



The Origin of
Financial Crises

Central Banks, Credit Bubbles
and the Efficient Market Fallacy

The Origin of Financial Crises

Central Banks, Credit Bubbles
and the Efficient Market Fallacy

The Origin of
Financial Crises

Central Banks, Credit Bubbles
and the Efficient Market Fallacy

一本书读懂 经济危机周期

[美] 乔治·库珀◎著
张桦 雨珂◎译

全球经济何以陷入
从资产价格泡沫到信用危机的怪圈？

解读经济危机周期必读书

The Origin of Financial Crises

Central Banks, Credit Bubbles
and the Efficient Market Fallacy

Central Banks, Credit Bubbles
and the Efficient Market Fallacy

The Origin of
Financial Crises

The Origin of Financial Crises

Central Banks, Credit Bubbles
and the Efficient Market Fallacy

The Origin of
Financial Crises

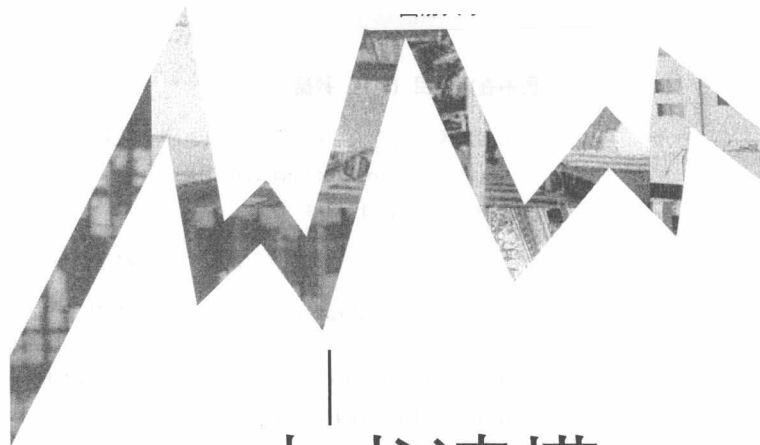
Central Banks, Credit Bubbles
and the Efficient Market Fallacy

The Origin of
Financial Crises

Central Banks, Credit Bubbles
and the Efficient Market Fallacy



中信出版社 CHINACITICPRESS



一本书读懂 经济危机周期

[美] 乔治·库珀◎著
张桦 雨珂◎译



The Origin of Financial Crises

Central Banks, Credit Bubbles
and the Efficient Market Fallacy

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

一本书读懂经济危机周期 / (美) 库珀著; 张桦, 雨珂译. —北京: 中信出版社, 2010.4

书名原文: The Origin of Financial Crises

ISBN 978-7-5086-1945-3

I. 一… II. ①库… ②张… ③雨… III. 经济危机-经济周期-研究 IV. F039

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 033751 号

The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy

Copyright © Harriman House Ltd.

Simplified Chinese translation edition © 2009 by China CITIC Press

Originally Published in the UK by Harriman House Ltd in 2008, www.harriman-house.com

ALL RIGHTS RESERVED.

一本书读懂经济危机周期

YIBENSHU DUDONG JINGJI WEIJI ZHOUQI

著 者: [美] 乔治·库珀

译 者: 张 桦 雨 珂

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 中国农业出版社印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 12 字 数: 80 千字

版 次: 2010 年 4 月第 1 版 印 次: 2010 年 4 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2008-5245

书 号: ISBN 978-7-5086-1945-3/F · 1915

定 价: 28.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com



前言

本书的写作是对当前信贷危机的一种回应，是为解读全球经济（尤其是美国经济）何以会周而复始地陷入一种从资产价格泡沫到信用危机的怪圈而无法自拔。本书描述了孕育这种周期的过程，以及对这种周期推波助澜的错误政策背后的原因。

我的目标是让更多的读者对金融市场的不稳定性和中央银行有所了解，以便大家能够在掌握充分信息的基础上讨论宏观经济政策改革的问题。只有经济体的所有参与者都认识到宏观经济政策的正确角色和局限性，我们才有可能走出这种破坏性的膨胀-衰退周期。政治家和选民们都要明白：想用财政和货币政策来立竿见影地扭转经济下滑是不可能的，同时也不明智。中央银行必须回归它们的根本

