

哈耶克货币非国家化理论的自然实验：以民国时期上海竞争性货币体系为例

A Natural Experiment on Hayek's Theory of Denationalization of Money:
A Case Study on the Competitive Monetary System of Shanghai in Republican China

刘愿

华南师范大学经济与管理学院

摘要：

哈耶克于 1976 年提出货币非国家化理论，但货币竞争往往被认为不切实际而未受到足够重视。本文从政府垄断货币发行的历史、货币竞争的交易成本、私人企业逐利性是否导致货币超发、竞争导致寡头垄断及竞争性货币体系潜在的不稳定性五个方面讨论了货币竞争的可行性，并以民国时期上海的货币体系为例检验货币竞争的可行性及合意性。研究发现，以中国银行上海分行为核心的竞争性货币体系在货币发行、信贷政策等方面既保持了相当的谨慎又不失弹性，即使在大萧条银价涨跌的外生冲击下仍竭力维持货币体系尤其是币值的稳定，但 1935 年的法币改革成就了法币的垄断发行，破坏了市场竞争的约束作用，为国民政府后期的严重通胀埋下了制度性根源。

关键词：货币竞争 哈耶克 大萧条 法币改革

Abstract: The theory of denationalization of money, put forward by Hayek in 1976, is always regarded as being impractical and is undervalued in Economics. We first discuss the practicality of currencies competition from the following five aspects: the history of government's monopoly on money issuance, the transaction cost of multiple money, the probability of over-issuance by profit-oriented private enterprise, the oligopoly originated from competition and the potential instability of competitive monetary system. Then we make a case study on Shanghai's monetary system in Republic China to test the feasibility and desirability of competitive monetary system, and find that the competitive monetary system centering on Shanghai's branch of Bank of China kept both very prudent and adequately flexible in money issuance and credit. It still tried its best to keep the monetary system, particularly the value of currencies stable even during the Great Depression with exogenous impact by the sharp fluctuation of silver's price. The legal tender reform in 1935, however, established the government's monopoly in money supply and destroyed the constraint function of market competition, and it buried the institutional seed of the hyper inflation in later period of Republic China.

Keywords: Currencies Competition Hayek Great Depression Legal Tender Reform

JEL: N15 E31 E52

一、导言

2008年美国次贷危机演化成一场全球金融危机，世界经济至今仍未走出衰退的阴霾，美债危机和欧债危机又接踵而至。自二十世纪三十年代大萧条以来，人们对自由市场经济的信仰一次又一次被周期性的经济危机所侵蚀，(Rothbard,2000, p.xii)危机成为政府干预经济的口实。然而，正如张维迎(2009)所言，“这次危机与其说是市场的失败，倒不如说是政府政策的失败；与其说是企业界人士太贪婪，不如说是主管货币的政府官员决策失误。”周其仁(2008)更是一针见血的指出，美国次贷危机的祸根在于货币发行过量，其实是政府的软预算约束：当政府入不敷支时，垄断货币发行的政府当局可以通过增发货币解决财政赤字问题。从全球化的角度来看，全球失衡是这次危机爆发的重要原因，而全球失衡的根本原因在于美元主导的国际货币体系。2000年“欧元之父”蒙代尔在谈及当时以美元为主导的国际货币体系前景时说道：“人们将不可避免地要想到创造一个通用的国际货币，或重新启用黄金，或组建大型货币区。”周小川(2009)借鉴凯恩斯在20世纪40年代提出建立国际货币单位“Bancor”的设想，主张拓宽IMF特别提款权的使用范围并使之成为一种与主权国家脱钩、并能保持币值长期稳定的国际储备货币，从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷。周其仁(2009)则提出构建一个具有竞争框架的国际货币体系，实现国际货币的优胜劣汰。

可见，尽管人们对这次危机的原因仍存分歧，但越来越多的人认识到，如何有效地约束政府行为以提供币值稳定的货币，对于全球经济的持续稳定发展至关重要。Hayek(1976)针对方兴未艾的欧洲统一货币计划，提出了另一项具有革命性意义的政策主张：货币非国家化。哈耶克认为，国家拥有货币发行垄断权助长了政府不断膨胀公共开支，财政赤字倒逼货币超发，币值不稳定导致资源错误配置，最终引发经济危机。¹因此，哈耶克主张，取消政府货币发行垄断权，允许私人银行发行自己的货币，与政府发行的货币进行竞争。在哈耶克看来，只有那些保持币值稳定的货币才会被民众广泛接受，在多货币共存竞争的条件下，货币比价随行就市，“反格雷欣法则”发挥作用，良币驱逐劣币。简言之，货币非国家化政策的主旨是，通过市场竞争约束政府的财政行为和货币行为。然而，哈耶克的货币非国家化理论仅是“思想实验”，仅有的几个历史案例也只是以金属本位为背景，关于纸币制度的讨论几乎空白。哈耶克的货币非国家化主张虽引起广泛争议，但往往被斥之为不切实际而未受到足够的重视。

国际货币体系改革方向在统一货币、国际竞争性货币体系、金本位制之间徘徊不定，重新研究哈耶克的货币非国家化理论对于反思这次全球经济危机、构建价值稳定的货币体系具有重要意义。本文以民国时期以中国银行上海分行为核心的上海货币体系为例，分析哈耶克货币非国家化理论的可行性与合意性。全文结构安排如下：第二节辨析反对货币竞争的若干理由，从理论上说明货币竞争的可行性。第三节介绍民国时期我国货币制度概况。第四节以民国时期上海货币体系为例说明货币竞争的微观机制及宏观绩效。第五节是结论性评论。

二、货币竞争：可行性讨论

哈耶克提出货币非国家化理论伊始，即遭到各方质疑。这些反对意见可归纳为以下五个方面。(1)垄断铸币是国家主权的象征，货币天然的应由政府垄断发行；(2)多货币共存竞争将增加交易成本；(3)追逐私利的发钞行将超发货币导致物价水平无限上涨；(4)竞争过程的优胜劣汰可能形成寡头垄断；(5)竞争性货币体系可能因个别银行的失败而崩溃，从而缺乏内在稳定性。本节将在辨析上述反对意见的基础上讨论货币竞争的可行性。

¹ 关于哈耶克经济危机理论，可参见 F.A. Hayek(1967).

（一）货币天然的应由政府垄断发行？

在人们传统的观念中，铸币权是一个国家主权的象征，货币理所当然由国家垄断发行。然而，这种似乎再正确不过的看法既不符合历史，也有悖于现实。从货币史上看，政府最初的作用只是确认金属货币的重量与成色。中世纪期间，人们开始迷信赋予货币价值是政府的作用。虽然私人企业偶尔被许可提供类似的货币，但提供统一和被普遍认可的铸币面临困难，政府的作用仍不可替代。不幸的是，政府很快就发现垄断货币发行不仅可行，而且获利甚丰。铸币税、熔铸成本收费远远超过了铸币成本，通过降低铸币重量和成色政府又可从中获取更多利益。当政府希望强行借债并强迫人民接受其所出具的收据为货币时，政府铸币特权随之延伸至不兑现纸币（Hayek,1976:pp.28-31）。事实上，多货币共存竞争的历史比人们想象的要久远得多。十九世纪之前，在不同政治辖区内或区域之间，多币种流通的现象普遍存在，政府很少指望在其统治区域内垄断货币供给。（城山智子，2010：第9-10页。）

从中国秦汉时期的币制即可窥知，垄断铸币只是政府发现其诸多收益后通过国家强制力及舆论工具强化的结果。秦始皇统一中国后统一了货币单位，但货币铸造权和发行权并没有统一。西汉承袭秦制，仍为金铜并用，黄金改以斤为单位，铜钱单位仍以重量为名称，如两、铢。但此项名称已逐渐和实际重量脱节，如秦半两原重半两，等于十二铢，后来吕后改为八铢，后又减为五铢、四铢、三铢，都是名实不符。元鼎二年（公元前115年），以郡国铸钱过多，形式重量不一，钱益轻薄值贱，改铸“赤仄钱”，铸官赤仄一枚当郡国五铢五枚（但实际重量远不及郡国五铢五枚的量），这是官铸钱。元鼎四年又完全禁止郡国铸钱，只准上林三官（均输、铸官、办铜三官）铸造，废止以前各钱，令天下非三官钱不得通用。从此，中国的货币铸造权和发行权完全集中于中央政府。铸币权的中央政府垄断，固然有利于皇权统治及市场统一，但也为穷兵黩武或奢靡之君提供了财政上的便利，最终自取灭亡。例如，文帝、景帝统治时期，奉行无为而治，推行与民休息政策，放民铸钱，创造了史称“文景之治”的盛世。但汉武帝在统一铸币后，对内大兴土木，对外穷兵黩武，不数年弄得民穷财尽，于是又求助于货币贬值，遂由四铢改为三铢，又用白金皮币，愈增币制混乱。（千家驹、郭彦岗，1982：第15-18页）中国是皇权至上的国家，在历史上曾多次出现皇帝通过改变铸币重量搜刮民脂民膏的现象。（王艳、袁野，2000：第98页）每当国家强令其臣民接受已降低重量及成色之铸币之时，民间私铸事业则昌盛，实乃政府失信于民之后果。

其实，即使在现代社会，货币发行权也不一定与国家主权挂钩，欧元的建立和流通即是一个有力的证据。1999年1月1日，欧元正式诞生并在11个初始成员国国内与本国货币共存流通，2002年2月28日成员国本国货币正式退出流通领域，欧元正式成为欧元区成员国甚至个别非欧盟国家的流通货币，欧元由欧洲中央银行和各欧元区国家的中央银行组成的欧洲中央银行系统负责管理。换言之，欧元成员国本身并没有货币发行权，但这并没有影响到各成员国实施其国家主权，铸币权等于国家主权的神话不攻自破。

（二）多货币共存竞争是否增加交易成本？

一旦货币体系从单一垄断性安排过渡到多货币共存竞争，人们首先面临的第一个问题就是不同货币之间因兑换、交易、记账等事项所引起的交易成本的增加。杜恂诚认为，各国货币史大从多货币共存转向单一货币，极可能是节约交易成本的结果。¹Ferris and Galbraith (2006)认为，如果哈耶克主张的自由银行体系的最终结果是多货币汇率随时间而波动，这的确是一个问题。但他们解释道，只要银行恪守所有的承诺，在竞争的作用下货币汇率既不会

¹ 笔者在与杜恂诚教授讨论文初稿时（2011年11月11日），杜教授提出一点意见：“为什么各国的货币史大凡都是从多元和混乱走向统一，是因为多元货币体系的交易成本高（如近代我国的内汇成本），自治的调节成本也高。”

升值也不会贬值，多种货币将趋于平价，各种货币之间的差异将逐渐消除。在竞争性货币体系下，市场将使银行行为收敛于那些被证明是最好的做法，人们所担心的多货币并存造成的交易复杂性也不复存在。(Ferris and Galbraith, 2006: p.223,p.225)在哈耶克(2007: 第 75-76 页)看来，多货币价格不会造成不可克服的问题，即使存在交易不便，价值稳定才是人们选择的决定性因素。

