完全不同。尽管一些新兴市场仍对国际资本流动保持着控制，但近年来乃至几十年来资本流动性的上升仍具有重要意义，中国就是一个很好的例子。后布雷顿森林时期，新兴市场在民主和共和政治制度下的人口在世界人口的比例有所增加，这为资本账户自由化造成了压力，也为将政策只是导向稳定汇率造成了压力。因此，与布雷顿森林体系相比，今天对汇率灵活性的需求更大。

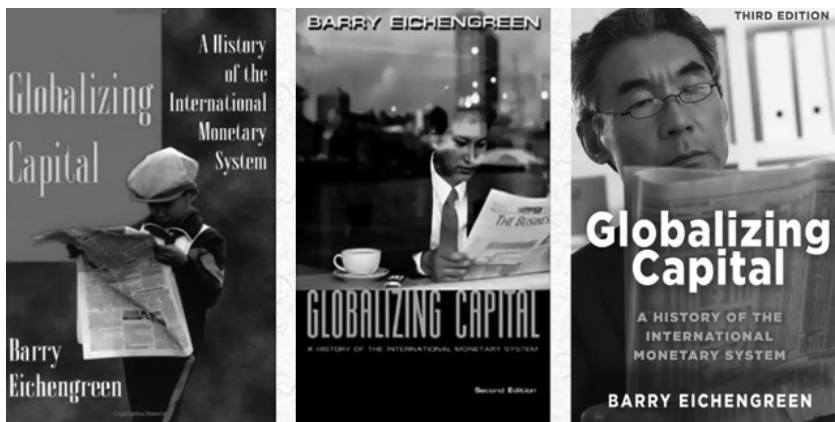


图 2：《Globalizing Capital》的不同版本

我 1998 年出版了一本书，左边是 1998 年第一本书的封面，在封面上我的编辑有先见之明地让一个中国男孩阅读一份财经报纸。中间是 2008 年的版本，大家可以看到当年书上的小男孩已经长大

了。右边是第三本，2018 年出版的，这位男士快要退休了。

布雷顿森林体系的解体有一系列的大家之前没有预料到的结果。首先它带来了一种现象，就是进出口相对价格的变动更大了，这是当时大家没有预料到的。但是实际汇率的变化并没有压抑国际贸易的发展。可能是因为进口商和出口商找到了自我保护的新的方法，即使汇率波动非常大。

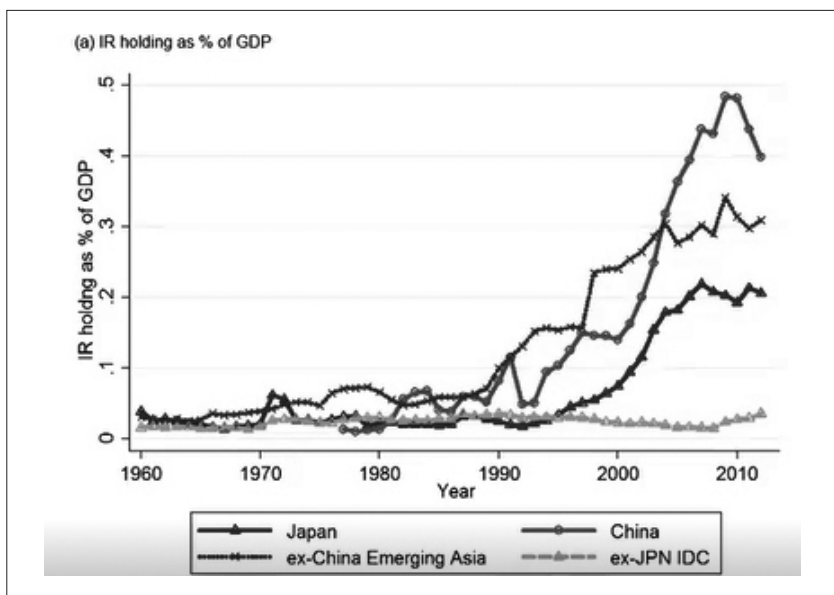


图 3：各国的外汇储备

第二个大家没有预料到的后果是，大家认为外

汇储备会下降，但事实上并没发生（图3）。当时很多人预言说，现在各地央行已经不必盯住汇率了，他们不再需要同等水平的外汇储备来干预外汇市场，但事实上央行们还是在购入外汇储备，这样可以抵消资本流动带的后果。外汇储备甚至在布雷顿森林体系解体之后上涨更快了。

第三个大家没有预料到的现象是，汇率的波动并没有想象的那么广。很多人都认为，大部分经济体在布雷顿森林体系解体之后，都会有更大的汇率波动。解体后有所谓的两极观点，即一国要么向自由流动汇率的一端，要么向固定汇率一端，没有人维持在中间。但事实上大部分都留在了中间，而不是两极。

另外一个没有预料到的后果是，灵活汇率的作用没有大家想象的那么强。当时大家预言说浮动的汇率可以抵御外部风险，各国也不会那么容易受到外部环境的影响，包括外汇汇率和外部环境的改变。但是事实的展开和大家的预想不一样，外部市场的波动还是通过汇率的波动影响到各个经济体。

接下来我们要看一下特里芬困境并没有消失，

只是稍微改变了表现形式。在 21 世纪的特里芬困境，意味着外汇储备在全球范围内主要以美国国债的形式存在，但是世界其他经济体的增速超过美国时，美国就无法继续无限期地维持这种安全且有流动性的国债，没有办法以需求的规模来提供。如果美国持续发债，这些外汇储备就不会被视为安全的资产，那么就有了特里芬困境，这意味着现在的全球货币制度就像布雷顿森林体系一样有内在的缺陷。

我们再来看看未来。当前我们显然存在一种张力，就是多极世界格局和美元主导的货币制度之间的张力，我们有必要从这种特里芬困境中走开，去扭转现在美元主导的货币制度。大家有一种印象，美国越来越不可靠，作为一个货币方和合作伙伴越来越不可靠。韩国和日本有很多的储备货币都是美金，他们会和美国进行贸易，在美国本土进行投资。而美国对于此类国家有一种防范的态度。后果是在特朗普时代和现在的拜登时代，美国越来越多地被认为是一个不够可靠的合作伙伴，所以各国现在面临一种压力，要去寻找另外的货币储备，而不是美

元，现在这已成为一种越来越普遍且急迫的观点了。

But what alternative?

- Other national currencies with big platforms?
- (“I’ll keep arguing this until I’m right...”)

EXORBITANT PRIVILEGE

The Rise and Fall of the Dollar
and the Future of the
International Monetary System

BARRY
EICHENGREEN



图 4：有什么其他的选择？

还有什么其他的选择呢？接下来我会讲几种可能性。首先，我对于 SDR（特别提款权）是持怀疑态度的，因为在商业或金融上并没有对 SDR 的使用，央行也没有使用 SDR 的意愿，央行没有动力去储备 SDR；私有市场用的是美金，而不是 SDR。美联储可以增发美金提供给全世界，这是短短一个周末就可以完成的。IMF 没有能力在短短的一个周末内就增发 SDR，因为需要各国政府的批准，这个流程非常复杂，很难满足金融危机出现之后的迫切

需要。只要我们没有一个全球统一的政府，我们就没有可能让 IMF 在短短一个周末的时间因为面临紧急状况就大量发行 SDR。

有可能的其他国家货币，我想是欧元和人民币，我在 2011 年出版的书里讲到了这两种可能性，我说欧元和人民币至少会成为美金的竞争者，确实也在朝着这个方向发展，我也会不断提出这个观点，直到所有人都相信我说的是真的。但是为了自我保护，我不会说到哪一天欧元和人民币与美金实现同等地位，我不会给出具体的日期。

至于人民币，资本控制是一个因素，限制了货币的短期流动性，同时还有一些政治上的考量。所有历史上的国际货币都是来自一个共和国，从威尼斯开始，日内瓦、佛罗伦萨，这都是历史上的一些共和国，以及 19 世纪的英国、20 世纪的美国。拥有各地央行想要持有的国际货币的国家，都要能够实现一种政治上的制衡。但是对于中国来说，情况稍有不同，中国持有的外汇储备来自那些有独立央行的国家，他们的央行跟政治是相对独立的，对于中国来说不是完全如此，这可能会是人民币国际化

面临的一种挑战。

对于加密货币，还有央行数字货币，在未来有可能成为国际储备货币的形式吗？我不这样认为。首先是比特币的波动性太大，所以它作为外汇储备货币的吸引力不够强，有越来越多的国家像中国一样对比特币进行打击。USDCoin 的波动性没有比特币那么强，但是它随着时间推移的稳定性现在还说不好。现在大家持有的泰达币，流动性没有比特币那么好。其他的都有稳定性不强的忧虑，因为它们可能没有办法维持盯住汇率。

央行数字货币呢，如果我们要在跨境交易中使用，这个形式还远远不够直接。我们会有经纪人、会有交易方，然后变成一个存款证明，转化成一种央行数字货币。另外的一个选择是单一区块链平台，在这个平台上数字货币可以进行流通和循环。由谁来监管和提供技术呢？如果 120 个国家的央行在这个平台上同时运作，就可以实现电子货币的交换。我想在我们的有生之年，应该是很难看到这点实现的。

对于电子人民币，我认为有同样的结论，电子

人民币会在中国流通，它会取得硬币和纸币在国内交易的场景里可以实现的功能，但是它只能由中国公民使用以及短暂访问中国的外国游客使用，没有办法在国外使用。所以它只限于小型的零售场景，它也没有办法和其他国家央行的数字货币进行互相的操作，所以它只能作为本土的支付手段，不会改变国际货币的体系，这是我的观点。

总结一下，我们现在和布雷顿森林体系时期相比是更好、还是更差了呢？我不知道这个描述好不好，我们作为经济学家有一种积极性的表述，对于我来说这个表述是：虽然我们看到一种和布雷顿森林体系的相似性，如今和当年的相似性，我们现在的体系还是与布雷顿森林体系显然不同的。我们有更高的资本流动性，更少的管制，政治上有更高的民主程度，整个世界经济的格局也更加的多极。整个世界经济的格局与当年有非常多的不同，这意味着我们不会重新回到布雷顿森林体系。

虽然这么说，布雷顿森林体系类似的张力依然存在，我们现在看到美元主导性和多极经济格局之间的矛盾，21 世纪的特里芬困境。美国的经济在世

界格局下会面临更多的挑战，美联储采取了很多相应的政策，但是我们不知道在未来美联储的能力和责任心会是一个什么样的程度。我认为短期内现存的张力没有办法马上得到解决。我只是相信欧元和人民币会更加有可能成为国际货币。我们也希望美联储也能够意识到自己的国际责任。我无法保证这些事情都会发生，我对于国际货币制度的演变有一些担忧，我相信未来还有很多的困难等着我们。

这就是我今天想要和大家分享的内容，谢谢大家。

乔依德：非常感谢 Barry Eichengreen 教授，我觉得他做了一个非常精彩的演讲，他的内容差不多涉及到大家关心的方方面面，就像他以往所做的演讲一样，主题非常明确，条例清楚，我们非常感谢。下面我们还有一点时间可以提问。他刚才演讲中提到的两本书都已经翻成中文了，大家可以去看。我为乔社长做个广告，最近在美国出了一本书《戴维营的三天：1971 年的秘密会议如何改变了全球经济》，中国出版集团乔卫兵社长已经把这本书的版权买下来了，现在正在翻译，我建议这本书的

名字可以改为“改变世界经济的三天”。下面我们有一点时间，大家可以提问。

王永钦: Barry Eichengreen 教授，你认为在后布雷顿森林体系中我们有更多的增长空间吗？怎么看金本位之后，金融变得更稳定还是更不稳定了？在经济增长方面，它是促进了经济增长，还是不如过去的方式？按照你的研究，金本位是一种金色的镣铐，去掉了金本位可能更刺激经济增长，但是也可能刺激经济波动，你对增长、经济周期和经济波动如何评价？

Barry Eichengreen: 有好几个重要的问题，一是金融系统的增长和经济增长的角色，经济学家是有一致意见的，金融发展有助于经济增长，但是同时可能也会带来一些不稳定的后果，比如说高负债和地产，可能会拖经济发展的后腿。2008 年我们在美国已经遇到了这个问题，中国也面临着某些意义上相似的问题。在 2021 年。金融系统整体上有没有变得更稳定呢？我不这么认为。我觉得管制方和经济学家对于过去有很多的研究，最近美国对于银行进行了一系列的管制，但是我们现在又看到其他

类型的金融问题，比如说加密货币，管制方已经尽快跟上最新的变化，但是永远是滞后于金融市场最新发展的。

李晓：非常感谢你精彩的发言，我的问题很简单，你一直从经济学家的视角看国际货币制度，货币从国际体系来看它权力的问题，如果从国际政治经济学视角来看，是更加复杂的问题。从货币史角度来讲，国际货币有不同的层次，你任务欧元和人民币是哪个层次，能够替代美元层次的国际货币吗？你从权力的视角，怎么看待美元未来的前景？

Barry Eichengreen：这是一个很好的问题，我讲到国际货币，我看的是发行国家的规模，经济水平，金融市场的流动性，以及国家的安全程度，所以四大前提是规模、安全、流动性、稳定性。所有国际货币的发行国，我讲到威尼斯、日内瓦、英国、美国，都是他们时代领先的力量，所以他们可以通过货币来投射自己的力量，这符合货币作为国际货币的一个身份。

有些人会对欧元有怀疑态度，因为欧元区没有自己的军事力量，那么大家就会说，欧元是否足够

安全，欧元区是否足够安全？在我的演讲中也提到，在我自己的经验中，各地央行会不成比例地持有合作国家的货币作为外汇储备，这可以帮助他们防范地缘政治的风险。如果美国被视为一个不够可靠的同盟国，那么传统意义上的盟国就会减少美元的持仓。我认为在未来美元会经历更多的竞争，来自欧元和人民币的竞争，我不认为美元会作为一种国家货币消失在这个体系里。美元的国际地位挺过了特朗普的任期，并没有被削弱，虽然说特朗普是一个非常疯狂的总统，四年任期间做了很多疯狂的事情。如果说美元挺过了特朗普的任期，它也可以挺过更多的挑战。

陆丁：50年前是一场危机导致了布雷顿森林体系的垮台，你是不是预见未来会有一场怎样的危机，使得目前的体系发生根本的变化，有没有这样一种可能性？

Barry Eichengreen：我的想法是，没有什么危机是会彻底颠覆我们现有的体制。如果美国有一个非常重大的错误经济政策，所有央行都不愿意再持有美金了，那可能会引起一场全球危机。全球的领

导人也需要去思考一下怎么设计出一个新的货币制度，也许是一个基于人民币或欧元的体制，或者是基于 SDR 的体系，但是这是一场非常糟糕的危机，会让整个国际体系彻底颠覆。我倾向于认为我们可以避免这样的全球性危机，不会有 2008 年金融危机程度那么严重的危机，这是我倾向的看法。在国际货币体系下，一切都有可能发生，但是我希望这种规模危机发生的可能性非常低，我也希望国际体系会不断演进，而不是突然一下子迎来一个颠覆式的改变。

周子衡：请问你认为数字美元会是一个未来的前景吗，会是一个好的方法吗？

Barry Eichengreen：首先我认为美国会非常缓慢地采取央行数字货币的策略，会远远晚于 PBOC 的速度。我之前也讲到，我不认为央行数字货币会改变国际货币体系，它们主要会用于小规模的一些零售场景，游客，比如说我这样的教授去外国参会时可能会用一下，不会用于大型的商业交易。跨国金融或经济交易不会用到数字货币，因为在这些高价值的交易中，不管是公司、银行、还是国家，都

会用银行体系来进行支付，这些支付体系依然是主流。我不认为数字货币会有国际上的影响。虽然我们会看到更多央行数字货币在境内的使用，很多国家都会有境内的使用，但是数字美元也不会是领军者，美国在这一个方面应该是落后于其他国家的。

乔依德：由于时间关系，Barry Eichengreen 在加州现在已经是晚上 7 点，所以他的演讲只能到此结束。我们再次以热烈的掌声对他精彩的演讲表示感谢。祝你度过一个很愉快的晚上，那边还是周末，这个演讲到此结束。他讲的东西非常精彩，以后我们会整理出来。国内觉得我们用了数字人民币，人民币就可以国际化了，不是这样的，他讲的非常清楚。下面我们以热烈的掌声欢迎大家的老朋友余永定教授给我们做精彩演讲，是关于布雷顿森林体系垮台后的几点看法。

余永定：我对布雷顿森林体系解体的若干思考

余永定（中国社科院学部委员，上海发展研究基金会学术委员会主席）：谢谢大家，因为时间的

关系，咱们的重头戏是陆磊，所以我争取 5 分钟讲完，虽然我准备了 20 分钟的发言内容。

在读货币史的时候，我曾经有一个非常大的困惑，就是布雷顿森林体系崩溃了，为什么呢？因为大家怀疑美国不能够坚持 35 美元换一盎司的承诺，所以大家抛美元。布雷顿森林体系崩溃了，美元不跟任何东西挂钩了，原来是黄金汇兑体系，现在成了美元本位。美元就是一张纸，结果美元稳定了，汇率稳定状态上升了。我说这是怎么回事，这人不是有病吗？后来我认识到布雷顿森林体系崩溃不是对美元信心的崩溃，而是对 35 美元兑一盎司黄金承诺的崩溃，不承诺不就完了吗。所以正像 Barry Eichengreen 说的，我们很多观点都非常一致。

在这个时候最关键的是投资者对美元是否有信心，这个信心从何而来呢？强大的军事力量、强大的经济力量，非常强的外交，还有种种的东西，包括它的意识形态，好莱坞大片等等，把你搅糊涂了，我就是相信美元，在这种情况下美元可以继续存在，他就可以印，当然也不是乱印。过去 50 年基本上还是坚持了一种承诺，还有一种自我约束，

虽然这个约束完全是美国自己的约束，他想约束自己就约束自己，他不想约束，美元霸权地位就结束。他自我约束，投资者也愿意持有美元，总体来讲混到现在了。

但是我觉得美元这种可令人信任的地位是在逐渐动摇的，一个关键的转折点是 1980 年代初，美元给全球贸易提供流动性，原来是靠什么呢？是靠资本项目逆差提供的。过去有人误解，认为美国是通过贸易逆差，不是，它是通过资本项目逆差提供美元，这是什么含义呢？美国作为一个债权人，给你提供美元，但是在 1981 年之后情况发生了变化了，他靠经常项目逆差来提供美元，这时美国是作为一个债务人来提供美元的。所以说纯粹发一个借条，你对美元还有信心吗？还有信心。但是借条积累到一定程度的时候，你应该要考虑考虑了，都是借条，最后能不能兑现？法国对这个问题非常敏感。我自己有几个大问题，我们需要对美元不再相信。

第一，美国现在的国际收支长期累计，导致了它的净债务超过了 15 万亿美元，是美国 GDP 的 70%，这换到另外一个国家早垮台了。但是没办

法，美国就是美国，这样的情况下还没有抛美元。然后美国的国债越来越多，现在已经超过了 GDP 的 100%，根据美国国会的预测，在 2050 年超过 200%，预测是越来越多的。它的净外债越来越多，然后它的国债对 GDP 的比越来越高。还有 QE，从 8000 亿美元到 8 万亿美元，从 2009 年喊退出，一直到现在越退越多，但是怎么平稳退出在世界上是没有经验的。所有这些都提示我们，要警惕美元是否可靠。美国就是两大法宝，原子弹和美元，美国要保这个东西是没有疑问的。但是因为美国国内的经济状况，由于全球经济政治力量的对比发生了变化，美国政府是否能够以负责任的态度发行美元，提供全球流动性，这是很大的疑问。

另外，美元之所以维持这么长的霸权地位，之所以在这么高的外债情况下维持这么久，发展中国家包括中国功不可没，因为我们积累外汇储备。我上学的时候，我从老师那里得到的信息就是，在后布雷顿森林体系下我们不需要外汇，一个国家只要有信用，就可以从国际金融市场融到资。但那个时候我们突然发现融不到资，于是所有发展中国家

都改变了，开始不断积累美元。这是一个非常重要的论点，发展中国家不得不大量积累美元，增加外汇储备，来维持汇率的稳定，维持国内金融的稳定。另一方面，Barry Eichengreen 提到了，我就是要积累黄金，就是要积累外汇储备，看到钱越来越涨，就越高兴。发展中国家要保持经济增长，维持低汇率，就需要不断干预外汇市场，这是导致发展中国家外汇储备不断增加的原因。现在全球外汇储备总额大概是 12 万亿美元，是全球 GDP 的百分之 20 几，非常高了。你发票子，我收你的票子，我也不买你的东西，发展中国家包括中国的这样一种态度，也使美元的霸权定位能够继续维持一段时间。

最后我想强调一点，我刚才所有讲的东西都没有涉及到国际政治问题。我们现在不得不考虑地缘政治。拜登之后是谁，咱们搞不清楚，2013 年 12 月他就有一个警告，说中国和美国的冲突一旦到来，美国就会把中国从世界贸易体系中剔除出去，美国还可以扣押相当一部分的中国资产。咱们现在还面临着这么一个问题，在特朗普政府下这不但是可能，而且是非常可能，而且我们很多银行在美国

已经被美国耍无赖了，罚款了，建行罚了，农行肯定要罚了。当时我说干脆走人算了，干嘛要交罚款？不行，咱们都得在美国站住，所以我认罚。我不是出于政治偏见谈这个问题。

《经济学家》杂志在 2012 年发过一篇文章，这个世界上最大的勒索者是谁？是美国的金融当局，就跟警察罚款一样，事前不告诉你什么问题，然后你就得交多少钱，要么上法庭，要么吊销你的执照。咱们偏偏愿意要这个执照，执照比什么都重要，所以咱们就庭外解决，庭外解决就是罚款，所以美国罚欧洲大银行几千亿美元。所以最亲美的英国杂志《经济学家》说，纽约金融管理当局是世界上最大的敲诈勒索者。由于地缘政治的原因，他可以把咱们的钱扣了，所以我们的美元资产不是特别安全的。在目前情况下，我们应该把美元资产降低到最低限度。

给大家看图 1，中国在海外资产负债表。这是 2019 年的图，我们净资产是 2 万亿，现在是 2 万多亿。我们的投资收入十几年一直是负的，我到银行存钱了，净资产每年给银行付息，这种情况一直维

持到现在。

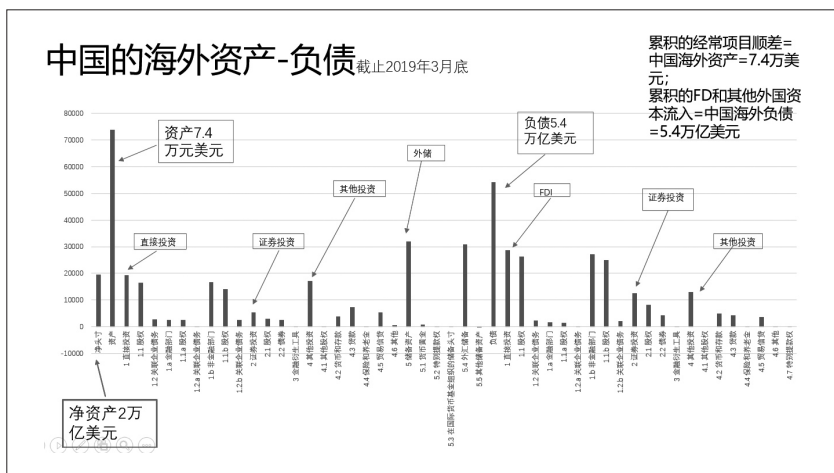


图 1：中国的海外资产 - 负债（截止 2019 年 3 月底）

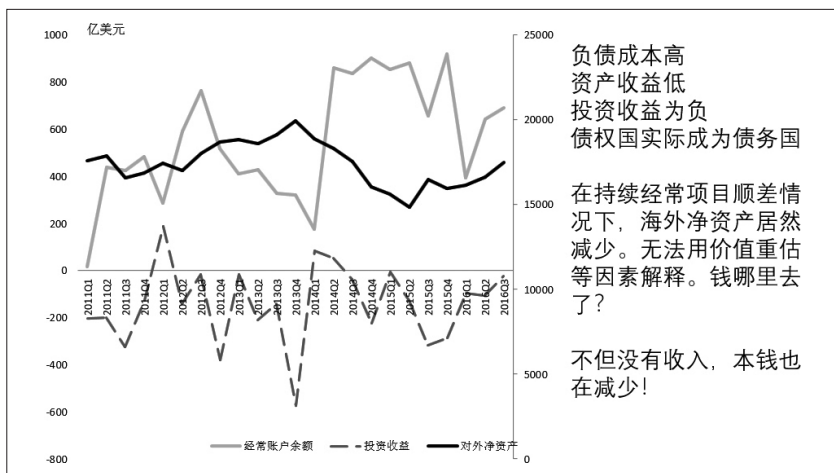


图 2：海外净资产持续减少

还有一个比较大的问题，咱们 2014 年外汇储

备达到了顶峰，接近 4 万亿，后来外汇储备开始减少了。问题是什么呢？你如果年年经常项目都是顺差，顺差的累计应该使外汇储备不断增加，为什么你外汇储备不增加呢？我天天到银行存钱，存了一年、两年，发现本金没增强，反而减了。当然有各种各样技术上的解释，汇率问题等等。具体的原因我不大清楚，没有一个途径去做调查研究，谁知道所谓在美国投资的中国公司到底干什么了，那个钱哪里去了，它那个破产是真正的破产还是转移了，说不清楚，这个问题需要解释。每年两三千亿的经常项目顺差，外汇净资产不但没有增加，反倒减少了，这是怎么回事，反正我是说不大清楚。

中国的情况恰恰是美国的镜像反映，美国的净外债是 15 万亿美元，但是投资收入每年是几百亿上千亿美元。这样算一下，美国并不是一个债务国，美国是一个债权国，不断跟人借钱，你不断把利息还付给他，这种状况不断维持着。中国和许多发展中国家存在着一个什么问题？你到底要持有多少美元资产。还有如何改善我们的投资结构、负债结构，这个是比较技术性的问题，我没有资格发

言，我觉得我们很多事情要做。最关键的一点，在目前情况下我们不要急于扩张，不要急于增加美元资产，如果你想负债没有问题。我想强调一点，我们在持有美元资产的过程中一定要小心。

我就说这么多，谢谢大家。

乔依德：感谢永定，他做了一个简短的但是很有意思的讲话，我想这个事情涉及的问题很多很复杂，我想这个话题可以作为明年货币论坛的议题。

新书分享——《货币论》

乔依德：我们进入下一个环节。刚才好几位都提到，最近在我们货币研究中有一件比较大的事，出了一本书《货币论》，这是第一卷，以后会有三卷。下面我们请中译出版社有限公司执行董事（社长）、总编辑乔卫兵先生对新书做一个分享。

乔卫兵：《货币论》简介

乔卫兵（中译出版社有限公司执行董事（社

长)、总编辑): 谢谢乔老师, 我简单说两三分钟。

首先特别高兴参加我们今天这个货币论坛, 并且借这个场子跟陆局一起分享我们新出版的一本书。首先请允许我代表中译出版社对陆局和他的博士生共同撰写的《货币论》正式出版, 并且正式签约国际出版集团表示热烈的祝贺。

第二个意思, 给各位领导和专家简单报告一下《货币论》的情况, 这本书陆局一共有三卷, 规模很宏大, 理论性也很强, 数字模型也很多。第一卷已经正式出版, 就是大家看到的《货币论——货币与货币循环》, 接下来会出版第二卷《货币论——货币政策与中央银行》、《货币论: 世界货币》, 一共是三本书。陆局有很多新的创建, 关于货币的概念、货币循环理论和金融中介理论, 还有对数字货币的一些独特见解, 待会儿由陆局亲自介绍精彩观点。

第三个意思, 我们已经成功签约出版集团, 我们推出了一个系列, 叫当代中国经济学家翻译项目, 前期 13 本, 已经签署了战略意向书。第一本是吴敬琏老先生的《中国经济改革进程》, 已经正

式签约，也开始翻译，前两天吴敬琏老先生又亲自跟我沟通了一些细节。第二本是陆局的《货币论》，这个也正式签约，我们在北京举行过非常正式的三方签约仪式。这个系列是一个开放的体系，我已经征得了很多领导和专家的同意，也有很多具体的推进，包括刘鹤总理的两次全球大危机比较的研究，还有其他一些著名的经济学家。我们当然也欢迎在座的各位专家学者纳入进来。

第四个意思，我们《货币论》出版发行以来已经引起了很大的反响，人民日报、新华网、光明日报、经济日报、中新社、北京电视台等中央媒体都进行了大量报道，引起了广泛的影响。前几天吴行长的序，电子版发布以来，传播量很大，进一步引起了关注和热议。

我来中译出版社刚刚一年，我们贯彻中国出版集团进一步打造财经产品线，得到了各位专家学者的大力支持。我们已经出版了陆局、乔依德老师等大量专业著作，接下来还有很多著名经济学家的书也会在我们陆续出版。未来我们希望各位专家领导能和中译社精诚合作，进一步出版更多的精品力

作。预祝我们货币论坛和接下来陆局的分享顺利圆满，谢谢大家。

乔依德：补充一句话，刚才乔卫兵讲的这个系列可能你们没听清楚，他的意思是要把这些中文书翻译成英文。我想这也是一个非常重要的让其他国家了解我们中国经济、中国经济理论重要步骤。

下面我们进入新书分享的主要环节，我们邀请国家外汇管理局陆磊副局长跟我们分享他的新书，他发言的稿子我们已经预先印了发给大家。下面我们以热烈的掌声对陆磊表示热烈的欢迎。你们也知道现在由于疫情的关系，很多从北京出来的都不大容易。

主题演讲

陆磊：《货币论》第一卷之观点

陆磊（国家外汇管理局副局长）：尊敬的屠市长、乔依德会长、各位同事：

大家好！感谢上海发展基金会和复旦大学经济思想和经济史研究所的邀请，非常荣幸参加上海货币论坛。刚才，中国出版集团、中译出版社乔卫兵社长就我和刘学的《货币论》第一卷作了阐释，尽管我在书的致谢部分表达了对乔社长全力促成本书出版、热情推介本书观点的“抱怨”，由衷感谢乔社长。值得借此机会说明的是，此书阅读门槛比较高，讨论的是一些普适性理论问题，绝非夺人耳目之作，现在不是、将来也不可能是通俗畅销书。也正因为这个缘故，在本不应该参加论坛的时候，我还是来上海，在这样一个“无丝竹之乱耳，可以调

