

— 改变世界的金融创新 —
金融市场和金融工具是如何兴起的

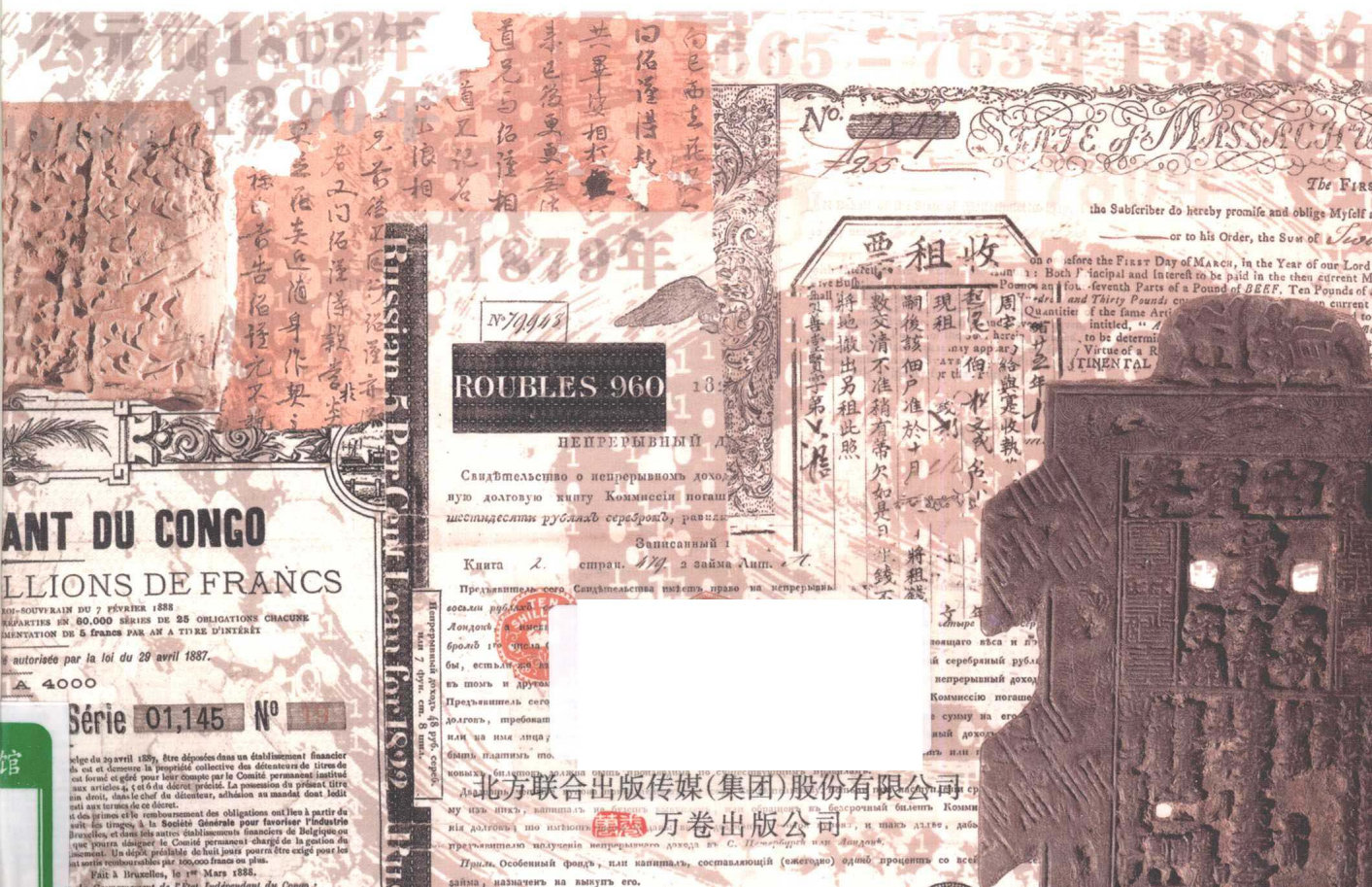
价值起源

(修订版)

The Origins of Value

(美) 威廉·N. 戈兹曼 (William N. Goetzmann) | 编著
(美) K. 哥特·罗文霍斯特 (K. Geert Rouwenhorst)

