

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

刘愿

华南师范大学经济与管理学院

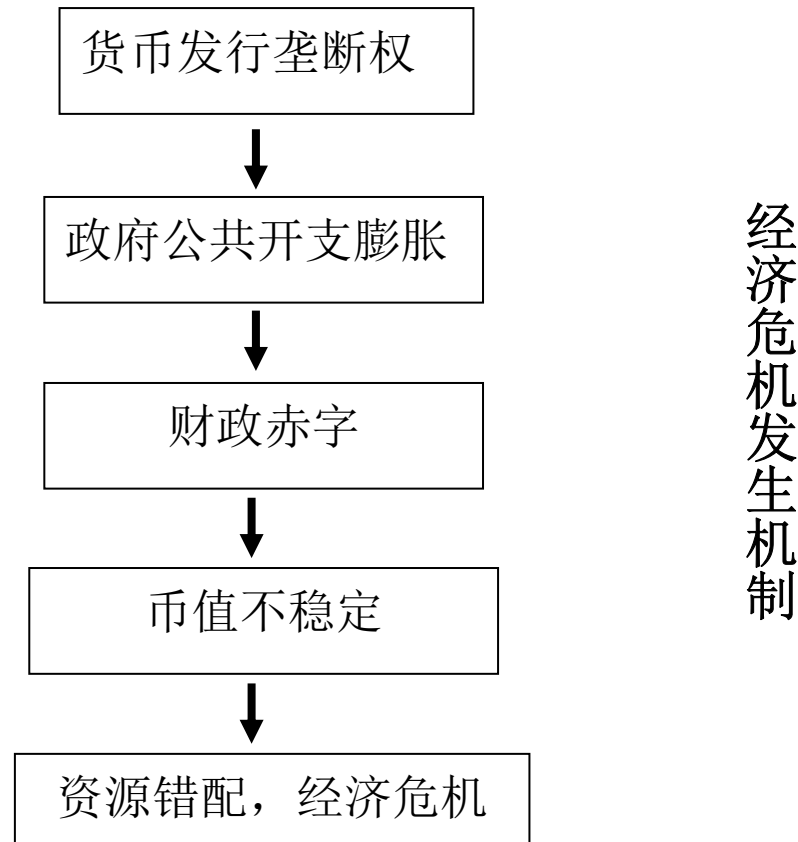
提纲

- 导言：经济危机与货币体系
- 货币竞争：可行性讨论
- 民国时期货币体系演进：从竞争到垄断
- 货币竞争的自然实验：以中国银行上海分行为例
- 结束语：货币竞争的制度化安排

一、导言：经济危机与货币体系

- 蒙代尔（2000）：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。
- 周其仁（2008）：美国次贷危机的祸根在于货币发行过量。
- 张维迎（2009）：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。

一、导言：经济危机与货币体系（续）



二、货币竞争：可行性讨论

- 货币**天然的**应由政府垄断发行；
- 货币竞争增加**交易成本**；
- 追逐私利的发钞行将超发货币导致**通货膨胀**
- 货币竞争导致**寡头垄断**；
- 竞争性货币体系缺乏**内在稳定性**。

2.1 货币**天然的**应由政府垄断发行？

- 从货币史看：
 - ✓ 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)
 - ✓ 中国秦汉币制：元鼎四年（公元前117年）之前铸币权并未统一，之后只准上林三官铸币，结果是货币不断贬值，民间私铸活动昌盛。
- 从现实看：欧元2002年正式流通，欧元区各国均没有货币发行权。

2.2 货币竞争增加交易成本？

- Ferris and Galbraith (2006): 竞争的作用将使多种货币趋于平价。
- 哈耶克 (2007) :
 - ✓ 币值稳定是人们的首选；
 - ✓ 竞争可能会使大量发钞行广泛地使用同样的商品基准。

2.3 私人发钞行将超发货币导致**通胀**

- 劳伦斯·怀特（2004）：
 - ✓ **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。”
 - ✓ 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**。

2.3 私人发钞行将超发货币导致**通胀**（续）

- 如果**货币面值高于发行成本**，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。
(Bryant, 1981; Taub, 1985)
- 其理论存在逻辑谬误：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。

2.3 私人发钞行将超发货币导致**通胀**（续）

- 竞争性货币体系：类似于**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。
- 确保稳健的两个机制：
 - ✓ 由于稳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。
 - ✓ 如果消费者拥有货币选择权，发钞行将无法实现一次超发收益：**竞争性货币体系不存在时间不一致性问题。**
- **商誉资本**：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。

2.4 货币竞争导致寡头垄断？

- Dowd and Greenaway(1993): 网络效应与转换成本。
- 为何国际货币更替进程缓慢：货币在国际上的非自由兑换性。
- 市场权力与垄断势力的区别：
 - ✓ 市场权力仍然受到“潜在竞争者”的威胁；
 - ✓ 垄断势力通过行政程序排除了任何的竞争。

