

发展与改革前沿

美国金融危机与“大萧条”： 比较与启示

何德旭 郑联盛

【提要】从次贷问题演化为次贷危机、流动性危机、信用危机和系统性危机，美国的次贷问题已经全面升级为“大萧条”以来最为严重的金融危机。金融危机给金融体系和实体经济造成了重大的冲击，美国金融体系面临重组，美国经济增长模式被迫转型，全球经济秩序可能发生深刻变化。与“大萧条”相比，两次危机具有相似的爆发点、传导机制、金融行业缺陷、政府干预和危机破坏力，但也具有不同的性质、不同的历史条件和最后贷款人角色以及后续影响。美国金融危机发出警示，必须关注制度缺陷、流动性易变性和全球化的风险收益，必须协调好金融创新与金融监管的关系，必须加强货币当局的最后贷款人作用等。

【关键词】次贷危机 金融危机 大萧条

【中图分类号】F202 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1000—2952 (2009) 01—0005—07

一、美国金融危机的影响

2006年下半年以来，美国次级住房抵押贷款问题不断暴露，并于2007年夏天爆发了次贷危机，特别是，次贷危机不断升级并蔓延，至目前已经演化成上个世纪30年代“大萧条”以来全球最严重的金融危机。危机从美国房地产信贷市场向其他金融市场甚至实体经济蔓延，对全球金融市场稳定和全球经济发展都带来了严峻的挑战。

美国金融危机的重大影响之一，就是导致美国金融体系的“重组”。一是国有化趋势加强，美国政府以及其他货币当局为了避免大型金融机构破产，唯一可行的办法就是迅速国有化，以维持金融机构和金融市场的功能。^①而国有化的过程需要很长时间，尤其是伴随国有化产生的是行业垄断。Roubini (2008b) 甚至

笑称，市场主义美国已经演变为美利坚社会主义共和合众国 (United Socialist States Republic of America)。^②二是混业经营。本轮金融危机可能意味着美国金融体系正式重返混业经营的老路，与之相应的混业监管也将兴起。尤其是摩根士丹利和高盛向银行控股公司转型的申请获得美联储的批准，投资银行作为一个独立的行业几乎已经消失。三是美联储的地位。美联储在危机中通过向金融机构不断注资，获得大量的金融资产，其7000亿美元资本金已经捉襟见肘，特别是在危机过程中，美联储的资产负债表迅速膨胀，成为美国金融体系的最大资产持有人。如果不成立一家专门处置这些资产

^① Paul Krugman, Crisis Endgame, New York Times, September 18, 2008.

^② Nouriel Roubini, The transformation of the USA into the USSRA (United Socialist State Republic of America), <http://www.rgemonitor.com>.

的机构，美联储将成为“美国金融控股公司”。美联储将不得不在资产管理和其他职能（比如最重要的控制通胀）之间取得平衡，这不一定有利于美国金融体系的稳定和宏观经济的发展。^①

长期而言，美国金融危机将对其金融市场和实体经济造成实质性的负面冲击。其一，将重创市场信心。虽然美国政府接管“两房”有利于保持美国市场对海外资金的吸引力，但是随着美林、雷曼的倒下和 AIG 被国有化，市场信心已经严重受挫。Stiglitz (2008) 认为，美国金融危机已经演化为一场信心危机。其二，可能引发更加严重的流动性困难，尤其是美国商业银行可能受到进一步的冲击。美林、雷曼的破产并不是真实的坏账损失导致的，而是全球流动性紧缩，雷曼无法以合理的价格卖出资产造成的（即是以市场定价的会计方法造成的），这种信用紧缩是对过去 20 年信用过度扩张的一种矫正，难以逆转。其三，对实体经济产生负面作用。由于流动性短缺，金融市场危机将影响实体经济的运行，以消费和信贷支撑的美国经济可能失去增长基础，经济下行风险加大，美国甚至有可能改变其以信贷消费支撑的经济增长模式。就是说，可能出现次贷风险——金融风险——实体经济下滑——增长模式改变的传导进程，引发美国经济放缓甚至衰退，进而导致全球经济受挫。一旦这种转移形成，将会使目前这场还停留在投资银行领域的虚拟经济危机波及实体经济，对美国造成实质性的重创。

