

当代中国学术文库

金融危机和金融监管

卢祖送 / 著



 经济日报 出版社

当代中国学术文库

金融危机和金融监管

卢祖送 / 著

常州大学图书馆
藏书章

 经济日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机和金融监管 / 卢祖送著. —北京: 经济
日报出版社, 2017. 12
ISBN 978 - 7 - 5196 - 0274 - 1

I. ①金… II. ①卢… III. ①金融监管—研究—中国
IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 316954 号

金融危机和金融监管

作 者	卢祖送
责任编辑	范静泊
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市西城区白纸坊东街 2 号经济日报社 A 座 710
电 话	010 - 63567961 (编辑部) 63567692 (发行部)
网 址	www. edpbook. com. cn
E - mail	edpbook@126. com
经 销	全国新华书店
印 刷	三河市华东印刷有限公司
开 本	710 × 1000 毫米 1/16
印 张	14
字 数	240 千字
版 次	2018 年 1 月第一版
印 次	2018 年 1 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5196 - 0274 - 1
定 价	42.00 元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

前 言

金融是现代经济的润滑剂，是优化资源配置的重要途径和手段。金融危机时有发生，消减了大众很多账面财富，加大财富分配的不平等，对经济造成巨大破坏。金融危机就是银行挤兑和恐慌、金融资产价格出现大幅波动、国际货币汇率出现紊乱，而且形势日趋严重，资产价格和汇率水平越来越偏离均衡状态，直至严重过冲。

本书先从历史角度考察六次对英美金融监管制度的形成具有重大影响的金融危机，即1792年危机、1825年危机、1857年危机、1907年危机、1929年危机和2007年危机。它们推动了英美中央银行的建立、证券交易所雏形的出现、存款保险制度的出台。

然后从理论的角度将金融危机分成三类：银行危机、债务危机和货币危机。所谓金融危机，要么是这三种危机中的一种，要么是其中两种或全部三种危机的混合体。本书分别从理论和案例的角度分析这三种危机形成的原因、演进和传播路径，以及防范机理。

本书从监管的必要性和可行性，监管的原则和监管的重点，以及监管的内容等角度重点分析了金融监管。金融产品和金融市场有别于商品及商品市场，在尊重市场规则的同时，必须加强监管，否则就会出现问題，甚至爆发危机。

本书落脚于我国的金融风险和金融监管。我国银行已经积累了一定的风险，房地产风险、债务风险和汇率风险更是不可小觑。但我国的经济总

量大，外汇储备足，发展前景广，这些风险不会以东南亚金融危机或美国次贷危机等方式集中爆发。风险的释放过程可能比较缓慢，主要影响经济的长期增长，因此这些风险加大了我国陷入中等收入陷阱的可能性。只有厘清市场与政府的边界，充分发挥市场配置资源的决定性作用，稳定我国经济增长的速度，同时建立以中央银行为中心的宏观审慎监管体系，我国才可能避免金融危机的发生，避免中等收入国家陷阱。

本书始终强调市场调节的重要性，唯有尊重和遵循市场规律，才可能使资源实现最大限度的优化配置，才能防止风险的积累。同时，由于金融的特殊性，又必须加强监管。经济周期、金融工具创新、金融体系脆弱性和国际经济关系长期失衡都是诱发金融危机的重要原因，因此需要重点关注，一旦发生危机，政府调节必须取代市场调节，决策者必须使用超强力果敢地对金融体系的核心区域进行救助，即所谓的金融“鲍威尔主义”。危机的爆发就意味着市场调节的失败，如果任由市场力量发挥作用，那么金融资产的价格会发生过冲，整个社会因此会付出巨大的代价；果断运用政府调节，这种代价可以避免。

目 录

CONTENTS

序 言	1
第一节 研究设想	1
一、问题的提出	1
二、核心观点	4
第二节 研究现状	5
一、国内关于金融危机的研究成果及其特点	6
二、国外对金融危机的研究成果及其特点	9
第三节 本文的结构、方法和贡献	13
一、结构	13
二、方法	15
三、贡献及不足	15
第一章 金融与金融危机	17
第一节 金融	18
一、金融概述	18
二、金融工具及其创新	21
三、金融与经济增长	23
四、金融的基本职能	25
第二节 金融危机	28
一、金融危机的定义	28

