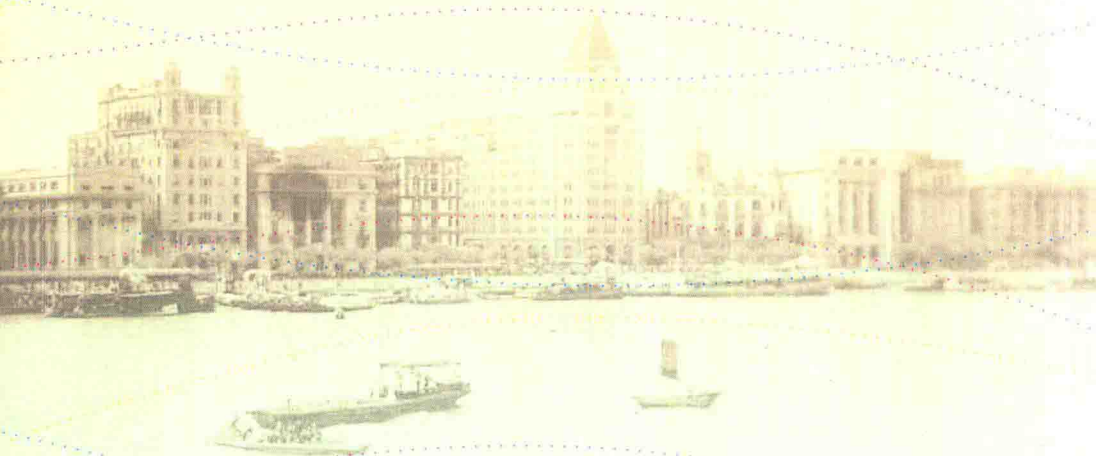


清华
经济史
论丛

丛书主编
李尔重
易登高
仲伟民



潘庆中 著

近代上海金融危机的 经济学分析

(1870-1937)



清华大学出版社

清 华
经济史
论 丛

丛书主编
李伯重
龙登高
仲伟民

潘庆中 著

近代上海金融危机的 经济学分析

(1870-1937)



清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书对 1870—1937 年间近代上海 6 次主要金融危机的发生根源、传导机制、结果及影响进行了历史回顾与实证分析,并对危机过程中行业协会行为与政府作为给予特别的关注,通过研究这段时期的制度变迁,以及在危机前后和危机过程中市场主体和监管者的成败得失,用现代经济学和金融学的视角来回顾、理解并加以分析,认为近代上海的金融危机的根源是当时金融体系的脆弱性和信贷肆意扩张带来的投机炒作,同时,货币政策失误、市场监管滞后和苍白无力的救市措施也是近代上海金融危机频发的重要原因。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

近代上海金融危机的经济学分析:1870—1937/潘庆中著. —北京:清华大学出版社,2017

(清华经济史论丛)

ISBN 978-7-302-46933-9

I. ①近… II. ①潘… III. ①金融危机—研究—上海—1870—1937
IV. ①F832.95

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 074001 号

责任编辑:王巧珍

封面设计:傅瑞学

责任校对:王荣静

责任印制:王静怡

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印装者:三河市金元印装有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:150mm×230mm 印张:17 字 数:233 千字

版 次:2017 年 7 月第 1 版 印 次:2017 年 7 月第 1 次印刷

印 数:1~2000

定 价:58.00 元

产品编号:073180-01

前言

金融危机由来已久,按照《帕尔格雷夫大辞典》中的定义,金融危机是“全部或部分金融指标(利率、不动产价格、股票债券价格、金融机构数量)急剧、短暂和超周期变化”。最早的金融危机可以追溯到 1637 年荷兰的“郁金香狂潮”,“郁金香狂潮”不仅使著名的阿姆斯特丹交易所遭受了沉重打击,也让荷兰的经济陷入混乱,加速了荷兰走向衰落的步伐。随着金融的不断发展和经济全球化的深化,金融危机在世界各地频繁出现,19 世纪末 20 世纪初的中国也频繁爆发导致金融机构倒闭、金融市场动荡的“金融风潮”,其中几次“金融风潮”不仅规模大,而且对实体经济和金融制度造成了很大程度的影响,甚至影响了周边国家,完全可称得上是“金融危机”。

