

要素禀赋结构与货币国际化

——基于新结构经济学视角的初探

吴文 龚婷

内容提要 本文从要素禀赋结构的视角观察当前仍处于进程中的人民币国际化,指出了过快推进人民币国际化将使中国的发展更加偏离比较优势,为推进人民币国际化筹建国际板市场则类似“东施效颦”之举。本文在破除特里芬难题与国际铸币税等有关货币国际化认识误区的基础上,提出过剩资本输出是货币国际化的动力与目的,继而指出向要素禀赋结构更低的发展中国家输出中国资本,寻求人民币区域化才是符合中国国家经济利益的举措,而这正是“一带一路”倡议在经济意义上的实质。

关键词 要素禀赋结构 比较优势 资本输出 货币国际化

一、从要素禀赋结构的视角看国际板市场

国际板曾被视为推进人民币国际化的重要举措。部分学者认为美元国际化成功的重要原因是美国开放的资本市场,私人部门可以方便地在美国市场上投融资;建设国际板可以为外国优秀企业在中国上市融资提供便利,以此增加人民币的吸引力和接受度。然而按照比较优势理论,要素禀赋结构条件并不高的中国在总体上不应向欧美资本密集型企业提供融资(不排除细分市场中的特例)。美国市场为外国企业提供融资平台的做法符合美国经济的比较优势,因为其要素禀赋结构高,资本充裕,可以从新结构

经济学的视角对此进行分析。

依据林毅夫等在新结构经济学框架下的系列研究,中国过去和现在仍处于发展中阶段的事实说明,中国经济禀赋结构(以人均资本来度量)一直低于发达国家,即中国相对于美国等发达国家的比较优势是劳动力资源(即便中国的低技能劳动力的人口红利已逐渐消失),而资本(包括人力资本)则是相对稀缺的。因此,在没有扭曲的自由市场状态下,中国的资金价格会显著高于国外。但中国政府为使资本密集型的大型国企继续存活下去,人为压低了利率,同样为政府支持大型国企的目标服务的中国股票市场主板市场也以高市盈率为特征。总之,资金的价格被人为压低。但

在自由竞争的市场环境下,中国资本应当更昂贵,无论这笔资本是人民币面值的资产还是美元面值的资产。那么,我们就要分两种情况讨论筹建中的国际板。

如果筹建中的国际板定位于自由竞争的资本市场,那么这里的资金价格一定既高于国内其他市场,也高于欧美成熟资本市场。从资金的价格高于国内其他市场的角度讲,这一定会倒逼利率市场化改革,否则资金会从其他市场上抽离,大规模涌向国际板的资本市场,但利率市场化的同时意味着国家放弃对资本密集型的大型国企的资金扶持,这其中的大批没有“自生能力”的企业将面临破产的境遇,而这是中国政府无法容忍的。那么一种有违

自由市场原则的做法是禁止国内其他市场资本的跨市场流动,但这几乎是难以完全执行的政策,这既意味着高额租金的诞生,也意味着国际板是规模受控的小市场,并无前景。所幸的是,即便政策完全放开,这种倒逼利率市场化的机制也并不会被触发。因为从资金的价格高于欧美成熟资本市场的角度讲,这个市场并不能吸引到欧美的优质企业(在这里我们认为欧美的优质企业也多是资本密集型),因为它们在本土市场能以更低的价格筹集到资金。这意味着如果国际板被定位成自由竞争的资本市场,我们将看到类似当年在日本发生的情形,这一市场上的外国企业纷纷退出,交易清淡,直至枯萎。可能的区别是,中国的国际板枯萎得更快,因为资金价格较之日本更高。

如果中国政府为了国际板市场的推出和运行成功而建立一个非自由竞争的资本市场,将扭曲的措施延续到这个市场,仍然人为压低资金价格以吸引外国企业来华上市,这意味着什么呢?这意味着国内原本就稀缺的资金变得更加稀缺,也意味着原本可以投资于国内劳动力密集型产业以创造高价值利润的一部分中国资本,现在以低利率借给外国资本密集型企业,更意味着原先为支持大型国有银行与大型国企而制定的金融政策的扶持范围扩展到世界其他国家的大企业。这实为“中华之物力”所难承受。如果说这样的国际板可以给我们带来什么利益的话,那么成本也太过沉

