

SLAPPED

BY THE INVISIBLE HAND

THE PANIC OF

2007

银行的秘密

现代金融生存启示录

[美] 加里·戈顿 (GARY B. GORTON) 著

陈曦 译

《纽约时报》《华盛顿邮报》重磅推荐
诺贝尔经济学奖得主罗伯特·卢卡斯强烈推荐
迄今为止对银行本质最深刻的解读
全面回顾历史上最重要的金融危机



中信出版社·CHINACITICPRESS

SLAPPED 银行的秘密

BY THE INVISIBLE HAND 现代金融生存启示录

THE PANIC OF 2007 [美] 加里·戈顿 (GARY B. GORTON) 著 陈曦 译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

银行的秘密: 现代金融生存启示录 / (美) 戈顿著; 陈曦译. —北京: 中信出版社, 2011.7

书名原文: Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007

ISBN 978-7-5086-2827-1

I. 银… II. ①戈… ②陈… III. 金融危机—研究—美国 IV. F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 098525 号

SLAPPED BY THE INVISIBLE HAND: THE PANIC OF 2007, FIRST ADITION

By Gary B. Gorton

Copyright © 2010 by Oxford University Press, Inc.

SLAPPED BY THE INVISIBLE HAND: THE PANIC OF 2007, FIRST ADITION

Was originally published in English in 2010. This translation is published by arrangement with Oxford University Press, Inc.

Simplified Chinese edition copyright © 2011 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED

本书仅限于中国大陆地区发行销售

银行的秘密——现代金融生存启示录

YINHANG DE MIMI

著 者: [美] 加里·戈顿

译 者: 陈 曦

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: 16 字 数: 214千字

版 次: 2011年7月第1版 印 次: 2011年7月第1次印刷

京权图字: 01-2010-6396

书 号: ISBN 978-7-5086-2827-1/F·2344

定 价: 39.00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: 010-84849283

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84849000

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

银行——“最重要的陌生人”

富兰克林·罗斯福，

第一次“炉边谈话”，

1933年3月12日

沃尔特·白芝浩，

《伦巴第街：货币市场记述》，

1877年

我想花几分钟的时间和美国人民——和其中相对较少的那部分了解银行机制的人，但更主要的是你们中绝大多数正在通过银行存取款的人，谈一下银行业。

我绝不是一个杞人忧天的人。我相信，我们的系统虽然有些奇特和古怪，却仍然可以安全地工作；但如果我们想好好使用它，就必须认真地研究它。我们绝不能看轻我们手中这项艰巨的任务，同样我们也不能认为这个人为制造出来的系统是在自然运行。金钱永远不可能进行自我管理，大量的资金正在伦巴第街等着我们去处理。

当金融大恐慌于2007年8月爆发的时候，我正处在一个独特的位置观察着整个事件。在我25年的学术生涯中——包括供职于美国联邦储备系统（以下简称美联储）、美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院和耶鲁大学管理学院，我

重点关注的就是银行业、金融危机和银行业恐慌^①。1983年我的博士论文就是有关银行业恐慌的。至今，其中的一篇还是第一篇（据我所知，也是唯一的一篇）专门对金融恐慌进行研究的计量经济学论文。不过，从1996年起，我也开始为美国国际集团（AIG）的金融产品提供咨询服务。在那里，我的主要工作都是与结构性信贷、信用衍生产品和商品期货有关的。在2007年的金融大恐慌中，美国国际集团由于其庞大的规模和维持经营所需的大量资源，成为众矢之的。