金融危机造成的经济成本和社会成本也日益高昂,2007 年年底爆发的美国“次贷危机”祸及全球,危机 9 年后的今天依然“余毒未清”。改革开放以来,中国的金融市场飞速发展,2001 年加入 WTO 之后更是加快了融入世界的步伐。虽然国内没有爆发过系统性的金融危机,但是局部的投资炒作和小范围的危机一直都存在,例如,20 世纪 80 年代的“兰花危机”、20 世纪 90 年代初的海南房地产泡沫和海南发展银行倒闭、2008 年沪深股指缩水 70%,等等。美国次贷危机之后,中国政府迅速采取了积极的财政政策和稳健的货币政策,保证了经济的平稳增长。但是,随着房地产市场的高涨、地下金融和理财产品的泛滥、地方财政资源的枯竭等诸多问题的凸显,人们对我国是否会发生金融危机的忧虑日益增长,如果真的爆发系统性的金融危机,政府和企业应该如何应对?

“以史为鉴,可知兴替”,学术界、业界和政府机构对金融危机历史的研究从未间断过,研究抽象出的金融危机新理论和政策建议对保证今天的金融稳定 and 经济发展起到了借鉴意义。

近代上海的几次金融危机（1870—1937）为我们研究金融危机的发生、发展及影响提供了很好的素材。一方面，上海是近代中国的工业和金融中心，其中全国工业资本和产值的六成以上出自上海，80%的银行设立在上海，上海的股票和外汇金融市场规模雄踞亚洲第一，上海是全球仅次于芝加哥的第二大期货交易中心、全球最大黄金现货交易中心、全球三大有色金属定价中心之一、当之无愧的中国乃至远东第一金融中心。可以说，上海是中国近代工商业的发源地和金融中心，近代上海的金融危机不仅关乎上海的金融和经济稳定，也关系到全国金融市场和经济的稳定，甚至远东地区的经济发展。正是因为上海在旧中国乃至全球金融市场上的重要地位，才使得研究上海的金融危机具有很好的代表性。

另一方面，以近代上海的金融危机为研究对象，除了典型性和代表性的优点之外，还有相对独立性的优势。19世纪末至20世纪30年代，虽然中国经济在飘摇中不断向前发展，但全国统一的市场远远尚未形成，工商业和金融业也在区域间相互分割，作为近代工商业发源地和金融中心的上海也相对独立于其他地区，这为我们单独考察近代上海的金融危机提供了必要的条件。

从今看古，用现代的经济学、金融学理论和实证方法可以更深入地分析近代上海的危机；同时，从古看今，通过对这一时期上海金融危机的原因、传导机制、发展过程，以及行业公会和政府的作为、结果及影响的研究分析，抽象出一般规律，对当前的金融市场发展和行业监管有直接的意义。

更重要的是，上海金融市场在1870—1937年这段时期内经历了深刻的制度变迁，不仅如此，这个制度变迁的过程中还有货币变迁问题。至1843年开埠之前，上海仍为松江府辖下一县，到1937年抗日战争全面爆发，上海在这近100年的时间里，从一个松江府的小县城迅速崛起成为远东最大的通商口岸和金融中心，金融机构经历了从无到有，从典当、票号和钱庄到现代银行、信托公司和交易所，金融监管从度支部到农商部，再到中央银行。这些制度的变迁为我们验证经典的经济学理论和进一步发展现代经济学提供了丰富的素材，这其中货

币本位的制度变迁尤其值得深入研究。这段时期内,经历了从银两本位到银元本位,再到信用本位的变迁过程。在现代经济学文献里,要么是研究银本位和金本位,要么是研究信用货币,很少有研究由金属本位向信用本位过渡的过程,这个过程中金融机构的作用和应对、政府的作用和应对都值得加以深入研究。

关于我国近代金融危机的研究有很多,但多是孤立地研究其中一次的危机,而且对金融危机的宏观背景、爆发原因、演变机制和后果影响,多是从一个角度来论述,没有进行全面的研究。再者,大多数有关近代金融危机的研究是对历史事件的文字描述,没有从宏观数据或者微观数据上对论点作出有力的支撑和分析,更没有运用现代经济学、金融学的观点研究我国近代的金融危机。