2.5 竞争性货币体系内在不稳定？

- 次贷危机中的“两房”作为“政府支持的企业”得到联邦政府的巨额资金援助，显示出垄断货币体系下的**软预算约束**。
- 竞争性货币体系下的银行救助与垄断货币体系下的救助有别。
- 哈耶克担心的“**寄生性银行问题**”：100%准备金业务制度。

三、民国时期货币体系演进： 从竞争到垄断

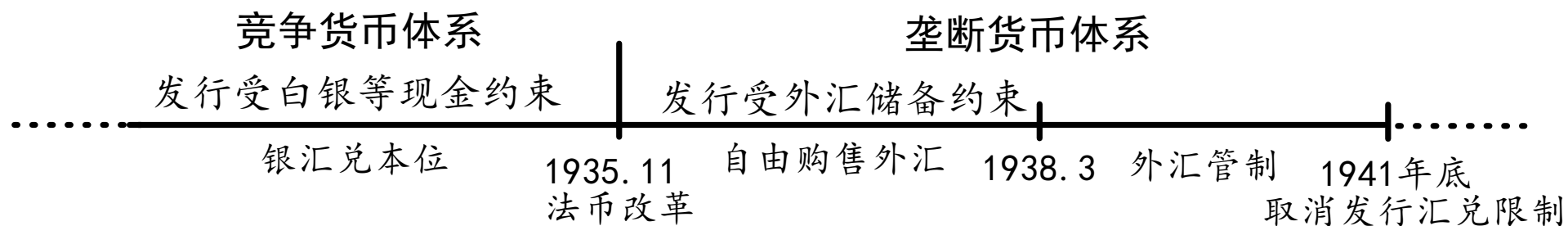


图1： 民国时期我国货币体系演变：从竞争到垄断

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

- ◆作为发行的银行
- ◆作为商业性银行
- ◆作为银行的银行

4.1 作为发行的银行

- 1916年停兑令事件
- 1924年准备金公开检查
- 中行之方针：当资金过剩，市面宽松之日，**懍**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。

