

No. 1907

研究报告

IMI

财政货币平衡分析精要 (上)

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

财政货币平衡分析精要（上）

王剑¹

前言

本文是我去年的《流动性分析宝典》更新版，《流动性分析宝典》非常详细地介绍了现代二级银行体系（中央银行-商业银行）的运行原理，这套体系同时也是我们的现代信用货币体系。但是，《流动性分析宝典》没有非常详细地纳入财政因素，在目前财政因素越来越重要的情况下，这是一个必须弥补上的缺憾。因此，形成了现在的《财政货币平衡分析精要》。

我最早接触财政与货币的分析，是黄达老师 1985 年的《财政信贷综合平衡导论》（目前市面上常见的是 2009 年的再版），这本书可能是国内首次尝试平衡分析。该书成书时的社会、金融、经济环境和现在相比大相径庭（比如当时人们还大量使用现金），因此阅读的时候不能“读死书”，需要有意识地剔除了这些差异，剥离出基本原理，这些基本原理放到今天依然是有效的。黄达老师后续的研究成果也不断更新。我参加工作后，所形成的对货币体系的认识，便是在黄达老师的历代研究成果基础上，与最新的经济实际相结合，得到一些更加切合现有实践的结论。

货币研究是金融学、经济学的基础，“基础不牢，地动山摇”。最新的研究成果也非常丰富。孙国峰司长最新发表的《货币创造的逻辑形成和历史演进》（发表于《经济研究》2019 年 4 月），较为全面地介绍了货币演进的进程，和最新的科学认识，也指出了很多普罗大众长期持有的误区。货币的奇妙之处，在于此物虽是普罗大众天天接触，但对它的误解却根深蒂固，比如“银行是拿存款去放贷款”之类的奇谈。孙司长长期以来频频发文，孜孜不倦地为货币知识的科学普及贡献着力量。

近期还有一本比较热门的尝试综合分析财政与货币的著作，是 L·兰德尔·雷的《现代货币理论》。虽然我们发现其论述过程中有不少瑕疵，但是我们的治学态度是“取其精华、去其糟粕”，如果我们参考它的思路（能够反映早期国家信用货币体系，并可从中剥离出原理），然后能加入现实中的银行、财政运作的实际情况，是有可能修正这些瑕疵，得到一个相对真实的货币体系。

以下，我就把我们现实中的这个财政、货币体系，以一种相对简洁的方式，呈现给大家。

¹ 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员，国信证券经济研究所金融业首席分析师

财政和货币的平衡,长期以来困扰着人类经济活动,如今依然是宏观调控中的重点问题,也是影响各市场主体行为的因素。我们尽可能全面地阐述现代信用货币制度下财政货币平衡问题的由来,以及现行制度下存在的主要问题。上集先介绍现代通行的财政制度、货币制度的形成,下集再详细介绍现行制度下如何维持财政货币平衡。

一、财政与货币

财政、货币是本文的两个主角,大家既熟悉又陌生,我们首先分别介绍这两者的基本演进。

1、什么是财政

财政处理的是政府的资金收支问题。人类为了一定的公共目标而组织了政府,政府需要从民众那里收集一部分产出,用于满足公共目标的开支,比如政府的运行、防卫、基建等。当然,历史进程可能是刚好反过来,正是防卫、基建等需要,促使人类组建了更加强有力的政府。以我国为例,自古多灾多难,因为上古时期防卫、治水等需要,使我国在人类历史上最早形成大型统一国家,正所谓“多难兴邦”。因此,财政活动是人类组织政府时的基本需要,“有钱好办事”。

但人类最早的财政活动多以实物、人力收支为基础,即税赋和徭役,和货币的关系不大。在实物财政模式下,政府从民间收集的产出可能以粮食等少数几种产品为主,这构成主要的财政收入。民众生产的粮食,按一定规则把一部分交给政府,供养政府的官员和士兵,由他们提供各种公共服务。同时政府还可能向民众征用人力,从事公共建设。

