
金融危机: 演进、冲击与政府应对

何德旭 郑联盛*

内容提要 在对不同的金融危机的历史研究中可以看出,金融危机具有较为普遍的演进规律与进程,一般具有危机孕育、引发、爆发和深化等阶段,逐步对金融机构、金融市场功能、金融稳定性和实体经济等造成巨大的冲击,并对政府政策提出挑战。政府在金融危机防范和救援中具有极其重要的基础性作用,是金融危机的稳定器和吸收器,政府政策的合理性决定着危机处置的有效性。政府应该坚持及时性、针对性和与市场相协调的原则,采取合理有效的危机前、危机中和危机后等相关措施,并加强对政策措施的评估与反思。

关键词 金融危机 演进 冲击 政府政策

一 引言

由美国次级抵押贷款问题引发的金融海啸,逐步升级并蔓延,已经演化成为大萧条以来最严重的全球性金融危机,其负面冲击已经远远超过1987年美国储贷危机、20世纪90年代北欧银行危机、20世纪90年代日本股市泡沫和1997年东亚金融危机。本轮金融危机发生在全球金融体系的核心地带,并向全球各个经济体广泛扩散,对房地产市场、信贷市场、金融部门乃至实体经济部门都造成严重的冲击。

在金融危机蔓延过程中,全球主要经济体都采取各种政策措施,进行了史无前例的金融救援。在一定程度上,各个国家的救援政策还没有取得应有的作用,这就意味着这些政策也遭到了某种否定。政府的行为与危机的演进、冲击和治理等都是紧密相关的。特别值得注意的是,在这个过程中,政府的作用不一直都是正面的。政府的政策甚至可能是金融危机爆发的根源之一,政府的干预可能导致金融危机的进一步恶化。尽管新古典主义和凯恩斯主义在政府行为的作用和政府与市场关系等方面存在争议,但是,毫无疑问的是,政府最后必须为金融危机“埋单”;金融危机的治理责任必然要落在政府身上。

虽然每次金融危机都具有不同的表现形式、性质和特点,很难把各次金融危机纳入到一个统一的分析框架中,但是对历次金融危机进行类比,特别是分析政府在金融危机中的政策选择和行为特征还是非常必要的。本文将对此进行重点讨论和分析。论文第一部分为引言,第二部分是相关文献的回顾,第三部分将讨论金融危机的演进过程以及政府在这个过程中作用,第四部分分析金融危机的冲击及其给

* 何德旭:湖北经济学院 中国社会科学院数量经济与技术经济研究所;郑联盛:中国社会科学院研究生院。

本文系2008年度国家社会科学基金重大项目《构建金融稳定的长效机制研究——基于美国金融危机的经济学分析》(批准号:08& ZD035)的阶段性的研究成果。

政府政策带来的影响,第五部分将梳理并总结历次金融危机中政府的应对措施,主要讨论政府在金融危机应对中的地位与作用、政府干预的原则与方法、政府主要的政策选择以及政策效果的评估等,论文的最后是小结和政策建议。

二 相关文献回顾

金融危机作为对实体经济具有严重破坏力的经济活动,长期为政府部门、实业界和学术界高度关注。

MF(1998)根据金融危机的根源、影响范围与程度,将金融危机划分为银行危机、货币危机、债务危机和系统性金融危机四个类别。然而,随着经济全球化和金融自由化的深入与深化,银行危机经常与货币危机相互联系与影响,发生货币危机的同时也往往产生银行危机,即是一种新型危机(Calvo and Mendoza 1996)或者称双重危机(Kaminsky and Reinhart 1999),而且,均能引发系统性的金融危机。关于金融危机的理论更是层出不穷,出现了第一代至第四代金融危机理论和模型。

第一代和第二代金融危机模型实际上是阐述货币危机的理论(Eichengreen et al, 1996)。第一代货币危机模型主要是针对墨西哥、阿根廷货币危机等的分析。第一代危机模型的分析结果表明,货币危机的演进是政府政策失败的结果,因为政府政策之间缺乏一致性(尤其是财政货币政策与汇率制度安排),过度扩张的财政货币政策导致经济变量的恶化(Salant and Herderson, 1978; Kugman, 1979; Flood et al, 1995)强调的是制度性缺陷与政策不协调性导致货币金融危机,尤其是市场投机中的制度性缺陷(Flood and Garber, 1984)。在政府政策方面,Flood等(1995)讨论了在固定和管理汇率制度下货币当局是否冲销投机资本及其有效性等。

第二代金融危机模型关注的重点仍然是货币危机,尤其是英镑和意大利里拉危机和新兴经济体的货币危机。Obstfeld(1994, 1996)扩展了Barro与Gordon(1983)的规范性政策选择模型,讨论了开放经济体中的货币政策选择问题。第二代金融危机模型(Obstfeld 1994, 1996; Sachs et al, 1996; Calvo and Mendoza 1996; Flood and Merion, 1998)强调金融危机演进过程中的政府与市场的博弈,政府政策的非线性可能产生多重均衡,市场预期的改变会实质性地影响政府政策的成本收益和政策取舍,更重要的是这一模型强调的是政府与市场博弈中金融危机演进的自我实现性(Self-fulfilling),也就是,市场预期可能导致政府政策失效和金融危机的爆发,同时也反映了政府政策在金融危机演进过程中可能是“推波助澜”。

值得注意的是,第一代和第二代金融(货币)危机模型没有将银行等金融中介纳入到分析框架当中,因而无法很好地解释东亚金融危机的爆发和蔓延。鉴于此,第三代金融危机模型跳出了货币领域,将微观机制和宏观机制的分析纳入到统一的框架中,强调金融中介在金融危机演进中的重要作用,强调道德风险、市场预期、信息不对称以及金融系统不稳定性等对金融稳定和金融危机的影响,由此演化出了多种模型(刘明兴、罗俊伟, 2000; 朱波、范方志, 2005),其中比较典型的有银行挤兑模型、道德风险模型、金融系统不稳定性模型、危机传染模型等。

Diamond与Dybvig(1983)(即D-D模型)、Chari与Jagannathan(1988)强调了银行行动的微观经济学机制(挤兑模型)及其在金融危机中的作用,率先建立了金融危机微观分析的初步框架。Chang与Velasco(2000)和Radelet与Sachs(1998)等认为,市场预期是多重均衡中不合意均衡(即危机)产生的决定性因素之一,即市场预期的突然改变可能造成恐慌性的集体行动,最后导致金融危机。在D-D模型及其扩展分析的基础上形成了银行挤兑模型(也称为金融恐慌模型)。McKinnon与Pill(1997)、Kugman(1998)、Corsetti等(2000)等建立了道德风险模型,他们认为政府对银行负债的隐性担保会使银行产生道

德问题,即信贷过程中的不良资产可能会增加,从而导致金融风险。金融系统不稳定性模型则强调信息不对称引起的存款者的协调失败 (Morris and Shin 1998)、不承诺和流动性创造 (Diamond and Rajan 2000)、资产证券化 (Allen and Gale 1998)和流动性资产与非流动性资产替代中的金融脆弱性 (Allen and Gale 2002)等的金融风险及其对金融稳定性的冲击。在危机传染模型中,Allen与Gale(2000)讨论了银行同业之间流动性危机是如何通过信息渠道和信贷渠道进行传染的;在国际金融危机传染中,金融机构的多国经营造成不同市场的溢出效应 (MF 1998)、蝴蝶效应和羊群效应等 (Calvo and Mendoza 1996, Lahiri and Krugman 1997, Eichengreen and Donald 1998)是金融危机传染的根本原因。

