

# 马克思主义政治经济学人民币国际化研究\*

## ——兼论人民币跨境使用的外汇意涵

林楠

**〔摘要〕**马克思主义政治经济学是马克思主义的重要组成部分,是我们坚持和发展马克思主义的必修课。在马克思开放型世界经济理论体系中,“对外贸易”和“世界市场”具有重要地位。本文对马克思国际金融理论相关问题进行了分析梳理,主要是从世界货币国际循环、世界市场考察汇率决定、资本外流、国际交换关系以及与国际交往有关的外汇问题。通过马克思资本循环理论分析拓展,基于“生产—市场—货币”分析框架,将人民币国际化战略纳入供给侧结构性改革。从世界货币与世界市场视角,本文对人民币国际化、国际国内双循环下国际收支平衡以及外汇跨境流转问题进行了梳理。在此基础上,进一步分析了人民币跨境使用的外汇意涵,并给出了本外币政策协调的相关政策建议。

**关键词:**开放型世界经济 资本循环 人民币国际化 本外币政策协调

**JEL 分类号:**B14 F32 G32

百年未有之大变局下,各国共处一个世界,共同发展是持续发展的重要基础,不同国家相互帮助共同解决面临的突出问题,是世界经济发展的客观要求<sup>①</sup>。进入2020年,在新冠肺炎疫情全球蔓延下,尽管跨境商贸活动受阻,金融市场剧烈震荡,中国仍然继续坚定不移扩大改革开放。进入“新时代”,中国经济高质量发展需要更多地依靠创新驱动和效率提升,继续推动建设开放型世界经济。这不仅为更好地利用“两个市场、两种资源”创造了新的条件与空间,也对金融资源更有效地识别并承担风险,提高资源配置效率提出了新的要求。党的十九届四中全会明确提出“稳步推进人民币国际化”。在经济逆全球化、金融全球化大背景下,大国崛起须善用国际国内“两个市场、两种资源”,如何使人民币成为世界货币,如何选择恰当的货币状态提升路径,为中国经济可持续发展寻找有效的增长引擎,创造更有利的货币汇率机制,具有非常重要的战略意义,也是当前极为紧迫的重要现实问题。面对当前极其复杂的国内外经济形势,面对纷繁多样的经济现象,深入学习马克思主义政治经济学基本原理和方法论,有利于我们掌握科学的经济分析方法,认识经济运动过程,把握社会经济发展规律,提高驾驭社会主义市场经济能力,更好回答新时代我国经济发展的理论和实践问题<sup>②</sup>。正如习近平总书记重要讲话指出,马克思主义政治经济学是马克思主义的重要组成部分,也是我们坚持和发展马克思主义的必修课<sup>③</sup>。

\* 林楠,中国社会科学院金融研究所,副研究员;国家金融与发展实验室研究员,中国人民大学国际货币研究所兼职研究员。本文得到国家社科基金一般项目“中国经济新时代与全球货币体系新格局下人民币国际化战略研究”(项目批准号:18BJL108)的支持。

① 参见中共中央党史和文献研究院:《习近平关于中国特色大国外交论述摘编》,中央文献出版社,2020年1月第1版,第31页。

② 参见中共中央文献研究室:《习近平关于社会主义经济建设论述摘编》,中央文献出版社,2017年6月第1版,第327页。

③ 参见中共中央宣传部:《习近平总书记系列重要讲话读本》,学习出版社、人民出版社,2016年版第35页。

## 一、马克思开放型世界经济理论溯源

为了探究本原、弄清具体状况,须确立相应标准,以符合一般性和理论性要求。马克思曾指出,“只有对外贸易,只有市场发展为世界市场,才使货币发展为世界货币,抽象劳动发展为社会劳动。抽象财富、价值、货币、从而抽象劳动的发展程度怎样,要看具体劳动发展为包括世界市场的各种不同劳动方式的总体的程度怎样”<sup>①</sup>。正是以这样的态度和方法,马克思在《政治经济学批判》写作中才有了从1857年的“五篇结构”发展为1858年的“六册计划”的转变。其中,“对外贸易”和“世界市场”在开放型世界经济理论中具有重要地位,旨在对资本主义进行全面考察的总结。尽管马克思的“六册计划”没有完成,但留下了宝贵的理论遗产。

### (一)“五篇结构”

在马克思相关著作中“五篇结构”出现三次。第一次,在《〈政治经济学批判〉导言》中,马克思强调“应当这样来分篇:(1)一般的抽象的规定,因此它们或多或少属于一切社会形式,不过是在上面所阐述的意义上。(2)形成资产阶级社会内部结构并且成为基本阶级的依据的范畴。资本、雇佣劳动、土地所有制。它们的相互关系。城市和乡村。三大社会阶级。它们之间的交换。流通。信用事业(私人的)。(3)资产阶级社会在国家形式上的概括。就它本身来考察。‘非生产’阶级。税。国债。公共信用。人口。殖民地。向国外移民。(4)生产的国际关系。国际分工。国际交换。输出和输入。汇率。(5)世界市场和危机”<sup>②</sup>。

第二次,在《政治经济学批判(1857-1858年手稿)》的货币章后面再次提到了“五篇结构”,“在考察交换价值、货币、价格的这个第一篇里,商品始终表现为现成东西。……但是,商品世界通过它自身便超出自身的范围,显示出表现为生产关系的经济关系。因此,生产的内部结构构成第二篇。[资产阶级社会]在国家上的概括构成第三篇,[生产的]国际关系构成第四篇,世界市场构成末篇”;在末篇中,生产以及他的每一个要素都被设定为总体,但是同时一切矛盾都展开了。于是,世界市场又构成整体的前提和承担者。于是,危机就是普遍指示超越这个前提,并迫使采取新的历史形态”<sup>③</sup>。

第三次,在《政治经济学批判(1857-1858年手稿)》的资本章提到了“五篇结构”,“……然后是国家。(国家和资产阶级社会。——赋税或非生产阶级的存在。——国债。——人口。——国家对外:殖民地。对外贸易。汇率。货币作为国际铸币。——最后,世界市场。资产阶级社会越出国家的界限。危机。以交换价值为基础的生产方式和社会形式的解体。个人劳动实际成为社会劳动以及相反的情况。”<sup>④</sup>

### (二)“六册计划”

按照马克思的构想,他在《政治经济学批判》写作过程中进一步形成了“六册计划”,即在《政治经济学批判》导言和货币章的五篇结构中加入新的资本章,发展为六册计划。在《政治经济学批判》第一分册序言中,马克思指出“我考察资产阶级经济制度是按照以下的顺序:资本、土地所有制、雇佣劳动;国家、对外贸易、世界市场”<sup>⑤</sup>。具体而言,第1册考察资本,并且想在阐述资本之前先写若干绪论性章节;第2册——土地所有制;第3册——雇佣劳动;第4册——国家;第5册——

① 《马克思恩格斯全集》第三十五卷,人民出版社,2013年版,第226页。

② 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第50-51页。

③ 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第180-181页。

④ 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第221页。

⑤ 《马克思恩格斯全集》第三十一卷,人民出版社,1998年版,第411页。

对外贸易;第6册——世界市场;第1册预定包括四篇,分别考察资本一般、竞争、信用、股份资本,而被马克思成为“资本一般”的第一篇则包括三章:(1)价值,(2)货币,(3)资本<sup>①</sup>。其中,《对外贸易》主要研究“生产的国际关系。国际分工。国际交换。输出和输入。汇率。”<sup>②</sup>可见,国际经济关系、国际分工、国际流通循环、汇率等是马克思原计划在《对外贸易》分册中研究的核心问题。此外,《世界市场》分册主要研究“世界市场和危机。”<sup>③</sup>《世界市场》可从狭义(各国经济往来形成的市场)和广义(从世界范围来考察资本主义经济体系)两个角度来研究世界市场和世界资本主义的总危机。

