



当代中国金融学者思想库

金融危机启示录

The Enlightenment of the
Financial Crisis

蒋寒迪 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国井冈山干部学院资助

金融危机启示录

The Enlightenment of the
Financial Crisis

蒋寒迪 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机启示录/蒋寒迪著. —北京: 经济管理出版社, 2015.9
ISBN 978-7-5096-3097-6

I. ①金… II. ①蒋… III. ①金融危机—研究 IV. ①F830.99

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 089067 号

组稿编辑: 朱娜
责任编辑: 梁植睿
责任印制: 黄嘉
责任校对: 雨十



出版发行: 经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 710mm×1000mm/16

印 张: 17.5

字 数: 287 千字

版 次: 2015 年 9 月第 1 版 2015 年 9 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3097-6

定 价: 88.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前言

综观世界经济的发展历史，金融危机、经济危机始终伴随着经济发展间歇出现。危机带来的经济动荡、社会动荡以及政治动荡等给人们的生产生活带来了重要的影响，特别是 2008 年的次贷危机和欧债危机的影响还未完全消退，这场金融危机时间之久，影响之广，破坏之重，它所带来的变革之深，是非常突出的。金融危机带给我们困惑，更需要我们反思，需要我们从理论上进行重新审视，在制度上进行重新变革，谋求世界经济金融的新格局。本书在回顾了几次重大金融危机之后，梳理出每次危机的特点、原因与启示，在此基础上，探讨后金融危机时代的金融创新。

目 录

第一章 / 1929 年世界大萧条	001
第一节 / 大萧条过程与影响 / 003	
第二节 / 大萧条的成因 / 010	
第三节 / 历史启示 / 014	
第二章 / 1973 ~ 1975 年的经济滞胀	019
第一节 / 经济滞胀过程与影响 / 021	
第二节 / 经济滞胀的原因 / 027	
第三节 / 历史启示 / 035	
第三章 / 20 世纪 90 年代日本的经济泡沫危机	043
第一节 / 危机的过程与影响 / 045	
第二节 / 泡沫危机的原因 / 057	
第三节 / 历史启示 / 065	
第四章 / 世纪之交的互联网泡沫危机	071
第一节 / 危机过程与影响 / 073	

第二节 / 危机的原因 / 078

第三节 / 历史启示 / 082

第五章 / 1997 年东南亚金融危机 089

第一节 / 危机过程与影响 / 091

第二节 / 危机的原因 / 103

第三节 / 历史启示 / 110

第六章 / 20 世纪 90 年代的墨西哥金融危机 117

第一节 / 危机过程与影响 / 119

第二节 / 金融危机的原因 / 131

第三节 / 历史启示 / 138

第七章 / 俄罗斯金融危机 (1997 ~ 1998 年) 145

第一节 / 危机过程和影响 / 147

第二节 / 危机的原因 / 162

第三节 / 历史启示 / 169

第八章 / 阿根廷金融危机 175

第一节 / 危机过程与影响 / 177

第二节 / 危机的原因 / 186

第三节 / 历史启示 / 192

第九章 / 2008 年的次贷危机 199

第一节 / 危机过程与影响 / 201

第二节 / 危机的原因 / 213

第三节 / 历史启示 / 220

第十章 / 2009 年以来的欧债危机 225

第一节 / 欧债危机过程和影响 / 227

第二节 / 危机的原因 / 239

第三节 / 历史启示 / 247

第十一章 / 后危机时代的中国金融发展 255

第一节 / 金融创新的影响力量 / 257

第二节 / 中国的金融脱媒与金融创新 / 260

第三节 / 金融创新是中国金融发展的力量 / 263

第一章

1929 年世界大萧条

1929 年 10 月 9 日，对于那时的美国居民来说，第一次感觉到繁荣股市所带来的危机感，十天之后的 10 月 19 日，黑色星期二的来临使人们开始从股市的神话中走出来，面对这个严酷的事实。10 月 29 日，华尔街的 11 位著名人物相继自杀，从股市开始的危机蔓延到了实体经济，大萧条如同火山爆发一样快速来临了。

