

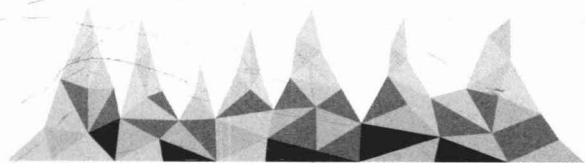
国际金融危机

40年解析

高伟◎著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS



国际金融危机 40年解析

高 伟◎著

常州大学图书馆
藏书章



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融危机40年解析 / 高伟著. —北京: 中国发展出版社, 2018.1
ISBN 978-7-5177-0837-7

I. ①国… II. ①高… III. ①国际金融—金融危机—研究 IV. ①F831

中国版本图书馆CIP数据核字 (2018) 第054278号

书 名: 国际金融危机40年解析

著作责任者: 高 伟

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街16号8层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-5177-0837-7

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京明恒达印务有限公司

开 本: 710mm × 1000mm 1/16

印 张: 18.5

字 数: 239千字

版 次: 2018年4月第1版

印 次: 2018年4月第1次印刷

定 价: 58.00元

联系电话: (010) 88919581 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网络订购: <http://zgfcbs.tmall.com/>

网购电话: (010) 88333349 68990639

本社网址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: 370118561@qq.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

金融危机“雪崩说”

(代序)

在金融业高度发达的今天,金融危机已成为一个世界性难题,与经济金融发展相伴而行,无法回避。1997年,泰国爆发了泰铢危机,随后引发了东南亚乃至亚洲金融风暴。2007年,美国爆发了次贷危机,随后引发了仅次于“大萧条”的国际金融危机,席卷全球。这些金融危机爆发之突然、传播速度之快、波及范围之广、危害之深,让人瞠目结舌。

那么,什么是金融危机?《新帕尔格雷夫经济学大辞典》是这样定义的:全部或部分金融指标——短期利率、资产(证券、房地产、土地)价格、商业破产数和金融机构倒闭数的急剧、短暂和超周期的恶化。具体表现为市场流动性不足,信用紧缩,市场停滞,交易大量减少,市场恐慌性抛售,信心崩溃等。金融危机往往伴随着企业大量倒闭、失业率提高和普遍的经济萧条,甚至有些时候伴随着社会动荡或政治动荡。金融危机可以分为货币危机、债务危机、银行危机、股市危机和房地产危机等诸多类型,近年来爆发的金融危机往往呈现以上各种类型危机的混合体。国际金融危机是指一国所发生的金融危机通过各种渠道传递到其他

国家，从而引起国际范围内金融危机爆发的一种经济现象，其基本特征是，金融领域所有或部分金融指标急剧恶化，以至于影响相关国家或地区乃至全世界经济的稳定与发展。金融危机和金融风险紧密关联，金融危机其实就是金融风险（尤其是系统性金融风险）积累到一定程度集中爆发的极端表现，解析金融危机需要从系统性金融风险入手。

上述解释听起来好像很深奥。为了便于理解，我用“雪崩说”来解释金融危机。雪崩是积雪山区的一种严重自然灾害。冬天下雪时，山坡上的积雪会越来越厚，重力也就越来越大。当积雪内部的内聚力抗拒不了它所受到的重力拉引，积雪便会向下滑动，引起大量雪体崩塌，人们把这种自然现象称为雪崩。笔者认为，金融危机乃至国际金融危机的作用机理与雪崩有诸多相似之处。

目前世界上有 200 多个国家和地区，它们大小各异，多姿多彩，并紧密联系在一起。如果把每个国家和地区看作一座山峰，那么有的超级大国，比如 A 国，就是巍峨的珠穆朗玛峰；有些小国，比如 W 国，也就是一座小小的景山。领土、居民和政府等构成每座山峰的岩石，这是山峰的基础；悠久的历史习俗、文化传统和法律制度等形成山峰的轮廓，有的山峰陡峭，有的山峰平缓；山峰上的土壤是一国的经济，不管肥沃还是贫瘠，也不管广袤还是狭小，那些土壤都养育着万物生灵；金融就是洒向土壤的甘霖，四处流动，与土壤共融共生，调整着资源和财富分配的流向。每座山峰都会经历季节变迁和气候变化，春生夏长，秋收冬藏，循环往复。金融之水会随着经济气候变化而变换形态，既有春天的和风细雨，也有冬天的皑皑白雪。

当山峰遭遇经济周期之冬时，金融之水就会变成漫天白雪，飘落在山峰上并形成金融积雪。金融积雪形为固体实则松软，充满空隙，很脆弱，天性使然。金融积雪与实体经济土壤既接触又相对分离，自成一体。一般情况下，积雪会在春暖花开时融化，渗入经济土壤。而一旦金融积雪储存过多、过厚，便会在积雪内部和表面形成各种裂缝，比如次贷违约、银行破产、上市公司倒闭、汇率剧烈动荡、理财诈骗败露、投机资产崩盘等。这些裂缝会加深金融积雪的内生“脆弱性”。一旦某个金融板块的积雪断裂、崩塌、移动，就可能逐渐积累起势能，快速下滑，致使整个积雪的表面断裂，满坡满山的积雪将可能随之倾泻而下，形成可怕的金融雪崩。金融雪崩所到之处，毁灭的不仅仅是金融积雪本身，还会重创经济土壤和万物生灵。

通常情况下，金融积雪的裂缝很多，我们很难判断哪条裂缝能触发金融雪崩。但这并不是说金融雪崩神秘莫测，它看似千差万别，其实有很多共性。比如，有的山峰金融管制很严格，严格的分业经营，金融自由化程度低，金融创新和金融衍生品受抑制，资本跨境流动受限制，即山坡或者很陡峭不可能在山坡上形成足够厚的积雪，或者很平缓不能形成足够的势能，都不会形成雪崩；而有的山峰金融自由化程度高，金融监管宽松，金融创新和金融衍生品丰富，各金融板块联系紧密，资本跨境流动自由，即山峰的坡度适合储存厚厚的积雪和积累势能，并且积雪里的裂缝足够多、足够宽，再有意外因素（如干燥的大风、巨响震动等）诱发，就可能形成可怕的雪崩。因此那些曾经发生过金融雪崩的山峰，或者与之相似的山峰，将来更有可能重演历史。由此可见，作为

众多山峰中一员，及时掌握其他山峰金融雪崩的来龙去脉，梳理和归纳金融雪崩的规律，有助于建立更有效的金融雪崩预警、防范和救助体系。

不同山峰形成的金融雪崩等级迥异，溢出效应明显不同。如果是 W 峰，由于体量小，比较封闭，且金融之水只在峰内循环，即便是山峰体内爆发八级地震，年通胀率达到三位数甚至四位数，纸币等同餐巾纸，其雪崩冲击也仅限于景山公园，溢出效应很小。而如果是 A 峰，那就另当别论了。因为 A 峰位于众多山峰的中心，一览众山小，A 峰能释放丰沛的金融雪花并洒向全球，洒在外围的各个山峰上。一旦 A 峰爆发金融雪崩，其影响将是灾难性的，外围山峰即便自身积雪很薄甚至没有积雪，还建立起“防雪墙”，也无法幸免于雪崩之难。当 A 峰主宰全球金融之水时，其他山峰爆发的金融雪崩都与 A 峰有着或多或少的联系。

“雪崩说”是我对金融危机的一孔之见，是本书的“引子”。希望“雪崩说”能撩拨起读者探寻国际金融危机奥秘的兴趣。下面回到主题，咱们先了解本书的大体思路和框架结构。

在信用货币、主权货币体系下，货币彻底摆脱了对黄金等实物的依附和牵绊，货币当局释放货币的权力和自由度大大增加，干预经济运行的手段日益丰富。各国为了在国际经济竞争中处于有利地位，不断稀释债务负担，竞相将低通胀作为宏观调控目标，基础货币如开闸之水，波涛汹涌，日趋泛滥。那些为躲避金融监管、冠以“欧洲美元”“石油美元”等名号的各种国际游资，在离岸中心、避税天堂等地注册，以对冲基金、资本管理公司等形式，如“幽灵”般在国际金融市场游荡。在金融自由化的大旗下，

伴随技术创新和金融监管的放松，跨境资本可以轻松取道资本和经常账户，穿越国界，也使金融风险 and 危机轻松地传导到其他国家，造成国际金融危机连绵不断、此起彼伏。基础货币的扩张和跨境资本的异常流动是国际金融危机频繁爆发的根源。金融危机越来越国际化，既可能在多国同时爆发，也可能以某种方式从危机中心向其他国家蔓延，火烧连营，酿成国际金融危机。

金融危机爆发后，政府总是倾向于积极干预。干预即便无效，但政府已经尽力了，至少可以赢得积极作为的美誉。而每经历一轮金融危机，一些货币当局总能转“危”为“机”，在救助危机中扩大自己的职能范围，使权力层层加码，干预金融运行的手段和工具越来越丰富，干预力度越来越大，也使金融风险向自身集中，甚至祸起萧墙，引发更复杂的金融危机和社会危机。

过去百年一遇的“大雪崩”变成几十年甚至十几年一遇，统计学上的“细尾”事件演变成“肥尾”事件，“黑天鹅”演变成硕大的“灰犀牛”，横亘在我们面前，让人寝食难安。一轮又一轮的国际金融危机告诉我们，在现代市场经济体系下，系统性金融风险 and 金融危机无法避免，这是由市场经济和金融本性决定的，是内生性的痼疾。面对外部金融危机的冲击，单个经济体难以独善其身，能够做到的是努力降低自身的系统性金融风险，防范各种非系统性金融风险，消除各种风险隐患；加强国家合作，联合其他国家建立国际性的金融危机“防护网”；及时掌握大国、邻国以及经济联系紧密国家的金融动态，及时预警，及早制定并实施恰当的危机救助方案，才有可能在防御国际金融危机的战斗中占得先机，降低伤害，并尽早走出危机。

经历过金融危机后，大家都有这种体会：当绝大多数投资者认为价格还会上涨，都很乐观、信心爆棚时，价格上涨突然停止并掉头狂跌，市场上只有卖家，没有买家。金融危机爆发得太突然，很多人懵了，这时违约、破产的故事此起彼伏，甚是抓人眼球，各种解读沸沸扬扬，良莠不齐。而大多数人由于不了解甚至误解金融危机，再加上代际遗忘和选择性遗忘，记吃不记打，很容易形成比危机本身更可怕的舆论“气浪”，让人窒息和恐慌。在极度恐惧时，人们很容易做出极端的、不理智的决定，并造成巨大损失。而人们的从众行为，往往又加剧了危机的规模和危害。因此，如何向大众正确解读金融危机，普及有关金融危机的常识，也是金融学者的责任。

总体看来，越是久远的金融危机，对其认识经过大浪淘沙、沉者为金，就越透彻，容易达成共识。而对于最近爆发的金融危机，由于大多数人是经历者，不少人还有切肤之痛，再加上视角不同，“横看成岭侧成峰”，对金融危机的认识也就仁者见仁、莫衷一是了。有关近期金融危机的信息量极大，再加上“阴谋论”“陷阱论”等混淆视听，泥沙俱下，纷繁复杂，甚至连官方公布的数据都不一致，难辨真伪，这反而增加了分析的难度。所以，国际金融危机从何时说起、选择哪些金融危机来解析，既取决于作者的勇气，也关系着内容能否引人入胜。“世事如棋局局新”，即使从荷兰郁金香球茎泡沫算起，国际金融危机也有四百多年的历史，每轮危机各不相同。吾纵怀盘古开天之志，然斧钝技拙，尚有自知之明，故量力而行，择其十分之一即四十载进行演绎。我的故事从 1971 年布雷顿森林体系崩溃开始，大体按时间顺序，

从 40 多起金融危机事件中选择有代表性的故事进行推演，对于其他相似的不幸就只能忍痛割爱了。至于那些影响范围较小的金融危机，作者或在附录中简要分析，或一笔带过，不着太多笔墨。

从 20 世纪 70 年代初至今，国际货币体系大致相似并延续至今，各国货币不再有固定锚，汇率浮动频繁、严重，跨境资本流动更加剧烈，是货币史上最动荡的时期，爆发的金融危机高潮迭起，让人心有余悸。第一次石油危机、美国“黑色星期一”、日本资产泡沫危机、墨西哥比索危机、亚洲金融危机、互联网泡沫危机、次贷危机和欧债危机等，都是本书的重头戏。当然，我不是史学者，本书志不在写史，而是用危机事件作为一条“红线”，把我多年来对国际金融危机的跟踪、研究和理解串联起来，形成一个有机整体，呈献给大家参考和批评。比如，在“布雷顿森林体系的建立和崩溃”一章，我重点谈了对汇率制度、黄金储备和欧洲美元的认识；在“日本资产泡沫危机”一章，我重点谈了对资产负债表衰退学说、地价税、CPI 缺陷的认识；在“亚洲金融危机”一章，我重点谈了对外汇储备、资本项目开放、长期资本管理公司破产的认识；在本书最后一章，我重点分析了国际金融危机的跨境传导机制，金融危机与系统性金融风险的关系，并把系统性金融风险细分，目的是提供分析系统性金融风险的新思路，提高防范金融危机的靶向性和边际效用。这是本书的理论创新和下一步研究的起点。

有关金融危机的著作可谓汗牛充栋，但大多过于学术，很晦涩，难以被大众理解。我从事金融风险和金融危机研究 20 载，仅在该领域发表的论文就有上百篇，曾为不同层次的听众释疑解

惑，深知沟通的重要性。沟通顺畅有助于我们尽快达成共识，形成应对金融危机的合力，降低损失。因此，本书尽量用平实的语言，深入浅出地讲好四十多年来发生的国际金融危机故事，争取做到既不失专业水准，又寓深奥于直白，还能从各轮国际金融危机的独特性中探寻规律的一般性。

高 伟

目录

CONTENTS

第一章 布雷顿森林体系的建立和崩溃	1
第一节 来龙去脉.....	2
一、体系建立	2
二、内在矛盾	3
三、崩溃	5
第二节 几点认识.....	7
一、汇率制度没有万能样板.....	7
二、重视黄金的避险和保值功能	10
三、欧洲美元和Q条例	13
专栏一 推动“区块链+金融”研发	16
第二章 第一次石油危机	21
第一节 来龙去脉.....	22
一、从第四次中东战争到石油禁运	22
二、第一次石油危机的影响	25
第二节 几点认识.....	28
一、解析石油美元	28

二、影响石油安全的主要问题	31
---------------------	----

第三章 1987年“黑色星期一”37

第一节 来龙去脉.....	38
一、好像全世界都在卖	38
二、影响.....	40
三、救助措施.....	41
第二节 几点认识.....	42
一、原因分析.....	42
二、何为明斯基时刻.....	46
三、基于参与者有限理性的证券市场风险研究.....	49

第四章 日本资产泡沫危机63

第一节 来龙去脉.....	64
一、泡沫形成.....	64
二、泡沫破灭.....	69
第二节 几点认识.....	71
一、日本资产泡沫形成和破灭的机理	71
二、通俗易懂的资产负债表衰退学说	74
三、不合时宜的地价税	77
四、如何修补CPI缺陷?	79
专栏二 英镑危机.....	81

第五章 墨西哥比索危机.....87

第一节 来龙去脉.....	88
一、危机爆发及影响.....	88

二、救助措施	90
三、原因分析	90
小结	95
第二节 几点认识	95
一、钉住汇率制的功与过	95
二、关于国际最后贷款人的设想	98
三、难以估算的国际游资	102
第六章 亚洲金融危机	107
第一节 来龙去脉	108
一、以泰铢为中心的东盟货币危机	108
二、以中国香港为中心的金融危机	111
三、以韩国为中心的金融危机	111
四、以印尼为中心的金融危机	112
五、以中国香港为中心的金融保卫战	113
六、小结	114
第二节 几点认识	115
一、巨额外储，何以解忧	115
二、慎重推进资本项目开放，维护金融安全	121
三、长期资产管理公司的“致命组合”	127
四、对冲基金：国际金融市场的幽灵	130
五、清迈倡议：东亚区域金融合作的新起点	134
第七章 互联网泡沫危机	139
第一节 来龙去脉	140
一、互联网泡沫的膨胀	140

二、互联网泡沫的消退	143
第二节 几点认识	145
一、对互联网泡沫危机的反思	145
二、富有洞见的金融窖藏假说	148
三、托宾Q值：联系资本市场与实体经济	152
专栏三 阿根廷金融危机	154

第八章 美国次贷危机 161

第一节 来龙去脉	162
一、缘起	162
二、初步震动	163
三、深化阶段	164
四、高潮	165
五、后续影响	166
第二节 美国政府的救助行动	169
一、美联储的救助措施	169
二、美国财政部的救助措施	171
三、美国其他部门的救助措施	172
四、美国与其他国家的联合救助	172
第三节 几点认识	173
一、次级贷款：危机的源头	173
二、眼花缭乱的金融衍生工具	178
三、在劫难逃的雷曼兄弟公司	183
四、“两房”：半官方的庞然大物	185
五、引起公愤的AIG	188
六、量化宽松——变相印钞行动	190

七、《多德—弗兰克法案》：对次贷危机的反思	194
八、不能让“大而不倒”成为铁律	196
九、美国提高债务上限的步伐不会停止	199
第九章 欧洲主权债务危机	203
第一节 来龙去脉	204
一、希腊爆发债务危机	205
二、扩散至南欧	206
三、蔓延至核心国	210
四、缓和	211
第二节 救助措施	212
一、欧洲金融稳定基金	212
二、欧洲金融稳定机制	213
三、欧洲稳定机制	213
四、财政契约	214
五、欧洲银行业联盟	215
第三节 几点认识	216
一、欧债危机的原因分析	216
二、饱受诟病的国际评级机构	219
三、念好金融交易税这本经	222
第十章 系统性金融风险“三层面学说”	225
第一节 基本概念界定	227
一、风险的界定	227
二、金融风险的界定	229
三、系统性金融风险的三个层面	230

第二节	一般性风险研究	234
一、	交易多元化所导致的一般性风险	235
二、	虚拟资本的固有特性所诱发的一般性风险	235
三、	信息不对称与一般性风险	238
四、	参与者的有限理性与一般性风险	238
五、	金融体系的不稳定性导致的一般性风险	239
第三节	制度性风险研究	240
一、	制度创新风险	241
二、	路径依赖风险	243
三、	衍生工具创新风险	244
第四节	外部传导风险研究	247
一、	国内传导风险	249
二、	国际传导风险	252
小结		265
主要参考书目及文献		266
后记		277