二、金融危机的特征	32
三、金融危机的类型	34
第二章 英美金融危机史	36
第一节 美国 1792 年的金融危机	37
一、背景	37
二、危机的经过	39
三、后果和制度意义	40
第二节 1825 年英国金融危机	41
一、背景	41
二、经过	42
三、后果和制度意义	44
第三节 1857 年的金融危机	45
一、背景	45
二、经过	46
三、后果和制度意义	47
第四节 1907 年的金融危机	48
一、背景	48
二、经过	49
三、后果和制度意义	51
第五节 1929 - 1933 年的金融危机和大萧条	51
一、背景	51
二、经过	53
三、后果和制度意义	55
第六节 2007 - 2009 金融危机	56
一、背景	56
二、经过	60
三、后果和政策意义	64

第三章 银行危机	67
第一节 银行恐慌理论	68
一、银行危机概述	68
二、多重均衡理论模型	71
三、单一均衡理论模型	73
第二节 信贷摩擦理论	76
一、道德风险	77
二、逆向选择	79
第三节 传统银行危机的防范制度	80
一、单元银行与大银行	81
二、存款保险制度	84
三、中央银行制度	86
第四节 银行业创新及危机	89
一、金融创新	89
二、影子银行	90
三、银行脆弱性的变化	92
四、未来的银行危机	94
第四章 债务危机	96
第一节 理论模型	97
一、债务概述	97
二、马克思的模型	99
三、凯恩斯-明斯基模型	104
四、奥地利学派的模型	109
第二节 对信贷分析	112
一、回归分析	112
二、经验分析	116

第三节 预防和应对泡沫	118
一、识别泡沫	118
二、预防泡沫	122
第五章 货币危机	125
第一节 理论	125
一、货币危机概述	125
二、货币危机模型及其演进	127
三、国际金融的三难困境	131
第二节 案例	133
一、亚洲金融风暴及应对	133
二、欧元危机	135
第三节 货币危机的当下意义	137
一、货币危机的条件和形式	137
二、货币危机的防范	140
第六章 金融监管	142
第一节 金融监管的必要性与可行性	143
一、必要性	145
二、可行性	146
第二节 金融监管的三重悖论	147
一、严格与松弛的悖论	147
二、强化与弱化的悖论	148
三、政府与市场的悖论	150
第三节 金融监管的原则	153
一、激励相容原则	154
二、监管中立原则	155
三、系统一致原则	157

第四节 金融监管的重点	157
一、科技革命和经济周期	157
二、大众心理	159
三、金融创新	160
四、系统重要机构	162
第五节 金融监管内容	163
一、日常监管	163
二、危机应对	169
第七章 我国金融风险及金融监管	173
第一节 风险正在积累	174
一、银行风险	175
二、房地产风险	177
三、债务风险	179
四、汇率风险	182
第二节 风险释放的形式和过程	183
一、克服金融和经济危机的有利因素	183
二、中等收入陷阱	186
第三节 应对之策	190
一、厘清政府与市场的边界	191
二、夯实稳定经济和化解风险的基础	193
三、建立宏观审慎的金融监管体系	198
结 论	203
参考文献	205
致 谢	212

序 言

第一节 研究设想

一、问题的提出

金融有着漫长的历史。最起码可以追溯到一般等价物的出现。正是因为一般等价物的出现，使早期人类克服了“需求双重巧合（Double coincidence of wants）”的困境，大大提升了人们之间相互交易的可能性，使专业化分工成为可能，促进了生产力的发展。最初的一般等价物是牛羊等动物或者布匹等生活必需品，后来慢慢被金银等贵金属所取代。正如马克思所说：“金银天然不是货币，但货币天然金银。”

早期的金融主要表现为货币的使用，货币只是一种交易媒介。随着分工的深化和商品经济的出现，表现为优化资源配置的金融开始出现。这才是严格意义上的金融，即金融资产的跨期交换（inter-temporal transfer）。

