



中国经济文库·应用经济学精品系列(二) ▶▶▶▶▶▶▶▶

范俊林◎著

货币信贷与人口周期 影响下的中国经济转折点

The Turning Point of China's Economy
Influenced by the Credit Cycle
and Demographic Transition



中国经济文库·应用经济学精品系列(二)

范俊林◎著

货币信贷与人口周期 影响下的中国经济转折点

The Turning Point of China's Economy
Influenced by the Credit Cycle
and Demographic Transition

 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

货币信贷与人口周期影响下的中国经济转折点 / 范俊林著

—北京: 中国经济出版社, 2015. 5

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3556 - 1

I. ①货… II. ①范… III. ①货币—影响—经济发展—研究—中国②人口—影响—经济发展—研究—中国 IV. ①F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 261271 号



责任编辑 宋庆万 张 薇
责任审读 贺 静
责任印制 巢新强
封面设计 华子图文设计公司

出版发行 中国经济出版社
印刷者 北京艾普海德印刷有限公司
经销者 各地新华书店
开 本 710mm × 1000mm 1/16
印 张 17.25
字 数 280 千字
版 次 2015 年 5 月第 1 版
印 次 2015 年 5 月第 1 次
定 价 48.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 88386794

序言

经济增长呈现周期性而非线性特征。两个周期性因素最为显著、最为确定：货币信贷和人口结构。本书以这两条线索为主线，解读我国经济发展的历史和现状，探讨经济前景和投资策略。

一、银行部分准备金制度缺陷及其修正

现代经济是一种债务经济，债权债务关系体现为不同类型的金融工具：债券、股票、信托、期权、各类金融衍生品等，性质各异，种类繁多。货币是商品交易的计价手段，它来自一种特殊的债务关系——银行对客户的信贷投放。虽然在金融统计上货币属于银行的负债，行为上看是银行揽储的结果，但如把所有银行当作一个整体看待，货币却来自银行的信贷创造。银行每投放一笔贷款，结果是客户获得货币，银行获得存款。就是说，贷款是货币的来源。把银行定义为从事间接融资的金融中介，完全是一种误解。银行不只是配置和使用客户资金，银行信贷并非将存款转移至贷款户，而是直接向贷款户提供了一笔货币。

货币创造功能使银行处于非常特殊的位置：一般企业需要先筹资再从事生产，先有资金来源（负债、权益）才有资产，银行却以资产创造负债，不受资金来源多少的约束；一般企业资产负债表是由右向左看，负债是“因”资产是“果”，银行资产负债表却由左向右，资产是“因”负债是“果”。设想一下，如果以钢铁为货币，钢铁厂就再也不用担忧产品销路。因为它的产品——钢铁本身就是购买力，可用来购买自己的产品。当然它还是钢铁。货币创造功能意味着，银行拥有了自我实现能力，它的判断和经营既受经济影响，其行为本身还能促使经济繁荣或萧条。

货币制度发展演进，主要是符号功能与商品价值逐渐分离的过程。货

币制度大致可分为三个阶段：铸币、本位和规则。铸币（这里指足值实物商品货币，不一定要铸造为特定形态），既有内含商品价值，同时也承担着货币符号功能。商品价值是基础，符号功能是延伸，通过自身商品价值，确立、确保货币符号价值。符号价值体现为货币的稀有性，商品价值体现为货币的实用性。商品交易范围和规模持续扩大，客观上需要一种稀有程度足以代表相应交易规模的商品来承担货币职能，货币逐渐由铁、铜进化到金、银。

