

历史不能改写，经验价值连城
认清危机真相，避免重蹈覆辙



金融危机简史

[法] 克里斯蒂安·肖瓦尼奥◎著

袁晨星 张琛琦◎译

贪婪 | 盲从 | 疯狂 | 欺诈
泡沫 | 崩盘 | 风暴 | 灾难
幻灭 | 恐慌 | 无力 | 死亡

Une Brève Histoire Des Crises Financières

透析层层表象，揭秘惊人本质
四个世纪的金融狂澜，一朝惊醒世人迷梦

民主与建设出版社

金融危机

Une Brève Histoire Des Crises Financières 简史

[法] 克里斯蒂安·肖瓦尼奥◎著

袁晨星 张琛琦◎译

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机简史 / (法) 克里斯蒂安·肖瓦尼奥著; 袁晨星, 张琛琦译. — 北京: 民主与建设出版社, 2017.6

ISBN 978-7-5139-1589-2

I. ①金… II. ①克… ②袁… ③张… III. ①金融危机 - 经济史 - 世界 IV. ① F831.9 ② F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 124624 号

© 民主与建设出版社, 2017

著作权合同登记号 图字: 01-2017-4915

UNE BREVE HISTOIRE DES CRISES FINANCIERES by Christian Chavagneux

© Editions LA DECOUVERTE, Paris, France, 2011, 2013 (www.editionsладecouverte.fr)

Current Chinese translation rights arranged through Divas International, Paris (www.divas-books.com)

金融危机简史

JINRONGWEIJIJIANSHI

出 版 人	许久文
著 者	(法) 克里斯蒂安·肖瓦尼奥
译 者	袁晨星 张琛琦
责任编辑	刘树民
封面设计	仙境书品
出版发行	民主与建设出版社有限责任公司
电 话	(010) 59417747 59419778
社 址	北京市海淀区西三环中路 10 号望海楼 E 座 7 层
邮 编	100142
印 刷	大厂回族自治县彩虹印刷有限公司
版 次	2017 年 8 月第 1 版 2017 年 8 月第 1 次印刷
开 本	710 mm × 1000 mm 1/16
印 张	17
字 数	177 千字
书 号	ISBN 978-7-5139-1589-2
定 价	42.00 元

注: 如有印、装质量问题, 请与出版社联系。

引言

和我早些时候所说的不同，我现在要说的是，请尊重经济史研究。

保罗·萨缪尔森 (Paul Samuelson)

《大西洋月刊》(The Atlantic)，2009年6月18日

资本主义的历史告诉我们，一些现象是周而复始循环出现的，这就意味着我们有可能找出其中一种共同的逻辑联系来。

米歇尔·阿利叶特 (Michel Aglietta)

《危机，走出危机的道路》(La Crise Les voies de sortie)，2010年

醉船

气候变暖，不平等现象加剧，金融不稳定，这些是现代资本主义的三大顽疾。金融业一旦失控，就会对经济增长、就业和人们的生活造成影响，我们通过2007年再次到来的金融危机就可以看出其影响之深远。

许多人并未加入到金融业的这场赌博游戏之中，然而他们还是会失去工作或是储蓄，甚至是两者都统统失去。

英国央行英格兰银行的金融稳定执行理事安德鲁·霍尔丹（Andrew Haldane）在 2010 年对这次危机所造成的损失做了一项估算，并算上了用来救济银行而提供给银行的借款、危机之后经济衰退对经济增长造成的即刻损失，以及失业、企业破产等造成的永久性的损失等等。最后算得全世界因危机所蒙受的损失在 60 万亿到 200 万亿美元之间！在这个层面上，这些数字仅仅是一些数字。但是，即便这样的估算结果使人感到眩晕，我们所能够得出的结论却很简单：政治决策首要关心的问题应当是确定并实施一些措施，使金融这艘醉船不再摇摇晃晃。

