

通胀往事：法币崩溃与物资本位

➤ **民国末期，货币超发引起的恶性通胀。**自南京国民政府于1935年底实施法币制度以来，通货膨胀、对外贬值便与法币如影随形。有意思的是，法币通货膨胀最严重的时期并没有出现在物资急剧短缺的抗日战争时期，而是出现在1947-1948年。1945年后国统区内生活资料与生产资料的产量均有明显增长，以美元计价的物价水平看实际已经相对抗战时期回落。**货币超发才是将国民政府经济推入恶性通胀的主要原因。**这一时期的历史或许能为局限于“供需关系”理解通胀的投资者提供不一样的参考。

➤ **“货币—通胀”螺旋的系统原因：赤字货币化。**法币时期，国民政府治下并没有形成完善的中央银行体系：从货币发行的角度来看，民国中央银行既是货币的发行人，同时也具有商业银行信用创造的能力；更重要的是，民国中央银行在实行货币政策上并不具备独立性，政府干涉货币发行的制度漏洞始终存在。在羸弱税收体系下，**利用中央银行制度不完善、以赤字货币化的方式为财政融资则是使得国统区陷入“货币—通胀”螺旋的关键。**长期以来，国民政府在对关税、盐税、统税的征收过程中往往具有滞后性，且这三项税收均为间接税，从收入水平的角度看具有累退性质，导致税收在通胀环境下实际水平下降，且叠加了征收不利等因素。与此同时，由于解放战争与派系斗争等原因，国民政府的军费开支居高不下，导致财政支出要大幅高于财政收入，赤字占支出的比例常年高于50%。再加上战前国民政府一再进行国债的债务重组，**导致人民群众对国民政府不再信任，不愿认购国债，因此财政赤字货币化成为国民政府解决赤字的唯一手段。**财政赤字高企引发货币过度超发是国民政府陷入恶性通胀的根本原因，1948年底国民政府的金圆券、辅币以物价冻结只是治标不治本的方法，并没有阻止国统区的经济崩溃。

➤ **山东根据地北海币“物资本位”的成功经验。**在国统区一步步走向恶性通胀深渊的过程中，山东根据地则在中国共产党的领导下实行“物资本位”的货币制度，取得了货币斗争的胜利。**物资本位制度下，根据地工商局以粮食、棉花等生活必需品作为储备以发行货币。**当市场上物价过高时，释放物资储备以平抑物价；而当物价水平过低时，通过发行货币收购物资，维持币值稳定。通过对根据地以外地区集中售卖油和食盐，获得大量的收入；再将这些收入用于从沦陷区、国统区集中购买根据地内所缺乏的药材等物资，**进一步增加了北海币对于上述物资的兑换能力，进而大幅降低根据地内人民持有法币和伪币的需求。最终北海币不但成功实现了币值的稳定，在根据地驱逐了法币和伪币，甚至在根据地以外的“离岸市场”受到老百姓欢迎。**

➤ **全球通胀：新“北海币”的挑战。**在现代货币理论的支持下，世界储备货币国（美国）在过去十年货币不断扩张以支撑其政府债务水平的提升，间接形成了赤字货币化。美国过去在实行量化宽松政策时货币大量涌入金融资产中，并未形成实际通胀。在当下，面对供应冲击与俄乌冲突后的全球格局变化，大宗商品价格出现了趋势性上行，标普500/大宗商品却仍是历史最高水平。**在安全性诉求和通胀预期下，资金是否会从金融资产撤出、涌入实物资产形成新的通胀螺旋。**疫情之中美联储经历了历史级别资产负债表扩张，美国政府杠杆水平大幅上升，但全球投资者持有美债意愿已经出现下降，美联储最终是否能以大幅紧缩以抑制通胀。**人民币正对外部通胀的重大挑战，力争成为新时期“北海币”道路上，大宗商品（能源、金属、粮食）的重要性正在提升，而与重要资源国之间进行贸易的能力同样变得关键（油运、干散、港口和集运）。**

➤ **风险提示：测算误差，海外政策变化超预期，经济恢复超预期**



分析师：牟一凌

执业证号：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

相关研究

1. 策略专题研究：星火终将“燎原”
2. 策略专题研究：真正的周期：重塑估值的权利
3. 策略专题研究：疫情往事：危机与复兴
4. 策略专题研究：1-2月的迷思：经济数据VS上市公司业绩预告
5. 策略专题研究：黄金与信心——策略篇

目录

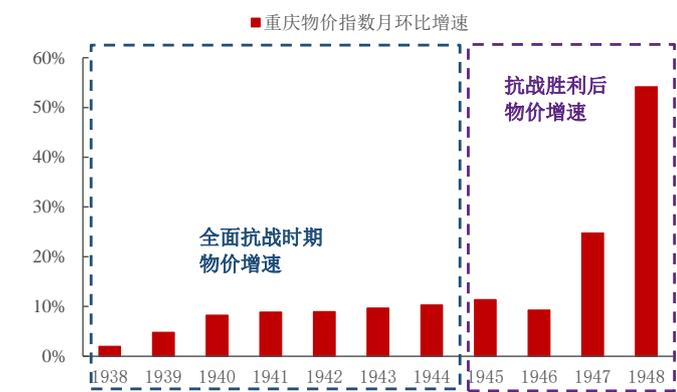
1 民国末期：没有供需矛盾的通胀	3
2 “货币—通胀”螺旋的详细复盘	6
2.1 货币制度的缺陷：外汇本位下，不完善的中央银行制度	6
2.2 “货币—通胀”螺旋的核心：财政赤字货币化	9
2.3 国统区经济崩溃前最后一搏：金圆券与物价管制	15
3 山东根据地的抗通胀胜利：北海币与物资本位	17
3.1 北海币的流通背景	17
3.2 货币斗争成功的关键：物资本位	19
4 变化下的世界：寻找新的“北海币”	22
5 风险提示	25
插图目录	26

1 民国末期：没有供需矛盾的通胀

当下谈到全球通胀时，投资者往往只局限于供需矛盾去理解，对于“通货膨胀”这一词的字面含义反而不太重视。谈起南京国民政府时期的法币，恶性通胀的原因在共识之中却又没有了“供需矛盾”。我们将视线回到那一时刻，厘清在极端情形下的通胀成因

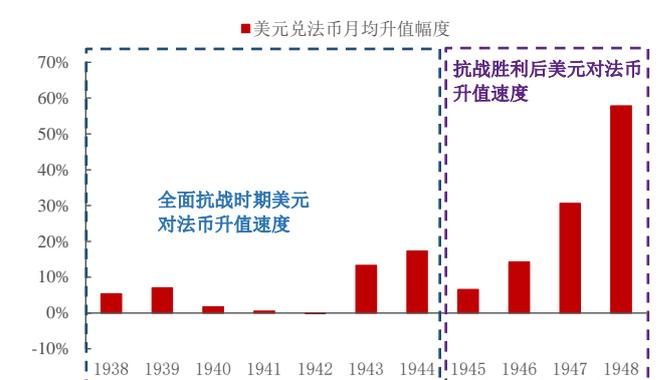
自法币出现以来，通货膨胀、对外贬值与法币可谓是如影随形。但是值得注意的是，无论是对内（以物价衡量）的还是对外（以汇率衡量），法币贬值速度最快的时期都出现在 1945 年抗战胜利之后，而非全面抗战时期。

图 1：1945 年后国统区反而逐步陷入恶性通胀



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

图 2：1945 年后法币对外大幅贬值



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

投资者往往将通胀的加剧与供需矛盾的加剧联系在一起，抗战时期日军的封锁确实对国统区物资的供给造成很大影响。抗日战争期间，国统区内广大群众的生产生活受到日军“囚笼”战略的压力：日军先是占领东南沿海地区，然后切断粤汉铁路；太平洋战争爆发后，日军于 1942 年切断滇缅公路，至此中国仅剩跨越喜马拉雅山麓的驼峰航线这唯一渠道从西方获得物资援助。考虑到美元相对稳定的币值（当时黄金价格的数据不可得），我们用美元计价的物价指数剔除法币过度超发的效应，研究实际供需对物价的影响。用美元计价的物价指数来看的话，国统区在 1942 年的物价水平最高，正是对外贸易受阻最严重的时期，而 1945 年之后实际价格应该是相对抗战时期明显下降的。

图 3：抗战胜利后，国统区生产资料与生活资料产量明显增长



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院。注：美元计价的物价水平=重庆地区物价指数/美元兑法币汇率，该数值可以理解为：在国统区购买一篮子商品，所需美元的数量

从实际供给情况看，在南京国民政府出现恶性通胀的 1947、1948 年中，国统区物资的供需情况是要大大好于全面抗战时期的。而在抗战胜利之后，国民政府不仅可以通过从西方进口来缓解物资供应的矛盾，同时也可以对此前沦陷区内的资源加以整合提升生产效率。实际上，在抗战胜利后，国统区内无论是大米、玉米等生活资料、还是钢铁、煤炭等生产资料，其产量都有明显的增长。因此，供需矛盾并不足以解释民国末期的通货膨胀。

