

《货币崛起》读书笔记

一、内容概述

将今天的经济形势置于历史背景中检视，不难发现历史与今时今日各自依循相同的逻辑链包装不同的金融故事，两者相互投射，互为解读。哈佛大学历史学教授尼尔·弗格森正是在这样的大叙事下讲述货币四千年的发展史，从银行、债券、股市、保险，至房地产直至现今全球金融各个角度解读人类需求和欲望驱动下货币的发展历程。

从何为货币讲起，人们几乎长时间内公认的，是作为交换媒介、计价单位和贮藏手段的货币职能，然而货币应当以何种形式承载上述功能则几番革新。公元前600年小亚细亚人所铸已知最早的金银混合货币奠定了千年来贵金属作为货币理想材料的历史。然而贵金属货币赤诚的信仰者西班牙通过征服活动横跨大西洋猎取数百吨白银之后所料想不到的是，白银数量的增加使其本身价值急剧贬值，社会并不因此富裕，价格革命却由此爆发。向西班牙做出解释的是早在五千年前的美索不达米亚，那个被考证曾使用过泥板充当货币角色的古文明之地（似乎隐喻了今日纸币的灵感来源）所说的是，贵金属的价值并不绝对，货币是别人愿意给你的唯一价值，因而这一唯一价值也不非得由贵金属承载——无论是金属，还是泥板、纸币、任何，货币的实质是信任问题，是一种记名信托。

早期的信贷由此引出。教义对基督徒放贷的限制和犹太人放贷给基督徒的合法性使其成为16世纪威尼斯有效资金和金融服务的来源，然而面对庞大的债务人群体，外邦犹太人的小规模商业始终陷于无利可图（利率过低）和遭受违约（利率过高）的矛盾境地。解决这一矛盾的是银行的诞生，美第奇家族的强大实力使银行大规模和多样化经营成为可能，从而在很大程度上实现了风险的分散；并且随着银行内部和银行间的非现金交易、部分准备金体系和中央银行垄断货币发行三大金融创新，赋予了货币新的含义：反映银行的具体负债的总和。直至黄金窗口关闭，货币不再与贵金属挂钩。货币扩张与金属和货币之间联系的突破形成了在信用的基础上，前所未有的货币扩张和信贷繁荣，使钱可以更自由地流动到需要钱的地方。可以说，银行的演变是货币发展中至关重要的一步。

应运而生的现代金融体系第二大支柱，作者继而谈到，是债券市场的诞生。战争是债券之父，银行无法满足政府战争所需资金时，政府债券成为向全民融资的手段。意大利城邦（佛罗伦萨、威尼斯）、法国、西班牙等纷纷以此方式筹集资金，然而长期战争导致债务增加，大量发行债券致使债券大幅贬值，往往以债券大量违约告终；而相反英国“统一公债”在王室良好的信用下保持着更稳定的流动性。在此前提下，滑铁卢战争中罗斯柴尔德家族得以通过低吸英国债券占领债券市场，从而通过家族成员协作套利换取战时所需金币，奠定了英国战争胜利的基础。而他们美国内战中所拒绝援助的南方，由于债券担保物棉花价值的暴跌而失去筹款能力。以上种种，债券竟如此决定着战争的走向。同时作者借此引出通货膨胀与债券市场的紧密联系：当债券发行方因信用危机或担保物价值下跌丧失筹款能力时企图发行货币解决困境，便进入通胀继而货币进一步贬值的恶性循环，银行受损，利率高企，使经济蒙受巨大损失，一战后的德国和1989年的阿根廷便是故事的主角。

一种比政府债券市场更新兴、更具活力的投资方式是第三章的股票市场，使货币进化到虚拟资产的时代。公司股份制起于荷兰东印度公司，向社会融资并分担风险。通常股票价格反映人们对公司前景的预期，然而股票泡沫给我们的教训是警觉这种预期非理性的可能——不对称的信息、跨境资本的流动、宽松的信贷政策给了内幕交易者活动的空间。股份制可以创造大公司、高收益，也可以制造大泡沫、高风险。安然公司利用假账操纵股票价格虚高而最终崩盘的欺诈案正是泡沫悲剧的实例。更为生动的主人公是约翰劳密西西比公司的庞氏骗局：将出售新股所得冒充公司盈利支付给投资者，使投资者狂热的信心同样成为泡沫的一部分最终随股价崩溃。股票是人性的镜子，贪婪和恐惧尽在其中。

金融市场道路的曲折呼唤保险的出现，使得货币的崛起不再仅仅是集聚财富，而包含了风险的分担。另一种风险分担方式——福利国家的产生和发展弥补了商业保险趋利的局限，只是对于长久经济发展而言，高福利极可能影响整个社会的运行效率。而期货、期权等衍生品的出现俨然成为防止未来冲击更聪明的方式，却往往因需要大额的投资而不适用于普通家庭。于是更为简单的策略应运而生——借钱投资资产以期升值：如房地产。

