

# 殖民體系替代朝貢體系 ——解析第一次全球失衡



▲一度長期處於世界巔峰的中國在西方列強一系列不平等條約的摧殘下，逐步向半封建半殖民地社會轉化。中國的白銀儲備飛速流失，導致的經濟緊縮限制了中國經濟成長

現時人們口中的全球經濟失衡，並非是新鮮事物，最早的失衡可以追溯到近200年前。直到1820年之前，西方工業化國家主導的殖民體系，以及東方中國主導的朝貢體系，都按照自身的循環發展。這更像「全球化1.5」版本中兩個並行的體系。

東方證券首席經濟學家、總裁助理 邵宇



鍍金時代

公元前221年秦朝統一中原地區之後，東方建立了嚴格意義上的中央集權帝國。當時在整個東亞和東南亞地區除匈奴外，並不存在可以與秦漢政權全面抗衡的力量。因此，除「敵國」身份對待匈奴之外，中原帝國開始將先秦時期的畿服體系（朝貢體系的前身）推廣至已知的世界中去。

## 明代確立朝貢體系

1368年明朝建立，1371年明太祖朱元璋明確規定安南、占城、高麗、暹羅、琉球、蘇門答臘、爪哇以及其他西洋、南洋等國為「不征之國」，實際上確立了中國控制的勢力範圍，並確定了「厚往薄來」的朝貢原則，由此形成的朝

貢體系成為東方世界的通行國際關係體制。在這個體制中，中國中原政權成為一元的中心，各朝貢國承認這一中心地位。

長期以來，輾轉通過海陸絲綢之路，兩個代表型經濟體，中英之間主要是貿易的往來，投資、人員與技術的交流都甚少。由於貿易順差和套匯、貨幣政策導致白銀大量流入中國。當時中國對白銀的渴求很像在後續「全球化3.0」中對美鈔的渴望——它們都是基礎貨幣的來源。自1550年代中歐海路開通至1800年，中國保持巨額貿易順差達兩個半世紀之久，這在世界貿易史上實屬罕見。

銀本位體制下，白銀首先在某個區域內作為貨幣流通，然後突破區域經濟，在更廣泛的商業貿易往來中扮演重要的結算角色，並逐漸擴展其發揮作用的地域範圍，最終成為全球通行的支付手段之一。如果從亞洲的角度分析世界白

銀流通的話，可以清晰地發現銀本位時代，特別是工業革命之前，亞洲長期支配著世界白銀的市場，而美洲、亞洲和歐洲則被白銀聯繫在一起。

## 套匯白銀湧入中國

十五世紀之前，歐洲的白銀生產未能滿足區域內的交易需求，因此產生了對交易媒介的強烈需求。十六世紀以來，重商主義在歐洲興起，新大陸發現後，大量的白銀流入歐洲。在十七世紀，黃金在歐洲被鑄成硬幣，而歐洲的主要貨幣由白銀轉變為黃金。西方國家先後過渡到金銀複本位制，1816年前後又逐漸被金本位制所取代。同時更多的白銀以貿易支付的形式，從歐洲流入亞洲。

除了對外貿易，歐洲人在中國、日本、歐洲之間開展的三方套匯業務，是白銀流入中國另一條重要渠道。16、17世紀間，主要由於貿易導致的歐洲國家白銀的低價，與中國的白銀高價帶來了套匯獲利的機會。歐洲商人將日本、美洲白銀輸入中國套換黃金，單程即可獲利一倍以上。受利益驅使，日本、歐洲白銀被大量運往中國，而黃金大量流向歐洲。即使在18世紀，中國白銀價格仍然高出歐洲50%的利差，這導致了18世紀墨西哥白銀生產的繁榮，世界各地的白銀再次爭先恐後地被大量輸入中國。

## 貿易失衡引發戰爭

在1820年鴉片貿易在中國興起之前，中國的產出比歐洲和其衍生國的總和還要高。在這個朝貢體系與殖民體系並存的世界中，中國一直是全球最大的經濟體和白銀吸收者。16世紀中至17世紀末，西屬美洲的白銀產量約佔全球的80%，這個區域生產的白銀有很多最後都輸進了中國。西屬美洲的白銀經由三條路徑運往中國，這三條路徑依其重要性依次為：西屬美洲→菲律賓馬尼拉→中國（1570年後）；西屬美洲→西班牙塞維爾→葡萄牙→中國（1570年後）；西屬美洲→西班牙塞維爾→荷蘭、英國→中國（17世紀初以後）。

中英貿易失衡逐漸成為了矛盾的核

## 熊貓債漸入佳境 點心債艱難復甦

中銀香港高級經濟研究員 應堅



撥雲見日

上月底華潤置地在境內銀行間債券市場發行50億元（人民幣，下同）熊貓債，為歷來最大規模的單筆發行，包括20億元3年期及30億元2年期中票，獲得不俗的認購倍數。此外，創興銀行近期亦成功發行15億元3年期熊貓債。熊貓債連續發行並受到市場歡迎，為正在解凍的點心債帶來了不小的壓力。儘管財政部在英國成功發行了30億元3年期人民幣國債，並有其他一些點心債發行個案，但整體上點心債市場比較疲弱。熊貓債市場崛起，與點心債的差距有可能迅速縮小。

