



印钞者

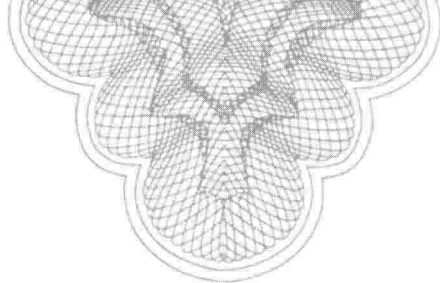
中央银行如何

制造与救赎金融危机

徐瑾 著



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS



印钞者

中央银行如何
制造与救赎金融危机



徐瑾
著

图书在版编目 (CIP) 数据

印钞者/徐瑾著. —北京: 中信出版社, 2016.2

ISBN 978-7-5086-5569-7

I. ①印… II. ①徐… III. ①金融-经济史-世界-通俗读物 IV. ①F831.9-49

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第 239760 号

印钞者

著 者: 徐 瑾

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京画中画印刷有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/32

印 张: 11 字 数: 222 千字

版 次: 2016 年 2 月第 1 版

印 次: 2016 年 2 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-5569-7 / F · 3508

定 价: 48.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

我们不仅要知道过去，还要了解过去

向后看，就是向前看

中央银行应该扮演经济繁荣的刹车角色，就像当派对进入高潮要取走大酒杯一样，免得玻璃碎片满地，一地鸡毛。但当金融恐慌气氛蔓延，流动性开始消失，中央银行应该起到加速器的作用。

——美国前财政部长蒂莫西·盖特纳 (Timothy Geithne) ①

关于美联储措施会导致通胀风险的担忧，有“过度”的成分。外界有个迷思，认为我们所做的就是印钞票。我们不是在印钱，流通中的货币总量并没有太大的变化，广义货币供给并未大幅增加。我们是向各国买入财政部债券来降低利率，以此刺激经济更快增长。

——美联储前主席本·伯南克 (Ben Shalom Bernanke) ②

① 《压力测试》p79 第四章，盖特纳著，益智译，中信出版社，2015 年 3 月。

② 伯南克 2010 年接受《60 分钟》采访。

绪 论

大历史中的货币之手

世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。要获得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏。

——投资家乔治·索罗斯 (George Soros)

—

“为什么没人预测到？”

2008年11月，英国女王伊丽莎白访问伦敦政治经济学院（LSE）时，如是反问这家诞生过经济学家哈耶克与科斯、哲学家波普、投资家索罗斯等人物的经济名校。事后，不少回复纷至沓来，从技术官僚到政治人物都入选预测行列，甚至教皇也在其中。

随着美国经济进入大缓和阶段，经济学主流状况对于宏观经济学表示满意，动态随机一般均衡（DSGE）的主要贡献者之国际货币基金组织首席经济学家奥利弗·布兰查德（Olivier Blanchard）和理性预期学派大师罗伯特·卢卡斯，要么发表论文表示“宏观经济学的状况很好”，要么表示“防止经济衰退的核

心课题已经攻克”。至于以研究大萧条出身、担任美联储主席的本·伯南克 (Ben Bernanke)，即使在 2007 年也仍旧表示次贷危机对宏观经济不会有显著影响^①。

金融危机之后，英国《经济学人》杂志 (*Economist*) 就曾发问“经济学出了什么问题？” (what went wrong with economics)，宣称经济泡沫的破灭之后，终于轮到经济学学科的泡沫破灭。而转行专栏作家的诺奖得主保罗·克鲁格曼更是对上述几位同行极尽刻薄^②，至于神奇的美联储前主席格林斯潘，则表示自己 40 年的理论系统在金融危机的那个夏天崩溃了^③。

经济学家怎么了？公允地说，明斯基 (Hyman Minsky) 等非主流经济学家很早就已提出对于债务的警告，而少数主流经济学家如现任印度央行行长拉古拉姆·拉詹 (Raghuram Rajan) 在 2005 年也对金融创新发出预警，但一方面这多是局部的研究，另一方面在当时学界层面很难形成主流观点，在大众层面传播影响自然远远不如主流经济学看不上的“末日博士”鲁里埃尔·鲁比尼 (Nouriel Roubini)。伯南克 2010 年在一次演讲中总结，几乎所有经济学家都没预测到此次危机的时间以及严重程度，此前的预

① Bernanke, Ben, 2007, Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition.

