价格周期、投机与大宗商品危机

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland and Germany),
Solicitor (England & Wales and Hong Kong)
Of Counsel, KGP Legal LLC
alexander.ressos@kgplegal.com.sg
www.ressos.com.sg

19世纪70年代的锡价暴跌

一个建立在两种大宗商品之上的经济体，不得不与它们的价格周期共存。锡矿业在19世纪70年代中期经历了第一次严重衰退，当时参政司制度刚刚建立。在吉隆坡，锡价暴跌使叶亚来（Yap Ah Loy）陷入严重的财务困境。直到1879年锡价回升，他的处境才得以恢复。[1]这位甲必丹的命运起伏，将在整个行业中反复上演。矿主在高价时以矿砂为抵押借款，价格下跌时便无力偿还，而垫付款项的商人随即发现自己在银行的信用也受到了损害。

1910年的橡胶股狂热

橡胶繁荣引发了这块殖民地第一次证券投机狂热。橡胶价格在1910年达到顶峰。[2]当时来自伦敦市场的报道称，1910年3月的成交价高达每磅11先令，新的橡胶公司如潮水般纷纷上市。[3]种植园公司的股票在伦敦、新加坡和上海易手，其价格以繁荣会持续下去为前提，尽管许多种植园当时还没有产出一磅橡胶。

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

与此类事件通常的结局一样，这场狂热在数月内便告崩溃。种植园之所以挺了过来，是因为橡胶树继续生长，汽车工业也继续扩张。即便如此，这一事件仍让殖民地的投资者认识到：一种供给要延迟数年才能对价格作出反应的商品，必然面临剧烈波动。高价吸引了新的种植，而这些新种植的树要多年后才能割胶，届时又压低了价格。过度投资与供过于求的循环，成为此后半个世纪橡胶经济的核心问题。

1920–1922年的衰退与史蒂文森计划

第一次世界大战后需求下降，使马来亚陷入战后萧条，Drabble将其时间定为1919–1922年。马来联邦的公共财政显示了这场萧条的力度。1920年，收入为7230万元，支出则为1.004亿元；到1922年，收入已降至5250万元。[4]Wong Lin Ken引用了当时一份贸易委员会关于“橡胶业持续萧条”的报告。[5]

英国种植者给出的答案是限产。橡胶种植者协会（Rubber Growers' Association）游说时任殖民地大臣温斯顿·丘吉尔，丘吉尔成立了一个由詹姆斯·史蒂文森爵士（Sir James Stevenson）主持的委员会。根据该委员会的建议，马来联邦于1922年10月通过了《橡胶出口（限制）法令》（Export of Rubber (Restriction) Enactment）。该计划将每个生产者的出口量限制为经评定的“标准产量”的一定百分比，初始比例定为60%。当时的一项调查报告称，该计划以每磅1先令3便士的伦敦价格为基准，这一价格足以使种植园保持良好运营。1924年5月至7月价格跌破1先令时，可出口比例被下调至55%。[6]

各方资料给出的起始日期不同。Drabble将该计划的起始日期定为1922年10月1日，而其他资料则称马来亚法令于1922年11月1日生效。[7]各方都认同该计划于1928年11月1日结束。该计划一度推高了价格，但也带来了两个其制定者始料未及的后果。荷属东印度未加入该计划，并扩大了生产。消费全球约四分之三橡胶的美国对此表示敌视，而不断扩张的荷兰种植园则夺取了美国市场的大部分份额。

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

大萧条与国际限产

1929–1932年的世界经济大萧条对马来亚的冲击比对大多数经济体都更为沉重。到1932年，橡胶在伦敦市场的售价约为1910年峰值的百分之一，马来亚的出口收入在1929年至1932年间下降了73%。[8]种植园削减工资并遣返印度劳工，华人矿工也被遣送回中国。曾以较高价格为农产品提供融资的新加坡商人，在库存和垫款上都蒙受了损失。

生产国政府转而寻求国际协定。锡出口在1931年至1941年间受到限制。《国际橡胶管制协定》（International Rubber Regulation Agreement）于1934年6月1日生效，这一次荷属东印度也参与其中。缔约方为英国、印度、荷兰、法国和泰国，合计占全球产量的90%至100%。这两项协定都为每个生产地区确定了出口配额，以限制效率最高的生产者的增长为代价稳定了价格。这些计划在马来亚执行得最为严格，马来亚也因此在长期内付出了代价。[9]

1985年的锡危机

大宗商品协定的逻辑比殖民地存续得更久。战后，生产国和消费国于1954年签署了《国际锡协定》（International Tin Agreement），由1956年成立的国际锡理事会（International Tin Council）负责执行。该理事会维持一个缓冲库存，在价格下跌时买入锡，在价格上涨时卖出。20世纪80年代初，它向银行和经纪商大举借款，以捍卫一个市场已不再支撑的价格。1985年10月24日，它暂停了在锡市场的操作，英国贸易大臣估计其总承诺额超过8亿英镑。伦敦金属交易所的锡交易随之停止。[10]

锡价崩溃，使马来西亚锡矿业陷入一蹶不振的衰落。这一事件为始于1848年拉律的历史篇章画上了句号。它还表明，殖民地种植者在1922年面临的问题依然没有得到解决：协定可以在一段时间内支撑价格，但一旦支撑失败，价格的下跌就会更加陡峭。第H部分在讨论2020年的贸易商倒闭事件时，将再次探讨大宗商品失败对金融中心的教训。