第一节 / 大萧条过程与影响

大萧条其实来得并不是没有一点征兆，只是被到处的欢呼声所掩盖。在整个 20 世纪 20 年代的前期，美国经济在战后呈现一片祥和的景象。人们的收入大幅增加，而工商企业也是蒸蒸日上。加入战争的几个主要国家都出现了不同的复兴迹象。但是就是这种爆棚的信心使得人们盲目投资，从而导致了一场世界性的灾难。

一、大萧条的过程

（一）萧条前的繁荣

正如 1928 年 10 月 22 日胡佛在他的竞选演说中所提到的：“美国制度已将我们追求人类幸福的伟大经验在历史上比以往任何时候都传播更远。今天我们在任何地方都比以往更接近于消除人民产生的贫困和恐惧的理想。”^①1922~1929 年，美国的经济实现了飞一般的增长，国民生产总值的年均增长率高过 5.5%。失业率则从第一次世界大战以后最高的 11% 下降到了 3.5%。通货膨胀率一直是低位运行。

一是制造业的发展，美国的三个新兴行业的发展带动了美国的发展，就是汽车、电力和电话。制造业的发展非常迅速。1925~1929 年，制造业产值由 608 亿美元增加到 680 亿美元。美国联邦储备工业生产指数在 1921 年只有 67 点（以 1923~1925 年为平均值作为 100），到了 1928 年则上涨到了 110 点，1929 年 6 月份最高值达到了 129 点。汽车以及与之相关的行业更是这个时代带动美国经济的主要支柱产业。从 20 年代开始，美国才真正成为所谓的“车轮上的国家”。1926 年，全美只有 810 万辆汽车，而到了 1929 年，则达到了总注册数量 2310 万辆的规模，这意味着当时全世界 5/6 的汽车总量，平均每五个美国人就有一辆汽车。汽车行业鼎盛时期的从业人口超过了 400 万，养活着 1000 多万人口，成为美国整个 20 世纪的龙头行业。电力和电器行业的发展带来了又一个经济的支撑力量。电网普

^① 黄安年. 二十世纪美国史 [M]. 石家庄：河北人民出版社，1989.

以及家用电器普及的同时，到了 1929 年，美国 2000 万户家庭实现了电气化，一半家庭有了吸尘器，1/3 家庭有了洗衣机。家用电器的产值增加了 3 倍。

二是资本市场的繁荣。20 年代初期的美国经过了资本市场的高度繁荣。实体经济经历了一系列飞速发展，为资本市场的发展提供了一定的基础，而且从资本市场的监管上看，由于自由主义的抬头，使得在资本市场的监管也很宽松，这样就使得资本市场的进入门槛降低，从而使得大众加入资本市场变为可能。《蓝天法》是当时市场监管的一部法律，但是在 20 年代的时候，它的监管力度变弱。在当时，原先融资的主要手段是债券，但是这之后，就由股票融资变成了资本市场上的主角。表 1-1 可以反映一些问题。

表 1-1 1921~1929 年证券交易品种

年份	债券（种）	股票（种）	总数（种）	股票占比（%）
1921	1994	275	2269	12.12
1922	2329	621	2950	21.05
1923	2430	763	3193	23.90
1924	2655	865	3520	24.57
1925	2975	1247	4222	29.54
1926	3354	1220	4574	26.67
1927	4769	1738	6507	26.71
1928	3439	3491	6930	50.38
1929	2620	6757	9377	72.06

资料来源：U.S. Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States, Colonial Times 1957, 1960, p.659.

