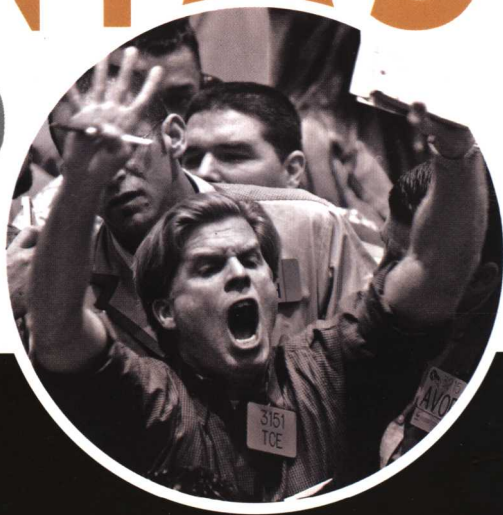


· 对金融狂热的理性思考 ·

MANIAS

PANICS AND CRASHES



疯狂、 惊恐和崩溃

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

金融危机史 (第四版)

A History of Financial Crises

Fourth Edition

朱隽 叶翔 译

 中国金融出版社


疯狂、惊恐和崩溃

——金融危机史

(第四版)

MANIAS, PANICS AND CRASHES
A HISTORY OF FINANCIAL CRISES

查尔斯·P. 金德尔伯格 著
(Charles P. Kindleberger)
朱 隽 叶 翔 译

 中国金融出版社

责任编辑：何 为
责任校对：孙 蕊
责任印制：张 莉

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

Foreword © Peter L. Bernstein 1996

First published in English under the title Charles P. Kindleberger, MANIAS, PANICS AND CRASHES: A HISTORY OF FINANCIAL CRISES, 4th edition by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The Author has asserted his right to be identified as the author of this Work.

北京版权合同登记图字 01-2004-3329

《疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史》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4版/ (美) 金德尔伯格著; 朱隽, 叶翔译. —北京: 中国金融出版社, 2006.7

ISBN 978-7-5049-4120-6

I. 疯… II. ①金…②朱…③叶… III. 金融危机—经济史—世界 IV. F832.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 081366 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市利兴印刷有限公司

尺寸 160毫米×230毫米

印张 18.5

字数 275千

版次 2007年4月第1版

印次 2007年4月第1次印刷

印数 1—4090

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-4120-6/F.3680

如出现印装错误本社负责调换 联系电话: 63263947

审视历史，回忆你身边发生的事，凝神思考所有与你读到、听到或记忆的个人的私人或公共生活中的巨大不幸，你会发现，至今所发生的大部分不幸是因为这些人不知道他们何时是幸运，他们何时该静坐不动，保持满足。

——亚当·斯密 (Adam Smith)

《道德情感论》(*The Theory of Moral Sentiments*)

关于恐慌与过热的文章不计其数，已非我们的心智所能及。但有一点是肯定的，在一些特定的时期，总有许多愚蠢的人拥有许多愚蠢的钱……每间隔一段时间，这些人的资本——我们称之为国家的盲目资本，出于与当前目的不一致的原因，特别巨大而冲动。它在寻找某人吞食它时，出现了“资金灾”；当它找到这个人时，出现了“投机”；而在它被吃掉后，出现了“恐慌”。

——沃尔特·巴杰特 (Walter Bagehot)

《漫谈爱德华·吉本》(“Essays on Edward Gibbon”)

在这一点上，我记得一位共和国要员对我说的一番话：“我深知我的国家，她能平静地支持任何事情，但金融危机除外。”

——雷蒙特·菲利普 (Raymond Philippe)

(*Un Point d'histoire: Le drame financier de 1924—28*)

我能感到它正在降临，不管有无证监会，一轮全新的灾难性投机正在降临。我们很熟悉它的各个阶段：先是蓝筹股受到追捧，然后是二线热点、场外交易，再后是新发行的垃圾市场，最终不可避免地崩溃。我无法知道它何时降临，但我能感到它正在逼近。该死的，我却不知道该怎么办。

——伯纳德·J. 拉斯克 (Bernard J. Lasker)

1970年纽约股票交易所主席

(引自约翰·布鲁克斯1972年的《上当受骗的年代》，

John Brooks, *The Go - Go Years*)