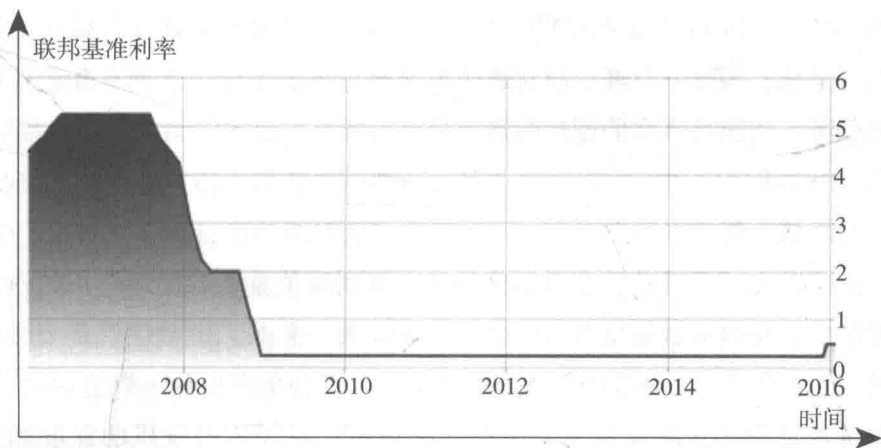
金融是现代市场经济良性运行的润滑剂，目的是实现资源在时间维度和空间维度的优化配置。金融离不开实体经济，正是在这个意义上，诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·席勒（Robert Shiller）说，决定金融的是金融之外的经济。马克思在论述资本循环过程时强调货币资本、生产资本和商

品资本在空间上的并存和时间上的继起，指出了表现为金融的货币资本和表现为实体经济的生产资本和商品资本的相互转化关系。然而，金融并不完全被动地依赖于实体经济，有其自身的规律和动能。正如美联储前主席伯南克（Ben Bernanke）所说：“金融因素绝对不是可有可无的，金融影响实体经济运行的结果”。^①

金融体系经常被危机所困扰。金融危机表现为大面积银行挤兑或倒闭，资产价格急剧涨价之后大幅跳水，长期而恶性的通货膨胀或通货紧缩，本国货币相对于世界主要货币大幅度贬值。金融危机与现代经济如影随形，具有顽固性、周期性、传导性和极端危害性等特点。西方资本主义国家每隔七八年发生一次小规模的金融危机，每隔七八十年发生一次大规模的金融危机。新兴市场经济国家也时常爆发金融危机。一个领域的危机往往迅速传导到其他领域，不同领域的危机往往相互加强和恶性循环，形成系统性的危机。美国大萧条高峰时期造成了25%的失业率，无数人无家可归。尽管2009年初美国就宣布次贷危机所引发的经济衰退已经结束，也就是说，经济恢复到了正增长，但到2015年12月份，美联储才告别六年多史无前例的零利率，说明到这个时候，经济才开始展现出稳固的增长基础，^② 可以用下图表示。

① Ben Bernanke & Mark Gertler, Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations, NBER Working Paper No. 2015, p. 1.

② 2015年12月美国加息之后，股市连续暴跌，从现有的情况看，美国经济增长并不稳定。



图序 -1 次贷危机后的美国利率走向

(来源: www.tradingeconomics.com/federalreserve)

金融危机的原因很多。首先表现为金融结构的脆弱性，银行作为金融的集中体现，集中零散的短期储蓄，贷款给长期项目，这种“借短贷长”的结构具有天然的脆弱性，任何银行都无法抵挡储户的挤兑。其次，金融危机具有周期性原因。也就是说，金融危机根源于经济周期，经济高涨时期往往伴随信贷高度膨胀，当经济转入低潮时，信贷无法自动随之变化，就会导致债务积累 (debt overhang) 问题，最终导致泡沫破裂。最后，金融危机可以追溯到国际经济失衡的原因。国际经济长期失衡往往会体现在货币价值的变化中，如果市场机制能够允许币值变化去对冲国际经济失衡，那么爆发货币危机的可能性会大大降低，然而，决策者往往出于方方面面的原因，将本国货币与国际主要货币币值绑定，这样就为货币危机埋下隐患。这三重原因恰好对应三种危机，分别是银行危机、信贷危机和货币危机。

健康稳定的金融对经济的良性运行至关重要，但定期不定期的金融危机却给经济带来极端的危害，金融危机和经济危机交织在一起，很多金融危机最后导致漫长而痛苦的经济衰退。20 世纪二三十年代大萧条的起点是

