

铸币税：基于不同视角的理解

汪 洋*

摘 要 本文讨论了不同货币体系下铸币税对政府和中央银行的含义，同时也讨论了铸币税对收入再分配和政府宏观经济政策的意义。本文着重指出，铸币税收入与通货膨胀税是存在差异的。在对我国中央银行资产负债表进行分析的基础上，本文还估算了2003年我国政府从货币发行中获得的铸币税收入的规模。

关键词 铸币税，通货膨胀税，中央银行

一、引 言

1998年之后，我国通货紧缩的形势严峻，铸币税问题引起了国内经济学家们的广泛关注（王利民、左大培，1999；余永定，1999；张春霖，2000等）。然而，国内经济学家对铸币税的定义却莫衷一是、众说纷纭。

谢平（1996，pp. 41—42）在讨论我国货币供应量快速增长的情况下，为什么没有出现巨幅的通货膨胀问题时，提出了铸币税概念。他认为由于经济转型导致实际货币需求的增长，产生了大量的“无通货膨胀压力的超量货币供给”，政府从中获得货币发行收入（铸币税收），通过集中分配这笔收入从而实现经济的高速增长。他没有解释政府具体是通过何种方式获取铸币税收入的，但是他剖析了我国货币发行收入的分配问题。陈玉宇（1997）认为铸币税收入指的是政府通过发行货币而获得的收入。他认为在金本位制度下，铸币税是公众将黄金铸成等值本位币时向享有铸币特许权的人支付的小额税收；在信用货币本位制下，铸币税收入表现为基础货币的增加额。陈玉宇的贡献主要在于分析了铸币税的影响因素，并对中国的铸币税收入规模进行了估算，同时探讨了铸币税的去向问题（实质是收入分配问题）。张杰（1998，pp. 54—56；2003）在论证货币发行作为国家筹资手段过程中，认为货币化水平（ M_2/GDP ）是约束条件之一，其实质是将铸币税数额的大小与货币化程度的高低联系起来，其隐含的推论就是货币化程度越高，政府通过铸币税方式获得的融资额就越少。王利民和左大培（1999）把铸币税广义含义的认识扩展为三部分，一是中央银行获得的净利润（利差收入减费用）；二是中央

* 江西财经大学金融学院。通讯地址：南昌市北郊下罗江西财经大学金融学院，330013；电话：(0791) 6626915；E-mail: wy0329@yahoo.com.cn。作者文责自负。

银行通过购买国债向中央财政提供的资金；三是政府财政部直接发行通货所获得的收益。更为重要的是他们对铸币税的讨论有很强的政策背景和政策含义。当时，我国正处于通货紧缩期间，将铸币税问题与积极的财政政策和稳健的货币政策联系起来，既实现总需求的扩张，又不会引起通货膨胀。此后，国内学者对铸币税问题的讨论显著升温。

余永定(1999)撰文详细介绍了铸币税的历史沿革，并就财政赤字融资和铸币税的关系、通货膨胀税和铸币税等问题进行了讨论，并明确认为扩大铸币税的实质就是财政赤字的货币化。然而，他没有区分将中央银行获得的净收入和新增加基础货币都视为铸币税的差异。易纲在“宏观政策调整和坚持市场取向”研讨会上对征收铸币税作为扩张性政策手段进行了分析，将铸币税的分析扩展到政策建议领域(北京大学中国经济研究中心宏观组，1999)。张春霖(2000)没有对铸币税的概念进行直接界定，其贡献在于分析铸币税的三项影响因素，即经济对基础货币的需求，经济的实际增长率和货币需求对通货膨胀和收入的弹性。曾康霖(2002)则试图区分铸币税、货币发行收入和中央银行利润三个概念的差异。范建军(2002)则从货币创造的角度推导出铸币税的征收机制，并就铸币税的税率与税基问题、铸币税的缴纳对象及其福利成本问题进行了详细地探讨。

相对而言，国外学者对铸币税的认识较为统一。如杰弗里·萨默斯和弗里普·拉雷恩(1997)认为铸币税是政府由于它的印制货币的垄断权而获得的收入。劳伦斯·H.怀特(2004)认为铸币税是政府从发行货币中获得的净收入或者利润，它等于发行出来的货币的交换价值与制造货币和维护货币流通的成本之间的差额。

纵观以上学者的分析，都存在一个共同的特征，就是将铸币税与货币发行联系起来，但都没有具体分析政府是如何取得这一收入的。在现代社会，货币发行基本上与中央银行联系在一起，因此国内大多数学者在分析铸币税概念时没有区分中央银行视角和政府视角，以至于相互混淆。笔者以为对铸币税概念的理解可以分为纵向和横向两个角度。从纵向来看，也就是从货币制度的演变为切入点来探讨，顺着金属本位和信用本位两个阶段进行研究。从横向来分析，就是从货币发行机构(中央银行)和政府两个不同的主体来研究铸币税。

所以，本文的结构安排如下：第二部分探讨金属货币本位下的铸币税实质，第三部分研究信用货币本位下铸币税含义，这其中又分从货币发行机构的角度和政府的角度来理解；第四部分讨论在不同货币制度下，如货币局制度、“美元化”条件下的铸币税问题，除此之外，笔者还具体探讨了我国的铸币税收入问题；第五部分进一步讨论实际铸币税与通货膨胀税的异同以及从成本角度衡量的铸币税含义；第六部分探讨铸币税问题的政策含义；第七部分还估算了我国政府从货币发行中获得的铸币税收入的规模；最后是结论性

评价。

二、金属货币本位下的铸币税

王利民和左大培（1999）对金属货币本位制度下铸币税概念的理解包括两点：一是指民众缴纳的铸币费用在扣除铸造成本后的余额，二是指统治者为了谋取造币的短期利润，降低货币的金属含量和成色而获得的利润。

笔者以为，探讨金属本位货币制度下的铸币税问题，必须区分规范的货币制度和规范的货币制度两种情况来讨论。在规范的金属货币本位制度下，又应该从本位币（主币）与辅币两个角度来讨论。典型的金属本位，如金本位，该制度就有自由铸造、自由兑换和自由输出或输入三个特征。根据法律规定，任何居民都有权把货币金属铸成本位货币，其数额不受限制，国家只收取少量的铸币费用，甚至免费。这种自由铸造制度，保证了本位货币是足值货币。因此笔者以为对本位货币来说，是不存在铸币税的。

有学者（乔恩，2002，p. 121；易纲、吴有昌，1999，p. 271）将铸造本位币缴纳的铸造费用也理解为铸币税，笔者以为这并不对。仅就铸造费用的价值量而言，其相对于本位币的比重很低，如1933年3月8日国民党政府颁布《银本位币铸造条例》，规定银类持有者请求中央造币厂代铸银本位币，必须支付2.25%的铸造费。因此，铸造费用仅仅是对铸币厂铸造本位币成本的一种抵补，而不是本位币名义值与实际值的差异。

然而，对辅币而言，铸币税概念的理解就完全不同。众所周知，辅币面值小，主要用于日常零星交易，币材多为铜、镍等贱金属。除此之外，辅币具有两个显著的特征，一是辅币为不足值货币，二是政府垄断制造，这两者是相辅相成的。其原因就是如果辅币是足值货币，当主、辅币的金属价值发生变化时，两者之间的兑换比例就不能保证，“劣币逐良币机制”（格雷欣法则）就会自动发生作用，尤其是当辅币币材价格上升时，辅币就可能被私毁，退出流通领域，造成流通中辅币不足。正因为如此，辅币不允许自由铸造，而是归属于政府垄断制造，辅币面值高于其实际价值的这部分收入归政府所有。这就是金属货币制度下铸币税的概念。从本质上看，它是源于垄断权的价差收入，这与居民缴纳的本位币的铸币费用存在根本的差异。

在不规范的金属货币制度下，如封建时期的欧洲，君主或大领主在铸造货币之后收取的费用，这笔费用包括两部分：（1）铸造货币的成本；（2）君主或大领主取得的净收入或利润（余永定，1999），笔者认为居民交纳的第二部分的费用应该属于铸币税的范畴，它实际上是君主或大领主因铸币特权获得的收入。王利民和左大培（1999）还将统治者有意降低货币金属含量和成色而获得的利润也视为铸币税，笔者基本同意他们的观点。该做法的实质是大幅度增加本位币的名义价值与实际价值之间的价差，这与前面对辅币的铸

