



博士金融学丛

近代上海标金市场效率研究 (1921—1935)

魏忠◎著

RESEARCH ON THE EFFICIENCIES OF
SHANGHAI STANDARD GOLD MARKET IN MODERN CHINA
(1921—1935)

 中国金融出版社

博士金融学丛

近代上海标金市场效率研究

(1921—1935)

魏 忠 著

 中国金融出版社

责任编辑：丁 芊

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

近代上海标金市场效率研究：1921—1935 (Jindai Shanghai Biaojin Shichang Xiaolü Yanjiu 1921—1935) / 魏忠著. —北京：中国金融出版社，2013. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7218 - 7

I. ①近… II. ①魏… III. ①金融市场—经济史—研究—上海市—1921—1935 IV. ①F832. 96

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 275729 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 10.75

字数 177 千

版次 2013 年 12 月第 1 版

印次 2013 年 12 月第 1 次印刷

定价 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7218 - 7/F. 6778

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本书受以下项目资助：

上海市教育委员会重点学科（第五期），金融学 J51601

上海市教育委员会一流学科（B类）培育，应用经济学

总 序

2008年那场发生于大洋彼岸波及全球的金融危机似乎还在持续发酵。这场危机让我们体会到了金融是经济的核心深刻内涵，那就是金融必须引领经济发展，但金融决不能离开实体经济太远。这场危机让我们感受到了金融中心的巨大魅力，那就是及时纠错、适时调整的体制机制，以及引领其他金融体系走出危机的示范效应。这场危机让我们更坚定了对建设金融中心的决心和信心。

2009年，国务院发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》的文件，明确了上海建设国际金融中心和国际航运中心。《上海市国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》中提出：到2020年上海要基本建成与我国经济实力和国际地位相适应、具有全球资源配置能力的国际经济、金融、贸易、航运中心，基本建成经济繁荣、社会和谐、环境优美的社会主义现代化国际大都市，为建设具有较强国际竞争力的长三角世界级城市群作出贡献。党中央、国务院结合上海的发展形势，提出了上海建设国际经济、金融、贸易和航运中心“四个中心”，并将此确立和提升到国家的重要发展战略的层面上。

2013年2月，在上海市十四届人大一次会议上韩正书记明确提出了国际金融中心在上海“四个中心”建设中居于核心地位，全面推进上海国际金融中心建设成为上海“四个中心”建设和社会主义现代化国际大都市建设的核心。目前，上海国际金融中心建设取得了重要进展，2012年前三季度，上海市金融业增加值1667.3亿元，同比增长12.1%，占全市同期GDP的11.6%。金融市场交易快速增长，2012年1月至11月，上海金融市场交易总额为477.8万亿元，同比增长26.8%。金融市场融资功能稳步提升，2012年1月至11月，上海金融市场直接融资额达3.5万亿元，同比增长31.3%。截至12月末，上海市已有101家小贷公司获批设立，2012年累计放贷711.7亿元，贷款余额为149.8亿

元；80家融资性担保机构审批通过，融资性担保余额近450亿元。2012年主要市属机构的规模和经营实力也进一步提升，截至2012年三季度末，上海市属14家金融机构总资产为5.2万亿元，比2011年末增加15.2%，营业收入和净利润分别达到2331亿元和460亿元，同比增加12%和9.5%。2012年1月至11月，上海全市金融业共实现税收收入838.6亿元（不包括证券交易印花税），同比增长15.2%，占上海市税收总量的11.8%。

作为一所地处国际金融中心建设腹地并且具有60余年金融教育悠久历史的院校，上海金融学院旗帜鲜明地确立了以金融学科为核心，以培养卓越金融人才为目标，积极响应与主动对接上海国际金融中心建设的需要，力争为上海国际金融中心建设添砖加瓦。上海金融学院国际金融学院作为学校金融学科建设与研究的主力军，有责任、也有义务为推动金融学科的建设与发展作出相应的努力，为上海国际金融中心的建设奉献自己的力量。

