

全球金融资本主义的货币起源

■向松祚 中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家



从古至今,人类总是渴望寻找货币的最后价值、终极价值或绝对价值,总是渴望为货币寻找一个“价值之锚”或“稳定之锚”。商品货币时代、金本位制、银本位制、复本位制等等,商业银行或中央银行发行的钞票至少原则上可以与某种商品、黄金或白银兑换,任何钞票都有一个最后价值基础或价值之锚。

古往今来,研究资本主义起源、演化、运行机制和运行规律之文献汗牛充栋。然而,就我知识所及,还没有多少学者将资本主义之兴起、尤其是全球金融资本主义之兴起与国际货币体系之演变明确联系起来并进行系统深入研究。系统深入研究国际货币体系与全球金融资本主义之间的逻辑、历史和理论联系,则是本书的一项基本任务。

全球金融资本主义兴起的关键原因之一,是国际货币体系从有锚货币和固定汇率转向无锚货币和浮动汇率。那么说全球金融资本主义的兴起有其必然性,那么正是因为国际货币体系之崩溃或演化有其必然性,深入理解国际货币体系演变的历史趋势和规律,就成为理解全球金融资本主义兴起的核心环节。

本书将1971年确定为全球金融资本主义新时代的起点(具体说就是1971年8月15日布雷顿森林体系崩溃之日),此绝非武断随意之举。布雷顿森林固定汇率体系之崩溃,将人类货币体系与物质商品的最后一儿联系连根拔起,彻底摧毁,人类第一次真正进入完全信用货币(Fiat Money)时代和无锚货币时代(Unanchored Monetary Era)。完全信用货币和无锚货币是人类历史的新尝试。

从货币至今,人类总是渴望找到货币的最后价值、终极价值或绝对价值,总是渴望为货币寻找一个“价值之锚”或“稳定之锚”。商品货币时代、金本位制、银本位制、复本位制等等,商业银行或中央银行发行的钞票至少原则上可以与某种商品、黄金或白银兑换,任何钞票都有一个最后价值基础或价值之锚。

完全信用货币或无锚货币将价值之锚完全消灭。那么,货币的价值基础究竟是什么?我们依靠什么作为货币发行的基准或准则呢?我们以什么作为货币政策的基准或原则呢?说到最后,究竟什么是货币?我们为什么需要货币?人类是否有能力管理好“自己发明”的信用货币?这些问题正是当代货币理论和货币政策哲学辩论的焦点。

理论是灰色的,生命之树常青。无锚货币或信用货币已经和正在继续深刻改变人类经济体系。信用货币赋予主权国家货币当局操纵货币的巨大权力,赋予主权国家赤字融资、债务融资,以通货膨胀征税的巨大空间,赋予主权国家调节货币供应量、调节利率、调控流动性的无限可能性。1990年左右,当苏联解体、东欧剧变,数十个新国家创立时,每个新生国家的第一要务就是创立自己的中央银行和发行自己的钞票,它不仅是国家主权的象征,而且关乎其体实在的经济利益。

与此同时,布雷顿森林体系的崩溃,将固定汇率体系的基础彻底摧毁,浮动汇率成为各国货币竞争的主流趋势。汇率灵活性不断增强,货币竞争日趋激烈,主权货币、区域货币、国际货币共生共存,国际资金流动和货币套利交易急剧增长,国际货币体系波涛起伏、危机频频。

最重要的是,布雷顿森林体系的崩溃,终于为全球金融资本主义的降临时铺平道路。无锚货币或信用货币为金融资本主义取代产业资

本主义提供了取之不尽的资源,货币竞争和浮动汇率则成为全球金融资产和金融市场急速扩张的最强大引擎。

诚然,资本、资本家、资本市场和资本主义经济制度之演变有漫长之历史。商业资本、工业资本、金融资本(还可以包括农业资本、垄断资本等等多种资本形态)从来都是交相辉映,长期共存,我们不能说任何时期只有一种资本形态,我们只能说某个时期里,某种资本形态占据支配和主导地位。占据支配和主导地位的资本形态决定了哪个时期经济体系运行的主要机制和规律。据此,我们大体可以说,商业资本是16—19世纪早期占据主导和支配地位的资本形态,工业资本则是19世纪后期到20世纪占据支配和主导地位的资本形态。到了20世纪后期,金融资本则逐渐取代工业资本,成为占据支配和主导地位的资本形态。