可以看出,第三代金融危机理论及其模型,通过兼顾宏观层面和微观层面的分析,尤其是以内生增长模型为基础的金融危机模型将微观变量(金融中介)纳入到分析框架之中,可以较好地解释金融危机。但是,随着经济全球化和金融自由化的进一步发展,各个经济体之间、企业与整体经济、政府和市场之间的关系更加复杂,金融危机似乎需要更加全面也更为系统的框架来解释。因此,在第三代金融危机模型的基础上,很多学者 (Krugman 1999, Cespedes et al, 1999, Cavallo et al, 2002)引入了国家资产负债分析,强调一个经济体(包括企业、部门、国家等)所面临的内外失衡、期限错配、货币错配、资产结构错配和偿付能力问题等在金融风险累积和金融危机爆发蔓延中的作用,从而建立起相应的金融风险 and 危机分析框架,这就是第四代金融危机模型。事实上,第四代金融危机模型并没有非常明确的界定与分类, Krugman (2001)认为第四代金融危机模型讨论的可能根本不是货币危机,而是更一般的金融危机,资产价格在其中可能扮演主要角色 (the starring role),同时强调开放性对金融危机爆发的影响。还有一些学者 (Chu 2007)认为,第四代金融危机模型需要重返宏观领域,将宏观变量、微观基础和政府行为统一起来进行分析。

三 金融危机的演进

金融危机通常被认为是对经济体系中不健全的部分进行的“自残式”的自我矫正,尤其是对市场和制度失灵的“清算”,促发金融危机的因素有内部、外部和内外结合之别。当金融危机发生时,全部或者部分金融指标(比如短期利率、资产价格、企业破产数和金融机构倒闭数等)都发生了急剧的恶化甚至造成整个金融行业的困顿,并对经济基本面产生巨大的冲击 (MF 1998)。

不同类型的金融危机,其演化过程是存在很大的区别的。金德尔伯格(2007中译本)认为,很难将不同的金融危机纳入到统一的一个分析框架中。如果以一个系统性金融危机为例,也必须区分是由货币危机、银行危机还是债务危机引起的。双重危机理论就认为,货币危机和银行危机可能同时发生,进而演化为系统性金融危机。在第四代金融危机模型中,由于资产价格发生较大的变化,引发了更为严重的金融危机,并使整个金融体系都受到冲击。由美国次贷问题引发的全球金融危机可称为第四代金融危机模型的典型代表。

很多研究都对金融危机的演化过程进行了描述,基于不同的分析框架和金融危机类型,这些描述还是存在不小的差异。比如, Minsky(1992)、金德尔伯格(2007中译本)等侧重于一般性金融危机的分析, Kaminsky与 Reinhart(1996, 1999)则关注银行危机和货币危机的双重危机分析,而 MF(1998)、Krugman (1998)、Eichengreen与 Donald(1998)主要分析新兴经济体的金融危机, Allen等侧重于基于金融中介等微观基础的银行系统性危机。以 Minsky和金德尔伯格的一般性框架(主要基于系统性银行危机)为基础,同时考虑到其他一些相关的研究,金融危机的演进还是有一定的路径和规律可循的。

第一,金融危机孕育阶段。很多研究认为,政府政策过失和制度缺陷是金融危机产生的土壤。在

Minsky和金德尔伯格看来,这个阶段的典型特征是“错位”(displacement),包括政策与制度之间的错位、政府与市场的错位等。Krugman(1979)等分析新兴经济体的货币危机时认为,新兴经济体的制度错配、政府过度扩张的财政和货币政策为金融危机的爆发埋下了种子。Laeven与Valencia(2008)通过分析1970~2007年共计42次系统性银行危机得出结论,金融危机往往是不可持续的宏观经济政策(比如巨额的贸易逆差、债务)、过度的信用扩张和外部冲击等的产物。金融危机的爆发一般都是和经济萧条之后的扩张相联系的,与经济扩张相伴随的信用扩张一般是金融危机产生的重要原因,尤其是银行危机,大部分与信用过度扩张直接相关。Mendoza与Terrones(2008)对1960~2006年49次信用扩张(工业化国家为27次,新兴经济体为22次)的研究表明,经济扩张过程中信用急剧扩张带来了公司、银行业和整体经济的潜在脆弱性,虽然不是所有的信用危机都以金融危机的方式结束,但是大部分金融危机都和信用扩张紧密相关。

在金融危机孕育阶段,经济往往处在一个上升的通道之中。在政府扩张性的政策引导下,加上金融自由化的强大支撑,经济体的总需求不断扩张。经济和信用扩张使得微观层面的公司杠杆倍率、公司价值和对外部融资的依赖性都大幅增加。在银行等金融部门,资产质量、利润和信贷出现膨胀(Mendoza and Terrones, 2008)。私人部门投资需求不断增长,银行大肆发放非审慎的贷款,特别是在资产证券化的推动下,资金流动速度加快,货币乘数变大,即产生了货币创造的过程(Diamond and Rajan, 2000; Allen and Gale, 1998, 2004),整个经济的货币供应量扩大,投机需求大量浮现,同时就产生了过度交易的情况(Minsky, 1992)。此时,市场进入到上升阶段,由于投机需求已经转化为对商品和金融资产的有效需求,结果是商品和资产价格快速上涨(Allen and Gale, 1998, 1999)。价格的上涨又带来了更多的盈利机会,并吸引更多的投资者进入市场。在金融中介和金融业务的推动下,尤其是银行信用扩张,使得总需求水平不断偏离真实需求水平,经济出现了非理性的繁荣。以北欧银行危机为例,芬兰银行贷款占GDP的比例从1984年的55%狂升至1990年的90%多,挪威、瑞典的情况也相似。Minsky认为,如果政府能够在这个阶段果断的采取措施控制货币扩张的途径,那么由此带来的不稳定性可能可以避免。Minsky的观点得到了希尔(2008中译本)的认同,希尔指出,格林斯潘在1996年底就意识到非理性繁荣的危害性,但是他并没有采取紧缩性金融政策,反而在网络泡沫之后,使格林斯潘期权(Greenspan Put)大肆盛行。

第二,金融危机引发阶段(这个阶段被Minsky称为“财务困难”阶段)。随着投机性繁荣的继续,利率、货币流通速度和资产价格等都大幅上升,整个金融体系已经成为一座高耸入云的摩天大厦,金融系统的脆弱性大大增加。此时市场预期已经发生变化,大幅上升的资产价格使得市场预期未来资产的价格将更高,市场预期和信用扩张进一步推高资产价格,从而产生泡沫,危机的爆发就只是时间的问题了。金融危机爆发的早晚实际上取决于外部冲击(Allen and Gale, 1999; Laeven and Valencia, 2008)和“内部人”(Minsky, 1992)。此时,体系内的“内部人”开始抛售资产,以锁定利润,或者外部冲击使得投资者作出了卖出的决定,市场开始走向脆弱的均衡。随着“内部人”的进一步行动或外部冲击逐步深化,资产价格开始下跌,对投资者的资产负债表开始产生影响。由于某些金融机构的过度冒险,在资产价格调整过程中首先会成为遭殃者,这些机构将由此面临重大的财务困难。危机爆发的诱因除了“内部人”因素之外,还有贸易恶化(芬兰等)、利率上升(墨西哥、阿根廷、美国等)、汇率变动(拉美、东亚等)等外部因素。

第三,金融危机爆发阶段。在金融危机爆发初期,如果金融机构是以自有资金进行投资,那么市场下跌仅仅会影响到机构自身。但是,金融中介已经完全超乎“中介”的职能,而成为一个市场投资者,更重要的是,金融中介往往是举债投资而且杠杆率很高,金融体系成为由众多金融机构组成的以流动性为血液的有机体,单一金融机构的过度冒险行为可能导致其他金融机构出现问题,即现代金融体系具有内在