素琴，阅金经”的严肃场合，跟各位学术界高人讨论一些问题。

长期以来，我一直想说明白三个问题。第一，货币去哪里了。我对此的学术兴趣远远高于货币从何而来。记得 Kiyokaki 和 Moore 几十年来研究这个问题，我对他们深表尊重。Yuval Noah Harari 在其 *Sapiens: A Brief History of Humankind* 中写道：“公元前的 1000 年左右，出现了三种可能达到全球一家的秩序，让所有人类成为我们。第一种是经济上的货币秩序；第二种是政治上的帝国秩序；第三种是全球性宗教秩序”。这是令人钦佩的论断。我以为，真正的货币秩序不在于货币是由什么材质构成的，而是它去向何方。第二，中央银行到底在做什么。作为 1990 年即接受 Hicks 模型教育的经济学人，很容易相信中央银行是货币供给者，且货币供给外生。问题是，中央银行向谁供给货币？在 Keynes 和 Hicks 以来，我们都把公众作为货币需求者，提出了交易性、投机性和谨慎性货币需求，可是，中央银行的调查统计系统从来没有给出过在货币需求增量中上述三大动机所起的作用。实际上，

中央银行从未向公众供给货币，每天都在向商业性金融机构提供货币。第三，随着数字化时代的到来，世界货币是什么。不能小看的一个事实是，所有打着非央行数字货币旗号的数字资产都是世界性的。因此，它们从诞生之初起，觊觎的是世界货币地位，而不是区区主权货币。

带着这三个问题，我原计划用 10 年时间做系统性研究。现在完成了第一部分，就是大家看到的《货币论——货币与货币循环》。

一、重新理解货币和货币现象

解释货币循环是一个既简单又复杂的问题。说其简单，是因为我们仅仅需要回答“货币去向何方”这一看起来仅需要简单追踪的问题；说其复杂，是因为为了解释货币流向，必须对一系列基础定义和分析范式进行重新界定。纵览本卷，我们实际上完成了五个颠覆性理论框架重塑：

一是货币定义。把货币定义为“未来效用索取权凭证”，颠覆了传统认识上把货币定义为特殊商品的难以自圆其说的基础定义；货币如果是商品，则必然有效用，必然会灭失——只有凭证，才永不

消逝。问题是，如果公众已经作了跨期最优决策，则一切未来效用都已经贴现，凭空增加了一个货币效用，是重复计算，这导致了数十年来经济学家钻进了交易成本的死胡同。因此，我同意 Harari 的看法，货币仅仅是共识性凭证。

二是货币交易。我们把货币交易界定为“货币与未来货币增量之间的交易”，摆脱了传统理论把货币交易界定为“货币与商品之间的交易”的思维死循环。在这一领域，Arrow 和 Debreu 已经给出了无情嘲弄，但是，他们没有进一步解释货币交易的存在性。我们根据苏美尔泥板记载的 4000 年前的复利交易指出，所谓货币交易是货币与未来货币之间的交易，至于商品，的确可以不需要货币。二是货币供求理论。把货币需求和货币供给定义为金融中介作为需求方、家庭部门和中央银行作为供给方的货币交易，颠覆了中央银行“印钞给公众”以满足货币三大需求的虚幻认识，以符合家庭部门的存款是把货币卖给金融中介、中央银行所谓货币供给也是把货币卖给金融中介的铁的事实；且两者都是具有一定期限、附带一定价格的“回购”交易。

三是中介信用理论。明确了金融中介因其信息优势、资本金和交叉补贴能力，自身具有独立的信用，且这一信用水平大于企业部门的信用加总，因此提出了“中介信用”理论，颠覆了传统理论仅仅立足于金融中介作为联通家庭储蓄和企业投资的桥梁的认识。但是，由于存在中介信用，则基于金融中介依靠存贷利差和规模扩张取得收入的本质特征，一定会形成第一类超额货币需求。由于金融中介动员的货币超出了企业部门实际需要，坏账随之产生。

四是资产价格膨胀理论。明确了抵质押融资的行为激励，由此确立了实体—虚拟的行为论而非部门论，颠覆了把生产性企业作为实体经济部门，把金融中介、金融市场和房地产作为虚拟经济部门的简单划分，证明了在特定情形下所有经济主体都可能虚拟化的结论，提出了第二类超额货币需求——货币增量与产出无关。这就进一步明确了货币需求完全脱离实体经济的可能性，即货币增量在资产价格膨胀中起决定性作用，由此提出“资产价格膨胀无论何时何地都是一个货币现象”的论断。

五是超额货币需求理论。即，如果金融中介存在自己的独立的信用，那么必然存在坏账；如果金融中介为了解决流动性和信用风险而采取影子银行（ABS、MBS）或抵质押融资方式，则必然存在脱离传统信用中介定义的情形。这就形成了我们对超额货币需求的区间估计——下限是坏账，上限是融资余额。

归结起来，基于上述五大颠覆性理论框架，我们论证了现实货币经济中存在两种货币循环：即“产出一货币循环”和“资产—货币循环”，由此，所谓“脱实向虚”问题和金融危机的原因从我们给出的货币循环角度得到了全新的诠释。

另外一个衍生作用，我相信在座的高校同事们更有直观感受——货币理论教学与金融机构、市场教学完全是两回事。我妻子讲授商业银行经营管理和证券投资学时，对我讲授的货币经济学嗤之以鼻，认为是她的课程中教师和学生都认为没什么用的垃圾章节。但是，在各商业性金融机构，首席经济学家无一例外是宏观研究者。这就是我重塑货币供求理论的事实依据——商业银行是货币需求方，

公众是货币供给方，双方进行是跨期纯粹货币交易；中央银行是备用货币供给方，只要前两者的交易一切顺畅，它尽可以歇着。我想，这不就是真实世界的写照吗？

二、对中央银行职能的重新定义

如果现实世界存在相互替代的两种货币循环——“存款—贷款—产出增加值—原路偿还”和“存款—贷款—抵质押资产市值增长—原路偿还”，那么，两个问题是必然产生的。一是挤出效应——第二货币循环必然对第一货币循环实现替代，也就是所谓脱实向虚。这就涉及对实和虚的行为性、动态性而非部门性定义。通俗地说，任何部门，只要从事的是依靠资产市值（market-to-market）增长而实施的融资行为并由此形成的金融中介对家庭部门或中央银行的货币需求均属于超额货币需求。这是符合事实的，在日本等经济体的银行危机中，我们可以观察到相当多的实体企业实际从事股票和房地产买卖获利；我们也可以观察到，货币当局实际很难控制中小企业借贷后的资产套利操作。因此，在此可以得到的延伸性结论是：如果要对超额货币需

求或所谓“脱实向虚”实施管理，针对交易机制优于简单针对实体经济部门或虚拟部门——在特定融资机制下，所有的部门都可能虚拟化。这是在日本和美国案例研究中已经为多数文献所反复证明。

一旦在两种货币循环中观测中央银行，我们可以得到以下简要结论。

第一，现实中存在的两种道德风险，一些系统性风险的根源都是道德风险。现实货币循环反复证明，只要存在某种兜底保障机制，则道德风险一定会盛行。这里所总结的两种道德风险分别从实体企业部门和金融中介部门两个维度给出说明。一方面，如果中央银行悲天悯人地试图把融资成本降低到所谓合理水平，实体企业部门或许十分鸡贼地把融资配置在资产持有上；另一方面，如果中央银行同样急于解决金融体系的系统性风险，金融中介或许会继续鼓励资产性而非生产性融资。当然，两种道德风险都在一定的投融资机制条件下才会存在，不过，这的确符合我们对日本、美国等诸多经济体实证研究所得到的事实判断。

第二，发达经济体 20 年来的货币政策与金融

稳定实践证明，中央银行货币政策取向或许期待再度调整。值得再度强调的仍然是“视角”或立场。站在中央银行立场的启示是：坏账是需要时间来检验的、金融创新的跨期成本是需要时间检验的、金融稳定的代价同样是需要时间检验的，根本原因在于我们已经给出的定义——货币本身就是一个跨期动态因素，作为总结，我们反对任何静态的、孤立的成本或收益观点。这就是我们的视角。我们反复研究“脱实向虚”和金融危机，这是因为，危机周期性爆发的事实说明，事前诸葛亮很难存在，原因在于很难确认未来将摊销的成本规模和未来经济体的风险承受力。但是，从另外一方面看，我们把抵质押融资机制作为系统性风险的主要根源，但是，遏制抵质押融资难免遏制了实体经济（特别是中小企业，如日本 1970—1988 年间的故事所说明的情况）发展，因此，中央银行将持续面临计量经济学的两类错误的权衡取舍——由于事实无法得到当期检验，那么在“存伪”（泡沫化）和“去真”（实体经济融资难、融资贵）之间何去何从。因此，我们的研究给出的政策线索可能是：回到货币交易的

定义和讨论，如果抵质押融资仅仅在货币存量之间实施分割，或者说，抵质押融资不能或只能按一定比例进入商业银行货币需求，则超额货币需求空间（参照超额货币需求第二定理）将得到遏制。那么，一方面对于并不具备信息优势的放贷机构（如小额贷款公司、专业性房地产融资公司）而言，抵质押融资的保障优势将得以发挥；另一方面，商业银行将不再能主要依托抵质押贷款而推动货币从“产出一货币循环”进入“资产—货币循环”，资产价格泡沫化和金融危机或许将在一定程度上得以遏制。这一思考是否正确，对货币政策规则的影响是什么？这是是我们由货币理论转向货币政策系统性研究的主要战线。对中央银行期待过高，这一观点在 1968 年 Friedman 的经典作品——*The Role of Monetary Policy* 中已经充分阐释，我只是希望其再度引起我们的重视。最近的能源危机与 1974 年十分类似，彼时出现的供给学派和创新理论的崛起或许对我们现在重新认识货币政策非常有参考价值。

第三，货币传导机制不等于货币政策传导机制。我们的“常识”认为，货币政策传导机制天然

地处于“自上而下”的状态，因此，当我们认为政策正确时，如果最终效果与政策初衷存在偏离，往往结论是货币政策传导机制不畅。中央银行到底是货币经济的深度且直接的参与者，还是监督者和校正者？显然，中央银行的主要角色是后者。那么，所谓货币政策传导机制一定具有“自下而上”性质，即货币交易和货币创造的主要功能依托于金融中介的信用创造，中央银行当且仅当发现货币交易存在梗阻（比如钱荒或资产荒）才会出手。所以，货币政策传导机制是多数情况下的自下而上和少数情况下的自上而下的组合。

第四，“叠加态”货币增量理论货币和增量超级中性的存在性。受薛定谔的猫和惠勒的干涉实验启发，我们不认同传统意义上对货币增量的中性与非中性的“二元对立”争论，我们认为，不同的货币增量机制决定了货币增量是否具有实际效应，货币供给者的立场（或者称为观测者——中央银行）决定了名义量和实际量的变化。各国都在关注 2008 年全球金融危机之后的货币增长和负债率。如果货币增长的主要驱动力是中央银行的基础货币发行，

那么既然中央银行的货币发行是外生决定的，是否在逻辑上可以认为中央银行是资产泡沫化的始作俑者？原本我们的争论在于货币政策的中性与非中性二分法，在我一再强调“任何模型推演必须符合真实世界的货币运行”时，我们取得的共识是：在货币中性与非中性叠加态之外，还存在另一种货币政策形态——货币增量的超级中性，即如果实体经济已经实现了货币配置最优化，那么任何货币政策所导致的货币增量变化，既不造成产出变动（即没有实际效应），也不造成物价变动（即也没有名义效应），只形成资产价格变动（因为缺乏更好的定义，我们只好给出“超级中性”概念）。

第五，中央银行资产负债表存在上下限。当2008年危机后美联储和欧洲中央银行先后实施量化宽松和非常规货币政策，此后的2020年，各国中央银行再度实施扩表，问题是：中央银行资产负债表是否存在永续扩张可能性？在暗中嘲笑中央银行的中本聪先生似乎正是抓住了扩表的软肋——总有一天，货币无度发行会走向中央银行的末日，不能否认的是，这是简单而符合供求规律的认知。我的

担心在于，会不会出现这样一种情况，一方面，货币助推资产泡沫化，反噬货币自身的存在价值；另一方面，特定资产（比如数字资产）的日益昂贵，使其也走向自己的反面，缺乏作为一般等价物所必须具备的流动性（即被收藏，而非流通，这是贵金属退出货币的宿命）。那么，回归到本源问题，中央银行资产负债表真的可以无限扩张吗？我们的答案是：中央银行资产负债表存在上下限。下限是潜在经济增长与实际增长的缺口所要求的资本存量变动额，即居民存款货币与资本形成所要求的信贷增量之间的差。上限是中央银行最后贷款人规则决定的额度，应该等于金融中介体系坏账与银行资本金的差。

第六，宏观审慎管理无法独立于货币政策。自Borio（2003）系统地提出宏观审慎管理的基本思路以来，在货币政策与微观审慎监管之外增加了一个金融稳定的重要支柱，其基本含义是中央银行与金融监管者应该对系统重要性金融机构和金融资源配置的顺周期行为实施特别管理。由于我在过去七、八年间几乎痴迷于宏观审慎管理研究，在过去二十

年间因为对日本和韩国大型银行业发展及其危机的关注而特别相信对“大而不能倒（too big to fail）”规制势在必行，因此，我的至少两个博士生已经或至少以此作为论文专题。针对 2008 年至 2020 年的中央银行实践，我们的观点是：进入 21 世纪的货币当局面临的主要问题不再是机构的“大而不能倒（too big to fail）”，更深层次的问题是金融资产的“涨而不能跌（too high to fall）”。原来的金融稳定理念基于金融同业之间的交互资产负债连接，因此大型机构的流动性问题往往对整体金融体系稳定性具有致命影响。但是，随着所有金融机构持有资产的“单一化”与同质化——比如债券、房地产抵质押品，则资产价格波动对所有金融机构的影响是一致的。那么，利率和汇率等基础性价格——或者，最根本的是利率，如果利率在很大程度上决定了汇率的话——对系统性风险具有决定性影响。因此，一切宏观审慎管理最终无法离开货币政策而独立存在。在宏观审慎管理工具上，多年来处于探索阶段的“贷款价值比（Loan to Value, LTV）”与微观审慎监管的资本充足率一样，很可能陷入软约束悖

论：如果资产价格被货币不断推高，贷款当然可以更高；如果人为限定资产价格，那又将导致定价缺乏凭据的窘境。与此类似，金融机构在资产膨胀阶段，大概率是补充资本金而不是削减资产。因此，两种貌似硬的约束，实际上却可能沦为泡沫和信用风险的助推剂。事实上，各国的实践已经充分证明了上述现象并非主观臆测，而是正在发生的事实。令人沮丧的事实是，人类的金融稳定理论可能仍然在黑暗中摸索。那么，返璞归真的简单思考或许只能是，至少在可预见的未来，货币政策（中央银行发行或回笼货币）仍然只能是保障金融稳定的唯一现实良方。

需要说明的是，这不是我们研究的全部。我将给出全新的关于中央银行定义与性质，以及货币政策规则，期待在第二卷出版后再行交流。我将从我所定义的中央银行的三次革命中寻找线索——第一次，英格兰银行的 1694 年；第二次，美联储的 1914 年；第三次，欧央行的 1999 年。

三、未来的世界货币

当前的世界货币陷入了两大迷思——一是以为

经济体量足够大，则该主权货币必然成为世界货币（或之一），那么，如何解释曾经的德国马克和日元在两国成为最大制造国时代的货币地位？更远一点看，人民银行的货币史学者孟建华归纳：根据英国东印度公司记录，1681-1833 年，输入中国的白银达 6800 万两以上，合银元 1 亿枚，绝大部分为西班牙银元。1854 年起，墨西哥“鹰洋”在中国流通，与中国银两并行，成为中国流通量最大的外国银元，估计为 5 亿元。除上述两种银元外，中国境内还流通英国“站洋”、日本“龙洋”、法国“坐洋”、美国贸易银元等。根据清政府调查统计，1910 年，在中国流通的外国银元达 11 亿元，占流通货币币种的 43.33%。明清作为世界最大的经济体之一，流通的是其他主权货币。这是事实。二是以为全球需要一种供应量存在极限约束的类似黄金的一般等价物，比如比特币，那么，此类资产是否可以借贷？既然货币的跨期交易——现时的 A 和未来的 $(1+r)A$ 是标准的交易合约，一切数字资产将陷入某个悖论：你必须用美元买比特币，然后借给别人，别人用更多的美元买比特币，最终偿还。

那么，美元仍然是一般等价物。这就是我们定义货币和资产的差别。前者存在利率，后者仅仅存在资本利得（或市值）。

同样，在人类历史上，世界货币的两次革命性演变来自布雷顿森林体系和 Mondell 的最优货币区理论。前者事实上突破了 Goldfettters，后者则基于欧洲煤钢联营、欧洲原子能联营和欧洲经济共同体。我不得不说，真正有价值的仍然是 Keynes 的 Banco 设想，这是基于实体经济需要的有效制度设计。可惜时运没有给他机会。在什么是世界货币，如何解决世界货币面临的三大约束的基础上，我们提出了数字时代世界货币猜想。第一，必须突破三元悖论——按照一价定律，不存在国内经济与国际经济之区别。第二，必须突破货币统一则必须取消主权货币的僵化设定，即欧元困境（我十分感兴趣英镑最初为何不加入欧元区）。第三，必须稳定，即贸易商、投资商在结算清算中不再受汇率波动困扰。应该说，根据 Libra 的设想，我们可以提供更好的算法。

最后，借用 GaryB. Gorton（2012）在其 Misun

derstanding Financial Crises 一书中引用 Keynes 的话以结尾：“如果作者执意要将他的观点讲清楚，那么他要多一点自信，甚至比自己想象的还要自信。他一定要给自己的观点一些机会，不能轻易地被质疑所打败。讨论这些问题是一个很艰巨的任务，因此当我过于自信时，希望各位可以原谅我。”

再次谢谢所有人，我超时了，对不起大家。

乔依德：非常感谢陆磊局长给我们做了有学术深度的演讲，可能里面涉及到很多想法，具有颠覆性，我们还是留一点时间，大家有什么问题。

陆磊：已经超时半小时了。

余永定：陆磊这个不是那么快就能充分消化的，你得让大家先消化。

乔依德：行，那我们就茶歇。

专题一：货币制度的演变

韦森（主持人，复旦大学经济思想与经济史研究所所长）：首先，我们作为另一个主办方，今年的货币论坛最后决定要开很晚，所以通知得比较晚。今天早上的发言非常好，我对合作方乔依德兄表示感谢，最近我们活动太多，我基本上没有管，整个日程、会场布置全是他们做的。感谢各位教授的支持和赏光，疫情这么严重大家还是支持，谢谢。

下面我们请周卫荣馆长做讲演，大家欢迎，我们尽量控制在 12 分钟。

周卫荣：论中国古代金属货币的本质

周卫荣（中国钱币博物馆馆长）：大家上午好！刚才陆局提到一个问题，清政府的时候，18 世纪曾

经有 43% 是外国货币流进来使用，清政府会因此崩溃吗？我想流进来的银元不会导致崩溃，对清政府的威胁是鸦片，所以后来是鸦片战争。今天我站在货币史的角度，来谈谈怎么解读古代货币的一些现象。

在我看来，货币的本质是一个兑换券。在布雷顿森林体系解体之前，美元是黄金的兑换券，崩溃之后是国家信誉包括经济实力和综合国力的兑换券。我们人民银行发行人民币一样是国家信誉，包括经济实力和综合国力的兑换券。



图 1：汉武帝时的五铢钱到清末还能流通

我们来看一下怎么解读货币现象。

首先，汉武帝时候的五铢钱，到清末还能流通，而不是作为文物使用，这在好多文明古国是不可想象的事情。中国古代窖藏钱币出土，常常伴有

前朝的钱，而且往往不止前一个朝代。例如，1983年四川新津县机场挖土时出土唐代窖藏钱币，里面包含了秦半两、汉五铢、莽钱，蜀汉直百五铢，北齐常平五铢，隋五铢，唐开元。涵盖了八个朝代（时期）的货币。又例如，1977年12月，山西孝义县上栅村村民挖土时出土金代窖藏钱币400多公斤，内容：秦半两，汉半两、汉五铢、莽钱，南北朝布泉、常平五铢五铢、梁五铢，隋五铢，唐开元、乾元，五代十国钱，北宋钱，南宋钱，金朝钱。涵盖了十个朝代（时期）的各色货币。其他朝代的钱币窖藏，亦常常如此。改朝换代，对前朝钱币不是要禁止流通吗，货币不是一个国家的象征吗？不是的，因为它是金属货币。

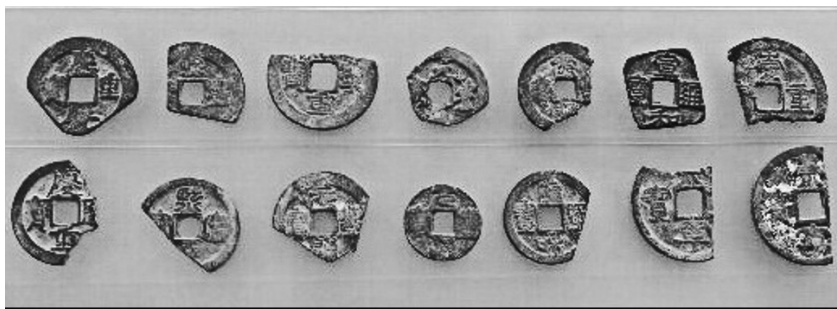


图 2：古代的剝切钱

第二，中国古代经常有剝切钱，它是盗铜吗？这个是在东汉末年到三国，把它切割掉了，这个叫剝切钱，这是什么现象？是盗铜吗？是一种犯罪行为吗？宋代是中国历史上铸钱最多的，最多的时候年用量 60 亿，但是越铸越不够用。是不法之徒在盗铜吗，在变造货币吗？战乱导致矿业不兴，严重缺铜。在货币流动性严重不足的时候，没有办法，只能把一个钱掰开做两个花，这就是货币现象。



图 3：汉代早期的榆荚半两现象

汉代早期的榆荚半两现象，三个时期，战国秦半两，秦朝半两，西汉初半两。什么叫半两钱？1 两 = 24 铢，1 铢 ≈ 0.67 克，半两就是 8 克。这是怎么回事？是在制造通货膨胀吗？这个不能简单解释为通货膨胀，在经济衰败、流动性严重不足的情况下，金属货币自然减重，只能用这样的货币。

在历史上的货币，一定要放到时代背景上去，货币现象不是单一的。如果从单一的就钱说钱，经常解读歪掉，一定要回到大的时代背景里。我想当代货币也应该是如此。

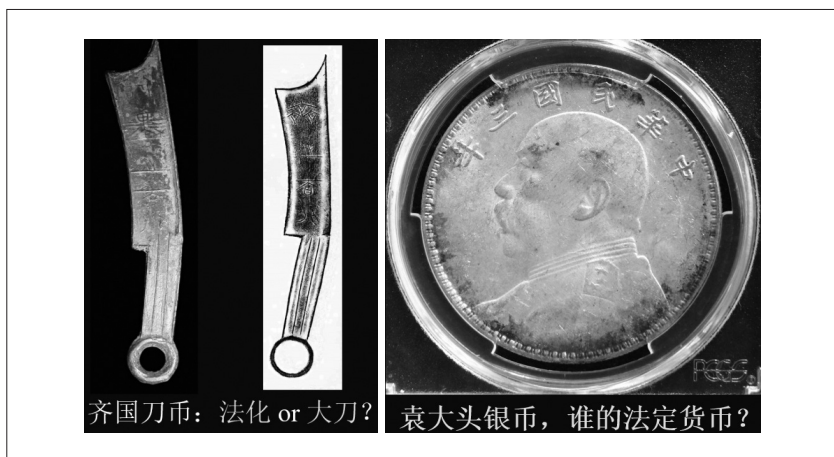


图 3：从战国“齐刀币”到“袁大头”，
谁是法定货币？

从战国时期有名的齐刀币到袁大头，是谁的法定货币。图 3 左边是齐刀币，一直到现在山东好多同志希望它把解释为齐国的法定货币，那个年代有这个概念吗？实际古文早就定了，它是刀币。但人们一看到这个大，下面一个口，有点像古文的法，就解释为法定货币，这是因为不了解当时的时代背

景，当时哪有法定货币？再看袁大头更加清楚了，袁世凯 1915 年造的袁大头，1916 年去世，但是袁大头一直到解放以后还在用，后来在上海银元战中把它整个收回。袁大头是谁的法定货币？人们看的不是头像，是看稳定的银子，白银是它的根本。清代有十几个国家的货币进来，货币的白银是它的本质。

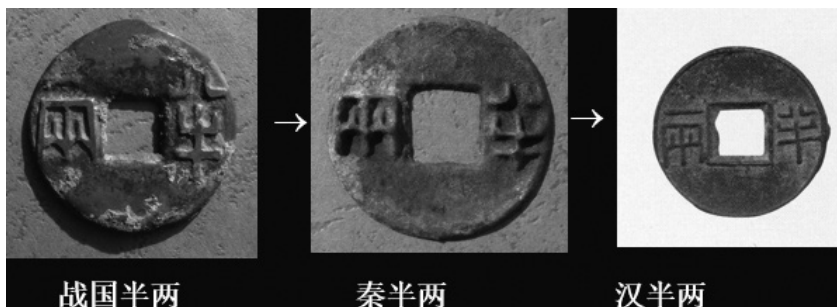


图 4：从战国半两到汉半两



图 5：从汉武帝到隋炀帝，118 BC-617 AD

从半两到五铢，中国 950 多年始终以份量作为名称。我们计算货币的本质就是计算量的多少。

今天要讲的是对于金属货币的本质的认知，就是它本身是实物货币，在于它的量的多少。所以金属货币时代，不要简单地把货币减重跟通货膨胀挂钩。明代以后那么多白银流到中国，目前统计明代有数以亿计的白银流入中国，产生通货膨胀吗？在金属货币时代，不要轻易把金属货币跟法定货币概念挂钩，轻易不要用法定货币的概念。

不当之处欢迎批评指正，欢迎交流，谢谢大家。

韦森：谢谢周馆长，我两次去中国钱币博物馆，在毛主席纪念堂西边，人民大会堂南边。那里正好展示了山东的齐刀，齐刀是哪个地区、谁铸的都放在这里，我这里不评论了。我也不提问题，留着大家五位讲完以后再一块提问题。

下面请李伯重教授演讲，李伯重教授在哈佛大学、剑桥大学、牛津大学都做过讲演，是国际上承认的经济史学家，我们欢迎李伯重教授。

李伯重：从铜钱到纸钞，从纸钞到银两：中国古代货币发展的“早熟而又不成熟”

李伯重（北京大学经济史讲座教授）：各位领导，各位同行，各位同学，大家好！如今国际经济史学界有一个很重要的工作，就是重新看中国经济史。过去我们对中国经济史的理解和今天的状况是有很大的出入的，在货币史方面，也是如此。中国曾经在很长的时间内是世界第一大经济体，这样一个经济体中，我们对货币体系的认识是有问题的。

在民国时代，学界压倒的看法是中国的货币体系是非常落后的，货币不统一，迟迟不能进入现代货币体系。这种看法可能在民国时代是对的，但是如果放到长期的历史来看，是不是这样？我希望我们应该重新审视。我们不能设想一个落后的货币体系能够使一个最大的经济体运行两千年，而且还出现了宋朝、明朝后期这样的商业经济高峰。

我们今天开这个会，钱的重要性我想不用说了，但是我所看到的范围内，不管是中国还是外国，最早对钱有个重要评价的是公元4世纪。中国

的鲁褒写了一个《钱神论》，过了一千年莎士比亚才讲了类似的话。可见在 1600 年前中国人对货币就如此重视。

鲁褒《钱神论》：

“钱之为言泉也，百姓日用，其源不匮，无远不往，无深不至。……

钱能转祸为福，因败为成，危者得安，死者得生。性命长短，相禄贵贱，皆在于钱”。

图 1：《钱神论》对钱的描述

将人和动物区分开来的正是货币。——格特鲁德·斯泰因（Gertrude Stein）

“金钱万能”，因为金钱是象征，是转让凭证，是桥梁。——马歇尔·麦克卢汉（Marshall McLuhan）

货币是人类最为成功的发明之一，英文单词“铸币”（coin）还含有“发明”的意思也绝非巧合。——戴维·欧瑞尔（David Orrell）和罗曼·克鲁帕提（Roman Chlupaty）

图 2：近代学者对钱的看法

到了近代，对钱的重视就更加不用说了，比如说有一位学者认为，把人和动物分开来的正是货币。另外一位说，货币是人类最成功的发明之一。英文的铸币 Coin 本来就含有发明的意思，也绝非巧合。

当然，中国要找到一种合适的货币形式也经历了很漫长的过程。最早用贝，我们今天汉语凡是跟财富有关系的词都有贝字边，贝之外还有一厘钱、齐刀等不同形式的货币（图3—图6）。



图 3：贝币

蚁鼻钱



图 4：蚁鼻钱

刀币



图 5：刀币

布（鑄）币



图 6：布币

秦半两钱



图 7：秦半两钱

大家都在摸索一种最合适的金属铸币的货币形式。在公元前三百多年的时候，秦国发明了半两（图7），半两过了一百多年规范下来，秦始皇用行政命令推广到全国，成为中国第一次拥有的规范化的金属货币。这个半两钱本身设计在货币史上也非常了不起。半两钱是方孔、圆形，从物理上说最不容易磨损，穿一个孔可以用一根绳子串起来，携带方便，这是中国人的发明。