不可否认，在货币竞争的初始阶段，多货币共存流通的确会造成交易成本一定程度的上升。但随着竞争过程的推进，市场会逐渐演化出一套能够节约交易成本的竞争性货币体系，其交易便利程度将不亚于单一货币体系，同时能够保持不同货币之间的替代性和竞争性。当然，这一演化过程可能伴随着个别银行的失败，经历一个或长或短的过程。正如哈耶克(2007: 第 147 页)所言：“在基于某一篮子商品的某种通货被广泛接受之后，其他很多银行可能会发行具有不同名字的通货，但其价值的基准跟那个已经取得成功的银行使用的是同样的商品组合，其货币单位则可能相同，也可能大或小。换句话说，竞争可能会使大量发钞银行广泛地使用同样的商品基准。”既然发钞行使用同样的商品基准，那么各种货币之间极可能保持一种平价兑换关系，尽管他们名称各异。

实际上，即使是在不兑现纸币制度下，市场竞争的结果很可能是，流通范围最广、市场规模最大、信誉最好的发钞行所发行的货币将成为企业进行会计核算的单位，也是人们进行日常交易和价值储藏的首选。其他发钞行为了便利行事，将会自觉地把自己所发钞票价值与之挂钩，最简单的方式是一比一的兑换关系。因此，各种货币单位趋于统一，在市场上平价兑换，货币竞争所导致的交易成本增加将不复存在。这种情形，与今天国际贸易领域以一种强势货币作为计价单位的情形并无二致；所不同的是，这种强势货币仍然受到市场竞争的严格约束。

(三) 私人企业逐利将导致物价无限上涨？

哈耶克货币非国家化理论所面临的最大质疑是，逐利性的私人银行目标是追求货币发行收益最大化，其结果必然是物价水平无限上涨。怀特总结说：哈耶克未能揭示为什么发行人不愿意破坏其关于稳定的购买力的承诺，由于强留在行业中的利润可能还比不上不遵守承诺，“私人发行不兑现货币的可行性值得怀疑。”¹怀特进一步指出，在不完全预见情况下，发钞行可以利用时间不一致性欺骗公众，以高于公众预期的比率扩张货币发行从而获取高额利润，即使引入货币企业“商誉资本”也不能解决欺诈问题，竞争性发钞行追求利润的结果是制造通货膨胀。(怀特，2004：第 218 页)

上述理论模型的逻辑是：如果货币面值高于发行成本，²那么拥有货币发行权的代理人将会无限增发从而引发通胀。可见，这些模型将货币发行视为**一次性博弈**，假设发钞行追求短期利益，其目标是实现铸币税收入最大化，完全忽视了“竞争”这一核心要素的作用。实际上，铸币税以货币垄断发行为条件，如果存在竞争，过量发行的货币将被民众放弃，其货币价值将趋向于零。发行企业的主要收入不是来源于所谓的铸币税，而是像一般商业银行那样获取存贷利差和中间业务收入。

竞争性货币体系类似于一种**重复博弈**，银行货币发行决策的依据，不是比较单位货币发行成本与货币市值之高低，而是权衡稳健发行所获长期收益与一次膨胀性发行收益之多寡。如果银行保持稳健经营，获得无限期稳健净收益；如果银行在第 T 期超发，表面上可获得 T-1 期稳健净收益和一期超发净收益。只要从 T 期起的无限期稳健净收益大于一次超发净收益，发钞行将保持足够的谨慎。现实中存在两个机制能够使这一条件满足。一，由于稳

¹ 怀特(2004: 第 217 页)说道，“我们找不到历史案例能够使我们确信私人发行能够解决不兑现货币的时间不一致性问题，无论是所有已知的私人发行的货币或者是实体的商品货币(例如黄金铸币)，或者是可兑换的货币(例如，可兑现为黄金的银行券或者可兑换为美元的存款)。”

² 如 Bryant (1981) 假设货币面值总是高于其成本，Taub (1985) 假设发行企业货币价值不可能为零。

健经营的净收益是持续的，存在一个足够低的贴现率和每期净收益，使得一个具有无限期生命的发钞行有足够动力维持币值稳定。二，消费者拥有货币选择权，发钞行将无法实现一次超发收益：如果银行保留超发的货币，其价值将随着消费者弃用而降低直至零；如果在消费者弃用该货币之前将超发货币转换成其它货币或资产，由于该货币供给量大增，其购买力下降直至为零。

换言之，在竞争性货币体系下，发钞行的违约行为会在汇率的即时波动中公布于世，不存在所谓的时间不一致性。实际上，无限期稳健净收益为发钞行“商誉资本”之贴现值。在竞争性（不兑现）货币体系下，商誉资本越大，谨慎发行收益越高，发钞行违约概率越小。商誉资本的作用相当于银行遵守承诺的抵押品，能够有效约束发钞行的超发冲动。

（四）货币竞争导致寡头垄断？

如果市场优胜劣汰机制有效，货币竞争的结果可能是少数几家银行形成寡头垄断甚至是一家银行独大的局面，这些银行寡头会否像垄断政府一样行事？Dowd and Greenaway(1993)提出，即使某种货币已明显贬值，但由于货币的使用存在网络效应和转换成本，人们可能仍然沿用旧有的货币而非转向一种新的更好的货币。这种情形与目前国际贸易领域仍不得不使用不断贬值的美元作为计价单位及交易媒介一样。显然，这种担心并非毫无道理。但须指出的是，当今国际贸易领域的国际结算并非一个自由竞争的市场。从更长的历史来看，工业革命后英镑逐渐成为国际货币；二十世纪三十年代初大萧条后英镑的国际货币主导地位受到美元的挑战，二战结束后建立的布雷顿森林体系最终使美元替代英镑成为新的国际货币；在美元不断贬值的背景下，欧元、日元、人民币都有可能成为其有力的竞争者。这一货币竞争过程进展缓慢，当然与主导国经济实力兴衰交替之演化较慢有关，但更为重要的原因则是：国别货币不能在异国自由交易。¹在真正的竞争性货币市场中，货币交易不存在任何人为限制，人们完全根据币信而非政府法令选择自己所偏好的货币。当一种货币不断贬值时，持币者断然不会因为所谓的转换成本而继续保留该种货币，而是迅速用这种货币购买商品，或者以现行最优惠的比价兑换币值坚挺的货币，所谓的转换成本根本不可能阻碍竞争性货币之间的替代。²可以想见，如果允许人们自由选择货币，美国民众会倾向于选择币值稳定的货币（如人民币），美元的垄断地位首先会在内部瓦解，并迅速蔓延到国际市场上，上述货币替代进程将会大大加快。

实际上，在竞争中建立起来的市场权力与通过行政程序形成的垄断势力有本质区别。在现行货币体系下，一国中央银行独揽货币发行大权。不管以央行发行的货币计算的物价是上涨了3%还是6%，个人、企业、甚至政府机构也只能接受该货币作为交易媒介及主要的价值储藏手段，尽管在通胀严重时贵金属及坚挺的外币作为价值储藏手段的地位倍受青睐。因此，中央银行的货币发行垄断权不受其表现优劣的影响。相反，在市场竞争中因为发行谨慎而建立信用并逐步赢得市场的发行银行则时刻受到其他竞争者的威胁，在各项业务上不敢有丝毫的松懈，而且还被迫不断创新以应对新出现的竞争者。即使市场竞争导致只有一家银行幸存，只要市场进入不存在行政性限制，这家幸存的银行仍然面临“潜在竞争者”的威胁，而不得不在多个竞争者并存的市场中一样行事。因为，一旦存在丰厚的垄断利润，其他大型企业会迅速进入银行业。

（五）竞争性货币体系内在不稳定？

个别银行因发行或业务不慎银行陷入危机，可能波及整个金融系统，缺乏中央银行系统

¹ 例如，如今中国居民赴美旅游购物，需用人民币按照市场汇率兑换美元；美国本土居民也无法用人民币进行结算。

² 这种情形甚至会发生在货币并非完全竞争的制度下。例如，在民国后期，法币不断贬值，人们拿到货币第一时间是去商店购物，持币多者则换成金条或外汇。

的竞争性货币体系内在不稳定？事实证明，市场约束远比行政约束更为有效。从美国 2008 年爆发的金融危机来看，那些经营不善的金融机构在危机中被迫破产清算，市场纪律给那些冒险的银行家以沉痛的教训和严厉的惩罚，直至倾家荡产。但是，作为这次危机的始作俑者及温床的房利美和房地美是“政府支持的企业”，在危机后仍然得到美国联邦政府巨额资金的援助。因此，我们不能高估政府在处理危机时的果断力，“太大不能倒闭”的逻辑很可能迫使政府选择救助那些规模巨大且影响深远的金融企业，¹而市场纪律虽冷酷无情却符合资源配置效率原则。

市场竞争固然会使那些经营不善的银行倒闭或被兼并，但只要市场主体稳健，个别银行的倒闭并不会对整体经济产生大的影响。在竞争性货币体系下，资产规模越大、市场份额越高、货币信用越强的银行，其违约的机会成本越高，其恪守稳健经营政策的可能性越高。相反，恰恰是市场上那些名不见传的小银行，心存侥幸、操之过急地希望通过增加发行扩大市场份额，结果事与愿违面临破产清算。但这些个别银行的失败影响有限，规模较大的银行会充当拯救者的角色竭力维护市场稳定并将其危害内部化。那些拥有货币发行权的银行，由于业务不慎陷入危机，其货币并不会一夜之间彻底消失，而是价值下跌折价流通，结果很可能是被那些业务谨慎实力雄厚的银行并购，清算银行货币逐渐退出市场。实施并购的银行获得两方面好处：一是低价获得清算银行的存量资产，二是迅速占领清算银行的原市场份额。

须指出的是，竞争性货币体系下大银行对陷入危机的银行施以援手（承担其债务）与在垄断性货币体系下政府对破产银行的救助，有本质区别。政府对破产银行的救助成本最终是由纳税人或者所有的持币者承担，因为救助的资金要么是税收收入，要么是发债收入，要么最终导致货币增发。但在竞争性货币体系下，大银行不可能通过货币增发来为并购案融资，只能通过消减当期利润的方式扩大市场份额，以期在未来获得更多的利润，救助成本被内部化了。

实际上，哈耶克真正担心的是寄生性通货的可控性问题。所谓寄生性通货就是指发钞行通过其他银行建立起一个宝塔形的发放信贷的结构，这些银行可以用原发行者使用的那种通货的名号开立支票帐户，甚至可能发行该种钞票，这种钞票必须表明这些钞票不是原发行银行的钞票，只是获得原通货的凭证。哈耶克（2007：第 71-72 页）认为，正如政府垄断货币发行情况下商业银行的信贷行为加剧通货膨胀一样，这是货币非国家化方案“所可能引起的最严重的问题”。哈耶克提出的解决办法是，原发钞行必须让人们清楚地知道，它不会通过动用“现金”（即它发行的钞票）回购二级发钞行的债务而拯救这些银行。严格地坚持这一原则，原发钞行就能迫使二级发钞行以非常接近于“100%准备金银行业务”的原则开展其业务。换言之，为保持币值稳定，原发钞行对寄生性银行将施以极强的硬预算约束。

抛开以上抽象的理论不谈，货币竞争是否有历史经验支持？哈耶克认为多货币共存竞争在历史上的经验是相当有限的，因此只能通过“思想实验”进行逻辑推理。²幸运的是，货币竞争的历史经验远比哈耶克预想的丰富。如 1727-1845 年间苏格兰的货币发行的竞争体系，(Lawrence H. White,1995)法国大革命时期的货币发行竞争，(Eugene White,1990)美国国内战争前十年中的货币竞争，(Rockoff Hugh, 1989)中国抗战时期陕甘宁边区国共政权货币竞争。(刘愿，2011)事实上，货币竞争不仅存在于中央银行制度尚未普及的 18 世纪苏格兰，也不仅是战争或革命时期的特殊产物，在相对和平的近代中国更是发挥得淋漓尽致。接下来，本文将考察民国时期上海货币体系的演进。

¹ 关于软预算约束问题，参见 Mishkin, Frederic S; (2006), Stern, Gary H.; Feldman, Ron J. (2004); O'Hara, Maureen; Shaw, Wayne (1990).

