

黄金外汇应该是财政的资产*

胡海鸥 吴芸^①

【摘要】 无论是从历史还是现实出发，美联储买进黄金外汇都是用财政的税收，所以是财政资产，而不是负债换公众的资产，这就不会增加货币发行。如此交易规则是最基本的，也是必须为我国所汲取的，因为我国人民银行买黄金外汇所用的是人民银行新发行的货币，这就不只会引发货币发行的失控，更会有黄金外汇归属不明，而酿成高估抗风险能力的一系列问题。

【关键词】 金证券 国际货币 财政的资产 央行的负债

黄金外汇是不是财政的资产关系到货币发行与流通是否规范有序。发达国家的黄金外汇基本都是国家的资产，而我国的却基本都不是，所以要规范我国的货币发行与流通，首先要从黄金外汇成为财政的资产做起。本文拟证明黄金外汇作为财政资产的条件与机制，以及不作为财政资产的弊端和局限，并提出实现转换的基本思路。

一、财政资产形成的条件与机制

黄金外汇是不是财政的资产，不是取决于理论和提法，而是取决于它用什么钱买。如果使用财政税收的钱买的，它就是国家财政的资产，国家对它有完全的支配权。如果用新发行货币买的，它就不是国家财政的资产，因为货币的持有者对它有要求权。本文以美国黄金外汇的财政所有的起源为分析的起点。

民间的黄金的归属问题可以追溯到 17 世纪。伦敦和阿姆斯特丹的金匠们开展金条保管业务，在金条入库时，金匠们给客户开具自己的金证券（gold certificates），承诺客户可在任何时间索回黄金。因为金证券有足额担保，且计量和运输比黄金方便得多，于是金证券开始像货币一样在欧洲市场上流通起来。在这个阶段，金证券依据黄金发行，黄金归客户所有。尽管，金匠们依据客户的黄金发行金证券，远远超过他们自己的财富量，但是，金证券的发行仍然是有限的，因为它不可能超过地球上的黄金储备量。

民间金证券的发行方式一定会被政府所采纳。南北战争时期，林肯政府急需大量资金，而银行家要收 24~36% 的高利率。林肯为降低成本，于 1863 年签署《国家银行法》（The National Bank Act），批准美国政府发行作为政府债券的林肯绿背币（green back notes）与金证券（gold certificates），筹措金银作军费。此二者发行对财政部资产负债的影响如表 1 所示，财政部的黄金与金证券或绿背币同步增加。只不过金证券背后有 1:1 的黄金抵押，持有者可以随时要求政府兑换黄金，而绿背币没有金银担保，所以不具有兑换功能。美国政府筹措到的黄金，都记在财政部资产科目下，其所有权仍归财政的债权人，即绿背币和金证券的持有者所有。

*本文得到 2010 年度教育部人文社会科学项目的支持，课题号 10YJA790072。也得到上海交大文科科研创新基金项目《我国货币供给机制转轨研究》（课题编号 09TS15）的支持。

^① [作者简介] 胡海鸥，上海交通大学安泰经济与管理学院教授，博士生导师。
吴芸，上海交通大学安泰学院硕士研究生。

表 1 林肯政府发行绿背币和金证券对美国财政账户的影响

美国财政部资产负债表	
资产	负债
+价值\$100 的黄金	+面值\$100 的绿背币
+价值\$100 的黄金	+面值\$100 的金证券

在 1863 年-1866 年期间，因为金证券可以直接兑换金币金条，其价值高于不具有这个功能的绿背币，所以持有者一般不将金证券作为交易工具，但可代替金、银币纳税，所以早期金证券的主要作用有：1.价值储藏；2.纳税工具。

财政部获得纳税的金证券后，随即将其销毁，其损益表和资产负债表如表 2、表 3 变化。即先是税收-金证券增加，同时是资产-金证券与负债-所有者权益都增加，然后销毁金证券，最后将表 1 和表 3 连在一起，其净效应是财政部的黄金对应所有者权益一起增加。此时，公众对黄金的所有权随着纳税而转移为政府，也就是政府用税收买了黄金，所以不再对公众负有黄金债务，黄金所有权完全归政府。

