

The Federal Reserve and the Financial Crisis

金融的本质

伯南克四讲美联储 [美] 本·伯南克 著

Ben S. Bernanke

巴曙松 陈剑 译

邢毓静 审校

The Federal Reserve and the Financial Crisis

金融的本质

伯南克四讲美联储

[美] 本·伯南克 著

巴曙松 陈剑 译 邢毓静 审校

图书在版编目 (CIP) 数据

金融的本质: 伯南克四讲美联储 / (美) 本·伯南克著; 巴曙松, 陈剑译. -- 2版. -- 北京: 中信出版社, 2017.5

书名原文: The Federal Reserve and the Financial Crisis

ISBN 978-7-5086-7363-9

I. ①金… II. ①本… ②巴… ③陈… III. ①美国联邦储备系统—研究 IV. ①F837.123

中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第 052118 号

The Federal Reserve and the Financial Crisis

Editing, composition, and indexing of the Princeton University Press Edition ©2013 by Princeton University Press
All rights reserved.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the Publisher.

Simplified Chinese translation copyright © 2017 by CITIC Press Corporation
本书仅限中国大陆地区发行销售

金融的本质——伯南克四讲美联储
(中英双语版)

著者: [美] 本·伯南克

译者: 巴曙松 陈剑

审校: 邢毓静

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

承印者: 北京画中画印刷有限公司

开本: 880mm×1230mm 1/32

版次: 2017年5月第2版

京权图字: 01-2013-6550

书号: ISBN 978-7-5086-7363-9

定价: 58.00元

印张: 11.5 字数: 267千字

印次: 2017年5月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com



序 言



THE
FEDERAL
RESERVE AND
THE FINANCIAL
CRISIS

金融危机中的中央银行与货币政策：伯南克观点

在美联储的发展历史上，能够亲历重大金融危机并且参与具体应对的美联储主席并不多，伯南克是其中之一。作为一位持续跟踪研究“大萧条”以及金融危机相关问题的金融学家，伯南克在金融危机中得以有机会在其理论研究的基础上直接参与危机应对的决策。从这个意义上说，伯南克如何看待金融危机中的中央银行、如何看待金融危机中的货币政策，就有其特别的价值。无论是伯南克的支持者还是批评者，许多人实际上都对伯南克在金融危机中的决策逻辑和政策思考格外关注。

伯南克与美联储的渊源

伯南克于 1953 年出生在美国佐治亚州，他在大学入学考试中，以十分优秀的成绩被哈佛大学录取。1975 年，他以经济学系最优等的成绩从哈佛毕业，随后进入麻省理工学院深造，并于 1979 年获得博士学位。之后伯南克投身教职，在斯坦福大学任教 6 年（1979~1985 年），又于 1985~2002 年间在普林斯顿大学担任经济和政治事务教授，还曾担任该校经济系主任。

从其研究经历看，伯南克与美联储一直有着密切的联系。在担任美联储主席之前，他就与美联储有过近 20 年的深入接触。1987~1996 年间，他先后在费城联邦储备银行、波士顿联邦储备银行、纽约联邦储备银行做访问学者；他还是纽约联邦储备银行学术顾问小组的成员（1990~2002 年）；2002~2005 年间，他是美联储理事会成员；2006 年，他接替艾伦·格林斯潘，成为美联储主席。

此外，伯南克的研究方向也与其美联储的工作十分契合。他主要研究货币政策和宏观经济史，学术成果颇丰。在货币政策方面，伯南克主张设定一个明确的通胀目标，并清晰地向公众传达政策目标和计划行为，以引导市场通胀预期，推动美联储提高政策的可信度。他在《通货膨胀目标制：国际经验》一书中，比较集中地阐述了上述理念。

值得一提的是，伯南克对“大萧条”有着深入的研究。他在博士学习期间，就醉心于研究美国20世纪30年代的经济大萧条。他认为自己是个“‘大萧条’迷”，对“大萧条”的研究贯穿了其整个学术生涯。他曾说过：“解释‘大萧条’是宏观经济学的‘圣杯’。”2000年出版的《大萧条》(*Essays on the Great Depression*)一书，收录了伯南克1983~1996年间发表的多篇关于“大萧条”的论文。他认为总需求下降是“大萧条”爆发的决定因素，而总需求下降由货币和金融两方面因素导致：货币因素是指当时存在缺陷和管理不善的金本位制所带来的全球性的货币供给紧缩；金融因素则是指银行业恐慌和银行倒闭潮堵塞了正常的信贷流动渠道，从而加剧了经济崩溃。

虽然伯南克在学术和理论研究上一直关注“大萧条”，但他在继任美联储主席时未曾想到，华尔街和全球金融市场可能也未曾料到，这位一直跟踪研究“大萧条”的金融学家，确实在面对一次真正类似“大萧条”的金融危机。