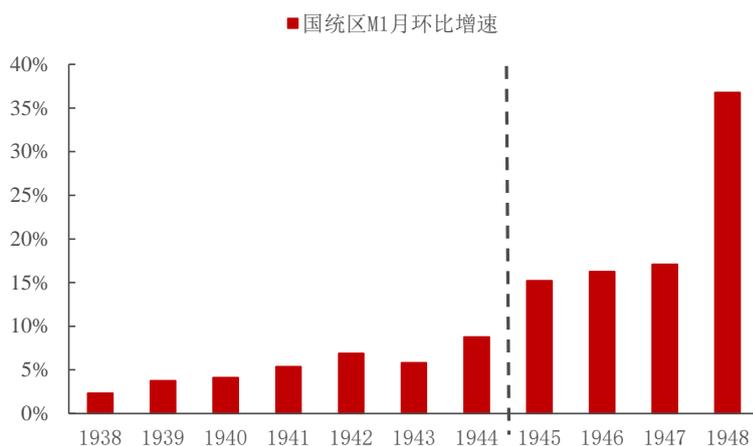
图 4：抗战胜利后，国统区生产资料与生活资料产量明显增长

年份	部分生活资料产量				部分生产资料产量			
	大米	大麦	玉米	棉花	煤炭	钢	硫酸	汽油
全面抗战时期								
1937	1324	210	197	989				
1938	1436	263	205	1042	4700	900	170	
1939	1467	266	208	1296	5500	1200	124	4
1940	1189	250	195	1129	5700	1650	428	73
1941	1236	215	194	1000	6000	2212	543	209
1942	1220	260	171	843	6314	3300	689	1896
1943	1171	236	189	1055	6617	7480	624	3219
1944	1296	269	196	950	5502	15697	768	4048
1945	1130	235	211	1572	4989	18234	257	4305
抗战胜利后								
1946	1709	367	451	2135	18408	15700	7205	5058
1947	1793	365	413	2412	19487	63000	3963	7880

资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院。注：大米、大麦、玉米、棉花的单位为百万蒲式耳，煤炭单位为千吨，钢、硫酸单位为吨，汽油单位为千加仑。1947 年硫酸产量对应数值为 1-6 月产量

在国统区出现物价飞涨、法币大幅贬值的同时，法币的货币供应量也在飞速增加。以 M1 的口径来看（流通中的货币+活期存款），抗战胜利后南京国民政府法币的货币供应量增速出现了明显的跃升：全面抗战时期国统区的货币供应量虽然也在快速增长，但是月环比增速未曾突破 10%；而在 1945-1947 年间，法币的货币供应量的月环比增速均超过 15%，1948 年 1-6 月（之后金圆券取代法币）货币供应量的环比增速更是达到了 37%。货币的大幅超发才是国统区最终落入恶性通胀深渊的直接原因。

图 5：1945 年后国民政府的货币供应量出现跳升



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

2 “货币—通胀”螺旋的详细复盘

南京国民政府在其执政后期陷入了一个怪圈：货币供应量的增长推动更高的通胀，面对高涨的物价又不得不发行更多的货币。“货币超发—通胀加剧”这一螺旋最终使国统区陷入经济崩溃。“货币—通胀”螺旋的出现，既有国民政府货币制度不完善的客观原因，又有国民政府毫无节制进行财政赤字货币化的主观原因。

2.1 货币制度的缺陷：外汇本位下，不完善的中央银行制度

1935年11月，南京国民政府进行货币制度改革，国民政府正式规定以法币作为国家官方货币，并实行外汇本位制。在此之前，中国的货币制度是较为原始的银本位制：国内居民可以直接使用白银相互交易；数十家内资与外资商业银行以白银作为储备发行自己的银行券，客户可以自由的将白银与银行券进行兑换。

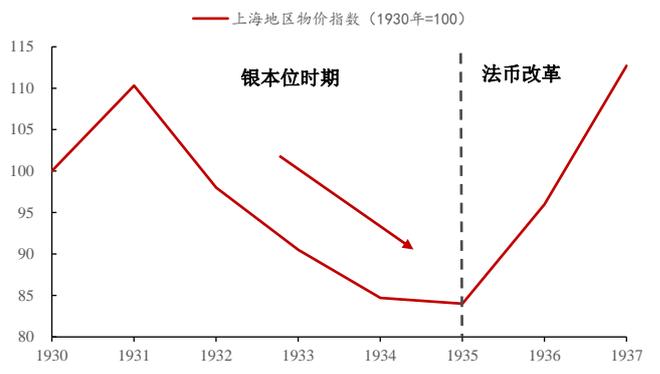
国民政府之所以在1935年进行货币改革，是因为国际银价的上涨导致中国出现了严重的通货紧缩与经济萧条。随着西方逐步从大萧条中恢复过来，再加上美国国会通过的《白银收购法案》，国际银价在1933-1935年间翻了一倍不止。银价的上涨从两个方面对物价造成影响：一方面，银价上涨使得国内在这一时期出现了白银的大量外流，造成货币供应量的减少；另一方面，海外进口产品的价格大幅下降，物价降低的同时对国内工商业生产形成巨大冲击，造成经济萧条。在通货紧缩与经济萧条的共同冲击下，国民政府决定进行货币制度改革。

图6：1932年后国际银价大幅上涨



资料来源：Macrotrends，民生证券研究院

图7：同时国内经济陷入通货紧缩



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

在货币改革中国民政府作出如下规定：(1) 确定法币为官方货币：中央银行、中国银行、交通银行¹所发行的钞票为唯一法定货币，即法币。(2) 结束银本位制：禁止白银与其他银类货币的使用，公众应将其持有的银类货币交由政府兑换为法币。(3) 确立外汇本位制：中央银行应无限制地按官方汇率购售外汇（美元、

¹ 中华民国时期，国民政府于1928年创立“中央银行”；为与货币金融学中“中央银行”这一概念进行区分，后文中将国民政府创办的“中央银行”称为“民国中央银行”。民国时期“中国银行”的前身为清末户部于1906年创办的“户部银行”，是中国历史上第一家国家银行；民国时期“交通银行”为1908年清廷在邮传部的建议下创办的另一家国家银行。民国时期的“中国银行”与“交通银行”与当前中国银行股份有限公司、交通银行股份有限公司并无直接关系。

英镑)。(4)规定发行法币所需满足的发行制度：法币发行所需的现金准备金(金、银、外汇等)占60%，保证准备金(公债与国库证)占40%。

图8：1935年国民政府货币改革的主要内容

核心问题	主要措施
确定法币为官方货币	规定中央银行、中国银行、交通银行所发行的钞票为唯一法定货币，即法币。
结束银本位制	禁止白银与其他银类货币的使用，公众应将其持有的银类货币交由政府兑换为法币。
确立外汇本位	中央银行应无限制地按官方汇率购售外汇，公众购、售美元的价格分别为29.5美分和30美分合1元法币，购、售英镑的价格分别为1先令2.375便士和1先令2.625便士合1元法币。
法币发行制度	法币发行采取以金银、外汇为主的四六成弹性比例制度，即现金准备金占60%，以现币及生金银充之，保证准备金占40%，以财政部发行或保证之有价证券照市价折实充之。

资料来源：《通胀螺旋》，《全面抗战时期国民政府内债与通货膨胀的恶化》，民生证券研究院

在这次货币改革后，国民政府以外汇本位取代银本位，以法币取代各商业银行发行的银行券，从货币制度的角度来看确实是有进步的。但是与当时西方发达国家相比，国民政府货币制度存在一个非常严重的缺陷，即银行系统中不存在一个完善的中央银行体系。

在同时期西方国家的银行体系中，中央银行与商业银行是不同层次的存在：中央银行独立出来作为“发行的银行、银行的银行、国家的银行”，不参与商业银行的存贷款业务，而专注于对利率、货币供应量等中介目标的调整实现对宏观经济的调控。而在国民政府的银行体系中，无论是民国中央银行、中国银行、交通银行、还是1936年允许发行法币的农业银行，都同时在进行存贷款业务。也就是说，如果把这四家拥有货币发行权的银行整体视为国民政府的中央银行，那么这个中央银行既行使中央银行货币发行的职能，又行使商业银行货币创造的职能。

值得一提的是，民国政府之所以在1935年11月的货币改革中将货币发行权交由民国中央银行、中国银行、交通银行三家银行分享，原因在于民国中央银行虽是国民政府于1928年开办的国家银行，但无论是营业规模还是在工商业中的威望，与中国银行、交通银行相比均不占优势，甚至大幅低于中国银行。

图9：民国中央银行、中国银行、交通银行均从事存贷款业务，从经营规模来看民国中央银行并无优势

1934年中国银行、交通银行、民国中央银行对比（单位：亿银元）				
银行名称	创办时间	资产总额	各项存款总额	各项贷款总额
中国银行	1905年	9.76	5.47	5.35
交通银行	1908年	4.25	2.93	2.63
民国中央银行	1928年	4.78	2.73	1.67

资料来源：《南京政府中央银行反通胀政策及其绩效评价》，民生证券研究院

更为重要的是，民国中央银行并不具有独立性。行政关系上隶属于南京国民政府财政部，南京国民政府财政部可以随意修改与法币发行有关的限制措施。1939年1月，国民政府五届五中全会指出“为供应军费收购物资，使用多量法币，则筹码之流通自无不足之虑”²；南京国民政府财政部于当年下半年便允许民国中央银行、中国银行与交通银行辟另帐发行法币，且“是项发行数额，全部以保证充准备”³。即自1939年下半年开始，这三家国家银行只需要以其持有的国民政府公债或国库证作为准备便可发行法币，无需以外汇或金银作为准备。之后在1939年9月，国民政府又发布《巩固金融办法纲要》，允许短期商业票据、货物栈单、生产事业之投资均可作为法币发行之准备。⁴

1942年7月，国民政府将货币发行权集中于民国中央银行，取消中国银行、交通银行、农业银行的货币发行权。由于法币发行制度一次次的被放宽，南京国民政府在全面抗战时期以及解放战争时期以货币发行填补财政赤字的行为也就有了“制度基础”。

图 10：国民政府法币发行制度变迁

时间	政策
1935年11月	规定中央银行、中国银行、交通银行所发行的钞票为唯一法定货币，即法币
1936年	允许农业银行发行法币
1939年下半年	允许民国中央银行、中国银行与交通银行辟另帐发行法币，只需以政府公债、国库券作为准备。
1939年9月	允许短期商业票据、货物栈单以及生产事业之投资均可作为法币发行之准备。
1942年7月	取消中国银行与交通银行的货币发行权，只允许民国中央银行发行法币

资料来源：《通胀螺旋》，《全面抗战时期国民政府内债与通货膨胀的恶化》，《抗日战争时期国民党统治区的通货膨胀》，民生证券研究院

² 董廷之.“抗日战争时期国民党统治区的通货膨胀.”《中共党史研究》.02(1989):36-41.