作者自序

1978年本书出了第一版，主要讨论第二次世界大战前的金融危机。1987年10月19日的“黑色星期一”，再加上对较早前危机的更多研究，至少对我来说，表明有必要对第一版进行更新。1990年1月日本经济的崩溃促使本书第三版的诞生。第三版至今又有一些日子了。

第四版对读者来说可能会觉得没有必要，它的问世可能只是出于作者的职业需要。推动力部分是来源于1994~1995年间的墨西哥危机，但更多的是由于1997~1998年的东亚危机，殷鉴不远。此外，与过去一样，其他经济学家和历史学家的研究已填补了历史中的一些空白，本书也加以吸收，以充实前后发展的讨论。本书的新版可能对年轻的读者有更大的吸引力，因为许多老读者仍然参考原来他们看过的版本。一本书一旦被阅读，要点也被掌握，继续增订的动力通常很小。

对我而言尤其如此，我的兴趣与研究范围主要限于欧洲（西欧）和美国，我对拉丁美洲、俄罗斯及亚洲的熟悉程度及知识都有限。一些读者只是关注那些与未来相关的议题，而较少在乎历史本身。第一版就是从18世纪初的南海泡沫和密西西比泡沫开始，紧接着的危机则是一百年后的某一时间。此次根据一些次要的来源，我对16世纪50年代的一个不太大的金融演变做些研究，但略去了亨利八世（Henry VIII）、法兰哥斯一世（Francois I）、法戈斯（Fuggers）及杰纽义斯（Genoese）时期的危机。¹我最近曾读过一本有关13~16世纪威尼斯银行的书，但错误地按“恐慌”一词来放置该书名。显然，对1600年以前的事件进行研究已非我力所能及。

除了对1990年前后的危机进一步说明外，似乎有必要讨论一下对国际货币基金组织作为最后贷款人的批评意见，以及许多领域要求对“世界金融架构”进行重大变革的要求。与实际发生的一样，

对于重新设计一个布雷顿森林会议会有多大的效果，我认为尚无足够的共识。就像 1933 年的世界经济大会一样，在缺少共识的情况下，在当前的条件下回到起点意味着必然要失败。国际货币基金组织正在改变其运作的一些细节，包括时间性、透明度、条件性及责任等。我的建议是不要把“钢琴演奏者”赶下台，他已尽力而为。

为了满足公共的口味，将金融危机的传播从以前版本的“繁殖”（propagation）改为“传染”（contagion）。这个用词的变化，强调了纯经济因素之外的心理因素与羊群行为（herd behavior），比如货币政策、资本流动、汇率及贸易等。

最后，我最近接受了一个对我来说全新的概念。在盲目地引用关于金融危机的文章上，我知道自己被划为“归并者”（“Lumper”），即认为所研究的样本都有共性。我曾对这个概念很敏感，并在一个讣告里知道一个研究印度北部农业的英国历史学家被划为“分拆者”（“splitter”），即强调样本之间的差异性。

几个星期后我看到了安妮·佛迪曼（Anne Fadiman）的文章，她说“乔治（她丈夫）是归并者，我是分拆者。”《简明牛津英语词典》的条目说，该词可以追溯到 19 世纪中叶，尽管对我而言是新的，也许对我的历史学家的女儿不是新词。我突然发现，我要决定我适合于金融危机的何种分类。第二章是关于归并的，第三章是关于分拆的。我想多数社会学家都会是归并者，寻找重复性的规律，而历史学家则关注带来不同特性的特定环境。当我进行增订工作时，我很高兴有一个新的概念可以思考了（对我是新的，当我向许多同事提起时，他们也觉得新）。

Lexington, Massachusetts

注释：

1. C. P. Kindleberger, “Economic and Financial Crises and Transformation in Sixteenth – Century Europe”, *Essays in International Finance* (Princeton) no.208, June 1998.