重。实际上,由于跨国融资必定会生成额外的成本,国际板如欲吸引到欧美优质企业,应该提供比该企业所在本土市场更优惠的融资条件,这意味着资金价格要低于欧美市场,也就更低于国内其他市场,这等于给予这些外资企业优于大型国企的超国民待遇,这个市场必定更加扭曲。

同时,如果国际板将来真的以这种方式推出,我们现在就可以预测一种独特现象的出现,即欧美在中国的融资和投资同时同幅度的增加。这是因为既然欧美资本密集型企业在中国的國際板上以更优惠的条件完成了融资,那么就会减少对其本土市场的融资需求,这样其本土市场的资本就会更加过剩,其额度等于在中国国际板的融资额,这部分资金要寻找投资机会,便会输出到要素禀赋结构较低的发展中国家,中国也是目的地之一。这就是一种资产置换,欧美在中国的融资近乎等额回流到中国作为投资资本(一部分也会流向其他发展中国家),这意味着中国本土的资本高收益机会留给了欧美资本,而中国的资本获得的是欧美经济体的低增长利润。在现实情况中,中国资本也的确难以成功收购欧美的高利润的高科技产业,而主要是投向极低收益率的美国国债,为美国提供低利率融资。如此,以GNP核算的中国经济增速就必然在统计上显著低于中国的GDP增速。中美两国间发生了资产置换的活动,然而很难说这是一种基于风险与收益框架的公平的资产置

换,特别是在中国经济高速成长期,在中国的投资反而具有较低的宏观风险。

可以说,如果我们简单地模仿,恰恰违背了比较优势战略。如果说当前中国政府被迫不断地购买美国国债是因深陷“美元陷阱”不得已而为之,那么这种主动为发达国家提供低利率资本供应的做法就难以理解。因此,中国的国际板实为“东施效颦”之举。

二、资本输出与货币国际化

(一)要素禀赋结构与资本输出

我们先从要素禀赋结构与比较优势原理的角度来分析资本输出。一国经济的增长源可归结为三类:一是生产要素总量的增加;二是经济结构的优化和升级;三是技术变迁。其中,全人类整体或单个国家国内的生产要素中的可利用的自然资源和劳动力资源的增加是非常有限的,具有增长潜力的是资本要素。在这三类增长源中,技术变迁(升级)具有决定性作用。因为技术进步的经济意义是其所提供的提高资本边际生产率的趋势恰好与资本边际报酬递减规律所决定的趋势相反,从而使人类社会一次次实现了对经济增长极限的突破。

在发达国家,上述两种趋势同时显著存在。在发展中国家,由于其要素禀赋结构较低,资本边际报酬递减的趋势是微弱的,甚至在其资本达到相比劳动的最适规模前会呈现边际报酬递增的情形。此外,在发达国家发生的

技术进步对资本边际报酬递减趋势的显著逆转是阶段性的,而非连续发生。因此,在大多数时候,发达国家的资本收益率低于发展中国家。在允许资本流动的国际环境下,发达国家的资本就会在利益的驱动下流向发展中国家。

这一跨国资本流动的实质是扩大了发达国家可以利用的劳动力生产要素,但正因为资本为寻求高额利润而流动,而非劳动力为寻求高额利润而流动,我们发现这一生产要素结合所带来的高额利润的确主要为资本提供者所获得。发展中国家为外国资本所雇用的劳动力虽然可能获得略高于其他产业部门劳动力的平均报酬,但远低于发达国家中的劳动力报酬水平。如果发达国家的资本是以参股控股的形式对发展中国家的企业进行投资,其支付给当地劳动力的报酬更可能是按照当地标准。显然资本和劳动力两种要素中,资本在全球范围的流动性远大于劳动力,资本更具有全球属性,劳动力更具有国别属性。这样资本使用权的国际化是可能的,而某人口大国的劳动力国际化却近乎痴人说梦。