② Paul Krugman, How did Economists Get It So Wrong, 2009, *The New York Times*.

③ 《格林斯潘“认错”》，FT，2008.

警只是指出孤立问题，但最终导致这场灾难性危机的正是一系列复杂联系。^①

金融危机影响每个人，更进一步讲，预测危机失败不仅仅是经济学家的事情。英国《金融时报》总编莱昂内尔·巴贝尔也撰文自问：“财经媒体为何没有预警金融危机？”

大家都应该反躬自问：金融危机如何形成？应该如何应对金融危机？金融危机是否可以避免？中央银行在其中是否应该发挥“最后贷款人”的作用？金融市场是否还在有效运行？市场假说还能成立吗？谁又来监管市场监管者？金融业对经济增长是利是弊……这些问题促成了本书的写作。

分析现实经济，数据、逻辑、历史三者皆具最佳，谈数据和逻辑的人已经不少，但是涉及历史的人相比较很少，尤其是金融史，历史和金融两个门类近乎老死不相往来，稍好一点也是顾此失彼。本书是一次尝试，我希望从历史观照真实世界。

二

本书立足于金融观念的进化，展示金融世界在过去三百多年的变化主线，在金融危机与中央银行两根交错的主线下，泡沫与理性的反复博弈也促成了金融市场的不断改进。全书分为历史与

^① Ben Bernanke, On the Implications of the Financial Crisis for Economics, 2010.

现实两个部分：历史分三块，17 世纪英格兰银行的诞生与成长，19 世纪的英格兰银行作为中央银行的探索，20 世纪大萧条的影响；现实部分也是三块，2008 年金融危机和随后的欧债危机，以及关于中国现状分析和未来展望。

先看历史，荷兰是 17 世纪欧洲金融业的先驱，甚至当年荷兰郁金香泡沫也成为现代金融危机的先驱。然而，对应 17 世纪的巨变，最特别的产物却是三家机构的诞生：从阿姆斯特丹 1609 年的威瑟尔银行到 1656 年的瑞典银行，再到 1694 年的英格兰银行。

18 世纪是英国崛起的时代，金融创新与各类泡沫并存，也是英格兰银行立稳脚跟的一百年。货币战争鼓噪之中，中央银行分外神秘。作为银行中的银行，中央银行直到今天仍旧决定着金融世界的方方面面，很多我们习以为常之事，其实是历史层层累积进化的结果。作为现代中央银行的鼻祖，成立于 1694 年的英格兰银行曾经被冠之以“堡垒中的堡垒”，其诞生亦被视为当时最重要的金融创新。那么，这座“堡垒”是如何平地而起的呢？战火中诞生的英格兰银行如何改变了世界？现代纸币如何在银行券中诞生？

任何历史大事件背后都有隐性的金融之手。从金融而言，18 世纪之前的世界并非一张白纸，但那时只是现代金融的胎动阶段。17 世纪是人类工业化萌芽阶段，更是现代金融的根源。工业革命之前，先有金融革命。18 世纪的金融焦点已经从美第奇家族的意大利、郁金香狂潮的荷兰，转向西欧尤其是英国。金融大爆炸也滋生各类投机，比如 1720 年的南海泡沫，从疯狂追逐到一落千

文，从名流政要到普通民众都牵涉其中。

南海公司的陨灭对应着英格兰银行的成长，这不仅意味着现代中央银行的成熟，还意味着金融观念完成现代进化的第一步。这点发生在国家层面，通过赋予中央银行发钞权的同时，隔离其与王权的关系，进而区分国库收入与国王财产，让国家的归国家，国王的归国王。更进一步来讲，英格兰银行为英国的崛起奠定了金融基础。

