



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

金融稳定

—— 欺诈、信心和国家财富

[美] 弗雷德里克·费尔德坎普·克里斯托弗·惠伦 著

胡志浩 译

Financial Stability

Fraud, Confidence, and the Wealth of Nations



经济管理出版社
ECONOMICS AND MANAGEMENT PRESS

金融稳定

—— 欺诈、信心和国家财富

[美] 弗雷德里克·费尔德坎普 克里斯托弗·惠伦 著

胡志浩 译

Financial Stability

— Fraud, Confidence, and the Wealth of Nations



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

北京市版权局著作权合同登记：图字：01-2015-3599 号

FINANCIAL STABILITY: FRAUD, CONFIDENCE, AND THE WEALTH OF NATIONS

Copyright © 2014 by Frederick L. Feldkamp and R. Christopher Whalen. All rights reserved.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Published simultaneously in Canada.

Chinese Translation (simplified Characters) Copyright © 2015 by Economy & Management Publishing House

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled Financial Stability: Fraud, Confidence, and the Wealth of Nations, ISBN 978-1-118-93579-8 by Frederick L. Feldkamp and R. Christopher Whalen, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the written permission of the original copyrights holder

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal

图书在版编目 (CIP) 数据

金融稳定——欺诈、信心和国家财富/[美] 弗雷德里克·费尔德坎普, 克里斯托弗·惠伦著; 胡志浩译. —北京: 经济管理出版社, 2015.5

ISBN 978-7-5096-3686-2

I. ①金… II. ①弗… ②克… ③胡… III. ①国际金融—研究 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 058762 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 宋 娜 赵晓静

责任印制: 司东翔

责任校对: 赵天宇

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www. E-mp. com. cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 玉田县昊达印刷有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 15.75

字 数: 226 千字

版 次: 2017 年 3 月第 1 版 2017 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3686-2

定 价: 88.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前言

如今，科技运用精确的计算告诉我们，自由同独裁统治、欺诈相比能带来更多的价值。通过将古代的摩西法则和现代的数据运算结合在一起（参见图表 9.1、图表 9.2 和图表 9.3，以及第九章），本书向我们展示了：

（1）在 2007~2009 年的危机中，某个国际货币兑换商的欺诈行为，造成了投资者 67 万亿美元的损失（仅在美国一国就造成了 30 万亿美元的损失）。

（2）截至 2013 年，2009~2012 年自由市场以每年 34 万亿美元的速度逐渐复苏并重新创造财富（美国为每年 17 万亿美元）。

第二次世界大战后，美国成为自由的捍卫者，德国人民选择在和平与繁荣中度过这近 70 年的时间，而非继续追随并拥护国王和独裁者，也正是后者导致了历史上两次几乎波及全球的世界大战。2014 年初，德国和美国一道携手反抗俄罗斯针对乌克兰的威胁行径。依据上面的计算准则，俄罗斯总统普京为占领乌克兰所付出的代价是俄罗斯财富贬值 50%。

以 10 年期债券收益率为基准，现在 1 美元的现金流价值是 1 卢布的现金流价值的 2 倍多。由于德国在国防上可以依靠美国的能力作为协助（正如在第二次世界大战时，苏联面临德国的侵略获得了美国的帮助一样），现在德国每一单位货币的价值是俄罗斯的 2.4 倍。这就是如今人类社会中自由与侵略相比所显示出的优势。

经验是通过我们所犯的错误而获得的知识，智慧是通过了解他人所犯的错误的知识。美国是世界上最古老的民主共和国，同时也是一个非常年轻的国家。我们整整经历了 175 年的时间才改正错误——宪法和法庭最终通过了一人一票的普选权。美国人仍然在努力了解自由市场运作的

奥秘。通过总结自身经验并从其他国家的智慧中学习知识，在研究美国是如何发展成为目前世界上最优秀的金融体系过程中，我们会尽力不让您感到无聊。但是，阐述有关金融方面的问题总是让人感到枯燥。