传统的观点认为,近代上海的金融危机来源于帝国主义对上海金融业的控制和我国自身落后的银本位制度,国际银价的波动直接影响货币用银的存量、货币收缩和金融危机。通过比率分析和计量分析发现,1912年华资银行和钱庄的银行存款已经是外资银行的2.5倍,华资银行和钱庄早已取代外资银行成为金融市场的主体,1935年法币改革前华资银行和钱庄的存款量已经达到外资银行的6倍多;随着银行业的发展,纸币和银行存款可以有效地缓解货币用银存量的波动,银价的波动和白银的净流出不会必然导致货币收缩和金融危机,尤其是自20世纪20年代开始,银行存款成为影响货币收缩和金融危机的关键变量,而不是银价变动带来的白银存量变动。银价的波动并不是近代上海金融市场信贷收缩、金融危机的关键因素,只能说是诸多因素之一。

本书对1870—1937年间近代上海6次主要金融危机的发生根源、传导机制、结果及影响进行了历史回顾与实证分析,并对危机过程中行业协会和政府的作为给予特别的关注,通过研究这段时期的制度变迁,以及在危机前后和危机过程中市场主体和监管者的成败得失,用现代经济学和金融学的视角来回顾、理解并加以分析,认为近代上海金融危机的根源是当时金融体系的脆弱性和信贷肆意扩张带来的投机炒作,同时,货币政策失误、市场监管滞后和苍白无力的救市措施

也是近代上海金融危机频发的重要原因。

20 世纪 90 年代以来，世界经济、金融全球化迅速发展，国际金融市场在经济、金融方面的联系越来越紧密。在金融全球化、一体化进程中，金融危机的全球化趋势亦在逐步加强。因此，本书同时选取了几次比较有代表性的国际金融危机作为辅助研究素材穿插在文中，旨在希望通过研究国际金融危机发生的根源、传导机制、结果和影响进一步了解国际金融危机的特征，分析总结出一般规律和得失教训，希望能提炼出更具借鉴性和实用性的经验，这对于我们在世界经济新常态下继续深化金融市场改革和稳定经济具有重要的借鉴意义。

本书的章节安排上，第一部分为“前言”部分，主要介绍了本书写作主旨。第二部分在已有相关研究的基础上，介绍了本书分析的理论框架。第三部分首先描述了清末民初中国宏观经济的概况，分别从经济总量、贸易发展、工业发展和国际收支与资本流动四个方面总结了这段时期宏观经济的情况；然后介绍了清末民初上海经济的宏观概况，着重从上海工商业的发展和上海金融业的发展两个方面概括了上海特有的宏观背景。第四部分回顾了近代上海主要的 6 次金融危机和世界金融史上的 3 次金融危机，在归纳金融危机的背景和危机演变发展的过程的基础上，着重总结了金融危机过程中政府和行业协会的措施和作用。近代上海的 6 次金融危机分别是 1883 年倒账风潮、1897 年贴票风潮、1910 年橡胶股票风潮、1921 年信交风潮、1924 年金融动荡和 1935 年白银危机；3 次世界金融史上的金融危机分别是 1637 年荷兰郁金香狂潮、1907 年美国银行业危机和 1929 年美国股市大崩盘，通过分析这 3 次危机并与近代上海金融危机相比较，更好地总结和归纳出应对金融危机的经验和教训。第五部分在前面分析的基础上总结了清末民初上海地区的货币制度和银行体系，分别从货币制度、上海金融市场的季节性、上海的汇划清算制度、银行与钱庄的发展演变、中央银行的发展、上海股票市场和债券市场的发展六个方面总结了前人的研究，为进一步理解和分析近代上海的金融危机奠定了研究基础。第六部分通过描述统计和回归计量分析，研究了银价变动

和白银存量的变动对货币收缩和金融危机的影响。第七部分以格兰杰(Granger)因果检验和结构向量自回归模型为研究工具,分析了资产价格、信贷成本、白银存量、货币存量和金融危机之间的定量关系。最后的第八部分是对全书内容的总结,提出相应的政策建议,并给出了该研究以后的改进思路。