³ 中国人民银行总行参事室.中华民国货币史资料 第二辑(1924-1949).上海人民出版社,1986.

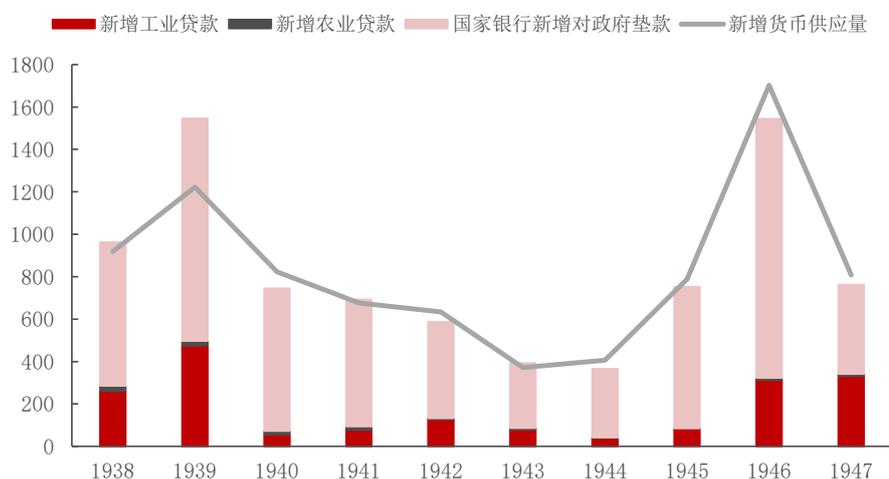
⁴ 高蓉芳,刘志英.“全面抗战时期国民政府内债与通货膨胀的恶化——以国民政府抵押内债为主的探讨.”《中国社会经济史研究》2(2021):10.

2.2 “货币—通胀”螺旋的核心：财政赤字货币化

民国时期中央银行体系的不完善是南京国民政府货币制度本身就存在的漏洞。而国民政府顽固派利用这一漏洞，通过大量发行法币、或是国家银行垫款的方式为政府赤字融资，才是“货币—通胀”螺旋持续发酵、直至国统区经济崩溃的真正推手。

对民国后期货币供应量增长的结构进行拆分，可以发现民国后期 M1 口径下每年新增的货币供应量基本等于新增工业贷款、新增农业贷款与新增国家银行对政府垫款三者之和。其中国家银行对政府垫款一项对货币供应量的影响要明显大于新增工业贷款与农业贷款的影响。即财政赤字货币化是导致民国后期货币供应量激增的关键。

图 11：财政赤字货币化是导致民国后期货币供应量激增的核心原因（1937 年不变价，百万法币）



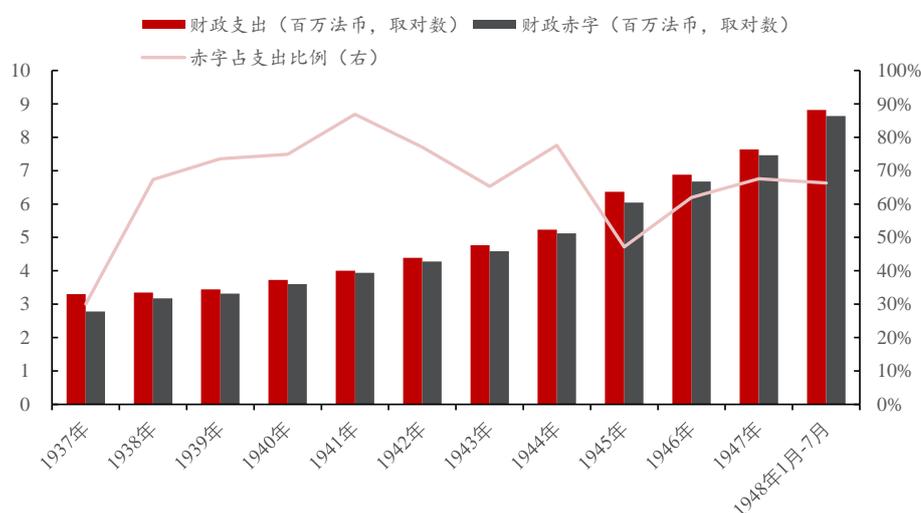
资料来源：《通胀螺旋》，《全面抗战时期国民政府内债与通货膨胀的恶化》，《抗日战争时期国民党统治区的通货膨胀》，民生证券研究院

就民国末期造成恶性通胀的财政赤字货币化来说，有两个问题需要进行探讨：
（1）南京国民政府为什么会在全面抗战与战后形成大量财政赤字；（2）面对巨额的财政赤字，国民政府为何选择以赤字货币化的方式去融资，而不是其他方式。

2.2.1 民国的财政赤字：羸弱的税收体系与过度的军费开支

自 1937 年抗日战争全面爆发以来，直至 1949 年败退台湾，国民政府的财政便持续处在赤字运营之中。1937 年时，国民政府的财政支出约为 20 亿法币，其中有 6 亿法币的赤字，赤字占支出的比例已达 30%。此后随着通胀的不断恶化，民国政府的财政支出也是扶摇直上，赤字也是水涨船高达到天文数字：1948 年 1-7 月中，财政支出为 6554710 亿法币，赤字 4345656 亿法币。从赤字占财政支出的比例来看：从 1938 年至 1948 年间，赤字率大多在 60% 以上；只在 1945 年抗战胜利时，靠大量出售敌伪资产降低让赤字率有所下降，但仍然高达 47%。不管是在全面抗战时期、抗战胜利后、还是解放战争时期，国民政府赤字率居高不下的主要原因有二：一是民国政府的税收体系薄弱，造成财政收入不足；二是国民政府军费、行政费用开支过度，直接推动财政开支越来越高。

图 12：1937-1948 年，国民政府财政赤字大幅增长，赤字率居高不下



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

在国民政府的税收体系下，无论是抗日战争时期还是解放战争时期，南京国民政府的税收主要来源于关税、盐税和统税。关税与盐税比较容易理解，统税实际上是一种消费税：课税商品主要包括火柴、面粉、棉纱、卷烟、洋灰等日常用品，在生产阶段对生产商进行征收。在抗日战争全面爆发之初，这三大税种贡献了南京国民政府全部税收收入的 94%。国民政府的财政税收体系主要存在以下三个问题：

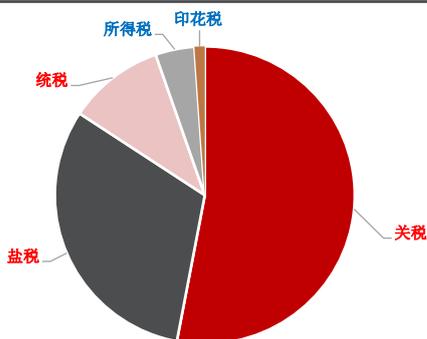
（1）税源过度集中于沿海地区。从税源的地域分布来看，盐税的税源较为分散，但是关税的税源则集中于东南沿海口岸，支付统税的工厂则仅限于上海及其他部分建立现代工业的沿海地区。因此，随着抗日战争全面爆发后东南沿海地区相继沦陷，导致国民政府的税基迅速减少。

（2）征税体系落后。南京国民政府在征税时，对价格变动的反应多有滞后。以统税征收为例，统税虽然是“从价征收”，但在征收时，商品价格的计算却是基于前三个月市场的平均价格。在物价飞涨的民国后期，这样的计算方法导致民国政府损失了大量的税收。此外，由于部分资本家恶意拖欠税款，以及税务人员能力不足等原因，直接税的征收同样效率不高。1948 年时任民国中央银行总裁的张嘉璈曾记载：1945 年时，上海某公司应缴所得税 600 亿法币，行会评估结