早在摩西法典中就已对欺诈进行了定义。然而，直到1929年金融市场崩溃后，美国才有所反应，最终结束了一些自“繁荣昌盛时代”（尤指美国内战后的28年期间，约在1870~1898年）就存在的欺诈性表外负债项目和其他强盗行为。在美国1933年和1934年分别实施银行和证券法律改革之前，投机者只发布母公司的财务报表，运用层层的公司和信托机构隐藏欺诈行为。虽然强制性地合并会计报表终结了很多这样的行为，但是这并不能终结那些隐藏在欺诈背后的操纵和投机行为，也正是这些欺诈行为在几十年后又引发了新的金融危机。

本书描述了一部分错误行为，它们也是美国金融市场经验的重要组成部分。比如，2007~2009年的金融危机证明了为什么我们要停止使用表外债务。本书中，我们将解释这样做的原因以及如何正确完成金融交易活动。投资者现在才知晓在次贷危机爆发时，巨大的表外负债泡沫经过数十年的增长在世界范围内已经达到了67万亿美元，仅美国一国就达到了30万亿美元。2007年，这个积累起的巨大泡沫在人们毫不知情的情况下破灭并打破了世界的平静。相对于股东权益的67万亿美元表外债权，几乎摧毁了自摩西时代起积累的所有财富。一些人至今仍在思考这些隐藏起来的欺诈行为是如何触发了2008年的大规模危机。这是隐藏于表外交易的欺诈行为所引发的泡沫，巨大泡沫不断的积累而产生病毒性影响。

上一次同样的金融危机发生时，富兰克林·罗斯福曾说：“我们唯一恐惧的就是恐惧本身。”在科技和自2005年开始的信息披露要求的帮助下，美国现在已经能够以天为单位精确地测度美国公司债券市场上投资者的恐惧程度。通过每日公司债券利差的披露，领导者可以清楚地了解投资者的反应：他们每天做出的决策是能够吸引新资金投入的明智决策，还是会赶跑投资者的错误决策。在晚餐之前，他们就可以知道决策在自由市场中的实际收益或成本。

“安然事件”使得美国开始想办法完善衡量市场恐慌情况的手段，这些恐惧情况体现在债券利差中。这些测量手段并不能精准地运用在其他领域。除了本·伯南克和其他小部分人外，美国的领导人在2008年9月之前基本上都忽略了这一新指标。当欺诈的泡沫开始破灭时，来不及通过微调的方式来调整。所以美国和它的盟友被迫使用一个古而有之的途径来解决问题：国有化附加货币化。美国努力将1998~2008年的错误转化为未来的经验和智慧，运用这个权宜之计，通过临时放开流动性和提供资助的方法，挽救了世界金融状况。

其他国家是否能选择一条更明智又不那么艰难的路，要由他们自己选择。2014年3月3日，通过已掌握的投资者恐慌指数对普京发出警告，俄罗斯干预乌克兰自由市场发展的行为是一个错误，正如亚当·斯密在曾经劝告乔治三世国王时所说，“同英国的殖民地友好地开展贸易远比尝试统治它们更加有益”。

后来俄罗斯依旧选择通过犯错误来获取知识的经验型学习模式，而不是开篇所说的通过他人错误而获取知识的智慧型学习模式。在改革期间，很多俄罗斯人缺乏足够的耐心，米哈伊尔·戈尔巴乔夫对此感到十分遗憾。因为全球有太多人愿意等待甚至永远等待自由经济的到来。当耶稣在世的时候，希勒长老曾因“舍我其谁，时不我待”这句话而家喻户晓。我们希望智慧所带来的和平和繁荣，能够永远盛行，并且现在正是培养智慧及其他要素的最好时代。在第二次世界大战后的和平时期，乔治·马歇尔向苏联证明：和平可以挽回当前所有的损失。同样，金融的稳定对于这样的成功是至关重要的。

