



李扬：研究货币要有结构视角



意见领袖 | 李扬 (中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长)



1

实践呼唤新的货币理论

不知从何时开始，一向神秘且枯燥的货币问题（注意！不是货币政策问题）成为金融界议论的热点，并有成为一般公众话题之势。

回想起来，上一次货币问题成为金融界议论的焦点，是在世纪之交，那时，正值欧元启动之际。对于这种“超越”若干欧洲发达国家主权的货币，金融界固然充满了好奇和期待，但这种好奇和期待主要集中在它同美元的关系上：多数人关注的是欧元与美元的汇率走势，关注的是这两大最

发达经济体之间在国际金融领域中争夺霸权的角力，关注的是国际货币体系是否会彻底摆脱“布雷顿森林体系”，从此进入“战国”时期。也有少数学者关心欧元作为“货币”的问题，然而，进入人们视野的仍然是欧元的准备资产、欧元的发行机制，以及欧元区实施货币政策的各方面细节等。就其涉及的理论方法而言，这些讨论仍然没有超出传统货币理论的窠臼。当然，欧元的“超主权”性质还是给那场讨论带来了新的内容，但是，由于有 20 世纪 60 年代开始的围绕“特别提款权”（SDR）问题展开的天才讨论在前，在理论和方法上，欧元充其量也只是 SDR 的欧洲版而已。

这一次不同了！从 2008 年开始的关于货币问题的讨论，是由一位“局外人”挑起的。这一挑战所依凭的，是一门名为应用密码学的计算机科学；在它背后，更凝聚着过去半个世纪的科学发明成果和技术创新。正如本书作者所说：“中本聪于 2008 年 10 月 31 日发表了一篇论文，该论文永远改变了货币世界。”这一革命性变化集中体现在中本聪的一个惊世骇俗的发明上，这种“纯点对点版本的电子现金将允许一方直接对另一方进行在线支付，而无须经过任何金融机构”。说它惊世骇俗，是因为在货币发展史上，我们首次遇到了既无实体，又无须借助中介实现的支付机制，这将颠覆几千年来围绕“货币”所建立起的所有概念、方法、理论，乃至常识。更具革命性的是，2008 年以来，一系列的发明接踵而至，如今，我们不仅有了颇受争议的比特币、以太币等，有了种类繁多的加密货币，还有了越来越多的用以保证其货币属性且与传统货币世界保持关联的稳定币。更重要的是，在这一系列新发明的基础上，2019 年，一种叫作 Libra（天秤座）

的加密货币高调推出，震动了全世界。当各国货币当局由观望到积极参与，并先后推出本国的数字货币并形成潮流时，一场新的货币革命已然成形。

实践的新发展呼唤着理论创新，可以说，近年来学术界重新对货币理论产生兴趣，正是对实践发展的回应。然而，当我们着手分析纷繁复杂的货币新现象，并试图理出某种逻辑思路时，却遗憾地发现，沿用既有的概念和分析工具，根本无法理解日新月异的数字货币，遑论建立一个包容所有货币现象的“一般”分析框架了。

正是在这个时候，由社会科学文献出版社王利民、恽薇两位资深专家策划的《货币金字塔：从黄金，美元到比特币和央行数字货币》（下文简称《货币金字塔》）一书的译稿来到我的手中。翻开该书，入目而来的便是作者的自述：“今天，国际货币体系面临着史所罕见的彻底改革。在这个十字路口，货币的未来充满不确定性。本书试图提供一张理解货币世界的世界地图……这个框架描述了不断发展的货币体系，可以帮助读者领略货币世界的全貌，并理解不同形式货币之间的关系。”

作为货币问题的研究者，我深知为货币世界建立某种“一般”的分析框架，并借以展望未来，殊非易事，然而，无论作者实际上完成得如何，仅就其指出了当前的主要问题是金融理论贫乏、并指出根本的解决方案在于理论创新而论，我愿意将作者引为同道，因而，便有了这篇评论性的序言。

《货币金字塔》的主要贡献

《货币金字塔》的贡献主要体现在方法论上。在引言中，作者开宗明义：“货币是一个分层的系统。”这一判断，就是一个大家都或多或少感觉到，但始终没有形成分析架构的认识。仔细读下去就可发现，作者对各种自称自诩的货币，采取了比较宽容的立场，他承认一切现世流通（在一定范围内被接受为流通手段）的货币均具有“货币性”，但是，这些货币的“货币性”并不相同，因而，可以用分层的方式将它们排列起来。如此层层叠叠的货币形成一个系列，作为总体，它们被统称为货币。

我以为，从最广的意义上确认货币的“身份”，是理解当前货币流通领域纷繁复杂现象的必要前提。就此，我愿意与读者分享海曼·明斯基的一句著名论断：“每个人都可以创造货币，但问题在于其是否能被人接受。”在这里，能否被“接受”，成为判断一种物品是否发挥货币作用的根本标准，以此为准，货币显然是复杂的和多层次性的。现实中存在多种货币，虽然这些货币大多不是“主权货币”，很多甚至很难被称为代币，但是，它们都能在某一范围内、某种程度上发挥货币功能，因而都应被纳入货币理论研究的视野。

