

朱理治的金融思想及其现实意义^{*}

余永定

内容提要:1941年,由于国民党的封锁和当地的经济落后,陕甘宁边区的财政亏空很严重。边区银行不得不靠发钞,即财政赤字货币化来解决边区政府的财政亏空问题。边区财政赤字的货币化成为边区物价上涨的主要原因。面对这种局面,陕甘宁边区银行行长朱理治执行了非常灵活的政策。一方面,不拒绝财政赤字的货币融资(“发票子”);另一方面,又十分注意把物价上涨控制在可以接受的范围之内。拒绝“发票子”,边区政府无法运转,边区生产也得不到发展。通过“发票子”为财政赤字融资可能会导致通货膨胀失控。事实上,当时边区的通胀已经相当严重。在这种两难情况下,陕甘宁边区银行很好地掌握了“发票子”的度:既保证了边区政府的运转、为边区经济发展提供了必要的资金支持,又避免了通货膨胀的失控。当时的边区银行同时是中央银行和商业银行,因而它要承担许多中央银行不承担的微观和结构性职能。但无论如何,陕甘宁边区银行当年的做法对今天中央银行的货币政策依然具有重要参考价值。

关键词:朱理治 财政赤字 通货膨胀 “发票子”

朱理治,1907年7月25日生于通州余西镇。1927年4月,他在清华大学加入中国共产党,后历任清华大学党支部书记、北京西郊区委书记、北京临时工委书记。1941年初先后任陕甘宁边区银行行长、西北财经办事处副主任兼计划委员会主任。1949年后任东北人民政府计委副主任、主任。1951年夏调中央,历任中财委计划局副局长、全国清产核资委员会副主任、中财委物资分配局局长。1958年夏任中央财经小组成员兼秘书长、国家计委副主任,1960年夏调华北局,历任书记处候补书记、书记兼计委主任等职。“四人帮”粉碎后任河北省革委会副主任。1978年4月9日在北京逝世,终年71岁。

一

毛泽东在《改造我们的学习》中有一段著名论述:我们学的是马克思主义,但是我们中的许多人违背了一条基本原则:理论和实际统一。“在学校的教育中,在在职干部的教育中,教哲学的不引导学生研究中国革命的逻辑,教经济学的不引导学生研究中国经济的特点,教政治学的不引导学生研究中国革命的策略,教军事学的不引导学生研究适合中国特点的战略和战术,诸如此类。其结果,谬种流传,误人不浅。在延安学了,到酃县就不能应用。经济学教授不能解释边币和法币,当然学生也不能解释。”^①我在初中背诵《毛主席语录》时就开始好奇什么是“边币和法币”,就希望有人给我解释边币和法币,但始终不得其解。令我欣慰的是,60年后,我终于在朱理治的金融论稿中找到了答案。

我理解的“理论和实际统一”,就是指在理论指导下解决实际问题。毛泽东在《反对党八股》中写道:“什么叫问题?问题就是事物的矛盾。哪里有没有解决的矛盾,哪里就有问题。既然有问题,你总得赞成一方面,反对另一方面,那你就得把问题提出来。提出问题,首先就要对于问题即矛盾的两

[作者简介] 余永定,中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员,北京,100732。

① 《毛泽东著作选读》(下),人民出版社1986年版,第475页。

个基本方面加以大略的调查和研究,才能懂得矛盾的性质是什么,这就是发现问题的过程。大略的调查和研究可以发现问题,提出问题,但是还不能解决问题。要解决问题,还须作系统的周密的调查工作和研究工作,这就是分析的过程。”^①提出问题也要分析,不然,对着模糊杂乱的一大堆事物的现象,你就不能知道问题(即矛盾)的所在。这里所讲的分析,是指系统的、周密的分析过程。常常问题提出来了,但还不能解决,就是因为还没有找到事物的内部联系,就是因为还没有经过这种系统的、周密的分析过程,因而问题的面貌还不明晰,还不能做综合工作,也就不能好好地解决问题。一篇文章或一篇演说,如果是重要的带指导性质的,总得要提出一个问题,接着加以分析,然后综合起来,指明问题的性质,给以解决的办法。这样,就不是形式主义的方法所能济事。