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

注释

1. Wikipedia, “Yap Ah Loy”（2026年11月访问）：19世纪70年代中期锡价暴跌，给他造成了“severe financial difficulties”；1879年锡价上涨使其财务状况好转。 ↩
2. John H. Drabble, “The Economic History of Malaysia”, EH.Net Encyclopedia, 2004年7月31日：橡胶价格在1910年达到顶峰。 ↩
3. *Papers Past*（新西兰国家图书馆）转载的1910年3月至5月间的当时报道，涉及伦敦橡胶价格高达每磅11先令以及大量橡胶公司上市；后来的调查将峰值定为每磅约12先令8便士至12先令10便士。 ↩
4. John H. Drabble, “The Economic History of Malaysia”, EH.Net Encyclopedia, 2004年7月31日：第一次世界大战后的萧条发生于1919–1922年；20世纪20年代中后期增长强劲。Wikipedia, “Federated Malay States”（2026年11月访问），以海峡元计的收入表：1920年收入72,277,146元，支出100,433,471元；1922年收入52,494,110元，支出49,811,007元。 ↩
5. Wong Lin Ken, “Singapore: Its Growth as an Entrepot Port, 1819–1941”, *Journal of Southeast Asian Studies*, 第9卷第1期，1978年，第50–84页，脚注28（据Cambridge Core所示），引用1921年贸易委员会关于“the Continued Depression in the Rubber Industry”的报告。 ↩
6. Wikipedia, “Stevenson Plan”（2026年11月访问）：橡胶调查委员会由丘吉尔设立，由詹姆斯·史蒂文森爵士主持；马来联邦于1922年10月通过“Export of Rubber (Restriction) Enactment”，自11月1日起生效；到1928年11月1日，该法“was no longer in effect”；1922年美国消费了“about 75% of the rubber produced”。*A Survey of the Trade in Rubber Manufactured Goods*，由EconBiz（ZBW）数字化，第83页：该计划“pivoted on a London price of 1s. 3d. a lb. for raw rubber, which permitted estates to be maintained in good order”；“This assessment, known as ‘standard production’”；“The initial percentage was fixed at 60”；“In the May–July

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

quarter, 1924, however, the price was below 1s, the Percentage was reduced to 55”。 ↩

7. John H. Drabble, “The Economic History of Malaysia”, EH.Net Encyclopedia, 2004年7月31日：史蒂文森计划“lasted from 1 October 1922- 1 November 1928”。Wikipedia, “Stevenson Plan”（2026年11月访问）：1922年10月通过的法令自11月1日起生效；该计划于1928年11月1日不再有效；荷兰拒绝加入，其不断扩张的种植园后来夺取了美国市场的大部分份额；1922年美国消费了约75%的橡胶产量。 ↩

8. John H. Drabble, “The Economic History of Malaysia”, EH.Net Encyclopedia, 2004年7月31日：1932年橡胶在伦敦市场的售价约为1910年峰值的百分之一；1929年至1932年间，出口收入在马来亚下降73%，在砂拉越下降60%，在北婆罗洲下降50%；锡出口在1931年至1941年间受到限制。 ↩

9. Wikipedia, “International Rubber Regulation Agreement”（2026年11月访问）：于1934年6月1日生效；缔约方为英国、印度、荷兰、法国和泰国；“covered between 90–100% of world producers of rubber”；有效期至1942年初。Wikipedia, “Rubber industry in Malaysia”（2026年11月访问）：史蒂文森计划和《国际橡胶管制协定》的限制措施在马来亚执行得最为严格，长期而言损害了其经济。 ↩

10. Wikipedia, “International Tin Council”（2026年11月访问）：《国际锡协定》于1954年签署，国际锡理事会于1956年成立；1985年10月，国际锡理事会已无法维持价格。英国下议院，Leon Brittan的书面答复，1985年10月29日（Hansard, “Tin”）：在国际锡理事会缓冲库存经理无力支撑市场后，伦敦金属交易所的锡交易被暂停。HC Deb 7 March 1986, vol. 93, cc. 589–593：贸易大臣Alan Clark谈及“suspension by the ITC of its operations in the tin market on 24 October last”以及“gross commitments exceeding £800 million”。 ↩

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

Disclaimer

This article is provided for general information only. It is based on publicly available sources as at its date of publication. These sources have not been independently verified against licences, regulatory registers or the records of the entities concerned. It is not legal, tax, financial or investment advice. Nor is it a recommendation to invest in, transact with or use the services of any entity mentioned. Law and regulation change frequently, so the content may be incomplete or outdated. To the fullest extent permitted by law, Dr Alexander Ressos and the publisher of SingaporeIQ exclude all liability for loss or damage arising from the use of or reliance on this article. Readers should obtain advice on their specific circumstances before acting or refraining from action.

Names and trademarks of the entities discussed belong to their owners and are used for identification only. Their mention implies no endorsement, affiliation or allegation of wrongdoing. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. Corrections and updates: contact@ressos.com.

© 2026 Dr Alexander Ressos. This article may be quoted with attribution to SingaporeIQ (SingaporeIQ.com). Reproduction in full and any commercial use require prior written consent. The Legal Terms at https://singaporeiq.com/legal-terms apply.

Author contact: Dr Alexander Ressos, TEP · contact@ressos.com