

中央财经大学财经研究院 文库
北京市哲学社会科学北京财经研究基地

国家社会科学基金项目

美国金融危机的成因 和教训研究

——软预算约束角度

昌忠泽 著

Meiguo
Jinrong Weiji de Chengyin
he Jiaoxun Yanjiu
—— Ruan Yusuan Yueshu Jiaodu



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

中央财经大学财经研究院
北京市哲学社会科学北京财经研究基地
国家社会科学基金项目

文库

美国金融危机的成因和教训研究

——软预算约束角度

昌忠泽 著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

美国金融危机的成因和教训研究：软预算约束角度/昌忠泽著. —北京：中国财政经济出版社，2017. 1

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7222 - 1

I. ①美… II. ①昌… III. ①金融危机 - 研究 - 美国 IV. ①F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 323246 号

责任编辑：吕小军

责任校对：李 丽

封面设计：思梵星尚

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：88190406 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 18.25 印张 254 000 字

2017 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月北京第 1 次印刷

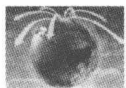
定价：36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7222 - 1/F · 5789

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报电话：010 - 88190492，QQ：634579818



前言

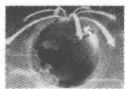
对金融危机成因研究的积极探索

中央财经大学财经研究院昌忠泽研究员主持的国家社科基金一般项目《美国金融危机的成因和教训研究——软预算约束角度》（项目批准号：09BJY096），最终成果为同名专著。

自2007年美国次贷危机爆发以来，金融危机引起了各方面的广泛关注。从理论和实践上揭示美国金融危机的成因，汲取其经验教训，成为经济学研究的重大课题。

在追溯美国金融危机的制度根源时，我们发现：曾经被西方学者广为诟病的社会主义国家普遍存在的软预算约束现象，也广泛存在于转轨经济和包括资本主义在内的市场经济中。我们认为，软预算约束理论为我们理解美国金融危机提供了一个新的思路和研究视角。

本书从历史与现实相结合的角度，研究美国金融危机的成因和教训，需要参阅大量的英文文献资料。本书选取文献的原则是，尽量选择第一手的重要文献，对于外文文献中有中译本的文献，作者主要参阅外文文献，或者将外文文献与中译本对照，尽力降低理解偏误。本书作者花费了大量时间和精力搜集第一手的研究资料，有时为了一两个引用数据的准确来源，多次进入国家图书馆查阅相关文献，比如熊彼特1939年的重要著作（SCHUMPETER J A. 1939. Business Cycles: A



Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process [M]. New York: McGraw - Hill.), 作者阅读的是英文节选本, 其原版著作国内目前还没有译本, 国家图书馆因内部装修不外借, 本校图书馆没有, 通过人大学生外借才得到该书。翻开该书的第一页赫然发现了“国立清华大学图书馆”以及“中国人民大学图书馆”等几枚印章, 原来该书是上世纪 50 年代院系调整时, 由清华转迁人大图书馆的, 因此本书作者拿到这样的书后倍加珍惜, 仔细阅读、核对、比较相关数据后才放下心。

本书构建了一个“软预算约束、资产负债表失衡与金融危机”的分析框架。本书认为: (1) 主流宏观经济学范式存在着两个根本缺陷, 一是假定企业总是面临硬的预算约束, 二是假设企业拥有健康的资产负债表, 在任何时候都以利润最大化作为行为目标; (2) 将预算约束和资产负债表状况引入到现代宏观经济学中, 可以为现代宏观经济学建立坚实的微观基础。

预算约束软化与预算约束硬化, 以及利润最大化与负债最小化, 意味着商业周期扩张与收缩两种状态理应作为宏观经济学的两个侧面同时进行研究。企业的负债最小化行为目标不仅是凯恩斯理论的微观经济基础, 而且也是现代宏观经济学长期以来被忽视的“另一半”。当这两半合二为一时, 我们最终可以获得一个解释商业周期运行的完整“通论”。

