



MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

理论类

对金融危机的误解

—— 我们为何无法发现其来临

Misunderstanding Financial Crises

(英) 加里·B. 戈顿 (Gary B. Gorton) / 著

纪晓晴 兰修竹 梁雪敏 林是琦 / 译



中国金融出版社



MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

理论类

对金融危机的误解

——我们为何无法发现其来临

(英) 加里·B. 戈顿 (Gary B. Gorton) 著

纪晓晴 兰修竹 梁雪敏 林是琦 译



中国金融出版社

责任编辑：张智慧 王雪珂

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

Copyright © Oxford University Press 2012

北京版权合同登记图字 01 - 2013 - 7536

《对金融危机的误解——我们为何无法发现其来临》（第一版）英文原版于 2012 年首次出版。该中文简体字版由牛津大学出版社授权出版。《对金融危机的误解——我们为何无法发现其来临》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

对金融危机的误解——我们为何无法发现其来临 (Dui Jinrong Weiiji de Wujie: Women Weihe Wufa Faxian Qi Lailin) / (英) 戈顿 (Gorton, G. B.) 著; 纪晓晴等译. —北京: 中国金融出版社, 2016. 4

书名原文: Misunderstanding Financial Crises

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8360 - 2

I. ①对… II. ①戈…②纪… III. ①金融危机—研究—世界 IV. ①F831. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 041387 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](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 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 18. 25

字数 235 千

版次 2016 年 4 月第 1 版

印次 2016 年 4 月第 1 次印刷

定价 62. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8360 - 2/F. 7920

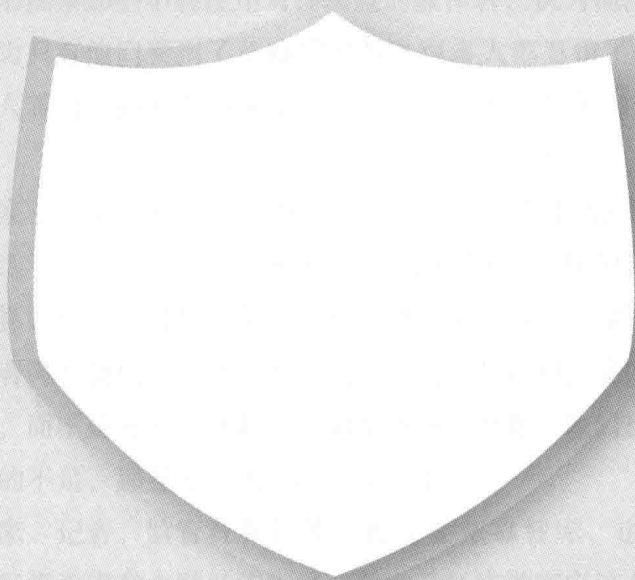
如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

目 录

第一章 介绍	1
第二章 创造平稳期	11
第三章 金融危机	31
第四章 流动性和秘密	47
第五章 信贷激增和狂热	65
第六章 危机的发生时间	83
第七章 脱离历史的经济理论	99
第八章 危机期间的债务	113
第九章 平稳期及其结束	141
第十章 道德风险与大而不倒	153
第十一章 银行资本金	173
第十二章 有权有势的人，危机的成本以及金融危机的矛盾	189
第十三章 2007—2008 年的恐慌	207
第十四章 看的理论与实践	225
文献注释	239

第一章

介 绍



“留心历史的人总会在其中获益。尽管这些非同寻常的危机发生的环境，进展过程以及结果各异，但他们却有相似的重要特征。”

——商业金融纪事报，1875年8月7日

为什么市场经济会经历金融危机？认为危机是很多特殊因素碰巧发生的观点并不能站得住脚，尤其是当我们意识到这些危机发生的有多频繁。他们在全球范围在历史上反复发生——他们贯穿市场经济的始终，正确理解危机对于避免危机是很重要的。但是想要先了解他们，我们首先要弄清楚我们为什么会认为美国接下来不会发生危机。