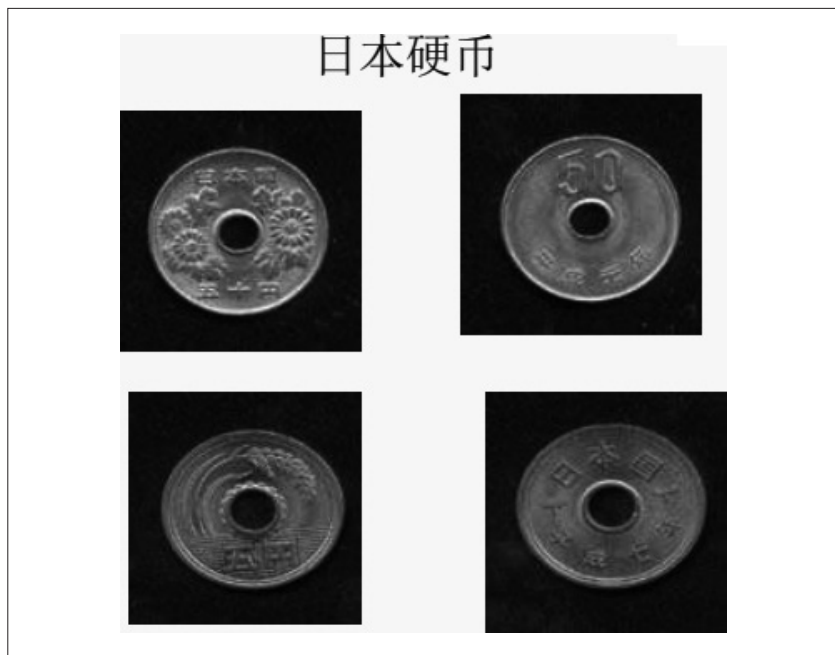


图 8：日本硬币

方孔圆形钱，随着中国的文化传播到东亚各国，大家都采用。在波斯、伊尔汗国也同样采用这个钱，而且用汉字，当然这跟蒙古人有关系。这个钱一直到今天日本还在用，日本的主妇带一个小绳子，把它串在里面（图8）。所以我们祖宗发明的东西很了不起。



图9：贵金属货币

铜钱的特点是什么呢？它细小，只能做小买

卖，进行小额交易。但是小额交易恰好是世界经济史上一个非常重要的现象。小额交易谁在用？小手工工业者、小农。如果没有给他们能够使用的货币，他们就会被排除在货币经济之外。布罗代尔说，在世界经济史上，初级市场是进入市场经济的基础和门槛，在这个方面中国做的最好。中国有铜钱这个形式，可以把千千万万的小生产者纳入市场，这是一个了不起的成就。

相反，我们看其他国家的货币形式，从罗马到拜占廷到波斯，到伊斯兰世界，他们主要用的是贵金属货币。我们看一下各种各样的贵金属货币（图9），做的很好看，但是有很大的局限。第一，它是地域性的，罗马的金币到了波斯不一定能用，特别是到了伊斯兰教和基督教时期，那是不能用的。另外，贵金属的价值很高，我们不能想象一个小农拿着一个金币去向一个小手工者买一把锄头，所以这种货币只能用于上层社会大规模的交易，购买奢侈品。所以，在使用贵金属铸币的国家，千千万万的下层人民无法进入社会，无法进入市场经济。为了解决这个问题，西方采用了一个措施，就是所谓的

薄片币。把银子打薄得就像纸一样，但是太薄，过了一两年就坏了，又要重新加工。比较之下，中国从开元通宝之后分量成色一直是稳定的（图 10），甚至可以作为今天说的“一钱”那个重量单位，这是铜钱了不起的作用。

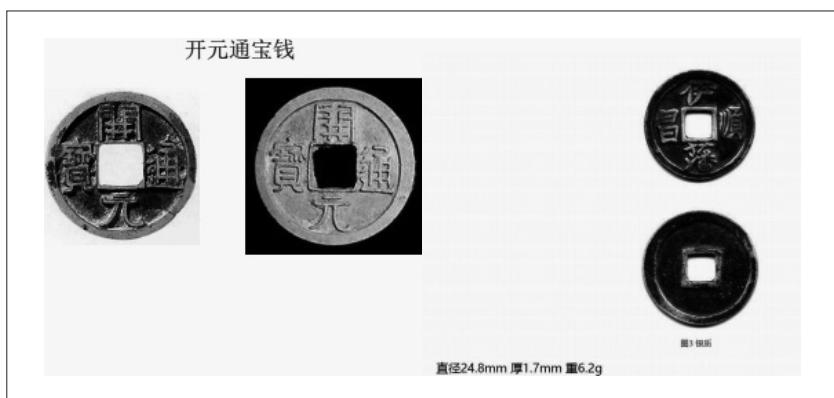


图 10：开元通宝钱

但是，铜钱也有它的问题，因为它是贱金属做的。贱金属单位价值比较低，做小额交易非常好，对小农、小商贩、小手工业者友好，但是它没有办法进行大额交易。举个例子，“腰缠十万贯，骑鹤下扬州”，十万贯，一枚重 3.4 克，十万贯是 300 多吨，要九架美国的 130 大力士运输机才能运得下，所以这个仙鹤应该是神仙。我们也有一个戏叫

《十五贯》，就是说一个小商人生活困难，到老爷家借十五贯钱背着回来被人抢了，刚好另外一个小商贩从另外一个地方来，也带着 15 贯，被当做强盗，拿去处死。15 贯是 60 多公斤，当时挑担子 50 公斤就很重了，背着 60 公斤一定是身体非常棒。所以铜钱不适合大额交易。那大额交易怎么办呢？唐朝人大额交易用缣帛，就是丝织品，但是丝织品本身不是一个好的币材，不能够持久储存、搬运困难。所以当时没有一个很好的交易形式。



图 11：交子

至元宝钞

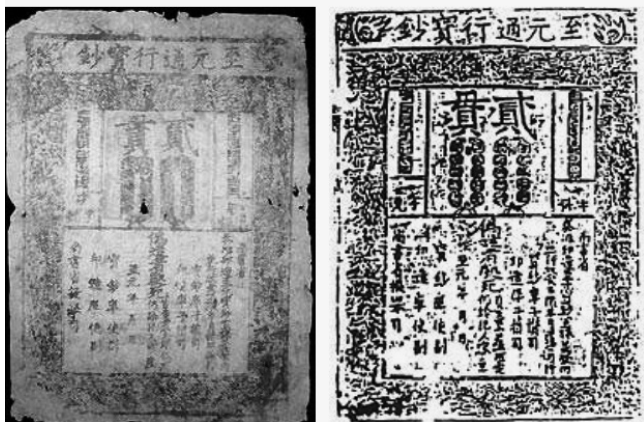


图 12：中国以前的纸钞

大明宝钞 (34 x 22 cm)

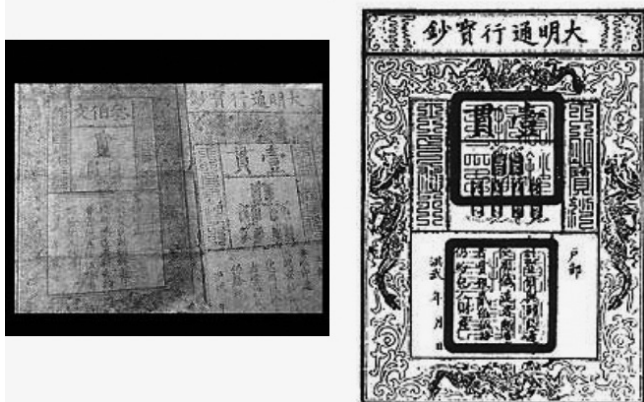


图 13：中国以前的纸钞

到了宋朝，民间出现了中国第二项伟大发明，就是交子，交子是世界上最早的纸钞（图 11）。政府接管过去之后，交子就成为了法定的纸币。最早研究纸币问题的是日本学者加藤繁先生，他是日本中国经济史的开山祖，在国内李埏先生也很早就做了这方面的研究。所以到了今天，全世界公认纸币是中国的伟大发明，甚至认为是中国的第五大发明。当意大利经济最发达的威尼斯商人马可波罗来到中国，他看到纸钞的时候感到非常惊奇，连威尼斯商人都理解不了，怎么纸可以拿来做货币，当时欧洲人的智慧还达不到这一步。在中国之外，伊利汗国——蒙古汗国的友邦，是世界上第二个使用纸钞的国家，而且用了很严厉的手段推行纸钞，今天在波斯钞票还叫钞，这是中国纸钞的影响。

到了欧洲 18 世纪初，一位苏格兰的金融家，后来的法国财政大臣约翰·罗，专门写了这方面的文章。他认为当时欧洲追求用贵金属货币是一种落后的形式，而且风险很大。他认为最好的货币形式是纸钞，因为纸钞没有损耗，而且安全。他说意大利人实际上在 16 世纪就已经开始做纸钞，但只是

汇票的性质。接着荷兰人又开始做，但也都是私营公司。光荣革命之后，英格兰因为要为战争筹款，找不到财路，所以批准成立英格兰银行，给一个特权，由他们发行纸钞。英格兰银行得到了很多特权，成为全世界的现代纸钞之父。

那么黄金怎么样呢？实际上，不能在国际货币上把黄金的地位放得太高，因为黄金到 19 世纪后期才成为金本位，实际上它是存量货币。到了 1900 年，英镑完全和贵金属脱钩，原来英镑是一磅白银，后来成色越来越贱，到 1900 年一点白银也没有了，当然它可以兑换黄金。所以纸钞在全世界取得胜利。

在中国发生另外一个变化，因为用钞票有一个与生俱来的弱点，就是发行者特别是国家不能有效地自我控制。前面的演讲者也讲了，连美联储都不能够真正有效控制，何况是过去的那种专制体制下的政府。从中国北宋把民间的交子收为公办之后，通货膨胀就开始出现，就很厉害。到南宋也非常厉害，发行的纸钞超过实际的几百倍，出现了恶性通货膨胀，元朝也出现恶性通货膨胀，明朝前期也发生了恶性通货膨胀。既然政府不能约束自己，那就

要找到更好的货币形式支持大额交易，这时白银就出现了。白银过去为什么不能成为中国的货币呢，因为中国白银产量非常少，它是一种贵金属，只能用来作为装饰或者奢侈品。到了 16 世纪，日本、美洲的白银大量开采，世界的白银作币材的供应量急剧增加，大量输入中国，中国有了这个物质条件才用白银。但是纸钞没有完全退出流通，清朝还在发行，但是很有限（图 14）。

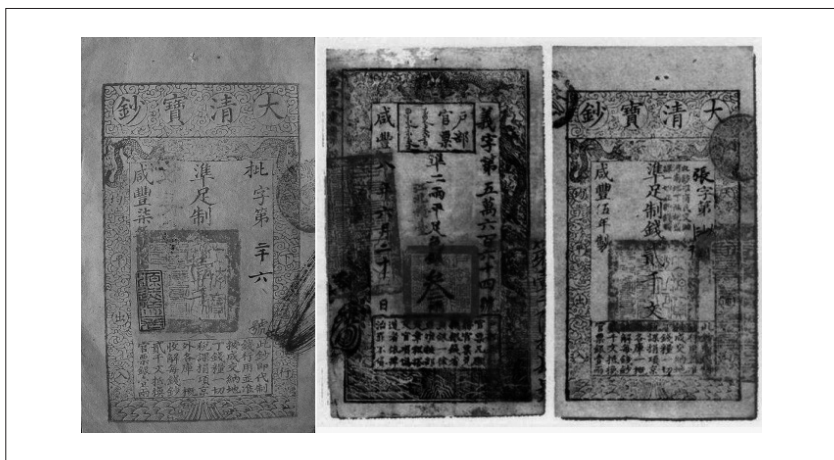


图 14：清朝纸钞

白银没有采取铸币，前面学者讲到中国把那么多进来的外国铸币化掉变成银两。为什么？很多学者认为这是中国落后的形式，但是也有学者解释，

这不是落后现象，因为政府不能保证铸币的品质。当时清朝人带一块银两到哪里去，要切成非常小的小块，然后称那个小块，这是很麻烦的事。银两不能造假，所以至少鸦片战争以前，清朝不像前朝发生恶性通货膨胀。但是到了近代，这个货币形式确实是落后了，废两改元势在必行。

所以我觉得，铜钱和纸钞是中国货币史上甚至是人类货币史上的两大贡献，也是我们重要的发明。今天我们追溯这段历史，并不是说中国怎么了不起，我们只是说这段历史应该给它应有的地位，谢谢。

韦森：谢谢李伯重教授。经济史学家的这些知识，他随口就能讲出来，很多观点很有启发。下面我们请江西财经大学经济史副教授邱永志，他在中国社会科学上发了一篇文章，就是专门讲这个问题，大家欢迎。

邱永志：货币制度史的结构化演进： 比较视野下货币史中的他律与自律

邱永志（江西财经大学经济史副教授，社会经

济史研究所所长)：各位领导，各位专家，各位老师，大家上午好！我很高兴能参加这个会议。今天听了之前几位老师的发言，我的收获很大。我的研究方向是货币史，加入韦森老师课题组之后，我对货币史的整体理解得到了不少启发。

今天我试图提出一个新的认知货币史的结构或路径。提出这个新认知的原因是：第一，中国货币史的书写和研究已经到了需要反思的阶段；第二，我注意到一些经济学同仁在说货币史问题时，还是有偏差的，没有切入货币史的内核。问题出在两方面：一方面是把货币史想得太过简单，认为它是现代货币制度前的阶段；另外一方面，他们忽略了在传统时代也有一整套和货币史相匹配的特殊的政治、经济、伦理结构。所以，我今天想初步提一个这样的思路。内容可能比较多，我简单讲讲。

如果大家读货币史的话，传统研究最多的是纯制度分析。它的缺陷大家也了解，没有揭示重要的逻辑机理，只是作了一个表面上的展示。还有一种研究范式，按照马克思的古典货币理论的分析框架来对货币史进行研究，当然其中也有很精彩的著

作，但是其实也有缺陷。

还有另外两种研究货币史的路径在学术界兴起：一派是以他律性为主的解释体系，一派是谈地域自律的。

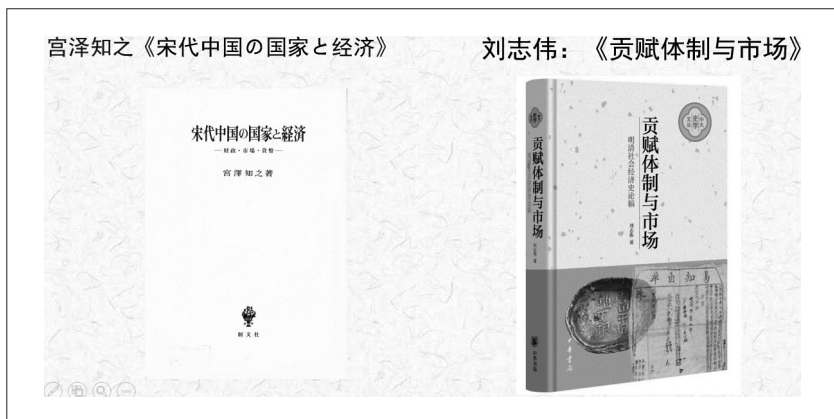


图 1：特殊范式之一：他律性为主的解释体系

他律性讲的是政府的财政和货币政策的边界与规约的效率。其中比较有代表性的学术成果有早期日本的宫泽知之对宋代的分析，到现在刘志伟教授提出的整个贡赋体制。相比欧洲和日本来说，中国传统时代的货币史确实有一套独特的方法理论，因为它有一套特殊的机理，所以这批学者把它界定为一个特殊体制，呈现了一套原理性机制。从当时货币的理念到它的功能、手段，这批学者们都进行了

一个解释。

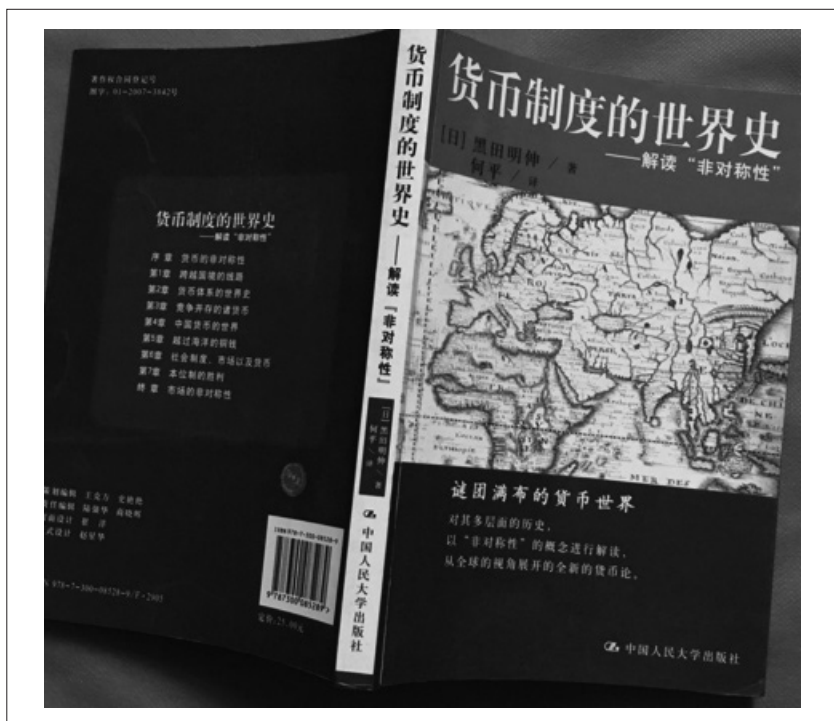


图 2：特殊范式之二：自律性为主的解释体系

还有一派是谈地域自律的，这是现代经济学很少会涉及的内容。传统时代货币现象很复杂，往往会存在很多地域自律的特征。在这里我不得不提一个日本非常厉害的学者黑田明伸，他从地域自律的角度，竟然能观察到中西方货币衍生和流通机制的差异，提出了一套自己的见解。

我觉得现在的货币史应该到了重新反思的阶段。黑田在他最新的全球货币史中提到，影响人类社会货币史有一些很重要的基本要素，比如说距离和交易双方的关系。按照图 3 的象限，人类世界的货币形态会根据需要分为好多种。大家也能理解铜钱、记账手段、白银、票据往往在什么场合中使用。东西方在破除距离壁垒和人际关系中，衍生出了不同的机制。

远距离贸易 / 具名的汇票 bills of exchange for named/distant exchanges	远距离贸易 / 匿名的大额 交易手段 large currency is used for anonymous/distant exchanges
近距离贸易 / 具名的记账 手段 Bookkeeping for named/proximate exchanges	近距离贸易 / 匿名的小额 交易手段 small currency is used for anonymous/proximate exchanges

图 3：市场层次与货币行用的结构化存在

我们来看一个例子，清代是中国所谓第一大经

济体，具有非常复杂的经济面貌，处于传统市场经济的成熟阶段。我们可以看到货币是很复杂的。如果我们仅仅平面化地去理解，根本无法认清清代货币的面貌。清代的铜钱有很多种，地域化的白银有上百甚至上千种，还有民间性的票据等。按照黑田的模式，他从市场层次的角度去讨论货币和距离、人际关系的划定。

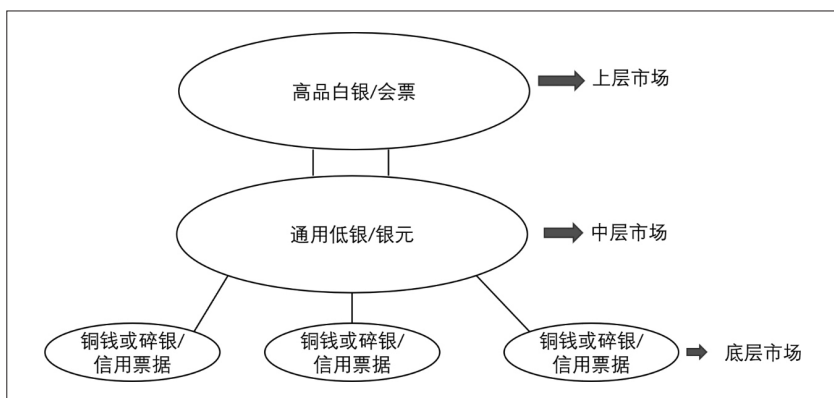


图 4：自律性的结构化模式（黑田模式）

其实还有萨金特的研究范式，这也是探讨货币演变史的一个重要的范式。

由于中国传统时代的货币发展确实有独特的机理。基于这样一个客观事实，我们想把货币财政和货币政策这种他律性的要素和自发创造的地域性的

要素，一起融入到货币史里面，提出一个新的研究范式。

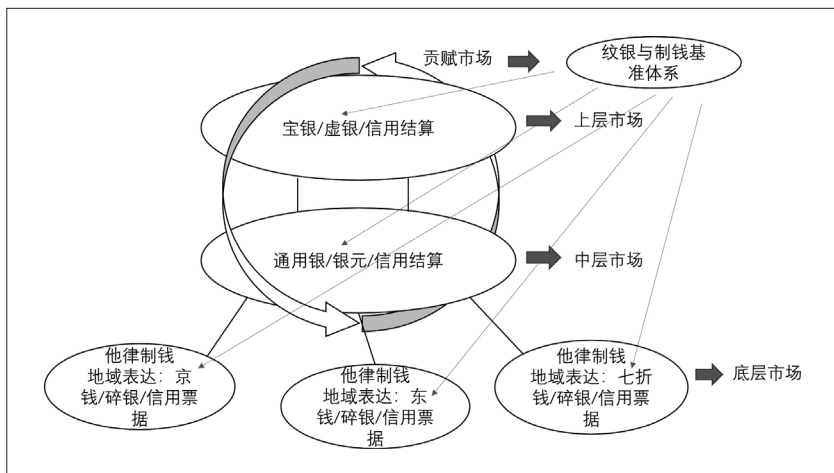


图 5：纳入他律因素的新结构模式

要理顺 18 世纪清代的货币层次，我们可以把它纳入一个结构模式中，整体上可以作为一个市场层次来看，各种货币有机地整合到这个体系中。地方的底层市场上有很多自律的货币机制，像京钱、东钱、七折钱；中层市场上用通用银元建立起一个贸易回路；上层市场的贸易可能会用宝银，虚银，还有信用票据。而且伴随着整个国家的贡赋体制的搅动，形成了一个基准体系。我觉得这个结构是比较复杂的，这个结构也是变化的，而且跟欧洲的内

在结构和内在机理是有差异的。我们这里只是揭示 18 世纪成熟的一个结构，明朝早期基本上对市场是强烈的打击状态。这个结构可以因时因地划分出很多不同的情况。欧洲的结构不一样，没有庞大的贡赋体制，很多财政都是分包出去的，和权贵资本势力结合，所以它的物流体系和内在的货币状况也是和中国不一样。

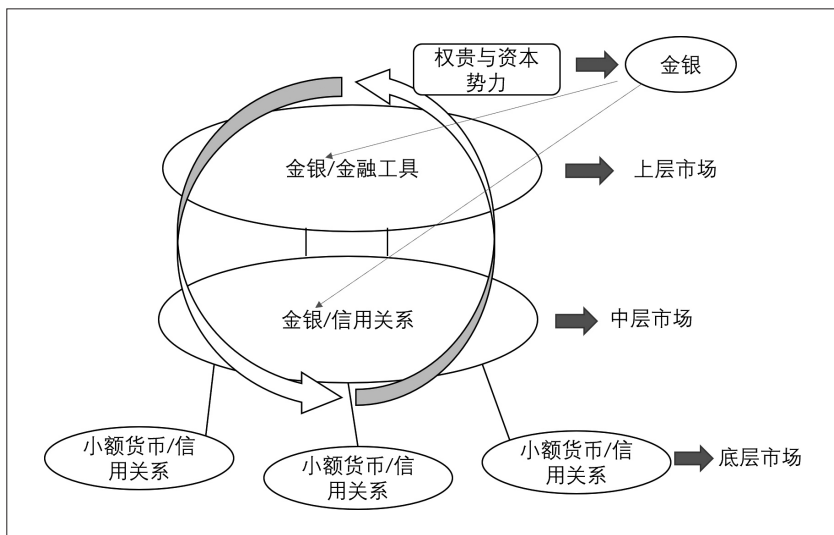


图 6：近代早期英国的货币结构化图景

在他律性要素方面，中外是有差别的。我们更想强调的是自律性方面的差异。在内部自律的维度，我们发现中国和欧洲有不一样。中国人主要是

一种自由创造程度很高的民间自律，是一种外部货币的创造。而欧洲很多是内部信用的融通，从机体内部很容易衍生出近代货币制度。我们谈结构问题，实际上还是要分析中西方结构的不同，由上而下、由下而上的根本差别，最后会为什么会导向近代货币制度。我们会做很多的指标的一些评判，主要是来揭示中国结构中的内部机制有什么差异。为什么中国很难找到近代货币制度，是因为在结构机理当中确实有很大的差异。

近代货币制度其实是对传统自律机制的一个清算。我最后想提出，货币史是以结构化的方式在前进，在社会中是立体的、结构化的存在。最值得探讨的，是结合当时法律政治体制、文化和观念，在这种结构机体的内部，他律要素和自律要素在市场的各个维度方面的差别。如果我们用货币史的视野理解当下，我们会发现地域自律也是处于不断衍生的状态，他律也有复杂演化的内容。两者交织，构成我们货币史直至今日的脉络。

这是我的一个简单理解，如果有言不达义之处，请各位多批评指正。谢谢。

韦森：谢谢永志。我们看到一帮青年学者开始研究货币，我们慢慢变老。看到他无论是思想方法，还是史料掌握，都相当好，这也是我们中国经济学的希望。他能参加我们课题组，我感到很高兴。因为这次时间关系，他这么多的内容只能在十几分钟内讲完。

下面我们有请日本一桥大学的马德斌教授作线上演讲。我可以透露一个消息，明年1月份，他就要回到牛津大学做经济史的全职教授，他是经济史研究中唯一的华人教授，是华人的一个骄傲。

马德斌：民国时期中国的金融革命

马德斌（日本一桥大学经济史学教授）：谢谢韦森老师，听了前面三位高质量的发言，非常有启发。我的题目也是中英比较，跟前三位在思路方面很相像，但研究范围相对来说比较小，主要描写民国时期，即比较现代的时段。我把它叫作“民国时期中国的金融革命”，即中华民国时期，北洋政府和南京政府时期的金融革命。金融革命是一个很经

典的词，是以英国伦敦为中心发生的，它与后来的工业革命有着非常深厚的关系。

民国时期的金融革命，与英国的金融革命在机制方面有相似的地方，这是很重要的。英国的金融革命有两个特点，一个是金融方面的，另一个是财政方面的。其中最重要的是英格兰银行的建立，以及政府债券市场和金融中心的成立，这是后来英国称霸最重要的财政基础和金融基础。光荣革命之后财政收入的增加，是通过专业的税收机构来完成的。然后通过英格兰银行，用实体金属作为货币，内生出很多货币，且以纸钞为主，而金属货币基本上没有变动。纸钞是银行延伸出来的新的货币体系，它对英国的经济增长、人口增长、以及全球争霸起到了很重要的作用。

货币的信用来自哪里？它来自于金属本身。纸钞的信用来自哪里？来自于它可以跟金属兑换。但是纸钞最后跟金属脱钩了，因为其本身开始具有信用。英国是所谓的金融城，伦敦是金融城的中心。整个金融革命，跟一个独特的自治城市有关系。这个自治城市虽然没有威尼斯的自治度那样高，但

是也起到了非常关键的作用。从中国的角度来看，它在某种程度上是租界的一个翻版。英格兰银行，是坐落在伦敦的一个银行，是公私合资的影子银行，后来成为了中央银行，这是一个非常有意思的现象。

回到 19 世纪来看，一个很重要的因素是上海作为金融中心的兴起，作为金融中心，它是有边界的。这个公共租界有自治城市的特征，但不完全是外派的殖民机构，至少由十几个国家的商人组成，是比较独立的机构。有十家银行在这里诞生，其中最主要的是汇丰银行，它代表了苏格兰体系的转变。这套体系进入到上海公共租界体系后，中国新一代的银行家兴起了，有了中国银行上海分行、交通银行、以及私有银行。公共租界成为外国银行和中国银行在上海的一个最重要的地点。1911 年之后钱庄开始搬到租界，因为独立的金融中心是一个很重要的安全保障。另一个财税的安全保障是中国海关，海关原来和汇丰银行合作，后来和中国银行合作，早先经营国家的外债，后来经营国家的内债，促进了整个债券市场的大发展，使得外债通过银行

机制开始运作。这其中可以看到一点英国金融革命的影子，即使北洋政府没有成功建立宪政，但仍有英国金融革命的影子。

中国公债的发行是一个非常重要的发展阶段。因为二级市场建立起来之后，市场的流动性非常高，进出自由，使得整个市场有一定的可信度。公债的价格反映市场对整个公债的信心。1916 年设立市场之后，价格下降。随后公债重组，人民信心上升，公债价格又有所提升。这就是所谓的银元代替了原来的银两，随后国内的市场也逐渐开始演变和进化，上海和天津的银元交易市场整合得越来越好，而且在一定时间内超过了上海和纽约的市场整合。

在第一次世界大战时，国际形势变差，中国开始发展内循环，发展到一定程度，银元市场开始季节性下降。一个很重要的原因就是市场整合度提高，体现在整个中国现代货币的增长。纯粹看纸钞和存款的增长，这段时间的年增长率达到 9%，货币增长率达到 5%，远超过 GDP 的增长。既有银行体系没有很强的通货膨胀率。整个中国金融体系、

资本力量本身在增加，最重要的是中国现代银行，即以中国银行和上海银行为代表的半私有或私有银行起到很大的作用。

尽管整个民国时期的经济发展存在很多争议，也有很多问题，但是银行、金融的发展是不可争辩的，银行网络的扩展是一个非常了不起的发展。从这个角度，我们重新认识了殖民主义和民族主义的关系，认识了信用和主权的关系，以及自上而下和自下而上的关系，国家权力集权与分权的两难权衡。

韦森：谢谢马德斌教授的精彩发言。虽然时间简短，但作为被国际经济史学界和经济学界认可的经济学家，他眼中的规范、手中掌握的资料、以及分析问题的方法、视角，体现了我们华人的骄傲。最后我们请王永利行长演讲，欢迎王行长。

王永利：货币制度的演变

王永利（中国银行原副行长、深圳海王集团首席经济学家）：大家好，货币理论、货币体系、货

币制度是非常庞大的课题，也是现在充满争议的一个热点话题，各种加密数字货币也好，Libra 这种超主权货币也好，之所以出现这种状况，说明我们对这个东西的认知已经模糊了。

