



货币

徐瑾
著

中央银行
如何制造与救赎
金融危机

货币三部曲

王者

A Short History of Central Banks
Who Make and Unmake Financial Crises

KINGS OF CURRENCIES

图书在版编目(CIP)数据

货币王者:中央银行如何制造与救赎金融危机/徐

瑾著. —上海:上海人民出版社,2022

ISBN 978-7-208-17602-7

I. ①货… II. ①徐… III. ①金融-经济史-世界-通俗读物 IV. ①F831.9-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2022)第 017019 号

责任编辑 钱 敏

封面设计 陈绿竞

货币王者

——中央银行如何制造与救赎金融危机

徐瑾 著

出 版 上海人民出版社
(201101 上海市闵行区号景路 159 弄 C 座)
发 行 上海人民出版社发行中心
印 刷 上海盛通时代印刷有限公司
开 本 890×1240 1/32
印 张 12.5
插 页 13
字 数 252,000
版 次 2022 年 8 月第 1 版
印 次 2022 年 8 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-208-17602-7/F·2741
定 价 75.00 元

徐瑾

知名青年学者



资深财经观察家，英国《金融时报》(FT)中文网财经版主编，微信公众号“徐瑾经济人”(ID: econhomo)与得到经济学大师课主理人，曾被权威机构评价为“中国最受欢迎的青年经济学者”。

近年出版《白银帝国》《趋势》《中国经济怎么了》等书，多次入围“最受金融人喜爱的财经书籍”。作品畅销海内外，《白银帝国》由耶鲁大学出版社推出全球英文版，被《华尔街日报》等权威媒体推荐。

徐瑾亦为经济人读书会创始人、东京大学客座研究员、上海公共政策研究会理事。所授课程，多次入围全国知识付费榜单，位列经济类前茅，备受好评。

徐瑾微信公众号



扫一扫，
学习更多货币知识

货币的本质是什么？如果经济周期真的无法避免，那么如何才能避免下一次危机的爆发？自第一家中央银行诞生起，被誉为“最后贷款人”的中央银行又在其中发挥了怎样的作用？尤其是在后疫情时代，世界经济面临的挑战或许超乎我们的想象，人类又该如何去寻求新的出路？

青年经济学者徐瑾立足于金融常识，通过一系列财经事件和人物，描绘了17世纪以来的中央银行和经济发展的交融互动。这种纵横交错离不开其滋生的土壤以及背景，从中亦可一窥金融历史的进化之旅，甚至国家文明兴衰失败的暗涌脉络。她以其宏大的视野、细腻的笔触带我们穿梭于四百年金融史中，感受真实世界经济的律动，解读金融的本质。

《货币王者》

《白银帝国》

《货币简史》

我们不仅要知道过去，还要了解过去

向后看，就是向前看

名家推荐

金融如水，水能载舟，亦能覆舟。人类社会数百年来快速推进，得益于金融发展和中央银行体系的建立，但危机也源于此。金融危机就像海浪一样，一波一波冲击着社会稳定的礁石，而且永不消亡。金融家们正在书写着历史，假若不敬畏市场规律，不敬畏金融法则，今天的错误就会演变为明天的悔恨。

——姜建清，中欧陆家嘴国际金融研究院院长、
中国工商银行原董事长

货币在人类历史上很早就出现，后来延伸发展出金融，再到19世纪又发明了“中央银行”，由现代政府操控货币的垄断发行，到20世纪再将其演变成管控经济的政策工具。这一系列演变给人类带来的只是好处、没有成本代价吗？由此延伸出的货币未来又是什么呢？徐瑾以其独特的历史视角、经典案例，梳理了货币变迁历程及其背后的逻辑，加深了我们对广泛影响现代人生活的货币化与金融化的认知，并提防中央银行滥用货币权可能带来的危机。

——陈志武，知名经济学家、耶鲁大学原金融学终身教授

货币是人类诸社会出现以来任何经济机体运行的必要的血压循环系统和基础性制度构件；中央银行制度则是自 17 世纪以来从瑞典、英格兰到 20 世纪中期世界各国逐渐演化生成的一项伟大的经济制度建构。然而，到目前为止，任何国家的央行都还不能完全知道如何适度发行和控制货币，导致到 21 世纪的今天世界各国还不能摆脱周期性的经济危机和金融危机。徐瑾女士的这部著作，以她宽广的视野、细密的观察、轻松和洗练的文笔，历史地和理论地讲述了从 17 世纪到今天世界一些主要国家的货币和央行制度的演变史，是一部极为适合中国社会各界人士阅读和参考的著作。

——韦森，复旦大学经济学教授

金融和货币一直是热门话题，徐瑾的《货币王者》一书，完美地结合了一个有新闻背景所持有的敏锐视角和一个学者的博学与严谨，给大家奉献了一本兼有深邃的历史感和全球视野的好书。