王宇 王文玉 | 译



F831.9
8-2

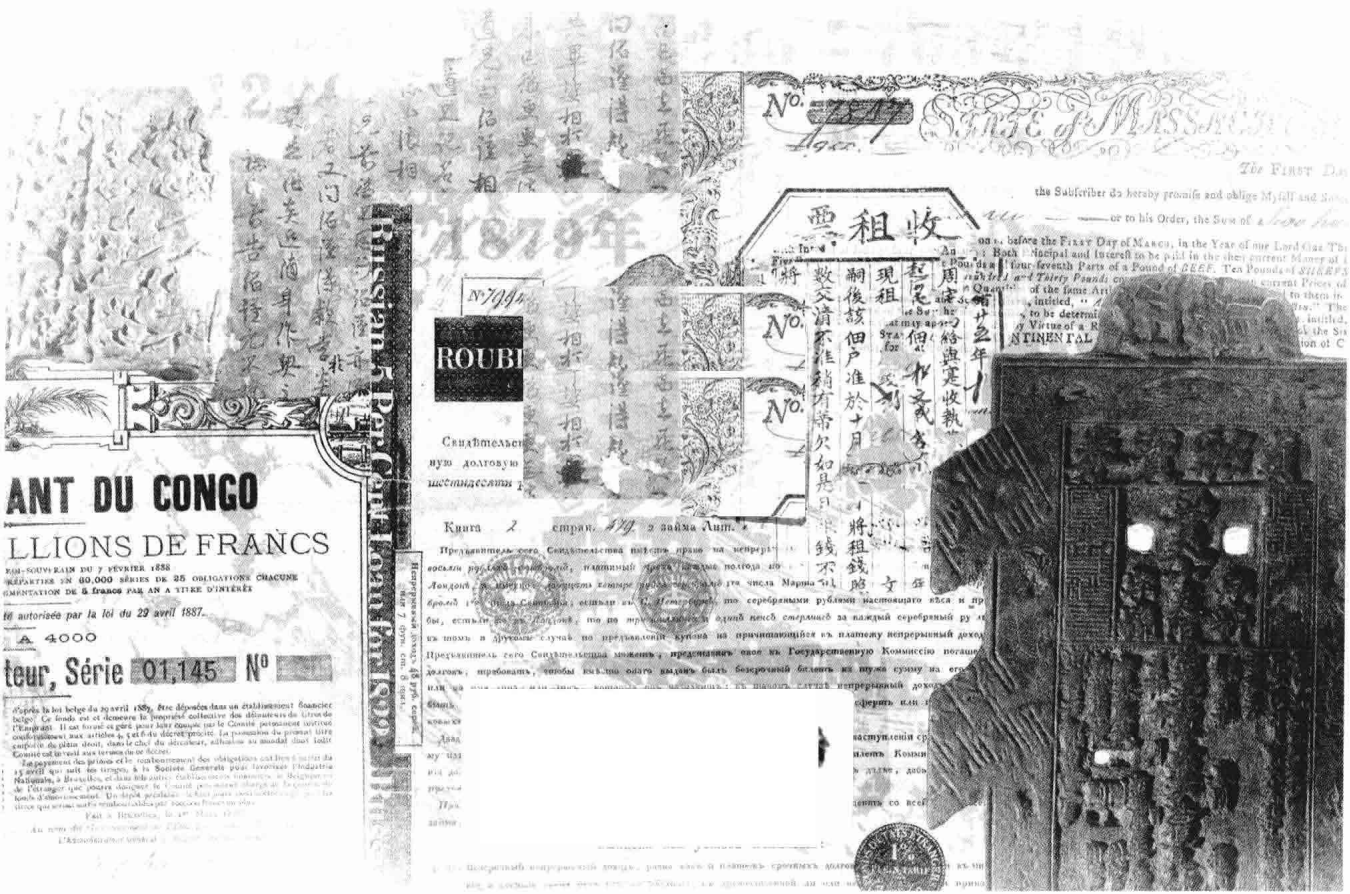
— 改变世界的金融创新 —
金融市场和金融工具是如何兴起的

价值起源

(修订版)

The Origins of Value

(美) 威廉·N. 戈兹曼 (William N. Goetzmann) | 编著
(美) K. 哥特·罗文霍斯特 (K. Geert Rouwenhorst) |
王宇 王文玉 | 译



北方联合出版传媒(集团)股份有限公司
万卷出版公司

著作权合同登记号：06-2010第239号

© 戈兹曼，罗文霍斯特 2010

图书在版编目（CIP）数据

价值起源：第2版/（美）戈兹曼，（美）罗文霍斯特编著；王宇，王文玉译. —沈阳：万卷出版公司，2010. 8
ISBN 978-7-5470-1054-9

I. ①价… II. ①戈… ②罗… ③王… ④王… III. ①金融-经济史-世界 IV. ①F831.9

中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第148967号

出版发行：北方联合出版传媒（集团）股份有限公司

万卷出版公司

（地址：沈阳市和平区十一纬路29号 邮编：110003）

印刷者：北京汇林印务有限公司

经销者：全国新华书店

幅面尺寸：185mm×260mm

字数：520千字

印张：28.25

出版时间：2010年8月第2版

印刷时间：2010年8月第1次印刷

总策划：李英健 梁晶

责任编辑：王亦言

特邀编辑：巫宁 李红梅

责任校对：于凌涛

装帧设计：王亦言 刘萍萍

版式设计：刘萍萍

ISBN 978-7-5470-1054-9

定价：88.00元

联系电话：024-23284442

邮购热线：024-23284050 23284627

传真：024-23284448

E-mail: vpc_tougao@163.com

网址: <http://www.chinavpc.com>

《价值起源》序

THE ORIGINS OF VALUE

金融危机给社会带来的当然不仅是消极冲击，也必然有正面影响。比如，由于2007—2009年的全球金融危机，社会对金融的阅读兴趣大增，一时间，金融文章覆盖了报纸、互联网，相关书籍摆满机场书店，甚至在大众超市也很醒目，真是洛阳纸贵。只是，稍微细看，会发现尽是以“战争”为名的书，“金融战争”、“货币战争”、“资本战争”、“股市战争”、“超限战”、“保险战争”、“石油战争”、“粮食战争”，本来当今世界平平和和，十分万幸，但灌满“阴谋论”的这些书，却让人感到处处硝烟弥漫，战火冲天。遗憾的是，这些“阴谋论”除了让社会过一次戏剧性的虚幻瘾外，其实际效果是，让本来就缺乏金融基因的社会错失了正面了解金融的机会，“阴谋论”是智力麻醉剂，使人以为可以由此逃离现代经济，躲回传统。其实不然。