自然界和人类事物的演变往往是一个量变到质变的动态过程。当当前的历史时期里,金融资本(有时又被成为食利资本或虚拟资本)一直存在,某些时期的某些地方,金融资本甚至支配和主导着其他资本形态。斯密《国富论》就讨论过如何尽可能将全部社会资本转化为生产性资本,斯密认为食利者或食利资本是一种非生产性阶级或非生产性资本。李嘉图和马克思对食利者阶级的谴责人尽皆知,那是财富分配不公的主要原因[法国年轻的经济学家托马斯·皮卡迪以研究财富分配和收入不平等之历史而知名。2014年其新著《21世纪的资本论》刚一出版,旋即轰动英美,成为罕见畅销书。皮卡迪认为欧美发达经济体财富分配不平等之核心原因乃是长期资本回报率(r)大于长期经济增长率(g)。长期资本回报率就是食利者阶级或非生产性资本的收益率。从这个意义上,皮卡迪的结论与李嘉图和马克思异曲同工。不过,皮卡迪没有深入讨论为什么r会长期大于g?资本回报率长期大于经济增长率的机制是什么?如何可能?。马克思还讨论过虚拟资本或食利者阶级如何参与资本家剩余经济的分配。1920年,奥国经济学家派杰明认为金融资本已经取代商业资本和工业资本,成为资本主义经济体系占据支配和主导地位的资本。

然而,本书认为,只有到了1970年代之后,尤其是布雷顿森林协议确定的固定汇率体系崩溃之后,资本主义经济体系才真正开始进入全球金融资本主义新时代。我的理由如下:其一,首先从经济现象看,金融资本主义所必然具有的一切典型的经济现象和特征事实,只有1970年代之后,才开始最直接和最鲜明地呈现出来。这些特征事实和独特现象包括:

- 1、金融业对经济增长或GDP的贡献度逐渐和快速上升;
- 2、金融资产占全部资产或财富的比例快速上升;
- 3、金融工具的数量和交易量快速上升;
- 4、愈来愈多的社会精英进入金融业;
- 5、金融从业人员的平均收入及其增长幅度大幅度超过其他行业的平均收入,金融行业

精英阶层的收入跃居到所有收入阶层的金字塔顶,成为所谓1%最高收入阶层中的最高收入者,即成为那个众矢之的的0.01%群体;

6、关键经济指标(利率和汇率)日益脱离经济基本面,转而由金融市场的预期和投机行为来决定;

7、金融业日益演化为一个自我循环的虚拟经济体系;

8、全球外汇交易量迅速脱离全球贸易结算需求和避险需求,成为与真实贸易无关的完全的套利交易;

9、大宗商品日益成为金融炒作或投机的标的物,成为金融产品,其价格日益脱离真实经济的供求关系;

10、金融业和金融家对国家和国际经济政策的影响力与日俱增,“大而不能倒”甚至“小而不能倒”成为金融业新的救命符咒;

11、中央银行的货币信贷政策跃居为最重要的宏观经济政策,财政政策退居其次;

12、货币危机、汇率危机、银行危机和金融危机的频率快速增加,金融体系的不稳定性迅速上升。

其实我们还可以列举出许多特征事实。这些新的现象是以往时代从来没有出现过、至少是从来没有如此集中和如此显著的出现过。资本主义数百年历史中,金融资本多次兴起、壮大和持续存在,但从来没有象1970年代之后如此快速膨胀,规模如此庞大,种类如此繁多,对实体经济的影响如此巨大和深远。无论从哪个角度衡量,我们都不得不承认它们是史无前例的新现象。

其二,1970年代固定汇率体系崩溃、完全无锚货币时代降临之后,金融资本的形成和增长(积累)机制发生划时代的变化。根据资本积累的一般规律,一般均衡状态下,金融资产的总量与实物资产的总量应该均等,因为任何一项金融资产(股票、债券、贷款等等)必然要对应一项实物投资或资产,否则就会出现背离或差异的原因主要有两个,一是金融资产的价值脱离实物资产而自我变动,譬如一家公司的股票市值可以远远超过或低于公司全部资产之总和(有形资产和无形资产);二是实物资产或投资的价值也可以大大超过或低于金融资产的价值,譬如从银行贷款100万购置房产,价值很快上涨到500万。

因此,根据正常的资本积累规律,从长期历史趋势来看,一个国家的金融资产价值总和(市值总和)应该与实物资产价值总和协调增长(理想情形下应该完全相等),金融资产之市值不应该长期持续偏离实物资产之价值。一个近似的衡量指标是一国金融资产价值(市值或现值)与该国GDP之比。根据该指标,1970年代之后,全球发达经济体的金融资产与GDP之比始终保持高速增长。以美国为例,从1980年的500%(5倍)急剧上升到2007年的1100%(11倍)[Robin Greenwood and David Scharfstein, “The Growth of Finance”, the Journal of Economic Perspectives, Spring 2013.]。如此庞大的金融资产肯定不是实体经济所创造的储蓄(个人家庭储蓄、政府储蓄和企业储蓄)的结果或表现。相反,自1970年代尤其是1980年代以来,美国、英国等国家的储蓄率都出现持续下降。