我们可以看到在 1921 年股票数只是占总数的一成多一点，之后逐步上升，到达 1929 年时，已经占了七成多了。这就是说在这段时间，企业的融资方式已经从债券为主变为了股票为主。在此期间，股票市场是主要的融资市场，经历过一段井喷式的发展，从标准普尔指数就可以看出一点关系出来。在整个 20 年代，股票市场的上涨幅度远远领先于其实体经济的发展速度。在 GNP 上升 50% 的背景下，道琼斯指数上升了近 3 倍。从 1921 年 8 月到 1929 年 10 月之间，所有股价平均上升了 334%，交易额增加了 1478%。纽约证券交易所 1922 年的年交易量为 2.6 亿股，到了 1929

年则达到了 11.3 亿股。

在这些股票当中，一些新兴行业的股票的上涨趋势是特别突出的。第一个牛市就是新兴行业所带来的。美国收音机公司是整个时代的股市领头羊。其股价从 1921 年的每股 1.5 美元，上涨到 1929 年的最高每股 114 美元。八年间，其盈利率达到了惊人的 87 倍。

航空和电影的相关制造行业也让整个股市乐观。莱特（Wright Aeronautical）、柯蒂斯飞机研发公司（Curtiss）和波音（Boeing Airplane）的股票深受追捧。与此同时，好莱坞的产品变革也几乎在一夜间完成。在股市狂潮的催动下，默片也迅速地转变为有声电影。股市也开始了暴涨，《纽约时报》25 种工业股票的平均指数从 1924 年的 106 点上涨到 1925 年的 181 点。1926 年股市出现了短暂的调整之后再次上涨。1927 年，在航空股票的推动下，股市上涨到了 245 点，年涨幅达到了 27%。

在收音机和航空股票的再次带动下，1926 年 3 月到 1929 年 10 月，美国股市进入了加速期，股价出现了快速的上升时期。这一阶段的股价平均上涨了 2.2 倍。道琼斯工业指数从 1926 年的 120 点飞涨到 1929 年 9 月的 381 点。对于投资者来说，几乎无论买什么股票都会赚钱，如果以 1926 年 1 月作为基数 1，假设收益指数为 1000，那么到了 1929 年 8 月底，收益指数应该是 2485。

在此期间还有很多的中产阶级人士加入到了这个令人神往的股市。这个时候的股市已经不限制在一些金融人士和农场主当中，普通人都可以通过一种保证金的方式来参加股市。当时投资于证券市场的美国人约占全国人口的 8%，股票已经成为文化中枢的方式。人人都关心的股市价格从 1924 年下半年开始一路飙升，仅于 1926 年小有挫折，到 1928 年则是疯狂上涨。作为当时投机热典型指标的无线电指数在 1928 年由 85 上升到 420，到 1929 年 9 月更达到 505 的顶峰。

（二）萧条无声息地来了

1929 年上半年，股票价格一路上扬，前景还显得一片光明。1929 年 9 月，股指创出新高，尔后便开始盘整不前，危机已悄然临近。只有极少数人，如政界元老伯纳德·巴鲁克和美国总统肯尼迪之父约瑟夫·肯尼迪在大崩溃之前及时全身而退。10 月 9 日是周三，股票下跌的消息开始通过私下的渠道传播，这是第一次下跌。随后二十几天中恐慌弥漫着股市。接下来，股市的恐慌从 10 月 24 日到 10 月 29 日，持续了五天。到了 10 月 29

日，崩溃的高潮来了，这一天，是真正的暴跌，大量股票投入市场，不计价格地抛售。鸣锣收场时，这一天的疯狂交易达到了极端，以 16410030 股的最高纪录收盘。这一天华尔街 11 位著名人物相继自杀。此后一直到 11 月 13 日，股票指数从 452 点，下降到 224 点。纽约证券交易所全部有价证券平均贬值 50%，300 亿美元财富灰飞烟灭，这笔钱相当于美国在第一次世界大战中的总支出。到 1933 年 7 月，股市才最终走到了最低点。此时，股市蒸发了 740 亿美元的财富，与股市最高涨的 1929 年 9 月相比，相当于 5/6 的财富蒸发了。到 1930 年，股指一度略有反弹，随即又是一轮暴跌。股市的崩溃对投资者来说犹如天崩地裂，成千上万的股民倾家荡产。