彼德·L. 伯恩斯坦

为本书撰写的序

只要拿起查尔斯·金德尔伯格的作品，你就会感到一种享受。本书同样不会让你失望。看一看第八章的“补白”，或者第五章有关高贵的赌博者的段落，你就会发现此言不虚。

但是在欢闹的轶事之后，在精辟的警句之后，金德尔伯格是一个极严谨的治学者。探讨人类生存的方式绝非轻松的话题，特别是当探讨人类相互倾轧以求自身生存时，更是一件严肃的事情。正如他所极力表达的一样，疯狂、惊恐和崩溃，是一种经济环境的结果，这种环境滋生着贪婪、诡计和掠夺，而不是对金科玉律的虔诚信仰。

金德尔伯格还是一个循循善诱的诱导者。他将丰富多彩的个别事件带进了学术生活，深深抓住读者的兴趣。但他的目标却是利用历史来展示至关重要的理论思想。他在书中概括的“历史是个别的堆积，经济学是共性的总结”已很好地说明了这一过程。将历史与经济学有机结合，并使其充满生机是金德尔伯格对这两个领域的独有贡献。

同大家一样，他也有一些鲜明的观点。他利用他认为的公共狂热性来说明他的五个主题。

他首先将攻击的匕首掷向那些坚持人的理性行为的流派，他认为，这些人如此顽固不化，即使非理性与不稳定投机行为就发生在他们面前，他们也无法意识到。米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）正是他的对手，金德尔伯格对他的攻击可谓不遗余力。在本书中，他说明了一些经济分析与历史解释中最关键的问题。

第二，尽管他毫不掩饰对数理经济学的厌恶，但一个精心组织的模型仍贯穿于他对问题的解释。我是指他采用清晰的结构来说明亚当·斯密所描述的“愚蠢、粗心、不实和挥霍”。这一结构通过书

中许多生动的不仅仅发生在金融市场上的过度交易实例而逐渐展现。初级产品、加工品、工地及建筑都出现过不利于稳定的投机热。而所有这些投机热事件的发展总是符合某种轨迹，就像一出希腊戏剧按照其依稀可辨的固定模式展开。我们应该注意到，金德尔伯格似乎是在某种意外中找到了这些事件的起因。但他的重点是研究系统的自然发展趋势，是系统如何变得越来越容易为传播性灾难所感染，然后，一旦过程启动，悲剧如何走完自己病态的过程。

第三，金德尔伯格还把重点放在那些为数不多的关键时刻，那些需要召回金科玉律的时刻。在这些时刻，最后贷款人不仅需要勇气也需要资源，来挽救系统于危难之中，来打破使系统走向毁灭的趋势。这种干预时刻的不确定性，激发着金德尔伯格的研究兴趣。这个研究领域在我们这个动荡的时代，关注的人太少了。

读者应当记住贯穿于本书生动的历史分析中的第四个和第五个主题。金德尔伯格最强调的一个观点是，空谈不仅是错误的，而且也是极危险的。他认为，自己与那些相信只要不加管制，所有市场都会完美地运作的理性主义者分属于不同的学术阵营，同样他也反对另一种相反的观点，认为系统在多数时间都很糟糕，需要政府不断地干预。金德尔伯格在本书中想说明的道理很简单：“市场总体运行良好，但有时也会超负荷，需要帮助。”

Peter L. Bernstein

目 录

作者自序	1
彼德·L. 伯恩斯坦为本书撰写的序	1
第一章 金融危机：顽疾难治	1
第二章 危机典型剖析	14
第三章 投机过热	25
第四章 火上浇油：货币扩张	60
第五章 欺诈的出现	91
第六章 关键阶段	116
第七章 国内蔓延	139
第八章 危机的国际传播	151
第九章 任其自然，抑或另辟蹊径	180
第十章 最后贷款人	205
第十一章 国际最后贷款人	227
第十二章 结论：历史的教训	259
附录一	271
附录二	277

第一章

金融危机：顽疾难治

经济文献中最为传统的主题就是金融危机。如果说在 20 世纪 30 年代的经济大动荡和第二次世界大战以后的几十年中关于这一主题的专著很少，那么这主要是由于制造危机的这一行业本质上是反周期的。尽管 1945 ~ 1973 年间曾经发生过几次经济衰退，但衰退的程度十分轻微。近期以来，随着 1974 ~ 1975 年爆发的世界范围的经济衰退，加上 80 年代金融形势紧张，金融危机迅速增多。¹1978 年本书首次出版，表明学术界对金融危机这一古老主题的兴趣复苏，而该主题在随后的几十年里更是显得日益突出。

金融危机往往伴随经济周期的繁荣阶段而爆发。在此，我们的兴趣并不在于经济周期，不在于经济扩张与紧缩的节奏，而仅在于作为经济扩张顶峰并由此导致经济走向下坡路的金融危机。如果存在所谓的没有金融危机的经济周期，那么这种周期并非我们的兴趣所在。在一定程度上，孤立的、易于控制且对经济体系没有什么影响的金融危机也不在本书的讨论范畴之内。本书所探讨的金融危机规模较大，影响也比较大，并且都是世界范围内的金融危机。