——马德斌，牛津大学万灵学院教授

2008 年金融海啸以来，人类社会的货币理论和实践方面又做出了诸多大胆尝试。比特币、以太币等加密货币应运而生，虚拟代币、稳定币、央行数字货币（CBDC）、非同质化代币（NFT）层出不穷，量化宽松、无限量宽政策以及现代货币理论也登堂入室，甚至成为某些主要央行的主流政策。在这样一个纷繁复杂的历史背景下，徐瑾女士的这部作品系统地回顾了中央银行与货币的历史沿革与重大事件，对我们理解央行与货币的本质、二者之

间的关系，以及判断它们的未来发展趋势都大有裨益。

——孙明春，海通国际首席经济学家、
雷曼兄弟公司原亚洲经济学家

美国前总统杜鲁门曾说过：金融领域仅有一个问题是新问题，那就是我们还没有读透历史。而本书正是一本带你轻松读透金融史的通俗版工具书。在这部以制造与救赎为主题的著作里，从17世纪荷兰郁金香泡沫、19世纪英国南海泡沫，到以咆哮和喧嚣为序幕拉开的20世纪金融大戏，再到21世纪以债务狂欢为剧本主线、笼罩在后疫情时代阴云下一幕幕更为纷繁诡谲的金融大戏，作者以画家般挥洒的笔墨，在中央银行300多年历史进程中，建构出了一幅逻辑自洽的货币力学博弈的浩荡图景，并试图从中央银行的发迹史和金融危机的发生应对这两条主线，去寻找诱发金融危机的背后原因并找出“向前看”的路径。特别值得一提的是，与以往回顾金融史特别是金融危机演化史的著作不同，较之着墨于危机本身，作者将更多的文字铺陈在了危机前、中、后央行行为和角色的演变上，专栏作家的第三者叙事视角，也为读者在获取金融常识的基础上，建构自己对于中央银行的理解提供了空间。寻找薪火是为了更好地传照未来，正如作者在书中所说，愿此书能够帮助习惯了高增长的国人，更好地学会习惯繁荣与衰退的潮汐更替与轮回，并找到与之相处的正道。

——田轩，清华大学五道口金融学院副院长、
国家金融研究院副院长

本书立足金融观念的进化，以中央银行和金融危机为主线，展示金融世界过去 300 多年的变迁，重在通过讲史普及金融常识。当前我们正处于一个中央银行无比强大的时代，也是货币政策最无惧创新的时代，在一系列财经事件与经济人物背后，离不开其滋生的土壤以及背景。相信读者通过阅读本书，可一窥金融史的进化之旅，更好地理解货币与银行在历史的长河中所扮演的重要角色。

——姚余栋，大成基金副总经理兼首席经济学家、
中国人民银行金融研究所原所长

货币是一个引人入胜的研究课题，因为它充满了神秘与自相矛盾。

——米尔顿·弗里德曼 & 安娜·施瓦茨

—— 货币王者的时代完结 ——

——徐瑾《货币王者》序言

朱嘉明

（经济学家、横琴数链数字金融研究院学术技术委员会主席）

为徐瑾的书做序，不论是几年前的《白银帝国》，还是眼下的《货币王者》，都是对智力、知识和文字能力的综合性挑战，也是对专业水平的测试。

（一）

人类的货币史，如同人类的经济史、政治史，是有王者的。15世纪是全方位转型的世纪，不仅发生了“百年战争”和“玫瑰战争”，从英国到西欧国家的经济重新组合，中世纪庄园开始货币

化，哥伦布发现新大陆开启大航海时代，自由贸易和殖民地拓展，无数的财富和资源输入欧洲，而且人文主义、科学和艺术全面复兴。正是在这样的历史场景下，作为“货币王者”的美第奇家族开始进入全盛期。佛罗伦萨是世界金融重镇。

但是，进入 17 世纪，这一切彻底开始改变。1737 年，美第奇家族在佛罗伦萨的最后一位统治者贾恩·加斯頓过世，“货币王者”皇冠落地。曾经的“海上马车夫”荷兰，虽然创建了阿姆斯特丹证券交易所，但是也很快走向衰落。英国，因为光荣革命，率先确立了资产阶级代议制，完成宗教改革，牛顿开创的科学革命，实业家主导的商业革命，银行家推动的金融革命，相互影响，构建完善的资本主义主导框架。呼之欲出的工业革命，获得了巨大的资金保障，形成强大的内在动力。1776 年，亚当·斯密的《国富论》出版，其经济思想得以传播和深入人心。英国正处于工业革命前夜。在如此的大历史场景中，1694 年创建的英格兰银行，1717 年确定维系 200 多年的黄金与英镑的固定汇率，名至实归地成为了新的“货币王者”。伦敦开始成为新的世界金融中心。