目前国际金融学院正承建上海市教育委员会金融学重点学科建设项目（J51601）和上海市应用经济学一流学科建设（培育）项目。通过该项目的建设，国际金融学院不仅希望促进本学院更好地发展，更重要的是希望推进金融学科的完善和金融问题研究的深化，锻造一支高素质的金融专业教师队伍，并以此强化应用型金融人才的培养。

近年来，学院的年轻博士活跃在金融教育、金融研究的第一线，他们在金融产品、金融市场、金融制度等方面都作出了具有各自见解的研究，其成果对于丰富当前金融问题的研究，具有一定的补充作用；对于推进上海国际金融中心的建设，具有重要的参考与借鉴价值。为此，我们将他们的研究成果集结为一套“博士金融学丛”，以成果专著的形式公开出版。希望“博士金融学丛”的出版能激发大家对金融理论的进一步探讨，对金融实务的进一步创新，借以提升人们对金融中心建设的使命感、责任感。

贺 瑛
2013年2月

摘 要

近代上海是旧中国的缩影，上海金融市场足以代表中国，它有着明显的典型性。当时的上海素有“远东的金融中心”、“东方的纽约”、“中国的华尔街”之称。

近代中国的标金市场主要在上海，上海的标金交易又主要集中在上海金业交易所。抗战前，上海标金市场是远东唯一的黄金市场，其组织和规模虽不足与伦敦、纽约媲美，然而却可以凌驾于巴黎、东京等市场之上，居世界黄金市场的第三位。上海标金市场每日成交量巨大，不仅受国内金融界瞩目，欧美及日本金融界也颇予关注，该市场甚至能够左右世界黄金和白银价格。

近代上海标金市场不仅是近代上海金融市场的重要组成部分，而且是上海成为远东国际金融中心的标志。本书通过综合运用历史学、经济学、金融学有关理论及研究方法，对近代上海标金市场的形成与发展、市场效率、管理体制等方面作了论述，总结出其成败得失。不仅丰富了近代中国经济史，特别是金融史的研究内涵，而且为当代我国商品期货交易市场的健康发展以及未来的金融期货市场的建立提供了必要的历史借鉴。

本书和其他相关的研究成果相比较，不仅在于较系统地论述了近代上海标金市场历史演变和市场的管理体制，并且运用计量经济学一些理论和模型对标金市场效率进行了实证分析和检验，得出近代上海标金市场具有一定效率和较好流动性的结论。

本书共分为六章。

第一章世界货币本位制度。本章包括金本位制度与纸币本位制度、近代中国银本位制度及近代金银比价变动对中国的影响。

通过回顾近代中国所历经的世界货币金本位、金汇兑本位及纸币本位制的变动，来说明近代金银比价对中国金融和经济的影响，从中可以看出近代中国银本位制实际上是一种极为落后的货币制度，中国采用银本位制实乃由于历史上的原因。

第二章上海标金市场。在回顾上海标金市场的历史形成与发展的基础上，运用计量经济学格兰杰因果检验模型、协整理论与模型、误差修正模型，对上海标金市场与伦敦白银市场之间关系进行了实证分析和检验，得出：1931年前，上海标金市场是一个有组织、有规模、自我调节、自主发展的国际性黄金市场。

通过对伦敦白银价格和上海标金价格每日收盘价进行格兰杰因果和协整检验得出：1931年前，上海标金市场与伦敦白银市场之间有双向因果关系，相互影响；上海标金价格与伦敦白银价格之间存在长期的稳定均衡关系，即金银价格呈现相反的稳定变动趋势。此外，通过误差修正模型得出：上海标金市场能够自我调节和自主发展，实现规避金银变动的汇率风险。

1931年后随着金本位被放弃和纸币贬值，出现了金贵银贵，打破了原来的金银长期稳定的均衡关系，金银价格呈现同方向的变动趋势，加上南京国民政府对金融市场的直接控制，导致国内与国外的金融市场相隔离，使上海失去了国际金融中心的地位。

