

國家開發銀行金融研究中心

歷史視角看資本流動與人民幣國際化

莊太量 何青 薛暢

研究專論第七號



二零一二年八月

香港中文大學全球經濟及金融研究所
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

歷史視角看資本流動與人民幣國際化

莊太量¹ 何青² 薛暢³

2012年8月

隨著中國綜合實力的增強，人民幣國際化已經成為了當前國內外關注的焦點和熱點問題。在貿易方面，中國早已實現了經常項目下的可自由兌換，但資本賬戶方面，仍然保持著相對嚴格的管制。放鬆資本管制以推動人民幣走向世界，甚至取代美元的輿論和呼聲，不絕於耳。如果僅從“量”來看，中國已經成為世界第二大經濟體，中國的法定貨幣人民幣似乎也應在世界市場上獲得僅次於美元的地位，放鬆資本賬戶成為必然的選擇。但是基於“量”的認知，容易使我們忽視人民幣所內涵的中國金融貨幣制度性，歷時性的不足和缺陷，其對人民幣國際化的前景產生深遠的影響。

中國貨幣的國際化並非始自人民幣。古代中國作為東亞地區乃至全球首屈一指的經濟體暨貿易大國，自 1000 多年前的北宋時期，中國的銅錢就隨著中國對外貿易流向世界各地，就開啓中國貨幣的“國際化”歷程，而明代以來，美洲地理大發現帶來的白銀，更是對中國貨幣體系產生了深遠的影響。以貨幣為媒介的中外經濟交流，佔據了古代中國經濟相當重要的地位，跨越了古代和近代。

北宋時期，中國的主要流通貨幣——銅錢，開始流向境外。一方面是海上貿易，特別是日本，成為吸收中國銅錢最主要的外貿國家。另一方面是與遼、西夏等少數民族政權的陸上貿易。宋代銅錢的對外輸出規模是相當驚人的，如日本《日本貨幣流通史》的統計，僅在日本十八個地方的出土文物即有唐至明代的銅錢 55 萬餘枚，其中宋錢最多，甚至宋代日商曾在台州出售貨物將當地銅錢套購一空，“台城一日之間，忽絕無一文小錢在市行

¹ 香港中文大學全球經濟及金融研究所常務所長

² 中國人民大學財政金融學院副教授

³ 中國人民大學財政金融學院研究員

用”。東南亞也是輸入宋朝銅錢的主要地區。來往闍婆國的商人經常“潛載銅錢博換”。交趾也大量套購宋朝銅錢，其國內規定：“小平錢許入不許出”。在馬來群島的考古發掘普遍有宋錢出土。宋代銅錢甚至流通於西亞、印度等地，最遠至波斯灣的霍爾木茲島也發現過宋代銅錢。而遼、西夏時代的考古發行也有類似情況，如在內蒙古巴林左旗曾發現 38000 餘枚遼代窖藏銅錢，但是其中遼政權自行鑄造的僅有 40 枚，而 70% 以上是北宋錢，其他眾多遼代和西夏的銅錢窖藏無不如此，表明遼和西夏的貨幣流通絕大部分依賴北宋。進而可以看出，整個東亞、東南亞地區，貨幣供給主要依賴北宋王朝的銅錢鑄造。北宋銅錢不可謂不受歡迎，北宋貨幣的“國際化”水平不可謂不高。

但是包藏在貨幣“國際化”之後的，是令北宋王朝棘手的“錢荒”。因為銅錢的外流雖是方便了鄰國的商品流通，但卻導致了國內貨幣的匱乏，不僅人民生活不便，而且給不斷貨幣化的政府財政收支帶來了極大的麻煩。不僅是“農民皆變轉谷帛輸納見錢，錢既難得，谷帛益賤，人情窘迫，謂之”錢荒”，而且“府庫例皆空虛”。“錢荒”的危險，迫使政府不得不強力制止貨幣的惡性外流。早在宋太祖時期，政府即嚴厲禁止銅錢出境，“五貫以下者，抵罪有差；五貫以上，其罪死”；到了宋仁宗時期更加嚴格，“以銅錢出外界，一貫以上，為首者處死”，“其為從，若不及一貫”也要發配邊疆。嚴格的“錢禁”之法，一直貫徹到南宋時期。