这套模式甚至都算不上是人类的发明,动物时代已经出现了这种组织形式的雏形,比如猴王享用猴群采集的食物(财政收入),并承担保护猴群的职责(公共目标)。随着猴子进化成人类,猴群演进成部落,政府和财政也就慢慢进化出来了。

2、什么是货币

实物财政时代,和货币没有什么重大关系,但那个时候已经有货币了。而货币也按照它自己的规律起源、发展、演变。因此,人类早期,财政和货币仿佛沿着两条基本不相交的路径在各自演变发展。

货币是在人类生产力逐渐提高,开始有了可用于交换的剩余产品之后,逐步产生的。随着人类生产力提高,产品种类和数量增加,并且逐渐有了剩余产品,于是就有了不同产品间的交换。一开始是以物易物,但随着交易行为越来越多,以物易物不方便,逐渐便在交换中

产生了交换中介。早期的交换中介是较为贵重、稀缺的一般等价物，或称商品货币、实物货币。但是，古代由于生产力不发达，剩余产品不多，大部分还是自给自足的小农经济，因此整个经济的货币化程度其实是不高的。

而后，商品货币慢慢演变成为信用货币，这一观点最早见于亚里士多德，然后被早期西方学者普及于世，形成了货币的“商品说”。而信用货币则最终与商品脱钩，只是一张张债务凭证，是一笔笔的“账”，背后可以以任何真实价值商品为储备，最为典型的是纸币（但其实不足值的铸币本质上也是信用货币，只是它的制作材料是金属而已）。既然信用货币是“账”，那么运行这种信用货币需要一整套记账系统，用于记录这些债务债权关系，比如一张纸币便是记载着一笔账。我们把这套系统叫做货币系统或货币体系。

但也有观点认为，货币从一开始就是“账”，从来没有什么从一般等价物“演进”到信用货币的过程，这是货币的“名目说”。人类早期使用一般等价物，是因为没有找到合适的记账系统，只能拿贵金属等一般等价物进行以物易物交易。人们甚至还找到了一些案例，一些原始部落的货币从一开始就是记账系统，比如西太平洋岛国密克罗尼西亚联邦有一个叫雅浦（Yap）的小岛，岛上还处原始经济阶段的土著居民，用一种巨大石盘当货币，叫费（Fei）。这费不是一般等价物，就是记账用的。

因此，在早期阶段，即实物财政与商品货币（以及不由政府发行的信用货币）阶段，人类有财政问题，也有货币问题，但没有财政货币平衡问题。

3、财政与货币的交织

但后来，信用货币在很多时候是由政府垄断发行（中外也有少量由商家自由发行信用货币的时期，但都不成主流，后文会谈到），即国家货币或法定货币，并通过指定以该货币交税的方式，强制民众使用该货币。这时财政才和货币发生重要的关联，于是就有了财政货币平衡问题。

现代货币基本上全是信用货币，我国是最早产生信用货币的国家之一。事实上，我国在政权统一、财政、货币问题上都体现出了高度的早熟。

随着经济发展，政府所需要的物资也不再仅限于粮食、人力等，因此用货币形式收税，然后再去采购所需物资，成了更加方便的选项。从此，财政也慢慢开始货币化，即以货币收支的方式进行财政收支。当然，实际历史进程并不像理论的演进那么清晰明了，我国古代有很长一段时期是实物财政、货币财政并行的，民众既可用粮食交税，也可用货币交税。政府给公务员发工资也是，有时发粮食（或其他实物），有时发货币，或者同时发。

至此，以货币形式进行的财政收支，开始影响货币发行总量，进而影响宏观经济，于是就有了财政与货币的平衡问题。甚至有观点认为，在上述背景下，主权货币本身就是财政的一部分，因为政府发行信用货币就能购买物资，这本身就是收税行为（铸币税）。