到了 19 世纪，金融史重点仍旧在英国。英国在 16 世纪还是一个毫无冠军相的欧洲国家，却在 18 世纪领跑，19 世纪崛起登顶。其根本原因在于制度创新，其中金融创新功不可没。经济的扩张意味着各类金融创新的兴起，也意味着这是一个各种危机丛生的年代。

1720 年南海危机之后一百年，英国在 1825 年再度爆发危机，这甚至被认为是英国第一次周期性的经济危机。其发端正是从货币开始，股票下跌，多家银行倒闭。英格兰银行同样深陷危机，却也开始直面其作为中央银行在危机中的责任。争议一直存在，1810 年“金块辩论”可见日后货币主义与凯恩斯主义之争的影子。

英格兰银行在 19 世纪的诸多贡献，对应着 19 世纪的诸多金融创新。英格兰银行一方面挺过 1825 年、1847 年、1857 年、1866 年等危机，另一方面也在探索从一家私人机构到中央银行之路，其中有什么经验与教训？

英格兰银行对近代英国乃至世界都有独特贡献。英国历史学

家弗格森从制度角度强调了英国制度设计中由征税机构、中央银行、国债市场、议会组成“四角关系”的优越性：首先，专业的征税官僚机构使得国家财政征收得力，优于法国的包税人制度，这也衍生了优秀的教育制度；其次，纳税人通过纳税来换取立法权，介入了国家预算各个环节，这无疑促进了私人产权的保护；再次，国债体系使国家开支稳定，不会因为战争而骤然变化，甚至掠夺民间，债市的活跃最终也催生资本市场的繁荣；最后，则是中央银行通过管理国债发行、征收铸币税，中央银行衍生出汇率管理、最终贷款人职能。

说完 18 世纪、19 世纪的英国，视角转向 20 世纪的美国。某种程度而言，金融危机是一种“富贵病”，或者说是“现代病”，往往只有建立了现代金融体系之类的国家才会出现这类症状。金融危机袭击荷兰、英国等国之后，也光临了美国，随后还冲击了拉丁美洲、亚洲等地区。随着美国在世界的崛起，美国在 1837 年就曾经发生一次恐慌，随后 1873 年、1884 年、1890 年、1893 年都发生了规模不等的危机，多数源自银行机构，最后造成银行大规模倒闭。

美国爆发如此之多的危机，除了经济勃发，更大原因在于其长期没有类似英格兰银行的金融机构，自由放任并不总是最佳选择。进入 20 世纪之后，建立中央银行的呼声开始逐渐变大，美国 1907 年曾有一场大面积危机迫在眉睫，当时美国著名金融家摩根出面，以个人威信力挽狂澜，帮助金融市场渡过危机，避免重蹈 1893 年覆辙。从某种意义上而言，他在没有中央银行的情况下，

扮演了中央银行的角色。

危机改变世界，美国各界终于达成妥协。1913年美国国会通过了《联邦储备法案》，威尔逊总统签署了该法案，宣告美联储成立。美联储成立不到20年，美国就遭遇了历史上最大的金融危机。大萧条来临，美联储准备好了吗？应对好了吗？

与此同时，全球化也意味着金融危机的全球化。随着美国在世界经济权重的上升，其国内金融危机也开始席卷全球，1922—1929年的繁荣投机导致泡沫投机毁灭，最终1929年大崩溃成为改变历史的重大时刻。20世纪是美国人的世纪，这也伴随着现代经济的繁荣，现代经济蕴含的波动开始不断呈现，影响全球最深的危机都来自美国。无论1929年大萧条还是2008年金融危机，都在拷问金融进化的速度。

从金融进化角度，大萧条奠定了中央银行的地位，使得其不再安于稳定汇率与通胀，而成为危机中的最后拯救人。无论美联储、罗斯福还是大萧条，历史都有不同的诠释，我选取了比较的视角，提供了凯恩斯主义、货币主义者、奥地利学派的不同诠释。