一方面是政府鑄幣規模空前擴大，另一方面卻是貨幣持續外流而國內貨幣供給不足，需求難以得到滿足。這樣的狀況幾乎從伴隨北宋王朝始終。按照一般的經濟學知識，嚴重的“錢荒”，表明本地出現了通貨緊縮，貨幣應該升值，貨幣外流的傾向至少應該不斷減弱才對。但是為何北宋時期的貨幣外流和“錢荒”並存的如此持久且嚴重，共同持續了逾百年也未出現緩和的跡象？其根源就在於古代中國特有的貨幣發行制度與流通結構。

古代中國的貨幣發行是高度集中的，自西漢五銖錢制度建立，中央政府就基本壟斷了貨幣的鑄造發行，北宋時期也不例外。但是進入北宋時期，中國經濟出現了重大變化，土地私有化，原有的均田制、租庸調制這類國家直接僱用農民的國有土地制度已經無法恢復，國家對農民的人身控制放鬆，再征收實物稅和強制勞動（徭役）頗有難度。再加上北宋王朝在西、北邊境軍費開支浩大，如果用實物形式支付，運輸、分配太過復雜，不如

支付貨幣以在當地購買。因此政府實施了財稅貨幣化改革（如王安石變法的“募役法”“市易法”等），貨幣在政府財政收支中的比重不斷上升，政府物資由直接征收改爲征收貨幣再經由市場購買。

貨幣化的消極後果是，把原本和貨幣聯系並不十分緊密的小農社會強行拉進了貨幣經濟中，農民們爲了交納貨幣稅，必須先將農產品在市場出售，因而市場底層的小農社會的貨幣需求陡然增大。但是由於農產品以及賦稅交納的季節性，底層市場的貨幣流通速度十分緩慢，貨幣流通和市場交易集中在農熟時期，非常容易導致“錢荒”的爆發，貨幣由中上層市場的向下流動困難。而政府購買物資則是同中上層市場而非小農打交道，所以政府的貨幣財政支出首先流向了中上層市場，而政府又需要從底層小農市場征收貨幣稅。這就導致了底層市場的小農缺乏貨幣，飽受“錢荒”困擾，政府苦於小農缺乏貨幣而財政收入大減，然而中上層市場卻因爲政府的貨幣支出而發生貨幣沉積。所以北宋“錢荒”很大程度是站在底層小農市場和政府財政收入立場而論的，中上層市場則由於貨幣沉積貶值，與其用作貨幣還不如熔化爲銅料，因而不斷地發生貨幣的銷毀鑄銅、窖藏和對外出口現象。所以，在這種貨幣發行和流通結構下，政府投入再多貨幣也難以緩解底層市場的貨幣匱乏，而歸根結蒂，在於底層市場本身對貨幣的依賴很弱，政府財政的貨幣化破壞了底層自然經濟的正常運行。底層市場的“錢荒”以及貨幣的惡性外流都是這種病態經濟運行的表現。

這樣的貨幣運行機制卻給中國的貨幣流通乃至宏觀經濟帶來了嚴重的後果。北宋空前的鑄幣規模，導致了政府鑄幣資源的近乎枯竭，到了北宋中後期隻能開始大量鑄造鉛、鐵幣，甚至在一些民間信用關係較好的地區開始發行官方紙幣，這也正是交子出現的原因之一。到了南宋，銅錢鑄造量急劇萎縮，紙幣地位上升，甚至物資兌換券性質的“鹽引”“茶引”等大量作爲貨幣流通。到了元代，貨幣則基本單一化爲紙幣，銅錢制度近乎瓦解，而白銀隨著這一時期歐亞大陸東西方陸路交通的重新打通，地位不斷上升，成爲了元代紙幣的“準備金”。

由於元王朝的窮兵黷武和治國乏術，元末紙幣濫發而引起惡性通貨膨脹，紙幣制度也就此一蹶不振。明王朝試圖以“大明寶鈔”重建紙幣流通，但歸於失敗，而貴金屬白銀則在紙幣流通陷於混亂的間隙，不斷滲入中國人的日常生活中。在這一緊要關頭，政府財政對貨幣制度再次產生了決定性的

影響。與北宋類似，明代爲了抵禦蒙古入侵，北部邊境軍費開支巨大，永樂遷都北京後，北方地區的物資需求更大，而明代的主要稅源在江浙地區，明初的實物財稅體系進行運輸和分配的成本過高，因而明朝在正統時期開始“折色充俸”，即官員俸祿用白銀支付，到了宣德年間，江南地區也開始由征糧改爲徵銀，明代財政體系自此不斷貨幣化暨白銀化。到明嘉靖十九年（1540），明朝最終允許各省以白銀折納賦稅，到萬歷年間“一條鞭法”的“折銀納賦”的推行，使得白銀的貨幣地位更加鞏固，明代財政的白銀化最終完成。