经济学家们并未吸取教训

为此，人们希望向经济学家和金融专家寻求帮助。然而可惜的是，对于那些并不参与学术讨论的人来说，结果是令他们惊讶的：当前主流的经济理论竟然认为危机自此以后都不会再发生！

这一结论的得出并不是出于偶然，而是经济科学的成果。这些主流经济理论的代言人为那些如出一辙而又抽象的经济模型自鸣得意，按照他们的理论设想，金融市场是可以完美地进行自我调控的，银行也有一套严格的规章制度来避免承担过度的风险。从这个意义上来看，震撼全球的 2007 年金融危机也是一次主流经济科学的危机，而在我们的校园里教授的正是这样的经济科学，如今，其影响也扩大到政治领域。

有几位经济学家——并且他们并不是最少数——从危机中总结出了教训。在 2010 年初 *Alternatives économiques* 所做的一次采访中，美国经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）指出“危机之前的经济模型中明显缺失的一大要素就是金融机构之间相互依赖的关系”，而他同时也为研究者们的新研究方向感到欣慰，因为他们“致力于危机传染理论的数学研究，这比沿用至今的过于简单化的数学模型要更复杂。这才是经济学家们应该走的研究方向，而他们已经开始朝这个方向研究了”。

美国投资银行莱曼兄弟的破产险些使世界金融体系沦陷，为了弄明白个中缘由，经济学家们开始关注金融机构之间的联系。我们当然完全赞同这一研究方向，但是，我们需要等多久这些理论才足以解释自 2007 年以来我们所经历的一切呢？关于这个问题，美国佛蒙特州明德学院的经济学教授、美国经济学研究方法的讨论者之一，大卫·科兰德（David Colander）回答道：“这需要将近 150 年！”

经验的教训

如果没有耐心等待，那么还有另一条路可走，那就是从经验中吸取教训。如果要想将金融业的动荡控制在一定范围内，我们就必须先搞清楚金融失控的机制。为此，我们有必要看得更远，而不是止于当下，要从过去的经验中吸取教训。如果我们只是预防此次次贷危机的发生机制再次上演，那么我们就只能应对上一次战争而不是寻找避免下一次战争的办法。

诉诸历史，我们就会发现金融领域极度失控的历史和现代资本主义发展史一样古老。那么我们应该回溯历史，解读历史上的各次危机事件。历史上第一次投机泡沫或始于17世纪荷兰的郁金香球茎投机狂热。当时的富商与政权勾结，开展“风中交易”：人们对不同品种和品质的球茎竞相出价，毫无节制地交易，过分上涨的价格导致了投机泡沫的出现，并且这种泡沫是不透明的，在泡沫破灭前，人们不知道是否有风险，风险又有多大。由此，您会想到些什么吗？

同时我们也会提到，多种金融产品的诞生、信贷增长过猛造成的投机性需求上升都会引起泡沫，就像18世纪约翰·劳（John Law）在法国所引起的泡沫（见第二章）。此外还有1907年美国金融机构的破产（见第三章），引起不信任和恐慌，其发生机制从各方面都预示了莱曼兄弟破产后的几周所出现的问题。当然，不能忘记还有1929年的经济危机（见第四章），我们将注意力从危机所造成的损失转向20世纪20年代的金融失控发生机制上，我们就会发现这些失控机制与之前所有的危机发生机制是非常接近的，后来罗斯福（Roosevelt）总统的新政得以使金融体系维持近40年的稳定，我们尤其可以通过其实行的一系列管控措施中窥见这种危机发生机制的相似性。

对过去的危机的阐述和解析要依靠金融专家和经济学家们的著述译本。然而，如果要改写一个公认的原则，经济学家和金融专家们又太过审慎，这些经济和金融问题还是不能交给他们来处理。正如英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）所指出的那样——我

们可以发现在其之前也有人指出——金融失控也是人类心理学应探讨的问题，那么小说家和编剧对此也有话可说，况且他们中有些已毫不犹豫地涉足过金融领域。所以说，我们也应当毫不犹豫地调动他们发挥他们的作用。