4.1 作为发行的银行（续）

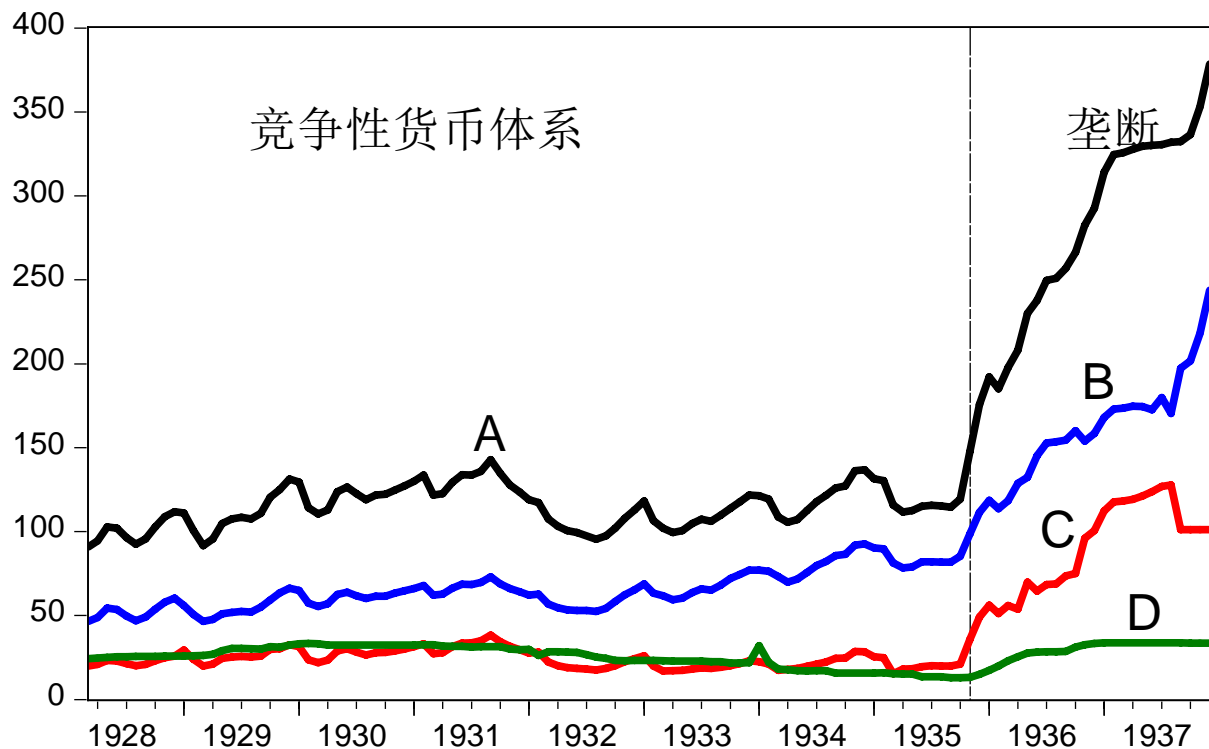


图2：中国银行上海分行月度发行情况（1928-1937）

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%。

4.1 作为发行的银行（续）

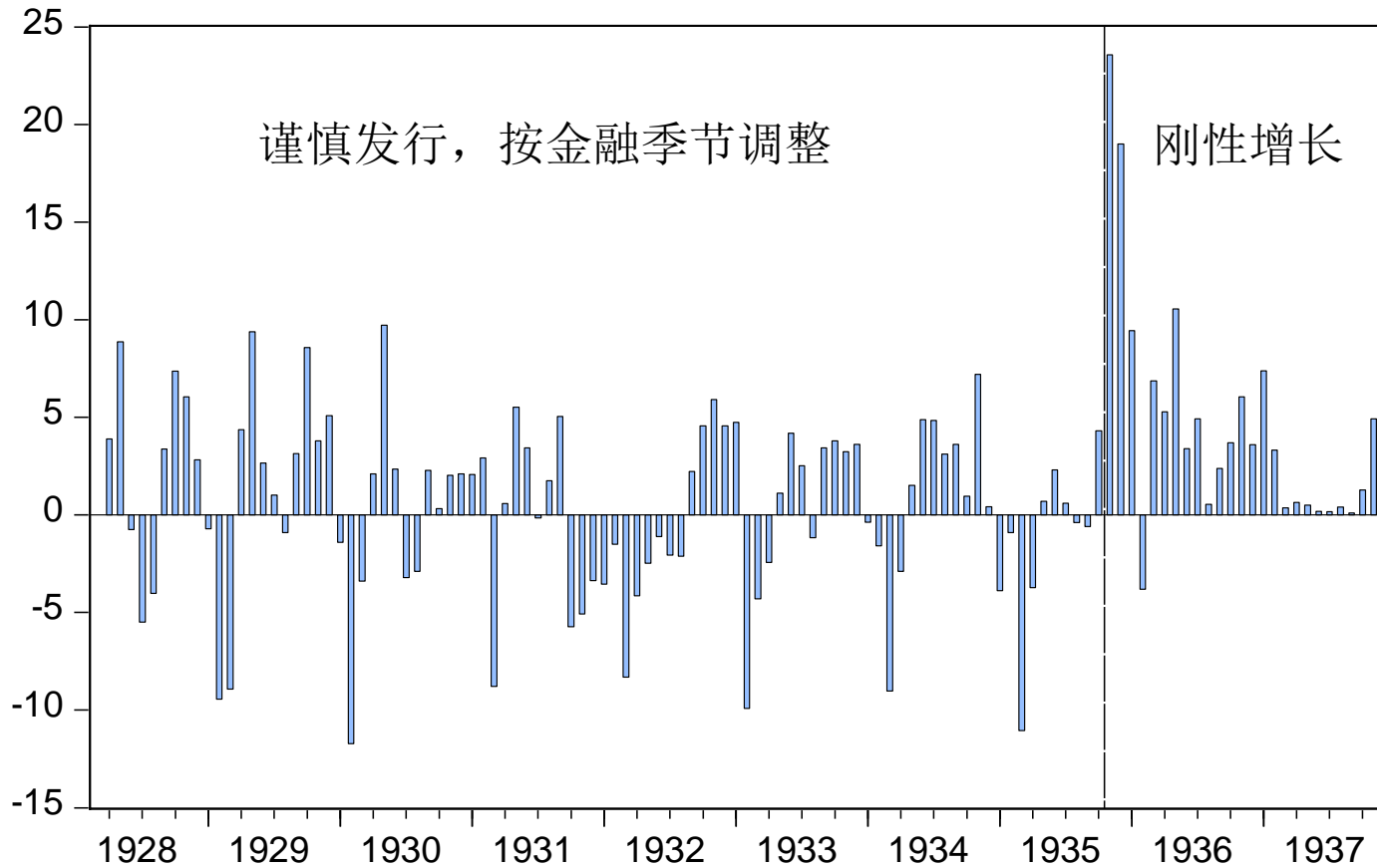


图3：中国银行上海分行月度发行环比增长率（1928-1937）

4.2 作为商业性银行

- **广纳存款**：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（张嘉璈，1930）
- ✓ 对银元存款付息；
- ✓ 提高服务效率；
- ✓ 银两银元互换免手续费；
- ✓ 率先试行柜员制；
- ✓ 不论金额大小存期长短一概欢迎；
- ✓ 提出利率变通办法吸引存款。

