

· 评论一 ·

## 货币主义的挽歌还是救赎？

余永定\*

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2020.04.02

2017 年 7 月帕特里克·博尔顿 (Patrick Bolton) 教授和黄海洲博士在 NBER 发表了一篇题为《国家资本结构》(“*The Capital Structure of Nations*”) 的极富创见性的论文。该论文甫一发表便得到国际学界的高度关注和广泛好评。我在 2017 年 9 月就曾拜读这篇文章, 而后又陆续看过与此相关的一些文章和报道。最近姚洋教授邀我对博尔顿教授在北京大学第 17 届“严复经济学纪念讲座”所做题为“货币主义之困”的演讲做一个评论, 我深感荣幸。我也希望借此机会, 更好地学习博尔顿和海洲的思想, 同时也谈谈我自己对货币主义理论的一些粗浅认识。

### 一、原味货币主义

货币主义的核心思想就是一句话: 物价水平同货币供应量成正比。在 20 世纪 70 年代, 对货币主义理论的标准解释是: 货币的价值, 即它的购买力, 取决于它的稀缺性。货币存量的增加导致物价水平的上升; 反之则反。货币数量说主要包含以下五个命题:

(1) 货币 ( $M$ ) 和物价 ( $P$ ) 按比例变化。对应于经济的某一给定充分就业状态 ( $Q$ ), 人们会持有某一固定的实际余额,  $M/P$ 。物价水平会随  $M$  的变化而变化, 以保持实际余额不变。与此相应, 货币流通速度  $k$  必须是稳定的, 即在货币数量公式  $Q \times k = M/P$  中, 充分就业状态下的  $Q \times k$  是给定常数。

(2) 在货币传递机制中,  $M$  处于主动状态, 是货币—物价因果环节中的因。 $M$  的变化导致  $P$  的变化, 而不是相反。从货币供求的某种均衡状态出

\* 中国社会科学院世界经济与政治研究所。通信地址: 北京建国门内大街 5 号中国社会科学院世界经济与政治研究所, 100732; E-mail: yuyongding@126.com。

<sup>1</sup> Bolton, P., and H. Huang, “The Capital Structure of Nations”, NBER Working Paper No. 23612, 2017.

发,  $M$  的变化导致货币供求失衡, 而由此引起的  $P$  的变化又导致均衡状态的恢复。这种变化的传递机制是通过支出和利息率两个环节实现的。给定  $Q$ , 货币存量增加导致实际余额的增加, 人们为摆脱多余的货币会增加对产品的购买。于是, 物价上涨, 直到实际余额恢复到原有水平, 货币供求恢复均衡。此外, 货币存量过多, 会引起利息率的下降。利息率的下降导致投资需求的增加。在  $Q$  给定情况下,  $P$  上升。

(3) 货币是中性的。货币存量的变化会引起实际经济变量的过渡性调整, 但在长期对实际经济变量没有影响。实际经济变量是由偏好、技术、资源禀赋和要素间的技术替代等非货币条件决定的。

(4) 物价水平的变动基本上是由货币因素而非实际变量的变动引起的。尽管实际变量的变动对不同产品价格的影响可能各不相同, 但这些不同影响是相互抵消的, 因而不影响物价的总水平。

(5) 名义货币存量是外生的。货币存量不受货币需求的影响, 唯其如此, 物价变动仅取决于货币存量变动。金本位下, 名义货币存量取决于黄金供应; 法币本位下, 名义货币存量取决于中央银行。<sup>2</sup>

博尔顿指出, 弗里德曼和施瓦茨(以下简称“弗施”)用两个命题总结了他们有关货币的宏观经济学理论。第一个命题是: “货币存量增长率的显著变化是货币收入增长率显著变化的**必要和充分条件**。”第二个命题是: “第一个命题无论是在较长的历史周期, 还是在较短的商业周期中都是成立的。”通过这两个命题, 他们排除了导致货币收入增长的其他可能来源; 排除了技术变革或者其他实际冲击对货币收入和物价的影响。