币税理解并没有实质性差异。统治者要实现这一目标,其前提是要实现对本位币的垄断铸造,否则就会出现私铸现象,或者即使政府强制发行这种实际已经贬值的货币,它最终无法广泛流通,这在中外历史上屡屡出现。

三、信用货币本位下的铸币税问题

信用货币本位下的铸币税问题必须从两个不同的视角来分析,一个是从货币发行机构的角度来理解,另一个是从政府的角度来理解。

人类社会从金属货币本位过渡到信用货币本位历经了漫长的时期,在这一过程中,货币发行权也是逐步统一的,这中间既有金融机构发行的货币,如由商业银行发行的银行券,也有逐渐获得通货垄断发行权的金融机构发行的钞票,如英格兰银行发行的货币;还有政府发行(具体由财政部出面发行)的货币,如美国的“绿背”钞票。对于不同机构发行的钞票,政府获得的铸币税是不同的。下面我们来逐一分析。

(一) 以货币发行机构(中央银行)为视角

在金属货币本位时期,已有银行券(bank note)的产生。这标志着人类的货币制度开始了向信用货币制度的缓慢过渡。在起初,银行券由各家私人银行分散发行,它是用来代替私人票据、具有不定期性质并保证随时兑现的债务凭证。私人银行的银行券发行、流通的源头是其发放的贷款。当某私人银行发放贷款100单位时,其资产负债表的负债方还将增加100单位的活期存款。当接受贷款的一方提现50单位的货币时,该私人银行如果不是直接支付金属货币,而是支付该银行承诺见票即付的银行券时,那么提现过程就表现为银行券的发行。对私人银行来说,银行券的发行在资产负债表上就表现为私人银行的无息负债增加(假定银行券的制造成本忽略不计),资产方盈利性资产贷款增加,结果是私人银行的利差收入增加,这可以看作现代中央银行铸币税概念的滥觞。

表1 私人银行银行券的发行过程

贷款	100(1)	银行券	50(2)
		活期存款	100(1)
			-50(2)

注:(1)私人银行贷款的发放。

(2)客户提现。

正因为收益可观,才诱发私人银行大肆发放贷款,结果导致银行券的滥发。由于金属货币时代的银行券存在可兑现金属货币的约束,当流通中银行券的发行超过一定规模并造成通货膨胀时,必然引发银行券的兑现,并导致私人银行的破产。银行券分散发行导致的社会混乱与通货膨胀才使政府进行

货币制度的改革。19世纪中叶以后，西方国家的银行券逐渐改由中央银行或指定的银行统一发行，并通过政府的法令强制成为法偿货币（Legal Tender）。不论统一发行的银行券是否存在可兑现黄金的要求，还是在私人兑现黄金时存在某种限制，如英国在1925年实行金块本位制时就规定银行券至少需要1700英镑（合纯金400盎司）才能兑换相应价值的金块；法国1928年规定的最低兑现额则为215000法郎，银行券的垄断发行就使发行机构获得了现代意义上的铸币税——利差收入。因此，以货币发行机构（中央银行）为视角的铸币税，实际上就是一种利差收入，这通过分析中央银行的资产负债表可以更清楚地体现出来。

表2 货币当局资产负债表

国外净资产	储备货币
对政府债权	货币发行
对金融机构债权	金融机构存款
对非金融机构债权	政府存款
	资本金

在中央银行资产负债表的资产方，一般有四大项，即国外净资产、对政府债权、对金融机构债权和对非金融机构债权。不论哪一项，中央银行都能获得利息收入。从负债方看，主要是储备货币、政府存款和资本金三项。占负债方主体的是储备货币，它主要包括流通中现金与金融机构的存款准备金，中央银行一般无须支付利息。此外，中央银行对政府存款一般也不支付利息。因此，从中央银行资产负债表分析，一方是有息资产，另一方是无息负债，中央银行的收益实质上是利差收入，这就是中央银行视角下的铸币税。

以上分析表明：从中央银行的资产负债表来看，中央银行视角下的铸币税收入体现为中央银行通过发行货币（无息负债）获得的利差收入。因此，对中央银行来说，铸币税的概念用铸币利差来表述更为准确。可得到的推论是若某一机构通过某种方式能够发行无息负债时，就可以获得类似中央银行的铸币利差，如西方国家出现由商业性金融机构发行的电子货币、在我国屡禁不绝的由商场、超市和购物中心发行的各种代币券（购物卡）就是代表。

（二）政府视角下的铸币税

以上分析解决了王利民和左大培（1999）广义铸币税含义中的第一点和第三点，要理解其第二点则需要从政府的角度来理解。我们以政府预算约束条件为出发点开始讨论。

政府财政预算支出包括两项，一项是日常性财政支出，另一项是利息支出；财政收入包括税收收入、债务收入和中央银行上缴的利润。用公式表示可写为：

$$G_t + i_{t-1}B_{t-1}^T = T_t + (B_t^T - B_{t-1}^T) + \text{RCB}_t, \quad (1)$$

其中, G_t 表示本期政府支出(包括政府的购买支出和转移支出), B_t^T 表示本期政府已发行的全部债务余额, $i_{t-1}B_{t-1}^T$ 表示政府在本期的利息支出, $B_t^T - B_{t-1}^T$ 表示本期新发行的政府债券, RCB_t 表示本期中央银行向财政部上缴的利差收入。假定中央银行的资产方只有政府债券, 负债方为储备货币。中央银行资产负债的恒等式(增量)形式如下:

$$B_t^C - B_{t-1}^C = H_t - H_{t-1}, \quad (2)$$

其中, B_t^C (资产方) 表示本期中央银行持有的政府债券余额, H_t (负债方) 表示本期中央银行储备货币余额。中央银行的收入支出等式的形式如下:

$$\text{RCB}_t = i_{t-1}B_{t-1}^C. \quad (3)$$

中央银行上交财政部的 RCB_t 等于其持有政府债券的利息收入 $i_{t-1}B_{t-1}^C$, 这里假定中央银行对储备货币不付息。合并(1)式、(2)式和(3)式, 可得

$$G_t + i_{t-1}B_{t-1} = T_t + (B_t - B_{t-1}) + (H_t - H_{t-1}), \quad (4)$$

其中, $B = B^T - B^C$, 表示公众持有的国债。

等式(4)的含义就是将财政部与中央银行视为一个整体, 左边代表政府的实际总支出, 包括 G_t 和对公众所持的未清偿债券的利息支出 $i_{t-1}B_{t-1}$, 等式右边代表政府总支出的融资途径, 分别是征税 T_t , 政府向私人部门的借款 $B_t - B_{t-1}$ 和向中央银行融资 $H_t - H_{t-1}$ 。因此, 从政府的角度看, (名义)铸币税 SE_t 实际上是中央银行储备货币的增加额 $H_t - H_{t-1}$ 。这就是王利民和左大培(1999)广义铸币税含义中的第二点, 也是陈玉宇(1997)对信用本位下铸币税的解释。

除此之外, 在历史上还出现过政府直接发行货币的现象, 如由于战争或其他临时性因素导致大规模的财政赤字, 为解决这一缺口, 政府就采用直接发行货币的方法, 这一方法在现代社会已经很少见到, 但在历史上也曾出现过多次, 如美国发行的“绿背”钞票。这种现象主要和中央银行还没有全面发挥发钞的功能有关。在现代社会, 不少国家的财政部仍然执行一部分的发钞功能, 不过主要发行的是小面额的辅币, 如美国就是如此。其发钞过程是财政部所属的铸造机构铸造各种辅币, 并按面值出售给中央银行, 其间的利差归财政部所有。这些辅币通过金融机构的提现再流通到住户和企业手中。这可以视为金属货币时代下政府直接获取铸币税的延续。

国内学者对铸币税概念出现理解混乱的主要原因是对于铸币税的理解大多数是基于中央银行的视角, 而不是从政府的角度来认识的。如前所述, 对中

央银行而言，基础货币增加的直接结果是使得利差收入增加，而不是基础货币增加额形成的购买力。有的学者即使解释了信用货币制度下铸币税的含义，但没有解释政府具体是通过何种方式获取铸币税收入的。