本书主要探讨几大问题。包括市场是否足够理性，从而不会发生经济过热？过热（manias）一词从字面上理解应是非理性的；另一方面，如果确实发生了经济过热，政府或其他权力机构是否会听之任之？它的代价是爆发金融危机甚至金融崩溃，并且，危机将通过一种或几种方式蔓延至国内其他金融市场，甚至影响海外金融市场；或者，“最后贷款人”能否发挥有效作用，援助危机中的金融机构并提供私人市场难以提供的稳定的公共产品？此外，如果最后贷款人服务是由各国政府或官方机构如中央银行提供的，那么，什么机构才能赋予国际金融体系稳定性？因为在这一体系之下，并不存在一个单一政府。

在此，我要感谢读者们对本书的迅速反馈。在我早年撰写的《衰退中的世界：1929 - 1939 年》（*The World in Depression, 1929 - 1939*）一书中，我就已得出这样的结论：1929 年的经济大衰退之所以影响面这么大，影响程度这么深，延续时间这么长，都是因为国际金融体系缺乏一个国际性的最后贷款人。² 被战争拖得筋疲力竭以及 19 世纪 20 年代的经济复苏半途而废，使得当时的英国经济步履蹒跚，已没有能力承担起最后贷款人的责任，而有能力的美国又不愿意承担。我对大衰退的这一论述并非没有遇到任何挑战。³ 本书的宗旨就是试图扩大分析的时间与空间范围。

投机过度，简单地讲也就是市场过热，以及由此导致的表现为金融危机、经济崩溃或经济恐慌等形式的市场突然变化表明，即使它们并非不可避免，但其爆发至少也具有历史的共同性。而最后贷款人的作用又充满着模棱两可与两难选择。在评论英格兰银行在 1825 年金融危机过程中的所作所为时，托马斯·乔普林（Thomas Joplin）说道：“有时不能打破现有规则及惯例，但有时却又难以安全地坚持现有规则与惯例”。⁴ 这是当然的。但打破旧的规则建立新的惯例与新规则应根据当时的需要来进行。在这种情况下，干预是一门艺术，而不是科学。认为政府应当一直干预经济或认为政府永远不能干预经济的说法都是错误的。这在近年来人们所面临的是否有必要援救一系列机构，怎样援救它们的问题中得到了充分的论证，这些机构包括洛克希德公司（Lockheed）、克莱斯勒公司（Chrysler）、纽约城（New York City）、伊利诺伊大陆银行（The Continental Illinois Bank）、加利福尼亚奥兰治国库（Orange Country Treasury）以及巴林兄弟公司（Baring Brothers）等。同样地，该问题在下列事件中也表现得十分明显，它涉及如何处理在第三世界银行辛迪加贷款中继续存在的问题以及新产生的问题，以及如何处理由于援助美国西南部的储蓄机构所导致的创伤。当时，美国西南部储蓄机构面临脱媒问题，其中最为严重的是不适当地向石油开发、办公楼建设、豪华住宅及购物中心建设发放了大量贷款。我们列出的问题清单指出，不管这个世界从凯恩斯那里学到了多少有关经济稳定的东西，并在 1965 年后充分实施了他的思想，金融危机

这一问题仍然与我们密切相关。

我们知道，并不是每次生产过剩都会不可避免地导致经济过热与崩溃。但这种情况发生得十分频繁，且高度雷同，因而值得继续研究。过去所发生的一切的根本结果是：发生的一系列事件改变了经济前景。人们抓住了新的利润机会并过度追求利润，其方式与导致经济过热的非理性行为极为相似。一旦经济周期繁荣阶段的过剩本质真正地体现出来，金融体系将经历“痛苦”时期，人们急于扭转经济扩张的过程将过于突兀，就像爆发了市场恐慌。在经济过热阶段，拥有财富与信贷的人们纷纷购买不动产或流动性较差的金融资产，或借钱从事这类活动。而经济恐慌正好与此相反，财富从不动产或金融资产转向货币，或转向偿还债务，导致商品、房屋、建筑物、土地、股票和债券价格崩溃。简而言之，任何成为经济过热的投资对象，其价格都将崩溃。