² 哈耶克在《货币的非国家化》一书第七章讨论了金银复本位的货币制度，并称之为“并行货币及贸易性铸币的有限经验”。哈耶克（2007，第 48 页）承认：“事实上，我们在这方面的经验仍然是非常有限的，因此，我们不可能做得比借助古典经济学理论的正常推理更好。我们应当努力通过我们从我们关于人在不同环境中的活动的共同经验，整理组合出某种心理模型（或思想实验），来描述人们面临新的选项时有可能作出何种反应。”

三、民国时期货币体系演进：从竞争到垄断

我国自由货币制度历史久远，纸币的竞争性供给至少可以追溯至清代。清代币制由银铜复本位发展到银、铜钱和纸币三大部门，即增加了信用货币部门。白银供给主要视中国对外贸易差额而定，政府毫无控制力量。铜钱的供给量，由于民间私铸私销活动，政府所能控制程度有限。除顺治年间的十年（1651-1661）外，清政府没有发行纸币。在十九世纪二十年代以前，清政府也没有对纸币发行做任何管制。即使后来立下一些规章（如五家联保、禁发期票等），仍然没有切实执行，纸币发行也不受政府控制。（王业建，1981：第22页）晚清时期官商银钱行号纷起并发行钱票或银票，外国银行在通商各埠设立银行发行钞票，华商银行则竞相效仿，纸币发行日盛。辛亥革命民国初立，各省均发行军用票，特许银行、外国银行、官银钱号亦发行纸币。民国四年财政部颁布取缔纸币条例以图统一纸币发行，但由于北洋政府对各地方无实质管治权，统一纸币政策并未切实奉行。当然，政府当局并未放弃对统一货币的努力，随着政权力量的增强，这一努力最终付诸实践。

首先，国民政府加强对中交两行尤其是中国银行的控制。1935年4月国民政府强行以不流通市面之国债抵充资本金增资中交两行。其中，中国银行资本金从2500万元增加至4000万元，官股从500万元增加至2000万元，官股比重从20%提高到50%，（《中国银行行史》编辑委员会，1995：第909页）中行总经理张嘉敖调任中央银行副总裁，国民政府高官宋子文担任中行董事长。¹其次，国民政府取消其他银行自由发行货币的权力。1935年11月4日，国民政府实行法币改革，规定中央银行、中国银行、交通银行三行所发钞票为法币，²并集中其发行。中交两行对外汇为无限制之购售，直至1938年3月国民政府因外汇资源枯竭而不得不对外汇买卖实行限额管制，逐步取消法币发行的外汇准备限制。（中国人民银行总行参事室，1991：第179-186页；刘愿，2011）

法币改革意味着从清初以来的竞争性货币体系被政府垄断发行体系所替代，但发行准备金制度并未发生根本变化。³在法币改革之前，各银行发行准备六成为现金，包括银元银两、存出国外同业、运送中现金等；四成为保证准备，包括证券、房屋道契、押款及押汇品等。（葛庐，1928年：第2页）法币改革初期发行准备仍为现金准备六成，保证准备四成。其中现金准备的构成除金银外增加了不少英镑及美元外汇。⁴因此，法币改革前后，货币发行从竞争变为垄断，但发行准备金制度基本没有变化。这为检验货币竞争性发行的有效性提供了一个自然实验。发钞行的发行决策主要受两种力量的作用。一是发行准备金制度，二是市场结构。由于法币改革前后货币发行均实行100%准备金制度。因此，如果法币改革前后发钞行的行为存在显著差异，这种差异并非缘于发行准备制度的不同，而极可能是市场结构的变化所致。

¹ 这次改组的真实目的，“并不是主要为了对处于困境中的工商企业提供贷款或是什么比例失衡问题，而是要清除‘不听命’的障碍，以便利用两行的财力，任意弥补政府的财政赤字。”（《中国银行行史编委会，1995：第379页）

² 1936年2月由蒋介石担任董事长的中国农民银行获得了法币发行特权。（中国人民银行总行参事室，1991：第200页）

³ 城山智子（2010：第7页）这样评论法币改革的意义：“这样，几个世纪以来作为中国通货的白银退出历史舞台，多元货币体系也自此结束。”

⁴ 截至1937年7月25日中交农四行（包括广东在内）法币发行总额为16.45亿元，其中现金准备占67.4%，保证准备占38.1%。其中，现金准备中白银（包括国内部分和美国香港部分）折合美元1.42亿，占发行额28.9%；黄金准备（美国部分）折合美元6136万元，占发行额12.4%；外汇折合美元7383万元，和发行额15%，其他现金准备折合美元5484万元，占发行额11.1%。（中国人民银行总行参事，1991：第857-860页）

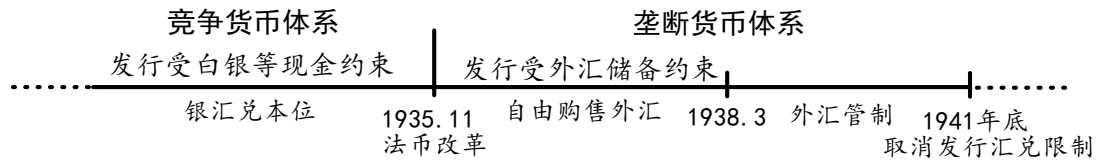


图1： 民国时期我国货币体系演变：从竞争到垄断

当然，近代中国竞争性的货币体系不仅表现在不同银行发行的纸币上，金属货币之间也存在激烈的竞争关系，流通主币先后经历了西班牙本洋、墨西哥鹰洋、国币几个阶段。（邹晓，2006）但银元的供应更多受国际贸易差额及白银产量的影响，并不能充分体现货币竞争的性质。纸币的发行则基本上处于“自由放任”状态，¹各发钞行纸币发行数量不仅受自身发行准备金的约束，对物价水平、币值波动更是反应敏感。在近代中国货币供应结构中，纸币所占的比重逐年提高，1910年仅为8%，1934年达32.9%，法币改革后的1936年增至近60%。²据统计，1915-1918年间，特许银行、各省官银行号、外国银行及其他银行发行纸币折合国币2.63亿元，各自比例分别为34.8%、46.6%、17.6%、1%。其中，中国银行和交通银行是两家规模最大的特许银行，1918年纸币发行额分别为5217万元、3518.4万元，占全部发行总数的19.8%、13.4%。（徐永祚，1919）上海作为当时中国的国际金融中心，³享有治外法权的公共租界和法租界不仅吸引了众多外商银行，而且大量华商银行及钱庄行号为规避地方政府的财政攫取而聚集于租界，上海成为民国时期自由银行制度得以充分体现的典型代表，以上海为例也在相当程度上剔除了政府武力攫取对银行经营的影响。因此，本文以中交两行尤其是中国银行上海分行（以下简称中行沪行）为例分析竞争性货币体系的微观机制及其宏观绩效。

四、货币竞争的自然实验：以中国银行上海分行为中心的案例分析

（一）作为发行的银行

根据货币非国家化理论批评者的分析，拥有发钞权的银行将倾向于无限发行货币以获得铸币税，最终引发通货膨胀。然而，中行沪行的经验表明，在竞争性货币体系下，维护币信是发钞行的首要目标，其有足够的动力保持币值稳定。

1916年5月袁世凯政府密令中国银行和交通银行各地分行停止兑现，以将两行各地现金准备运集北京作中央政府还债及日常运作之经费。接到停兑令后，中行沪行对外宣告拒绝执行院令，并采取了一系列措施应对即将来临的挤兑风潮：通过法院以涉讼为由确保宋汉章、张嘉璈正副经理对沪行的管理之权；仔细估算发钞数及现金准备额，与麦加利和正金两家外商银行商借200万元现金备用；两次登报公告在休息日延长兑现营业时间以安定人心；在本行兑现的同时委托南北市的钱庄挂牌代兑。在挤兑数日中，沪行13日兑出57万元，14-15两日共兑出70万元，16日兑出27万元，17日进兑出13万元，19日时风潮完全平息。（董昕，2009：第298页）宋汉章和张嘉璈认为，如遵令停兑，“则中国之银行将从此信用扫地，永无恢复之望，而中国整个金融组织亦将无由脱离外商银行之桎梏”。（卜明，1995：第77页）由于中行沪行向来经营稳健并作了充分准备，成功抵抗了停兑令及应付了挤兑风潮。

1916年成功抵抗停兑令后，中行沪券信誉及需求大增，沪券发行额增长迅速。“发行愈

¹ 刘巍、陈昭（2011：第91页）称“1935年之前中国经济当局采取毫无作为的货币政策”。

² 根据罗斯基（2009：第382-383页）相关数据计算，计算公式=纸币/（白银+铜钱+纸币），其中白银数据采用的是耿爱德对白银存量的估计数，即A方案。

³ 截至1934年6月，上海的银行数占全国总数的44.02%，实收资本占72.64%存款总额占75.25%，放款额占76.41%。（刘巍、陈昭，2011：第29页）

增，则中行之责任愈重。”中行沪行认为，发行兑换券应有充足的准备金，如未将准备情况公开，难得社会上的完全信用。因此，“以使社会增加其信用”，1928 年初中行沪行主动向政府呈请公开准备检查发行情况。中行沪行发行的兑换券分为本行发行、联行领用、行庄领用三部分，1924 年 5 月领用中行沪行兑换券行庄所缴纳的准备金已公开检查，此次准备金公开检查的是其余两部分兑换券的发行准备。为此，沪行邀集各方代表组织发行准备检查委员会，公开检查其发行准备金，并由财政部敕令金融监理局加入共同检查。检查委员会成员来自上海总商会、上海银行公会、上海钱业公会、领券各行庄代表、中国银行董监事会，并聘请会计师一人。总商会、银钱两业公会具有极强公信力；领券行庄代表、中行董监事代表因其自身利益相关，对于兑换券准备金确实与否极为关注，在检查时也必定不肯含糊；由委员会聘请的会计师及财政部特派的官员参加检查，增强结果可信度。在中行沪行公开发发行准备情况的影响下，其他各主要发行银行也纷纷先后公开了自己的发行准备情况，除各行沪券公开发行准备检查报告外，外埠发行机构也在上海公布发行准备检查报告以增强所发钞票的信誉，以提高本行库的社会认同。（董昕，2009：第 136-145 页）