责任，即管理信贷产生的过程。它们一定得学会顶住政界和企业界的压力，避免靠无止境地刺激信贷来实现经济增长。

本书所要阐明的主旨是：我们的金融体系并非像当今流行的经济理论所认为的那样，是在按照有效市场假说的规律运行的。有效市场假说把我们的金融体系描绘成一只温驯的动物，以为它只要依靠自身的机制就能达到一种稳定的最优平衡。本书则要说明：恰恰相反，我们金融体系的内在机制就是不稳定的，它不存在什么坚固的平衡，而容易形成破坏性的膨胀-衰退周期才是其真正的特性。本书指出，由于这种不稳定性，中央银行有必要对信贷产生的过程进行管理。同时本书也说明了一点：为何中央银行的政策容易滑出轨道，从稳定经济活动的一面滑向放大膨胀-衰退周期的一面，造成经济的动荡。

本书要指出：美联储已经无意间陷入了一种错误的货币政策模式，这种模式会导致连续性的信贷周期，且波动性日益放大。如果这种趋势不被遏止，那么美国这个当今世界上最重要和最活跃经济体的未来必将遭到重创。

VII/ 前言

1/ 导语

- 1/ 控制信贷膨胀
- 3/ 自我平衡的有效市场
- 4/ 难以圆满的理论
- 5/ 炫耀型消费品市场
- 6/ 当供给不足催生需求时
- 7/ 有效市场假说
- 10/ 金融不稳定性假说
- 12/ 市场内部的不稳定力量
- 13/ 货币市场基金——银行系统的缩影
- 17/ 记忆驱动与风险

19/ 第一章 有效市场和中央银行

- 21/ 最有权力的机构：央行
- 23/ 货币政策的差异
- 25/ 央行为什么存在？
- 26/ 随机的资产价格
- 28/ 掷硬币和波动性——期权行业的基础
- 29/ 无效的有效市场假说



31/ 更好的理论

32/ 两个学派

36/ 可笑的经济共识

38/ 小结

41/ 第二章 货币、银行和央行

43/ 欧洲央行的通胀妖怪

45/ 通胀和有效市场假说

46/ 货币的历史

82/ 需求管理

89/ 信贷危机中的央行

90/ 矛盾的目标

91/ 央行就是这样

93/ 小结

95/ 第三章 稳定和不稳定的市场

98/ 自我利益变成有效市场

99/ 星期一，货物集市

101/ 星期二，资产集市

110/ 看不见的手

113/ 第四章 扭曲的宏观经济数据

115/ 投资者的非理性不是关键

119/ 基础变量并不是基础



- 129/ 宏观经济政策和信贷创造
- 130/ 美联储政策和美国的储蓄率
- 130/ 在没有出现非理性行为的情况下产生泡沫
- 132/ 辨识泡沫——信贷增长是关键

135/ 第五章 央行的调节作用

- 137/ 摇晃的大桥
- 138/ 摇晃的经济
- 139/ 摇晃的飞机
- 141/ 控制平衡的央行
- 142/ 认识马克斯韦尔
- 145/ 两种调节器
- 147/ 两类央行行长
- 148/ 震荡是好还是坏?
- 149/ 控制系统视角

151/ 第六章 稳定中的不稳定

- 153/ 不可知中的可知：资产价格的变化
- 155/ 双重不可知：量化风险管理
- 158/ 知中的不可知：金融市场的自我强化
- 159/ 风险管理的风险
- 159/ 随机的资产价格变动
- 161/ 稳定中的不稳定
- 163/ 创建更有效的风险管理流程
- 164/ 小结

165/ 第七章 在有效市场悖论之外

167/ 理论也应“适者生存”

169/ 建立新假说的时候到了

171/ 改革央行的政策目标

176/ 防止下一个泡沫

178/ 小结

181/ 致谢



| 导 语 |

控制信贷膨胀

新千年的开头与企业信贷危机的噩梦纠缠在一起，这是 20 世纪 90 年代末股市膨胀和信贷过度增长的后果。危机甫一缓解，我们就被卷进了房地产泡沫的旋涡，现在随之而来的又是不可避免的信贷紧缩。一轮轮的膨胀-衰退循环是如此相似，越来越多的人开始相信：金融危机的规模正在放大，频率正在提高。后面几章会解释这种流行观点的正确性。

在本书的结尾，我会提出一些政策建议，希望这些政策能够有助于缓和当前周而复始的膨胀-衰退周期。这些政策的基本出发点在于：允许甚至是鼓励更多微小的信贷循环有助于避免金融海啸的发