传染性 (Allen and Gale 2000)。传染性使得财务困难并不是问题的终结, 投资者和金融机构出现流动性短缺, 整个金融体系的流动性发生逆转, 市场开始出现巨量的恐慌性卖出, 资产价格急剧下挫, 投资者纷纷溃逃, 大量金融机构破产, 最后演化为金融危机。金融危机的传染主要是通过信息渠道和信贷渠道进行的 (Jorge et al, 1998), 这个过程通常具有四个典型的特征: 资产价格大幅快速下挫, 产生大量问题资产, 金融机构大量破产, 流动性状况的逆转和金融市场的资金融通功能受到冲击。其中, 流动性状况的逆转和金融市场的资金融通功能受到冲击, 使得市场的整体流动性大幅萎缩 (即信用骤停), 产生流动性危机 (Reinhart and Rogoff 2008 a, b), 进而产生信用的大幅萎缩, 即从信用急剧扩张骤变为信用的极度紧缩 (见图 1)。因此, 这个阶段也被 Minsk 称为“骤变”阶段。

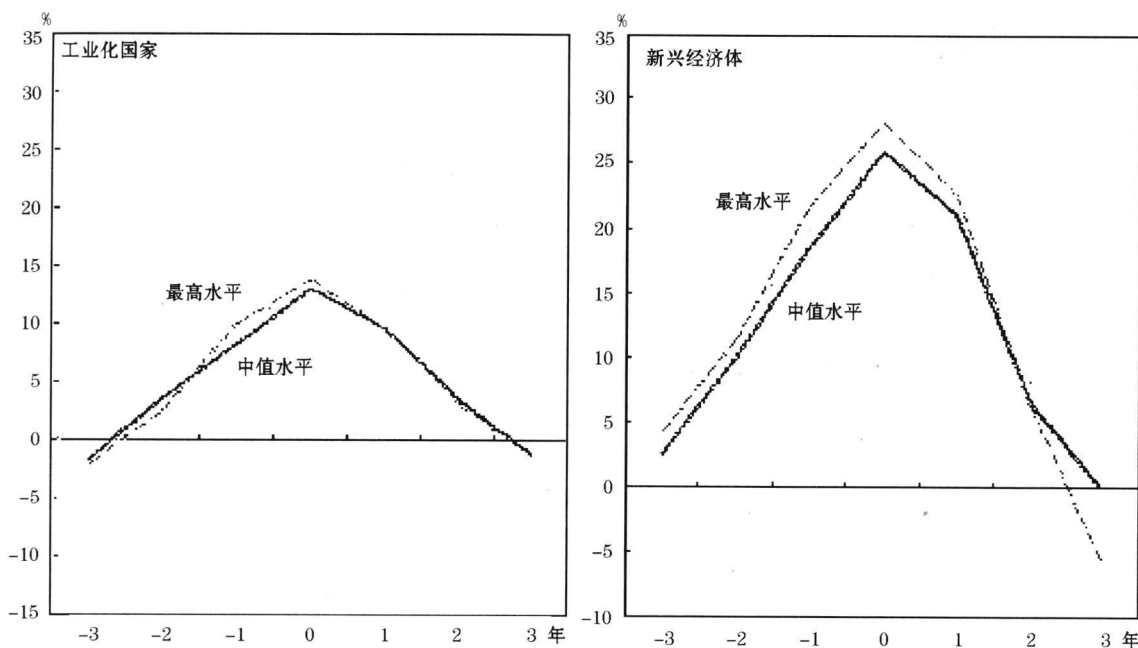


图 1 金融危机前后三年信贷的人均水平变化图

资料来源: Mendoza与 Terrones(2008)。

说明: 横轴 0 代表金融危机发生的基期, 刻度为年, 以工业化国家 27 次金融危机、新兴经济体 22 次金融危机为样本, 数据经过 H-P 滤波处理。

第四, 金融危机深化阶段。金融危机爆发之后, 资产价格大幅下挫, 金融机构大量破产, 金融市场资金融通和资源配置功能受到重创, 金融危机对实体经济部门开始产生重大影响, 即金融危机演化为经济危机。当然, 并不是所有的金融危机都会引发经济危机, 这主要取决于金融危机的程度和政府政策的有效性。金融危机深化的另一个表现是金融危机的国际传染, 由于金融机构的多国经营造成不同市场的溢出效应 (MF 1998)、蝴蝶效应和羊群效应, 通过贸易和金融等渠道 (Calvo and Mendoza 1996, Eichengreen and Donald 1998, Allen and Gale 2000) 使得金融危机可能在区域 (如东亚金融危机) 甚至全球范围内 (如美国次贷危机) 传导, 进而对区域经济和全球经济产生重大的负面影响和冲击。

四 金融危机的冲击

政府失败的政策和金融市场的各种“理性”行为可能导致整体的非理性, 即出现所谓的“囚徒困境”,

实际上是丧失了对现实的理性感觉,甚至是某种近似于集体的歇斯底里或疯狂(金德尔伯格,2007中译本)。这些崩溃性的金融动荡,不仅导致资产价格下挫、金融机构破产和金融行业危机,而且冲击实体经济稳定增长的基础,甚至破坏全球经济的基本面。但是,每次金融危机都对金融市场和金融制度带来程度不同的矫正,这种矫正对未来的金融稳定和经济发展是有利的。当然,这种矫正的代价往往也是非常巨大的。

金融危机巨大的破坏力,首当其冲的是大量的金融机构破产和坏账的产生。以大萧条为例,1930~1933年,每年银行倒闭的比例分别为5.6%、10.5%、7.8%和12.9%,到1933年年底,坚持经营的银行仅为1929年的一半多一点,美国的银行数量从25000家减少到不足15000家(Bemank, 1995)。在日本的银行危机中,1993年3月,日本前20家银行的官方坏账规模为12.8万亿日元(约合GDP的2.5%),5年以后,在银行冲减了37.6万亿日元的坏账后,还面临40万亿日元的坏账(刘静,2004)。更重要的是,银行大量不良贷款的产生(见表1)、问题资产的处理和金融机构的救援还使得政府处于两难的境地。

金融危机的破坏力还表现在破坏了金融市场的资金融通功能。1930~1933年是美国历史上金融体系最艰难、最混沌的时期。1933年3月,银行破产达到高潮,银行体系瘫痪,违约和破产程度严重,影响了除联邦政府之外的几乎所有借款人,金融机构和投资者基本上丧失了再融资功能,使得市场的整体流动性大幅萎缩(即信用骤停),进而产生流动性危机(Reinhart and Rogoff 2008 a),金融体系的资金融通功能受到巨大影响,资金配置的效率也大大降低。Krugman(1998)认为,金融体系流动性的逆转将使得经济的复苏处在非常被动的境地,市场信心在流动性方面是最为关键的因素,一旦市场对政府公信力和行为能力产生质疑,政府很难恢复市场流动性的信心。