果却只有 130 亿法币；企业却以经营困难为由，直到 1946 年时才实际缴纳 45 亿法币，按不变价计算只是其应纳所得税额的 1.1%。

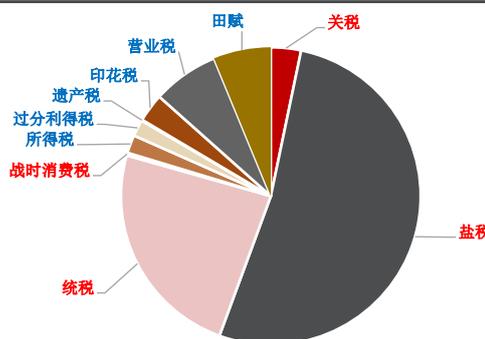
(3) 税收制度落后。关税、盐税、统税均为间接税，课税商品多为老百姓日常生活必需品。这样的税收制度实际上具有累退性质，富商巨贾并没有因为他们的高财产和高收入而在税收上作出应有的贡献。虽然国民政府在所得税的基础上于 1938 年 10 月开征过分利得税，之后又征收遗产税、营业税等直接税种；但是税率与通胀增速相比增速则是小巫见大巫。从抗战结束到解放战争时期，关税、盐税、统税三大税种在国民政府的税收收入中的占比仍接近八成。

图 13：1937-1938 年，关税、盐税、统税收入占南京国民政府全部税收收入的 94%



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院。注：红字表示间接税，蓝字表示直接税

图 14：1945 年时，关税、盐税、统税占全部税收的比重依然有八成



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院。注：红字表示间接税，蓝字表示直接税

图 15：南京国民政府所得税与过分利得税税率

利润 (法币)	万元法币 资本投资 回报率 (%)	所得税		过分利得税		纳税总额	纳税总额 占利润比 重 (%)
		税率 (%)	纳税额 (法币)	税率 (%)	纳税额 (法币)		
1100	11	4	44	0	0	44	4.0
2100	21	8	168	10	10	178	8.5
3100	31	12	372	20	145	517	16.7
4100	41	14	574	30	355	929	22.9
5100	51	16	816	40	665	1481	29.0
6100	61	18	1098	50	1075	2173	35.6

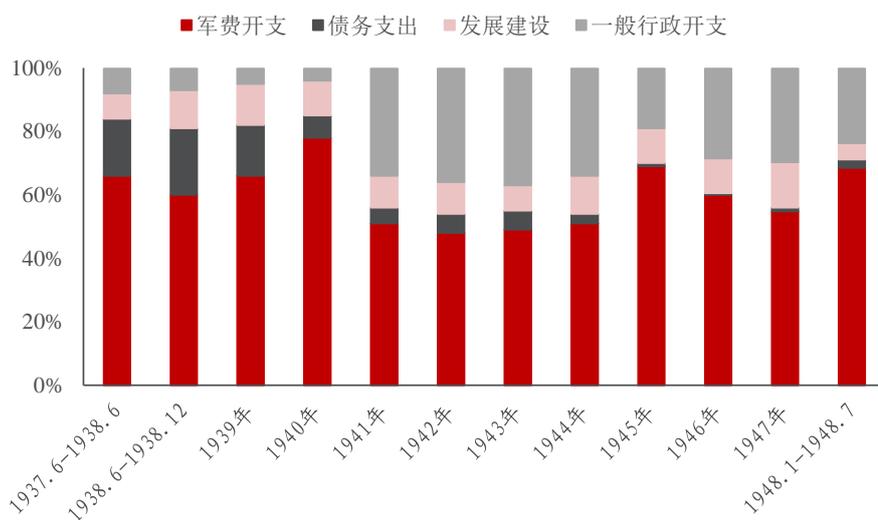
资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

从财政支出的角度来看，民国政府财政支出持续高企的最主要原因在于军费的快速增长。自1937年到1948年，军费开支始终是国民政府财政支出最重要的项目，各年军费开支占总支出的比重基本都在50%以上。在全面抗战的背景下，国民政府军费开支的增长固然是不可避免的；而国民政府内部的派系斗争、各利益小集团的尔虞我诈则进一步加剧了军费的增长。在1945年抗战胜利后，国民政府高层曾决定将军队的规模从253个师减少至90个师，但是由于各派系都想保存实力，军队规模削减缓慢；而随着蒋介石1946年6月撕毁《双十协定》挑起全面内战，缩减军费支出已再无可能。即使1945年9月至1946年5月国民政府处于和平时期，1945、1946两年的军费开支占全部财政支出的比例仍高达69%和60%。

除此之外，低效的行政体系也是民国末期财政开支居高不下的原因之一。在抗日战争期间，国民政府实施价格管制、经济统制、田赋征实等措施需要大量人力，使得公职人员数量激增。据估计，国民政府公职人员的数量从战前的8000人上升至1945年的20万人。面对物价的上涨，国民政府的政府雇员则不断要求提高名义工资，出现了明显的“工资—通胀螺旋”现象：1946年时，公职人员薪资按季度调整；到1947年时则改为每月调整一次；1948年则完全按照生活成本上升幅度自动调整。再加上国民政府本身的腐败，导致南京国民政府出现了大量无效的行政支出。1937年时一般行政支出占财政总支出为8%，1947年时则高达30%。

由此可见，国民政府财政支出持续上升的原因并不是需求旺盛。由于军费开支和行政开支的拖累，造成国民政府收不抵支的局面；而通过超发货币为赤字融资的结果只会加剧推升通胀，进一步提高政府的财政支出，收不抵支的情况更加恶化，进而形成恶性循环。

图 16：1937 年至 1948 年南京国民政府的财政支出结构



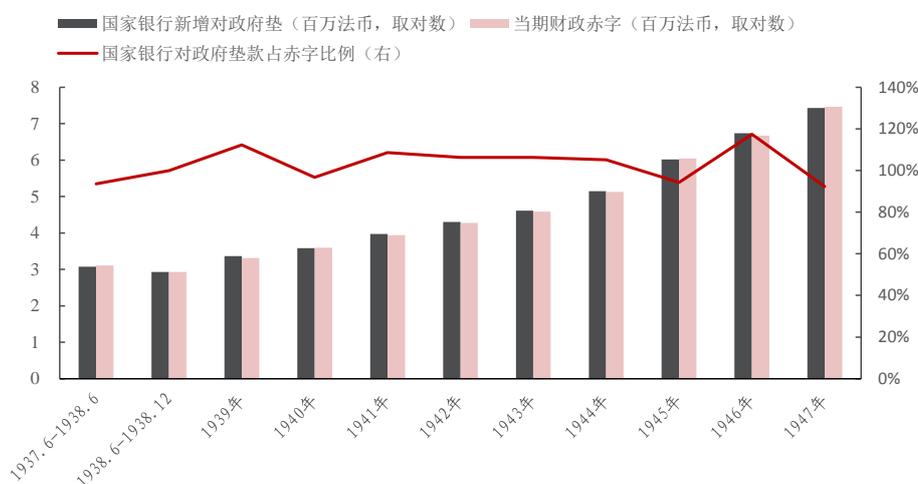
资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院。注：1941年一般行政开支占比大幅上升的原因是国民政府开始实施田赋征实，所需公职人员数量大幅增加

2.2.2 国家信用丧失让赤字货币化成为政府融资的唯一选择

一般来说，当政府出现财政赤字需要融资时，首先想到的应是发行政府债券而不是超发货币来融资。原因在于发行国债不会导致货币供应量的增加。即便是在南京国民政府不健全的中央银行体系下，以国债融资也不会增加货币供应量：民国中央银行经理国库的同时也经营存贷款业务，那么当国民政府发行的公债被购买时，银行的操作可简单视为将某一客户的资金从其个人账户“转账”至国库账户。在转账过程中，银行并没有进行货币创造，货币供应量也不会增加。

然而，南京国民政府则是大量通过赤字货币化的方式来解决政府融资问题。国家银行新增对政府的垫款几乎和同期国民政府的财政赤字相一致。

图 17：南京国民政府的财政赤字几乎全部通过国家银行垫款解决



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

国民政府选择以银行垫款来解决财政赤字，其原因在于南京国民政府过早地透支了政府信用，导致广大人民群众不愿购买国债。早在 1932 年时，国民政府就已经无力支付此前发行 25 种公债当年的本息，强行债务重组、降低利率并延长偿债期限。而在 1936 年 2 月时，国民政府故技重施：分别发行 12 年、15 年、18 年、21 年、24 年五个期限、合计 14.6 亿元法币的公债以替换市场上流通的其他公债。结果造成国债价格大幅下行，市场对国民政府信用的进一步丧失。

图 18：1936 年政府公债重整导致市场对国债价格大幅下行

年利率六厘统一公债 (关税作抵)	市场价格 (法币/百元票面面值)	
	1936年2月 债务重整前	1936年 债务重整后
12年期统一公债	76.46	63.80
15年期统一公债	71.33	61.15
18年期统一公债	64.26	57.75
21年期统一公债	61.00	57.60
24年期统一公债	61.00	57.65

资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

政府信用的丧失使得公众不愿购买公债。抗日战争全面爆发、生活在水深火热中的普通民众无力再去认购公债，而那些拥有大量资产的大财阀们大多都是清楚国民政府恶劣的财政状况，对认购公债自是毫无兴趣。从1937年到1944年，除1943年在蒋介石强令摊派之下公债实现超发外，**其余年份公众认购额占发行额比例均不足50%，1938、1940两年的认购占比更是不足1%。**

