



經 濟 科 學 名 著 譯 丛

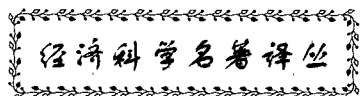
经济过热、经济恐慌 及经济崩溃 ——金融危机史

第3版

〔美〕查理斯·P. 金德尔伯格 著
朱隽 叶翔 译

MANIAS , PANICS
AND CRASHES
A HISTORY OF
FINANCIAL CRISES

北京大学出版社
北 京



经济过热、经济恐慌 及经济崩溃

金融危机史
第3版

MANIAS, PANICS AND CRASHES
A HISTORY OF FINANCIAL CRISES

[美] 查理斯·P. 金德尔伯格 著
朱 隽 叶 翔 译

北京大学出版社
北 京

著作权合同登记图字:01-2000-3637

图书在版编目(CIP)数据

经济过热、经济恐慌及经济崩溃:金融危机史/[美]金德尔伯格著:
朱隽,叶翔译.—北京:北京大学出版社,2000.9

ISBN 7-301-04718-5

I. 经… II. ①金…②朱…③叶… III. 金融危机-经济史-世界
IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 70772 号

经济科学名著译丛

书 名: 经济过热、经济恐慌及经济崩溃:金融危机史(第3版)

著作责任者: [美]查理斯·P. 金德尔伯格 著 朱隽 叶翔 译

责任编辑: 林君秀

标准书号: ISBN 7-301-04718-5/F·374

出版者: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: www.pup.com.cn 电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

电 话: 出版部 62752015 发行部 62754140 编辑室 62752027

排 版 者: 北京大学出版社激光照排中心

印 刷 者: 北京大学印刷厂印刷

经 销 者: 新华书店

890 毫米×1240 毫米 A5 开本 9.875 印张 279 千字

2000 年 10 月第 1 版 2000 年 10 月第 1 次印刷

定 价: 18.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

©Charles P. Kindleberger 1978, 1989, 1996

Foreword © Peter L. Bernstein 1996

All rights reserved. No reproduction, copy or transmission of this publication may be made without written permission.

No paragraph of this publication may be reproduced, copied or transmitted save with written permission or in accordance with the provisions of the Copyright, Designs and Patents Act 1988, or under the terms of any licence permitting limited copying issued by the Copyright Licensing Agency, 90 Tottenham Court Road, London W1P 9HE.

Any person who does any unauthorised act in relation to this publication may be liable to criminal prosecution and civil claims for damages.

目 录

中文版序·····	(1)
第三版前言·····	(7)
第二版前言·····	(11)
序·····	(17)
第一章 金融危机:顽疾难治·····	(1)
第二章 危机典型剖析·····	(15)
第三章 投机热潮·····	(27)
第四章 火上浇油:货币扩张·····	(63)
第五章 欺诈的出现·····	(94)
第六章 关键阶段·····	(120)
第七章 国内蔓延·····	(144)
第八章 危机的国际传播·····	(156)
第九章 任其自然,抑或另辟蹊径·····	(183)
第十章 最后贷款人·····	(208)
第十一章 国际最后贷款人·····	(230)
第十二章 结论:历史的教训·····	(261)
附录一·····	(272)
附录二·····	(278)

中文版序

我很高兴地得知北京大学出版社正在翻译出版我的《经济过热、经济恐慌及经济崩溃：金融危机史》一书。作为一部史书，本书受到某些因素的限制。例如，1996年的第三版未能涉及于1997年7月首次在泰国爆发的亚洲国家普遍存在的问题，同时，我的研究领域也一直集中于欧洲和北美洲。尽管如此，我还是试图将1990年1月日本的经济崩溃纳入本书，因为它至今仍然困扰着东西方经济。

让我首先修正以上缺陷，粗略地分析一下东亚危机爆发的原因，以及它们对国际金融体系和政策的影响。我从简单的经济繁荣与衰退模型开始，该模型在书中的第二章进行了详细分析，并试图表明该模型适用于除中国、新加坡和香港以外的东亚国家。

经济繁荣往往始于某些改变了盈利机会的事件。它可以是任何一个事件：如战争、和平、降低利率、提高利率、新的发现、创新等。财富持有人与投机者往往以转向新的、更有利可图的投机方式作为对“外部冲击”事件的反