相比之下，反倒是晚清的洋务运动者，不沉浸于“阴谋论”的智力鸦片之中，而是从正面理清现代金融之威力，挖掘中西大分流中之金融奥秘。在当时知识和信息那么局限的情况下，连晚清的智者都知道，“强国梦”不是靠陶醉于“阴谋论”就能实现的，而是要必须学几招、几万招才有可能。19世纪末期，薛福成在《论公司不举之病》中评论道，“西洋诸国，开物成务，往往有萃千万人之力，而尚虞其薄且弱者，则合通国之力以为之。于是有鸠集公司之一法。官绅商民，各随贫富为买股多寡。利害相共，故人无异心，上下相维，故举无败事。由是纠众智以为智，众能以为能，众财以为财。其端始于工商，其究可赞造化。尽其能事，移山可也，填海可也，驱驾风电、制御水火，亦可也。有拓万里膏腴之壤，不藉国帑，藉公司者，英人初辟五印度是也；有通终古隔阂之途，不倚官力，倚公司者，法人创开苏彝士河是也。西洋诸国，所以横绝四海，莫之能御者，其不以此也哉？”可见，薛福成很早就认识到，东西方之所以出现大分流，西方近代强大，在于他们有汇集大量资本、“集中力量办大事”、分散创业风险的金融方式，亦即公司与其可以广泛交易流通的股票。

从《价值起源》中我们会进一步看到，对东西方历史大分流做出过贡献的，除

了薛福成强调的公司证券——股票之外，还有许多其他金融市场和金融工具。当然，对这一结论，一些同仁或许有异议，因为正如本书作者之一 William Goetzmann 在好几章中介绍的那样，中国于宋朝发明纸币，也属世界上最早，而纸币是所有金融证券中最简单但也最重要、最基础性的证券，因此，中国当初在金融创新上走在世界前面，而不是落后。那么，为什么后来中国会因为金融创新上与西方的分流，进而导致在其他经济与非经济领域的东西方大分流呢？宋朝之后，中国的金融创新基本停顿了，而那时的西方正处于中世纪的中期，他们在比纸币更为丰富的证券创新上变得特别活跃，先是于 13~14 世纪在佛罗伦萨等意大利城邦推出现代债券、基金，开启了东西方之间的金融创新大分流，并引发、激励出各种经济与社会制度的相配变革创新。

从现代金融于 1860 年代进入中国到今天，已经是一个半世纪。这期间，中国和世界都经历过数次金融危机冲击，晚清和民国时期的股灾与各类金融风暴、美国每十年左右的金融危机，等等，可是，到最后，不仅没有哪一次危机卡断人类社会跟金融的关系，而且，每次都提升美国、中国以及其他社会对现代金融的依赖度，并且进一步把各国间的经济竞争转变成制度竞争，制度竞争又最终以各国的金融发达度来具体体现。2007—2009 年间的世界金融危机是百年不遇，冲击力的确不小，但最终也不仅不会毁灭金融，反而会深化人类社会对金融的依赖。

那么，金融到底是什么？为什么金融创新自远古就推动了人类社会的进步，并将继续带动其未来进程？《价值起源》对这些以及相关问题作出回答。本书一开始，便给出理解金融创新的一般性分析框架，把各种错综复杂的金融创新放到一个总体框架中，让我们全方位地看到金融创新的必然和价值。为了具体介绍、讨论金融创新，书的两位编著者——William Goetzmann 和 Geert Rouwenhorst——选择了人们在日常生活中已经很熟悉的金融品种作为金融创新案例，包括货币、纸币、债券、股票、基金、期货、期权，等等，以此对金融的一般性道理进行展开。虽然这些证券已经太习以为常，但是，它们是怎么来的？在哪里并且是什么社会与经济背景下出现、发展的？金融创新的背后隐含着什么人类历史、社会变迁的道理？在成千上万的人类金融创新尝试中，为什么偏偏这些创新能够生存发展下来，而其他的却渐渐消失？仔细了解每种金融证券发生和发展的社会背景、经济背景，不仅能把表面看似枯燥的金融工具、金融理论模型变活，加深我们的整体知识，而且也为中国金融市场的下一波、下几波的发展奠定更坚实的基础。实际上，如果缺少现代金融视角，人们会难以看清中国经济的未来走向。

货币的起源同时是价值的起源，也就是说，在货币出现之前，虽然“东西”有

价值，但因为没有跨越“东西”的通用价值度量衡，而无法得到具体的度量。随着金融创新的深化，不仅度量价值的工具、手段得以升华，而且使价值跨越时间、跨越空间的配置交换变得越来越便利。结果是，商品市场与金融市场在深度和广度上不断得到拓展延伸，人类社会的总体福利配置不断得到优化，此即金融创新推动人类社会进步的道理，也是《价值起源》所展示的金融逻辑。

《价值起源》的价值是多维的，不仅为我们详细解读今天已普及的金融证券的来历，而且也是一部最为权威的从金融视角看世界历史的著作。特别是，一般的金融史著作，要么只谈中国的金融史，要么只谈英国、美国或者意大利单个国家或地区的金融史，而《价值起源》把世界各国都放在同一个时间轴上，看看过去五千年中从古埃及、古希腊、古罗马、古代中国到中世纪西欧、到20世纪的金融创新，是如何推动世界进程的。

本书的两位编著者都是我在耶鲁的同事，他们既是现代金融学研究领域的领头人物，又是新一代金融史研究的推动者。《价值起源》这本书可以说是最经典、最贴切地综合了他们两人一生的学术追求和学术视野。我尤其要说的是，自1986年至今，William Goetzmann一直对笔者影响很大，是他让我看到学术之林居然能有这么深、那么广，改变了我的学术生涯！

