

一个风云人物的金融思考
一次席卷全球危机的事后反思

债务风险暗流涌动的中国当下，
我们需要伯南克这样的思考！

巴曙松翻译并大力推荐

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 (Ben Bernanke) 著

巴曙松 陈剑 译

邢毓静 审校



中信出版社 · CHINACITICPRESS

F837.123
45

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 (Ben Bernanke) 著
巴曙松 陈剑 译
邢毓静 审校

F837.123
45

014038025

图书在版编目(CIP)数据

金融的本质:伯南克四讲美联储/(美)伯南克著;巴曙松、陈剑译.—北京:中信出版社,2014.4

书名原文:The Federal Reserve and the Financial Crisis

ISBN 978-7-5086-4409-7

I. ①金… II. ①伯…②巴…③陈… III. ①中央银行—研究—美国 IV. ①F837.123

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第020311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 © 2014 by CITIC Press

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

著者:[美]本·伯南克

译者:巴曙松 陈剑

策划推广:中信出版社(China CITIC Press)

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)

(CITIC Publishing Group)

承印者:北京通州皇家印刷厂

开本:787mm×1092mm 1/16

印张:17 字数:267千字

版次:2014年4月第1版

印次:2014年4月第1次印刷

京权图字:01-2013-6550

广告经营许可证:京朝工商广字第8087号

书号:ISBN 978-7-5086-4409-7/F·3125

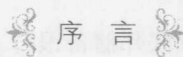
定价:58.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书,如有缺页、倒页、脱页,由发行公司负责退换。

服务热线:010-84849555 服务传真:010-84849000

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 (the Federal Reserve) 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” (the Great Depression) 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，他以经济学系最优异成绩从哈佛毕业，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，他就与美联储有了近 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因素和金融因素两方面导致：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

本书主要分为四讲，内容贯穿了美联储从1914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1914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”。除了经济历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实现上述两大使命。

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”期间至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》(the Fed-Treasury Accord)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量与其相当，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，美联储是如何行使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所带来的影响。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% 之间。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。

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

^① 传统上，美国的法案名称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。

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，引发更深入的思考。

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，我负责对全文进行了进一步的审校。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)

序 言 // VII

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 // 006

金本位制的利与弊 // 010

美联储的第一次大挑战 // 015

第二讲 “二战”后的美联储 // 027

货币政策与通货膨胀 // 029

经济“大缓和”时期 // 036

金融危机的前奏 // 039

房地产泡沫的破灭 // 043

第三讲 美联储应对金融危机的政策反应 // 057

金融体系的漏洞 // 059

金融衍生品的泛滥 // 061

应对危机的举措 // 067

第四讲 危机的后遗症 // 087

扑灭金融危机之火 // 090

政策的指引者 // 096

缓慢复苏 // 098

监管的变化 // 105

- Lecture 1 Origins and Mission of the Federal Reserve // 119
- Lecture 2 The Federal Reserve after World War II // 149
- Lecture 3 The Federal Reserve' s Response to the Financial Crisis // 187
- Lecture 4 The Aftermath of the Crisis // 223

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。要分析过去这几年所发生的问题，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，但我也会对这场危机发生的大背景进行回顾。在对美联储进行介绍时，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所发生的金融危机，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。在第二讲中，我会回顾“二战”后中央银行及美联储的发展情况、美联储在20世纪80年代如何战胜通胀、格林斯潘任期内的大缓和时期（the Great Moderation）以及1945年后发生的其他一些变化。此外，我还会花一定的时间讲讲危机是如何逐渐形成的，以及导致2008~2009年经济危机的部分原因。第三

讲中，我们会更多地探讨近期发生的事件，包括此轮金融危机最严重的阶段、危机发生的原因及产生的后果，还有美联储和其他政策制定者对危机的应对等。最后在第四讲中，我将谈一谈危机的后果，包括危机后的经济衰退、美联储的应对措施（包括货币政策）以及金融监管方面的变革等。此外，我还将会对此次金融危机如何改变央行的运作方式，以及美联储未来会如何运作，进行一些前瞻性的讨论。

央行是什么

先让我们从广义上来谈谈央行是什么。如果你有一些经济学基础的话，就会知道中央银行并不是一个普通的银行，它实际上是个政府机构，处于一个国家货币和金融体系的核心。中央银行是非常重要的机构，它们引导了现代货币及金融体系的发展，并在经济政策制定中发挥重要作用。在过去很长一段时间内，由各种各样的机构代行中央银行的职能。而如今几乎每个国家都建立了中央银行，如美联储、日本银行（the Bank of Japan）、加拿大银行（the Bank of Canada）等。货币联盟是个例外，联盟中的多个国家共享一家中央银行。欧洲中央银行（the European Central Bank）就是个典型的例子，它是欧元区 17 个国家共同的中央银行。即便如此，各成员国仍各自拥有中央银行，这些央行也是整个欧元体系的组成部分。如今中央银行已经普遍存在，即使是小国家也拥有中央银行。

那么，中央银行的职能是什么？其使命又是什么？在此，我们将对央行的两个职能进行一些探讨。它的第一个职能是促进宏观经济稳定，即追求经济稳定增长，避免大幅波动（如衰退等），并维持稳定的低通胀，这就是中央银行的经济稳定职能。央行的另外一个职能，也是这一系列讲座会重点探讨的一个功能，就是金融稳定职能。中央银行要尽可能地保证金融系统的正常运作，尤其是要尽可能防止金融恐慌和金融危机。

要实现这两大职能，中央银行都有哪些工具可用呢？简单地说，主要有两套基

本工具。稳定经济方面的工具主要是货币政策。例如，在通常情况下美联储可以通过公开市场买卖证券，来降低或提高短期利率。当经济增长过缓或通胀水平过低时，美联储可以通过降息来刺激经济发展。美联储的低利率会传导至其他各种利率，进而刺激房产购置、建筑施工和企业投资等。低利率会创造更多的需求、消费以及投资，从而拉动经济增长。同样，如果经济增长过热或通胀问题严重，那么央行常用的应对措施就是提高利率。提高隔夜拆借利率，也就是提高各银行向美联储借钱的成本，这个利率在美国被称为联邦基金利率（federal funds rate）。美联储提高利率将会系统性带动其他利率的上涨，这样就可以通过提高车贷、房贷及其他类型贷款的成本，或是提高生产资料的投资成本，来减轻经济过热的压力，从而抑制经济过快增长。货币政策是中央银行多年来试图让经济在增长和通胀两方面都保持稳定而使用的一个基本工具。

中央银行用来应对金融恐慌或金融危机的主要工具是流动性供给（the provision of liquidity）。大家对这项职能或许不那么熟悉。出于对金融稳定性的考虑，中央银行会向金融机构提供短期贷款。在金融恐慌或危机期间，向金融机构提供短期信贷能平息市场情绪，有利于维持这些金融机构的稳定性，从而有助于缓解甚至终结金融危机。央行的上述行为被称作“最后贷款人”（lender of last resort）工具。如果金融市场崩溃，金融机构又没有其他资金来源，那么中央银行就要随时准备做“最后贷款人”，通过提供流动性支持来帮助稳定金融系统。

大部分中央银行（包括美联储）还有第三个工具，即金融监管。中央银行通常扮演着监管银行体系的角色，通过评估银行投资组合的风险状况、确保银行运营规范等，来保持金融系统的健康。如果一个金融系统能保持健康发展并将其风险控制 在合理范围内，那就从源头上降低了金融危机发生的可能性。但这一工具并不是央行所特有的。例如，在美国，还有许多其他机构与美联储一起监管着金融系统，包括美国联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation，即FDIC）、货币监理署（Office of the Comptroller of Currency）等。因此，我在这里不对该工具予以