针对上段论述,本文为今后的研究提出一个可实证检验的假设:凡是美国国内的科技进步出现突飞猛进的时候,美国的资本输出占其资本总量的比例相对其他时期是降低的,美元在国际经济活动中的结算比例的增幅是下降的,甚至结算比例也是下降的(当增幅为负时,这意味着美国输出在外的资本的回流)。我们甚至可将这一检验拓展到对其他发

达国家资本输出情况的考察。

(二)货币国际化的两大方式

现在,我们来考察货币国际化问题。观察历史及当下的现实,我们发现货币流出国门有两种方式:一是资本输出,本文将其称为本币债权式国际化;二是贸易赤字(净进口)输出,本文将其称为本币债务式国际化。当前,我们常说货币国际化可以获得国际铸币税的收益,实际只发生于本币贬值与本币债务式国际化相组合的情形,如果是本币升值与本币债务式国际化相组合的情形,对方债权国只需向货币发行国要求兑现(通过以其持有的本币购买发行国的商品或者进行投资),便可避免被征收国际铸币税甚至可以获得利息,这是因为本币升值条件下的本币债务是沉重的。目前的研究与舆论并未对本币债权式国际化给予足够的重视。实际上,美元国际化初期主要是通过资本输出的方式,通过马歇尔援助计划让欧洲成了美元圈,这笔贷款充分利用了欧洲战后重建(破败的欧洲就如同一个发展中国家)所带来的高速增长机会大获其利。但当时美元坚挺,美元也并非以债务形式流出,也就没有所谓铸币税收益。反而美国要求欧洲用美元购买美国商品,在回收美元的同时形成了对欧洲的贸易顺差,借欧洲重建之机促进了美国实体经济的进一步发展。即便当前美元趋弱,美元债务式国际化成为一种新的获利工具,但仔细研究便可发现,美元债务式国际化相比美元债权式国际化仍然处于次要从属地

位。这可从以下两个角度说明:

首先,以美元债务式国际化的方式收取国际铸币税在道义上易被谴责,会遭到债权国家的激烈反对,受到对方国家容忍度的制约,在方式上也只能采用“温水煮青蛙”的渐进式。一旦操作过激,债权国“玉石俱焚”式地抛售美元,会导致美元与美国金融市场的崩溃。资本输出的投资收益在当前的国际经济秩序规则下却合理合法,利润空间也很大。依据比较优势原理,只要美国的要素禀赋结构与被投资国家或地区存在较大差异,美国的过剩资本就可以通过输出的方式获得远超过本土投资的平均利润。依据上文对输出的资本可以分享到大部分利润的分析,以及对全球贫富分化状况的观察,本文认为除非发展中国家采取正确的比较优势战略并对其国家重大利益所在有清醒的认识,否则这种禀赋结构的差距会保持甚至扩大。这就说明对美元而言,债权式国际化比债务式国际化能带来更持久可观的利润。

其次,从资金链的角度来看。通过铸币税所获资本也是再次投入到对外资本输出中,因为这些资本在美国国内也没有太好的获利机会。因此,债务式国际化主要是与债权式国际化相搭配使用,充当债权资本的“抽水机”,使得美国用于对外输出的资本更加充裕。保障这种“抽水机”机制顺利运转的重要条件便是东亚高储蓄国家掉入美元陷阱难以自拔。当年的东南亚金融危机促成了美元陷阱的形成,中国与东南