证券市场的崩溃捅破了最后一层纸，资本主义各国相继被卷入经济危机，处于旋涡中心的美国更是焦头烂额。银行倒闭，企业破产，房地产大跌价，税收下降，外贸大幅度萎缩。大萧条对本已困顿不堪的农民来说犹如雪上加霜：农产品滞销，价格下跌，收入急剧下降，农民无力还债，就会失去作为抵押品的耕地。工人遭解雇，公务员被裁减，失业人数与日俱增，所有的企业一片萧条，大批工人失业。从 1929 年 10 月到 1933 年 3 月，平均每周就有 10 万工人失业。失业大军竟达 1500 万之多。新英格兰 28 万纺织工人中，有 12 万人失去工作。全国工厂在职人员比 1929 年减少了一半。工人工资被大幅度削减。国民人均收入从 1929 年的 681 美元下降到 1933 年的 495 美元。1933 年工业生产总值比四年前降低了一半多。经济萧条进而影响到欧洲和澳洲，引起世界经济危机。

二、大萧条的影响

大萧条造成的影响是巨大的。在大萧条接下来的四年里，道琼斯指数跌了 90%，工业生产率下降 37.2%，生产倒退 20~30 年，美国 10 万多家企业破产，6000 多家银行倒闭，全球达 5000 万人失业，失业率高达 30%，物价暴跌 33%，国际贸易缩减 40%，是人类历史上最严重的经济危机。

（一）对于美国的影响

美国是大萧条的主要灾难区。在股市上的影响是难以计数的，财富在眨眼间消失得无影无踪，千千万万把股市当作一生依托的股民一觉醒来发现自己已经一无所有。人们将这一天形容为纽约证券交易所创立 112 年以来“最糟糕的一天”。曾在 1907 年美国经济危机中赚了 100 万美元的杰

西·利弗莫尔这样形容他所看到的情形，这段文字也许是历史上对这次大崩溃做得最生动不过的描写：“你听说过把老鼠放在玻璃罩里的实验吗？当试验者开始把空气从玻璃罩抽出来的时候，你可以看到可怜的老鼠呼吸愈来愈急促，两侧的肋骨像过度抽动的风箱一样起伏着，要想从越来越稀薄的空气中呼吸到足够的氧气。你眼看着老鼠窒息而亡的全过程，一直到它的眼睛几乎从眼眶里爆出来。老鼠不断地喘息，一点点走向死亡。当我看到资金调度站的那些人时，想到的就是这种景象！到处都没有钱，你卖不出股票，因为没有人想买。要是你问我的意见，我会说：整个华尔街这一刻都破产了！”这次暴跌只是经济全面而持续衰退的一个开端。在此后 3 年多的时间里，金融业、商业、工业的指数依次成比例地剧烈下降。作为 20 年代经济繁荣支柱的钢铁、汽车、建筑等行业的衰退情况更是惊人，许多知名企业在逐渐消失。农民的总收入下降了 57%，对外贸易总额下降 70%，失业人数最多时高达 1700 万人。

随着大萧条的继续以及劳动力的过剩，工作时间和工作报酬对所有人来说都表现为严重不足。很多工业企业和小商业甚至拒绝政府要它们口头上维持工资水平的恳求。日益增长的失业大潮，导致一些百货公司付给员工的薪资甚至低到了每周 5~10 美元。1932 年，伐木工人的工资减到了 1 角每小时；一般承包工程业的工人工资是 7 分半；砖瓦制造业是 6 分；锯木厂是 5 分；成衣工、糖果店雇员和罐头厂工人，都属于受剥削程度最严重的阶层；纽约第一流速记员的薪水，从每周 35~45 美元下降到了 16 美元；一般的家庭佣工则不得不为了每个月 10 美元的薪资而劳作。

