


全球金融体系大约每隔10年就会遭逢一次巨大灾难

市场恐慌和金融崩溃为何会发生？

1907年，资本主义金融史上最严重的危机催生了美联储的诞生

100年后，全球性金融危机再次爆发，我们路在何方？



THE PANIC OF 1907

Lessons Learned From
The Market's
Perfect Storm

完美风暴


1907大恐慌和金融危机的根源

[美] 罗伯特·布鲁纳 肖恩·卡尔 著



中信出版社·CHINACITICPRESS

THE PANIC OF
1907



Lessons Learned From
The Market's
Perfect Storm

完美风暴

1907大恐慌和金融危机的根源

[美] 罗伯特·布鲁纳 肖恩·卡尔 著

董云峰 译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

完美风暴：1907 大恐慌和金融危机的根源 / (美) 布鲁纳, 卡尔著; 董云峰译. —北京:

中信出版社, 2009.6

书名原文: The Panic of 1907

ISBN 978-7-5086-1557-8

I. 完… II. ①布… ②卡… ③董… 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 (2009) 第 073644 号

The Panic of 1907 by Robert F. Bruner and Sean D. Carr

Copyright © 2007 by Robert F. Bruner and Sean D. Carr

Published by John Wiley & Sons, Inc.

Simplified Chinese translation copyright © 2009 by China CITIC Press.

This translation published under license.

All Rights Reserved.

完美风暴——1907 大恐慌和金融危机的根源

WANMEI FENGBAO

著 者: [美] 罗伯特·布鲁纳 肖恩·卡尔

译 者: 董云峰

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 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京京师印务有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 13.75 字 数: 167 千字

版 次: 2009 年 6 月第 1 版 印 次: 2009 年 6 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2008-5265

书 号: ISBN 978-7-5086-1557-8/F · 1634

定 价: 29.00 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: 010-84264000

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

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

罗伯特·布鲁纳写给博比

知道自己被爱着，并且因被爱而爱人，是一种财富；自我认知、人与人之间的关系和意义，都弥足珍贵。

——彼得·戈麦斯

肖恩·卡尔写给拉蒂

拯救这个世界不能靠别的，只能靠人心，靠人类的反省能力，靠人类的谦卑与责任感。

——瓦茨拉夫·哈维尔

THE PANIC OF 1907

引子

现在是多事之秋。

——查尔斯·特雷西·巴尼，尼克
博克信托公司，1907年10月21日

1907年11月14日早上10点左右，莉莉·巴尼和一个朋友正在家中二楼的卧室里聊天，从那里可以俯瞰公园大道。突然她们听见一声枪响，余音震彻整栋房屋。她们马上冲向隔壁那间卧室。当她们跑进去时，看见莉莉的丈夫查尔斯·巴尼身着睡衣，倒在靠床的地板上。在他身旁，是一把左轮手枪和一个空子弹壳。巴尼家在每层楼上都备有防身用的手枪，但饮弹者却是主人查尔斯·巴尼本人。

当莉莉走近时，她丈夫的身体微微抽动着，但很快在痛苦不堪中停止了挣扎。她跪下来，将丈夫的头放在她的大腿上，试图缓解他的疼痛。他们的儿子亚希贝尔·巴尼正在楼下，也听到了枪响。当他赶到事发房间时，他看见母亲和她的好友正弯着腰，扶着他受伤的父亲，他赶紧打电话给他们的家庭医生乔治·迪克森。接着，在母亲和仆人们的帮助下，20岁的亚希贝尔将父亲抬到他那装有顶篷的华贵大床上。查尔斯·巴尼的意识仍然清醒，却说不出话来。

接到电话的迪克森在10分钟后抵达

位于曼哈顿默里山高级住宅区的巴尼家。在给巴尼注射麻醉剂之后，迪克森开始给他做手术，他发现一颗子弹从巴尼的腹部左上方射入，向上穿透肠，再往上透过左肺，一直深入到锁骨下方的左胸部。尽管医生全力抢救，但下午两点30分左右，查尔斯·巴尼被宣布死亡，死因是休克和失血过多。几个小时之内，报童们开始在公园大道上大声叫卖着有关这一事件的“号外”。