由于政府发行的公债得不到公众的认购，而巨大的财政支出又难以削减，那么让中央银行垫款，以赤字货币化为政府融资成立南京国民政府的唯一选择。由于1939年修改了法币发行规则，因此国民政府财政部可以将绝大部分没有被认购的国债抵押给民国中央银行，而民国中央银行可以根据“辟另帐”的制度增发法币、或是直接以信用贷款的方式为国民政府融资。即便在抗战胜利后，国民政府依然靠着赤字货币化融资：从1946年直至法币体系崩溃的1948年7月，国民政府共有赤字471.5万亿法币，其中只有5.9万亿靠非通货膨胀性借款解决。

图 19：1937-1944 年国民政府公债发行情况

时间	公债名称	名义发行额	名义发行额合计	公众实际认购额	估算认购额占发行比例
1937年	救国公债	5亿法币	5.17亿法币	2.56亿法币	49.50%
	广西货币调整公债	0.17亿法币			
1938年	国防公债	5亿法币	31.63亿法币	0.18亿法币	0.60%
	黄金公债	1亿美金（合20亿法币）			
	救济公债	0.3亿法币			
		0.5亿美元（约合3.2亿法币） 0.1亿英镑（约合3.13亿法币）			
1939年	军需公债	6亿法币	12亿法币	0.25亿法币	2.10%
	复兴公债	6亿法币			
1940年	军需公债	12亿法币	27.7亿法币	0.08亿法币	<0.01%
	复兴黄金公债	0.1亿英镑（约合6.8亿法币）			
		0.5亿美元（约合8.9亿法币）			
1941年	军需公债	12亿法币	24亿法币	1.27亿法币	5.30%
	复兴公债	12亿法币			
1942年	同盟胜利美国黄金公债	1亿美元（约合18.8亿法币）	28.8亿法币	3.62亿法币	10.42%
	同盟胜利公债	10亿法币			
1943年	同盟胜利公债	30亿法币	31.75亿法币	38.86亿法币	122.39%
	调整公债	1.75亿法币			
1944年	同盟胜利公债	50亿法币	50亿法币	19.89亿法币	39.88%

资料来源：《通胀螺旋》，MeasuringWorth，民生证券研究院

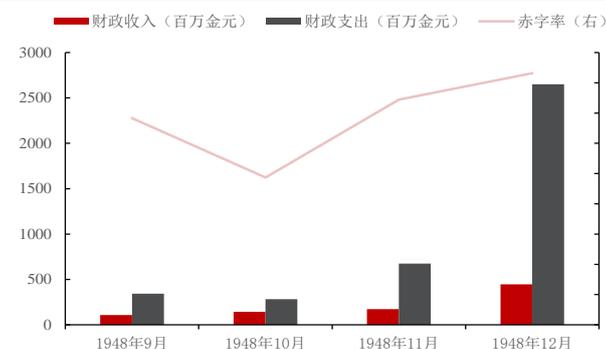
2.3 国统区经济崩溃前最后一搏：金圆券与物价管制

1948年下半年时，“货币—通胀”螺旋在国统区已发展为不可收拾的地步，法币大幅贬值：对内表现为物价的急剧攀升，据《中国物价史》记载，一百法币在1937年时可以买一头大牛，而1948年时只能买四粒大米；对外则表现为汇率的大幅下跌，1937年美元兑法币的汇率为1美元兑3.42法币，到了1948年时则变为1美元兑231万法币。**1948年8月，国民政府在内外交困之际决定在金融领域放手一搏，以金本位制取代名存实亡的外汇本位制，同时进行价格管制试图稳定物价。**

1948年8月19日，国民政府进行货币改革：发行新钞“金圆券”取代法币，1金元合300万法币，含金量为0.2217克；且规定金圆券的发行规模不超过20亿金元。此外，国民政府同时进行物价管制等手段以配合金圆券改革：所有物价以8月19日的价格按等值金元予以冻结，禁止私人持有黄金、白银或者外汇。

由于国民政府高层对金圆券改革非常重视，甚至派出秘密警察出动以控制物价，因此上海登登部分大城市物价的上涨在1948年9、10月份被强行抑制住了。然而，**金圆券改革与物价管制却是治标不治本，没有触及国统区此前物价飞涨的核心机制——财政赤字货币化推动的“货币—通胀”螺旋。**尽管国民政府财政部在金圆券改革时曾信誓旦旦的保证要将赤字率从70%下降到30%，但赤字率实际上只在10月份时降至50%，到11月份又提高到了75%；而国民政府解决赤字问题的方式依然是赤字货币化，1948年11月份时金圆券的发行量便超过了规定上限20亿金元，达到32亿金元。

图 20：金圆券改革后，国民政府赤字率仍很高



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

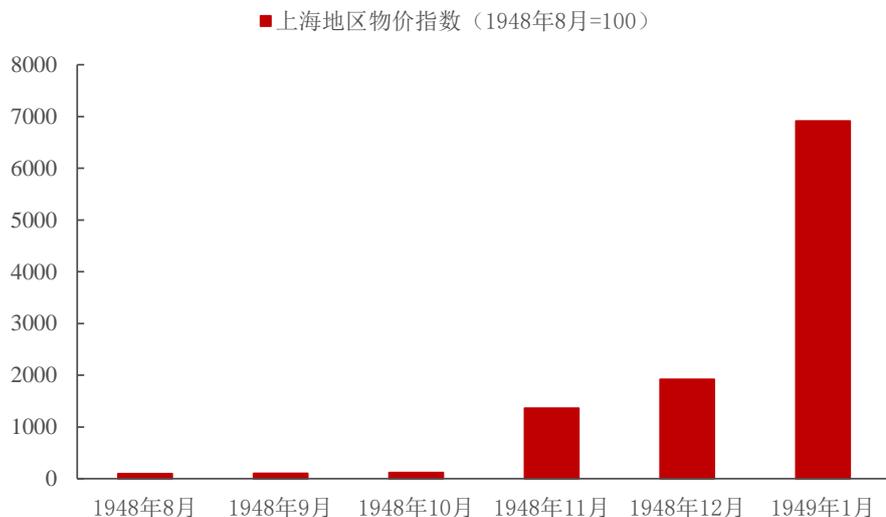
图 21：南京国民政府依然靠发行货币解决财政赤字

时间	发钞量		汇率 (1美元兑换金元数量)	
	金圆券 (百万金元)	折算为法币 (万亿法币)	官方汇率	市场汇率
1948年8月19日		604		
1948年8月31日	296.8	890.4	4	4
1948年11月30日	3204.3	9612.9	28	42
1949年2月28日	59663.5	178990.5	2660	2980
1949年4月25日	2037105.7	6111317.1	205000	813880

资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

金圆券的大量发行，其结果便是人们群众在1948年10月底的时候对金圆券可以保持币值稳定不再抱有幻想。尽管国民政府高层上有控制物价的政策，底层大量的商品批发商、零售商也有自己的对策：批发商暂停交易，形成人为造成的物资短缺；零售商则顺水推舟，囤积商品，而不再按官方冻结的价格出售商品。一时间，上海等大城市爆发抢购潮，黑市如雨后春笋般大量出现。**在此情形下，国民政府只得放弃物价管制，1948年11月上海地区物价上涨10倍有余，“货币—通胀”螺旋再起。**

图 22：1948 年 11 月物价管制被迫取消后，上海地区物价飞涨



资料来源：《通胀螺旋》，民生证券研究院

历史上看，发行新货币、将经济从恶性通胀中挽回完全是有可能的。一战结束后，德国曾出现类似民国后期的通货膨胀，一杯啤酒的价格要以万亿马克来计价。面对恶性通胀，魏玛共和国政府于 1923 年 10 月与德意志银行联合发行了新货币“列登马克”（Rentenmark），以 1 列登马克兑换 1 万亿大幅贬值的旧马克，历时六个月稳定住德国物价，被称为“列登马克奇迹”。⁵

魏玛共和国能够实现“列登马克奇迹”，主要原因有三。（1）货币发行规模言而有信，不超发货币。德意志银行在货币改革时曾明确规定，货币发行量的最高限额为 32 亿列登马克；此后魏玛共和国政府曾试图超出规定的发行限额，但德意志银行强硬拒绝了这一要求。⁶**（2）国家处于休养生息的和平时期。**魏玛共和国在推行货币改革之前，已和英国、法国达成战争赔款的谈判。相对稳定的国际环境给魏玛共和国的复苏创造了条件。**（3）国际援助。**在魏玛共和国进行货币改革的时期，英国出于对欧洲力量平衡的考量，允许英格兰银行为德国提供外汇缓冲，使得德国可以更为平稳的进行对外贸易。

而国民政府在推行金圆券改革时，没有做到发行规模的言而有信，轻易就打破了 20 亿金元的发行上限；又是处于战争时期，且是更不得民心的一方，也就难以获得海外的金融支持。因此，金圆券改革没能复刻列登马克奇迹，也就不足为奇了。

金圆券在国统区的流通也就维持了六个多月的时间。待到 1949 年 2 月，蒋介石卸任国民政府委员长，同时将所剩不多的黄金运至台湾。国民政府代总统李宗仁于 1949 年 2 月 24 日重新恢复银元的使用，此后又尝试发行关金券。但是国民政府已彻底失去民心。“货币一通胀”螺旋一直持续到国民政府败退台湾、新中国成立。

⁵ 哈达赫，二十世纪德国经济史. 商务印书馆, 1984.

⁶ 帕尔伯格. 通货膨胀的历史与分析. 中国发展出版社, 1998.

