
国际金融： 看懂世界的金融慧眼



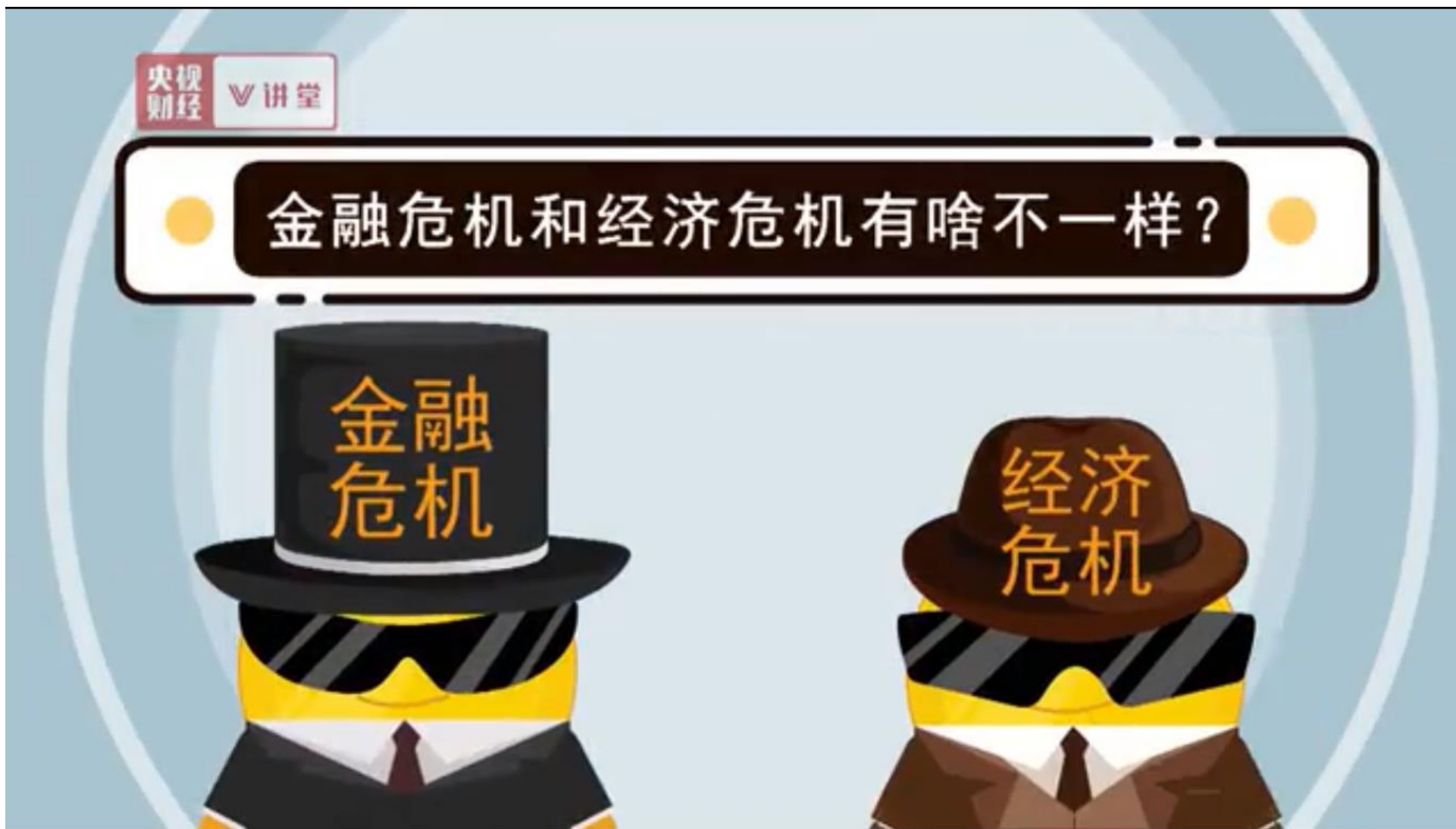
导言

在线学习平台词云

- 请用1-2个关键词，描述你所理解的金融危机的特征。



一. 认识金融危机



一. 金融危机简介

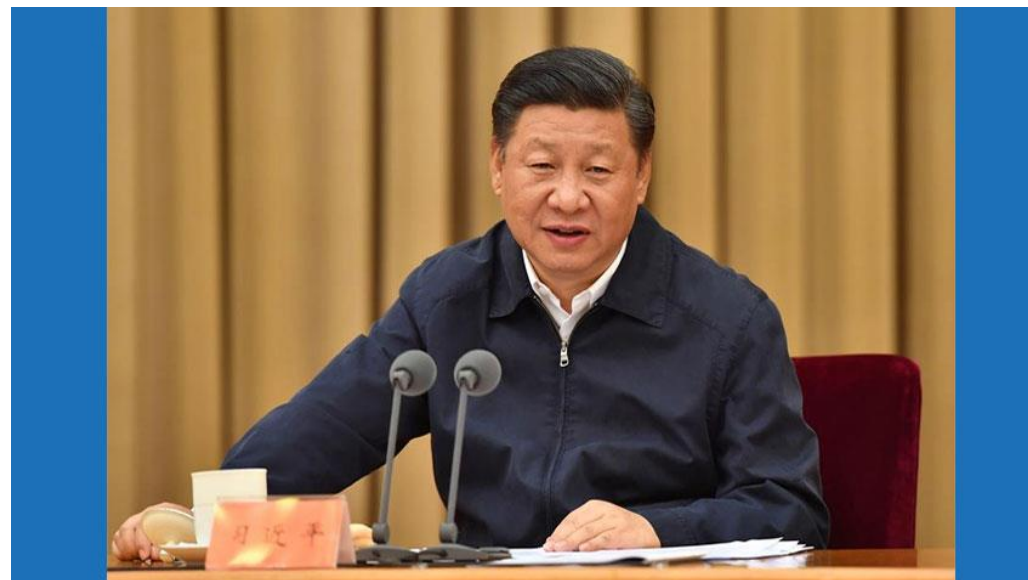
金融危机与经济危机的区别

- 经济危机是生产过剩危机，以经济危机为标志，我们说经济是有周期的。
- 金融危机是资产负债表衰退危机。
- 资产负债表就是杠杆，金融领域的杠杆最长、最早发生。

一. 金融危机简介

金融与实体经济的关系

- 金融是实体经济的血脉，**为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措。**



一、认识金融危机

(一) 金融危机的定义

- 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**、短暂的和 **超周期** 的恶化。

——《新帕尔格雷夫经济学大辞典》

一、认识金融危机

(一) 金融危机的定义

- 在各种内外部冲击之下，大部分或所有金融资产的**价格和规模**在一定时期内出现**超常变动**，进而导致**金融市场**不能有效地发挥其功能，并且影响到实体经济正常运行的一种**经济失衡现象**。