### (三)对外贸易

马克思认为,资本主义的本质特征是世界性<sup>④</sup>。正如马克思和恩格斯在《共产党宣言》中所指出,“不断扩大产品销路的需要,驱使资产阶级奔走于全球各地。它必须到处落户,到处创业,到处建立联系。资产阶级,由于开拓了世界市场,使一切国家的生产和消费都成为世界性的了”。“过去那种地方的和民族的自给自足和闭关自守状态,被各民族的各方面相互往来和各方面的相互依赖所代替了”<sup>⑤</sup>。在此基础上,马克思进一步指出,“对外贸易和世界市场既是资本主义生产的前提,又是它的结果”<sup>⑥</sup>。资本主义生产建立在价值上。或者说,建立在包含在产品中的作为社会劳动发展上。但是,这一点只有在对外贸易和世界市场的基础上(才有可能)<sup>⑦</sup>。一方面,“同一对外贸易在国内会使资本主义生产方式得到发展,从而使可变资本同不变资本相比相对减少,另一方面,对国外来说,它引起生产过剩,因而以后又起反作用”<sup>⑧</sup>。此外,“对外贸易——通过使用价值的多样化和商品量——也是累积过程中的重要因素”<sup>⑨</sup>。

马克思在《资本论(第三卷)》中指出,“对外贸易一方面使不变资本的要素变得便宜,一方面使可变资本转变成的必要生活资料变得便宜,就这一点说,它具有提高利润率的作用,因为它使剩余价值率提高,使不变资本价值降低。一般说来,它在这方面起作用,是因为它可以使生产规模扩大。因此,它一方面加速积累,但是另一方面也加速可变资本同不变资本相比的相对减少,从而加速利润率的下降。同样,对外贸易的扩大,虽然在资本主义生产方式的发展中,由于这种生产方式的内在必然性,由于这种生产方式要求不断扩大市场,它成为这种生产方式本身的产物”<sup>⑩</sup>。马克思认为,“投在对外贸易上的资本能提供较高的利润率,首先因为这里是和生产条件较为不利的其他国家所生产的商品进行竞争,所以,比较发达的国家高于商品的价值出售自己的商品,虽然比它的竞争国卖得更便宜。”换言之,“这种国家所付出的实物形式的对象化劳动多于它所得到的,但是它由此得到的商品比它自己所能生产的更便宜”<sup>⑪</sup>。

### (四)世界市场

在马克思的有关著作中,确立了两种相互联系又有区别的世界市场概念:一是狭义世界市场。狭义的世界市场是指各国经济往来所形成的市场。正如马克思所指出“世界市场不仅是同存在于

① 《马克思恩格斯全集》第三十一卷,人民出版社,1998年版,第647页。

② 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第50页。

③ 马克思《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第50页。

④ Gilpin, R. (1987); *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press.

⑤ 马克思、恩格斯:《共产党宣言》,人民出版社,2014年版,第31页。

⑥ 《马克思恩格斯全集》第三十五卷,人民出版社,2013年版,第226页。

⑦ 《马克思恩格斯全集》第三十五卷,人民出版社,2013年版,第226页。

⑧ 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第266页。

⑨ 《马克思恩格斯全集》第三十六卷,人民出版社,2015年版,第336页。

⑩ 马克思:《资本论》第三卷,人民出版社,2004年版,第264页。

⑪ 马克思:《资本论》第三卷,人民出版社,2004年版,第264、265页。

国内市场以外的一切外国市场相联系的国内市场,同时也是作为本国市场的构成部分的一切外国市场的国内市场”<sup>①</sup>。二是广义世界市场。广义的世界市场是指从世界范围来考察的资本主义经济体系。作为资本主义生产方式的最大的总体概念,广义世界市场是“资产阶级社会越出国家的界限”形成资产阶级国际社会,国内资产阶级的生产关系发展成为“生产者国家关系”。“生产和交换经济条件,在我们的时代,它们结合于世界市场这一概念之中”<sup>②</sup>。此外,马克思指出,“一般说来,世界市场是资本主义生产方式的基础和生活环境。但资本主义生产的这些比较具体的形式,只有在理解了资本的一般性质后,才能得到全面的说明”<sup>③</sup>。正如马克思指出,“生产力——财富一般——从趋势和可能性来看的普遍发展成了基础,同样,交往的普遍性,从而世界市场成了基础”<sup>④</sup>。

从历史来看,马克思、恩格斯在《德意志意识形态》中认为“各个相互影响的活动范围在这个发展进程中越是扩大,各民族的原始封闭状态由于日益完善的生产方式、交往方式以及因交往而自然形成的不同民族之间的分工消灭得越是彻底,历史也就越是成为世界历史”<sup>⑤</sup>。对于历史的产生史,马克思认为产品向商品、商品向货币、货币向资本的各个不同历史性转化是同时缠绕在一起并同时完成,但在逻辑上应以产品→商品→货币→资本的形态展开过程来把握这种重叠的历史的产生史。此外,马克思在《资本论(第三卷)》中进一步指出,“商业的突然扩大和新世界市场的形成,对旧生产方式的衰落和资本主义生产方式的勃兴,产生过压倒一切的影响,那么,这种情况反过来是在已经形成的资本主义生产方式的基础上发生的。世界市场本身形成这个生产方式的基础”<sup>⑥</sup>。总之,正如马克思所指出,“创造世界市场的趋势已经直接包含在资本的概念本身中”<sup>⑦</sup>。

## 二、对马克思国际金融理论相关问题的思考

马克思很赞同格莱斯顿这句话“受恋爱愚弄的人,甚至还没有因钻研货币本质而受愚弄的人多”<sup>⑧</sup>。货币直接是社会劳动,是马克思的货币本质观。马克思认为:“只要货币仍然是一种重要的生产关系,那么,任何形式货币都不可能消除货币关系固有的矛盾(即产品同时作为货币本身的关系的内在矛盾)”<sup>⑨</sup>。“如果从生产的总体上来考察生产,货币关系本身就是生产关系。”<sup>⑩</sup>

### (一)从货币的本质与职能到信用和虚拟资本

从货币出发,货币的本质属性是什么?从货币职能角度看,马克思如何提出了世界货币的概念?马克思认为,价值尺度和流通手段是货币的基本职能,对于世界货币,是在商品流通超出国界后产生的。马克思创造性地归纳出货币的五种职能,但是对于货币职能,马克思在叙述体系上却不是并列的。对此,在《资本论》第一卷第三章中,“货币或商品流通”的结构如下:(1)价值尺度;(2)流通手段;(3)货币:(a)货币贮藏、(b)支付手段、(c)世界货币。正如马克思所指出:“一种商品变成货币,首先是作为价值尺度和流通手段的统一。换句话说,价值尺度和流通手段的统一是货币。”

