



伯南克的考验

BEN BERNANKE, ALAN GREENSPAN
AND THE DRAMA OF THE CENTRAL BANKER

约翰·范奥弗特韦德◎著

(Johan Van Overtveldt)

郭军◎译

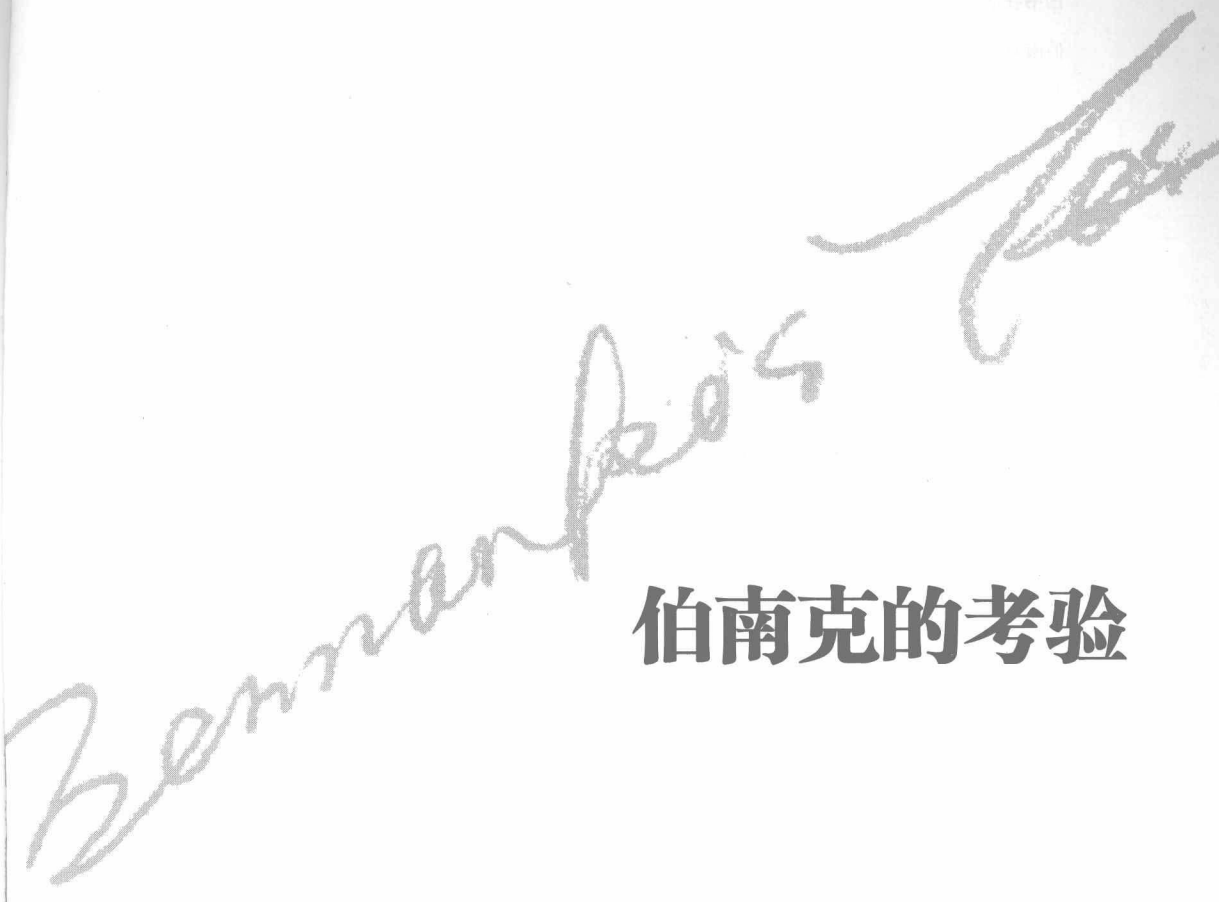
临危受命，伯南克怎样走出困局？

前路堪忧，美联储能否续写传奇？

美国会把世界经济带向何方？



中信出版社 · CHINACITICPRESS



伯南克的考验

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

伯南克的考验 / (美) 范奥弗特韦德著; 郭军译. —北京: 中信出版社, 2009. 6

书名原文: Bernanke's Test

ISBN 978-7-5086-1498-4

I. 伯… II. ①范…②郭… III. 货币政策—研究—美国 IV. F827.120

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 047574 号

Copyright © 2009 by Johan Van Overtveldt

Originally published in the United States by Agate Publishing, Inc.