上述分析表明，在市场竞争环境下，中行沪行极其重视维护本行沪券信用，不仅积极抵御中央政府破坏币信的命令，而且主动公开发行准备施以自我约束，使中行沪券信誉渐增、流通范围日广。中国银行作为市场份额最大实力最强的竞争者，其历来恪守之方针政策为：“当资金过剩，市面宽松之日，懔然于循环之比至，不敢不审慎从事，宁忍亏耗；及市面紧迫，则权衡轻重，维持常度，尽本行应尽之责。”（中国银行总行、中国第二历史档案馆，1991：第 2172-2173 页）

总体上看，如图 2 所示，在 1935 年 11 月法币改革之前，中行沪行采取谨慎发行、按金融季节吞吐调节的发行政策。在 1929 年世界经济危机爆发后金贵银贱导致白银内流通货膨胀之际，中行沪行及时有效地减少了货币发行量；从 1932 年起白银价格上涨白银外流，国内出现通货紧缩，中行沪行转而增加货币发行规模。在上述两波外生冲击中，中行沪行的货币发行仍然遵循按金融季节调节的政策。然而，法币改革确立了中中交三行货币发行的垄断地位，发行银行逐渐沦为国民政府财政赤字融资工具，中行沪行的货币发行政策发生了根本性变化，从谨慎发行、吞吐调节变为刚性增长。

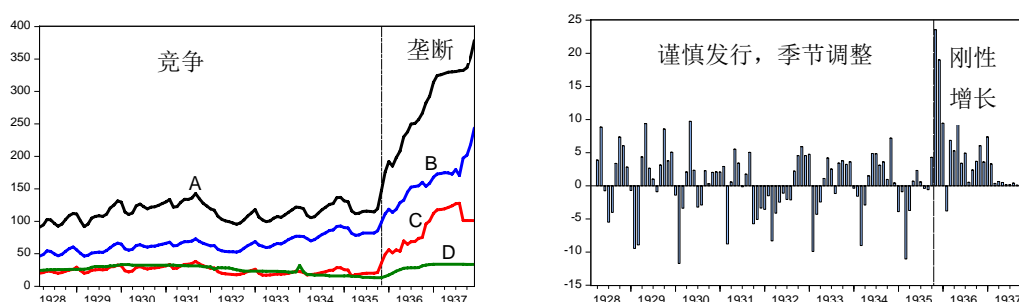


图 2：中国银行上海分行月度发行情况（1928-1937）

数据来源：董昕，2009：附录三。

注：左图为月发行流通额，A 为总发行流通额，B 为本行月发行流通额，C 为联行月领用流通额，D 为行庄月领用流通额；右图为发行总额逐月增减率。发行余额单位均为百万元，增减率单位为%。

（二）作为商业性银行

竞争可能使优胜者在市场中具有相对优势，甚至发展成寡头垄断者。但中行沪行的经验表明，即使成为行业执牛耳者，激烈的市场竞争仍然像紧箍咒一样时刻约束着大银行的行为。中行沪行兑换券发行额占在沪华商银行发行总额的比重，1927 年达到最高值 62.5%，1928

年中央银行成立后虽然逐渐下降，但在法币改革前的 1934 年仍然达 33.1%。¹因此，中行沪行可谓各发券行的领先者。从 1912 年成立至 1935 年底法币改革前的 20 多年中，中行沪行并未“恃宠而骄”，在始终恪守“视时局否泰而伸缩”的发行政策的同时，将广纳存款审慎放贷作为一项重要业务，甚至视为银行的生命线。

在存款业务方面，把顾客当股东是中行总经理张嘉璈的一贯思想。1930 年在《他山之石》一文中张嘉璈强调要为社会服务，要将以前的旧态度、旧习惯一起打到，提出“不论哪一家银行，绝没有单靠资本营业的，股本之外，全靠存款，存款愈多，营业愈大，利益愈厚。所以，顾客是我们的第二股东。……发行是国家委托我们一时的权利，存款是商业银行的永久基础。”²这一指导思想体现在中行沪行的系列业务创新之中：1914 年开始对银元存款付息，改变了当时外国银行及钱庄只对银两存款付息的惯例；通过增强服务提高效率广揽存户，如鼓励缴税单位开立支票账户使用支票付税，避免职员私吞税款潜逃；银两银元互换均不收手续费；率先试行柜员制加速临柜处理速度、减少顾客等候的时间；对存款余额不计多少，即使当日结清亦不计较，银行虽多费手续毫无收益，但可使存户乐于往来。³1930 年中行沪行为招徕存款提出利率变通办法并获得总行认可，对往来存款、定期存款根据客户情况加息半厘至一厘。变通办法的实行，无异增加了中行沪行在同业中招徕存款的竞争力。上述举措在今天看来并非新鲜事，但于当时来说可谓创新之举，其根本目的是提高服务质量吸引顾客，保持中行沪行在同业竞争中的优势，再加上中行在社会上的信誉，中行沪行存款数字逐步增长。⁴

在贷款业务方面，中行沪行既保持应有的谨慎，又不失灵活性。中国钱庄放款一向仅凭信用，新式银行推行抵押放款往往遇到阻力。中行内地各分支行信用放款比例较大，沪行则严格限制信用放款并制定了苛刻的条件，要求各行信用放款，应与汇兑、发行、存款确有关系并有充分信用者，经总处批准后叙做；在叙做信用放款时，对有些较殷实的客户，则可不需提供保证人；但对个人的信用放款，则绝对禁止。⁵中行沪行作为全国信誉最好规模最大的银行，在贷款业务上并非一味地追求大客户，而是以是否稳健及盈利为标准。例如，针对国内手工业发展稳健但缺乏资金支持的现状，1934 年中行沪行首创工业小额低息放款业务，每户大者 2000 元，小者 300 元，利率很低，很受中小手工业户的欢迎，这些小工厂，大都能顾全信用，到期偿还。⁶

（三）作为银行的银行

中国银行在成立之初被赋予了中央银行的部分职能，如经理国库、发行兑换纸币、维持市面情形。（中国银行总行、中国第二历史档案馆，1991：第 63-64 页）然而，中国银行并不具有货币发行的排他性垄断权，但由于其卓越的信用及显著的市场规模，在竞争性货币体系下中国银行又发挥了“银行的银行”之责，在建立严格的领券制度、组织救济陷入困境的银行机构、成立银行同业组织等方面充分体现了其准中央银行的角色。

1. 建立严格的领券制度

1915 年政府公布的《取缔纸币条例》规定，凡已经发行纸币的银钱行号有特别规定的，于规定年限满期后，应即全数收回；无特别规定的，由财政部酌定期限陆续收回；未发行的，

¹ 《上海各银行纸币发行额》，经济统计月志，1937 年第 4 卷第 2 期，第 18 页。

² 中国银行上海分行史，第 51 页。

³ 中国银行上海分行史，第 28 页。

⁴ 1927 年中行沪行存款总额为 3454 万元，占全行存款总数 1/9 强（剔除同业存款计，下同）；1935 年已增至 9807 万元，占全行存款总数 1/5。（中国银行上海分行史，第 51-52 页）

⁵ 中国银行上海分行史，第 51-52 页。

⁶ 中国银行上海分行史，第 57-58 页。张嘉璈对此论述道：“我国小规模手工业，历史悠久，由于管理容易，开支节省，成本轻，存货少，故在经济衰落时期，尚能维持。惟以缺乏营运资金，时须向外借贷，利息奇高，致发达不易。兹特通飭各分行对于此项手工业厂家，兴办小额低息放款。”（姚崧龄，1982：第 131 页）

概禁新发。这些银行所需兑换券可向中行领用。1915 年中行沪行根据财政部要求，创设了领用暗记券制度，是年 5 月 13 日浙江地方实业银行带头陈准财政部，由该行限期将自发的钞券收回，改为领用中行发行的暗记券。领用银行以现金六成，保证准备四成，即可领到暗记券。领用兑换暗记券制度实行后，发券行和领用行都逐渐增加，发券行有中行、交行、四明银行，领用行增加更快，包括浙江地方实业银行、浙江兴业、中孚、上海等银行，到 1923 年后更推广到钱庄和其他金融机构。（卜明，1995：第 53-55 页）

领用券办法对领券行和发券行都有好处。领券行因所缴准备金中有一部分可收取利息，钞票发行后在外流通时间越长获利越多。更为重要的是，如果由自己发行兑换券，推广流通必先建立信用，树立信用非朝夕之功；领券行可以借发券行之信用扩充业务规模及范围，收立竿见影之效。对于发券行来说，领券行须缴纳六成现金、四成保证准备方可领用本行加记暗号之钞券，发券行可借此扩大发行额和流通范围。因此，“自民国七八年以至十二三年间所产生之银行，莫不以获得发行权为急务，因领券日见发达，利益虽微，立场极稳，1925 年以后不复闻有新发券银行之产生。”（董昕，2009：第 156 页）

领券行缴纳的发行准备相当于扩大了发券行发行准备金，但发钞行并未因此放松对发行额的严格控制。例如，浙兴银行 1915 年首次向中国银行领券总额为 300 万元。1916 年停兑令事件后，中行信誉大增，浙兴银行要求续领 200 万元但遭到中行百般推辞，几经交涉中行才应允申请 100 万元，最终实际领券额只有 50 万元。其中浙兴银行要求申领沪券 70 万元，谈判过程中行沪券领用额先后削减至 60 万元、50 万元，最终实际领用沪券只有 30 万元。中行之所以不愿意让浙兴银行领用钞券尤其是沪券过多，根本原因是，停兑令事件后，虽然中行沪券信誉大增，但上海分行已成为中国银行复兴的基地，张嘉璈自不愿沪行增加负担有损实力，浙兴银行董事长叶景葵对中行沪行在发行上以“时局否泰”为伸缩也表示赞成，尽管他对中行百般推诿增领钞券心存不满。对于实力较弱的领券行，中行则提出更为苛刻的申领条件，确保所发钞券的安全。如对中孚银行提出发生金融恐慌时中孚银行须补加准备至十成现金；中行亦欲对浙兴银行提出相同条件，最终谈判结果是浙兴银行在五成现金已兑付时补加二成五现金，不足部分由中行垫付浙兴银行贴息。（董昕，2009：第 156-163 页）