当我在20世纪80年代初撰写关于银行业恐慌的博士论文时，我从未想过自己也会亲身经历一次。谁能够想到将来会发生什么呢？如果现实不是这样残酷，人们将会感到当前银行业恐慌的生活体验是不真实的。毫无疑问，目前发生的很多事件都让人感到费解，而现实也是那么的令人难以接受。但是究竟发生了什么？又是如何发生的？回答这些问题非常重要，因为有关叙述将为那些相关而有效的全新法规、法律及政策的制定提供一个框架。¹在未来，中央银行在执行最后贷款人的政策时需要一份详细记载2007年金融大恐慌始末的记录。就像艾布拉姆·派亚特·安德鲁一个世纪前在讨论关于1907年金融大恐慌时说的那样，“近期的恐慌（指1907年的恐慌）以其存在于这一代人经历中的各方面的独特性，为未来研究其现象提供了重要的历史资料”。²在这本书中，我尝试着去解释在本次金融大恐慌中究竟发生了什么。我想通过对具体细节的分析去解释发生的一切；人们也需要了解相关金融市场和金融产品的细节。我承认这些细节问题可能会让大多数人感到无聊，但我认为理解现实生活中各种证券、业务方式和市场组合是如何设计并相互关联的细节，对我将要阐述的那些最重要的问题是至关重要的。不对细节问题进行阐释，所有的解释都将是简单和肤浅的。尽管在政治上，简单肤浅的解释可能是最好的权宜之计。

^① 银行业恐慌，大面积的银行挤兑现象被称做银行业系统性危机或简称银行业恐慌。——编者注

除了阐明在本次金融大恐慌中发生的那些事件的细节，我认为美国金融和银行业的历史也是很重要的背景知识，它们可以让读者更好地理解这次的金融大恐慌。金融危机并不仅仅只是发生了这么简单，在美国金融史上，它几乎已经成了一种司空见惯的现象。正如我将要论证的那样，在美国，与早期的银行业历史相比，1934~2007年的这段时间是非常特别的。对于大多数人来说，先前的历史早已被遗忘——除了大萧条，但即便是“大萧条”，在很多人心中也只是一个模糊的记忆。甚至就连专业的经济学家往往也只注重研究“二战”后的时代和股票市场。但是，早期的历史为我们理解什么是“系统性事件”和当前危机中到底发生了什么提供了重要的线索。事实上，另一种弄清楚发生了什么的办法就是要知道为什么它会是“系统性事件”。像许多术语一样，这一术语也已经失去了确切的含义，只是用来表述一些“不良金融事件”。重新阐释这一术语所要精确表达的意思非常重要，因为它与最后贷款人政策密切相关，即中央银行在发生金融危机时所做的事情。

现代金融体系的确非常复杂，但即便如此，无法搞清楚到底发生了什么依然令人感到吃惊。其中一个原因可能是，对于大部分人来说事件本身在很大程度上是不可见的，除了那些特定金融市场的参与者们。我希望你能说服你，2007年的金融大恐慌与1907年或1893年的大恐慌相比，并没有本质上的区别。但是有一点的确非常不同：早期的恐慌是有目共睹的，而在2007年的金融大恐慌中，大多数人从来没有听说过相关的市场组合，也不知道它们是如何工作的，其目的又是什么。次级抵押贷款、资产担保商业票据渠道、结构性投资工具、信用衍生产品、证券化、回购市场，这些名词对很多人来说都是毫无意义的。这些市场组合对于大多数人甚至经济学家来说，都是模糊不清和深奥难懂的。在早期的那些金融恐慌中，人们不仅可以看到银行挤兑的现象，甚至有不少人还曾参与其中，忙着取出他们存在银行里的钱。

在早期的金融恐慌中，个人储蓄者由于无法预测他们存钱的银行是否能挺过即将到来的经济衰退，出于对个人储蓄的担心，他们纷纷冲到银行去提现。这种挤兑的场面几乎在所有的银行都能看到，通常始于纽约，并迅速蔓

延。大家都知道恐慌发生了，也知道接下来的后果将会很严重：企业会破产倒闭，交易也会变得非常困难。

早期的那些恐慌非常透明，这种透明化的特点虽然不能解释其发生的原因，但却能通过直观的方式让人们清楚地了解到发生了什么。而在2007年的金融大恐慌中，对于几乎所有人来说，“银行挤兑”都是无形的，因为这种挤兑是银行和公司对其他银行的挤兑（而非个人储蓄者对银行的挤兑）。这些银行间同业拆借市场对于公众、记者和政治家来说是不可见的。而如果看不到挤兑的现象，那么我们能看到的只不过是挤兑产生的影响，但在很多情况下，这些结果甚至被误认为是原因。如果不关注事件发生的细节，那么据此制定出的新政策很可能就只是关注了结果，而忽视了原因。