本位是货币制度的重要转折点，它以金银见票即付为条件进行信用创造，货币创造量是金银实物准备的数倍。当银行拥有信用创造能力，便从被动的金银保管转向主动货币创造，银行创造出数倍于金银准备的货币供给，这被称为部分准备金制度。部分准备金制度的根本缺陷，是经济偶发的财务危机很容易演化成银行业挤兑，金融机构收缩信贷使得商品价格普遍下跌，现金持有者获得实际上的增值收益。危机时刻的金银挤兑和现金升值，会使经济陷入“物价—货币”的收缩循环。任何商品一旦被确立为本位货币，需求量随之增加，就会推高该商品的相对价值，也是本位制度面临的困境。银行部分准备金制度的缺陷，是自由资本主义时期经济危机频发的主要原因。

当银行危机超出行业范围，对社会商业周期产生深刻影响，银行业政策便具有了公共特性。公共特性是国家干预主义的基本条件，中央银行成立、资本流动国际协调，直至最后金本位制的终结，可以视为修正部分准备金制度“三部曲”。成立中央银行承担最后贷款人的职能，一定程度上弥补了部分准备金制度缺陷。但国际资本流动提出的黄金兑换要求，仍超出了一国央行控制的范围。美联储成立十多年后发生的美国大萧条，正是国际资本流动背景下，部分准备金制度缺陷剧烈发作的结果。各国“以邻为壑”限制进口，扩大出口，既是为了国内经济稳定，更直接的目的乃是防止黄金外流。大萧条是“二战”爆发的重要经济背景，“二战”的灾难性后果促使各国深刻反思本位制度的缺陷。“二战”后建立的布雷顿森林国际货币体系，表面上维系了金本位制，实则从根本上限制了国际资本流动。布雷顿森林体系维系的基础，要求美国拥有充足的黄金储备。当海外

美元累积显著超过美国黄金储备量，且保持增长，布雷顿森林体系瓦解只是时间问题。当欧洲国家向美国不断提出黄金兑换的要求，公然赖账的行为就发生了。1971年8月15日，美国总统尼克松停止美元的黄金兑换，同时将进口关税提高了10%。在运行了一个世纪后，金本位走向终结，全球迎来纯信用本位时代。

信用本位制度下，以何种标准供应货币，成为各国央行面临的难题。20世纪70年代适值发达经济体进入高通胀时期，物价，尤其是消费品价格稳定，成为货币政策首先要解决的问题。“单边规则”“泰勒规则”、通胀目标制先后被不同国家采用。新兴国家则选择绑定发达国家货币，实现物价稳定。反通胀的货币政策框架，加上供给面改善，发达经济体通胀问题逐渐得以解决。20世纪90年代，全球迎来高增长低通胀的黄金时期，货币政策持续宽松，资产价格泡沫积累，直至美国次贷危机爆发。2008年全球金融危机后，通缩成为央行面临的新问题。以物价尤其是消费品价格稳定为主要目标、忽视资产价格泡沫的货币政策框架广受批评，被认为是次贷危机的“元凶”。资产价格泡沫破灭对金融体系的巨大冲击，使维护稳定的需要明显超过了央行正常货币政策操作底线，货币政策显示出强烈的非对称性：资产泡沫积累时难以紧缩，破裂时期极度宽松，经济却不见根本好转。

货币制度脱离金本位制约束，由货币信贷引发经济周期危机的频率下降，对经济负面冲击也显著减弱（至少对美国如此）。从日本经济“失去”20年经验看，货币信贷周期并未随着金本位终结而消失，而是以较为隐蔽、较长周期的形式出现。新的货币信贷周期主要体现在如下相互影响的因素：一是经济主体和金融机构对经济前景过度悲观或乐观的判断；二是资产价格变化对经济主体信贷能力的影响；三是金融机构对借贷主体的风险评估倾向；四是金融机构稳健状况变化；五是借贷主体风险承担倾向和借贷意愿；六是民众对经济刺激和救助金融机构的态度。

二、人口结构变化与经济周期

货币制度从本位转向规则，银行部分准备金制度缺陷得以修正和部分

弥补，需求管理政策不断完善，供给成为经济周期变化的主导因素。人口结构变化通过影响社会生产效率和储蓄率高低、养老金丰歉、财政税收盈缺、技术革新快慢等，影响经济增长，进而推动资产泡沫形成、发展和破灭。人口结构成为货币信贷周期变化的推动力和决定因素，与货币信贷周期一起影响经济周期变化。人口结构转折点，很多情况下成为判断资产价格转折点的可靠指标。