应。其宗旨只是为了赚钱。其他人看到他们赚得新的利润,也加入他们的行列,其行为被称作“从众行为”。其后,资产价格继续攀升,甚至高于所谓的“基本要素水平”。一段时期以后,狡猾的内部人开始出售持有的资产;之后,随着价格下跌,后来者试图逃离。经济崩溃爆发。

某一类资产的繁荣将波及其他种类的资产,例如,股票投资热会影响到房地产投资,两者往往都包括商用投资与居民投资,或举另一个例子,随着金融市场的日益融合,资产繁荣将通过贸易和资本流动,特别是心理行为从一国蔓延至另一国,只是各国受影响的程度不同。随着投机热潮一路上涨,一些别有用心的人开始利用天真的投资者进行欺诈或贪污。

如果一国的制造业、建筑业和其他行业有大量资本流入,那么,一旦资本流入突然逆转、甚至流出,该国经济将面临严重问题。这类似于美国孩子的一种游戏,该游戏的名字是“争夺鞭子”,一群孩子手牵着手站成一条直线,向一个方向越跑越快,领头的孩子突然停住,并改变奔跑的方向,从而使得排在最后的孩子被甩了出去。在 20 世纪 20 年代,1924 年道斯贷款的成功引起资本大量流出美国,流入德国,还有部分流入拉丁美洲和澳大利亚,直到 1928 年 3 月纽约股票价格开始上升,出售外国债券的行为才得以中止,转为向短期债务发放信贷,而后者也于 1929 年秋终止,当时,随着以高负债借入股票的行为达到顶峰,利率急剧上升,最终,经济行为于 10 月崩溃。向亚洲新兴市场经济的放贷也是同样的热切——尤其是向泰国、印度尼西亚、韩国和菲律宾的放贷——随着美国和欧洲投资者、尤其是共同基金引发了 1997 年 7 月泰国的经济崩溃,这种信贷行为突然中止。我在本书第 7 章中讨论了日本在更早时候的同样经历,它始于 80 年代晚期日本的低利率,影响到股票、房地产,尤其是银行业,最终,该繁荣随着资产价格的崩溃于 1990 年 1 月中止。

正如沃尔特·巴杰特(Walter Bagehot)在其 1870 年出版的《隆巴德大街》(*Lombard Street*)一书中指出的一样,金融危机中

货币当局的任务是向市场提供充足的流动性,中止通货贬值的扩散,但利率应保持在惩罚性利率的水平上,以防止产生所谓的“道德风险”,以及投资者认为当他们陷入困境时有人照应,从而不负责任的高风险行为。

墨西哥是能够用来说明道德风险的一个例子,但在多大程度上能够说明多少令人怀疑。20 世纪 70 年代,大量美国信贷涌入墨西哥,引起了 1982 年危机,这是自第二次世界大战以后新兴市场经济发生的首例危机。美国和国际货币基金组织向墨西哥提供了高达 30 亿美元的援助,包括预先购买 10 亿美元的石油作为美国的战略储备。1994 年,美国银行和共同基金的过度信贷又一次引起了墨西哥爆发金融危机(道德风险?),其中的援助金额大大高于上次——总金额高于 50 亿美元,援助主要来自国际货币基金组织、世界银行、泛美开发银行和主要发达国家——援助规模之所以如此庞大,是为了使世界相信它们能够提供的援助远远高于需求。不幸的是,它也为国际货币基金组织作为最后贷款人提供了先例,该组织先后于 1997 年和 1998 年向泰国(201 亿美元)、印度尼西亚(570 亿美元)和韩国(570 亿美元)发放了大量信贷,几乎耗光了其信贷总量。因此,美国政府敦促国会通过增加国际货币基金组织份额的动议,在这一过程中,原教旨主义者试图对援助贷款附加条件,如不能援助法律上允许堕胎的国家,因此,该议案直到 1998 年底才通过。其他国家则一直等到美国采取了第一步以后才投票决定是否同意国际货币基金组织增资。对于那些可以在国内创造货币的中央银行而言,它们可以从容应付国内的金融危机,就像美国的联邦储备系统有效应付 1987 年 10 月 19 日纽约股票市场崩溃的“黑色星期一”一样。但应该注意的是,目前还没有一个世界性的中央银行,各国中央银行不能创造国际货币(亦即外汇)。如果泰国、印度尼西亚、韩国和菲律宾的危机以较长的时间间隔爆发,也就是说援助第一次危机的贷款在第二次危机爆发时大部分已经偿还,远东的麻烦则比较容易应付。但国际合作的日益改善导致