1986年，我和William Goetzmann一起进入耶鲁大学的管理科学博士班，当时，我们可以选择金融经济学、管理经济学、会计学、市场营销学、运筹学中的任何一个领域作为专业。在他的建议下，我选择了金融经济学专业。后来，由于我的工科背景，一直到2000年前，我所关注的基本都是纯技术性的金融理论。2000年中的一天，在耶鲁校园里的一条街上，我碰到William Goetzmann，他当时正手拿一本书、兴冲冲地从邮局往办公室走。见到我，便高兴地把书摆在我的眼前，说：“你看看，这是齐国管子的经济著作，他说到的关于齐国货币政策、公债举措，是多么精辟呀！”——他这么一说，倒是让我为难，因为作为中国人，我当时真的不知道管子的经济思想是什么，更谈不上对他讲的内容作出回应，而他作为美国人，却对管子是那么着迷，还在办公室里给我讲解商周时期的硬币、宋代的交子、明代的纸币，他的办公室就像世界金融博物馆，摆满了中国和其他国家不同朝代的钱币、债券、股票、期权正品！

到2001年，他又写出了两篇关于19世纪上海股票交易、中国债券市场起源的论文，再次冲击我的思路，因为这些都是我原来一无所知的。当时就想，我学了这么多的金融理论，也发表了好些学术论文，但对数理金融理论背后的真实金融是怎么来的、为什么会来，却一问三不知！尤其让我感到羞愧的是，自己对中国的金

融史、经济史甚至一般历史，了解得如此之少！

受到 William Goetzmann 的启发或者说刺激之后，我的金融思考和学术视野在不知不觉地转变，拓展到技术金融之外，以至于今天，我能从历史和大社会背景下理解金融，或者说从金融交易的角度解读人类社会和文化的变迁。金融的世界还可以这么丰富多彩，这真是我原来所没有想到的。而我这些年能够走过这样的学术与思考历程，还真要归功于 William Goetzmann！

他和 Geert Rouwenhorst 编著的《价值起源》，以最系统的方式把他们的学术追求和敬业精神展现在我们眼前。这么多年里，能够跟耶鲁大学众多一流学者一起学习、共事，近距离体会他们的敬业和对知识的痴迷，真是我一辈子的幸运！我希望许多朋友、同仁也能够从《价值起源》中感受到这些，因为《价值起源》带给我们的，不只是中国社会和个人今天需要的知识，而且也包括真正学问人的最高境界。

陈志武

耶鲁大学管理学院教授

2010年3月30日

目录

THE ORIGINS OF VALUE

001	《价值起源》序
001	导 论 金融创新史导论
017	第一章 利息的发明
033	第二章 罗马股票
045	第三章 中国唐朝丝绸之路上的商业活动
067	第四章 中国纸币的起源
095	第五章 用纸币支付
109	第六章 从符木、债券设计到富兰克林的印刷机
127	第七章 斐波纳契与金融革命
151	第八章 意大利城邦的政府债券和政府债务
171	第九章 荷兰东印度公司的风险股份
183	第十章 历史上的永续年金
195	第十一章 现代期货和期权交易的摇篮：阿姆斯特丹
215	第十二章 早期现代欧洲年金
235	第十三章 富有创新精神的理论家和实践者约翰·劳
251	第十四章 美国通货膨胀指数债券的发明
263	第十五章 共同基金的起源
285	第十六章 大西洋票据和美国资本市场的诞生
313	第十七章 纽约证券交易所的起源
329	第十八章 第一只欧洲债券
345	第十九章 二十世纪的德国债务
361	第二十章 利奥波德国王的债券
378	Notes
414	索 引

导
论

THE ORIGINS OF VALUE

金融创新史导论

WILLIAM N. GOETZMANN AND K. GEERT ROUWENHORST

这本书的作者是一群富有创新精神的杰出历史学家和经济学家。他们试图超越各自的专业领域，探索金融创新的历史基础。更重要的是，这些文章试图从历史的视角来解读我们这个时代的金融革命。在今天的世界上，金融创新已经变得普通而寻常，投资银行家每时每刻都有可能受灵感火花的启迪而发明出新的金融工具，然后这些金融工具得到恰当的分析、评价、交易和保存，而且它们自身也被对冲——有些被新的金融工具取代，有些成为金融工程师和投资者的永久工具箱的一部分。令人吃惊的是，这个看似令人眼花缭乱的金融创新过程的基础只是一些简单的道理。

3

在本书，这些基本的金融原理有 4 000 年的发展历史，可以追溯到人类刚刚开始学习写字的时代。金融工具的基础性作用是能够把相关协议或者合约记录下来，记录工具包括陶片、有刻痕的木棍和木块、密封的羊皮纸、印制的纸张，以及今天的电子文档。本书关注的主要问题就是这些原始的金融文件——在漫长的历史发展过程中幸存下来的金融工具和合约。尽管金融的起源肯定延伸到了无比遥远的史前时代，尽管我们研究的很多历史案例只是一个更大系统中幸存下来的一小部分，但是这些看起来支离破碎的文件却向我们讲述了一个个非同寻常的金融创新和技术发明的故事。

4

出于方法论上的考虑，在本书的研究中，我们尽量

使用原始文件，因为历史学家和经济学家经常会带着自己的一些偏见来研究历史，而这些偏见会扭曲他们对历史的解释。一些历史学家已经意识到了这一点，并且试图通过以下两种方法来纠正它——要么承认它是历史分析中的自我意识过程（self-conscious process）的一部分，要么通过观念更新来减轻它。前者导致了通过个人联想（personal association）来解释历史，例如，西蒙·沙玛（Simon Schama）从自我反省（self-reflection）开始了一个美丽的故事；后者的经典例子是尼尔·弗格森（Nial Ferguson）的著作《虚拟历史》（*Virtual History*）。弗格森认为，只有用“倘若……会怎样”的方式进行思考，作为历史的过去才会有意义。^[1]在现代金融经济学中，金融市场和金融资产的数学模型是如此地具有影响力，以至于当我们回顾历史变迁的过程时，很容易在古代的合约中看到现代的证券。不过，这么做的结果可能会使我们忽略掉这些金融工具演变的社会条件和历史背景，而这些恰恰可以帮助我们理解它们与现代金融技术的区别。