想象一下19世纪的银行挤兑吧，比如1857年发生在西曼储蓄银行的挤兑，我们可以从中得到一定的启示。当每个人都要求从银行提取现金时，银行系统是无法满足这些需求的。那些钱已经被银行借了出去，银行并没有足够的现金（因为现金并不能给银行带来回报）。由于无法满足存款人根据合同提出的正当要求，银行就会陷入破产的境地。也就是说，银行根本无法偿还储户想要的所有现金，因为银行无法轻易地将已经借出去的钱迅速地拿回来。另一方面，银行也无法将其贷款出售，因为没有人能够买下如此庞大的资产。这就是为什么银行业恐慌会上升成为一个系统性事件。如果只是一家银行，它有可能出售其贷款，偿还存款；但是，当所有的银行都要出售其贷款时，哪里还找得到其他银行来购买这些贷款呢！

银行知道恐慌是系统性事件，试图出售银行系统的贷款将会导致一场灾难，所以所有银行作为一个整体将暂停兑现。换句话说，银行将拒绝将现金还给储蓄者。这样才能保证银行系统免遭破坏——因为一旦暂停兑现银行就不再需要出售其贷款了。但是，当暂停兑现发生后，银行的支票也就不再被商店所接受，同样也不能用来支付工资了。这就像一场“货币荒”（currency famine）——当代的观察家们创造出这个词来形容没有媒介用以在交易中购买商品或支付员工薪酬的情况。银行支票不再被接受，现金被大量囤积。你

可以想象，所有的交易都无法正常进行将是何等严重的一个问题！

那么是什么原因导致人们冲到银行去索要现金呢？虽然人们是有理性的，但他们缺少一些重要的信息。正如我在论文中记录的那样，人们知道经济衰退即将来临，如果他们发现这种衰退将愈演愈烈，他们就会感到恐慌（“恐慌”则意味着他们会想要保护自己的积蓄，以渡过经济衰退期）。例如，假如你失业了，你就不得不靠以前的积蓄来过日子。把钱从银行拿出来是非常理性的选择，因为在经济衰退期，银行很可能会倒闭。如果那样，你就可能会因此而失去所有储蓄。问题是，银行系统外的人并不知道哪些银行是脆弱的，哪些银行是高风险的。即使其他银行可能也不知道。正因为不知道哪些银行是风险最高的，出于谨慎的考虑，储户就会去各自存钱的银行提现。但是银行正是由于暂停兑现才没有倒闭的。随着时间的推移，恐慌会慢慢消退，而兑现服务也将会恢复。在2007年金融大恐慌中，我用“交易对手风险”一词来指代银行风险。

现在我们要面对的是一个关键性问题，这一问题也会重新出现在2007年金融大恐慌的后果中。储户们缺乏精确的银行特定信息，解决这一问题的方法之一就是设法向他们提供这些信息。从现代金融理论的角度来看，市场规律被破坏了，作为市场的参与者，人们需要大量公开透明的信息。例如，政府可以要求银行进行信息披露。可惜的是，尽管早在19世纪政府就已经开始要求银行这么做了，但恐慌仍然发生了。而且，还有另一个问题。银行存款与股票（股本权益）不同，因为使用支票就是为了完成交易。想象一下，假如你去一家商店买东西，然后用你持有的ABC公司的股份来进行支付。首先会遇到的问题就是如何去衡量那些股票在当时的价值。接着，问题可能会上升到交易的其中一方是否有关于ABC公司的内幕信息，而另一方却不知道。所以，人们很难用股票来进行交易。也许那些股票的实际价值远比你所要购买的商品价值高得多。用于进行交易的证券最好是价值易于判断并且不会被交易中的一方所利用的。特别是那种没有人可以利用秘密信息获利的证券，这样人们也就不会积极地去寻找那些信息了。类似活期存款这样的证券是信息