长期以来，受马尔萨斯理论影响，人们对人口普遍存在误解，认为人是社会发展的负担，影响人们收入增长和福利水平改善，甚至引发社会灾难。“二战”后，新兴经济体人口快速增加，不少发达经济体人口也出现婴儿潮，导致粮食和能源供应紧张，价格上升。基于粮食供给有限论的马尔萨斯主义，改头换面以“储蓄不足论”和“资源极限论”再次出现。事实证明，这些悲观预测多虑了。进入20世纪90年代，发达经济体渐次进入老龄化社会。当前低生育率国家快速增多，朝鲜、缅甸等极低收入国家生育率都已降至更替水平以下，更多人逐渐认识到人口不足的困扰。

表面上看，2008年全球危机表面上是衍生品引发的金融危机，实则是人口结构转折的外在表现，2007—2008年恰是美国劳动年龄人口达到“二战”后的顶点。缺乏人口视角，也不可能对金融危机后经济动力弱、就业改善不明显、负利率进行解释。经济杠杆扩张和货币通过债务创造的特点，意味着经济多少具备了股市特征：当有利因素见顶回落，经济增速会很快滑落。尽管当前美国人口负担仍处在较低水平，老龄化刚开始发展，但消化前期积累资产泡沫、偿还繁荣时期债务，使欧美国家经济无法仅依赖经济刺激政策回到原来轨道。经济刺激的巨大成本快速推高政府债务，与此同时，与老龄化相关的养老金、医疗保健支出刚性增加，注定刺激政策不可持续。比较而言，欧洲老龄化更为严重，欧元储备货币红利也不如美国，欧洲还面临分散财政和统一货币之间协调上的困难。尽管程度上可能有所差别，但日本二十多年经济低迷，正是欧美前景的生动演示。

三、中国进入人口结构和货币信贷双下行周期

金融自由化推动全球资本扩张，更多新兴经济体融入全球化生产分工

链条，优化了资源配置，扩大了比较优势，增加了全球供给能力。供给能力提高压低各国物价水平，并以顺差形式为发达国家货币宽松提供了条件。中国是新兴市场代表，中国不仅是全球货币信贷周期被动接受者，还是重要决定者。我国经济增长前景，很大程度上决定着国际经济前景。2010年我国人口负担比达到最低点，比联合国预计的提前了5年，2012年我国20~60岁人口首次净减少，15~64岁劳动年龄人口也将在2014年左右达到顶点。应对2008年金融危机进行的大规模信贷投放，催生了巨大的房地产价格泡沫。在人口经历转折点、供给过剩、收入放缓、政策刺激空间缩窄等因素综合影响下，由房地产价格泡沫主导的货币信贷繁荣周期即将落下帷幕。房地产市场转折，将使得我国经济出现根本转折，根据货币信贷和房地产周期经验，7%~8%的GDP增速不是底，而是有可能下降至4%~5%。

房地产不只是产业问题，更是人口结构和货币信贷周期问题。从人口结构看，它不只受婚龄人口变化的需求面影响，更受人口决定的储蓄率和资金供给影响。从货币信贷周期看，房地产不只是货币投放的吸纳器，更是货币信贷创造的发动机。因此，一定要从动态眼光来看待房地产市场。由人口结构转折导致的房地产市场转折，直接引发居民财富消灭过程，并导致居民收入增速放缓、信贷需求不足，这进一步压低了住房需求。需求下降进一步压低房价，如此循环。此外，房地产市场还受同时推进的利率市场化改革影响。利率市场化提高了多年来被人为压低的利率，进而降低了包括房地产在内的各种资本投资的内含估值，推动企业去杠杆和房价下跌。