3 山东根据地的抗通胀胜利：北海币与物资本位

在国民政府治下，无论是法币时代的外汇本位货币制度，还是国民政府政权末期金圆券时代的金本位货币制度，都没能组织国统区陷入恶性通胀的漩涡，恶性通胀貌似是动荡时代的无法摆脱的厄运。但事实是，在山东的敌后抗日根据地内，由共产党管理发行的“北海币”却在更为恶劣的条件下实现了币值稳定。根据地的平民百姓都愿意持有北海币，而不再持有伪币与法币。⁷山东根据地内流通的北海币能够实现币值稳定，与根据地实行的“物资本位”的货币政策是分不开的。

3.1 北海币的流通背景

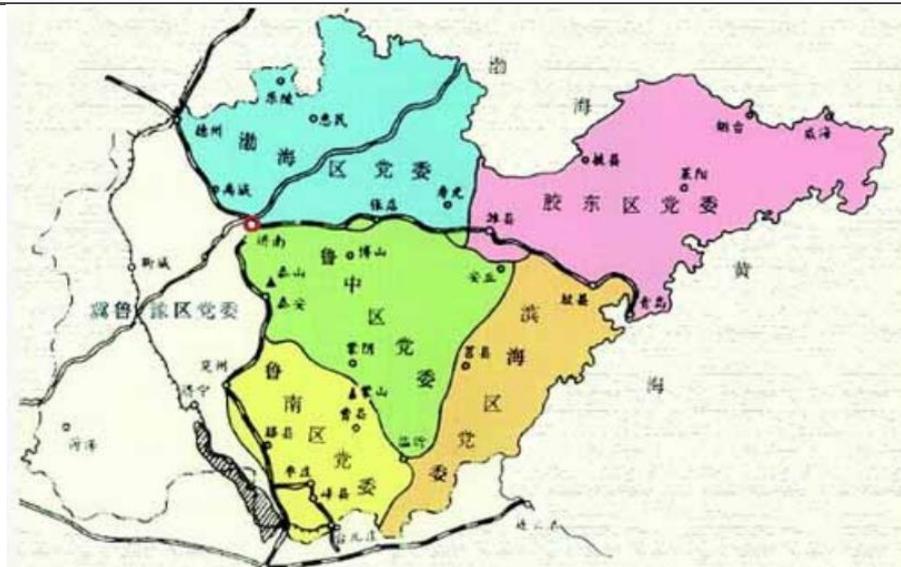
从 1937 年底开始，在中共中央北方局提出的“脱下长衫，到游击队中去”口号的激励下，山东共产党组织发动农民、工人与学生进行武装起义，在鲁中、鲁南、清河、胶东等地建立游击区与根据地。1938 年 1 月底至 3 月初，中国共产党分别在胶东的黄县、蓬莱、掖县三地成功进行武装起义，并设立北海行政督察专员公署，作为中国共产党在山东根据地的行政组织。此后不久，共产党在掖县设立北海银行；北海银行发行的货币被称为“北海币”，也被叫做“山东币”。

起初，北海币只是国民政府法币的辅币。由于国民政府过度依靠发钞来解决财政赤字问题，导致市场上大量流通着大面额的钞票。以至于在地方出现了小额纸钞不足的情况，即“小票危机”。在国共第二次合作的背景下，国民政府财政部允许北海银行以法币辅币的名义发行纸钞。

国民党顽固派于 1941 年 1 月初悍然发动皖南事变，国共关系降至冰点。南京国民政府禁止北海银行发行北海币，但是为了维护根据地内广大人民群众的利益，共产党决定独立发行并管理北海币。尽管同时受到国民政府的打压与日伪军的围剿，但是山东根据地在共产党的领导下越发壮大。到 1943 年时，山东境内的胶东、滨海、清河、鲁中等主要根据地之间的交通运输已完全打通。

⁷ 薛暮桥. 薛暮桥回忆录. 天津人民出版社, 2006.

图 23：山东抗日根据地分布



资料来源：《山东抗日根据地钱物体系研究》，民生证券研究院。

在敌后斗争取得重大进展的基础上，中共中央决定于 1943 年 9 月在山东设立山东抗日根据地工商管理局。工商管理局既负责管理根据地内工业、农业的生产，根据地对外贸易，同时也负责领导根据地的货币斗争。在抗日战争时期，山东根据地进行货币斗争的主要任务就是将伪币⁸与法币驱赶出根据地。伪币与法币的存在会对根据地的经济秩序产生两大恶劣影响：（1）多种货币流通，会使得价格信号出现错误，影响市场秩序；（2）汪伪政府与南京国民政府都在大肆超发货币，伪币与法币的流通实际上使得根据地内的人们群众无形中缴纳铸币税，导致根据地内资源的流失。在动荡的环境中，共产党要想取得货币战争的关键，既需要减少伪币与法币的使用场景，更需要维持北海币币值的稳定。

图 24：根据地工商管理局既负责工农业生产，又要领导货币斗争

山东根据地工商管理局的管理范围	
生产建设	大力发展群众工业生产、国营工业生产、渔盐矿产，安排工业贷款，对群众合作事业进行组织与行政管理。
贸易管理	统制进出口贸易，管理内地物资，领导公营商店及执行各种专卖事业，对商人登记，对商会指导，对市场经营进行管理。
税收缉私	征收进出口税、营业税、所得税、盐税等各种税收，对市场不法行为侦查缉私。
货币斗争	巩固本币，管理外汇，调剂金融，组织兑换机关

资料来源：《山东抗日根据地钱物体系研究》，民生证券研究院

⁸ 抗战时期汪伪政府发行的伪币主要有联银券、中储券、蒙疆券、华兴券四种

3.2 货币斗争成功的关键：物资本位

山东根据地实行的物资本位，简单来说就是根据地工商管理总局以粮食等生活必需品为储备，发行北海币。当时主管山东货币政策的薛暮桥曾说：“山东根据地采取的是‘物资本位’，每发行 10000 元货币，至少有 5000 元用来购存粮食、棉花、棉布、花生等重要物资。”⁹以生活必需品为储备发行货币有一个很大的好处，工商管理总局可以通过提高或是投放储备，以市场机制对价格施以动态调整：如果市场价格过高、以至人民群众可能会产生通胀预期时，工商管理总局可以通过共产党领导的批发商、零售商投放储备；如果市场价格过低，以至谷贱伤农、降低农民生产的积极性时，工商管理总局可以发行货币，用于收购市场上的粮食作为储备。无论是投放储备物资，还是购买粮食增加储备，工商管理总局均使用北海币与群众交易，在稳定北海币币值的同时，也减少了伪币、法币的使用场景。

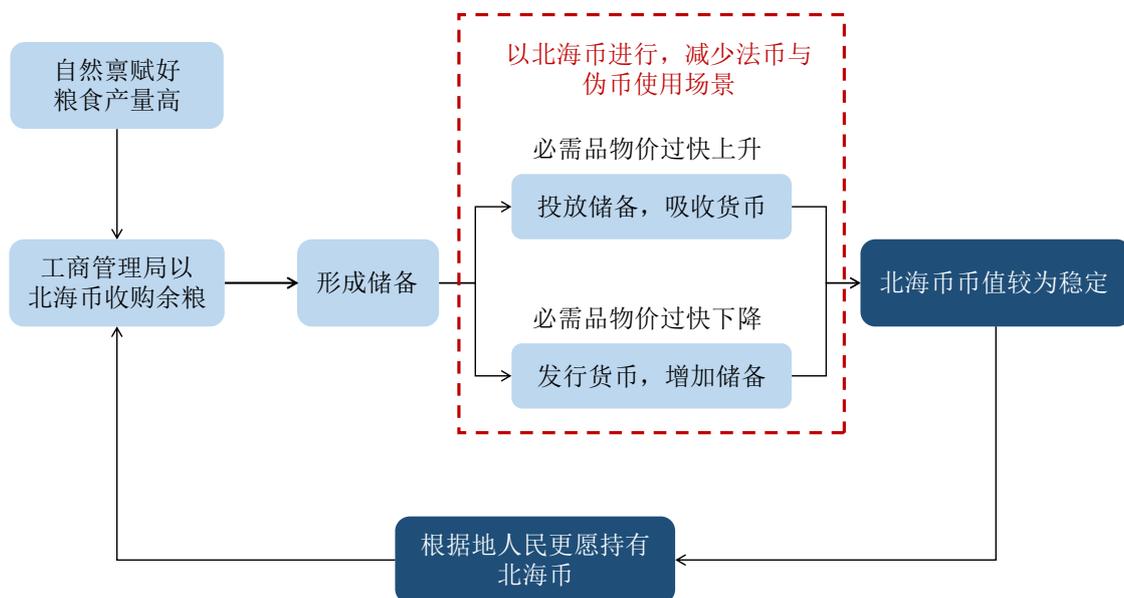
相比于金、银与外汇，以物资作为货币发行准备在战争期间具有独特的优势。战乱期间，老百姓真正需要的并不是稀缺的金银，而是能够保证生命安全的粮食与物资。即使以十足的金银为准备发行货币，在工农业生产遇到季节性扰动之时，对物资短缺的恐惧很可能在短时期内将商品价格推升至高位。而以物资作为准备发行的北海币，则是给根据地的人民群众吃了一颗定心丸：手里拿着北海币，总是可以在根据地工商管理总局买到生活必需品。由于处于战乱时期，北海币自然也会遇到通货膨胀的问题；不过在物资本位的货币体系下，北海币的币值相比法币来说要稳定得多。