此外,金融危机爆发还将影响金融稳定性。金融机构所从事的证券化和高杠杆操作,容易使得金融体系的流动性被数倍放大或缩小。首先,金融机构的行为改变了人们持有货币的动机,引起货币需求结构的变化;其次,货币需求的决定因素变得更为复杂和不确定。各因素的影响力及其与货币需求函数关系不确定性的增加,也会降低货币需求的稳定性;再次,货币供给的内生性也大大增加。总体上看,金融危机使得货币供应在一定程度上脱离中央银行的控制,越来越多地受制于经济体系内部因素的支配(比如货币乘数的变化),从而严重削弱了中央银行对货币供应的控制能力和控制程度(Allen and Gale 2001, 2004; Reinhart and Rogoff 2008 a b)。在金融危机爆发之后,市场开始出现严重的惜贷和信用紧缩(credit crunch),尤其是大型金融机构的纷纷倒闭,给市场带来了巨大的信心问题。这样,金融危机就给信贷流通渠道造成了大量渠道内和渠道外的变动,扰乱了正常的信贷配置的过程,金融市场不确定性大大增加,金融稳定性受到极大的冲击。Minsky(1992)在金融不稳定假说中指出,在这个阶段,政府最重要的任务是重新掌控信贷规模及速度,恢复信贷渠道的功能,信贷功能的恢复是克服金融不稳定性负面影响的主要手段。

更为重要的是,金融危机还可能引发经济衰退。银行危机爆发之后,对挤兑的担忧导致存款人大规模提前提取存款,各国金融危机主管机构不得不因此提高准备金率,银行也必须增加流动性强的资产(Arizza et al, 2005)。整个金融部门提供服务的效率大幅降低,中介行为的实际成本大幅提高,借款人就会发现信贷变得昂贵而难以获得,信贷紧缩就会演变为总需求的萎缩,最终导致产出的大幅下挫,从而演变成为一次经济衰退(见表1)。衰退持续的时间长短取决于两个要素:一是在信贷混乱之后,建立新的信贷渠道或者重塑旧的信贷渠道的时间;二是债务人恢复正常经营和偿还能力的时间(Bemank, 1983)。

表 1 部分国家受金融危机的影响

国家	危机年份	不良贷款占比 (%)	财政损失 /GDP	产出损失 /GDP	实际 GDP增长率
阿根廷	1980	9	55.1	10.8	-5.7
	1989	27	6	10.7	-7
	2001	20.1	9.6	42.7	-10.9
智利	1981	35.6	42.9	92.4	-13.6
芬兰	1991	13	12.8	59.1	-6.2
挪威	1991	16.4	2.7	NA	2.8
瑞典	1991	13	3.6	30.6	-1.2
泰国	1997	33	43.8	97.7	-10.5
印度尼西亚	1997	32.5	56.8	67.9	-13.1
韩国	1997	35	31.2	50.1	-6.9
墨西哥	1994	18.9	19.3	4.2	-6.2
土耳其	2000	27.6	32	5.4	-5.7
美国	1988	4.1	3.7	4.1	-0.2
乌拉圭	2002	36.3	20	28.8	-11

数据来源: MF Laeven与 Valencik(2008); 作者根据 MF数据库整理, 仅列出部分金融危机中统计完整的国家数据。

从全球层面来看, 金融危机还具有区域和(或)全球传染性。危机的传染性指的是始于一个地区、经济体或行业的危机传导至与其相关的其他地区、经济体或行业。金融危机的传染一般是通过两个渠道, 即信息渠道和流动性渠道(BIS 2008)。信息渠道是一个节点上发生金融危机的消息, 经过信息渠道迅速扩散并放大, 成为一个大的金融动荡, 即所谓的“蝴蝶效应”; 而流动性渠道是一个节点发生危机, 直接影响相关金融机构的流动性, 进而可能导致更多的金融机构倒下, 即所谓的“探戈效应”, 同时还具有严重的羊群效应(Chari et al, 2003)。尤其是金融机构近来出现的交叉持有对方流动性(cross-holdings of liquidity)的操作, 这在金融体系稳定阶段有利于缓解金融机构的流动性困境, 但是这种机制只是流动性的再分配而不是流动性创造, 由此产生了更大的一张流动性交叉网络, 使得流动性渠道网络化。在金融危机阶段其金融风险的传染性更强(Allen and Gale 2000, BIS 2008)。Krugman和Eichengreen等除了认同信息和信贷渠道之外, 他们强调了金融危机对贸易和直接投资的影响, 他们认为, 金融危机可能使得区域之内和区域之外的贸易关系发生改变, 并对外国直接投资的流向产生实质性影响。对于发展中经济体来说, 贸易和投资是拉动其经济增长的动力, 来自于贸易渠道和FDI渠道的影响对于发展中经济体的创伤也就更为严重。

就政府而言, 金融危机带来了巨大的政策压力, 尤其是危机的救治和危机之后相关方面的改革, 这对政府的智慧和能力是一个大的考验。在大萧条中, 美国联邦储备局的失策是危机进一步深化升级的重要诱因。比如, 1931年10月美联储迅速提高了贴现率, 带来了更多的银行失败以及更大程度的经济衰退,^①不断加深的通货紧缩在1931年秋天变成了大萧条(Friedman and Schwartz 1963, 恩格尔曼等, 2008中译本)。恩格尔曼等甚至认为, 美联储的政策已经使得大萧条不可避免, 因为此时全面通货紧缩中的蒙代尔效应已经远远大于凯恩斯效应, 通货紧缩终将导致大萧条。^②在危机救治中, 政府在财政收入大幅

① 详见《20世纪的银行与金融业》,《剑桥美国经济史》, 2008。美联储从1931年10月8日开始上调贴现率, 从1%上调至次日的2.5%, 一星期之后又上调至3.5%。

② 全面的通货紧缩有两种效应: 动态的和静态的。静态效应, 即是凯恩斯效应, 即货币增加了购买力。一定的给定货币可以购买更多的商品, 使得真实的资产余额增加, 这样, 通货紧缩取代了经济萧条。动态效应, 就是蒙代尔效应, 它通过预期发生作用。如果人们预期通货紧缩将继续, 那么他们就预期将来的价格会比现在的价格更低。他们会持币待购以从未来预期的更低价格中获益。他们就不愿意以任何名义利率贷款, 因为他们将来必须用美元还款, 而那时的美元会因为物价水平比现在低而更值钱。简而言之, 实际利率这时会高于名义利率。这样, 通货紧缩引起了经济萧条(恩格尔曼等, 2008中译本)。

下滑之时还必须花费大量的财政资金(见表1),扩大赤字,这将带来更大的政治压力。

当然,任何危机都是风险和机会并存的,只是风险和机会的大小程度不同。一般情况下,金融危机之后,政府会对金融市场和制度的失败进行纠正,同时加强金融监管,完善金融制度和法律框架,为金融市场和金融体系的进一步发展打下一个更加坚实的基础。比如,北欧三国在金融危机之后对其银行体系的放松政策进行了反思和改革,破除各种压力,健全了监管制度和透明度要求,使得北欧国家的银行体系更加健康。而美国大萧条使得美国金融体系走向分业经营和分业监管的模式。在1933年,罗斯福批准了《格拉斯-斯蒂尔法案》(即银行法),将投资银行业务和商业银行业务严格地划分开,保证商业银行避免证券业务的风险,确立了分业经营和分业监管的制度框架。以后的六十多年时间里,美国金融业坚持银行、证券分业经营的模式,美国政府对金融业基本都朝着减少干预的方向发展,直到1999年《格拉斯-斯蒂尔法案》被全部废止。

五 金融危机与政府应对

一般而言,金融危机的爆发不仅有市场运行的问题,也是政府政策不当的结果。大萧条以来,由于凯恩斯主义的兴起,政府和市场行为一直都是相互交织的。尤其是在金融市场和金融体系发生危机时,政府的救助往往是最后的“稳定器”,政府的介入也是一种必然的选择。因此恢复市场功能、重建资源配置机制以及保持宏观经济的稳定就成为政府干预的主要任务。