在经济过热与市场恐慌中，货币因素十分重要，稍后我们将以一定的篇幅对此进行探讨。在此，我们否定了货币主义者的观点——即只有当货币供应量稳定在固定水平上或以固定增长率增长时，才能避免经济过热与市场恐慌。货币主义者认为，应区分“真正的”金融危机与“虚假的”金融危机，前者涉及基础货币，又称高能货币的减少，而后者不具备这一特征。在此，“虚假”一词对我而言意味着过度杀伤，在《牛津简明新字典》中，对“虚假”（pseudo）一词的解释是“错误的、假装的、伪造的、自负的、无意义的”。有的金融危机或早或晚地会导致货币变化，而有的金融危机对货币供应量的影响却不太大，对这两种危机进行区分有一定的道理，但货币主义者将后者称为“虚假的危机”恰似一位心血管大夫发现一名癌症患者装病一样。货币主义者之所以坚持这种区分并进行这种区分，是因为他们对货币主义的信仰比对经验差异的信仰更为坚定，而那些被1873年、1929年和1987年金融危机横扫了一切财富的投机者与投资者则不会认为他们所经历的一切是不真实的。⁵ 尽管在任何情况下，良好的货币政策都可以缓解经济过热与市场恐慌，也毫无疑问地可以消除某些危机，但我仍然认为，即使实施了最佳政策也还会存在大量问题。即使在长期中，金融体系

存在着足够的流动性，仍然会发生危机，最后贷款人仍然需要提供额外的流动性。这一观点也可扩展至商品市场。一般情况下，市场都可以正常运转，但有时也会崩溃。当市场崩溃时，需要政府进行干预，提供稳定的公共产品。

正如雷蒙德·戈德史密斯（Raymond Goldsmith）所指出的，本书的第一版未对金融危机做出定义，这就像美丽的女人一样（在我们的文化中，美丽的女人很难明确定义，但遇到时可以认出）。戈德史密斯对金融危机的定义是：“所有金融指标或某一组金融指标——包括短期利率、资产（股票、不动产和土地）价格、商业清偿能力等指标都产生了不同寻常的、短暂的急剧恶化，以及金融机构倒闭”。他特别将外汇紧缺排除在必要特征之外。⁶ 货币主义者迈克尔·博多（Michael Bordo）将金融危机定义为十大因素或十大关系（其中货币供应量的下降排在第六位）：预期的变动，对某些金融机构资不抵债的担心，试图将不动产或流动性较差的资产转化为货币等。⁷ 本书第一版并未对金融危机做出定义，对这一定义也没有任何限制，但我认识到，如果明确给出定义，人们的感觉会更好一些。

市场在一般情况下可以正常运转，但有时也会中止（break down），人们对这一点认识不一，并存在着两大极端：他们或是认为金融市场与商品市场在任何时候、任何地方都会完美地运行，或是认为这两大市场总是难以有效运行，应以计划或政府指令予以取代。相反，我认为市场总体上运行良好，一般情况下，可以依靠市场来决定资源配置，并在一定限度内决定收入分配，但市场有时也会出现问题，需要帮助。当然，这里的困难在于如果市场预先知道会得到慷慨的帮助时，市场中止发生的频率就会更高，市场运行效率将会下降。

在本书的前几版中，我对人们所忽视的 1719 ~ 1720 年南海泡沫和密西西比泡沫进行了分析。随着读者群的增多，我准备从“30 年战争”爆发之际的 1619 ~ 1622 年普鲁士铸币危机和人们谈论得更多的 1636 ~ 1637 年的“郁金香热”谈起。另外值得读者注意的一点是，有一个强烈而顽固的声音一直在呼吁，不存在经济过热或

泡沫经济，荷兰共和国所经历的郁金香事件是以下基本事实的自然结果，即稀有的郁金香标本很难培育，但一旦培育出来，很容易推广。⁸

早期的经济史著述主要着眼于欧洲，其次是1973年伦敦银行危机。附录B列举了迄今为止符合我前文所列标准的主要危机的处理过程。我对欧洲金融史的了解远胜于美洲，而对这两者的了解又远胜于拉美和亚洲，而后者在今天则占据了金融市场的中心舞台。在一定程度上，关于某国的专著数量准确地反映了该国在国际金融体系中的重要性，因此，正如对英国的论著最多一样，19世纪人们最关注英国，而18世纪早期对其的关注较少，因为阿姆斯特丹在金融方面与伦敦旗鼓相当，甚至超过了伦敦。由于不懂荷兰语，我难以仔细阅读关于1763年危机的一本专著，这也是引用频率最高的一本专著，但有大量专著以其他语言对这一时期阿姆斯特丹的金融情况进行了论述，其中最多的是英文版。