不敏感的；而像股票这样的证券则是信息敏感的。

存款保险制度于1934年在美国通过，目的是让人们不用担心自己的存款，从而保证不会出现银行挤兑和货币荒。政府提供的存款保险使得银行支票从此完全不具有信息敏感性。如果政府的担保消除了价值的不确定性，那么也就没有人会跑到银行去挤兑，银行业危机也将成为历史。这种美好的局面一直维持到2007年。

1934年美国政府可以选择的另一项政策旨在提高银行资产负债表的透明度，这样储户就会知道哪些银行是最脆弱的。如果支票更具有信息敏感性，政府就可以确定市场是有效的。这样，当储户获悉经济衰退即将到来时，理论上，他们只会跑去最弱的银行挤兑。这就是我们所说的“市场规律”。换句话说，获得了准确信息的储户只会挤兑最弱的银行而不会去影响其他银行。然而19世纪的经验表明，这种透明度是不可能实现的。如今的银行不仅更为复杂和不透明，股票类证券的交易也使得情况更加复杂。信息敏感的证券并不适合用来交易。它们像是在鼓励投机者制造内幕信息并利用这些信息进行交易。这也正是导致美国的自由银行时代问题重重的原因。在1837~1862年，美国的私人银行发行了自己的货币（纸币），而那段时间政府没有发行货币。想象一下当时的情况吧，假如一个人携带着康涅狄格州纽黑文市的银行发行的纸币，前往波士顿。那么他所持有的纽黑文储蓄银行发行的10美元钞票在波士顿将不再值10美元，必须以较低的价格来折算。³如果折算率发生了变化，那么商店的店主必须通过报纸上的折算率来进行折算，才能知道这笔钱的实际市场价值。用不同银行印制的纸币来交易就像我们之前提到的用股票来交易一样烦琐和问题重重。

如今，人们似乎都明白了存款保险制度在整体上比利用信息敏感的证券进行交易的政策更好。不同于在20世纪30年代刚刚提出时那样，今天，存款保险制度已经不再备受争议。不过，存款保险制度在当时能够通过依旧是一个令人感到震惊的事件。那时，参议员罗伯特·巴尔克利曾这样评价存款保险制度：“这样的保证，会让那些不好的银行产生溢价。这样的保证，会

让政府为所有积累下来的烂账埋单，无论这些烂账是由于不幸也好，不明智的判断也罢，还是纯粹的鲁莽造成的，都会给联邦财政增加无法忍受的负担。”无论是反对者还是支持者，其论点都具有说教性。反对派主要由“大萧条”中饱受诋毁的那些银行家组成。反对者包括罗斯福政府、银行界和一些国会议员。整个问题被形容成是无知淳朴的小储户在挑战久经世故的银行家们。

2007年发生的事件基本上是19世纪银行挤兑问题的重现，只不过在2007年发生的是公司和公司之间的挤兑。人们所说的“影子银行系统”，实际上就是真正的银行业。事实也证明，面对和以往一样的银行挤兑时，这一系统非常脆弱。尽管关于细节的问题之后会谈到，在这里我还是要先作一个简短的总结。先问这样一个问题：如果大公司和机构投资者不希望进行长期投资，他们去哪里存钱？换句话说，大企业的支票账户是什么？根本就没有保险存款账户可以吸纳如此巨大的存款。可是这些公司有大量的资金需要存放在一个安全又方便的地方，就像支票账户那样。在过去的25年里，各方通过共同努力，想出了一个解决方案。那就是通过一种银行体系来解决，但却不是我们熟悉的那种存款机构。

