

全球金融制高点:英镑本位制和美元本位制的崛起

■ 向松祚 中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家

纵观历史,正如军事力量一样,只要某个地区或整个世界出现超级大国,它的货币就必定在那个地区或整个世界发挥支配和主导作用。从地区霸权的角度,我们可以列举出曾经主导区域经济和金融的大国货币。比如,巴比伦的沙克尔、波斯的德里克、希腊的德拉克马、马其顿的斯塔特、罗马的德拉留斯、伊斯兰的第纳尔、意大利的杜卡特、西班牙的塔布鲁恩、法国的利弗尔(18世纪主导欧洲大陆多数地区的经济和金融),以及历史上中华帝国的货币。

以英国和法国争夺世界霸权为核心内容的“七年战争”,最终以英国的胜利而告终,一个真正意义上的大英帝国正式形成。“到了1743年,大英帝国已经被视为一个完整的整体了,包括大不列颠、爱尔兰、美洲的种植园和渔场,以及它在印度和非洲的领地。”“在这个庞大的帝国里,太阳永不落,帝国辽阔的疆域无边无际。”

进入19世纪,自从特拉法尔加海战和滑铁卢战役两次击败拿破仑之后,大英帝国的势力更是日新高涨,日不落帝国开始跃进巅峰时期。伴随帝国的兴盛和繁荣,英镑逐渐演化和崛起为人类历史上第一个真正意义上的国际货币。自1815年直到第一次世界大战结束,英镑一直是全球性的支配货币,尽管同一时期还有其他货币与之竞争,英镑的支配地位却是毋庸置疑的。

19世纪英镑对全球经济、金融和货币的支配地位,正是大英帝国全盛时期令人惊叹的强大国力的反映。1860年,大英帝国领土面积达到2470万平方公里,到了1909年,总面积增加到3302万平方公里,占世界陆地面积的25%,是法国领土的3倍,德国领土的10倍。大英帝国统治着4.44亿人口,差不多也占世界人口的四分之一。

不仅如此,19世纪的大英帝国已经成为事实上的世界银行,在世界范围内进行了大量投资。到1914年,英国在海外资本投资的名义总价值达38亿英镑,占世界境外投资总资产的40%—50%,是法国海外投资的两倍,德国海外投资的三倍多。一个经济体能拥有如此高比例的海外资产,可以说是空前绝后的。1870—1913年间,英国的投资资金平均占国内生产总值的4.5%,1872年、1890年和1913年都达到周期性的顶峰,占国内生产总值的7%。英国从股市里筹措的资金大多投向了美国,而非英国本身。另外,比起其他欧洲经济体,英国资金的投资区域更为分散。英国的海外投资中只有6%投资在西北,45%都投资在美国和白人殖民地上。20%投给了拉美地区,16%投给了亚洲,13%投给了非洲。

投机性泡沫将破坏中国转型能力

■ 卓贤 国务院发展研究中心发展部研究室副主任

四、五月的北京,天气异乎寻常的热,但比气温更高涨的是股市的红火。上月公布的中国一季度经济数据,指标不出意外的冷,GDP同比增速为三年来最低。这一热一冷背后潜藏着转型和泡沫互动的逻辑。

泡沫即是资产价格偏离价值的一种状态。金德尔伯格在为《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》撰写“泡沫(Bubble)”词条时这么描述:“一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价,开始的价格上升会使人们产生还要涨价的预期,于是又吸引了新的买主——这些人一般只是想通过买卖谋取利润,而对这些资产本身的使用和产生盈利的能力不感兴趣。”有效市场理论的信奉者否认泡沫的存在,认为如果资产价格与内在价值不一致,理性投资者会通过无风险套利行为驱动资产价格回落回到其内在价值。现实中,由于人们的认知存在局限,市场会出现过度乐观、过度自信与羊群效应,产生偏离基本面的非理性繁荣。