综上所述，铸币税概念的理解有以下两个关键：第一，不论在金属本位下，还是在信用本位下，铸币税都源于政府对货币发行权的垄断，因此必须从政府的角度来理解铸币税概念。第二，现代意义的铸币税收入要等于储备货币的增加额，中央银行资产和负债必须满足两点规定，一是中央银行的资产是政府债券；二是中央银行不对储备货币支付利息。在这种情况下，只要本国储备货币增加，政府获得的铸币税就会增加。在现实中，政府并没有获得一笔叫“铸币税”的收入，其含义是在赤字货币化的条件下，政府可以免费获得一笔收入用于扩大财政支出，或者说借了一笔永远无须偿还的债务收入。如果中央银行资产项目与负债项目（及其付息率）发生变化，铸币税的规模将发生变化，这是我们下面要讨论的问题。

四、不同货币制度下铸币税含义的演化

（一）一般中央银行制度下的铸币税

（4）式仅仅是政府视角下最基本的铸币税含义。在一般的中央银行制度下，其资产不会仅仅是政府债券一项，通常还包括外汇储备以及对国内金融机构的债权，因此中央银行资产负债的恒等式可以表述为

$$B_t^C - B_{t-1}^C + FE_t - FE_{t-1} + CFI_t - CFI_{t-1} = H_t - H_{t-1}, \quad (5)$$

其中，FE表示外汇储备项，CFI表示中央银行对国内金融机构的债权。中央银行的收入支出等式则变为

$$RCB_t = i_{t-1}B_{t-1}^C + i_{t-1}^*FE_{t-1} + i_{t-1}^FCFI_{t-1}, \quad (6)$$

其中， $i_{t-1}B_{t-1}^C$ 表示中央银行持有政府债权的利息收入， $i_{t-1}^FCFI_{t-1}$ 表示中央银行对金融机构债权的利息收入， $i_{t-1}^*FE_{t-1}$ 表示中央银行持有外汇储备获得的利息收入。将（1）式、（5）式和（6）式合并，可得

$$G_t + i_{t-1}B_{t-1} = T_t + (B_t - B_{t-1}) + (H_t - H_{t-1}) + i_{t-1}^*FE_{t-1} - (FE_t - FE_{t-1}) + i_{t-1}^FCFI_{t-1} - (CFI_t - CFI_{t-1}). \quad (7)$$

对比（4）式与（7）式，可以发现在中央银行资产多样化的情况下，本国政府获得的铸币税收入 SE_t 具体为 $(H_t - H_{t-1}) + i_{t-1}^*FE_{t-1} - (FE_t - FE_{t-1}) + i_{t-1}^FCFI_{t-1} - (CFI_t - CFI_{t-1})$ 。与中央银行仅持有政府债券的情况相比，本国政府的铸币税收入增减与否要取决于增加项 $i_{t-1}^*FE_{t-1} - (FE_t -$

$FE_{t-1}) + i_{t-1}^F CFI_{t-1} - (CFI_t - CFI_{t-1})$ 是否大于零。

(二) 货币局制度下的铸币税

货币局制度 (Currency Board Arrangement) 是一种严格按照货币规则运作的货币制度。该规则要求基础货币的增加必须要有完全的外汇储备做支持, 且本币与某一关键货币维持固定的汇率, 因此货币局制度又被视为固定汇率制度的一种。由于该制度被认为具有殖民地色彩, 二战以后被许多国家所放弃。自从 1983 年香港地区恢复采用这一制度开始, 一些曾经遭受过严重通货膨胀的国家和制度转轨国家陆续采用, 如阿根廷、保加利亚、爱沙尼亚、立陶宛等国。其目的是通过维持本币与关键货币的固定汇率, 以降低本国或本地区的通货膨胀率。

表 3 货币局制度下货币当局的资产负债表

外汇储备	储备货币
	流通中货币
	存款准备金

从货币局的资产负债表分析, 其资产方是主要是外汇储备, 且一般不持有本币资产, 即不持有对本国政府、金融机构、企业和居民的债权; 负债方主要是无须支付利息的通货和存款准备金¹。货币局制度下货币当局资产负债的恒等式条件变成

$$FE_t - FE_{t-1} = H_t - H_{t-1}, \quad (8)$$

其中, FE 表示货币局持有的外汇储备。货币局的收入支出等式的形式如下:

$$RCB_t = i_{t-1}^* FE_{t-1}. \quad (9)$$

货币局的支出 RCB_t 等于其外汇储备的利息收益 $i_{t-1}^* FE_{t-1}$, 这就是货币局制度下以货币发行机构为视角的铸币税收入。在货币局制度下, 本国(地区)政府即使出现财政赤字, 一般也不向货币当局融资, 那么该制度下政府预算约束条件为

$$G_t + i_{t-1} B_{t-1} = T_t + (B_t - B_{t-1}) + RCB_t. \quad (10)$$

¹ 即使是同样实行货币局制度的国家或地区, 他们在某些具体规定方面仍然存在不同。在资产方面, 如有的货币局就持有对本国(或地区)政府的债权, 有的因承担“最后贷款人”职能而持有对本国金融机构的债权, 如香港地区, 然而本币资产的比重相对很小。在负债方面, 有的货币局实行法定存款准备金制度, 如保加利亚; 有的就不实行这一制度, 如香港地区。对准备金存款是否予以补偿也有不同的规定。但上述差异对铸币税的利差收入性质并无影响。

在货币局制度下，政府视角下的铸币税收入 SE_t 是外汇储备的利息收入 $i_{t-1}^* FE_{t-1}$ 。如果实行货币局制度国家或地区的货币钉住某一关键货币，我们可以考虑该关键货币发行国政府由此增加的融资额度。该国的财政预算约束可从 (1) 式演变为：

$$G_t + i_{t-1}(B_{t-1} + B_{t-1}^C + B_{t-1}^F) = T + (B_t - B_{t-1}) + (B_t^C - B_{t-1}^C) + (B_t^F - B_{t-1}^F) + RCB_t, \quad (11)$$

其中， B_t^F 表示本期国外持有的本国政府债券的余额。与 (2) 式、(3) 式合并后可得

$$G_t + i_{t-1}B_{t-1} = T + (B_t - B_{t-1}) + (H_t - H_{t-1}) + (B_t^F - B_{t-1}^F) - i_{t-1}B_{t-1}^F. \quad (12)$$

关键货币发行国政府获得的全部铸币税收入 SE_t 为 $(H_t - H_{t-1}) + (B_t^F - B_{t-1}^F) - i_{t-1}B_{t-1}^F$ 。与 (4) 式相比，该国的铸币税收入 SE_t 增加了 $B_t^F - B_{t-1}^F - i_{t-1}B_{t-1}^F$ ，即通过国外途径获得的净铸币税收入。这可以解释为什么在开放经济条件下，如果一国经常账户持续保持顺差实际上在向储备货币国家提供铸币税收入。这与余永定 (1999) 对开放经济条件下铸币税问题的理解仍然存在差异。

(三) “美元化” 条件下的铸币税

“美元化” 有非正式 (非官方) 和正式 (官方) 之分。非正式 “美元化” 则是指在那些通货膨胀率非常高的国家中 (如一些拉美国家和制度转型国家)，本国居民为规避持有本币的通货膨胀损失，转而持有美元这种通货膨胀率相对较低的货币，这种现象又称为货币替代。正式 “美元化” 就是一国货币当局放弃现钞的垄断发行权，采用世界上关键货币 (主要是美元) 作为本国的法偿货币。现在，全世界实行正式 “美元化” 的国家主要有利比里亚、巴拿马和厄瓜多尔等经济规模较小的国家。如果说非正式 “美元化” 意味着本国储备货币发行量的相对减少，那么在正式 “美元化” 的国家本国储备货币发行量降为零。