弗里德曼认为: “货币变动和货币收入、价格的变动之间存在着一对一关系。”(Friedman and Schwartz, 1965: p. 50) 即“货币供应量的变化同时改变货币收入和价格, 而不仅仅是价格。”(博尔顿, 2020: 第3页)<sup>3</sup> 因而, 正如博尔顿指出的, 这是一种比纯粹的货币数量论更复杂一些的观点。什么是货币收入? 通常理解货币收入是名义收入, 是不剔除通货膨胀因素的货币收入。而实际收入是在剔除通胀因素之后的收入。货币收入 = 物价水平  $\times$  实际GDP。但问题是: 货币供应的变化究竟是导致了实际GDP还是物价水平的变化, 或者是同时导致了两者的变化, 然后才导致货币收入变化的? 除非弗里德曼认为, 货币供应量的变化也可以通过影响产出或同时影响产出和物价来影响收入, 我看不出弗里德曼和施瓦茨的表述同简单货币数量说有何区别。

<sup>2</sup> Humphrey, T. M., “Essays on Inflation”, Federal Reserve Bank of Richmond, 1986.

<sup>3</sup> 本文中引用内容如无特别说明, 均出自帕特里克·博尔顿“货币主义之困”(载于《经济学》(季刊)第20卷第1期, 第1—24页)。

但如果弗里德曼认为货币存量变动不仅在短期，而且在长期也可以影响产出，则货币数量说就不成其为货币数量说了。

## 二、货币主义的失败

博尔顿认为：“在弗里德曼和施瓦茨文章发表以后的时代，在美国以及世界其他地区，特别是中国，情况和弗施二人的理论并不一致。”（第 5 页）现实中货币供应、GDP 和通胀的关系同货币数量说的断言不符。在现实中，货币供应增速可能同通货膨胀反向变化。博尔顿指出：“如果你相信货币主义，那你会犯大错误。”（第 8 页）

我完全赞成博尔顿的上述观点。货币主义认为，只有货币冲击才会破坏经济稳定。因此，货币主义的政策主张是：不论经济形势如何，货币当局都应该按事先给定的规则，保持货币供应量的稳定增长。显然，在当今世界上，没有任何中央银行会愚蠢到遵循这种政策指导方针。

理性预期理论走得更远。例如，卢卡斯认为：只有当货币供应变动是未预期到的，货币政策对于经济主体来说是一种意外时，货币政策才会对经济活动产生影响。显然，理性预期学派的这种货币政策主张没有任何实际应用价值，更不会有任何中央银行会理睬这种主张。

中国的经验充分说明，货币数量的增加本身可以导致产出的增加。在特定条件下，货币本身既是一个生产要素，也是一种激励机制。改革开放初期，货币供应量突然急剧增加，经济学家吓得要死，纷纷惊呼通胀的“笼中老虎”马上就会出来吃人。实际情况是：货币供给量的增加，使工人的名义工资收入（money income）得以大幅度提高。工资收入的提高大大激发了工人的劳动积极性，并导致产出的迅速提高。易纲教授提出的“货币深化”观点也在相当程度上解释了为什么货币供给量的急剧增加并未导致经济学家所担心的通货膨胀。在改革开放后的四十多年中，中国的货币供应增速始终显著高于 GDP 增速，但经济学家所担心的通胀“老虎”至今依然不见踪影。

应该说，货币供应量增速明显超过 GDP 增速既非通胀的充分条件，也非通胀的必要条件。货币供应量增速超过 GDP 增速可能、但不必然会导致通货膨胀。在国民党时期，政府滥发钞票导致了恶性通货膨胀。在 20 世纪 90 年代前期，伴随货币供应量的高速增长，中国的通货膨胀率也一度高达 24%。但在大多数情况下，货币供应的高速增长并未导致通胀。

