

◀（上接 6 版）

橡胶实体市场的陡然下行、市面流动性的急剧收缩以及橡胶股票市场泡沫的破裂，使得当时嵌入橡胶股票投机较深而积存大量橡胶股票的三家钱庄——正元、谦余、兆康均因橡胶股票的猛烈跌价，而出现资金周转严重失灵，不得不于 1910 年 7 月先后倒闭，亏欠其他钱庄、银行款项计达 700 万两，这对上海市面造成强烈负面冲击（[闵杰《1910：上海金融危机启示》](#)，《金融实务》2007 年第 10 期）。由于金融市场的外部性、系统性、传递性，森源、元丰、会大、协大、晋大、协丰、协源、晋源、鼎生、鼎余等一批知名钱庄受之牵连也接连倒闭，市场一度陷入恐慌之中。一批钱庄的经理、副经理、跑街等纷纷携带时利和客户存款潜逃，衍生了大量的金融乱象。据统计，至 1911 年初，上海 100 家上市钱庄仅剩 51 家（[上海地方志办公室《上海通志》第二十五卷金融](#)）。

由于传统钱业在上海金融市场中的特殊地位，以及上海在全国经济金融格局中的重要地位，这场由橡胶股票风潮的冲击波所造成的金融市场涟漪效应，不久又从钱庄扩散至其他金融业态，从上海一域扩散至江浙地区、东南沿海及至全国大城市。在此过程中，若干与这些上海钱庄发生金融联系的全国性银号、票号均受到重大拖累而倒闭。1910 年 10 月 8 日，当时中国最大的银号——上海源丰润巨额亏损倒闭，累及各地 17 家分号（[《东方杂志》第七卷第十期](#)，1910 年 10 月，第 130 页）。上海商务总会致电清政府军机处、度支部、农工商部等，请求筹款支援，后虽经筹措洋款和借拨库银，但终为时已晚，未能阻止金融危机的连锁反应。1911 年 3 月 21 日，著名的票号上海义善源倒闭，牵连外埠分号 23 家（[闵杰《1910：上海金融危机启示》](#)，《金融实务》2007 年第 10 期）。

差强人意的金融风险化解尝试

纵观清末上海的历次金融风险，其共同的症结都在于钱庄的投机性和金融安全体系的脆弱性。清末实体经济的发展受战乱、外患等因素影响，发展不稳定，这驱

使钱庄资本高度介入非实体经济的金融市场投资套利活动，沉迷于股票买卖投机，但高利润与高风险常常是伴生的，一旦市场泡沫的破裂就会带来钱庄、票号的大量歇业或倒闭，导致债务违约问题激增，酿成金融恐慌的恶性循环。1910 年这次橡胶股票风潮不外如是。当然，在此过程中，为了缓解由橡胶股票投机泡沫破裂所引起的金融风险冲击，上海官商还是协同采取了一系列针对性措施，主要包括以下几个方面：

一是发布公告，稳定人心。谣言往往是扩大、加深金融危机的助推器。面对橡胶股票投机泡沫破灭所带来的金融恐慌和市场上各种小道信息盛行的局面，上海道乃至两江总督不得不接连发布公告以正视听。在正元等三家大钱庄倒闭不久的 1910 年 7 月 27 日，上海道即颁布布告声明，与一般的钱庄、票号不同，裕苏银号、裕宁钱局是官署所设，有地方官主持与提供保护，它们所发行的钞票由“道署担任，决无意外之虑”，劝告商民“切勿轻听谣言”，“惊动市面大局”。同年 7 月 30 日，层级更是上升到由两江总督张人骏颁布布告声明，裕宁官银钱局是为裕商便民而设，所有收放公私款项以及行用银票，“均为商民所信用”，要求商民切勿轻信谣言（[汤志钧《近代上海大事记》](#)，上海辞书出版社 1989 年版，第 686 页）。当然，在此过程中一些橡胶公司面对股东的质疑，也纷纷通过召开股东大会、公布财务报告、派发股息红利等手段试图恢复股东的信心。