当然，人口结构变化和货币信贷周期影响的不仅是房地产市场，还包括储蓄率、养老金收支等，这些都明显地受到人口结构影响。只是从近期看，房地产市场变化影响更大，调整更为急剧。房地产进入下行周期，以及由此引发货币信贷周期转折，加上人口结构变化，将深刻改变我国经济、金融市场、银行和借款人的风险认知。在当前时点上，需求管理政策刺激固然有利于经济平稳增长，但是也面临刺激效果下降、累积负债增多的问题，这些无疑会增加将来的经济负担。鉴于我国房地产市场对国家经

济的巨大影响，房地产市场出现调整，将引起大宗商品价格下跌，经济陷入通缩。

本书第一章至第三章梳理货币制度、货币信贷周期、我国货币创造机制、人口结构变化对经济的影响等内容，是本书基础理论部分；第四章至第六章研究我国储蓄率、房地产和养老金收支，三类变量对经济影响大，受人口结构变化和货币信贷周期影响也最为明显；第七章和第八章分别研究我国金融市场和物价，这两个方面表面上是货币问题，实则也主要受人口结构变化影响；第九章展望经济前景。

目 录

contents

序 言	1
第一章 铸币、本位和规则	1
一、货币三阶段	1
二、货币信贷周期	14
三、从银行挤兑到影子银行挤兑	29
第二章 美元汇率锚与货币信贷周期	33
一、我国货币制度改革和框架体系	33
二、流动性分析两比率方法和五因素模型	45
三、银行理财、同业扭曲和货币变造	55
第三章 人口结构变化引发货币信贷周期调整	64
一、马尔萨斯的误判	64
二、人口增长的“三阶段、两均衡”	72
三、我国人口老龄化趋势快速发展	77
四、人口结构、经济和货币信贷周期	84
五、人口视角下 2008 年的全球金融危机	92

第四章 高储蓄率：超级人口红利另一面	96
一、消费储蓄辩证关系及国民收入分配	96
二、如何理解我国高储蓄率的特殊性	102
三、高储蓄率下的“钱荒”悖论	118
第五章 房地产：临近转折点	126
一、房地产兼备保值和增值功能	126
二、国际经验：房地产与人口转折点相重叠	129
三、中国房地产泡沫明显且已到达转折点	130
四、房地产市场调整将深刻改变我国经济运行态势	146
第六章 人口结构决定我国养老金收支前景	153
一、基本概念	153
二、中国养老制度改革历程	155
三、我国养老金制度面临的问题	160
四、我国养老金体系可持续性评价	166
五、前车之鉴：欧洲和日本的养老难题	173
第七章 股市向下、债市分化、货币升值	179
一、股市风险仍不容忽视	179
二、高等级债权开启长期牛市，但风险溢价加大	191
三、人民币升值周期未结束	197
第八章 通货膨胀是人口现象	209
一、CPI 是条政策底线	209
二、2000 年后物价上涨新机制	210
三、为何 PPI 持续通缩	223
四、理论解释	227

第九章 结语	231
一、最艰难时刻还未到来	231
二、最大机遇仍在网络科技	241
三、最大变化是内外一体	246
参考文献	253
重要术语索引	260
后 记	263

铸币、本位和规则

货币制度有两个转折点：一是从实物货币转向以贵金属为本位的银行部分存款准备金制度，即从实物到本位；二是按照规则供给的符号货币代替本位制度，即从本位到规则。简单说，货币制度经历过“铸币、本位和规则^①”三个阶段。银行部分准备金制度存在内部不稳定性，金融恐慌引发本位争夺，物价下跌和货币收缩相互强化，导致信用创造“积木”塌陷和经济崩溃。修正和弥补银行部分准备金制度缺陷分三个步骤：成立中央银行、限制黄金自由流动和走向符号货币。目前，以中期物价稳定为目标的规则供给成为主流的货币制度框架。金本位制下货币信贷周期演化最为明显和剧烈，规则货币制度降低了经济波动，拉长了周期。