本书是一篇现今被人们贬称为“文献经济学”的文章，与数量经济学、计量经济学或（包括两者的）“新经济史”不同。一个人只能做他力所能及的事情，并且以更为一流的——也就是所谓的“行家”——技术去做这些事情。我在19世纪30年代获取相关知识，没有受过这方面的教育。有一个同事曾经提议以一个数学模型来装点这本书。这可能对某些读者有用，但对我而言，用处不大。用以衡量重物下落等事件的灾难数学是这一学科的新分支。我被告知这一分支的生命力与用途还有待验证，因此我最好是等待。我的一些经济计量学朋友告诉我诸如经济恐慌之类的稀有事件不能用一般的回归技术进行分析，必须引入外生“虚拟变量”。对我来说，现实的选择是究竟要不要采用简单的统计程序，并大量利用图表。我没有选择这一方法。对于那些要求数据的人们，那些要求对银行储备、对外贸易、商品价格、货币供应量、证券价格、利率以及其他指标进行标准时间序列分析的人们，他们应在历史统计中寻找答案。我的主题并不是建立在数量的微小差别基础之上的。至少我是这样认为的。这对于我来说像是陷入了争论的泥潭，也牵涉到过多的工作，成本大于收益。因此，本书基本采用了定性分析的方法，

而不是定量分析法。

第二章是本书的有关背景。它包括一个投机、信用扩张、高峰时期产生金融困难、危机爆发，以及以市场恐慌与崩溃而告终的模型。这一模型是根据早期的古典学派观点设计的，古典学派认为贸易的过度扩张往往伴随着贸易的突然紧缩与信用剧减，持这一观点的人包括亚当·斯密、约翰·斯图尔特·穆勒（John Stuart Mill）、奈特·维克塞尔（Knut Wicksell）、艾夫因·费雪（Irving Fisher）和其他古典学派代表人物，而近期的代表人物则是已故的货币主义者海曼·明斯基（Hyman Minsky），他认为金融系统是不稳定的，是脆弱且易爆发危机的。我们没有必要完全同意他关于目前美国货币制度的看法，但应该认识到，他的模型对于美国，尤其是西欧过去所发生的一系列危机具有很大的说服力。

我们的分析从第三章开始，运用了丰富的历史资料，重点对投机与经济过热进行了分析。这里的核心问题是投机究竟是市场稳定因素还是不稳定因素——换句话说，市场是否总是理性的。本章还对不同历史背景下，引发经济过热的外部冲击性质进行了研究，这些历史背景包括：战争、战争的结束、好收成、坏收成、新市场的开发创新，等等。最近冲击金融体系的一种特殊方式就是放松金融管制，或称金融自由化。根据罗纳德·麦金农和爱德华·肖早在1973年的论述，金融管制将鼓励市场就政府对银行活动的管理或压制进行投机，因而放松金融管制成为货币扩张，对外借款以及东亚投机性投资的特殊推动器。⁹

投机的主要对象是：出口商品、进口商品、国内或海外的农业用地、城市建筑、新银行、票据贴现所、股票、债券（两者都包括国内与国外发行的极富吸引力的股票）、财团、摩天大楼、购物中心、办公楼等。适度的过剩并无什么危害。但很难回答的一个问题是经济繁荣是否仅在遇到对两个或两个以上目标的投机时才会危及金融稳定？例如，在收成不好时对铁路或土地进行大量投资。

第四章探讨了经济过热与恐慌在货币方面的表现。我们应注意到，经济繁荣或恐慌往往是由货币事件引发的——例如重新铸造硬币，发现贵金属，复本位制度下黄金与白银价格比率的变动。再

如，意外成功地发行某一股票或债券，由于大规模的债务转换导致利率急剧下降或货币政策失误。另外，利率的大幅度上升也会通过脱媒而给经济带来麻烦，存款者将抛弃银行与储蓄机构，使得后者仅持有价格不断下滑的长期资产。金融创新与生产过程中的创新一样，对金融体系形成冲击，导致过度贸易。1986年国际清算银行发布的一份报告指出，对金融创新的定价往往过低，因此对它的使用也往往过度。¹⁰