——姜波克，张礼卿等

一、认识金融危机

(二) 金融危机的分类

- 货币危机
- 银行危机
- 债务危机
- 全面危机

——IMF, 1998 《世界经济展望》

二、金融危机的历史回顾

近400年以来的国际金融危机史

自1637年荷兰郁金香泡沫破灭以来，发生的重大金融危机：

- 1719年密西西比泡沫
- 1720年南海泡沫
- 1837年经济大恐慌
- 1907年银行危机
- 1929年股市大崩溃
- 1987年黑色星期一
- 1994年墨西哥金融危机
- 1997年亚洲金融危机
- 2008年全球金融危机
- 2020年美国流动性危机

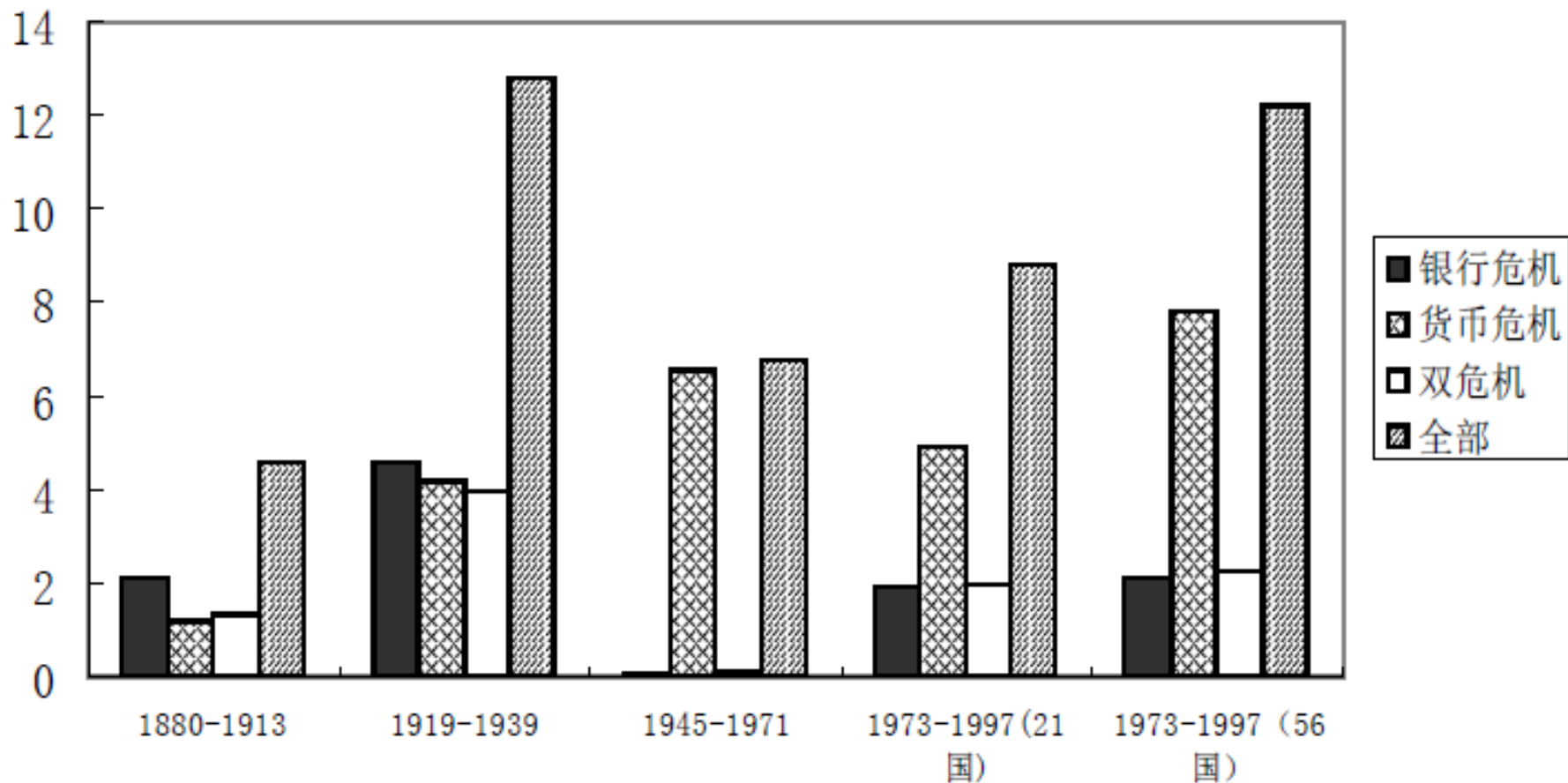
二、金融危机的历史回顾

2020年3月9日-18日，美股10天熔断4次，
巴菲特说89年“活久见”



