



# The New Lombard Street

**How  
the Fed Became  
the Dealer  
of Last Resort**

凭借其对于金融历史的回顾和书中提出的简明易懂的模型  
本书毫无疑问是关于金融市场结构调整  
和美联储今日之角色的最好指南

# 新伦巴底街

## 美联储如何成为了最后交易商

[美] 佩里·梅林 / 著

夏俊 / 译

PERRY MEHLING

格致出版社



上海人民出版社

The New  
Lombard  
Street

How  
the Fed Became  
the Dealer  
of Last Resort

# 新伦巴底街

美联储如何成为了最后交易商

[美] 佩里·梅林 / 著

夏俊 / 译

格致出版社



上海人民出版社

### 图书在版编目 ( CIP ) 数据

新伦巴底街：美联储如何成为了最后交易商/(美)  
梅林 (Mehrling, P.) 著；夏俊译. —上海：格致出版社：  
上海人民出版社，2011

书名原文：The New Lombard Street: How the Fed  
Became the Dealer of Last Resort

ISBN 978-7-5432-1972-4

I. ①新… II. ①梅… ②夏… 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 (2011) 第 118714 号

责任编辑 王 萌

封面装帧 人马艺术设计·储平

---

## 新伦巴底街——美联储如何成为了最后交易商

佩里·梅林 著 夏俊 译

---

出 版 世纪出版集团 格致出版社  
www.ewen.cc www.hibooks.cn  
上海人民出版社

(200001 上海福建中路193号24层)



编辑部热线 021-63914988

市场部热线 021-63914081

格致出版

发 行 世纪出版集团发行中心  
印 刷 上海图宇印刷有限公司  
开 本 640×960 毫米 1/16  
印 张 12  
插 页 1  
字 数 117,000  
版 次 2011 年 8 月第 1 版  
印 次 2011 年 8 月第 1 次  
ISBN 978-7-5432-1972-4/F·441  
定 价 29.00 元

**献给Judy和我的孩子们**

我决不是一个杞人忧天的人。我相信，尽管我们的系统奇怪且独特，但是它会安全地运转；然而，如果我们确实希望它能安全运转，那么我们必须研究它。金钱不会自我管理，而金融界却有大量的钱需要我们管理。

——沃尔特·白哲特



## 致谢

我构思这本书有 50 年了，但是直到 2008 年 11 月 Seth Ditchik 向我问起这本书，才最终让我动笔。考虑到大戏就在眼前上演，他认为一本在更大历史范畴中阐述当前危机的书是有市场的，而且他认为我也许应该是写这本书的人。我不知道我写的这本书是否也是他心头所想的，但是我可以明确地说，我写的这本书是我心头所想的。这本书回顾了我之前出版的书所涉及的领域，如《货币利息与公众利益》（*The Money Interest and the Public Interest*）（第 2 章和第 3 章）和《费希尔·布莱克和他的革命性金融思想》（*Fischer Black and the Revolutionary Idea of Finance*）（第 4 章），但是观点却是新的。该观点源自教书经验，是来之不易的：在超过 10 年的时间里，我都在向纽约的大学生讲授货币市场中心（money markets downtown）是如何真正运转的（第 5 章）。2007 年 8 月以来所发生的事件，以及我为建设性地参与应对那些事件所作的努力（第 6 章），使得这本书突然

成为焦点。从这个意义上来说，它又是前所未有的。我在教学过程中总结出来的“货币观点”似乎解释得通所发生的一切。甚至当源自经济学和金融学的更为人熟知的理论都无法解释清楚的时候，“货币观点”也能解释得通。

首先，我要感谢 Larry Kotlikoff。他安排了我 2008—2009 年期间在波士顿大学的食宿，并促使我进入了决策过程，之后又给我时间，让我写这本书。或许，我写的书并非他所想要的——他自己写了他想要写的书，书名是 *Jimmy Stewart Is Dead*——但是如果不是他，我所写的书会大不相同，在很多方面会有难以想象的差别。我还要感谢 Joe Stiglitz 和哥伦比亚大学政策对话计划 (Initiative for Policy Dialogue) 的伙伴们，自 2008 年 5 月以来，他们一直听我那不太成熟的关于信用违约掉期的唠叨。我还得感谢 Jamie Galbraith 及和平与安全经济学家组织 (Economists for Peace and Security)，自 2008 年 11 月以来，他们为我提供了许多机会来展示我研究出来的观点。