说完历史，再看现状。进入21世纪，世界并没有变得太平。20世纪的大萧条催生了宏观经济学，20世纪经济是信贷经济，这也意味着我们将与波动共生。1929年之后，1994年的墨西哥金融危机、1997年亚洲金融危机等区域性危机不仅源自自身，更揭示了新兴市场加速进入金融全球化所带来的不稳定性，但影响都无法与2008年全球金融危机的破坏性相提并论。

从“两房”危机到雷曼兄弟申请破产，从花旗无奈瘦身到美林下嫁美银，从AIG（美国国际集团）危机到白宫拯救汽车巨头……当次贷危机一步步演化为金融危机，世界为之侧目。如果说亚洲金融危机被视为亚洲模式的失败，2008年的金融危机则被认为是新自由主义甚至资本主义的失败，但事实真是如此吗？正如中国经济学家张维迎所言，理解危机和应对危机一样重要，历史的正义需要时间得以伸张，而关于大萧条的解释，今天仍旧没有定论。对于金融危机的解释，我们需更多思考，或许下一次危机并没那么遥远。

金融危机动摇了人们的常规世界，也引发系列理念反思，比如如果相信个体理性，那么为何最终却引发大规模违约？为什么少部分人的冒险却让所有公众付出代价？这既没有效率也不公平，究竟什么地方出错了呢？雷曼兄弟申请破产保护、美林“委身”美银、AIG告急等一系列突如其来的“变故”，使得世界各国都为之而震惊。

值得注意的是，无论是雷曼还是花旗等代表性机构，也在拷问利润追求与经营模式的边界，这更是对于银行与证券边界的拷问。1929年的大萧条，正是因为银行业与证券的投机狂潮，迫使民主党参议员卡特·格拉斯和众议员亨利·B·斯蒂格尔合理推动《1933年银行法》以及《格拉斯-斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act），此举事实上是在商业银行和投资银行间树立防火墙。但是随着20世纪80年代以来的监管自由狂潮，该方案最终在1999年

被废除，为十年后的危机埋下了隐患。这是巧合，也是历史的机会，而历史也是在试错中发展，更好的监管并不等于更严的监管。

从金融进化的角度而言，最终埋葬人类自身的只能是我们的贪婪，监管者的更新需要跟上市场。梳理中央银行形成与金融危机冲击等历史，也是为当下的市场动荡提出一系列尚未解决的问题：中央银行最后贷款人功能与逆向选择的道德风险如何平衡？谁又来充当国际社会的最后贷款人？更或者，谁又来监管监管者呢？

如今美国金融危机基本出清完成，但对于世界来说，危机可能还没结束。当美国金融危机在 2008 年如火如荼之际，欧洲尚且隔海相望批判美式资本主义。其后一两年，欧洲的福利主义又将欧洲国家拖入债务狂潮。从北欧冰岛主权债务问题再到希腊危机，再到“欧猪五国”（葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙）问题暴露，世界怎么了？直到今天，欧债危机仍旧在蔓延恶化。这是一场旷日持久的慢性病，但也不排除一次激烈爆发的可能。

债务危机只是经济在金融层面的反应，欧元区的问题在于统一货币却无统一财政政策，长久来看，必然面临痛苦改革。福利与效率之间，这不仅是经济的困境，更是民主与政治的困境。

欧洲的危机还在跌宕，我们终于来到全书最后一个部分，也就是中国。2008 年全球金融危机改变了世界，更改变了中国在世界中的地位，相对而言，中国的地位上升了。21 世纪被不少人认为是中国世纪，中国的 GDP 不仅超过了日本，而且按购买力平价

计算已在 2014 年超过美国。中国国内有中国模式与中国道路的自信鼓吹，国外有“金砖国家”、中美两国、G2 等说辞。问题在于，中国是否真的可以置身金融危机之外，毕竟中国的近邻日本与韩国都曾在追赶过程中品尝过金融危机的痛苦。新的金融危机是否会发生在中国身上？这将如何发生又如何结束？