更值得注意的是，次贷危机的深入发展可能导致全球经济秩序的改变。如果美国金融机构破产和债券收益率下降的损失必须由其海外投资者（主要是亚洲和中东的外汇储备持有国，比如中国和日本是美国的最大债权人）买单，那么就会影响这些海外投资者的资金回流至美国，美国金融市场的融资资源将萎缩，美国金融市场和经济的发展动力将受到较大的冲击。以美国为中心、东亚国家和中东国家为外围的国际资本流动机制（即所谓的后布雷顿森林体系）的运行也可能深受打击。在这个过程中，

美国政府史无前例的救助行为，使得美国政府成为金融行业最大的“地主”。美国政府通过美联储作为最后贷款人向市场注入流动性，国有化行为使得财政赤字大幅增加，以公共债务取代私人债务，最后可能导致私人部门风险转换为国家风险，市场信用风险转换为国家信用风险，进而可能产生美元价值危机。特别是，如果出现资金从美国市场大量外流，则后果更为严重。当经济倒退影响到美国金融权利的时候，美元在全球经济当中的作用也将发生永久性的变化，对美国的金融霸权和美国海外债权人的冲击将不可避免。

二、美国金融危机与“大萧条”的历史比较

美国金融危机已经成为“大萧条”以来最严重的金融危机，在前美联储主席格林斯潘的眼中，它甚至比“大萧条”更为严重。本轮金融危机发生在全球化的背景之下，是一次流动性危机和偿付危机，同时，也是一场信心危机。“大萧条”是一次严重的金融危机，更是一次破坏性极大的经济危机。比较之下，两者都是金融危机，但到目前为止，金融危机尚未对实体经济造成破坏性影响。金融危机的发展还存在许多变数，是否会演化为经济危机，现在还不得而知。

1. 两次危机的相似性

“大萧条”是美国历史上乃至全球经济史上最严重的一次经济危机，虽然已经过去了 80 多年，但对于危机的研究仍是美国经济学界的一个重要议题。对比两次金融危机，其相似性主要体现在以下几个方面。

首先，爆发点是相似的，即都是由房地产市场问题引发的。“大萧条”爆发初期，房地产市场生产过剩，而且所有住宅中大约一半被抵押；其后，大规模的违约造成美国房地产市场

^① Economist, Saving Wall Street, the Last Resort, Sep 18th 2008.

的崩溃。^① 1934年1月美国《城市住宅金融调查》显示，在被调查的22个城市中，自有房屋抵押贷款的违约比例均超过21%，其中，超过一半的城市，违约比例超过了38%，克里夫兰甚至高达62%（Bernanke, 1983）。而本轮金融危机的引爆点，也是众所周知的住房次级抵押贷款和房地产泡沫。

其次，两次危机的破坏力都极大。1930年~1933年是美国历史上金融体系最艰难、最混沌的阶段。1933年3月，美国银行破产达到高潮，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。1930年11月~12月，第一次银行危机爆发；1931年夏天，金融恐慌演化为经济衰退；1933年3月，银行“休假”，整个银行体系陷入瘫痪；直到1933年~1935年，罗斯福新政之后，重建金融体系，经济才缓慢复苏。1930年~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（Bernanke, 1995）。^② 美国金融危机，截至2008年6月底，已经产生了117家“问题银行”。随着“两房”被接管，雷曼、美林倒下，AIG被国有化，可能还会有上百家金融机构出现问题。

再次，两次危机的爆发和金融部门的行为都密不可分。“大萧条”和美国银行业的资产负债期限错配以及非审慎经营是紧密相关的。一方面，由于美国的银行业是由小型的分散的独立银行组成，带来了银行体系的整体脆弱性。银行持有的负债主要是活期存款，而其资产却主要是非流动性资产，这就导致了期限错配，带来了一种不良的预期。对银行破产的市场预期，就可能产生挤兑，最后导致不良预期的自我实现。另一方面，“大萧条”和20世纪20年代大规模的债务扩张紧密相连。公开发行的公司债券和票据从1920年的261亿美元增长到1928年的471亿美元，非联邦公开证券从118亿美元增长到336亿美元，城市房地产抵押债券的未清偿价值从1920年的110亿美元增加到