朱理治讨论陕甘宁边区金融的文章,看上去很平实,并无惊人之语,但却高度体现了“理论和实际统一”的原则。唯其如此,他对具体问题的讨论在许多方面已经超越近80年前的一时、一隅,直到今天还具有很强的普遍意义和现实性。

二

自民国建立以来,中国的货币经历了一个非常混乱的时期。那时由于全国处于混战状态,几乎各省甚至省以下的许多区域都发行自己的货币。据说,中国曾拥有过1000多种不同的货币。1935年11月3日,国民政府宣布实行“法币改革”:废止银本位制,以中央银行、中国银行和交通银行发行之钞票为法币;法币与英镑挂钩(后与美元挂钩)。

1939年,为了抵制敌伪套取外汇,^②国民政府决定由各战区各省银行发行地方钞票。起初陕甘宁边区只发行光华商店的代价券,作为法币的辅币。1941年1月6日皖南事变后,国民党政府停发八路军军饷,对陕甘宁边区实行经济封锁。陕甘宁边区政府1941年1月28日通过了《发行边币、禁止法币在边区内流通》的决议,同年2月授权边区银行发行面额为一元、五元、十元的陕甘宁边区银行币(简称边币)。边币成为边区唯一的法定货币。

显然,没有货币,商品经济下的经济活动是无法进行的。为什么要禁止法币“在边区内流通”呢?首先,边区政府没有法币发行权,无法征收铸币税。其次,在经济封锁的情况下,法币内流意味着边区物资的外流。所以,“只要我们不愿意饿死,同时又不愿意解散共产党、八路军,而要继续抗战,争取民族的最后胜利,那时我们就要拿出办法来解决生存问题,这办法就是发行边币,树立独立的经济基础”。^③从政府的角度来看,掌握货币发行权意味着政府可以征收铸币税,解决财政收入不足(税收不足)的问题。从公众的角度来看,边币必须在发挥货币功能上优于法币。否则,人们不会放弃法币而持有边币。边区银行必须解决的基本矛盾是:一方面要尽可能维持边币的“双稳定”;另一方面要尽可能多发边币以维持边区政府的运转。

朱理治正是在那个时间节点被任命为陕甘宁边区银行行长的。他对货币的性质有着正确和全面的认识,他把货币定义为:作价和交换的工具、储蓄及支付手段。^④在现代教科书中,货币是被定义为计价单位、交易媒介、结算手段、价值贮存手段。不难看出,从功能角度给出的这两种货币定义,是完全一致的。

如果实体经济出现供不应求,物价是否会自动上涨?货币因素在这个过程中扮演什么角色?如果

① 《毛泽东著作选读》(下),第516页。

② “日伪以各种手段取得法币,然后用法币在上海外汇市场套汇。日本在沦陷区获取法币的方法包括直接以伪币向各钱庄兑换法币;以伪币收买沦陷区的物资,运到上海售成法币;以关税中的法币收入存入伪银行,付出时则改用伪币等。在各种方法中,以关税收入获得法币为最多。”参见齐春风《抗战时期大后方与沦陷区的经济关系》,《中国经济史研究》2008年第4期。

③ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,中共党史出版社2017年版,第39页。

④ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第97页。

从均衡状态出发,在供给和货币供应量都不变的情况下,需求因某种外部冲击而增加,物价会发生什么变化?这些是现代货币理论经常讨论的问题。对此,朱理治在近80年前就作了回答。他指出:“边区的生产和消费之间还存在矛盾。生产产品不够边区之用,外货又不能进口,供求的这种矛盾不能不引起边区物价的上涨。”所以,他认为,“这点是边区物价上涨的基本原因。”^①在这里,朱理治并未提及货币因素,他的论断同现代货币主义所说的“通货膨胀无论何时何地都是货币现象”的观点之间,存在很大区别。