为了应对 2008 年的金融危机，2009 年中国“4 万亿”出台，2010 年中国 GDP 超过日本，2014 年中国国内生产总值为 636 463 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%，总量首次突破 10 万亿美元，是日本的两倍、印度的五倍。不仅如此，按照世界银行的购买力平价比较，中国 GDP 已经超过美国。中国世纪真的来临了吗？盛世之下，债务危机露出端倪，一方面地方债务累积，另一方面影子银行系统横生，导致 2014 年出现首单刚性兑付违约。

从金融进化史的角度而言，所谓新常态，就是一个去杠杆大时代，而为了避免金融危机，中国应该提防债务风险。现代意义上的金融，本是信贷经济，因此，金融危机无论是次贷还是国债抑或房地产，最终的表现就是债务。而过多的债务必然导致危机，这是历史一次又一次告诉我们的真理。

维持近三十年两位数高增长的中国经济不再“保 8”，同时，中国 GDP 增长在 2014 年被 IMF（国际货币基金组织）等国际机构认为超过美国。中国下一站何去何从，是美国还是日本，抑或韩国？是转型成功还是金融危机？过剩产能与地方债务纠结之下，中国的风险点在何处？此时此刻的中国，如果看作一家体量庞大

的公司，那么在厘清未来发展战略之前，认识中国道路的过去与现在更为重要。

从金融进化史的角度，中国给出一个后发国家最可能的成功道路，但是其一旦爆发危机，那么后果将是灾难性的。如何防患于未然？中国会不会爆发金融危机？中国经济还能维持高增长吗？或者，中国如何避免“欧洲病”？中国和世界是融合还是对抗？……

三

这都是大哉斯问，我尽量给出解释，而不是臆判，这也是本书回顾历史的目的所在。复杂的问题注定不会有简单的答案，从“我们都是凯恩斯主义者”到“埋葬凯恩斯主义”，其实都是历史曾经争论的问题，无论是1810年的金块争论还是1933年的大萧条之争，再到今天对于2008年金融危机与量化宽松的诸多争议。

即使后金融危机时代的提法已经说过多次，但是世界其实仍旧在恢复之中。而且不可否认的是，金融危机已经成为现代经济的新常态。我们不是正在应对一次金融危机，就是走在一条充满金融危机的路上。应对对手的最好方法是了解对手。哈佛教授卡门·莱因哈特、肯尼斯·罗格夫长期关注危机，他们通过1957—2013年100个金融危机案例来观察金融危机的恢复情况，标准就是人均GDP恢复到危机前水平，才可大体判断为一次危机结束。

对比历史，从 2008 年的金融危机来看，恢复结果并不乐观。首先，金融危机中多数危机国家并没有恢复到之前的水平，在 12 个发生系统性危机的国家中，仍有 10 个国家的产出远远低于危机前的峰值水平，而且如果拖延时间越久，那么，一些国家的危机严重程度将超过 20 世纪 30 年代；其次，金融危机会有二次触底的可能，以美国为例，历史出现了九次大的危机，其中，这九次危机中有五次出现了二次触底，比例超过一半。^①

理论尚且如此，现实更加暗淡。从世界来看，道德风险、大而不倒、量化宽松、经济危机、债务危机等弊端仍旧存在；即使是中国，看似是 2008 年金融危机中置身事外的赢家，也在应对危机中埋下债务危机以及通货膨胀的隐患。

作为一个观察者，我的位置在学术与市场的中间，力图集合历史来解读现实，同时展开对未来的一些思考。我无意把本书变为一本主观信念的著作，甚至不想包装成隐含某种美好理念的金融赞歌。我更多的是想从理性思考出发，提供金融与历史的基本框架梳理。经济学还谈不上失败，发展仍旧依赖市场，但是必须重新反思我们需要什么样的金融体系，学界已经意识到要从金融周期、货币、全球化等不同角度审视金融系统^②，至于中央银行的最后贷款人地位，应该给予更多独立空间保障。

① Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *Recovery from Financial Crisis: Evidence from 100 Episodes*, NBER, 2014.

② Claudio Borio (2012) 给予一些总结与思路。