反过来说，物价的变动，特别是物价的下降，也不一定要以货币供应量增速的相应变化为先导。通货膨胀并非“无论何时何地都是货币现象”。在 2008 年第一季度，中国通货膨胀率高达 8%。出于对通货膨胀失控的担心，

尽管已经听到了美国次贷危机的脚步声,包括我自己在内的大多数经济学家依然主张继续实行紧缩货币的政策。但出乎意料的是,随着2018年10月份有效需求的急剧萎缩,同年第四季度通货膨胀率骤然跌到2.5%。通货膨胀率下跌如此之快,并非货币供应量增速下降的结果。事实是:由于经济增速急剧下滑,过剩的货币供给迅速退出流通(例如,变成存放在中央银行的准备金)。换言之,是先有实体经济供不应求缺口的消失、经济增速的下降,然后才有货币供应量增速的下降和通货膨胀压力的消失,而不是先有货币供给量的减少才有通货膨胀率的下跌。

需要指出的是,即便在现实中随着货币供应量的变化,物价水平并未如货币数量公式所预言的那样发生变化,不少国人仍然坚持货币数量公式“ $Q \times k = M/P$ ”是正确的。他们会说预测不准只不过是“货币流通速度”发生了变化。这种说法犯了两重错误。第一,在原汁原味的货币数量公式中, $Q$ 和 $k$ 都是常数。因而,不存在“货币流通速度”的概念。第二,按通俗化的理解,可以把 $1/k$ 定义为货币流通速度,即 $1/k = PQ/M$ 。但如果认为 $1/k$ 是个变量,则货币数量公式就成了一个没有实际意义的恒等式。试想,如果物理学中的各种定律中的系数都是可变的,这些定律还有意义吗?实际上,货币流通速度的变化不能解释任何东西。相反,需要解释的恰恰是这种变化。

为了拯救货币主义理论,一种更有说服力的观点是:房地产价格吸收大量货币,房地产价格的上升代替了一般商品价格的上升。因而,如果把房价包括进物价指数,物价还是随货币供应量变动而变动的。这种观点有一定道理,应该做进一步的理论探讨。但是,如果仔细检查各国货币供应和房地产价格关系的历史数据就可以发现:货币供应量的变动同房地产价格变化的关系非常复杂,不存在明确的对应关系。例如,日本房地产价格从20世纪50年代以来就是持续上涨的;60年代后加速上涨;1989年房地产泡沫崩溃,房价暴跌。直到今天,日本房地产价格还远低于1989年的水平。但自50年代以来,日本的广义货币(M2)一直是处于持续上升状态的,尽管上升速度比较缓慢。美国的情况则是:20世纪90年代后期房价急剧上涨,2006年后急剧下跌;2012年开始快速回升,而且大大高于2006年的历史最高水平。另一方面,自60年代以来,美国的M2总体上处于低速增长状态;虽然90年代后增速有所加快,但增速依然大体稳定。无论从日本还是美国的情况来看,都很难用广义货币增速的变化来解释房地产价格的变化。我的猜想是,房地产价格变动同M1的变动关系比较密切,而M1的变动在很大程度上是房地产价格变化的结果而不是原因。房地产价格变动对广义货币的结构具有重要影响。总之,很难用房地产价格的变动来拯救货币主义理论。

中国的经验充分说明，尽管货币主义理论有其道理，但如果死守货币主义，并以货币主义为指导制定货币政策是危险的。中国之幸在于：中国决策者是务实的，他们可能认同货币主义，但并没有执着地执行货币主义的货币政策。