① 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第239页。

② 《马克思恩格斯全集》第二十二卷,人民出版社,1965年版,第388页。

③ 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第126页。

④ 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第388页。

⑤ 马克思、恩格斯:《德意志意识形态(节选本)》,人民出版社,2003年版,第33页。

⑥ 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第371页。

⑦ 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第239页。

⑧ 《马克思恩格斯全集》第三十一卷,人民出版社,1998年版,第458页。

⑨ 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第69页。

⑩ 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第167页。

因此,贮藏手段和支付手段只是在商品生产和商品交换有了一定程度的发展后才产生的,世界货币则是在商品流通跨越国界后才产生的。

货币作为资本的借贷和使用的不同之处在于,货币不仅仅用来购买我们需要的东西或者服务,而且可以用这些钱来赚更多的钱。从信用的特征来看,正如《资本论》第三卷“生息资本”章中明确指出:“这个运动——以偿还为条件的付出——一般地说就是贷和借的运动,即货币或商品的只是有条件让渡的这种特有形式的运动”<sup>①</sup>。在此基础上,国与国之间资金跨境流转,则进一步体现了国际信用。此外,对于生息资本而言,值得注意的是,其中,债券、股票不是产业资本的三种形态其中的任何一种,它们不参与物质生产与价值创造,所以被马克思称为“虚拟资本”。正如马克思指出的,虚拟资本(这种资本是交易所投机的对象,而且事实上不过是对部分年税的某种权利的买卖)不能用生产资本的简单概念去说明<sup>②</sup>。马克思这里所说的“虚拟资本”是指国债资本,也就是说,国家(资产阶级的或地主资产阶级的)把贷款不是作为资本支出,而是从居民那里征收的税款来支付利息<sup>③</sup>。

## (二)从世界货币的国际流动来考察汇率决定

在马克思所处的时代,贵金属作为世界货币,通过世界市场与国内市场相互连接完成其国际运动。在世界市场上,当时只有贵金属才是真正的世界货币,而世界货币流通与汇率关系极大。伴随国际信用关系的发展,国与国之间的债务结算也可用信用货币通过相互抵消的方式进行,在此过程中也就产生了不同国家货币之间的兑换比价,即汇率问题。“众所周知,汇率是货币金属的国际运动的晴雨表”<sup>④</sup>。由此可见,马克思肯定了休谟在18世纪提出的汇率是货币金属的国际运动的晴雨表的观点,并区分了汇价与平价的不同。马克思进一步指出,在金本位制下,汇率是两国货币以其内在的含金量为基础而确立的交换比例。“在世界市场上,占统治地位的是双重价值尺度,即金和银”<sup>⑤</sup>。如果一国用金、一国用银作为各自货币,则两种金属价值之比就构成了平价。

此外,“金银的流动是二重的。另一方面,金银又在不断往返于不同国家的流通领域之间,这是一个随着汇率的不断变化而产生的运动”<sup>⑥</sup>。值得注意的是,这不仅是“汇率”在马克思《资本论》中的第一次出现,而且也意味着汇率变化决定了跨境资金流动的走向。

总之,马克思较详细地分析了汇率和世界货币输入输出的相互关系,一方面,世界货币的输入输出会对汇率产生影响,输出国利率上升、输入国增加其对进口商品的消费都可能会影响汇率。另一方面,尽管影响汇率的项目很多,且影响有正有反,会有相互抵消的可能,但值得注意的是,马克思在《资本论》中明确指出,造成汇率发生变化的原因是“支付差额”,而不论造成这种差额的是什么原因。

## (三)世界市场下国际交换与国际价值

马克思从国际价值揭示国与国之间的国际交换关系。马克思指出,“价值规律在其国际范围的应用,还会由于下述情况而发生更大变化:只要生产效率较高的国家没有因竞争而被迫把它们的商品的出售价格降低到和商品的价值相等的程度,生产效率较高的国民劳动在世界市场上也被算作强度较大的劳动”<sup>⑦</sup>。在国际价值规律的作用下,不同国家在同一劳动时间内所生产的同种商品

① 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2014年版,第389页。

② 《马克思恩格斯全集》第三十五卷,人民出版社,2013年版,第117页。

③ 《马克思恩格斯全集》第三十五卷,人民出版社,2013年版,第431页。

④ 马克思:《资本论(第三卷)》,人民出版社,2004年版,第651页。

⑤ 马克思:《资本论(第一卷)》,人民出版社,2004年版,第167页。

⑥ 马克思:《资本论(第一卷)》,人民出版社,2004年版,第167、169页。

⑦ 引自马克思《资本论(第一卷)》,人民出版社,2004年版,第645页。

的不同量,有不同的国际价值,从而表现为不同的价格。马克思特别注意劳动生产率在不同国家的差别,由此引出商品的国别价值和国际价值的差别,并认为生产效率较高的国家在同一劳动时间内生产的产品数量较多,按商品的国际价值出售后得到的货币额就多。国际价值的本质是国际价值中所体现的国家与国家之间的国际交换关系。对此,马克思认为,“一个国家的资本主义生产越发达,那里的国民劳动强度和生产率,就越超过国际水平。因此,不同国家在同一劳动时间内所生产的同种商品的不同量,有不同的国际价值,从而表现为不同的价格,即表现为按各自的国际价值而不同的货币额。所以,货币的相对价值在资本主义生产方式发达的国家里,比在资本主义生产方式不太发达的国家要小”<sup>①</sup>。这表明发达国家生产的产品在世界市场上比在国内市场上,实现的价值较大,换得的货币也较多。

#### (四)世界货币与国际交往的外汇问题

“随着货币发展为世界货币,商品所有者也就发展为世界主义者。人们彼此见的世界主义的关系最初不过是他们作为商品所有者的关系。商品就其本身来说是超越一切宗教、政治、民族和语言的限制的。它们的共同语言是价格,它们的共同体[Gemeinwesen,共性]是货币。但是,随着同国家铸币对立的世界货币的发展,商品所有者的世界主义就发展为对实践理性的信仰,而与阻碍人类物质变换的传统的宗教、民族等等成见相对立”<sup>②</sup>。“生产交换价值本身的直接劳动就是雇佣劳动。凡是货币本身不是共同体的地方,货币必然使共同体瓦解”<sup>③</sup>。在国际交往中涉及的货币问题,在很大程度上是外汇问题。从外汇发挥货币职能看,历史上,“金银在建立世界市场方面起了重要的作用”,马克思认为“在发达的贸易中,金银的贸易却成为和整个生产等等有本质联系的一个要素”,“货币的出现不再是为了交换剩余物,而是为了结算国际商品交换总过程中的差额”<sup>④</sup>。

此外,正如马克思指出“货币的使命是要留在流通中当流通车轮;充当周而复始地进行流通的永动机”<sup>⑤</sup>。以及“所谓货币的循环,呈现在我们面前的,不过是我们一切点上都能看到货币的出现和消失,看到它的不息的位置变换”<sup>⑥</sup>。值得注意的是,外汇的形态变化与国际货币体系的历史演进息息相关。尽管历史上的金银现在已不再发挥曾经外汇的职能,如今的外汇形态已发生巨大变化,国际信用体现着国与国之间的国际资本流动,而国际资本流动反映的是虚拟资本在国家之间的循环流转。在此过程中,外汇仍然像当年金银在世界市场范围内循环流转那样,周而复始、川流不息。

### 三、从马克思资本循环理论看世界货币国际循环

马克思和恩格斯(1848)在《共产党宣言》中指出,世界市场的开拓,使一切国家的生产和消费都成为世界性,过去那种地方的和民族的自给自足和闭关自守状态,被各民族的各方面相互往来和各方面的相互依赖所代替了<sup>⑦</sup>。如前所述,马克思在《政治经济学批判》写作过程中形成了“六册计划”,其中,第1册——资本,第2册——土地所有制,第3册——雇佣劳动,第4册——国家,第5册——对外贸易,第6册——世界市场。伴随着外汇在世界各国、各地区流动,从而使全球金融市场日趋开放,金融全球化成为大势所趋,而金融全球化趋势的发展,又是以跨境资金流动为先导的。