在財政白銀化驅動下的經濟貨幣化，導致了中國白銀需求的膨脹，這種需求單靠國內白銀的開採根本無法滿足。巧合的是，15世紀後期西歐各國勢力侵入美洲，發行了極爲豐富的白銀礦藏。隨著西歐各國勢力同時滲入亞洲東部，大量的白銀隨著貿易進入中國。爲了維持國內的貨幣流通，中國開始了近400年的貿易順差，據學者計算，僅在1567年到1644年這段時間，從海外流入明朝的白銀總數就達3億3千萬兩！如此大量的流入，恰恰是中國喪失貨幣自主權的表現。一些學者研究發現，明朝的滅亡正是因爲白銀輸入的中斷。1620年至1660年間，歐洲市場爆發了貿易危機，以西班牙爲中心的世界貿易體系遭到重創。中國也不可避免地受到嚴重影響。在17世紀20年代歐洲貿易衰退之前，停泊於馬尼拉的中國商船每年多達41艘。到1629年便降爲6艘。美洲輸入中國的白銀大大減少。1634年後，西班牙國王菲利浦四世採取措施限制船隻從阿卡普爾科出口；1639年冬，中國商人在馬尼拉遭到西班牙人和土著人的屠殺；1640年，日本又斷絕了與澳門的貿易往來；1641年，馬六甲落入荷蘭人手中，澳門與美洲的聯系也被切斷。中國的白銀進口就此戛然而止。而與此相伴的是明末銀價暴漲，誘發了嚴重的財政和經濟危機，成爲激化國內矛盾最終滅亡明朝的重要原因。

到了清代，中國逐漸恢復了對西歐各國的貿易順差，盡管中國名義上是“閉關”，但是每年僅從廣州一港中國對外輸出的商品規模和吸收的白銀規模卻是相當可觀，以至於英國人要以鴉片走私來消除這部分貿易逆差。19世紀30年代開始，中國貿易順差暨流入白銀的銳減，直接導致了中國“銀貴錢賤”，林則徐甚至認爲若不制止鴉片走私，“是使數十年後，中原幾無可以御敵之兵，且無可以充餉之銀”。而其後中國在鴉片戰爭這場可以挽回貿易順差的軍事鬥爭的失敗，成爲中國陷入近代災難深淵的開始。

從北宋到明數百年歷史之間，中國貨幣歷經了北宋對外輸出銅錢的“國際化”，到明清輸入白銀的“被國際化”的根本轉變，這種轉變表明了中國經濟對自身貨幣體系和流通的影響和控制能力在不斷地下降，最終以白銀貨幣化為標志，中國作為經濟運行“血液”的貨幣的“造血”功能拱手讓與了世界市場。隨著鴉片戰爭戰敗，中國門戶洞穿，不僅貿易順差變為了嚴重的貿易逆差，經濟主權也相繼淪喪，逐步陷入了世界市場的最底層。而這場危機最初的積累，和那場中國本土貨幣銅錢洶涌外流的“國際化”狂潮，恐怕不無關係。

今天的中國貨幣人民幣，也開啓了國際化歷程。但是，歷史是驚人的相似，今天人民幣國際化開啓之際的中國金融體系，也呈現出與北宋時期中國貨幣體系相似的問題。如前所述，北宋貨幣之所以有外流的“國際化”沖動，主要源於政府貨幣投放和回流，即財政收支的“不對稱性”，中上層市場錢多而底層市場錢少，而且中上層市場的銅錢難以下流到底層，隻能選擇退出國內流通。當前中國由國家主導的金融體系，大量資本經由國有銀行或資本市場投放給了國有企業，但是國有企業的需求有限而且利用效率很低，大量資本因此閒置或者經由地下渠道貸給非國有機構而成為高利貸；非國有企業，特別是民營中小企業的金融支持和投資渠道卻相當匱乏，多數與銀行和資本市場絕緣，隻能依托於內源融資，承擔了極大的經營風險，而且其利潤也沒有很好的投資渠道，多數只能在企業內部循環或者經由不合法的渠道貸給其他企業，交易成本偏高而又缺乏正式制度的維護。在這樣的情況下，如果為了實現本幣國際化而盲目放開資本項目管制，很容易誘發資本外逃，既可能是國有閒置資本，也可能是在國內缺乏投資機會的民營資本。最終，國內資本因此而嚴重短缺，金融體系“巧婦難為無米之炊”。北宋時期的貨幣惡性外流，結果就是南宋——元時期中國傳統銅錢制度的萎縮繼而終結。另一方面，資本既可能“逃”出去，外國的金融體系更會借著本幣國際化、資本項目開放的機會“擠”進來，猶如當年的白銀一樣。大量的本土資本特別是民營資本由於被擠在國有主導的金融體系之外，很容易被吸收到外國金融體系中，擠壓本土體系，國有主導金融體系最終在資本外逃和外部競爭的雙重壓力下而失去對本土金融資源的控制，中國金融資源配置的自主權淪入他國之手。白銀最初是作為世界市場的交易媒介而流入中國，而當世界市場被西方各國控制之時，西方國家通過貿易渠道扭斷了中國的白銀輸入，中國經濟立刻陷入危機。因此，中國必須保持金融體系握在自己手中，決不允許歷史的悲劇重演。