需要注意的是，山东根据地能够顺利实行物资本位，有两个基础因素不可或缺：

- (1) **具有优良的自然禀赋，可以形成集中的物资储备。**山东地势平坦，自古以来就是中国的主要产粮区。早在春秋时期，管仲就曾依靠齐国在粮食生产方面的优势，以“服帛降鲁梁”、“买鹿制楚”、“狐皮降代”三策兴齐，以粮食战争的方式使周边邻国臣服。由于山东地区本身就有较好的自然资源禀赋，粮食、棉花、盐、油等生活必需品的生产基本上可以实现自给自足。再加上根据地内共产党降低赋税以提高农民的种粮积极性，同时打通各根据地之间的交通运输通道，才有了物资本位得以形成的物质条件。
- (2) **行政队伍廉洁奉公，不中饱私囊。**根据地工商管理总局在基层设有大量的物资收购所，用以收购农民手中剩余的粮食、棉花等物资。在这一过程中，一个很大的风险点就是负责粮食储备的单位将物资储备变为囤积居奇；如此一来，物资储备非但不能稳定物价，反而是推升物价上升的导火索。从实际情况来看，与国统区大量行政官员勾结黑心商家囤积居奇不同，根据地内共产党的队伍以人民利益为先，在粮食丰收时期进行物资储备，在生产遭遇扰动时进行物资投放，实现了物资的合理调配。

⁹ 董筱丹、温铁军，《去依附：中国化解经济危机的真实经验》，东方出版社，2019

图 25：山东根据地的物资本位体系



资料来源：《去依附:中国化解经济危机的真实经验》，《山东抗日根据地钱物体系研究》，民生证券研究院

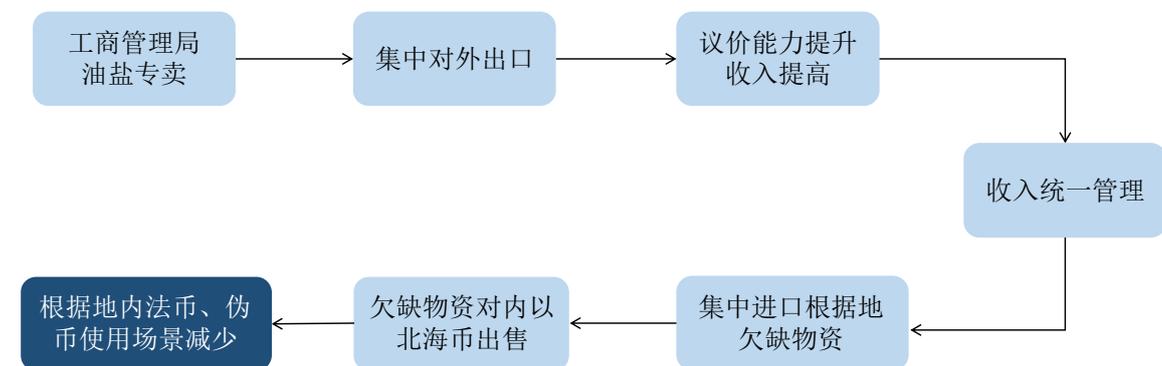
更值得思考的是，北海币与解放区内外的实物商品之间实现了更广维度的链接：

第一，根据地工商管理局对盐和油的生产进行集中管理。在全面抗战爆发前，山东省就是中国食盐和花生油的主要产区之一，所产食盐与花生油大量运输到全国各地。在抗日战争期间，油和盐是山东根据地对外进行贸易的主要商品。**工商管理局成立后，对根据地内食盐与生油的对外贸易进行统制。**这一举措有两点好处。第一，根据地内盛产的油、盐也是根据地外国统区、沦陷区百姓的生活必需品；在保证根据地内供应充足的前提下，为周边百姓提供力所能及的物资，可以让共产党更受广大人民的爱戴。第二，将产品集中售卖，可以提升议价能力，为根据地百姓获得更多的利益。

第二，利用资源禀赋换取更广的物资储备，以支撑北海币的信用。工商管理局通过对外集中售卖油和食盐，可以获得大量的收入；再将这些收入用于从沦陷区、国统区集中购买根据地内所缺乏的药材等物资，进而大幅降低根据地内人民持有法币和伪币的需求。

第三，北海币开始出现了“离岸市场”的交易。之所以能够在与伪币与法币的斗争中取得胜利，其根本原因在于根据地工商管理局的物资本位制度极大的强化了北海币作为贮藏手段的货币职能。由于北海币的币值相比于伪币、法币要更为稳定，山东根据地周围沦陷区内的群众都愿意把物资卖给根据地，换回北海币储存起来，以备购买山东的食盐、花生油。**于是，北海币也逐步在沦陷区内大规模流通。**

图 26：山东根据地实施油、盐专卖，有助于减少法币与伪币的使用情境

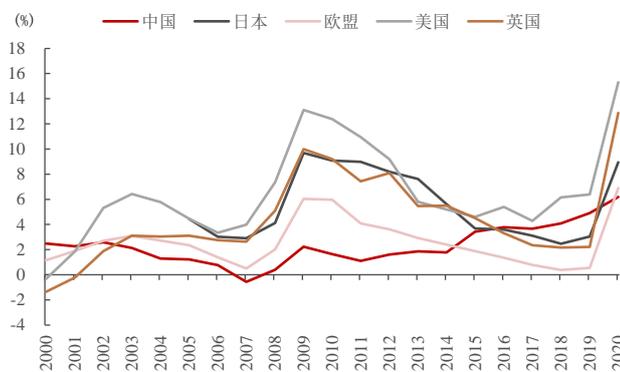


资料来源：《去依附:中国化解经济危机的真实经验》，《山东抗日根据地钱物体系研究》，民生证券研究院

4 变化下的世界：寻找新的“北海币”

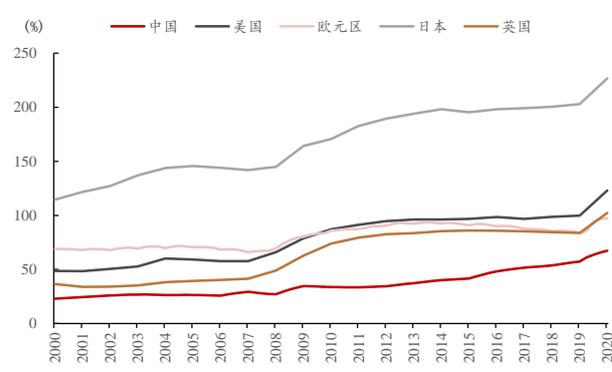
无论是以外汇储备为保证发行的法币，还是以黄金储备为保证发行的金圆券，都没能阻止国民政府在恶性通胀的漩涡中越陷越深。国统区逐步走向经济崩溃的历史经验显示出，**财政赤字、货币超发对物价的稳定造成的危害**。历史和当下并不可比，但是我们仍然需要关注到当下全球通胀中的“非货币”因素。以财政赤字占 GDP 的比重来衡量，当前世界上的主要国家中，**美国的财政赤字水平长期以来高于其他国家，中国的财政赤字占 GDP 比重相对稳定**，西方发达经济体的赤字水平近年来波动较大。以政府部门杠杆率来衡量，**日本政府债务负担最大、美国次之，而中国的政府债务负担的程度最小**。

图 27：美国的赤字水平长期处于高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：世界主要国家中，中国的政府杠杆率相对较低



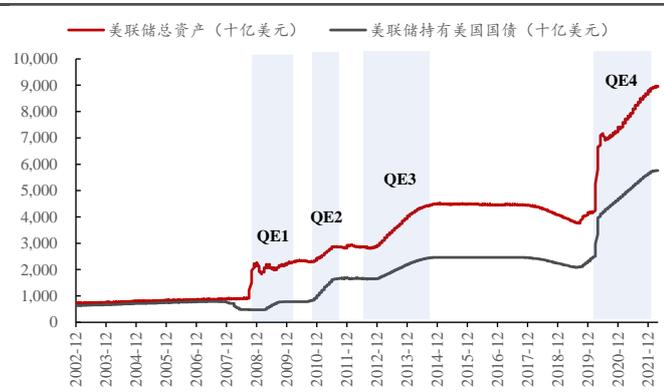
资料来源：Wind，民生证券研究院

尽管财政部直接找中央银行贷款为赤字融资的情况已十分罕见，但是**财政赤字对货币供应量和通胀的影响是不容忽视的**。

一方面，在现代货币制度下，**国债发行与财政投放本身就会增加货币供应量**。与民国时期国债由群众认购不同，当前国债在发行时主要由银行认购。其结果便是：在国债发行阶段，商业银行用超额存款准备金配置国债，整体资产负债表规模整体不变；而在财政支出时，财政资金进入实体，商业银行资产负债表的资产端（自有资金、存款准备金等项目）和负债端（客户存款）同时扩张。**至少从 M2 的口径来看，仅国债发行与财政放款这两个环节便会导致货币供应量的增长**。