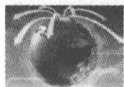
本书认为, 除了崔之元 (1999) 所说的三大制度性软预算约束 (存款保险、有限责任公司、破产重组) 之外^①, 在现代市场经济中, 还存在着社会保障安全网和证券交易所这两大软预算约束制度。

社会保障安全网能够激励社会公众敢于借贷, 进行过度消费和从事高风险的投资活动, 并将风险转嫁给社会保障管理机构或政府; 证券交易所制度使得证券市场的参与者 (投资者、投机者等) 可以将其成本外部化, 通过其他市场参与者来分担其成本, 从而将风险转嫁给证券市场中的其他参与者。

由于上述制度已经深深地植根于现代市场经济中, 因此就会存在如下悖论:

如果没有社会保障安全网, 社会公众就没有动力去大胆开拓, 从事富有创新意义, 但又有风险的活动; 但是有了社会保障安全网, 我们便不能摆脱部分社会公众的道德风险问题, 他们自恃有了社会保障安全网便无后顾之忧, 而大胆从事高风险的活动。如果没有证券交易所制度, 许多风险较高但对社会有益的投资项目就会无人承担; 然而, 证券交易所制度又使得市场参与者受到激励, 去过度投

^① 崔之元:《“看不见的手”范式的悖论》, 经济科学出版社 1999 年版。



机冒险或将失败的风险转嫁给他人。

从短期来看,虽然美国联邦政府的紧急援助措施能够在一定程度上缓解金融危机带来的困境,但是从长期看,联邦政府要从根本上解决金融危机带来的所有问题,必须强化预算约束,切断软预算约束与金融危机之间的传导链。硬化预算约束是防范金融危机的利器。

与美国历史上的其他金融危机相比,2008年美国金融危机到底有何不同?本书在对美国预算约束的历史变迁进行分析的基础上,重点对美国金融危机与20世纪30年代大萧条及80年代的储贷危机进行比较研究。

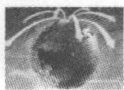
以大萧条为例,在本书“软预算约束、资产负债表失衡与金融危机”的分析框架下,大萧条如何形成的故事可以描述为:20世纪20年代,由于软预算约束的普遍存在,资产负债表状况健全的企业以利润最大化为目标,对信贷的需求随之增加,而当时较为宽松的货币和信用环境也能满足企业扩张的需要。充足的货币和信贷供给造就了美国房地产市场的繁荣,股票市场的高涨以及耐用消费品的消费热潮。但是,信贷的容易获得性造成了工程项目质量的下降以及渎职和贪污的盛行。1928年1月,为了抑制资产价格膨胀,美联储开始紧缩性公开市场操作,利率的大幅提高,导致对利率敏感的产业开始出现衰退。由于货币紧缩来的过于突然,结果导致银行、企业和家庭的资产负债表状况显著恶化。

在股市崩溃之后,由于美国金融制度的脆弱性以及美联储不愿承担防止挤兑的责任,使得美国当时的银行部门在面临资产负债表严重失衡时,特别容易发生挤兑和破产。与此同时,由于资产缩水 and 债务激增,企业开始将行为目标转为负债最小化模式,企业不再有扩大生产的借贷需求,这最终导致总需求降低。当总需求的降低造成经济衰退,持续推出的金融措施无法扭转经济颓势后,美联储将利率降低至近乎于零的水平。由于没有借贷需求,经济便陷入到了“流动性陷阱”之中。

对于家庭来说,家庭负债的增加,降低了家庭对耐用消费品的需求,造成1929—1933年间住房和耐用消费品支出的急剧下降。与企业一样,家庭也将行为目标转为负债最小化。由于1929年分期付款债务史无前例的增加,严重的债务违约处罚促使美国家庭在1930年削减所有的支出,以降低耐用消费品被收回的可能性。由于上述因素,继股市崩溃之后,美国国内消费支出的崩溃,使1929年的经济衰退最终演变成大萧条。