二、金融危机的历史回顾

金融危机发生频率比较（每年发生概率%）

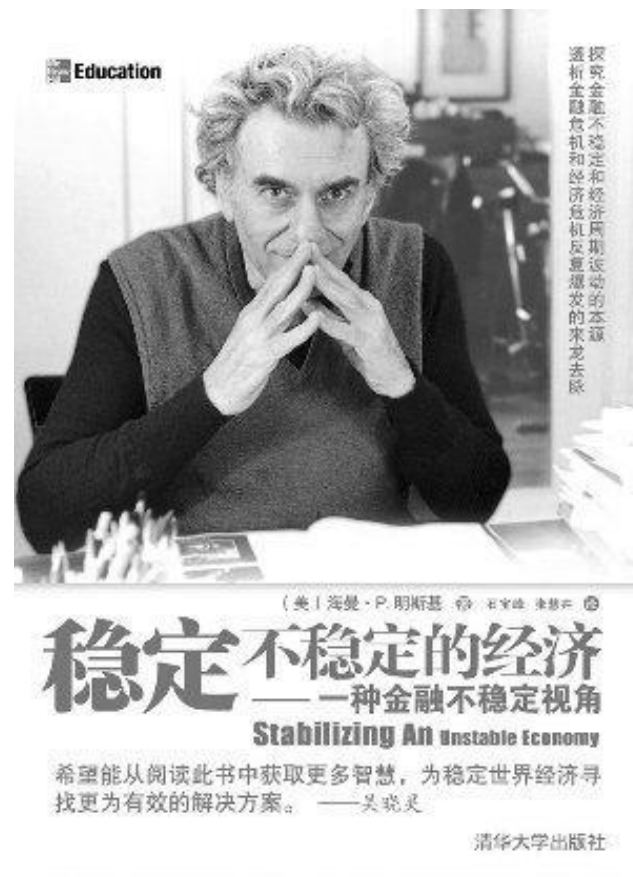


三. 金融危机理论

(一) 国际金融危机的一般理论

1. 海曼·明斯基：金融不稳定假说

- 正常情况：经济增长需要银行信贷增长的支持。
- 当对资产价格投机需求增加、“买只是为了卖”时→过度交易→泡沫加速成长
- 任何事件都可能引致泡沫的破裂→信用枯竭
- 引申：中国要重点防止“明斯基时刻”出现

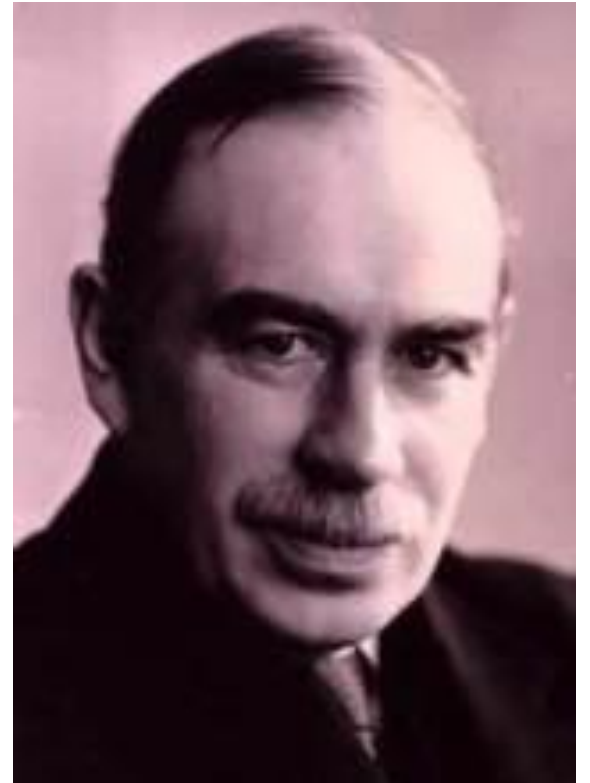


三. 金融危机理论

(一) 国际金融危机的一般理论

2. 凯恩斯：将资本分为善意资本和恶意资本

- 资本分为善意资本（投资于生产、基建和服务的资本）和恶意资本（纯粹为投机目的）。
- 正是**恶意资本和错误的政府政策**，导致1930年代的大萧条。



三. 金融危机理论

(一) 国际金融危机的一般理论

3. 金德尔伯格：缺乏国际最后贷款人

- 一国国内和国际范围内具有超然地位或“盟主”地位的**最后贷款人**具有重要性。
- 大萧条持续时间长：**缺乏国际最后贷款人**→各国政府纷纷采取以邻为壑政策。



三. 金融危机理论

(一) 国际金融危机的一般理论

4. 熊彼特：创新成为体系进步和不稳定的原因

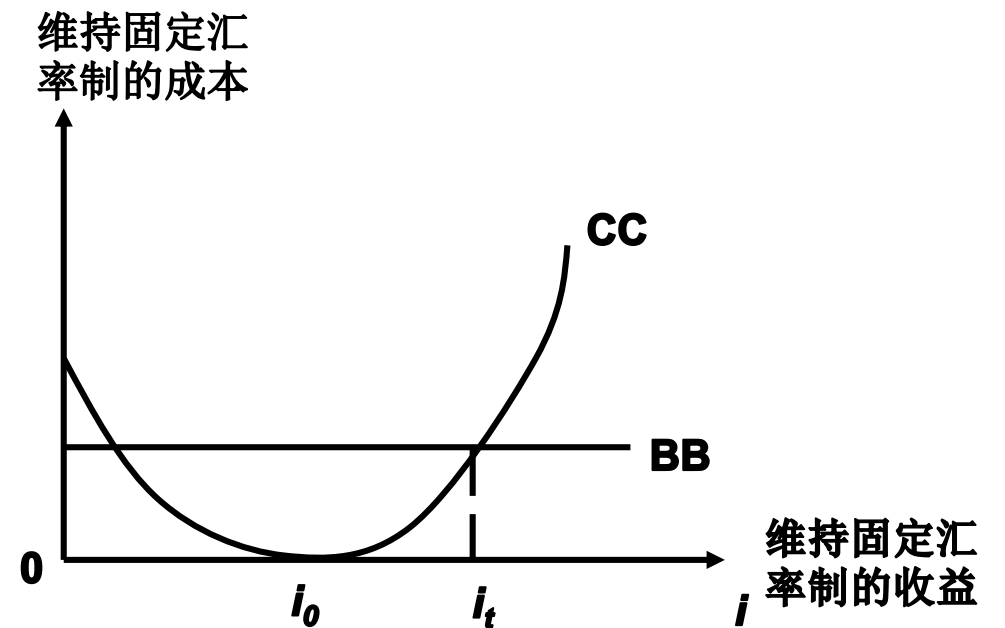
- “**创造性地破坏**”的体系发展使旧的技术、产品、经济金融体系快速适应或被淘汰。
- 当**创新步伐突然加快**，就有可能发生严重的危机。



三. 金融危机理论

(二) 货币危机理论

- 第一代“货币危机”理论：货币扩张型危机（墨西哥金融危机）
- 第二代“货币危机”理论：预期自我实现型危机（1992年欧洲货币危机、英镑危机）
- 第三代“货币危机”理论：道德风险和金融恐慌（亚洲金融危机）



