

**MANIAS,
PANICS, AND
CRASHES**
A HISTORY
OF FINANCIAL CRISES

**疯狂、
惊恐和崩溃**

金融危机史 (第七版)

查尔斯·P. 金德尔伯格(Charles P. Kindleberger) / [著]
罗伯特·Z. 阿利伯(Robert Z. Aliber)
罗伯特·M. 索洛(Robert M. Solow) [序]
朱隼 叶翔 李伟杰 [译]

金德尔伯格教授的经典著作仍有着旺盛的生命力，在阿利伯等的更新下，与我们周遭的世界保持着密切的联系。

——麻省理工学院 罗伯特·M.索洛

 **中国金融出版社**

疯狂、惊恐和崩溃

——金融危机史

(第七版)

MANIAS, PANICS, AND CRASHES

A HISTORY OF FINANCIAL CRISES

(Seventh Edition)



查尔斯·P. 金德尔伯格 (Charles P. Kindleberger)

罗伯特·Z. 阿利伯 (Robert Z. Aliber)

罗伯特·M. 索洛 (Robert M. Solow)

朱 隽 叶 翔 李伟杰

著
序
译



中国金融出版社

责任编辑：王慧荣

责任校对：刘明

责任印制：张也男

© Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber 2005, 2011, 2015

© Charles P. Kindleberger 1978, 1989, 1996, 2000

Forward © Robert M. Solow 2015

Afterword © Robert Skidelsky 2015

All rights reserved. No reproduction, copy or transmission of this publication may be made without written permission.

First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title *Manias, Panics and Crashes*, 7th edition by Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The authors have their right to be identified as the author of this Work.

北京版权合同登记图字 01 - 2016 - 2321

《疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史》（第七版）中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史 (Fengkuang、Jingkong he Bengkui——Jinrong Weijishi): 第七版/ [美] 查尔斯·P. 金德尔伯格, [美] 罗伯特·Z. 阿利伯著; 朱隽, 叶翔, 李伟杰译. —北京: 中国金融出版社, 2017. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8920 - 8

I. ①疯… II. ①查…②罗…③朱…④叶…⑤李… III. ①金融危机—经济史—研究—世界 IV. ①F831.9②F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 044440 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 160 毫米 × 230 毫米

印张 26.5

字数 390 千

版次 2017 年 6 月第 1 版

印次 2017 年 6 月第 1 次印刷

定价 55.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8920 - 8

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序

查尔斯·P. 金德尔伯格（以下简称金德尔伯格）教授是一位令人尊敬的同事，他思维缜密、反应敏捷，对现实问题有着积极的思考且个性鲜明，尤为重要的一点是，他的观点生动而鲜明。他的这些特质在《疯狂、惊恐和崩溃》一书中随处可见。在我看来，金德尔伯格教授最初要完成一部“自然历史”。正如达尔文通过搜集、观察和区分各类生物样本后，总结出自然社会普适规律，完成其传世名著《小猎犬航行之旅》一样。不同的是，达尔文研究的是啮齿动物、鸟类、昆虫等，而教授研究的则是更具有现实意义经济社会事件——贯穿疯狂、惊恐和崩溃三阶段的金融危机。本书观点鲜明，论述生动，一如教授一贯的文风。作为一位经济史学家（economic historian），他反对循规蹈矩、墨守成规（systematic agenda），而是时刻关注最新研究领域，不断给予我们新的启示。

如果在世，金德尔伯格教授可以亲眼目睹房地产泡沫、风险累积、2008年金融恐慌以及随之而来的财富蒸发和顶多算刚刚摆脱的经济衰退。对金德尔伯格来说，这一系列事件宏观且国际化，涉及新的影子银行机构、金融衍生品和金融实践，为他提供了丰富的研究材料。而且在这些事件之前、之中、之后还产生了很多空谈。

当然，金德尔伯格也是一位学术功底扎实、经验丰富的经济学家。他对金融危机的模式与规律，以及成因与影响的研究颇有建树，他尤其注重非理性因素的作用，非理性因素如此频繁地让直接或间接卷入危机旋涡中的人们更加混乱。这本身就像一个笑话。对金德尔伯格来说，行为与机构的相互作用才是兴趣所在。疯狂、恐慌和崩溃的产生及其最终的规模也取决于当时的货币市场和资本市场的机构。

