

国家开发银行金融研究中心

历史视角看资本流动与人民币国际化

庄太量 何青 薛畅

研究专论第七号



二零一二年八月

香港中文大学全球经济及金融研究所
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

历史视角看资本流动与人民币国际化

庄太量¹ 何青² 薛畅³

2012年8月

随着中国综合实力的增强，人民币国际化已经成为了当前国内外关注的焦点和热点问题。在贸易方面，中国早已实现了经常项目下的可自由兑换，但资本账户方面，仍然保持着相对严格的管制。放松资本管制以推动人民币走向世界，甚至取代美元的舆论和呼声，不绝于耳。如果仅从“量”来看，中国已经成为世界第二大经济体，中国的法定货币人民币似乎也应在世界市场上获得仅次于美元的地位，放松资本账户成为必然的选择。但是基于“量”的认知，容易使我们忽视人民币所内涵的中国金融货币制度性，历时性的不足和缺陷，其对人民币国际化的前景产生深远的影响。

中国货币的国际化并非始自人民币。古代中国作为东亚地区乃至全球首屈一指的经济体暨贸易大国，自 1000 多年前的北宋时期，中国的铜钱就随着中国对外贸易流向世界各地，就开启中国货币的“国际化”历程，而明代以来，美洲地理大发现带来的白银，更是对中国货币体系产生了深远的影响。以货币为媒介的中外经济交流，占据了古代中国经济相当重要的地位，跨越了古代和近代。

北宋时期，中国的主要流通货币——铜钱，开始流向境外。一方面是海上贸易，特别是日本，成为吸收中国铜钱最主要的外贸国家。另一方面是与辽、西夏等少数民族政权的陆上贸易。宋代铜钱的对外输出规模是相当惊人的，如日本《日本货币流通史》的统计，仅在日本十八个地方的出土文物即有唐至明代的铜钱 55 万余枚，其中宋钱最多，甚至宋代日商曾在台州出售货物将当地铜钱套购一空，“台城一日之间，忽绝无一文小钱在市行

¹ 香港中文大学全球经济及金融研究所常务所长

² 中国人民大学财政金融学院副教授

³ 中国人民大学财政金融学院研究员

用”。东南亚也是输入宋朝铜钱的主要地区。来往阇婆国的商人经常“潜载铜钱博换”。交趾也大量套购宋朝铜钱，其国内规定：“小平钱许入不许出”。在马来群岛的考古发掘普遍有宋钱出土。宋代铜钱甚至流通于西亚、印度等地，最远至波斯湾的霍尔木兹岛也发现过宋代铜钱。而辽、西夏时代的考古发行也有类似情况，如在内蒙古巴林左旗曾发现 38000 余枚辽代窖藏铜钱，但是其中辽政权自行铸造的仅有 40 枚，而 70% 以上是北宋钱，其他众多辽代和西夏的铜钱窖藏无不如此，表明辽和西夏的货币流通绝大部分依赖北宋。进而可以看出，整个东亚、东南亚地区，货币供给主要依赖北宋王朝的铜钱铸造。北宋铜钱不可谓不受欢迎，北宋货币的“国际化”水平不可谓不高。

但是包藏在货币“国际化”之后的，是令北宋王朝棘手的“钱荒”。因为铜钱的外流虽是方便了邻国的商品流通，但却导致了国内货币的匮乏，不仅人民生活不便，而且给不断货币化的政府财政收支带来了极大的麻烦。不仅是“农民皆变转谷帛输纳见钱，钱既难得，谷帛益贱，人情窘迫，谓之”钱荒”，而且“府库例皆空虚”。“钱荒”的危险，迫使政府不得不强力制止货币的恶性外流。早在宋太祖时期，政府即严厉禁止铜钱出境，“五贯以下者，抵罪有差；五贯以上，其罪死”；到了宋仁宗时期更加严格，“以铜钱出外界，一贯以上，为首者处死”，“其为从，若不及一贯”也要发配边疆。严格的“钱禁”之法，一直贯彻到南宋时期。