表 2 金证券纳税对财政账户的影响

美国财政部损益表		美国财政部资产负债表	
税收支出	税收收入	资产	负债
	+\$100 金证券	+\$100 金证券	
			所有者权益+\$100

表 3 财政部销毁黄金券对财政账户的影响

美国财政部资产负债表	
资产	负债
+价值\$100 的黄金	+\$100 金证券
	-\$100 金证券
	所有者权益 +\$100

1934 年 1 月美国通过了《黄金储备法案》(Gold Reserve Act)，规定除外国央行，任何人无权用美元向美国政府兑换黄金。自此财政部对公众的黄金债务全部消失，所有金证券属于财政部。财政部购买黄金与赎回金证券对应的账户变化如表 4、表 5 所示，如果是直接购买公众的黄金，则财政部的美元减少。如果是购买公众的金证券，则原本美联储账上资产-黄金对负债-金证券，只不过金证券为公众所有，然后财政部用美元买回金证券并销毁掉。此两种方式的结果都是财政部的黄金增加，美元减少。财政部的美元来自税收，税收是公众手中的钱转换的，而公众手中的钱则为以前美联储所发行。所以在买黄金或金证券的环节上，财政部所用的是流通中的钱，而没有货币发行的增加。

表 4 政府用美元向公众购置黄金的影响

美国财政部资产负债表

资产	负债
+黄金\$100	
-美元\$100	
余额: -	

表 5 政府用美元向公众买入并销毁金证券的影响

美国财政部资产负债表

资产	负债
+黄金\$100	+金证券\$100 (公众持有)
-美元\$100	+金证券\$100 (向公众回收有)
余额: -	-金证券\$100

《黄金储备法案》还授权美国财政部以 1: 1 的黄金资产做担保, 向美联储定向发行金证券, 并通过美联储将其货币化, 当时黄金的价格为每盎司 35.00 美元, 对应财政部和美联储账户的变化如表 6、表 7 所示。

表 6 政府向美联储发行金证券对财政部账户的影响

美国财政部资产负债表

资产	负债
100 盎司黄金	
+美元\$3500	+金证券\$3500

表 7 美联储购买政府的金证券, 增发货币的影响

美联储资产负债表

资产	负债
+金证券\$3500	+财政部存款\$3500

财政部向美联储定向出售金证券, 财政部的资产-黄金与负债-金证券都增加, 美联储资产-金证券与负债-财政部存款增加。

1934 年修改过的《联储法案》(Federal Reserve Act) 规定^①, 如果财政部在国际市场抛售黄金, 造成黄金储备减少, 美联储就要求财政偿付大于黄金储备的金证券。其账户表现如表 8、表 9, 原本财政部账户上有资产-美元与负债金证券, 因为此美元资产是财政部抛售黄金获得的, 金证券负债则是当初买入黄金形成的, 并且已经支付给了美联储。然后, 美联储用美元买回公众的金证券, 并且予以销毁, 最后财政部账上的美元与金证券一起消失了, 账户恢复了初始的平衡^②。同时, 美联储原先的资产-金证券对应负债-财政部存款, 财政部偿还金证券, 造成美联储金证券资产与财政部存款负债的同步同时减少。

^① 《联储法案》第 16 部分第 15 条, 黄金与金证券的贮藏

^② 《联储法案》第 16 部分第 6 条, 抵押品替换及联储货币的退出

表 8 金证券偿付时，财政部销毁金证券
美国财政部资产负债表

资产	负债
① +黄金\$3500	① +金证券\$3500
① +美元\$3500	
② -黄金\$3500	
② +美元\$3500	
③ -美元\$3500	③ -金证券\$3500
余额: +美元\$3500	

表 9 财政偿还金证券，美联储减少货币发行
美联储资产负债表

资产	负债
① +金证券\$3500	① +财政部存款\$3500
	② +财政部存款\$3500
③ -金证券\$3500	③ -财政部存款\$3500
余额:	+财政部存款\$3500