金德尔伯格教授起初并未意识到金融危机如此顽固，难以根治。本书第一版推出后的二三十年里，各国银行体系变革之大，汇率价格波动之剧，资产泡沫膨胀之甚，均为前所未见。后续版本中，他不断充实新材料，吸收新成果。一位德国朋友曾提出的所谓“普适法则”（The Law of Deterioration of Everything），一度令他沉迷。但他写这部“历史”，绝不仅仅为揭示非理性行为的恶果，日益增长的财富、迅速便捷的通信以及各国和国际金融体系的变革都为金融危机提供了新素材，本书第十三章对此进行了阐述，这是罗伯特·阿利伯增补的内容。金德尔伯格开创的金融危机历史研究法，将会成为永远的研究课题，其研究理念和方法，必将引领后来者不断探索。

“新金融体制”框架、国内和国际最后贷款人及其监管，都是金德尔伯格教授研究的重要课题。他很可能对美国政府在此次危机期间不仅作为银行体系的最后贷款人，而且作为整个经济的最后贷款人的做法感兴趣，甚至高兴。他也可能对他曾经的学生、欧央行行长马里奥·德拉吉在危机中作出的革新应对感到欣慰。使最后贷款人更好地履行变革（至少改变）现行金融体制的作用，本书所总结的历史经验将十分具有启发意义。

本书总结的一个普遍性的、最具适用性的教训是：非理性可能会胜过精确的计算（sober calculation）。金德尔伯格教授骨子里是一位怀疑论者，他反对迷信权威，不盲从那些看似天经地义的理论体系，无论对方是自由市场拥护者（free marketeer），还是社会计划经济师（social engineer）。事实上，金德尔伯格教授一直认为，置基本事实于不顾，而盲目依附于刻板的信仰，正是非理性的一种更加危险的表现，如果当局这么做，危险尤甚。如果金德尔伯格教授这种富于包容性的批判精神能够被更多权贵所接受，我们对经济也就高枕无忧了。受此启发，本人也曾尝试打破常规，研究诸如“华盛顿共识”（Washington consensus）孰是孰非、自由浮动汇率体制的起因和影响、无管制资本市场的成因及出路等问题，得到了不少启发。

读罢本书，你一定会惊叹逐利资本数量之巨，如汹涌洪流，甚

至导致溃坝、决堤，造成人间灾难。囿于研究范围，本书回避了一个重要问题：自由资本流动、巨额国际贸易产生的巨额收益，到底带给人类什么？金德尔伯格教授的研究视角涵盖国际贸易、国际金融和经济增长等领域，相信其一定曾对风险和收益有更具现实意义的思考。希望本书的不断更新、再版能够完善对此问题的探索。

阿利伯深入研究了不同国家同时出现的信贷泡沫（credit bubbles）及其联系传导机制。直观上看，美国、英国、爱尔兰、西班牙的房价下跌，以及由此导致的信贷泡沫事件，绝不是孤立的。在阿利伯看来，资本可取道经常账户轻松穿越国境，使危机传导至其他国家。阿利伯认为，在全球浮动汇率制度下，跨境资本流动波动与银行危机之间存在因果关系，并用大量理论和实证分析证明了这一点，目前已形成了完全成熟的研究模型。作为国际经济领域的专家，金德尔伯格教授如果能够亲眼看到这些更新，定会深感欣慰。

此外，阿利伯提出了一个更复杂的问题——接踵而至的信贷泡沫事件间是否有千丝万缕的联系。如果这种联系真的存在，在研究确定金融监管体制时，应有更缜密的制度设计。从这个意义上，《疯狂、惊恐和崩溃》（第七版）已超越了“自然历史”的范畴，而被赋予了更多的政策指导意义。

综上所述，第七版保持了一贯的文风，但与教授天马行空、不拘一格的思维方式不同，其研究风格似乎有些中规中矩。最后还是那句话，我们的生活中会涌现出更多的疯狂、惊恐和崩溃，希望读者能通过阅读本书对其有所防范。

罗伯特·M. 索洛
(Robert M. Solow)

第七版导言

在查尔斯·金德尔伯格教授推出本书前四个版本后，能够传承并更新其经典著作，对我而言是莫大的荣幸。本书第一版于1978年推出，彼时“大萧条”已过去四十多年，而在四年后则爆发了第二次世界大战后的第一场全球规模的银行危机。在麻省理工学院的课堂上，金德尔伯格教授阐述了他对银行危机周期发展规律的思考，经过3~4年的积淀，推出了本书的第一版。各大跨国银行争相对墨西哥、巴西、阿根廷等发展中国家的政府和国有企业放贷，使这些国家的外债规模以年均20%的速度增长，几乎是其GDP增速的3倍。过快的外债增长显然难以为继。金德尔伯格教授最关心的是，当放款人意识到其应该放慢对这些发展中国家的贷款步伐时，会出现怎样的调整。在20世纪二三十年代，以及“大萧条”时期，金融市场的不稳定会带来投机狂热。而在1971年8月的一个历史性的周末，当美国财政部在戴维营宣布放弃“美元黄金挂钩”承诺后，浮动汇率制度开始大行其道，这也引起了金德尔伯格的关注。