假定在实施正式 “美元化” 之前，该国的政府预算约束为 (1) 式，中央银行资产负债恒等式为 (5) 式，正式实施 “美元化” 之后，(5) 式的左右两边降为零，中央银行不再有利息收入。同时 (7) 式简化为

$$G_t + i_{t-1}B_{t-1} = T_t + (B_t - B_{t-1}). \quad (13)$$

这意味着采取正式 “美元化” 政策的政府铸币税收入 SE_t 就降为零。相反，对于本币现钞在国外大量流通的政府来说 (以美国为例)，不论国外是正

式的“美元化”还是非正式的“美元化”，都扩大了其现钞的发行量，反映在其中央银行资产负债恒等式上就是

$$B_t^C - B_{t-1}^C = H_t - H_{t-1} + H_t^F - H_{t-1}^F, \quad (14)$$

其中， H_t 代表其国内公众和机构持有的本国储备货币， H_t^F 代表外国公众和机构持有的本国储备货币。若将 (14) 式与 (1) 式、(3) 式合并，可得

$$G_t + i_{t-1}B_{t-1} = T_t + (B_t - B_{t-1}) + (H_t - H_{t-1}) + (H_t^F - H_{t-1}^F). \quad (15)$$

这表明本币国际化的政府获得的铸币税收入 SE_t 为 $(H_t - H_{t-1}) + (H_t^F - H_{t-1}^F)$ 。与 (4) 式相比，(15) 式增加 $H_t^F - H_{t-1}^F$ 项，即国外持有的本国储备货币的增加额。

如果完整地考察开放经济条件下一国经济全面国际化而增加的铸币税收入，也就是既考虑本国政府债券市场的国际化，又考虑本币现钞在国外的广泛流通，那么 SE_t 将为

$$(H_t - H_{t-1}) + (H_t^F - H_{t-1}^F) + B_t^F - B_{t-1}^F - i_{t-1}B_{t-1}^F.$$

(四) 对我国铸币税收入的具体分析

由于我国中央银行对储备货币中的存款准备金和邮政储蓄存款项目支付利息，因此其收入支出等式变为：

$$RCB_t + i_{t-1}^R \alpha H_{t-1} = i_{t-1} B_{t-1}^C + i_{t-1}^* FE_{t-1} + i_{t-1}^F CFI_{t-1}, \quad (16)$$

其中， $i_{t-1}^R \alpha H_{t-1}$ 表示中央银行对储备货币的利息支出， α 表示付息储备货币占全部储备货币的比重。合并等式 (1)、等式 (5) 和等式 (16)，可得

$$G_t + i_{t-1} B_{t-1} = T_t + (B_t - B_{t-1}) + (H_t - H_{t-1}) - (FE_t - FE_{t-1}) - (CFI_t - CFI_{t-1}) + i_{t-1}^* FE_{t-1} + i_{t-1}^F CFI_{t-1} - i_{t-1}^R \alpha H_{t-1}. \quad (17)$$

因此我国政府获得的铸币税收入 SE_t 为

$$(H_t - H_{t-1}) - (FE_t - FE_{t-1}) - (CFI_t - CFI_{t-1}) + i_{t-1}^* FE_{t-1} + i_{t-1}^F CFI_{t-1} - i_{t-1}^R \alpha H_{t-1}.$$

与 (4) 式相比，我国政府的铸币税要扣减三项内容：一是外汇占款所涉及的项目 $(FE_t - FE_{t-1}) - i_{t-1}^* FE_{t-1}$ ；二是对金融机构贷款涉及的项目 $(CFI_t - CFI_{t-1}) - i_{t-1}^F CFI_{t-1}$ ；三是对储备货币支付的利息 $i_{t-1}^R \alpha H_{t-1}$ 。

综上所述，在信用货币制度下，如果我们将 $H_t - H_{t-1}$ 视为政府视角下铸币税的一个基准，那么在不同的货币制度下，铸币税概念可以在这个基础上演化。它既可以增加，如由于本币的国际化或者本国政府债券市场的国际化；

也可以减少,如本国现钞发行规模的相对减少(货币替代)或绝对减少(正式“美元化”),或者本国中央银行增持有外汇储备或增加对金融机构的债权。因此,不同货币制度下基于政府视角的铸币税收入概念可以归纳如下:

表4 政府视角下的铸币税收入

不同的货币制度	政府视角下的铸币税
中央银行仅持有本国政府债券且储备货币不付息	$H_t - H_{t-1}$
中央银行不仅持有本国政府债券,还持有外汇储备和金融机构债权,且储备货币不付息	$(H_t - H_{t-1}) + i_{t-1}^* FE_{t-1} - (FE_t - FE_{t-1}) + i_{t-1}^F CFI_{t-1} - (CFI_t - CFI_{t-1})$
实行货币局制度的国家	$i_{t-1}^* FE_{t-1}$
采取正式“美元化”国家	0
关键货币发行国(本国国际化、本国政府债券国际化),且储备货币不付息	$(H_t - H_{t-1}) + (H_t^F - H_{t-1}^F) + B_t^F - B_{t-1}^F - i_{t-1} B_{t-1}^F$
我国政府的铸币税	$(H_t - H_{t-1}) - (FE_t - FE_{t-1}) - (CFI_t - CFI_{t-1}) + i_{t-1}^* FE_{t-1} + i_{t-1}^F CFI_{t-1} - i_{t-1}^R \alpha H_{t-1}$

五、铸币税的进一步分析

(一) 实际铸币税与通货膨胀税

以上的讨论都是从名义收入的角度来探讨铸币税问题。实际上,经济学家们更多的是偏好从实际收入的角度来分析政府的铸币税收入,即

$$SE_t = \frac{H_t - H_{t-1}}{P_t} = \frac{H_t - H_{t-1}}{H_{t-1}} \frac{H_{t-1}}{P_{t-1}} \frac{1}{1 + \pi_t} = \frac{g_t}{1 + \pi_t} \frac{H_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{g_t}{1 + \pi_t} h_{t-1}, \quad (18)$$

其中, H 表示储备货币, P 表示物价水平, π 表示通货膨胀率且 $\pi_t \equiv (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$, $g_t = \frac{H_t - H_{t-1}}{H_{t-1}}$ 表示 H 在 t 期的增长率, h_{t-1} 表示 $t-1$

期储备货币的实际价值。若 $g_t = \pi_t$, 则 $\frac{g_t}{1 + \pi_t} = \frac{\pi_t}{1 + \pi_t}$ 。在通货膨胀率很小的

条件下, $\frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \approx \pi_t$, 实际铸币税收入

$$SE_t = \pi_t \cdot h_{t-1}. \quad (19)$$

对于(19)式,如果将 π_t 视为“税率”,将实际储备货币量 h_{t-1} 视为税

基,那么实际铸币税收入又可看作对实际储备货币额按通货膨胀率征收的收入,铸币税又可称为通货膨胀税收入(inflation-tax revenues)(瓦什,2001)。

更准确地说,通货膨胀税是(主要由货币过度扩张引致的)通货膨胀所引起的实际货币余额价值的下跌(杰弗里·萨默斯和弗里普·拉雷恩,1997)。国内学者,如王利民和左大培(1999)以及余永定(1999)都沿用这一提法。用公式表述就是

$$\begin{aligned}
 IT &= (H_{t-1}/P_{t-1}) - (H_{t-1}/P_t) \\
 &= (H_{t-1}/P_{t-1})\left(1 - \frac{P_{t-1}}{P_t}\right) \\
 &= (H_{t-1}/P_{t-1})\frac{\Delta P}{P_t} \\
 &= (H_{t-1}/P_{t-1})\frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \\
 &= \pi_t' h_{t-1}.
 \end{aligned} \tag{20}$$

如果令 $\pi_t' = \frac{\pi_t}{1 + \pi_t}$, 这就是通货膨胀税的准确表达式,它表示由于通货膨胀导致通货持有者所遭受的资本损失幅度。(19)式和(20)式的差异仅限于“税率”的不同。如果将(18)式变形为

$$\begin{aligned}
 SE_t &= \frac{H_t - H_{t-1}}{P_t} \\
 &= \frac{H_t - H_{t-1}}{P_t} \frac{P_{t-1}}{P_{t-1}} \\
 &= \frac{(P_t - P_{t-1})H_{t-1}}{P_t P_{t-1}} + \frac{P_{t-1}H_t - P_t H_{t-1}}{P_t P_{t-1}} \\
 &= \pi_t' h_{t-1} + (h_t - h_{t-1}),
 \end{aligned} \tag{21}$$