时间关系，我只能提纲挈领地给大家汇报一下我的看法。

第一，简单回顾一下货币演变的基本历程和方向。前面几位都是研究货币史的，几千年的发展非常复杂，但是我们基本上可以把它归纳为货币发展的基本历程，从自然实物货币发展到规制化金属货币，再发展到金属本位制的纸币，再发展到国家信用货币。货币发展的阶段，特别蝴蝶由卵到蚕，再到作茧变蛹，再到破茧化蝶的演变，最终实现质的升华，它是一步一步的，你可能从最后的蝴蝶根本想象不到它一开始是一个蚕，但是蝴蝶才是它的成熟阶段。随着技术的发展，今天的货币依然在变化：从我们最早手上的现金货币，变成银行存款货币，变成所谓的电子货币，到今天都在研究的数字货币，它在不断变化，表现形态、运行机理都在变化。

今天我们讲货币的时候，大家普遍认为还是现金。我这里讲的货币是广义的货币概念，不是狭义的现金概念。央行投放的货币，大头是投给金融机构，投流动性的，真正印出来的货币量越来越少。我们 230 万亿的货币量里，M0 就 8 万亿，真正用于货币支付的量更少。现在的问题是，在几千年发展史上，信用货币基本上都是在各个国家金属本位制纸币遇到巨大问题，没办法执行下去时的一个被动选择。所以到今天为止，为什么货币必然从实物转化为信用货币，今天信用货币的信用是指谁的信用，是怎么投出来的，带来了一些什么样的变化？我们其实对这些的认知远远不够。今天真的亟需我们来反思。

第二、货币为何必然脱离实物转化为信用货币。我们要明确货币是为财富交换交易服务的，核心功能就是财富的价值尺度。要发挥好这个价值尺度的功能有一个前提要求，即使保证币值基本稳定，如果大幅波动的话，交易很难去顺利完成。要做到这点，理论上来讲，就需要保证一个国家的货币总量跟这个国家主权范围内法律可保护的、可交

易的财富价值规模要对应起来。如果财富价值规模在扩大，你的货币总量要跟着扩大；财富价值规模在萎缩，你的货币总量也要跟着萎缩，理论上这样货币的币值才能相对稳定，价值尺度功能才能充分发挥。这样的话，货币总量一定是可调的，是具有灵活性的。

如果这样的原理成立的话，大家就会看到原来充当货币的实物，不管是直接的实物还是货币作为本位制的这个实物，必须退出历史舞台，回归其作为可交易财富的本原。黄金、白银必须退出来，它是可交易财富，退出货币舞台不代表它没价值，它一定还有价值，但是它不是货币，它的价值也要用新的货币来标识。从这个原理上来讲，今天还有人在寻找新的货币价值的锚定物。有人想了很多，甚至说我们中国最牛逼的就是高铁，我们能不能用高铁？今天再想用任何的实物作为货币或锚定物，都不会成功，因为这不是先进，而是倒退。

前面讲布雷顿森林体系的崩溃，它的根源是什么，给我们什么启示。我认为布雷顿森林体系本质上是在坚守金本位制，因为这一条它就必然要退

出，因为这是实物的供应，根本没有办法跟可交易财富的价值变化去对应。大家看到布雷顿森林体系退出以后，美元没有崩溃，尽管一度之间跟黄金、跟主要货币的汇率发生了大幅度波动，但是达到一定均衡值之后，它的影响力反而更大了。所谓特里芬难题，只是这个问题的表象而已，特里芬难题根本不是布雷顿森林体系崩溃的根源。

货币必然要脱离实物，转化为一种纯粹的价值尺度，它本身可以不再具有物理的价值，而是建立在整个国家可交易财富的价值支撑和信用基础之上，受到国家主权和法律的保护。所以它既叫做信用货币，也要叫做国家的主权货币或法定货币，都是跟国家紧密相连。最早的实物货币，本身的价值就是它最大的支撑，但是一步一步它的价值的影响力在减弱，信用的要求不断在提高。最后如果你不跟国家主权或法律对应的话就带来一个问题，你发的货币没有法律或主权保护的财富跟它对应，这是一个很重要的变化。

相应的，今天我们依然说货币是央行的负债，对不对？是央行的信用吗？有人说货币是用财政收

入做支撑的，真的是这样吗？今天为什么我们的货币政策成为国家宏观调控政策最重要的政策之一？为什么我一直在强调央行的独立性和货币政策的中性在现有货币体系下越来越难以保持？因为它受的不是央行本身的信用保护，它是受整个国家的信用保护，这些问题可能需要大家再去把握。

第三，信用货币的投放。经常大家被忽略的问题是，信用货币是怎么投放出来的？当信用货币不再是一个实物，还要保证这个货币总量跟财富规模对应，我们今天主要有两个渠道，一是货币投放机构购买必要的价值储备物来投放基础货币，比如说买外汇、买黄金、买战略物资，但是不能买太多，如果你全部买储备物来投放的话，就回到了所谓实物本位制的货币体系了。二是货币投放机构对其他社会主体借出货币（包括发放贷款、购买债券等信贷投放）。即根据社会主体的货币需求，由货币投放机构对其已经拥有或将会拥有的健康与财富的价值进行评估，在财富价值范围内按照约定的还本付息条件投放货币。背后的原理是根据这些社会主体可能会有，或者未来可能会有财富，但是他现在没

有货币，他用他的财富来对应，来借货币。这样就把社会主体对财富的预判引进来，然后投放机构要对你的财富进行估量，根据大家达成的一致意见确立期限和还本付息的条件，投放机构把钱借给你。这有什么好处呢？大家共同来对财富的量、财富的价值进行评估，然后根据这个来投放，突破了实物的限制，只要有真实的需求就可以供应给你。而原来以实物作为货币或者本位制的货币体系，必然存在货币供应不足或者供应过多的问题。

大家可以看到信贷投放，成为我们信用货币投放的主体，而且是保证货币总量与可交易财富价值规模相对应的一个关键。没有信贷的投放，货币就难以脱离实物，成为信用货币。比特币现在是没有信贷的，这一条决定它很难成为一个信用货币，它是一个实物货币，因为它高度模仿黄金的原理，总量设定，阶段性供应量设定，听起来很好，但是它根本没办法跟可交易财富的价值去对应。如果没有人拿比特币做信贷投放的话，它永远不会成为一个货币，它可能有很强的投资投机的价值，但是不是货币。信用投放是至关重要的，它是推动货币成为

信用货币的一个重要方面。信贷投放不光满足了货币总量调控的需求，它推动了货币表现形态和运行方式的深刻变化。

货币更多的从现金转化为存款，货币支付更多的从现金的支付转化为记账清算，推动货币运行提高效率、降低成本、严密监控。我要特别指出一点，很多人光研究货币，没研究货币的支付结算方式。货币从交易双方直接的现金收付，转变为通过一个清算机构，中间通过扣减支付方的存款转为收款方的存款，这个转变推动货币运行机制的重大变化。今天我们的货币为什么现金需要量越来越少了，因为都是记账清算。记账清算是用清算机构的债权债务关系的调整，替代了货币真正的流通，特别是在跨境清算时会带来一系列的变化。比如说所谓美元的流出流入，指的是美元所有权的流出流入，而美元作为银行的头寸是不会流出来的。所以美国进口越多，好像美元流出来了，实际上是美元所有权流出，但是这些钱全部存在美国的清算机构。

所以我们讲，外汇储备只能用出去，不能拿回

来。很多人说我们3万亿拿回来，现在那么危险，拿回来。拿回什么来，拿回美元现金来吗？他没有那么多现金。换成黄金给你？对不起，他早就放弃了金本位制。你只能做什么？你增加投资、增加进口，可以把它用出去，你想拿回来门都没有。记账清算其实的影响还有很多，但是很多没有接触过这个工作的人不知道，就是金融机构里面的绝大部分人都不知道这个问题。

因为这个你会发现一个很重大的变化，这样以后不会引发由于跨国贸易的严重失衡而导致货币的失衡？比如说大清的时候大量出口，把欧洲人的黄金白银拿过来了，但是物资过去没钱怎么办，造成他们货币的失衡；他要求你也要进口他的以达到平衡，但我们不进口，最后引发了一系列的问题。今天为什么没有失衡，你说美元流出去，其实它没有流出去，你是被动地存在那个地方。为什么美国成为金融中心，为什么美国的股市、债市是全球人的股市、债市，都跟记账清算密切相关。

第四，信用货币质量管控的基本要求。有了这一条以后，马上带来一个问题，信用货币的质量管

理有什么基本要求？你觉得它突破了实物供应不足的限制，但是有可能带来另外一个问题，就是过量的投放。所以信用货币管理的核心目标，一定是保持货币总量和可交易财富价值规模的相对应，由此保持货币币值的基本稳定，为财政增长和交易服务。要做到这条，要求准确测量和把握全社会的物价总水平的变化，但是这个是很难做到的，因为财富分布极广，同时又有上下游的关系，不停地在交换。最后我们没办法，现实中只能取一些跟人们生活密切相关的消费品作为样品，形成 CPI，作为一个核心指标来观察，根据它来投放货币。这也遇到一些问题，这个 CPI 概括不了物价的变化，特别是我们货币投放取决于社会主体，包括金融机构对财富价值的评估。财富价值又取决于供求关系，供不应求的时候价格很高，供过于求时再好的东西都不值钱，它有很大的顺周期性。

这种机制，各种因素诱惑，造成货币投放一定会超出财富真实的增长，产生超发。在这种情况下，我们就知道信贷资产的质量成为决定货币质量的一个关键，必须要准确地识别，及时处置不良资

产的损失。银行资产发生损失了，就意味着你是有超发的。今天好多说人中国经济多好，我们的货币一定好，我们的股市一定有投资价值，真是这样的吗？如果你有大量的不良资产盖着会怎么样，这个我们要分析。为了做到这条就要求，不光是社会上要有严厉的信用体系建立，资不抵债要破产；资不抵债的金融机构，特别是放货币的机构，也得破产重组。

这就带来一个问题，如果整个金融机构圈大部分破产重组行吗？所以最后要求，货币投放机构必须划分为单一的中央银行和无数的商业银行，赋予其不同的职责，进行不同的管理，这个背后的职责范围很多，我不讲了。第一，其中的央行不能破产，但是资不抵债的商业银行一定要倒闭，不能因为维稳就一律都不破产倒闭。如果商业银行都不破产倒闭，它就变成了隐形的中央银行。解放以后，1956 年工商银行改造全部变成人民银行到现在，除了 1998 年海南发展银行被行政监管之后，到现在只有包商银行破产倒闭，大量的倒闭没有出现过，这是不正常的现象。第二，央行印的现钞绝对不可

以直接投资，银行也不可以直接给自己贷款，里面有很多具体的规则，不再展开了。

第五，信用货币面临的突出挑战。在这样一种体制下，信用货币面临着很多挑战。第一，社会物价总水平难以准确测度。现实中要准确测度所有财富物价总水平变化是极其困难的，仅以CPI近似地反映物价（币值）变化，很容易出现严重偏差。第二，金融发展带来新的挑战。各种权益证券化金融产品大量涌现和频繁交易，在社会生产消费的货币需求之外，又产生了保值增值的货币需求，金融交易保证金又会分流实体经济领域的货币，并对实体财富和金融资产的价格产生影响。如果银行又对权益证券化产品（其基础资产已有货币对应）投资提供信贷支持，就可能造成货币的重复投放。第三，由这个问题就会看到不同融资方式对货币总量产生不同影响，直接融资不会影响，但是间接融资一定会影响。第四，央行的独立性和货币政策中性都很难保持。种种原因造成我们今天的货币超发是很容易的，而且很容易引发经济金融危机。

但是我必须强调一点，现在存在的问题是我们

没有把握本质，没有真正去提高我们管理能力造成的，不是这个发展方向出错了，要再倒退回去。我们一定要知道，如果货币不能从实物货币演化为信用货币，人类经济社会的发展绝对达不到今天的水平。自从信用货币出来以后，整个人类社会飞速地发展，当然问题也很大，但不能因此而否定信用货币并推动倒退，必须坚定方向深化改革加快完善。

第六，信用货币亟需深化改革完善监管。可能有很多变化，第一，要有良好的国家治理理念和体制，科学合理地处理政府与市场、财政与货币的关系。我为什么强调国家治理？因为今天央行独立性没有了，同样的政策在不同国家治理里的效果一定不一样，所以国家治理才是货币的第一问题。第二，改进社会物价总水平的检测，提高准确性和前瞻性。第三，科学运用各种货币政策调控工具，协调好央行基础货币投放与银行信贷投放的关系，保持合理充裕的流动性和货币总量适度增长。第四，积极探索和推行央行数字货币，加强央行对数字货币用户信息及交易数据的全面归集，通过数字货币全方位、全流程的监控，提高货币政策准确性、有效性。

由于种种原因，经济社会发展容易出现大起大落，在经济越高速发展之后，也容易出现大起大落。日欧英美越来越多的经济体都走上了零利率、负利率，大规模量化宽松，财政政策货币化的路。为什么 MMT（现代货币理论）这么热？MMT 仅仅是一个现象的总结而已。如果我们信用货币体系不做深刻变革的话，所有的国家都会走上这条路。我觉得不是简单否定它，要认真研究它，要尽可能避免用到这个东西，但是你还还要做好准备。

第七，货币创新发展不能违背其发展逻辑。今天我们讲信用货币是主权货币、法定货币，在国家主权依然存在，世界尚未实现一体化的情况下，要打造和运行超主权货币是不太可能的，货币的非国家化设想很难实现。第一，比特币、以太坊等纵向及阶段性供应量完全由系统锁定不可调节的去中心化网络内生数字币，只能是新型资产，可以投资炒作，不可能成为真正的流通货币。第二，与单一法定货币等值挂钩的稳定币，其实是“代币”，只能在设定的范围里去流动，不可以自由流通以冲击法定货币。第三，更重要的是，与一揽子法定货币

结构性挂钩的超主权货币难以成功，不能与其挂钩货币并存。2019 年 6 月 18 号 Facebook 发布了 Libra 白皮书之后，无数人认为 Libra 一定会冲击法定货币。但是我一直告诉大家，Libra 根本落不了地，今天 Libra 退了一步，可能要推出来单一与美元挂钩的 Diem。为什么这样呢？如果它能推出来的话，那 SDR 早就可以了，为什么 SDR 不能成为一个流通货币，只能是一个存储的东西？因为 SDR 成为一个法定货币的话，能不能跟它挂钩的货币同时并存呢？如果同时并存的话，对那些法定货币会不会带来严重冲击？为什么欧元一推出来，原来欧元成员国的法定货币全部都退出？因为从货币原理上来讲，一个国家不可以同时并行两种以上的法定货币，除非你乱搞。很多人以为欧元是个超主权货币，我认为欧元是区域主权货币，它不是超主权货币。

香港原来的金管局局长退下来以后弄了一个元币，但是现在都在设想的过程中，我认为很难成功。最近很热的一个 NFT 是一个权益证明，它不是一个货币，都没法加总。能够作为货币数字化发

展的只能是央行的数字货币，而且一定要坚持货币管理的基本要求，包括央行和商业银行的区分，不是弄出一个数字货币以后就没有商业银行，一定要坚持基本的管理管理。

这是我给大家分享的几点基本看法，供大家参考，谢谢。

韦森：确实是最后的最精彩，王行长实际上对前四位讲货币史的做了理论上的升华，也对他们的观点提出了系统的看法。特别感谢我们这个环节前面几位教授，内容这么多，用短短十几分钟讲完。王行长今天讲的条理非常清楚，再次感谢王行长，感谢我这个环节里的五位嘉宾，谢谢大家。我尽管控制了时间，现在已经是 12 点 40 了，可以提几个问题，谁来对前面五位教授提一些问题？

乔依德：为什么我要强调一定要有讨论？因为没有讨论，光讲不好。今天早上 Barry Eichengreen 讲完后马上发 email 给我，他说对今天的讨论非常满意，因为大家向我提了很多问题，只有提问题，大家思维才能激发出来。其他几位我也提不出问题，我主要是学习。我对王行长提一个问题，你第

三大点中的第一小点，你说“货币投放机构购买必要的价值储备物投放基础货币，据以确定和维护货币币值”，这个我不是太理解，跟你讲的以信用为支撑好像有一点矛盾。

王永利：我们说货币币值作为价值尺度，首先是什么尺度，谁来确定。我认为这是货币投放机构买储备物，基本上在做一个确定。比如说央行买黄金，一克黄金多少钱，它不是完全市场价，但是给你定了一个基准，包括美元、外汇，给你定一个基准。第二，通过储备物的进出来平抑它的价格波动。如果价格下跌比较厉害或上涨比较厉害，央行拿出储备物买卖以平抑这个价格。所以，一个是初步确定币值，另外是维持这个币值的基本稳定。我讲是维持币值的基本稳定，因为今天的条件下没有绝对的稳定，而且如果绝对稳定就没有货币政策了，或者货币政策的效用受到大幅影响，这个供大家参考。

陈伟恕：我讲一个意见，我对货币论坛提一个建议。这个论坛很好，不过如何深入下去，这个定位问题跟大家进一步探讨。我希望出现一个既不完

全是学院式，又不完全是政策的官方宣讲；既不完全是理论的，也不是仅仅对策的，在这个中间找一个桥梁。像今天这个阵势，国际国内人也很多，很多发言提出了很多值得深思、深入探讨的问题，但都没有机会深入。比如说今天这个题目，货币制度演变的基本经验或基本教训，就这么一个焦点聚焦在一起，人其实不在于多，就十多个人，关着门讨论一天甚至两天，然后整理出真正有贡献的，既是制定政策的参考，又是理论上新的探索的思维。这个会议这样的规模也可以，但是需要补充一些规模更小的，比如说你给 20 个人发通知，有人有空，有人没空，最后来十几个人也可以，变成一个深入下去的切入点。这样一期一期办下去，可以选几个不同的题目，把既是当前实践中的重大问题，但也不是马上要决策的，又是理论上遇到的需要攻破的新瓶颈，以后可以出书补充。关键是需要有一个讨论切磋的场合，我就是这么一个建议，谢谢。

左学金：首先我受益很多，我的麻烦就是喜欢提问题，我向经济史的几位老师的问题。第一个问题，我们说金属货币和法定货币不一样，这我完全

赞同。但是金属货币作为一种商品，它和其他货币的相对价值，由于稀缺性的变化也会变化。会不会因为白银不能满足流通需要，造成通缩？就是白银价格相对涨了，可能对物价也会有影响？第二个问题，纸钞是中国的伟大发明，但是怎么防伪？历史上伪造货币的情况很多，现在还有人在造假币，多了以后就会对它造成威胁。

我对王行长提一个问题，王行长的一个基本观点是，货币发行量要和财富对应，我想这个原则上是对的，但是对未来的财富，特别是创新带来的财富，我们怎么来度量？股市很明显就有这个问题。

李伯重：左教授提出的这个问题，我觉得是非常好的。不管是金属货币或纸钞，伪造现象不可避免。特别是在金属货币时代，因为铜本身在中国是相对稀缺的金属，一旦货币需要量大，其他方面也需要量大，变成各方争夺铜资源。宋朝铸造的铜钱有 75 万吨，是非常大的数字，但是大量被运到海外。现在在韩国发现一艘沉船，上面就有 20 万吨铜钱。日本的佛像很多是用铜钱去化的。所以造成国内铜钱价格上涨，对宋朝的经济是有很严重影响

的。特别在四川这样的地区，本来铜资源就少，再加上商业比较发达，所以不得不用铁钱，铁的单位价值更低，重量更大，没有办法才发明了交子，这个现象存在于金属货币时代。

白银也是这样，因为中国的白银主要是从海外进来。中国国内只有银元，大概中国国内产量占一半。银元在明朝后期不稳定，所以主要是靠海外，先是日本，后是美洲。它进来的时候并不是一帆风顺的，到明朝末年曾经有一个时期，海外进来的白银枯竭。所以经济史学家很多在讨论，明朝崩溃是不是跟通缩紧缩有关系。很多记载，因为白银贵了，交税用白银，所以农民、小手工业者不得不用更多的铜钱换白银来交税，实际负担增加一倍以上，这是很严重的问题。18 世纪大多数时候供应比较充足，所以出现了中国 18 世纪大繁荣，这是有关系的。但是到 19 世纪又出现了白银进口的问题。还有民国时代，因为美国的白银法案，造成白银的供应紧缺，造成中国国内又一轮通货膨胀。你说这个问题确实是存在的，而且没有办法解决。

至于纸钞伪造技术，当时是简单的印刷，谁也

不可能避免。无论是宋朝政府，还是明朝政府都是严刑峻法，一发现就砍脑袋，用这样的决心控制下来。我们至今为止还没有发现伪造纸币的史料，可能周馆长知道，我没有看到。所以用这样的代价，当然需要很强大的政府力量才能保证。现在我们看到的乱发纸钞，我看到的只有政府乱发，没有看到民间的。但是金属铸币盗铸，民间很普遍。

周卫荣：纸钞是先从民间使用，再到官方接受的。伪造不是说没有，但是古代有防伪的措施，法律也严得多，砍头不用说了，政府的奖励也很高，因为纸钞完全靠最后的保障。还有一点，作为一个补充，秦始皇统一中国，但是没有统一货币铸造权。汉武帝专门要求中央铸钱了，但不是说从此以后民间就不能铸币了。在金属货币时代，你只要符合标准就行了。咱们古代的银两制度，相当长时期银锭不是国家的，只要符合标准就行，这一点跟现代社会还是有很大不同的。我就补充这点。

王永利：刚才讲到信用投放的时候你会发现，它跟实物有一个最大的不同。实物是你要先有实物才有货币。但是信用投放是，你现在没钱，你觉得

未来一年内有什么资产，我评估一下确实你会有，我可以先投放给你，等一年以后你出来，我的货币已经在社会上完全流通了，你还给我就收回来了。这个信用货币的信贷投放至关重要，它能充分满足社会的货币需求。财富的变动，不是单一的一方来评估。如果说央行一家不一定准，我们把社会上全部拿来一块评估，当然最后货币投放那块央行有最终的决定权。

韦森：谢谢，回答精彩，问的问题也非常精彩，今天上午非常精彩，现在我们超时了半个小时，我们吃饭到二楼，今天上午就到这里。

专题二：银行、金融中介与货币

王振营（上海黄金交易所总经理）：各位来宾，下午好！我是黄金交易所的王振营，非常高兴主持第二专题：银行、金融中介与货币。我们刚吃完饭，大家共同的感受，第一是又困又瞌睡，上午的信息量非常大，我们回顾货币久远的发展历史，非常有收获。我的感觉，第一收获大，第二还有累，实际上人在接收信息的时候，是一个高度消耗能量。所以今天要怪就怪主办方，整个会议的议程安排的非常含金量高，那结果是大家收获的同时疲惫，所以大家准备好精神，下午还是一场硬工作。

今天下午原本安排了五个演讲嘉宾，一个在北京，由于疫情的原因不能到场，所以今天只剩四个嘉宾演讲，一个半小时，每个演讲嘉宾保持 15 分钟的演讲时间，然后留半个小时的时间来问答讨论。如果说上午我们是回顾历史，今天下午的第二

专题就是讨论当下，在三个主题词，银行、金融中介和货币这样三个主题当中，实际上包含了两个主线，一个是货币主线，一个是货币政策主线。货币里面谈数字货币、人民币、美元等，还谈也有货币政策的问题。

我们第一个题目是陈达飞博士，他的题目是最大就业、平均通胀与美联储新货币政策的框架，大家掌声有请。

陈达飞：最大就业、平均通胀与 美联储新货币政策框架

陈达飞（东方证券财富研究中心总经理、博士后工作站主管）：谢谢王老师介绍，诚惶诚恐，因为在座的都是我敬仰的老师和市场的前辈，我作为一个晚生，在这里给大家讲一个我今年以来最关心的话题，也写了十多万字了，就是美联储的问题。

今年一季度的时候，美国经济在这次后疫情时代的复苏是非常快的，反弹的弹性足够大。在一季度时，实际上有一次小小的缩减恐慌，但是

从 5 月份之后，我们看到美联储一直在安抚市场的情绪，说通胀是暂时的，就业问题还没有达到实质性的进展。一直等到 8 月底的这次会议，才逐渐释放出退出非常规货币政策的信号。这中间发生了什么？美联储不断提示的最大就业以及平均通胀怎么去理解？我觉得这是市场人士最关心的一个问题，因为它关系到美联储什么时候开始退出，以及对于 Taper、再投资、加息、真正缩表等次序到底是怎么决定的，因为每一个不同的时间节点对于大类资产价格的影响实际上是不一样的。所以我们从市场的角度出发，最后想落脚到美联储整个的货币政策框架是什么样的，以及在这样一个理解之下给出我们自己的一个判断，从而得到大类资产的政策建议。

我觉得还是得回溯历史，这就是看从 1970 年，就是过去半个世纪 OECD 国家整体上通胀的走势。图 1 的圆圈是中位数，上面和下面分别是 75 分位数和 25 分位数。第一个很直观的感觉是趋势向下。第二个直观的感觉是，大概从本世纪初开始，整个区间的幅度大为收缩，这就是所谓的通胀的大缓和。从上世纪末到本世纪初，一直到 2008 年之后

出现的通胀不达标，达不到 2% 这个目标，才有了后面的一系列的货币政策变化。

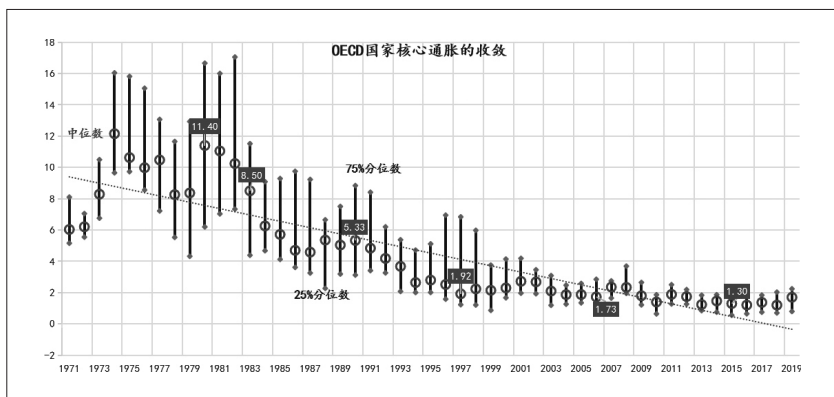


图 1：特征事实一：通胀大缓和，
始于 80 年代初（OECD 国家）

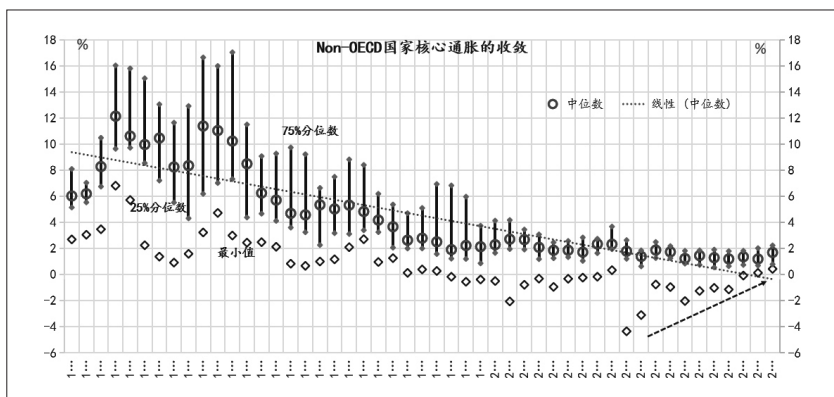


图 2：特征事实一：通胀大缓和，
始于 80 年代初（Non-OECD 国家）

非 OECD 国家也是这样，虽然它的波动性更大一点，区间长度更大一点，大概在本世纪初也出现了大收敛，好像通货膨胀消失了。

再放到更长时间去看，主要的西方国家从 1700 年到现在为止，几个大的通胀周期（图 3）。当然这个地方是不可比的，因为货币制度不一样。但是我们能看到这样通胀大幅的波动。以前在金本位的约束下，只要战争来我想印钞，就有大的通胀。但是信用货币时代，除了 1970 年代的滞胀，基本上就是这样一个大缓和的状态，这是通胀的问题。

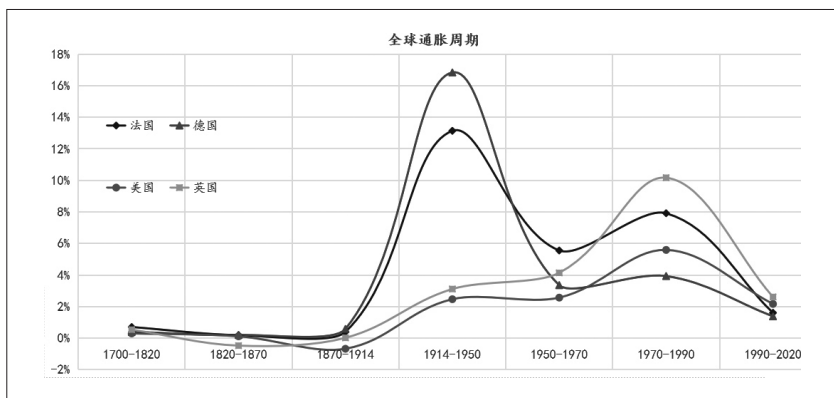
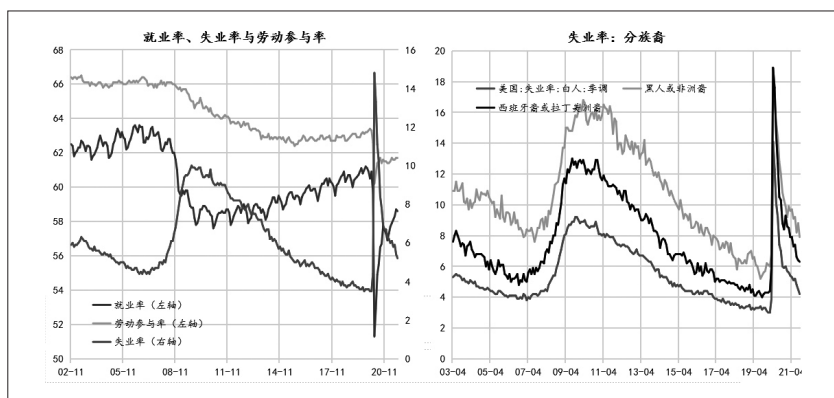