① 引自马克思《资本论(第一卷)》,人民出版社,2004年版,第645页。

② 《马克思恩格斯全集》第三十一卷,人民出版社,1998年版,第547页。

③ 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第177页。

④ 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第180页。

⑤ 《马克思恩格斯全集》第三十卷,人民出版社,1995年版,第152-153页。

⑥ 《马克思恩格斯全集》第三十一卷,人民出版社,1998年版,第496页。

⑦ 马克思、恩格斯:《共产党宣言》,人民出版社,2014年版,第31页。

对于世界货币国际循环,其影响因素显然是多方面的,但从深层次来看,从马克思主义政治经济学视角分析来看(主要涉及的是第6册),特别是把世界货币国际循环置于世界市场等理论基础上进进一步考察会有怎样别致演绎?从安全维度来看,人民币国际化战略关键是要努力提供“无危机增长-安全大市场-安全资产”的“三位一体”全球公共品供给的新模式。

### (一)基于马克思资本循环三阶段和三种形态分析的拓展

资本只有在不间断的循环运动中才能保存自己并生产和实现剩余价值,产业资本只有在循环运动中才能实现其获取剩余价值的目的。产业资本作为投在生产领域、能够产生出剩余价值的资本,在循环运动中依次经过购买、生产和出售三个阶段。资本运动正是包含着以上三个阶段的循环过程。以G代表货币资本,W代表商品资本,P代表生产资本,资本循环就其连续性而言,运动的每一个阶段既可能是循环的出发点,也可能是循环的中间环节,又可能是循环的终点。资本循环运动中,资本的每一种形态,每经过三个转化阶段( $G \rightarrow P, P \rightarrow W', W' \rightarrow G'$ )就重现一次,也即循环了一次。产业资本有三种形态,因而资本循环也有三种形式,即货币资本循环过程(简称为 $G \cdots G'$ );生产资本循环过程(简称为 $P \cdots P$ );商品资本循环过程(简称为 $W' \cdots W'$ ),见式(1):

$$\begin{array}{c} P \cdots P \\ \hline G-W \cdots P-W' \quad -G' \quad \cdot \quad G-W \cdots P \cdots W' \quad -G' \\ \hline G \cdots G' \quad W' \quad \cdots W' \end{array} \quad (1)$$

资本循环作为连续的运动,都通过生产过程和流通过程,价值增值是资本运动的目的和动机。其中,货币资本的循环显示出资本循环的目的是为了价值增值,生产资本的循环表明资本循环是一个再生产过程,商品资本的循环表明资本循环包含着生产和消费。将式(1)中货币资本循环( $G \cdots G'$ ),生产资本循环( $P \cdots P$ )和商品资本循环( $W' \cdots W'$ )分别对应并简化加总为“货币”、“生产”和“市场”过程,并将它们首尾相连,即将式(1)折叠后,可以进一步得到“生产-市场-货币”的“三位一体”。其中,“生产”对应的是生产资本循环( $P \cdots P$ ),在微观上刻画企业存在,在宏观上是生产能力、产能及特定时点经济增长某“切面”的抽象;“市场”对应的是商品资本循环( $W' \cdots W'$ ),在刻画微观上消费者存在,在宏观上是市场体系、市场化、供求关系的综合;“货币”对应的是货币资本循环( $G \cdots G'$ ),是货币、信贷和金融体系循环流转的货币概括。

对于人民币国际化,遵循马克思“生产的国际关系。国际分工。国际交换。输出和输入。汇率”。理论逻辑,借鉴马克思资本循环的三阶段和三种形态分析,可进一步构建将人民币国际化战略纳入供给侧结构性改革之下的“生产-市场-货币”的大分析框架。从“实体”层面看,世界货币的国际循环与实体经济相关联,涉及的国际流动性(世界货币)是在国际生产的全球供应链、价值链中流转的长期资金,通过国内市场与世界市场开放链接,并且伴随加工贸易和FDI利润汇回等方式实现价值增值后循环流转回流到世界货币国,形成与国内产业资本循环方向一致的国际大循环。从“金融”层面看:外汇资金(特别是其中跨境短期资金)流动与金融运行密切相关。对于跨境短期资金流动,其作为生息资本(借贷资本)的循环,与产业资本循环方向正好相反:“货币→生产→市场→货币”国际循环流转,对应着资本形成累积过程中表现价值增值的资金流转;与之相对应的是沿着全球价值链“自下而上”反方向风险游走,表示价值增值过程中不确定性的游走变化。这两者“一顺一逆”,类似于经济金融运行的“一呼一吸”,且关乎实体经济供给侧与需求侧以及实体经济与货币金融运行的综合动态交互。在此基础上,可以进一步从开放条件下经济金融运行“内外”和“虚实”两重视角出发,综合考虑世界货币国际循环在实体面的“工业流通”与在金融面的“金融流通”,进而分析与之相应的外汇跨境循环流转问题。

从“内外”链接看,在开放条件下国内市场体系与世界市场相互联通。相对于国内市场,世界市场可看作是在“外”,国内的要素市场、商品市场、资本市场、货币市场、外汇市场等则是在“内”。

国内市场与世界市场连接,涉及对外开放;国内生产与国际生产连接涉全球价值链分工;本国货币与世界货币的连接涉及资本项目可兑换。从“虚实”互动的角度看,若国内金融对国内实体经济有顺周期性,则通过国内市场与世界市场连接与开放以及本币与世界货币的可兑换,在国际短期资本流动与国内的金融周期同步作用下,会进一步导致国内经济运行也相应具有一定的顺周期性。对此,值得注意的是,世界货币(国际流动性)注入世界市场,在金融开放条件下,跨境资本流动由于其投机特性而较少“沉淀”于国际生产之中,更多转向金融开放下国内资产市场以及回流世界货币国。国际短期资本流动所涉及的世界货币国际循环与国内实体经济的货币循环相比,其显著区别在于:在流入阶段,前者不会出现后者市场运行的“有效需求”不足问题,反而可能是“流动性”过剩问题;在流出阶段,前者迅速转向并且相对国内表现为流动性“漏出”,若此时国内实体经济货币流通也发生收缩,两者相叠加,可能会进一步恶化“债务收缩”进程。

## (二) 基于世界货币与世界市场视角的人民币国际化概览

外汇是以外币表示的,可用作国际支付,并能兑换成其他形式的外币资产和支付手段。就此而言,外汇资金跨境循环流转,不仅体现为国际收支经常账户与国内储蓄投资差额以及国际资本流动的衔接与关联,而且也涉及价格体系(在购买力平价条件下)和金融体系(在利率平价条件下)的国内外相互联系。因此,外汇的跨境良性循环是利用好国际和国内两种资源、两大市场的重要体现,也有助于促进国际国内要素资源的有序流动和全球高效配置。当前,并非所有国家的主权货币都能在世界市场上发挥上述的功能。如前所述,在世界市场上能够被广泛接受和可自由使用的,主要还是美元、欧元、日元、英镑等国际核心储备货币。伴随人民币走向国际化,人民币逐渐成为可自由使用、可自由兑换货币,届时对于国外而言,人民币像美元、欧元等国际核心货币一样可视同为外汇。基于此,所谓人民币国际化,概言之,就是人民币对外逐渐成为可自由使用的“外汇”;具体来看,是在贸易投资便利化以及金融开放状态下人民币逐渐成为对外能够发挥外汇职能的可自由兑换货币的过程。