所以，我們在謀求人民幣國際化和中國經濟地位上升的進程中，必須保持經濟主權特別是金融主權的安全。對於資本項目放開這個人民幣國際化的關鍵議題，必須高度審慎，要有步驟、有目的的推進資本項目開放以及人民幣的國際化。

第一，要將國內金融改革和人民幣國際化有機結合，以資本項目的穩健放開促進金融改革。從北宋到明代，中國貨幣之所以經歷了先銅錢外流再白銀內流的歷史，很大程度是政府財政貨幣化的後果，扭曲了市場本身的運作規律和貨幣需求。這種在嚴格的上層控制之下的貨幣體系是脆弱的，因為它不內生於經濟本身，也就難以隨著經濟的變化發展而適時調整優化。所以，今天中國欲想使人民幣成為國際化貨幣，必須建立穩健強勢的以市場化為基礎的金融體系，逐漸鬆解國家的金融控制，實現利率、匯率等指標的市場化。而資本項目的放開，可以為中國提供與世界金融市場交流的機會，提高金融市場競爭程度，而且給壟斷的國有金融部門帶來競爭壓力，激勵國有金融部門提高效率。以貨幣國際化促進金融市場化，而市場化再反過來推進貨幣國際化，在漸進的金融開放中，中國金融體系能在保持內外壓力平衡的條件下提高市場化水平和運作效率。

第二，要擴大人民幣在發展中國家的流通，不要急於與發達國家的強勢幣種“一決高下”。古代中國的貨幣流通最終為外國操縱，和世界市場格局的變化密切相關。相比較與鴉片戰爭前後，世界市場依舊在很大程度上受到西方國家的控制，特別是世界金融市場。當前國內高漲的民族主義情緒，似乎在推動著人民幣與西方的各大幣種特別是美元“一決高下”。但是以中國金融體系的發展程度，還並不具備與美國全面競爭的實力，反而會“引狼入室”，為境外的強勢金融體系進入中國提供方便。所以，中國要尤其審慎地對待發達國家的資本項目開放，相應的，中國更應該積極對待向發展中國家開放資本項目。這是因為，發展中國家的金融發展程度偏低而且資源分散，根本不具備控制操縱我國金融體系的能力，中國即使全面開放面臨的競爭壓力和風險也較小。而且，面對世界經濟格局調整的情況，發展中國家特別是新興市場國家在未來世界經濟發展中扮演的決策將越來越重要，我國欲在未來世界經濟中發揮更為突出的作用，必須重視我國對於世界市場下層的發展中國家的影響。

如果將上面兩點相結合，那就是要審慎穩健的擴大對發達國家的資本開放，以此促進國內金融市場化改革，而積極開展與發展中國家的貨幣與資本交流，首先擴大人民幣在發展中國家的流通。2008年金融危機的爆發，沉重打擊了發達國家的金融體系和經濟增長，因此，人民幣國際化正處於一個外部壓力相對小的有利時期。既需要我們積極探索人民幣走向世界的渠道，更需要我們理性穩健，吸取古代中國貨幣國際化的歷史教訓，一方面防止盲目地放開資本管制導致資本外流乃至進而本國金融體系的資源枯竭、外部體系的侵入與替代，不要急於和發達國家在國際金融市場上競爭，另一方面從深層次改革上層控制、高度集中、分配不公的金融體系，以貨幣國際化促進市場化改革，務實穩健地讓人民幣代表中國走向世界。