本文从人类历史上的财政、货币发展进程中，抽象出其基本演进规律，提炼出一个虚拟的例子，用来展现这令人眼花缭乱的财政货币体系。因此，这不是严谨的经济史，但抽象自经济史。以此，帮助大家了解我们现行的这套财政货币体系是如何运行的，以及我们应该用什么政策去将其调节到基本平衡的理想状态。

二、政府铸币下的财政与货币

我们的故事从一个垄断了铸币权的政府开始，这也是最简化的财政货币模型。在这个国家，已经度过了实物货币、实物财政的时期，政府开始铸造铸币（属于信用货币），用于向民间采购物资，这也是铸币投入社会流通的主要方法。其他投放货币的方法还包括发放公务员和军队的工资、赈济、赏赐等，都属于政府支出。在这个简单模型中，政府支出就形成货币投放。然后，政府还会需要通过征税、罚没等手段，把部分货币回笼至政府。政府收入就形成货币回笼。外面流通的货币存量，是投入与回笼的差额。这种财政、货币模型曾在中西方很多时候存在过。

比如，第一年，民众生产了 10000 斤粮食，政府用铸币（1000 元）购买其中 1000 斤（价格为 1 元/斤）。在价格暂时不变的情况下，政府从全国全部粮食产出中征收多少比例用于公共目标，取决于自己铸造多少货币来购买。比如，需要 1000 斤（即征收 10%），就铸造 1000 元去买。如果需要更多，则铸造更多货币。在正常年份，这个比例是大致稳定的，不会过于扰动民间经济。

此时，1000 元铸币投入市场流通。流通过程中，政府从民间贸易和其他环节中征税，收回了 800 元铸币。那么，社会上流通的货币存量是 200 元，这 200 元用来流通剩余的粮食和其他商品。

因此，从理论上而言，随着经济总量越来越大，社会需要的货币也越来越多，而政府开支同比例增加，那么政府开支、税收都会同比例增加，以维持一个动态平衡。这就是最简单的模型中的财政货币平衡。在这个模型中，政府要控制好支出、税收，从而控制好货币流通量，以便保持经济平稳发展，人民安居乐业。

当然，现实中有些年份这样的平衡会被破坏，经常收支波动，比如遇上外敌入侵，或者

重大自然灾害，或者有重大基建项目。比如农业文明高度发达的我国中原地区，经常受到北方游牧民族滋扰，防卫几乎是历史上最大的财政开支。而如果政府某一年为了特殊的目的，突然加大货币发行，用于向民众采购更多的物资，则可能造成通货膨胀。还是上例，假设政府用 5000 元铸币，购买了 5000 斤粮食，用于战争需要。5000 元铸币投入流通后，有 3000 元在流通中被征税，那么社会上还流通着 2000 元铸币。但还要考虑到，由于更多粮食被政府收购了，可用于流通的粮食等商品其实更少了，货币却更多了，这可能导致粮价高涨，甚至粮食都不够吃（当然，现实的粮价情况还会更复杂，比如由于人员被战事征调，参与粮食生产的人员也少了，粮食产量本身也可能下降）。

但是，细心的读者可能已经发现，这个政府有一个问题，就是它永远处于赤字状态，并且赤字规模越来越大（虽然赤字率可能是稳定的）。而赤字总规模，便构成了在外流通的货币总量。这个赤字率理论上是可以永久维持下去的，但现实中很难，会遇到各种问题。比如在古代，采矿和冶金技术不够发达时，政府甚至有时会找不到足够的金属用于铸造永续增长的货币。

后来随着印刷技术的进步，人们就发明了纸币，这就解决了货币材料限制问题。于是，政府可以几乎无限印制纸币，买走大量物资，造成恶性通胀。这有时可能是政府贪得无厌，有时却是应对重大公共目标（比如防卫）时的无奈之举。当然也有相反的情况，政府铸造货币过少，造成市场上“钱荒”，也影响经济稳定。总之，人为控制货币发行量，总是难免过多或过少，很难“刚刚好”。