这些大公司们把钱“存入”资金拆借（“回购”）市场，这是一个为企业、银行和机构投资者服务的短期市场。这个市场运作的方式很特别。想象一下，一个大型机构投资者想要存入5亿美元的短期存款。投资者既希望获得利息收入，也希望这笔钱是安全的（无风险的），同时又希望可以很方便地存取。一种方法就是去购买美国国债。但是美国国债的需求量非常大，几乎是供不应求。不仅外国政府和外国投资者希望投资美国国债，就连美国国内的需求也非常庞大。就像之后会讨论到的那样，市场对于这种（信息不敏感的）债券的需求是巨大的。美国的国债同样要被用来作为衍生工具的抵押品并服务于结算系统。⁴这样就产生了抵押品不足的问题。因此，机构投资者只好进行如下交易：把5亿美元隔夜“存入”一家银行（投资银行或商业银行，外国的或本国的）。机构投资者将获得与5亿美元等值的债券（不一定是政府债

券)；也就是说，机构投资者会获得等值的抵押品。在金融恐慌中，大部分抵押品都是债券，这种债券往往是由特殊目的载体（SPV）持有的各种信贷产品（之后我们会谈到）。机构投资者可以通过这种方法获得存款利息；当然，如果他们决定收回现金不再进行（“滚动”）交易，就要把这些债券还给对手方。提醒大家注意的是，收到5亿美元的公司正是拿被抵押的债券来融资的。

这种交易有一些显著的特点。它是一种短期的融资行为，通常只是隔夜；它有抵押品作为担保，而且用做担保的债券还可以重新使用，即持有该债券的机构可以用它作为抵押进行新的交易。同样，下一个持有者也可以继续使用它。这种重复使用的过程被称为“再抵押”。⁵简言之，这种回购已经成了银行业重要的一部分。这也是为什么美联储在统计货币供应量M3（现已停止统计⁶）时，会把这种交易也计算在内。

问题的一部分源于对抵押品的需求，以及私营部门如何回应这一需求，主要是通过生产和供应抵押品。简单地说，市场上可以用做回购的信息不敏感性抵押品严重不足。由于各种原因，这一问题将留在后面讨论。这种银行贷款的融资模式开始慢慢地从以往受到政府严密监管的部门流入资本市场。许多重要的力量因素导致了银行体系的这种演变，不过正是在这种情况下，私营部门才创造出了可用于回购的抵押债券。

你已经可以看到恐慌即将到来的可能性；是的，如果回购市场上的储户们决定不再继续存款，而是收回现金，那么这种情况就绝对有可能发生。一旦发生恐慌，事情很快将变得更加复杂。想要最方便快捷地完成交易（或提高“流动性”），人们就需要信息不敏感的证券，比如活期存款或抵押品回购。在这些市场里，个人投资者们不需要去履行对信贷风险的尽职调查，因为他们对证券的价值充满信心，也相信对手方并没有获得更多的信息。这就是我们通常所说的“系统信心”。没有人需要清楚地知道这些证券的细节，因为它们并不重要。

这有点像我们常用的电。当你在清晨醒来，你会打开灯；当你离开家去

上班的时候，你会把灯熄灭；等你下班回家后，再打开它们；睡觉的时候，再将其关闭。要做到这些，你并不需要了解电力系统是如何工作的。事实上，你根本就没必要去知道这些，你也不需要去做一个电工。但是，如果发生停电事故，整个电网发生了故障（2003年8月就差点儿发生了这样的情况），那么这就成了一个大问题。没有人知道电网发生了什么，很多人甚至不知道电力是什么。对于电力消费者来说，第一次思考关于电的问题似乎相当复杂。事实也的确如此。当然，解决办法并不是让每一个人都成为电工，而是应该恢复整个系统的公信力，使任何人都不需要去考虑电力的问题。

在2007年金融大恐慌发生后，人们才慢慢地发现整个金融系统是多么的复杂。当我们开始深入了解各种证券及其结构的相互关系时，其复杂性几乎让人眩晕。但这并不是问题的重点。我并不是说金融奇才们创造了一些复杂而不切实际的系统，甚至比我们的电网还复杂。市场参与者所面对的复杂性是：他们原本持有的信息不敏感的证券，由于恐慌的发生，都变成了信息敏感的证券。让我们再来回顾一下19世纪的恐慌吧。假设当时兑换没有被暂停，所有银行都试图出售自己的贷款。潜在的购买者对这些贷款和借款人一无所知。那么即便是以非常低廉的价格出售，也没有人会愿意购买这些贷款。借款人的贷款条件和相关信息的复杂性几乎可以使潜在买家崩溃。但是在19世纪，即便是恐慌发生的当时，除了银行以外，根本没有人需要去知道这些细节性的问题。这也是银行选择了暂停兑换的原因。同样的，回购市场交易涉及诸多对手和复杂的结构性债券。虽然其中很大一部分在设计之初就强调了信息不敏感的特性，但问题是，这种设计又过于复杂。

本书主要讨论的问题就是，回购市场和次级住房市场的关系，以及这种关系如何导致了现代的批发银行业务（回购）市场的恐慌。本书是在三篇论文的基础上写出来的：其中两篇是在危机发生时为美联储的两次会议而写的，第三篇则是在20世纪90年代初完成的，主要是表达了对影子银行系统的关注。虽然当时该系统尚未完善，但问题已经开始显现。在大多数情况下，原来的文章都没有被更改或重写。每一篇都是当时的记录。

这些论文将以倒序呈现。最早的那篇出现在第四章，是在15年前写的，当时我清晰地看到现在所谓的“影子银行系统”已经形成，并且其监管方面已经出现了严重的问题。那时的我很清楚，银行体系的演变正在对当时的监管模式发起挑战。我的学术论文正是描述了这些变化——贷款销售、证券化和衍生工具的兴起。

第二篇论文是为2008年8月堪萨斯城联邦储备银行的杰克逊霍尔会议撰写的。在会议召开的几个月前，我受托开始写这篇文章。始于2007年8月的这场危机在我撰写这篇文章的时候已经全面爆发。到2007年年底，显而易见的是，这场危机将会导致经济衰退甚至萧条。当我在2008年开始写作时，我想把我知道的一切可以帮助人们理解这场金融危机以及各种复杂的金融关系的东西都写出来。同时，我也想传达一些金融史的信息：这种金融恐慌对于我们来说并不是完全陌生的——在历史上我们已经经历过。我希望我的这篇文章可以为后世子孙提供一份资料。写博士论文的那段时间，我读了很多关于美国历史上那些恐慌的学术文章。其中有不少出自当时的著名经济学家，并大多以叙事的方式写成。斯普拉格是最著名的一位，曾出版过那部经典的《国家银行体系下的金融危机史》(*History of Crises under the National Banking System*)。斯普拉格是哈佛商学院的第一位讲座教授。另外一位著名的恐慌记录者是亚历山大·达纳·诺伊斯，他是一位著名的记者和编辑。当然还有其他很多人，在此我就不一一列举了。在他们写完文章的50~100年后，我吃惊地发现这些文章依然能给人以深刻的启发。于是我开始着手撰写一篇论文，希望100年以后的人们读了能对2007年8月至2008年8月发生的事情有所了解。在本书中，这篇论文被分成了两个部分，即第二章和第三章。

杰克逊霍尔会议，也就是这篇论文发表的那次会议，只邀请了一些特殊的嘉宾出席，其中包括央行官员、银行监管机构、来自银行及学术界的经济学家、财经新闻界的一些成员以及来自私营部门的银行家。会议通常是讨论那些可能会影响央行政策的货币政策和主题。我之前从来没有去过这个会议，大概是因为我的学术研究与货币政策无关。而过去30年来，与央行有关的学