在接下来几天里，有关巴尼之死的流言飞语已闹得满城风雨。有报道指出，有迹象显示巴尼之前也曾试图自杀（虽然从未被证实过），但不久莉莉·巴尼即出面予以否认。她声称，最近几个月来她和丈夫的关系日渐疏远，并且正准备离婚。一家主要报纸甚至报道，在巴尼的文件中，发现了“两个女人、一个巴黎人以及一个他仰慕已久的法国名流”的信件。一名与巴尼颇为亲密的同事声称他有道德问题。“巴尼先生不是一个敬畏上帝的人，”福斯特·希金斯说，“他过得并不幸福，因为他的生活不道德。他一直对妻子和孩子们撒谎。”

不管他个人有多少值得诟病之处，查尔斯·巴尼之死还是引起了公众极大的好奇与怀疑，仅仅因为一个理由：巴尼曾担任过纽约知名的尼克博克信托公司的总裁，这家信托公司在1907年10月引人注目的破产，成为一场极为重大的金融危机的引爆点。

在那个镀金时代里，查尔斯·特雷西·巴尼是一个真正的人物。他是克利夫兰市的一位富商之子，与莉莉·惠特尼结婚后，他与豪门惠特尼家族结成联姻关系，莉莉是金融家兼前美国海军部长威廉·惠特尼的妹妹。巴尼在银行业干过一段时间，他与惠特尼家族的关系使他在纽约房地产投机领域如鱼得水。到1907年，巴尼成为纽约市新地铁系统的一位举足

轻重的投资人。

进入尼克博克信托公司之后，巴尼在纽约金融界的地位扶摇直上。到19世纪90年代，他已经成为尼克博克的副总裁，并于1897年被推选为总裁。巴尼是纽约金融界的领导人物，人们称他为“华尔街最有权威的银行家之一，他在任何与他沾点儿关系的企业中都居于统治地位”。

这样一个人，在他的财富与权力达到巅峰之时，很难预见自己的坠落会来得如此快速和不光彩。1907年10月初，两个肆无忌惮的（且充满传奇色彩的）投机者，奥古斯塔斯·海因兹和查尔斯·莫尔斯，精心设计了一个在市场上操纵铜矿公司股票的计划。像巴尼这样的纽约金融精英很少会对这种计划感兴趣，但海因兹和莫尔斯却说服了几家纽约的信托公司来援助他们的投机计划，包括尼克博克。

到处都有传言称尼克博克，甚至包括查尔斯·巴尼本人，卷入了海因兹和莫尔斯的计划中，于是这家信托公司的1.8万储户惊慌失措起来。即便仅仅是与这些投机者扯上点儿关系，大多数储户也是无法忍受的。10月17日，星期五，一场针对尼克博克信托公司的挤兑风潮出现了，一大群储户在公司门口躁动不安，要求提出他们的资金。

几乎纽约市所有的银行和信托公司之间都有着千丝万缕的财务关系，这股恐慌很快传染给其他投资者和储户。为了抑制这股日渐严重的歇斯底里的恐慌，10月21日，尼克博克信托公司的董事们说服查尔斯·巴尼主动辞职。在当晚稍后的一份声明中，巴尼谦恭地说道：“我决定辞职，好让我的同事们能够自由地管理公司。”当被问及尼克博克的财务状况时，巴尼对那些认为该公司将陷入困境的说法一笑置之。“没有比这更荒谬的了，”他说，“这家公司的状况比任何时候都要好。它仍是这座城市的第二大信托公司，而且一如既往的可靠。我们的整体偿付能力丝毫没有问题。”

从尼克博克信托公司辞职几天后，巴尼发表了一份声明，他在声明中夸耀自己在这家公司中的作用。“我使尼克博克的存款额从1 100万美元跃升至6 500万美元，”他说，“不管这家公司出了什么状况，我都愿意负起责任。”虽然如此，当人们认为他应当为这家信托公司的破产负责时，他坚决不予接受。“只要人们仍对金融机构的偿付能力保持担忧，”他说，“纽约市就没有哪一家机构能够在没有援助的情况下，承受住尼克博克在上周所遭遇的挤兑危机。”然而，不到一个月之后，巴尼就开枪自杀了。