一方面是政府铸币规模空前扩大，另一方面却是货币持续外流而国内货币供给不足，需求难以得到满足。这样的状况几乎从伴随北宋王朝始终。按照一般的经济学知识，严重的“钱荒”，表明本地出现了通货紧缩，货币应该升值，货币外流的倾向至少应该不断减弱才对。但是为何北宋时期的货币外流和“钱荒”并存的如此持久且严重，共同持续了逾百年也未出现缓和的迹象？其根源就在于古代中国特有的货币发行制度与流通结构。

古代中国的货币发行是高度集中的，自西汉五铢钱制度建立，中央政府就基本垄断了货币的铸造发行，北宋时期也不例外。但是进入北宋时期，中国经济出现了重大变化，土地私有化，原有的均田制、租庸调制这类国家直接雇用农民的国有土地制度已经无法恢复，国家对农民的人身控制放松，再征收实物税和强制劳动（徭役）颇有难度。再加上北宋王朝在西、北边境军费开支浩大，如果用实物形式支付，运输、分配太过复杂，不如

支付货币以在当地购买。因此政府实施了财税货币化改革（如王安石变法的“募役法”“市易法”等），货币在政府财政收支中的比重不断上升，政府物资由直接征收改为征收货币再经由市场购买。

货币化的消极后果是，把原本和货币联系并不十分紧密的小农社会强行拉进了货币经济中，农民们为了交纳货币税，必须先将农产品在市场出售，因而市场底层的小农社会的货币需求陡然增大。但是由于农产品以及赋税交纳的季节性，底层市场的货币流通速度十分缓慢，货币流通和市场交易集中在农熟时期，非常容易导致“钱荒”的爆发，货币由中上层市场的向下流动困难。而政府购买物资则是同中上层市场而非小农打交道，所以政府的货币财政支出首先流向了中上层市场，而政府又需要从底层小农市场征收货币税。这就导致了底层市场的小农缺乏货币，饱受“钱荒”困扰，政府苦于小农缺乏货币而财政收入大减，然而中上层市场却因为政府的货币支出而发生货币沉积。所以北宋“钱荒”很大程度是站在底层小农市场和政府财政收入立场而论的，中上层市场则由于货币沉积贬值，与其用作货币还不如熔化为铜料，因而不断地发生货币的销毁铸铜、窖藏和对外出口现象。所以，在这种货币发行和流通结构下，政府投入再多货币也难以缓解底层市场的货币匮乏，而归根结蒂，在于底层市场本身对货币的依赖很弱，政府财政的货币化破坏了底层自然经济的正常运行。底层市场的“钱荒”以及货币的恶性外流都是这种病态经济运行的表现。

这样的货币运行机制却给中国的货币流通乃至宏观经济带来了严重的后果。北宋空前的铸币规模，导致了政府铸币资源的近乎枯竭，到了北宋中后期只能开始大量铸造铅、铁币，甚至在一些民间信用关系较好的地区开始发行官方纸币，这也正是交子出现的原因之一。到了南宋，铜钱铸造量急剧萎缩，纸币地位上升，甚至物资兑换券性质的“盐引”“茶引”等大量作为货币流通。到了元代，货币则基本单一化为纸币，铜钱制度近乎瓦解，而白银随着这一时期欧亚大陆东西方陆路交通的重新打通，地位不断上升，成为了元代纸币的“准备金”。

由于元王朝的穷兵黩武和治国乏术，元末纸币滥发而引起恶性通货膨胀，纸币制度也就此一蹶不振。明王朝试图以“大明宝钞”重建纸币流通，但归于失败，而贵金属白银则在纸币流通陷于混乱的间隙，不断渗入中国人的日常生活中。在这一紧要关头，政府财政对货币制度再次产生了决定性的

影响。与北宋类似，明代为了抵御蒙古入侵，北部边境军费开支巨大，永乐迁都北京后，北方地区的物资需求更大，而明代的主要税源在江浙地区，明初的实物财税体系进行运输和分配的成本过高，因而明朝在正统时期开始“折色充俸”，即官员俸禄用白银支付，到了宣德年间，江南地区也开始由征粮改为征银，明代财政体系自此不断货币化暨白银化。到明嘉靖十九年（1540），明朝最终允许各省以白银折纳赋税，到万历年间“一条鞭法”的“折银纳赋”的推行，使得白银的货币地位更加巩固，明代财政的白银化最终完成。