图 3：通胀大缓和（1700—2020）

失业的问题是这样，过去我们非常长的一段时间关注失业，都是关注失业率的指标，我们测算的

是自然就业或者自然失业率，把这两个一做差，我们就去判断这个经济体是相对松或相对紧的一种状态。特朗普在任的时候，美国整个失业率达到了历史以来最低的状态，这是他非常引以为傲的政绩，而且是从 2008 年以后十多年的时间持续向下。2015 年的时候，我们看到美国的就业市场，整个失业率达到跟自然失业率差不多的水平，克鲁格曼有一系列的文章说这时候美国的就业市场是紧的。2015 年我们也确实看到，相对较低工资水平的劳动者的工资开始往上走，劳动参与率也是往上走。美联储的就业目标，不仅仅要看失业率指标，就业目标强调的是最大就业而不是充分就业。最大就业是什么意思？我们一直讲 2020 年美联储整个的货币政策发生了大的变化，这里面强调的最大就业和平均通胀都跟我们以前理解的有非常大的不同。我们观察美联储的货币政策什么时候退出，不仅仅要去看失业率。因为一季度的失业率已经到了 6% 以下，根据 2013 年退出的经验，6% 是非常关键的节点。一个硬性约束是，如果失业率在 6% 以上，美联储就不会考虑退出；反过来，6% 以下就可以考

虑。但是这次即使是达到了 5.4%，美联储仍然在犹豫，犹豫什么？一个很重要的原因，就是劳动参与率比疫情之前低 1-2 个百分点（图 4 左侧），即使是失业率跌到 6% 以下，它的劳动参与率仍然低于疫情之前，这 1 个点的劳动参与率就相当于近 1 千万左右，二季度的时候美国仍然有 800 万左右的劳动力缺口。



**图 4：特征事实二：失业率大缓和，
但劳动力市场不公平加剧**

图 4 右侧代表不同族裔的劳动参与率，这个地方不仅是贫富分化的问题，而且是整个不公平的问题。所以美联储目前的货币政策除了要考虑总量的问题，还需要考虑货币政策的分配效应。这个分配

效应简单一句解释就是，那些相对弱勢的群体只有在劳动力市场达到相对充分就业状态的时候，才能够受益于整个经济的复苏；若没有达到，更受益的都是那些技能型的群体。这是第二个特征。

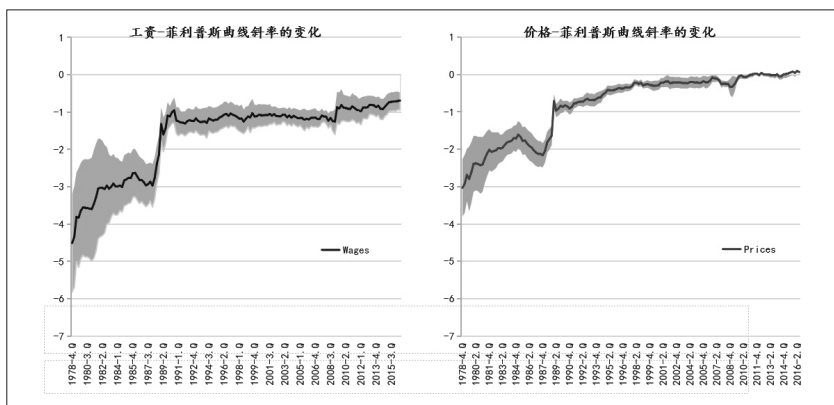


图 5：特征事实三：菲利普斯曲线平坦化，
通胀持续性（自相关性）下降

第三个特征就是菲利普斯曲线斜率的大平缓，呈现水平的状态。图 5 是用菲利普斯曲线去做回归得到的斜率，基本上跟零没有太大区别，是从 1970 年代到现在为止大概 50 年的时间。过去短期的菲利普斯曲线，就是凯恩斯主义，通过需求侧去影响得到量跟价之间的一个反向关系或替代关系。在过去的四五十年中，一些宏观环境的变化使得菲利普

斯逐渐变得平坦。

第四个特征事实就是现在利率的问题。自然增长率跟自然利率逐渐到了非常低的位置。过去传统的调节利率的货币政策，空间越来越小。前面的一些特征事实表明，通胀消失了。通胀现在不怎么对就业市场的充分就业状态做反应了，或者说反应很迟钝。我们又面临着传统货币政策空间逐渐狭小，对于货币政策的制定者来说，需要考虑还有没有一些更有效的方式，来扩充货币政策的空间。2008 年之后我们看到非常规的货币政策，以及泰勒规则的一些变化，实际上就是对这些特征事实的一个反应。

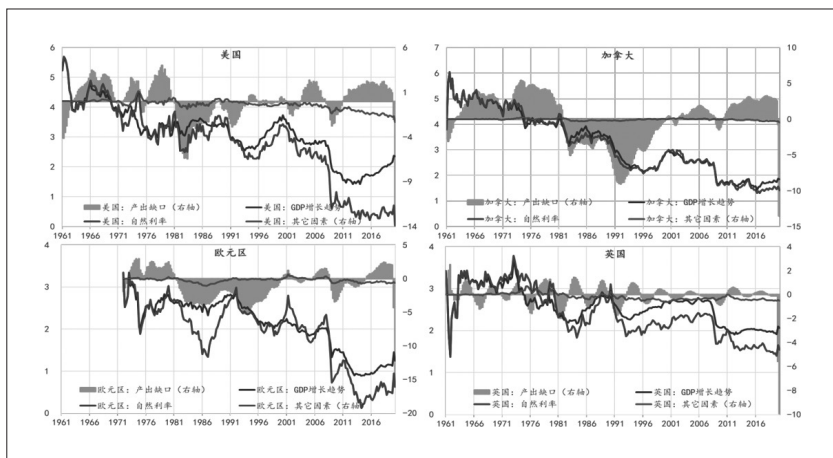


图 6：特征事实四：自然利率下行

2012 年美联储开始制定长期的政策的目标，到 2020 年有一些变化。2020 年市场最为关注的一个变化，可以说它的框架达到了完整的阶段，就是最大就业和平均通胀。实际上平均通胀的表述到 2020 年才给出，我们看到的就是最大就业，这是一个大的变化。假如我们把充分就业看成是 4% 的自然失业率，意味着如果高于 4% 的话我就可以宽松，如果低于 4% 我就应该收紧，过去这叫做对称的货币政策策略。为什么要这样做？因为一旦低于 4%，说明劳动市场很紧，那么根据传统的替代性菲利普斯曲线，劳动市场紧了之后通胀马上就要来，所以过去的货币政策制定是逆风而行。

大家有没有注意到，疫情之后，或者说 2008 年危机之后已经不太提这个概念了。鲍威尔反而强调的一个很关键的词，回归到了适应主义。我博士期间是做后凯恩斯主义的，后凯恩斯主义讲货币内生其实就有一个适应主义。适应什么？就是我刚才讲到的这些，最大就业、平均通胀。平均通胀这个相对比较好理解，如果过去一年的通胀目标没有达到 2%，假如未来我可以把目标暂时提高到 2 以上，

从什么时候开始算起？美联储官员在演讲中提到了这样一个说法，从联邦基金利率降到 0 那点开始算起。如果未来第三年才达到平均通胀，我们可以用 2% 划一条线，然后用指数化的形式去看大概什么时候达到 2% 的目标，可以发现在二季度时平均通胀目标已经达到，但是仍然没有达到美联储所说的最大就业目标。因为仍然有四五百万人的缺口，即使是现在已经降到 5% 以下了，但是把疫情期间给这些失业者的额外救济断供后，他们仍然没有足够的动机回到就业岗位上，这是美联储认为非常麻烦的一个状态。

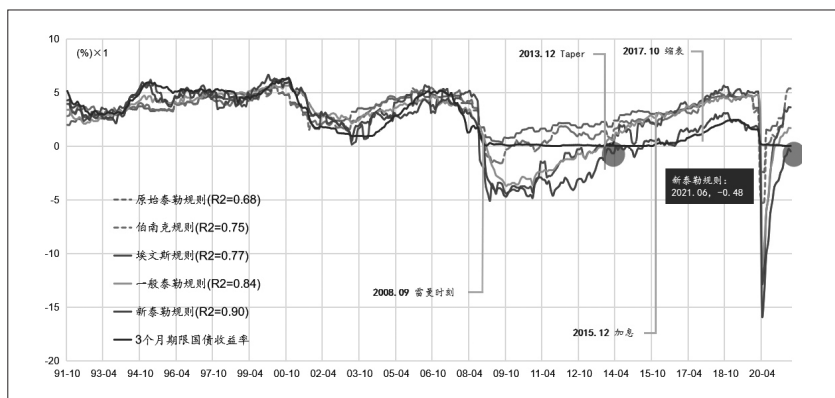


图 7：美联储何时加息？

——基于平均通胀目标制的新泰勒规则

美联储隔几年都有一个自己的规则，都是对就业目标和通胀目标稍微做一点变化，得到一个新的拟合。图 7 的黑线是三个月期的国债期限利率，短期的货币市场利率。红线以外的都是美联储自己拟合的，他们会根据拟合的状态去测算当前的货币市场合理的利率水平大概是什么位置。

如果我们根据相对比较平均的通胀目标和最大就业去拟合一条新的泰勒规则的话，你会看到这条红线，对于 2015 年以后那次加息的是拟合度是非常高的。也正是根据这样一条线，在二季度末的时候，我拟合的水平是 -0.48 ，就是合意的、短期的货币政策市场利率应该是 -0.48 ，跟 2013 年底美联储释放明确的 Taper 信号时是正好相似的。所以我那个时候说，宏观条件已经充分证明美联储可以发出 Taper 信号。但是我刚才讲到了就业问题，这个利率收敛到 0 之后，很可能还有一段时间横盘，就像 2013 年之后，直到 2015 年底才开始加息。两年左右的横盘时间，给了美联储很多的政策空间，那是一个灰色地带。

我觉得我们在思考 Taper、再投资、加息、缩

表行动时，这一系列行动有一个穿针引线的作用的就是合意的联邦基金利率。根据美联储自己的描述，整个非常规货币政策要遵循四步。第一步是所谓的分流或 Taper，就是少放水。所以如果还在放水，但是水又足够多的时候，就会有分流的动作，就像逆回购这样结构性的工具。第二步再投资，还有第三步正常化，到第四步内生增长。内生增长就是随着经济内生增长的过程，美联储适应性地去扩表。这个四步走是按顺序的。而且加息一般在再投资阶段，就是不扩表也不缩表，债券到期之后再滚动发行。美联储一般给这个再投资阶段三年左右的最短时间。加息的时间点就在再投资中间的位置，怎么去判断？还是回到刚才的那句话，就是合意的短期利率在什么水平，然后美联储会以此为根据去决定缩表的节奏和水平。

我最近写了一系列关于美联储的文章，我觉得还没有出现大的判断错误，以上就是我做的汇报，谢谢。

王振营：非常精彩的一个演讲，谢谢达飞。实际上整个货币政策分成三个层面，一是外围的国际

货币政策环境，这个政策环境的主要释放或决定者当然是美联储；第二是国内大的环境，当然是国内的中央银行；还有每个地区，比如说上海市、浙江省等等，这是三个层次。关心哪个层次，取决于在哪个层次上生活。达飞是在全国或全球范围内配资的，当然关心最大的货币层面。无论怎么样说，货币环境和我们每个人息息相关。

接下来我们要转到数字货币这个话题上来，数字货币是数字技术在金融领域应用的最高形态，会对我们的金融、经济甚至社会组织形态产生深刻的影响。我们下面以热烈的掌声欢迎第二位演讲者，浙江现代数字金融科技研究院理事长周子衡老师，掌声有请。

周子衡：数字货币的渊源及趋向 ——货币史视角下的货币数字化

周子衡（浙江现代数字金融科技研究院理事长）：谢谢王总，大家下午好！下午这个时间点大家的状态一般都比较萎靡，不过提到钱，我们总是

会来精神的。

英国前首相 Winston Churchill 说过一句话：“你往后看多远，你就能往前看多远。”我们知道钱从哪里来，就知道钱往哪里去，这两个问题之间是相关的。货币的问题，包括数字货币，有史以来就没有发生过横空出世那种事，一定是其来有致的。我们今天说数字货币很玄妙，其实很多基本的问题，一千年也好，三千年也好，历史当中都已经注定了。货币是人们经济社会实践的经验性产物，历史上的事情很多了。一开始用过贝，后来发展到铸币；曾经也出现过铸币不行，再倒回贝的历史事件。

经验性的货币隐含着一个问题，货币是不完美的。上午的时候，李伯重老师提到的鲁褒《钱神论》，听着像是一个笑话，钱是神。其实这个问题经常存在，货币如果不完美，货币理论也不会完美，我们脑子里自觉不自觉地住着这样一个神、那样一个神。我们谈了很多，觉得货币应该是这样，应该是那样。货币历史告诉我们货币从来都是不完美的，但是它有一个方向，这个方向是尽可能向着完美的方向走，这是它的一个基本趋势。所以货币

史的意义就很重，我们很多与会者都在谈这个情况。中国的货币史是全球唯一的完整有序的货币史。西方没有完整有序的货币史，是断掉的，它的金币在罗马之后不再铸了，再次铸的时间大致是1250年，流通的范围也非常有限。欧洲长期处在分裂的状态，也谈不上统一的货币史。所以中国的货币史是一个宝藏。我们今天碰到这么严峻的货币问题，牵涉到方方面面，所以我们还得要回头来看。

主要跟大家分享三个内容。第一，货币演进的历史是从有币材到无币材，就是要把物理属性拿掉。第二，货币史的演进也是会计制度的演进，账户体系、账户货币、记账规则，是这样的两条路线，法律还在更次一些的规则上。第三，跟大家分享数字货币，包括两个内容：数字决策和数字支付。这跟以往的货币形态是不一样的，是独立于银行账户系统的。

我们先看货币的物理属性，货币是有物理属性的，但事实上纸币出现之后，这个物理属性就变得根本不重要了。中国人谈货币史，贝跟铜是连在一起的，贝是自然界当中最标准化的一个可用于记账

的，齿贝是不容易破碎的。后来的铜是先仿贝，后来形制慢慢过渡确定下来。中国以铜币作为记账单位发生得很早，单一的主币有两千多年历史。

- ▶ 贝：自然的记账单位
- ▶ 铜：稳定的记账单位——中华；不稳定的复本位制——欧洲
- ▶ 钞：抽象的记账单位
- ▶ 电子货币：既非币材，又非账户——支付指令，或记账指
- ▶ 币材演进的本质——摆脱币材的物理属性
- ▶ 小结：物理属性是货币可以并已经摆脱掉的部分，不是货币问题的立足点。前现代货币史的主导方向，追求一个稳定的货币计量体系。

图 1：货币的物理属性——币材的物理演进

欧洲则不是这样，欧洲 1250 年重新铸币以后是复本位制，没有主币，金银是同等地位的。后来金本位的目的为了解决复本位的问题，斗争是很剧烈的，政治都牵扯进来了，美国也是一样。往回看，他们是用金本位解决复本位的问题，所谓的标准，其实是解决主币的标准问题。国际上看，是决定一个汇率。当欧美确定了金本位制之后，在金本位之外的大块的都是银，没有银本位，银是浮动汇率，跟金本位是两回事。所以欧洲的货币史跟中国的货币史是不同的，欧洲基本上没有一个长期的主币确

定的历史。中国则是持续两千多年的铜主币，银作为货币单位。比如一贯比一两银子，是确定主币单位之后的，再兑换很容易，不会像金银复本位制那样形成那么大的冲突。中国晚清时期有银铜复本位，它和金银复本位根本不是一回事。虽然经历了一个短暂的银贵铜贱的动荡，但是东方的复本位和欧洲的复本位根本上来说是两回事，历史的走向是不同的。

之后就到了纸币时期，假设我们主币确定，有了一文钱，通过铜币的形制和重量的统一，它的记账单位就确定了。记账单位确定了，它的物理属性就可以拿掉了，货币的功能就完全可以通过记账来解决。这是它的一个基本的历史走势。

2013 年的时候，美联储的银行系统里，各个银行机构之间可以 24 小时实时全额转钱，但是这是一个封闭的 club。市场流通的货币做不到实时地转钱。这个系统的转账是封闭，和我们所理解的流通是两回事，企业和个人是进不来的，但是数字货币是可以让企业和个人进来的。

我们看这个过程大致是这样：从物理属性开始，

一旦记账单位确定，物理属性就可以被拿掉。从这个意义上来说，货币史上所有的货币都是代币，就是赌场里的筹码，具体是什么样的筹码无所谓，只要大家接受就可以了，甚至无筹码也可以，只是一个记账单位罢了。

- ▶ 数理属性的基础——可度量性：account unit 或 unit of account
- ▶ 现代货币摆脱了物理约束，而置身于“账户体系”，仍须摆脱价值约束
- ▶ 账户体系与银行机构
- ▶ 账户关系=会计制度
- ▶ 柜台办账——银行会计体系仍未摆脱物理属性，银行账户体系是物理性质的

图 2：货币的数理属性——货币单位及会计制度

另外一方面，当货币的记账单位确定了，就可以做记账安排了，这凸现了它的数理属性。数理属性更主要的部分是会计制度。任何一个社会体系都会发展出自身的会计制度。美洲的阿兹特克文明，他们的会计制度也是高度发达成熟的，只是被殖民者灭掉后就断掉了。我们去山西博物馆看钱庄票号，那些印鉴、文案都是很复杂的，也有自身的一套会计制度。货币在数理方向上，会计制度是很核心的问题，大家最后集中到货币基本属性中所

谓的价值尺度上。价值尺度是翻译过来的一个词，**accountunit** 或者 **unitofaccount**，大家看英文里面既没有价值也没有尺度，所以价值尺度是一个意会。这个意会对不对，大家有各自的理解，但肯定是有偏差的。我把 **unit** 理解为一种刻度。货币是经济关系、经济活动的一个度量，所以它需要有一个刻度。有机会我们可以多看看度量衡的历史，看这个观念是怎么一步一步走出来的。货币跟度量衡还有交叉，这是刻度的问题，就是量的问题。**Account** 挺难翻译的，**accountability** 和 **responsibility** 是两回事儿，而且也不是英语中的相等“**equal to**”。这个还不太好直译过来。这是货币的数理属性。

有了单位、有了记账体系，就可以做一系列的账目安排。这个账目安排在欧洲产生，来源是银行账户体系。所以纸币有两个源头，一个源头是中国的纸币，中国宋朝的纸币在官家接收之后是财政性发行，没有建立起一个普遍的账户体系，这个问题还需要深入研究。西方比较晚，到 17-18 世纪，这百年下来银行的形态慢慢确定下来了，建立起一套账户体系，发的纸币是银行账户货币。这可能是跟

它的贵金属有关，它的银行业务分成存款和贷款两类，事实上是两类机构。存款业务其实是中央银行发生的根据，中国的钱庄票号的存款弱，基本上是汇兑为主导，账户体系没有发展起来。近代西方普遍的账户体系发展起来，然后在这个账户体系基础上进行货币创造。中央银行的主要任务是创造货币。银行法对商法是有突破的，这个钱放银行既属于银行，又属于储户，这在民法上是讲不通的，所以说商法有商法的革命。

央行创造货币的目的是支持产业经济，以往的经济活动很有限，一年四季用不了这么多钱。但随着产业经济到来，各个项目可以说是挖地三尺不止，挖地几十米、几百米，航海几千里、几万里，需要大量的资金，所以需要相应的机构去创造货币，中央银行满足了这个需求。所以凯恩斯说现代货币是账户货币，到这里看上去货币就完全摆脱了物理属性。问题是你的账户系统还有物理属性，特点就是柜台办账，填表格、走程序，这个操作流程是物理性的。所以银行账户系统覆盖的范围是有限的，银行网点的边界是有限的，账户的物理化的边

界是有限的。如果你把银行的柜台延长到月亮去，你好多银行的业务可能也做不到，同时你的成本早就不可承担了。由于我们国家的特点所在，青海、西藏有些网点还能铺过去，放在其他的国家根本铺不过去，哪里还会有银行业务。所以全球有相当一部分个人是被完全置于银行系统之外的，这就是银行账户系统的物理边界所决定的。

▶ 数字账户体系——

A. 独立于银行账户体系的数字账户体系

B. 没有柜台台账及其会计操作流程

▶ 数字货币特质——

1. 支付即结算=支付体系的成本最优化

2. 无息与负利=货币体系的成本最优化

3. 全时、全额、实时、全员、全域

▶ 账户主体，亦即会计主体的多样性——

◦ “人”、“机构”、“物”、“权益”、“合同”……

▶ 发行主体的多样性——中央银行、财政当局、邮政当局……

▶ 形态——账户余额形态+NFT形态+……

图 3：数字货币——账户体系与会计制度的数字化

数字货币是什么呢？事实上就是在银行账户体系之外建立一套账户体系，这套账户体系突破了物理限制。你把货币本身的物理属性拿掉，再把账户系统的物理属性拿掉，就简单了。中国你有北斗系统，可以去跟 GPS 比；还有长征 3 号，导弹的覆盖范围可以跟美国的武器相比。数字货币这样一套系统对应的是 SWIFT，核心就是现代账户货币，有银行货币，有数字账户货币。数字货币不能够从商业银行当中长出来，这是由它的基因决定的，这是一个根本问题。

- ▶ 数字支付：支付账户+决策账户 两个层次
- ▶ 银行支付：银行账户没有决策功能
- ▶ 所以，数字支付又所谓的场景问题，银行支付的场景问题则可忽略不计
- ▶ 数字经济=通过数字账户决策+通过数字账户支付
- ▶ 数字支付与电子支付
- ▶ 数字支付的特质：全员（普惠性inclusive）+全时+实时+全额+全域
- ▶ 从wire到RTGS
- ▶ wholesale CBDC+retail CBDC

图 4：数字经济的三个阶段（1）：数字支付

数字货币的特点有几个。一个是支付即结算，这

在 wire 和 RTGS 系统下就可以解决了，只不过是在一个封闭的 club 内。数字货币系统能够覆盖到全员，也是 real time、full time。直升机到不了的地方，它也能到，所以它是全员、全时、实时、全额的。这个支付不是银行支付，银行支付要 payment，然后要 settlement，还要做 clear。它是支付即结算，无息的。

- ▶ 数字经济=通过数字账户决策+通过数字账户支付
- ▶ 数字资产不是数字货币
- ▶ “去中心化”的本意是“弱中心化”，与“多中心化”的关系.....
- ▶ 中央银行和商业银行都不禁止出现私人性质的中心化的数字货币，所以，所谓的“去中心化”私人数字支付的开发与“中心化”的银行支付安排在现实中无冲突交集。
- ▶ 数字货币=入账的支付活动wCBDC+不入账的支付活动rCBDC
- ▶ 数字法币支持wCBDC，没有数字法币，企业部门无法实现数字支付

图 5：数字经济的三个阶段（2）：数字法币

- ▶ 政府部门的数字支付问题可由数字法币解决：政府部门的数字法币账户
- ▶ 财政收入数字化后的流向：（1）流向商业银行或中央银行；（2）数字支出。
- ▶ 数字法币的来源问题：中央银行（发行行）+商业银行（头寸行）+财政支出（源头）
- ▶ 数字法币的银行来源=兑换，发行无计划，需求决定兑换。
- ▶ 财政预算数字化，财政支出数字化：公务员工资+住房补贴+公费医疗、教育，等.....
- ▶ 数字经济的全部门覆盖：居民家庭+企业+政府
- ▶ 数字财政发生了，数字债券，数字证券，数字金融才随之而来.....

图 6：数字经济的三个阶段（3）：数字财政

- ▶ 自动化：账户活动的自动化，记账自动化
- ▶ 智能化：决策的智能化，账目处理的智能化
- ▶ 多样性：货币种类、发行主体、使用范围，等多样性
- ▶ 动态化：余额的动态化，账目的动态化●●●●●

图 7：数字货币的趋向——自动化与智能化

当然它有很多智能性，它的发行主体也多样的，将来的财务报表也是数字化的、动态的。数字支付、数字法币覆盖到企业、个人以后，到了数字财政这样一个情况，所以对整个金融系统是有推进的。未来还能解决自动化、智能化的问题，一个报表中可以用多个字段一起记，人看不明白没关系，程序可以明白，程序驱动这个货币。谢谢。

王振营：谢谢周理事长，非常深刻的一个演讲。爱因斯坦发明相对论，说时间从来不均匀，实际上价值也是不均匀的，我深刻感受我们今天每一个演讲嘉宾都给大家带来了非常多的信息量，非常有价值。遗憾的是时间不够用，我最后提示后面两位演讲嘉宾时间一定要控制在 15 分钟范围之内，大家掌声欢迎。

胡月晓：中国货币由外生变内生

胡月晓（华东师范大学中国金融研究院学术专家、研究员）：尊敬的乔秘书长，各位领导，各位专家，下午好！

我和前面几位专家的角度不一样，我们是企业的商业研究机构，我们从市场的和投资的角度来看，我们的看法可能代表了资本市场上的一部分对当前货币的理解和看法。目前，从货币外生性和内生性角度来看货币体系变化对市场影响的观点比较少。

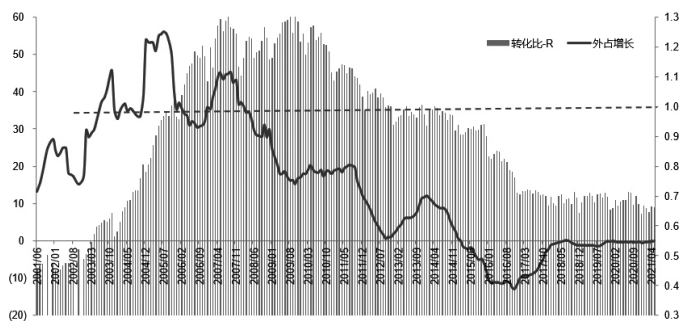
货币银行学讲到货币的时候，第一门课就会涉及货币，即广义货币 M2 的流动性由央行、企业、金融机构共同决定。而在实务中给大家的感觉都是央行决定的，在投资时非常关心央行的政策走向，债券的涨跌和货币量的变动。从货币形成的角度来看，我们认为货币是外生的，是由央行决定的，央行决定货币量多少，整个社会的流动性就是多少。仔细来看，货币银行学里的货币流动性是由三个部门决定的，这在不同的阶段是不一样的。

在西方国家，90 年代开始，货币体系开始转向内生。流动性由央行、企业部门和商业银行共同决定。当央行不起主要作用时，整个本身的经济状况和金融体系的状况决定了流动性的状况，所以货币是内生的。所以有自然利率、政策利率不配对的概念。

■ 由于货币外生，货币增长调控是通过基础货币和货币乘数实现；直到2010S年代，中国货币增长实践均很符合货币外生的逻辑。

■ 2014年前，中国B因外汇占款的被动增长而呈现高增长态势，因而央行就通过RRR调整来改变B；2014年后，降准成了每年央行的必备选项（差距只在于力度和频率），并创设系列工具。

图 中国基础货币增长中外占逐渐退位



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 1：中国货币外生的历史

过去几十年来，中国的利率水平和货币量都由央行决定，即货币外生的概念。从投资的角度看货币，关键是看央行流动性的投放和数量。观察指标就看数量的调整，盯着量的变化就是投资的逻辑。利率代表过去的情况，不用太关心。但是现在我们

也有了自然利率的概念，有了经济状况所决定市场利率的水平，这是货币体系变动所带来的结果。现在，由央行的主导变成了经济体系自身决定，发生决定性作用的转变阶段，称之为货币内生的阶段。

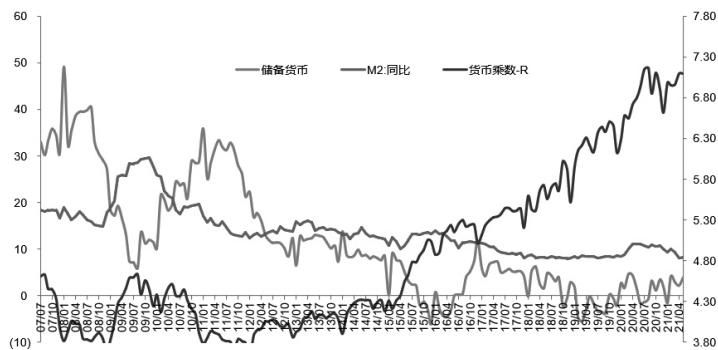
过去货币外生的，是因为我们的经济在膨胀，货币数量在扩张，信用在无限扩张，导致货币外生的情况。实际上在 2019 年到 2020 年之后，货币从外生到了内生阶段。我们货币形成体系里，货币投放在 2014 年之前都是以外汇账款为主，即 2014 年之前中国所谓的信用货币不是主权信用，是美元信用。货币发行以美元为基础的时候盯住汇率完全没问题。随后我国的独立性提高，2014 年之后基础货币的增长已经转向自创工具，2015 年之后出现了资本市场的麻辣粉（MLF）、酸辣粉（SLF），就是因为创造了这些工具来投放基础货币。因为经济体系的变化，外汇占款在缩小，如果不创造这些工具，基础货币没法增长；如果不创造这些工具，又要实现增长的话，要么跟欧洲央行一样自创工具，要么像美国一样购买国债。我们认为现在欧美国家的主要问题是债券不够，应该多发债，因为他们的国债

发行实际上是构成信用货币的基础。

现在我们中国的情况，我们储备货币在 2019 年之后持续萎缩。基础货币萎缩，M2 又要保持增长，这怎么实现呢？经济不好时，货币乘数应该是下降的，所以我们一度怀疑数据可能有问题。后来我们发现不是，在 2016—2017 年他们把 M2 的指标给扩大了，所有造成了现在的情况。