从均衡状态出发,由于某种外部冲击,实体经济出现供不应求,如果货币供应并未增加,物价是否也会上涨呢?现代经济历史似乎可以证明,即便货币供应并未增加,物价上涨也是不可避免的。在供不应求的压力下,由于货币的内生性,各种货币(法币)替代物会被创造出来。此外,货币流动速度会自动加速,以满足经济对货币的需求。当然,也应该看到,如果货币供应并未增加,实体经济“供不应求”导致的物价上涨程度应该小于货币供应增加时的情况。朱理治并不否认货币数量说的合理成分。他指出:“依照经济学的定律,假设货币数量不变,商品一少货物就会涨价的。……现在边区内物价所以高涨,不只是因为商品缺,亦不只是因为票子多,而是两者相互作用的结果。”^②这一观点的政策含义是清楚的:当出现通货膨胀时,政府的政策不应单靠控制货币供应量,而是应该双管齐下,一方面控制货币供应增长,另一方面大力增加实体经济的供给。货币政策应尽量避免抑制商品供给的增加。朱理治的这种思想,对当前货币政策的制定依然具有指导意义。

边币发行后,边区物价上涨,边币对法币的汇率下跌。朱理治列举了以下原因:(1)友区物价上涨,虽禁用法币,但边币以法币为锚,友区物价上涨传导到边区。(2)边区因遭到封锁、禁运,外货不能进口。(3)边区生产与消费存在矛盾,生产落后,产品供不应求。(4)入出口不平衡,贸易逆差。(5)财政虽有好转,但仍存在赤字。(6)市场尚不健全,有自相竞争、囤积居奇、黑市买卖等现象。^③

上述诸种原因并非处于同一抽象层次上的,而且也不是平行和互不相干的。朱理治在进行概括时指出:“生产和消费存在很大的矛盾,在这个矛盾的基础上,便不能不发生经济与财政的矛盾、表现在边区财政的收支上,就是很大的不符。”^④朱理治还提到:“边区的金融上的问题,实质上是财政和贸易问题,而财政和贸易问题。实际上是生产的问题。”如果财政和贸易能够实现平衡,“金融上也就不会发生问题。假使边区生产能够自给自足的话,那么,边区财政与贸易,也就不会形成这样的大问题”。^⑤朱理治的上述观点难道不是包含了“增长是硬道理”的思想吗?!

三

在指出边区物价上涨原因在于实体经济供不应求(生产不能满足消费需要)时,朱理治同时提到了财政和贸易不平衡的两大原因。这两个原因同实体经济供不应求之间的关系是什么?是否逻辑上存在概念重叠问题呢?

边区经济的供求不平衡可以定义为:

$$\text{供不应求缺口} = \text{边区消费品需求} - \text{边区消费品供给}$$

其中:边区消费品需求 = 老百姓需求 + 政府需求 + 对区外输出;边区消费品供给 = 边区生产 + 区外输入。鉴于当时边区生产的落后状况,为简化计,这里不考虑投资品的生产。因而:

$$\text{供不应求缺口} = (\text{老百姓需求} - \text{边区生产} + \text{税收}) + (\text{政府支出} - \text{税收}) + (\text{对区外输出} - \text{区外输入})$$

① 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第2页。

② 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第44页。

③ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第2页。

④ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第1—4页。

⑤ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第12页。

如果生产得不到发展,老百姓是只能量入为出的。因此可设:老百姓需求 - (边区生产 - 税收) = 0 (这里未考虑政府的生产)。最后得出:

$$\text{供不应求的缺口} = (\text{政府支出} - \text{税收}) + (\text{对区外输出} - \text{区外输入})$$

朱理治说:边区“直到今天还不能完全自给,所以,边区的生产与消费之间还存在着矛盾。……这一点是边区物价上涨的基本原因”。^①从上述公式可以看出,在边区对外输出给定(无论多少)的情况下,顽固派封锁导致“外货不能进口”,应该是扩大边区供不应求缺口、增加通货膨胀压力的因素之一。

朱理治指出,如果边区生产得到足够发展(自给自足),边区不会出现通货膨胀。这实际上是指“边区生产 - 税收 - 老百姓需求”一项中的“生产”足够大,在老百姓消费和纳税之后依然有足够大,以致(老百姓需求 - 边区生产 + 税收) + (政府需求 - 税收) + (对区外输出 - 区外输入) = 0,则边区就不会发生通货膨胀。所以,把通货膨胀的原因按不同层次,从直接原因上归诸于财政亏空和外贸不平衡(“实质上”),从根本原因上(“实际上”)归诸于生产不足,是合乎逻辑的。