4.2 作为商业性银行（续）

- 审慎放贷，又不失灵活性：
 - ✓ 严格限制信用放款，禁做个人信用放款；
 - ✓ 首创工业小额低息放款。

4.3 作为银行的银行

■ 建立严格的领券制度

- ✓ 百分百准备金制度；
- ✓ 中行沪行限制浙兴银行领券数；

■ 组织救济陷入困境的银行

- ✓ 中法实业银行倒闭案（1921）

■ 成立银行同业组织

- ✓ 1919年设立银行公会公共准备金
- ✓ 1932年恢复设立公会联合准备委员会及联合准备库

4.4 货币竞争的绩效：货币供给与物价波动

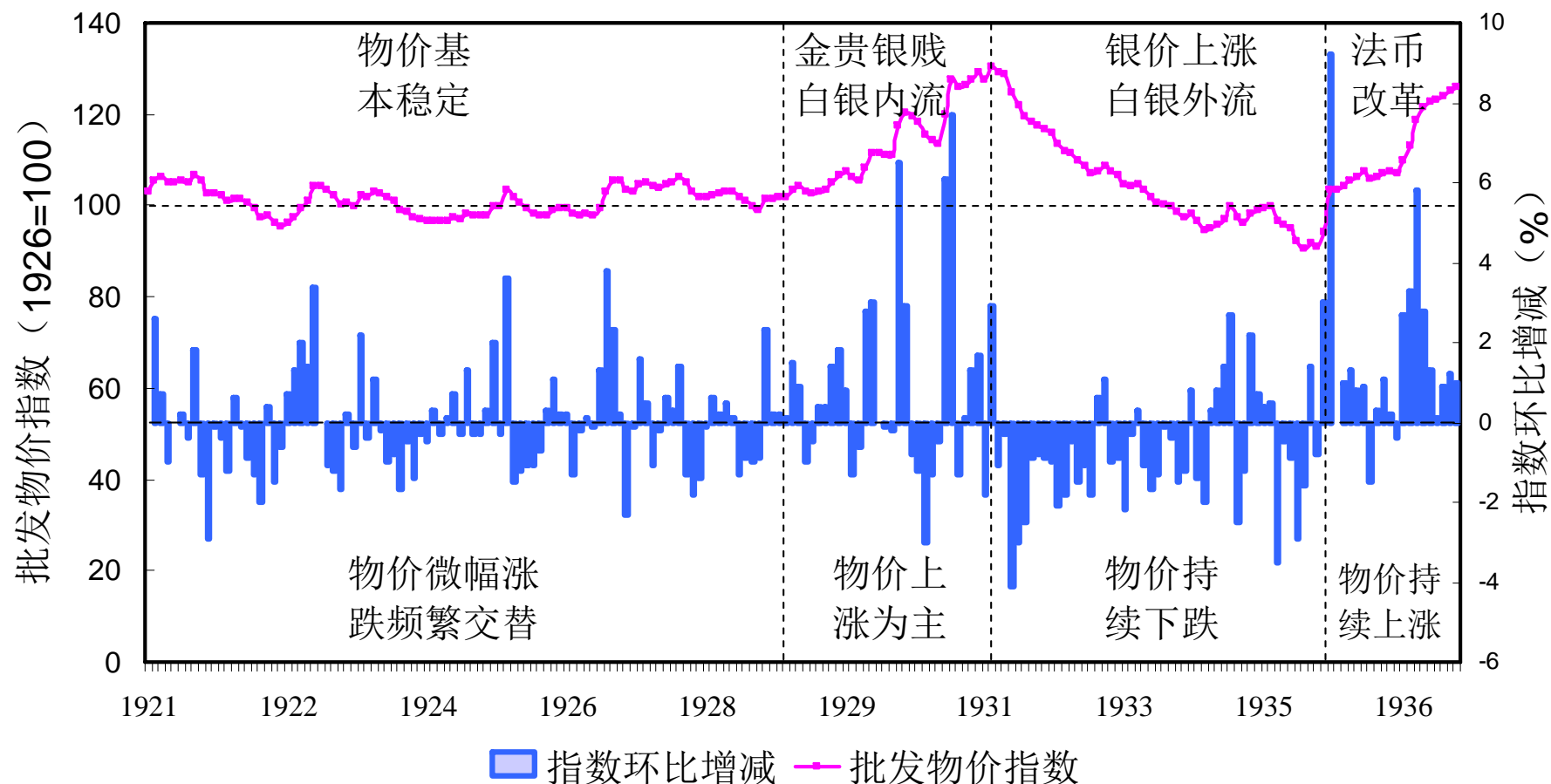


图3：上海批发物价指数