二

本书提出的一些观点,包括对美国金融危机教训的总结,对我国的经济改革



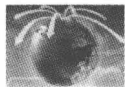
具有一定的启示和借鉴意义。

在 20 世纪八九十年代，中国曾经一直是一个研究软预算约束问题的试验场，中国经济改革中出现的许多问题似乎都可以归因于软预算约束（特别是国有企业）。随着改革开放的不断深入，在竞争性行业，国有企业的比重大幅下降，而民营企业比重则大幅提高，由于民营企业一般面临着较硬的预算约束（即破产清算约束），因此从企业层面看，中国在解决曾经被西方国家广为诟病的软预算约束问题上已经颇有成效，极大地降低了金融危机爆发的概率。这就是中国近年来软预算约束问题不像八九十年代那样引人关注的原因之一。

与 20 世纪八九十年代不同，目前中国经济改革的一些问题在很大程度上，都可以归结于地方政府的软预算约束，地方政府发展经济的投资冲动加剧了地方政府的债务负担和债务风险。美国金融危机的教训告诉我们，从短期来看，中央政府对地方政府的紧急救助（债务担保、信贷支持、债务减免、允许地方政府以新债还旧债等），虽然能暂时缓解地方政府的债务困境，但是从长期来看，中央政府要从根本上解决地方政府债务负担和债务风险带来的所有问题，必须强化预算约束，切断软预算约束与金融危机之间的传导链。中国目前应该以新《预算法》的实施为契机，将地方政府的所有活动纳入统一的资产负债表管理中，使地方政府行为变得安全、合法和透明，同时加强对地方政府预算约束的考核，以实现硬化地方政府预算约束的目标。

美国金融危机给我们带来的最大教训就是，一国在充分享受存款保险、有限责任、破产重组以及社会保障安全网等制度的收益时，应该对它们所存在的各种显性和隐性的制度成本有充分的了解、准备和应对，而不能等到问题出现时才去救火。以存款保险为例，为了保护存款人利益，维护金融体系的稳定，中国目前已经建立了存款保险制度。在享受存款保险带来的制度收益时，政策制定者应该认识到，由于有了存款保险，银行就可能会有从事高风险投资活动的激励，存款保险降低了存款人监督和约束银行的努力，鼓励了银行家的过度冒险。因此，中国的存款保险制度应该吸取美国的经验教训，通过差别化的存款保险费率设计，建立一种正向的激励机制，减少道德风险和逆向选择行为的发生。

就破产制度而言，中国可以借鉴美国的经验，在《破产法》中分别设立“破产清算”和“破产重组”条款，但是要在破产重组与破产清算之间设立一个清晰的区分标准。该标准应该综合考虑企业的偿付能力、资产变现能力、产业发展状况（朝阳产业还是夕阳产业）等因素。只有明确标准，才能向企业发出正确的信息，促使企业在经营过程中审慎决策，小心行事。



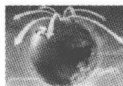
就金融监管而言，中国的金融监管应该以原则为导向，而非以规则为导向。美国金融危机的教训表明，金融监管只有跟上金融创新的步伐，才能促进现代金融业的持续稳定发展。金融监管要适应金融创新和金融市场变化，不宜过分依赖具体规则的约束，而应采取更具灵活性的原则导向监管模式。在中国，可以尝试研究是否应该采取统一监管模式的问题。针对多头监管体系下，由于监管目标、监管理念和监管责任上的差异导致的监管重叠和监管真空问题，采取统一监管模式可能是一种减少套利机会的可行途径。

本书初步建立了一个“软预算约束、资产负债表失衡与金融危机”的理论分析框架，并且利用该框架对美国金融危机、大萧条与储贷危机的成因进行了比较深入的研究。本书所建立的分析框架对历史上的其他危机（如拉美债务危机、东南亚金融危机、日本“失去的十年”、欧美主权债务危机等）是否具有较强的解释力，还有待进一步验证，我们将在未来的研究中对此做出深入的分析和讨论。