从生产端经济增长看人民币走向国际化具有现实基础。党的十九大报告指出,中国特色社会主义进入新时代。伴随开放型经济新体制逐步建立,我国对外贸易、对外投资、外汇储备稳居世界前列。从外汇储备来看,当前不仅我国的外汇储备规模在世界范围内高居榜首(占全球总额约三分之一),而且人民币也成为了储备货币。从经济增长看,近二十年来,欧美经济增长相近且较同步,中国经济增长明显高于欧美经济增长,且与欧美经济同步性较弱。我国在经历经济大幅波动向经济波动幅度平缓、收窄转变过程中,经济增长呈现出较强韧性,这既与市场在资源配置中起决定性作用和更好地发挥政府作用有关,也与国家治理体系和治理能力现代化有关。中国特色社会主义进入新时代,是全面建设社会主义现代化强国的时代,是我国日益走近世界舞台中央的时代。放眼全球,我国开放型经济特别是涉外金融发展虽然已取得巨大成就,但是相比欧美发达经济体仍有很大的发展空间。伴随改革开放不断深化,更多市场需求被激发,人民币在境外的认可度和影响力也在稳步提升。

据IMF官方外汇储备货币构成(COFER)数据,截至2020年3月,人民币储备占比约为2%且基本稳定,但相比同期美元储备占比约为60%和欧元储备占比约为20%仍相差较远,相比同期英镑储备占比和日元储备占比约为5%也有待进一步提升(见图1)。正如国际货币基金组织(IMF)公布《SDR定值方法审查——初步考虑》报告所指出,人民币国际使用基数虽然比较低,但与同期其他货币相比,人民币国际化取得了显著进步。<sup>①</sup>但值得注意的是,一方面,全球外汇储备中的人民币储备占比在2019年首次出现了下降,疫情冲击下2020年3月却出现了回升;另一方面,目前

<sup>①</sup> 邢毓静、曾园园(2015):《人民币国际化的新进展》,《中国金融》第16期。



几乎所有的主要货币储备占比均较为平稳且略有回调,这意味着机遇与挑战并存,如何保持人民币在全球货币体系中的稳定地位任重道远。

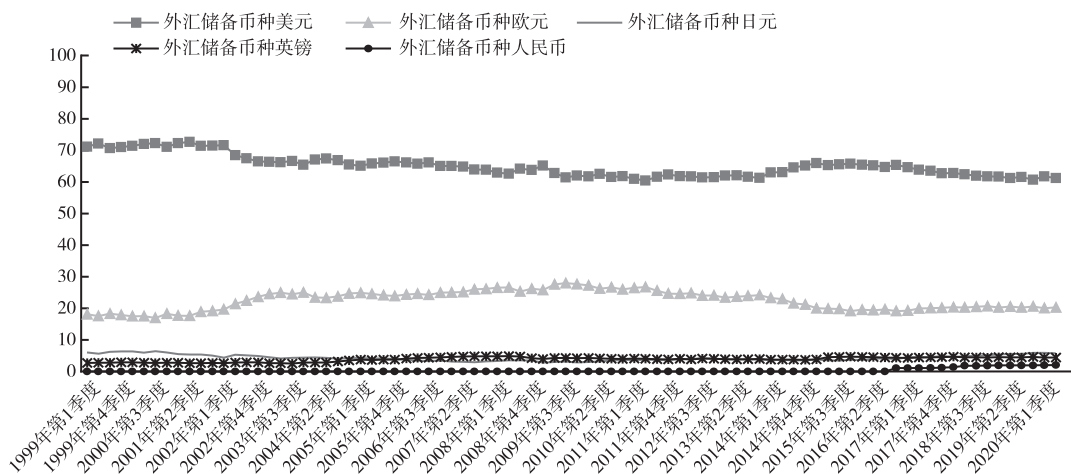


图1 全球外汇储备中主要储备货币占比

数据来源:IMF和笔者计算绘制。

从世界市场国际份额看目前全球贸易投资处于长期低迷期。在世界市场上,美国在金融层面扮演着“全球银行家”的角色,但是在实体经济层面,无论是出口全球占比,还是ODI流量全球占比,从长期趋势来看都呈现下降态势。与此同时,全球贸易发展也进入低迷期,已成为当前和今后一般时期世界经济发展的一个基本态势。近年来,全球贸易增速明显下滑,并且连续低于世界经济增速。某种程度上,这与美元的国际循环使世界已成为一个分散、转移、吸收美国国内金融风险的全球“风险共同体”相契合。外汇收支之所以重要,正因为其中的外贸出口和外资输出事关美国各在世界市场中份额。进入“新时代”面对“百年未有之大变局”和全球疫情蔓延冲击,扩大出口及对外投资全球份额的难度显著增大。这不仅有外部冲击的负面影响,也有其趋势性内涵。

正如习近平总书记重要讲话所指出,“从一些世界贸易大国的实践看,当货物出口占世界总额的比重达到10%左右,就会出现拐点,增速要降下来”<sup>①</sup>,“全球需求增长和贸易增长乏力,保护主义抬头,市场成为最稀缺资源。”<sup>②</sup>对比中国,尽管全球经济已进入低迷期,但是中国出口的全球占比仍保持稳增长态势接近15%;2008年国际金融危机后,中国ODI流量全球占比较之前也有大幅度提升目前已超过10%。新常态下,我国利用国际市场扩张增加出口的条件已经发生了深刻变化。一方面,尽管中国的对外贸易依存度在不断下降,但是从近十年来中国出口额占G20出口总额比重看,始终在10%以上并保持稳步增长态势,该比例与人民币在SDR新货币篮子中比重(10.92%)基本一致。另一方面,人民币国际化与跨境人民币(货物贸易)结算业务相互同步,人民币跨境指数与跨境贸易人民币业务结算金额总体上基本稳定,值得注意的是,尽管中国已成为世界经济的动力源,但是“中国经济大而不强问题依然突出,经济实力转化为国际制度性权力依然需要付出艰苦努力”<sup>③</sup>,维护好国际市场足够份额的货币竞争压力不容忽视。

① 中共中央宣传部:《习近平总书记系列重要讲话读本》,学习出版社、人民出版社,2016年版,第142页。

② 中共中央宣传部:《习近平总书记系列重要讲话读本》,学习出版社、人民出版社,2016年版,第62页。

③ 习近平:《在省部级主要领导干部学习贯彻党的十八届五中全会精神专题研讨班上的讲话》,《人民日报》2016年5月10日。

### (三) 国际国内双循环下国际收支平衡问题的现实意义

当前,面对百年未有之大变局、国际经贸摩擦、新冠肺炎疫情冲击,如何在“新时代”,做好“六稳”工作、落实“六保”任务,恢复经济发展活力,维护金融市场稳定,稳步推进人民币国际化,实现国际收支平衡以促进国内经济平稳运行也是题中应有之义。正如习近平总书记所指出,“从出口和国际收支看,国际金融危机发生前,国际市场空间扩张很快,只要有成本优势,出口就能扩大,出口成为拉动我国经济快速发展的重要动能。现在,全球总需求不振,我国低成本比较优势也发生了转化。同时,我国出口竞争优势依然存在,多少年打拼出来的国际市场也是重要资源。高水平引进来、大规模走出去正在同步发生,人民币国际化程度明显提高,国际收支双顺差局面正在向收支基本平衡方向发展”<sup>①</sup>。总之,社会主义市场经济体制下,我国国际收支管理必须与开放条件下国家治理及社会主义市场经济体制相适应。从国际收支平衡表分析出发,结合我国的国情思考国际收支与国内经济运行,以下几点值得思考(见图2):