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。

第一阶段：物价稳定，季节调整

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）。

按金融季节调整

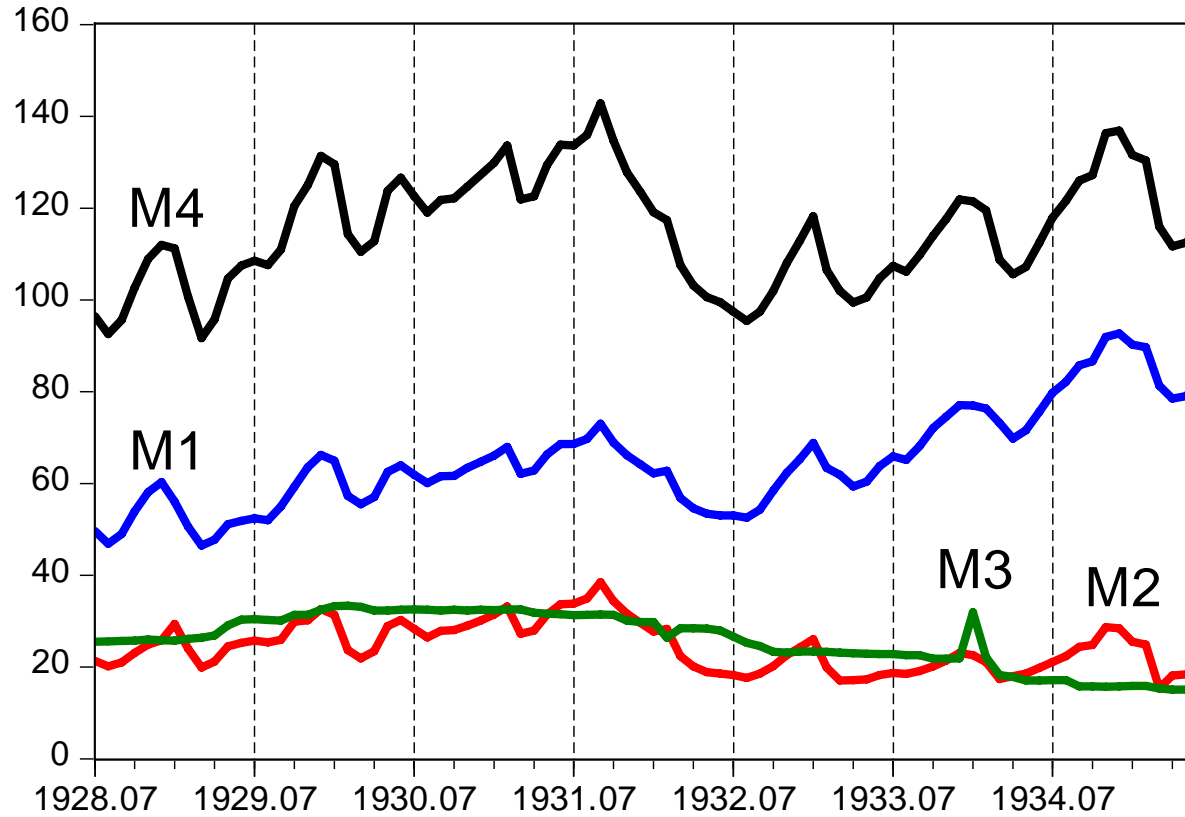


图4：中行沪行发行的金融季节调整

数据来源：董昕，2009：附录三；

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。

减少纸币发行

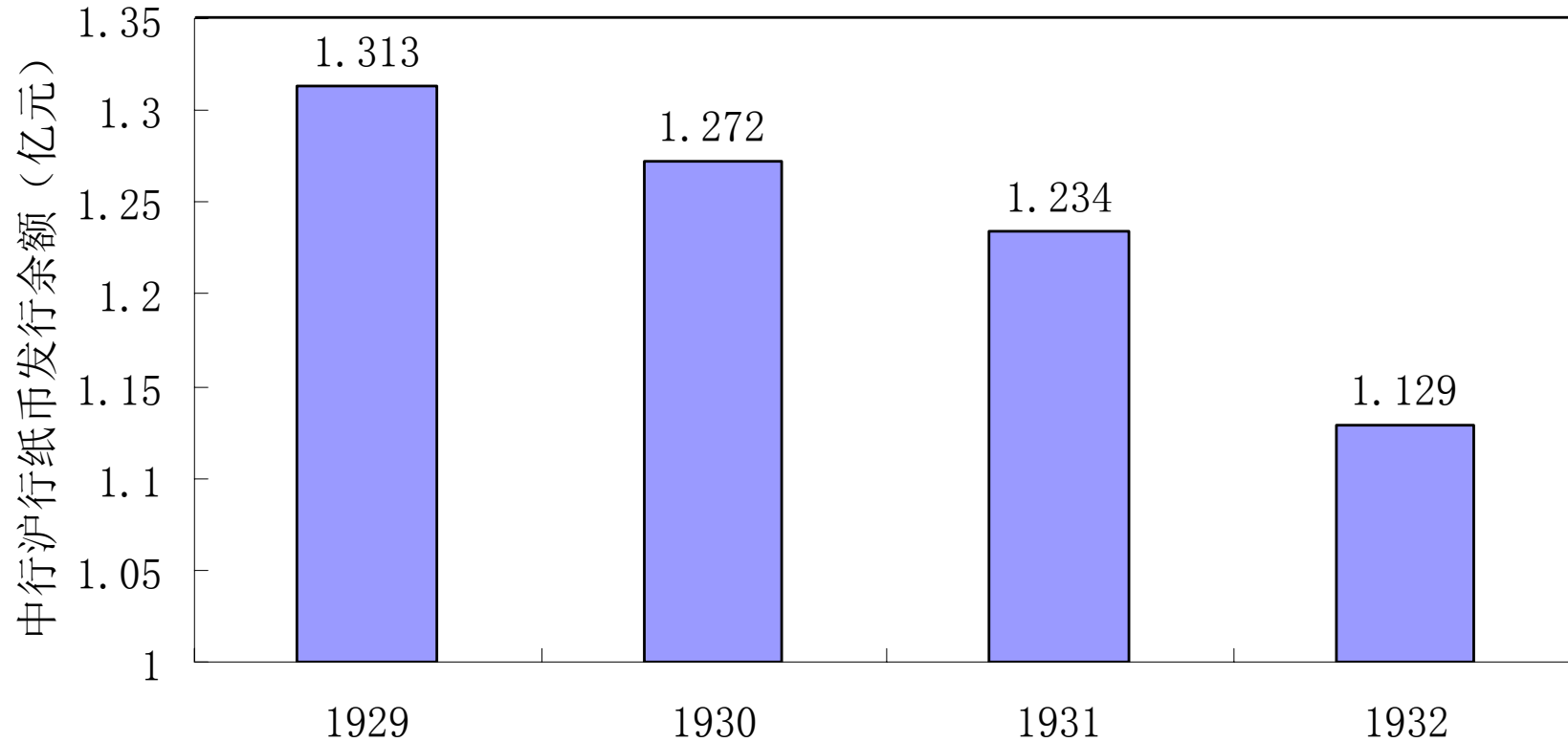