经济转型期容易产生泡沫。一个经济体之所以发生转型,是因为在既有的资源禀赋、技术范式和社会制度下,生产效率提升受阻,需求达到峰值,经济增长动力减弱。在转型期,各类主体的行为往往出现异化。企业投资传统产业的利润下滑,但高速增长时期的利润惯性,驱使其更倾向于将资金配置到短期增值的资产领域。例如1985—1990年期间,在日本企业获得的405万亿日元融资中,64%投向金融资产,而非用于设备投资。金融部门考虑到转型期投资的不确定性提高,更倾向于依靠股票、债券、房地产、土地等抵押物降低信息不对称性,投资于土地的市场主体更容易获得融资,这形成了“金融加速器效应”,助推了资产价格。政府在转型期仍容易将高速增长作为常态,采取扩张需求的财政货币政策,乐于见泡沫带来的短期繁荣消化过剩产能、提高传统产业利润率。

由于土地、资金等要素市场的价格形成机制并不完善,发展中国家存在较多政府管制和隐性担保,价格信号并不能完全反应供需关系,在“价格泡沫”出现之前,还有可能出



1865—1914年间,英国的海外领地吸引了英国投资资金的38%,到19世纪90年代,这一比例上升到44%,与此同时,大英帝国的出口占英国出口总量的比例,从19世纪中期的25%上升到1902年的40%。1870—1913年间,英国每年的海外投资总收益占国内生产总值的5.3%。

正是凭借所统治(直接或间接)的庞大领土、庞大的海外投资和海外贸易,19世纪的大英帝国重塑了全球经济,事实上创造了一个真正的全球经济体系或全球资本主义经济体系。英帝国将自己的贸易规则推广到世界许多地区,促使世界上越来越多的国家接受自由贸易原则。在为世界贸易确立原则的同时,英帝国还为国际货币体系确立了标准。1868年,只有英国和他的一些经济依附国——葡萄牙、埃及、加拿大、智利和澳大利亚实行金本位制。法国和拉丁货币同盟的其他成员国,以及俄国、普鲁士和多数拉美国家则实行复本位制,世界其余地区则实行银本位制。然而,到了1908年,除了中国、普鲁士和少数中美国家继续实行银本位制之外,金本位制成为了世界货币体系的标志,实际上就是英镑本位制。

所以,从大历史或大时间角度来划分,我们可以将1915—1914年的100年时间称为金本位制时代或英镑本位制时代,将1873—1914年的40年时间称为金本位制或英镑本位制的巅峰时代。

1914年第一次世界大战爆发之后,英镑地位开始显著下降,其国际货币地位迅速被美元取代。1931年9月21日英镑最终脱离金

现基础设施过度建设等“数量泡沫”。中国也不例外。

生产性泡沫推动创新

泡沫可分为生产性泡沫和投机性泡沫。泡沫的出现,意味着资金及其带动的其他资源的重新配置。正如周小川行长在今年“两会”期间所言,“资金进入股市就不是支持实体经济了,这个观点从我个人来讲,我也不赞成”,如果泡沫引发资源在新技术、新产业、新商业模式中聚集,高价格反映的是资产未来潜在高收益,这属于生产性泡沫。但如果金融活动脱离了实体经济,高价格纯粹由投机炒作所致,则为投机性泡沫。

生产性泡沫有利于创新。转型所需要的创新,必须具备扩散到广泛领域的的能力,能够如蒸汽机、电气、计算机般极大拓展生产可能性边界。这种划时代创新的难度不只在技术可行性,由关键性中间产品价格下降带来的经济可行性更为不易。科学研究可以不计成本,图灵在二战时期就借助英国政府10万英镑的资助,研制了破译德军密码的计算机,但个人电脑走入寻常百姓家是在芯片成本大幅下降的50年后。实现经济可行性,需要大规模的研发、试错和生产,而这离不开大量金融资本的支持。由于大众无法凭借现有知识框架准确评估创新项目,投资理性中必须得掺有那么一点盲目的情绪和乐观的想象,创新行为才能被高估值所激励,各类创新要素才能被适度的泡沫所吸引、集聚和重组。

此轮牛市的大潮中不乏生产性泡沫对创新的支持。今年一季度,公募基金大幅减持金融、房地产、建筑、家电等传统产业的股票,“互联网+”概念股则成为基金增持的主要品种。在公募基金增持市值排名前50的个股中,有29只来自软件服务、计算机硬件、元器件、通信等行业。当生产性泡沫形成于权益性资产时,它还降低了实体经济的债务杠杆率,使金融体系更多扮演了创新收益分享者而非债权人食利者的角色。今年一季度,非金融企业境内股票融资在社会融资总量中比重为3.9%,同比提高2.1个百分点。