其中 $\pi_t' \equiv (P_t - P_{t-1})/P_t$ 。(21)式第一项 $\pi_t' h_{t-1}$ 就是(20)式通货膨胀税的含义,第二项 $(h_t - h_{t-1})$ 表示公众实际储备货币的变化额,这有两个影响因素:一是由于人口增加导致中央银行发行的储备货币增加;二是由于经济增长导致人均所持储备货币额的增加。如果通胀率为零,通货膨胀税就等于零,但政府获得的铸币税并不为零。因此从更严格意义来说,通货膨胀税和铸币税并不相等(瓦什,2001;陈利平,2003)。

(二) 基于成本角度的铸币税概念

如果说等式(4)可以看作政府收入视角的铸币税,那么铸币税的概念还可以从成本的角度进行分析,具体的含义是政府发行无息负债而不是带息负债所节约的利息支付(瓦什,2001)。将中央银行的收入支出等式形式作如下

变换：

$$\text{RCB}_t = i_{t-1}B_{t-1}^C = i_{t-1}H_{t-1}, \quad (22)$$

合并(1)式、(2)式、(22)式后，可得

$$G_t + i_{t-1}B_{t-1}^T = T + (B_t^T - B_{t-1}^T) + i_{t-1}H_{t-1}. \quad (23)$$

上式的最后一项 $i_{t-1}H_{t-1}$ 就是基于成本视角的铸币税概念。如果考虑其实际收入，则为

$$\text{SE} = \frac{i_{t-1}H_{t-1}}{P_t} = \frac{i_{t-1}H_{t-1}}{P_{t-1}(1 + \pi_t)} = \frac{i_{t-1}}{1 + \pi_t}h_{t-1}, \quad (24)$$

在 π_t 很小的情况下，上式近似等于

$$\text{SE} = i_{t-1}h_{t-1}. \quad (25)$$

如果将中央银行储备货币 (H) 与国债 (B) 一道视同政府对社会的负债 (D)，即广义意义上的政府债务 ($D = H + B$)，在给定政府广义债务总额的条件下，当中央银行在公开市场业务中买入国债，即公众所持国债下降，中央银行持有的国债上升，则政府对公众的有息负债额下降，无息负债额上升；从政府债务管理的角度分析，由于政府广义负债总额中无息负债的比重上升而少支付的这部分利息就是成本视角的铸币税；同时这一操作也意味着中央银行在放松银根，货币政策的导向是信用扩张，即前述的赤字货币化过程。

(23)式和(25)式表明，基于成本角度的铸币税的多寡直接取决于政府筹资利率的高低。(25)式与(19)式差异在于“税率”的差别，前者是政府筹资的利率水平，后者是储备货币的增长率（或者说是通货膨胀率）。美国1999年《总统经济报告》在论及美元国际化给美国带来的收益时就是采用(23)式的这一方法，该报告认为：“国外持有美元现钞占全部美元现钞的比例在60%左右，1998年年中流通中货币为4410亿美元，国外持有额为2650亿美元。将这一数字乘以国库券利率，大约每年获得的铸币税收入为130亿美元”。

六、铸币税问题的政策含义

(一) 铸币税具有扩张性经济政策的含义

如前所述，政府视角下的铸币税等于储备货币的增加额主要是基于中央银行只持有国债资产和对储备货币不付息两点要求，这是从对铸币税影响因素的角度而言的。然而，给定财政支出的规模，政府要实现融资成本最小的目标，换言之要最大限度地通过铸币税方式筹集资金，就必须实现赤字货币

化,即采取扩张性财政政策和货币政策的政策组合。这一政策组合往往是在经济萧条、通货紧缩和失业增加的情况下使用,因此铸币税概念又具有政策协调和扩张性经济政策的含义。

其整个流程如下:政府为刺激经济,采取扩张性的财政政策,预算赤字增加,政府通过发行政府债券加以解决(赤字债务化)。中央银行同时采取扩张性的货币政策进行配合,即购入全部新发行的政府债券(债务货币化),此时中央银行资产——国债——将会增加,由于储备货币(中央银行的负债)伴随着经济增长和交易规模的扩大会不断增加,中央银行所持的国债也就不可能出现下降,这意味着政府获得了一笔永远无需偿还的收入,其规模就是储备货币的增加额。我们通常所说的中央银行发行货币为政府融资实际上是以上一系列操作的结果,而不是开始。以财政部增发100亿元国债扩大支出,中央银行将这部分国债全部买进为例,我们可以用资产负债表的形式将赤字货币化的过程反映出来。

表5 财政部资产负债简表

在中央银行存款 + 100(1)	国债	+ 100(1)
- 100(2)		
支出 + 100(2)		

表6 货币当局资产负债简表

对政府债权 + 100(1)	储备货币	
	金融机构存款 + 100(2)	
	政府存款 + 100(1)	
	- 100(2)	

表7 商业银行资产负债简表

在中央银行存款 + 100(2)	企业存款	+ 100(2)
------------------	------	----------

(1) 财政部向中央银行发行国债100亿元;

(2) 财政部将这100亿元扩大支出(假定是购买电脑设备)。这部分资金成为电脑设备供应商的企业存款,对商业银行而言,就是企业存款(负债)和准备金存款(资产)的同时增加100亿元;反映在中央银行资产负债表上就是负债方的储备货币中的金融机构存款增加100亿元,政府存款下降100亿元。

当然,这100亿元的企业存款有可能被提现,或者转移到其他账户,不论是何种情况,反映在中央银行资产负债表当中就是储备货币内部结构的变化,余额不会下降,这意味着中央银行不会向财政部要求偿还债务,财政部将免费获得一笔收入用于支出。

然而,必须要明确的还有两点,一是铸币税有扩张性经济政策的含义,

但不意味着政府不执行扩张性的财政政策和货币政策，政府就不能够获得铸币税。如前所述，铸币税的影响因素主要是中央银行的资产负债状况，而不是其他因素。只是在给定财政支出规模的前提下，通过赤字货币化方式（即扩大铸币税在政府收入中的规模）可以实现财政支出成本的最小化。二是扩张性的货币政策和财政政策组合的负面效果会导致基础货币的增加，最终引发通货膨胀，所以政府当局对于这一组合的运用往往是短时期的，并且慎之又慎。从这个意义上讲，铸币税概念对宏观经济政策的制定有重要的意义。

（二）铸币税还具有收入再分配的含义²

从上表我们发现，政府视角下的铸币税收入的大小还取决于中央银行资产负债表状况，而这又使得其具有收入再分配的政策意义，这不仅涉及国内居民之间的收入再分配，还涉及国与国之间的收入再分配。下面结合我国的具体情况对此进行讨论。

1. 从中央银行资产的角度分析

从中央银行的资产方看，“国外净资产”、“对国内金融机构债权”和“对非金融机构债权”项目均会影响我国政府铸币税收入规模。

“国外净资产”项目反映的主要是外汇储备，该项目的增加会减少我国政府的铸币税，相反，这却会增加储备货币发行国的铸币税收入。因此，“国外净资产”项目涉及了国与国之间的收入再分配。这在“美元化”以及货币局制度下同样存在。

“对国内金融机构的债权”反映的是我国中央银行的再贷款。这其中既有向国有商业银行的再贷款，也有向资产管理公司的再贷款。这里我们先分析对资产管理公司的再贷款，它是中央银行将资金借给资产管理公司，由它出面购买国有商业银行的不良资产，如果将资产管理公司这个中间环节剔除，实际上就是中央银行买进了国有商业银行的不良资产。一般而言，金融机构出现巨额的不良资产，最终是由财政掏钱，但是我国财政部无力支付这笔巨额资金，由中央银行代为出面，这就相当于中央银行将对政府的融资用于了对资产管理公司的融资，并通过其买入金融机构的不良资产。政府虽然少获得一笔融资来源，但是也因此少了一笔对不良资产的支出。

假定资产管理公司收购了国有商业银行 1000 亿元的不良资产，全部资金来源由中央银行提供。现在如果改为由财政部发行 1000 亿元的国债，由中央银行买进这 1000 亿元国债，财政部再将这 1000 亿元用于收购国有商业银行的不良资产，其效果是一样的。