图5：中行沪行在大萧条时期的纸币发行余额

数据来源：《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。

调整银两存底数

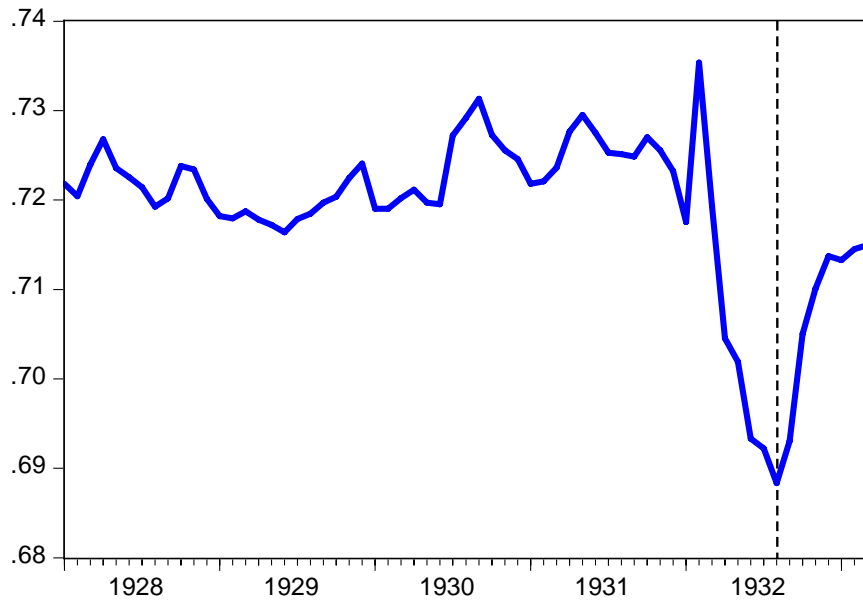


图6：上海洋厘行市（1928.1~1933.3）

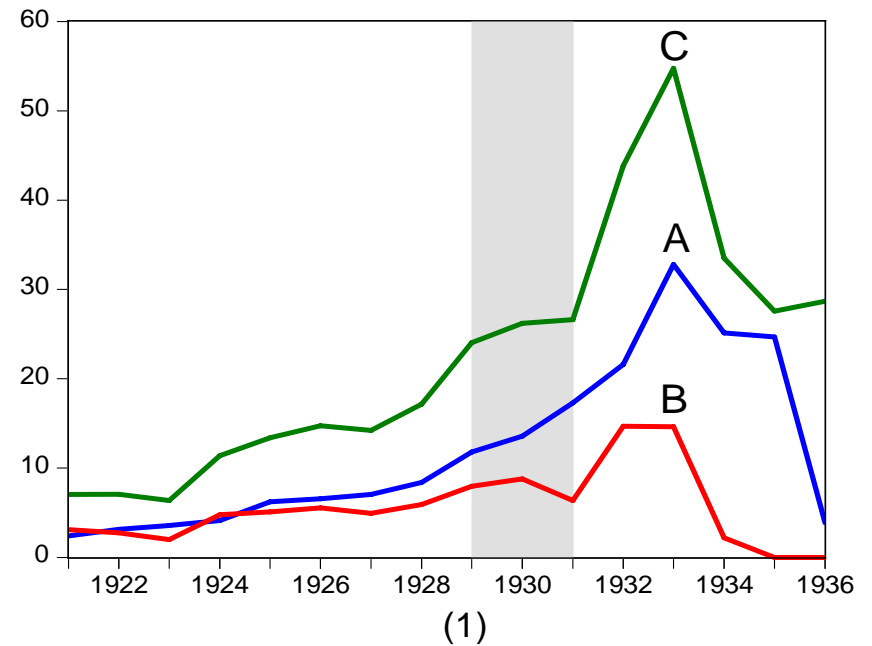


图7：民国十年来上海各银行现银存底统计

第三阶段：白银外流、主动增发

- 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。”