在财政白银化驱动下的经济货币化，导致了国内白银需求的膨胀，这种需求单靠国内白银的开采根本无法满足。巧合的是，15世纪后期西欧各国势力侵入美洲，发行了极为丰富的白银矿藏。随着西欧各国势力同时渗入亚洲东部，大量的白银随着贸易进入中国。为了维持国内的货币流通，中国开始了近400年的贸易顺差，据学者计算，仅在1567年到1644年这段时间，从海外流入明朝的白银总数就达3亿3千万两！如此大量的流入，恰恰是中国丧失货币自主权的表现。一些学者研究发现，明朝的灭亡正是因为白银输入的中断。1620年至1660年间，欧洲市场爆发了贸易危机，以西班牙为中心的世界贸易体系遭到重创。中国也不可避免地受到严重影响。在17世纪20年代欧洲贸易衰退之前，停泊于马尼拉的中国商船每年多达41艘。到1629年便降为6艘。美洲输入中国的白银大大减少。1634年后，西班牙国王菲利普四世采取措施限制船只从阿卡普尔科出口；1639年冬，中国商人在马尼拉遭到西班牙人和土著人的屠杀；1640年，日本又断绝了与澳门的贸易往来；1641年，马六甲落入荷兰人手中，澳门与美洲的联系也被切断。中国的白银进口就此戛然而止。而与此相伴的是明末银价暴涨，诱发了严重的财政和经济危机，成为激化国内矛盾最终灭亡明朝的重要原因。

到了清代，中国逐渐恢复了对西欧各国的贸易顺差，尽管中国名义上是“闭关”，但是每年仅从广州一港中国对外输出的商品规模和吸收的白银规模却是相当可观，以至于英国人要以鸦片走私来消除这部分贸易逆差。19世纪30年代开始，中国贸易顺差暨流入白银的锐减，直接导致了国内“银贵钱贱”，林则徐甚至认为若不制止鸦片走私，“是使数十年后，中原几无可以御敌之兵，且无可以充饷之银”。而其后中国在鸦片战争这场可以挽回贸易顺差的军事斗争的失败，成为中国陷入近代灾难深渊的开始。

从北宋到明数百年历史之间，中国货币历经了北宋对外输出铜钱的“国际化”，到明清输入白银的“被国际化”的根本转变，这种转变表明了中国对自身货币体系和流通的影响和控制能力在不断地下降，最终以白银货币化为标志，中国作为经济运行“血液”的货币的“造血”功能拱手让与了世界市场。随着鸦片战争战败，中国门户洞穿，不仅贸易顺差变为了严重的贸易逆差，经济主权也相继沦丧，逐步陷入了世界市场的最底层。而这场危机最初的积累，和那场中国本土货币铜钱汹涌外流的“国际化”狂潮，恐怕不无关系。

今天的中国货币人民币，也开启了国际化历程。但是，历史是惊人的相似，今天人民币国际化开启之际的中国金融体系，也呈现出与北宋时期中国货币体系相似的问题。如前所述，北宋货币之所以有外流的“国际化”冲动，主要源于政府货币投放和回流，即财政收支的“不对称性”，中上层市场钱多而底层市场钱少，而且中上层市场的铜钱难以下流到底层，只能选择退出国内流通。当前中国由国家主导的金融体系，大量资本经由国有银行或资本市场投放给了国有企业，但是国有企业的需求有限而且利用效率很低，大量资本因此闲置或者经由地下渠道贷给非国有机构而成为高利贷；非国有企业，特别是民营中小企业的金融支持和投资渠道却相当匮乏，多数与银行和资本市场绝缘，只能依托于内源融资，承担了极大的经营风险，而且其利润也没有很好的投资渠道，多数只能在企业内部循环或者经由不合法的渠道贷给其他企业，交易成本偏高而又缺乏正式制度的维护。在这样的情况下，如果为了实现本币国际化而盲目放开资本项目管制，很容易诱发资本外逃，既可能是国有闲置资本，也可能是在国内缺乏投资机会的民营资本。最终，国内资本因此而严重短缺，金融体系“巧妇难为无米之炊”。北宋时期的货币恶性外流，结果就是南宋——元时期中国传统铜钱制度的萎缩继而终结。另一方面，资本既可能“逃”出去，外国的金融体系更会借着本币国际化、资本项目开放的机会“挤”进来，犹如当年的白银一样。大量的本土资本特别是民营资本由于被挤在国有主导的金融体系之外，很容易被吸收到外国金融体系中，挤压本土体系，国有主导金融体系最终在资本外逃和外部竞争的双重压力下而失去对本土金融资源的控制，中国金融资源配置的自主权沦入他国之手。白银最初是作为世界市场的交易媒介而流入中国，而当世界市场被西方各国控制之时，西方国家通过贸易渠道扭断了中国的白银输入，中国经济立刻陷入危机。因此，中国必须保持金融体系握在自己手中，决不允许历史的悲剧重演。