我还要感谢那些不知疲倦的幕后工作者，他们大部分就职于纽约联邦储备银行 (New York Fed)，并制定了防止危机持续恶化的计划。我确信该计划为我们展示了一条道路，这条道路引领我们走向摆脱危机的可控的未来。我对于这些计划比大众知道的多得多，他们的工作性质让他们成为无名英雄，但是他们确实是英雄。也得感谢我的学界同仁们，出于学者的使命感，一直以来，他们不断地放下自己的工作，挤出时间来阅读和评论各章手稿。他们是：Roger backhouse、Aaron Brown、Andre Burgstaller、Ben Friedman、Charles



Goodhart、Rob Johnson、Anush Kanadia、David Laidler、Daniel Neilson、Goetz von Peter、Sanjay Reddy、Roger Sandilands。或许所有这些人——包括美联储职员和学界同仁——都会在书中发现自己不同意的某些观点，而这是理所当然的。我觉得历史给我们的一个教训就是，当学者和实践者们达成一致时，我们就要发愁了。

最后，感谢我的家人。他们又让父亲在书房里呆了一个夏天，这还不算8月我为完成第3章初稿而在意大利科尔托纳用去的两个星期。如果没有你们的长期支持，这本书是不可能完成的。我以家庭为代价而完成了这本书——你们是我的全部，而本书是属于你们的。



# 目录

致 谢	1__
导 论	1__
货币观点的角度	3__
得自危机的教训	6__
<b>第 1 章 新旧伦巴底街</b>	11__
信贷固有不稳定性	14__
旧伦巴底街	20__
新伦巴底街	25__
<b>第 2 章 当前金融体系的起源</b>	33__
从国家银行到美联储	35__
从战时金融到大祸临头	42__
萧条和战争期间的非商业性贷款	48__
<b>第 3 章 管理的时代</b>	53__
货币政策和就业法案	59__
学者们的声音	64__
货币瓦尔拉主义	67__
异 议	72__
<b>第 4 章 掉期的艺术</b>	77__
货币掉期和非抛补利率平价准则	80__

美丽新世界	87__
从现代金融到现代宏观经济学	93__
<b>第5章 交易商做些什么?</b>	<b>101__</b>
进入货币市场	104__
资金流动性和市场流动性	109__
剖析危机	114__
货币政策	119__
<b>第6章 学自危机</b>	<b>125__</b>
吉米·斯图尔特的深远影响	130__
莫尔顿—马丁压力测试	137__
最后交易商	145__
<b>结 论</b>	<b>149__</b>
<b>注 释</b>	<b>155__</b>
<b>参考文献</b>	<b>165__</b>



## 导论

现已证明，这次起始于2007年8月并在2008年9月陡然恶化的金融危机，所需要的对策已不限于耶鲁大学教授罗伯特·希勒（Robert Shiller）提倡的“次级贷款解决方案”，而且所造成的损失也远大于查尔斯·莫里斯（Charles Morris）预计的“万亿美元窟窿”。事实上，它印证了马克·赞迪（Mark Zandi）所说的“经济史上的转折点”。这意味着，我们需要从历史角度来理解我们当前的危机，进而跳出危机展望美好的未来。<sup>①</sup>

由于这次危机不仅正在转变银行与金融体系与市场，而且也在转变着这些体系运营的调控和监管机制，同时还在转变着大部门美联储的功能，所以要弄清楚危机的原委是巨大的智力挑战。仅就美联储的主要作用而言，教科书仍然认为，美联储的主要任务是控制短期利率，以实现长期通胀目标。然而，自从危机开始以来，美联

储就开始了奋战，使用了手中的所有武器，包括一些此前从未用过的新武器。

“最后贷款人”是治疗金融危机的传统药方。甚至自从沃尔特·白哲特（Walter Bagehot）1873年的权威著作《伦巴底街》（*Lombard Street: A Description of the Money Market*）开始，“高利率的自由借贷”就成了所有央行行长的咒语。在危机的初始阶段，美联储就是这样做的，它抛售国库券，并通过各种延期贴现贷款来借出货币。

但是，自从雷曼兄弟和AIG破产，以及随之而来的国内外货币市场冻结之后，美联储的动作更大了，将很多批发货币市场添加到自己的资产负债表，使其规模在几周之内翻了一番。回顾过去，这种转变可以被看作美联储扮演新角色的开始，我将其称为“最后交易商”。

而且，当制止加速恶化的紧急措施的效果显现之后，美联储开始永久持有抵押证券，以替代针对金融部门的各风险要素所提供的紧急贷款。这实质上是向居户提供贷款。这是全新的，白哲特根本没有提到——将“最后交易商”引入到了私人资本市场。