各国几乎同时爆发危机,也使得各国可以更快、更多地向新兴市场经济发放贷款。

世界金融体系在 20 世纪 90 年代遇到了亚洲之外的另一个难题,即苏联解体后各国向俄罗斯大量放贷,而后者未能从计划经济顺利地过渡到市场经济,于 1998 年夏宣布不能偿还贷款。此举给一系列银行和欧洲的大部分地区带来了严重的问题,但改变了利率预期,导致一家高杠杆经营的“对冲基金”——长期资本管理公司——倒闭,该公司曾对各种结果下了高达几十亿美元的赌注。这一事件中,最后贷款人的职能是由纽约联邦储备银行履行的,它帮助协调了主要的商业银行和投资机构以破产价格兼并了这家公司。该事件帮助金融史学家们回想起 1890 年对英格兰一家投资机构——巴林兄弟公司(Baring Brothers)的救助,当时英格兰银行安排主要金融机构帮助巴林清偿债务,直到它在过热时期大量发行的阿根廷抵押债券得到了清盘。应该注意的是,对冲基金是一种相对来说比较新生的金融机构,只有很富的人才能加入,有时其最低投资限额高达 100 万美元,很少受到管制,因为人们往往认为富人们能够正确评估风险。就我所知,较大的对冲基金首例倒闭案发生于 1994 年春,当时,美联储三次出人意料地提高了利率。

我不太了解中国、回归中国前的香港以及新加坡是怎样免受东亚金融危机波及的。新加坡有着敏锐而保守的货币管理机制。香港实施了货币局制,在此制度下货币供应量自动变化,在国际收支盈余时增大,赤字时缩小。中国拥有巨额的外汇储备,主要来自成功的对外贸易,但也曾被迫应付来自海外、以及流向海外的、在一定程度上波动较大的资本流动。这三大经济实体与那些经历了困难时期的实体相比,保持了汇率稳定。

以上现象对国际经济与金融体系意味着什么?政治家们和学者,与新闻界一道,正准备提出改革的建议。有人提倡实施外汇控制,但应比 20 世纪 30 年代普遍实施的管制稍为温和。这里最为极端的建议是中止世界经济的全球化,也就是由一伙加

拿大人发起的所谓塞纳宣言。英国经济学家约翰·伊特维尔(John Itwell)和其美国同事兰斯·泰勒(Lans Taylor)提议建立一个世界金融当局,设立管理系统性风险和实施国际货币基金组织和世界银行有关透明度和责任感要求的政策。詹弗里·萨克斯(Jefferey Sachs),这位哈佛大学的经济学家,希望把7国集团(加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国)首先扩大为8国集团,纳入俄罗斯,然后扩大为16国集团,纳入其他8个发展中国家,毫无疑问地应包括中国、印度、澳大利亚以及非洲、拉丁美洲和中东的代表。一位新闻记者呼唤新凯恩斯的诞生,他认为凯恩斯是1944年布雷顿森林制度的杰出领导人。许多人都希望建立新的布雷顿森林制度,改变旧的制度。

当然,每一项建议都有许多赞成意见,但也有许多反对意见。可以肯定的是,随着欧洲的建设和欧洲联盟的扩张,尤其是以欧洲中央银行为核心的欧洲经济与货币联盟的诞生,制度变革是不可避免的。从长期来看,这要求从多方面进行制度变革,包括联合国安理会的改革。20世纪30年代,德国和意大利以死刑来支持外汇控制,至少是名义上进行这样的威胁,但仍未能保证外汇管制百分之百地有效运作。远在因特网出现以前,随着对直接投资的自愿信贷限制计划让位于强制控制计划,美国发现很难控制资本流动,随后放弃了这两者。实际上,发展中国家加入发达国家的组织很可能导致僵局,甚至是在发展中国家内部,正如联合国贸易发展大会的效率下降一样。关于长期以来就存在的改革建议,我认为货币局制在一个与某一规模庞大、且比较稳定的经济有着紧密联系的小国中可能运行良好,但如果推广这一制度,将产生很多问题。长期以来,也有人建议建立区域货币区,在该区内汇率稳定,但各区之间汇率可以浮动。我认为这似乎是一种倒退。世界金融的稳定需要各区之间汇率稳定,如美元、欧元和日元区汇率稳定,但不应过多关注某一区域内的波动,如加拿大元和美元之间的波动。