一、货币三阶段

货币价值包括两个方面：商品价值和符号价值。商品价值是货币作为一般商品所拥有的价值，符号价值体现在货币的购买力水平。抛开纷繁复杂的具体形式，货币制度演化分为三个阶段：铸币、本位和规则，整体看，货币制度发展演化是逐渐分离货币商品价值和符号价值的过程。铸币，这里代指所有实物货币，并不一定要铸造成特定形式。铸币本身综合了符号价

^① 以三种货币制度的主要特征代指不同货币制度本身。如“铸币”指实物货币，实物货币兼有实物和符号的功能，以可自由铸造的“铸币”代称，其中，国家强制发行的铸币拥有了部分符号功能，不属此列；本位是实物和符号的结合，以商品价值代表符号价值；“规则”货币制度仅保留符号货币，一般按照某种规则投放货币，以“规则”代称。

值和商品价值,商品价值是基础,普遍接受是条件,符号价值是结果。本位^①是货币符号价值和商品价值若即若离的货币制度。银行以可兑换实物货币为条件进行信用创造,增加货币供给,最终形成的货币供应量数倍于实物货币。本位货币制度满足了市场交易扩大的需要,缺点是容易出现本位挤压。规则制下货币体现为记账价值符号,可在物价稳定前提下实现货币充分弹性供给。以下简要回顾货币制度发展演化过程。

(一) 金本位 ≠ 金货币, 银行部分准备金制度的确立

贝壳、谷物、铜、铁、银、金等均承担过货币职能。随着市场交易不断扩张,货币逐渐从低价值贱金属转向贵金属金银,以更高的金属稀有程度代表更大的商品交易价值。各类实物货币之间没有本质差别,主要服务于物物交换的商品经济,承担货币职能的商品,部分被自然分割抽离出来作为交易手段。实物货币习惯对当前货币形式还有一定影响,如英镑、便士等,当初均为重量单位,代表一定数量贵金属。银是欧洲中世纪主导货币,中国古代社会长期以铜为交易媒介,金银使用主要存在于上层社会。

随着资本主义的发展和交易范围扩大,货币需求不断增多。为了缓解市场交易扩张和实物货币供给之间的矛盾,以金银为基础进行信用创造的活动逐渐增多,体现在如下几个方面:一是银行券代替实物货币用于交易。信用较好的银行券可以随时兑换为实物货币,接受程度较高。使用银行券还省去了存取实物货币的麻烦。以银行券代替实物货币,实物货币留存银行体系机会增多,为银行发展贷款业务提供了条件,存款银行业转向贷款银行业。二是政府降低货币成色。因为战争等开支不断加大,不少政府积累大量债务。为弥补赤字,政府通过降低实物货币成色来偿还债务,这在近代欧洲非常普遍。降低货币成色属于变相违约,造成社会名义货币量超过金属货币实物存量。三是政府主动承认符号货币。政府主动放弃货币可兑换性,在税收等方面承认符号货币等同现金,推动了货币符号化发展。如英国央行成立后,英国政府同意减少现金提取,减少对英国央行黄金兑换要求。四是部分准备金制度在法国实验。18世纪初,约翰·劳在法国推行金融改革,首次在国家层面建立了银行部分准备金制度。很多研究认为约翰·劳推行的是纸币实验,但这种描述并不准确。约翰·劳金融实验本质上是建

^① 本位有金、银等各种形式,以下在不引起混淆的情况下均指金本位。

立部分准备金制度。约翰·劳成立有政府背景的银行,任何人持有该银行发行的银行券,都可随时足额兑换黄金。所谓的纸币实验并未脱离黄金约束,实际上是以国家信用和黄金可兑换为条件进行的部分准备金货币创造。约翰·劳实验 100 多年后,金本位制终于以法律的形式确立下来。