四. 金融危机案例

1. 亚洲金融货币危机

宏观经济背景：金融过度自由宽松下的虚假繁荣

- 东南亚地区高利率、金融自由化吸引大量国际资本流入
- 资本流入股市和楼市，催生资产价格泡沫
- 外债过度增长，风险不断积聚（形成道德风险）
- 美联储加息导致资本流出，美元升值影响出口
- 固定汇率制度吸引国际游资做空泰铢，最终刺破泡沫

四. 金融危机案例

1. 亚洲金融货币危机

微观立体攻击机理：投机基金在三大市场做空机制

- **外汇市场：**借入泰铢抛售→引起羊群效应→泰铢下跌压力→泰国抛出外汇储备购买泰铢→放弃固定汇率，泰铢贬值→买入泰铢，**盈利**



四. 金融危机案例

1. 亚洲金融货币危机

微观立体攻击机理：投机基金在三大市场做空机制（续）

- **股票市场：**股市抛空→投机攻击→**利率上升**→股市下跌→股市购入，**盈利**
- **期货市场：**抛空股指期货→投机攻击→**利率上升**→股市下跌→股市期货合约下跌→平仓，**盈利**

四. 金融危机案例

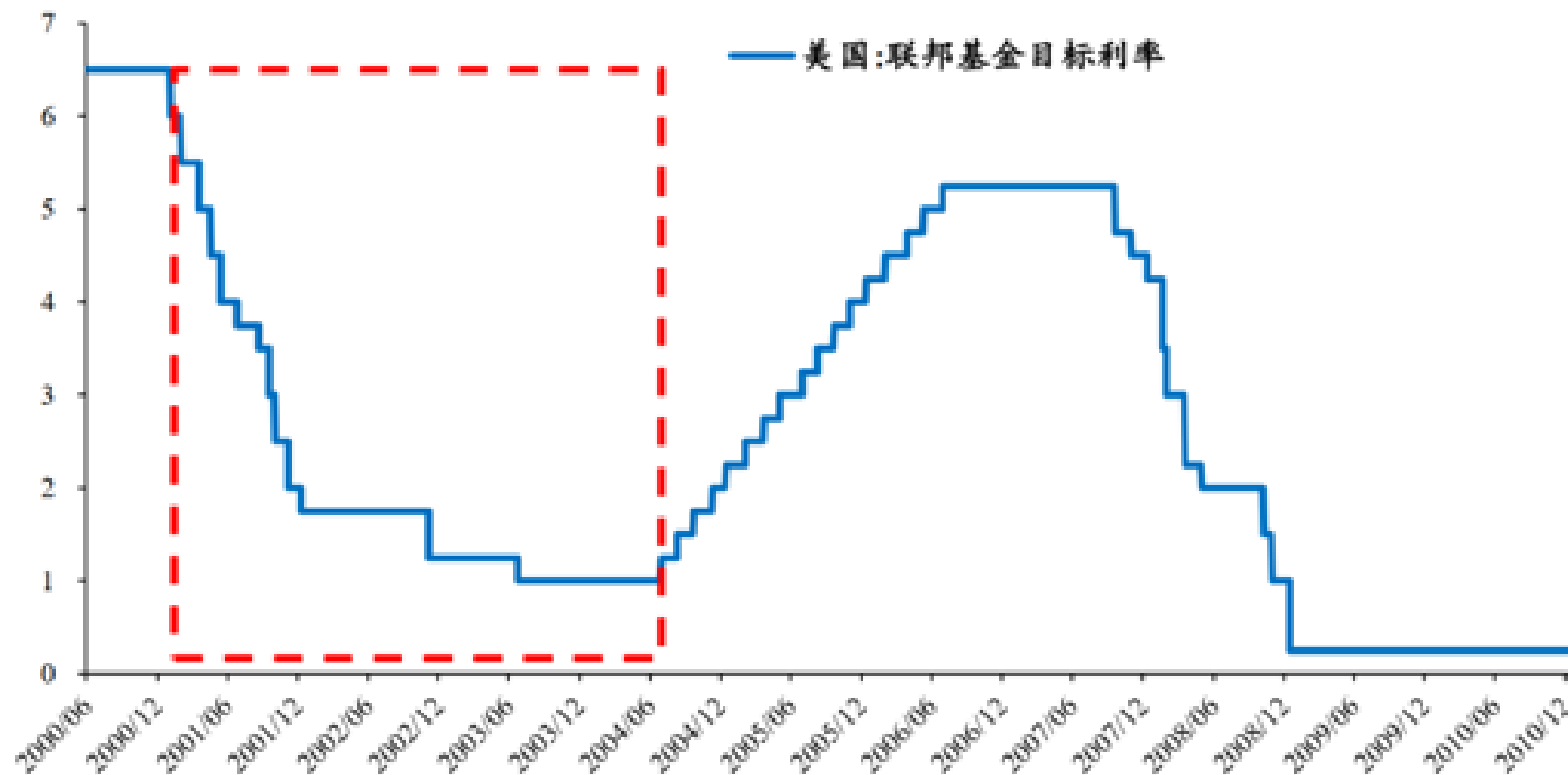
2. 2008年金融危机

