

从中国金融史中借鉴的三点经验

Warren Bailey

摘要: 本文介绍了中国历史上与金融相关的几个案例，以及这些案例如何帮助我们思考当下热点问题。本文讨论了三个问题，分别是股市兴衰的现象和意义、货币供应的重要性和货币供应失控的后果，以及货币的内涵。

关键词: 股市泡沫；量化宽松；货币供应量

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

一、股市兴衰的意义

投资者对金融市场价格保持信心非常重要。我们经常使用美国国债收益率评估其他资产，使用股票指数计算 beta，使用原油期货获取大宗商品价格的信息，使用市盈率及其他指标来估值。对股市和这些指标没有信心会给投资带来很多困扰。

“上海橡胶热潮”是一个很好的例子。100 多年前中国还没有热带橡胶种植园，但 Klebang 橡胶产业公司等很多橡胶种植公司在上海进行交易。这些公司在上海成立，从事东南亚等国的橡胶业务，并在上海证券交易所交易。上海交易的橡胶种植园

公司上市数量一度大幅增加，交易量和价格大幅上涨，但随后市场崩盘，很多股票不复存在。很多人将此视为典型的泡沫，认为这件事说明股票市场非理性。但需要注意的是橡胶繁荣崩溃之后橡胶产业并未就此消失，反而继续发展壮大。橡胶热潮鼓励了更大规模的橡胶种植，也使橡胶公司经历了一轮优胜劣汰，只有优秀的公司能够生存下来，今天仍有许多种植橡胶并销售轮胎的大型公司。股市的繁荣与萧条并不是荒谬的，而是该行业更新迭代和优胜劣汰的一种体现。通过这个过程，我们才能得到市场均衡时的公司数量，才能明白公司应该如何去投资。

电动汽车企业也是同样的。当前，全世界电动汽车技术出现了巨大变化，但想让人们的思维从传统燃油车完全转为电动车是比较困难的，这个过程中会伴随汽车公司的优胜劣汰。传统的老牌车企进入电动汽车领域、开发新技术将至关重要。

股票市场不断有新兴业态进入，对市场上的公司进行各种筛选，最终达到均衡状态。这正是技术创新融入社会并从资本市场获得资金的方式。

作者简介: Warren Bailey，美国康奈尔大学教授。

① 本文根据作者在 2021 年中国国际金融学会青年论坛上的演讲稿整理，由中国银行研究院冯天真整理。

二、量化宽松与货币供应量

本文将用中国历史的几个故事阐述一国调整货币供应的目的、方式和潜在后果。调控货币供应量的目的有很多，包括刺激支出和借贷、降低利率、回笼经济体中超发的货币防止通胀、支持陷入流动性危机的银行以防爆发系统性风险等。人们对货币创造最常见的担忧是害怕出现资产泡沫，资产泡沫将会扭曲人们的消费方式。通胀率过高时会发生恶性通货膨胀，恶性通胀非常可怕，非洲一些国家的通货膨胀就曾到了完全失控的状态。八九十年前，中国也出现过严重的通货膨胀。由于战争时期财政收入不能覆盖支出，政府疯狂举债，不得不印钞，这导致了恶性通货膨胀。价格爆炸，货币购买力大幅下降，在国际市场上大幅贬值，对当时中国企业而言是一场灾难。20世纪30年代末到第二次世界大战结束期间，中国通货膨胀一直在加剧，并出现了金圆券，这是官方规定的新货币，政府声称以黄金为背书。政府大量印发这种新货币，以为这样就能保值。但数月之后又出现了恶性通货膨胀，这是量化宽松失控的一个典型例子。

量化紧缩可以看做量化宽松的对立面。在长达几个世纪的时间里，中国的主要货币之一是各种形式的银，例如，各种小条状的银、外国硬币及国内生产的硬币。

为支持美国西部的银矿产业，美国政府曾决定大量购买白银。那时使用的货币是以银为背书的纸质货币，白银按照需求支付给持票人，美国政府大量用这种钞票购买白银。美国政府购买白银推高白银价格，而中国经济以白银为货币，引起汇率大幅升值，影响出口业务。由于美国和其他经济体对白银的需求旺盛，数亿盎司的白银以更高的价格流出中国，这减少了中国的货币供应量。几年间中国的货币供应量下降了25%~50%。据上海国际结算数据显示，1933年破产重组的公司为5家，仅仅两年后就增加到100多家，足以说明企业因此蒙受了损失。美国实施白银购买政策，白银从中国流出，利率从2%升至12%，导致中国在1935年年底不得不放弃银本位制。这说明，货币太多或太少都不好。合适的货币供应量一直以来是研究的热点，但

目前仍未有普适答案。

三、货币的内涵

最后，本文将讨论什么是货币。货币是一种交换媒介，我们可以用它买东西；货币也是一种价值储存手段。中国货币史上，货币有时是铜钱，有时是各式各样的白银，而且在不同时间交易价格并不一致。例如，有时用1000铜钱可以置换成一两白银（大约一盎司的重量），但有时又多于或少于这个重量。银币也有不同形式：有各种各样的外国硬币、有国内硬币、也有以银为背书的纸币。笔者曾收集了大量数据研究其价格。在上海交易所，溢价使得含银量相同的查尔斯银元的售价经常要比墨西哥银元售价高得多。1895年时，印有查尔斯国王图片的西班牙硬币和含银量相同的墨西哥银元及银行汇票交易价格完全不同。这是因为，银行帐户和纸币的可信度会随时间而变化。古代西班牙硬币在年老保守的人眼里是值得信赖的。丝绸交易和一些税费都以西班牙银元支付，所以该货币存在溢价。将西班牙硬币融化后得到的价值小于其交易价值。这和比特币有相似之处。所以，“货币是什么”可以由企业和消费者来定义，甚至可以是“心理上的”。虽然本文不认为比特币是货币，但这个问题确实很有趣。从中国的货币史来看，我们很难定义什么是货币，什么能成为货币，什么不能成为货币。

参考文献：

- [1] 刘连舸.人民币国际化之路该怎么走[J].国际金融, 2021(3): 3-11
- [2] Warren Bailey. Behavioral Finance and Me, or How I Came to See the Light[J]. The European Journal of Finance, 2016(22): 8-9

(责任编辑:赵廷辰)