亚各国为防止类似的货币投机危机的再现,囤积了高额外汇储备(其中过半是美元),却为此陷入了更深的泥沼。

三、有关货币国际化问题的认识误区

保罗·克鲁格曼在《汇率的不稳定性》第二讲“汇率与现实的距离”开篇援引了这样一段话:“众所周知,福尔摩斯侦探故事中的关键线索是一条不会叫的狗,也就是说,重要的证据不是已经发生的事情,而是没有发生的。”这表达了现在经济学界的一种普遍观点,好的经济学家不仅看到发生的,而且看到未发生的,有的时候未发生的才是最重要的。那么我们现在也来设想两种未曾发生的情形:一种情形是,如果作为国际货币的美元并不用于国际结算而仅仅是用于计价,即发挥价值尺度的功能而不用作交易媒介,用作结算交易媒介的货币分散于其他各个币种。那么美元并不承担所谓为推动国际经济发展而必须大规模流出的责任或负担。在这种情况下,美元是否就能守住保持对黄金固定比价的承诺而不发生崩溃呢?本文认为这种假设的情形可以大大延缓却不能避免布雷顿森林体系的崩溃。为清晰地说明该论点,我们考虑第二种更极端的未发生的情形,即美元完全就是一个国家的货币,不承担任何国际货币的职责。实际上,两种情形都不要美元负有大规模流出的国际义务(如果美元流出的话,一定是美国为了某种利益)。

在明确了两种情形中美元国际义务等效之后,我们便可将研究的视角锁定在美元对内部经济的作用及结果上,从而发现所谓特里芬两难的真正根源。我们假设美国货币当局对国内公民是比较诚实的,不会以超发货币的方式大规模掠夺民间财富。那么美国国内货币量的增长完全是顺应经济总量扩张的要求,是为满足经济活动愈加频繁而增加的交易媒介需求。但是即便这种货币发行如此诚实,却依然在黄金的面前贬值了,因为黄金不可能同步同幅度增长。这实际上又回到了那个古老的命题:黄金的不足束缚了经济的发展。这才是问题的根源。当我们将国家主权货币与黄金相挂钩时,束缚便以货币危机的形式表现出来。这说明一个规律:在货币流速的变化范围有限时,任何单一实物或者以该实物为支撑的货币都不能满足经济发展对交易媒介不断增长的需求。所以在现代经济中,人们愿意持有货币的理由就不能是“believe in gold”,而只能是“believe in god”(美元钞票后面的话),当然政府的信誉可以代替“god”。

现在,我们便可清晰地发现布雷顿森林体系解体(黄金非货币化)的最关键性因素是在美国经济内部。美元与黄金挂钩的支撑机制首先是从美国经济内部崩溃了,而后外部的巨额美元悬突才成为危机爆发的导火索。实际上,当美元以结算货币的形式(通过贸易赤字流出)被外国大量拥有时,危机会在美元投机更猛烈

的攻击下提前发生。

总结上述分析可知,特里芬教授对难题的描述并不是难题本身。在指出特里芬难题并非问题的实质后,我们便可方便地破除一个长久以来近乎由“特里芬难题”所造成的认识上的误区,为了使本币国际化(本币在国际经济活动中执行交易媒介职能),一定要让本币通过贸易赤字(进口项下)大规模流出。特里芬教授也就是据此认为,本币在执行国际交易媒介功能的同时,却因贸易赤字而削弱了本币的价值和人们对它的信心。

上文已经指出这种本币债务式国际化并非货币国际化的主体内容,它只是在美元已实现国际化并且美元趋弱时被另外发明出来的一种商业盈利模式,它并不是本币国际化本身。事实上,如果本币国际化以这种方式开端,同时伴以本币贬值收取国际通货膨胀税的目的,那么本币一开始便不会被外国所接受,因为本币没有相对于其他货币的价值优势,而价值优势是国际经济交易媒介选择在起始阶段中的决定性因素。因此,本币债务式国际化方式根本就不是实现国际化的正确开端。

在今天的人民币国际化进程中,中国不仅未收取外国的人民币持有者铸币税,而且进口结算项下的人民币流出,更是向外国的人民币持有者提供了人民币升值带来的利益,而当外国的人民币持有者将人民币资本投资于中国时,又进一步分享了中国经济增长带来的收益机会。历史上真正大规模收

取国际铸币税的只有美国,方式正是进口赤字和再通胀或曰量化宽松的政策搭配。而且这种铸币税的明目张胆的收取也是在布雷顿森林体系崩溃后,之前毕竟受到黄金的纪律约束。但这绝不是美元国际化的推动力,它发生在美元国际化之后。美元国际化的推动力是资本输出。反观英镑作为主导国际货币的时期,并没有发生为使英镑被世界持有而大规模、有计划地输出赤字债务的事情(本文认为英国与其殖民地间的贸易属于国内贸易,而殖民地使用英镑就像中国的省份使用人民币一样),如果有的话,那也是作为英镑崩溃的前兆出现的,同时也是英国国力下降的体现,即没有充足的国力进行全球范围的资本输出。英国也没有以收取国际铸币税作为英镑国际化的主要目的,恰恰是英国的资本输出而非债务输出才形成了英镑国际化的局面。国际铸币税是货币国际化问题上的重要误区。