第三章市场价格发现效率。本章包括价格发现与简单效率的实证分析和期货与现货市场的领先、滞后关系及实证分析。

在回顾相关中外文献的基础上，运用有关的计量模型对市场的价格发现效率以及期货与现货市场的领先、滞后关系进行了实证分析和检验，得出：上海标金市场具有一定的价格发现功能。

在价格发现的实证分析中，运用协整理论和模型、误差修正理论和模型对上海标金市场的期货价格、现货价格进行实证分析和检验，实证结果表明：在短期内（30天以内）市场具有价格发现功能。相

反,在其他时段内,市场则不存在价格发现功能。

在期现货市场领先、滞后关系实证分析中,分别运用标准GS模型和格兰杰因果检验模型对期现价格进行分析和检验,实证结果表明:运用不同模型得出不同的结果。前一种实证结果表明期现货市场之间没有关系,是相互分离的。而后一种实证结果表明短期(7天内)、长期(30天、60天内)时段内,期货市场具有价格发现的功能。而其他时段(14天、21天以内)期货市场则不具有价格发现功能。

总之,近代上海标金市场不是一个成熟的期货市场,这与当时的中国政治、社会经济以及市场管理体制是分不开的。

第四章市场套期保值效率。在回顾套期保值的相关理论和模型的基础上,以上海金业交易所的期货交易为例,通过套期保值比率,实证检验了套期保值的功能效率,得出:近代上海标金市场具有一定的套期保值功能效率。

本章运用传统OLS方法估计标金期货合约的最优套期保值比率,分析合约套期保值策略的特征,并在方差最小化的框架下比较传统套期保值策略与最小方差套期保值策略的绩效。实证结果表明上海标金市场具有一定的套期保值功能。

第五章市场流动性分析。在回顾市场流动性的相关理论和衡量指标的基础上,对上海标金市场有限的市场成交量进行了统计分析,得出:上海标金市场具有较好的流动性。

在分析影响市场流动性因素中,主要介绍了标金市场的交易制度、合约条款、市场参与者和市场交易方式等的影响。

第六章近代上海商品交易市场的自律管理与政府监管。本章试图通过历史学、经济学的结合,分别从市场的自律管理、政府的监管等不同的角度对近代上海商品交易市场管理进行全方位的论述,通过研究得出如下结论:

一是上海标金市场管理自律。商品交易所是最基本的商品交易的自律管理机构。商品交易所的基本职能就是促进商品期货价格的合理

形成和商品期货的正常交易，因此，商品交易所就必须防止商品交易的过度投机和操纵市场价格等不规范交易行为，并对违反商品交易规则的经纪人进行处罚，近代上海各商品交易所同时也分别制定了相应的自律规章和制度，且在实际市场运作中加以实行。上海标金市场也是如此，并无例外。

二是政府监管属于专制型。无论是北洋政府时期，还是南京国民政府统治的头十年，整个上海商品交易市场的监管基本上是由统治当局为主体来实施管理的。在国民政府专制统治下，市场失灵导致国内金融市场失去了创新力和自主性。国内金融市场与国外金融市场失去了联系，致使上海丧失了远东国际金融中心地位。此外，亦使得那些拥有“寻租”特权亦官亦商的大人物们，能够利用政府内部信息制造谣言，蛊惑人心，在黄金市场兴风作浪，大肆投机，攫取不义之财，致使市场秩序遭到严重破坏，社会民众深受其害。因此，这种专制型的政府监管是造成政府失灵的主要原因。

关键词：近代上海标金市场 市场效率 行业自律 政府监管

Abstract

Shanghai in modern times was the window of old China. Financial markets in Shanghai were sign of Chinese markets, which had obvious signature.

At that time, Shanghai were called finance center of Far East, Oriental New York or Chinese Wall Streets.

Shanghai Standard Gold Market was an important market in modern China. Most standard gold was traded in Shanghai Gold Exchange. Pre the war of Anti - Japanese, Shanghai gold market was a sole gold market, whose organization and scale were inferior to both London and New York markets, but superior to both Paris and Tokyo markets. Shanghai Standard Gold Market was the third gold market in the world, whose trade - volume was large every day, so it was paid attention to domestic finance factors, also to Euro - American and Japanese finance factors and to effect the price of gold and silver in the world.