### 三、开放经济条件下的货币主义

博尔顿指出：“货币主义面临的另一个挑战是，解释开放经济中货币增长的变动如何影响货币收入和价格。”（第 9 页）为了说明在开放经济背景下，弗里德曼和施瓦茨的货币主义主张可能会完全失效，博尔顿援引日本的例子，说明“通过扩大货币供应，日本得以有效地为海外资产积累提供了资金，进而增加了日本居民的财富。日本的货币增长并未带来通胀问题。”（第 9 页）他还援引了瑞士的例子：“瑞士的外汇资产占 GDP 的比重约为 120%。该国本质上是通过印制瑞士法郎，也即增加货币供应来获取其外汇资产。……瑞士的 M2 增长与外储积累齐头并进。这也意味着，瑞士得以免费购买了相当于其 GDP120% 的资产，因为 M2 的增加并未导致瑞士出现任何通胀。”（第 9 页）

对“通过扩大货币供应，日本得以有效地为海外资产积累提供了资金”这种说法，我的看法略有不同，希望能够就教于博尔顿教授。货币供应的增加同海外资产的增加有何关系？累计的经常项目顺差 = 同期海外净资产的增加。海外资产的积累同日本银行发行日元或瑞士央行发行瑞郎有何关系呢？例如，日本对美国维持贸易顺差，日本出口商获得美元，再把美元卖给日本财政部。为了购买美元，财政部发金融债筹措日元，然后向日本出口商出售日元。外汇储备增加意味着要增发货币？但财政部发金融债已经事先做了对冲。所以，在央行干预外汇市场的情况下，存在贸易顺差不一定意味着要增加本币供应。如果财政部不对冲，对应于资产方外汇储备的增加，央行负债方的银行在央行的存款（deposits）增加。在这种情况下，由于货币供应量的增加，发生通货膨胀是可能的。如果央行对外汇市场不加以干预，日元会升值；或者，贸易项目顺差转化为资本净流出。在这两种情况下，日本的货币供应量不会因海外资产的增加而增加；海外净资产的增加也不涉及日元供应量的增加。

日本货币当局增发货币，如果日本投资者用增发的日元购买国内资产，会导致国内资产价格上涨，但不一定导致国内通货膨胀率的上升。在经常项目顺差并未同时增加的情况下，日本投资者用增发的日元购买海外资产，肯定不会导致日本海外净资产的增加。例如，日本投资者用日元购买某外国债，

外国投资者可能会用出售原有国债所得日元购买日本国债。日本投资者增持的外国国债等于外国增持的日本国债,日本的海外净资产不变。但日本国内资产价格可能会受到上涨压力。如果在日本投资者用新增日元购买海外资产的同时,外国投资并不想增持日元资产,外国中央银行可能要干预外汇市场以保持本币对日元的稳定。这样,该国中央银行就可能不得不增持日本国库券。在这种情况下,日本的海外净资产依然不变。如果外国中央银行不干预外汇市场,日元就会贬值。日本净出口将增加、资本项目逆差将减少。当经济重新实现平衡之时,日本海外净资产的增加量一定会等于经常项目顺差的增加量。总之,日本海外净资产的增减取决于日本经常项目差额的变化,同日本货币供应量的变化并无直接关系。就瑞士的情况来说,由于大量外国资本流入,瑞郎升值。为了抑制瑞郎的升值,中央银行在外汇市场大量买入美元(欧元)从而积累了大量储备资产。在不对冲的情况下,外汇储备增加意味着基础货币的增加。但此时是否会发生通货膨胀则是需要另行研究的问题。在瑞士的情况下,说M2和外汇储备同步增长是对的。但说瑞士“本质上是通过印制瑞士法郎,也即增加货币供应来获取其外汇资产”似乎有些夸张。如果印本币可以获得外汇资产,津巴布韦就应该是获得海外资产最多的国家了。

关于在开放经济条件下货币供应量的变动如何影响货币收入和价格的问题,在日本和瑞士两国的例子中,似乎还看不出为什么“在开放经济背景下,弗里德曼和施瓦茨的货币主义主张可能会完全失效。”(第9页)