因此，通过本书研究中对原始文件的广泛使用，将使经济学家们更加注重对原始文件的研究，从分析每一件实物开始，然后逐步向前延伸，从而理解它们与金融工具和金融市场的关系，无论是历史还是当代。本书无意向读者讲述股票、债券和期权的实际发展过程，而是将重点放在金融创新过程中的一些有意义的事件上。因为对于金融市场参与者来说，重要的是理解金融创新本身，而不是金融资产诞生的时间和地点，毕竟在现代社会由于金融创新的日新月异，那种研究方法已经过时了。

金融创新的基本要素

现代金融所依据的基本原理是什么呢？我们认为，金融有三个重要基础：一是价值的跨时期转移；二是就未来结果达成的契约和权利；三是可转让性。尽管现代金融和历史金融都还有许多重要特征，但是，这三个特征是贯穿全书各章的基本要素。假如把一个金融工程师流放到一座荒岛（或一个新兴市场）上，仅仅给他少数工具，比如，计算时间价值的手段、就随机结果签约的能力、一个允许转让金融权利的法律框架，那么，现代大多数金融工具也会被建立起来。让我们认真地研究这三个基本要素。

时间就是金钱

最简单的金融协议是一笔价值的跨时期转移，通俗的说法是一笔贷款。这个看似简单的合约却包含着一些重要的道理。一个人把自己的一件东西借给了另一个人，后者承诺将来偿还。通过这个合约，一方面，原本可能一无所有的借债人突然有了钱；另一方面，放债人把现在的财富放到了一台类“时间机器”之中，将它价值转移到未来某个日期，以便到那时更好地利用它，他还会因此而得到利息补偿，从而使他

受益更多。在第一章中，Marc Van De Mieroop 研究了来自 3 000 多年前的美索不达米亚的贷款合约。在这个案例中，我们可以看到，金融起源可以追溯到文明起源自身。

在很长时期内，文明对待放债和利息的态度是含糊的。尤其具有讽刺意味的是，在欧洲，从 13 世纪到 18 世纪，罗马天主教的高利贷法一直反对收取利息，而这个时期恰恰是金融活动和金融创新最活跃的时期。伊斯兰教的伊斯兰教教法（*Sharia*）也禁止放债，尽管用于计算复利的数学是从中东流传到欧洲的。金融与宗教的冲突也许是因为贷款（loan）一词与生命（life）一词的表面相似。英语中“金融”（finance）一词源于古法语，与“结束”（finish）一词有着相同的词根。在 14 世纪，金融是指最后的清算。《*Lamentation of Mary Magdelene*》是英国诗人乔叟的著作，在这本书中，乔叟使“金融”一词得到了最生动的表达，他写道：“*De the is my Finaunce.*”^[2]寓意生命是从上帝那里借来的，而死亡是结束或偿还。生命的过程与金融合约在这一点上的确非常相似，显然这不仅仅是中世纪诗人的狂想。法国神学家也认识到了时间在金融合约中的基础性作用，并用它来说明教会在几百年中禁止利息的合理性的做法是错误的。根据威廉·欧塞尔（William Auxerre）（大约 1220 年）的观点，“高利贷者的行为违背自然规律，因为他出售的是时间，而时间是所有生灵共有的。”^[3]因此，至少在长达 1000 年的时间里，金融被视作违背自然的异端，是违背神谕的技术。在本书中，一个潜在的假设是，这样一个违背神的意志的东西必定是一个重要问题。本书研究的金融创新都是以价值的跨时期转移为基础的。

或有权利

金融的第二个基础是就未来的偶然结果达成契约。与跨时期的价值转移结合起来，在整个金融历史发展过程中，或有权利是金融创新的主要原因。一项或有权利只不过是一次打赌（bet），其中的一方按照某个事件的结果向另一方支付。寿险就是一个典型例子，当投保者死亡时，保险人予以赔付。然而，一旦人寿保险的合约建立起来，就没有什么东西不可作为签约的基础了。房子的主人可以就房子是否遭受火灾打赌；商人可以就一次航海活动成功与否打赌；投资者可以就某种商品的价格是否上升或下跌打赌；巧克力制造者可以就可可豆价格的波动打赌。与贷款合约文件一样，最早写下或有合约的是美索不达米亚的楔形文字，然而，或有合约最重要的发展是 17 世纪的荷兰，它是伴随着股票期权合约的产生而产生的。股票期权合约允许投机者和套期保值者按照预先确定的价格买入或卖出股票。在本书的第十一章里，Oscar Gelderblom 先生和 Joost Jonker 先生将向读者说明，这些或有权利在阿姆斯特丹地区的早期发展情况。早期的荷兰期权是今天世界金融衍生产品市场的先驱。

保险合约和风险套期的发展过程和历史背景都说明了为什么或有合约对于金融

6

创新来说是如此重要。在本书的第十四章中，罗伯特·席勒（Robert Shiller）教授研究了通货膨胀指数化证券在早期美国的发明，他的研究表明，一个合约的价值具有或然性，它依赖于消费品的价格，因此，它可以用于保护消费者免受政府通货膨胀政策的掠夺。席勒教授鼓励进一步发展和完善或有合约关系，从而使世界各国人民可以保护自己免于自己国家的经济危机、通货膨胀、失业和房地产市场价格大幅下跌。^[4] 罗伯特·席勒教授提出的有远见的合约所依据的是这样一个基本原理，即或有权利使人们能够通过套期保值来回避未知的未来风险，而早期美国的指数化债券为他的研究提供了一个典型案例。