Shanghai Standard Gold Market was an important part of finance markets in modern Shanghai, but also was signature of international finance center in Far East. Through using methods of history, economics and finance, researches about evolution, market efficiency and regulation system of Shanghai Standard Gold Market have been drawn. Furthermore, conclusions on success and failure of the market have been summed up. The paper brings some new connotations to the history of modern Chinese economy, especially the history of modern Chinese finance, thus providing necessary experience and lessons for the sound development of the contemporary Chinese commodity future market and for the foundation of the coming financial future market.

Compared with other research achievements, this thesis digs into the history of Shanghai Standard Gold Market and its management system in a systematic and

complete manner. In addition, by using theories and models of econometrics, conclusions have been done that Shanghai Standard Gold Market was of some efficiencies and better fluidity.

The whole thesis is composed of six chapters.

Chapter one: World Monetary Standard System. This chapter consists of gold standard, credit standard and effects of gold – silver price ratio on Chinese economy.

By looking back to monetary standard system, the effects of gold – silver price ratio have been drawn, and there came into conclusions that Chinese silver standard system was a laggard monetary system, and its reasons were ascribed to silver history in China.

Chapter two: Shanghai Standard Gold Market. On the basis of evolution of the market, by using theories and models of econometrics, there is an empirical analysis on relationship between Shanghai Standard Gold Market and London silver market. Therefore, there are conclusions that Shanghai Standard Gold Market was an international gold market, which was of large organization and scale, and especial characters of self adjustment and self development.

Through applying Granger Causality and Co-integration test to the prices of London's silver and Shanghai' standard gold, there are following conclusions:

Before A. D. 1931, the two markets had a bidirectional causality relationship, and also affect each other. In addition, the prices of the both markets had steady and balanced relationship in long times, that is to say, the movement of the prices of silver and gold had opposite direction trend. Besides, by using Error Correction Model (ECM), there is a conclusion that Shanghai Standard Gold Market is of characteristics of self adjustment and self development so that avoids the venture of foreign exchange rate from gold – silver price ratio.

Since 1931, with gold standard monetary system being abandoned and credit note depreciated, both gold and silver had an increasing trend, which broke the long equilibrium relationship between silver and gold, and same direction movement. Besides, under directly controlled by the Kuomintang's government, domestic financial market was separated from foreign financial market and the status of international financial center was deprived from Shanghai.

Chapter three: Efficiency of market price discovery. The chapter was composed of two empirical analyses on both price discovery and lead-lag relationship between future and spot markets.

Through an analysis on price of future and spot markets, there are some conclusions that Shanghai Standard Gold Market was of the function of price discovery in short period (30 days), at the contrary, at other time, the market did not had the function.

About an analysis on lead-lag relationship, by using normal GS and Granger Causality test models, there are some conclusions that sometimes the market was of the function of price discovery, but sometimes did not have.

In a word, Shanghai was not a ripened market, which had been decided by Chinese politics, economy and market management system etc.

Chapter four: Efficiency of market hedging. Through testing hedging ratio, there is a conclusion that Shanghai Standard Gold Market was of the function of hedging in some extents.

By using traditional OLS to estimate best hedging ratio of standard gold future contracts, characteristics and effectiveness of hedging are analyzed.

Chapter five: An analysis about market fluidity. On the basis of looking back to relative theory and some estimating index, there are statistical analyses on trade volume of Shanghai Standard Gold Market, also there is a conclusion that Shanghai Standard Gold Market was of better fluidity.

There were some other factors, such as trade system, terms of future contracts, market anticipants and methods of market transaction.