当年,边区的财政亏空很严重。1941年上半年,税收和借款后的财政亏空达71%,^②边区银行不得不靠发钞,即财政赤字货币化,来解决问题。边区财政赤字的货币化成为边区物价上涨的主要原因。面对这种局面,朱理治一方面不拒绝财政赤字的货币融资(“发票子”);另一方面,又十分注意把物价上涨控制在可以接受的范围之内。应该看到,尽管在一般情况下,应该尽量避免财政赤字货币化,但财政赤字的货币融资并不一定会引起通胀。如果经济总体上处于供求均衡状态,财政赤字货币化产生的额外货币供应可能转化为非财政部门的储蓄,而不形成物价上涨压力。当经济处于供大于求状态时,财政赤字货币化有助于克服通货收缩、刺激经济增长,因而可能是必要的。但是,朱理治同时指出:“要使得银行能够多向私人企业放款,最主要的条件是要财政上能够不靠发票子来维持开支。”^③不难看出,朱理治对财政赤字化的观点是全面的、辩证的,既不拘泥于教条,又注意掌握分寸。陕甘宁边区银行当年的做法,对今天中央银行的货币政策依然具有参考。当然,当时的边区银行同时是中央银行和商业银行,因而它要承担许多中央银行不承担的微观和结构性职能。

造成边区物价上涨的另一个主要原因是边区对区外贸易的不平衡。当时,边区贸易的总体情况是:“由于边区有好多物品不能自给,不得不购买外货,但过去数月内,边区产品的输出,抵不过外货的输入,所以形成入超的现象。”^④如果是入超,即进口大于出口,边区贸易有助于缓和边区生产和消费的不平衡,应该不会导致边区物价上涨。但区外贸易为何会成为边区物价上涨的原因呢?朱理治的解释是:“由于入超,纸币的需求量就越大,于是形成某些地区边币的贬值。这是使得物价上涨及边币跌价的直接和最重要原因。”^⑤这样,朱理治实际上把我们从实体经济供求均衡问题的讨论引到了国际贸易和汇率问题的讨论。

当年的边区实际上是一个独立的“货币区”。法币之于边币类似今天的美元之于人民币,边币对法币维持一种可调整的“固定汇率制度”。“由于入超,纸币的需求量就越大”,是指由于贸易逆差,对法币的需求超过法币的供给。这样,就导致了边币对法币的贬值。起初边币对法币的汇率定为1:1,但不久就持续下跌,跌到2:1以下。边币的贬值,导致以边币计价的外货价格上升。可见,尽管从产品的供求关系角度来看,边区贸易入超应有助于平抑边区物价,但入超却通过汇率途径导致边区物价的上升。因而,一方面入超通过增加边区商品供给,抑制物价上升;另一方面入超导致边币贬值,

① 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第2页。

② 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第18页。

③ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第29页。

④ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第2页。

⑤ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第2页。

推动物价上升。显然,入超的贬值效应超过了供给效应对物价的影响。不仅如此,法币本身也处于对内贬值(以法币衡量的物价上涨)状态中,法币的对内贬值使盯住法币的边币也随之贬值(以边币衡量的物价上涨)。当然,如果边区银行拥有足够的法币准备金,就可以通过抛售法币维持边币对法币汇率不变。这样,边区物价就不会因为外贸的入超而上涨。遗憾的是,边区银行没有足够的法币准备金,只能让边币对法币贬值。

四

朱理治对货币供给增速和物价上涨的关系也进行了研究。他发现,1941年货币平均每月发行速率是21.1%,每月物价增加率是14.93%;边、法币比价平均每月下跌速率是8.44%。1942年货币平均每月发行速率12.62%,物价平均每月只涨了10.62%;而边、法币比价平均每月上升的速度是0.9%。根据这些事实,朱理治得出结论:“边币的发行速度对物价及汇价是有影响的。边币发行快,物价涨得快,边、法币比价跟着跌落;边币发行慢,物价涨得慢,边、法币比价跟着也要涨些。自然,物价及边、法币比价之涨落还有其他许多重要原因,不可完全归于发行量及速度,但发行数量及速度与这二者是有重大关系的。”^①朱理治的观察同现代货币主义理论以及汇率的一价定律大体是一致的。不仅如此,由于他并未排除“其他许多重要原因”的影响,可以说他关于物价、汇率决定的观点更为全面。

