



王永利：货币超发、货币吸纳与通货膨胀



意见领袖 | 王永利（中国国际期货有限公司总经理，中国银行原副行长）

在全球格局与秩序发生剧变的今天、在俄乌冲突、全球通胀高企、美联储加息以及国内疫情反复的背景下，货币超发这个老话题却成了个“新课题”。



货币超发，尽管是一个在世界范围内广受诟病的重大话题，其实也是老话题，但在全球格局与秩序发生剧变的今天、在俄乌冲突、全球通胀高企、美联储加息以及国内疫情反复的背景下，却是个“新课题”，尤其需要厘清它与货币吸纳、通货膨胀的逻辑关系，因其关乎宏观政策选项，及形势分析。

如何解释货币超发？很多人用广义货币总量（如 M2）与国内生产总值（GDP）的比率快速提升，或者 M2 增速大大高于 GDP 增速以及央行资产负债表规模大幅扩张等作为货币超发的依据，认为货币超发一定会引

发通货膨胀（即“一切通胀都是货币现象”），甚至引发货币金融危机。

但在 2008 年全球金融危机爆发后，尽管主要经济体联合采取了力度空前的救市运动，主要国家央行资产负债表大规模扩张，货币总量与 GDP 之比快速上升，但总体上却没有出现很多人担忧的高通胀，通胀低迷反而成为普遍现象，这让很多人深感困惑。有人分析后指出，由于货币大量被房地产或股票市场吸纳或分流，并未直接流入实体经济或与 CPI 样本相关的领域，所以，货币超发并未引发 CPI 大幅上涨（严重通胀），一旦吸纳到房地产或股市的货币出现回流，高通胀在所难免，2021 年以来美欧出现超预期的高通胀，根本原因还是货币超发。

这些说法听起来很有道理，但实际上偏离了信用货币的基本原理，经不起推敲。如果沿着“信用货币的本质与投放、货币超发标准以及货币总量构成”脉络，追根溯源“货币超发、货币吸纳与通货膨胀”三者关系，也许会发现：“一切通胀都是供求现象”，包括货币投放机构未冲销信贷损失的真实程度才是衡量货币超发最重要的标准；如此，央行加息缩表何以应对全球高通胀挑战？

信用货币裂变与货币信贷投放

货币从自然实物货币发展到规制化金属货币，再发展到金属本位制纸币，进一步发展到彻底脱离实物，成为更多受国家主权和法律保护的信用货币，表面上看越来越脱实向虚，越来越脱离实物价值而成为国家可调控总量的价值符号或价值索偿权，实质上却是货币不断蜕变，脱离实物与有

形载体的束缚，逐渐趋向其作为价值尺度与交换媒介的本质，并不断提高运行效率、降低运行成本，体现出货币发展的基本逻辑与必然规律。这一过程恰似蝴蝶，由卵变虫，再到由虫变蛹，进一步到破茧化蝶的演变过程，最后演化为成虫自由飞翔。

其中，实物货币之所以必然转化成为信用货币，是因为实物货币本身就是一种可交易社会财富，由其作为货币，其供应远远无法跟上全社会可交易财富价值的增长，必然出现越来越严重的货币短缺，形成通货紧缩魔咒，严重束缚交换交易的发展与经济社会的进步，无法充分发挥货币作为价值尺度的本质功能。而要充分发挥货币作为价值尺度的本质功能，最重要的就是要保证一定社会范围内的货币总量必须与该社会范围内可交易财富的价值规模高度对应，货币与财富都需要得到该社会范围内最高级别的信用保护，才能保持货币币值与货币体系最大程度的稳定。在国家主权独立情况下，就表现为一国货币总量，必须与该国主权范围内、法律可以保护的可交易财富的价值规模相对应。由此，原来充当货币的实物必须退出货币舞台，回归其作为社会财富的本原；货币则必然脱离某一种或一篮子实物的价值支撑，完全从社会财富中脱离出来，成为真正的价值尺度，更多地依赖国家信用的保护，所以，这种货币就被叫做“信用货币”，也叫做“主权货币”或“法定货币”，由此带来货币一系列深刻的裂变：