金德尔伯格教授对证券、不动产市场的价格波动以及随后出现危机的历史背景及现实原因进行了深刻的研究，并广泛吸收了约翰·斯图尔特·穆勒（John Stuart Mill）、沃尔特·巴杰特（Walter Bagehot）及阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall）等人的研究成果。他将金融危机划分为不同的发展阶段，从不动产和证券价格的过快上涨，到价格到达顶点，再到随后的价格崩盘。与海曼·明斯基（Hyman Minsky）的研究类似，他也重点关注了信贷供给变化的逆周期性、信贷供给对金融繁荣的助推作用，以及信贷收缩对危机的放大作用。明斯基主要从国内经济的角度进行研究，而金德尔

伯格教授则将其拓展到国际经济视角。他甚至将美国俄亥俄州的银行破产与德国汉堡、斯堪的纳维亚国家的信贷紧缩联系起来进行研究。

银行危机爆发后，本书相继推出了三个更新版本，着重讨论了本币快速贬值导致的货币危机与银行危机的伴生性，以及外币贷款导致的国内借款人违约。本书第二版于1989年推出，当时墨西哥等十余个发展中国家刚刚爆发债务危机，均面临本币贬值、大量银行破产的局面，很多跨国银行也因此损失惨重，美国有数百家银行及储贷机构破产。20世纪90年代，日本等国又爆发了银行危机，也出现了不动产及证券市场暴跌，构成第二轮全球性金融危机。与此同时，芬兰、瑞典等国也爆发了危机，资产价格暴跌，银行大量破产。本书第四版于2000年推出，彼时正好爆发了亚洲金融危机，很多危机国出现了货币快速贬值、大量银行破产的情景。

与第四版相比，本书第五版提出了一个重要的自我强化约束(self-imposed constraint)，并在很多章节增加了现实案例专栏。20世纪90年代的股市上涨催生了安然(Enron)、世通(MCIWorld-Com)等公司，其管理层为获得廉价信贷资金不惜采用欺诈手段蒙蔽投资者。当信贷资金供给高速增长时，伯纳德·麦道夫(Bernie Madoff)之流的江湖骗子也会层出不穷，因为他们很容易通过新获得的信贷资金偿付此前负债的利息。但当信贷资金增速放缓时，他们新获得的信贷资金将不足以支付此前负债的利息，就会面临破产。那些不惮于为其提供信贷资金的人应该问这样一个问题，“如果切断新增贷款，他们从哪儿获得资金偿付此前贷款的本息？”

20世纪五六十年代，米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)、哈伯勒(Gottfried Haberler)等金融巨擘对浮动汇率制赞赏有加，但金德尔伯格教授却是当代少数对浮动汇率制持批判观点的经济学家之一。本书第六版付梓之时，提出了一国跨境资本流入与其证券市场及本币币值泡沫存在系统性关系的观点。第六版中，有一个专栏介绍了冰岛2002—2008年的经验，大规模的跨境资本流入导致冰岛克朗升值，冰岛股票价格也上涨了九倍之多。大规模跨境资本流入增加了冰岛国内的信贷供给，冰岛居民大量购买股票。冰岛经济

空前繁荣，进口额和贸易赤字飙升。随着2008年9月雷曼兄弟公司的倒闭，跨国银行信贷突然抽紧，冰岛股市应声而落，下跌超过90%，冰岛克朗也贬值了50%以上。

在过去三十年间发生的每一场银行危机几乎都与跨境资本流入骤减及其导致的本币快速贬值有关。每个危机国都曾经历快速的经济繁荣。随着跨境资本流入骤减，经济繁荣的盛况也成为昨日黄花。

本书第七版的一个重要论点是20世纪70年代以来，币值、股价和房价的剧烈波动正是跨境资本流动剧烈变动的结果。跨境资本流入快速增长将导致股价上涨、本币升值，以及经济繁荣。19世纪，各国普遍实行金本位制，货币与黄金挂钩导致银行危机。而如今，当货币不再有固定锚时，由于跨境资本流动对证券市场价格和经济的影响，银行危机发生的频率和程度更甚。2002年之后，美元资产受到追捧，美国房地产市场的空前繁荣就是明证。