生产性泡沫即使破灭也是有价值的。如

本位制,英镑地位一落千丈。然而,直到第二次世界大战结束,甚至直到1956年苏伊士运河危机,英镑仍然没有被美元完全替代。

美元正式取代英镑究竟发生在哪一年?美元究竟是在哪一年真正成为居于支配和主导地位的国际货币?学者们的结论差异很大。有人认为是1914年,有人认为是1928年,还有人将1956年苏伊士运河危机看做是英镑最终向美元移交权力的象征。

无论采取什么标准,我们将1815—1914年的国际货币体系称做英镑主导时代,大体是靠得住的。长达一个世纪的时间里,英镑是国际贸易和国际金融的支配货币。英国是全世界主要的贸易大国最大债权国,伦敦则是全球主要金融中心。

美国经济学者施瓦茨说:“那个时期(1821年至第一次世界大战),英国在国际货币体系里所发挥的作用,与其他国家迥然不同。虽然黄金是关键储备资产,但是许多国家却同时持有大量外汇储备,其中最主要的外汇储备又是英镑。”

古斯塔夫和蒙代尔也同意这个结论:“金本位制(尤其是1900—1913年期间的金本位制)的确给世界带来了某种形式的货币统一,金本位制覆盖了世界货币交易的三分之二。金本位制集团是一个固定汇率货币区,它可以被称为世界性的英镑区,因为英镑是全球最重要的记账货币,英帝国区域内的货币交易量庞大,伦敦是国际资本市场的中心。”

除了前面已经论述的历史事实,我们还需要更加深入地讨论一下英镑崛起为世界货币的历史过程,尤其是英镑崛起的经济和金

果生产性泡沫最终带来关键性技术的突破和中间投入品成本的大幅下降,孕育出如汽车、计算机、手机等划时代产品,则后续增长能成功吸收前期泡沫。一旦市场试错出现系统性失败,生产性泡沫也将会破灭,但仍发挥了优胜劣汰的市场筛选作用。例如,本世纪初美国互联网泡沫的破灭使得大量创新企业夭折,大浪淘沙过后,Google、Facebook等网络巨头脱颖而出,引领了当今乃至未来几十年的大众生活和消费模式。

遗憾的是,生产性泡沫和投机性泡沫之间往往只有一步之遥。

中国的投机性泡沫阻碍转型

生产性泡沫有可能演化成投机性泡沫。在某类创新触发的生产性泡沫中,全民投资热情很容易跨越理性的边界。金融市场的繁荣鼓励越来越多的企业投入到该创新领域,即使回报率将随市场竞争者的增多而下降,仍有投资者前赴后继地推动泡沫远离价值。社会狂热气氛产生的幸福感,甚至会通过无处安放的饥渴货币,溢出到传统生产部门,形成纯粹的投机性泡沫。

中国股市当前已经出现了一些投机性泡沫的迹象。一是投资杠杆较高。以4月20日为例,当天沪深两市融资交易额达4958.56亿元,占总成交金额的比重达34.95%。二是局部市盈率偏高。对于市盈率高低有不同的看法,但不可否认的是部分板块和公司的市盈率偏高。高盛的哈维最近研究指出,中国A股上市公司有一半以上的市盈率高于70倍,达到2007年6000多点时A股整体市盈率水平。三是过量资金推动“普天同涨”。在4月份创业板市盈率逼近100倍的同时,一些基本面并无重大突破的板块也因资金的行业轮动转换效应而出现过度暴涨,这显然无法用生产性泡沫来解释。

投机性泡沫将通过价格、心理、分配等渠道,削弱实体经济动力,对经济转型产生负面影响。一方面,投机性泡沫通过价格机制向市场上的劳动力、土地、资金等要素发出错误信号,吸引各类资源向泡沫部门过度聚集。这使

得创新领域或生产效率更高的部门面临要素成本的全面提升,打破了商业项目原有的盈亏平衡点,恶化了转型的外部环境。

英国人口和生产力快速增长

18世纪开始,英国人口和生产力出现较快速增长。1700—1820年之间,英国人口增速明显加快,其人口增长率是所有欧洲国家里最快的,人口城镇化率尤其显著提高。1820—1870年期间,英国国内生产总值复合增长率达到1.2%。与此相对照,德国只有0.7%,美国只有1.5%,日本只有0.1%。英国处于全球经济的绝对领先地位。