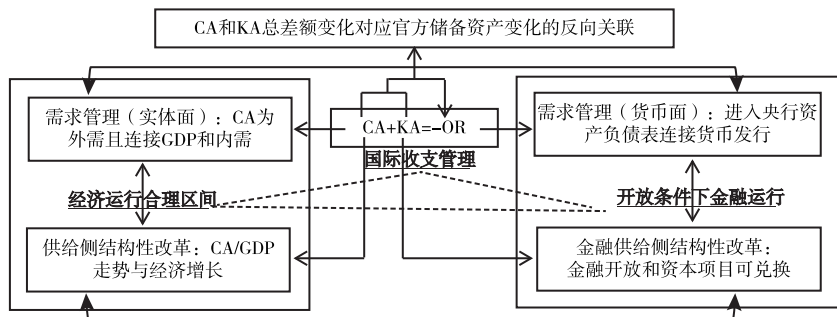


图2 国际收支与国内经济运行

资料来源:笔者绘制

一是国际收支的各项目如何关联?从国际收支平衡表看,如果不考虑净误差和遗漏项,可得到 $CA + KA + OR = 0$ ,进而 $CA + KA = -OR$ ,即经常账户CA和非储备性质金融账户KA的总差额变化(等额)对应于官方储备资产OR变化。二是国际收支如何联系需求管理?在实体层面,CA作为外需是GDP和内需之间的连接点;在货币层面,OR在央行资产负债表资产端与国内货币发行相关。三是国际收支管理如何关联供给侧结构性改革?在实体层面,CA/GDP走势与经济增长和供给侧结构性改革密切相关;在货币金融层面,KA涉及金融开放、资本项目可兑换,与金融供给侧结构性改革密切相连。四是国际收支管理与经济运行的合理区间如何关联?一方面,国际收支管理通过需求管理以CA连接内需DA和GDP进而与经济增长及经济运行在合理区间关联;另一方面,国际收支管理通过开放条件下金融运行(金融开放、资本项目可兑换)从而与经济增长及经济运行相关联。

从货币端和国际收支看人民币跨境循环双向流动的挑战,进一步考虑人民币国际化进程,在初级阶段,国外银行持有的人民币存款主要是停留在持有在岸银行人民币存款的地步,其反映在国际收支上,是列入“其他投资”的“货币和存款”。从流动性角度看,资产的流动性,是外币流动性(包括外汇储备和境外存款);负债的流动性,是人民币流动性(指的是非居民在华存款)。以2020年为例,在上半年,外汇储备资产减少70亿美元(见表1),其他投资项下的货币和存款项的资产方(即居民在境外的存款)为负的265亿美元(表示逆差265亿美元,对外其他投资项下的货币和存

<sup>①</sup> 《习近平谈治国理政(第二卷)》,外文出版社,2017年11月版,第230页。

款资产净增长 265 亿美元),这表明作为外币流动性由央行持有外汇资产减少的同时,由非央行部门持有外汇资产有所增加,也即“藏汇于民”。

表 1 跨境资金流动情况

单位:亿美元

	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2
2.2.1 非储备性质的金融账户	1023	715	142	-154	316	138	-235	158	-139	-153
资产	-776	-606	-1173	-876	-232	-504	-770	-675	-763	-1182
负债	1799	1321	1316	722	548	642	535	833	624	1029
2.2.1.1 直接投资	517	214	-18	210	265	86	-51	280	163	47
2.2.1.1.1 资产	-303	-402	-360	-365	-210	-257	-227	-282	-180	-292
2.2.1.1.2 负债	820	617	342	575	476	343	177	563	343	339
2.2.1.2 证券投资	103	610	341	15	195	36	200	149	-532	424
2.2.1.2.1 资产	-335	-43	-92	-66	-162	-228	-242	-262	-515	-236
2.2.1.2.2 负债	438	652	433	81	357	264	442	411	-17	660
2.2.1.3 金融衍生工具	-1	-19	-3	-40	-9	10	-10	-14	-46	-45
2.2.1.3.1 资产	2	-15	-2	-33	-8	25	9	-12	-35	-35
2.2.1.3.2 负债	-3	-4	0	-7	-1	-15	-19	-2	-11	-9
2.2.1.4 其他投资	404	-90	-178	-340	-135	7	-374	-258	277	-580
2.2.1.4.1 资产	-140	-146	-719	-413	149	-43	-310	-118	-32	-619
2.2.1.4.1.1 其他股权	0	-15	0	0	0	-15	0	0	0	0
2.2.1.4.1.2 货币和存款	-22	-54	-85	12	-279	-212	-92	-280	-46	-219
2.2.1.4.1.3 贷款	-540	34	-198	-114	-149	339	92	50	-385	-138
2.2.1.4.1.4 保险和养老金	-10	1	2	1	-11	5	0	-5	-14	-16
2.2.1.4.1.5 贸易信贷	301	-174	-487	-293	699	-109	-274	52	467	-154
2.2.1.4.1.6 其他	132	61	49	-18	-111	-51	-36	66	-54	-92
2.2.1.4.2 负债	544	56	541	73	-283	50	-64	-140	309	39
2.2.1.4.2.1 其他股权	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.2.1.4.2.2 货币和存款	300	-70	106	178	37	-465	-60	-69	389	-67
2.2.1.4.2.3 贷款	294	-7	48	-14	49	570	-124	-70	129	80
2.2.1.4.2.4 保险和养老金	2	-3	-1	4	9	4	-1	6	7	5
2.2.1.4.2.5 贸易信贷	-77	92	325	68	-416	-52	144	36	-377	-26
2.2.1.4.2.6 其他	24	44	63	-163	38	-8	-23	-43	161	48
2.2.1.4.2.7 特别提款权	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.2.2 储备资产	-262	-239	30	282	-100	76	154	63	251	-191
2.2.2.4 外汇储备	-266	-229	31	281	-100	75	160	64	248	-178

注:在人民币国际化初级阶段,国外银行持有的人民币存款主要是停留在持有在岸银行人民币存款的地步,其反映在国际收支上,是列入“其他投资”的“货币和存款”。从流动性角度看,资产的流动性,是外币流动性(包括外汇储备和境外存款);负债的流动性,是人民币流动性(指的是非居民在华存款)。表内计数采用四舍五入原则。

资料来源:国家外汇管理局和笔者整理。

此外,2020 年上半年其他投资项下的货币和存款项的负债方(非居民的存款)为正的 322 亿美元(表示顺差 322 亿美元,境外对我国其他投资项下的货币和存款负债净增加 322 亿美元),这意味着境外主体在境内持有的人民币存款有所上升。对比涉外收付款数据(作为非银行部门本外币跨境收入和支出情况的反映),2016 年上半年,涉外收付款顺差 112 亿美元(即人民币实际上净流