目 录

第一章 研究基础	1
第一节 晚清民国金融危机的相关研究	2
一、金融危机和经济波动	2
二、银价变动与宏观经济	4
第二节 相关的现代金融危机的理论和模型	5
第二章 近代上海金融危机的宏观背景	9
第一节 中国的宏观经济概况	11
一、经济总量	11
二、贸易发展	14
三、工业发展	26
四、国际收支与资本流动	27
第二节 近代上海的宏观经济概况	33
一、上海工商业的发展	33
二、上海金融业的发展	37
第三章 近代上海 6 次金融危机的比较分析	41
第一节 1883 年倒账风潮	42
一、危机的背景和演变发展	42
二、危机的原因	44
三、危机的结果和影响程度	45
四、危机过程中政府和行业协会的作为和效果	45
第二节 1897 年贴票风潮	45
一、危机的背景和演变发展	46

二、危机的原因	47
三、危机的结果和影响程度	47
四、危机过程中政府和行业协会的作为和效果	48
第三节 1910 年橡胶股票风潮	48
一、危机的背景	48
二、危机的演变发展和主要事件点	49
三、危机的直接原因和根本原因	51
四、危机的结果和影响程度	52
五、危机过程中政府和行业协会的作为和效果	52
第四节 1921 年信交风潮	52
一、危机的背景与演变发展	52
二、危机的原因	54
三、危机的结果和影响程度	54
四、危机过程中政府和行业协会的作为和效果	55
第五节 1924 年金融动荡（齐卢战争）	55
一、危机的背景和演变发展	55
二、危机的结果和影响程度	57
三、危机过程中政府和行业协会的作为和效果	57
第六节 1935 年白银危机	57
一、危机的背景和演变发展	57
二、危机的原因和结果	58
三、危机过程中政府和行业协会的作为和效果	59
第七节 1637 年荷兰郁金香狂潮	60
一、危机的背景和演变发展	60
二、危机的原因	64
三、危机的结果和影响程度	65
四、危机过程中政府和行业协会的作为和效果	65
第八节 1907 年美国银行业危机	66
一、危机的背景和发展演变	66
二、危机的原因	69

三、危机的结果和影响程度	70
四、危机过程中政府和行业协会的作为和效果	70
第九节 1929 年美国股市大崩盘	71
一、危机的背景和演变发展过程	71
二、危机的原因	74
三、危机的结果和影响程度	74
四、危机过程中政府和行业协会的作为和效果	76
第十节 国内外金融危机的对比——金融危机的内在逻辑	77
 第四章 近代上海的货币制度与银行体系	 81
第一节 货币制度的发展演变	84
一、银两制度	84
二、元两并用	85
三、废两改元	86
四、法币改革	87
五、上海的洋厘和银拆	88
第二节 近代上海金融市场的季节性	89
一、国际贸易的季节性	90
二、分账清账制度	91
第三节 近代上海的汇划清算制度	92
一、汇划制度概述	92
二、汇划制度的演变和发展	93
三、汇划制度的历史意义	95
第四节 银行与钱庄	95
一、钱庄	96
二、外资银行与华资银行	98
第五节 中央银行	100
一、辛亥革命之前中央银行的变迁	100
二、辛亥革命之后中央银行的变迁	102
第六节 股票市场与债券市场	107

小结	109
第五章 银价变动、货币收缩与金融危机	111
第一节 银价变动与货币收缩：总量分析	114
一、货币存量（ M_2 ）的主要构成	114
二、银价的变动	127
三、资本流动	134
第二节 危机、货币及银价变动：对比分析	137
一、银货净流入的影响	137
二、银价变动的的影响	137
三、纸币的作用	142
第三节 银价冲击、货币存量与金融危机：回归分析	145
一、研究思路	145
二、数据说明	146
三、平稳性检验	152
四、银行存款与金融危机的回归分析	153
五、银价变动与银行存款、货币存量 M_2 的回归分析	156
小结	156
第六章 金融机构、资产价格与信贷成本	161
第一节 金融危机与金融机构	162
一、钱庄	162
二、交易所和信托公司	165
三、金融危机与工业发展	166
第二节 恐慌、危机对信贷成本的影响	170
第三节 危机、资产价格和信贷成本的计量分析：	
Granger 检验与 SVAR	172
一、研究思路	172
二、数据说明	173
三、单位根检验	173