图1显示了2007—2009年间美联储资产负债表的演化，包括资产和负债。这张简单的图表清楚地显示了美联储在危机期间作用的转变。该危机的阶段性特征非常明显，在图中都显现为重要的转折点：2008年3月贝尔斯登（Bear Stearns）的破产，以及2008年9月雷曼兄弟和AIG的破产。后文都在尝试着构建当前和今后我们理解该图表的意义所必不可少的历史背景和分析框架。

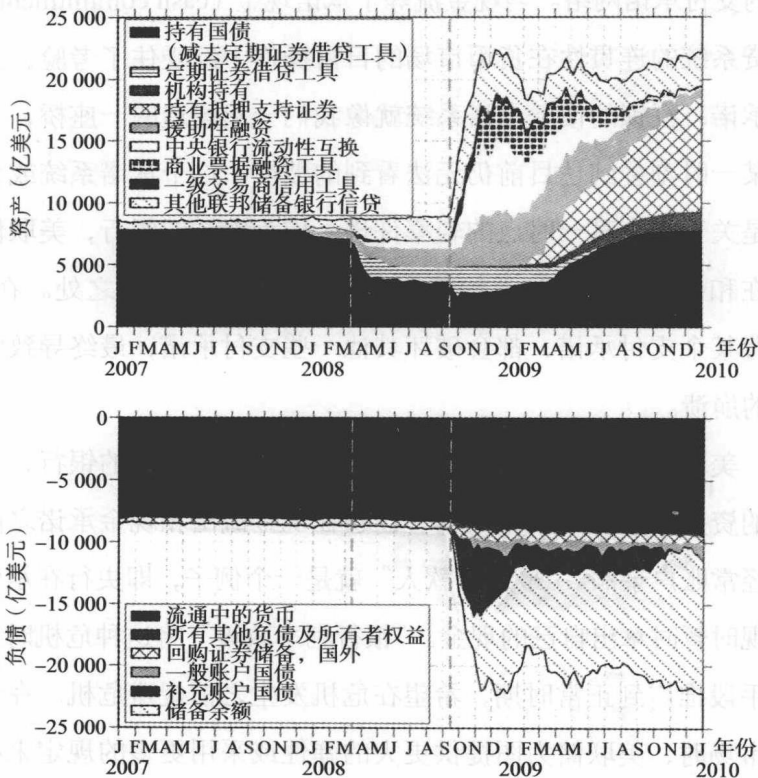


图1 美联储的资产和负债，2007—2009年。

资料来源：Federal Reserve Board H.4.1 “Factors Affecting Reserve Balance”，www.federalreserve.gov/releases/h41。

## 货币观点的角度

美联储处于应对之策的核心并非意外。实际上，本书的基石就是：货币观点是必不可少的智能透镜，它能让我们清楚地看到这次多重危机的核心特征。理由很简单。信贷系统的连贯性是一张巨

大的支付承诺网络。当现金流等于承诺现金 (cash commitments) 时, 信贷系统的连贯性在货币市场的日常操作中经受住了考验, 并兑现了承诺。互锁的债务承诺系统就像我们一起建造的一座桥, 它在未来某一时刻会到达目前仍无法看到的彼岸。这个承诺系统或多或少都是关于未来某一时点的轻率许诺。作为银行的银行, 美联储站在现在和未来的交界处看护着这座桥上的每一个脆弱之处。在这里, 违背某个支付承诺, 都会破坏其他一些支付承诺, 最终导致整个系统的崩溃。

美联储不仅仅是关注, 它还干预。作为银行家的银行, 央行特有的资产负债表赋予其工具, 让它在现金流出和现金承诺之间管理着经常账户余额。“最后贷款人”就是一个例子, 即央行在承付无法兑现时暂时拿出自己的现金。“银行利率政策”将这种危机时期的干预手段推广到正常时期, 希望在危机发生之前规避危机。在干预货币市场时, 美联储力图提供更大的弹性或采用更多的规定来相机放松或收紧货币政策。

一个世纪以前, 也就是美联储在 1913 年成立的那个时期, 这种“货币观点”的思维方式是十分普遍的, 但是两种其他观点却在当今的经济讨论中占据了主导地位。一个就是我们持有的经济学观点, 它坚决地透过货币面值来研究当代人的生计如何取决于前辈所留下的实际资本货物投资。另一个就是我们持有的金融学观点, 它聚焦于当前固定资产的估值, 认为该估值完全取决于当前所设想的未来现金流。