美国的国民收入从 1929 年的 810 亿美元减少到了 1930 年的不到 680 亿美元，然后降至 1931 年的 530 亿美元，并在 1932 年以 410 亿美元触底。同时，在这一时间里，国家的财富估值从 3650 亿美元下降到了 2390 亿美元，这说明美国的不动产、资本和商品已经遭到了严重的贬值。1930~1932 年，总共有 85000 家企业破产，留下了 45 亿美元的债务；5000 家银行停止支付；900 万储蓄账户被一笔勾销，总损失高达 260 亿美元以上。

（二）对德国的影响

德国是受到这次大萧条打击最沉重的国家。德国从 1928 年开始，衰退变得越来越严重了。与 1928 年相比，1932 年是德国经济下滑到谷底的一年。1928~1932 年，德国出口从 123 亿帝国马克下降到 57 亿帝国马克，结

果是大量关闭工厂和解雇员工，1932年德国失业率达到30.8%。

工业萧条导致了随后的财政和银行危机，由于德国银行业的结构性问题使得美国股票市场崩溃后大量资金从德国抽回。由于德国银行严重依赖外国资金，挤兑导致银行面临倒闭，政府不得不动用财政资金来整顿这些濒临倒闭的银行。银行危机也导致了在很大程度上依赖贷款的农业部门的危机。当时，德国农业部门负债很大，比如，1928年底有2/5的东德农庄是负债的，其中许多农业的负债额达到了本身资产的200%~300%。经济萧条以及收入水平的下降降低了对农产品的需求，导致农产品价格的大幅下滑，冲击了农民家庭企业。尽管政府采取提高进口税、限制进口、在公开市场上收购粮食等措施，但是农业部门的收入在1932~1933年还是仅仅为1928~1929年的40%。由于银行危机导致的负债剧增以及农业品市场的萎缩，德国经济萧条期间，农户和贵族庄园大量破产。这些原因也导致了政治的变化，在广大人民的贫苦与垄断组织寻找代言人的情况下，纳粹登上了历史舞台，开始了对外扩展转嫁危机的战争。

（三）对法国的影响

法国也经历了20世纪20年代的经济繁荣和快速发展，但是经济增长在1930~1932年急剧下滑，1932~1936年下滑有所缓和，直到第二次世界大战前夕才开始缓慢复苏。

法国在20世纪30年代的经济衰退是相对缓和的。失业在最严重的时期也没有超过一百万，生产的下降也相对缓和，从来没有超过1929年在商业和制造业产出的20%。法国的大萧条并没有伴随着银行危机，期间只有一家较大的银行倒闭。由于危机后，很多国家都开始实施货币贬值政策，而法国由于政治的原因反对贬值政策以及资本控制，虽然这导致黄金的流入和相对价格的增长，法国仍然坚持不贬值的政策。而且，1935~1936年的法国政府贯彻严格的通缩政策。在1935年的法案中，政府减少了10%的公共支出。1936年6月，社会主义者莱昂·勃鲁姆成立了人民阵线政府。新的劳动力市场规则的提出引起了劳动力成本的大幅上升。政府强制实施工资契约的集体议价，40小时工作周的实施以及投资的降低使得法国在开始缓慢地复苏，到1938年经济达到第一次世界大战前的水平。

从具体的数据来看，表1-2给出了美国与法国以及国际平均人均GDP的比较情况。通过表中的数据可以看出，法国的萧条要比美国1933年的情况缓和，但是比国际平均水平严重并且持久。

表 1-2 人均 GDP 比较 (以 1929 年的水平为 100)

年份	美国	国际平均水平	法国
1932	69	91.3	87.8
1933	66.7	94.5	89.5
1935	76.3	101	87
1938	83.6	112.4	88.8

资料来源: Cole, H. and Ohanian, L., "The Great Depression in the United States from a Neoclassical Perspective", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 1990a, 23, pp.2-10.