人)。值得注意的是,其他投资负债项下的货币和存款项顺差 322 亿美元和涉外收付款顺差 112 亿美元,这表明,境外主体在境内的人民币存款增加后,很可能购买某种在岸资产并再次变现流出,从而跨境资金双向流动显著上升。随着中国跨境资金双向流动显著上升,中国宏观经济和金融稳定性将面临更大的挑战,特别是在人民币加入 SDR 后,中国的金融体系将全方位暴露在国际金融冲击下,缺乏深度和广度的国内金融市场将会放大国际金融冲击的外部影响<sup>①</sup>。人民币加入 SDR 是世界和中国的双赢,对中国而言,最大的收益是通过人民币加入 SDR 的努力,中国宏观货币框架得以改革和建立。这对未来的中国经济和金融发展具有深远的意义。与此同时,也面临很多新的改革与监管挑战。关键是必须通过改革保障金融安全,有效防范系统性风险,加强和改善金融宏观调控,维护金融稳定。通过人民币加入 SDR 的努力,改革和建立宏观货币框架,将有利于防范化解金融风险隐患,维护金融稳定。从根本而言,如何打破中国经济可持续发展的瓶颈? 切实推进供给侧结构性改革是必由之路<sup>②</sup>。伴随中国已进入外汇形势从持续净流入到趋向基本平衡、管理方式从经常项目可兑换到资本项目可兑换的新常态<sup>③</sup>,以供给侧结构性改革重构中国经济持续、高效发展的基础,以供给侧结构性改革夯实中国经济可持续、高质量发展的基础,人民币国际化也将会走得更坚定、更长远。

#### 四、“人民币跨境使用”的外汇意涵与本外币政策协调

经济逆全球化、金融全球化条件下,外汇的运用与本币国际化的道路选择事关国家主权和国家根本利益。从根本上来看,稳步实现人民币国际化,既与国际货币金融体系改革息息相关,根本上也与我国经济结构调整紧密相连。伴随人民币走向国际化,人民币完全成为可自由使用、可自由兑换货币,届时对国外而言,人民币就像美元、欧元等国际核心货币一样可视同为外汇。伴随人民币正在越来越多地受到全球范围内的认可和使用,人民币跨境使用的国际化进程也在不断推进之中。

##### (一)“人民币跨境使用”的外汇意涵

如果人民币(对国外)可视同为外汇,人民币的全球流通将呈现出一幅与现有的美元、欧元等国际核心货币的全球流通所不同的(人民币风云际会的)风云图景。值得注意的是:

第一,外汇的使用范围只限于在国外市场上买进外国生产的商品和服务。由于不能使用外汇在国内市场购买本国的商品和服务,因此,对于国外而言,持有并可自由使用人民币,意味着他们可以在其国家以外的其他地方购买中国生产的产品和服务。对于我国而言,这不仅要求中国对海外市场供应的商品和服务的充足性并且还要好于海外市场所在国本土商品和服务(保持中国的商品和服务具有较强的生产供应能力和国际竞争力),不断拓展在世界市场的空间规模(避免规模报酬不变下的零和博弈,实现规模报酬递增下的共同利益分享),而且也要求人民币作为外汇的使用过程中减少交易费用和摩擦成本(人民币跨境使用具有较强的便利性和可自由兑换、可自由使用性)。

第二,外汇的财富效应是在国内外经贸往来和国际交换中得以体现。一方面,如果通过国内外经贸往来实现了外汇的收支却没有相应得到自身所需的、所不会生产和不能生产的产品、技术和服务,外汇的财富效应就没有被充分体现。另一方面,对于核心技术,无数事实已证明,要想通过国际经贸获得核心技术是不可能的,这也体现了外汇的“边与界”。为此,扩大人民币作为“外汇”的使用,对与我国而言,意味着中国要在世界市场上尽可能“物尽其用、货畅其流、技享其成”,这不仅

① 曹远征、于春海、闫衍(2016):《新常态下中国宏观经济政策框架的重构》,中国社会科学出版社,第78页。

② 中国人民大学国际货币研究所(2016):《人民币国际化报告2016:货币国际化与宏观金融风险管控》,中国人民大学出版社,第158页。

③ 易纲(2015):《外汇管理改革的方向》,《中国金融》,第19期。

求我们应做到开放共享、合作共赢,也要求我们必须坚持普惠包容、善作善成。

第三,外汇的保值增值要求持有外国货币的购买力保持稳定。外汇作为一种重要的资源,具有两重性,使用外汇得当,可以获得经济发展的机遇和收益,而外汇使用不当,则可能会造成巨大损失,进而影响经济金融安全。在现有以西方发达资本主义国家主导的国际市场上,“弱肉强食”的“丛林法则”下,从未有向弱者提供保护的规则。在以美元作为核心的国际货币体系下,美元汇率的大幅波动,往往导致国际市场上企业、居民、发展中国家等遭受损失。尽管如此,在网络效应和路径依赖下,美元对于世界而言仍然是最重要的外汇资源。人民币要走向国际货币的舞台,如果其影响不断扩展而且又动荡不安、变化莫测,则那绝非国际社会之所期望。我们必须保证人民币不仅不会在我国老百姓手中贬值、不值钱,也不会在世界老百姓手中贬值、不值钱。对于我国而言,人民币同其他通货比价相对稳定且大体可预测是关键。因此,坚持以人民为中心的发展理念,保持人民币汇率在合理、均衡水平上基本稳定,有助于在世界经济可能处在长期下行调整期的环境下,做好“中长跑”的准备,以维护最广大人民群众的根本利益。

### (二)加强本外币政策协调是人民币崛起的重要保障

人民币跨境业务发展的原则与制度框架,主要包括:(1)基本原则。一是服务实体经济原则,促进贸易和投资自由化、便利化。二是扩大人民币跨境使用。三是按币种划分的原则,基于宏观审慎角度建立人民币跨境交易监管框架。四是实行宏观审慎管理,有效防控系统性风险。(2)跨境贸易人民币结算与跨境直接投资人民币结算的制度安排。对于外商直接投资人民币结算,目前中国已形成各部门紧密配合的外商直接投资业务管理体系。(3)人民币跨境融资与人民币证券投融资的制度安排。结合与现有人民币可兑换状况的衔接及境外人民币回流可能对境内货币政策影响,对外债权债务优于对外负债项目,如何服务于实体经济,对于与跨境贸易结合紧密的贸易融资、跨境担保等放松管制至关重要。随着人民币跨境使用的领域不断拓宽,资金价格的配置作用更为有效,市场主体对价格的反应更为灵敏,如何建立起以事后管理为主、更市场化的管理框架,从而促进市场需求进一步得到满足和释放,不容忽视。

人民币跨境使用,长期以来很受欢迎,其重要原因是低波动性与升值预期的自我循环,显然这并不可持续。人民币真正受欢迎的根本动力在于市场需求。对此,应不断夯实相关的先导条件,稳步拓展人民币的跨境循环渠道。伴随人民币跨境循环渠道,从最初的贸易项下扩展至所有经常项目、直接投资项目以及部分跨境融资、间接投资项目,进一步如何实现满足好实体经济需求和境外人民币资金保值的需求,值得关注。在境内金融市场开放程度及宏观调控形势基础上,可逐步放开个人跨境人民币业务、境内合格机构投资者使用人民币开展境外投资、人民币对外负债等业务,进一步拓展人民币跨境循环渠道。宏观管理上,注重从宏观政策着眼维护整体稳定,以人民币账户为切入点,建立人民币跨境收付信息管理系统,全面监测分析评估资金流动状况,通过建立人民币跨境流动宏观审慎管理框架,守住不发生系统性风险的底线。微观管理上,应积极探索更加市场化的事中和事后监督管理的新模式,采取实行事后监管和“负面清单”式的管理。在参与金融全球化的新阶段,必须防控国内外经济和金融市场风险。对此,本外币政策协调是关键,其意义是:第一,防范人民币崛起和国际化进程中可能产生的市场风险,从而为经济转型提供必要的时间和相对稳定的金融环境;第二,提升要素价格的市场化和合理化,促进金融高效分配社会资源机制的形成,从而打通金融血脉,保持币值稳定,降低企业成本,服务实体经济发展;第三,增强货币政策独立性,提高宏观金融调控的前瞻性、针对性和协同性,从而保障人民币崛起和开放大国经济平稳运行。