生。也就是说，中央银行有时需要出手遏止信贷的扩张。这种政策要想取得成功，关键在于政策环境要能够允许我们采取对应的货币政策，好让我们像控制信贷紧缩一样严格地控制信贷膨胀。而当前的现实是：无论政客还是选民都没做好采取这种严厉措施的心理准备，央行就更是对此缺乏胃口和兴趣。在很大程度上，这是因为经

我们的货币政策没能像希望的那样带来更快的经济增长，却导致了信贷水平的不可持续和突然紧缩。

济学家教导我们说：抑制资产价格泡沫和控制信贷膨胀既不明智，也无必要。就算我们想要勇敢地戳破信贷泡沫，别人也会告诉我们，在通胀阶段，泡沫是

无法识别的。这些人还声称，出于某些原因，一旦经济进入通缩阶段，泡沫立刻就变得可识别了，所以我们应该毫不迟疑地采取财政和货币手段来刺激经济。

近年来，一边倒的货币和财政政策已经演化为一种所谓的“风险管理样板”，即如果预见到经济下滑，即便是下滑的迹象还不明显，政策制定者也一定要早早地采取对策。也许我们称之为“先发型不对称货币政策”是最合适的。

如果我们秉承正统的经济理论，相信金融市场的有效性，这种货币政策或许还解释得通。然而，近来发生的事件证明了它的荒谬。我们的货币政策没能像希望的那样带来更快的经济增长，却导致了信贷水平的不可持续和突然紧缩。

自我平衡的有效市场

竞争性盈亏体系的特点是很容易描述的。无论是商品还是服务，每件东西都有价。就连各种人力劳动也有价，通常就叫“工资水平”。

每个人卖出东西收到钱，再用这些钱去买他想要的。如果对某种商品（比如鞋子）需求增加，新的订单就会涌进厂家。这就会引起价格的上升，更多的商品会被生产出来。同理，要是某种商品（比如茶叶）供大于求，它的价格就会因竞争而下滑。价格降低之后，人们愿意喝更多的茶，而生产商不再愿意再生产那么多。这样，供求之间的平衡将得以重建。

消费品市场是如此，以劳动力、土地、资本为生产要素的市场也是如此。

保罗·安·萨缪尔森

上面的话谁敢反驳呢？说话的人是全世界最有声望的经济学家之一，他所阐述的供求规律正是我们的常识。对某种产品的需求上升时，产品的价格也就上升，随之而来的就是供给增加。根据这种理论，价格涨涨跌跌就能把供给和需求保持在完美的平衡状态。稍加思索，我们就可以把这种观点引申为：这一过程不仅孕育出稳定的平衡状

态，还会保证价格处于最合理的水平，以保证资源的最优分配；如果一种更合理、更经济、更有效率的资源分配能够实现，那么那些能够更好使用资源的人就有能力为资源支付更高的价格，从而导致资源的价格相应变化。自然而然地，市场趋于一种最优的价格安排和最有效率的资源分配，而这样的配置一定也是一种稳定的平衡状态。由此就产生了所谓的自由放任派经济学说，它主张对市场力量松绑，让这些力量去自由选择。自由放任派所遵循的逻辑是：如果自由市场能够自然达到最优平衡，那么对市场力量的干预不仅没什么好处，还多半会把经济系统推向失衡和不够优化的状态。这种流行理论要求的是尽量减小甚至完全消除对市场运行的任何形式的干预。

从有效市场理论的逻辑中，我们还可以推出：只有受到外部力量的破坏，市场才会偏离自然优化状态。也就是说，具有自我平衡机制的经济体系是不可能从内部产生不稳定力量使自己失去平衡的。

难以圆满的理论

重读一下萨缪尔森的话吧，这次要留意最后一句中的小把戏：

消费品市场是如此，以劳动力、土地、资本为生产要素的市场也是如此。

全段话对于商品商场如何建立平衡给出了很有说服力的解释，但谈到以劳动力、土地和资本为生产要素的市场时，却完全没有解释建立平衡的机制。对于这些市场，我们得到的只是一种武断的结论。在经济学的课堂上，这种想当然的推论过程很普遍：先是说服我们商品市场是有效的，然后就引导我们相信有效市场假说是一条放诸四海而皆准的定律，可以用于所有的市场。可是北岩银行和贝尔斯登公司的倒台分明告诉我们：“所有市场内在都是稳定的”是一种很难自圆其说的假说。