很可能我对这些建议有些挑剔。实际上,布雷顿森林制度

在 1944 年以后仅运行了 15 年。而 1933 年在伦敦召开的世界经济大会也以呜咽结束,与世界经济重新一体化的初衷相反,会议将世界经济划分为美元、英镑和黄金区。我相信一次仅处理一个问题有利于取得一定的进展,而不是立即解决所有的问题。但这往往被人们称作“头脑糊涂”,因而受到蔑视。在结束之前,应记住的是:贸易相对自由、汇率相对稳定、地区性自主权相对较高的全球经济有利于防范金融危机。有时退一步是必要的,以便于再进两步。

查理斯·P. 金德尔伯格

第三版前言

第三版的念头并不仅仅是因为 1988 到 1990 年日本经济的上下反复,当然仅此一点,我的一位朋友就认为有必要再版了,也不是因为编辑的强烈要求。实际上,自 1989 年再版后,发生了一系列的投机热潮,并演化成金融危机。既有 1987 年 10 月 19 日道琼斯指数跌 508 点——黑色星期一所引发的,更有“新兴市场经济”与共同基金热,1992 年英镑和里拉的外汇冲击,以及 1995 年秋出现的科技股票泡沫等现象。但是对于学者而言,学术上的理由更为重要。1987 年后,出现了大量的文章,有反对金融市场泡沫的,但也有赞成的。许多文章是相当技术性的。如采用了计量经济学之类的方法。我的专业解这基础形成于 30 年代,因此无法很好地了些技术性内容。但这让我想起一个音乐爱好者的一句话,他在离开音乐厅时说:“我不甚了解现代音乐,但我了解我喜欢什么。”

本书会提到一篇文章,它否认存在过热现象。¹与我的惯常做法不同,我回复了这篇文

章²,一个重要原因是由于杂志编辑的怂恿。但更重要的,还由于当时出版了罗伯特·弗莱德(Robert Flood)和彼德·盖伯(Peter Garber)的一本书,书中的大量文章力图说明无泡沫的零假设不能被计量经济学检验所拒绝,特别是盖伯自己的文章,认为1636年秋到1637年2月荷兰共和国的郁金香价格飞涨的现象,即所谓的“郁金香热”不是一种投机热,而是对基本经济因素的一种理性反应。³这引出了一个古典检验问题,即某一事件发生了360年后,经济理论是否因参与者和普通的历史学家不同而不能解释这一事件。有两个经济学家使用的新整理但不完整的统计数据表明,1789年(大革命之前),法国的人均收入与英国相同,从而反驳了大量的证据,这些证据与当代旅行者的认识是相悖的。⁴

对这些争论,我会尽力采用非辩论性的语言进行讨论。此外,我个人的研究也从多个角度推进了这个问题。对比“郁金香热”稍早一点的德国事件,我也有了更多的了解。我意识到第二版提供的参考资料多少有些随意和误导。历史的这一幕,发生于1619年与1622年之间。其本身意义不小,因为有一学者,我忘记了他的名字和作品,声称欧洲金融危机发生于银行业和银行券兴起之后。但是,即使是金属货币时期,同样可能出现剧烈的危机。因为,王子、修道院院长、牧师甚至神圣罗马帝国的帝王,建立了过多的铸币厂,将铸币面值提高,降低重量或成色,让日常交易中的货币贬值。其目的是为了增加收入(铸币税),支付“三十年战争”(Thirty Years War)中雇佣军的费用。⁵在另一篇文章“资产膨胀与货币政策”中,我探讨了货币当局由于一般的(商品与劳务)价格稳定而降低利率,由此可能出现劣币“置换”而引致股票市场与房地产市场的泡沫。⁶这一问题会在第三章讨论,特别是1929年的华尔街危机和1988~1990年日经指数的升跌就与这一问题有关。

还有另一篇文章,是关于金融危机的国际扩散问题,这是本书第八章的主题,载于《经济危机的风险》一书中。该书还收集

了劳伦斯·萨默斯(Lawrence Summers)的一篇文章,他利用本书第二章的典型模型对未来金融危机情形进行了探讨。⁷我感到自豪的是,也许并不恰当,本书1978年正好出版于有关金融危机的经济文章发生泡沫之时,可以肯定这种泡沫是受70年代和80年代的通货膨胀影响的。