(一)金融危机应对中政府的地位与作用

政府在金融危机救助中扮演着十分重要的角色。Friedman与Schwartz(1963)在研究美国大萧条时指出了政府在危机演进和救治中的作用,他们认为,美联储将第一次银行危机引向第二次银行危机和更严重的大萧条,但是罗斯福新政将垂死的美国经济挽救了回来。一般而言,政府政策是金融危机爆发的主要诱因之一,但是政府往往是金融危机惟一的“最后贷款人”。Bordo等(2001)等研究了过去120多年的金融危机历史,他们发现,金融危机以及经济放缓一般持续2~3年,损失一般为GDP的5~10%,而且金融危机和经济衰退存在较为明确的因果关系。值得注意的是,布雷顿森林体系崩溃以来,危机发生的频率增加,尤其是银行危机和货币危机并行的“双重危机”频发,给经济和政府带来了巨大的压力。他们认为,恰当的政府干预将会极大地降低金融危机对宏观经济的冲击,政府的行为在应对危机中具有基础性作用。

一定意义上,政府不仅是危机救援中的“最后贷款人”,还是金融危机负面冲击的稳定器和吸收器。Fischer(1999)援引巴杰特法则指出,市场惩戒机制是防范道德风险的最有效方式,也是政府作为“最后贷款人”成功应对危机的关键。“最后贷款人”在危机中进行贷款活动要遵循三个原则:对有偿还能力的借贷人提供无限制的流动性;采取惩罚性利率;附带其他条件,比如担保。巴杰特法则还认为,在特殊条件下,政府应该有例外,这个例外最后成为美联储的特别条款,即在特别时刻可以根据情况采取不受联邦储备法约束的政策。更进一步,政府在危机之中和危机之后必须采取相关的财政政策、产业政策和其他措施以消化和吸收金融危机的负面冲击,这些政策及其所涉及的资金是私人部门和自由市场所无法解决的。

在政府与市场的关系中,政府干预并不违背市场原则。Allen与Gale(1999)通过分析挪威和日本的经验得出结论,政府在危机前和危机后都应该发挥实质性作用,市场这个时刻的出清均衡是无法恢复市场的基本功能的,只有政府才能提供足够的流动性并把金融机构再次带回到市场中来。MF(2008)研究

认为,在遭遇系统性金融危机的时候,政府积极干预是解决危机中系统性协调问题的关键,是缓解金融市场流动性紧缺的关键。政府干预与以市场为基础的金融重建并不矛盾,而是一个促进因素,金融重建反而更加需要政府的支持,及时的、持续的、实施一系列的改革政策,并配合出台针对不同问题和行业的政策措施(Chang 2005)。

(二) 政府应对金融危机的基本原则

显而易见,应对金融危机,政府的作用是不可替代的,政府干预是缓解金融市场流动性不足、恢复市场资金融通功能和促进经济复苏的必要手段。但是,许多强调政府在危机应对中的作用的研究都认为,政府救援金融危机、干预市场是需要艺术的,绝对不是干预越多越好。随着金融危机发生的频率加快,形式不断多样化,针对金融危机的救援也有不同的分类,比如事后处理型、构筑安全网(强调全过程应对)、事前预防型等三类。不过,不断深入的研究对政府干预提出了更多的要求。

强调最多的原则是及时性(timing)。Bemank(1995)认为,金融危机持续的时间取决于信贷渠道的重新疏通和债务人偿还能力的恢复。如果政府干预及时,那么市场恢复正常的时间将更短,有效性将更高。从危机造成的影响角度出发,更早的金融救援将大幅降低财政负担、缓解产出大幅下挫。Bordo等(2001)和Edward与Quintyn(2000)强调,在危机爆发初期进行及时的干预是危机管理的最有效时刻,政府的果断干预可以将损失控制在较小的规模内,财政损失也将是最小的。韩国外交通商部(Ministry of Foreign Affairs and Trade of South Korea, 1999)在总结韩国和其他东亚国家应对金融危机的经验时就指出,IMF的苛刻条件使韩国丧失了最佳救助时机,在危机发生的初始阶段为危机国注入流动性是比实施紧缩的宏观措施更好的政策选择,危机救援的整体成本将更小。

在强调及时救援的同时,针对性也是非常重要的原则。在金融危机孕育初期,流动性大幅膨胀,此时政府干预的重点是控制信用的过度扩张和保证信贷流动的有序性(Freixas et al, 2000);在金融危机爆发时刻,金融资产价格急剧下挫,金融机构流动性严重不足,此时较好的政策选择是注入流动性和提供一定的政府担保;而在危机深化阶段,金融机构破产、问题资产剧增,此时政府政策的重点是清理问题资产、恢复市场信心和市场功能(Eichengreen et al, 2003)。

在对金融危机进行及时有效的救援过程中,政府需要协调好与市场的关系。在重大的金融危机之前,可能政府和市场有比较明确的边界,一般认为经济效率的最优途径是通过自由市场完成的。但是,Chang与Velasco(2000)和Radelet与Sachs(1998)等都认为,市场演进过程中存在多重均衡,而其中具有不合意均衡,即是金融危机,如果政府放任市场的自由调整,那么最后的出清状态可能是更加严重的危机。比如在美国金融危机中,如果不限卖空的市场行为,那么在以市定价的会计准则和自由市场下,金融资产的价格下跌将更加严重。当然,政府在救援过程中要把握适度原则,即政府干预与市场力量恰到好处地结合,缓解危机冲击,否则政府干预可能成为道德风险的诱因(Furceri and Mourougane, 2009)。

另外,在金融危机救援过程中,还需要高度关注财政的可持续性。金融救援是一个非常耗时和耗钱的过程,金融危机本来就对财政收入产生巨大的负面影响,而政府清理问题资产、救援金融机构和重塑金融市场都需要花费大量的资金。比如,在1980年拉美债务危机和1997年的东亚金融危机中,阿根廷和印度尼西亚的财政损失都超过了GDP的50%。危机的平均持续时间为2~3年,政府在干预过程中将面对巨额的财政赤字,如果没有科学安排救援资金,那么政府的财政将不可持续。前人的经验表明,以新债偿还由金融危机带来的旧债是不可持续的,将孕育更大的危机(Honahan and Klingebiel, 2000)。

(三) 政府应对金融危机的政策选择

金融危机背景下,资本流动和资源配置陷入紊乱状态,政府干预是舒缓危机冲击的有效途径,在把握好及时、适度、可持续等原则的同时,政府还需要采取具有针对性的政策措施。政府政策有短期政策和长期政策之分,一般地,政府干预金融危机的政策分为事前干预、危机干预和事后干预等阶段,在不同的阶段具有不同的政策侧重点。

1. 金融危机之前的政策选择。实际上,金融危机之前的政策措施都是对前次金融危机之后的制度反思的结果。事前政策的重点是关注金融风险的管理、金融危机的防范与预警和适时的金融体制改革等。

在金融风险的管理中,信息披露和透明度原则至关重要。透明度要解决的是游戏规则和某些必须披露的信息的公开化问题,在金融活动中起关键作用的各种金融机构应该按照国际统一会计准则,向监管当局报告真实数据。在亚洲金融危机中,韩国、日本等国家的一个重要教训就是金融运行的透明度不够,许多金融机构掩盖了大量的不良资产,直至出现支付危机并引致倒闭时监管当局才获知真实情况。在监管不到位的情况下,信息不透明和信息披露不充分使得系统性金融风险深埋于暗箱之中。因此,强调信息透明是强化对金融风险管理的有力手段。