1929年的279亿美元，而1929年美国国民收入为868亿美元。^③ 美国金融危机和住房抵押贷款标准的放松、过度证券化和会计准则、资产管理等创新模式密切相关。这点在前面已经提及，不再赘述。斯蒂格利茨（2008）认为，两次危机是市场不诚实的后果，美国金融机构通过各种途径规避了金融当局的监管，并拒绝反垄断的任何举措。两次危机都是金融机构的不诚实行为和政策决定者的无能的结果。另外，两次危机都是引致性金融危机，危机的传导存在相似性。

最后，政府的强力干预。1933年3月，美国银行体系几乎瘫痪，金融体系的自我修正能力已经丧失，市场参与者对市场自我调整的信心也已经失去。新任总统罗斯福只好宣布“银行休假”（1933年3月7日，罗斯福宣布临时关闭全国17032家银行，3月12日，12817家银行获准重新开业），关闭大部分金融中介和金融市场，“大萧条”达到危机的底部。罗斯福新政之后，政府主导金融重建，理顺了债权人和债务人的关系，稳定了经济和金融秩序。1934年，政府通过复兴金融公司（Reconstruction Finance Corporation）向银行和大量金融机构注资。1933年之后，政府成立了联邦储蓄与贷款保险公司（FSLIC）和联邦存款保险公司（FDIC），对存款贷款提供一定的保险，政府并授权金融机构发放贷款，比如，1934年，新增的抵押贷款中，政府支持的房屋产权人贷款公司发放了71%的贷款。罗斯福还和国民进行“炉边谈话”，稳定了国民对市场和政府的信心。在本轮金融危机中，为了防止危机进一步恶化，

① 这个观点同样得到基于凯恩斯主义分析的金德尔伯格和 Temin 等人的认同。但是，货币主义学派的代表人物弗里德曼以及舒瓦茨不同意这个观点，他们认为，美国房地产崩溃是紧缩的货币政策造成的，是“大萧条”的结果，而不能被认为是原因。

② Ben Bernanke, *The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach*, *Journal of Money, Credit and Banking*, XXVII, 1995, pp. 1-28.

③ Ben Bernanke, *Non-Monetary effects of the Financial Crisis in the propagation of the Great Depression*. *American Economic Review*, 1983, pp. 257-276.

造成更加严重的后果，尤其是警惕危机造成系统性破坏，演化为经济危机，美国政府和欧洲央行、日本央行、英国央行等货币当局紧密合作，对次贷危机进行了史无前例的救援。BIS (2008) 指出，货币政策当局主要的救援体现在四个方面：一是使短期利率接近于目标水平；二是向市场提供流动性支持；三是加强国际合作；四是调整货币政策的基调。^①

2. 两次危机的差异性

第一，两次金融危机的历史背景不同。“大萧条”是和金本位制度相联系的，而本轮金融危机则是和“后布雷顿森林体系”相联系的。美联储主席伯南克认为，全球范围内的国内货币供给崩溃，导致上个世纪20年代末和30年代初总需求的急剧收缩和价格下降，其内部制度因素是20年代后期大多数国家所采用的国际金本位制存在技术缺陷和管理不善等缺点。^② 一战以后，各国努力重建金本位制，以期稳定货币供给和金融体系。英国于1925年恢复金本位制，法国1928年恢复该制度，至1929年主要市场经济国家多采取金本位制度。但是，在金本位制下，一个国家的货币供给受黄金储备存量和中央银行买卖黄金价格的影响，同时受货币乘数、黄金拨备率（gold backing ratio，基础货币除以央行的国际储备加黄金储备之和）、国际储备和黄金储备之比等因素的影响。由于黄金大量流入美国，使得美国的货币供给大幅度增加（数倍于黄金流入增量），带来了严重的市场投机。1928年，美联储为了抑制股票市场的投机，转向了紧缩货币政策，以冲销黄金流入。而另一方面，其他国家的黄金流入美国，货币供应量相应减少，陷入通货紧缩的境地。这样，由于实行金本位制度的国家的内部货币（inside money）存量大幅下降，全球都陷入了货币紧缩的境地。因此，“大萧条”是货币紧缩的结果。^③ Eichengreen认为，各国国内政治经济局势的动荡，中央银行的信誉大打折扣，而且银行业状况变差，国际协调不力，已经没有稳定的市场预期来维持金本位制的运行。^④