以美国为例,美联储在过去十年中执行了空前的货币扩张政策。正如博尔顿所说,从2010年8月开始,由于美联储大规模扩张资产负债表,M2急速增长,年均增速已超过6%。但是美国的GDP和CPI均保持每年约2%(或少于2%)的平稳水平。M2年均增速超过6%,GDP和CPI增速都仅有2%,按货币数量公式,多增的2%的货币供应量应该导致2%的通胀。为什么通货膨胀没有发生呢?我的理解是,如果新增货币供应量被用来追逐美国国内产品,在正常情况下,美国的通胀压力会增加。但是如果是用于购买外国产品,则不会在美国国内产生通胀压力。由于美元是国际储备货币,同美国的贸易逆差相对应,外国投资者会增持美元资产。因而,美国货币当局增加M2的供应,是使外国投资者增持美元资产,而非是使美国投资者增持“外汇资产”。一般而言,贸易顺差国增持美元资产会加重美国国内的资产泡沫,但不会增加美国国内的通胀压力。因而,只是在这种意义上,才能说“在开放经济背景下,弗里德曼和施瓦茨的货币主义主张可能会完全失效”的。

博尔顿在讲座开始时指出：“一个使用钱从天上掉下来这种图景来描述货币如何进入经济的理论难以让人信服……直升机撒钱不是一个有助于我们增进对经济理解的比喻。追踪货币如何进入经济很重要，否则人们就无法全面理解法定货币供应量的变化对实体经济的影响。”（第 22 页）

#### 四、货币的“一身二任”与货币量的度量

“追踪货币如何进入经济很重要”，此话不假。但“货币如何进入经济”可以在纯技术层面上（如公开市场操作、基础货币的增长、货币乘数、现金漏出等问题）讨论，也可以在货币性质层面上讨论。博尔顿写道：“正如中国的例子所示，货币供应的持续高速增长在很大程度上是通过资金支持投资实现的，这带来了产出的高增长，而长期中几乎没有通货膨胀。”（第 22 页）在另一处他又写道：“货币存量的增长并没有吹高价格，而是为投资提供资金<sup>4</sup>，实现了产出扩张。”（第 9 页）

我感觉：博尔顿的结论是正确的，但对在货币供给量增长、投资融资和 GDP 增长之间关系讨论中使用的一些概念似可以进一步澄清。首先，作为货币的“货币”（money）不应同“资金”（funds）的概念相混淆。货币是价值尺度、交易媒介和价值贮存手段。同黄金、白银不同，货币本身作为法币、或银行账户中的一组数字并无任何价值。它之所以有价值是因为它是以国家强力为后盾的、任何人都不能拒绝接受的支付手段。货币代表了对实际资源的支配能力。当一定量的货币由投资者手中转到储蓄者手中时，相应的实际资源从储蓄者手中转到投资者手中。投资者取得了对实际资源（土地、资本和劳动）的支配权，储蓄者取得了一笔金融资产（储蓄存款、债券或股票）。资金（funds）应该是个实际变量，是 loanable funds，是在使用货币度量、计价后，从储蓄者转移到投资者手中的实际资源。当我们说为某项投资融资时，我们是指表现为一定货币量的实际资源从储蓄者到投资者的转移。给定的货币价值，由于物价水平的变动，可能代表不同数量的实际资源；对于给定的实际资源，由于物价水平的变动，可能表现为不同的货币价值。“货币供应的持续高速增长在很大程度上是通过资金支持投资实现的，这带来了产出的高增长，而长期中几乎没有通货膨胀。”这一判断给人的印象是：在中国是货币供应的持续高速增长而不是长期的高储蓄率为中国的高速增长提供了足够的资金。事实是：货币供应量的增加可以动员更多储蓄，产生更多 loanable funds。

<sup>4</sup> 原文是“the growth in the stock of money helped finance investment”，中文翻译中漏掉“帮助”一词，这个词不应忽略。