- 2007年开始的美国次贷危机，
到2008年演化为一场全球性的
金融危机。



三. 金融危机案例

图表：货币宽松酝酿危机



数据来源：wind

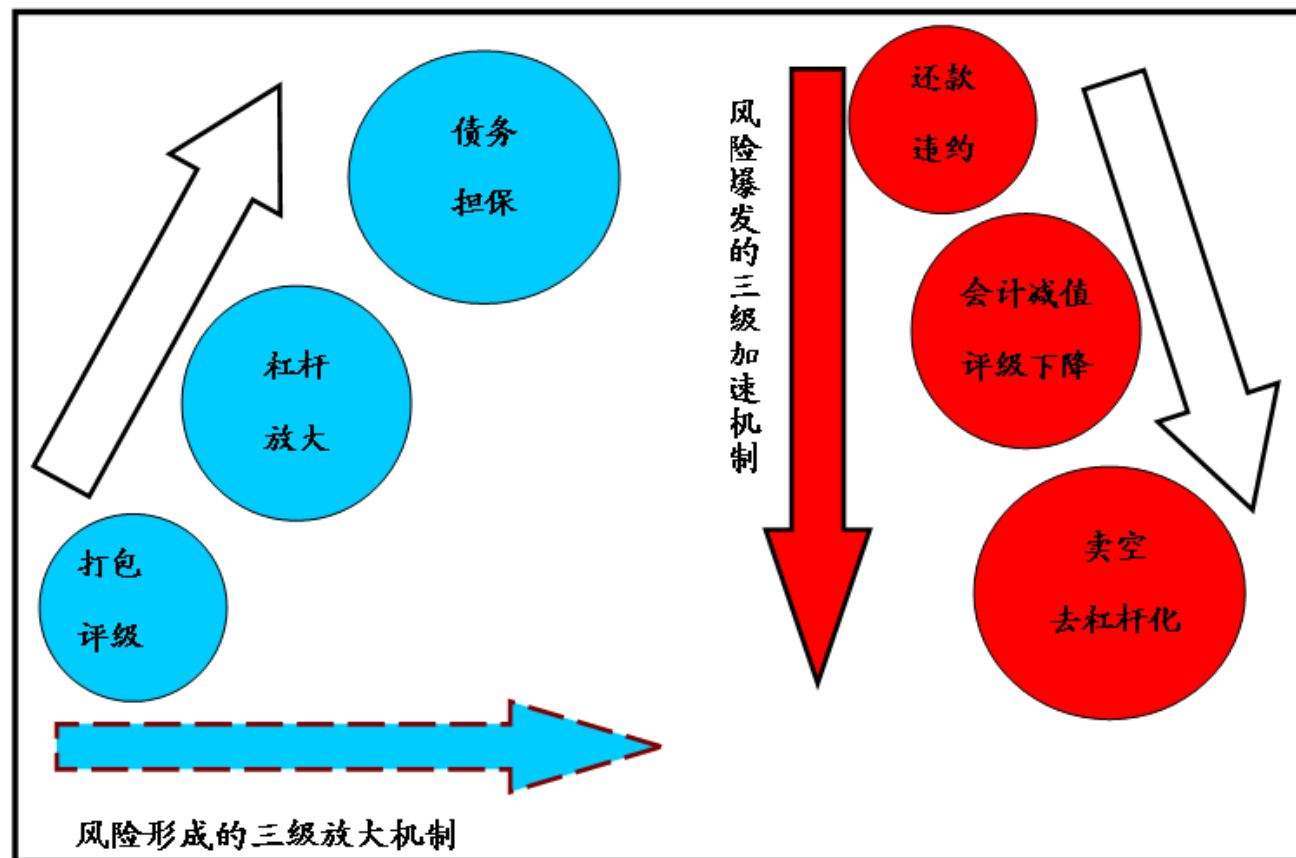
四. 金融危机案例

图示：次贷危机形成路线图



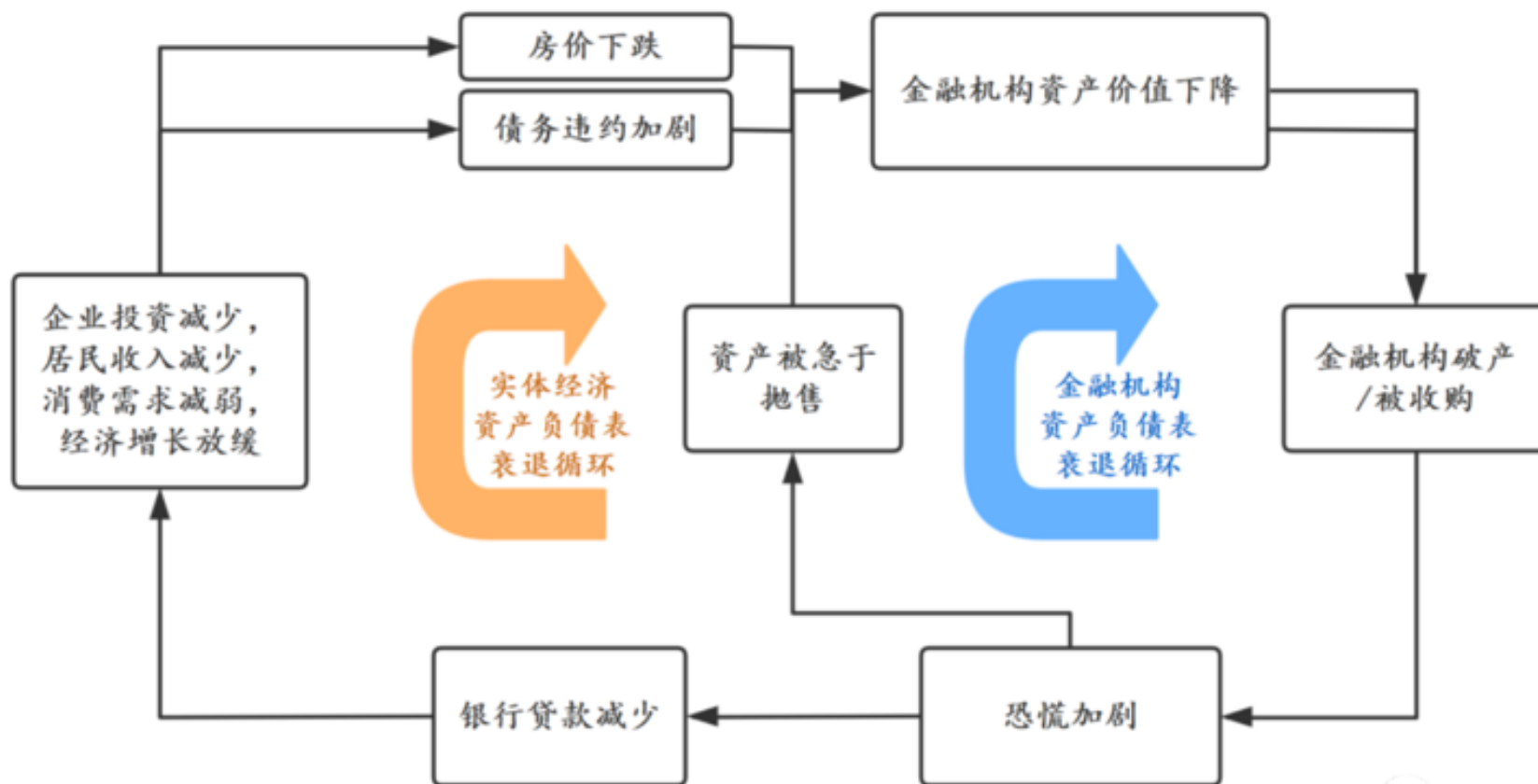
三. 金融危机案例

图示：风险形成的三级放大与风险爆发的三级加速



三. 金融危机案例

图示：从次贷危机到全球金融危机的双循环传导



五. 讨论：应对金融危机的中国对策

小组讨论：

中国应对1997年金融危机、2008年金融危机的对策？



五. 讨论：应对金融危机的中国对策

讨论：中国应对1997年金融危机、2008年金融危机的对策？

- 应对97年亚洲金融危机：
 - 人民币汇率**不贬值**，**负责任**大国形象
- 应对08年全球金融危机：
 - **经济发展模式转型**：强调拉动内需→供给侧结构性改革→
供给侧结构性改革+同时注重需求侧改革
 - **“六稳”**：稳就业、**稳金融**…，强调金融初心