以 20 世纪 90 年代日本“失去的十年”为例，日本泡沫经济的崩溃、日本经济的长期停滞不前与日本经济中普遍存在的软预算约束现象有着极为密切的关系。与美国一样，日本经济中也普遍存在着软预算约束——有限责任、存款保险、全体就业机制（没有失业和医疗保险之忧，敢于投资）、护送舰队式管理^①、日本银行直接向都市银行提供最低信贷保证，等等。日本经济发展的“悖论”是，软预算约束由于一些偶然的历史条件曾经促进了日本经济五六十年代的繁荣和发展，也曾促进了 80 年代泡沫经济的产生，同时为日本“失去的十年”埋下了种子。日本经济的繁荣和衰退似乎都与软预算约束问题有关。

2016 年 12 月

^① 高柏：刘耳译，《日本经济的悖论——繁荣与停滞的制度性根源》，商务印书馆 2004 年版，第 85—86 页。

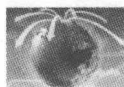


目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景和意义	1
第二节 研究内容和框架	5
第三节 研究思路和方法	8
第四节 研究创新和不足	10
第二章 对 2008 年美国金融危机成因的理论探索：研究述评	13
第一节 共识：房地产泡沫破灭是美国金融危机的导火索	13
第二节 分歧：在美国金融危机成因问题上存在着较大争论	15
第三节 视角：现有文献大多从技术层面而非制度层面上 探讨美国金融危机的成因和教训	42
第三章 软预算约束、资产负债表失衡与金融危机：一个理论 分析框架	47
第一节 基本术语及其界定	47
第二节 预算约束、资产负债表状况与金融危机：一个扩 展的商业周期分析框架	65
第四章 2008 年美国金融危机成因研究	79
第一节 安居梦与次级抵押贷款市场的发展	79
第二节 美国金融危机发展概况	93
第三节 金融危机爆发后，美联储货币政策的调整	99



第四节	对美国金融危机成因的解释——软预算约束角度	109
第五节	本章小结	123
第五章	对 20 世纪 30 年代大萧条成因的重新诠释	129
第一节	大萧条及其对古典宏观经济思想的冲击	129
第二节	大萧条成因研究：宏观经济学的“圣杯”	134
第三节	软预算约束、资产负债表失衡与大萧条	164
第四节	本章小结	192
第六章	20 世纪 80 年代储贷危机	199
第一节	美国储贷协会的历史演变	199
第二节	20 世纪 80 年代储贷危机的爆发	209
第三节	储贷危机成因研究——软预算约束角度的分析	212
第四节	本章小结	223
第七章	软预算约束“悖论”——金融危机的教训与反思	226
第一节	如何认识和看待软预算约束“悖论”	226
第二节	2008 年美国金融危机的教训	229
第三节	对 20 世纪 30 年代大萧条的反思	241
第八章	主要结论和研究展望	246
第一节	主要研究结论	246
第二节	研究展望	252
参考文献		254
附 录		273
附录 1	美国历史上的商业周期	273
附录 2	美国金融危机大事记	275



第一章 绪 论

第一节 研究背景和意义

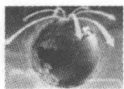
一、研究背景

美国在经历了 20 世纪 20 年代的繁荣之后,紧接着就出现了 30 年代的大萧条,美国在经历了 80 年代和 90 年代的繁荣之后,是否会在接下来的 10 年出现另外一次大萧条呢 (Prescott, 1999)^①? 尽管由次贷危机引发的 2008 年美国金融危机在危机的持续时间和破坏程度等方面不如大萧条时期严重,但结果不幸被 Prescott 言中。从经验上看,萧条或危机并不是过去才会发生的事情,理解大萧条或金融危机为什么会发生,是希望在将来能够避免萧条或危机的再次发生。

历史上任何一次金融危机爆发之后,都会有一个痛定思痛、检讨和变革的过程。由于美国在全球经济中有举足轻重的地位,对美国金融危机的研究更是成为一种学术热潮。美国金融危机爆发后,对其成因和教训的分析立即成为学术界、工商界和政策部门关注的重大热点问题^②。2008 年 10 月 11 日,“拯救制度”(Saving the System) 成为著名英文杂志《经济学家》封面的最醒目标题。那些旨

^① PRESCOTT E C. 1999. Some Observations on the Great Depression [J]. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 23 (1): 25 - 31.