四、本文的重要命题

经过前文的铺垫,本文提出全文最重要的命题:主权货币的国际化是与该主权国家的全球化资本输出相一致的,甚至可以说本币国际化只是表象,本国资本为寻求利润最大化而在全球范围内扩张,以寻求高于本国的获利机会才是目的与本质;由于本国资本的流出大多以本币为载体,这就表现出了本币国际化的外观。我们进行判断的基本逻辑也很直接,即既然债务输出不是货币国际化的关键,那么只能是资

本输出。

该命题的直接推论便是,美国对某国家或地区进行的资本输出规模与该国家或地区货币的美元化程度正相关。对货币美元化的理解是广义的,既包括美元直接在当地充当流通手段与当地货币相竞争甚至完全替代,也包括类似香港的货币局制度,还包括类似中国的以外汇占款作为本国货币发行准备的情形。对于最后一种情形的货币美元化度量程度的指标即是以外汇占款为准备的人民币发行量占总货币发行量的比例。又由于中国人民银行的外汇储备资产主要是通过企业贸易顺差结汇的方式积累,这一推论便与双顺差的现象吻合。

如果该命题及其推论成立,那么正因为美国资本输出是美元国际化的基础,则凡是美国资本大量存在的地方都是美元国际化网络节点最强的地方(以二战后的欧洲和现在的东亚各国为代表),反之则反是。同时,正因为现在的中国还是资本相对比较稀缺的国家,所谓人民币国际化只能局限在区域化阶段,正确的人民币区域化方式是中国资本输出到要素禀赋结构较中国更低的国家或地区,而这正是当前“一带一路”倡议主要指向的世界经济带,与当年的国际板议案在经济战略方向选择上恰好相反。只有当中国的比较优势由劳动力密集型转变为资本密集型时,人民币国际化才成为必需。虽然周小川行长于2018年11月3日在钱塘江论坛上表示,“中国面临着人民币国际化提前

到来的机遇”,但这一论述也刚好说明在通常情况下,人民币国际化的时机尚未成熟,除非发生重大转折性历史事件。从要素禀赋结构较低的角度看,人民币属于“内秀”型的主权货币,在当前国内投资机会依然相对多于国外,资金回报相对较高,资本并不具有最强烈的对外输出驱动力的情形下,人民币国际化并不具有坚实的经济基础(当然出于资产配置的需要,部分资本出海也是一种合理需求,尤其是符合“一带一路”倡议的投资方向)。

支撑美元国际化的美国资本的扩张性是独一无二的,这体现在两方面:一是高的要素禀赋结构(人均资本拥有量),二是巨大的经济规模使其可以用于扩张的资本总量在全球范围内是无可匹敌的。因此,美元的这种国际地位是当年的德国央行也不敢企及的,因为德国当年的要素禀赋结构并不高于美国,而经济总规模又远小于美国。日本同样也输在经济规模上。这两个条件是美国资本全球化扩张进而实现美元国际化的前提。所以,德国央行为马克的定位很准确,即区域化,这是一种量力而行的明智选择。现在的中国虽然经济总量居世界第二位,可以说具备了一定的经济总规模条件,但要素禀赋结构却远低于欧美及日本,因此可用于扩张的资本并不十分充裕,确切地说,还没有很好地在国内发挥效益。因此,虽然从经济总量第二的角度观察,人民币现在的地位似乎太低,但从要素禀赋结构的角度看,人民币现在较低的国