² 谢平(1996, pp. 41—42)曾经论述过我国货币发行收入的两种分配方式：一是通过中央银行借款和透支以及银行大量税收上缴转化为中央财政收入；二是通过国家银行大量低利率贷款间接补贴于贷款使用者，如国有工商企业、重点建设项目和农副产品收购。陈玉宇(1997)也对此进行过论述。

表8 货币当局资产负债简表

对资产管理公司债权 + 1000(1)	准备金存款
	资产管理公司 + 1000(1)
	- 1000(2)
	国有商业银行 + 1000(2)

表9 国有商业银行资产负债简表

不良贷款	- 1000(2)
准备金存款	+ 1000(2)

表10 资产管理公司资产负债简表

在中央银行存款 + 1000(1)	向中央银行再贷款 + 1000(1)
- 1000(2)	
不良贷款	+ 1000(2)

(1) 资产管理公司向中央银行借款 1000 亿元;

(2) 资产管理公司向国有商业银行买进不良贷款 1000 亿元。

表8—表10反映的是财政部不介入收购不良贷款的过程。从中央银行来看, 尽管其资产增加了, 但上述过程不涉及财政部的国债, 因此政府的铸币税收入相应少增加 1000 亿元; 同时, 财政部也未介入收购不良贷款 1000 亿元的活动, 即财政支出也相应少增加 1000 亿元。

表11 货币当局资产负债简表

国债 + 1000(1)	准备金存款
	国有商业银行 + 1000(2)
	财政存款 + 1000(1)
	- 1000(2)

表12 财政部资产负债简表

在中央银行存款 + 1000(1)	国债 + 1000(1)
- 1000(2)	
不良贷款	+ 1000(2)

表13 国有商业银行资产负债简表

不良贷款	- 1000(2)
准备金存款	+ 1000(2)

(1) 财政部向中央银行发行国债 1000 亿元;

(2) 财政部将这 1000 亿元的资金用于购买国有商业银行的不良贷款。

表11—表13反映了财政部介入不良资产收购的过程。从中央银行分析,其所持国债增加1000亿元使得政府的铸币税收入也增加了相同数额,但是与此同时政府用于不良贷款的支出也增加1000亿元。因此,如果中央银行的某一资产具有(准)财政性质,那么对政府而言,铸币税不存在实质性变化。然而,由中央银行代财政部出面处理不良贷款问题,会使得中央银行资产负债表的质量和财务状况受到负面影响,并有可能波及货币政策的有效性,所以这种模式是否具有可持续性值得进一步关注。

中央银行对国有商业银行的再贷款可以和其对非金融机构的债权项目合并起来分析。在20世纪80年代,我国中央银行的主要资产之一是对金融机构的再贷款,旨在解决国有商业银行对国有企业贷款的资金缺口。当时甚至还存在中央银行“点贷”现象,即中央银行直接放贷款给某一重点国有企业,同时委托一家专业银行代为管理,由于存在较大的信用风险,进入20世纪90年代之后,中央银行不再直接介入企业的信贷活动,并且将对国有企业的“点贷”转变为对代为管理的专业银行的再贷款,因此,在20世纪90年代中期以前,我国中央银行对国有商业银行的再贷款和对非金融机构再贷款只是名称上的不同,其实质是一样的。

假定专业银行获得的这部分再贷款投向指定的国有企业,那么指定的国有企业就等于获得了一笔低息的可以一直使用的资金来源。如果我们不将其收支视为财政收支的一部分,中央银行增加这种性质的再贷款,相应使得政府的铸币税下降,那么可以认为这是中央财政在向指定的国有企业提供补贴,属于国内收入再分配的一个环节。注意,国有商业银行通过吸收储蓄存款后对国有工商企业提供大量的低利率贷款,虽然具有收入再分配的性质,但不属于铸币税范畴的收入再分配。

1999—2000年我国先后成立四家资产管理公司,收购了其所对口的四家国有商业银行的不良资产,所用的资金有一部分是中央银行的再贷款,国有商业银行按面值出售不良资产,换回了在中央银行的准备金,国有商业银行将所得的资金用于归还了中央银行过去的再贷款,因此目前中央银行对四家国有商业银行的再贷款数额已经很小。中国农业发展银行成立之后,其主要任务是收购粮棉油贷款,资金缺口仍然由中央银行再贷款解决。目前该项目的数额仍然较大。这可视为中央财政在向粮食收购企业提供一种“暗补”。

2. 从中央银行负债的角度分析

从负债方分析,除了“资本金”项目和“货币发行”项目外,我国中央银行的其他负债项目均要支付利息,这包括对金融机构准备金存款(法定和超额两部分)、邮政储蓄转存款、政府存款和中央银行票据。这种做法大大减少了我国中央银行的利差收入,同时也降低了我国政府的铸币税收入。对金融机构而言,中央银行的利息支付增加了其利息收入,由此增加了其向政府缴纳的营业税和所得税。财政部从中央银行少收的那部分收入将从这个途径

得到小部分的补偿,只是其数量上的关系更为复杂了。

对于邮政储蓄转存款而言,本质上是中央银行(还可以视为政府)花了比商业银行更高的代价来吸收居民的储蓄存款,邮政储蓄客户再通过利息税的方式向中央财政缴税。对于政府存款而言,要具体区分是中央政府存款还是地方政府存款,若是前者,由于增加对中央财政的存款支付利息,从而少向财政部上交利差收入,这一点对中央财政收支而言,只要少交的利差收入等于其多收的利息就不存在实质性影响,不过多了一道手续而已;若是后者,则是中央财政向地方财政的一种变相的转移支付。

从总体上分析,由于我国中央银行的付息使得政府少获得的铸币税规模要大于政府通过税收渠道获得的收入额,存在中央财政向金融机构、邮政储蓄客户和地方财政变相地转移支付。因此,从国内收入再分配的意义上讲,要增加中央政府的铸币税收入,一方面要扩大中央银行资产方对政府债权的比重;另一方面必须降低中央银行的负债方的利息支付。由此我们还可以明确,铸币税收入的大小与货币化水平的高低无关。

综上所述,铸币税概念有很强的政策含义,第一,它具有扩张性经济政策的含义。因此,亚洲金融危机爆发后,在我国出现经济增长下滑、通货紧缩和失业增加的条件下,铸币税问题的提出和探讨具有非常现实的意义。在我国积极财政政策和稳健货币政策组合的具体操作当中,采取的措施之一就是中央银行大量购入国债现券,其实质就是赤字的货币化,因此中国政府事实上通过铸币税方式在降低国债的融资成本。

第二,铸币税还具有收入再分配的含义,这一点在我国尤为值得关注。这和我国中央银行资产负债表的特征有关。在资产方,中央银行对政府的债权所占比重很低,而国外净资产、对资产管理公司债权等项目的比重较高,这大大降低了政府的铸币税收入份额。在负债方,中央银行的付息项目也很多。中央银行的利息支出减少了我国政府获得的铸币税收入规模,还使得我国中央政府和中央银行债权人之间收入再分配的过程非常复杂。

七、对我国铸币税收入的具体分析

在第四部分从理论上讨论了政府视角下影响我国铸币税收入规模的因素,在本部分则具体估算其大小。下面首先分析我国中央银行资产与负债的特点,并对我国中央银行净利息收入进行估算,然后再测算我国政府获得的铸币税收入规模。

表 14 2003 年我国货币当局资产负债表

单位：亿元人民币

国外资产	31141.85	储备货币	52841.36
外汇	29841.80	货币发行	21240.48
货币黄金	337.24	金融机构存款	22558.04
其他国外资产	962.81	存款货币银行	22274.41
对政府债权	2901.02	特定存款机构	280.31
其中：中央政府	2901.02	其他金融机构	3.32
对存款货币银行债权	10619.47	非金融机构存款	9042.84
对特定存款机构债权	1363.34	活期存款	58.41
对其他金融机构债权	7255.95	储蓄存款	8984.43
对非金融机构债权	206.25	发行债券	3031.55
其他资产	8516.19	国外负债	482.58
		政府存款	4954.71
		其中：中央政府	2624.37
		自有资金	219.75
		其他负债	474.11
总资产	62004.06	总负债	62004.06