第二版面世后,法文译本也出版了。⁸但出版商告诉我,无法很好译出书名的“过热”(Manias)一词,因为找不到准确表达英文的“过热”意思的法文词。译本中有两项翻译引起我的兴趣。一个是把“易受骗的人”译成GO-GO,另一个是把毫无经验的投资者译成“卡班特拉斯的寡妇”。GO-GO出现在《新小拉鲁斯》(Nouveau Petit Larousse)中,定义为“轻信资本家”(布鲁克在70年代初就已知道了这个词,所以把他那本描写60年代金融热的书称作《GO-GO之年》)。⁹我问一些知识广博的朋友,卡班特拉斯(法国普罗旺斯的一个小镇)的寡妇是怎么回事,他们告诉我,这不是指人,而是指一种理想,社会学家所说那种“从皮奥里亚来的网球鞋里的小老妇”。如对此有兴趣,我还知道另一个有关易受骗的人的法文词,une poire,用在指支付所得税的人。

为了学术史料的完整,本书第二版的前言仍保留着。但我删掉了感谢词,不过这丝毫未减我对第二版所列人员的真诚谢意;在此,我还要特别加上罗伯特·阿利伯(Robert Aliber),他希望第三版能够侧重于日本的经济泡沫,此外还有英国麦克米兰出版社的T.M.法米罗(Farmiloe)出版董事,是他给了我再版的勇气。

查理斯·P.金德尔伯格

注释:

1. 斯蒂芬·霍沃兹(Steven Horwitz),“政府干预:货币秩序的福与害”,《批评评论》第七期,1993年,第237~257页。

2. 金德尔伯格,“理论与历史:对霍沃兹的答复”,《批评评论》第八期,1994

年,第609~614页。在这期中,也有一篇霍沃兹教授的反驳文章。

3. 弗莱德和盖伯,《投机性泡沫,投机性攻击与政策变化》(剑桥,马萨诸塞:麻省理工学院出版社,1994年),特别是盖伯的“郁金香狂热”,第55~82页。

4. 帕特里克·奥布里恩和卡格勒·凯德(Patrick O'Brien and Caglar Keyder),《1780~1914年英国与法国的经济增长:通往20世纪的两条道路》(伦敦:乔治·阿兰 & 尤温,1978年),第178页。又见R.W.福格尔和G.R.艾尔顿(R.W. Fogel and G.R. Elton)的《何路通向历史:历史的两种观点》(新黑文:耶鲁大学出版社,1983)。

5. 金德尔伯格,“1619~1623年经济危机”,《经济史杂志》第51期,1991年3月,149~173页。

6. 金德尔伯格,“资产膨胀与货币政策”,拉法罗国民银行《季度评论》第48期,1995年3月,第17~37页。

7. 马丁·费尔德斯坦(Martin Feldstein)主编的《经济危机的风险》(芝加哥和伦敦:芝加哥大学出版社,1991年)。萨默斯文章“为下一个经济危机作计划”,第139~158页。

8. 金德尔伯格,《1700年以来的货币与金融投机史》(巴黎:艾迪逊斯,1994)。

9. 约翰·布鲁克斯(John Brooks),《上当受骗的年代》(纽约:维布赖特和塔利,1973年)。

第二版前言

本书初版于 1978 年,有三个原因促使本书再版。首先,也是次要的一点,是十多年来,通过不断的阅读,支持我分析框架的证据增加了。在完成 1984 年初版的《西欧金融史》一书的过程中¹,我阅读了 19 世纪的一批重要著作:有 1867 年研究法国货币与信用史的六卷本《探索》²,欧文斯通勋爵(Lord Overstone)的三卷书信录³,沃尔特·巴杰特的三卷经济金融论文集⁴,北美米切尔·查瓦莱尔(Michel Chevalier)的书信⁵及其他一些资料。从这些文献中,我一点一点地收集有关材料,并累积成档。这些证据进一步支持了我原有的分析,有必要加以采用。有些研究成果已应用于其他文章,如《西欧金融史》中关于金融危机的一章、《凯恩斯主义与货币主义》文集⁶,及应用于《国际经济秩序:金融危机与国际公共产品》一书中。⁷因为本书第一版的面世,让一皮埃尔·拉法格(Jean-Pierre Laffargue)组织了一次欧洲金融危机研讨会,此次会议加深了我对金融危机问题的认识。⁸