所以，我们在谋求人民币国际化和中国经济地位上升的进程中，必须保持经济主权特别是金融主权的安全。对于资本项目放开这个人民币国际化的关键议题，必须高度审慎，要有步骤、有目的的推进资本项目开放以及人民币的国际化。

第一，要将国内金融改革和人民币国际化有机结合，以资本项目的稳健放开促进金融改革。从北宋到明代，中国货币之所以经历了先铜钱外流再白银内流的历史，很大程度是政府财政货币化的后果，扭曲了市场本身的运作规律和货币需求。这种在严格的上层控制之下的货币体系是脆弱的，因为它不内生于经济本身，也就难以随着经济的变化发展而适时调整优化。所以，今天中国欲想使人民币成为国际化货币，必须建立稳健强势的以市场化为基础的金融体系，逐渐松解国家的金融控制，实现利率、汇率等指标的市场化。而资本项目的放开，可以为中国提供与世界金融市场交流的机会，提高金融市场竞争程度，而且给垄断的国有金融部门带来竞争压力，激励国有金融部门提高效率。以货币国际化促进金融市场化，而市场化再反过来推进货币国际化，在渐进的金融开放中，中国金融体系能在保持内外压力平衡的条件下提高市场化水平和运作效率。

第二，要扩大人民币在发展中国家的流通，不要急于与发达国家的强势币种“一决高下”。古代中国的货币流通最终为外国操纵，和世界市场格局的变化密切相关。相比较与鸦片战争前后，世界市场依旧在很大程度上受到西方国家的控制，特别是世界金融市场。当前国内高涨的民族主义情绪，似乎在推动着人民币与西方的各大币种特别是美元“一决高下”。但是以中国金融体系的发展程度，还并不具备与美国全面竞争的实力，反而会“引狼入室”，为境外的强势金融体系进入中国提供方便。所以，中国要尤其审慎地对待发达国家的资本项目开放，相应的，中国更应该积极对待向发展中国家开放资本项目。这是因为，发展中国家的金融发展程度偏低而且资源分散，根本不具备控制操纵我国金融体系的能力，中国即使全面开放面临的竞争压力和风险也较小。而且，面对世界经济格局调整的情况，发展中国家特别是新兴市场国家在未来世界经济发展中扮演的决策将越来越重要，我国欲在未来世界经济中发挥更为突出的作用，必须重视我国对于世界市场下层的发展中国家的影响。

如果将上面两点相结合，那就是要审慎稳健的扩大对发达国家的资本开放，以此促进国内金融市场化改革，而积极开展与发展中国家的货币与资本交流，首先扩大人民币在发展中国家的流通。2008年金融危机的爆发，沉重打击了发达国家的金融体系和经济增长，因此，人民币国际化正处于一个外部压力相对小的有利时期。既需要我们积极探索人民币走向世界的渠道，更需要我们理性稳健，吸取古代中国货币国际化的历史教训，一方面防止盲目地放开资本管制导致资本外流乃至进而本国金融体系的资源枯竭、外部体系的侵入与替代，不要急于和发达国家在国际金融市场上竞争，另一方面从深层次改革上层控制、高度集中、分配不公的金融体系，以货币国际化促进市场化改革，务实稳健地让人民币代表中国走向世界。