^② 吕忠泽:“美国金融危机成因研究——软预算约束角度”,《经济社会体制比较》2010 年第 4 期,第 56—66 页。



在“拯救制度”的人们坚称，全球资本主义没有替代的解决办法，并试图说服金融危机的主要受害者作出更大的牺牲，以帮助资本主义制度恢复经济的繁荣兴旺。一些人将金融危机归因于政府的监管失败以及华尔街金融巨头的贪婪和短视。更高级的资本主义辩护士指责“新自由主义思想”（Neoliberal Ideology）的过度泛滥，要求重返“自由市场原教旨主义”（Free Market Fundamentalism）。一些人走得更远，极力鼓吹实行社会民主主义的“混合经济”，进一步扩大公共部门的范围^①。

对一事物有了不同看法，争论的各方都会从对自己有利的事实中寻找证据，古今中外概莫能外。2008年美国金融危机存在着许多有待解释的方面。一个人很难将危机发生的每一件事整合成一个系统连贯的完整故事，除非他（她）一直在为一家处于风暴中心的银行工作。就像盲人摸象一样，每一位经济学家或者评论人，都有自己个人对金融危机的看法^②。

在金融市场泡沫和金融危机史研究方面，没有人能够写出比经济史学家金德尔伯格更好的著作了。但是，历史教训经常会被人忘记。由于经济史在经济学教育中的地位一直不高，因此刚出校门的经济学家经常会犯同样的错误。如果不注重历史知识的积累和运用，经济学家即使拥有足够的经济学知识，这些教科书中的理论知识注定是没有用的^③。

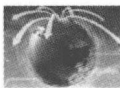
研究大萧条问题的权威学者，前美联储主席伯南克曾经指出：“在宏观经济学领域，对美国‘大萧条’的分析属于这门学科中的‘圣杯’”，然而，“我们尚未找到任何途径染指这座圣杯”^④。大萧条不仅促成了作为一门独立学科的宏观经济学的产生，而且还将对经济学家的学术信仰、研究方向和政策建议产生持续的影响。仅仅对大萧条的成因作出解释，就是一项令人着迷的智力挑战。

① SMITH M. 2008. Causes and Consequences of the Global Economic Crisis: A Marxist - Socialist Analysis [EB/OL]. [2008 - 11 - 25]. http://www.bolshevik.org/economics/2008-11-25_EconomicCrisis.pdf.

② GOODHART C. 2008. The Background to the 2007 Financial Crisis [J]. International Economics and Economic Policy, 4 (4): 331 - 346.

③ DE GRAUWE P. 2008. The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies [R]. CEPS Policy Brief, No. 178, November.

④ BERNANKE B S. 1995. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 27 (1): 1 - 28.



就像对大萧条的成因存在各种解释一样^①,直到今天,对大萧条的解释对于任何一位严谨、富于探索精神的经济学家或历史学家来说,依然是一项极具魅力的智力挑战,因为尚未出现任何一种经济理论可以解释1929年股票市场崩溃之后,严重的经济衰退为何持续了长达10年的时间。就2008年美国金融危机的成因研究而言,学术界目前也存在着各种各样的理论解释^②,如资本主义基本矛盾说、房地产泡沫说、金融脆弱性说、金融创新过度说、金融监管失败说、道德风险说、货币政策失误说、全球经济失衡说、资产负债表衰退说、人的行为因素说、流动性不足说等,难以达成共识^③。我们认为,即使在当前宏观经济学理论知识爆炸的时代,对美国金融危机成因的解析仍将会成为宏观经济学领域中的另一座“圣杯”。

以上就是本书的主要研究背景。本书将在消化、吸收和借鉴现有学术成果的基础上,从一个与当今主流文献不同的角度——软预算约束角度,在“软预算约束、资产负债表失衡与金融危机”的分析框架下,来解释美国金融危机的成因,并对包括2008年美国金融危机在内的历史上的一些危机中得到的教训进行广泛的讨论。