从经济环境看，伯南克本来是在美国经济欣欣向荣时继任美联储主席的，上台伊始，他还承诺将在一定程度上保持“格林斯潘时代”政策的延续性。但出乎美联储意料的是，在伯南克履新后不久就迎来了震撼世界的美国金融危机。伯南克对“大萧条”的深入研究、在多个联邦储备银行做访问学者的经历，刚好为他应对危机奠定了理论和实践基础。

对于伯南克如何带领美联储应对此次危机，各类媒体已有种种报道。如拯救“大而不倒”的金融机构、实施量化宽松（quantitative easing，即QE）等，早已为世人所熟知。但许多读者却少有机会系统性地了解，在应对此次危机过程当中，美联储相关政策背后的经济金融决策理念。

本书正好为我们提供了这样一个视角。它是根据伯南克 2012 年在乔治·华盛顿大学的四次讲座的内容整理而成，于 2013 年在美国出版，出版之后很快成为华尔街广受关注的金融读物之一。

本书的内容要点

本书分为四讲，内容贯穿了美联储从 1913 年成立至此次金融危机期间 90 多年的历史，既是一本关于美联储的中央银行金融简史，也是应对危机的金融政策演变史。

第一讲主要讲述美联储的起源与使命。美国南北战争结束后的 40 多年间，美国经历了 6 次大的银行体系恐慌，促使其于 1913 年成立了美联储，以维护银行体系的稳定。刚刚诞生的美联储度过了十余年“轻松而愉快”的时光，那是美国历史上的一段经济繁荣期。1929 年金融危机爆发，美联储迎来了第一次重大挑战。不幸的是，那次危机最终还是演变成了“大萧条”。除了经济史和纪录片中那些关于“大萧条”的画面，一系列数据也揭示了

当时美国的惨状：近万家银行倒闭，股指下跌达 85%，GDP（国内生产总值）下跌近 1/3，物价下跌近 20%，失业率逼近 25%。

伯南克认为，美联储在“大萧条”期间并未发挥应有的作用、履行其应有使命，而这正是导致金融危机恶化为“大萧条”的关键性因素。

伯南克指出美联储有两大使命：其一是维持金融稳定，即保证金融体系正常运转，缓解甚至阻止金融危机或金融恐慌；其二是维持经济稳定，保持经济稳定增长，并维持低通胀。美联储可以分别运用最后贷款人工具和货币政策工具来践行上述两大使命。

本书的第二讲，伯南克讲述了“二战”以来直到最近这次金融危机爆发前的美联储。“二战”期间，一直到 1951 年，为降低美国政府战争债务的压力，美联储被迫维持低利率。1951 年，《美联储—财政部协议》签署，美联储才获得独立地位。随后，美联储在 20 世纪 50 年代实施了“逆风向”的货币政策，迎来了经济的繁荣发展。从 60 年代中期开始，因信奉通胀率和失业率之间的替代关系（即菲利普斯曲线），美联储的货币政策开始转向过度宽松，为通货膨胀埋下了隐患。随着 70 年代石油危机的爆发，美国经济再次陷入高通胀。70 年代末，当时美联储的铁腕主席保罗·沃尔克宣布提高利率（30 年期住房抵押贷款利率达 18.5%），通胀水平随之下降，但也致使失业率飙升至 10% 以上。沃尔克因此被称为“反通胀斗士”。

沃尔克的相关政策，虽然带来了美国经济的阵痛，但也为格林斯潘时代的经济“大缓和”时期奠定了基础。格林斯潘于1987年出任美联储主席，在任19年内，美国经济增长和通胀率的波动区间都大为缩小，因此被称为“大缓和”时期。

2001年互联网泡沫危机爆发，在格林斯潘和美联储的应对下，此次危机导致的经济衰退只持续了8个月，是一场温和的衰退。伯南克将互联网泡沫危机和最近的这次经济危机进行了比较。他提出了疑问：与2001年的股市暴跌相比，2006年房价下跌所导致的账面价值缩水与其相当，为何此次危机对经济的影响更为严重？他给出了这样的解释：房价下跌只是个导火索，关键是金融体系的诸多漏洞导致了火势的迅速蔓延。

本书的第三讲和第四讲主要阐述此次金融危机以及美联储的应对措施。这两讲能让我们充分了解美联储相关政策如何出台及其背后的理念。在第三讲中，伯南克主要道出2008~2009年间金融危机深化时，美联储是如何履行其最后贷款人职能以维持金融稳定的。面对货币市场基金遭遇“挤兑”、商业票据市场面临冲击、市场流动性冻结等局面，美联储秉承“白芝浩原则”，通过贴现窗口迅速向金融体系注入大量资金。美联储还对贝尔斯登、美国国际集团和“两房”等大型金融机构实施救助，以避免其倒闭带来恐慌性蔓延。