资料来源：中国人民银行网站 <http://www.pbc.gov.cn>。

（一）我国中央银行负债的特征

我国中央银行负债的显著特征有两个：

1. 付息项目多且所占比重较大

付息项目如金融机构存款（主要是存款准备金账户，占比为 36%），非金融机构存款（主要指邮政储蓄转存款，占比为 14.6%），发行债券（指中央银行票据，占比为 5%），政府存款（主要是中央和地方财政存款，占比为 8%）。不付息的项目主要有两项，一项是货币发行（占比达 34%），另一项是自有资金（占比不到 1%）项目。与西方发达国家相比，不付息项目所占比重太低，如美联储储备货币项目所占比重达到 90%。

2. 中央银行的利息支出呈现出刚性

就存款准备金的利息支出而言，赵慈拉（2001）的研究表明，1999 年我国中央银行当年付给商业银行的准备金存款利息要大于当年 16 家商业银行实现的税前利润总额，可以说如果没有中央银行支付的这笔收入，1999 年我国金融机构的税前利润将是负数。2002 年以来，我国商业银行的利润明显好转，如果存款准备金利率降为零的话，无疑将影响商业银行的利润，从而延缓其目前正在推行的制度改革。2003 年 8 月推行的邮政储蓄转存款制度改革虽然降低了新增邮政储蓄转存款的利息支付，仍然没有改变中央银行支付邮政储蓄存款利息的局面。此外，2003 年我国中央银行开始对财政存款支付利息，这又增加了中央银行的利息支出。

综合以上分析,我们可以估计2003年我国中央银行的利息支出。它主要有存款准备金、邮政储蓄转存款、中央银行票据和财政存款的利息支出共四项。这四项目的余额均按2003年的平均数计算。

(1) 存款准备金的平均余额为20848亿元人民币,按1.89%的年利率计算³,中央银行的利息支出约为394亿元;

(2) 2003年邮政储蓄转存款制度改革,以2003年8月1日为界,以后新增加的邮政储蓄转存款利率按1.89%计息;此前的老转存款,按4.131%计息。邮政储蓄转存款前7个月的平均余额为7950亿元,按4.131%的利率计算全年共支付利息328亿元,新增部分后5个月的平均余额为260亿元,按1.89%的利率支付5个月的利息,仅为2亿元左右。因此中央银行支付的邮政储蓄转存款利息为330亿元。

(3) 我们假定中央银行票据的平均利率为2.5%,2003年的平均余额为1990亿元,利息支出约为50亿元;

(4) 财政存款的平均余额为4346亿元,按活期存款利率0.72%计息约为31亿元;以上四项合计为805亿元。

(二) 我国中央银行资产的特征

我国中央银行的资产主要分为国外资产和国内资产两大类,各占50%的比重。前者主要是外汇储备,后者主要是对国内金融机构和政府债权以及其他资产。我国中央银行资产的特征主要有以下几点:

1. 国外资产所占比重高、汇率风险大、利息收入较低

我国的外汇储备占全部资产的比重达到近50%,远高于采取浮动汇率制度国家的水平。我国的外汇储备投资了大量的国外政府债券。尽管我们无法确切地知道我国外汇储备的收益率,但是基于以下两点的考虑,我国外汇储备的收益不会太高。一是2000年以来美元、日元、欧元的汇率波动较为剧烈(见图1),因此我国外汇储备中欧元和日元债券资产的汇率风险很高;二是2001年以来以美国为首的西方国家进入了利率下降通道,利率的绝对水平均很低。如2003年联邦基金利率已经降至1%,为46年以来的最低点,也远低于同期我国中央银行再贴现利率2.97%和1年期再贷款利率3.24%的水平。日本的银行间无抵押的隔夜拆借利率在目前甚至还要低于其“零利率政策”时期(1999.2—2000.8)0.02%的水平,一般维持在0.001%—0.002%的水平。欧洲中央银行主要再融资操作利率也一再向下调整,2003年6月下调至2%后,截止到2003年年底该利率一直没有变化。美、日、欧三地中央银行将基准利率维持在如此低的水平上,其政府债券的收益率也相对较低,这就

³ 中国人民银行决定,从2003年12月21日起将金融机构在中国人民银行的超额准备金存款利率由1.89%下调至1.62%。法定准备金存款利率仍为1.89%。对此本文忽略不计。

决定了我国外汇储备的投资收益率不会太高。

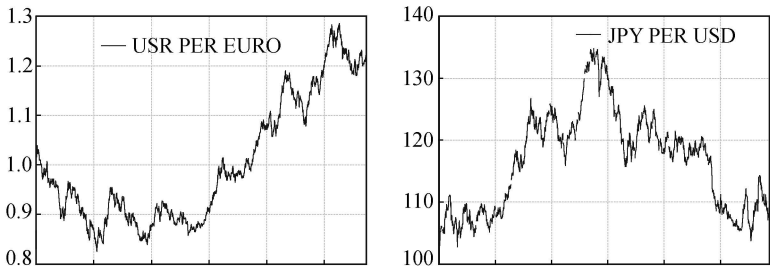


图1 欧元兑美元的汇率和美元兑日元的汇率变化（2000.1.3—2004.6.30）

资料来源：欧洲中央银行网站 <http://www.ecb.int> 和美联储网站 <http://www.federalreserves.gov>。

2. 国内资产中对金融机构债权的信用风险很高

我国中央银行国内资产主要包括对金融系统的债权（包括存款货币银行、特定存款机构和其他金融机构）、对政府债权、其他资产。这其中对其他金融机构的债权存在较大的信用风险。以中央银行对其他金融机构债权为例，它主要是中央银行对资产管理公司的债权，根据已有的资料显示，我国资产管理公司的资产回收率和现金回收率分别为 33.61% 和 22.39%（孙凌燕，2003），这表明资产管理公司的资产只有大概三分之一的比例可以收回，何谈对中央银行支付借款利息？事实上远不止此，据戴根有（2002）的介绍，我国中央银行 1998 年以来利用通货紧缩时机，发放再贷款，支持关闭金融机构支付个人债务和外债，保持了国内金融稳定和社会稳定。这样性质的再贷款人民银行也很难收回来，因此可以认为我国中央银行对金融机构债权资产的信用风险较高，利息收入不稳定。

中央银行对政府债权占全部资产的比重不足 5%，说明不论是通过直接方式（对中央政府的借款或透支），还是间接方式（通过公开市场操作中对国债的现券买入），我国中央银行对政府的融资额和比重都不大。

我国中央银行资产当中还有一项是其他资产，占比为 14%，这是在 2002 年新设置的一个科目，当年余额为 5266.29 亿元，2003 年年末为 8516.19 亿元，增加额为 3250 亿元，估计是向中行和建行划转 450 亿美元形成的资产的一部分。

综合以上两点，我们可以估算我国中央银行的利息收入。第一项为外汇储备的投资收益，这里我们假定其为 1.5%，余额按国外资产和其他资产合计额的年平均数 34746 亿元计算，利息收入为 521 亿元。第二项为对金融机构的债权利息，但是其中的子项（对其他金融机构的债权）存在信用风险，假定这一项不计算在内，对全部金融机构债权的平均余额在 2003 年为 12086 亿元，利率假定为 3%，利息收入则为 363 亿元。根据戴根有（2002）的分析，这一估计仍然存在高估的可能。第三项为对政府债权的利息收入，其平均余

额为 2882 亿元, 大部分是过去对中央政府的借款和透支, 利率假定为 1.5%, 则这部分的收入为 43 亿元。以上三部分利息收入合计为 986 亿元, 扣减利息支出 805 亿元, 我国中央银行的利差收入大约为 180 亿元。

综合来看, 我国中央银行视角下的铸币税特征可以表述如下: 资产方的信用风险和汇率风险较大, 利息收入较低且不稳定; 负债方的利息支出项目多且刚性较强, 因此中央银行获得的利差收入并不稳定。