二、研究意义

自2007年美国“次贷”危机爆发以来,金融危机引起了各方面的广泛关注。从理论和实践上揭示美国金融危机的成因,汲取其经验教训,成为经济学研究的重大课题。

在追溯美国金融危机的制度根源时,我们发现:曾经被西方学者广为诟病的社会主义国家普遍存在的软预算约束现象,也广泛存在于转轨经济和包括资本主义在内的市场经济中。我们认为,软预算约束理论为我们理解美国金融危机提供了一个新的思路和研究视角。

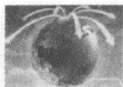
崔之元(1999)曾经论证过软预算约束是市场经济的本质特征^④;许成钢

① 包括凯恩斯主义非货币解释、货币主义解释、马克思主义“四种危机”观点、Eichengreen(2004)“全球性观点”、实际商业周期观、劳动和资本市场摩擦论、债务通货紧缩论、农产品价格下降论、人口增长率下降论、国际货币体系失调论等,本书第五章第二节将对有关大萧条成因研究方面的争论和研究进展进行深入的探讨。

② 昌忠泽:“马克思主义视角下的美国金融危机成因研究”,《社会科学研究》2010年第5期,第22—28页。

③ 本书第二章将对此进行较为详细的讨论。

④ 崔之元:《“看不见的手”范式的悖论》,经济科学出版社1999年版,第162—163页。



(2008)认为“资本主义下的软预算约束问题”甚至比中央计划经济下的问题更加严重^①。虽然软预算约束并不是金融危机的唯一诱因,一系列复杂因素的共同作用才导致了金融危机的爆发,但毫无疑问,预算约束的软化是2008年美国金融危机的主要成因之一(Kornai, 2009)^②。由于过去一些年来,资本主义国家的政府对陷入困境的大企业和银行连续不断地施以援手,在美国等西方国家,预算约束软化的趋势日益明显。随着未来预算约束软化趋势的逐渐加强,企业管理者的期望值也会水涨船高,他们越来越相信,一旦企业陷入困境,政府会毫不迟疑地施以援手。

“软预算约束”这一学术术语包含保险理论中的“道德风险”现象,但其内容更为全面、丰富,描述了一种社会过程和复杂的经济机制^③。软预算约束理论旨在全面、深入地分析和研究政府、企业、金融机构和家庭等的行为动机及其后果,而非仅仅考察决策者由于有了保险赔偿而不努力防范风险的现象。软预算约束综合征导致企业经理不负责任、漠视风险,容易出现扩张冲动。这将导致企业更频繁地陷入困境,不得不要求政府更多的救助。预算约束就这样被软化的。软预算约束综合征就陷入这样一个怪圈:一个自我激发和自我强化的怪圈。

在20世纪八九十年代,中国是一个研究软预算约束问题的主要试验场,中国经济的许多问题似乎都可以归结于软预算约束。而美国同样也是一个深受软预算约束问题困扰的国家(崔之元, 2008; 许成钢, 2008; 张翔, 2008)^④。这就提出了如下问题:既然同样是软预算约束,美国爆发了严重金融危机,中国就能独善其身吗?软预算约束与金融脆弱性、道德风险、金融监管、金融创新之间到底存在什么样的关系?美国金融危机打开了重新认识现代市场经济,重新思考软预算约束与道德风险、监管与创新、创新与稳定之间关系的新空间^⑤。

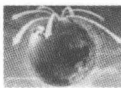
① 许成钢:“美国金融危机中的软预算约束”[EB/OL], 2008。http://www.cenet.org.cn/article.asp?articleid=34699。

② KORNAI J. 2009. The Soft Budget Constraint Syndrome and the Global Financial Crisis: Some Warnings from an East European Economist [EB/OL]. [2009-10-14]. http://blogs.ft.com/maverecon/2009/10/kornai-on-soft-budget-constraints-hail-outs-and-the-financial-crisis.

③ KORNAI J. 2009. The Soft Budget Constraint Syndrome and the Global Financial Crisis: Some Warnings from an East European Economist [EB/OL]. [2009-10-14]. http://blogs.ft.com/maverecon/2009/10/kornai-on-soft-budget-constraints-hail-outs-and-the-financial-crisis.