经济学和金融学在“当下”融合。在“当下”，源自过去实际投资的现金流遇到了预想的未来现金承付。这个当下就是货币观点的固有范畴。但是，无论经济学还是金融学都是从货币抽象出来的。就二者而言，货币都被理所当然地看作仅仅是墙后的水管装置。二者都很大程度上忽略了某种精密机制，而正是这种机制的运转引导着各处的现金流量流向最紧迫的现金承诺。结果，不管是经济学观点，还是金融学观点，都不是很适合理解我们当前所经历的危机。在危机期间，至关重要的货币管道系统垮掉了，这几乎使得该系统的其他部分随着它一起崩溃。

经济学和金融学观点轮流统治着战后的经济学探讨。最初，就在第二次世界大战刚刚结束后的几十年里——可以理解为萧条和世界大战之后，经济学观点占统治地位。当战争的尘埃被扫净，留下的唯有坚固的大地，私人和公共部门都在这一基础上构建它们的当前生活。接着，在最近的几十年，金融学观点占据统治地位——经过当前危机的证实，更加如此。私人和公共部门同样对未来的梦想都是美好的，而且货币市场为实现这些梦想提供了资源。

作为经济学和金融学长期统治的结果，现在的政策制定者们都忘记了美联储的历史使命——管理银行间支付系统的制度和弹性平衡。在白哲特时代，英格兰银行把“银行利率”看作是推迟清算日的成本，银行对该成本的操纵被看作是在激励更快或者更慢地清偿未偿付贷款，以及更多或更少地举借新债。事情已不是这样了。当今的政策制定者认为，美联储的工作就是让人们不再关心现金流出

现的时间。货币观点被其他观点淹没了。

从货币理论中抽象出来的经济学和金融学实际上将流动性看作免费商品，甚至将那些理想世界的理论作为货币政策的标准。那种理想状态根本不会缺乏流动性。货币系统的使用者们的决策基础是跨期预算约束，而非即期现金约束。在理想状态下，货币应该只是一层掩盖着实际的经济生产进程的面纱，而美联储的工作就是尽可能地接近那种完美状态。利息将反映时间的价格，而非流动性的价格。

## 得自危机的教训

得自该危机的教训之一就是，这种理想标准离现实太远。我们可以用模型来表现关于现实世界特征的经济学和货币学观点。但是，我们关于货币的想法却误解了这些模型的性质。这是一种认识错误，但是这种错误认识会带来错误的实际结果，尤为重要的是它就在货币政策的核心嵌入了过度宽松的倾向。这种偏见吹大了资产价格泡沫，而这种泡沫为当前危机创造了条件。如果我们不能从当前的危机中吸取教训，那么这种偏见将会吹起下一轮泡沫。

我们居然会忘了那些源自更古老时期的货币观点的知识，而这些知识曾是常识。这本书追溯了这一理论的起源：善意的美国经济学家哈罗德·莫尔顿（Harold Moulton）在1918年强调了商业银行管理对资本构成的重要性。根据莫尔顿的观点，美国银行已经比落





后的英国银行实务有了改进。美国银行依靠所持有的长期有价证券的“可移动性”（shiftability，或可售性）来满足当前的现金需求，而不是依靠短期商业贷款的“自偿性”特征。银行实务的这种改变使得美国银行可能参与长期投资的融资，而这对国家基本建设是至关重要的。在那时，莫尔顿的可移动性理论为那些致力于摆脱过去保守的银行教条的人提供了智力支持，因此有助于从过分严厉的均衡转向更加宽松的均衡。但是该理论的作用却不止于此。

本书叙述了这么一个故事：经济萧条、战争及其他因素所带来的莫尔顿可移动性理论的胜利，如何最终使得货币观点在现代探讨中几乎完全暗淡无光。今天的政策制定者们将其注意力聚焦于具有完全流动性的理想体系中的利率。当今美联储不是监控松紧之间的平衡，而是企图使银行利率与瑞典改革经济学家克努特·维克塞尔（Knut Wicksell）所谓的理想“自然利率”相一致。<sup>②</sup>

与那些坚持货币观点的人相反，维克塞尔（Wicksell）丝毫没有看到私人信贷的固有不稳定性，却只看到其内在稳定性。然而，这种固有不稳定性正是中央银行业者们必须要控制的，这种内在稳定性正是中央银行业者们容易处理不当的。根据他的观点，因为经济将会处于均衡状态，所以资本的收益率是自然利率。但是，当中央银行业者们所选择的金融利率不等于这一自然利率时，问题就出现了。如果比自然利率低，那么这种差值就会为资助新投资而激发信贷膨胀的动机，而这种新支出又会推动总体物价水平的上涨。更高的价格带来了更好的收益性，进而会带来更高的信贷价值。更好的