许多人猜测，查尔斯·巴尼的自杀主要是由于对财务破产的恐惧，但新闻报道显示，他并没有任何濒临破产的迹象。1907年10月，巴尼的资产比他的负债要多出250万美元，其中大部分为房地产。此外，他的大多数债权人都是银行和信托公司，包括尼克博克信托公司自身。在他死前一星期，巴尼的代理人已经提出了一个解决方案，它可使巴尼不致陷入经济困境。“巴尼先生没有任何理由感到沮丧，”他的医生迪克森先生说，“他在财务上的困顿就要结束了，他应该很清楚这一点。如果他要选择自杀，两周以前应当是最有可能的时候，而不是现在，当一切都开始好转起来的时候，他的心情应当比两周前更好才对。”

查尔斯·巴尼的朋友们相信，他的死既不是因为财务危机，也不是因为他在职场上的失意。信心的缺失对他的伤害最大。“同事们对他残酷无情，使他精神崩溃，这才是他真正的死因。”查尔斯·莫尔斯说。但实际上，莫尔斯等人最该为巴尼先生的死负责。“要说他这么做是因为金融危机所致，实在荒谬至极，虽然他赔了很多钱，但他不可能就此破产。巴尼先生一直都是一位备受尊敬的商人，报纸对他的毁谤和辱骂，以及同事的猜疑，都使他悲不自胜，这才是他的死因。”他的另一位亲友说，“那些把他逼上绝

路的家伙难道没有一点仁慈之心吗？如果查尔斯·巴尼仍在人世，他一定能够在商场上东山再起。”

尼克博克信托公司的破产不过是一场恐慌的开始，而非结束。在美国进入 20 世纪之后，这场恐慌席卷了这个狂躁且飞速成长的国家。挤兑风潮很快蔓延到其他银行和信托公司，它们之中有些与海因兹和莫尔斯的计划密切相连，并且在尼克博克倒闭之后仍然健在。纽约和其他地区的银行开始大面积地关门，华尔街陷入了一场突如其来的恐惧当中，股市面临暴跌危险，纽约市政府自身也濒临破产边缘。在这场暴风骤雨中，仅有极少数精明且头脑清醒的金融家和政府官员能掌舵，带领人们行进。像查尔斯·巴尼一样，美国人信心尽失。只有领导力和勇气才能扭转乾坤。

THE PANIC OF 1907

导言

历史不会自我重复，但总是有着惊人的相似。

——马克·吐温

资本市场的崩溃和金融恐慌为何会发生？^①现有的经典解释数不胜数，但大致可分为两个极端。其中一个极端是，就某个特定事件而言，我们发现其解释都显得高度复杂和特殊——通常是由具备时代特征的混杂因素构成。^②另一个极端则认为主要可由某个“单一理论”来解释：单个的原因就足以解释大多数问题。举例来说，为众多经济学家所推崇的一个解释是，金融危机是由金融体系的流动性不足所致。^③另一种流行的观点则将其简单地归咎为贪婪或腐败。^④

不过，单一理论的解释往往会忽略在个别危机中展现出来的少量细节，这会导致过分简单化的结论，还将产生不

① 我们使用“崩溃”形容股价暴跌；“恐慌”涉及银行挤兑，这与经济现实和银行的偿付能力有关。虽然专家从那时起就一直使用它们描述1907年的这起事件，但这些术语是不严密的。

② 见1908年华尔街观察家亨利·克的《华尔街50年》(*Fifty Years in Wall Street*)一书。

③ 例如，在经济学家米尔顿·弗里德曼和货币主义者看来，政府未能较好地管理货币供给是引发这起事件的主要原因。

④ 关于1997~2001年间股票市场的泡沫与崩溃，罗格·洛温斯坦将其成因简单地归结为股东价值信条的扭曲。

恰当的决策建议。我们希望给出一个既不过分庞杂也不过分笼统，既不过分复杂也不过分简单的解释。因此，通过对1907年那场崩溃与恐慌的详细描述，以及对金融危机更为宽泛的考察，我们提出了一个既能解释过去，又适用于未来的另类视角。