Simplified Chinese translation rights © 2009 by China CITIC Press.

Published by agreement with the Rowman & Littlefield Publishing Group through the Chinese Connection Agency, a division of The Yao Enterprises, LLC.

ALL RIGHTS RESERVED.

伯南克的考验

BONANKE DE KAOYAN

著 者: [美] 约翰·范奥弗特韦德

译 者: 郭 军

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: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 14.5 字 数: 196 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: 01-2008-6188

书 号: ISBN 978-7-5086-1498-4/F · 1590

定 价: 35.00 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

军事史由胜利者书写，经济史在很大程度上则由中央银行家撰写。这两者都会习惯性地篡改历史。

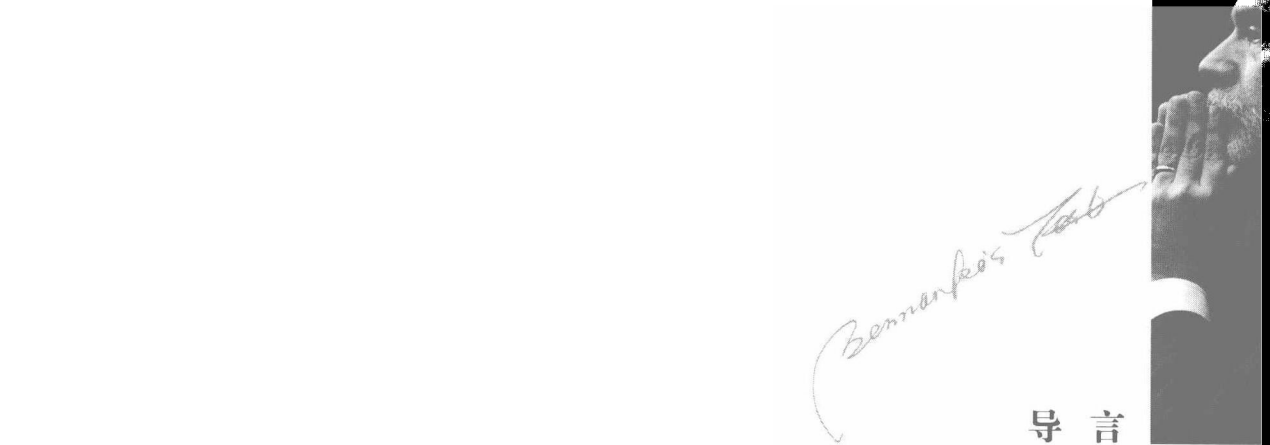
——史蒂夫·汉克，2008 年

就像一部优秀的小说，经济史的每一阶段都有各自的恶棍、英雄以及决定性时刻。往往只有在事后，我们才能正确识别他们。

——克劳迪奥·博理奥与威廉·怀特，2004 年

我认为，金融机构比常备军对自由的危险更大。

——托马斯·杰斐逊，1802 年



Bernanke's Tab

导 言

2008年1月21日，星期一。正当大多数美国人在享受马丁·路德·金纪念日假期的时候，本·伯南克却在努力工作，他是美国中央银行——美国联邦储备委员会（FED，简称美联储）的主席。他的办公室位于华盛顿特区宪法大道上高耸的美联储大楼里，此刻的他，正在办公室里埋头苦干。

伯南克为全球股价持续下滑而忧心忡忡。当天的美国股市收盘在即，而仍在交易中的美国股指却显示，急跌就在眼前。伯南克担心，除了2007年8月因次贷市场崩溃所造成的信贷危机之外，股市正面临另一场大崩盘的危险。这幅场景的后果犹如梦魇，不仅对美国而言，甚至对整个世界都是如此。身为普林斯顿大学前教授、研究20世纪20年代后期美国大萧条的权威，伯南克决定采取大胆的紧急行动——大幅降息，势在必行。

这一天，伯南克会晤了两名资深同事：美联储副主席唐·科恩、纽约联邦储备银行行长蒂莫西·盖特纳（美联储由主席领导，十二家区域性的联邦储备银行各有一名行长）。三人一致认为，美联储对短期市场波动的迅速反应，可能会产生不利后果；但他们仍得出结论，目前正在考虑中的大胆金融行动，必须在由美联储、联邦公开市场委员会（FOMC）等主要