或有权利技术不仅为人类应对直接的、可预见的风险提供了工具，而且还为人类应对未来的不确定性提供了工具。一代人为之担心的未来风险也许根本不是下一代人所关心的事情。当新的风险出现时，会有新的保险合约被订立，从而让交易伙伴减少和确定他们的风险。

在本书第十九章中，Timothy Guinnane 研究了现代国际金融曾经使用的一种最具创新意义的或有合约，1953 年签订的“伦敦债务协定”代表着德国在第一次世界大战中所欠债务的最后调整，并用一项或有权利解决欧洲政治中的一个长期存在的问题。到了 20 世纪中期，作为“冷战”的结果之一，西德^①承担了整个民族的早期战争赔款义务。鉴于当时西德与东德的分裂情况，国际社会减少了这些支付的规模，直至德国重新统一。当时的债券发行的确是“国家依赖”（state-dependent），即它们的价值取决于现代德国的结构。柏林墙的倒塌使贷款条件发生了根本变化，正如几十年前在伦敦谈判中所预料的那样——这个或有权利从逻辑上说是德国战争债务这一长期问题的实际解决，这个是约翰·梅纳德·凯恩斯在其《和平的经济后果》一书中提出来的一个重要问题。它允许德国为了工业重建和经济增长进行融资，但不能进行债务赦免（debt forgiveness）。也就是说，它允许德国经济在第二次世界大战后迅速恢复和发展，并且避免了“要么全还，要么一分不还”的极端结构，在 20 世纪 20 年代，这一极端结构曾经造成了巨大的经济灾难。

在 21 世纪，或有权利将会有有什么创新呢？现在还很难说。不过，可以断定的是，金融衍生产品技术的发展，将使未来的风险得到分解、对冲和交易，并被用来应对全球金融体系的一些最复杂挑战。

7

可转让性（negotiability）

严格地说，可转让性并不构成金融的内容，它只不过使金融变得更加容易。的

① 西德是指统一前的联邦德国，东德是指统一前的民主德国。下同。译者注。

确，没有二级市场，贷款合约和或有权利也能够产生和发展。不过，能够与第三方交换合约的权利的确极大地提高了金融技术的水平。例如，假设你向某个人提供了 1 000 美元的贷款，将在一年后收回，当你突然急需这笔钱时——当然你可以向别人借款——你可以把你持有的贷款合约卖给另外一个人，并可以告诉你的债务人（你借钱给他的人）将来可以把钱直接还给你的债权人（你向他借钱的人）。这样不仅节省了签署第二份贷款合约的麻烦，并且有效地把你的第一次贷款变成了现金。从你手中购买贷款合约的人可以将这一合约持有到期，或者在到期前就将其卖出。

可转让性是资本市场的最基本的特征，它是指投资者转让金融合约的权利。实际上，像纽约证券交易所那样的资本市场也是一个金融合约——可以使买者与卖者聚集在一起进行交易的金融合约。资本市场的作用是什么呢？它的作用是使无数投资者可以同时调整他们持有的金融权利的数量，以满足其储蓄和短期现金的需要，并且使他们就未来事件进行投机或者套期保值。理查德·西拉（Richard Sylla）在第十七章中以及唐宁（Ned Downing）在第十六章中都说明了这样一个道理：具有充足流动性的纽约证券交易所是顺应历史潮流而发展起来的，现在纽约证券交易所所具有的一切制度安排都不是与生俱来的，而是与美国的金融、法律和管理制度一起演变过来的。

没有金融制度的演进，这样一个框架是否能够出现？俄罗斯和中国私有化进程，莫斯科和上海的股票市场是这个命题的真实检验。在 20 世纪 90 年代后期，俄罗斯股票市场近乎崩溃，一直到今天，俄罗斯的股票价值相对于其经济规模来说都是微不足道的，这说明，一个具有流动性的市场结构起源于一个演进的过程而非一个制度性的框架。苏联解体之后，俄罗斯修改了全部经济法律法规，整个社会在“休克”（shock）中从一个框架过渡到了另一个框架。在新政权中，俄罗斯股票市场的流动性仍然很差，尽管企业合并和兼并意味着一些企业的所有权是可以转让的。相反，渐进式的中国资本市场的改革试验推动了中国股票市场快速发展，具体表现为交易量的快速增长，尽管大多数上市公司仍然是国家控股的。对于俄罗斯和中国这两种不同的改革试验来说，历史经验也许可以提供一些借鉴。

尽管本书描述的很多金融创新都发生在西欧，但是真正的可转让性却是最先在中国发展起来的，并且在 11 世纪以纸币的形式达到其最完美的表现。事实上，中国人不仅发明了纸币，他们还发明了法定货币——现钞之所以可转让，仅仅因为政府说它可以转让。本书的第四章是由 Richard von Glahn 先生撰写的，在第 4 章中，他全面研究了中国纸币的发展，这在世界历史上还是第一次。在这一章中，Richard von Glahn 先生不仅说明了使那些具有可转让性的纸币演变成货币的一系列政府部

门和私人部门创新活动，而且还说明了引致这一创新的金融技术的军事、社会和财政问题。在中国，纸币大约有 400 年的历史，然而它却在 15 世纪神秘地消失了，而此时金融市场正在西欧萌芽和发展。在本书第五章里，William Goetzmann 教授和 Elisabeth Koll 教授着重研究了来自中国宋朝的一个文件——早期的旅行支票，它代表对价值的一种特殊形式的票据权利，与当时的纸币同时存在，从而证实了我们今天定义为货币的更为丰富的金融联系。