六、课程小结与提升

金融危机给我们的启示

- 历史不会重复自己，但会**押着同样的韵脚**。（马克·吐温）
- **在危机中育新机**，于变局中开新局。（应对危机的中国答案）
- 危机像弹簧，你强它就弱。（应对危机我们的答案）

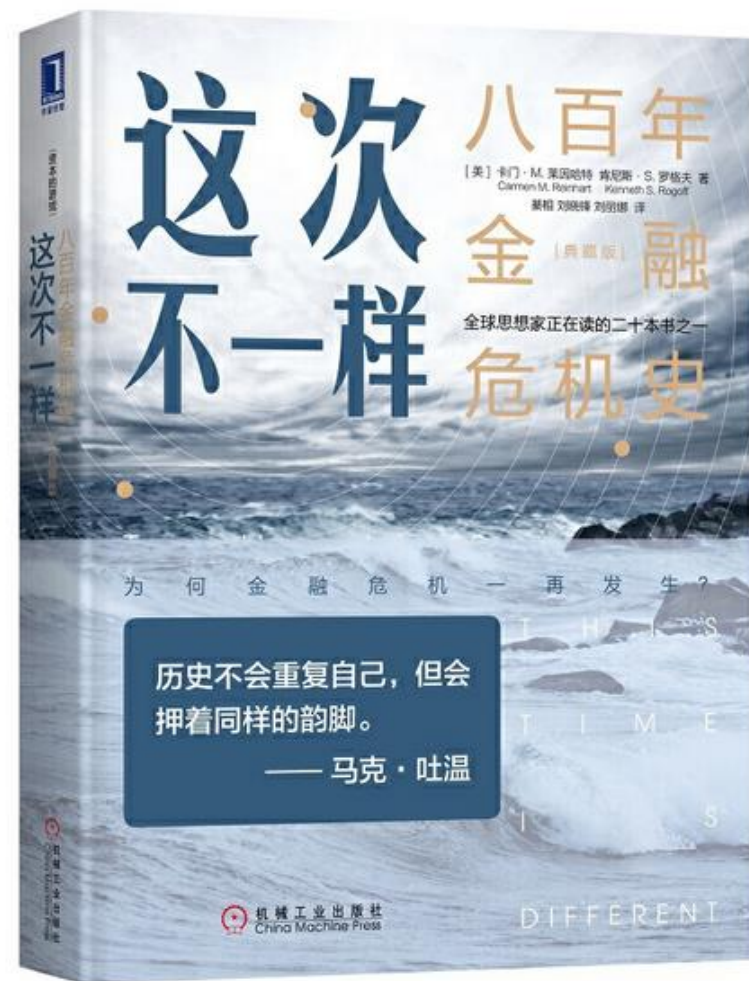
六、创新研究选题

- 1. 请对2008年后，金融危机理论的最新发展进行文献综述。
- 2. 请分析2008年金融危机的机理，并说明这次“是否不一样”？



课后阅读与预习

- 1. 朱民：《改变未来的金融危机》，中国金融出版社出版，2009年04月。
- 2. M. 莱因哈特、S. 罗格夫：《这次不一样：八百年金融危机史》，机械工业出版社，2020年04月。
- 预习：金融全球化的国际协调与合作（M-D模型）
（站在世界看中国）



答疑信息

你的成长，就是我的专业

- 答疑时间：每周三7-8节
- 答疑地点：经管楼549

课堂，让生活更美好

Better class, better life





感谢在最好的时代遇见最好的你们！

二. 金融危机的历史回顾

- 金本位制崩溃（1920s）
- 华尔街危机和经济大萧条（1929-1939）
- 美元违约（1971）和全球通胀（1970s）
- 拉美债务危机（1980s）
- 全球股市危机（1987）
- 日本金融危机（1991—2003）

二. 金融危机的历史回顾

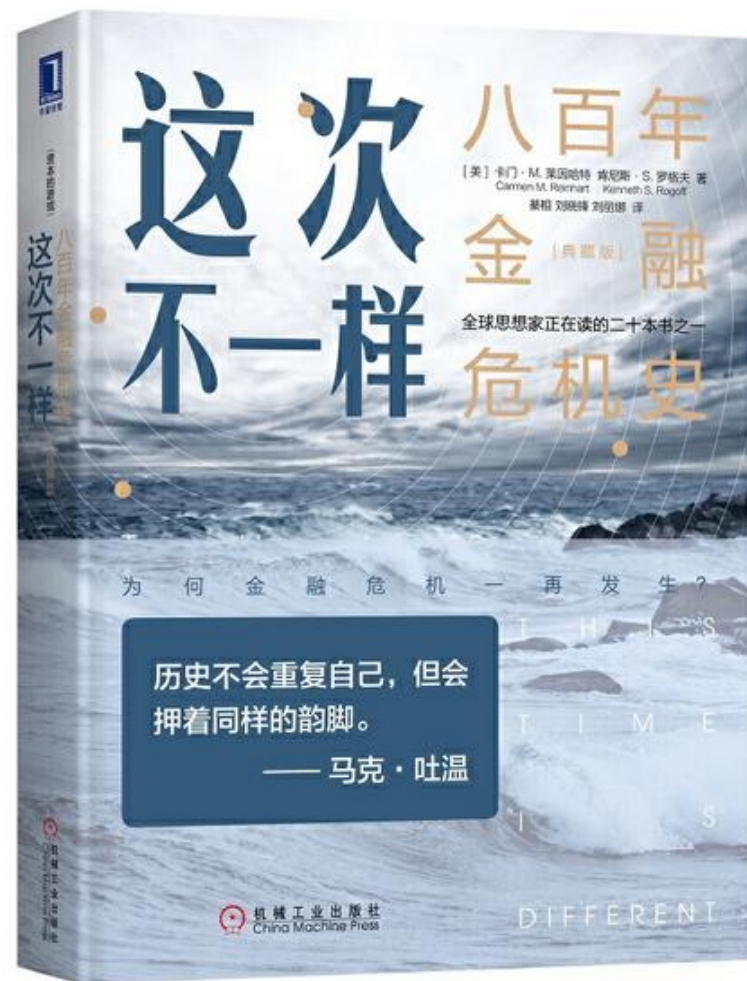
- 欧洲汇率机制危机（1992—1993）
- 墨西哥金融危机（1994—1995）
- 亚洲金融危机（1997—1999）
- 俄罗斯金融危机和LTCM危机（1998）
- 美国次贷危机及全球金融危机（2007、2008）
- 欧债危机（2009）

