



人大重阳

研究动态

第 34 期

2014 年 2 月 19 日

市场干预不能终结危机

——金融危机克服史及其启示

中国人民大学重阳金融研究院研究部副主任 贾晋京

如何走出经济危机？一种观点认为，市场具有自我调节能力，只要给市场以时间，它会自我修复。然而这种修复需要多长时间？将付出多少代价？这种观点并未给出答案。作为改进，另一种观点认为，为了减少走出危机所需的时间并降低其代价，政府应该出手干预，但应以帮助市场“恢复平衡”为目的。这两种观点在历次经济危机中不断被讨论并被设计成各种政策加以实施，其收效如何呢？这需从历史过程本身当中去考察。



一、三种常见的政府干预方式

在进行这种考察之前，我们需要先定义清楚什么是“市场”，这样才能说明它是如何发挥作用的。

“市场”一词的最初含义是商品买和卖的场所，经过现代引申之后，其含义转化为“非指令的资源配置机制”。但正如法国历史学大师费尔南·布罗代尔经过大量史料和现实材料分析之后所指出的：市场并非同一层次上的活动，而是分层的，面对面交易只是市场经济的底层，布罗代尔称之为市场的下层组织。商业的近现代发展主要是市场上层组织的发育，即买者和卖者并不见面，而是通过独立存在的中间环节作为桥梁和纽带。

布罗代尔提出了两个概念：公共市场和私有市场。公共市场指集市贸易，即市场的下层组织，多个买家和卖家在其中充分讨价还价。从公共市场中发展起来的私有市场指部分商人有意避开公共市场，直接寻找生产者或控制生产者，然后再寻找买方。私有市场的参与者具有普通生产者或公开市场的商人所不具备的优势：掌握大量的资金以便进行定金支付等结算，掌握庞大的销售网络，具有信息垄断优势即所谓“市场嗅觉”等。私有市场在历史上逐步演变为市场的上层组织如各类交易所，具备上述特点的商人集团逐渐演变为市场上层组织的主要参与者。所谓“非指令的资源配置机制”其实主要是指通过各类交易所等中间环节配置资源，实质是中间商群体来定价。

在经济学中，经济危机是一种市场失灵状态，映射到现实中，即市场的上层组织无法有效配置资源的状态。历史上，面对这种状态，政府无所作为经常导致情况越来越糟。而“有所作为”的方式，往往是从市场上层组织的特点入手进行



干预,尽管手段多样,但概括起来不外三种类型: 给市场(上层组织)注入资金,期望其恢复结算平衡; 扩大销售网络; 创造信息传递更加高效灵活的交易体系。可以说这都是顺应“市场规律”、以促进市场恢复平衡为目的的措施。在这些措施刺激下,“市场”是如何反应的呢?剖析“市场克服危机史”,我们可能会得到一个“意料之外,情理之中”的。

二、“意料之外”的市场反应

“黄金时代”的终结

19 世纪末到 20 世纪初,全球经济出现了前所未有的高速发展,国际贸易蓬勃兴旺,其景象高度符合英式自由贸易理想推崇的要素自由流通带来的繁荣盛况,事实上自由主义经济学也是在这个时代成型的。不仅富国经济繁荣,加拿大和阿根廷这种当时的穷国也在大约 20 年的时间内人均产出翻番,跃居富国行列。美国跃居经济总量世界第一,出口额在 1897-1907 十年间增加了一倍。这一时期是第一个真正的全球经济一体化时期,史称“黄金时代”。

这是资本主义前所未有的美好时光,时任美国总统西奥多·罗斯福(老罗斯福)1906 年 12 月在提交给国会的报告中说:“我们将继续享有毫不夸张的空前繁荣。”

然而,就在老罗斯福断言“空前繁荣”之后仅 3 个月,1907 年 3 月 13 日,危机开始了。这一天,纽约股市暴跌,许多蓝筹股跌幅超过 25%。来自欧洲的投资者见状纷纷抛售美国股票,把资金抽逃回欧洲,于是当时的货币——黄金大规模流出美国,流向欧洲,这导致美国发生了严重地流动性短缺。流动性短缺的加剧使美国经济在当年 5 月开始出现萎缩,股市也持续低迷,政府却什么也没有



做——那时连认为政府应该干预市场的经济学都还没出现。

即便在低迷的股市上，依然有野心勃勃的投机者试图豪赌一把，这也是市场的一部分。1907 年 10 月，有两个投机者纠集了多家信托基金试图操纵美国铜业公司股票，结果遭到失败，惊慌的投资者纷纷撤出资金，这迅速传到了其他信托基金以及银行，于是整个市场崩溃了。