20 世纪是美国世纪，两次世界大战的受益者美国，成为了现代世界的“货币王者”。1944 年的布雷顿森林会议，也是对新“货币王者”的一种加冕仪式。纽约取代伦敦的世界金融中心地位。

如今，以 2008 年世界金融危机为历史分水岭，全球货币制度、银行制度、金融制度，进入大分化、大改组、大转型的前所

未有的历史时刻。可以没有悬念地预见到：美国的“货币王者”难以为继，无需易手，“货币王者”的历史条件和需求已经消亡，人类将迎来再无“货币王者”的时代。

“货币王者”时代之所以完结，是因为即使产生众望所归的新“货币王者”，也没有可能解决日益常态化、高频率，以及不断深化的金融危机。或者说，在本世纪 20 年代的国际和历史背景下，解决货币金融危机早已经成为奢望。

（二）

作者认为，“金融危机一直与人类并存，只不过在 20 世纪之前，金融裹挟经济的程度不同而已”。这本《货币王者》的副标题是“中央银行如何制造与救赎金融危机”。书中出现频率最高的一个概念就是金融危机。在书的目录中，不少章节的主题需要通过金融危机概念呈现。可以说，金融危机是全书的主线，而已经发生的和未来可能发生的金融危机，就成为了被这条主线连接的基本历史事件和内容。所以，《货币王者》就是一部 18 世纪至 21 世纪的金融危机史。事实上，因为存在持续不断的金融危机，货币金融和央行的历史不再是枯燥和乏味的历史。

进一步的问题就是：18 世纪以来的三个世纪，金融危机如此持续不断，如何认识金融危机的个性和共性？

经济发展的阶段和形态决定金融危机的类别。当 18 世纪来临

的前后，虽然英格兰银行已经开业，但是，“英国还没有货币市场，没有实质性的银行，没有组织有序的国家债务”。英国进入“国内外经济和政治力量上升的世纪”。^①到了1720年，英国经过长期经济繁荣，私人资本集聚，社会储蓄膨胀，推动“个人和小规模的私人银行业务的快速发展”，1750年，私人银行有20—30家。1775年，伦敦结算所（London Cleaning House）成立。^②到了18世纪后期，英国通过建立国家信贷体系，成为世界强国，公债的优越性为世人所公认。当19世纪来临的时候，美国建国还不过24年，法国革命结束仅仅6年，英国已经形成统一的资本市场。英国所主导工业革命浪潮，席卷欧洲大陆，之后再道北美，人类快速进入到工业社会。19世纪的资本主义创新集中表现是改变了债权人和债务人的阶级构成。

从19世纪至20世纪的金融危机，基本上属于工业时代的金融危机，典型代表就是1929年的大萧条。20世纪中后期，发达工业国家开始向“后工业社会”，进而是信息和数字社会转型，金融危机的性质发生了改变。2000年前后的纳斯达克股市危机，2008年世界金融危机，都不再是传统工业时代的金融危机，与19世纪和20世纪上半期的金融危机比较，其过程、结构、机制和后果都大为不同。

① 悉尼·霍默、理查德·西勒著：《利率史》，中信出版社2010年版，第135、139页。

② 悉尼·霍默、理查德·西勒著：《利率史》，中信出版社2010年版，第141—142页。

简言之，在过去三个多世纪，金融生态发生了根本性转变。货币制度，经历了金本位、复本位、布雷顿森林会议制度、后布雷顿森林会议制度的演变。17世纪90年代的英国铸币危机，白银价格飙升，属于贵金属资源短缺的危机。1929年的金融危机，与那个时代的金本位有着深刻关系，则是发生在“金镣铐”(gold shackles)下的危机。1971年，美国关闭美元和黄金窗口，全世界进入纯粹的“法定货币”(fiat money)时代，金融危机的货币基础发生根本改变。从此以后，全球性的货币供给量开始加速扩张，货币金融部门规模全面超越实体经济部门。金融部门，从依附实体经济转化成与实体经济平行到主导实体经济。所以，因为金融生态不同，此时此刻的金融危机，已经不是彼时彼刻的金融危机。

如果寻找过去三个世纪金融危机存在哪些共性？无非两点：其一，制度原因。“资本主义是一个要求持续、无止境的增长体系”，经济增长对金融资源存在无限的需求，所以金融资源和金融资源所支撑的实体经济之间，始终存在着严重的非均衡趋势。实体经济和金融资源长期在短缺和过剩中摇摆。当金融资源短缺和过剩超过一个限度，都会引发金融危机。其二，人性原因。货币金融的投资与回报可以满足人们的贪婪和理性。每次金融危机都是贪婪和理性的平衡被打破，贪婪彻底绑架理性的结果。金融危机与资本主义如影相随，是制度和人性原因交互作用的结果。

(三)