- 货币政策工具性质由总量转向结构性。
- 既无整体意义上的降准（增加可用资金），也无基础货币总量增长，广义增长依赖m提升。

图 中国基础货币和广义货币的增长



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 2：中国货币外生转折点：2019—2020

后来我们从另外的逻辑上进行解释。货币慢慢从外生变成内生，货币按乘数慢慢提高了。在金融危机之前，相比欧美国家市场上的货币乘数，中国

过去是 4-5 之间，欧美国家是 8-9，现在我们提高到 6，这是一个很大的变化。货币由外生变为内生这一变化，使得整个货币效应发生变化。首先，货币扩张的凯恩斯效应变成了资产负债表效应。过去我们钱一放出去经济就扩张，因为货币就用于投资了。但是现在像欧美国家这样，钱放出去不是用于扩张，而是修改资产负债表。美国一放水，企业拿到钱之后用于回购股票，用于分红，所以股价就涨。中国一放水没用，因为这个钱不知道到哪里去了，这是因为效应发生了变化。

在货币外生的情况下，央行的基础货币决定利率和流动性。在货币内生的情况下，央行操作的重心是利率，然后由利率决定最终的流动性以及央行的报表规模，目的是为达到适宜的利率目标。比如说，经济不好时，就要把政策利率降下来，以利率调节流动性。为了达到流动性，央行的报表规模是可以随机来动，从而达到目标。所以，经济危机发生时，疫情发生时，为了把利率降的很低，让央行、商业银行或经济体系保持流动性，可以把央行的报表无限放大。比如，疫情发生的时候，可以

在 5 个月内有 5-7 万亿的报表规模，2008 年的时候可以在 2 年时间内由 9 千亿扩张到 4 万亿。按照外生体系理论来看，央行扩张了三倍，整个流动性也要扩张 3 倍吗？这是不负责任的大放水。但是站在货币内生的角度，这完全没问题。为了保证流动性的平稳，为了保持低利率的环境，央行的报表规模是可以无限扩大的，扩大之后并不会带来整个流动性的扩张。也就是说，从 M2 的角度来看，从宏观数据来看，就是货币乘数在变。我们看金融危机的时候，2008-2009 年其货币乘数由 9 降到 3，央行报表规模必须扩大 3 倍，否则整个流动性一定是收缩的，这是由于两个体系不一样。有些媒体跟着骂美国不负责任，这是不对的，站在美国的角度没问题，因为是内生体系。

在内生体系下，整个体系的传导就变成了这样一个情况，这个体系是内生传导的，货币数量和通胀之间不一定有关系。货币量扩张引起通胀的话，一定会带来经济增长；如果不带来经济增长，就不一定会传导过去，这也是在市场中看到的一个很重要的问题。

- 货币内生环境下，央行公开市场操作规模是要服从利率调控需要的。
- 未来货币内生性增长影响扩展开来时，投资者需要重点关注政策利率和货币利率的变化，不应像现在这样紧盯着央行公开操作规模、税收冲击等基础货币变动因素。

图 货币外生决定中国股市十年平



图 货币内生将消除市场“天花板”



图 3：货币内生消除市场“天花板”

最后，说我们在投资方面的结论。货币外生转内生后，有一个和过去不一样的变化。过去，货币外生下面，央行政策如果一直是稳健中性，那么利率就降不下来，因为是被外生决定了，数量决定价格。在货币中性的情况下，利率难以降下来。十年前我们十年国债的利率是 3.0，现在还是 3.0，3.0 就决定了所有资产的价格，十年前 3000 点，现在也是 3000 点。美国十年前国债利率 4.5，现在 1.2，它的指数涨 3-4 倍没有问题，必须要涨，所以它的指数很正常，因为利率中枢下来了。

在 2019—2020 年，我们货币转向了货币内生，

在货币内生的情况下，即使是货币收紧，利率也是可以下降的，利率下降之后就打开了整个市场的空间，所以我们现在资本市场的发展也到了一个新时代。我们经常说经济新时代，在资本市场的角度，现在也面临新时代，在债务经济的时代，在货币体系变化的时代，流动性货币的结成了一个重心，价格成了央行调控的重心。教科书上说货币数量是一个总量工具，但是在中国的实践中，货币工具变成了一个结构性调整的工具，这是教科书上没有的新情况，是货币外生转向内生之后发生的一个结果。从市场投资的角度，货币内生打开了利率下行的空间。在货币内生情况下，过去的经验、观察问题思路、趋势都要改变。谢谢大家。

王振营：谢谢胡月晓对人民银行货币政策进行了一个非常深入的剖析。最后一位发言者是广州商学院的李晓校长。

李晓：如何判断美元的国际地位

李晓（广州商学院校长）：感谢乔依德秘书长

和韦森老师的邀请！

在今天这个论坛上，讨论国际货币体系问题的专家比较少。前面 Barry Eichengreen 教授和余永定老师讨论了布雷顿森林体系崩溃及其教训等问题，我在这里简要地讲讲有关现行美元体系的粗浅思考。

我要首先指出的是，美元体系是当今美国霸权的核心利益所在，也是让美国不同于以往所有帝国的重要特征之一，中国四十多年的改革开放本质上是融入美元体系的过程。这一点对理解当下和今后的大国博弈格外重要。

今天，我仍然坚持这样一个观点：本次新冠疫情结束、全球经济触底反弹之后，2008 年全球金融危机之后美元国际地位不降反升的情境很可能再次重现，而且在今后相当长时期内——至少到本世纪中叶——美元体系依旧可以持续，美国在货币金融领域的主导地位难以被撼动。之所以做出这个判断，主要是源于美元具有以下五个方面的优势：

第一个优势，从宏观经济领域看，新冠肺炎疫情是一场全球性的外部冲击，在重创美国经济的同

时，也为其他发达经济体造成重大伤害，起码在中短期内，发达经济体之间将陷入一个“比烂的世界”，但其中美国经济仍将是其中最不烂的一个。

第二个优势，美国发达的具有广度和深度的金融市场以及由大规模美元交易所形成的网络外部性，使其拥有了独一无二的货币权力。

相当长时期以来，学术界对于一国实力与其货币权力之间关系的研究则几近空白，更是没有系统的理论来帮助人们理解货币权力的问题；在现代政治经济学涉及货币关系的内容当中，几乎没有货币权力的概念。这也是我不同意 Barry Eichengreen 教授一些论点的重要原因，因为他主要是从纯粹经济学的视野来讨论国际货币体系及其变迁。

在我看来，在一个既有的货币体系当中，货币权力主要有体现在两个方面，即功能性权力和结构性权力。所谓功能性权力，主要是一国货币作为国际货币在既有规则、制度下通过发挥各种市场功能而获取利益的能力，主要是通过市场搜寻而产生的权力，发挥在交易货币、计价货币和储备货币领域的功能，以及从中获取铸币税、网络外部性及其对

他国产生的影响等，它主要是来源于经济规模、市场开放程度、金融发展水平及其竞争力等市场因素，可以被看作是一种自发性货币权力。所谓结构性权力，是指围绕货币功能及其行使而产生的规则、制度的设计、实施及其控制能力，主要体现在拥有将规则、程序向着有利于自身的方向设定、调整、改变而获利的能力，这种能力在很大程度上是由一国的国际政治地位包括军事实力、对外关系政策以及价值观、意识形态等硬的、软的权力要素所构成，更具有自主性特征，它一般建构在功能型权力的基础之上，对货币的功能性权力具有促进、强化的作用。

关于美元体系所具有的功能性权力，完全可以从目前美元的国际市场地位上得出结论。至于美元体系所具有的结构性权力，美国早已发挥得淋漓尽致。比如，美联储主导的双边美元互换体系已经覆盖到几乎所有的大型发达经济体和一些主要的新兴市场经济体，如果未来这一体系继续扩展并寻求长期化、多边化与制度化，就意味着美联储另起炉灶，在 IMF 之外重新构建一套新的全球流动性供

给机制，这不仅会继续强化美元的国际储备地位，也意味着那些没有被纳入到该体系中的国家被边缘化。这说明，当现有的国际货币体系不符合美国的利益时，美国有意愿也有能力按照自己的利益诉求调整、修改既有的国际规则，这正是美国在国际货币领域中具有强大的结构性权力的体现。

第三个优势，强大的创新能力是支撑美元国际地位的重要基础性力量。

美国发达的具有广度、深度的金融市场是吸引外部资金流入的重要纽带，但对外资而言，吸引它们大举流入美国金融市场的不只有美元资产的安全性与流动性，更有巨大的科技创新能力奠定的无与伦比的未来增值预期。准确地说，由美国国家综合实力与制度建设决定的美元资产的安全性与流动性，对其他国家的外汇储备具有巨大的吸引力，而由科技创新能力或潜力所决定的美元资产的巨大增值预期，则是促使外部私人资本大规模流入美国金融市场的根本原因。只要这个因素不改变，外资流入美国的大趋势难以改变，美元地位难以撼动，美国经常项目赤字的可持续性在很大程度上可以维系。

第四个优势，美元作为协商货币地位的提升，有助于美国强化对美元衰落进程的控制和管理。

美元体系同过往金本位制度或其他大国货币主导的货币秩序的一个重要不同，就是它更体现并代表着一种政治秩序。

事实上，大国政治协调与合作对布雷顿森林体系及其后美元体系的影响巨大。在上世纪 60 年代，布雷顿森林体系固定汇率的维系依靠的是严谨的政治承诺，在 1971 年黄金窗口关闭后到 1973 年史密森协议以及 1985 年广场饭店的签署、1986 年东京峰会直至 1987 年的“卢浮宫协议”，本质上都是美元作为协商货币的一个重要过程。美国在这方面拥有丰富的理论与政策经验。

美元作为协商货币地位的提升在很大程度上标志着美元功能性权力的发挥越来越依赖于其结构性权力，即沟通沟通、协商、谈判改变规则或议事日程，以增强自主性并影响他人行为的能力。因此，美国货币权力的运用和实施将在今后一段时期里进入一个新的阶段。这将成为“疫后”全球政治经济秩序的一个显著特点，值得经济学界、国际政治经

济学界高度关注并开展深入的研究。但无论怎样，美国的货币外交将从后台走向前台。

第五个优势，在今后相当长时期内国际货币体系的多极化难以实现，美元仍将是重要的不可或缺的顶级货币。

所有严肃的货币研究者都认为，在迄今为止的人类历史进程中，能够算得上“国际货币”的那些货币，都是有层次的，或者说，凡是超越主权国家流通使用的货币都是有等级的，存在一个国际货币的金字塔。美元体系更是一个典型的“中心——外围”式等级结构，美元处于中心地位，属于顶级货币，其下的第二层级为欧元、日元和英镑等发达国家货币，属于“主要货币”，而少数新兴市场国家或发展中国家的货币则处于更加外围的边缘地位，属于“初级货币”。目前，从货币职能发挥的总体规模来看，前两者占据九成以上。

人们从上世 1973 年史的问题，然而直至今日，布雷顿森林体系崩溃后人们发现美元地位反而因摆脱了黄金约束而提升。事实上，美元“退位”的一个重要障碍，是现行美元体系下缺乏美元的替代

品。因为即使一个“顶级货币”地位有所下降，也并不意味着另一个货币地位的自动提升。同历史上那些霸权国家如荷兰、英国相比，美国的幸运之处在于，当自身的金融市场、国家信用以及货币出现问题时，却没有新的大国的金融市场、国家信用以及货币足以替代其地位，或者说，环顾当今世界，可以对美国金融市场、国家信用和美元构成强大挑战的国家和地区尚不存在。

冷战结束后对美元最大的一次挑战，是欧元诞生。然而现实却告诉我们，欧元存在许多难以克服的结构性障碍。欧元区无论在政治结构、财政结构、金融结构还是产业、贸易结构等方面，不仅不足以应对金融危机，金融市场的发展落后更使得欧元及其标价资产无法为国际金融市场参与者提供具有足够吸引力的通用工具和产品。而且，尽管欧元在国际储备货币中的地位有所提升，但鲜有国家的货币政策锚定欧洲央行。即使不考量全球政治、安全、对外政策关系以及军事影响力等其他要素，仅欧洲金融市场发展落后这一项，便使得欧元在短期内难以对美元形成真正的威胁。

正是从国际政治经济学的意义上讲，我对 Barry Eichengreen 教授长期以来主张的国际货币体系将走向多极化格局的观点一直持有谨慎甚至是批评的态度。

归纳起来讲，能够影响美元体系稳定的重要因素，除了需要考量美国对外负债、财政赤字以及货币贬值债务等方面以外，有以下五个方面值得高度关注：

第一个因素即巨大的市场交易规模和网络外部性，这一点在上世纪 90 年代全球金融自由化潮流兴起以来显得更加重要。

第二个因素就是美国拥有世界上最具开放性、最具广度和深度的金融市场，美国国库券作为一种通用金融工具为全球投资者提供了投资的流动性、便利性和安全性。当前美国是能够以任何所需的规模，提供兼具安全性和流动性投资级别资产的唯一来源，不存在具有竞争力的其他替代选择，因而国际金融体系不得不依赖美国金融市场，这是美元地位最核心的保障。经验证明，在过去 200 多年间英镑和美元先后作为两种主要世界货币，都拥有发达

的以资本市场为基础、高效且对非居民具有吸引力的金融市场体系。相应地，那些金融体系以银行信贷为基础的国家，如德国或者日本，尽管其货币在价值稳定等市场信心方面都曾有着良好记录，但却因金融市场发展水平的落后而削弱了它们挑战美元主导地位的能力。这从另一个方面也说明，未来替代美元国际地位的货币，至少应该是可以超越美国金融市场卓越地位的那个国家的货币。

第三个因素是美联储作为“最后贷款人”的角色与作用的发挥，自上世纪 80 年代拉美债务危机开始，经 2008 年全球金融危机直至 2020 年疫情冲击下美联储将 C6 扩展到 C15 的操作，都表明美联储的“最后贷款人”功能对确保美元地位具有不可或缺的作用。

第四个因素是美元作为一种重要的协商货币的地位及其功能，这同外国官方持有美元的目的或动机有关，涉及到更为复杂的安全、政治和经济等方面的因素，美元的未来将会日益依赖于美国的对外关系政策和其他国家尤其是同盟国对美元国际地位的直接支持。从这个角度来看，美国政府今后将更

加重视货币外交，为美元塑造更为有利的国际环境，努力使维持美元稳定和美国对外负债的可持续成为主要国家间的共同目标。

第五个因素是美国的国家安全以及强大的军事实力，它们为美元提供其他国家无法比拟安全性，这也是除金融市场发达之外美国资本市场成为全球首选避风港的重要支撑性因素。

以上五个因素相互支持、拱卫，形成了有利于美元地位且不利于挑战者的良性循环。

即便如此，美元地位果真是不可动摇吗？答案是否定的。

我认为，在今后相当长时期内，美元国际地位或者说霸权地位可能面临的最大威胁不是来自于欧元，更不是亚洲或者其他经济体的货币，而是美元和美国自身。综合迄今为止国际货币体系的演进历程以及美国内外政策的基本动向，在中长期内，美元地位面临着三大威胁：一是美国国内的经济矛盾、社会分裂以及政治极化，使其无法改革，促使美国日趋孤立主义或单边主义的对外政策。第二点，美元体系武器化。第三点，美联储货币政策的独立性

遭到日益增多的破坏，并且无限量的 QE 的经常化甚至长期化。目前美国经济增长的基本动力从上世纪 70 年代以前的要赚到钱，到上世纪 80 年代以后的能借到钱，到 2008 年以后是印出钱。从赚到钱、借到钱、印出钱，实际上也是美联储地位的变化，美联储地位已经从最后的贷款人，变成了最后的做市商，这种地位的变化是值得我们认真探索研究的。

时间有限，对此无法一一展开，我就讲到这里，谢谢大家！

王振营：感谢李院长，非常守时，而且讲的观点我非常赞同，我想大家也一样。最近新加坡有一个学者写了一篇文章，说世界上其他国家都可以看衰美国，但中国最不应该看衰美国。刚才李院长讲五个要素支撑着美元在中短期不可能退出，或者说仍处于国际货币体系中的顶级地位，这个地位不会有其他货币替代，这个至关重要。现在 3 点 12 分，还给大家留了 18 分钟的时间，这是我们听众的时间，现在开始提问题。

吴信如：各位专家好，很高兴能听到这么多精

彩的报告，有几个问题，也是发表个人的理解，第一个是上午王永利行长讲了之后，我想提问的，他有一个观点是比较新的，说货币的投放主要是银行贷款，银行贷款可以考虑以可交易资产作为投放货币的途径。可交易资产是不是包括金融资产？我的理解是，不管是债券也好，股票也好，都不可以作为发放货币、发放贷款所依赖的可交易资产，可交易资产一定是实际的商品或房产这样实际的资产。这是一个要说的。

第二个，货币的内生性和外生性的问题。我的观点是，货币的外生性、内生性一直是存在的，货币量最后取决于内生性和外生性的统一。如果中央银行想增加货币投放，比如说现在想推出电子货币，但是如果社会公众不要的话，是推不出去的，所以必须是内生性和外生性的统一才行。这是我关于内生性和外生性的观点。

第三个，关于李晓院长讲到的人民币国际化和美元问题，美元过去是一直很健康的，但是我感觉到未来它可能会出问题，刚才李院长也说到有三个危机。虽然美国的地位还在，但是美国财政的可持

续性是很大的问题，美国政府欠的债务是 28.7 万亿美元，是它 GDP 的 1.3 倍以上，财政的可持续性直接影响到美元的信心，这是我的几点看法。

王振营：你刚才对三位嘉宾的演讲进行了回应，下面第二个人提问。

张明海：我想问两个问题，第一个问陈老师，刚才你讲到美国最新的货币政策盯住了平均通胀率。我想问一下，这个“平均”是什么意思，是一年的里面的平均，还是三年里面的平均，这在货币分析或经济学分析里意味着什么？

陈达飞：有很多实证的研究，发现如果美联储提高目标通胀率的话，会增加其货币政策的有效性。在过去十多年间，真实的通胀率一直在 2 以下，如果美联储把它的目标值从 2% 提到 3%，相当于把整个空间放大了 1 个点，这样的话可以引导整个预期。

张明海：你对下一期的通胀预期是怎么判断的？因为目前处于疫情的特殊状态，如果用平时的那种方法，是否准确？

陈达飞：美国的通胀预期的指标体系是非常完

整的，美联储自身有一级交易商和市场交易者的调查，还有美联储各分行的一些调查，还有他们自己综合，还有不同期限的指标，是综合的、加成的指标。

张明海：现在是特殊状态，得出来的是否准确？

陈达飞：这个预期指标没有准确或不准确，它只是告诉你目前市场综合的水平大概是什么位置。我们看到的一些数据，整个预期指标没有随着真实通胀率达到 5%，但是我们看到有一些小小的波动，例如从 1.5% 上升到 1.8%，但是仍然没有达到 2% 的位置。这也是美联储之所以说通胀是临时的，因为预期没有形成一个正反馈。

张明海：回应一下陈博士刚才讲的这个东西，你讲到的预测准确不准确，我觉得是无所谓的。我刚才问的是背后这个政策的考虑，就是每一个都从均衡的角度来考虑这个问题，我不知道你有没有考虑到这个问题，这个是暂时均衡问题。还有我问一下华师大的胡教授，你刚才 PPT 里有一页，从外生到内生，你的概念是不是 2000 年以前中国货币是

外汇占款发行比较多，现在内生是外汇占款少了，是不是从这个角度考虑？

胡月晓：我简单回答，答案是否定的。不是外汇占款的变动，是指货币总量规模的变化，是央行决定还是经济体系自身决定。

乔依德：关于通货膨胀率 2% 为什么是平均，其实这个很好理解，因为如果不是按平均的话，你可以设想一下，如果某一个月通货膨胀突然超过 2% 了，按照原来的设定就要去紧缩，这样会对经济带来损害，平均之后损害就会减缓。

我做一个评论，对李晓提一点看法，李晓刚才有一个讲话我觉得需要斟酌。你讲到美国与其他国家货币互换美元，这次新冠疫情又增加了 9 个国家，你得担心以后互换美元会不会替换 IMF。我觉得这个不会，因为它是短期的安排，为了提供美元流动性。有一个数据，今年 3 月份最高的时候，货币互换 4450 亿美元。前两三个月只有二三十亿美元，人家都还掉了。因为临时发生冲击，其他国家需要美元，而且它是短期安排，别人换了美元是要付利息的，我就做一个评论。

周子衡：我想问李院长一个问题，非常感谢你分析了美元的国际地位，上午余永定教授提到，我们应尽量减少美元资产，我不知道你怎么看这种论点？如果美元继续是国际地位很强的货币，我们要减少还是怎么样？

李晓：乔老师提的问题非常好，我的意思并不是替换。这种临时机制一旦出现长期化趋势是非常恐怖的，而且这里面没有带中国，所以我们不得不考虑这个问题。

关于美元的地位，我觉得美元体系有五个方面的运行体制，最核心的是三个。第一个是石油交易美元计价，黄金脱钩了，美元地位提升，因为石油交易的美元计价体系，所有石油交易必须要用美元，大家进口石油必须储备美元。第二个，我们是贸易国家，贸易国家最担心美元贬值，我们得替他维护美元的稳定。第三个，美国对外债务的本地计价机制，这是人类历史上几乎没有的。中国是世界上最大的债权国，拥有最多的债权，美国长短期债务 80% 以上是用本币来计价的。金融危机最关键的是货币错配。只有当美国对外债务的 80% 以上

是用人民币、英镑、日元和欧元来计价的时候，才可以说美元不行了。

还有一个问题我没有考虑清楚，我提出来。大家说美国的债务有天花板，美国财政债务这个天花板我觉得是软约束。美国的债务真的能还吗，美国债务再多会影响什么呢？如果你考虑到佛罗伦萨时期开始的债券交易方式，那些债根本就没想过要还，不需要还的。从这个角度理解剖析的话，怎么考虑天文数字的债务，是很有意思的问题，我们需要多拓展一些领域和视野来看。

关于资产问题，余老师那个观点我未必全同意。除了美元之外，我们真的没有更多的选择。而且现在一个大的问题是脱钩，如果我们在金融上也采取脱钩的态度，主动脱钩对我们是绝对不利的。我们应该主张的是，金融进一步开放，建成发达的金融市场，我很多的发言都体现这点。

刚才左老师谈的观点我非常同意，中国要干两件事。第一，东亚区域的货币合作，我们不能把韩国、日本视为敌人，很多问题我们要从货币的角度考虑。我们是贸易国家，特别不善于从货币角度看

问题。第二，“一带一路”不是中亚，不是伊朗、俄罗斯这些国家，这些国家跟我们货币互换是因为他们被踢出了美元圈子，他们看中我们什么？不错定美元信用，谁跟你互换？这点必须要搞清楚。我们目的是什么？欧盟，日本和中国是世界上最大的美元债主，我们一定要形成对美国的债权人同盟，通过我们集体行动，同等地与美国进行谈判。这是我们应该干的事，而不是缩减美元资产。

还有一点，刚才陈达飞已经回答得很好了，我从更广阔的角度看这个问题。我们一定要看到美联储在整个美国宏观经济政策中地位的变化，从40年前新自由主义兴起到今天，美国今天的状况证明新自由主义不是彻底失败，也是差不多了。所以拜登上台说，一定要注重更加公平，注重劳动力市场，这种政治经济学的变化表明其钟摆又开始转向政府。在这种情况下，盯住就业是国民收入的问题，这种情况是针对于今天美国由于新自由主义造成的市场分裂，所产生的一种反动，一种回归，从这个角度来看可能更加清楚。

王永钦：我接着提一下我的想法。假定美元只

体现美国的意志，那么李院长说的都 OK。但现在全球流通和持有美元的不只美国一家，还有欧洲美元、中国美元、石油美元等，美元的地位不在于主权货币的结构问题，即美元跟非美元之间的关系，而在于美国美元和非美国美元的关系。如果大家的判断是一样的，意志力是一样的，大体上没有太大的差异，美元的地位没有问题。如果大家的判断是不一样的，预期是不一样的，那么各种各样的美元就会分崩离析。国际货币体系里的美元有一个自身结构的问题，但是我们非常容易去假定美元只代表美国的意志，所以这个麻烦就大了。上午余老师提的，你走的路，我走我的路，这个一直会有分歧，美元的危机恰恰就在于此。

李晓：你提的问题非常好，谢谢你给我进一步深入讲的空间。我非常同意你的观点，美元不但体现美国的利益，美元体系是一个群体的利益，美元体系崩溃的恐惧是好多国家共同具有的，这种恐惧是所有国家不得不支撑美元的重要原因，所以绝对不只是美国自己的利益，这点是非常清楚的。

王永钦：我有一些评论。首先我觉得，IMF 在

国际金融治理的重要性在金融危机之后下降了，IMF 原来是救市的，但现在央行太厉害了，央行现在是基于抵押品的，完全可以不停地创造流动性信用，不是通过利率，利率现在是零了。

第二，我支持李晓老师的观点。我觉得大家不要只把美债看成是债务，美债是金融体系里的抵押品，而且不仅是美国的，全世界都需要抵押品，中国买的最多就是美债。欧洲金融体系不发达，德国就知道出口，金融体系很落后，它只有买美国国债，不仅不会崩盘，还不够用。全球利率低跟这个有关系，原因之一是缺少安全资产，越缺少越贵，也就是利率越低，这个价格已经告诉你了，这个是稀缺的。美国的美元，一半是在伦敦的欧洲美元市场。美国的国债是国际金融机构最重要的抵押品。而且国债有一个特点，国家是永远不会倒闭的，国家可以一直存在下去。我觉得它的地位只能加强。

王振营：时间到了，到这个时候你会发现，我们这一节的演讲也好，讨论也好，都达到了高峰，遗憾的是时间没有了。非常感谢这一节的四位演讲嘉宾，都是非常精彩绝伦的，也非常感谢大家的踊

跃提问，说明大家的精力还旺盛，还请把精力留给第三节，精彩在后面。最后有一个愿望，就是希望这样的论坛明年再举办，谢谢大家。

专题三：现代中央银行的建立及其意义

徐明棋（主持人，上海国际经济交流中心副理事长）：通常会议开到最后一节是最困难的，很多嘉宾发了言走了，也有一些因为各种事情早一点离开。但是能够坚持下来的是精英中的精英，都是对我们要讨论的问题给予十分关注，真正热爱这个主题的学者。所以说感谢大家能够继续坐在这里参加我们最后一轮的嘉宾演讲和讨论。

第一位演讲嘉宾是伦敦政经学院教授 Charles A.E.Goodhart，他现在在伦敦，已经连线了，我们现在邀请他给我们做演讲，主题是“现金和央行数字货币的未来”。我们这一节的主题是关于“现代中央银行的建立及其意义”。央行的数字货币现在已经引起了全球关注，尤其是几家大的中央银行正在实验性地推出数字货币，这对央行未来的职能，对整个货币供应流通会带来什么变化，以及对国际

货币体系将会是什么影响，都是我们非常关注的。下面我们请 Charles A.E.Goodhart 教授首先给我们就这个问题发表看法。

主旨演讲

Charles A.E.Goodhart: **现金和央行数字货币的未来**

Charles A.E.Goodhart（伦敦政经学院经济学教授）：谢谢主持人的介绍，我很高兴今天可以和大家一起探讨这个话题。我很想聊聊央行的演变，但是我的专业领域是银行和央行在西方经济体的演变。在某种意义上，银行体系和央行的活动，比如说俄罗斯和中国的央行和西方体系非常不一样，我在这方面的研究不那么多，所以我只能非常泛泛地谈一谈。因此我决定针对西方经验和中国以及其他国家经验的共通之处来进行分享，包括未来的现金形态以及央行的数字货币。

过去几年中，自从新冠疫情爆发以来，我们看到了很多非凡的变化，特别是现金的使用在交易中

显著下降。与数字转账相比，现金交易和支付的频次显著下降，这也很合理。因为现金交易通常要面对面完成，大家现在也避免面对面的接触，我们面对着各种各样的隔离和社交距离的考虑。

包括英国的很多国家有一个传言，是没有什么理由的传言，大家觉得你可能会通过纸币上粘有的新冠病毒而感染，当然这不是真的。尽管如此，我们国家还是有各种各样的说法，然后大家说不要用现金交易，最好是用数字化的形式来交易。虽说我们国家的现金纸币是法币，你是可以完全合法地使用现金来进行交易的。现金的使用作为支付手段，作为交换媒介，显著下降了。但这不意味着现金变得不重要了。

我们看图 1，它显示的是流通中的美国货币的增长，是季节性调整的。橙色线条表示的是政府抗疫管控指数的走势。随着新冠疫情的爆发，美国在 2020 年早春，政府管控的严格程度开始上升。流通中的美国货币有一个激增，这里指的是美国境内和境外的货币持有量，两者都激增是很罕见的，在图上可以看到这个情况的发生。2021 年 1 月是死亡

人数达到顶峰的时候，我们也看到现金保有量的增长，不是说现金交易的增长。在遇到了流动性危机的时候，现金保有量又再次出现增长，这是 2021 年 3 月的时候。此外，现金的保有量没有随着国民收入或者说 GDP 而下降。

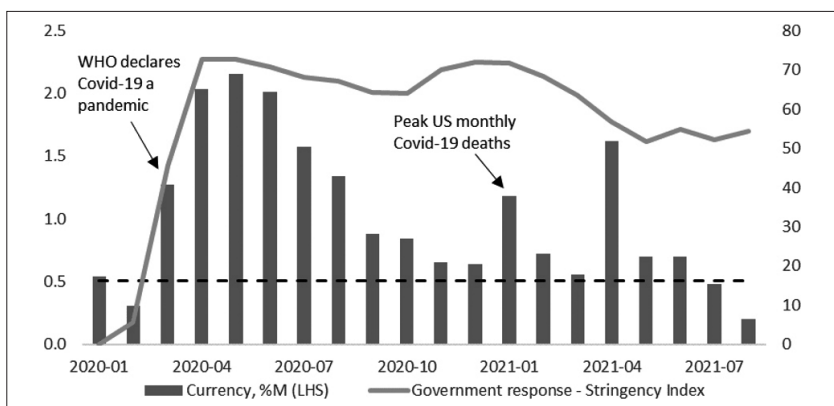


图 1：流通中的美国货币，经季节性调整（%M）

图 2 中，在出现大萧条银行挤兑风险时，美国的现金保有量反而是激增了，在二战之后也是增长了，世界范围内的迁徙也需要大量现金来进行交易。然后这个涨势逐渐放缓，在 80 年代触底，之后现金保有量，也就是大家口袋里的美元又开始上涨，特别是在 2008-2009 全球金融危机之后，近年来又开始快速增长。