1、信用货币的信用更多的表现为国家信用，是以国家主权范围内法律可以保护的所有可交易财富的总体价值作为支撑的，而不再是货币投放机

构（如央行）的信用或负债，也不是政府本身的信用或负债，不是以政府税收作为担保的。

2、在国家主权独立，全球尚未实现一体化治理情况下，设想运用区块链等新型技术设计出总量与阶段性新增量完全由系统锁定、不可人为调节（防止滥发）的去中心“加密数字货币”（如比特币等），是背离货币本质与发展逻辑的，不可能成为真正的货币，而只能是一种数字投资品，并可能带来很大的负面影响，其生命力值得怀疑；设想与主要国家货币一篮子结构性挂钩设计出超主权的世界货币，并与篮子货币同时并存，难以满足货币总量与财富价值相对应的基本要求，并会对篮子货币产生重大冲击，是很难落地成功运行的。正因如此，国际货币基金组织早就推出了与一篮子主要国家货币结构性挂钩的 SDR，但却一直难以成为真正的流通货币，而只能成为政府间特殊的储备资产。尽管像国际大型互联网平台公司 Facebook 2019 年联合上百家国际大型机构组建管理协会，推出和管理与一篮子主要国家货币结构性挂钩的去中心数字货币 Libra，一时引发全球范围内的巨大轰动，但最后也只能付诸东流。其他很多类似的尝试，结果同样如此。欧元并不是一种超主权货币，实际上是一种“区域主权货币”，因为欧元一经推出，其成员国原来的主权货币就必须全部退出，二者并没有同时并存，由此才能满足货币总量与财富价值相对应的基本要求，尽管由于欧元区成员国并没有彻底实现一体化管理，也对欧元的管理带来一定影响，但总体上仍能够成功落地运行。

3、彻底脱离实物后，信用货币投放方式发生深刻变化。一是货币投放机构通过购买货币储备物（主要是原来充当货币的黄金、白银以及当时最重要的战略物资，或者国际流通性强的他国货币等）相应投放货币。这是信用货币非常重要的基础货币，可据以确定货币币值，增强货币的信誉和社会接受度，具有非常重要的意义。但这种方式投放货币又不是越多越好，否则就可能使货币倒退回实物货币体系了，只能控制在较小的范围内。所以，货币投放还需开辟新的投放渠道。

二是由货币投放机构以发放贷款或购买债券等信贷方式，按照约定的期限和条件将货币出借给借款人。这种方式的原理是，由借款人以其已经拥有或在约定期限内将会拥有并能够变现以偿还借款本息的财富作为依据，向货币投放机构提出借款申请，经货币投放机构审核并达成信贷约定后，将货币投放给借款人，由此将社会主体引入，共同对全社会可交易财富的价值进行评估，并据以进行货币投放，有利于货币的充分供应，满足社会合理的货币需求，保证货币总量与可交易财富的价值规模相对应。由此，货币的信贷投放就成为货币投放越来越重要的渠道或方式。可以说，没有信贷投放，就难有信用货币。

货币超发标准与管控基本要求

信用货币的投放，最重要的依据就是可交易财富价值的变化及其引发的货币需求。可交易财富价值变化，不仅取决于财富数量规模的变化，还取决于财富单位价格的变化。单位价值根本上是由供求关系决定的，具有

很强的顺周期性：在需求扩张，供不应求不断增强的情况下，财富的数量与价格都会不断提升，对货币的需求也会不断扩大，货币投放机构扩大信贷投放的积极性也会增强，货币总量会随之扩大；在需求饱和，供过于求不断增强的情况下，财富的数量和价格就可能出现回落，对货币的需求就会萎缩，还会增强经营者的竞争和产品变现的难度，并会使货币投放机构更趋谨慎，货币总量会随之收缩，因而会使借款人资金流动性承压，已有借款违约风险增强。一旦出现借款违约，造成货币投放机构信贷资产损失，就意味着前期货币投放没有足够的财富价值相对应，货币出现实实在在的超发，需要对信贷损失准确评估并尽快冲销（列入损失或提足拨备）。

由此，物价上涨与货币扩张的根本原因是供求关系，说“一切通胀都是货币现象”并不准确，实际上应该是“一切通胀都是供求现象”。同时，货币投放机构未冲销信贷损失的真实程度才是衡量货币超发最重要的标准。如果信贷损失得不到及时确认与冲销，就会使货币超发不断积累，并可能严重威胁货币的质量与声誉，引发深刻的经济和社会问题。

为保护货币质量，就需要强化相应的管控：一是强化全社会信用体系建设。严厉打击逃废债行为，对资不抵债的债务人应该及时进行重组或破产清理。货币投放机构也需要及时识别其信贷资产的不良损失并予以冲销，从而将超发的货币尽可能予以清除，由此造成资不抵债的，同样要予以重组或破产清理。

二是将货币投放机构划分为“中央银行”与“商业银行”分别管理，

建立货币投放“双层结构”和风险隔离与缓冲机制。中央银行负责货币现金的标准制定与运行监管，负责货币币值监测与货币总量调控（货币政策制定与实施），负责对商业银行货币投放的宏观审慎监管与金融市场流动性调节（运用各种货币政策工具），但不能直接面向社会公众与政府办理金融业务，特别是不能对其提供信贷投放，避免由此可能形成不良损失危害中央银行与货币体系的稳定。面向社会公众办理金融业务，特别是进行信贷投放，只能由参与市场竞争的商业银行进行，其信贷投放规模要接受中央银行的监管和调节。商业银行不能只有一家，否则，其信贷派生的存款全部集中在一家银行，银行就不会存在跨行支付的流动性风险以及资不抵债的经营风险，就难以有效约束商业银行盲目扩大信贷投放。商业银行出现流动性问题时，央行不能一味地追求金融稳定而无限提供流动性支持，进而威胁货币质量。

货币投放上“中央银行-商业银行-社会公众”的“双层结构”以及推动从事货币信贷投放的银行成为真正的商业银行，是信用货币管理的基本要求。

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_40003