自戴姆勒於2014年重啓熊貓債發行以來，已累計錄得十三宗新發行，融資金額已達到230億元，其中今年新發行95億元。熊貓債市場漸入佳境。華潤置地一次性發行了50億元，達到了離岸市場國債及政府性銀行債券的發行規模。去年底、今年初韓國政府及加拿大不列顛省分別發行30億元熊貓債，也是具有較大規模的融資活動。在離岸市場上，大多數發債體只發行10億元以下的債券，被稱為「點心債」。熊貓債融資成本不斷下降。以此次華潤置地發行的3年期中票品種為例，信用評級為AAA，票息為3.2厘（最低申購價為3厘），低於之前三家香港商業銀行發行熊貓債時的3.5厘的定價。這顯示隨着投資者對熊貓債越來越熟悉，信心也在不斷上升。

熊貓債之所以加快發展，與境內債券市場發展有較大關係。2014年以來，人行已連續六次減息，大幅推低了國債及其他債券的利率曲線，也促成了一輪債券牛市，去年銀行間債券市場發行量同比增長了1.08倍。儘管近期發生多起信用債違約，但應該

屬於個別現象，蔓延機會不大。隨着美國加息步伐再次臨近，美元債市場面臨更多不確定性，反而有利於人民幣債券發行；點心債因資金成本倒掛之故，當前啟動較慢。因此，境內債券市場盛宴，還有可能持續下去。

政策上亦鼓勵熊貓債市場發展。據了解，內地正在着手熊貓債的管理辦法。從之前申請情況看，熊貓債發行人的適用範圍還是比較寬泛的，顯示監管機構將熊貓債市場的重啓，作為金融市場對外開放的重要措施之一。

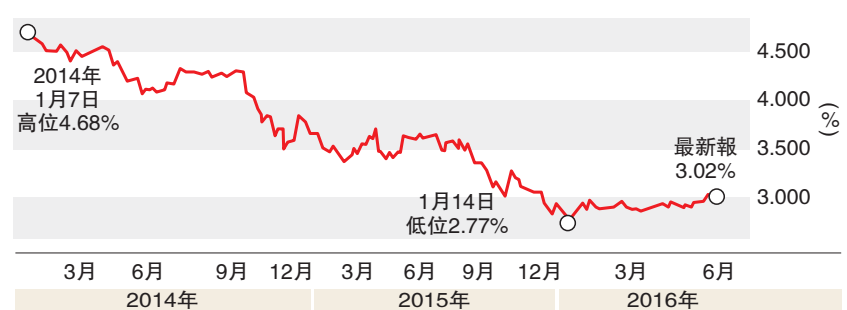
## 境外機構青睞熊貓債

在各種有利因素的促成下，下一步熊貓債發行有望進入一個高峰。首先，大量獲批額度尚未用掉，正在排隊等候合適的發行機會。中銀香港註冊金額為100億元，首次發行10億元。招商局註冊30億元，也只用掉5億元。其次，新申請額度越來越大。

由於熊貓債發行實施註冊制，手續簡便，又有一定期限有效期，企業傾向於多申請。戴姆勒首次註冊50億元，今年再次申請時，將額度增至200億元。再者，越來越多境外機構表達了發債興趣，並着手申請註冊。例如，斯里蘭卡、波蘭政府都在考慮到中國境內來發債，其他一些非香港發債體也有明確意向。即使考慮平衡境內外機構的融資需求，今年熊貓債的發行量也會大大超過去年（135億元）。

反觀點心債市場，正處於艱難的復甦中。近日，中國財政部在英國倫敦發行了30億元3年期人民幣國債。一個月來，離岸市場還發行了其他五、六筆人民幣債券或票據，但由於熊貓債和點心債發行存在部分重疊，兩個市場是替代關係，熊貓債發行漸入旺季，對點心債市場復甦會造成什麼影響，有待進一步觀察。

## 中國十年期債券近年收益率走勢



心與衝突的導火索。18世紀以來，亞洲在英國貿易中的地位愈來愈重要，也成為英國貴金屬的主要輸出地。英國對殖民地體現為直接掠奪和嚴重的非等價交換，中國卻成為了英國最大的逆差製造者，這也讓英國的白銀源源不斷地流入中國。從十八世紀中葉起，白銀一直佔英國東印度公司對華輸出貨值的90%；至十八世紀末，英國已是中國第一大貿易夥伴，它對中國的貿易輸入值已佔所有西方國家的90%左右，輸出值也佔70%以上。當時來廣東的英國商船上只有小部分貨物，而其他都是現銀。

持續的貴金屬流出影響了英國自身的投資與擴大再生產，同時該國工業品卻始終擱不開中國的大門。新興的資本主義帝國極為不滿，為扭轉貿易逆差絞盡腦汁。19世紀初，走私鴉片成為中英實現白銀平衡的公開途徑，卻為中國帶來了嚴重的災難：中國的國際收支很快逆轉，盈餘變為赤字，且每年須以大量白銀支付貿易上的差額。1820年代中期後，鴉片貿易愈演愈烈，白銀外流成了經常現象，而且數字愈來愈大。