国民总储蓄率持续下降,金融资产却反而以极高的速度增长,这如何可能呢?唯一的途径就是货币创造和大规模的债务融资或债务累积(家庭、企业和政府皆大规模举债)。单纯依靠货币创造来实现过度投资和过度消费,必然诱发金融资产恶性膨胀和金融资产价格泡沫及其泡沫破灭的金融危机(参见本书卷二附录的经典案例分析《劳约翰和密西西比泡沫》)。(选自作者新著《新资本论》第8章)

长期来看,中国房地产市场的结构性需求仍未受损。过去30年,农村人口迁徙助推城市人口增加了5亿。如今中国超过一半的人口生活在城市,中国政府计划到2020年将这一比例提高至60%。作为一个资产类别,房地产自然也吸引着本地人,因为其他投资渠道很有限。

中国房地产市场不会内爆

■ 瘦宏 环 NN 投资伙伴亚洲债券部主管

担心中国房地产泡沫的窃窃私语最早出现在2009年末。自那以来,地方房地产市场随着中国政府或助推或冷却市场的措施而上下起伏,但从未出现过崩盘。尽管如此,一些市场观察人士坚持认为,中国的房地产泡沫终有一天会破裂。最近行业疲软给了他们进一步的支撑,比如深圳中型开发商佳兆业(Kaisa)就差一点崩溃。

直到2014年12月,人们一直认为佳兆业的财务状况稳固、销售额仍在增长。如今该公司的存续与否掌握在贷款方及竞争对手的手里。佳兆业的灾难始于去年12月,政府在未给明原由的情况下暂停了该公司在深圳的一些房地产项目。佳兆业董事局主席突然辞职,如今又未能向银行和债券持有人偿还债务,该公司正处于被竞争对手收购的过程中。佳兆业尚未与其债权人达成一致性解决方案。

佳兆业的神秘内爆似乎源于中国两年来史无前例的反腐行动。当局对此事基本上保持沉默,但事发以来一直有说法称,佳兆业是因为与一名被控腐败的地方官员有关联而被调查的。

中国不太可能再发生同等规模的违约事件。政府几乎无法承受削弱投资者信心的后果——那可能会导致开发商失去离岸融资渠道。在今年第一季度,中国房地产企业的美元债券发行规模已大幅削减,而往年同期的发债通常更为活跃。

2015年第一季度,中国房地产企业发行了总值36亿美元的新债券,较2014年同期减少了48%,较2013年同期降低了57%。

与此同时,接近崩溃的佳兆业重新点燃了人们对房地产行业硬着陆的恐惧,尽管这与房地产低迷几乎没有关系。自2013年年中开始,房地产活动指标日趋下滑,最近一次数据依旧低迷。今年1至2月房地产销售额同比下滑16%。2月,新建住宅平均价格进一步下滑,意味着价格已经连续6个月下滑。

对于一些人来说,这些数据仿佛是末日魔咒。但是我们不能低估中国政府对房地产市场(整体经济的关键所在)的重视。如果中国想要达到2015年国内生产

总值(GDP)增长7%的目标,房地产市场必须保持健康。

我们也不能忘记北京当局拥有的一系列工具。在金融危机时期,中国政府成功地策划了房地产繁荣以弥补海外需求疲软,之后又在过热的房地产市场需要冷却之时,实施了收紧措施。

在去年第四季度,中国决策的成功是显而易见的。中国央行于9月放松了抵押贷款要求并于11月降息,随后新房和二手房的交易量均直线上升。自那之后,央行再次降息并通过下调存款准备金率,释放了更多资金用于放贷。

抵押贷款规则也得到了放松;如今房主在购买二套房时的首付比例降低,而且房屋满两年(此前为满5年)交易免征营业税。预计今年政府将推出更多措施提振经济,包括出台更宽松的住宅市场法规及更广泛的货币宽松政策。

长期来看,中国房地产市场的结构性需求仍未受损。过去30年,农村人口迁徙助推城市人口增加了5亿。如今中国超过一半的人口生活在城市,中国政府计划到2020年将这一比例提高至60%。作为一个资产类别,房地产自然也吸引着本地人,因为其他投资渠道很有限。

这并不是说房地产行业非常健康。短期来看,在佳兆业事件之后,离岸债权人会要求更高的风险溢价,中国的房地产债券很可能继续波动。不过,眼下的估值看起来颇具吸引力。

3月底,高收益的中国房地产企业债券的平均收益率由2014年中的9%攀升至10%。相比之下,3月底整体亚洲高收益房地产企业债券的收益率为7.5%,而美国为6.4%。