在金融危机预警和防范方面,要求金融监管当局建立起较为完善的监管、预警和防范机制。从东亚金融危机的教训来看,不管是单一国家还是国际社会,对金融风险的监管是不到位的,对金融危机的防范机制也是不健全的。因此,一些研究认为金融监管当局、国际金融组织(比如IMF)除了应加强对资本流动(特别是短期资本流动和对冲基金)、成员国国际收支和外债状况进行监管以外,一旦出现异常现象,还应及时对相关成员国提出忠告,并提供有关政策建议,充分发挥金融风险早期预警的作用,有效防范金融风险。从次贷危机的逐步演化和升级为全球性金融危机来看,危机的预警和防范机制(尤其是指标体系的建立)显得极为重要。

为了强化金融机构的信息透明,建立危机的预警指标体系,金融监管及其制度的改革可能是一项基础工作。大萧条使得美国金融体系走向分业经营和分业监管的模式,而本轮金融危机可能使金融监管向混业监管转变、监管结构可能从伞形监管向功能监管转变。在此次金融危机中,美国政府已经意识到金融监管的不力。随着美国银行兼并美林、雷曼出售资产给巴克莱银行,美国金融行业可能重新走向混业经营,金融监管可能随之改革。

2. 金融危机中的政策应对。在金融危机的治理中,危机发展过程中的政策措施最关键。恰当的政策措施可以及时遏制危机的蔓延、减轻其破坏的程度,而失败的政策可能把危机引入另一个深渊。一般在金融危机爆发和深化阶段,政府政策主要应该关注流动性、问题资产、金融机构破产和货币政策等方面。

第一,流动性的及时注入是缓解金融市场流动性紧缩和金融机构资金困难的最有效手段。一般是由政府大量出资或者提供担保,向金融体系大量注资,舒缓流动性不足的局面。在大萧条时期,政府提供5亿美元资本,成立复兴金融公司(Reconstruction Finance Corporation),向银行和大量金融机构注资(恩格尔曼等,2008中译本)。1998年和1999年,日本政府开始向银行注入资金,最终累计注入了1200亿美元;1998年通过《金融再生法》,后续总计出资高达5200亿美元,为当时世界金融史上最大的救援行动(刘静,2004)。

第二,问题资产的处理直接关系到金融机构和金融市场正常职能的发挥。在金融危机中,政府一般都成立资产管理公司或类似机构,处理大量的问题资产,将问题资产与金融体系相隔离。在大萧条中,最重要的行动之一就是建立了复兴金融公司,通过资产处理和贷款发放促进了投资,这为大萧条之后美国金融体系的恢复打下了重要的基础。复兴金融公司在1932年发放的贷款有2/3流向金融机构。1993

年, 瑞典也成立了银行协助局和特别资产管理公司, 以拯救金融市场。瑞典在 1992 年设立了 140 亿美元的重建基金并接管最大的银行——Nordbanken 即使在该银行股价回升之后, 瑞典政府救援的规模仍然超过 90 亿美元, 占其 1993 年 GDP 的 3.6% (Drees and Pazarbasoglu 1995)。类似地, 日本在 1999 年 4 月成立了全国整理回收机构 RCC (The Resolution and Collection Corporation), 一方面接管房地产金融公司和破产银行的不良债权, 另一方面向其他金融机构收购不良债权 (刘静, 2004)。

第三, 金融机构破产问题的处理往往使得政府处于两难境地。在处理金融机构破产问题时, 政府一般区分大的金融机构和中小金融机构。由于救助成本是银行资产规模的增函数, 如果救助银行是最优的, 那么救助任何一个更大的银行将也是最优的。对于大型金融机构而言, 由于其业务广泛、客户众多, 具有“大而不倒”的效应。当大型金融机构发生问题时, 政府一般必须出手救援, 否则其巨大的破坏力将进一步危及金融体系 (MF 2008)。不过, 在“大而不倒”政策导向下, 规模和风险之间一般存在比较明确的相关性, “大而不倒”救助政策影响银行的规模选择和资产风险的组合选择, 导致银行可能追求更大的风险, 可能带来更大的道德风险问题。但是, 对于中小金融机构, 监管当局一般都以市场原则来处理, 只是对这些机构的债务作出适当安排。一般情况下, 问题严重的金融机构必须及早处置, 该破产的就要破产, 否则问题积聚会进一步影响整体金融稳定, 同时还要尽早敦促有问题的机构整改, 加快不良债权的处理, 减少金融机构破产, 降低社会成本。在这点上, Goldstein (2008) 强调, 对于具有系统重要性的金融机构, 尤其是非银行金融机构, 应该采取及时矫正的制度和有序的破产关闭规则, 以强化救援行动的可持续性, 降低道德风险的水平。

第四, 货币政策应对经济萧条的有效性一般要比财政政策差, 但是在金融危机阶段, 恰当的货币政策放松也是必要的工具 (Chailloux et al, 2008)。以大萧条为例, 大萧条之后, 货币政策放松体现在美元的大幅贬值上。罗斯福政府在 1933 年 4 月 18 日有效地进行了美元贬值, 通过紧急农业抵押贷款法案允许总统确定黄金的价格, 同时通过行政命令禁止非官方的黄金出口。于是, 美元开始脱离官方价格, 开始下跌。直到 7 月份, 美元价格相对英镑下跌了 40% 左右。货币贬值不仅具有优化贸易条件的效果, 而且可以有效地促进经济扩张 (Bernanke 1983)。

第五, 在危机之中和危机之后, 市场情绪的恢复和市场信心的恢复是至关重要的。美国从来都是经典市场经济规则的捍卫者, 在国际市场上从来都是“政府干预市场”的激烈抨击者。但是, 次贷危机爆发之后, 包括美国总统、美联储主席、财政部长等在内的美国政府高官在各种场合都用“国家信誉向市场担保”, 不断强调政府缓解次贷危机冲击和稳定金融体系的能力 (Bernanke 2009)。更值得注意的是, 美国还与欧洲央行、英格兰银行等重要经济体的货币当局一起, 采用“联合救援”, 进一步强化了对市场情绪的恢复。虽然次贷危机不断升级, 但政府当局的“攻心战”对危机的救援工作和稳定市场情绪的作用还是积极有效的。

3 金融危机之后的政策应对。由于金融危机何时见底尚不确定, 金融危机之后的政策措施实际上并没有非常明确的指向, 一般是和金融危机爆发和深化之中的政策相互联系, 是金融危机之中政策的扩展和延伸。同时, 政府在危机救援、制度反思和体制改革中也会孕育出新的政策措施, 从而形成较为完整的金融危机后的系统性应对政策。

在应对政策中, 财政刺激政策就是比较常用的一种。财政刺激政策实际上是一个政策组合, 一般在金融危机深化阶段就出台, 在危机后期和危机结束之后重点实施。大萧条、日本银行危机和东亚金融危机等重大危机之后, 各国政府都是先放松货币政策, 并出台重大的经济刺激计划, 扩大财政支出, 以促进经济复苏。在处理好问题资产、金融机构和流动性等问题之后, 政府政策的重点一般是恢复金融市场的

功能,促进经济复苏,在这个过程中一个关键是投资的拉动,因此危机之后财政扩大支出是非常重要的,也是必要的。在大萧条中,政府政策放松更重要的是体现在财政政策方面,罗斯福政府进行了三项重要的改革:银行体系的改革,增加政府对生产的管理和建立社会“安全网”。前两项都始于著名的1933年“百日新政”。1933年第二季度,罗斯福向国会提交了众多的法案,这些法案促进了经济复苏,并重塑了美国经济。建立社会“安全网”的工作是在罗斯福的第二个任期开始的。“第二次新政”则致力于将经济复苏带来的好处扩大到整个社会大众(恩格尔曼等,2008中译本)。