银行危机源于跨境资本大规模流动的观点，对传统主流观点是一种挑战。传统观点认为，2008年银行危机是由全美金融公司、雷曼兄弟公司、北岩银行等“害群之马”的个体风险事件导致。事实上，中央银行和监管者误断了危机的成因。当信贷不断扩张时，问题机构只是通过购买优先及次级债券加速了信贷扩张，而跨境资本流入和本国货币基础的扩张才是信贷扩张的真正根源。

当第七版在2015年推出时，国际金融领域的核心关注是希腊何时会脱离欧洲货币联盟。2008—2009年开始的金融危机席卷了美国、英国、西班牙、爱尔兰、冰岛、葡萄牙和希腊。冰岛很快走出了危机。到2015年初，除希腊外的其他危机影响国经济增速都恢复至1%~2%。只有希腊失业率仍超过25%。持续五年的财政紧缩政策并未使希腊经济获得比较优势，走出衰退泥沼。

本币贬值，会刺激对国内商品和服务的需求，减少对国外商品的进口，从而使一国商品重新获得比较优势，逐渐走出危机，这正是浮动汇率体制的优势。正如冰岛在银行危机后，国内价格及成本均出现明显下降，但在希腊，这一作用机制并不明显。

灵活汇率制度的一个重要特点是，当存在固定锚时，不同货币

计价的同类债券，会根据利率差异进行调整。一国利率的调整很大程度上是由于其中央银行对物价水平及失业率的调节行为导致。而一国与其贸易伙伴国货币之间的利差可能导致跨境资本的大规模流动。跨境资本的流动又会影响一国债务率水平，及其偿还外债的意愿和能力。在爱尔兰和西班牙，很多人通过信贷资金投资房地产，而其政府又为希腊政府提供了大量信贷资金。当流入爱尔兰和西班牙的跨境资本减少时，房价下跌会导致大量投资者及放款人破产。而当流入希腊的跨境资本减少时，希腊政府难以扩大对本国商品及服务的购买，也难以按时偿还外债。而很多北欧国家为了避免希腊退出欧盟带来一系列政治影响，仍继续为希腊政府提供信贷资金，导致希腊危机过程被人为拉长。

在19世纪，由于货币与黄金维持固定比价，会出现银行危机。而在当今的浮动汇率制下，银行危机较之货币有固定锚时期更为频繁、更为严重。当中央银行不必维持其货币某一固定比价时，由于利差和汇差的存在，跨境资本流动会更加剧烈。跨境资本持续快速流入会带来经济繁荣，最终，当部分放款人意识到债务规模增长已不可为继时，跨境资本流动放缓及随之而来的金融危机也就不可避免了。

罗伯特·Z. 阿利伯
(Robert Z. Aliber)

目 录

第一章 金融危机：痼疾难医	1
投机狂热、信贷扩张及相关研究著述	10
政策启示	19
本书结构安排	23
第二章 标准危机模型剖析	35
历史学与经济学	35
危机模型	36
国际传导机制	40
模型的有效性	44
明斯基模型在 21 世纪的现实相关性	46
第三章 投机狂热	50
市场理性	50
个体理性与市场非理性	53
外部冲击	68
投机对象	73
投机本性的国别差异	76
第四章 火上浇油：信贷扩张	79
货币学派与银行学派	83
债务质量	89
证券化	94
短期拆借资金	95
金汇兑本位制	99
信贷不稳定和“大萧条”	100

第五章 关键阶段：泡沫即将破灭	107
预期变化.....	107
贝尔斯登公司、房利美、房地美和雷曼兄弟公司.....	109
警讯.....	112
财务困境.....	115
困境会持续多久.....	121
危机的开始.....	127
崩溃与恐慌.....	133
第六章 投机过热与纸面财富	136
郁金香投机狂热.....	139
股票市场与房地产市场.....	141
商品价格、资产价格与货币政策.....	146
第七章 伯纳德·麦道夫：欺诈、骗局与信贷周期	148
欺诈和腐败的分类.....	152
20 世纪 90 年代的欺诈事件.....	161
骗子贷款、忍者资产 (Ninja assets)、大而不能判 (too big to jail).....	169
忍者贷款——对无收入无资产人群提供的贷款.....	170
托儿与骗子.....	170
窃取内部信息.....	173
欺诈与狂热.....	174
欺诈与泡沫.....	176
贵族赌徒.....	179
腐败的媒体.....	180
可疑做法.....	181
20 世纪 90 年代与 21 世纪初的欺诈.....	184
银行的诱惑.....	185
第八章 危机的国际传播：1618—1930 年	190
谁应为危机负责.....	190