上述过程表明，财政部的黄金增加，金证券增加，货币发行也增加。反之，财政部的黄金减少，金证券与货币发行相应减少。金证券在此过程中只是起到过渡作用，最后是货币发行与黄金对应，财政部买卖黄金用它自己的货币，不会引起货币发行的变化。

1934 年以后，美国的货币银行制度有许多调整，黄金价格也有很大的上扬，但是，其基本账户关系保持不变。即以黄金为对象发行货币不会造成货币供给过多，不仅因为地球上黄金储备有限，与黄金挂钩不会像与商品外汇挂钩那样，导致货币供给的无限增加；更因为财政要用税款买黄金，税款是流通中的货币，央行买金证券投放的货币要靠以前投放的货币来平衡，这就抵消了以前货币发行的增加。更重要的是，财政买黄金是用自己的资产-税款购买的，而不是新发行的货币，所以是资产换资产，而不是负债换资产。这就决定了在债权债务上，美元持有人对黄金没有要求权，因为黄金是政府的，而不是持币人的资产。

尽管，买黄金在美联储的资产负债表中只是很少的一部分，但是，它所表现的交易关系普遍存在于央行和财政买各类资产的交易中，也就是表面上是央行发货币买进财政的资产，在本质上都是财政用自己的税收买进，因为央行只是给财政短期融资，使其提前使用财政未来的税收，所以这些资产也都为财政所有，而不是财政对央行或公众的负债。同样的交易关系也表现在美联储的外汇买入中

1934 年《黄金储备法案》还为美国财政部设置下属机构外汇平准基金（ESF, Exchange Stabilization Fund）提供法律依据，它允许财政部长为稳定汇率，买卖外汇和其他信贷工具。1978 年，根据与 IMF 的协议，美国修改了《黄金储备法案》，允许外汇平准基金向外国政府或货币当局提供短期信贷。ESF 为营利性机构，其初始资金由财政部发行债券筹集，后期资金主要来自于经营收益。其最新资产负债表如表 10 所示。

表 10 ESF 资产负债表			单位：百万美元	
	金额	资产占比		金额
SDR	54,086	53%	SDR 证券	5,200
政府证券	22,684	22%	SDR 配置	53,336
外汇	25,137	25%	SDR 累计应付款	6
欧元	13,265	13%	总负债	58,542
日元	11,872	12%	资本金	200
总资产	101,907	100%	留存收益	43,165
			权益	43,365
			负债与权益	101,907

数据来源：美国财政部，2012 年 6 月

纽约联储外汇交易柜台每日会根据市场信息进行数次外汇交易，以实现对外汇的干预。但是联储既不担保，也不增加基础货币。表 10 所示，ESF 负债为资产总额的近 60%，而权益为 40%多，其中并没有与货币发行相关的科目。更重要的是如果 EFS 用 100 美元资产向香港当局换购 778 港币外汇，其在财政部和美联储账户上的反应如表 11、12 所示，都是资产换资产，负债没有增加，基础货币供给不变。

表 11 EFS 换汇对财政账户的影响
财政部(EFS)资产负债表

资产	负债
-	
US\$100	
+	
HK\$778	

表 12 EFS 换汇对联储账户的影响
美联储资产负债表

资产	负债
- US\$100	财政存款： -
	US\$100
	+
+ HK\$778	HK\$778
	余额 -

尽管，美联储买卖黄金外汇占其资产份额的比例很小，但是，其交易的基本规则和原理具有非常普遍的意义。即由美联储完成的黄金外汇交易，所用的都不是新发行的货币，而是已经发行，并属于财政的货币，所以如此交易一般不影响货币供给。即使用金证券买黄金，作为负债的金证券也只能短期存在，它会很快地随着财政动用税收的偿还而迅速消失，货币供给也就很快地回到原来的水平上。因为美联储是用财政的资产，而不是美联储的负债换公众的资产，所以美联储买入的黄金外汇都归财政所有，而不是政府对公众的负债。所有这些归纳起来就是一句话，国家机构与公众的交易都只能用自己的资产，而不是负债来进行，交易的结果要实现产权的转移，而不是政府持有可以不偿还的负债。