可见，中行沪行制定了严格的领券条件，以百分百准备金制度确保领券信用，解决了哈耶克所担心的寄生性银行的软预算约束问题。申领钞券的银行及钱庄在业务上大都保持相当谨慎，鲜见因自身经营不善清算倒闭之案例。

2. 组织救济陷入困境之银行

纵观民国时期历次重大的银行危机，要么是由于政府干预所致，如 1916 年停兑令事件、1927 年武汉集中现金条例；要么是受外部因素冲击的影响，如 1932 年上海“一·二八”事件，鲜见由于银行经营不慎引发群体性危机。尤其是，像中国银行、交通银行这样的金融体系主体保持了相当的稳健，即使在个别小银行因经营不慎而陷入危机时，它们也能够组织救济破产的银行，抵消由此引发的对整个金融体系的冲击。

在民国时期，清算倒闭的几家发行银行多为中外合资小银行，包括中法实业银行（1921 年）和华俄道胜银行（1926 年）、中美合资中华懋业银行、中日合资的中华汇业银行。其中，中法实业银行的破产清算最为典型。¹1918 年以后，中法实业银行的经营开始走下坡路，加上数次投机失败及放款到账等，每况愈下。1921 年 7 月 2 日，中法实业银行北京分行代表巴黎总行突然宣布：从即日起中国境内所有分行同时暂停营业。财政部函请银行公会召集各银行共商先行筹垫款项代兑中法钞票。为避免中法实业银行清算引起全国金融风潮，各银行公会在中交两行的带头下积极代兑中法钞票，各地共代兑中法实业银行钞票 2099162 元，北京代兑 652344 元，天津代兑 443867 元，上海代兑 657075 元，汉口代兑 345876 元。（董昕，

¹ 实际上，中法实业银行和华俄道胜银行的破产清算，并非直接由于在华分行引起，而是总行破产波及所致。（义农，1926：第 11-12 页）

2009：第 303-305 页）值得指出的是，中交两行垫款额均为 50.9 万元，占全部垫款额合计近 50%，（交通银行总行、中国第二历史博物馆，1995：第 608-609 页）在此次事件中发挥了带头示范的作用。为了规避会员行借机推广各行钞票之嫌，上海银行公会决定在银行公会而非在各行开兑，而且代兑时“一律现洋，不杂钞票”。由于上海银行公会及时积极应对，上海在事发的 7 月份即已基本完成代兑事项，迅速避免了中法实业银行清算对市场造成的不利影响。（董昕，2009：第 304-305 页）虽然此次中交两行带头垫款代兑中法实业银行钞票，财政部承诺以盐余应拨中法款内分批拨还，但北洋政府之信用实在堪忧，各行之所以积极垫款主要是为维持金融市场稳定。事实表明，当初财政部承诺“偿还至迟不得逾半年”，自第一批拨还以后，逾时一年有半，迄未继续履行。直至 1925 年中法实业银行复业之际由中法实业管理公司以现款换回代兑钞票并附本息，各行代垫款项适得收回。（交通银行总行、中国第二历史博物馆，1995：第 608-609 页）

3. 成立银行同业组织

如上所述，中国银行成立之初被赋予中央银行的部分职能，却不具备现代意义上“最终贷款者”的功能。1928 年成立的中央银行，在法币改革之前也未真正发挥中央银行的作用。但这并不意味着竞争性货币体系的运作陷入混乱之中，而是演化出一套既能发挥拯救金融市面、又能避免软预算约束的制度安排，体现了哈耶克（1960）意义上的自发秩序原理。

1915 年春，时任中行沪行副经理的张嘉璈鉴于上海各国银行林立，中国金融机构势力较弱，与交通银行上海分行的钱新之、上海商业储蓄银行的陈光甫、浙江地方实业银行的李馥荪等人创议组织公会。1918 年 10 月 19 日，上海银行公会正式成立，首批会员行共有七家，随后又有五家华商银行加入共计 12 家，占当时上海全市华商银行半数以上。1919 年 2 月贾士毅提议在公会设立公共准备金，“系为在会各银行不虞之备，减少向来营业危险，增长同业公共信用。”这一提议在同年 3 月实行，会员行即时缴足准备总额 30 万元，由中行沪行专库保管。其中中交两行各认缴准备金 6 万两（规元），其余 10 家银行认缴余下的 18 万两。此项准备金系现银不起息，专为维持市面之用。凡银行公会的在会银行或其他大钱庄，因市面发生意外或风潮需要维持时，均可以相当的抵押品向公会抵押借用款项。“斯举不独巩固银行之营业，而增加其对外之信用，且足维持市面之金融。”1919 年 9 月及 11 月，上海银行公会曾两次拆出公共准备金救济市面，中行沪行皆以行库中自有银两暂为垫付，收回时再行归还，所得利银由中行沪行另行立户代存。（董昕，2009：第 276-279 页）

1927 年 12 月上海银行公会议决将准备金连同利息发还各会员行，其主要原因是部分会员银行对公共准备金制度存有异议，称此项准备金设立以来，实际作用不大。“而各行徒然搁置一款，两无裨益。殊非图谋经济发展之道，刻拟请将此项准备金各自提回。”¹事后表明，银行公会公共准备金在应对外部危机时仍能发挥重要作用，类似的制度安排在危机中恢复。

1932 年“一·二八”事变爆发，上海银行公会响应上海市商会号召决定停市三天，但鉴于金融业停市影响甚巨，上海各银行仍变相暗中兑现拨付款项；随着形势的变化，全国各界呼吁上海银行业复业的声音不断，上海银行业亦觉得有必要尽快开业，但限于动荡局势无法实现，尤其是复业后可能发生的挤兑及提取存款将摧毁上海金融。1932 年 2 月 4 日上海银行业毅然复业，上海银行公会拟定九条临时办法以应对危机，并迅速组织成立上海银行同业公会联合准备委员会及联合准备库，各行认缴地产、证券、金银等各种形式的财产 7420 万元作保证入库，中国银行上海分行一家即认缴 1000 万两。（王晶，2009：第 138-143 页）委员会发行一种“公单”来救市，这种公单“足以代替现金，实无异沪市存银骤增千数百万，风声所播，人心因以渐安”。3 月 15 日，银行公会联合准备委员会正式开办。在各会员行缴存财产的基础上，由委员会“依财产估价七折分别发给公单、公库证、抵押证三种单证。公单可在市面

¹ 《盐业、永亨、中孚、东亚、大陆、中国实业、东莱、中华、农商、聚兴诚银行致上海银行公会函》1927 年 12 月 10 日，S173-2-3，第 6-7 页。转引自张天政（2005：第 73 页）。

行使代替现金，公库证及抵押证则可为各银行发行钞票及储蓄存款之保证。准备公单一项，除可由原领用银行持向该会抵借款项外，若已在市面行使，则持有人可随时向该会兑现取款。盖藉公单之行使，既可使银行间之资金更形活泼，并可增进商业上不少之便利”。上海钱业也有相似举措，银钱业联合准备库起到了“银行的银行”之职能。（杜恂诚，2002：第179-180页）

综上所述，在竞争性货币体系下，中行沪行作为上海金融界的执牛耳者，在货币发行方面保持了相当谨慎，在存贷业务方面积极创新吸纳存款的同时稳健放贷，并通过组织同业公会的方式充当了准中央银行的职责，为维持上海金融市面稳定发挥了积极作用。

（四）货币竞争的绩效：货币供给与物价波动

根据费雪方程，物价变动与货币供给密切相关。¹图3列示了1921年1月至1937年6月上海批发物价指数。在这一期间除1932年发生“一·二八”事件外，上海基本上不受战争因素的影响，物价的波动主要受经济因素作用。总体来说，上海物价从1921年至抗战全面爆发期间，经历了八年多物价基本稳定、大萧条期间白银内流引发通胀、西方国家放弃金本位制后白银外流导致通缩、法币改革后物价持续上涨四个阶段。下文将揭示竞争性货币体系在正常时期及遭遇外生性冲击时如何维持币信进而保持物价稳定，而法币改革对银行的行为及物价波动带来了哪些根本性的变化。

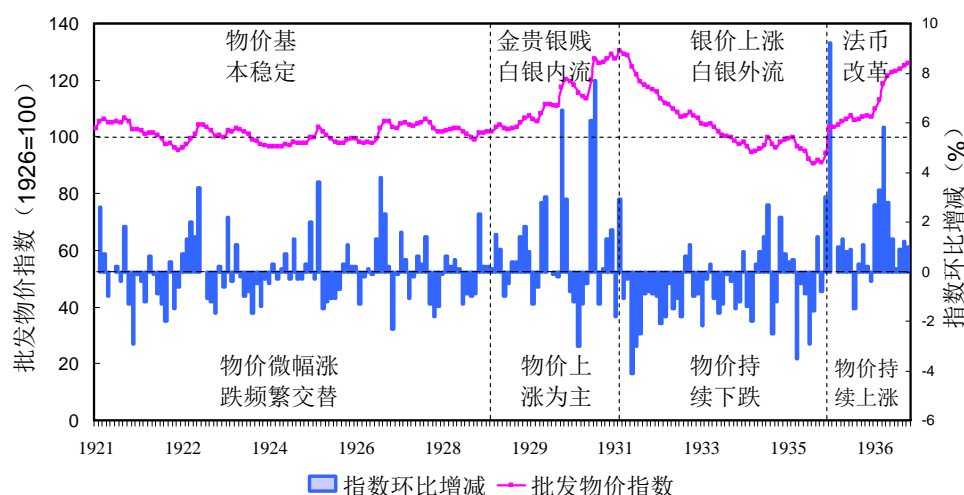


图3：上海批发物价指数

数据来源：1921-1931年数据来源于《上海批发物价指数表》，上海物价季刊，1932年第四季，第24-26页。1932-1937年数据来源于阿瑟·恩·杨格（1981：第527-531页）。两处数据均以1926年均值为100，可直接比较。

1. 第一阶段：季节调整，物价稳定

在1929年世界经济危机爆发之前，上海物价相当稳定。从1921-1928年的8年间，上海物价指数最高为106.8，最低为95.5，平均值为101，物价水平微幅波动。譬如，在96个月内，价格连续上涨时间最长5个月，连续下跌时间最长也是5个月，更多的情况是微幅涨跌逐月频繁交替，物价水平基本稳定，这实归功于发行银行根据金融季节调整发行数量。不同季节资金供求状况迥异，资金需求受货物生产及买卖期、租税征收期、商业结算期、国际贸易盛衰、债票股票的募集及还本付息等因素影响，资金供给则受通货铸造多寡、纸币发行

¹ Fisher Irving(1931)提出了交易方程式： $MV=PT$ 该式也可以表示成 $P=MV/T$ 。式中，M表示一定时期流通中货币的平均数量；V表示一定时期单位货币的平均周转次数即货币流通速度；P表示商品和劳务价格的加权平均数；T表示商品和劳务的交易数量。尽管费雪方程式存在诸多缺陷，但其对物价水平影响因素仍具有很强的解释力。