不同危机的相同模型

重新解读过去的各次危机，我们会发现其相似性，它们似乎有着同样的模型。

当然，这一发现并不是首创。早在 1978 年，美国经济学家、经济历史学家查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）在其著作《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》（*Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*，法语译名：*Histoire mondiale de la spéculation financière*）中就此问题有过详尽深入阐述，这本著作长久以来都是金融危机史方面的经典。法国经济分析委员会（CAE）在 2004 年发布的报告《金融危机》（*Les Crises Financières*）中再次援引主要论证并对其做了翔实的补充。本书则会试着再往前迈进一步。

金德尔伯格在其书中并没有深入探讨每次危机的具体历史，而是首先提出了一个危机的模型。接着，作者描述了一个时期：人们认为金融危机已经过去，即便再次发生，也最好什么都不去做。作者不遗余力地想要说服人们相信公共干预是有必要的。而就在莱曼兄弟破产后，全世界银行体系行将就木之时，所有人都对其理论深信不疑了。

金德尔伯格主要是想通过纯经济运行机制来解释金融危机发生的原因。可以说，他的报告是必要的，但却又不够全面。面对不平等的加剧和泡沫的增长，我们在此回顾金融失控的历史，目的是要更加关注政治力量和意识形态角逐之间的关系。我们要再次提出一个不再通行于经济学家中的词，那就是金融危机的政治经济学。

最后，在经历过次贷危机后，我们得以重新解读并诠释过去的危机。俄罗斯文学作品的翻译大家安德烈·马列科维奇（André Markowicz）尤以翻译陀思妥耶夫斯基（Dostoïevski）的作品而闻名，他在其译作《赌徒》（*Joueur*）的末尾指出：一部译作的生命周期是三十多年。“因为每一次的阅读我们都带着新的经历和经验，所以不变的原文本会有不同的解读和诠释方法”。那么和经典作品的翻译一样，历史上的历次危机会因为时代不同而有不同的解读方式。

从历史研究中我们能归纳总结出何种用以解读危机的一般模型呢？我们无须去窥探整个历史（见第五章）就可以提出几点金德尔伯格并没有注意到的问题：金融机构监管不力，对欺诈偷逃行为的低估，不平等现象的加剧，意识形态的作用，宽松政策的影响，以及对灾难的轻视。在这样的背景下，各个事件之间就产生了联系：缺乏监管的金融创新是人们追逐利益的源头，同时信贷扩张进一步刺激了人们的投机逐利行为。金德尔伯格已经很清楚地认识到了这一点。

所有这一切会导致泡沫的产生，最后到来的是崩溃，而只有政府的干预能够阻止灾难的发生。正如金德尔伯格在书中提到的，问题并不再

是是否应该干预，而是对已经实施的干预措施的合理性进行评估。干预措施是短期的（提供现金流、资金接济），目的是通过确立新的管控措施来相对更长时间地阻止危机。

这样一个统一的共有的模型并不会破坏每次金融危机的特异性，相反，共有模型的建立可以更好地给每一次危机定位。同时，借助这样一个模型，我们能够看到次贷危机的发生机制有哪些地方与之相符，这样我们就不用再重新解读这次危机了。

调控金融

共有模型的建立为我们提供了一种参考，借此，我们可以对 2009 年 4 月伦敦 G20 峰会以来，银行和金融各领域各部门的调控措施做出评判。危机是否对经济增长、就业和公共财政造成足够的危害，并使得各国领导人采取有效措施监管金融业，避免或者至少是减少金融失控的风险呢？有一些决策方向正确，并提出了有效监管银行和金融市场的原则。但是，一方面，这些原则的提出和具体政策的实施之间是有相当距离的；另一方面，G20 峰会上提出的调控计划是有重大缺陷的（见第六章）。