而金融危机的爆发和全面升级与全球经济

失衡以及所谓的“后布雷顿森林体系”是紧密相关的。当前的全球国际收支失衡主要表现为美国持续的经常账户赤字，以及东亚国家和石油输出国持续的经常账户盈余。根据全球流动性的传导方式，可以将之划分为位于中心的美国，以及位于外围的东亚国家和石油输出国。中心国家产生并释放流动性，而外围国家吸收流动性，同时将一部分流动性重新注入中心国家。Dooley等认为，当前的国际收支失衡格局符合中心国家和外围国家的长期利益，因此是富有效率而且能够长期维持的。^⑤ 但是，Dooley等认为的这种平衡实际上是一种非常脆弱的平衡，它可以描述全球经济失衡的资本流动机制，但将之定义为一个稳定的、能长期维持的体系就有点过于勉强。Roubini和Setser (2005) 认为，由于当前的体系对中心国家的货币没有任何约束，缺乏一种在成员国之间分担国际收支调整成本的制度化机制，加上国别货币长期充当中心货币的时代已经一去不复返，因此当前的国际收支失衡只能维持两年左右的时间，到2007年左右就会发生剧烈调整。^⑥ 不幸的是，被他们言中。

第二，两次危机的性质有所差别。“大萧条”不仅是金融危机，更是经济危机，其诱因不仅是货币紧缩，还有实体经济的因素；而本轮金融危机首先是流动性危机。“大萧条”主要

① BIS: “Central bank operations in response to the financial turmoil”, CGFS paper No. 31, July 2008.

② Ben Bernanke and Harold James, *The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison*, 1991.

③ Milton Friedman and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1870 ~ 1960*. Princeton University Press, 1963.

④ Barry Eichengreen, *Central Banks Cooperation under the Interwar Gold Standard*, *Explorations in Economic History*, 1984, pp. 64-87.

⑤ Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber, *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER working paper 9971, September 2003.

⑥ Roubini, Nouriel and Setser, Brad. “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005 ~ 2006.” <http://ideas.repec.org/a/fip/fedfpr/y2005ifebx13.html>, 2005.

是两个传导渠道，一是通货紧缩引起的金融危机；二是名义工资相对价格变动的调整不充分，造成实际工资高于市场出清水平。^①“大萧条”的一个重要根源来自于实体经济，总需求下降以及上世纪20年代耐用消费品或住房的生产过剩是危机爆发的重要原因。当然，“大萧条”对实体经济造成的破坏性影响，目前也是金融危机所不及的。

而金融危机首先是一个流动性危机，^②金融机构所从事的证券化和高杠杆操作，使得金融体系的流动性出现易变性，容易被数倍放大或者缩小。一是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；二是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的不确定性加剧，从而降低了货币需求的稳定性；三是货币供给的内生性增加。金融创新和杠杆操作使货币供应在一定程度上脱离中央银行的控制，而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。更值得注意的是，创新型金融产品和资本运作在过去几年对信用创造的作用非常大，同时对流动性极其依赖，这些产品和运作在金融动荡的条件下容易丧失再融资功能，使得市场的整体流动性大幅萎缩（即信用骤停），从而产生流动性危机。^③

第三，美联储的救援态度和力度大相径庭。1929年，危机初现端倪的时候，美联储不仅没有放松货币供应，还紧缩货币，提高了基准利率。1931年5月，奥地利最大银行破产，8月份英国放弃金本位，此时如果美联储放宽货币供给，可能防止市场恐慌，稳定市场情绪，但是美联储却提高贴现率2个百分点。1929年~1933年，美国基础货币存量下降35%，狭义货币M1同期下降25%。实际上，在“大萧条”危机爆发初期，美联储没有将大量流入的黄金储备货币化，而且还将正的黄金储备流入转化为货币存量的负增长，美联储的政策实际上不仅没有对危机进行适当的政策应对，而且是在破坏金融稳定（Friedman等，1963）。而到危机

全面爆发的阶段，美联储没有很好地承担起最后贷款人的职能，使得近一半的银行倒闭，仅1933年，就有4000多家银行破产。Friedman等还认为，“大萧条”中美联储犯的巨大错误在于美联储缺乏一个英明的领导者，因为长期担任美联储主席的本杰明·斯特朗在危机前逝世了。