可转让性是一个含糊不清的术语，因为它可以被用于描述任何东西——从具有法律可转让性的合约到像美元现钞那样的有价证券的“载体”（bearer）。在这些微妙的差异中，是否易于转让变得越来越重要了，因为交易活动中的阻力和困难有时可能引起市场崩溃，有时可能激励金融创新。在第十五章中，Geert Rouwenhorst 先生分析了共同基金在荷兰的发展，这是世界上第一个共同基金。他试图证明，共同基金的初衷是为了使中小投资者能够有机会参加金融证券的交易，其中一个重要的例子是在 19 世纪早期，荷兰公司发行的俄罗斯债券。荷兰投资银行家在荷兰创建了俄罗斯的债券市场，其做法是去莫斯科申购一组债券，然后在阿姆斯特丹发行“贷款担保支持债券”（loan-backed bond），结果是既节省了投资者跨越欧洲大陆的旅行成本，又为俄罗斯债券创建了一个国际市场。那时，荷兰投资银行家也对美国的早期债券进行重新包装，尽管那时美国刚刚建国。在上述两个例子中，投资银行家都把笨重而缺乏流动性的政府金融合约变成了易于在资本市场上交易的、面额较小的、流动性较强的工具。今天，这个过程被称作证券化（securitization）。正是通过这种证券化的方式，通过重新包装，使不可转让的权利变成可以自由转让的证券。

增进市场流动性的创新活动需要一个较为完善的金融体系，而这一体系的建立既依赖于市场供求力量，也取决于个人见解，甚至取决于一些偶发事件。在金融历史上，有些金融创新是可以解释的。在本书第十八章中，里奥·弗格森（Niall Ferguson）研究了第一只欧洲债券的诞生，这是在欧洲货币中心市场上发行的第一只债券，由一些国家承诺用外国货币偿还。1818 年在伦敦发行的普鲁士债券就是由罗斯切尔德银行担保的。更为大胆的实验是罗斯切尔德银行在 1822 年担保和发行了以多种欧洲货币记名的俄罗斯债券，这些债券的出现从根本上改变了国际关系的性质。这些主权国家债务证明了流动性是一种跨越国界的现象——政府融资可以超越政治疆界，但成本必须用另外一个国家的货币来偿付而不是用本币偿付。这导致了欧洲国家及其盟国之间货币的相互依赖性，并导致了几个世纪之后金本位制度的建立。从此之后，一个国家的国际影响力在很大程度上取决于该国在金融市场上筹集资金的能力及以其为基础的从事军事冒险的能力。作为一位历史学家，里奥·弗

格森关注的是这一金融创新发生和发展过程——在 19 世纪，它导致全球金融体系的一次重大创新的人物、政治和国际事件的汇合。

使金融创新成为可能的还有很多其他因素，但是，跨时期转移、或有权利和可转让性是最基本的要素。在整个金融发展历史中，这三个基本要素及其互动是基础。在本书中，另外一个重要内容是金融的多文化起源。一般认为，现代法人资本主义是西欧的产品，但令人吃惊的是，金融起源于古代的中东，其早期发展出现在中国和中亚。在本书中，学者们从更加广阔的视角进行的多方位研究，使我们有机会从更高的层面上看到金融发展的历史。

9

起源

在第一章中，Marc Van De Mieroop 分析了古代巴比伦写在陶片上的贷款合约，这些陶片是保存下来的最早的金融工具，不过这些贷款合约还有一段史前史。另一位古代近东学者 Denise Schmandt-Besserat 指出，合约的起源也许可追溯到公元前 3000 年的被称作 *bullae* 的黏土球。^[5] 在公元前 3000 年的美索不达米亚遗址中，这些拳头大小的空心球十分常见，其中包含小的黏土标记，似乎代表某种形式的协议。Schmandt-Besserat 认为，这些标记可能代表着如下商品：棉布、蜂蜜、面包、油、绵羊、山羊、啤酒、牛奶，甚至有可能代表抽象的事情，比如，工作日。她认为，打在 *bullae* 表面上的标记，可能代表着内部的记号，并演变成为最早期的楔形文字。我们可能永远也无法知道 *bullae* 是不是第一只“债券”，即它是否代表在未来某个时刻提供商品的承诺。在过去，它们的确有可能。在今天，它们也反映了以合约的数量记录为基础的一种金融文化。

与金融合约并行发展的是分析金融合约的数学能力。在早期的巴比伦，数学就已经发展到惊人的成熟程度。它最初以 60 进制为基础，使得比率和倍数易于计算，并且使用线性内插法来近似非线性现象，比如，行星的运动和复利率。在保存下来的古代巴比伦时期（公元前 1800—1600 年）的数学教科书中，有很多研究是关于如何求解利息的增加。例如，根据科学史学家奥托·纽介堡（Otto Neugebauer）分析，柏林博物馆中的一个匾额上提出的一个问题是，如果一单位白银以每五年翻一番的方式长期投资，经过多长时间其价值变成原来的 64 倍。^[6] 这相当于 20% 的利率，每 5 年计算一次复利。

在古代巴比伦，数学可以用于计算长期贷款的价值，但是，正如 Marc Van De Mieroop 所指出的那样，在古代美索不达米亚，绝大多数贷款都是为了使农场主能够按期交纳税收而给他们的短期预付款。他认为，这些与贫困有关的贷款利率不应该被视为年利率，而是到了收获时节后的应付利息，所以不必考虑这一时期的长短。

这一观点的基础是——投资增长的技术是以农业周期为基础的，农闲期间的财富无法改变生产用途。以上是第一章的主要内容。

在第三章中，Valerie Hansen 教授和 Ana Mata-Fink 教授提供了类似“零售”贷款的例子。它们出现在中国汉朝（公元前 206—公元 220 年），确切地说，出现在中国汉朝的首都长安，当时长安是丝绸之路的东端。虽然这些当铺贷款的利率没有被记载下来，但是有证据显示，中国为个人提供的小额贷款的性质十分类似于古代近东的小额贷款。Valerie Hansen 教授和 Ana Mata-Fink 教授的研究表明，中国贷款意味着便于携带的财产被广泛用于贷款证券——这本身就是一项金融创新。