但从根本上, loanable funds 的多少取决于储蓄 (GDP 与消费之差) 的多少, 而不取决于货币供应量的多少。

博尔顿在分析货币供给量、物价和 GDP 的关系时, 并未区分作为交易媒介的 M1 和包含了储蓄存款的广义货币 M2。在货币数量公式中, 货币是作为交易媒介出现的, 货币作为价值贮存手段的功能完全被忽视。在中国, 由于居民的高储蓄倾向和资本市场的欠发达, 储蓄存款量的变化在广义货币 M2 的变化中占据十分突出的地位。区分 M1 和 M2, 可以更为全面地解释为什么在中国 M2 的高速增长并未导致严重的通货膨胀。

假设存在两个规模相同的经济, 唯一的区别在于: 经济 I 中的经济单位不储蓄; 在经济 II 中有储蓄者和投资者之分。假设银行为经济 I 中的经济单位 a 发放 100 单位流动资金贷款, a 用此 100 单位货币从经济单位 b 购买 100 单位产品; b 在获得 100 单位收入后, 用 100 单位货币从经济单位 d 购买 100 单位产品; d 在获得 100 单位收入后, 用 100 单位货币从经济单位 a 购买 100 单位产品; 最后, a 用 100 单位偿还从银行的流动资金贷款。可以假设, 在此过程中, 在每个时点上, 经济 I 中的作为流通手段的货币存量 M1 为 100 单位。在经济 II 中, 同样假设银行为经济 II 中的经济单位 a' 发放 100 单位流动资金贷款, a' 用此 100 单位货币从经济单位 b' 购买 100 单位产品; 但 b' 在获得 100 单位收入后, 并未用 100 单位货币从经济单位 d' 购买 100 单位产品, 而是将这 100 单位货币存入银行; 假设经济 II 存在经济单位 c', 其本身并无收入但却希望获得 100 单位的资金以便从 d' 购买 100 单位产品。通过银行的存、贷业务, c' 从银行取得 100 单位贷款, 用来源于 b' 的 100 单位货币从 d' 购得 100 单位产品。d' 在获得 100 单位收入后, 用 100 单位货币从经济单位 a' 购买 100 单位产品; 最后, a' 用 100 单位偿还从银行的流动资金贷款。这时, 我们会发现, 在经济 II 中, 在每个时点上, 同经济 I 相同, 作为流通手段的货币存量 M1 也为 100 单位。但除此之外, 在经济 II 中还多了 100 单位的储蓄存款 (假设要在几个周期之后, c' 才能偿还银行贷款)。这 100 单位储蓄存款实际上是借款人和贷款人通过银行建立的一种契约, 一种债权-债务关系。

可见, 在其他不变条件下, M2 可能随储蓄存款的增加而增加。但储蓄存款的增加不影响物价水平 (这里不讨论货币乘数和财富效应等问题)<sup>5</sup>。决定物价水平的是 M1 和经济活动水平之间的对比关系。在中国, 广义货币 M2 增速高于 GDP 增速而未引起严重通货膨胀, 在相当程度上可以归因于中国的高储

<sup>5</sup> 有关问题的讨论可参见, 余永定: “社会融资总量与货币政策的中间目标”, 《国际金融研究》, 2011 年第 9 期, 第 6—10 页。



蓄率，即 M2 中的相当部分是价值贮存手段而不是追逐商品的交易媒介 M1。因而，中国高达 200% 的 M2/GDP 比并不像看上去的那么可怕。但是，需要强调的是，尽管我们并不确定货币供应的增加对物价水平到底会产生什么影响，对于货币供应的超常增长对物价水平最终会造成什么影响保持高度警惕是完全必要的。