货币金融制度，是在不断创新中演变的。《货币王者》这样写道：金融创新以及金融制度也必须是应经济、政治发展状况而生。深入分析近现代的金融危机的成因，需要探讨金融创新和创新金融的作用。以下是几个不同时代的具有金融创新因素，却直接和间接派生金融危机的案例：

案例一，“南海泡沫”。工业革命之前，英国在 1720 年发生了被长期诟病的“南海泡沫”危机。英国政府和拥有南美洲贸易垄断权的南海公司（*South Sea Company*）合作，大量发行股票，套取现金，引发“南海泡沫”危机。财政大臣坐牢，物理学家牛顿是“南海泡沫”危机的知名受害者。需要看到如果全面分析“南海泡沫”危机背景，一方面，当时的英国资本充裕，工业革命尚未到来，股票发行量极少，投资机会不足，资本过剩；另一方面，当时人们相信，只要将资本投入秘鲁和墨西哥的地下金银矿藏开发，数以万计的“金砖银块”运回英国，投资获得巨额回报。如果那个南海公司，通过提高股票价格，吸纳新的资本，确实用于南美洲资源开发，开发南美洲矿产资源，在当时的历史条件下，不失为一种金融创新。从 18 世纪到现在，类似“南海泡沫”案例不断发生。

案例二，尼克松关闭美元和黄金窗口。1944 年 7 月，44 个国家的代表在美国新罕布什尔州签订了《布雷顿森林协议》，确定了

战后的国际货币金融制度：美元与黄金挂钩，成员国货币和美元挂钩，实行可调整的固定汇率制度；取消经常户交易的外汇管制等。27年之后，尼克松关闭美元和黄金窗口。这意味着，美元从此不再具有内在价值，仅仅因为美国政府的法令，而强制世界接受浮动汇率制度。从此，各国货币完全依赖于国家信用。主要后果是：中央银行地位的上升，货币政策至关重要；政府拥有印制货币的绝对垄断权，货币税膨胀；超发货币、货币贬值、通货膨胀，货币流入不动产和其他金融资产。总之，尼克松将世界引入到后《布雷顿森林协议》时代，即一个以彻底的“法定货币”为基础的，以浮动汇率为特征的新的货币金融时代。不能否定，浮动汇率制度是一种金融制度创新，但是，从此打开了世界金融危机常态化的“潘多拉盒子”。

案例三，金融衍生资产（derivatives）。20世纪70年代开始，因为未来规避通货膨胀、利率和汇率风险；通信技术，信息处理技术和数学工具与金融业结合；衍生工具估价模型和技术取得突破；金融业的竞争日益加剧，导致具有创新特征的金融衍生超获开发和应用。金融衍生产品的本质是基于基础金融工具的金融合约，具有极强的派生能力和高杠杆性。其中的合约的基本种类包括：远期合约、期货、掉期（互换）和期权。金融衍生品还包括不同合约种类的一种或多种特征的混合金融工具。因为金融衍生产品跨期性、联动性和不确定性，如果交易不当，可能导致巨大的风险，甚至是灾难性的金融危机。例如，20世纪90年代美国橙县破产，英国巴林银行破产，LTCM破产和被收购，都属于应用

金融衍生工具失败的典型事件。

案例四，2000年 dotcom 危机。2000年3月10日，美国纳斯达克综合指数达到高峰，数天之后，纳斯达克综合指数开始不断下跌，股票市场损失超4万亿美元，网络公司的失业人数至少达到11.2万人。到4月末，缺口达31%，出现了历史上最惨重的损失。同年9月21日，纳股指数迅速跌至1088点，创下过去三年来的最低纪录。与2000年3月10日的历史高峰相比，跌幅达78.8%，重新回到了1998年前的水平。此次危机的历史大环境是ITC革命带动的金融财富的扩张失控的结果。

总之，金融危机和金融创新，包括金融制度和金融技术与工具创新，存在不可分割的关系。每次金融危机之前，都存在金融创新，一度导致进入繁荣。之后被异化，金融创新超越熊彼特所说的“破坏性创新”的边界，从正面的破坏性走向负面的破坏性。于是，金融危机随即爆发。可以这样认为，金融危机和金融创新，互为因果。但是，如果金融工具的创新势头得到抑制，金融创新进入到低潮，无法走出金融危机，需要新的金融创新。历史上的每次金融制度变迁，金融工具现代化，总是要付出代价。

上述的金融危机和金融创新的关联性，决定于货币金融的本性。货币金融的核心特征是不可阻止的流动性和吸纳性。流动性不会受时空限制，吸纳性就可以做到 all in。2008年世界金融危机之后，各国政府前后的货币金融监管，导致金融产业的低落。正是因为这样的背景，非国家控制的加密数字金融横空出世，创造了新财富的制造模式。正所谓“上帝关上了一扇门，却打开了一个窗”。