鴉片流毒中國，吸食者日眾，使廣大人民的身心受到嚴重摧殘。由於把大量金錢消耗在鴉片上，人民日益貧困，社會購買力萎縮。當時中國農民出賣農產品得來的是銅錢，但交納賦稅必須用銀，銀貴銅（錢）賤的現象日趨嚴重，大大加重了農民的負擔，刺激了物價上漲，也加劇了清政府的財政危機。清政府在對白銀流失的擔憂下開始禁煙，中英對貴金屬的爭奪和貿易失衡帶來的矛盾終於無法調和。

當時的國際環境和歷史背景使得這種失衡不可能以協商的方式和平解決。這是一個新興工業化國家與農業帝國的

矛盾，作為工業化的火車頭和全球化的領導者，英國早已成為與中國對等的主權實體，而殖民體系的戰爭動員能力已超過了朝貢體系。但中國帝國的朝貢體系不這樣看，中國的對外貿易佔產出的比例實在太小，自給自足的小農經濟使得中國根本無視英國的工業力量，坐井觀天的中國最終嚥下了苦果。

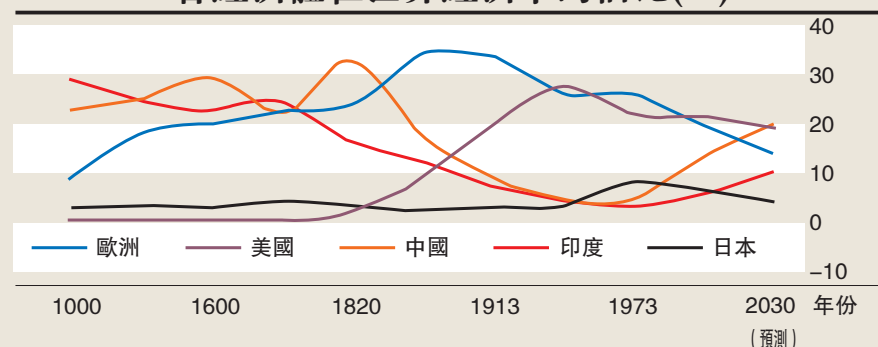
## 全球平衡分崩離析

虎門銷煙過後，暴力調整無法避免，發動戰爭的提案在英國議會的投票以微弱優勢通過後，鴉片戰爭開始了。這既是歷史的偶然也是必然，更是一個西方期待已久的機會：西方列強的火炮輾壓了朝貢體系，中國的冷兵器、歐洲輸得一敗塗地。那是一個帝國的沉迷和另一個帝國的墮落，西方對東方這個儒家大國連綿不絕的敬仰，瞬間轉為鄙視和教訓。

隨後西方列強開始了對中國的殖民滲透，1842年英國炮艦攻佔香港，1858至1860年英法聯軍的第二次進攻打開了長江和中國內陸龐大的水道網絡，中國的內地開始被侵略。以1894至1895年的甲午戰爭為標誌，中國在亞洲維繫了兩千多年的朝貢體系也分崩離析。

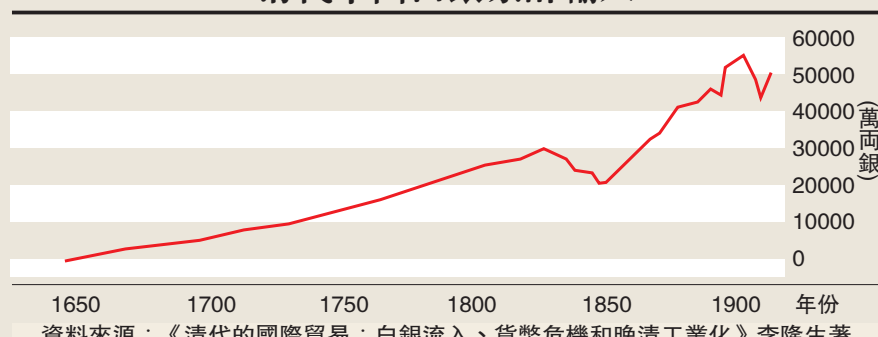
一度長期處於世界巔峰的中國被迫接受了西方列強的條約體系，並在一系列不平等條約的摧殘下逐步向半封建半殖民地社會轉化，割地賠款損害了中國的領土和主權完整。中國的白銀儲備飛速流失，導致的經濟緊縮限制了中國經濟成長，工業品的傾銷摧毀了小農經濟基礎，鴉片戰爭開啓了中國不斷墮落又不斷求索的可歌可泣的近代歷史。在這個失衡的解決方式中，處於冷兵器時代的中國是買單者，開始了反覆多次不斷下行和屢敗屢戰的「築底」過程。

## 各經濟體在世界經濟中的佔比(%)



資料來源：花旗銀行研究報告

## 清代中國白銀累計輸入



資料來源：《清代的國際貿易：白銀流入、貨幣危機和晚清工業化》李隆生著