主动增发

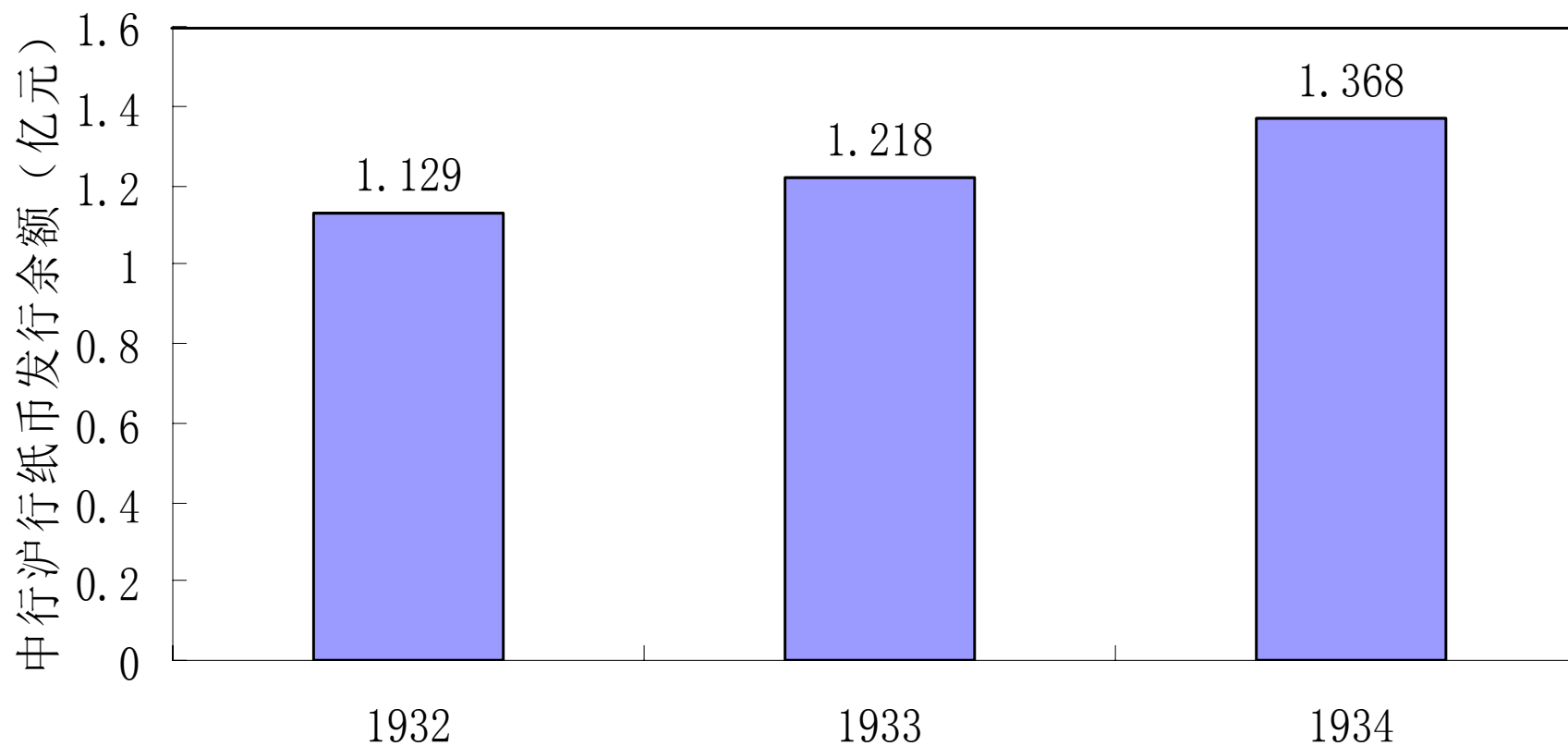


图8：中行沪行在大萧条后白银外流之际主动增发货币

现银存底：华商银行与外商银行有别

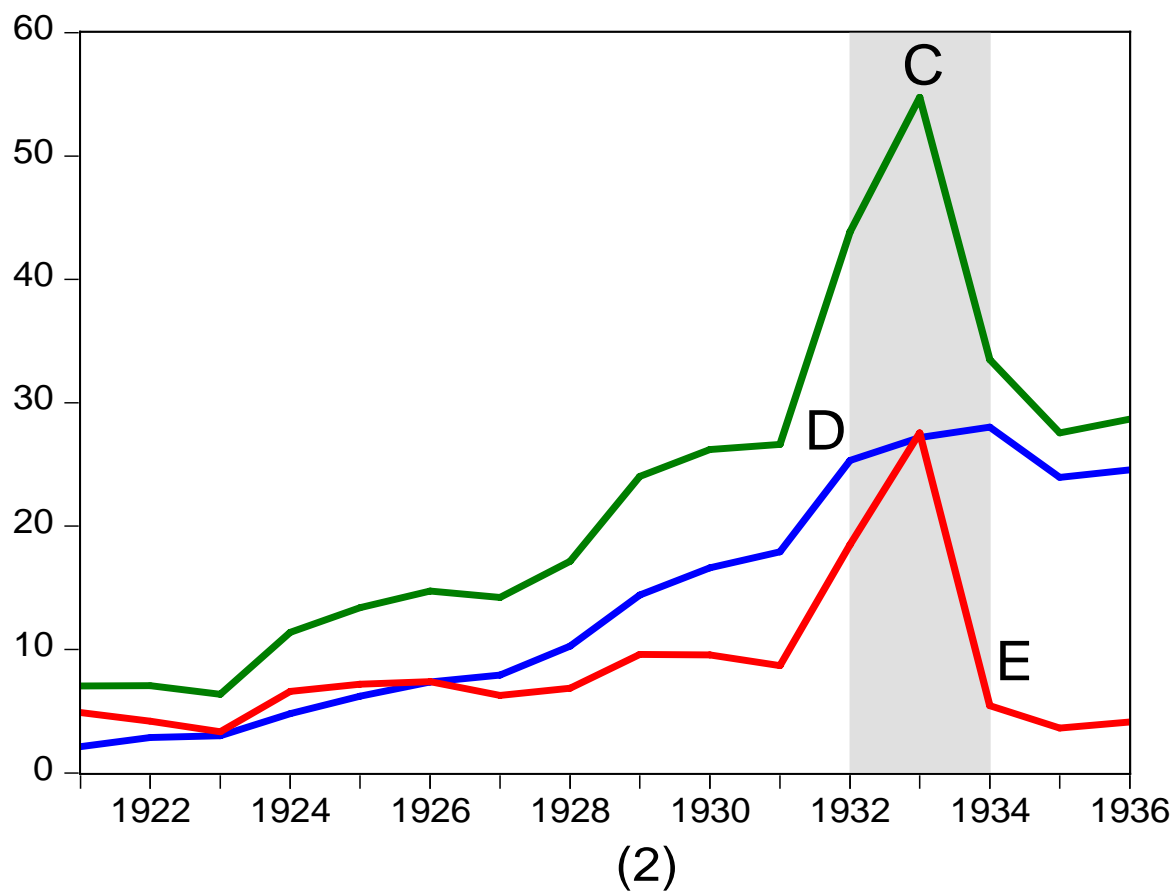


图 民国十年来上海各银行现银存底统计

华南师范大学经济与管理学院第80期“华南经济双周论坛”

增加放贷

■ 中行沪行的情况：（1932年至1934年）

库存现金：4592.1→3165→462.4万元；

信用放款：1905.4→2194 → 2361万元。

■ 上海15家重要银行工矿企业放款：

1930年0.91亿元，1933年1.63亿元。

抑制经济萧条现金集中大都市之弊

- 增设内地机构
- 增加内地贷款、降低利率
- 承受内地物产期票

第四阶段：法币改革，刚性增长

- 上海各银行货币发行额：（1934-1936年）
4.13→6.37 →10.1亿元
- 中行沪行：（1935-1936年）
 - ✓ 库存现金：166.9 →122.1万元；
 - ✓ 信用放款：312.4 →984.6万元；
 - ✓ 定期抵押放款：4536.2 →8146.8万元。
- 交通银行：1935-1936年放款总额增加51.5%。
 - ✓ 定期放款：6369.5 →8295.8万元；
 - ✓ 活期放款：1.5亿→2.34亿元
 - ✓ 贴现放款：594.2万元→1612.4万元。
 - ✓ 买汇放款：771.4万元→1116.3万元。

第四阶段：法币改革，刚性增长（续）

- 法币改革后银行对政府放款大增：
 - ✓ 中国银行：1928年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。
 - ✓ 交通银行：1936年对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%

5.其他银行的情况

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%。

五、结束语：货币竞争的制度化安排

- 凯恩斯主义及货币纸币化的双重影响：政府软预算约束及通货膨胀。
- 弗里德曼（2008）：严重的通货膨胀无论在何时何地都是一种货币现象；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”。
- 哈耶克（2007）：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**，是我们找到的唯一一条令市场秩序恢复完善的途径，并可将市场秩序从其**主要缺陷**和针对它的种种谴责的借口中解救出来。