人均收入快速增长

1700—1820年间,英国人均收入增长快于17世纪,是欧洲平均水平的两倍多。1700年时,英国的GDP是荷兰的2倍,到1820年时,它相当于后者的7倍。

开启第一次工业革命,执全球产业和生产力进步之牛耳

1750年之后,英国的工业结构和经济结构开始发生天翻地覆的革命性变化。以棉纺织业为核心的第一次工业革命,让英国快速实现了工业化。1764—1767年,哈格里夫斯发明珍妮纺纱机,纺织业生产率提高16倍。1768年,克隆普顿发明的纺纱机,成功利用水力动力。1787年,卡特奈特发明动力织机,大大提高织布的生产率。1793年,美国人惠特尼发明轧花机,极大降低原棉生产成本。1770年,英国棉纺织业的就业人数还可以忽略不计,到1820年,棉纺织业的就业人数占整个劳动力的6%以上,面纱及其制品占英国出口量的62%。

第一次工业革命爆发之后,英国的农业产值和农业劳动力的比重显著下降,工业和制造业产值和劳动力的比重则显著上升。1700年,农业劳动力占英国总劳动力的比重为56%,工业和服务业占44%,到1820年,农业劳动力的比例下降到37%,工业和服务业劳动力的比重则上升到63%。到1890年,农业劳动力的比重下降到16%,工业和服务业劳动力的比重则上升到84%,英国是世界上第一个全面实现工业化、城镇化和现代化的国家,是全球第一个制造业和工业中心。

大英帝国成功构建全球性贸易网络

对于英镑成功崛起成为全球货币而言,最重要的或许是,大英帝国成功建立起人类有史以来最庞大和第一个真正意义上的全球性贸易网络。1720—1820年间,英国的出口每年增长2%,荷兰则每年下降0.2%。1700年,英国航运量占世界航运能力的五分之一多一

得创新领域或生产效率更高的部门面临要素成本的全面提升,打破了商业项目原有的盈亏平衡点,恶化了转型的外部环境。

另一方面,投机性泡沫让社会弥漫着不劳而获的情绪,扰乱了“创新致富”的价值观。企业更热衷于资本运作而弱化实业投资。据《证券日报》统计,截至2014年底,263家上市公司投资股票的金额高达1841亿元。普罗大众也希望抓住一夜暴富的机会。一季度A股新增股票账户795万户中,80后占比近62%。由于年轻一代以更高的成本持有泡沫资产,这将减少他们对自己或下一代的教育投资,降低普通人参与创新的概率,削弱转型的人力资源基础。

此外,投机性泡沫使拥有资产的富裕者受益,却以通货膨胀、房屋租金上升等方式让中低收入者受损。资产泡沫的财富效应常被提及,但根据卡尔弗利的研究,富裕者只将财富增值的很少一部分用于消费,美国最近一次房地产泡沫的财富效应中只有10—20%被消费掉,更多的增值部分用于再投资或偿还债务。中低收入者则更可能在资产泡沫起伏中,出现负向的财富效应。因此,投机性泡沫在整体上将带来消费停滞,阻碍经济转型。

与生产性泡沫不同,投机性泡沫的破灭将打断转型进程。对于金融体系而言,一旦投机性泡沫破灭,金融工具出现大幅减值,恐慌情绪引发的连锁效应酿成流动性危机,将限制金融对实体经济融资的能力。对实体经济而言,泡沫的破灭损害企业的资产负债表,融资抵押物贬值加剧了信贷市场信息不对称性,限制了其再融资能力。危机中的政府如果采取不当救助行为,会使本应退出市场的僵尸银行和僵尸企业存活下来,影响“破坏性创造”机制的实现,引发日本式的经济转型困局。

避免“经济泡沫”发展为“泡沫经济”

泡沫经济的最大风险在于转型停滞。泡沫本身并不可怕,适度泡沫甚至是一个有活力经济体的表现。但在各领域都充斥着投机性泡沫的经济体中,市场主体更愿意借助金

融背景。本书并非是一部专业的金融历史著作,以下的描述和分析只能是提纲契领式的。

技术进步和人力资本逐渐成为经济增长的主要动力

1820—1913年期间,英国人均收入增长比过去任何时候都要快,大约为1700—1820年期间的3倍。该时期是英国发展的一个历史新纪元。核心推动力量是技术进步,资本的快速积累,教育水平迅速提高,人力资本显著改善,劳动力和产业的国际分工日益深化。整个时期,英国出口年平均增长率达到3.9%,是GDP增长率的两倍。