全球范围内确立金本位,与英国货币制度选择及工业革命发生在英国有关。近代社会,英国最初实行金银复本位制。南美金矿发现后,黄金供应量增加,固定比价的金银复本位制出现“劣币驱逐良币”情况,当时白银在英国逐渐退出流通领域。18 世纪后期,英国确定黄金为境内唯一合法流通货币。随着金融创新快速发展,贷款银行业在英国兴起,英国逐渐过渡到事实上的货币本位制度^①。19 世纪初,英国几起相关诉讼案件的处理结果(如卡尔诉卡尔案(Carr v. Carr)、丹万斯诉诺贝尔案(Devaynes v. Noble)^②),从法律上承认了银行拥有使用客户资金的权力。这标志着英国银行业正式从黄金保管人转变为储户债务人,存款银行业转向贷款银行业。

工业革命的成功使英国成为世界头号强国。出于与英国进行贸易的需要,先是西欧、后在世界其他地区,更多国家转向金本位制,形成了以英镑为中心的国际金本位货币体系。这个体系下,各国货币兑换以黄金为标准,物价成为调节国际收支的主要手段:价格水平低的国家吸引黄金流入,价格水平高的国家因商品缺乏竞争力使得黄金流出;失去黄金的国家因为货币收缩而价格下降,获得黄金的国家因为货币供给增加而出现价格水平上升。考虑运输成本的黄金输送点,决定着国际资本流动,以及各国货币之间的兑换比率。

金本位和实物黄金货币之间有着本质差别。黄金作为实物货币容易理解,有多少黄金用于交易,就有多少货币供给,货币和实物一一对应。金本位完全是另一回事。“本位”,英文是 standard,是一种标准,含义是满足客户银行券“见票即付”^③要求。直到今天,很多货币,如港币上,仍保留“见票即付”字样。与存款银行业相比,进行信用创造的贷款银行业,已不再保证货币——银行负债,如存款——和实物黄金之间完全对应。银行将储备黄金发放贷款,黄金被其他客户使用,银行就创造了一笔背后无对应黄金的货币。贷

① [英]沃尔特·白芝浩. 伦巴第街——货币市场记述[M]. 沈国华,译. 上海:上海财经大学出版社,2008.

② [美]默里·罗斯巴德. 银行的秘密——揭开美联储的神秘面纱[M]. 李文浩,钟帅,译. 北京:清华大学出版社,2011.

③ “Promises to pay the bearer on demand at its office here.”

款发放后,储户存款或者银行券数量与银行黄金准备之间产生一个差额,两者之间的比率被称为准备金率。至此,社会货币供应分成两个部分:从全社会的货币供给看,它是实物货币黄金和银行券(存款凭条);从货币来源,即银行资产端看,它是实物货币黄金和贷款。全部货币供应除以实物黄金量就是货币乘数,理论上货币乘数可以无限大。

上述是社会货币供应的静态结果,实际货币创造过程乃是银行不断发放贷款、储备黄金从银行转向贷款客户的过程。贷款客户在拥有了黄金使用权的同时,还承担了按期偿还银行贷款的责任。客户将贷款黄金用于生产经营,黄金以工资、材料款、税费等形式,流向工人、其他生产商或政府。当然,资金流转也会以银行结算而非转移实物黄金的方式完成,结算使得黄金留在银行体系内部,仅部分实物黄金到达工人、其他生产商和政府手中。出于日常经营或者生活需要,仅部分实物黄金被人们现金持有,用于或以备现金交易使用,其余重回银行体系。现金持有与存款之间的比率,与银行保留准备金与存款之间的比率类似,是银行货币供应乘数扩张的限制因素。从实物黄金流转看,银行通过信用创造扩大货币供应的过程,也是黄金从银行准备金变成社会流转现金的过程。社会货币黄金总量未变,银行没有增加黄金实物的能力,但却通过信贷创造了更多存款,或者变为储户手中的银行券。