四、Granger 因果关系检验(Granger Causality Test)	174
五、结构向量自回归模型(SVAR)	178
小结	191
 本书总结	 194
 参考文献	 200
 附录 A 中国国际收支平衡估计表(1903—1936 年)	 206
附录 B 上海等城市华商纱厂纱锭在全国纺织行业中的比重 (1890—1936 年)	 210
附录 C 上海华商部分企业及设备统计(1881—1936 年)	214
附录 D 上海各大银行钱庄平均库存总数(1917 年 1 月—1933 年 9 月)	216
附录 E STATA 程序	221
附录 F 中国对外贸易值及其指数(1864—1936 年)	231
附录 G 中国的汇率、国外银价、物价指数与中国金银的输出入 (1890—1936 年)	 237
附录 H 上海金融统计(1913—1936 年)	241
附录 I SVAR 的脉冲反应图和方差分解图	246
附录 J 白银外流状况下的中国银钱比价(1798—1850 年)	252
 后记	 254

第一章 研究基础



第一节 晚清民国金融危机的相关研究

一、金融危机和经济波动

国内外关于近代上海金融市场的研究很多：洪葭管和张继凤（1989）、吴承明（2001）、杜恂诚（2002）、吴景平和李克渊（2010）等概述了上海金融市场发展演变的过程；燕红忠（2009）从数量指标的角度探讨了近代中国 50 年间（1887—1936）的金融发展进程及其结构变化^①；吴景平（2002）和朱荫贵（2002）等学者从金融机构发展与政府监管关系的角度分析了近代上海金融市场的发展变化；郑友奎（1986）、戴建兵（2003）、许涤新和吴承明（1990）等学者从金银价变动及其对金融市场冲击的角度研究近代上海金融市场。

已有的文献中，专门针对金融危机和经济波动的研究，如刘佛丁、王玉茹、于建玮等（1997）利用批发物价指数研究了近代中国经济中长期波动的问题。通过由多种方法计算得到的趋势值，他们认为在中国近代经济发展过程中，长期经济波动的平均周期为 25 年左右，中周期为 10~12 年。

对于发生在 1883 年的上海倒账风潮，潘晓霞（2007）总结了 1883 年的上海倒账风潮发生的过程；姜新（2010）重点分析了自然灾害对 1883 年上海倒账风潮的影响，认为倒账风潮的爆发不仅仅是由于肆意的信贷扩张。史立丽（2001）、程继川和王东峰（2006）分别研究了 1897 年的上海贴票风潮，认为缺少必要的金融监管制度、金融法规和亟待成熟的金融市场是危机爆发的主要原因。吴必龙（1995）研究了 20 世纪最初 10 年天津金融市场的动荡，包括贴水风潮、铜元危机、橡胶股票风潮，认为“西方资本主义的侵略和掠夺是天津金融市场动荡不安的根源所在”。张秀莉（2009）对上海橡胶股票风潮的原因、发展及影

^① 通过对数量指标的计算，燕红忠（2009）认为，近代中国金融的大发展主要出现在 1921—1936 年间，这一时期的各项指标都得到了迅速提高和优化。但由于起点很低、维持增长的时间过短，直到 1936 年，中国金融发展的层次和水平大体上仍落后于主要资本主义国家半个多世纪。