大英帝国的版图和势力范围飞速扩张

1820—1913年期间,促进大英帝国贸易和英镑地位显著上升的另外一个关键因素是大英帝国版图的快速扩张。从1870年代起,英国先后统治了非洲的埃及、加纳、肯尼亚、尼日尼亚、罗德西亚、苏丹、南非和乌干达,亚洲的亚丁、阿拉伯半岛周围的酋长国、缅甸、马来半岛诸国、香港,还控制了整个印度。1913年,英国的非洲领地人口大约有5200万,亚洲大约有3.3亿,加勒比160万,澳大利亚、加拿大、新西兰、爱尔兰1800万,大英帝国总人口达到4.2亿,是英国本土人口的10倍。遍及全球的殖民地自然构成一个庞大无比的国际贸易网络。

大英帝国开始全面转向自由贸易

1820—1913年期间,英国的贸易政策普遍转向自由贸易。1846年,英国废除著名的《谷物法》,取消对农业进口品的保护性关税。1849年,废除《航海法》。1860年,取消所有贸易和关税单边限制。与法国签署《柯步登—雪弗里尔条约》,两国实现自由贸易。从19世纪中期开始,英联邦国家之间,基本都实施了自由贸易政策。甚至直到1931年大萧条最严峻时期,英国依然坚守着自由贸易政策。当然,英国之所以从1840年代开始奉行自由贸易政策,还是因为当时英国已经跃居世界最强和最有效率的生产者。20世纪初,英国超过50%的食品和近90%的原材料依靠进口。1870—1920年期间,进口价值相当于国民生产总值的25%。(选自作者新著《新资本论》第9章,本文待续)

融杠杆投资于高风险高收益的资产,实体经济正常的投资和 innovation 活动受到严重抑制,出现产业空洞化和资产虚拟化,经济转型陷入停滞,金融危机一触即发,经济泡沫就演变成了泡沫经济。日本学者野口悠纪雄在《泡沫经济学》一书中提到,1983—1986年日本企业的金融与土地投资增加值和固定资产投资增加值的比重为50.8%,这一指标在1987—1990年泡沫经济巅峰期急升到86.1%,在泡沫破灭后又暴跌到5.7%。数字过山车不仅意味着风险暴露,更带来日本经济增长“失去的20+年”。

控制投资杠杆是防范经济泡沫演变为泡沫经济的重中之重。投机性泡沫多依靠高杠杆支撑,泡沫破灭将引发杠杆坍塌的多米诺骨牌效应,严重冲击社会信用体系。虽然中国证券业协会等四家组织已发布《关于促进融券业务发展有关事项的通知》,提出券商做两融业务不得开展场外配资、伞形信托等活动,但通过个人信用贷款、网络P2P配资等方式进行的高杠杆投资仍亟需规范。尤其是处在监管空白的一些P2P公司,打着“我出钱,你炒股,盈利全归你”的口号,仍然向投资者提供5—10倍的杠杆。面对来源日益纷杂的股市资金,监管层必须加强金融监管协调,防范监管套利,才能真正有效控制投资杠杆。

建设更多元化的金融体系是引导泡沫支持转型的根本之道。经过10年市场化改革,中国金融市场的规模早已今非昔比,1.8万亿元人民币创全球记录的A股成交量即为最新例证。然而,规模指标只是中国经济巨人在金融之池中的倒影。无论是如火如荼的股市,还是蓬勃发展的债市,抑或是在与高端客户共舞中“弱于”的商业银行,播洒出的金融资源更多集中于大企业,小微企业仍面临着融资难和融资贵的困境。由于大企业前期沉淀了大量的固定投入,其实施颠覆性创新的动力不如小微企业,“金融大户”的格局并不利于转型。唯有进一步深化准入、监管、利率等方面金融体制改革,提高金融的可及性和均质性,依托更多元化、更高弹性的金融生态,引导全社会资金更均衡地配置到实体经济中,才能从根本上斩断从经济泡沫到泡沫经济的通道。