纵观历史上任何一次大规模的金融危机，都缺少其参与者有力而及时的调控。每一次都需要时间而且反复多次。

只有弄明白 2009 年以来监管调控措施中的要素，我们才能评判政治领导人面对有史以来最严重的危机之一所采取的措施是否合理有效。做出这样的评判并不容易。这只是因为金融调控措施的实施仍在讨论之

中，并且人们对 2012—2013 年之前的举措也没有清晰的印象。此外，银行和金融的相关问题属于非常专业的领域，与之相关的词汇、概念、工具和讨论对于非专业人员来说还是很陌生的。金融财政专家们也总是想办法使他们的专业领域给人留下复杂艰深的印象：因为人们越是不了解他们在做什么，他们的行动就越自由。但是，正如前意大利财政部长托马索·帕多阿·斯基奥帕（Tommaso Padoa-Schioppa）强调道：“再复杂的东西也是可以简化的……这关乎民主和责任。”亲身经历历史也是一种办法，经历和体验会让你熟悉左拉（Zola）所谓的“金融操作的奥秘”。现在，就让我们回到 17 世纪的荷兰历史中去，开始我们的第一次论证。

目 录

第一章

郁金香投机狂热的传奇与真相

阿尔克马尔的拍卖会 / 006

富人的投机活动 / 008

“风中的交易” / 011

泡沫破灭并没有引起当局恐慌 / 016

一次社会危机 / 019

第二章

金融冒险家约翰·劳

决斗，赌桌和其他冒险 / 025

国家外债问题 / 028

拉斯的好主意 / 030

通用银行（Banque générale）的建立 / 034

金融体系的起步和运行 / 038

投机的利弊 / 043

股票崩盘 / 047

约翰·劳的最后岁月 / 051

第三章

1907 年大恐慌

金融强盗海因兹兄弟 / 062

多米诺效应 / 066

不利的环境 / 068

监管不力的创新：信托公司 / 070

恐慌蔓延 / 073

摩根救市 / 075

创立一家中央银行的四支金笔 / 078

第四章

1929 年：改变金融界的经济危机

投机心态作祟 / 086

法庭上的诈骗犯，第一幕：庞齐登场 / 091

法庭上的诈骗犯，第二幕：火柴大王克鲁格 / 094

金融创新的代价 / 097

负债激增 / 100

世界性的金融危机 / 102

佩科拉委员会的作用 / 106

调控的需求 / 111

四年政治斗争 / 114

并不存在的《格拉斯－斯蒂格尔法案》 / 116

罗斯福操控卡特·格拉斯 / 120

罗斯福的三条教训 / 123

第五章

什么是金融危机

起初，简单的失衡 / 130

不受控制的创新 / 133

一次被动的或是主动的放松管制 / 138

追逐利益的副作用，第一幕：信用泡沫 / 140

追逐利益的副作用，第二幕：风险管理不善 / 143

不保险的保险机制 / 152

公共管理不善 / 156

追逐利益的副作用，第三幕：欺诈是如何控制金融业的 / 158

麦道夫事件 / 159

系统性欺诈 / 162

避税港的角色 / 167

不平等，危机的催化剂 / 169

经济学家们的角色 / 177

灾难的不可识别 / 181

政府是如何挽救金融业的 / 184

第六章

时间管理

如何规范衍生产品 / 202

那么，银行债权证券化呢？ / 207

金融行业全球新型治理 / 208

阻止信贷泡沫：提高投机行为代价 / 211

更密切关注信贷泡沫 / 217

关于对冲基金 / 221

避免停滞：管控流动资产 / 223

让银行买单，第一个途径：税收 / 226

让银行买单，第二个途径：使用 CoCos 债券 / 228

让银行买单，第三个途径：遗嘱 / 230

对银行的管理：监管的黑洞 / 234

欺诈，鸵鸟政治 / 237

不受控制的额外报酬 / 239

经济学家们能够做些改变吗 / 242

结语

从史上最大的经济危机中吸取教训

调控者的主要作用 / 250

从米尔斯到左拉再到明斯基 / 252



第一章

郁金香投机狂热的传奇与真相