增减、领用制度发达程度等因素左右。如表 1 所示，上海的金融季节大体上可分为六期，综合来看，大致为上半年常宽，下半年则常紧。（董昕，2009：第 150-151 页）

表 1：上海金融季节情况表

第一季	2-3 月	承旧历新年之用，银洋存底既丰，大宗商业尚未恢复，为金融最宽松时期。
第二季	4-6 月	丝茧及茶逐渐上市，又为端节清帐之期，资金需要增加，为金融最紧急时期。
第三季	7 月	各业大都清淡，银洋用途少，为金融平和时期
第四季	8-10 月	江浙棉花、汉口杂粮、东三省豆饼等同时登场，又为秋节结账之期，为金融最紧急时期。
第五季	11 月	与第三季同，为金融平和时期。
第六季	12 月至次年元月	为阳历及阴历年底先后结账期，商贾全年交易均在此时结账，为金融最紧急时期。

资料来源：仓水（1921），转引自董昕（2009：第 151 页）。

图 4 描述了 1928 年 7 月至 1935 年 6 月七年间中国银行上海分行货币发行的情况。除 1932 年受“一二八”事件影响，货币发行额持续下降外，其他年份在元旦前夕、一年中期金融紧急季节迎来货币发行高峰，在春节过后迎来发行低谷。例如，1928 年 4-5 月份增加发行以应付丝茧及茶上市之需，6-8 月则连续减少发行度过金融平和期，9-12 月则连续增加发行以应对棉粮交易及年关结算之需，1929 年 1-3 月又连续减少发行度过金融最为宽松的时期。在没有外部冲击的情况下，金融季节稳定，中行沪行发行额亦与上海金融季节之变化一致。其中，本行发行数的金融季节调整最为明显，联行领用次之，行庄领用数在大萧条后基本上处于萎缩状态，金融季节调整特征不明显。

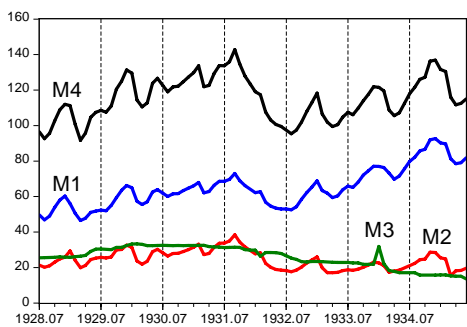


图 4：中行沪行发行的金融季节调整

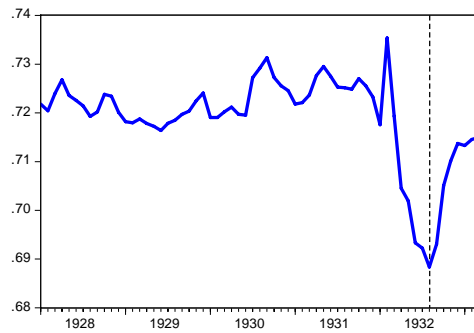


图 5：上海洋厘行市（1928.1~1933.3）

数据来源：董昕，2009：附录三；中国人民银行上海市分行，1978：第 622-627 页。

注：M1 为本行发行数，M2 为联行领用数，M3 为行庄领用数，M4 为发行总额，单位百万元。

2. 第二阶段：白银内流、紧缩通货

1929 年世界经济危机爆发，金贵银贱，中国作为唯一的银本位国家，吸引了大量的白银流入。这一外生冲击的确不断推高上海物价水平，但以中行沪行为首的竞争性货币体系通过调整货币发行规模及信贷政策，部分地抵消了外生冲击所引发的通货膨胀。

在货币发行方面，中行沪行紧缩发行规模。1929-1932 年，中行沪行纸币发行流通额逐

年递减，分别为 1.313 亿元、1.272 亿元、1.234 亿元、1.129 亿元，¹表明中行沪行为应对“金贵银贱、白银内流”的外部冲击采取了连续紧缩的发行政策。如图 5 所示，随着白银进口数量增加，上海市面现洋（银元）存底增加，洋厘行市下跌。²在这一价格信号指引下，上海各银行纷纷以银两购买市面银元，导致银行银两存底减少，银元存底增加，银行白银存底总数基本保持不变。例如，1931 年杭州造币厂添铸银币 9130 万元，而上海市面现洋（银元）存底只增加 3370 万元，年底现洋存底为 17751 万元。1931 年底中国生银之纯进口额有 4500 余万海关两，而上海市面之现银存底转减 1800 万两，现银存底为 5321.3 万两。一方增加现洋 3370 万元，一方减少银 1800 万两，实际存底，仍旧无大出入。（中国银行总行、中国第二历史档案馆，1991：第 2055 页）如图 6（1）所示，竞争性货币体系下，以中行沪行为首的上海各银行通过减少银两存底数来抵消由于白银内流所导致的银元供应增加的影响，使上海现银存底在 1929-1931 年期间基本保持稳定。

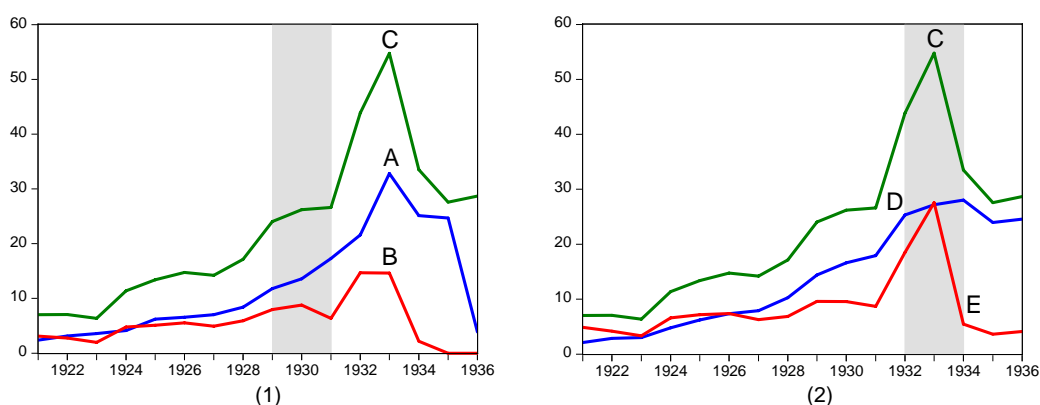


图 6：民国十年来上海各银行现银存底统计

数据来源：《民国十年以来上海各银行现银存底统计表》，《中外商业金融汇报》，1936 年第 3 卷第 12 期第 30 页。

注：A 为银元存量，B 为银两存量，C 为折合银元存量，D 为华商银行折合银元存量，E 为外商银行折合银元存量。单位：千万元。

在存贷业务上沪行亦采取了相当的紧缩政策，库存现金从 1927 年的 207 万元增加至 1929 年的 1006.2 万元，1931、1932 两年连续增加至 1978.2 万元、4592.1 万元，³表明沪行在银根宽松之际主动窖藏现金压缩信贷规模。值得指出的是，在经历了 1931 年的物价上涨之后，沪行在 1932 年加大紧缩力度，现金准备虽然从 1931 年的 565 万元增加至 644 万元，但货币发行额却从 1.234 亿元降至 1.129 亿元，现金准备成数从 45.7% 提高至 57.1%。⁴关于减少兑换券发行数的原因，中国银行 1932 年年度报告的解释是：“本行认为市面通货，已有过剩趋向，不应再事膨胀。故本行对于发行，不取积极推进方针，只令维持相当固有数目，以应信用本行钞票者之切要而已。”（中国银行总行、中国第二历史档案馆，1991：第 2065-2966 页）这说明，沪行主动采取紧缩政策，并非受现金准备的约束，而是在看不见的手指引下，为维护物价及币值稳定而采取的措施。

¹ 《重要各银行纸币发行额及其准备金数目统计表》，中外商业金融汇报，1935 年第 2 卷第 11 期，第 32 页。

² 自从 1857 年记账单位开始采用上海九八规元，商业贸易中银元与银两的兑换问题就随之出现。上海九八规元只不过是一记账的虚银两，在实际交易过程中，交易双方收付时则使用的是银元，而在记账时须将实际流通中使用的银元折合成银两，这种银元折合成银两的比价叫做洋厘。（邹晓，2006：第 37 页）洋厘行市因废两改元在 1933 年 4 月结束。

³ 《中国银行上海分行史》，经济科学出版社，1991 年，附录二。

⁴ 《重要各银行纸币发行额及其准备金数目统计表》，中外商业金融汇报，1935 年第 2 卷第 11 期，第 32 页。

3. 第三阶段：白银外流、主动增发

世界经济危机爆发后，英美法等国先后放弃金本位制，白银价格上涨，中国白银由内流转为外流，1934年6月美国的白银收购计划加剧了这一趋势：1932年起我国白银进出口改变了入超的局面，1933年中国对世界市场供应之白银量为1950万盎司，1934年即猛增至2.6亿盎司。（中国人民银行总行参事室，1991：第158页）这又一外生冲击使中国从通货膨胀急转为通货紧缩，世界经济危机的影响波及中国市场。上海批发物价指数在1933年底已经恢复至1926年的水平，在法币改革前夕最低已跌至90.5。竞争性货币体系在实质性中央银行缺位、无货币政策指导的情况下，是如何应对这场通货紧缩的危机的呢？

中国银行提出的应对之策是：“全国上下，排除一切不生产的信用之膨胀，节减一切不必要之消费，银行对于生产事业之信用，勿为过度之紧缩，人民对于辛勤所得之金钱，勿为不生产之仓储。”（中国银行总行、中国第二历史档案馆，1991：第2056页）为此，面对通货紧缩的形势，中行采取有进无退之方针，“对于金融界巩固及改进金融组织之合作运动，固已尽力援助，以促其成；即凡工业因缺乏资金，不能进展者，则充分接济之；凡农产品因无金融帮助，不能维持相当价格者，则尽量调剂之；凡各省建设事业，需要巨大资金者，亦无不尽力助其完成；一面尽量向内地放款，矫正集中现金于都市之弊病。”

在发行业务方面，1934年在白银外流的情况下，中行沪行将发行的现金准备增加至7293万元，货币发行总余额增至1.36亿元，均比1933年增加了12.3%。1935年现金准备及发行余额又增至1.29亿元、1.75亿元。¹与第二阶段转减现银存底相反，面对白银外流通货紧缩的局势，上海各银行大幅度增加现银存底。1932年年底现银存底即从上年的2.66亿元增加至4.38亿元，1933年进一步增至5.47亿元。1934年现银存底骤降至3.35亿元，但仍高于1932年的存底水平。如图6（2）所示，1934年现银存底下降的原因是，美国实施白银收购法案，上海外商银行增加现银出口图利，使其现银存底从1933年的2.75亿元骤减至5467万元。而上海华商银行为维持上海物价及币值稳定，现银存底仍然从1933年的2.7亿元略增至2.8亿元。²外商银行与华商银行在现银出口方面行为迥异，原因有二：首先，外商银行享有治外法权，国民政府征收白银出口税和平衡税、禁止白银走私出口的种种规定并不适用于外商银行；³华商银行则受相关法规的限制。其次，货币发行并非外商银行的主要业务，但对于华商银行来说却至关重要。保持白银存底的稳定是维持币值稳定的一个重要途径，华商银行在权衡出口白银获利与维持币值稳定之间，选择了后者。