我们要强调的更为基本的一点是，在任何时候，要正确地建立货币机制都存在很大的困难，而且不可能使之永远正确。货币是一种公共产品，因此，货币将其自身借贷给私人利用。而且对银行业的调控尤为困难。现代货币主义者坚持认为，许多或大多数过去所发生的周期性困难都是误解的结果。不可否认，这种错误经常发生并且情况十分严重。但本章的观点认为，即使按照经济需求精心调整货币供应量，并避免错误的发生，货币机制也难以长久地保持正确的状态。在政府制造出一定数量的公共产品——货币——之时，公众将采取一系列措施以获得更多的货币，正如律师在新的法规取代旧法生效的同时就发现新税法中的漏洞一样快。货币从硬币向银行钞票、票据、银行存款、融资券等形式的转化就说明了这一点。货币学派也许在货币供应量应保持固定水平的必要性方面是正确的，但在实现这一目标的可能性方面犯下了错误。

第五章讨论了欺诈与挪用的问题。经济过热时期，政府部门及官员的错误、渎职及贪污（政府官员的腐败）等行为一经揭露，往往会加速经济崩溃与市场恐慌。历史记录清楚地表明，欺诈是经济繁荣时期贪婪地追求财富的必然结果。随着货币体系的日趋紧张，金融机构流动性不足，因而未能得逞的欺诈行为就会暴露，拿了钱就跑的诱惑实际上已难以抵制。对此，笔者很难控制讽刺口气。书中将尽量克服。

第六章对危机进行了描述，重点描述了危机的国内表现。其中提出的一个问题是能否通过官方警告中止经济过热——包括道义劝说与严厉禁止两种手段。大量事实表明，经济过热难以通过官方手段予以结束，或至少是紧随官方警告就爆发了危机。1996年12月

6日，美联储主席阿兰·格林斯潘的一番讲话引起了金融界的广泛关注，他认为纽约证券市场出现了“非理性的繁荣”。当时的道·琼斯工业平均指数为6,400点，之后爬升至11,000点。1929年2月，保罗·沃伯格（Paul M. Warburg）也曾发出过类似警告，但也未能阻止股票市场的上升。本章还对导致经济过热出现转折的事件的性质进行了讨论：例如，机构倒闭，挪用公款，一些问题被暴露或市场对此出现谣传，中央银行贴现率大幅度上升以阻止现金进入国内或海外流通等。在此之后，各类资产价格交替下跌并相互作用，从而最终爆发经济崩溃，影响金融体系流动性。

第七章对危机在国内的蔓延进行了讨论。刚才已经提到过，当两个或两个以上（而不止一个）的商品或资产成为投机对象时，金融危机将更加严重。历史表明，某一市场的繁荣会蔓延至其他市场。当发生经济崩溃时，崩溃会冲击银行体系，除了货币数量的变动外，将导致银行对信贷进行配额控制。1921年和1929年，纽约的股票市场与商品市场间的联系尤为紧密，在1929年和1987年股票市场与房地产市场的联系也十分紧密，1988~1990年，在日本和斯堪的纳维亚国家的危机中更是如此。

第八章我们转而讨论经济过热与经济危机的国际影响。国际市场通过多种渠道联结在一起，这些渠道包括贸易、资本市场、热钱流动、中央银行外汇与黄金储备的变动、商品价格、股票价格或各国货币币值的变动、利率变化，以及投机者狂热或失望情绪的直接传染。有的危机是区域性的，有的则是国际性的。是什么导致了其中的区别？举例而言，1907年发生于纽约的市场恐慌是否给巴黎造成了压力，传播至都灵（Turin），造成挤提存款，从而加速了意大利社会银行的崩溃？在这一点上也存在着基本意义上的模棱两可。某一金融中心收紧银根既可能吸引资金进入，也可能排斥资金的进入，这主要取决于市场对利率上升所发生影响的预期。如果预期没有弹性——即不担心爆发危机或货币贬值——那么贴现率上升将吸引海外资金流入，并提供了确保流动性所需的资金；如果预期富有弹性——即预期将导致价格下跌、机构倒闭或货币贬值——那么提高贴现率对于外国投资者而言，就意味着应抽出更多的资金，