由此一个值得讨论的问题是中央银行是否有可能亏损? 如果纯粹从资产负债表的角度去分析, 当中央银行资产方的利息收入无法抵补负债方的利息支出, 或者其资产存在较大的信用风险, 如对商业银行的债权因为商业银行的倒闭或破产无法得到偿付, 中央银行就完全有可能发生亏损。在现实当中, 中央银行出现亏损也非罕事。如日本银行为减轻日本商业银行受股票市场波动的影响, 自 2002 年 11 月开始直接从商业银行购进其持有的股票, 截至 2003 年 6 月 20 日, 日本银行已经累计收购了价值 1.467 万亿日元(约合 124.6 亿美元)的股票。问题不久就暴露出来, 日本银行在 2003 年 5 月公开承认, 直接购买股票的计划已造成了 658 亿日元账面亏损(约合 5.609 亿美元)⁴。根据我们对我国中央银行资产负债表的分析, 我国中央银行同样可能会出现亏损的主要因素就是资产方的外汇储备面临较高的汇率风险, 对金融机构的债权面临较大的信用风险。从短期来看, 我国中央银行代替财政职能而导致暂时的亏损并不会使其陷入类似普通工商企业一样的困境, 但是在长期内, 中央银行处于亏损的边缘并不是一件好事, 这可能危及货币政策的有效性。

(三) 对 2003 年我国政府视角下铸币税收入的估算

根据公式 (17), 我国政府的铸币税收入为中央银行利息收入的基础上再加上 $(H_t - H_{t-1}) - (FE_t - FE_{t-1}) - (CFI_t - CFI_{t-1})$, 我国 2003 年增加的储备货币为 7703 亿元, 对金融机构的债权增加额为 -289 亿元, 国外资产的增加额为 7899 亿元, 加上利差收入 180 亿元, 我国政府获得的铸币税收入约为 273 亿元⁵。

这里笔者放弃了对以前年度中央银行和政府视角下铸币税规模的估算, 主要是因为近年来我国中央银行资产负债表的科目进行了调整, 但是中国人民银行没有对以前年度的余额进行统计口径的调整, 因此对比分析失去了意义。

⁴ 引自《金融时报》2003 年 5 月 24 日。

⁵ 若考虑向中行、建行划转的 450 亿美元, 这大概体现在其他资产的增加额 3250 亿元中, 我国政府获得的铸币税收入则为 -2977 亿元。这不是说 2003 年中央政府实际上有这笔支出, 而是表明由于当年外汇储备的巨幅增长, 使得中央政府少获得的融资额。

八、结论性评价

从1998年下半年开始，我国政府实施了扩张性的财政政策以推动经济增长。有些学者提出了是否应在中国征收铸币税的问题。余永定（1999）将此归结为中国是否要推行财政赤字货币化的政策，这一概括非常准确而精当。然而，国内学者对铸币税的概念由于没有区分中央银行视角和政府视角，因而存在不同的乃至错误的理解。笔者的研究可以得出以下结论：

1. 从货币发展史的角度看，不论是金属本位货币还是信用本位货币，铸币税源于政府对货币发行权的垄断。

2. 在典型的金属本位货币制度下，不存在政府对本位货币征收铸币税的问题；对于辅币而言，由于辅币面值与实际价值之间的巨大差异，政府通过垄断铸造获得铸币税收入。

3. 在信用货币制度下，从货币发行机构（中央银行）的角度分析，铸币税实际上是一种利差收入；从政府的角度分析，最简单的铸币税含义就是储备货币的增加额，这是基于中央银行只持有国债资产和对储备货币不付息两点要求。如果中央银行资产和负债项目多样化，或者负债项目的利率发生变化、或者本币国际化、本国政府债券市场国际化，铸币税的含义都将发生变化。

4. 铸币税在宏观经济政策的制定方面还具有重要意义。给定财政支出的规模，政府要在短期内实现融资成本最小的目标，即最大限度地通过铸币税方式筹集资金（赤字货币化的过程），就必须采取扩张性财政政策和扩张性货币政策的组合。这往往是在经济萧条、通货紧缩和失业增加的情况下使用，但其结果有可能导致未来的通货膨胀，因此政府必须慎之又慎。

5. 铸币税还具有收入再分配的含义。它不仅涉及国内居民之间的收入再分配，还涉及国与国之间的收入再分配。要扩大中央政府的铸币税收入，一方面要扩大中央银行资产方对政府债权的比重；另一方面必须降低中央银行的负债方的利息支付。

6. 在现实当中，人们更多的是关注铸币税的实际收入，当储备货币的增长率等于通货膨胀率，实际铸币税收入就等于通货膨胀税。然而，在通胀率为零的条件下，通货膨胀税为零，政府仍然能够获得铸币税。

7. 如果将中央银行储备货币与国债一道视同政府对社会的负债，在给定政府广义债务总额的条件下，当中央银行买入国债，将会导致政府总负债中无息负债比例的上升，由此而少支付的利息就是成本视角的铸币税。

8. 我国中央银行的利差收入并不稳定，因为资产方的信用风险和汇率风险较大，利息收入较低且不稳定；负债方的利息支出项目多且刚性较强。值得继续关注的问题是当我国中央银行频繁出资处理金融机构的不良资产之后，

这是否会严重影响其财务收支并危及我国货币政策的有效性?从政府视角分析,我国铸币税受外汇储备大幅增加的负面影响非常大。

参考文献

- [1] (美)戴维·罗默,《高级宏观经济学》。北京:商务印书馆,2001年。
- [2] (美)卡尔·E.瓦什,《货币理论与政策》。北京:中国人民大学出版社,2001年。
- [3] (美)劳伦斯·H.怀特,《货币制度理论》。北京:中国人民大学出版社,2004年。
- [4] (英)约翰·F.乔恩,《货币史》。北京:商务印书馆,2002年。
- [5] 北京大学中国经济研究中心宏观组,“关于通货紧缩定义、成因与对策的几种不同意见”,北京大学中国经济研究中心讨论稿系列, No. C1999016。
- [6] 陈利平,《货币理论》。北京:北京大学出版社,2003年。
- [7] 陈玉宇,“政府可得铸币收入与中央银行的利润估算”,《经济社会体制比较》,1997年第5期,第24—31页。
- [8] 戴根有,“对当前货币政策有关争论问题的看法”,《金融时报》,2002-7-12。
- [9] 范建军,“关于政府铸币税收入的理论探讨”,《金融研究》,2002年第12期,第1—16页。
- [10] 杰弗里·萨默斯和弗里普·拉雷恩,《全球视角的宏观经济学》,上海:上海三联出版社,上海人民出版社,1997年。
- [11] 迈克尔·梅尔文,《国际货币与金融》。大连:东北财经大学出版社,2003年。
- [12] 盛洪,“对冲基金、金融市场与民族国家”,《经济研究》1999年第12期,第50—59页。
- [13] 孙凌燕,“33.61%的资产回收率说明什么”,《金融时报》2003-3-7。
- [14] 王利民、左大培,“关于预算赤字、铸币税和货币扩张通货膨胀税的关系”,《经济研究》1999年第8期,第32—34页。
- [15] 谢冰、王炬,“关于铸币税的理论研究进展”,《经济学动态》2002年第9期,第13—19页。
- [16] 谢平,《中国金融制度的选择》。上海:上海远东出版社,1996年。
- [17] 易纲、吴有昌,《货币银行学》。上海:上海人民出版社,1999年。
- [18] 余永定,“中国不能走财政赤字货币化的道路”,《金融研究》1999年第7期,第1—5页。
- [19] 曾康霖,“央行铸币税与财政赤字弥补”,《金融研究》2002年第9期,第1—6页。
- [20] 张春霖,“如何评估我国政府债务的可持续性”,《经济研究》2000年第2期,第66—71页。
- [21] 张杰,“中国国有银行的资本金谜团”,《经济研究》2003年第1期,第30—36页。
- [22] 张杰,《中国金融制度的结构与变迁》。太原:山西经济出版社,1998年。
- [23] 赵慈拉,“对我国存款准备金付息制度的分析与探讨”,《上海金融》2001年第5期,第23—26页。

Seigniorage: Different Perspectives

YANG WANG
(Jiangxi University)

Abstract Chinese economists have different opinions about seigniorage. Since 1998, deflation in China has led to exciting debates on the government's seigniorage in its active fiscal policy. This paper explores the meaning of seigniorage from the perspective of the Central Bank and the government under different monetary regimes. It distinguishes seigniorage from inflation tax. The author also calculates the Chinese government's income from seigniorage in 2003.

JEL Classification E51, E58, H20