本书开篇表达了对罗伯特·M.费舍尔的感谢，他作为一名证监会的律师兼经济学家，在11年前花费5小时的时间，耐心地听弗莱德·菲尔德坎普解释一种交易方法，弗莱德的一些客户通过该方法完美地完成了独立金融交易活动。客户们在该活动中以金融资产为基础（如家庭抵押贷款和汽车贷款等），创建了无风险套利机制。私人部门的创新品抵押担保证券，最终成为促进美国债券市场达到均衡状态的有效工具。1983年，抵押资

产证券化为居民抵押贷款市场而创立，并于 1993 年传播至其他金融资产市场，其扩大了金融市场的范围，为经济体提供了更多的机会，近几十年来，这些机遇都被商业银行严格地控制着。2009~2013 年，美国中央银行运用类似的金融套利的方法使金融市场摆脱危机。对私人部门投资者而言，无风险套利是投资者在世界范围内保持金融稳定和经济繁荣的基石。

在听取数小时的报告后，费舍尔先生看着弗莱德说道：“您刚刚为我们提供了宏观经济学中最后一个尚未解决的问题——金融稳定性的解决方法。”

大约在那次会议两年之后，证监会要求市场通过交易报告和合规“引擎”（TRACE）系统实时报送所有的公司债券交易价格、规模和其他交易细节。不久之后，美国金融监管局（也称 FINRA）这一自律性组织，开始使用那些数据编制每日的实时收益率指数，以便投资者可以看到每日信用利差的变动情况——这也是银行家们通常小心翼翼地向竞争对手隐瞒的信息。

信用利差衡量不同等级债券收益率的差异。它们精确地反映出投资者对日均利差变化后的恐惧程度，即美国市场政策和可给予投资者债券市场暗示的所有相关事件。第九章的图表 9.1、图表 9.2、图表 9.3 显示了自 2007 年到本书的撰写期间，美国市场的信用利差上下波动的情况及原因。表 9.1 运用数据来反映信用利差变化对宏观经济的影响。

本书要感谢牺牲了无数闲暇时间的费舍尔先生及弗莱德先生。弗莱德先生自 2006 年从律师事务所离职后，一直运用信用利差数据来预测市场走势或评论、建议相关的政策措施。

政府和监管者通过标注出美国债券投资者对于每天所发生事件的实际现金交易模式的反应，并将这些信息汇总到几个简单表格中，即可准确地观察出不同政策下投资者反应，同时看到这些政策是如何引发了 2007~2009 年世界范围内的金融大崩溃。当一切结束后，他们还可依据每一步的成功与失败的数据，进一步进行美国金融市场的改革，并观察 2009 年之后在几个影响世界范围投资者的小型危机中，信用利差的涨落情况。

在每个交易日收盘 90 分钟后，纽约证券交易所向市场提供这些债券数据。因此，每个感兴趣的人都可在每晚收盘后，通过观察当天的数据来

判断美国领导者的政策效果。这些数据同样适用于短期行为的改正和后续实施。

这是金融史上第一次，每个人都掌握着实时的现金交易数据，并由此了解政策行为是否会影响或者干扰这些数百万债券的投资者，这些投资者以每天数百亿资金的操作反应着他们对领导人政策的观感。无论是通过明智的做法还是从错误中学得的经验，在这些数据的帮助下，我们可以用知识来替代政治的修辞。

每一个人都拥有并应行使决策权。在这些事件中，每一个经济学家都应该悟出只有那些债券投资者的反应才可以判定领导人行动的成功或者失败的道理。毕竟，无论对于美国总统还是美联储主席或者是国会的领导人来讲，像道琼斯工业指数、联邦基金利率和十年期国债收益率这样的市场指标才是政治和金融的最终“晴雨表”。

在本书的调查过程中，弗莱德意识到在观察债券利差时，我们不仅可以观察到重大事件对美国过去十年的影响。在几个世纪中，许多经济观察家们都不知道利用何种方法来准确而实时地衡量驱动资本市场变动的恐惧心理。因此在弗莱德之前，该研究项目已经有所发展，弗莱德进一步推进了该研究，他也曾和他的朋友兼合作者克里斯托弗·维伦讨论过这些发现。

通过多年的合作与研究，作者们开始意识到，在所有市场上回荡和流动的信心和恐惧，是决定金融和经济稳定以及国家最终财富的关键要素。而美国是唯一一个在制度上能够保证对金融稳定性进行衡量的国家，因为只有美国才有能力公开每日信用利差和其他公司债券市场的信息。

在我们的观察中，人类 4000 多年历史中的战争和危机大约都是由美国公司债券市场中所存在的日常问题引发的（在美国经济大萧条之前、期间和之后）。在《欧洲现代史：从文艺复兴到现在》一书中，约翰·梅里曼写道：在 16 世纪早期，一个意大利籍的流亡者告诉法国国王，如果帝国想要进攻米兰公国，最重要的三件东西就是钱，更多的钱，还有更多的钱。他所描述的就是货币贬值和军事冲突之间的关系。

直到 1776 年，当亚当·斯密因出版区分中央银行和商业银行的论著而

获得赞誉时，那些公开反对统治者利用货币政策来维持权力和战争开支的人最终都被处决。20 世纪，通过增加金融运用范围来创造新的经济机会，从而使货币战争更加民主化。事实上，投资者可以运用自有资金来投票，并抵制领导者错误的政策决定。

在 2000 多年的时间里，我们都在寻找解决金融不稳定性的方法。它存在于信用利差和其他债券市场数据的公开报告中，也存在于包括其他利差的金融结构运用中。2007~2009 年的金融危机，可以使更快地接触到真正的金融民主化，并减少未来经济错位和战争发生的可能性。如果我们能够正确地使用这些解决方法，那么就可以在系统开始失去平衡前（由于诈骗或者是其他不稳定性的来源），投入任意可以拯救世界的要素。在我们成功的挽救世界后，就可以找寻解决危机根源的方法。

美国、英国、欧洲和日本的中央银行已经向世界证明：他们清楚在金融危机产生过程中需要采取哪些措施来引导经济体提升价值并恢复投资者信心。问题是，我们能否将这些知识制度化，控制市场在恐慌和兴奋中的波动幅度，并因此极大提高所有自由人士的经济福利。

弗莱德·菲尔德坎普

克里斯托弗·维伦

2014 年 6 月

简介

本书从法律、逻辑和金融历史的视角，重新阐释宏观经济学。宏观经济学是经济学研究的一个分支，它把自身和社会财富的增加联系到一起。到目前为止，微观经济学是经济学中非常宏大和古老的分支，将自己和某一个特定的公司或者个人收入的增长问题联系在一起。微观经济学考虑其他人的行为对于一个公司或一个人在某一个特定时刻的影响。而宏观经济学从总体角度考虑数千家公司和个人为了个人经济利益所做出的单独决定加总后的影响。

此处的一个重要特例是，任一宏观经济变量的微小改变都会产生影响。从18世纪的亚当·斯密开始，每一位宏观经济学家都会发现一个变量，即由信用利差代表的货币竞争成本，其影响重大。当信用利差处于较低水平时，将刺激经济发展；当信用利差处于较高水平时，将破坏经济活动。低且稳定的信用利差促进经济稳定，是经济稳定的信号。每一次信用危机都始于信心剧烈下降和相对应的信用利差剧烈升高的时期。

金融稳定性在宏观经济中处于“圣杯”的地位，但它也是自由社会中很难达到的状态。每一位受人尊敬的经济学家都知道世界并不具备保持长期增长的能力，因为到目前为止，人们仍没有解决自由市场金融稳定性的问题。每次，当人们观察到一段时期内流动性驱动增长时，都会说服自己该问题已被解决。不可避免的是，世界发生的新危机或市场崩溃总沉重地碾压着人们的乐观态度。对经济繁荣和自由的追求似乎导致欺诈和冷漠，并因此引发金融不稳定性。《克雷格德里尔资本》(Craig Drill Capital)的作者阿尔伯特·M.沃伊尼洛尔在2014年3月写道：繁荣和萧条发生的原因并