响进行了系统的分析,认为“风潮的爆发是国际市场橡胶原料价格上扬、上海橡胶公司夸大宣传、中外银钱业积极支持和大众投机等因素综合作用的结果”。卢书锴和宋紫云(2001)、闵杰(2004)、马长林(1992)、徐华(2001)、李玉(1997)、金学史(1985)、曾召友(1999)、张伟(2003)都从不同角度总结了橡胶危机的发生、演变过程及影响。陈争平和左大培(1994)、肖勤福(1994)、杜恂诚(1998)等详细分析了1921年的上海信交危机,认为过度的金融活动和投机狂热是这次危机的主要原因,同时殖民主义势力在中国经济发展中起到过恶劣作用。何旭艳(2005)着重从信托公司的情况着手分析了1921年信交风潮。1935年的白银风潮的相关研究是最为丰富的,民国时期便有不少关注银价变动与宏观经济关系的学者(邵金铎,1921;吴大业,1932;谷春帆,1935);新中国成立以来也有不少学者对此问题进行了研究(郑友揆,1986;戴建兵,2003;管汉晖,2007);国外的还有Friedman(1963)、Brandt和Sargent(1989)。

从上海1866—1867年、1871—1873年、1878—1879年和1883—1884年的4次金融危机来看,当时中国的金融危机与同时期西方各国的金融危机性质有所不同,这期间的几次危机多是由政治冲击和投机失败直接引起的(滨下武志,1974)。世界经济对中国金融危机也产生了推波助澜的作用,20世纪30年代,美国的《白银法案》直接导致了我国白银巨额外流,从而引发了货币危机,这也是迫使中国放弃银本位制度的关键因素(Friedman,1992)。

赵瑛(2009)研究了1883—1935年的5次金融风潮,认为金融危机的频繁发生既有近代经济发展滞后、先天不足的内部因素,又有外国金融势力操控金融市场的外部因素。

崔磊(2010)首次运用明斯基金融危机模型对中国近代5次金融危机进行研究,即1883年的上海“倒账风潮”、1897年的上海“贴票风潮”、1910年的上海“橡胶股票风潮”、1921年的上海“信交风潮”以及1935年的上海“白银风潮”。崔磊(2010)认为,“市场并不总是理性的,也会产生自身不能消除的投机,最终崩溃而爆发危机。这时就需要最后贷款人的帮助。充当最后贷款人的最佳人选是政府,但政府的干预

可能会降低市场的独立性。危机的根源是投机过热和信贷扩张。投机来源于货真价实的投资机会，在货币扩张的情况下发展成为投资过热。为了遏制投资过热而产生的投机，就应该控制信贷数量和流向，防止过多货币参与投机。欺诈是经济繁荣时期贪婪地追求财富的必然结果。在火爆的投机市场上经常会出现欺诈现象。而欺诈的败露往往会成为爆发金融危机的信号，或使金融危机雪上加霜。因此，为了防止危机的发生，政府应制定严格的市场规范并严格执行，以杜绝欺诈现象”。

综观上述对金融危机的研究，大多数研究是以单次危机为研究对象，只从一个侧面展开，不能形成系统的分析和发掘制度变迁过程中金融危机的特点，仅有的几个试图全面分析近代上海金融危机的研究也稍显不足：滨下武志（1974）仅限于对金融危机的发生与传播过程进行描述，而缺乏对金融危机发生原因和机制的深度探讨；戴建兵（2003）虽然尝试着将数次金融危机进行对比研究与总结，但在数据支撑和理论说明上稍显不足；崔磊（2010）在研究方法上开始将现代金融危机模型纳入对近代中国金融史的研究，但没有在实证研究方面作出进一步尝试。

二、银价变动与宏观经济

对于白银问题尤其是银价变动与宏观经济相关问题的研究。民国时期便有不少关注银价变动与宏观经济关系的学者（邵金铎，1921；吴大业，1932；谷春帆，1935），新中国成立以来也有不少学者对此问题进行了研究（郑友揆，1986；戴建兵，2003；管汉晖，2007）。

Friedman（1963）认为，1934年美国的《购银法案》引起了国际银价的大幅度上升，中国白银大量外流，引起了中国金融市场上的银根紧缩，继而通货紧缩引发了金融危机和经济危机；郑友揆（1986）将对银价变动与宏观经济关系的探讨嵌入对外贸易研究的主题之中，并创造性地以双重汇率机制所导致的汇率贬值解释了中国对外贸易由顺差转为逆差这一奇特的现象，而双重汇率机制又是由中国银铜复本位货币制度所决定的，并与银、铜和黄金相对价格的变化息息相关；戴建