最后，我们归纳一下，在这一简单模型中的几个要点：

（1）货币流通量等于政府赤字；

（2）财政支出就是货币投放，财政收入就是货币回笼，净支出就是货币存量。而且，财政是先有支出，才能有收入。

（3）财政净支出过多，则货币投放过多，且买走了过多的物资用于公共目标，剩下流通中更多的货币追逐更少的物资，导致物价飞涨，造成通胀。净支出过少则刚好相反，造成通缩。

（4）没有成熟的技术手段，可以将财政支出控制在刚好合适的水平，铸币受限于金属产量时会发行量过少，纸币则容易过多。

一旦政府掌握了财政和货币，发现无法完美平衡，人类便开始了漫长的征途，去寻找两者平衡的方法。

三、对垄断铸币权的反思

由政府垄断铸币权，经常发行过多或过少，不利于经济稳定，为此，人类历史上，“市场先生”屡次尝试夺取政府的铸币权。

首先，我们要理解，与实物货币不一样，信用货币本质是一张欠条。实物货币是代表着一个实物的价值，用这个实物的价值与所交换的商品进行对价。信用货币则自身没有价值，它本质是一张欠条，一笔账，是债务人欠债权人一定的价值。债权人拿这张欠条去购物，交付给卖家，就是把债权转让给卖家，以此来实现价值的转移。国家垄断发行信用货币，意思就是国家是惟一的中央债务人（但另一方面，国家也是债权人，因为民众欠国家“税”，因此，民众刚好可以拿持有的货币支付税款，债权与债务相抵）。而市场尝试夺取铸币权，意思就是找由市场上其他信誉卓著的主体来充当债务人。

人类首批充当这些债务人的是些信誉卓著的大企业。比如，我国宋代的交子，便是由四川当地的大企业发行。

交子一开始并不是严格意义的独立货币，它是政府铸币的“存款凭证”，或称“代表物”。即当时由于四川用铁钱，币值小，买大批的货物时得需要一大堆很重的铁钱，很不方便，于是商人把铁钱存到“交子铺”，交子铺给他开立一张存款凭证（欠条，债务人是交子铺），即交子，商人拿这交子去买东西。因为交子铺信誉良好，大家拿着交子可以随时去取出铁钱，于是大家都接受这种支付方式。

但是，如果大家都相信随时能取钱的话，就都不去取钱了，要用钱时直接把交子付出去就行。于是，商家发现，它虽然只吸收了既定数字的铁钱（比如 100 钱），但发行交子超过真实铁钱存款后（比如发了 120 钱的交子），由于不会大家都同时来取钱，只要存款人来取钱不超过 100 钱，就没事的。于是，“不完全准备金”制度就出现了，这一曾经被认为是骗术的制度后来成为了现代银行的通行做法。这一制度的出现，宣告了更加符合现代意义的信用货币的出现，市场可以按自己的真实需要发行更多货币（即超过真实铸币数量的信用货币），用于流通，不会受限于金属产量。因此，刚好是当时铁产量不足以铸造足够货币时，交子大行其道。

这就叫货币的“派生”，即市场自身的行为产生了新货币，是货币内生的一种体现。具体而言，老百姓拿在手上用的是交子，是由交子铺签发派生出来的，共 120 钱（其中 100 钱是有对应的真实铁钱的，20 钱是凭空签发的）。而真实的货币是 100 钱的铁钱，却可能躺在交子铺保险柜里，也可能被交子铺拿去其他用途了。

而当政府滥发货币时，情况也较类似，民众放弃使用政府货币，改为使用信用良好的商家发行的凭证。这种事情中外都有发生。但是，这种情况下，民众很难完全放弃政府货币，因为他们最后交税的时候还是需要使用政府货币（除非政府接受实物交税）。所以，政府是通过指定交税货币来指定法定货币的。

因此，大家觉得政府垄断发行货币总是数量不当，不是发太多，就是发太少，于是市场自发形成了货币发行，试图夺取货币发行权，以便达到更合理的发行量。

但是，历史残酷地证明，市场先生也不是万能的，它们发行货币也不绝对靠谱。在那些形形色色的发行纸币的交子铺里，有审慎的，也有狂野的，甚至有不法之徒。于是，一旦一家交子铺倒闭，一堆交子成为废纸，也会对正常的经济活动造成影响，尤其是一家“系统重要性交子铺”倒闭，那甚至可能使一个区域的经济伤筋动骨。