在本轮危机中，美联储和“大萧条”时期的美联储是两个完全相反的角色。在危机爆发初期，美联储就密切关注事态的发展。随着危机的升级，美联储的救援也是史无前例的。一是大量注入流动性，2007年8月11日次贷危机爆发，金融市场流动性状况发生逆转，其后48小时，美联储等货币政策当局向市场注入3262亿美元的资金，当日，美联储三次向市场注资380亿美元。随着危机的升级，货币政策当局向市场注入的流动性规模不断扩大，截至2008年9月中旬，各央行向市场注入资金规模已经超过1万亿美元。二是放松货币政策，降低贴现率和联邦基金利率。2007年9月到2008年4月期间，美联储累计降息325个基点，从5.25%降低至2%，而且贴现率从一般高于基准利率100个基点下降至25个基点，拆借期限从隔夜扩大至30天，甚至90天。三是不断解除政策束缚，扩展政策空间。“大萧条”以来首次对投资银行提供流动性，参与接管“两房”和AIG，批准摩根和高盛转型为银行控股公司，摒弃市场主义信条等。如果现在的美联储是20世纪30年代的美联储，那么金融危机的破坏力无疑将会更大。还有一点，现任美联储主席伯南克是研究“大萧条”的专家，其对美联储在“大萧条”时期的错误有着深刻的认识。

① Ben Bernanke, *The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach*, *Journal of Money, Credit and Banking*, XXVII, 1995, pp. 1-28.

② 当然，凡是金融危机都与流动性紧密相关，“大萧条”一定意义上也是流动性危机，只是相对于金融危机而言，“大萧条”的流动性紧缩对金融体系的冲击没有本轮金融危机明显。

③ Reinhart, Carmen and Kenneth S. Rogoff, “Is the 2007 Subprime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison”, 2008 Feb. Draft.

第四,两次危机对金融监管改革的作用不同。“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。

在美国金融危机中,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。美国财政部因此公布了美国金融监管改革方案,^①该方案的本质是将美国政府的金融监管权力和结构重新整合,将现有的7家联邦监管机构精简为3家。美联储的监管职能将显著扩充,监管范围由商业银行扩展到投资银行、经纪公司和对冲基金,以加强对混业经营的监管。^②新设立的“审慎金融监管机构”(Prudential Financial Regulator)将目前的货币监管局(OCC)与储蓄机构监管局(OTS)包括进来,对受联邦担保的金融机构实施监管。新设立的“商业运营监管机构”(Business Conduct Regulator)将目前的证券交易委员会(SEC)和商品期货交易委员会(CFTC)合二为一,负责监管金融机构的商业运营以及保障投资者和消费者的利益。长期而言,美国金融监管体系可能从伞形监管向英国、德国等的统一监管(功能监管)转变,从而建立一个更加有利于金融稳定的监管体系。

三、若干启示

从美国金融危机的爆发和升级过程中,可以得到诸多启示。

第一,制度性缺陷是金融危机爆发的总根源。不管是“大萧条”还是金融危机,都有其特定的经济环境。无论是金本位制还是布雷顿森林体系(以及所谓的后布雷顿森林体系),虽然都为世界经济的快速平稳健康发展做出过积极的贡献,但是随着全球经济的发展,制度本身的缺陷也逐步显现,对其进行调整就具有一定的必然性,相应地,潜在危机的爆发也是具有一定的必然性的。一个不可持续的经济制度迟早都要对经济活动产生负面冲击,只是程度

不同而已;如果对这一制度调整得快、调整得早,那么其负面冲击可能就要小一些。

第二,在当前的历史条件下,一个巨大的风险因素就是全球化。虽然中国等新兴市场国家是全球化的最大受益者之一,但是,当“两房”危机发生之后,中国外汇储备的风险急速加大之时,全球化就可能成为中国进一步开放进程中面临的巨大风险。全球化具有两面性,问题的关键是把握好全球化红利和全球化风险的平衡。而且,一定的经济历史背景可能造就不同的经济发展模式,比如美国的过度消费和中国的出口拉动等都是在全球化背景下彼此联系的两种经济增长模式,一定的条件下可以相互维系脆弱的平衡,但是一旦有外部冲击,制度性缺陷就将暴露,建立在沙滩之上的大厦就一定会倒塌。另外,在全球化的背景下,全球金融市场和金融投资的风险需要重新评估,在全球流动性过剩的情况下,对风险的评价严重低估,导致非理性交易过度膨胀;而流动性在全球化背景下更容易发生逆转,金融产品的定价也可能丧失理性。因此,深刻认识历史条件,重估金融风险与收益,并积极主动地进行相关制度、结构和投资策略的调整,才是明智的选择。