从1814年到1914年，美国已经遭受了13场金融恐慌，其中最严重的要数1907年的那次大恐慌。这场恐慌引发了全美主要市场的同步走低，在最糟糕的时候全部上市公司的股票价值跌去了37%。由于旧金山大地震的打击，以及随后爆发的大火灾，1907年的这场金融危机产生了全球性的影响，人们呼唤一小群强有力的金融家出面领导。虽然这场危机为时相对较短，但其影响却极为深远，它推动了一个强有力的美国中央银行——联邦储备系统的正式成立。

要想全面了解1907年的这场崩溃与恐慌，我们必须考察其时代背景：那时白宫的主人是一名共和党的道德教徒，人们普遍对战争感到新奇，移民浪潮迫使社会强烈变化，新技术正在改变人们的日常生活。通过合并与收购，混业商人和他们的华尔街顾问正在创建庞大的新型联合体，政府正在调查和起诉那些惹眼的经理人——由一群来自纽约的敢作敢为的检举人主导；在大众传媒揭丑风潮的煽动下，整个国家对商业领导人的态度相当消极；政府自身在社会中日益扮演着一个干涉主义者的角色，在某些方面开始更积极地插手私人生活。这一切在很大程度上都是在内战后经济扩张的刺激之下形成，即便有过短暂的中断，这场经济扩张也已持续近50年之久了。今天，只有先知悉这些情况，我们才能对1907年有个大致了解。

在整个19世纪，股市崩盘与金融恐慌曾周期性地在美国和其他地区爆发过。市场崩溃往往由偶然的资产价格泡沫所引发：当投资者的预期无法实现时，针对房地产和新证券的过度投机将会面临“调整”。金融恐慌通常

是这些调整的结果，因为资产估值的调整将对这个年轻国家的整个金融体系造成冲击。全美各地的银行也都意识到，担保抵押品的贬值已经削弱了其贷款的信用等级；一旦无法满足储户提款，银行将不得不宣布破产。因此，神经紧张的储户开始对银行的生存状况感到担忧，他们争着要取出存款。在此过程中，只要有一家机构破产，这种恐慌将随之蔓延开来——这是典型的“银行挤兑”。^①与法国、德国和英国不同的是，美国缺少一个能在信贷紧缩时期提供额外流动性的中央金融权威。

1907年，美国的经济增长使人们对经济前景相当看好，但发生在加利福尼亚的大灾难则使这种愿望化为泡影。这场针对经济体的外部冲击在一年后引发了剧烈的价格变动，这种效应也让我们见识到错综复杂的市场体系是如何对信息作出处理的。这个复杂体系由股票、债券、货币、黄金、铜以及其他商品市场组成。它们紧密相关，其中任何一个市场的显著变化都将影响其他市场的价格，诸如通货膨胀、实体经济增长、流动性以及外部冲击这样的常规因素也能影响这些市场。我们如何对崩溃和恐慌作出定义？其实这主要是一个信息问题：信息内容、如何收集信息、复杂的市场体系如何将其传导给资产价格。^②

^① 例如，1857年的那场恐慌是由俄亥俄州人寿保险与信托公司的破产引发的。而密苏里-堪萨斯-得克萨斯铁路公司未能及时对纽约证券经纪公司作出支付，以及基昂-考克斯公司和杰伊-库克公司的破产，导致了1873年的恐慌。在1884年的那场恐慌中，由格兰特总统参与投资的金融集团格兰特-沃德公司的破产，扮演了导火索的角色。在1893年，费城-雷丁铁路公司、国家索具公司和伊利湖-西部铁路公司的破产促成了一场恐慌，此外这场恐慌还与投资者对银矿业资产价值的担忧有关。

^② 金融市场的并购事件能够在多大程度上迅速引起股价的完全波动，从1907年起至今，都是一个令商业实践者和研究者争论不休的主题。人们普遍认为，今天的金融市场要比一个世纪以前更为有效。那些否认市场有效性的人往往强调周期性出现的泡沫和崩溃，认为证券价格的剧烈波动看上去与实体经济的变化并不相关。那些相信市场相对有效的人则强调价格波动对当前经济状况的影响。