1929年10月29日“黑色星期二”股灾，21世纪初的大衰退开始于美国的次贷危机，观察、思考、应对和防范金融危机成为学界、商界和政界的共同任务。这也是本文的逻辑起点。

二、核心观点

本书首先回顾对英美金融制度的建立起到至关重要的促进作用的六次金融危机，探讨金融制度与金融危机的对立统一关系。金融危机是金融制度的“助产婆”，金融危机中或金融危机后，都会集中出台一批金融制度。金融危机过程中，决策者为了应对金融危机，减轻金融危机的深度和广度，出台一些临时性的应对措施，但这些临时性的应对措施往往会永久性地存在下去。金融危机之后，人们对刚刚发生的金融危机进行反思，寻找替罪羊不可避免，同时也会出台一些制度，力图避免灾难再次降临。

从理论的角度讲，引起和诱发金融危机的因素很多，存在结构原因、周期原因和国际原因，分别对应的是银行危机、债务危机和货币危机。良好的制度设计能减少危机发生的频率，能够减轻危机的危害程度。也就是说，危机并非完全不可避免；即使发生危机，对经济的影响程度也因不同的金融制度和监管措施而不同。

随着存款制度的建立，储户排队挤兑银行的传统挤兑可能不会重演。然而，银行的“借短贷长”的业务特点一定会形成风险，类似于2007年在批发储户上的风险还可能发生。债务危机是爆发于实体经济的金融危机，根源是信贷和债务总量过大、杠杆过长，而疏于对风险的控制。货币危机源于决策者同时追求固定汇率、自主的货币政策和国际资本自由流动三重目标，这是一个不可能完成的任务。浮动汇率制度成为当今主流，货币危机在浮动汇率制下爆发的可能性大大降低。

本书的结论印证了一个经济学的最基本最核心的结论：市场是最有效的资源配置方式，政府的行为能够对市场形成有益的、不可或缺的补充。市场一方面能够优化配置金融资产，使效益最大化，同时，市场能够释放风险，防止风险的积累。然而，市场并非一直是有效的，有时会发生失

灵，金融危机就是市场出现严重失灵的一种表现。政府在预防危机的发生和减轻危机的影响方面能够发挥非常大的积极作用。在理论方面，尽管以供需平衡为基础的古典主义和以理性预期理论为基础的新古典主义所主张的均衡分析在表面上看起来很严密，甚至可以用数学模型提供强有力的证明，但它们无法解释危机的发生和发展，^① 因为危机本身就是一种非均衡状态的出现和持续恶化。用于分析商品市场供求均衡的工具不能简单机械地应用到金融市场，分析金融危机除了需要以新古典主义为代表的主流经济学理论以外，还必须广泛运用马克思主义政治经济学、凯恩斯主义和行为经济学的很多理论。

第二节 研究现状

金融危机是市场经济的产物。在市场经济国家，随着劳动生产率的提高，金融资产逐步积累，金融工具日益多样化，金融市场竞争相对充分，金融危机也时有发生。发达国家对金融危机的研究成果也相对较丰富。

改革开放以前，国内对于金融危机的研究比较落后，当时只是关注意识形态层面的阶级分析，将金融危机与资本主义的经济危机乃至和资本主义的基本矛盾简单地联系起来。尽管这种分析并没有错，但对金融体系本身的脆弱性关注不足。引起金融危机的因素很多，不同的金融危机的发展路径和结果各不相同，机械地将金融危机和资本主义基本矛盾联系起来略显简单。^② 改革开放之后，尤其是实行社会主义市场经济制度之后，学者和决策者都认识到我们离金融危机并不遥远。1997年亚洲金融危机对我国经济形成巨大冲击，对亚洲金融危机的研究成果呈现爆炸性增长。2007年

① Markus Brunnermeier & Martin Oehmke, "Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk." NBER Working Paper No. 18398, pp. 14 - 16.