不是由于人类缺乏经济知识引起的，而是由于深藏在人类自身的人性问题。

第一个广为流传、企图修正欺诈行为并因此导致金融危机的事件是在拿撒勒的耶稣时期。耶稣发现，犹太同胞为庆祝逾越节，把罗马货币兑换成犹太货币。自摩西时代起，欺诈指使用两种衡量标准的行为。在耶稣被钉死在十字架上的那周，他观察到大祭司通过欺诈获利后，说服货币交易商远离寺庙，在公开市场上进行竞价。他的行为开启了一个创造“新宗教”的艰难旅程，同时显示了自由透明市场同腐败欺诈市场的差别。

拿撒勒的耶稣因揭露当时大祭司的欺诈行为而被害。在耶稣被钉死在十字架上之后，他的犹太支持者尝试着改革寺庙的运作方式，下一任犹太人的领导者也因此而被处死，并引发了耶路撒冷农民起义。最终，那些支持寺庙祭司的罗马人镇压了这次起义。罗马对起义者采取了和迦太基一样的策略——杀死所有参与者并烧毁所有寺庙，并在公元前 70 年摧毁了耶路撒冷古城。

许多人仍面临同样的垄断和欺诈行为，并持续不断地为自由的金融市场而奋斗。不可避免的是，这些追求透明和公平交易的努力似乎只是加速新的金融操纵手段的产生，并催生相反的结局——新一轮的危机，使得有罪的和无辜的投资者破产。度过这一有史以来最严重的国际金融危机后，要找出任何一种可以改变人类这一错误的方法，对于我们来说都是极具挑战性的。一直以来，人类都在不断地寻找新的谋生办法，而金融一直是最有效的康庄大道，尤其是可通过操纵市场而获得超额利润时。

2013 年，弗莱德·菲尔德坎普经历了与当时耶稣在教会里面看到的相类似的货币交易骗局。如今，每一个人都可知晓并揭露货币交易商的骗局。

现在，可以运用数据以及分布在世界范围内的即时工具来帮助那些诈骗受害者免于再次被骗。同时，规模巨大且极具流动性的市场，可以提供无数替代骗局的方法。在每一个交易日，主要的股权市场都可以及时、持续地提供世界范围内股票投资者收益的精准信息。然而，一般都是由政府集中控制商业银行内贷款资源的分配及定价权。但是，这种情况也在改变。

通过 1971 年以来的方法（现在可能已经接近完成），美国发展起了世

界上规模最大、公开性最高的公司债券市场。但对美国而言，还有一个重要问题尚未解决。美国主要银行和联邦机构仍牢牢控制着抵押贷款市场的主导权。并且，由于美国信贷市场规模巨大，美国银行系统和美联储都要在该市场中决定长期信贷定价和资本分配。

美国债券市场的日常活动数据已可精准反映出不良行为，监管者可通过数据佐证私人部门操纵信贷定价的过程。例如，伦敦银行同业拆借利率案例以及最近的商品交换指数调查。

在创建公司债券市场的过程中，美国虽然经历了几次大规模危机，但保持金融稳定性的目标从未改变。1987年，首个反映每日美国公司债券市场状况的私人编制指数应运而生。然而，真正突破性的进展发生在2005年，美国债券交易委员会要求交易商报告公司债券的即时交易情况。不久之后，金融业监管局开始编制每日债券指数，本书即用每日债券数据来监测2007~2009年的危机，并依此绘制本书中的图表9.1、图表9.2和图表9.3。

这种透明性有助于我们了解2007~2009年的金融危机是如何成为世界性的市场灾难，且在本场灾难中每一个居民和政策制定者都能根据实际的交易信息，准确地知道数以百万的公司债券投资者的日常反应。即每个交易日之后当局都会发布的总结性数据结果。

根据每日交易数据显示，债券投资者无论是对当天政策决定的反应是欢呼、懊恼还是逃离市场，消除长期以来的投机行为才是关键，这些投机行为大多是由众多的金融媒介对交易者情绪判断的预期所引发的。每日交易数据促使每个人放弃猜测，跟随资金（变动）而行动。上述知识增强了我们获得金融稳定的能力，因为政策制定者可以通过了解数据来理解数据后面隐藏的真实含义。他们可以依据市场事实而非带有偏见性的猜测做出相应反应。每日交易数据也给予了每位领导者将今天的错误转化为明天的补救措施的机会。

为了消除危机，现在人们意识到必须强烈禁止个人、公司甚至国家的金融欺诈行为。欺诈是所有金融危机产生的源头。在1世纪，耶稣想要通

过创建一个公平公开市场，让货币交易商在一个公平竞争环境中进行交易，以此来揭露金融欺诈的阴谋，当一个交易商的价格不合理时会即时在市场中表现出来。但该方法存在着罗马政府介入、收税或二者兼有的风险，因此被那些寺庙掌管者所拒绝。

但现在这种状况已被改变。弗莱德并未同那个多收他 67% 货币交换价的教会进行对质，而选择了同该职员在谈笑风生间付款。与寺庙里的犹太农民不同，他清楚欺诈在教会融资中的重要作用。当时包括办事员在内的所有在场人，都露出了轻蔑的笑容。对弗莱德而言，他从接受高交换价的教训中受益良多。因为他，我们现在拥有了能在开放市场中达到金融稳定性的方法，不论是宣布实行两种衡量标准是非法行为的摩西，还是同大祭司对峙的耶稣，都想要实现金融稳定性的目标。

把即时反映投资者对于每一政策变化的数据和揭示欺诈的普世能力结合到一起，就可保证市场开放、保持金融稳定性。想要达到该目标，又需要不断完善所有收入数据的报送汇总功能，并无论好坏均保持开放的市场态度。前联邦储备委员会主席本·伯南克和他的同事们似乎就是这一重要现代货币政策理论的先行实施者。

“金发姑娘经济”是指经济既不呈现过度的繁荣也不表现过度的衰退时期，在该时期中，信息充分且自信的投资者相互交易，形成并维持稳定的低水平信用利差。低且稳定的信用利差和经济学者所说的金融市场均衡密切相关，并且前者有助于创造这种均衡状态。然而，金融市场的均衡状态是难以达到的，以至于很多专家将金融稳定性称为“炼金术士之梦”。正如路德维希·冯·米塞斯说观察到的著名理论：经济学是研究每一个人的行为的科学，因此是不能被预测的（冯·米塞斯，1949）。

1776 年，亚当·斯密将均衡形容为这样一种状态：在该状态下，该商品在所有市场中的价格相等，即其价格由同一种度量标准所决定。它也是历史上公认的最重要的经济发现，也可能是最难被人理解且最难以达到的状态。亚当·斯密的经典经济学著作——《国富论》中的金融均衡，是指在世代更迭中，生产性资产（斯密定义为土地、劳动力、交易中的股票）增

长率和金融中介的成本最小化。信用利差代表资本成本负担。

亚当·斯密称金融为“流通车轮”。这个轮子有利于将生产性资产及其所生产的商品转化为货币，无论后者是投资于生产性资产还是交换为其他的商品或生产性资产（因此会增加对于新生产性资产的需求）。新增的生产性资产增加国家财富。金融市场促进经济发展，并因此对创造财富至关重要。然而保持金融稳定性的关键性条件是金融并不能增加价值。金融只能促使土地、劳动力和交易中的股票价值更高效地增长。

亚当·斯密观察到当保持金融（稳定性）的成本超过维持经济循环的最小成本时，将会制约一个国家的财富增长能力。低信用利差的“金发姑娘经济”或者是均衡状态下的良性稳健经济中的金融交易成本都是最小化。因此，以上这些对于想要最大化公民成功机会并最小化风险的国家来讲是极其必要的，这里的风险指“流通车轮”被以高信用利差形式出现的不必要（通常是欺骗性）成本所压垮。

尽管数千年来，人类一直在寻求能够建立均衡贸易规则并避免欺诈的方法，但只有美国在一场残酷的世界大战后达到了这个令人难以捉摸的金融市场均衡状态。维持金融市场的稳定均衡状态就像利用核聚变一样，是非常难以达到的。在每次美国金融领域达到均衡状态后，就会发现不诚实的金融从业者找到的避免欺诈限制规则的新方法。在每一个例子中，一场危机都会紧随而至，并摧毁之前取得的成果，最近一次就是2007~2009年的金融危机。

在每一次金融危机之后，律师、交易员、会计、经济学家、政客、监管者、作家和其他领域的专业人士就会从他们的角度出发，总结失败的原因。一般来讲，一个领域的专家会将诱发危机的原因归结至其他领域的错误中。事实上，我们中的所有（或者说没有人）能为市场周期性错误负责。当对金融稳定性和金融危机关系中的各个方面进行实证和理论检验之后，就会发现每个人（或者说没有人）都负有责任。这是因为金融引起并影响一切事物。而且，在金融市场上所有事情是同时发生的。

我们都只是人。尽管我们可充分地借助科技手段，但是也不能了解所

有在金融市场可能出错的事情。如果我们假装成圣人，那么更应该原谅每个人所犯的错误。我们真正的希望存在于战胜错误以及从错误中学习的能力，尤其是那种可能重演的错误。正如著名的物理学家和作家弗里曼·戴森所说：当犯错的人们意识到错误并愿意加以改正时，错误是可以被容忍的。科学不只关注已经了解的事情，科学中最刺激和最具有创造性的部分是我们还在努力着想要去了解探索的部分。错误的理论并不是探寻科学路上的障碍，它们是我们需要付出努力的重要部分（戴森，2014）。

我们认为在金融市场运作的角度上，由于缺乏好的数据而产生了金融稳定性问题，并至今也没有解决它。在2005年之前，全世界普遍缺乏可信的、广为流传和实时的债券市场数据，其反映政策变化后投资者购买和销售债券的价格变动情况。当我们终于拥有准确的数据之后，我们才逐渐去了解这些危机。这也是米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨在他们1963年的经典著作《美国货币史》（1867~1960）中运用的方法，并以此重新解读大萧条产生的原因。

美国从这些新数据中获得新的视角，试图最小化2007~2009年金融危机所带来的伤害，并运用金融稳定性理论来避免危机，从即时数据中了解危机发展过程中投资者情感发生的变化。只有这样，才可以在危机触发经济崩溃前，从该理论出发制定新的政策导向，解决潜在问题。

这种问题类似于医生在不知道如何正确测量病人体温前所经历的状态。医生必须在病人失去生命之前，更加深入地观察并处理潜在问题。在没有数据的情况下决定什么时候以及如何治疗，实际上等同于在黑暗中进行尝试，可能会杀死患者而非治疗疾病。

获得准确及时的金融市场数据并不容易。纵观历史，银行家在数据过时时小心翼翼地看管价格和边际价格的数据。对于那些有内部消息的人来说，拥有数据是控制市场或获得私利的一种方式。现在我们知道好几个市场被金融中介商（或投资者信赖的机构）操纵达数十年之久，并因此导致金融大萧条和2008年的经济衰退。这些被我们信任并能够公正引导市场的机构希望通过操纵市场来获得他们想要的价格。直到2005年的秋天，

才出现以日为单位编制的债券市场数据，尽管那些数据都属于事后数据，对于政策的计划性来讲毫无意义。

许多时候，我们从危机中学习。证券交易委员会就是从“安然事件”中吸取了教训，要求实时报告公司债券的交易数据。对于那些使用新的数据来跟进信用利差的人来说，每个 2007~2009 年金融危机中的政策变化，无论好坏，都会对市场产生显著可测的影响，并以信用利差变化的形式表现出来。在均衡状态下，信用利差方面每一基点的上升（坏）或下降（好），都会对美国经济产生大概 100 亿美元的年财富创造力的差别。当这些数字朝上或朝下变动过大时，就会引起政策制定者的重视。