这时人们唯有寄希望于救世主的降临。自愿担任“救世主”角色的是约翰·皮尔庞特·摩根（J.P. Morgan），这位传奇大亨当时已经 70 岁了。摩根召集了纽约最大的银行家们开会，在 15 分钟时间凑了 2700 万美元借给纽约股市的经纪商们，终于使市场恢复了秩序，道琼斯指数从比 3 月份低 39% 的谷底开始反弹。

如果只截取这个片段看，市场似乎实现了自我修复，然而时间不可能静止，投入到市场中的资金会继续传导。由于还款压力，资金被投入到当时最可能短期获利的交易——美国粮食出口当中。交易商还从伦敦借入大量黄金，迫使英格兰银行按照“市场规律”大幅提高贴现率，最初提到 6%，11 月初又提到 7%，这样依然不能阻止黄金流入美国。于是英格兰银行利用“日不落帝国”的权势，从 24 个国家调入黄金，这样就导致了世界性的利率预期恐慌，引发了广泛的矛盾。市场最终没能克服这种矛盾，其结果是第一次世界大战的爆发。

美国虽然暂时克服衰退，但没能克服市场大幅波动，继 1907 ~ 1908 年的衰退之后，又在 1910 ~ 1912 年以及 1913 ~ 1914 年两度爆发经济危机。美国从 1907 年危机中得到的教训是：不能总指望摩根这样的救世主出现，而是应该有一个机构化的“最终贷款人”，于是 1913 年成立了美联储。不过最终使美国走出这一轮危机、实现繁荣的还是第一次世界大战。



从战争走向战争

1918 年一战结束到 1939 年二战爆发，在这 20 年左右时间中，“市场”就没有克服过严重失衡，1929 年还爆发了一落到底的经济大萧条，最后不得不通过再打一次世界大战了断，可以说，这是一部从战争走向战争的“克服危机失败史”。

一战打残了欧洲的工业体系，彻底把美国送上世界经济的王座。一战中大笔的军工订单使美国从全球最大债务国变为最大债权国，拥有最多的黄金储备，充足的货币供应量使美国彻底走出了战前的经济波动，出现了“柯立芝繁荣”。

与此同时，战败的德国则出现了骇人听闻的“超级通货膨胀”(hyperinflation)：物价贬值幅度按万亿倍计算，1918 年，4.2 德国马克可以换 1 美元，而 1923 年底，则是 4.2 万亿德国马克兑 1 美元！超级通胀使绝大多数德国人一生的积蓄的购买力荡然无存，德国就这样成了被收购的对象。这样的超级经济危机，最终结果不是被市场机制修复，而是逼出了希特勒！

美国的好景也没维持很长时间，1929 年，史无前例的大萧条爆发。面对空前的经济危机，时任美国财政部长的金融大亨安德鲁·梅隆 (Andrew W. Mellon) 建议胡佛总统只要“清理劳工、清算库存、清算农场主、清算房地产”，就可以“剔除经济体系中的腐烂部分，使过高的生活水平降下来，人们会过上一种更加道德的生活。”这显然是一种彻底的“让市场自行恢复”式建议，可惜实际效果是情况越来越糟。从 1929 到 1933 年，美国经济规模萎缩了三分之一，工业生产下降 56.6%。政府无所作为致使通货紧缩日益严重，从而导致消费和投资都在减少，市场的上层组织规模日益萎缩……危机本身形成了“正反馈循环”，也就是说，市场规律不但没有使经济复苏，反而使情况向更坏的方向发展。



1933 年，富兰克林·罗斯福（小罗斯福）上台，实行“新政”，实质上就是通过财政手段上马新项目，增加就业、扩大销售网络。这些措施部分地恢复了美国经济，但并未解决市场失衡问题。

“新政”的财政支出很大程度上有赖于 1933 年起欧洲的黄金大规模流向美国，这就导致欧洲国家按照“市场规律”大幅度贬值货币，于是在世界上形成了一场货币贬值大战。为了解决国际货币秩序严重混乱问题，英法美三国 1936 年 9 月达成《三国货币协定》，同意维持汇率水平，尽可能不再实行货币贬值。结果，这一在金本位制下符合市场规律的行为，导致 1937 年美国财政紧缩，从而引发了 1937-1938 经济萧条。这场萧条再次蔓延到欧洲，很大程度上决定了第二次世界大战的爆发时间。

黄金、石油与“大爆炸”