除此之外,重大的金融危机之后都要进行相应的金融改革或者制度调整。金融危机的爆发一般有特定的历史背景、政策取向、制度因素和金融体系的缺陷。比如,不现实的金本位重建是大萧条产生的重要原因,因为为了重建金本位使得货币政策陷入过度的紧缩境地。大萧条之后,美国政府出台了紧急农业抵押贷款法案,使得美元正式脱离金本位的束缚。美国政府还颁布了《格拉斯—斯蒂尔法案》,确立了分业经营和分业监管的制度框架,该法律影响美国金融体系近70年。

4 金融危机应对政策效果的评估。就金融危机的应对措施而言,需要提前知晓它的作用过程和评估它的未来结果。比如,从长期来看,向脆弱的银行注入公众资金并不一定能改善其资产负债结构,因为这些银行如果没有进行相应的改革,那么救援政策可能会产生更大的道德风险,银行从事大量风险活动将风险转嫁给纳税人,最后真正受到损失的是普通纳税人,而不是冒险的银行和其他金融机构。另外,金融危机的应对政策也可能产生副效应,这些副效应随着改革的深入可能成为左右金融稳定和经济增长的主要力量。因此,针对金融危机应对政策的效果评估也是很重要的。

凯恩斯主义的一个重要政策建议是,把利率的变动作为货币政策的指南,采取“逆风而行”的货币政策,根据经济周期的变动来调整利率、调控投资,以熨平经济周期的波动,进而稳定经济增长。这种相机抉择的货币政策机制,在金融危机中得到广泛的运用,充分体现了政策的灵活性。但是,在这种逆向行事的策略中,货币当局容易产生判断失误和态度转变,进而造成货币供给的不连续变化或过度增加,这就成为经济不稳定的根源之一(弗里德曼,1991,中译本)。以美国为例,美联储为防止市场大幅持续下跌而采取的积极行动(即所谓的Greenspan Put,一定程度上使得金融机构的风险行为得到“担保”,而美联储的救市行为并没有改变金融机构风险的偏好性,而是进一步强化道德风险,从而产生泡沫和危机。因此,在政策出台实施之后,政府应该评估政策对金融机构行为的影响,尤其是对金融风险管理 and 金融稳定性的影响。

在确定金融危机应对政策的合理性方面,一般要坚持几个原则:一是能够对经济增长起到适当的推动作用,不能导致经济过热;二是不引起物价上涨,以避免通货膨胀;三是投资与消费保持协调,不可相互挤占;四是具有较好的可持续性。但是,以东亚金融危机之后的中国的政策措施为例,金融危机的应对措施产生了较多负面的影响:(1)投资过度导致经济增长偏热。1997年年底中国出现了经济增长偏快的局面,物价上涨迅速,这和东亚金融危机之后的积极财政政策和稳健偏松的货币政策直接相关,尤其是大规模固定资产投资以及这一阶段形成的投资拉动增长的模式是导致投资过热的直接原因。(2)投资替代消费成为拉动经济增长的主要动力。危机之后,中国采取的以固定资产投资和出口拉动经济增长,投资的过快增长严重挤占了消费对经济拉动的作用。资本形成率对经济增长的贡献率从1999年的23.7%上升至2003年的63.7%,最终消费支出的贡献率从65.1%下跌至35.3%(国家统计局,2008)。(3)政府主导投资挤占了社会投资。积极财政政策的长期化产生了较大的挤出效应,政府的投资规模过大挤占了社会投资,市场主导投资增长乏力和居民储蓄存款猛增就是这种挤出效应的直接反映。

六 结论与建议

从几次重大金融危机的比较来看,金融危机的产生具有一定的历史背景、市场制度和金融体系的特性。但是,金融危机的演进和影响具有某些共性,金融危机的应对也有着一定的普遍性原则与方法。

金融危机的演进过程,一般可以分为危机孕育、危机引发、危机爆发和危机深化等阶段。在危机初期,政府政策失败和制度缺陷是重要的诱因,政府及时有效的行动可以遏制危机的进一步发展,但是在危机爆发和深化阶段,政府往往失去对危机的控制,危机可能逐步升级,造成更大范围的冲击,甚至是系统性风险。系统性金融危机的影响是巨大而深远的。金融危机不仅导致资产价格下挫、金融机构破产和金融行业危机,还将冲击实体经济稳定增长的基础,甚至冲击全球经济的基本面。

历史经验表明,政府干预往往是挽救金融危机的最有效手段,政府在危机救援中的地位 and 作用是不可替代的。恢复市场功能、重建资源配置的机制以及保持宏观经济稳定就成为政府救援金融危机和干预市场的主要目标。在救治危机过程中,政府必须坚持若干原则,及时、适度地采取具有针对性的有效措施,处理流动性不足、问题资产累积和金融机构破产等问题,并实施货币、财政和监管等方面的政策和改革,恢复金融机构和市场的资源配置功能,以促进经济复苏。

金融危机的历史还表明,失败的财政货币政策往往是金融危机爆发的基本面因素。失败的财政货币政策将直接导致金融体系的流动性变化迅猛,流动性过剩和流动性短缺及其逆转在不恰当的政策体系中具有更大的易变性,将会给世界经济和全球金融体系造成破坏性极强的冲击。而且,不恰当的政策措施不仅无法有效治理金融危机,甚至可能进一步恶化金融危机。同时,金融自由化和监管制度不到位是金融危机爆发的重要诱因,完善金融自由化的监管体系是防范金融风险的核心要求。仅靠金融机构自身的风险管理是远远不够的,金融监管当局进行的有效监管是保障金融稳定性和金融安全的重要手段。金融监管当局需要针对金融市场的安全性、流动性和盈利性以及金融机构的资本充足率、资产质量和表内表外业务设计一个科学的监管体系,以此来提高防范和化解金融风险的快速反应能力。

在治理和防范金融危机方面,特别是在金融危机期间,政府适时适当的干预金融市场是遏制金融危机蔓延的有效手段。政府强力干预可以有效防止市场信心的非理性下挫,同时流动性的及时注入也可以缓解流动性紧张,防止金融风险通过流动性渠道转移扩散。而在金融危机之后,政府系统性的危机救援措施、经济刺激政策和改革,对金融市场功能恢复和经济增长提速是十分重要的。另外,金融体系和制度适时的、有力的改革也有助于遏制金融危机、稳定市场,促进金融业的稳健发展。

应该强调,金融制度的完善对治理和防范金融危机是十分必要的。一个不完善、不健全的经济和金融制度早晚都要对经济活动产生负面冲击,只是程度不同而已。因此,在金融危机过程中,对不合理的制度进行尽可能快、尽可能早的调整,就可以在更大程度上减轻金融危机的负面冲击。

参考文献:

- 金德尔伯格(2007):《疯狂、惊恐和崩溃:金融危机史》(中译本,第四版),北京:中国金融出版社。
- 恩格尔曼等(2008):《剑桥美国经济史》(中译本,第三卷)北京:中国人民大学出版社。
- 国家统计局(2008):《中国统计年鉴》北京:中国统计出版社。
- 米尔顿·弗里德曼(1991):《货币稳定方案》(中译本),上海:上海人民出版社。
- 刘静(2004):《日本解决不良资产的曲折路径》,《经济导刊》第11期。
- 刘明兴、罗俊伟(2000):金融危机理论综述,《经济科学》第4期。

希尔 (2008):《非理性繁荣》(中译本),北京:中国人民大学出版社。

朱波、范方志 (2005):《金融危机理论与模型综述》,《世界经济研究》第 6 期。

Aller F and Gale D “Optimal Financial Crisis” *The Journal of Finance* 1998 LIII(4), PP 1245—1284

——. “Bubbles, Crises and Policy” *Oxford Review of Economic Policy* 1999 15(3), PP 9—18

——. “Financial Contagion” *The Journal of Political Economy* 2000 108(1), PP 1—33

——. “Financial Fragility, Liquidity and Asset Prices” *Waron Financial Institutions Center Working Paper* 2001

——. “Financial Fragility” *Mimeo Presented at the Cowles Foundation Conference on “The Future of American Banking: Historical, Theoretical and Empirical Perspectives”*, 2002

——. “Financial Intermediaries and Markets” *Econometrica* 2004 72 PP 1023—1061.