② 成思危：《美国金融危机的分析与启示》，科学出版社，2012年，第23页。

美国爆发次贷危机，并迅速演变成全球金融危机，我国经济遭受自改革开放以来最大的下行压力，为应对危机，中国政府推出了四万亿经济刺激计划，学术界对金融危机的研究也更加深化。

本节首先介绍国内研究金融危机的成果，并总结国内研究的特点。其次介绍西方国家关于金融危机的研究成果，并分析其特点。

一、国内关于金融危机的研究成果及其特点

我国的金融体制总体上说还没有完全放开，国家对金融体制改革的态度也比较谨慎，在这种情况下，金融危机发生的可能性极低，所以研究金融危机的现实针对性并不强，历史广度和理论深度都存在一定的欠缺，更多的成果体现在对西方金融产品和工具的介绍，比如汪澄清的《金融创新论》，对银行业、证券业和保险业的创新进行了梳理。对金融危机的研究大多停留在对大萧条等西方金融危机的介绍和描述上，当然也出现了一些关于金融危机的理论成果，比如石俊志所著《金融危机生成机理与防范》，该书通过对金融危机生成机理的分析探讨，将产生金融危机的根源归纳为经济周期波动和金融体系的内在脆弱性。作者详细研究了金融危机的爆发条件和传导机制，对现代金融危机的四个典型案例进行了实证分析，并根据相关结论，提出了防范金融危机的方法，金融危机的预警系统和治理手段，最后，作者结合我国经济转轨时期出现的金融风险和经济运行机制中存在的问题，提出了我国应对金融危机的主要对策。一些学者则关注一般意义上的金融风险，王自力所著《反金融危机——金融风险的防范与化解》以转轨时期新兴市场经济国家金融危机为背景，剖析了金融危机与金融风险的关系，探讨了发展中国家金融风险的特征、表现、生成原因和传递机理，提出了发展中国家特别是我国金融风险的事前监测预警、金融危机爆发的事后整治措施、商业银行及金融机构风险的日常防范与化解、金融管理部门关于金融风险审慎监管和监管对策。

随着我国经济全球化步伐的加快和金融风险的上升，决策者也更加关注金融危机。中国人民银行行长周小川主编的《国际金融危机：观察、分

析和应对》收录了作者的45篇讲话，主要涉及危机的原因，储蓄率问题，全球经济不平衡和宏、微观经济周期问题，以及金融市场的稳定性及其与实体经济的关系；还涉及中央银行应对金融危机政策、效能和角色转换，涵盖了中央银行目标与实现目标的政策工具、中央银行理论及其演进；该书还分析了中央银行的救市行为。

国内学者对金融危机的研究主要集中在以下几个视角：一是周期的视角，代表人物有中财办的刘鹤和中国人民大学的吴晓求。刘鹤在其主编的《两次全球大危机的比较研究》中明确提出其“研究的基本逻辑是历史的周期律”。^① 吴晓求教授在其主编的《金融危机启示录》中态度鲜明地支持“周期说”的观点，认为金融危机是全球经济长周期的一种反映。^② 第二个视角是政策失败和监管不力的视角，认为金融危机的爆发是“宏观政策失误导致房地产市场泡沫”“监管的缺失”“金融自由化的过度”“金融机构风险管理的失控”和“国际经济的整体失衡”等因素综合作用的结果^③，危机是宏观政策、金融监管和国际经济关系等方面的问题所致。第三个视角是经济泡沫的视角，更多从房地产泡沫和信贷膨胀的角度观察金融危机。这种泡沫和信贷膨胀是实体经济发展的结果，未必就是监管者的失职所造成。^④ 周小川比较倾向于这一观点。第四个视角是虚拟资本的过度膨胀视角，主要代表人物是成思危，他认为，本次危机“是因为过度负债投机所造成的虚拟资本的过度膨胀造成的”^⑤。

国内金融危机研究体现出以下几个方面特点：

第一，从研究内容角度看，对金融危机研究表现为研究当下多，研究历史少；案例研究多，规律研究少；经验梳理多，理论概括少。

这些研究大多涉及1997年亚洲金融危机和2007-2009年全球金融危机，

① 刘鹤：《两次全球大危机的比较研究》，中国经济出版社，2013年，第4页。

② 吴晓求：《金融危机启示录》，中国人民大学出版社，2009年，第5页。

③ 张育军：《金融危机与改革》，中信出版社，2014年，第037-056页。

④ 周小川：《国际金融危机：观察、分析与应对》，中国金融出版社，2012年，第3页。

⑤ 成思危：《美国金融危机的分析与启示》，科学出版社，2012年，第23页。