二、人民银行的黄金外汇不是财政的资产

根据《中国人民银行法》的解释，黄金外汇为央行结售汇所得，作为央行的资产，央行有权对其进行经营和管理。尽管，人民银行黄金外汇资产增加带动“等额”负债的增加，人民银行却并不负有对公众偿还黄金外汇的责任，这使得黄金外汇实质上归人民银行所有。这样的关系不仅不为现代货币发行制度的债权债务关系所支持，而且一定会阻碍我国经济的可持续发展。人民银行黄金外汇买卖的账户关系如表 10 所示。

表 13 外管局购置黄金外汇时对央行账目的影响

中国人民银行资产负债表		注释
资产	负债	
+外汇\$100	+人民币发行 635 元	贸易顺差 100 美元结售汇时，人民币相应发行
-外汇\$100	-人民币发行 635 元	贸易逆差 100 美元，人民币相应减少，但是我国持续顺差 20 年了。
+黄金 1 克	+人民币发行 350 元	央行收购公众的黄金，人民币相应发行； 公众向央行买黄金，人民币相应减少。
-黄金 1 克	+人民币发行 350 元	
-外汇\$1700		用 1700 美元外汇资产购买黄金，外汇资产减 少\$100，人民银行的黄金资产增加。
+黄金 1 盎司		

显然，我国政府买进国内公众的外汇黄金的资产负债关系比美国简单明了得多了，买外汇不需要建立外汇平准基金，买黄金也不需要财政发行金证券，只要人民银行直接发人民币就可以。如果黄金外汇减少，人民币的发行也减少。除了人民银行在国际市场上买黄金，使用外汇资产换黄金资产外，其余国内的黄金外汇交易都是用负债换资产。因为在国际市场上用外汇买黄金的量非常有限，且用来购买黄金的外汇又是用人民币换来的，所以在国内市场上用人民币买黄金外汇的关系在相关交易中占据主导地位。

既然人民银行用自己的负债-人民币换黄金外汇，那么按照现代的债权债务关系，人民银行的黄金外汇就不是人民银行的资产，更与国家财政无关，而是人民币持有人的资产。所以公众在债权债务上对黄金外汇有要求权，尽管，我国法律并不支持持币人对人民银行要求兑现。这样的货币发行制度在短期中有利于政府迅速地聚集财富，集中力量办大事，但是，在长期中，这样的发行后患无穷，其主要表现在以下几个方面。

货币发行缺乏有效的约束。因为人民银行用负债换资产，且无需考虑偿还，与我国巨大的商品出口能力相结合，决定了人民币发行具有无限性，由此会产生许多非常复杂的问题。首先，这对社会公众不公平。因为人民银行是用印出来的负债凭证，换公众流血流汗挣的外汇黄金。这种不公平性不仅直接表现为人民币发行过多而加剧通胀，而且用越来越贬值的人民币换外汇，从而加剧交易的不公平性。

其次，阻碍人民币成为国际货币。发达国家的货币发行都以税收或其他属于政府的真实的资产为担保，而不像人民币以买入的公众资产为担保。发达国家很难理解政府可以用公众

的资产作为自己负债发行的担保，更不容易接受没有政府资产含量的货币。尽管，政府对外资保障人民币对美元的兑换，但是人民币还是很难成为世界普遍接受并储存的国际货币。

其三，扰乱人民币发行循环的秩序。外汇多带动人民币发行多，人民币无法升值到位，国际收支顺差持续存在，人民币发行更多。出口商品有很大部分为派生存款转化，变成外汇后又可转换成人民币，成为商业银行进一步派生的基础，这又造成货币供给扩张性循环。买外汇的货币发行不会像买国债那样消失，而只会退出流通，但却停留在人民银行账上，累积成危险的资金堰塞湖。

其四，削弱应对国际收支逆差的能力。如果外汇储备是国家的资产，我国 3.3 万亿外汇储备有很强的应对国际收支逆差的能力。但实际上我国外汇储备并非国家的资产，国家可以拒绝或限制国内公众的外汇兑现，但却不能拒绝外资企业的要求，一旦国际收支发生风吹草动，政府实际可支配的外汇将相当有限。如果以为我国的外汇也是国家的资产，则会酿成夸大我国偿债能力的风险。