④ 崔之元:“看不见的手范式的悖论与当前金融危机”[EB/OL], 2008。http://stock.huagu.com/stocks/2008-10-31/0000269199s.html。许成钢:“美国金融危机中的软预算约束”[EB/OL], 2008。http://www.cenet.org.cn/article.asp?articleid=34699。张翔:“华尔街资本主义的‘软预算约束’”,《读书》2008年第12期,第18—25页。

⑤ 昌忠泽:“软预算约束、资产负债表失衡与金融危机”,《财贸经济》2010年第8期,第37—41页。



本书从美国经济中普遍存在的软预算约束制度特征出发,在“软预算约束、资产负债表失衡与金融危机”的分析框架下^①,深入研究美国金融危机的形成机理和制度根源,反思其教训得失,这对于增强我国对美国金融危机的了解和认识,防范和减轻国际金融危机对我国的影响,采取有效措施降低金融危机的爆发风险,促进国民经济稳定健康发展均具有重要的现实意义。

第二节 研究内容和框架

一、研究内容

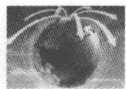
本书主要研究内容包括以下八个部分:

第一章,绪论。本书是国家社科基金项目的最终研究成果。在绪论中,本书依次简要阐述了项目的研究背景和研究意义、研究内容和研究框架、研究思路和研究方法以及主要创新和研究不足。

第二章,对2008年美国金融危机成因的理论探索:研究述评。本书之所以将“研究述评”单独列为一章,主要是因为与大萧条成因的解析难以达成共识一样,学术界对2008年美国金融危机成因的认识也存在着巨大的分歧。回顾前人在美国金融危机成因问题上所作的理论探索,主要为了吸收和借鉴前人的思想和成果,发现其分歧所在,寻找进一步研究的突破口,使我们能站在更高的起点上进行研究。从研究能达成的共识来看,目前唯一可能达成共识的是,房地产泡沫破灭是2008年美国金融危机的导火索;从研究存在的分歧来看,在美国金融危机成因问题上,存在各种各样的理论解释,如资本主义基本矛盾说、金融脆弱性说、金融创新过度说、金融监管失败说、人的行为因素说、流动性不足说等;从研究视角来看,现有文献大多从技术层面,而非制度层面上探讨美国金融危机的成因和教训。

第三章,软预算约束、资产负债表失衡与金融危机:一个理论分析框架。本章属于规范分析的范畴。本章首先对预算约束、硬预算约束和软预算约束、道德

^① 为了验证该分析框架是否对金融危机具有较强的解释力,我们分别在第五章和第六章利用上述框架,对20世纪30年代“大萧条成因之谜”、80年代美国储贷危机的成因进行理论解释。



风险、资产负债表失衡、金融危机等相关概念作出界定,然后在“商业周期与预算约束的非对称性”以及对主流宏观经济学分析范式进行理论反思的基础上,将预算约束与资产负债表状况引入到现代宏观经济学理论体系中,建立了一个商业周期理论的完整分析框架。软预算约束实际上是在不完全信息动态博弈下市场参与者为追求自身利益而产生的一种均衡结果。本书提出了“硬预算约束能够有效降低道德风险,而软预算约束则会扭曲市场参与者的激励机制,加剧道德风险”的假说,并依据该假说构建了一个软预算约束下的道德风险——资产负债表失衡——金融危机模型,指出各种技术层面上对金融危机成因的解释都可追溯到软预算约束的制度层面。

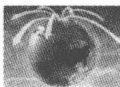
本书第四章、第五章和第六章均属于实证分析的范畴,主要是利用第三章的理论分析框架,对美国历史上几次重大金融危机的成因进行解释。

第四章,2008年美国金融危机成因研究。本章首先简要回顾了2008年美国金融危机的发展概况,然后以本书第三章建立的理论分析框架为基础,分析了软预算约束条件下美国金融危机的生成和传导机制:软预算约束→道德风险→金融创新激励→金融创新过度→信贷膨胀→大量呆坏账→加剧金融脆弱性→利率提高和房价下跌时的风险集聚→金融危机,从美国经济中存在的8类软预算约束现象(存款保险、有限责任、破产重组、社会保障安全网、资产证券化、美国住宅市场中流行的法律制度安排、监管俘获、格林斯潘对策)出发来探讨美国金融危机的成因。