四. 金融危机理论新发展

讨论：是否“这次不一样”？

- “这次不一样”综合症的本质：

认为金融危机是一件在别的时间、别的国家、发生在别人身上的事情。因为我们比别人做的好，同时从历史中吸取了教训，金融危机不会发生在我们自己身上。



四. 金融危机理论新发展

新型金融危机？

- 尽管危机发生的形式更具多样化，但是一些基本的运行机理依然得以维持。
- 如莱因哈特和罗格夫（Reinhart and Rogoff, 2008），发现变量之间的互动机制仍然是一致的。
- 德姆雅克（Demyanyk, 2008）发现次债危机表现遵循了经典的信贷周期。

四. 金融危机理论新发展

新型金融危机？

- 第一，诱发因素上更具综合性、多元化。危机的触发既有系统性因素，也有偶发性因素。
- 第二，危机更具传染性，传染的渠道更加复杂，嵌套于市场、机构和价格变量的联动机制之内。
- 第三，危机的表现形式也日具复合状态。

三. 金融危机理论

(一) 国际金融危机的一般理论

1. 海曼·明斯基：金融不稳定假说

- 任何事件都可能引致泡沫的破裂，此时，市场突然只有恐慌性抛售，资产价格急速下跌，投资者出现违约或破产。
- 银行发现贷款人不能偿还债务，贷款抵押（质押）品大幅贬值，于是出现信用枯竭（Credit dry up）。好公司也得不到贷款，或优良贷款也被要求提前偿还，以确保银行的资本充足率。

三. 金融危机理论

（一）国际金融危机的一般理论

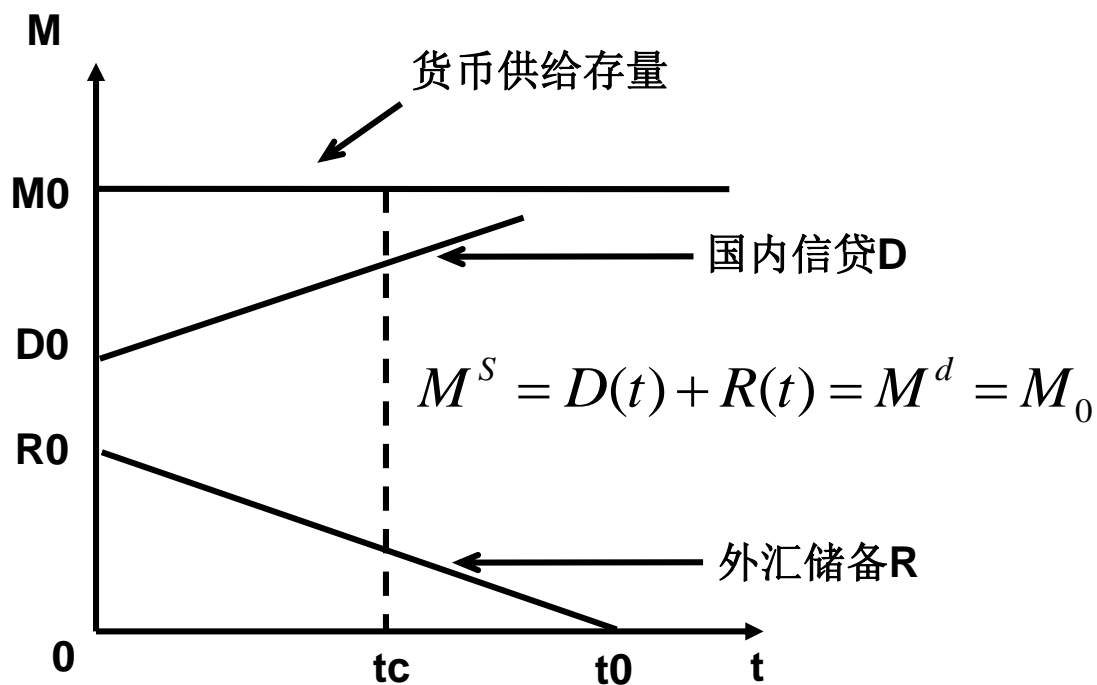
1. 海曼·明斯基：金融不稳定假说

- **明斯基时刻**是指资产价值崩溃的时刻。主要是**经济长时期稳定**可能导致债务增加、杠杆比率上升，进而从内部滋生爆发金融危机和陷入漫长去杠杆化周期的风险。
- 引申：防范系统性金融风险，**中国要重点防止“明斯基时刻”**出现所引发的剧烈调整（周小川，2017）。