术研究几乎全都集中在货币政策上，即对利率和通货膨胀的研究。央行作为最后贷款人角色的问题也一直没有得到关注。

从许多方面来看，这次会议本身就有些奇怪。在我看来，焦虑的情绪充斥其间，但这种感觉又似乎很难用语言来表达。一方面，参与者的表现并没有让我们觉得这次的危机已经失控并让人无法理解。另一方面，我们又吃惊地发现，现有的各种经济模式急剧减速，仿佛从来没有出现过一样。一时间，凯恩斯主义又复活了，央行作为最后贷款人的职能也成了政策讨论的重点。到了会议召开的时候，央行的官员们已经为这次的危机找到了一个他们认为合理的解释，称其为“贷款并证券化”。他们认为证券化本身就存在问题，因为参与各方的动机无法统一。⁷有趣的是，央行的官员们作为一个特殊的群体，无一例外地都选择了这个解释。我真的很想知道他们是如何做到如此步调一致的。他们并没能提供确凿的证据来支持这一观点。关于这个问题，我在论文中也曾进行过批判（参见第三章）。随着危机的恶化，央行的官员们慢慢地抛弃了这一说法，但不幸的是，他们并没能提供另一种更准确的表述，解释到底发生了什么事。从这个意义上说，杰克逊霍尔会议并没能让整个事件清晰明朗。（从这方面来说，我的文章也没有起到任何的作用。）不久，媒体和政客的表述占据了主导地位，他们鼓吹这次的危机完全是由于一些“鲁莽的人”（一些贪婪的金融家们）为了获得巨额奖金，利用整个系统“豪赌”而导致的。由于导致危机的核心内容（发生在回购市场的挤兑，我接下来就会谈到）缺乏可见性，这种解释才有了出头的机会，人们毫不犹豫地相信了这种极富煽动力的解释。后来，即便是学者们，也无法清楚地解释到底发生了什么，只好泛泛而谈。

2008年8月的杰克逊霍尔会议结束后，情况并没有好转。2008年9月15日，雷曼兄弟公司宣布破产。之后没过多久，我答应为亚特兰大联邦储备银行赞助的一次会议写一篇文章。这次会议于2009年5月在佐治亚州的杰基尔岛举行。那里曾是联邦储备系统这一构想的诞生地，参议员纳尔逊·奥尔德里奇、之前提到的艾布拉姆·派亚特·安德鲁、摩根大通公司的合作伙伴

亨利·戴维森等人于1910年在那里最早提出了这一构想。写这篇文章的时候，我又仔细地回想了很多事情，我相信它可以和之前我总结的那些内容一起，更加清晰地还原整个事件（金融危机）。毫无疑问，我之所以相信自己可以清楚地解释整个事件的来龙去脉，一部分原因是得益于与特里·维·丹格（Tri Vi Dang）、本特·霍姆斯特龙（Bengt Holmstrom）和安德鲁·梅特里奇（Andrew Metrick）在学术上的合作。这次合作中产生的很多想法深深地影响了我。

杰基尔岛会议的那篇文章与杰克逊霍尔会议的那篇文章相比，基调略有不同。在杰基尔岛会议召开时，危机已经持续了近两年，这期间发生了很多重大事件。那次会议的气氛很压抑，人们早就被折磨得筋疲力尽了，却依然看不到危机结束的迹象。曾在杰克逊霍尔会议上谈到美联储如何应对危机的美联储主席伯南克，在杰基尔岛会议上再次发言。他主要讲了美联储和其他监管机构近期进行的银行压力测试，那次测试给人留下了深刻印象并在很短的时间内就已完成。

为了尽可能地保留每一篇文章创作时的体会和感悟，我并没有重新修改原文以做到结构和语感上的统一。恰恰相反，尽管我已经尽量不让这些文章在内容上有所重复，但仍有一些地方不能尽如人意。例如，杰克逊霍尔会议上发表的那篇文章依然保留着原本的开场白，以此来传递2007年8月时，我在交易大厅里感受到的那种最原始的恐惧以及随后对发生了什么的领悟。

在我的第三篇文章中，我主要强调了影子银行系统所引发的危机并非出现在一夜之间。很早之前我们就应该重视这些问题，但事实却恰恰相反。我当时就谈到了影子银行的问题，本书的第四章（即我的第三篇文章）会对此进行详细说明。该章仍然保留着原来的题目——《监管：当“银行业”不只有“银行”的时候》（这篇文章发表于1994年）。后来，很显然的是，银行业的这种富有危险性的变化正在呈现出对传统银行监管制度的挑战。这篇文章的重点是如何能够有效地进行银行监管。