与美国历史上的其他金融危机相比,2008年美国金融危机到底有何不同?本书在对美国预算约束的历史变迁进行分析的基础上,重点对美国金融危机与20世纪30年代大萧条及80年代的储贷危机进行比较研究,对“各种技术层面上对金融危机成因的解释都可追溯到软预算约束的制度层面”的命题进行检验。

第五章,对20世纪30年代大萧条成因的重新诠释。本章首先回顾了大萧条发生和演进的三个阶段。大萧条是在实践上对古典宏观经济思想的巨大挑战,对其成因问题的研究长期以来一直是经济学家和历史学家探讨的热点问题之一,宏观经济学家在这一点上远未达成共识,大萧条依然是宏观经济学领域最富争议并最富有探索性的课题^①。本章在对大萧条成因研究相关文献进行系统梳理和评论的基础上,从软预算约束与资产负债表失衡相结合的角度,对大萧条的成因重新进行诠释,指出“对大萧条成因的各种解释都可以追溯到软预算约束的制度层

^① 昌忠泽:“对30年代大萧条的反思”,《世界经济》2000年第2期,第35—43页。



面”，“资产负债表失衡加快了经济衰退向大萧条的演变进程”。

第六章，20 世纪 80 年代储贷危机。20 世纪 80 年代的储贷危机延续 10 年之久，是美国战后爆发的最严重的一次金融危机。本章首先简要介绍了美国储贷协会的主要作用及其历史演变，在对储贷危机的爆发情况进行客观描述的基础上，从当时美国经济中存在的软预算约束现象出发（最后贷款人制度和“大而不倒”救助政策、存款保险、政府对储贷协会的保护性干预、监管制度差异、资产证券化等），对储贷危机的成因进行分析。

上述几次危机的成因都可以追溯到软预算约束的制度层面，在很多方面具有相似性，从此意义上说，美国金融危机并没有什么特别不同之处。

第七章，软预算约束“悖论”——金融危机的教训与反思。历史地看，每一次金融危机爆发之后，美国政府采取的带有软预算约束特征的救助措施显然是与“软预算约束→道德风险→金融危机”的逻辑关系相悖的。既然美国政府很清楚这些救助措施会带来“道德风险”，为下次危机的爆发埋下了种子，为什么还要采取这些救市措施呢？难道没有一种更优的制度选择吗？本章主要从软预算约束的成本和收益，从软预算约束下监管与创新，创新与稳定等方面对美国上述几次金融危机的教训进行反思。

第八章，主要结论和研究展望。本书的主要研究结论包括：（1）各种技术层面上对美国金融危机成因的解释都可追溯到软预算约束的制度层面。（2）从短期来看，美国政府的援救措施虽然能够在一定程度上缓解金融危机带来的困境，但是从长期看，美国政府要从根本上解决金融危机带来的所有问题，必须强化预算约束，切断软预算约束与金融危机之间的传导链。硬化预算约束是防范金融危机的利器。（3）美国金融危机带来的教训是，一国在充分享受存款保险、有限责任、破产重组和社会保障安全网的制度收益时，应该对它们的制度成本有充分的了解、准备和应对，而不能等到问题出现时才去救火。利用“软预算约束、资产负债表失衡与金融危机”的分析框架，对历史上其他一系列重大金融危机事件（如拉美债务危机、东南亚金融危机、日本“失去的十年”、欧美主权债务危机等）的成因进行解释，是本书未来进一步研究的方向。

二、研究框架

本书研究的基本框架为：从美国经济中广泛存在着软预算约束现象的特征事实出发，在“预算约束、资产负债表状况与金融危机”的分析框架下，着重探讨软预算约束与道德风险、金融创新、金融脆弱性、金融危机之间的内在逻辑关