Ariencia G D; Enrica D and Rajan R “The Real Effect of Banking Crises” *MFW Working Paper* 2005 05/63

Barro R J and Gordon D B “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model” *NBER Working Papers* 0807 1983

Bemanke B S “Non-Monetary effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression” *American Economic Review* 1983 73(3) PP 257—276

——. “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach” *Journal of Money, Credit and Banking* 1995 27(1), PP 1—28

——. “The Crisis and the Policy Response” *Speech at London School of Economics* London Jan 13 2009

BIS “Financial System Shock Absorber or Amplifier?” *BIS Working Paper No 257* July 2008

Bordo M; Eichengreen B; Klingebiel D and Soledad M M “Is the Crisis Problem Growing More Severe?” *Economic Policy* 2001 16(4) PP 51—82

Calvo G A and Mendoza E G “Mexico’s Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold” *Journal of International Economics* 1996 41(3—4) PP 235—264

Cavallé M; Kisseley K; Perri F and Roubini N “Exchange Rate Overshooting and the Costs of Floating” *Mimeo* 2002

Céspedes L F Chang R and Velasco A “Balance Sheets and Exchange Rate Policy” *NBER Working Paper No 7840* 1999.

Chang R “Financial Crises and Political Crises” *NBER Working Paper 11779* 2005

Chang R and Velasco A “Financial Fragility and the Exchange Rate Regime” *Journal of Economic Theory* 2000 92(1), PP 1—34.

Chailoux A; Gray S and McCaughrin R “Central Bank Collateral Frameworks: Principles and Policies” *MFW Working Paper 08/222* 2008.

Charfi V and Jagannathan R “Banking Panics, Information and Rational Expectations Equilibrium” *Journal of Finance* 1988 3(3), PP 749—760

Charfi V; Kehoe V and Patrick J “Financial Crises as Herds: Overturning the Critiques” *NBER Working Paper 9658* 2003.

Chu K H “Financial Crises, Liberalization and Government Size” *Caio Journal* 2007 27(1), PP 17—26

Corsetti G; Pesenti P and Roubini N “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?” *Japan and the World Economy* 2000 11(3), PP 305—373

Diamond D W and Dybvig P “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity” *Journal of Political Economy* 1983 Vol 91 No 3 PP 401—419.

Diamond D W and Rajan R G “A Theory of Bank Capital” *Journal of Finance* 2000 55(6) PP 2431—2465

Drees B and Pazarbasicoglu C “The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization” *World Bank Working Paper 95/61—EA* 1995.

Edward J F and Quintyn M. “The Benefits and Costs of Intervening in Banking Crises” *MFW Working Paper 00/147* 2000.

Eichengreen B; Rose A K and Wyplosz C “Contagious Currency Crises” *NBER Working Papers* 5681 1996.

Eichengreen B and Donald M “Hedge Funds and Financial Market Dynamics” *MF Occasional Paper No 166* 1998

Eichengreen B; Kizler K and Modry A “Crisis Resolution: Next Steps” *MF Working Paper 03/196* 2003.

Fischer S “On the Need for an International Lender of Last Resort” *MFW Working Paper 99/07* 1999.

Flood R and Garber P “Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples” *Journal of International Economics* 1984 17(1—2), PP 1—13

- Flood R, Garber P and Krueger C "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example" NBER Working Paper No 5318 1995.
- Flood R and Marion N "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature" NBER Working Paper 6380 1998.
- Friedman M and Schwartz A A Monetary History of the United States 1867—1960 Princeton NJ: Princeton University Press 1963
- Freixas X, Parigi B and Rochet J "Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank" Journal of Money Credit and Banking 2000 32(3), PP 611—638.
- Furceri D and Mourougane A "Financial Crises: Past Lessons and Policy Implications" OECD Memo Jan 2009.
- Goldstein M "The Subprime Credit Crisis: Origins, Policy Responses and Reforms" Peterson Institute for International Economics 2008.
- Honohan P and Klingebiel D "Controlling the Fiscal Costs of Banking Crises" World Bank Policy Research Working Paper 2441 2000
- MF "Financial Crisis: Causes and Indicators" World Economic Outlook Washington D C MF May 1998
- MF "The Recent Financial Turmoil: Initial Assessment, Policy Lessons, and Implications for Fund Surveillance" in Global Financial Stability Report Washington D C MF April 2008
- Joseph A, Chap L and Chen Z "Financial Crisis and Credit Crunch as a Result of Inefficient Financial Intermediation" MF Working Paper 98/04 1998
- Lahiri A and Krugman C V "Balance of Payments Crises: Are They For Real?" UCLA Working Paper 1997.
- Kaminsky G and Reinhart C "Banking and Balance-of-Payments Crises: Models and Evidence" Working Paper, FED, Washington D C, 1996.
- . "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems" American Economic Review 1999 89(3), PP 473—500.
- Krugman P "A Model of Balance-of-Payments Crises" Journal of Money Credit and Banking, 1979 11(3), PP 311—325.
- . "Bubble Boom Crash: Theoretical Notes on Asia's Crisis" Memo MIT Cambridge Massachusetts 1998
- . "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises" Journal of International Tax and Public Finance 1999 6(4), PP 469—472.
- . "Crises: The Next Generation" Memo Paper Prepared for Razin Conference Tel Aviv University March 25—6 2001
- Laeven L and Valencia F "Systemic Banking Crises: A New Database" MF Working Paper 08/224 2008.
- Mankiw N R and Pill H "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing" American Economic Review 1997 87(2), PP 189—203.
- Mendoza E G and Terrones M E "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data" FED Discussion Papers No 936 July 2008
- Ministry of Foreign Affairs and Trade of South Korea "Asian Financial Crisis and the Future of Korean Economy" Korea Focus 1999 7(1), PP 1—14.
- Minsky H P "The Financial Instability Hypothesis" NBER Working Paper No 74 1992
- Morris S and Shub H "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks" American Economic Review 1998 88(3), PP 587—597.
- Obstfeld M "The Logic of Currency Crises" Cahiers Economiques et Monetaires 1994 43 PP 189—213.
- . "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features" European Economic Review 1996 40(3—5), PP 1037—1047
- Reinhart C M and Rogoff K S "This Time Is Different: A Panoramic View of 19th-Centuries of Financial Crises" NBER Working Paper 13882 2008(2).
- . "Is the 2007 U S Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison" American Economic Review 2008(b) 98(2), PP 339—344
- Radelet S and Sachs J "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects" Brookings Papers on Economic Activity 1, 1998
- Sachs J; Tomell A and Velasco A "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995" NBER Working Paper 5576 1996.
- Sala-i-Martin X and Henderson D "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold" Journal of Political Economy 1978 86(4), PP 627—648.

(截稿: 2009年5月 实习编辑: 王徽)