Chapter six: Self management of Shanghai future exchange market and the government's regulation system. By using the method of history and economics, the market managements system is analyzed from the different views of self management and government's regulation system, and there are following conclusions;

1. The rules and regulations for the self-disciplined management of future trade were carried out. A future exchange is the most fundamental self-disciplined organization. Its basic function is to promote the reasonable price and circulation of future goods. Therefore, future exchange should prevent the over-speculation and

protect the free change of the prices of future goods, and punish the brokers who have violated the rules of future trading. All the future exchanges in modern Shanghai laid down the relevant rules for self-discipline. Furthermore, in practical operation, these rules were enforced.

2. The government's regulation system was the style of autarchy. Whether in the reign of the Beijing government (1912—1927), or Kuomintang government (during 1927—1937), the regulation of whole future market in Shanghai was carried out almost by central government. Under the regulation of Kuomintang government, the market function was failure. Furthermore, domestic financial market lost innovation and independence and was deviated from foreign financial markets, resulting in that Shanghai was deprived of international financial center. Besides, big men with privileges could make use of interior information from the national government to make extra benefits, to make market system worse and get people into deep calamity. Therefore, the management style of government autarchy is the important reason for the government's failure to regulate the future market.

Key Words: Shanghai Standard Gold Market in Modern China, Market Efficiencies, Self - disciplined Management, Government Regulation

目 录

导 论	1
第一节 近代中国标金市场的研究现状	1
一、1949 年前的文献	2
二、1949 年后的文献	2
第二节 期货市场的基本特征、功能与作用	3
一、基本特征	4
二、功能	4
三、作用	5
第三节 期货市场效率的界定	6
一、资本市场的效率	6
二、期货市场的效率	8
第四节 选题的背景、目的与意义	11
一、选题背景	11
二、目的	13
三、意义	13
第五节 研究思路与创新	14
一、期货市场功能效率分析	14
二、期货市场效率的微观视角	15
三、研究的创新点	15
第一章 世界货币本位制度	17
第一节 金本位制与纸币本位制	17
一、金本位制	17
二、金汇兑本位制	19

2 近代上海标金市场效率研究

三、货币集团时代和纸币本位时代	22
第二节 近代中国货币本位制	23
一、银两制度	23
二、银元制度	28
第三节 近代金银比价变动及其对中国的影响	30
一、1931年前金贵银贱及其影响	31
二、1931年后白银风潮的影响	38
第二章 上海标金市场	47
第一节 历史沿革	47
一、公所时期的标金市场	47
二、公会时期的标金市场	48
三、交易所时期的标金市场	48
第二节 市场交易	49
一、交易品种	49
二、买卖方法	50
三、交易类型	50
第三节 上海标金市场与伦敦白银市场之间关系的实证分析	52
一、伦敦白银市场与上海标金市场的关系	53
二、计量模型和实证分析	55
三、结论	60
第三章 市场价格发现效率	62
第一节 价格发现与简单效率的实证分析	62
一、相关文献综述	62
二、价格发现检验的理论方法与模型	65
三、数据与结果	67
四、小结	79
第二节 期货市场和现货市场的领先、滞后关系及实证分析	80
一、实证研究的文献回顾	81
二、理论模型	83
三、数据与结果	84

四、小结	90
第四章 市场套期保值效率	91
第一节 套期保值理论	91
一、基本原理	92
二、基差与套期保值	92
三、套期保值理论	94
第二节 最优套期保值比率模型	95
一、静态的最优套期保值模型	95
二、动态的最优套期保值模型	96
三、套期保值的估算方法	97
第三节 实证分析	99
一、数据	99
二、估计最优套期保值比率	100
三、比较套期保值的绩效	101
四、其他时段的实证检验	102
五、比较不同模型的最优套期保值比率	105
六、结论	108
第五章 市场流动性分析	109
第一节 期货市场流动性的概念界定	109
一、流动性研究的文献回顾	109
二、期货市场的特点和流动性	111
三、期货市场流动性的概念	113
第二节 期货市场流动性的理论基础	114
一、期货市场流动性与金融市场微观结构理论	114
二、期货市场流动性与市场效率	115
三、期货市场流动性与价格波动	116
第三节 实证分析	117
一、期货市场流动性的重要作用	117
二、期货市场流动性的衡量指标与方法	118
三、实证分析	119