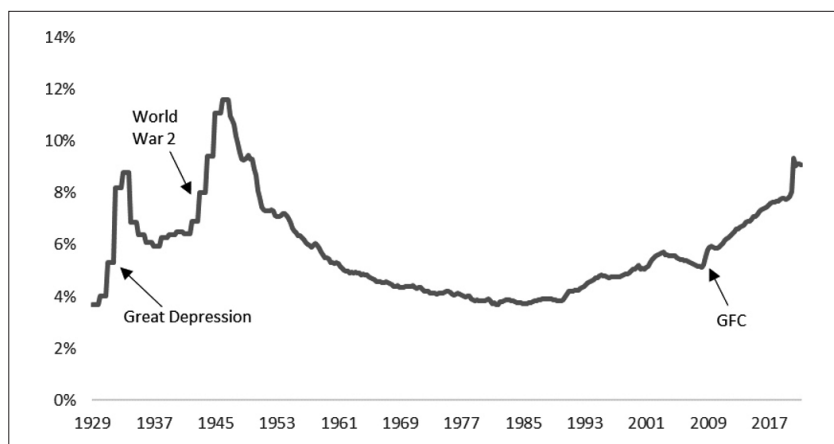


图 2：美国流通货币（占 GDP 的百分比）

	Australia	Chile	Germany	Israel	Italy	Japan	Korea	Mexico	NZ	Norway	Poland	Spain	Sweden	Switzerland	UK	US
2010-14	5.3	12.6	3.7	9.2	4.5	2.7	17.2	11.6	4.8	-0.5	7.8	5.9	-5.5	6.6	4.7	7.7
2015-19	4.7	7.3	5.5	7.8	4.4	3.8	12.3	10.9	5.6	-4.7	11.6	3.9	-4.9	4.8	3.1	6.4
2019	3.5	13.5	8.2	2.9	1.7	2.2	10.1	3.6	5.3	-7.1	10.3	0.3	2.1	2.6	0.5	5.3
2020	17.4	37.7	10.6	25.8	12.2	4.8	18.9	23.0	13.2	-1.5	36.9	10.2	-1.0	6.3	9.1	15.2

	China	India	Russia	Brazil	Nigeria	Argentina	Bangladesh	S. Africa	Ukraine	Kazakhstan	Peru	Qatar	Ethiopia	Uzbekistan	Kenya	Kuwait
2010-14	9.6	12.7	14.1	10.9	8.9	29.8	15.3	8.9	12.5	5.9	15.5	12.8	22.2		12.4	8.3
2015-19	5.1	17.2	3.8	4.9	6.5	26.7	13.8	6.2	6.9	16.2	6.1	2.5	13.7	24.2	3.4	5.1
2019	5.4	12.1	2.9	5.9	4.9	34.2	8.6	1.7	6.2	1.8	4.9	3.2	7.9	13.8	-10.2	3.6
2020	9.2	22.4	26.4	32.0	19.1	64.5	18.3	9.8	31.4	22.9	36.7	18.9	15.4	5.7	12.2	-4.5

图 3：流通货币年增长率 (%Y)

我们看到在疫情之后现金的增长是各国普遍出现的情况，中国的数据在左下角，2020 年相比 2019 年有一个显著的增长，当然它没有比其他国家的增幅那么大，比如说印度、俄罗斯、巴西。

大多数国家在疫情出现之后，流通货币出现了显著增长，这是一个世界各地都出现的现象。虽然交易降低了，但是现金相对收入水平变高了，大家更愿意持有现金。其中一部分原因是回收到银行的纸币减少了，一部分原因是大家不想去银行，因为害怕在公共场合会感染病毒。

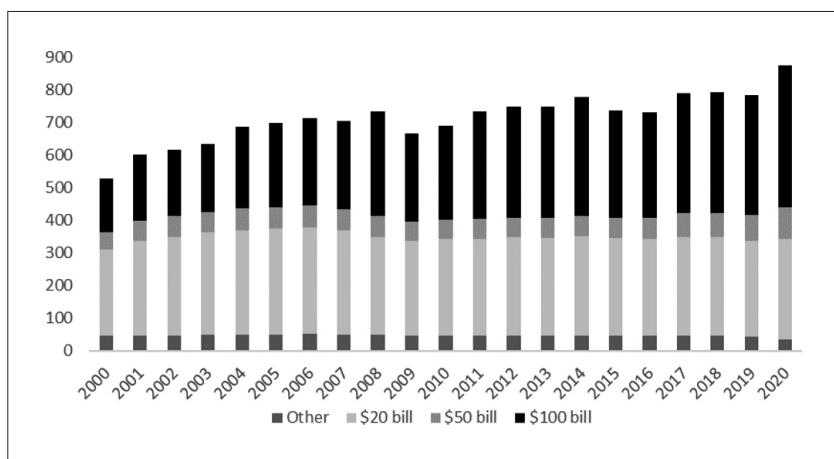


图 4：发行的美国纸币（十亿美元）

与此同时，在图 4 中我们看到美国发行的纸币变多了，我们没有中国的相关数据，但是我想这个趋势可能是非常相似的。

无论如何，疫情导致了这种惊人的现象，我们在交易中使用的现金变少了。但同时所有国家，除

了少数例外，比如说挪威和瑞士之外，大家的现金保有量其实是变多了，所以虽然用的少。这意味着在危机面前，在恐慌情绪下，大家愿意回归到这种非常传统的方式中，大家为了收回这种控制感，会更加愿意持有现金。

央行数字货币会替换现金吗？我的答案是绝对不会。没有哪家央行是打算要用央行数字货币来取代现金的，即使这种数字货币可能会有宏观经济上的好处。如果存款利率或者短期资产利率是负的话，那么大家永远可以选择持币。有很多经济学家都提出，在西方很多国家货币政策无法显著调低利率到零以下，是因为现金的存在。

为什么没有央行考虑用数字货币彻底取代纸币呢？有很多原因。首先电子货币的前提是电力，有电就有可能停电，停电的话就会出现系统性崩溃，同时还存在网络攻击的风险。我们当然希望不会有战争的爆发，但是如果出现战争的话，各个国家都会尝试使另一个国家的正常功能出现瘫痪，方法可能是攻击对方国的电力系统，这是可以实现的攻击。即使没有国家范围的网络攻击，也可以有私人

小规模的网络攻击。最近有一项调研，显示网络攻击是很多人关于数字货币最大的担忧。相对而言，纸钞或者现金会更加安全。瑞典也考虑引进央行数字货币，但是他们考虑到网络攻击和电力风险后，对这个试点紧急叫停了。

还有很多其他原因让大家想要继续使用现金。如果你使用央行数字货币的话，那么中央政府就完全知道你进行了哪些交易，这就意味着你的隐私和匿名性无法得到保障。有很多的活动是我们希望在特定情况下能够保持隐私的，比如说毒品、嫖娼等交易，有些交易是人们不希望其他人知道的，比如说可卡因，你不会用支票来支付，也不会用其他能够留下追踪痕迹的支付手段。虽然说我们不提倡这样的行为，但是现在大家还是存在要使用现金的动机。

那么央行数字货币会流行起来吗？我经常问的一个问题是，央行数字货币到底有什么好处，它和我们现有的商业电子和现金系统相比有什么优势？特别是在我的国家，如果你有商业银行的账户，你用他们的电子系统，当你进行支付的时候，如果超

过你的存款余额的话，商业银行会给你一个透支的额度，也就是说你可以向银行借款。如果你使用央行数字货币的话，是没有办法透支的。但是商业银行会允许你透支，并且会提供一些其他服务，比如说记录交易流水，还有一些其他的都是央行不太可能会去提供的。

在正常的时间里，我们持有央行数字货币会有一些好处。我们现有的商业体系会不断演进，带来更多的好处。但是在某种情况下，央行数字货币会有一种显著的优势，就是出现银行偿付能力危机的时候，如果你使用的是央行数字货币，就可以体现出优势了，会比持有现金要更好。因为你如果担心银行的偿付能力，想要取现的时候，你得把自己的钱存好，保护好；而且会有很多的安全隐患，假如你家里有大量现金的话，可能会有人入室抢劫或者盗窃。但是如果你持有央行数字货币，就没有类似的安全担忧了。大家对商业银行的偿付能力有担忧时，央行数字货币会是一个很好的选择，避免商业银行可能出现的挤兑问题。

对于央行数字货币，目前有三种建议。第一，

限制大家持有央行数字货币的额度，在巴哈马已经采取了这样的政策了，持有巴哈马的数字货币是有限额的。第二，显著调整央行数字货币的利率，即存有央行数字货币的账号，利率可能会降低。第三，把所有的转账都回流给原有的银行。所有这些建议都有自己的缺陷所在。首先，如果限制央行数字货币的持有额度，数字货币的效用会非常有限。第二，显著调整央行数字货币利率的本身就会是一种信号，大家会认为有什么事情不对劲了，大家的反应可能是慌乱，并且难以把握数字货币利率降低到什么程度可以避免恐慌情绪。第三，汇款给原有银行，原有银行可能会有一些困难，可能会导致央行本身盈利的问题，它会有一种传导性，让其他更多银行受到损害。

我们现在还不知道这个体系具体会是一个什么样的状况，如果出现挤兑风险的话，这会是一个潜在的危机，但是我们现在对它的了解还不够充分。所以我对于央行数字货币从很多意义上来说是持怀疑态度的，在正常时期我觉得它没有什么太大的吸引力；在危机时段它的吸引力可能会过大，然后导

致挤兑风险，导致我们无法去应对。

我的结论是，现金在我们可预见的未来不会被取代，它依然会存在。现有体系的一大优点是，虽然现金交易的频次下降了，金额也下降了，但是持币占到个人收入的比例其实是上升的。这是大家此前都没有想到的，但现在是世界范围内一个非常普遍的现象。我今天要分享的内容就到这里，我也非常愿意回答大家的问题。

徐明棋：谢谢 Charles Goodhart 教授，他主要对中央银行的数字货币是否会取代现金做了深入的分析，接下来我们可以对教授的演讲提问题。

王永钦：我想问 Charles Goodhart 教授一个问题，电子货币是不是有助于解决零利率下限问题？

Charles Goodhart：除非我们没有现金了，央行数字货币才可以解决零利率下限，理论上它是可以解决的。但是只要大家还能获取现金，它就没有办法实现这个效果。因为在这种情况下，零利率下限依然会存在。我之前讲到，没有希望哪个央行是想要彻底摒弃现金的，因为央行会考虑到电子系统可能存在的风险，导致央行数字货币不可用。

左学金：刚刚 Charles Goodhart 教授列举了好几个问题，其中一个问题是电力和互联网的隐患。我们现有的银行体系是不是已经依赖电力和互联网？在中国郑州已经发生了这个问题。

Charles Goodhart：你说的没有错。但是你使用现金是不需要电力的，你持有纸钞是不需要电力的，即使停电，你还是可以用钱包里的钱去买东西，纸钞是不依靠电力的，但你的银行存款是依靠电力的。

吴信如：央行电子货币实际上就是记账的现金。对商业银行来讲，我认为它是毒药，商业银行如果给客户兑换央行电子货币的话，就意味着商业银行在中央银行的准备金会减少，使得商业银行失去了以准备金做基础放贷的能力，不知道 Charles Goodhart 教授怎么看这个问题，我这个结论是不是正确？

Charles Goodhart：我不是很确定我理解你刚才说的意思。但是如果有人把银行的存款转移到央行数字货币，那他会相应减少他所在的商业银行在央行的准备金，所以确实有可能会導致商业银行的

流动性问题，这是一个需要解决的问题。如果要引入央行数字货币，就要解决这个问题，如何去避免商业银行的恐慌性挤兑，导致商业银行的准备金的显著下降。

陆丁：我想问 Charles Goodhart 教授，央行电子货币对铸币税会有什么影响？

Charles Goodhart：目前来看，商业银行的存款转入央行数字货币，会降低存款准备金。中国央行的回应是，它没有采取开放市场的操作，中国人民银行还是维持原来一样的操纵水平，不管有没有央行数字货币。也就是说，有没有央行数字货币完全不影响中国人民银行对于货币的管理能力。

韦森：我问两个问题。第一个问题，按照中国目前的支付方式，应该是疫情上去了，大家更不愿意拿钞票，而是用电子货币交易，因为拿纸钞可能会传染新冠。但是你的图表说新冠来了，反而是大家用纸币多了，我不知道在美国、英国怎么会发生这种事情？

徐明棋：不光是英国，中国也是这样，2020 年增加了 9%。

韦森：我是说现金交易，不是刷卡。

左学金：支付宝也算现金。

Charles Goodhart：你的问题是为什么中国会有这么多现金。20 年前在中国所有交易都是由现金完成的，这个交易的频次随着时间的推移变少了，其他的地方也是一样。但是大家持有的现金还是没有变的，大家还是愿意持币，以抵御各种危机的出现。即使大家对于现金的使用和过去已经不一样了。

徐明棋：Charles Goodhart 教授回答了我们的问题，我们谢谢 Charles Goodhart 教授的演讲。

我们紧接着往下走，我们这一轮一共有四位演讲者，第二位是乔依德秘书长，他的题目是“现代中央银行：建立、演变和特点”，下面我们请乔秘书长。

乔依德：现代中央银行：建立、演变和特点

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，大家下午好！刚才 Charles

Goodhart 在一开始就讲了，最开始他演讲的题目是中央银行的演变，前两天突然收到他的 email，说他研究西方的中央银行，但是对中国 PBOC 不太了解，要换一个题目，讲现金和央行数字货币。他做过英格兰中央银行的顾问，也出了书，我特地到上海图书馆借了他的书看了。我今天的发言是讲现代中央银行。

首先，现代中央银行与现代中央银行制度有什么关系。为什么想到这个问题，因为十四五规划、十九届四中全会、五中全会都提出要建立现代中央银行制度，原话就是“建设现代中央银行制度，完善基础货币投放机制，健全基准利率和市场化利率体系”。什么叫现代中央银行制度，易纲行长有一个解读，去年 12 月 24 号人民日报发了一个文章，易纲行长这样说的，“现代中央银行制度是现代货币政策框架、金融基础设施服务体系、系统性金融风险放控体系和国家金融协调合作治理机制的总和”。他讲了这个以后，到底什么是现代中央银行，我脑子里一直在想这个事情，我看了很多报纸、文章，没有人讲什么叫现代中央银行，我想我试试

看。我认为现代中央银行是现代中央银行制度的核心跟内涵，倒过来讲，现代中央银行制度则是现代中央银行的扩展和外延。现代中央银行实际上是一个机构、是一个组织。这两者是互相定义的，你是什么，会引导你做什么；你能做什么，也就决定你是什么。我是这样琢磨两者关系的。

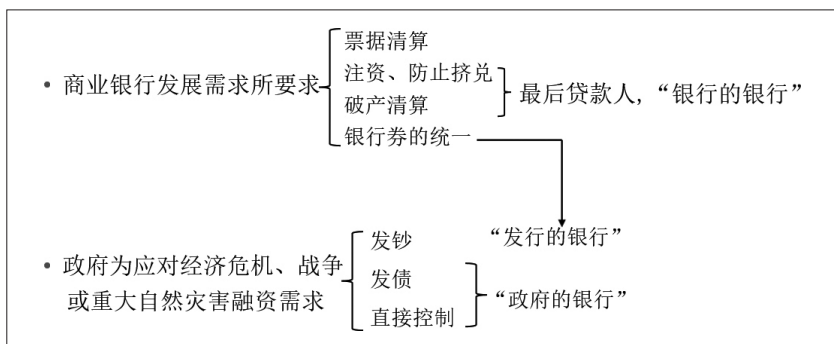


图 1：中央银行的建立

第二，我讲讲中央银行的建立，为什么会出现中央银行？我觉得可能是各个国家商业银行发展的需求产生了中央银行。首先，各个商业银行有票据清算，票据清算最后需要有一个独立的机构来清算，否则是各搞各的。其次，因为商业银行实行的是部分准备金制度，有可能会出现挤兑，需要中央银行注资，还有破产清算，就是我们常讲的最后贷

款人，中央银行就是银行的银行。早上陆磊不是太赞成讲银行的银行，其实我觉得这个说法还是很通俗的。银行的银行是中央银行充分的条件，但不是充分必要的条件。另外，各个银行建立的过程中发各种各样银行券，最后需要有一个银行券的统一。

此外，各个国家出现金融危机、战争或者重大的自然灾害，政府要对付这些重大的事件，发钞票跟银行券的统一是一样的，所以它是一个发钞的银行。香港三家私人银行发港币，跟港币对应的美元要放在香港的金融监管机构，给你一个证书证明你发了这些，不是以往的单纯的商业银行就可以发了，是一个很特殊的制度。金融危机也导致了政府的银行，最明显的是 1907 年美国发生大危机，促使美国 1913 年通过法律，美联储 1914 年成立。从近代中央银行的发展来定义，中央银行是银行的银行、发行的银行、政府的银行，我觉得挺好，挺简单，容易记。

我想做一个简单的历史回顾。图 2 是在 20 世纪初，大概一共有 18 家银行，第二栏是发行的年份，第三行是最后贷款人的职能。我想以后有时间

增加一栏，什么时候成为政府的银行。成为政府银行的高潮是上世纪 30 年代、40 年代，出现金融危机，当时的中央银行很多是私人拥有的，后来被政府接收了。

银行名称	建立时间	垄断货币发行权年份	最后贷款人职能(以 10 年为界)
瑞典银行	1668	1897	1890
英格兰银行	1694	1844	1870
法兰西银行	1800	1848	1880
芬兰银行	1811	1886	1890
荷兰银行	1814	1863	1870
奥地利国家银行	1816	1816	1870
挪威银行	1816	1818	1890
丹麦国家银行	1818	1818	1880
葡萄牙银行	1846	1888	1870
比利时国家银行	1850	1850	1850
西班牙银行	1874	1874	1910
德意志帝国银行	1876	1876	1880
日本银行	1882	1883	1880
意大利银行	1893	1926	1880
大清银行	1908	—	1910
朝鲜银行	1909	1910	1910

资料来源：转引自刘群艺：“中央银行‘考略’”
 Forest Capie, et al, The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Banking of England. New York: Cambridge University Press, 1994,p.6

图 2：20 世纪初之前中央银行职能的完善时间

下面我讲一下今天的主题，就是货币制度的演变与现代中央银行制度的演变的关系。今天早上大家也讲到货币制度的演变，我概括一下，货币制度有三个演变过程，一个商品货币，不管是贵金属或实物，它本身有价值。第二是货币本位，这个可能会有些争议，很多书不这么讲，就认为是信用货

币，有的书就讲商品货币、纸钞两大类。我想把货币本位单独做一个，它有自己的特点，同样是纸钞，在贵金属本位下面的纸钞跟信用体制下的信用货币不一样，发行机制、内涵不一样。

中国			
时间	货币制度演变	时间	中央银行演变
金、元、明、清、民（初） 1933年3月1日	银本位 废两改元	1904年（光绪三十年） 1908年 1912年 1928年	户部银行 改名大清银行；交通银行 改名中国银行（混合体：与商业银行） 成立中央银行
1935年11月3日	法币改革（废止银本位）	1935年 1942年 1948年	中央银行、中国银行、交通银行共同发行法币（先与英镑，后与美元挂钩） 全国纸币发行权集中于中央银行 “四联总处”撤销，职能为中央银行所取代

资料来源：作者整理

**图 3：中央银行演变与货币制度演变同步：
以中国为例**

我概括一下这个制度演变的特点。第一，货币形态从具体越来越走向抽象，从账户货币一直到数字货币。第二，货币的发行是从分散慢慢走向集中，以前私人都是可以发，花旗银行上世纪在上海发过钞票的，外资银行也能发，但是慢慢集中垄断到中央银行，不允许私人发了。这是一个大的趋势，不是讲它好坏，现在全世界都是这么走下来的。第三，它后面的支撑，以前是有形，现在是无形，就是信用。早上我跟王永利提出来这个问题，我说他

的观点 95% 我是认同的，就剩下 5%，我认为既然是信用货币就没有抵押物，只不过发行的渠道会通过外汇占款，但那并不是抵押物。

美国			
时间	货币制度演变	时间	中央银行演变
1863年	1395家银行，发行8370种货币 特许银行——国民银行：有资格发货币 实行金本位	1792年	第一合众国银行（为期20年） 汉密尔顿建议，华盛顿批准 股份制银行，政府占大股 关门（20年经营期结束）
1879年		1811年	第二合众国银行成立 安德鲁·杰克逊否决延期 《联邦储备法案》通过 美联储正式运行 “银行法案”，美联储确认为联邦机构
		1816年3月	
		1829年	
		1913年12月12日	
		1914年8月10日	
		1933-35年	
1933年4月1日	废除金本位		
1935年11月3日	法币改革（废止银本位）		
1944年	布雷顿森林体系		
	金汇兑：1盎司黄金=35美元		
1971年8月15日	“尼克松冲击”，美元与黄金脱钩		
1976年	“牙买加协议”：黄金非货币化、浮动汇率		

资料来源：作者整理

图 4：中央银行演变与货币制度演变同步：
以美国为例

我的看法是，现代中央银行制度的演变与货币制度的演变是同步的。我想拿中国和美国做个例子，我们国家很长一段时间是银本位，后来废银改元。我们中央银行比美国中央银行建立的还早，也是 20 世纪初，先成立户部银行，1908 年改成大清银行，同时建立交通银行，1912 年改名中国银行。明年是中国银行建立 110 年，上海要建立国际金融中心，四大银行都不来，真的还是假的？建立上海

国际金融中心，就要把中国银行牵回来。1928 年成立中央银行，后来法币改革，一直到 1948 年才成立真正的中央银行。当初发钞票的时候是三家银行共同发的，就是中央银行、中国银行、交通银行。

美国同样如此，美国 19 世纪有 1000 多家银行，几千个货币。要成立美国的中央银行搞了 100 多年，成立一家给 20 年的期限，到期了不续，到了多少年又成立一家，搞了 20 年又不行。美国人对联邦政府是非常小心翼翼的，一直搞到 1913 年才最后通过了法律。这里面有很多故事，他们几个人偷偷摸摸到一个岛上去策划方案，最后建立美联储。美国以前也是实行金本位，后来德国、美国都废除金本位，1976 年黄金非货币化。

货币制度跟中央银行的演变是相互影响、相互定义的。但是我要强调一下，货币制度演变有很多其他原因，经济、政治、技术；中央银行演变也有很多其他因素，但是两者我觉得是相互影响的，这是我最近看到材料后得出的一个结论。

有人概括，中央银行演变有四个阶段。那时候写这个东西的时候是 MIT 教授斯坦利·菲希尔，后

来成为 IMF 第一副总裁，后来当美联储副主席。第一阶段是 1694 年成立的英格兰银行，是有特殊目的的银行，有特权。第二阶段开始于 19 世纪，主要聚焦发行银行票据，承担一些最后贷款人的职责。到 1900 年大部分中央银行被要求维持该国货币对黄金的可兑换性。第三阶段，三四十年代经济大萧条，金本位崩溃，许多私人中央银行被国家接收了。第四阶段是 20 世纪后半叶，凯恩斯思潮消退，批评者认为其造成了通货膨胀和汇率不稳定，中央银行开始强调货币政策，关注物价稳定。

我看了以后，觉得讲的还不完全。原因是这篇文章写于 1994 年，那个时候看得不清楚，现在再看，除了这些原因以外，布雷顿森林体系解体以后全球进入到信用货币时代，这是货币制度的重大变化。制定、实施货币政策成为中央银行的主要职能。

中央银行工作人员结构的变化（图 5），刚开始都是商业银行的职员到中央银行工作。第二次世界大战以后，因为被政府接管了，很多公务员去了。到 2000 年经济学家越来越多地到中央银行来，为

什么？因为货币政策。我还想加一点，现在越来越多搞 IT 的人进去，不但是中央银行，商业银行都是。我还要强调一下，全球金融危机以后，中央银行的职能大大加强，不仅是最后贷款人，而且还是最后交易商或做市商，直接购买资产。央行还主导了宏观审慎政策，并参与对系统性金融机构的监管，这是以前没有的。上个星期我们宣布了 19 家中国系统重要性银行，是中国人民银行跟与保监会共同发布的，现在中央银行参与了对系统重要性金融机构的监管。

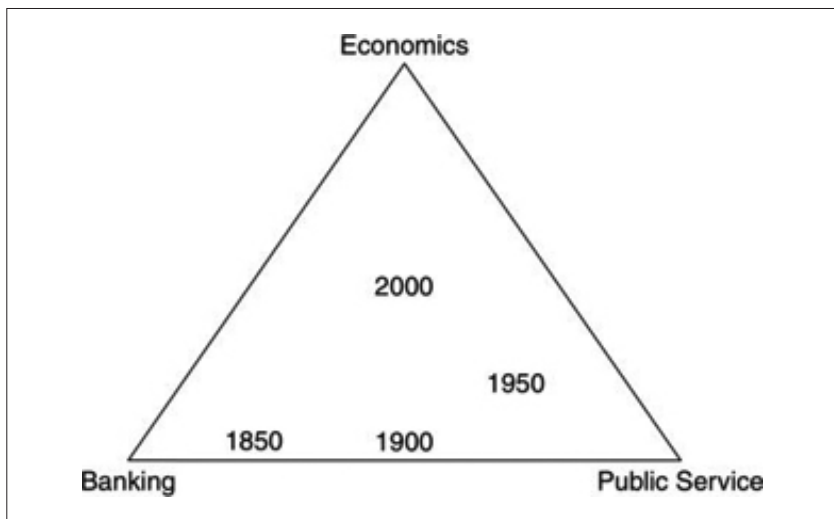


图 5：中央银行人员构成的变化

- 现代中央银行=近代中央银行（科技赋能）+信用货币制度赋能
 - 科技进步、生产效率提高和经济全球化丰富了中央银行的职能
 - 银行的银行
（金融基础设施、金融风险防控）
 - 发行的银行
（完善基础货币投放机制、直接购买金融资产、
财政赤字（债务）货币融资）
 - 政府的银行
（货币政策与财政协调、国际金融协调合作治理）
 - （货币）政策的银行
- } 近代中央银行
- } 现代中央银行
- 习总书记（转引自易纲文章）“千招万招，管不住货币都是无用之招”

图 6：总结：什么是现代中央银行

最后我总结一下到底什么是现代中央银行。我的结论是，现代中央银行等于近代中央银行家信用货币制度赋能和科技赋能，加在一起就是现代中央银行，科技进步、生产效率、经济全球化，丰富了中央银行的职能。第一，它是银行的银行，除了以往一般的东西，还包括金融基础设施、金融风险防范。第二，它是发行的银行，对我们国家来说，完善基础货币投放机制，不要完全靠外汇占款。直接购买金融资产、财政赤字（债务）货币融资现在开始做了。第三，它是政府的银行，要求货币政策与财政协调、国际金融协调合作治理。我没有讲中央

银行的独立性，很多人今天提到，对于我们国家来说这个事情比较难说。几年以前在清华大学五道口金融论坛上，周小川行长做了演讲，提到中国人民银行独立性的问题，他说这个问题要这样看，我们做决策确实是跟宏观经济的职能部门进行协商的，他说这个也没有什么不好。第四，它是政策的银行。最后是习总书记讲的，“千招万招，管不住货币都是无用之招”。这也可以说明货币政策对我们现在中央银行的重要性。

我就讲到这里，谢谢大家。

徐明棋：感谢乔依德先生对中央银行的历史演变、功能、形态等方面的深入思考，应该说还是非常有参考价值的。我们接下来还有两位线上的专家要发言，等发言完了以后一起来提问。第三位发言的是中央外汇业务中心道德缪延亮博士，他在北京线上发言。

缪延亮：从货币史看建设现代中央银行制度

缪延亮（国家外汇管理局中央外汇业务中心首

席经济学家)：谢谢主持人，谢谢乔老师的邀请。疫情之前我们经常一起在国外开会，他也请过我几次，都因为种种原因没去成。今天我下午听了一下，觉得收获很大。题目是乔老师给我的，我自己也认真准备了，跟他的题目有点相近，我的题目是“从货币史看建设现代中央银行制度”。

乔老师讲过的我就不重复了，对中央银行是政府的银行、银行的银行、发行的银行，我是认同的。我想从几个角度大概讲讲这个演变，乔老师主要是从货币形态的演变来看，我想不仅有货币形态的演变，还有两个演变对中央银行更重要，就是金融体系的形态及演变，以及实体经济的形态及演变。

讲到货币形态的演变，它已经从金属货币、黄金美元本位到纯信用货币。纯信用货币没有任何外在的约束，一定要靠规则来约束，否则物价就是不给定的。中央银行有各种规则，也会有很多关于规则的争论，都是来自于信用货币这一点，这个特别重要。

另外两个演变我觉得应该强调一下，一个是金

融体系的演变。下午有一位老师讲到，中国的银行最开始是做汇兑的，西方的银行一开始是存款贷款，是做中介的，这是银行的第一阶段，做中介，匹配资金的供给和需求。很快就过渡到另外一个阶段，开始写支票，有电报的，有电子的。更重要的是第三个阶段，在部分准备金制度下，银行形成了银行体系，开始创造货币了，也就是所谓的内生货币，这是金融第一阶段很重要的演变。这个时候很多中央银行慢慢地明白了一点，跟收取铸币税相比，金融稳定要远远重要的多。美国直到 1907 年银行危机，才催生了 1913 年联邦储备法案，最后有了中央银行。这个归结成一句话就是，金融是现代经济的核心，需要一个央行来维护金融稳定，承担最后贷款人的职能。到后面因为影子银行的重要性上升，直接融资占比上升，随后就有了最后做市商的职能。这个是一脉相承的，其实讲的是金融体系对中央银行职能演变的重要性。

另一个是实体经济的演变，也很重要。经典金本位的时候，19 世纪的时候，工资和物价高度灵活，它能够自发调节经济波动。一战以后随着工会

的普及，劳动力市场的灵活性下降，同时实现充分就业的重要性上升，这个时候不再能以外部平衡目标为主，而以内部平衡为主。央行的使命变了，它的工具也相应发生变化，汇率更多的用于对外平衡，利率更多的用于对内平衡。