货币创造过程中,三方面因素非常关键:一是客户信贷需求。除实物黄金外,社会其他货币供应从结果看是银行券或者存款,从来源看则是客户信贷。缺乏信贷需求,货币供应就没有了增长源泉。二是银行贷款能力。拥有使用客户黄金储蓄的权利,使银行从黄金保管人变成货币创造者。由此看,将银行视为间接融资中介完全是一种误读,银行不只转移货币,更关键的是创造货币。三是黄金回流银行体系。出于赚取利息、方便结算、储蓄安全等目的,黄金一般会回流银行体系,这对货币乘数扩张同样重要。没有回流,银行便失去了连续信贷投放的能力。

银行部分准备金制度问题主要出现在黄金的回流机制上。是否将黄金存回银行由储户自由选择,随时随地将活期存款或银行券兑换为黄金是客户的法定权利,两方面均影响本位制度的维系运转。部分准备金制度下,存款数倍于银行准备金,如果出现客户大规模提现,银行只能通过收回贷款来筹集资金。收回贷款意味着货币供应减少和经济萧条,经营环境恶化,企业正常偿还贷款的概率下降。不良贷款增加,一方面加重了银行发放新贷款

的疑虑,另一方面加速了银行贷款回收。储户提现压力越大,银行贷款回收速度越快,循环恶化到一定程度,银行将无法满足客户提现需求,最终导致银行挤兑。银行挤兑会打碎之前银行和客户之间的信用累积,造成货币收缩。银行挤兑一旦发生,通常会引发经济严重通缩,导致现金价值升水,这将进一步激发储户提现行为。

导致黄金回流机制出现问题的原因并不复杂,个别银行重要客户突然破产、黄金外流等都有可能导致整个银行业挤兑。自由资本主义阶段频发的经济危机,多数都是银行部分准备金制度所引发。

不难发现,本位是货币制度最为特殊的阶段。无论是实物黄金还是后来规则阶段的信用货币,在形式上是单一的,价值上是相对稳定的,在来源上是相对确定的。本位制度则完全不同。一是它在形式上有两种:现金和存款。货币规则阶段也有现金和存款的差别,但是两者之间替换几乎不会出现任何困难。本位制度下两者有着根本差别,前者安全度最高,但没有利息收入。存款更像是客户与银行对赌,赌注是是否可以正常获得现金。二是货币价值取决于经济处于何种状态。危机状态下现金形式不变,但通缩导致实际价值提高,存款价值因此取决于可取现程度的高低。本位状况下货币价值充满了虚幻特征,“花非花、雾非雾”,平时清晰可见的货币,危机时会瞬间消失。三是货币来源上高度不确定。正常状态下容易获取货币,危机状态下货币会严重收缩。当复杂程度不断提高的经济运行过度依赖缺乏稳定性的货币供应,改革货币制度的必要性就不难理解了。

特定阶段看,金本位制满足了经济发展不断扩张的货币需要。白芝浩甚至认为,国家货币乘数越高,经济就越繁荣。其《伦巴第街》比较了当时主要欧洲国家的准备金比例,1873年,英、法、德、美四国银行准备金/存款比例分别为11.2%、25%、47%和12.3%。英国比例最低,说明其货币乘数最高,贷款也最多,经济更为繁荣。法国和德国准备金比例最高,经济落后于英国。金本位与工业革命同步产生同步发展,成为自由资本主义得以发展的基础条件。英国工业革命深刻地改变了人们的生产组织和社会生活模式,把以前个性化、人格化特征非常明显的劳动力、土地、资本等,变为标准化的生产要素,形成特定的交易市场,侵蚀原本附着于这些要素之上的文化、风俗和习惯等。标准化过程客观上要求单一的价值计量单位,以收入衡量价值高低,以利润衡量活动成败。承担衡量标准的任务最终落在黄金上,既有偶然性,也有必然性。偶然性体现在发生工业革命的英国适值选择了金本