第三,金融是现代市场经济的核心,而流动性是金融的核心。不管在什么年代,流动性都具有易变性的本质,流动性过剩向流动性短缺的逆转可能在短短的几天内就能完成。在金融繁荣阶段,在货币流通速度加快、信贷非理性扩张等刺激下,流动性通常显示为过剩;但是,在金融动荡时期,由于出于风险防范和金融机构本身的资金需求,流动性可能发生逆转,即出现流动性不足的状况。一旦流动性过剩突然发生逆转,将会给世界经济和全球金融体系造成破坏性极强的冲击。这意味着,货币政策当局应该加强对流动性的管理,不断完善

^① The Department of Treasury of USA, A Blueprint for Financial Regulatory Reform, March 31, 2008.

^② 实际上,在2008年9月21日,美联储批准摩根士丹利和高盛转型为银行控股公司的申请,投资银行作为一个独立行业的时代已经结束。

并实施流动性的监测、控制、调整和预警等政策。

第四，注重协调金融创新与金融监管的关系。完善金融创新的监管体系是防范风险的核心要求。仅仅靠金融机构自身的风险管理是远远不够的，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利器。首先，金融监管当局要改变监管的理念和监管模式，金融全球化条件下的金融创新和混业经营的再次繁荣，使得原本的监管机制已经无法满足新形势的需要。其次，金融监管应强调针对性，比如银行业需要关注其表外业务的变化，对资产证券化应强调对基础资产和各级证券化产品的风险分级与评估。再次，离岸金融、税收天堂、私人股权基金、对冲基金等仍然缺乏具有针对性的监管措施。最后，监管当局的能力建设需要放在突出的位置，监管能力应和金融业务、金融创新的发展保持动态的协调。尽管金融监管可能永远落后于金融发展，但是应该严防出现“监管真空”和“监管死角”。

第五，货币金融当局的有力救援是金融风

险扩散的有效防火墙。从此次金融危机的救援来看，货币金融当局的强力声援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，可以缓解流动性紧张，防止金融创新中的风险通过流动性渠道转移扩散（Economist, 2008c）。另外，国际金融合作可以有效防止金融风险的国际传播，比如美联储和欧洲央行的联合行动，对防止金融危机的进一步扩散起到了一定的积极作用。还有，在对付各种金融动荡和金融安全问题时，应该具有一个强有力的最后贷款人。当然，东亚金融危机和美国金融危机的经验表明，最强大的最后贷款人是金融机构自身。

本文作者：何德旭是中国社会科学院数量经济与技术经济研究所副所长、研究员，中国社会科学院研究生院教授、博士生导师；郑联盛是中国社会科学院研究生院数量经济与技术经济系博士研究生

责任编辑：马光

American Financial Crisis and the Great Depression

—Comparison and Inspiration

He Dexu Zheng Liansheng

Abstract: Having evolved to subprime mortgage crisis, liquidity crisis, credit crisis and systematic crisis, the problem of subprime mortgage has comprehensively updated to the most severe financial crisis since the Great Depression. The American financial system is faced with being recombined, the American economy growth mode will be forced to transform, and the global economic order will undergo profound changes. Compared with the Great Depression, this crisis has the similar bursting point, transmission mechanism, financial industry defects, government intervention and destructive power, but it is different in property, historical conditions, the role of lender of the last resort and subsequent effects. The warning from the American financial crisis is that system defect, liquidity changeability and global risk return must be paid attention to, the relationship between financial innovation and financial supervision must be dealt with carefully, and the role of lender of the last resort of monetary authority must be strengthened.

Key words: subprime mortgage crisis; financial crisis; the Great Depression