决策机构参加的定期例会（1月30日）之前提交议事日程。所以，当天下午6时，他们迅速组织了一次联邦公开市场委员会的视频会议。

在视频会议中，伯南克大力鼓吹大幅降息的主张，他与若干联邦公开市场委员会的成员一道，为此项提议大声辩护。眼看天快黑了，比尔·普尔这位历来持强硬态度的圣路易斯联邦储备银行行长，却仍旧反对这个提议。尽管如此，伯南克仍最终获得了足够多数的强大支持，推动了此项提议。1月22日，星期二，上午8点20分。美联储下调其主要政策利率“联邦基金利率”达75个基点。从80年代起，美联储开始使用联邦基金利率作为其货币政策的基点。这是自20世纪80年代以来，美联储最大规模的一次降息。市场反应积极，至少暂时扭转了下降的趋势。该周晚些时候，又发生了一件震惊世界市场的事情。法国兴业银行的一名交易员杰罗姆·克威尔所累积的金融交易损失已高达50亿美元。《金融时报》宣称这一周是“震撼世界的一周”。¹当时没有多少人会预料到，更糟糕的日子还在后面。

由伯南克和联邦公开市场委员所造就的历史性的1月22日，迅速占据了世界各地报纸的头版头条。成打的专家和分析师宣称，在美联储这家全世界最重要的央行里，发生了某种不同凡响的事情。媒体广泛报道了1月22日的降息，并重点突出了力促此事的幕后人物。美联储主席的角色已发生了变化，在过去的20年或30年中，美联储主席已经由原来坚如磐石的建筑物中的匿名官僚，变成了流行歌星一般的人物。事实上，这一职位已家喻户晓，此种转变，很大程度上要归功于伯南克的前任——艾伦·格林斯潘。

格林斯潘担任美联储主席超过19年，伯南克从他手中接过了美国信贷危机及其相关经济问题的烂摊子。在格林斯潘任职期间，他就如某些好莱坞名流一样知名。格林斯潘会对各种形式的经济问题提出劝告，尽管他的

评论通常含糊且有所保留，可无论是在美国还是海外，不管他说了什么，都会被非常认真地对待。

过去几十年中，公众对中央银行的看法已经发生了翻天覆地的变化。不过中央银行的核心事务几乎没什么改变，其中最重要的，莫过于美联储的使命及其在政府内的地位。在亚特兰大联邦储备银行的一次会议中，伯南克非常雄辩地说明了央行的使命。他发表了如下演讲：

经济增长与繁荣主要建立在经济学家所谓的“实体”要素之上，包括劳动生产率、资本存量的数量和质量、可供使用的土地和自然资源、技术知识的水平以及企业家和管理层的创造性与职业技能等。但从广泛的实际经验以及专业研究来看，金融要素在经济中起着突出的、关键性的支持作用……健康的金融环境能够帮助现代经济充分发挥其潜力。²

营造并维护“健康的金融环境”的是中央银行的主要责任，这就要求物价稳定以及拥有一个健全而高效的金融体系。可以说，在央行的种种职责中，它扮演的最重要角色是担当最后贷款人。换言之，央行有创造货币的权力。

伯南克演讲中提及的最重要的措辞是，央行要甘当“配角”，以充当支持者的角色。央行可以创造一个积极的环境，但它们不能单独创造经济增长和繁荣。换句话说，它们可能因为胡乱制定政策和/或纵容事态自行发展，从而危及“健康的金融环境”。

上文提及的那位圣路易斯联邦储备银行前行长比尔·普尔曾经说过：“大萧条导致了美国历史上最严重的就业灾难，而大萧条是一系列货币政策失误的后果。”³ 这些“失误”常被人们引为大萧条的首要原因，⁴ 但其他一些因素，如贸易保护主义的蔓延，也是其中的原因。另一方面，当央行