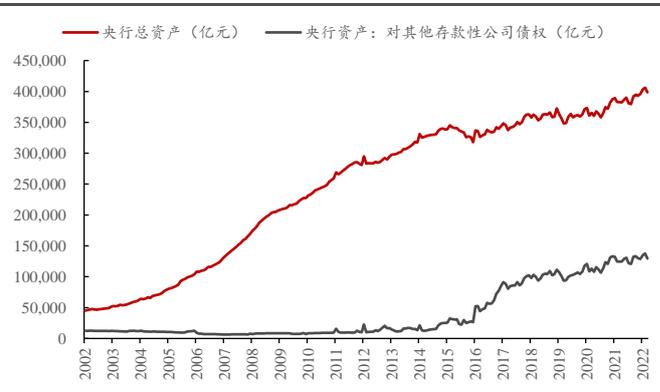
另一方面，自金融危机以来，以美国为代表的西方发达国家多采用**量化宽松政策刺激经济，通过在公开市场购买国债释放流动性，间接形成了财政赤字货币化**。从资金分配的角度来看，中央银行在公开市场上以证券购买的方式持有国债，与财政部以未发行国债为抵押向中央银行借款相比，是大同小异的。以美国为例，自金融危机爆发至今，美国共进行了四轮量化宽松：与 2008 年 11 月 25 日开启 QE1 时相比，当前**美联储资产负债表规模扩大了 3.25 倍，持有国债规模更是提高了 11 倍**；而同期央行资产负债表只扩大了一倍，且主要是在利率市场化的背景下，央行对商业银行债权的增长所推动的。

图 29：美联储四次 QE 期间大量购买国债，间接形成赤字货币化



资料来源：Wind，民生证券研究院

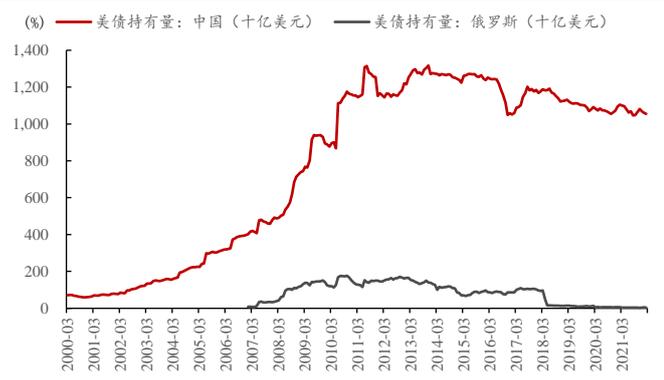
图 30：同期中国央行资产负债表的扩张速度明显慢于美联储，且主要是由对存款类金融机构债权的增长所推动



资料来源：Wind，民生证券研究院

另外值得关注的一点是，随着地缘政治矛盾的加剧，部分国家对于持有美国等发达国家债券的意愿正在降低。国债购买意愿低，正是当初南京国民政府超发货币为财政赤字融资的原因之一。当前地缘政治冲突愈演愈烈，使得持有海外债券的意愿降低。以美国国债为例，自 2017 年中美贸易冲突逐步升级以来，中国持有美国国债的绝对数量以开始下降；2018 年 3 月以来，俄罗斯持有的美国国债数额更是降至 150 亿美元以下。从 2015 年开始，外国投资者持有的美国国债占美国国债总额的比例也呈下降趋势。在俄乌冲突加剧的背景下，美国财政部更是宣布停止偿付俄罗斯持有的美国国债。这种制裁措施很可能会进一步降低国际社会对美债的持有意愿。在这一背景下，美国当下的加息缩表政策的持续性值得怀疑，尽管不如国民政府时期一般出现了大量的债务货币化，但是其对物价的持续性影响值得关注。

图 31：近年来中国与俄罗斯均在减持美债



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 32：外国投资者持有美债的占比已呈下降趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

当下由于新冠疫情的影响、地缘政治冲突升级，全球供应链的稳定性受到巨大的挑战，工业生产的稳定性受到冲击。国际环境中不安定的因素开始增加，持有物资的重要性逐步上升，实物资产正在受到投资者的青睐。自 2020 年 3 月以来，无论是原油、天然气等能源品的价格，还是基本金属、农产品的价格，都出现了明显的上涨；而在 2022 年 2 月下旬俄乌开战以后，各类实物资产的价格进一步飙升：2022 年 3 月世界原油价格上涨了 20%，欧洲天然气价格上涨了 55%。

图 33：疫情与政治冲突下，能源类商品价格迅速上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 34：农产品、金属和矿物产品的价格同样大幅上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

尽管经历了大幅上涨，然而当下大宗商品的价格却仍然“相对便宜”。在过去的十几年中，西方发达经济体以量化宽松的方式为金融市场注入大量流动性。金融资产吸纳了大量流动性，相对于实物资产极度昂贵。以美国为例，自有数据以来，GSCI 商品全收益指数与标普 500 指数之比的历史中位数为 3.997，而当前二者的比值却只有 1.07，金融资产价格的扩张程度明显超过了实物资产。当供应链安全和冲突出现时，金融资产转向实物资产可能是不惜一切代价的。此时对于海外通胀的判断，投资者不应该紧紧局限在供需矛盾的视角上。

图 35：美国大宗商品与 SP500 价格之比已大幅低于历史中位数



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 36：当前国内金融资产与实物资产的价格之比与历史中位数的偏差不大，且略高于历史中位数



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：红色与黑色虚线分别表示南华工业品指数/创业板指、南华工业品指数/沪深 300 的历史中位数

北海币的经验在告诉我们，在外部货币秩序动荡与通胀高企的世界中，通胀本身难以被回避，但是自身稳定的货币环境仍然值得为之努力：利用自身的生产优势换取更大范围的物资储备以提升人民币与大宗商品挂钩的能力，提升人民币在全球特别是资源国的储备地位将变得更为重要。

面对全球货币体系的动荡与通胀上行，中国国内自然不能独善其身。此刻中国正在努力加强人民币与资源品的联系。近期，沙特阿拉伯表示正在考虑以人民币结算两国之间的石油贸易；俄罗斯财政部长西卢阿诺夫表示，俄罗斯将使用外汇储备中的人民币以对抗西方的封锁。

在成为新时期的“北海币”之前，无疑最基础的大宗商品的地位（能源、金属与农产品）正在系统性提升，和链接世界大宗商品与货物贸易的运输行业同样在成为重要的资源（油运、干散运、港口和集运）。

5 风险提示

1) **测算误差。**民国时期通胀上行速度过快，在剔除通胀效应进行测算时可能会出现偏差。

2) **海外政策变化超预期。**如果西方发达经济体改变此前的赤字财政模式，由财政赤字导致货币供应量增加的进程将发生逆转。

3) **经济恢复进程超预期。**如果全球范围内疫情快速好转、供应链瓶颈快速恢复，实物资产的重要性可能会有所降低。

插图目录

图 1：1945 年后国统区反而逐步陷入恶性通胀.....	3
图 2：1945 年后法币对外大幅贬值.....	3
图 3：抗战胜利后，国统区生产资料与生活资料产量明显增长.....	4
图 4：抗战胜利后，国统区生产资料与生活资料产量明显增长.....	4
图 5：1945 年后国民政府的货币供应量出现跳升.....	5
图 6：1932 年后国际银价大幅上涨.....	6
图 7：同时国内经济陷入通货紧缩.....	6
图 8：1935 年国民政府货币改革的主要内容.....	7
图 9：民国中央银行、中国银行、交通银行均从事存贷款业务，从经营规模来看民国中央银行并无优势.....	7
图 10：国民政府法币发行制度变迁.....	8
图 11：财政赤字货币化是导致民国后期货币供应量激增的核心原因（1937 年不变价，百万法币）.....	9
图 12：1937-1948 年，国民政府财政赤字大幅增长，赤字率居高不下.....	10
图 13：1937-1938 年，关税、盐税、统税收入占南京国民政府全部税收收入的 94%.....	11
图 14：1945 年时，关税、盐税、统税占全部税收的比重依然有八成.....	11
图 15：南京国民政府所得税与过分利得税税率.....	11
图 16：1937 年至 1948 年南京国民政府的财政支出结构.....	12
图 17：南京国民政府的财政赤字几乎全部通过国家银行垫款解决.....	13
图 18：1936 年政府公债重整导致市场对国债价格大幅下行.....	13
图 19：1937-1944 年国民政府公债发行情况.....	14
图 20：金圆券改革后，国民政府赤字率仍很高.....	15
图 21：南京国民政府依然靠发行货币解决财政赤字.....	15
图 22：1948 年 11 月物价管制被迫取消后，上海地区物价飞涨.....	16
图 23：山东抗日根据地分布.....	18
图 24：根据地工商管理总局既负责工农业生产，又要领导货币斗争.....	18
图 25：山东根据地的物资本位体系.....	20
图 26：山东根据地实施油、盐专卖，有助于减少法币与伪币的使用情境.....	21
图 27：美国的赤字水平长期处于高位.....	22
图 28：世界主要国家中，中国的政府杠杆率相对较低.....	22
图 29：美联储四次 QE 期间大量购买国债，间接形成赤字货币化.....	23
图 30：同期中国央行资产负债表的扩张速度明显慢于美联储，且主要是由对存款类金融机构债权的增长所推动.....	23
图 31：近年来中国与俄罗斯均在减持美债.....	23
图 32：外国投资者持有美债的占比已呈下降趋势.....	23
图 33：疫情与政治冲突下，能源类商品价格迅速上涨.....	24
图 34：农产品、金属和矿物产品的价格同样大幅上涨.....	24
图 35：美国大宗商品与 SP500 价格之比已大幅低于历史中位数.....	24
图 36：当前国内金融资产与实物资产的价格之比与历史中位数的偏差不大，且略高于历史中位数.....	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001