传导机制·····	193
劣币危机·····	194
南海泡沫和密西西比泡沫·····	195
1763—1819 年的危机 ·····	196
1825—1896 年的危机 ·····	198
1907 年的危机 ·····	205
1929 年危机的国内后果 ·····	206
第九章 资产价格泡沫的国际传播：从墨西哥城到东京再到 曼谷、纽约、伦敦和雷克雅未克·····	209
20 世纪 70 年代，墨西哥等国银行贷款激增 ·····	210
20 世纪 80 年代，日本资产泡沫 ·····	212
东亚经济奇迹与新兴市场股票泡沫·····	217
非理性繁荣和美国互联网股票价格泡沫·····	220
全球房地产泡沫·····	225
美国房地产泡沫·····	226
滚滚资金和资产泡沫·····	226
第十章 欧元的狂热与崩溃·····	231
欧元计分卡·····	234
欧元崩溃·····	239
第十一章 政策应对：放任自流、劝解和银行假日·····	242
银行监管体制改革·····	244
任其发展·····	247
道义劝说和其他措施·····	252
拖延·····	253
关闭市场和银行假日·····	254
清算所票据·····	256
银行合作·····	257
1828 年阿尔萨斯危机 ·····	257
1857 年汉堡危机 ·····	258

债务担保：巴林公司危机·····	259
存款保险·····	262
财政票据·····	264
运气：一点补白·····	266
第十二章 国内最后贷款人 ·····	267
概念起源·····	268
谁来担当最后贷款人·····	271
为谁提供，以何抵押·····	278
何时提供，提供多少·····	281
第十三章 国际最后贷款人 ·····	286
从历史角度看国际金融危机·····	292
伦敦与巴黎：国际金融中心·····	298
第一次世界大战后的国际最后贷款人·····	299
布雷顿森林体系与国际货币体系安排·····	306
限定性条件·····	312
1994—1995 年墨西哥危机·····	313
1997 年东南亚危机·····	314
美国与美元·····	315
第十四章 雷曼恐慌——原本可避免的灾难 ·····	320
2005 年美国房价泡沫·····	322
“大而不倒”的成本及这一陈词的祸根·····	332
“大而不倒”与道德风险·····	341
第十五章 历史的教训 ·····	345
金融动荡的原因·····	356
第一轮信贷泡沫·····	358
第二轮信贷泡沫·····	359
第三轮信贷泡沫·····	360
第四轮信贷泡沫·····	361

数据规律.....	362
货币冲击和信贷冲击的后果.....	364
国际最后贷款人能否带来改观.....	368
跋.....	371
注释.....	380
后记.....	405

表 目

表 6.1	世界第一高楼记录不断被刷新	137
表 8.1	1847—1848 年危机期间报告的城市银行倒闭 数量	201
表 13.1	官方承诺贷款额（最终贷款人贷款）	315

第一章

金融危机：痼疾难医

20世纪70年代初至今，大宗商品价格、货币汇率、资产价格的波动超过以往任何时期，金融危机发生频率之高、影响程度之大、涉及范围之广，为以往所未见。短短四十多年时间，已出现四轮银行危机，每轮危机都席卷至少3个国家的金融市场，导致大量银行破产。危机过后，经济萧条都尾随而至。最近一轮房价下跌引发的金融危机中，经济增长自2008年初便开始失速，影响范围及严重程度更甚以往，堪比20世纪30年代的“大萧条”（Great Depression）。

第一轮银行危机出现于20世纪80年代初，墨西哥、巴西、阿根廷等10余个发展中国家外债余额超过8000亿美元。第二轮危机出现于20世纪90年代初，日本及北欧三国中的芬兰和瑞典都出现了资产价格泡沫破灭，挪威也于几年前就出现了类似危机。1997年中爆发的东南亚金融危机，从泰国、马来西亚和印度尼西亚，迅速波及周边国家，韩国、俄罗斯、巴西、阿根廷等国均未幸免。事后看，1994年墨西哥大选期间的经济动荡，正是危机的前兆。第四轮金融危机始于2008年9月，有美国政府背景的两大抵押贷款企业——房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）——以及随后的雷曼兄弟公司破产，使很多放款人随即收紧信贷。而早在2007年初，英国、西班牙、爱尔兰和冰岛等国就出现房价暴跌，一年后，希腊、葡萄牙等国国债大跌，危机随之引爆。

每一轮金融危机前都有大规模跨境资本流入，导致资本流入国股价、房价持续增长，其外债规模也在危机发生前的2~3年增长明显。与此同时，国内出现信贷泡沫，借款人未偿还债务连续几年以上以超出利率2~3倍的速度增长。这些借款人使用借来的资金购买房产——居住房屋和商业房产。在第一轮危机中，墨西哥等国