在贷款业务方面，中行认为，金融业在此时应“转易方针”：一起降低利率，减轻借款人负担。从总量上看，1933年中行沪行库存现金从上年度的4592.1万元下降至3165万元，1934年进一步降至462.4万元；信用放款则从1932年的1905.4万元增至2194.1万元，1934年进一步增加至2361.7万元。⁴交行的情况相类似，1932年工商业放款641万元，1933年增至926万元，1934年更增至2444万元。据上海15家重要银行的工矿企业放款统计，1930年共放款0.91亿元，1933年增加到1.63亿元，增长了79%。（杜恂诚，2009：第52-53页）

从区域上看，中行为抑制经济萧条现金集中大都市之弊，⁵在详细调查内地经济基础上

¹ 《重要各银行纸币发行额及其准备金数目统计表》，中外商业金融汇报，1935年第2卷第11期，第32页。

² 《民国十年以来上海各银行现银存底统计表》，《中外商业金融汇报》，1936年第3卷第12期第30页。

³ 1935年4月宋子文代表国民政府与洋商银行公会订立“君子协定”，第二条议定“外商银行协助中国政府的健全通货政策，遇到银行顾客有运出白银时，加以劝阻”。这一协定虽没有强制力，但外商银行的白银保有额在1934年减少了2.2亿元，协定议定后直到1935年10月底法币改革前，仅减少了1400万元，表明协定被遵守。（中国人民银行总行参事室，1991：第153-154页）

⁴ 《中国银行上海分行史》，经济科学出版社，1991年，附录二。信用放款数原文为“定期放款”，根据董昕（2009，第291页）的分析改为“信用放款”。

⁵ 1931年大水灾后，全国灾害频仍，加之外祸内战使内地经济急剧衰落，大量资金白银流向大城市尤其是上海，更使内地金融枯竭；金融机关、钱庄则认为内地经济萧条，贷款难收回，相继停止对内地融通资金，给内地高利贷以可乘之机，现金大有集中都市之势。（卜明，1995：第274-275页）

采取了一系列措施，主动扩大对内地的贷款规模：①增设内地机构，1933年在交通比较便利的物产聚散中心添设分支行处40处，1934年又在内地土产集散区添设分支机构27处。②增加内地贷款、减低利率：中行率先增加对内地工商业贷款，对缺乏资金的工业给予充分救济，对农产品因无金融帮助不能维护相当价格的，尽量予以调剂。1933年中行全行贷款比1932年增加2850万元，口岸所增贷款仅占35%，内地所增贷款约占65%，这是一个巨大的转变；1933年起贷款利率较往年减低2-3厘。③承受内地物产期票：20世纪30年代初，内地钱庄不愿承受期票导致物产滞销农村困苦，中行特令内地分支行处尽量多做期票贴现及买进期票，向内地输送资金。（卜明，1995：第274-277页）中行之所以极力将资金引导至内地，根据张嘉璈的论述，实是由于内地经济与上海金融休戚与共之故。¹中行既维护了上海乃至全国金融稳定，在发展内地经济的同时自身业务也得以扩展，帮助中行摆脱世界经济危机之影响。²

可见，在白银大量外流、通货紧缩的情况下，以中行沪行为首的银行机构通过增加货币发行及贷款额度的办法，走出了货币供给的瓶颈，（杜恂诚，2009：第52页）有效减轻白银外流这一外部冲击所造成的通货紧缩。

4. 第四阶段：法币改革，刚性增长

1935年11月法币改革后上海物价出现了恐慌性上涨，批发物价指数比同年9月份上涨了13.4%，每日物价指数上涨6.4%。³从法币改革至抗战全面爆发前期间，上海物价持续上涨，1937年6月批发物价指数上涨至126.1（以1926年=100）。⁴令人困惑的是，在物价不断攀升之际，昔日竭力采取紧缩政策以应对通胀的银行体系反其道而行，不断扩大货币发行规模、增加贷款规模。1935年底上海各银行货币发行额从1934年的4.13亿元增加至6.37亿元，1936年底大幅度增加至10.1亿元。⁵其中，1935年11月中行沪行发行额即比上月增加23.5%达1.47亿元，（董昕，2009：附录三）交通银行上海分行发行额比上月增加27.2%达6981万元。（交通银行总行、中国第二历史博物馆，1995：第877-880页）从1935年至1936年，中行沪行库存现金从166.9万元减少至122.1万元，信用放款则从312.4万元骤增至984.6万元，定期抵押贷款从4536.2万元猛增至8146.8万元。⁶1935年、1936年交通银行放款总额从2.27亿元增加至3.44亿元，增长了51.5%。其中，定期放款从6369.5万元增至8295.8万元，活期放款从1.5亿元增至2.34亿元，贴现放款从594.2万元增至1612.4万元，买汇放款则从771.4万元增至1116.3万元。（交通银行总行、中国第二历史博物馆，1995：第359-361页）

当然，法币改革初期中交两行为了收回民间藏银而大量增发法币，似乎不能视为通货之过度增加。⁷但考虑以下两方面因素，过度发行仍是不可否认之事实。第一，我国人民向有沿用现银的旧习，既然增发法币是为了收兑民间存银，单纯的收兑并不会增加流通中货币总

¹ 1934年4月5日张嘉璈在上海圣约翰大学同学会的学术研讨会上发表题为“内地与上海”的演讲，针对内地资金枯竭现金集中都市的现状，提出：“照目前内地情况的不景气，上海的产业界和金融界，亦将有随之衰落的危机。唯一救济办法，需要上海的有资产者，立刻送钱、送人材到内地去。”（张公权，1934：第15页）

² 在大萧条时期，中行沪行保持了较稳定的纯收益，1928-1932年纯收益分别为67.1万元、82.9万元、68.2万元、71.5万元、84.9万元；随后的通货紧缩使其纯收益下降至1933年的27.1万元，但1934年即增至47.2万元，这与中行采取发展内地经济的策略不无关系：中行沪行1934年利息收入达453.3万元，比上年增加了115万元，在通货紧缩的背景下这是难能可贵的。（中国银行上海分行史，经济科学出版社，1991年，附录二表三）

³ 《二十四年上海物价概况》，上海物价年刊，1935年第1期，第3页。

⁴ 《上海批发物价指数表》，上海物价季刊，1932年第四季，第24-26页。

⁵ 《上海各银行纸币发行额》，经济统计月志，1937年第4卷第2期，第18页。

⁶ 《中国银行上海分行史》，经济科学出版社，1991年，附录二。

⁷ 改组后的中国银行股权性质发生变化，官股从五分之一增至二分之一，成为南京国民政府控股的官方银行。中国银行1936年年度报告解释法币发行额过度的原因时说：“如此激增，或将视为通货过度增加之明证。但细加分析，大部分实系发行集中之结果。换回市面之白银，收回三行以外之杂钞，兼之去岁农产之丰收，工商业之向荣，法币需要由是益增。”（见中国银行总行、中国第二历史档案馆，1991：第2210页）

量，也不会抬高物价。但从上海的情况来看，法币改革后物价确实出现了过快的上涨，这不能不说是货币供应量过快增加的后果。第二，中交两行增加官股的改组及法币改革，增强了国民政府对两行的控制力，中交两行逐渐沦为国民政府财政赤字的融资工具。1928年中国银行改组为国际汇兑银行后，对政府机关和个人的贷款所占比重逐年减少，但1935年改组后，对政府机关的贷款又趋上升。¹法币改革后，交通银行对政府放款也出现了大幅增长：1936年交通银行对政府（中央政府及省市政府）放款额比上年增加4619.5万元，增长100%；而1934年仅比1933年增加458.3万元，增长19.8%。（交通银行总行、中国第二历史博物馆，1995年：第362页）这是昔日谨慎有加的银行体系在物价不断上涨的背景下却逆道而行不断扩张信用的重要原因，政府垄断货币发行破坏了市场竞争这只看不见的手的作用。

5. 其他银行的情况

上述分析主以中行沪行为中心，表2列示了其他银行货币发行的情况，呈现两大特征。

表2：上海各银行纸币发行额统计

年份	合计		中国银行		交通银行		中央银行		其他银行	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
1926	9	100	4.6	100	1.8	100	—	—	2.6	100
1927	11.3	125	7	154	1.6	90	—	—	2.6	100
1928	19.8	220	11.2	244	3	162	1.2	100	4.5	174
1929	25.9	289	13.1	287	5.1	277	1.5	131	6.2	241
1930	26.5	295	12.7	278	4.1	225	2.3	194	7.4	287
1931	26.6	296	12.3	270	3.8	208	2.5	212	7.9	309
1932	27.8	310	11.3	246	3.8	210	3.9	335	8.7	340
1933	34.7	386	12.2	266	4.3	234	7	601	11.2	436
1934	41.3	460	13.7	299	5.8	317	8.5	730	13.3	518
1935	63.7	709	17.6	384	8.4	461	17.6	1505	20.1	781
1936	92.7	1032	29.3	639	29.5	1614	33.9	2902	16.2	630
1937	119.9	1336	51	1113	31.4	1716	37.6	3213	20.8	809

数据来源：《上海各银行纸币发行额》，经济统计月志，1937年第4卷第2期，第18页；《全国法币及新辅币之流通额》，《经济统计月志》1937年第8期，第24页。

注：1937年数据为6月底流通额，其余年份为年底流通额。从数据来源看，1937年数据似乎为全国数，但对比之前年份，似乎仍为上海数。其他银行包括四行、浙江实业银行、中国实业、通商银行、四明银行、垦业银行、中国农工银行、农商银行、中国农民银行，1935年后其他行实为中国农民银行发行流通额。I为纸币流通额，单位国币千万元；元II为纸币流通额增长指数，单位%。

第一，交通银行上海分行货币发行情况与中行沪行类似，既保持了应有的谨慎，又积极发挥宏观调控的功能：在金贵银贱上海通胀时期采取了紧缩发行的政策，在银价上涨通货紧缩之际则采取扩大发行的政策。例如，交通银行发行指数从1929年的277下降至1930年的225，1931年进一步下降至208，1932年略增至210，1933年上升至234，1934年大幅度增至317。这说明，作为第二大的商业银行，交通银行的行为模式与中行沪行相当一致。

第二，市场结构的变动对中央银行及其他银行的行为有显著作用。总体上看，中央银行与其他银行的货币发行增速明显快于中交两行，但法币改革前后其行为还是有显著差异。

¹。卜明，1995：第251页。值得指出的是，中国银行1935年之前公开致股东的年度报告均列示包括政府机关各项贷款额及比例，但自1935年起略掉了政府机关贷款额的数据，这可能并非无意之举，而是被政府控制之后中行刻意为之。