炫耀型消费品市场

对于萨缪尔森所描述的那个运行良好、由供求关系驱动的市场，我们可以很容易找到一个反例。在艺术品和奢侈品市场上，需求往往是由供给的稀缺性激发的：要是杰克逊·波洛克（Jackson Pollock）的画要多少有多少，还会有人花 1.4 亿美元买上一幅吗？经济学家托斯丹·凡勃伦（Thorstein Veblen）用“炫耀型消费”来指代这种随着价格上升，需求不降反增的市场。凡勃伦的理论是：在这些市场

上，对某种物品的需求是由其众所周知的高价催生的。他认为，富人购买价格不菲的藏品是为显示他们的经济实力。凡勃伦是第一位分析炫耀型消费市场的经济学家，这种市场的特点就是：如果你获得了一种商品，你就想要炫耀它。

可惜，在有效市场理论的信徒们看来，凡勃伦观察到的现象不过是理性市场中一个小小的特例，可以忽略不计的。也就是说，就算杰克逊·波洛克的画卖到 1.4 亿美元一幅，其市场也是与整体经济无关的。

当供给不足催生需求时

虽然炫耀型消费市场可以被算做一个特例，但还有很多更重要的市场也不符合萨缪尔森所描绘的供求关系规律。凡勃伦研究的是一种高价格引起高需求的罕见情况，而我们可以找到一些更常见的例子，说明供给不足或供给下滑也会引起高需求。

现今的石油市场就是个很好的例子，有限的供给激发了更多的投机性需求。随着供给的紧张和价格的攀升，消费者在压缩汽油消费，石油投机者（投资者）却反而买进更多。在这个简单的例子中，消费者和投机者对于石油供给紧张的反应完全不同，这就为我们提供了一条启示：主导资产市场和商品市场的机制可能是背道而驰的。这种

现象并非仅仅发生于当今反常的石油市场，而是随处可见。想想吧：要是一家公司股价一涨就增发新股，还会有人愿意买它的股票吗？

这是一条规律：投资时我们总是在寻找某种稀有的资产，或者说某种无法随时提高供给以满足需求的资产。也就是说，当我们为实现资本利得而投资时，我们寻找的是稀缺性和不符合基本供求规律的状况。

如果说价格可以被视为一项资产是否稀缺的信号，那么我们就就会发现，资产市场的运行方式与凡勃伦描绘的炫耀性消费市场多少有几分相似。在凡勃伦的例子中，高价带来了高需求，而在资产市场中，价格的变化刺激了需求。

在资产市场中，往往不是需求刺激供给，而是供给的缺乏刺激需求。价格的上升可以反映出供给的稀缺，从而刺激出更多需求；反之，价格的下跌可以反映出供给的充足，从而使需求下降。

有效市场假说

对于经济学家来说，有效市场的重要性不在于定价机制本身，而在于通过定价机制实现优化的资源配置从而加大经济产出。对于金融专业人士来说，重点则更直接地体现在价格上。金融界对市场有效性理论进行了提炼，并从中推导出一系列规律，以描述有效市场

必定会如何运行。

有效市场假说的核心理论是：资产价格无论何时何地都是正确的。也就是说，今天的市场价格，不管是高是低，都正确地反映了资产的真实价值，这是建立在当前经济条件及对未来经济条件最佳预测的基础上的。根据这种金融理论，任何资产价格的变化都一定是由外部“震荡”引起的。在有效市场学派看来，金融市场持续的价格变动是市场对不断出现的新信息做出反应的结果。

有效市场假说中没有资产价格泡沫和泡沫破灭的位置；在这种理论下，巨大的资产价格变动总是被解释为市场对基本面变化的反应。很多研究者甚至到今天还在孜孜不倦地证明：纳斯达克泡沫期间的股价一直反映了市场的真实价值——真是让人大跌眼镜。这些研究者认为，纳斯达克在1996年3月的1 140点是正确的，在2000年3月的5 048点是正确的，在2002年10月回到1 140点还是正确的。要证明所有这些价格的合理性真是荒谬透顶，但人们就这么打着捍卫有效市场理论^①的大旗执迷不悟。

因为有着“市场定价永远正确”的说法，人们可以理直气壮地反

① 参见2006年7月《金融经济学杂志》第81册，第一期，论文《20世纪90年代末是否存在纳斯达克泡沫》。该文如此回答题目中提出的问题：“未必：一家公司的基本价值随着其未来平均利润的不确定性而增加，而这种不确定性在20世纪90年代末达到了罕见的高水平。”这明显是在说，我们对一家公司了解越少就越要出高价！不知沃伦·巴菲特是否同意。