危机的发生引发了一系列思考，评级机构和银行监管者们为何未能预见危机发生的可能性？银行持有过多的不良资产——真的没有人意识到其中的风险吗？市场上普遍认为没有人预见到危机发生的可能性，以至于畅销书推崇那些不会使用对冲基金的操作者，认为他们才是真正的智者，因为只有他们看到了危险的来临。很多人都意识到了危机在扩大，但却没有人看到他们的发展规模，没有发现它已经成为一个全球的系统性危机。

政治家不理解危机也不期待有危机的发生，这样的观点很容易理解，毕竟这不是他们的专业。他们遇到的问题从卫生保健到外交政策再到联邦预算，因此不可能对每一个问题都了如指掌。记者也是同样的，那么监管者呢？他们为什么会忽视危险的发生和累积？他们的职责是来监管银行，而不是对金融体制进行学术研究。因此，他们也未能看到银行业发展的不足，那并不在他们的职责范围。

政治家、记者，监管者和其他人都需要依靠智库，也就是经济学家：宏观经济学家和金融经济学家。总之，经济学家应该在危机方面很在行，即使无法预测发生危机的时间，但是也应该能预见到它存在的可能性。事实上，他们的观点是美国不会再发生危机了，因为危机这个问题已经解决了。

基于经济学视角，危机是否是可以避免的呢？我们目前并不知道如何回答。但是正如美国历史中的“平稳期”所证实的，避免金融危机是可以的：1934年到2007年并没有系统性金融危机发生^①。平稳期说明了合适的金融监管制度设计可以避免危机的发生，只要没有金融创新出现，就不需要重新设计监管制度，这样的情况可以持续相当长时间。这段历史也有力地反驳了一个广为流传的观点，认为政府无法救市只能添麻烦。这种观点还需要更多的研究。

然而经济学家还没有发现1934年到2007年没有金融危机的原因这一课题的有趣性。经济学家将其默示为与“大缓和”时期的宏观经济相关，这样的观点是基于对总体经济发展稳定性的观察，从20世纪80年代开始总体经济形势在多个行业都十分稳定。一个解释就是这段时间没有经济危机或者银行业恐慌。但是，“大缓和”时期持续时间很短暂。从历史长期的角度来看银行业恐慌才是常态，但看起来经济学家内心却认为危机已是过去时。

“平稳期”最终以近期的危机和全球性金融危机反复发生而告一段落，这样戏剧又突然的收尾说明了金融危机不仅仅是阶段性，偶发性原因造成的，它有更深层的原因。它反映出市场经济自身是包含金融危机的，如果不及时监督。尽管每一次危机都有其特性，但也有结构性的共性，无论他们是在美国内战前发生，内战后发生，还是美联储成立后，抑或是联邦存款保险制度施行后，甚至是2007—2008年的金融危机。危机的发生在全球性都有其共同点。正如韦斯利·米切尔所说：^②

“在发达经济体中经济周期在几十年中持续的循环反复，在这样的情况下，那些认为每次危机都要归咎于特殊因素的观点就显得不那么容

① 此处没有将美国储贷银行危机作为系统性金融危机来考虑。尽管这个过程损失惨重，许多储蓄机构倒闭。但是其风险只是局限在相关金融机构，金融危机的定义在下面将会提到。

② 韦斯利·米切尔（Wesley Mitchell）在芝加哥大学获得经济学博士学位，他是现代经济周期的创始人。他也是美国国民经济研究局的创始人，在1923年到1924年，担任美国经济学会主席。

易站得住脚了。相反地，目前受欢迎的观点将繁盛后再次发生的危机归咎于经济组织或经济活动内在的因素……当然，特殊情况的影响是有的，但那只是使情况复杂化的原因而非金融危机发生的主导因素。”（Mitchell 1913，6）

金融危机发生的原因是交易媒介的脆弱性，金融机构私人部门创造的债务：私人银行发行的货币（在美国内战前和其他很多国家的历史中都存在），活期存款（支票账户），商业票据和回购协议等，这些形式的货币都是金融中介短期负债^①。他们的存在是有原因的，就是为了进行交易。但是他们却容易受到挤兑，储户突然撤回存款。对这种货币撤回的误解也是问题之一。

恐慌并不是非理性的事件。当有消息说衰退即将到来，恐慌就会发生。事实上，银行有一些潜在的问题可能引发挤兑，而不是挤兑导致了银行出现问题。我们会发现当人们期待政府有所行动时，他们就不会去挤兑，这就使得引发挤兑的深层次问题被曲解，但这样的问题始终存在。

金融危机最本质的形式就是撤回银行债务。这样的撤回可以引发金融系统大范围的去杠杆。问题不在于资产方面（尽管也许有不良资产），而是负债方面。当金融机构的短期债务被撤回或者无法重新发行，它就有可能无法履行其偿债义务。当整个银行业都无法履行其合同上规定的义务，就成了系统性风险。

当然如果经济发展没有银行债务或者有很少的银行债务，就不会发生系统性问题。但银行债务是有其特殊性的，是必不可少的。汽车公司的产品是汽车，咨询公司的产品是建议，航运公司的产品是运输产品，银行的产品则是债务。银行提供债务协助人们和公司进行交易。创造交易者和交易公司都认为有益于交易的债务并不是一件容易的事情。如果

^① 回购协议就是短期存款以获取利息，有债券作抵押品，也就是存款者持有抵押品，但其收益是属于存款所在的银行的，这个抵押品是为了保证存款安全。

债务是无风险的那一定最好，就像现代社会政府发行的货币，因为这是很容易进行交换使用的。人们和公司会无条件的接受这些货币。但是私人公司不能创造出无风险的债务，这就是一个基本的问题。不像其他产品，银行债务就像一种合同担保：如果你不想要了，银行需要返还你所有的现金。但是银行可能不会有足够的现金，因为现金被借出去了，一美元的现金经过许多阶段创造了超出一美元的银行债务。因此现金无法及时被返还。

无论银行财富是何种形式的，金融危机都是由于银行债务持有者因为恐慌而大量需求现金所导致的。在内战之前，美国人使用的是私人银行发行的货币来进行交易，如果他们不想要这些货币，就会去银行兑换硬币，也就是金或者银的硬币。如果每个人都这么做的话，就会发生系统性银行恐慌。时代周刊记者在圣路易（美密苏里州东部城市）对1857年银行恐慌这样描述：

“这次恐慌最初造成的影响与其他情况并无两样，它引发了对硬币大量的需求。那些自认为自己有能力用硬币支付债务及其他费用的商业团体，很少有成功的，即使成功了也无法维持下去。市场上已经使用纸币很多年并对其形成了依赖，突然转为其反方向，改用流动性稍差的交易体系几乎是不可能的。密西西比轮船的所有者是一个很强大的商业团体，他们聚在一起并且宣布，他们不接受纸币或者银行券来支付运费，这使得他们拿不到任何货物。本国顾客无法通过纸币从批发商那里购买物品，以至于商品都卖不出去……所有的纸币都被嗤之以鼻……商店不接受顾客提供的纸币，出租车司机和公交车司机也不收纸币……旅馆老板拒收纸币。”

开始于纽约的1857年恐慌随后向其他地区扩散。记者对这次挤兑的描述是，没有人想要银行债务（私人银行发行的银行券），他们只想要现金（硬币）。他接着说，现实社会就是交易无法正常进行——商业无法运行，没有东西可以进行运输或买卖。

这里有一个关于恐慌简短的介绍，来自一篇小短文：

“那天晚上几乎无人入眠。昏暗寒冷的清晨预示着灾难的开始……我走出家门，走到街上，看到马路上异常多的人群，像是过节但却没有丝毫喜悦的气氛，所有的人都朝向一个方向，大批人推嚷着争抢地向Throne和Quincy's银行走去，银行门口挤满了人。快到中午的时候，我的一个邻居跑到我家向我哭诉，银行发生了挤兑事件，她现在一无所有了……在她还没能继续下去时，就听见外面的愤怒与悲伤的声音响彻云霄，说明银行已经关门了，Throne和Quincy's银行已经倒闭。”（奥克塔夫·萨尼诗（Octave Thanet）《第一市长》，《大西洋月刊》，1889（64），622）

Throne和Quincy's银行所谓的“停止兑付”，就是说它无法满足存款者对现金的需求。倒闭尽管是未经官方授权的，但一般都是银行有组织的行为，同时发生。

2007—2008年的金融危机也是源于银行挤兑，但不是个人跑向银行，而公司跑到投资银行寻求流动性。在现代社会，银行债务形式有很多种，并且央行和政府也可以进行干预。

在平稳期阶段，银行都是有存款保险的，保费的定价与风险无关；活期存款是没有利息的，或者在不考虑风险的条件下，有一个银行可以偿还的限额；美国银行系统中大银行占少数，小银行有很多；没有固定的资本金要求（但有准备金要求）。在这样的情况下，并没有发生金融危机。理解平稳期存在的原因也可以在一定程度上解释金融危机。

平稳期之前被认为是不会结束的，因为它看起来没有终点，因此并没有人质疑这个问题——因为那只是个无尽未来。直到最近金融危机宣告平稳期结束，近些年的金融危机作为平稳期的结束点不仅仅为其下了定义，也提出了相当严肃的问题，也就是我最开始提出的问题：我们为什么会认为金融危机没有再次发生的可能性^①。

^① 海曼明斯基（1982）的书《它能再次发生？》。

一个原因是一旦政府和央行积极参与到经济市场中的金融领域中，识别问题（identification problem）就会发生。如果家庭和企业预期政府在危机发生时会有所作为的话，他们在参与经济活动时就会有所不同，即使政府并没有按人们预期的那样采取行动。人们对政府行为的预期使得挤兑不会发生，由此银行挤兑的可能性就不会被发现。政府一旦开始行动，市场上就会有大量范围的损失，但真正的问题在于银行挤兑，而这个问题却被掩盖了。导致市场上会认为银行挤兑是一个历史性的，很古老的事情。市场上认为政府面对危机的行为是有错误的，但他们却没有意识到政府之所以这样做是因为有发生挤兑的内在可能性，并且未被市场观察到。因此使得每一场危机看起来都与众不同，需要各自的解释和解决方案。

不能理解美国经济中存在的系统性危机，这是经济学家在学术上的一个失误。这样的失误为什么会发生呢？我们可以简单地将责任推给过去，但这不是重点。我想要的解释不仅可以解答为什么经济学家认为系统性金融危机不会再次发生，而且可以解释他们为何会认为一些模型看起来那么合理现实。也就是说，经济学家认为系统性危机不会再次发生这一假设在某种程度上是否真的经得起推敲。如果一个人相信平稳期是永恒的状态，那么他会认为金融中介的存在与资本定价理论和宏观经济学是毫无关联的，他也应该相信任何模型中的错误都说明了银行债务的复杂性而不是其脆弱性。除此之外，人们可以将任何一个与银行有关的问题归咎于政府身上。但是为什么人们会认为平稳期能够永远存在呢？

我对金融危机这一话题十分感兴趣，尽管他的研究方法有些与众不同（至少在经济学中是这样的）。我将通过实例来解释为何经济学家认为危机不会再次发生并且当它发生时那么惊慌失措，通过这些证据来为金融危机进行一定的诠释。这在经济学中不是一个常见的提供证据方法。事实上，我主要关注金融危机的本身，而非经济学。我们将会在本书的中间和后面部分涉及经济学的内容。

总之，我的观点是银行输出了短期负债，这些负债以抵押品作为基础，这些抵押品可能是银行的资产也可能是某些债券。但是私人部门是不可能创造出无风险抵押品的，因为当存款者质疑抵押品的质量时，它就变得很脆弱，有不能续借的风险。金融危机最初的形式就是银行债务的撤回，银行挤兑，这是市场经济的内在问题。

当危机发生时，银行可能无法满足债权人的需求：银行没有足够的现金。从19世纪初开始，不允许金融危机时在银行系统获取流动性的这样一项政策逐渐形成。对这一改变最好的阐述反映在一个案子中，在1875年的利文斯顿诉纽约银行案一案中，明确地指出危机发生时，银行债务可以不被偿还，银行不能因无力偿还债务而被倒闭。我将它称为利文斯顿规则（Livingstone Doctrine）。根据这一原则，美联储救助了贝尔斯登公司（Bear Stearns），没有这一原则的帮助，雷曼兄弟因此而倒闭。

经济学越来越不关注历史了。的确，由于模型的搭建需要大量的数据，而之前很多的数据已经无法获得了，因此经济学家们通过近期事件来学习宏观经济学，从而忽视了历史。这种目光短浅的行为是可以理解的，毕竟在大萧条以后就没有再发生危机，市场普遍认为不会再次发生危机。后者的观点并不是基于对危机深层次原因的理解而是因为银行挤兑没有发生。银行挤兑一般不会发生，因为市场上的参与者预期到政府会有所行动来阻止危机的发生。政府确实可以避免银行挤兑，但是如果政策不完善，那么政府就成了出问题的原因。

在1984年，伊利诺伊大陆银行被政府救助，因为监管者认为他的倒闭将会引发危机。由此危机并没有发生，这样的救助成为了一种新的政策，这只是一个在“平常时期”救助大银行的例子而已。然而雷曼兄弟却被允许倒闭，尽管这样也有引发危机的可能性。不了解政策发展导致了这样的错误。

像伊利诺伊大陆银行和雷曼兄弟等这些案例和危机的起源都带给了

我们很多的疑惑，它的解答需要依靠一些虚拟的推测，我们需要假设一些条件（尽管他们与事实相反），在新的条件下考虑事实的发展。如果美联储不存在，会怎样？如果伊利诺伊大陆银行没有被救助，结果是如何？那么如果雷曼兄弟被救助又会怎样？目前经济学家不能够回答这些假设的问题，因为模型不够完善无法了解市场参与者的预期和观点。我们需要建立一个模型来展示危机解决办法的全社会共识。这是经济学家的任务。

第二章

创造平稳期

- 自由银行时期和《国民银行法》
- 联邦存款保险制度

研究货币的人都认为，稳定的通货价值是最好的目标。因此，任何能够减少货币波动的努力都可以接近该目标，都值得被采纳。我们理想中的完美货币，其标准是不变的，并且总是遵循一定的标准，在最高级的经济中使用。

——大卫·李嘉图^① (David Ricardo)

在市场经济中，消费者依赖银行创造的货币进行交易：支票，ATM卡，信用卡。在内战之前，政府不发行纸币，银行发行私人的银行券作为货币来使用。公司使用支票或者其他类型的货币。这样的交易在消费者和企业之间十分频繁，每一天甚至一天中很多次交易。

但是这就出现了一个问题，银行创造的货币一定要有其他实物来支撑。在活期存款，支票的例子中，他们的发行是以银行资产作为支撑的。但是支撑资产在经济活动中也是真实的投资产品，一般都是银行发放的贷款，这些资产周期长并且收益很不确定。这里的问题就是银行创造的货币是以价值不确定的资产作为支撑。如果消费者和企业由于不信任支撑资产而开始担心银行货币的价值时，交易就变得很困难，恐慌也就产生了。

如果支持资产，这个抵押品的质量被怀疑，那么与之对应的货币也开始失去价值，需要折价进行交换。票面价值就是印在纸币上的价值——如果10美元的银行券或者支票可以买到10美元的物品或者服务，那么他就是平价交易。如果不能够平价交易，事情就变得麻烦了。这就是大卫·李嘉图的观点。但是问题是：银行如何可以用价值不确定的贷款或者抵押物来平价发行货币？

考虑这个问题的一种思路，也是了解金融危机的一种思路就是用金融改革作为参考范例，这些改革成功地解决了银行平价发行货币问题并

^① 大卫·李嘉图(1772年至1823年)，历史上最著名的经济学家，是英国议会的成员，以及商人。他是古典经济学奠基者之一，最著名的理论是贸易比较优势。