中国金融合约具有非常悠久的历史。来自中国周代（公元前 1046—前 256 年）的青铜器记述了一分为二、由双方各持有一份的手写地契。早在公元前 3 世纪，放债就已经成为致富的途径。战国时期（公元前 770—前 221 年）最著名的放贷者是齐国的孟尝君。据记载，他每年得自放债的收入多达十万贯。汉朝历史学家司马迁准确描述了他的贷款是如何收回及核实的，同时司马迁也分析了孟尝有时未能收回贷款的原因。

10 齐人有冯谖者，贫乏不能自存，使人属孟尝君，愿寄食门下。……后，孟尝君出记，问门下诸客：“谁习计会，能为文收责于薛者乎？”冯谖署曰：“能！”孟尝君怪之，曰：“此谁也？”左右曰：“乃歌夫‘长铗归来’者也。”孟尝君笑曰：“客果有能也。吾负之，未尝见也。”请而见之，谢曰：“文倦于事，愤于忧，而性忤愚，沉于国家之事，开罪于先生。先生不羞，乃有意欲为收责于薛乎？”冯谖曰：“愿之！”于是，约车治装，载券契而行，辞曰：“责毕收，以何市而反？”孟尝君曰：“视吾家所寡有者！”驱而之薛。使吏召诸民当偿者，悉来合券。券遍合，起，矫命以责赐诸民，因烧其券，民称万岁。^{[8]①}

司马迁是一位伟大的历史学家，他的记述表明，贷款合约无论是起源于古代中东，还是起源于古代近东（考古发现的陶片使我们认为它起源于古代近东），贷款和负债的做法似乎是两千年以前从罗马传到中国的。在第二章中，Ulrike Malmendier 先生的分析表明，在罗马，不仅存在银行业和债务融资，而且还存在一个活跃的股票市场，其中被称作“合伙收税”（*societas publicanorum*）的股份是可以转让的，或至少因为可以在罗马广场公开拍卖的事实而被认为是可以转让的。

① 这段文字出于《战国策·齐策四》，并非司马迁的手笔。译者注。

大陆的分岔 (Continental polarities)

如果贷款最先出现在中东,可自由转让的纸质工具(negotiable paper instruments)最先出现在中国宋朝,那么,为什么现代资本主义却与西欧联系最为密切呢?例如,为什么为国际贸易公司和相关殖民地扩张提供融资的资本市场最早没有出现在上海和广东,而是在伦敦和阿姆斯特丹呢?这个问题曾经被多次、以多种方式提出来过。这个问题就是著名的“尼达姆问题”(“Needham Question”)。约瑟夫·尼达姆(Joseph Needham)是多卷本《科学与文明》(*Science and Civilization*)的作者,该书详细地描述了中国历史上的科学进步。最近,肯尼斯·彭慕兰(Kenneth Pommeranz)将其定义为“大分岔”(The Great Divergence)^①。他质疑,地理决定论(geographical determinism)是否能够作为这一难题的答案。通过本书的分析,我们可以清楚地看到,东西方之间的金融分流点或者说金融分岔处。

在本书中,12世纪和13世纪是最值得关注的一个时期,那时中国和欧洲都先后卷入了大规模的战争。从中国的情况看,中国宋朝正在沿着北方边境全力抗击来自中亚的入侵者,中国北宋早在1127年就失去北方的都城,但是,中国南宋的军队一直战斗到1279年,最终被建立元朝的蒙古人打败。正如本书第四章所说明的那样,这次战争催生了通货膨胀融资工具的发明。当蒙古人夺取政权后,他们也采用了宋朝政府的财政制度,也通过通货膨胀政策使纸币贬值。

11

在欧洲,“十字军”催生了另外一种类型的战争融资。在本书第八章中,卢西恩(Luciano Pezzolo)教授研究了从12世纪到13世纪,债券市场在意大利共和国的起源和发展,这些债券市场具有较好的流动性。他还分析了在文艺复兴时期,债券市场如何影响了相互竞争的城邦国家的政治命运。卢西恩教授指出,在1171年,为建造一支庞大的舰队,以抗击拜占庭皇帝,威尼斯强迫富有的市民购买政府债券,否则,当时威尼斯根本没有财力来建造一个用于战争的舰队,也没有可能增发纸币。在接下来的几个世纪里,中国的统治者与蒙古人一直处于战争状态,并不断扩大纸币发行,与此同时威尼斯等城邦国家却在不断地改进债券的发行,因为他们发现,在管理得当的情况下,对政府债券的投资需求还是存在的。欧洲政府找到了一条如何把公众需要转变为自己优势的途径,而中国的政府却没有,中国政府是把纸币既

^① 肯尼斯·彭慕兰是美国加利福尼亚大学历史与东亚语言文学教授,《大分流:欧洲、中国及现代世界经济的发展》一书是他的代表作。这本书曾获2000年美国历史学会东亚研究最高奖——费正清奖和世界历史学会年度奖。《大分流:欧洲、中国及现代世界经济的发展》的主要观点是:18世纪以前,东西方处在基本相同的发展水平上,西方没有明显的、独特的内生优势;18世纪末19世纪初,世界历史走到了一个岔路口,在这里,东西方开始逐渐背离、分道扬镳,此后距离越来越大。造成这种背离的主要原因,一是美洲新大陆的开发;二是英国煤矿优越的地理位置。彭慕兰把这一东西方分道扬镳的过程称之为“大分流”,也有人译作“东西分化”。——译者注。