这些年来，重大的系统性金融危机的出现成为不少研究的焦点，包括直接研究和各式各样的理论流派：宏观经济学、博弈论、集体心理学、金融学、复杂性理论、演化经济学和管理学理论。本书对1907年大恐慌的详细叙述基于这样一个重要理念：金融危机的产生是多种力量共同作用的结果，是金融市场的一次“完美风暴”。在对1907年的整场恐慌事件的叙述中，我们着重强调以下7个危机因素：

1. 系统性结构。复杂性意味着我们很难预测要发生什么，以及哪些因素将促使危机蔓延。

2. 经济的快速增长。经济扩张导致对资本与流动性需求的上升，虚高部分最终将得到“矫正”。

3. 风险缓冲机制不足。在经济扩张的晚期阶段，债务人和债权人会过度使用借款，从而削弱金融体系的安全性。

4. 不利的领导。不管是政府还是民间的重要人物，他们的政策都加大了不确定性，降低了市场信心，同时放大了风险。

5. 重大的经济冲击。无法预期的事件冲击经济与金融体系，引发投资者与储户预期的突然倒转。

6. 过度的恐惧、贪婪以及其他行为失常。超出理性经济预期之上的波动将使人们的情绪从乐观变为悲观，引发自我加强的螺旋式下坠。消息越坏，人们的行为越失常，而这又将带来更为糟糕的消息。

7. 集体行动的失灵。人们最用心良苦的行为，往往并不利于应对危机所带来的挑战。

这种多元化的方法提供了一个框架，以帮助思维敏捷的观察者将弄清整个事件的前前后后；我们对这些理论的应用也有自己的看法，在最后一章我们将进行深入探讨。

理解甚至预言未来的金融危机，需要我们深入考察这里提到的各种因素——不只是个体地，还要综合地——它们的互动如何促成了一场危机。这种方法或许令我们对金融危机给出了一个更为复杂的解释，批评家和政客可能并不想看，但这个完美风暴的比喻有可能启迪政策制定者——要想预防金融危机的发生，需要预期到这场风暴的不稳定因素，而且更需要对抗这些因素形成的合力。

THE PANIC OF 1907

目录

引子	VII
导言	XIII
第一章 华尔街大腕	1
第二章 金融体系遇袭	9
第三章 “静悄悄的”崩溃	15
第四章 信贷紧缩	25
第五章 铜业大王	33
第六章 股票操纵	39
第七章 倒塌的多米诺骨牌	47
第八章 纽约清算中心	53
第九章 尼克博克信托公司	63
第十章 弃卒保车	69
第十一章 挤兑狂潮	75
第十二章 危机四伏	79

第十三章 美国信托公司	85
第十四章 交易所危局	93
第十五章 风雨之城	101
第十六章 喧哗与骚动	111
第十七章 现代美第奇	117
第十八章 惊天大收购	123
第十九章 扭转乾坤	131
第二十章 涟漪效应	137
第二十一章 启示：一场完美风暴	147
第二十二章 百年后的回声：2007 年次贷危机	169
附录 A 本书主要人物的后话	185
附录 B 术语解释	195

THE PANIC OF 1907

第一章

华尔街大腕

一个我不信任的人，即使他以整个世界作抵押，也休想从我这里借走一分钱。

——约翰·皮尔庞特·摩根

1907年，新兴的美国经济仍处于狂飙突进中。从19世纪90年代中期到1906年末，这个国家的年增长率达到了令人惊异的7.3%，使得美国全部工业生产的绝对规模在一个相对较短的时期内得以翻番。这种增长又是波动的，它会从每年6.5%的增长率跳跃到8.0%。但相对于这种高增长率，在此期间的经济波动水平还是要略低于19世纪的大多数时候。即便如此，与之前的主要工业扩张时期相比，1907年的美国经济在规模和增长速度上都是空前的（见图1-1）。

随着经济引人注目的增长，19世纪和20世纪之交的美国有着巨大的资本需求。在1895年，美国经济又增加了价值达25亿美元的固定厂房设备和库存，到1906年，资本形成在一年之内暴增了50亿美元，这个速度是令人咂舌的（见图1-2）。其中的大多数资本都是由出口带来的，自1895