房地产常常被认为是可靠的抵押物和保值、升值的手段，然而作者在第五章通过储贷危机和次贷危机向我们展示了其赌博性。从福克纳与其同伙为代表的开发商行使虚拟资产

诈骗将政府担保的存款收入囊中，到贷款证券化在底特律等次级市场演变为紧缩政策所导致的无力偿还抵押贷款，房价的杠杆式攀升最终都以泡沫破灭为结局。教训是，收支平衡。

最后，第六章以全球化视角看世界经济，索罗斯以及迈伦斯克与罗伯特莫顿的戏剧化金融游戏向我们展示全球金融市场的魅力与风险并存。中美共同体下两国的不同走势似乎隐喻了贸易战爆发的当下，作者指出，如今的金融市场是四千年经济发展的结果，货币崛起是人类进步的关键因素，然而根源于人性的复杂性和多样性使历史问题依然可能重演，并在全球融合下更不堪一击。中美如是，全球金融亦如是。

二、天生赌徒与他破灭的密西西比泡沫

整部书中有很多生动的历史故事，其中给我们留下深刻印象的自然包括疯狂的赌徒约翰·劳与他的密西西比泡沫。为了研究这个问题，我们小组补充阅读了《新资本论》中有关约翰·劳的附录。劳固然是个金融天才，他在阿姆斯特丹的金融创新中汲取了灵感与信心，也察觉了这个“央行+股份公司+证券交易所”这个铁三角系统中的不足之处。于是在他在法兰西充分利用了皇家银行无限度扩张货币和信用之功能，同时根据市场需求增加股票数量，从事大规模扩张。他凭着丰富的经验与受众的权力得心应手地操纵着股价：赋予密西西比公司拥有别人难以企及的各种政府垄断特权，并借此向股民描绘充满想象力的美好前景，许诺难以置信的高额回报。股民们在他的鼓励 and 帮助下通过融资和抵押贷款，不断购买新的股票，形成了早于“庞氏骗局”这一名词诞生之前的典型案例。

这个故事本身赌局的性质注定了失败的结局。那么约翰·劳的问题出在了哪里呢？

其一，在央行的货币供应扩张方面，劳没有坚持任何有效的约束规则，在皇家银行成立不久后便放弃了足量贵金属储备的支持，也没有贴现商业票据、外汇储备、国债等等作为发行基础货币的具体规则及比例。因此，绝对的权力必然导致绝对的腐败，这亦是货币金融难以逃脱的定律。另外，劳将中央银行和商业银行的功能混为一谈。中央银行之首要职能是根据经济需要调节货币供应量，而商业银行首要目标是盈利。尽管世界上许多中央银行（包括阿姆斯特丹汇兑银行、英格兰银行和美联储）曾都是私人持股银行，但法律明文规定央行功能必须凌驾私人股东利益之上。在这个意义上，约翰·劳的皇家银行则恰好颠倒过来。他大量发放贷款给客户购买股票，几乎没有任何规则约束其贷款行为。

其二，以美好的愿景和高额的回报率诱骗投资者，这是一切“庞氏骗局”之共同特征。开发路易斯安那确实是前景广阔的事业，但那是100多年之后的事情了，而在这个巨大的泡沫下，密西西比公司并没有什么实质性的交易内容，浪费了无限特权和垄断权，是对于投资者实实在在的欺骗。这可能与约翰·劳天生赌徒的性格有关，他只热衷于创造虚幻的繁荣，而对于公司的经营管理毫无兴趣。在这样的动机下，劳毫无限制地增发新股，为防止股价暴跌，则疯狂扩张信贷以支持股价。约翰·劳的密西西比公司大量兼并其他公司，完全依靠新股，惊天大泡沫被吹到极致。同时，无限制扩张货币供应量导致法国货币疯狂贬值，从通货紧缩迅猛演变为恶性通货膨胀。“劣币驱逐良币”的格雷欣定律发生作用，金属货币退出流通，大量流出国门，统治者混乱的应对政策毫无招架之力，别无选择地迎接泡沫破灭的瞬间，投机情绪即刻从狂热转向恐慌。公众疯狂抛售股票，无数投资者血本无归，王国金融体系轰然崩溃。回归金属货币本位制之后，国家重新陷入通货紧缩和经济萧条。货币信用制度和资本市场停止运转达数十年。王室财政长期捉襟见肘，一次又一次的货币和金融改革尝试均告失败。最终，法国王室财政破产，深陷债务危机难以自拔。王室财政破产直接导致了改变欧洲命运的法国大革命。

约翰·劳为我们提供了资产价格泡沫兴起和破灭的经典案例，它告诉我们，金融危机和资产价格泡沫都是一个信用现象。经济体系的运行有其内在规律，严重偏离实体经济需求的信用快速扩张，必定诱发资产价格泡沫和泡沫破灭危机。要推测未来将要发生的资产价格泡沫和金融危机，我们必须高度关注和量度经济体系信用指标的变化，降低潜在风险。另外一点，从投资者的心理来看，投机心理引发的贪婪和盲目让人们迷失在对泡沫的追逐里，这也与货币扩张有关，笼罩在贬值阴云之下的人们始终不能去正视价值本身。可以说如果货币是中性的，人们的信心增强的同时，才会更加去关注投资的价值问题。这是一个百年来无可避免的周期性金融难题，是反理性的现实客观状况，也只有对于投机心理的打击和改善过程中，才能真正实现一个经济体在消费和服务业的转型发展。