际地位也不足为奇。规模与要素禀赋结构这两个条件必须兼而有之,要素禀赋结构相比而言更为关键。对小国而言,小而强是其追求的目标,这正是韩国的情况,中国现在的情况接近大而不强,这与外界对中国企业的评价一致。在这种情况下“走出去”(尤其是走向欧美等要素禀赋结构高的市场)是得不偿失的。当然,走向非洲与东南亚更落后的国家是可以获得比国内更高的利润。这也就从总体上论证了当前人民币区域化的流向目标是发展中国家圈,而且这个区域化的资本输出过程中必然遭遇欧美等国家资本的竞争,难度颇大,因为发达国家的资本更具价格优势与技术优势。

有鉴于此,我们重新考察筹建中的国际板,该市场的确是中国资本输出的方式,但是输出的方向错了。因为其他发展中国家的比较优势产业同样属于劳动密集型,多为中小企业,其最适宜的金融服务也是中小金融机构提供的间接融资,所以即便它们国家没有发达的直接融资市场,这些企业也不会选择到中国的国际板上市。因此可以判定,来中国国际板上市的企业主要为欧美发达国家的资本密集型大企业,而中国建设国际板的初衷似乎也正是为了吸引这些所谓的优质企业。我们再次发现国际板建设与布局中的战略方向性错误。

那么如何看待资金充裕的美国仍向要素禀赋结构较低的东亚国家借钱(所谓卢卡斯谜题)的异象呢?通常认为这是因为发展中国家的资本寻求安全的一种选

择。但是这种解释过分强调了发展中国家进行投资方向选择所具有的自主性,忽视了美国通过主导国际规则以及其他非常规措施对发展中国家资金流向施加的影响。在客观上,这降低了东亚国家提升要素禀赋结构的力度。一方面,东亚国家增持美国国债,其本就稀缺的资本进入美国市场获得低收益;另一方面,美国将借来的资本再投资于东亚地区,扩大美国资本在东亚的存在,使美元网络在东亚地区更加牢不可破。正如第一部分所述,这一方式的商业实质是美国通过这种资产置换的方式,将东亚地区的高收益资本变成美国的资本,将美国本土资本的低收益转嫁到东亚,这使得东亚的经济增长可以为美国要素禀赋结构的提高贡献力量。这降低了东亚地区因后发优势而获得的向美国要素禀赋结构逼近的速度。如果情形更加严重(资产置换更加充分),这种国际资本市场运作规则甚至会拉大二者间要素禀赋结构的差异。

如此看来,自2015年以来,中国人民银行的外汇储备虽然从历史最高点大比例减少,但长期来说有利于人民币逐步摆脱美元陷阱,增强人民币生成机制的内生性与自主性,这反而夯实了人民币国际化的基础。未来,国际化的人民币是以人民币自身为意义,而非作为小美元(人民币在外汇市场被称为小美元)而存在,并不是美元国际化网络的一部分。我们再看当年中国主权基金收购美国本土资产的举

措,即便没有遭到巨额亏损,也仍是下策,因为这笔资金投向美国就是一个错误的选择。我们再次强调,中国资本的流向定位应是国内或者禀赋结构更低的发展中国家,这当属于“一带一路”倡议的内在含义。

(作者单位:吴文,清华大学五道口金融学院;龚婷,中国国际问题研究院)

主要参考文献:

丁剑平、吴文、陈露:从价值尺度的历史视角看货币国际化的机遇,《国际金融研究》,2012年第9期。

林毅夫:新结构经济学——重构发展经济学的框架,《经济学(季刊)》,2011年第1期。

林毅夫:发展战略、自生能力和经济收敛,《经济学(季刊)》,2002年第1期。

林毅夫、李永军:再论二板市场在我国的发展前景,《改革》,2002年第2期。

庞晓波、黄卫挺:搜寻匹配、网络效应与货币起源演化,《南开经济研究》,2008年第5期。

保罗·克鲁格曼:《汇率的不稳定性》,北京大学出版社,2000年。

殷剑峰:人民币国际化:“贸易结算+离岸市场”,还是“资本输出+跨国企业”?——以日元国际化的教训为例,《国际经济评论》,2011年第4期。

余永定:再论人民币国际化,《国际经济评论》,2011年第5期。

余永定:从当前的人民币汇率波动看人民币国际化,《国际经济评论》,2012年第1期。