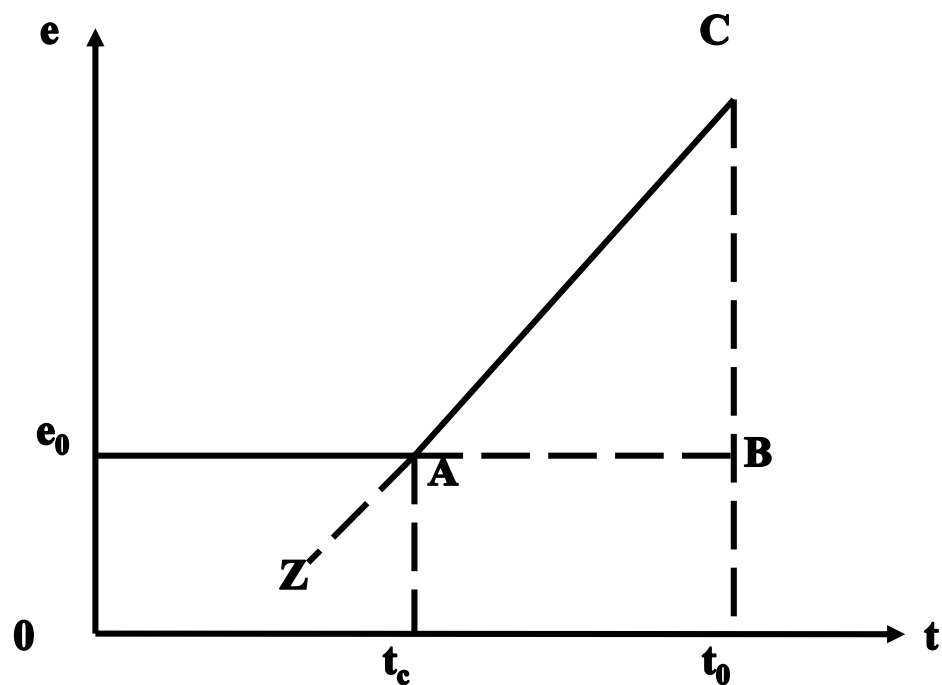
三. 金融危机理论

(二) 货币危机理论

1. 第一代货币危机理论：货币扩张型危机（Krugman）



国内信贷扩大引发的外汇储备消耗



投资者预期条件下的货币危机发生时间

三. 金融危机理论

(二) 货币危机理论

1. 第一代货币危机理论：货币扩张型危机（Krugman）

- 第一代货币危机理论是以发展中国家20世纪80年代中期以前发生的货币为考察背景，因此对墨西哥货币危机（1973-1982）、阿根廷货币危机（1978-1981）、智利货币危机（1982）等均有较好的解释力。
- 提出实施紧缩性财政和货币政策，保持经济基本面的健康是防止这种货币危机发生的关键。

三. 金融危机理论

(二) 货币危机理论

2. 第二代理论：预期自我实现型危机 (Obstfeld)

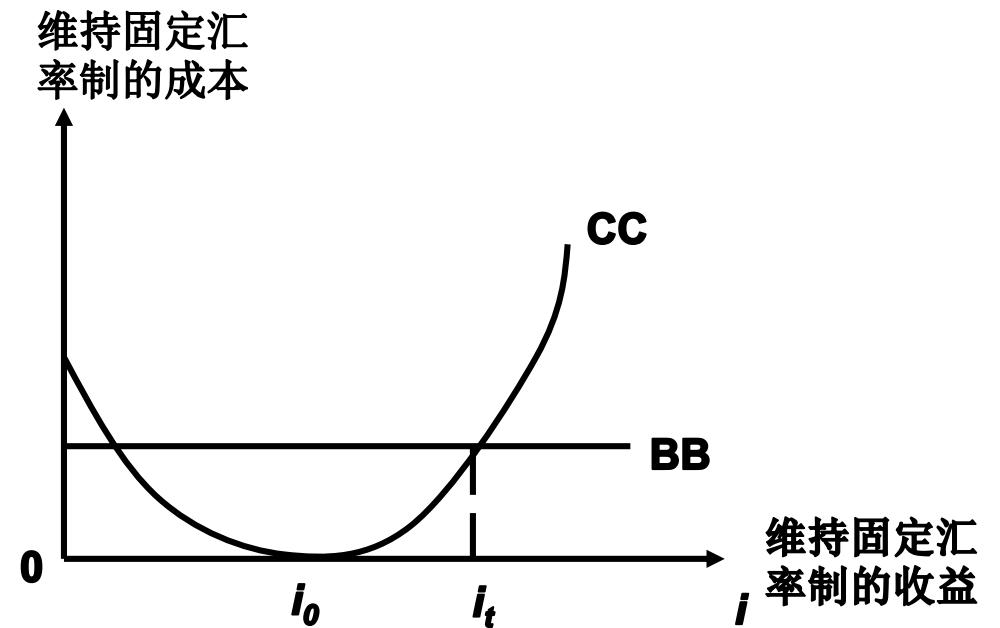
- 欧洲货币危机 (1992-1993) 是在经济基本面还比较健康、外汇储备尚比较充足的情况下突然发生投机性冲击造成的。
- 该理论认为，货币危机的发生不是由于经济基本面的恶化，而是由于贬值预期的自我实现导致的。

三. 金融危机理论

(二) 货币危机理论

2. 第二代理论：预期自我实现型危机 (Obstfeld)

- 投机者卖空本币
- 政府提高利率、提高投机成本
- 利率上升带来宏观成本上升
- 利率成本超过固定汇率好处时，
固定汇率崩溃



三. 金融危机理论

(二) 货币危机理论

3. 第三代货币危机理论：道德风险论和金融恐慌论

- 亚洲金融危机：东亚国家的宏观经济基本面总体健康，也显然不是由市场贬值预期引发。
- 人们意识到，经由民间金融机构中介的资本流入和政府对金融中介带来的道德风险是导致货币危机发生的重要根源之一。
- 于是，学者将金融中介微观基础纳入分析中，开始了第三代研究。

三. 金融危机理论

(二) 货币危机理论

3. 第三代货币危机理论：道德风险论和金融恐慌论

- 道德风险论：由于政府对金融中介的隐性担保以及监管不力，导致金融中介存在严重的道德风险问题；
- 金融恐慌论：货币危机的本质与经典的银行挤兑模型相似，只是在国际程度上的挤兑而已。

五. 讨论：应对金融危机的中国对策

讨论：中国应对1997年金融危机、2008年金融危机的对策？

- 应对97年亚洲金融危机：
 - 人民币汇率**不贬值**，**负责任**大国形象
- 应对08年全球金融危机：
 - **经济发展模式转型**：强调拉动内需→供给侧结构性改革→扭住供给侧结构性改革+同时注重需求侧改革；
 - **“六稳”**：稳就业、**稳金融**、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期

六、课程小结与提升

课程小结

- 金融危机的定义(资产负债表衰退)
- 金融危机的历史回顾
- 金融危机的理论 (4+3)
- 金融危机的2个案例
- 金融危机的中国应对