## 五、通货膨胀成本：不仅仅是“再分配成本”

博尔顿认为：通货膨胀成本只能是来源于再分配。如果货币供应量增加，并且每个人的货币收入都同比例增加，那么物价水平是否上升并不重要，因为每个人仍然获得相同比例的产出。如果我们担忧通胀成本，我们真正担心的应该是通胀导致的再分配成本。对于博尔顿的这一观点，我的看法略有不同。我以为，通货膨胀的成本不仅是分配的恶化，而且是对市场资源配置机制的破坏。在通货膨胀，特别是高通胀时期，由于物价的普遍上涨，相对价格变化对资源配置的信号作用受到严重干扰。如果物价持续普遍上涨，生产者不知道某种产品是否应该增产，消费者不知道某一特定商品是否应该购买。由增加货币供给导致物价的普遍上涨有很长的传递链条，各种商品的上涨程度和上涨过程都不一样。这样，经济、金融活动必然失序，而这种失序必然导致经济增速的下降。因而，我以为尽管通胀的再分配作用值得高度重视，但似乎还不能说“通货膨胀成本只能是来源于再分配”。

## 六、“国家股权”：货币主义的挽歌还是救赎？

尽管对货币主义理论进行了全面批评，博尔顿并不打算全盘否定货币主义。事实上，为了对传统货币主义理论进行补充和修正，博尔顿提出了三个命题：货币是股权、货币是主权和货币是中央银行。他的核心观点是，一个国家发行法币就是发行股票。“把国家看作一个公司，法定货币的对应物就是股权”的思路是一种具有极大启发性的思想，为我们研究货币和货币政策问题开辟了一条崭新的思路。

如何把“国家股权”的思路转化为政策呢？国家（财政）发行货币购买生产资料和生活资料，而出售生产资料和生活资料的公众所取得的货币则可视为他们持有的“国家公司”的股权。公众作为国家的股东，持有国家股票（货币）。拥有了股份就拥有了对 GDP 的索取权。如果股份发多了（货币发多了），股权就被稀释，同等数量的股权就只能索取较少的 GDP。股权不同于债权，国家发行“股票”不受偿债能力的限制。从微观上看，如果投资者认为

股价被高估,就不会购买股票,企业增加资本金的企图就无法实现。从宏观上看,如果公众认为他们所持“股票”将不会给他们带来预期分红(GDP增长蛋糕中的一块),他们就会拒绝继续以其提供的资源换取这些“股票”。从传统货币理论出发,出于对通货膨胀的担心,政府会控制货币发行量。从货币的股权假说出发,出于对股权稀释的担心,政府会控制“股票”的发行。从博尔顿、黄海洲的国家资本结构假说出发,我们或许可以推导出“最优”货币发行量。

“国家股权”的思路是否有助于我们设计降低企业杠杆率的政策呢?假设企业杠杆率很高,在所有者权益(资本金)不变的情况下,降杠杆率意味着减负债,而后者又意味着减资产(各类投资)。投资下降必然导致经济增长速度下降。同减债相比,通过注资降低杠杆率比较省钱,且不会打断企业的正常经营。缺点是有道德风险,且不公平。企业自己可以增发股票,但股价被稀释,投资者可能会拒绝购买。如果国家注资,大概没有人会拒绝接受法定货币(同时又是“股权”),企业债权人就会放弃债权以换取“股权货币”。由于企业资本金增加、债务减少,企业杠杆率就下降了。由于货币的股权性质,货币增发对通货膨胀的影响可能会有别于作为流通手段的货币增发。当然,许多问题还需要梳理清楚。令人稍感遗憾的是,在讲座中博尔顿并没有更为详细地展开他和黄海洲在《国家资本结构》一文中所提出的非常富有创见的法币是股权的思想。希望今后能够听到他对这一思想以及其政策含义的更为翔实的讨论。

## The Elegy or Redemption of Monetarism

YONGDING YU\*

(*Chinese Academy of Social Sciences*)

---

\* Corresponding Author: Yongding Yu, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, No. 5 Jianguomennei Street, Beijing, 100732, China; E-mail: yuyongding@126.com.