这种思路，与近十年来得到长足发展的自主组织和自主治理理论高度契合。互联网出现后，人们发现，自主治理这种介于市场与政府之间的“第三种秩序”，天然存在于互联网世界之中：形形色色的依托互联网而形成的“网络社区”，都具备自主组织的基本特点；而诸如大数据、区块链、

人工智能、算法、安全技术等的发展，则为自主治理提供了日益完善的运行条件和治理工具。

就是在自主组织和自主治理借现代科技特别是互联网之力风起云涌地发展的过程中，各种“私人货币”作为自主组织的创造物和自主治理工具之一，有了用武之地。这些货币在各类自主组织中通行，有些还可与其他自主组织的货币相兑换，有些甚至同法币存在稳定的兑换关系。这些货币（或其他称谓）由于完全满足“被人接受”的必要条件，都在一定范围内、一定程度上发挥货币的功能。在这个意义上，法币与各种私人货币并存，将是我们未来所要面对的局面。

在《货币金字塔》中，货币的层次可用两种方式展现。第一种方式是几何图示：我们可以用一个分层金字塔来展示分层的货币系统，其中，作为基础的第一层货币居于顶端，它支撑着整个货币体系，并构成所有下层货币得以被接受的最终根据。第二种方式是资产负债表，表中，资产一方，是那些构成货币发行“准备”的资产；在负债一方，则是经济社会现实使用的货币。

应当说，这种分类和展示固然有简洁之便，在理论上却无特别新颖之处。值得注意的是作者确认了各层货币的原则和生成机制，以及对各层货币之间的关系的分析。在《货币金字塔》中，第一层货币是“无交易对手方”的。这是一个很重要的概括。这里的“无交易对手方”，指的是其价值自行决定，构成一切交易的最终结算手段，因而不存在任何交易风险和

违约风险的资产。而其他层次货币则都是某种市场交易的产物，其本质都是“借据”，因而是可以而且应当在资产负债表中加以说明的。它们与第一层货币的主要区别，在于都存在交易对手风险和违约风险，在于其自身的价值需要借助第一层货币来说明和定量。可能更为重要的是，鉴于货币流通本质上是宏观的，发生在微观层面的交易对手风险和违约风险，汇聚起来便可能形成宏观上的通货膨胀或通货紧缩风险。出现这种情况，整个的货币流通便会陷入混乱。

按照历史发展的顺序，《货币金字塔》具体分析了四种分层货币体系。

第一种分层货币体系是我们熟悉的金本位制。在这一体系下，第一层货币是金和银，第二层则是商业银行发行的汇票以及其他票据。在这个系统中，不同层级的货币发挥着不同的作用：第一层货币是长期价值贮存的主要形式，而且对其他各层货币构成“纪律约束”；第二层货币则更适合交易，它们的使用，提高了货币供给的弹性，加快了货币流通速度，便利了经济增长。

《货币金字塔》研究的第二种分层货币体系与中央银行制度的建立有关。中央银行作为“发行的银行、政府的银行和银行的银行”出现在经济体系之中后，便垄断了第一层货币；基于央行资产负债表，它同时也排他地垄断了第二层货币的发行权。这时，商业银行等其他金融机构便只能在第三层次的货币供给领域发挥作用。需要说明的是，失掉对第一层货币的支配权，绝不意味着商业银行对全社会的货币供给无足轻重，相反，正是

因为职能的分工，商业银行基于部分准备制，在全社会的货币供给过程中发挥了绝对的主导作用，正如作者所指出的：“银行家创造金钱的秘密，不是通过铸造硬币，而是通过资产负债表。”

中央银行进入经济社会之后，货币体系与过去的区别，还在于一种新的资产被列为第一层货币，这就是国债。国债本身作为一种信用形式，是以政府掌握的资产和向公民课税的权力为后盾的。因此，只要国家不破产，哪怕政府频繁更替，国债都没有交易对手风险，亦无违约风险，而且，国债事实上还发挥着最终结算手段的作用。我以为，这里关于国债在货币体系中地位的讨论，特别值得中国的研究者注意。

《货币金字塔》研究的第三种类型以美元命名，且把眼光拓展到全球范围，之所以如此，是因为它分析的是布雷顿森林体系的情况。在这种货币体系中，第一层货币是黄金和美国政府债券，第二层货币是美元，第三层货币则是英镑、瑞士法郎等其他国家的货币。当然，在此货币结构之下，应当还有以各国商业银行为主体发行的第四层货币，等等。

值得注意的是，在这一题目下，《货币金字塔》讨论了货币的超越主权

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34382