法国大萧条的特征体现在: 晚于美国发生, 相对缓和但是持续时间长, 没有发生银行危机; 大萧条之后, 法国的投入产出率长期低迷, 在衰退的波谷, 并于 1936 年进行了社会改革。

(四) 对日本的影响

20 世纪 30 年代的世界性经济危机中, 日本作为当时的资本主义国家也未能幸免。30 年代初日本爆发了经济危机, 在日本现代史上通常被称为“昭和和经济危机”。“昭和和经济危机”从 1930 年持续到 1932 年, 对金融、工业、贸易、农业等多个行业都产生了冲击, 使工业总产值下降了 30% 以上。与美国危机爆发时物价和产量都有所下降相比, 日本的经济危机只是表现为物价的下跌, 而产量却不受影响。这次危机首先从商品和股票的价格暴跌开始。1930 年的批发物价比 1929 年下跌了 18%, 1931 年与 1929 年相比则下跌 30% 以上。物价自 1929 年秋开始下跌, 到 1929 年末下降更为明显, 农产品价格则是在 1930 年秋由于大丰收而急速下降。另外, 股票价格的跌幅也大体相当, 如果把 1914 年 1 月的股票价格指数设定为 100, 那么 1930 年 6 月股票价格指数跌至 74, 1931 年 9 月进一步跌至 69。

同时受到冲击的还有进出口行业。日本是一个资源贫乏的国家, 所以十分依赖国际贸易来获取原材料, 并通过世界市场销售产品, 经济危机则沉重打击了进出口贸易。1929 年的外贸总额为 43.6 亿日元, 1930 年降至 30.1 亿日元, 1931 年又降至 23.8 亿日元。进口额在 1931 年比 1929 年下降 44%, 出口额下降 47%。其中, 农副产品如生丝的出口下滑十分明显, 对农民收入下降产生了极大的影响。

第二节 / 大萧条的成因

大萧条的破坏力完全不亚于一次大的自然灾害，而且它的延续时间长，可以说是百年难遇的一次大灾难。

大萧条的特点首先表现为持续时间长。从开始到走出萧条阴影，大约用了四年多的时间，以至于由于人们的生活都过得很艰难，而有一种时间过得很慢的错觉。

其次是波及范围广。由美国爆发的危机，很快扩散至英法等其他资本主义国家，英国最终放弃自由贸易政策，促使英国放弃金本位制，英镑大幅度贬值。由于法国应对危机的措施不力，法国的危机持续时间最长。德国在 1928~1932 年，出口从 123 亿帝国马克下降到 57 亿帝国马克，结果是大量工厂关闭和大量工人被解雇，1932 年德国失业率达到了 30.8%。日本的“昭和和经济危机”从 1930 年持续到 1932 年，对金融、工业、贸易、农业等多个行业都产生了冲击，使工业总产值下降了 30% 以上。

最后是破坏力强。就美国而言，1929 年的美国国民收入为 810 亿美元，1930 年不足 680 亿美元，1931 年降到了 530 亿美元，1932 年以 410 亿美元触底。与此同时，国家的财富估值从 3650 亿美元降至 2390 亿美元，预示着不动产、资产和商品的大幅贬值。3 年间，85000 家企业破产，留下了高达 45 亿美元的沉重债务。5000 家银行停止支付，900 万储蓄账户被注销，损失了 260 多亿美元的工资收入。美国经济的债务结构变化不大，1932 年的利息仅比 1929 年少 3.5%。其他领域，通货紧缩持续加剧，长期债务严重超过了借款人的预期。以薪金支付的钱减少了 40%、分红减少了 56.6%，工资减少了 60%。危机之初，在胡佛政府的强烈要求下，削减工资的工业企业比例很小，但是在 1929 年至 1931 年 9 月间，它们还是以减少工作时间的办法，将薪水减少了 40%。人均实际收入由 1929 年的 681 美元狂跌到 1933 年的 495 美元。1931 年年收入超过 100 万美元以上的有 75 人，但到了 1932 年仅有 20 人。虽然政府人士和金融高层反复声明，衰退已经触底，不会再继续了，但是接下来的 3 年，商业衰退仍是断断续续地发生着。