这些经济基础决定了中央银行的形态演进。具体体现在三对关系的变化上。第一个是央行与财政的关系。最开始的时候，私人部门也发行货币，但一旦央行意识到铸币税的好处，就不会把铸币的职能放给私人部门，就垄断了货币的发行。今天由于央行和财政关系的演变，有了现代货币理论，刚刚有位老师也提到了，他说现代货币理论既不现代、也不货币、更不理论。我们回顾一下中央银行诞生之初的历史，最开始是发行的银行，开始是对政府融资的，而且主要是关于财政的。央行为政府融资，一个必然的结果就是物价失控。刚才乔老师引用了总书记的话，“千招万招，管不住货币都是无用之招。”这是至理名言。这是第一个关系的演变。

第二个关系是央行与市场的关系。总体来讲，西方国家的央行对政府的独立性是上升的，央行对

市场的独立性是下降的。一开始政府把银行体系看成摇钱树，有了银行体系以后，政府总是能够从银行融到资，因为银行有能力创造货币，同时政府总是有能力偿还银行的欠债，因为总可以发行货币。当然这种能力不是无限度的，它的限度就是会有恶性通货膨胀。

现代央行的政策传导依赖银行体系，央行与市场的关系也是在对手跟伙伴之间不断寻找平衡。在1970年代之前，银行一度是市场的手，觉得对市场是可以孤立它、欺骗它，甚至通过制造各种惊奇来提高货币政策效果。我们知道后面的理性预期理论和1970年代大通胀的实践都证明，反复制造惊奇的效果只会适得其反。所以越来越多的央行把市场看成是伙伴，当然这种伙伴关系并不总是平等的，有的国家是市场绑架了央行。最近我们看到美联储从最后贷款人到最后做市商，有部分观点认为这是被金融市场的绑架加剧，也有部分观点认为应该回到白芝浩最早提出来的，如果回到货币的观点，中央银行发挥最后贷款人职能必然要求承担最后做市商职能。当然这些观点有分歧。

第三个关系是央行与实体经济的关系，这个更古老，它也取决于经济结构的传导效果。自休谟的古典货币二分法到凯恩斯革命，然后到通胀，到货币主义反革命，回到货币中性等，弗里德曼提出只要你能管控住货币，就已经是很大的成功。到 1980 年代以后，新凯恩斯主义综合，强调价格粘性。总的观点，主流的观点是，货币在长期看来还是中性的，但是短期是非中性的，这个时候既使是有理性预期，因为有价格粘性，货币还是能够影响就业和实际产出。

讲了这么多，从历史的演变到三对关系的变化，还是要回到我们实际上，就是我们怎么建设现代央行。如果从西方的实践来看，现代央行大概有四个特点，就是更加注重物价和币值稳定，更加依赖价格形成和市场，更加突出预期管理，然后更加注重维护金融稳定。但是也有人认为，西方今天的央行不意味就是现代央行，这还是不一样的概念。因为现在西方很多国家在经济进入停滞阶段、利率进入零下限以后，都在搞超常规的量化宽松。

有人问，为什么人民银行说要尽可能保持正常

货币政策空间？我们跟西方的做法是不一样的。为什么不一样呢，根本的原因是我们跟西方是在完全不同的发展阶段，我们的人均 GDP 是 1 万美元，我们虽然已经过了刘易斯拐点，但仍然是在黄金时期。这个阶段持续得越久，生产、收入和消费的正向循环就越久，经济潜力的释放越充分，这些都需要有稳定的货币，既要防止货币超发出现严重的通胀和资产泡沫，又要防止信用紧缩引发金融危机。

往前看可能有四个平衡，要辩证地看。第一个是松与紧的平衡。美联储在建立之初，把真实票据理论写到它的法案里，真实票据理论最早是斯密写在《国富论》里的。中央银行对真实票据行再贴现，可以保证实体经济的融资需求，同时又配以金本位制度，作为约束货币发行的纪律，这样子能够做到不紧不松。实际上我们知道，金本位的约束是一个强约束，但总是一个迟来的约束。平时是很松的，有较强的顺周期性，发行纪律是不足的，易松难紧，等真的要紧起来时就是大起大落。这个平衡还是比较难以把握的，所以就有各种各样的规则。

前面有位老师提到外生货币、内生货币。我整

体的感觉是，如果这个货币没有一个货币发行规则，它整体上就是内生的，这时候它最大的问题就是货币供应总量和物价是不给定的，给定的是实际货币余额。在极端的情况下恶性通胀的时候，货币发行得越多，实际货币余额会越小，居民就会不使用这个货币，会尽快地把这个货币花出去。那怎么衡量这个松紧平衡，做到不松不紧？如果是正常货币政策，这个标尺比较好找一点，如果是利率传导的话，就可以用自然利率。当然我们知道，自然利率不可观测，简介评估是根据价格稳定，但通胀又是滞后指标，所以这个平衡也不好把握。

第二，实与虚的平衡。真实票据理论也有一个思想，为什么叫真实呢？就是希望央行提供的货币能够到实体经济里去，所以叫真实票据。它是实体融资的需求，把货币跟信用连在一起。但是有一个问题，就是顺周期，如果企业觉得经济好，他不断要货币，你给他货币过多，导致货币政策过松。但是不用总量，用结构行不行？结构性政策是可以用的，但是用得多的话，会弱化市场传导，产生空转和套利，反过来又会危及金融稳定。

第三，做和说的平衡。我们经常认为行动比语言更重要，但是现代中央银行会告诉你，语言比行动更重要。因为行动是一次性的，而语言可以告诉你未来很多次承诺的行动。欧洲央行的货币政策决议出来以后，或者美联储货币政策出来以后，降息决议本身对进市场的影响，要远远小于后面的记者会上货币政策制定者所传达的对未来经济的判断、对未来政策走势的方向性指引。

第四，内和外的平衡。人民币国际化涉及一个问题，既要顺应市场需求，也要知道没有免费的午餐，有好处也有责任。什么责任？在发生全球金融危机的时候，作为国际货币要保持币值稳定。每次发生危机的时候，我们都有很多部门行业需要人民币能够贬值一点。我们也知道，历史上英国为维护英镑的储备货币地位付出了很大的代价。当然，美国现在维护美元币值稳定的决心不像以前那么大。如果从保险的视角去理解国际货币体系的话，就是保费越来越贵，因为利率越来越低，同时它的赔付越来越不像以前那么干脆，所以它的币值不像以前那么稳定了。

归根结底，关于现代中央银行我非常同意乔老师提到的几点，就是政策的银行、货币的银行。还有一点，我们要建设的现代中央银行制度是人民的银行，人民银行是唯一一家把“人民”放在银行的名字里的。人民银行什么意思呢？就是如果我们践行以人民为中心的发展理念，就要在尊重规律的基础上，辩证把握好这四个平衡，要从长远利益和根本利益出发，要做出一些比较难的决策。容易的决策从一时来看是对的，但是从长远来看不一定是对的。在我们前进的道路上，要尽可能保持正常的货币政策空间，增强市场化传导，在向市场化前进的同时，要考虑体制和机制的约束，通过改革来夯实现代中央银行制度的基础。

报告完毕，谢谢。

徐明棋：谢谢缪延亮博士精彩的演讲，他从四个平衡的角度谈了自己对中央银行，尤其在现代货币体系之下如何进行管理的看法，是值得我们进一步深入思考的。最后一位演讲者是中国人民银行金融研究所周诚君所长，他的主题是“危机救助中的财政和货币逻辑”。我们感谢周所长顶到最后，还

能够非常准时地上线给我们做报告，大家欢迎。

周诚君：危机救助中的财政和货币逻辑

周诚君（中国人民银行金融研究所所长）：尊敬的乔秘书长，各位同仁，大家下午好！实际上是傍晚了，我不是及时上线，我听了一天的会，一天我都在线上，从最早开始一直到现在，收获非常大。

现在时间很有限，我尽可能讲得简短一点。去年上海货币论坛我讲了货币和财政的关系，这个讲话后来整理出来在《比较》上发表了，引起了反响。今天我还想顺着这个话题往下讨论一下，但是我想事先声明一下，虽然央行以及货币问题很大程度上肯定跟货币政策的操作实践密切联系，但是重要的它也是一个理论问题，必须要把后面的理论基础解释清楚。

我今天讲三个问题，第一个是货币的本质；第二个是货币引起的危机和根源究竟在哪里；第三个是在应对危机过程中央行和财政究竟有什么样的关

系，背后的逻辑在哪里。讲这三个问题，我想强调的是更多从理论上去探讨，而不是直接跟政策实践有某种直接联系，或者更明确的说，尽量不要代入央行目前相关的政策操作。

第一是关于货币的本质。去年在上海货币论坛上我已经讲过了，货币的本质就是借据。刚才乔秘书长讲的时候也肯定这个，上午陆磊讲《货币论》专著也强调这个。货币的本质是借据，在商品交换过程中，有时候产品是不可分的，一头牛换四只羊，人家只有两只羊的时候你不可把牛剖成一半，这时我给有牛的人开一个借据，保证这个交易能够完成，这是货币的本质。去年我讲的比较详细，我今年不讲了。我跟陆磊的观点非常一致的地方是，货币是未来的追索权，这就是货币的本质。之所以能保证这种索取权，基于两个最基本的要素，第一是信用，我相信；第二是有抵押，虽然我有一头牛，你只有两只羊，但我看到你圈里有两只小羊。

央行就是一个独立第三方，负责所有票据的清算、交换。只不过后来当这些未偿票据越来越多时，央行作为独立第三方在交换、清算这些借据

时，推出了标准化的借据，这就是货币。标准化借据代表的一定是全社会的未偿商品或负债。两只羊代表的是负债，我拿了你一头牛，给你两只成羊，还欠你两只羊。央行作为专业的独立第三方组织，负责这些标准化借据的发行、清算，它自己不是生产部门，不是交换部门，所以自己不能开出这种真正意义上的借据，这是第一。

第二，作为政府来说，政府原来不是生产部门，按理不能发行借据。之所以后来允许政府发行借据，是因为你需要购买服务，也需要购买商品；之所以相信政府，是因为我知道政府有预算收入，有税收，所以最后允许政府开出借据，央行也为你提供清算。央行不是政府的部门，央行不开具独立的借据，它的标准化借据背后是代表独立借据，这非常重要。货币发行的约束是什么呢？货币发行的约束就是所有全社会的未偿商品和服务。政府是提供服务的。

上次讲完以后，秘书长跟我探讨什么样叫无限法偿责任。无限法偿责任绝不是说央行规定全社会必须要接收我发行的货币，而是这个标准化借据或

借据代表的未偿商品和服务，它必须要负责清偿。而且对于央行发行的标准化借据，央行得承担最终清偿的责任。我上次说了，如果市场主体不信任你这个标准化借据，他就用脚投票，选择私有的债权。他不相信你的货币了，就把货币换成产品和服务；或者换其他更可信的货币，用脚投票，不相信美元了，我选人民币。这是无限法偿责任，银行的货币发行约束是全社会的未偿商品和服务。

财政开具票据的约束是其预算内收入。之所以接受你能开借据，就是因为你虽然不是生产部门，但是你有税收，有预算内的收入，让我觉得你是一个可信的市场主体。所以 MMT（现代货币理论）最大的问题，在于它把央行看成政府的一个部门，认为央行是帮政府开借据的，这是不对的。这是第一块内容。

第二块内容，我们来考虑危机的产生。危机为什么会产生呢？我跟陆磊也有广泛的讨论，陆磊今天没有时间，在《货币论》里有，没有货币，货币只是独立的中性的价值符号，它不参与商品交易交换详细的阐述，他今天说的不多。经典的微观经济

学里没有货币，或者货币只是价值符号，微观经济学里反映的都是实体经济，最后的一般均衡都是实体经济的一般均衡本身。

什么时候货币开始真正具有效用，开始参与经济活动？是有了宏观经济学以后，货币开始作为独立的具有效用的商品参与经济活动，就是凯恩斯提出来的那一套货币理论。这时候产生了名义价格和实际价值的偏离，产生了凯恩斯宏观经济给我们阐述的一系列失衡，经济不再像微观经济学理论揭示的那么精妙一致能够最后实现完美的均衡，它出现了不均衡，进一步导致了危机。

还没有结束，随着宏观经济学的发展，进一步拓展到国际经济学。国际经济学告诉我们，不仅是货币参与经济活动会导致名义价格 and 价值的脱离，国与国之间有不同的货币，而这些不同的货币也没有办法实现相对价格的迅速调整，国与国之间的货币往往在价值上是扭曲的，这取决于汇率制度，所以导致了广泛的国际失衡。正是因为货币参与了国内的经济活动和国际的商品经济交换，所以产生了国内的失衡和国际的失衡，最后导致了国内的危

机，甚至全球的危机。

理论上如果市场机制足够有效，能够保证名义价格和实际价值的一致，能够随时实现国与国货币之间相对价值的市场出清，那就不应该有偏离或者扭曲，就不会产生危机，宏观经济学、国际经济学和微观经济学应该是一致的。所以在我看来，危机的产生首先就是因为货币这个名义变量产生了效用，这个效用产生的扭曲不仅是在国内交换中出现，还在国际活动当中出现，这是第一个。

第二个，还不光是这样，在现代信用货币条件下，货币参与市场活动，最后一定不仅仅是社会未偿商品和服务的代表，一定会突破这个约束，货币一定会超发。为什么货币一定会超发呢？根本上是因为它是主权信用货币，它已经不是市场参与者开出来的借据了，是中央银行根据自身的信用发出来的一个标准化借据。

货币超发如果是严格的经济学框架，即使产生各种偏离扭曲，它会导致通胀，通胀是非常硬的约束。但是最近我们没有看到货币超发导致全球范围内普遍的通胀，这甚至是今天陆磊讲述《货币论》

的一个基础背景。他跟我探讨这个问题，我认为货币超发在今天很难推动形成通胀。为什么呢？过去的生产条件下，商品供应很有限，所以超发的货币作为标准化借据一定会支持需求的膨胀，因为它是购买力。但是到今天随着技术发展、国际分工、国际交换，供给是无限的，货币超发不能形成需求的通胀。你可以吃一个包子、五个包子，但是你吃不了十个包子；你只要想吃，在今天这个条件下，我可以无限供应包子。其实在国际分工条件下，产业在不同的国家间梯队转移，美国的超市永远有最便宜的商品。所以货币即使超发，也可能无法在真正意义上代表未偿商品和服务。

第三，之所以在这种情况下大家也愿意接受，一个非常重要的原因是现代信用货币是由央行来发行的，有主权保障。可以说央行超发信用货币实际上还是便宜的，你不相信的时候是可以用脚投票的。美联储的资产负债表从 7000 亿扩张到 8 万亿，你能相信它吗？那是因为它后面有主权保障。这个庞氏骗局、这个击鼓传花一直可以玩下去。这也是为什么任何私人部门，不管是以什么形态，我永远

不相信它能真正成为国际货币、成为主权货币，为什么呢？因为这个击鼓传花的游戏一定会有一天玩不下去的。

第四，金融市场的发达也可以使市场主体，即使认为这个货币不代表未偿商品和服务，但是通过金融市场的运营管理可以获得收益，可以获得跨期分配的效果，而且现代金融市场提供广泛的风险管理工具。

第五个原因，一些国际货币不仅可以在国内被广泛当作庞氏骗局那样，不停击鼓传花地持有，还能在国际范围内让全世界的市场主体相信它、持有它、依赖它。这是我想讲的第二个方面，限于时间不能展开。当现代信用货币脱离了货币一开始发行的初衷（作为社会未偿商品和服务的代表）的约束以后，尤其是在目前技术发展、全球分工的条件下，一定会导致内部不均衡、外部不均衡和全球范围内的一些主权货币的超发。非国际货币也可以超发，只不过超发仅限于国内，也有个别超发不成功。但是大多数央行，只要主权政府是国内公众信赖的，击鼓传花的游戏就可以玩下去。

第三块内容。既然危机不可避免，危机是因为内部不均衡和外部不均衡产生的。既然货币一定会超发，那么我们怎么来理解在危机过程中财政跟央行的关系问题？

第一，因为货币的名义价格和实际价值不一致，国与国之间货币相对价格的扭曲根本上没有办法解决，我觉得目前来看没有办法解决，为什么呢？因为市场靠自己没有办法出清，这是市场的结构、技术和交易条件决定的。市场不是我们想象的完美市场，它解决不了结构性问题、机制性问题。所以立足于传统的、满足社会未偿商品和服务的货币发行机制解决不了不均衡这个最终的问题。

第二，不同国家之间相对货币的价格调整也没有办法通过市场机制比较好地实现，所以国际范围内的不均衡，通过货币政策问题也解决不了。上午陆磊说这根本上是一个货币政策问题，我觉得货币政策解决不了市场机制本身的内在结构性问题。

第三，信用货币条件下，货币永远是超发的，所以货币政策本身也解决不了它自身的超发问题，它不能抓着自己的头发想让双脚离开地面。

央行和财政在应对危机的过程中各自发挥的作用，央行发挥的作用其实是很有限的。现在我们想了很多办法，找出来一个宏观审慎管理的政框架，理论上是非常好的，就是要解决微观上很均衡，但是在宏观上会产生风险的问题。萨缪尔森很早就说了，个体、局部的均衡不代表整体的均衡。宏观审慎不管是理论还是政策框架，都想试图解决微观均衡和宏观均衡不对称问题。我在宏观审慎管理局一开始成立时就去巡视，但是迄今为止，我认为宏观审慎政策，不管它的理论还是具体的政策工具，都太有限了，效果还不太明显。好在宏观审慎政策框架还是大大提高了央行的危机应对能力，不过它解决不了我刚才所说的那些根本性、结构性的机制问题。

这是从国内视角来看怎么解决危机的问题。从国际角度来看，国际失衡的一个非常重要的原因，就是国与国之间货币的相对价格没有办法及时出清、迅速调整，所以一个好的国际货币体系可能对于解决这个问题有非常大的帮助。上午各位专家都进行了广泛深入的讨论，我非常赞同特里芬问题仍

然广泛存在，而且面临新的问题。单一的国际货币体系一定会面临这个问题，这也是我今年3月份在钓鱼台中国发展高层论坛上强调的，人民币国际化不是试图挑战美元、替代美元，而是要跟美元一起来共同承担国际责任。

我也非常赞同一个相对次优的解决方案就是多元化的国际货币体系，不要光由美元一家来承担全球资源配置优化的责任，而是要有更多的货币来参与，让更多的价格信号，让消费者、让市场主体可以选择。《货币论》给了我一个非常好的启发，这本书我花了一个晚上拜读了，它说如果世界上有一个单一的超主权的国际数字货币，它在技术能够上实现迅速的市场出清、相对价格调整，解决名义价格和实际价值的规制问题，那就可以提供一个完美的技术解决方案。我觉得在技术上在理论上是可行的，但是实际上不会有这样一个终极解决方案，因为靠人类自身的机制水平，我觉得永远不可能有一个完美的技术方案。靠人类的计算能力达不到这个要求。即使未来我们数字化的能力越来越高，我认为可能最终仍然解决不了这个问题。

最后，简单讲讲财政应发挥什么作用。既然货币政策、宏观审慎、国际货币体系改革最终都无法解决我刚才所说的问题，那么财政就要在危机应对中发挥非常重要的核心作用。

第一，危机救助一定要靠公共支出为主，为什么呢？危机救助体现的就是社会的公平公正和市场的秩序，这些就是政府的责任。

第二个，央行直接救助。我刚才反复强调了，央行开出的是标准化借据，需要承担无限法偿责任和义务，它根本上是信用、是负债，它缺乏现代法治意义上的约束。而财政资金不一样，财政资金是权益，一旦收上来，而且法律给了授权，政府就对它有完整的财产权力，而且有一套严格的现代法律制度约束，可以评价这个财政资金运用的绩效，有没有体现公平、秩序、公正，有没有实现管理目标。央行有这套体系吗？没有。财政资金的约束预算成熟的体系。但是这绝不意味着央行可以袖手旁观。我一直说危机本身是货币引起的，央行责无旁贷。央行做些什么呢？央行有资金，但这个资金一定要以财政约束为前提，它可以跟财政进行广泛

的合作。央行可以出钱，前提是财政那里有一套纪律约束。央行只能通过，比如说二级市场购买，或者搞一个 SPV 架构，我出钱，但是责任义务在你那里，我是劣后、你是优先，这样可以受到比较好的现代法治约束，有比较好的绩效考核评价机制体系。

关于财政作用的第二个方面，其实上次我讲的比较清楚了，就是我们现在争议比较大的央行究竟能不能在二级市场上购买国债。去年上海货币论坛，余永定老师通过几张 PPT，用央行资产负债表的方式把这个问题讲的很清楚。我想讲几个结论性的东西供大家思考。

第一，我认为从目前的国际实践以及理论来看，这个问题不存在大的障碍，都是支持央行可以通过二级市场购买国债。

第二，只要央行在二级市场购买国债，一定会增加货币投放。因为中央银行资产负债表的任何变动，都意味着基础货币的投放。但是我们回到一开始问题的本身，理论上只要国债对应着未偿的政府服务，因为国债是有纪律约束的，它对应着政府需

要提供的未偿服务，因为购买国债而导致的货币增发仍然对应着社会的未偿商品和服务，理论上不至于超发，它是央行购买国债不会引起货币超发的最重要的理论基础。

第三，央行在二级市场上购买国债，不直接增加政府的流动性，只会增加商业银行的流动性，改变的是商业银行的资产负债结构。而且理论上，只要商业银行存在中央银行的备付金的收益小于国债的收益，商业银行就没有动机把自己持有的国债卖出，为什么银行愿意把这些国债卖给中央银行呢？一定是因为银行在卖出国债拿到央行给的流动性，也就是备付金之后，运用资金的收益大于持有国债本身的收益。怎么会大于国债的收益？一定是银行又投入到实体经济，最终一定要投入实体经济，否则就可以持有国债。当然这个前提是，银行是严格意义上的市场主体。

正是从这个意义上说，央行在应对危机的过程中要发挥积极作用，而且国债二级市场操作是非常重要的机制和手段，真正可以发挥支持实体经济的作用，这也是目前所有中央银行坚持量化宽松到资

产负债表规模这么大的一个非常重要的理论和技术基础。当然，央行在二级市场上进行国债购买的操作，还有其他的好处，我在《比较》上发的那篇文章都有一些分析，现在不讲了。我时间超过了。非常感谢大家。

再次强调一下，第一，这是一个理论命题，我们进行里探讨；第二，请大家千万不要代入人民银行；第三，我就是个研究所的研究员，对于中国央行的很多货币政策的操作我确实不太了解。请大家批评指正，谢谢大家。

徐明棋：谢谢周诚君所长就这个货币的本质，以及央行和财政的关系，所做的深入的理论的探索和思考。接下来我们可以还有大概 15 分钟的时间，可以对前面三位演讲嘉宾的发言进行评论和提问。

吴信如：我想问周诚君所长一个问题。刚才你最后讲到财政救助，然后央行发货币支持不会有问题。但是美国这次救助，因为疫情给个人家庭部门很多转移支付，这个转移支付并没有形成美国的生产，而是美国人买了大量中国生产的商品，这样美国支持财政的货币发行并没有导致美国实体经济的

增长，这个问题如何来解释呢？

第二个问题，人民币在过去这么多年升值了，我们有 3 万多亿美元外汇储备，而央行在账面上有损失。周所长能不能解释一下？

周诚君：两个问题都非常好。既然是全球视角的宏观经济学，就不要光把美国的量化宽松只理解为支持美国的生产体系。其实美国有两个体系，一个是美国境外的美元体系，这个体系的产值基本上跟美国境内的产值是一比一的关系。美国量化宽松在理论架构上可以找到根据，实际操作上支持的就是家庭部门、实体部门的需求。但总是会有漏损的，实际执行过程中，总是会有一部分没有真正支持实体经济。总体而言，它能够有效扩张家庭部门以及其他实体部门的需求，这些需求未见得体现在美国的供应链体系上，但是一定会体现在超市这类或跟美国经济更加吻合的部分，不管是美国的就业还是目前的增长，都体现了这个效果。而且美联储作为一个全球顶级经济学家云集的地方，之所以这么理直气壮，真的不仅仅是靠美元本身，我相信经济学理论在背后发挥了非常重要的信心和政策操作

实践的依据。

第二个，关于中国央行经营管理的储备资产的问题。坦率的说，央行来管理国家3万多亿的储备是一个很难受的事。第一，在人民币成为国际货币，人民币可以用于对外商品交易结算和国际债务清偿的情况下，我们是否需要那么多国际储备？过去我们有很多国际储备，是因为人民币在国际上不能用，必须要靠国际手段来完成交易和债务的清偿。现在相当一部分都是可以用人民币了。总体而言，国家金融储备在经济上肯定是不划算的，你买那么多美国的国债，美国国债的回报率多少？1.6-1.7，人民币国债的回报率是3左右。你买回报率这么低的金融产品，获得这么少的投资收益。但是大量的美元到中国来，其平均投资回报收益起码跟我们国内的利率水平是一致的，所以净收益肯定是亏的。我记得周行长前年也有一个文章，分析为什么东亚国家普遍持有比较高的储备，就是因为受过亚洲金融危机的重伤，这些国家过去在金融和经济开放过程中，本币都不是国际货币。好在目前我们正在抚平这些伤口，人民币正在逐步成为国际结算货

币。所以我认为我们确实要认真考虑外汇储备的规模问题。

徐明棋：谢谢周所长的回答。

王永钦：我有两个问题。第一个问题，周所长提到现在一般情况下货币政策一定会超发，我想请问周所长为什么？想请你进一步解释一下。

第二个，现在央行的使命越来越多了，原来欧央行管物价稳定，美联储加了一个经济增长。现在特别是欧央行，包括中国的人民银行，不仅仅是刚才两个目标，可能还有很多别的目标，比如说绿色发展、气候变暖，欧洲央行还有解决收入差距问题。这里面涉及到财政和货币的配合，货币政策发挥了很多应该由财政去做的事，现在央行承担了很多各种各样的使命。我想请周所长帮我们解释一下，或者说谈一下你的看法。

周诚君：也是两个非常好的问题。第一个问题，我可能讲的太快了，为什么现代信用货币一定会超发？本来货币的发行有非常好的约束机制。第一，货币从本质上来说是未清偿的借据，它的约束就是整个全社会未偿的商品和服务，这是它的根本约

束，也是本质规律揭示的。为什么一定会超发呢？涉及到货币作为一种信用、作为一种债务，它的无限法偿责任的承担问题。过去我们说它是一个硬约束，因为你要承担无限法偿的责任，如果超发了就会引起通胀，央行就没有办法足额地满足这个无限法偿责任。你不能满足了，我就可以用脚投票。第一可以放弃你的货币，把你这个借据换成想要的商品和服务，我不持有你央行发行的标准化借据。或者有了国际货币以后，我选择其他更具有无限法偿责任特征的货币，这叫用脚投票。

但是为什么到现在信用阶段的主权货币这个约束越来越弱了呢？因为超发的货币不会引起通胀，也就意味着在消费者在票据持有的主观感受上不太怀疑这个央行是不是一定能足额承担无限法偿责任。之所以它不会引起通胀，我刚才说了三个原因，第一是现在需求有限、供给无限。供给无限有两个原因，第一是技术进步，第二是国际产业分工，梯队转移、比较优势一直都有，不会消失，直到最后五六十亿人口全部都实现了富裕，这个时候比较优势才不会管用。在这两个条件下，供给可以

无限满足需求，货币超发不会引起通胀。

这么多主要经济体央行超发货币没有引起通胀最根本的原因还有一个，大多数国家的央行经过上世纪七八十年代到现在的发展，已经让世界上绝大多数市场主体相信了央行的信用，相信了央行对于所发行货币的无限法偿责任的承担。哪怕是击鼓传花的旁氏骗局，大多数情况下市场主体都选择了信任。只有在个别情况下，津巴布韦、委内瑞拉这些地方，政府破产了。正是技术条件、全球分工、全球化，另外一个现代信用制度本身，导致了货币即使超发，仍然永远可以玩下去，过去所说的超发的约束越来越弱，这是第一个问题。

第二个问题，我自己作为一个经济学者，从来都是信奉货币政策总体上是总量政策。货币政策如果要去解决结构性问题，虽然我也知道有很多工具，但是我对这些工具在长期会产生的效果以及副作用，还是挺忧虑的。我坚定追随货币政策作为总量政策的经典经济学框架。

左学金：我是外行，我听周所长说到美元是一个旁氏骗局。我的问题是如果美元和黄金脱钩已经

半个世纪了，旁氏骗局玩了半个世纪，大家都在积极参与，中国是最大的参与者。至少我们没有替代，这是我的一个问题。另外，如果主权货币是一个旁氏骗局，是不是国际上都有同样的问题？请教一下，谢谢

周诚君：我是这么个意思，所有的主权信用货币因为一定都会超发，只要它超越了社会的未偿商品和服务，这个货币一定是超发的，它一定没有办法完全实现所宣称的承担无限法偿责任，因为背后没有那么多商品和服务，可以让你去清偿这些无限法偿的责任和义务。所以我觉得可以有这么一个结论，所有主权信用货币，只要在正常运行的，都是一个旁氏骗局。

但是这个旁氏骗局我觉得它可以玩下去，因为它有主权、政府以及社会公众对央行的信任在背后支持它。这也是为什么我从来不相信任何一个私营部门，不管用什么技术手段，能够解决这个旁氏骗局的持久性问题。私人部门一定解决不了这个风险，因为只要是旁氏骗局，就一定是个骗局，所以只有中央银行能够玩下去。中央银行玩旁氏骗局就

有合理性，它就能让大家有信心，极个别失败的国家除外。

徐明棋：我们应该充分理解，这个“旁氏骗局”是要打双引号的，它是货币不断发行，政府债务实际上也不断在滚动的这样一个大的背景。从一个国家财政不断扩张的角度来看，的确你让现在世界上任何一个国家政府把所欠的债，用它的财政收入来偿还的话，那是根本不可能的。但是如果能和 GDP 保持类似的增长速度，那么这个所谓的“骗局”的确是完全可以一直延续下去的。

我想差不多已经快 6 点了，我们讨论得非常热烈，我估计大家还会有很多问题，但是我们研讨会不可能无限往后推，按照原定计划我们已经往后推了一点。我现在代乔秘书长宣布，我们今天的货币论坛到此结束，谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）