1944 年，布雷顿森林会议在规划二战后世界经济秩序时，吸取了战前应对经济危机的经验与教训，形成了《联合国货币金融协议最后决议书》以及《国际货币基金组织协定》和《国际复兴开发银行协定》两个附件，总称《布雷顿森林协定》。三份文件中，《联合国货币金融协议最后决议书》是为了解决各国间汇率大战问题所作的安排，《国际货币基金组织协定》是为了创造一个“全球最后贷款人”，《国际复兴开发银行协定》则是为了创建世界银行打开欠发达国家的市场。这是当时从全球视角处理市场失灵问题的最高智慧总结。

危机应对能力的提高确实有效减轻了市场震荡幅度。1952-1953 年英美法德等国发生了战后比较严重的经济危机，各国处理得较为得当，没有发生股市崩盘之类的灾难。不过这次危机也提出了一个新挑战：向市场注入资金和通过财政政



策扩大销售网络都缺乏明显效果，为什么？怎么办？

美籍匈牙利裔经济学家提勃尔·西托夫斯基（Tibor de Scitovsky）1954 年发表的一篇论文加深了人们对市场机制的认识。西托夫斯基假设了一种情况：假如有一家钢厂现在要决定是否动工兴建，但只有在钢厂投产之后有一条铁路要动工的话，钢厂才有利可图；而铁路企业则认为，只有当一家新的钢厂投产之后再开始修铁路，才会获利。显然，钢厂项目与铁路项目密切相关。但在只有钢铁现货市场的情况下，钢铁企业和铁路企业就无法通过市场获知对方的信息，从而无法促成相互配合的行动。这是由于信息传递不够高效灵活导致的市场失灵例子，或者说，由于市场还不够充分所致。

这个例子能够用来解释 1952-1953 年经济危机的情况：二战后马歇尔计划的大量投资拉动效果基本释放完毕，通过组建“欧洲煤钢联营”等方式扩大销售网络又未能立见成效。实际上，欧洲煤钢联营建立之初面临很多像例子当中这种难以达成相互合作的情况。对此，当时欧洲找到的解决办法是：创造信息传递更加高效灵活的交易体系，像例子当中这种情况，可以通过创建钢铁期货交易市场解决。

1950 年代中期起，大量高级、复杂的市场被创建出来，比如 1957 年诞生的欧洲债券市场等。创建更多更充分的市场成了预防危机发生的良方。

不过，更多更充分的市场对应的是更大量的货币。对于大量货币的需求导致金本位体制下黄金与货币的固定比率无法维持，1960 到 1968 年间竟然连续发生了 11 次“黄金危机”，最终，美国不得不于 1973 年宣布放弃美元与黄金挂钩，任由货币发行量飞涨，金本位制终结了。

1973 年，中东国家对西方宣布石油禁运，导致了西方国家经济萧条。在石油



禁运期间，一些石油贸易商以个人身份从中东国家买进石油，再倒卖到西方国家，从而创建了国际石油现货市场，缓解了经济危机。这里可以说市场机制对克服经济危机是发挥了作用的。不过这时正赶上美元与黄金脱钩，现货石油正好成为新的炒作目标。

美元对石油的炒作需要一个新的市场。于是 1980 年代初，国际石油期货市场出现了。国际石油期货市场成了衍生金融的“培养基”，各种各样的新式衍生金融产品源源不断地以石油期货为基础被创造出来。而为了容纳这些“金融怪物”，又需要创造更多的新市场。所以到了 1986 年，撒切尔夫人干脆搞了“金融大爆炸”（Financial Big Bang）改革，彻底拆除了阻碍衍生金融产品市场发展的樊篱。其结果是：此后应对经济危机看上去有了比较有效的办法：印钞借给交易商，再创建新市场容纳这些钞票。在“金融大爆炸”改革后不到一年，1987 年“黑色星期一”金融危机爆发，这个办法有了用武之地。

不过，“金融大爆炸”的长期后果是：到 2007 年已制造了总额超过 600 亿美元的金融衍生品，是全球年 GDP 的 10 倍！海量的钞票终于引发了金融海啸。这实际上是各种新市场早已被过度创造，实体经济无力支撑导致的大崩溃。此次面对危机，欧美是如何应对的呢？主要措施就是印钞并注入给市场的上层组织。其结果将会如何呢？

三、启示：干预措施不能终结危机

通过“市场克服危机史”，我们可以发现：如果对经济危机无所作为，则市



场不但有可能无法克服危机，而且可能走入危机不断扩大的恶性循环；如果采取干预措施，则在一个时间段内，市场是能够走出危机、恢复平衡的；然而，如果把各个时间段连成一部历史看，那么任何干预措施都不过是转换了危机形式或者转变了危机的空间，或者推迟了危机的爆发时间。

中国人民大学重阳金融研究院

电话：010-62516305

官方网站：rdcy-sf.ruc.edu.cn

邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn

新浪微博：@人大重阳

公众微信号：rdcy2013