第四讲主要讲述金融危机带来的影响。首先，金融危机导

致了严重的经济衰退。对此，美联储积极利用货币政策工具来追求经济稳定。美联储最先启用传统货币政策，将联邦基金利率由2007年末的5.25%迅速降至2008年末的0~0.25%。至此，调控短期利率的传统货币政策已用尽，但经济仍在急剧衰退。于是，美联储又启动非传统货币政策——大规模资产购买计划（LSAPs），也就是量化宽松。第一轮和第二轮量化宽松分别于2009年3月和2010年11月开始，从而使美联储资产负债表膨胀了两万多亿美元。

其次，金融危机让美联储等监管机构对金融体系漏洞有了更深入的思考。2008年之后，美国进行了大量的金融监管改革，包括出台《多德-弗兰克法案》^①。该法案对系统性监管的缺失、对部分金融机构及业务的监管真空、“大而不倒”、衍生品业务等漏洞都给出了相应的解决方案。

组织翻译和校对本书的期望

伯南克在本书中指出，美国金融危机在2009年初基本稳定了下来，经济衰退也在2009年中期基本结束。

^① 根据传统，美国的法案因相关委员会的主席而得名。巴尼·弗兰克时任众议院金融服务委员会主席，2010年众议院由民主党掌控，克里斯·多德时任参议院银行委员会主席。

有分析指出，伯南克领导的美联储，比较成功地阻止了第二次“大萧条”的发生。或基于此原因，2009年，伯南克当选美国《时代》周刊年度人物，该刊对他的评价是：“如果没有伯南克，情况还会更糟！伯南克不只是吸取历史教训，他还自己谱写了历史。”美国总统奥巴马在提名伯南克连任美联储主席时，评价伯南克“是一个对经济大萧条起因有着深入研究的专家……拥有深厚的专业背景、过人的勇气和创造力，有能力来完成作为美联储主席的使命”。

尽管伯南克广受赞誉，但也不乏对他的批评之声，如伯南克在危机爆发初期，对其严重性估计不足；对大型金融机构的救助，更是招致了很多美国民众的不满；大规模的流动性扩张，引发了对未来通胀的担忧等。信奉自由市场的人曾对他发起猛烈抨击，认为美国不能回避严厉的结构调整来提振经济，而伯南克主张的政策对提振经济的利好效应可能是短暂的，成本却会加倍，这些政策实施的时间越长，最终就越是骑虎难下。

而通过这本书，读者可以更多地倾听伯南克自己的声音，进行更深入的思考。

本书的翻译由巴曙松研究员主持和组织，他还与陈剑博士共同进行翻译协调和统稿校订工作，我负责对全文进行进一步的审校。巴曙松、陈剑、高扬、李食美、樊燕然、张悦、路扬、余芽方、孙兴亮、白海峰、郑伟一等参与了初译，初译之后又经过了

四轮交叉校订与统校，以及从语言、专有名词等各方面进行的修订。整个翻译过程历时半年，译者希望通过翻译本书，引导读者同亲历金融危机决策的伯南克一起回顾金融危机的演变和美联储的历史。当然，再细致的工作也难免出现疏漏与不足，还望广大读者在阅读的同时不吝批评指正，以便我们不断改进并完善工作。

是为序。

邢毓静

中国人民银行货币政策委员会秘书长、研究员

2013年12月于金融街

(文中观点仅代表个人观点，不代表任何机构)

目 录

THE
FEDERAL
RESERVE AND
THE FINANCIAL
CRISIS

序 言 // 邢毓静 III

第一讲 美联储的起源与使命 // 001

央行是什么? // 004

什么是金融恐慌? // 007

金本位制的利与弊 // 013

美联储的第一次大挑战 // 020

第二讲 “二战”后的美联储 // 035

货币政策与通货膨胀 // 038

经济“大缓和”时期 // 047

金融危机的前奏 // 051

房地产泡沫的破灭 // 056

第三讲 美联储应对金融危机的政策反应 // 077

金融体系的漏洞 // 080

金融衍生品的泛滥 // 082

应对危机的举措 // 091

第四讲 危机的后遗症 // 119

扑灭金融危机之火 // 123

政策的指引者 // 131

缓慢复苏 // 134

监管的变化 // 143

THE FEDERAL RESERVE AND THE FINANCIAL CRISIS

第一讲

美联储的起源与使命

在这四次讲座中，我主要想谈一谈美联储和金融危机。我对此的看法主要是基于我作为一名经济史学家的角度得出的。要分析过去这几年发生的问题，我认为得把它们放到央行职能这个大背景下去考虑才有意义，因为中央银行系统已经存在好几个世纪了。因此，尽管我在这几次讲座中会着重介绍金融危机和美联储的应对措施，我也会对这场危机发生的大背景进行回顾。在讲到美联储时，我会概括性地介绍一下中央银行的起源及其使命。我也会带领大家回顾以前发生的金融危机，尤其是 1929 年的“大萧条”，从中可以了解美联储为了履行央行使命是如何决策和行动的。

在本讲中，我暂不涉及当前这次金融危机，而是先讲讲中央银行的定义、职能以及它是如何在美国出现的。我还会介绍美联储如何应对其第一次重大挑战，即 20 世纪 30 年代的经济大萧条。在第