以经济基本面来看,住宅市场可能会随时间而逐渐降温,走出一条更可持续的增长轨迹。但是,透过消极迷雾看到真相,并且意识到政策制定者不会允许灾难(将会对整个经济造成巨大冲击)的发生,这一点也十分重要。事实也已证明,中国的政策制定者很善于掌握经济。有些人反反复复、不辞辛苦地声称泡沫将要破裂,他们最终将会一无所获。



2013年习近平访问哈萨克斯坦时,提醒东道主两国沿“丝绸之路”拥有共同的商业纽带,其历史可以追溯到两千多年以前。这位中国国家主席接着提议建设“丝绸之路经济带”,为亚洲带来新的繁荣。习近平此次讲话几乎引起国际媒体注意,不到两年后,这个所谓的“一带一路”计划——结合海上丝绸之路——成了习近平外交政策和国际经济战略的核心。“一带一路”计划将对该地区 and 全球企业产生重大商业影响,同时将给这片美

国、日本、印度和俄罗斯几国都存在重大而彼此冲突的利益地区,带来不可预知的地缘政治影响。

一段时间以来,中国政府明显需要在国内外找到一条新的商业道路。过去中国在非洲和亚洲签订的基于获得大宗商品资源的双边投资协议,许多是非商业的,执行欠佳,而且有时在当地不受欢迎。它们所服务的国内房地产和投资热潮现已结束,给中国留下了种种问题,如工业和建筑业产能严重过剩、通

“一带一路”能否改变全球体系?

■ 乔治·马格努斯 牛津大学中国中心研究员

货紧缩以及不断加剧的债务管理问题。此外,中国已厌倦了积累无穷尽的美国国债和其他政府债券,现在偏好加大海外直接投资。北京方面也早就表示反对美国及美元在全球金融机构的霸主地位,最引人瞩目的就是国际货币基金组织以及世界银行。

因此在过去一年,中国政府采取了三大举措。中国与其他金砖国家新兴经济体共同创立了新开开发银行,它就像IMF的克隆机构,具有很浓的象征意味。中国还创建了亚洲基础设施投资银行(Asian Infrastructure Investment Bank,简称亚投行),并将提供半数资金,亚投行目前已拥有57个意向创始成员国。如果资金、组织以及治理问题能够成功解决,亚投行到2020年可以每年提供200亿美元贷款,与世界银行现在承诺的每年300亿美元贷款相差不太远。

然而,与“一带一路”这部重头戏相比,这些都是助兴表演。一个普遍的说法是,从西安(中国古都、古丝绸之路的起点)、经中亚、到

中东、俄罗斯和欧洲,这条现代丝绸之路将连接起65个国家、44亿人口。海上丝绸之路的目的是将南中国海与印度洋、东非、红海以及地中海连接起来。不可避免,这将要求中国将其日益增长的海军力量投射到更远的地方。资金将来自中国的几家开发银行,其中最大的两家最近收到了总共逾600亿美元的新资金,用于支持新业务。中国有近4万亿美元的外汇储备,中国政府无疑会认为,将外汇储备池中的资金多分一些用于这一目的是合适的。

“一带一路”能否像一些人宣称的那样,成功改变全球体系?这一说法的倡导者说,投资的受益者和供应商必将受益于新的基础设施、能源管道、光纤和通信系统,以及贸易壁垒的降低。他们还认为,这个计划严丝合缝地契合中国的需要。它可抵消中国国内投资率下降,产能过剩日益严重的影响,为潜在的反腐运动对象提供商业上的甜头、促使他们配合改革,促进发达沿海地区与相对落后的西

部省份经济一体化,还有重要的一点是,促进金融一体化,包括推进人民币国际化。

不过,这样说是本末倒置。“一带一路”以及亚投行等配套机构或许能够改变全球体系,但这并非抽象意义上的,并且前提是它们反映了中国政府在其他长期经济和政治目标上的追求。这些长期目标包括,让中国的人均收入达到美国的水平,接受开放治理,让其他国家对中国的外交投资采取开放,使其成为储备货币,而不只是作为交易手段被更广泛地使用。中国必须让外界看到,它有实现这些远大目标的决心。

如果中国新金融外交的目的是,在不从根本上改变政治和经济逻辑的前提下扩大和加深其全球足迹,那么结果可能是整个亚洲面临更大全球风险。最终,这种战略重心西移将不过是对美国重返亚洲的回应,这种回应虽是商业上的,但也是咄咄逼人的,它提醒我们,就像美国历史学家爱德华·勒特韦克所说,地缘经济是“遵循商业语法的战争逻辑”。