五

如何提高边币的对内价格,即稳定边区的物价呢?朱理治的办法是:第一,发展边区生产,这是第一位的;第二,紧缩边币,这是补助的,但也极为重要。^②朱理治强调,为了发展生产和使区外商品能够大量进口,必须增加对生产者和商贩的贴现放款和抵押放款。对于大多数经济学家来说,为了抑制通货膨胀,必须实行货币紧缩政策,很少人会想到除了通过货币紧缩抑制需求之外,还可能增加对企业的信贷,以发展生产(增加供给)。但同紧缩货币相比,发展生产是更为重要的。朱理治的这一思想对今天的货币政策制定者,同样具有重要参考价值。事实上,在几十年后,诺奖获得者斯蒂格利茨曾发表过类似观点:货币紧缩可能使企业难以得到维持生产正常运转的流动资金,从而导致产出的减少。这样,旨在抑制通胀的紧缩性货币政策反倒使通胀形势恶化。

六

朱理治当年的重要任务是用边币取代法币。如何把法币从边区的地盘上挤出去呢?他提出的办法是:

第一,禁止法币在边区流通。既然已经决定边币是陕甘宁边区的法币,政府所要做的第一件事就是禁止法币在边区流通。“边币既经边府规定为目前边区内部使用的唯一货币,各地政府即应用政府权力来保证其流通。谁拒用边币,谁就是破坏法令,就是犯法,任何人均得将其扭送当地公安、司法机关,从严处罚。”^③与此同时,“在边币最不稳定、到处被拒用的时候(1941年6、7月间)”,政府“发动运动:一面平定物价,一面向民众宣传:拿了边币可以买到货,而且可以买到低于市价的货物,而法币则买不到”。在推行边币的过程中妥协是没有出路的”,朱理治坚决反对边、法币并行流通的理论。他指出:“这种理论如果让其实现,在当时条件下,边币会完全失败,法币会独占边区流通市场的。”同时,朱理治也反对在执行政府金融法令时过“左”的行为。例如,米脂曾发生过检查与没收人

① 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第94页。

② 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第44页。

③ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第49页。

民家藏法币及携带法币的现象,朱理治当即制止了这种做法,指出:“我们只是不许法币流通,并不阻止人民私藏法币及携带法币”。^①

第二,对内稳定边区物价。从公众的角度来看,边币必须在发挥货币功能上优于法币。边币是否稳定(边区物价稳定、对法币汇率稳定),决定了公众是否愿意持有边币。由于物价和货币供应量之间的正向关系,为了抑制物价上涨,必须控制货币发行量。但是,控制货币发行量并不足以抑制物价上涨,物价稳定也并非边区政府的唯一目标。货币政策的目标还包括:发展生产,增加供给;征收铸币税,以保证边区政府的生产。因而,唯一正确的做法是:“一方面要反对那种害怕发行边币,限制与束缚边区生产发展的倾向;另一方面也要反对无限制的过多发行边币。”^②

第三,稳定边币对法币的汇率。由于贸易入超,又缺乏法币储备,难于通过干预维持边币对法币的稳定。如果边币对法币不断贬值,边币就难以取代法币。因而,实现边区贸易的平衡是稳定边币对法币汇率最重要的条件。“推行边币一方面靠政治力量,另一方面还是要靠经济力量,即要能随时换到法币,并使边币对法币的比价能够稳定。这就要依靠边区经济做到自给。”此外,还需实行贸易和外汇管制,“将边区主要出口货物统制起来,以保证绝大部分法币能够掌握在银行手里”。同时,“实行外汇允许制度,管理入口贸易,保证入口货物能得到充分外汇”。^③

第四,保证边币对法币的自由兑换。为此,建立货币交换所,实行挂牌政策。设立兑换所,“允许法币和边币依公平价格自由兑换。老百姓只要得到边币,就能得到法币”。否则,商人到外面买商品得不到外汇,只得从黑市购买。法币只出不进。^④朱理治指出:“为着要推行边币,必须便利人民边法币的兑换。”^⑤否则,就会黑市猖獗,金融秩序混乱。银行要参与市场调节,稳定汇率,但前提条件则是官方汇率符合市场实际。这种“允许法币与边币依公平价格自由交换”的政策,实际上就是目前所谓贸易项目下的自由兑换。