二是筹借钱款，维持市面。金融市场资金链条一旦发生断裂，需要新的流动性注入以接续循环。正元等三家大钱庄倒闭时，当时还握有倒闭钱庄签发庄票的外国银行，纷纷持票向上海地方官员要求赔偿，并以停止同钱庄的资金融通相要挟。1910 年 7 月 18 日，上海道台蔡乃煌会同上海商务总会会长周晋龢，联袂赴宁面见两江总督张人骏报告事情经过和预期后果。8 月 4 日，清政府责令蔡乃煌与汇丰、麦加利、德华、道胜、正全、东方汇理、花旗、荷兰、华比等 9 家外国银行签订“维持上海市面借款合同”，借款 350 万两白银，负责付清外国银行和洋行所执未付的庄票（[汤志钧《近代](#)

[上海大事记》](#)，上海辞书出版社 1989 年版，第 686 页）。与此同时，蔡乃煌还拨出上海官银 300 万两，存放于上海源丰润和义善源及其所属庄号，希望助其稳定市面（[中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》](#)，上海人民出版社 1960 年版，第 76–78 页）。尽管最后这两家银号未能抗住冲击，但初期确实还是起到了一定的稳定作用。

三是合纵连横，抱团应对。在这场金融风潮中，外商银行稳坐债权人和授信人地位，为了应对危机它们出台或酝酿出台系列信用紧缩措施，如金融恐慌发生之后不久，外国银行团即作出决议，计划将历来通行的庄票期限由 10 天改为 5 天内支付，这无疑是对本已陷入流动性危机中的上海钱业及其他相关行业的进一步打击。1910 年 8 月 20 日，各业商人齐聚上海商务总会，会商要求总会出面同外国银行团进行交涉。上海商务总会积极拉入与华商有密切贸易往来的在沪外商作为同盟者向外国银行团施压。最终，外国银行团妥协应允新规定的实施时间推迟一个月，但一个月后新规定也并未实施，所以实际上是无限期的推延（[徐鼎新、钱小明《上海总商会史（1902–1929）》](#)，上海社会科学院出版社 1991 年版，第 119 页）。这在一定程度上缓解了市面上的流动性短缺局面。

四是清理积欠，制定条规。由于大量钱庄、银号的倒闭，市场上三角债和积欠不还现象屡见不鲜。为了疏通市场上的流动性阻滞，上海道也参与做了许多清理积欠的工作。在清理当时倒闭钱庄的账务过程中，商务印书馆亏欠正元钱庄银两，却置之不理。1910 年 9 月 13 日蔡乃煌致函公共租界会审公廨，令派差传讯该馆经理（[汤志钧《近代上海大事记》](#)，上海辞书出版社 1989 年版，第 689 页）。1910 年 10 月两江总督张人骏则针对当时上海市面钱庄、汇号接连倒闭，以致金融阻滞、周转不灵的现象，主持制定了管理钱业条规，希望杜绝日后再次发生同类事件。这些条规的内容以《大清律例》“五家联保”制度为基础制定，希望借此来警示上海钱庄业，稳定金融局面。该制度思想后被 1917 年成立的上海钱业公会在修订钱业营业章程时，作为同业互保功能的规定纳入。

开放环境下更应重视金融的风险防控与创新

金融风潮的冲击，有其内在的历史和制度根源，显然不是靠短期的政策应对就能化于无形的，后者至多仅能起到一定程度的缓解作用。不过，如同 1929 年美国“大萧条”和 2008 年世界经济金融危机催生大量此方面的经济学研究一样，对于清末金融风潮背后的逻辑和原有金融体系的漏洞的洞察，是经济学尤其是经济史学需要予以重点关注的，如此才能更好地以史为鉴、防患未然。1910 年橡胶股票投机所导致的金融风潮并不是孤立的，它是清末经济和金融市场中众多内生因素与外生冲击共同作用的结果，反映了当时中国特别是上海金融市场的基本情况，兼有特殊性和普遍性，其中有一些值得引以为镜鉴之处。