三、安居梦的破灭与未来

在第五章中，弗格森讲述了一个地产游戏。房地产作为一个真正的抵押物是如何一步步破灭的？美国人对房产的追求起源于政府提出的房产私有民主制，他们认为房子是人们最基本的生活欲望，并通过向抵押放贷者提供官方保险来鼓励民众申请高额的、长期的完全分期等额偿付的低息贷款，从而为美国次级市场的发展打下了基础。20世纪30年代以后，美国政府有效地运作着信贷抵押市场，而在储贷协会崩溃后，抵押品的抛售交易又推动了一种新的借贷方式的产生——抵押债券，“在一个证券化市场上，没有人会听到你的尖叫，因为你在你自己的世界里”。

然而，正是信贷市场的发展加剧了房产市场的“赌博”，无论是哪个角色，开发商还是投资者，都想从房地产那里获得巨额的利益，都带有极大的投机性。一些投资者甚至不惜借高利贷去投资楼市。当房地产被投资者或投机者所操控时，住房真的就变成了金融属性。然而，我们应该思考的是，财产的属性本身不是为了使人们有物可押，而是增加了人们去借贷的信用度，真正的抵押物来自于稳定的工资，因此企业家不一定要把房子抵押出去来筹钱，“产权并不是财富增长的关键因素”。《大富翁》游戏原来是为了揭露一种不平等的社会机制，现在却成了炒房者的精神鼓励。

结合当前中国的房地产市场现状，2008年经济危机后，16、17年我国政府为了刺激经济复苏推动全民举债买房，中国地产销量连续两年井喷，17年地产销售面积已经接近17亿平米，地产销售总额估计会达到13.2万亿，比15年增加了大约5万亿。而这与人口结构和城市化等基本面无关，而是来自于全民举债买房。16年以来的基建投资增速稳中有降，制造业投资增速再创新低，只有地产投资增速由负转正，这是企稳经济的主要贡献。然而，截至2016年底，中国居民购房抵押率升至50%，已经接近美国2007年次贷危机爆发前的水平。我国居民部门债务占居民可支配收入的比重已超过90%，和美国、日本的水平相当，从收入角度看中国居民部门举债能力已经接近上限。

从经济发展的层面看，每当经济下行，或者是增长、增速下行时，我们就看到货币供应量增加。宽松的货币政策确实对经济有刺激作用，但是我们也看到量化宽松政策对经济增长拉动的边际效应是大幅递减的。那么新投放的货币去了哪？最可能的就是房价和物价。人们去菜市场一看价格便能感受到物价是否上涨了，也能了解到部分城市的房租上涨了。但实际上，新增的货币绝大部分都去了房地产，因为在银行实际的信贷投放中，土地和房地产都可以作为抵押品，更容易获得信贷资源。这就与书中所阐述的观点一样，“安全如家”，在金融领域，当房产和其他形式的资本资产相比较时，作为一种流动性更强、稳定性更高的资产，靠抵押房屋出借资金才最安全、最有保障，因为即便债务人逃跑了，这些房屋也是跑不了的，因此房产也就成为了一种更好的信贷抵押品，吸引人们将多余的资金都投入房地产中来增值。中国目前房地产的高杠杆就是资本货物的非理性繁荣的现象，或许一开始的目的是经济增长，然而当这种泡沫愈演愈烈，人们以房赌房的行为已经扭曲了资本市场。我们现在关注的应当是如何建立起合理多样的金融资产有价证券来保障金融领域的资金安全，正如本章最后所说的，“在这个充满风险的高度杠杆化的资产市场，我们不应该被引诱，去用所有的东西做赌注。在借款费用和投资回报之间，在债务和收入之间，应始终保持能承受的幅度”。

总之，房地产并非一国经济增长和发展的一个资源，也就是说，房地产对GDP的贡献不是国家政府的首要考量，而应当将其作为国家社会政策的一部分，考量的是社会发展，也就是公民的居住权。当然，其实我们和十年前的美国有很多相似的地方。回顾这一章，十年前美国次贷危机之后，房价掉了一半，股市也大跌，实现了彻底的出清，然后有了各种创新，十年前还没有特斯拉，苹果也不是人手一台，Facebook还没有成为大家必用的工具。彻底出清了，创新也出来了，或许这种破灭会是另一种发展。从金融的视角看，过去十余年，房地产市场在大家心目中一直是永不终结的繁荣，而我国当前反映出的高杠杆模式和房地产泡沫似乎是过去英美房市的历史重演，但我相信，现实不会完全遵循历史，中国现在对金融安全的重视以及对高杠杆买房的控制都在提醒我们，房地产并非只是一个“安居梦”，正如今年中央财经委员会第一次会议中提到的：“要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降”。在“严监管”与“去杠杆”的政策下，我们相信我国房地产行业能够在规避系统性风险的前提下真正保障居民的居住权。