因此，通过观察每天信用利差的变化，人们可实时发现正确或错误的政策。投资者可依据这一新的知识判定当天的收益情况，并因此欢喜或忧愁。例如，当美国众议院在 2008 年拒绝批准不良资产救助计划时，信用利差骤然上升。这意味着大部分的美国商业将很快停止运作。市场的情况立刻逆转了提案的投票状况，促使提案通过。我们将在本书之后的部分详细描述 2007~2013 年中所经历的事件。

弗莱德自 1997 年 12 月开始收集并分析可得的所有信用利差数据。他需要运用一种简单的方法，通过一个或者两个表格来向亚洲各国的财政部长们说明 1996~1997 年的亚洲金融危机已经开始影响到美国信贷市场。在 1998 年 2 月弗莱德发表了演讲，并希望观众的注意力都集中在他所解释的美国是如何发展出一套对 1997~1998 年金融危机的免疫机制方面。他通过利用信用利差对世界市场进行对比，清晰有力地讲解了美国的免疫机制。

出于好奇，弗莱德接下来收集了从 1987 年开始的所有类似数据，并追踪所有可得的信用利差数据。在每日单调的研究中，他发现了数千个政策变动和信用利差间的明显重合。这些重合很快演变成了模式。利用这些模式，弗莱德意识到可用这 27 年来的信用利差变动来检测金融市场政策变动对于美国经济的影响。

1998 年 9 月，弗莱德利用数据向美国证券交易委员会证明他们在 1998 年 4 月所采用的规则有缺陷，该规则破坏了他 1998 年向亚洲各国

财政部长演讲中所提到过的美国对金融危机的免疫系统。该规则同时导致了1998年包括长期资本管理公司在内的对冲基金危机。他在9月的演讲使得证监会临时停止实施该规则，促使银行和其他机构安全地解决了危机。正如数据所预测的，当证券交易委员会重新实施1998年规则时，它又诱发了高科技泡沫危机。也是该规则打破了2004年“金发姑娘经济”时期的均衡状态，导致这之后不稳定的银行投资，也在2007年8月同贝尔斯登公司旗下的几个对冲基金的破产一起引发了经济崩溃，并最终导致2007~2009年的金融危机。

1998年美国证券交易委员会的规则可谓是自大萧条以来最糟糕的公共政策之一。该政策阻断了之前非银行金融机构接触金融货币市场资源的渠道，为后来银行机构垄断货币市场打下了基础。1998年的规则既停止了资产证券化市场中可用于平衡市场、减轻早期银行机构垄断权的相关交易活动，又使银行通过欺诈的手段重新获得了该市场的垄断权。尽管我们因2005年相关政策的变化而对未来持乐观态度，但我们仍旧担心1998年的规则将会对未来金融市场带来破坏性影响。

2008年后，美联储主席本·伯南克所创新的一系列出色政策缓解了该局面。在本·伯南克先生的职业生涯中，他所出版文章和发表的演讲中都具体阐述了对信用利差有所影响的货币政策传导机制。2003年10月，伯南克主席在报告中阐述了他和肯库特所做的关于货币政策与股票市场活动相关关系的调查。他们发现预期利率变化对股票价格几乎无影响，而未预期变化会产生温和影响，他们因此而思考了其中的原因，并写道：我们想到了一个令人相当吃惊的答案，至少对于我们而言是难以置信的。我们发现预料外的货币政策变化对股价的影响不大，且该影响是通过影响股票的预期风险传导的，而非通过影响预期红利或无风险实际利率传导的。

不久，伯南克主席成为白宫的首席经济学家，并在2006年成为联邦储备委员会主席。副主席科恩也持有相同的观点，他们都了解该原理。我们只能期待他们关于信用利差和市场方面的明智想法能够在未来几个月甚至几年的时间里，继续指引美国和世界银行监管机构。