第一，独立的经济、金融主权是维护国家金融安全的重要先决条件，如金融市场为外国势力所控制，而自主监管制度阙如，将很难规避国际经济金融风潮的传入。鸦片战争后，清政府在列强压迫之下对外让渡了很多主权包括金融主权。外国各类金融机构如证券交易所、银行等纷纷自由进驻中国，在中国金融市场上形成了一个巨大的辐射网络，大量外资企业依托外国资本在中国建立的这样一个金融网络进行资本募集和保值增值，与国际金融市场之间的防火墙体系阙如。这次金融风潮的发生折射了清末金融市场的基本特征。一方面，正是由于外国资本可在中国市场上自由进出，缺乏必要的基本规制、规范，才导致了橡胶公司股票的大量发行，如蓝格志等大批外商所设橡胶公司就是在由外商创办和控制的上海众业公所上市的（[朱荫贵《试论近代中国证券市场的特点》](#)，《经济研究》2008 年第 3 期）；另一方面，也正是由于货币市场缺乏必要的监管制度体系，才使得货币市场上的大量流动性涌入资本市场，橡胶股票的泡沫被越吹越大，最终随着国际橡胶实体经济需求和股票市场的动荡调整而形成一场大的金融风潮。

第二，股票市场上的价值投资一旦演化为价格投机占据主导，最终必然会导致非理

性繁荣和市场泡沫，使局部风险放大为系统性金融风险。早期股票市场对于新设橡胶公司确实曾起到价值发现和资本支持的作用，但随着国际橡胶市场实际需求和橡胶原料价格的迅速上扬，以获取短期暴利为目的的非理性非价值投资者纷纷涌入，股票市场价格投机的色彩愈渐严重，加之信息不对称、监管不到位，使得股价严重偏离了其内在价值。这种信息上的不对称、不完善主要体现在两方面。一方面，不少皮包橡胶公司经包装上市圈钱，或以虚假信息诱导投资者购买本公司股票，使得投机泡沫充斥市场，另一方面，很多购买橡胶股票者甚至对橡胶为何物都不甚了解，对所持股票的公司也缺乏基本了解，与前些年国内股市暴涨期间的开户数激增颇有类似之处。晚清姚公鹤在点评这次金融风潮时曾感叹：“盲人瞎马，夜半深池，以一群不学无术之人，置之万死一生之地，其为危险，孰逾于是！”（[姚公鹤《上海闲话》下卷](#)，商务印书馆出版 1925 年版，第 90 页）

第三，传统金融机构自我现代化的步伐如不能跟上经济现代化的步伐而及时转型创新，其最终指向只能是在震荡调整中走向消亡。钱庄是近代中国复杂的货币体系需要兑换而产生的，在资本积累到一定程度后开始经营存放款业务，在中国近代金融市场的前期发展中发挥了重要作用，但由于传统因素的影响制约，钱庄在经过了 19 世纪到 20 世纪初的几次金融风潮之后，在朝向近代新式金融机构转型方面并未取得实质性进展。1911 年 9 月 11 日至 13 日，《新闻报》连载盛丕华《上海钱庄亟以改良图存》一文。他在文中提出，“试一稽上海钱庄数十年来之状态，大抵苟且敷衍，因陋就简，惟孳孳焉图锱铢之利而未有为久远之计划者”，并将钱庄业“致败之道”归结为五弊：即资本微薄，重拆票、轻存户，存款不定期，脱手滥放，做押款而不得精当等，可谓切中要害。在此以后，民国政府期间钱庄在又经历了几次金融风潮后，最终走向没落，其市场主导地位逐步为由外传入的新式银行所代替。时至今日，传统银行在新兴互联网金融业态的冲击下，也正在经历转型创新的考验，最终走向何方尤待时间检验。

（作者为上海财经大学高等研究院助理研究员）