其五，中断产权明晰的市场化改革。市场经济运行的最重要的前提和保障是产权明晰，其重要方面是政府不能无偿地占有公众的资产，如果在货币发行上保留这种做法，其他各级机构也会学样，用各种名义占有公众资产，从房屋强拆到制造污染而不给补偿都是产权模糊的结果，这就势必阻碍改革的深化。

此外，还有其他许多问题，从利率市场化到金融产品创新等等许多，我国的经济金融运行就很难走上国际规范的轨道。

三、人民币发行方式应当转换

我国货币发行流通的所有弊端归根到底在于人民银行用负债换资产，如果能用资产换资产，则人民银行拥有的黄金外汇都是人民银行的，而不是公众的资产，有关货币发行流通的上述所有弊端都将不会发生。而要改变发行方式，这要对照中美央行的资产负债表的结构，从中找出差别的所在，及转换的理由。

美国主要采取买国债发货币的方式，如表 11 所示，美联储持有的有价证券为 91.2%，其中绝大部分是美国政府和联邦机构的债券，这就表明美元发行的绝大部分以买有价证券的方式来进行。因为美国政府和联邦机构等的债券要以未来的税收为担保发行，而且美联储只能买公众手中的国债，这就决定了不仅财政的国债发行要受未来税收的制约，而且美联储的购买还要受公众的购买力和抛售意愿的制约，所以美元的发行有上限。因为税收是国家的资产，美元是国家的负债，以国家的资产为国家负债的担保不仅可以实现资产负债的平衡，而且可以制约负债的扩张。以这样的货币买进黄金外汇，实际上都是用税收买进，因此也都是财政的资产。

表 14 美联储资产构成 单位：十亿美元

	金额	比重
有价证券	2,613	91.2%
美国政府债券	1,667	58.2%
联邦机构债券	91	3.18%
抵押支持债券	855	29.8%

隔夜拆借	12	0.42%
购买抵押支持债券净承诺	31	1.08%
流动性掉期	27	0.94%
对特殊机构的支持	15	0.52%
总资产	2,866	100%

数据来源：美联储，2012 年 7 月资产负债表

我国则是买外汇发货币的方式，从表 12 中可以看到，外汇和外汇资产要占到央行资产的 84.38%；而国债的比重不足 5.4%。由于多年的持续顺差，我国外汇资产增长很快，目前的外汇存量是 1995 年 6523 亿元外汇的 36 倍。因为外汇为我国出口企业挣来，不是国家的资产，而人民币却是国家的负债。用公众的资产作为国家负债的担保，这势必会导致货币发行无限，因为企业出口创汇能力趋于无穷大。而且，人民银行无需考虑偿还，所以人民银行至少没有发行的制度制约。如此发行的人民币因为不代表政府的税收，用人民币买进的黄金外汇也就都不是财政的资产。

表 15	我国央行资产构成	单位：亿元	
	金额	比重	
货币外汇	235221.27	82.7%	
黄金外汇	669.84	0.24%	
其他国外资产	4090.77	1.44%	
对政府债权	15313.69	5.38%	
对其他存款性公司债权	11820.33	4.15%	
对其他金融性公司债权	10625.94	3.73%	
对非金融性部门债权	24.99	0.01%	
其他资产	6813.43	2.39%	
总资产	284580.27	100%	

数据来源：中国人民银行，2012 年 7 月货币当局资产负债表

可见，要改变我国的货币发行方式就必须是将买外汇转移到买国债上来，黄金外汇才能成为财政的资产，我国货币发行和循环才能规范有序。而要实现这个转换，不仅是转换货币政策操作的标的，由买外汇转向买国债，更是关系我国财政货币制度的再造。因为只有构建财政和央行关系的新平台，才能完成这样的转换，这个平台需要财政拨足人民银行资本金，明确人民银行负债为资本金的倍数；财政要依据未来税收发行国债，人民银行只能买二手国债，还有很多很多。本文只是提出国家用负债换资产的弊端，以及向资产换资产转换的思路，而不做具体操作的展开。

(上海交通大学安泰经济与管理学院，上海，200030)