### (三)加强本外币政策协调的相关对策建议

一是明确本外币政策的目标协调。实现货币政策、汇率政策相互协调下,利率市场化与汇率市场化良性互动。针对内外需协调,理性的目标应是寻求可持续的内部均衡,允许短期内的国际收支

与汇率动态成为“减震器”并在“中期”趋向平衡。通胀压力较大时,适时维持一个较强势的汇率,以辅助抑制通胀;经济下行压力较大时,对市场力量走弱,顺势而为,适时维持较低的利率和汇率,以支持实体经济。应进一步完善人民币汇率市场化形成机制,包括人民币基准汇率的形成及央行对外汇市场的常态式干预减少。

二是注重本外币政策的工具协调。利率和汇率作为更具有弹性的货币政策工具,应在货币政策中充当主要调控工具并密切配合,以保持物价稳定。以增大汇率弹性为抓手,建立外部冲击与国内经济间缓冲带,实现汇率的动态稳定,加快汇率机制平衡转轨。对风险较大的资本项目保留管制,采取额度控制等方式,逐步放开资本项目,在风险可控条件下,为国内外投资者提供更丰富的人民币产品和投资选择。

三是强化本外币政策协调传导机制的预期引导。完善货币供应量中期控制基础上的货币政策,加快货币政策调控由数量型向价格型转变。在本外币政策协调中,兼顾货币供应量增长的连续性来稳定经济主体的预期,为央行在货币市场与外汇市场后续调控创造政策空间。逐步转变和规范人民币基础货币发行机制,转向政府依据本国信用发行国债,央行通过买卖国债在公开市场上调节货币量和利率,实现人民币基础货币封闭式循环运行。

四是坚持和优化汇率政策目标,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。关键在于:能否实现国内外资源优化配置,是否对应于符合自身国民利益的参与全球资源配置的理想状态,在汇率动态变化路径上,能否以人民币汇率为经济杠杆实现“升值强国”下的“中等收入陷阱”的超越。应采取渐进推进策略,避免跨境短期资本大规模进出对金融体系形成较大冲击,创造一定的时间条件使得国内微观经济主体适应汇率波动并消化汇率变动的压力。为了经济可持续发展,国家仍需要维持竞争性的汇率,即加强国际竞争力、强化增长潜力仍然是汇率政策的核心所在。

#### 参考文献

- 曹远征、于春海、闫衍(2016):《新常态下中国宏观经济政策框架的重构》,中国社会科学出版社。
- 马克思(1965):《马克思恩格斯全集》,第二十二卷,人民出版社。
- 马克思(1995):《马克思恩格斯全集》,第三十卷,人民出版社。
- 马克思(1998):《马克思恩格斯全集》,第三十一卷,人民出版社。
- 马克思(2013):《马克思恩格斯全集》,第三十五卷,人民出版社。
- 马克思(2015):《马克思恩格斯全集》,第三十六卷,人民出版社。
- 马克思(2004):《资本论(第一卷)》,人民出版社。
- 马克思(2004):《资本论(第二卷)》,人民出版社。
- 马克思(2004):《资本论(第三卷)》,人民出版社。
- 马克思、恩格斯(2003):《德意志意识形态(节选本)》,人民出版社。
- 马克思、恩格斯(2014):《共产党宣言》,人民出版社。
- 习近平(2017):《习近平谈治国理政(第二卷)》,外文出版社。
- 习近平(2016):《在省部级主要领导干部学习贯彻党的十八届五中全会精神专题研讨班上的讲话》,《人民日报》,2016年5月10日。
- 邢毓静、曾园园(2015):《人民币国际化的新进展》,《中国金融》,第16期。
- 易纲(2015):《外汇管理改革的方向》,《中国金融》,第19期。
- 张志超(2017):《汇率论》,格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社。
- 中国人民大学国际货币研究所(2016):《人民币国际化报告2016:货币国际化与宏观金融风险》,中国人民大学出版社。
- 中共中央党史和文献研究院(2020):《习近平关于中国特色大国外交论述摘编》,中央文献出版社。
- 中共中央宣传部(2016):《习近平总书记系列重要讲话读本》,学习出版社、人民出版社。
- 中共中央文献研究室(2017):《习近平关于社会主义经济建设论述摘编》,中央文献出版社。
- Gilpin, R.(1987): *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press.

(责任编辑:罗 滢)

optimistic investors in A-share market, but also the ratio of stocks restricted by T + 1 trading rule. Based on the empirical tests of trading data in A-share market from 2011 to 2019, we find that stocks with higher turnover rate tend to have higher returns on that day, but there is negative relationship between the turnover rate and stock's return in the next trading day. We also find that there is no turnover effect on daily frequency of AH cross-listing stocks in H-share market, which adopts T + 0 trading rule and has weaker short-sale constraints.

**Key Words:** Turnover Rate; T + 1 Trading Rule; Short-Sale Constraints

**JEL Classification:** G11; G12; G14

## Financing Constraint, Shadow Banking Activities of Non-Financial Firms and Macroprudential Policy

JIANG Zhenlong

(School of Economics, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** By constructing a DSGE model that includes shadow banking activities of non-financial companies, the article analyzes the impact of shadow banking on credit regulation and evaluates the effect of macroprudential policy. It finds that shadow banking has a leakage effect on credit regulation. Government's financial supervision reduces the size of shadow banking, pushing up interest rate on shadow bank loans and decreasing the credit accessible to enterprises. Countercyclical macroprudential policy not only enhances the effect of financial supervision by smoothing asset price fluctuations, but also improves social welfare.

**Key Words:** Financing Constraint; Shadow Banking; Financial Supervision; Macroprudential Policy

**JEL Classification:** E12; G18; G21

## Foreign Exchange Implications of RMB Cross Border Use: An Analysis from the Perspective of Marxist Political Economy

LIN Nan

(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100028, China)

**Abstract:** In Marx's theoretic system of open world economy, "foreign trade" and "world market" play an important role. This paper makes a preliminary analysis on the relevant issues of Marx's international financial theory, examining the exchange rate decision from the cross-border international movement of world currency, the outflow of precious metals and the international exchange relations from the world market, and the foreign exchange issues of world currency and international exchange. Based on Marx's capital circulation theory, this paper constructs the "production-market-currency" analysis framework and brings the RMB internationalization strategy into the supply side structural reform. Based on the perspective of world currency and world market, this paper analyzes the RMB internationalization, the balance of payment under the international and domestic dual circulation, and the cross-border flow of foreign exchange. On this basis, this paper further analyzes the foreign exchange implications of cross-border use of RMB and gives relevant policy recommendations for the coordination of domestic and foreign currency policies.

**Key Words:** Open World Economy; Circular Flows of the Capital; RMB Internationalization; Domestic and Foreign Currency Policies Coordination

**JEL Classification:** B14; F32; G32