显然，完全由市场自由发行货币，也不是太好的办法。“有形的手”“无形的手”均被证明不完美。

四、那就开个户吧

政府垄断发行货币也不行，市场自由发行货币也不行，最后的办法，是双方相互各退一步，折衷，人们设置了一家叫做“中央银行”的机构，由它来代表政府发行货币。此外，它一方面代表政府，又不完全是政府。它刚好夹在市场和政府之间，一边经理国库，一边监管市场。因此，它的三大重点任务包括：

（1）发行货币：由央行惟一代表政府发行货币，不再由政府直接发行（美国则财政部保留了一小部分货币发行权，即硬币）。但由于先有交子铺的存在，它们会派生更多货币，央行真正发行的货币其实是基础货币，交子铺再以基础货币为基础，向社会公众发行广义货币。具体发行方式，我们下文具体展开。

（2）经理（或代理）国库：规定政府要在央行开一个账户，即国库，财政的所有收支都通过这个账户进行。并且，该账户不得透支。如果钱不够，允许政府去问别人借，先借再花，不能直接透支，而且借钱的总量会有约束（赤字率约束）。现代央行一般还会规定，政府财政不能直接向央行借钱（否则就等于透支了），而只能去市场上向民众、银行、老外等人借。但市场上的这些钱最终也是央行发行的（请见上一条，央行是惟一的货币发行人），因此本质上依然是央行给政府间接地透支，但这一规定其实是在财政和央行之间设一道坎。最终控制财政支出的，其实是赤字率。

（3）监管市场：央行还承担管理那一堆市场化的货币发行者的任务，不让它们过于狂野而经营倒闭，这项工作被称为金融监管。这群机构在中外历史上有过很多名字，交子铺、钱庄、票号，意大利人则把它们叫做板凳（Banca），因为他们国家做这个生意的人坐在板凳上开展业务。后来我国清末开始才将它们的中文名统一定为“银行”。现代又称商业银行，术语为存款货币银行。

可见，这种模式其实是“有形的手”“无形的手”之间的折衷，央行一面通过经理国库管住“有形的手”，另一面通过监管市场管住“无形的手”，这注定了她必将处于一种艰难调协多方利益的工作状态之中，妥协、吵架、抱怨在所难免。财政和央行会形成一种相互配合、又相互制衡的关系。两者既不能沆瀣一气、狼狈为奸，也不能不共戴天、誓不两立。最终，这一货币体系由财政、央行、银行共同构成，整体运营需要三者配合。

我们将在下篇详细介绍这一货币体系下的财政货币平衡问题。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1906	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 24 期)	IMI
IMI Report No.1905	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 23 期)	IMI
IMI Report No.1904	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 22 期)	IMI
IMI Report No.1903	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 21 期)	IMI
IMI Report No.1902	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 20 期)	IMI
IMI Report No.1901	信用融冰：2019 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1820	2018 年第四季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1819	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 19 期)	IMI
IMI Report No.1818	政策“暖风”不断——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1817	“滞胀”或仅表象——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1816	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 18 期)	IMI
IMI Report No.1815	2018 年第三季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1814	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 16 期)	IMI
IMI Report No.1813	人民币国际化战略与未来展望	IMI
IMI Report No.1812	经济增长持续放缓，宏观政策有所调整	王彬
IMI Report No.1811	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 15 期)	IMI
IMI Report No.1810	2018 人民币国际化报告 (中文发布稿)	IMI
IMI Report No.1809	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 14 期)	IMI
IMI Report No.1808	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 13 期)	IMI
IMI Report No.1807	2018 年第二季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 12 期)	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 11 期)	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 10 期)	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 9 期)	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 8 期)	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716		



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn