

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 30 年代的经济大崩溃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，而且，尽管 1945 年至 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以稳定性？因为在这一体系之下，不存在一个单一的政府。

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 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，因此，我将分析时段上溯至 17 世纪初期，空间范围扩展至西欧。

投机过度，简单地说也就是市场过热，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的突然变化表明，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（Lockheed）、克莱斯勒（Crysler）、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，包括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，这些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。

正如我已经指出的，本书并不关心经济周期，但当局在经济复苏的转折点未能采取行动、因而导致经济持续衰退的情况除外。我的兴趣主要在于周期中的投机狂潮以及繁荣顶峰时期所爆发的危机，尤其是它们的金融因素。我们知道，并不是经济过剩的每一次波动都会不可避免地导致经济过热与崩溃。但这一模式发生得十分频繁，具有很高的一致性，因而值得继续研究。

过去所发生的一切的基本结果是，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”（distress）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。在过热阶段，富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，或借钱从事这类行为。而经

济恐慌阶段正好与此相反，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”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之为“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)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”。他特别将外汇困难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等。⁷ 本书第一版并未对金融危机作出定义，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，人们的感受会更好一些。

市场在一般情况下可以正常运转，但有时也会崩溃，人们对这一点认识不一，并存在着两大极端：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，市场崩溃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。前者在第八章关于金融危机的国际传播的讨论中作了特别探讨，后者则在新增的一章中，也就是在第七章关于过热性投机从一种投机对象转至另一种投机对象的国内机制的讨论中进行了探讨。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。

尽管我说过我将从普鲁士铸币危机开始论述，但我并不打算列出历史上发生的各次危机（附录 B 是本书提到的各次危机的概要）。相反，我将运用自 1618 年危机至 1929 年危机期间的所有资料进行分析，但在有的情况下也对 80 年代和 90 年代的金融困境进行了分析。^{*} 在分析范围方面，主要分析的是 18 世纪荷兰、英国、德国和法国的金融市场，¹⁹ 和 20 世纪英国、德国、法国和美国（自 1819 年开始）的金融市场，²⁰ 世纪日本的金融市场。在讨论 1866 年和 1907 年的金融危机时，关注了意大利的情况，对此有一篇专题较为有用。⁸ 在其他时间里，意大利只起着很小的作用，直到第二次世界大战以后。

比较历史经济学主要依靠第二手资料进行研究，很难在档案里找到第一手资料。因此，本书主要根据历史文献进行分析，资料最为丰富的国家是英国，其次是法国、德国和美国。更进一步地，笔者必须承认，我所关注的历史焦点在更大程度上是欧洲而不是美国，至少在第一次世界大战以前的分析中如此。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⁹，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。

除普鲁士铸币危机和郁金香投机热外，知之甚少使得我难以继续讨论爆发于 17 世纪的其他金融危机。自 1720 年以后，直到七年战争之后 1763 年的国际性危机，两者之间存在一个很长的时间段。1745 年的伦敦发生了一次危机与恐慌，当时，杨·普里坦德尔（Young Pretender）在苏格兰着陆，并从北方向伦敦进发，直到在卡里斯尔被挡住，但这次危机与恐慌不在本书的兴趣之内，因为它在很大程度上不是货币危机，并受到单一市场的限制。本书将探讨一系列著名的金融危机，诸如下面将提到的格拉斯哥城市银行 1878 年的倒闭或是 1893 年纽约的经济恐慌，但范围仍然十分狭小，不适合广泛运用于当前的主要目的。

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，并且以更为古典的——也就是所谓的“空想者”——技术去做这些事情。在 30 年代已经定形的我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，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——换句话说，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·米尔（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。

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。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？如，在收成不好时对铁路和土地进行大量投资，是否只是在这种时候才会危及金融稳定？

第四章探讨了经济过热与市场恐慌的货币方面。我们应注意到，经济繁荣或恐慌往往是由货币事件引发的——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、意外成功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。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，后两者仅持有价格不断下滑的长期资产。金融创新与生产过程创新一样，将冲击金融体系，并导致过度贸易。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，要正确建立货币机制都存在很大的困难，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。更进一步地，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，这种错误经常发生且十分严重。但本章的观点认为，即使精心调整了货币供应量使之适应经济需求，并避免了错误，货币机

制也难以长久地保持在正确的状态。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创造更多的货币，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。书中将尽量做到这一点。

第六章对危机进行了描述，重点描述了危机的国内部分。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。该章还对过热的转折点进行了讨论：机构倒闭、挪用公款、一些问题被暴露或市场对此有谣传、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。之后，各类资产价格交替下跌并相互作用——最终爆发经济崩溃——从而影响金融体系流动性。

第七章是新增的一章，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（而不只一个）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，而这种联系在 1929 年和 1987 年又将股票市场与房地

产市场联系在一起,1988~1990 年,在日本和斯堪的那维亚国家危机中更是如此。

第八章转向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,包括贸易、资本市场、热钱流动、中央银行的外汇与黄金储备波动、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。是什么导致了这其中的区别?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,传播至图林,造成挤提存款,从而加速了意大利社会银行的崩溃?在此,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,而不是投入更多的资金。这一麻烦在人们的经济生活中十分熟悉。某一商品价格上涨后,消费者可能预期价格将会下跌,因而推迟购买,或预期将来价格会进一步上涨,因而加速购买。而即使当预期没有弹性、中央银行贴现率上升导致的反应正确时,政策与市场反应之间也会存在时滞,从而使得危机在救援军舰到来之前爆发。

引发金融危机的一个复杂但并不少见的途径是国内经济的繁荣导致该国突然中止发放海外信贷。这曾发生于 1873 年的德国和奥地利,并导致了美国杰·库克公司(Jay Cooke)经营困难。在 1890 年的巴林银行危机中,由于阿根廷存在着一系列麻烦,英国不得不停止向南非、澳大利亚、美国和其他拉丁美洲国家放贷;1928 年春,纽约股票市场开始繁荣,切断了向德国和拉丁美洲债券的放贷,导致德国和拉丁美洲经济萧条。中止发放海外信贷很可能加速海外经济衰退,而后者又会反过来对导致这一切的国家产生影响。¹¹

第九章和第十章提出了如何在国内处理危机。在此，首选方法是一方面不采取任何措施，另一方面设计一系列应对方法。对于那些认为市场是理性的，能照顾好自己的人来说，他们选择不采取任何措施；在此的看法是，只有经受过通货紧缩和企业倒闭的经济才是健康的，因为这样才可避免经济繁荣时期可能犯下的错误。他们设计的各种危机应对方法包括放假、银行放假、发行代价券、对负债进行担保、发行政府债券、实行存款保险，以及建立特种机构如美国的复兴金融公司（1932 年）和意大利的意大利复兴机构（IRI, 1933 年）等。意大利文献资料将这一过程称之为对银行和企业的“抢救”；1974~1975 年英国援救了一批处于危机边缘的银行，这一过程被称为“救生船”行动。

第十章探讨了与最后贷款人相关的一些问题——是否应该有一个最后贷款人？谁应该作为最后贷款人？最后贷款人应如何运作？——以及最后贷款人赋予金融体系的两难选择。如果市场确信它将被最后贷款人拯救，其自我依赖性就会削弱。另一方面，人们也会出于对金融体系现状的考虑而选择中止市场恐慌，而并未考虑到其行为对今后激励机制的影响。但如果存在一个最后贷款人，那么它应该拯救谁：仅仅是内部人吗？还是内部人与外部人两者？更或是在流动性不足时仅拯救仍有清偿能力的机构？在此，清偿能力在一定程度上取决于市场恐慌的程度与延续时间。这些都是政治性问题，而且只是在存款保险公司（FDIC）或联邦储蓄与贷款保险公司（FSLIC）等机构的资金在危机期间不足以发放足够的贷款拯救银行，因而有必要通过立法扩大其适用范围时才提出。这一问题在 90 年代的日本尤为尖锐，1990 年日本股市的泡沫经济崩溃，银行、信贷协会和其他金融机构发放的大量房地产贷款成为不良贷款，使政府面临着令人头痛的问题：即税务负担增加了多少。

倒数第二章从存在一个负责的政府的国内领域转向国际领域，这里，不存在一个机构或政府依法提供货币稳定这一公共产品。美国政府曾两次援助墨西哥，首先是 1982 年，后是 1994

年,在此,有两大原因,一是北美自由贸易区国家(NAFTA)应团结在一起,二是通过防止墨西哥金融体系崩溃,北美自由贸易区国家防止了发放给一系列“新兴市场经济”信贷的崩溃,这里的新兴市场经济主要是指阿根廷、巴西、印度尼西亚和中国。

最后一章对全书观点进行了总结。用一句话来说,我们的结论是从长期的角度来看,货币供应量应固定不变,但在短期危机期间应是富有弹性的。应该存在一个最后贷款人,但它的存在受到人们的质疑。例如,市场对于纽约城是否会得到帮助、由谁来帮助持有不确定性,并且,从长期的角度来考虑,这种不确定性可能是正确的,因此,只要最终向困难机构提供了援助,市场立即将对是否应该提供这种援助产生怀疑。这是一个精心设计的陷阱:最后贷款人总是会援助困难机构以防止不必要的通货紧缩,但它也总是使得市场对于援助能否及时到来、或是否有援助感到不确定,唯其如此,才可能向其他投机者、其他银行、其他城市或其他国家逐步灌输审慎经营的思想。在沃尔特的《候选人》一书中,一位将军的脑袋被砍掉,仅仅是为了“鼓励其他人”。在此,我也主张采用一些花招、一些诡计来‘鼓励’其他人(当然不会真正地砍掉某些人的头),因为货币主义对经济体系产生了如此不令人鼓舞的结果。

在我结束本引言之前还有一个忠告。本书没有多少新理论。在可以满足知识更新要求的范围内,本书的模式不会改变。过去 40 年中,相当一部分的经济文献致力于攻击旧的分析模式,但我正好认为这些旧模式是有效的。例如,以米尔顿·弗里德曼为首的货币主义学派认为,实际上不存在任何会导致不稳定的投机,市场是理性的,政府往往一错再错。我认为这种观点尽管不一定是错误的,但却过于武断,给意外事件留出的余地太小。凯恩斯主义和货币主义都忽视了价格变动对宏观经济的影响,他们认为价格变动给生产者和消费者带来的收益与损失相互抵消,对经济体系不会产生影响,除非存在货币幻觉,即,在名义货币总量不变时价格变动,而消费者与生产者未能觉察到收

入的变动。对此，我的判断是这一幻觉往往被误解如下：价格下跌往往在低价格的好处显现之前就导致工业企业、商业企业和投资者倒闭，导致金融脱媒、银行倒闭和通货紧缩蔓延。而当今世界价格上涨的净效应可能会受到由此产生的相互抵消的收益与损失限制，而未能允许宽松的经济因素做出反映。但我认为，前凯恩斯主义者将注意力集中于价格波动是正确的，但如今人们却随便地抛弃了这一点。对经济过热、泡沫经济、经济崩溃、市场恐慌和最后贷款人进行研究有助于我们重温从古典论题到修正主义的反论题的演变过程，从而得出更为全面的综合结论。或至少我是这样认为的。

注释：

1. 如，参见玛格丽特·雷德(Margaret Reid)的《1973~1975 年的二级银行危机原因与过程》(伦敦 麦克米兰出版社 1982 年出版)，讨论了如何处理伦敦的外国银行的危机 保尔·沃切特(Paul Wachtel)编辑的《经济与金融结构中的危机》(马萨诸塞州莱克星顿：健康出版社 1982 年出版)；《对金融稳定的追求：过去的 50 年》(旧金山联储 1985 年)；巴利·维格莫尔(Barrie Wigmore)的《崩溃及其开始：美国证券市场的历史：1929~1933 年》(威斯特波特格林伍德出版社 1985 年出版)；《债务、金融稳定与公共政策》(堪萨斯联储 1986 年)；卡皮(F. Capie)和伍德(G.E. Wood)编辑的《金融危机和世界银行体系》(伦敦 麦克米兰出版社 1986 年出版)；马丁·沃尔夫森(Martin Wolfson)的《金融危机：美国的战后经历》(纽约怀特·普兰斯的夏普出版社 1986 年出版)；大卫·麦克兰(David Melan)所著《华尔街的启示》(伊利诺伊霍姆伍德道·琼斯艾尔文出版社 1988 年出版)，讨论了 1987 年 10 月 19 日道·琼斯工业股票指数下跌 508 点的情况；格伦·胡伯德(Glenn Hubbard)编辑出版的《金融市场和金融危机》(由芝加哥大学出版社于 1991 年在芝加哥和伦敦同时出版)；克里斯托弗·伍德(Christopher Wood)的《泡沫经济：80 年代日本的极度繁荣与 90 年代的极度萧条》(纽约大西洋月度出版社 1992 年出版)；罗伯特·弗莱德(Robert Flood)和彼得·盖伯所著《投机性泡沫：投机攻击与政策转变》(马萨诸塞州剑桥：麻省理工学院出版社 1994 年出版)。

2. 查尔斯·金德尔伯格，《衰退中的世界：1929~1939 年》第 2 版(伯克利：加利福尼亚大学出版社 1986 年出版)。

3. 关于对经济学尤为严峻的挑战, 参见安娜·斯沃茨 (Anna Schwartz) 在《政治经济周刊》第 88 期 (1975 年 4 月) 上的评论, 第 231~237 页。罗兰德 B M Rowland 编辑出版的权力均衡与霸权: 战争期间的货币体系 (纽约大学出版社 1976 年出版) 电大卫·卡里奥 (David Calleo) 的文章, 该文不赞同对经济现象进行政治原因性分析。对此的进一步讨论可参见查理斯·金德尔伯格和 J P 拉法格编辑的《金融危机 理论、历史和政策》(剑桥大学出版社 1982 年出版) 一书中第 171、187 页, E 莫格里奇 (D.E. Meier) 的文章: “1920 和 1929 年的危机政策”

4. 托马斯·乔普林 (在致托马斯·吉斯伯尼的一封信中议会对经济恐慌的咨询》(伦敦·里奇维森斯出版社 (1832 年之后) 出版), 第 29 页。关于对规则的讨论, 参见我的《规则与人类: 从货币政策世纪中获取的教训》, 收录在我的《历史角度中的世界经济与各国金融》(安·阿伯尔: 密歇根大学出版社 1995 年出版) 一书中的第 161-200 页。

5. 安娜·斯沃茨“真实与虚假的金融危机”, 收录在卡皮和伍德编辑的《金融危机与世界银行体系》一书中第 11~40 页; 以及同一本书中第 190~248 页迈克尔·博多的“金融危机, 银行业危机, 股票市场崩溃和货币供应量: 一些国际性的实证分析”。

6. 雷蒙德·戈德史密斯, “对海曼·明斯基的金融不稳定假设的评论: 资本家的过程和经济行为”, 收录在金德尔伯格和拉法格编辑的《金融危机》一书中的第 42 页。

7. 迈克尔·博多“金融危机 历史教训”, 该文是提交第五届国际金融大会的论文, 该大会于 1987 年 4 月 9 日~11 日在鹿特丹伊莱克斯莫斯大学召开。

8. 弗兰科·波尼利 (Franco Bonelli), 《1970 年的意大利危机》(1971 年出版)。

9. E·E 德让基辛 (E. E. de Jong-Keesing) 的《1763 年阿姆斯特丹经济危机》(阿姆斯特丹, 1986 年)。

10. 《国际银行业的最新创新》(巴塞尔国际清算银行, 1986 年)。

11. 参见金德尔伯格的“1873 年的经济恐慌”, 以及本书中的“金融危机的国际传播”亨利塔·拉尔森 (Henrietta M. Larson) 的《杰·库克 私人银行家》(马萨诸塞州剑桥: 哈佛大学出版社 1936 年出版); 以及马休·西蒙 (Matthew Simon) 的《1865-1897 年美国国际资本流动的周期性波动》(纽约: 阿诺出版社 1979 年出版)。

第二章

危机典型剖析

历史与经济学

对于历史学家来说，每一事件都是独一无二的。但经济学在社会与自然中却反复重复。历史具有独特性；经济学则具有一般性。在后面的章节中，我们将描绘引发经济危机与经济崩溃的过度投机在不同阶段的表现，并辅之以大量的史料说明。本章我们关心的主要问题是一般金融危机中相应的经济模型。

应当注意的是，在此我们并不是要创建一个经济周期模型。经济周期涉及到经济车轮的整体演变过程，而经济繁荣和经济衰退仅与周期中最终的上升与最初的下降有关。我们也并不关心经济周期与危机的阶段性。否则将把讨论主题扩展至各种经济周期 如以存货波动节奏为基础、长达 39 个月的基钦(Kitchin) 周期；由于大量投资于工厂与设备而持续了 7 年至 8 年的朱格拉(Juglar) 周期 持续 20 年的库兹涅兹周期，它主要由人口一代又一代的变化引导住房建设的繁荣与回落；以及人们并

不信任并纷纷规避的康德拉季耶夫 (Kondratieff) 周期,它由诸如铁路和汽车等大发明创造启动。与其他观察家一样,我们注意到在 19 世纪的前半期,每次危机发生的时间间隔在十年左右 (1816 年,1826 年,1837 年,1847 年,1857 年,1866 年),之后越来越支离破碎。我们不打算对这种时间间隔做出解释,但我认为从某一次投机狂潮引发危机爆发后,到投资者从失败中恢复过来并愿意再度起飞之前,必须有一段时间间隔。

模型

我们可以从海曼·明斯基的模型开始,此人在货币主义理论家中享有极度悲观的声誉,他甚至十分悲哀地强调货币体系的脆弱性及其导致灾难的可能性。“尽管明斯基是一个货币主义者,而不是经济史学家,但他所建立的模型有效地说明了经济与金融发展的历史。实际上,他对信用体系不稳定和货币体系导致灾难的可能性的强调沿袭了一系列古典经济学家的模型理论,只不过根据个人观点有所改动,这些古典经济学家包括约翰·斯图尔特·米尔、艾尔弗雷德·马歇尔 (Alfred Marshall)、奈特·维克塞尔和艾夫因·费雪。与费雪一样,明斯基认为债务结构在导致财务困难的过程中起着很重要的作用,尤其是杠杆债务合约,它依靠举债获得旨在再次出售获得高额收益的投机资产。

根据明斯基的分析,危机往往始于“外部冲击”(displacement, 以下统称外部冲击),即对宏观经济体系的外部冲击。外部冲击的性质随每一投机高峰的不同而不同。它可能是战争爆发或战争结束,也可能是农业丰收或欠收,也可能是一项具有广泛效应的发明创造得到广泛采用——如河流、铁路以及汽车——或是具有广泛影响的政治事件的发生或意外的金融成功,或是由于债务转换导致利率突然下降。货币政策出人意料的变动也可能导致冲击,因此有些认为市场总是正确的、政府总是错误的经济学家将金融不稳定归因于“政策转变”。³

但不管外部冲击的原因如何,如果其规模足够庞大、影响足

够广泛，它将影响经济中至少某一个重要部门的利润机会，从而改变经济前景。外部冲击给一些新的业务或现有的老业务带来了盈利机会，同时对另一些业务关闭了盈利的大门。结果，手中掌握储蓄或信贷的企业和个人将尽力利用盈利机会获得更多利润，并退出亏损的业务。如果新的机会总体上多于失败的机会，投资与生产将会上升，从而导致经济走向繁荣。

在明斯基的模型中，经济繁荣是由银行信用扩张导致的，后者扩大了总的货币供应量。银行一般都可以创造货币，有的是在早期的制度安排下通过发钞进行，有的是通过将银行存款的多余部分借贷出去的形式进行。银行信贷极不稳定，或至少曾经极不稳定，明斯基模型也正是以这一点为基础。明斯基模型的这一特征在其更深层次的讨论中还会有所表现，对此我们将进一步讨论。在银行介入的前后，由于个人信用无限扩张的本性，市场上已经出现了助长投机狂潮的额外支付手段。对于某一时点上的某一银行体系来说，其货币支付手段不仅可以在现有的银行体系内扩张，而且还可以通过创建新的银行、发明新的信用工具以及银行体系以外个人信用的膨胀来扩张。在此，关键的政策性问题就是如何控制货币扩张的上述所有途径。但是，即使防范了老银行和潜在新银行的不稳定性，在足够的动力激励下，个人信用的不稳定性仍然为经济繁荣提供了融资支付手段。

我们假定存在投机需求，且该需求已转化为对商品和金融资产的有效需求。一段时间以后，上升的市场需求对生产能力与现有金融资产的供应能力施加了压力。结果，价格上涨，新的盈利机会出现，吸引了更多的厂商与投资者进入市场。此时产生了积极的连锁反应，新的投资增加了收入，刺激了进一步的投资，因而收入进一步增加。这一阶段就是明斯基所谓的“上升阶段”。随着对生产和销售的投资，对价格上涨的投机增加。这一过程继续下去，将产生亚当·斯密及其同时代人所谓的“过度贸易”，但这并不是不可避免的。