1928年成立的中央银行货币发行数量总体来说是不断增加，但在1931年发行增速减缓，仅比上年增长9.28%；而1929、1930年同比增速则高达31.48%、47.39%。在法币改革后，中央银行上海分行货币发行出现刚性增长，同比增速1935年高达106.3%，1936年达92.78%，远高于同期中国银行货币发行增速。¹其他银行的情况与中央银行相似，发行货币流通额总体趋涨，但在通胀时期增速减缓，在通缩时期增速加快。法币改革后，中国农民银行之外的其他银行货币发行权被取消，其他银行的货币发行额增长较缓慢。

尽管如此，以中交两行为首的私人发行银行在通货膨胀时期紧缩发行，从而使上海货币供应总量基本稳定在2.6亿元左右，在通货紧缩之际中交两行则带头扩大发行积极抵消银根不足的负面影响，体现了“商誉资本越大，发行银行越谨慎”的原则。

概言之，在市场稳定的情况下，竞争性货币体系根据金融形势对其货币发行及存贷业务进行季节性微调，保持了总体物价水平的稳定。在先是金贵银贱后为银价上涨导致白银大规模流动的外生性冲击下，尽管没有实质性中央银行及货币政策的指导，竞争性货币体系在市场竞争这只看不见的手之作用下，敏感而迅速的采取调控政策部分地化解了外生冲击对物价及宏观经济带来的负面影响。然而，法币改革确立了货币垄断发行之地位，破坏了市场竞争对发行银行的约束，发行机构最终沦为政府财政赤字的融资工具，面对物价持续上扬垄断性货币体系失去原有的谨慎。

五、结束语：货币竞争的制度化安排

自二十世纪三十年代初世界经济危机以来，凯恩斯革命摧毁了人们对自由市场经济的信仰，各国货币体系纷纷脱离金本位制，进入不兑现纸币时代，政府发行货币数量的天然约束被彻底解除。尽管自由市场在二十世纪七十年代由于资本主义经济严重的滞胀而有所恢复，但政府仍然被寄予厚望，通过财政政策和货币政策实行所谓的反周期宏观调控。货币纸币化及凯恩斯主义的双重影响赋予了政府强大的权能，在经济危机时期采取扩张性的宏观调控政策。然而，历次危机经验表明，膨胀性政策虽然能收促进经济增长之短暂效果，但却为下一次危机埋下种子。甚至，在人们刚经历了经济萧条的痛苦之际，连续的通货膨胀作为膨胀性政策的后果又成为人们自由的最大威胁。

正如弗里德曼所言：严重的通货膨胀无论在何时何地都是一种货币现象。无论通货膨胀的近因是什么，通货膨胀都是一种疾病，一种危险的有时是致命的疾病，一种如果不及时治理，会毁掉整个社会的疾病。（弗里德曼，2008：第184-186页）因此，弗里德曼主张政府必须大幅度降低货币数量的增长，并且“必须要有政治上的决心来采取必要的措施”。（弗里德曼，2008：第205页）中央银行之所以总是倾向于周期性的滥发货币，实是由于一国政府具有货币发行的垄断权及由此产生的政府预算软约束。事实表明，仅仅依靠政治家“政治上的决心”无法根本地解决周期性的通胀问题，金本位货币仍然会面临政府欺诈的风险，更为有效的措施是解除政府在决定货币供应量上的绝对垄断权，构建一项受一国宪政保护的货币制度安排：竞争性的货币体系。

本文分析表明，在竞争性货币体系下，发行银行以维持币值稳定、提高银行信用为最高目标，采取视时局否泰而伸缩的发行政策，市场竞争能够有效约束货币发行银行行为。如哈耶克（2007，第152页）所言，“货币非国家化这一改革主张，并不是金融领域无足轻重的技术性改革，而是决定自由文明之命运的重大问题，是我们可以找到的唯一一条令市场秩序恢复完善的途径，并可将其主要缺陷和针对它的种种谴责的借口中解救出来。”

¹ 原因可能有二：第一，中央银行为政府之银行，承担国民政府财政融资的职能。第二，中央银行于1928年成立，亟需扩大货币发行额占领市场。

参考文献

- [1]阿瑟·恩·杨格, 1927-1937 中国财政经济情况, 中译本, 中国社会科学出版社, 1981 年。
- [2]葛庐, “论上海中国银行之公开准备”, 《银行周报》, 1928 年第 12 卷第 12 期。
- [3]卜明主编, 中国银行行史 (1912-1949), 中国金融出版社, 1995 年。
- [4]Benjamin Klein, The Competitive Supply of Money, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.6, No.4(Nov.,1974).
- [5]仓水, “论金融之季节”, 《银行周报》, 5 卷 10 号, 1921 年 3 月 22 日。
- [6]城山智子, 大萧条时期的中国——市场、国家与世界经济 (1929-1937), 江苏人民出版社, 2010 年。
- [7]董昕, 中国银行上海分行研究 (1912-1937), 上海人民出版社, 2009 年。
- [8]杜恂诚, “二十世纪二三十年代中国信用制度的演进”, 《中国社会科学》, 2002 年第 4 期。
- [9]杜恂诚, “货币、货币化与萧条时期的货币供给——20 世纪 30 年代中国经济走出困局回顾”, 《财经研究》, 2009 年 3 月第 35 卷第 3 期。
- [10]弗里德利·冯·哈耶克 (1960), 自由秩序原理, 邓正来译, 北京: 三联书店, 1997。
- [11]F.A. Hayek (1976), Denationalisation of Money, The Institute of Economic Affairs, 2007.
- [12]F.A. Hayek, Price and Production, Augustus M. Kelly, Publishers, New York.1967.
- [13]Fisher Irving, *The purchasing power of money : its determination and relation to credit interest and crises*, New York: Macmillan Company, 1931.
- [14]哈耶克, 货币的非国家化, 姚中秋译, 新星出版社, 2007。
- [15]Holmes, Peter. Denationalisation of Money(book review), *Economic Journal*, June 1977, Vol. 87 Issue 3, p.46.
- [16]交通银行总行、中国第二历史博物馆, 交通银行史料第一卷 (1907-1949), 中国金融出版社, 1995 年。
- [17]J. Stephen Ferris, John A. Galbraith, 2006, On Hayek's denationalization of money, free banking and inflation targeting, *Euro. J. History of Economic Thought*, 13:2 213-231 June.
- [18]John Bryant, The Competitive Provision of Fiat Money, *Journal of Banking and Finance* 5(1981).
- [19]Kevin Dowd and David Greenaway, Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas, *The Economic Journal*, Vol.103, No. 420 (Sep., 1993), pp.1180-1189.
- [20]劳伦斯·H·怀特, 货币制度理论, 李扬等译, 中国人民大学出版社 2004 年。
- [21]刘巍、陈昭, 中国货币供给机制研究: 历史、逻辑与实证 (1910-1935), 高等教育出版社, 2011。
- [22]刘愿, “哈耶克货币非国家化理论的自然实验——以抗战时期陕甘宁边区国共政权货币竞争为例”, 《中国社会科学论丛》, 复旦大学出版社, 2011 年 6 月夏季卷。
- [23]罗斯基, 战前中国经济的增长, 浙江大学出版社, 2009。
- [24]Lawrence H. White (1995), Free Banking in Britain Theory, Experience and Debate, 1800-1845, The Institute of Economics Affairs.
- [25]Mishkin, Frederic S. (2006). "How Big a Problem is Too Big to Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman's *Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*". *Journal of Economic Literature* 44 (4): 988-1004.
- [26]Murray Rothbard, *America's Great Depression* (fifth edition), The Ludwig von Mises Institute, 2000.
- [27]蒙代尔, 蒙代尔经济学文集 (第五卷), 北京: 中国金融出版社, 2003 年。
- 米尔顿·弗里德曼 (1994), 货币的祸害——货币史片段, 安佳译, 商务印书馆, 2008 年。
- [28]千家驹、郭彦岗, 中国货币发展简史和表解, 人民出版社, 1982 年。
- [29]O'Hara, Maureen; Shaw, Wayne (1990). "Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being 'Too Big to Fail'". *Journal of Finance* (American Finance Association) 45 (5): 1587-1600.
- [30]Rockoff, Hugh (1989) Lessons from American Experience with Free Banking, NBER working

paper series on historical factors in long-run growth, No.9.

[31]Stern, Gary H.; Feldman, Ron J. (2004). *Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*. Washington, DC: Brookings Institution Press.

[32]Taub, B. 1985, Private fiat money with many suppliers. *Journal of Monetary Economics*, 16(September), 195-208.

[33]王晶, 上海银行公会研究 (1927-1937), 上海人民出版社, 2009 年。

[34]王艳、袁野, “从汉文帝不采纳贾谊的〈谏除盗铸钱令〉想到的”, 《金融科学 (中国金融学院学报)》, 2000 年第 2 期。

[35]王业建, 中国近代货币与银行的演进 (1644-1937), 台北中央研究院经济研究所, 1981 年。

[36]White, Eugene (1990), Banking in a Revolution, in Forrest H. Capie and Geoffrey E. Wood (eds.), *Unregulated Banking: Chaos or Order?* London: Macmillan.

[37]徐永祚, “吾国中外各银行发行纸币之统计”, 《银行周报》, 3 卷 31 号, 1919 年 8 月 26 日。

[38]姚崧龄, 张公权先生年谱初稿, 台北传记文学出版社, 1982 年。

[39]义农, “国际信用丧失之华俄道胜银行倒闭观”, 银行周报, 1926 年第 10 卷第 38 期。

[40]Yao Yang, How to Handle the Global Economy Imbalances, *China Daily*, Nov., 6, 2009.

[41]张公权, “内地与上海”, 《银行周报》, 1934 年第 18 卷第 14 期。

[42]张天政, “略论上海银行公会与 20 世纪 30 年代华商银行业务制度建设”, 《中国经济史研究》, 2005 年第 2 期。

[43]张维迎, “彻底埋葬凯恩斯主义”, 《经济观察报》, 2009 年 2 月 17 日。

[44]中国人民银行上海市分行, 上海钱庄史料, 上海人民出版社, 1978 年。

[45]中国人民银行总行参事室编, 中华民国货币史资料 (第二辑), 上海人民出版社, 1991 年。

[46]中国银行上海分行史, 经济科学出版社, 1991 年。

[47]中国银行总行、中国第二历史档案馆合编, 中国银行行史资料汇编上编 (1912-1949), 档案出版社, 1991 年。

[48]周其仁, “建立一个新的货币体系”, 上海论坛 2009, 2009 年 5 月 11 日。

[49]周其仁, “美国次贷危机祸根在于货币发行过量”, 搜狐财经, 2008 年 10 月 19 日。

[50]周其仁, “政府与市场的关系”, 重庆: 第八届中国经济学年会, 2008 年 11 月 16 日。

[51]周小川, “关于改革国际货币体系的思考”, 中国人民银行网站, 2009 年 3 月 24 日。

[52]邹晓, “银元主币流通于上海洋厘行市的更替”, 史学月刊, 2006 年第 8 期。