《监管：当“银行业”不只有“银行”的时候》一文重点讨论了一个问

题。在资本主义制度下，每家公司都不可避免地要面对竞争，而资本的拥有者则要完成资本配置的决策。与这种竞争不匹配的监管往往会造成这些行业的资本流失。比如，如果一个行业对资本要求过高，而又没有任何补偿性优惠政策，往往就会导致大量公司去投资其他领域。正如我（在两个不同的章节中）将要谈到的那样，历史上，补偿优惠政策一直是一种很有价值的银行特许权利，它通过设定银行业的限制准入条件保证了银行在遵守规定的前提下能够获取垄断利润。如果这种特许权利失去了原来的价值，很多银行就会选择退出，比如通过证券化的方式。资本主义制度和对监管的需求正好处在这种紧张的关系之中。这种微妙的平衡，稍有变化都可能会导致问题的发生。尽管这篇文章写于15年前，那时还没有信用衍生产品，但这种紧张的关系随着影子银行系统的形成已经非常明显。现在，这一问题变得更为紧迫了。1934~2007年的这段时间，我称之为美国银行业历史上的“平静期”，这一时期整个国家的经济一直维持着那种微妙的平衡状态。要重新回到那种状态，我们需要正确理解这次危机，以便为新规则的制定树立一个框架。我们正面临着严峻的考验。

在本书的写作过程中，许多人都十分慷慨地提供了帮助：有人提出了宝贵的意见和建议，有人提供了数据或在具体细节和事例上给予了帮助，还有人回答了我提出的问题或给出了建议。在这里，我要由衷地感谢这些人：詹姆斯·艾特肯（James Aitken）、戴维·安多尔法托（David Andolfatto）、吉泰什·巴德瓦杰（Geetesh Bhardwaj）、奥默·布雷夫（Omer Brav）、马库斯·布伦纳迈耶（Markus Brunnermeier）、亚当·巴德尼克（Adam Budnick）、查尔斯·卡洛米里斯（Charles Calomiris）、贾里德·钱皮恩（Jared Champion）、特里·维·丹格、克雷格·弗法恩（Craig Furfine）、克里斯坦·布莱克·戈奇（Kristan Blake Gochee）、伊泰·古德斯登（Itay Goldstein）、理查德·格罗斯曼（Richard Grossman）、何平（Ping He）、本特·霍姆斯特龙、黄立新（Lixin Huang）、马特·雅各布斯（Matt Jacobs）、阿南斯·克里斯纳默锡（Ananth Krishnamurthy）、阿尔文德·克里斯纳默锡

(Arvind Krishnamurthy)、汤姆·库什纳 (Tom Kushner)、鲍勃·麦克唐纳 (Bob McDonald)、莫里·奥布斯特费尔德 (Maury Obstfeld)、莫林·奥哈拉 (Maureen O'Hara)、杨惠鸥 (Hui Ou-Yang)、阿什拉夫·里兹维 (Ashraf Rizvi)、里奇·罗森 (Rich Rosen)、盖布·罗森堡 (Gabe Rosenberg)、吉尔特·劳文霍斯特 (Geert Rouwenhorst)、阿米特·塞拉 (Amit Seru)、海昂·希恩 (Hyun Shin)、曼蒙汉·辛格 (Manmohan Singh)、马蒂·韦恩 (Marty Wayne)、阿克赛尔·韦伯 (Axel Weber) 以及那些不愿意透露姓名的朋友。我还要感谢我的学生，是他们无尽的问题促使我能不断地思考如何清楚地解释所发生的一切。此外，我也要感谢耶鲁大学在最困难的那段时期给予我的支持。最后，当然少不了感谢我的家人，是他们的支持和爱给了我完成本书的动力。