第五,扩大边币的流通区域,推广边币在边区外的使用。“推广范围的大小,亦决定边币价格之高下。边币流通范围大,则边币值钱,从而可以多发;流通范围缩小,边币就跌价,从而不能大量发行。”^⑥这种政策有点类似于今天人民币的国际化。边币使用范围的扩大,意味着边币需求的增加,而这又会导致边币的趋稳和升值。反过来说,边币的趋稳和升值又会促进边币使用范围的扩大。两者相辅相成,可以形成良性循环。

实践证明,当年边区银行的政策是正确的。朱理治曾自豪地宣布:从1941年初到1942年底的两年中,边区银行“一共发行了超11100万元,比之1940年底的311万元,足足增加了35倍多。这1.1亿元边币对于我们渡过1941年和1942年这两年的困难,无疑起了相当作用的;对于这两年边区的经济建设,也是有很大的推动的。而且,边币虽增加了35倍,但其非但没有垮台,信用反而一天天好了起来。这一点可从1942年后期,边币对法币的比价提高了三分之一,边币日趋稳定,边区物价比之友区还要稳定上表明出来”。^⑦

七

朱理治仅仅在清华大学受过不到一年的经济学教育,却能出色解决稳定边币、确立边币在陕甘宁边区唯一货币地位的问题,这充分说明了“理论和实际统一”无往而不胜的力量。朱理治的金融思

① 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第101页。

② 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第5页。

③ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第101页。

④ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第49—50页。

⑤ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第102页。

⑥ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第97页。

⑦ 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第93—94页。

想充分显示了他善于从实际出发,发现问题和分析问题的杰出才能。

朱理治的金融文稿不仅是一份难得的经济历史文献,而且对我们理解当前的宏观经济问题、制定宏观经济政策具有重大启示!

自2010年第一季度起中国经济增速逐季下滑,由12%下跌到2019年第四季度的6%。2019年中国经济学界发生一场中国是否应该保6的争论。虽然新冠肺炎疫情暂时打断了这场争论,相信一旦疫情消失,争论还会继续。

当前经济学家在宏观经济政策问题上的主要分歧是:中国政府应该执行更具有扩张性的财政政策并辅之以扩张性的货币政策,还是不搞强刺激,保持总需求基本稳定,“为经济保持长期持续增长留出空间”?后一政策主张又是建立在以下几个命题的基础之上的。第一,中国经济的潜在增速在5%到6%之间,实行扩张性宏观经济政策徒劳无益、得不偿失。第二,中国财政的实际状况比表面上看起来的要差很多,使用扩张性财政政策的余地不大。政府债务率一旦超过阈值,反而会降低经济增长速度。第三,货币政策的进一步宽松会加大通货膨胀风险、刺激资产泡沫,而杠杆率过快上升会增加金融部门的系统性风险。

非常有趣的是,朱理治在讨论陕甘宁边区银行政策时表达的许多观点在一定程度上回答了我们今天讨论宏观经济政策时的许多问题。他的相关看法可以归纳为以下四点:

第一,把发展生产放在首位。朱理治指出:“边区的金融上的问题,实质上是财政和贸易问题,而财政和贸易问题。实际上是生产的问题。”

第二,供不应求为物价上涨的根本原因。即便货币供应并未增加,物价上涨也是不可避免的。换言之,朱理治不认为“无论何时何地通货膨胀都是货币现象”。

第三,不拒绝财政赤字的货币融资。朱理治坦承,1941年上半年,边区税收和借款后的财政亏达71%,^①边区银行不得不靠财政赤字货币化来解决问题。

第四,朱理治深知货币供应量同物价上涨之间的关系。但他在控制货币发行量的同时,并不忌惮为发展生产,增加对企业的信贷。

尽管中国目前所面临的问题同朱理治当年已经不可同日而语,但他在陕甘宁边区治理通胀、发展经济的经验依然非常值得借鉴。

当前中国许多经济学家不愿意看到政府采取扩张性财政货币政策,希望尽快退出扩张性财政货币政策,其主要原因是担心中国的杠杆率过高、担心扩张性财政政策导致政府债务与GDP之比进一步上升会最终造成财政危机;扩张性货币政策导致通胀、资产泡沫和系统性危机。这些担心不无道理。但我以为,中国目前的主要问题是经济增长速度过低而不是杠杆率过高,以及可能由此引起的种种问题。中国的企业杠杆率确实很高,但目前还很难说中国企业杠杆率和经济的总体杠杆率已经高到中国不能采取扩张性财政、货币政策,而应把去杠杆作为宏观经济政策目标的地步。我的理由包括:

第一,中国是高储蓄国家,中国的居民储蓄率远高于主要西方发达国家。高储蓄的镜像反映就是高负债,没有政府和企业的高负债中国居民的高储蓄就无法实现,过去几十年来高投资驱动的高经济增长就不会发生。

第二,中国企业杠杆率畸高很大程度上是因为中国的股市不够发达,中国企业部门必须主要依赖银行和债券市场融资。2018年中国股市市值为GDP的47%,与此相对比,美国同年的股市市值是GDP的148%。因而,中国的杠杆率问题主要是结构而不是总量问题。中国的政策着眼点应是改革资本市场,而不是降低杠杆率。

^① 《朱理治小丛书》编辑组编:《朱理治金融论稿》,第18页。

第三,如果杠杆率过高,不良债权率应该很高,但到目前为止,中国商业银行的不良债权率不超过2%,与此相对比,在20世纪90年代末中国银行的不良债权率大概高于25%。由于当时维持了经济高速增长,不良债权问题得以顺利解决。目前,中国商业银行的资本充足率为11.7%,远高于国际清算银行(BIS)的要求。尽管经济困难,商业银行的资本回报率依然高达10%。虽然中国债券市场最近出了一些问题,总体来看还是健康的。

第四,数十年来中国一直维持经常项目顺差。这种情况除说明中国依然是储蓄大于投资外,中国的海外净资产还会进一步增加。中国1.2万亿美元的外汇储备和2.2万亿美元海外净资产是任何国际投机者不敢小觑的威慑力量。中国拥有庞大的国家资产,更是足以抵御可能发生的债务危机。

第五,中国依然具有相当宽裕的货币政策空间。例如,中国10年期国债的收益率依然高达3%以上,一旦发现较为严重的金融风险,央行还有相当大的降息余地。

第六,由于中国的制度安排,中国的银行体系以国有银行为主体,中国依然存在资本管制,很难想象中国会发生大规模银行挤兑现象。中国因杠杆率过高导致系统性危机的阈值应该比一般国家高得多。

第七,20世纪90年代末和21世纪初的经验告诉我们,提高经济增速是降低杠杆率的最有效途径。1999年中国不顾世界银行的警告,坚持扩张性财政政策,同时采取注资和核销不良债权等措施。结果,由于经济的快速增长,高杠杆问题很快就议事日程中消失了。日本20世纪90年代后期的经验则是反例。

就今天的宏观经济政策而言,我的看法是:我们无法确知中国的潜在经济增速到底有多高。在决定经济政策时只能依靠试错法:如果可以判定当前存在产能过剩、有效需求不足、且没有通胀的明显迹象,我们就不必犹豫,就应该采取扩张性宏观经济政策,争取实现尽可能高的经济增速。“发展是硬道理”。过去是这样,在今后相当时间里依然会是这样。

Zhu Lizhi's Thoughts on Public Finance and Inflation Control

Yu Yongding

Abstract: In 1941, the Government of Shensi-Kansu-Ningsia Border Region ran a very large budget deficit. The Border Region Government had to resort to money printing, which, on top of other reasons, in turn created great pressure on inflation in the Border Region. At the same time, the embargo imposed by the Guomindang national government on exports of goods from the regions under its control to the Border Region further increased the inflationary pressure in the Border Region. How to finance the budget deficit while keeping inflation in check was a great challenge the bank of the Shensi-Kansu-Ningsia Border Region had to face. The bank under the leadership of Zhu Lizhi handled the situation very successfully. On the one hand, the bank issued the “banbi” —the fiat money circulated within the Border Region to monetize the budget deficit as well as support economic production within the border region. On the other hand, the bank was very careful in controlling the money supply and minimized the money printing as much as possible. To walk on a tight rope is extremely difficult. But the bank of the Border Region skillfully balanced the need for deficit finance and inflation control, and hence made important contribution the economic development in the border region and the failure of the blockade by the Guomindang Government.

Key Words: Zhu Lizhi, Fiscal Deficit, Inflation, Money Printing

(责任编辑:高超群)