恰当行事并维护“健康的金融环境”，贷款就变得比较容易获得，金融当局的贡献也往往被视为理所当然的。

第二个核心事务涉及中央银行在一个民主社会的权力和责任。著名经济学家米尔顿·弗里德曼曾开玩笑说，央行的主要目标是“一边在回避问责制，一边又想获得公共威望”。⁵ 历史资料和经济研究都相当清楚地表明，只有在不受行政当局的干涉、保持实质性的独立时，央行才能创建“健康的金融状况”。事实上，最近的许多经济灾难，都可以追溯到政客们出于政治原因而滥用货币政策所造成的后果。

但是，如果中央银行完全独立于民选政府，那应如何追究它们的责任呢？这个难题不易回答。世界各地的民主政府往往与央行不断对抗，因为有许多国家都采用了美国模式的中央银行制。显然，增加透明度至关重要。用以平衡问责制与独立性之间的确切方法，仍有待进一步的探索。这是一个融入了央行现代理念的结构性缺陷，你可以称之为“民主赤字”。不过许多经济学家仍认为尽管它存在缺陷，却大大有益于整个社会。正如《经济学人》最近宣称的，“各国央行的现有成就足以证明，货币政策应该由技术专家制定，而不是民选的政治家。”⁶

除了缺乏问责制，中央银行行长们往往使用极为复杂（或至少十分深奥）的语言与外界沟通，这使他们的工作更加晦暗不明。在这方面，格林斯潘可谓行家里手。下面的引言就是例证：“自从我当了美联诸主席，我就学会了没条没理地嘟嘟囔囔。如果你觉得我清晰明了，那你一定误解了我。”甚至更过分的说法也同样来自格林斯潘：“我知道你相信自己理解了你所认为的我所说的，但我并不确定你是否明白，你所听到的并不是我所表达的。”⁷

鉴于他的这种说话方式，有如下评论也就不足为奇了，“人们常批评格林斯潘钝头钝脑，比凯恩斯还偏好詹姆斯·乔伊斯式的句子。”⁸ 针对格

林斯潘的晦涩，一批专业分析师应运而生。他们的工作就是当央行行长们发言时，专门破译什么才是行长们真正想要表达的内容。

央行行长们缺乏问责制和面对公众时的言辞含混，让人们产生了这样一种印象：央行行长们个个精于保密，或至少精于含糊其辞。“从历史上看，”作家兼银行业专家马丁·梅耶写道：“没什么职业比这更要保密的了……银行的机密，都在央行行长们的骨头里。”⁹

经济学家和现任英格兰银行行长默文·金进一步说明了这一点：

我1991年进入英格兰银行时，有幸受邀与人吃饭，其中包括保罗·沃尔克。晚宴快结束时，我问保罗，他对一个新央行行长有什么建议。他只回答了两个字——“神秘”。这两个字大大概括了那时的央行传统和智慧。¹⁰

已故的卡尔·布伦纳是一位德高望重的货币经济学家，他这样形容中央银行：“传统上，它被一种特殊的具有保护性的政治神秘感所包围……这种神秘感的兴旺发达，得自于这样一种普遍印象，即中央银行这个行业是门深奥的艺术。接手这门艺术并能适度驾驭它的人，仅限于入行的精英。”¹¹

精英的工作至关重要，管理不善的中央银行可能会严重损害一个国家的经济增长和繁荣。哈佛大学教授本杰明·弗里德曼用他那富于说服力的观点进一步阐明：经济增长转而对一个社会的道德素质产生至关重要的决定性影响。¹²

近几十年来，在货币理论及货币政策领域，重要的工作已经完成，基础理论对央行运作的支持也已经大大拓展。¹³当然，还有很多问题悬而未决。经济学家们常常重复发表彼此相似的言论，例如普林斯顿大学教授艾伦·布林德从20世纪90年代起，就一直在这样阐述。与此相呼应，美联

储理事弗雷德里克·米什金在2007年指出：“货币政策除了科学要素之外，始终具有艺术的成分。”¹⁴

姑且不论围绕着中央银行的种种不可思议或错综复杂的看法，掌控货币政策和负责监管的人，依旧是血肉之躯的男士们（很不幸，迄今为止，在全世界，女性领导中央银行的现象极为罕见）。他们的工作表现受到如下种种因素的影响：他们的个性、智力和意识形态信仰，他们对于经济现象及货币政策实施的诸种假说，他们任职时的具体环境等。人们必须对上述所有因素加以认真考虑，才能理解中央银行行长，也才能对他们的工作记录有公正的评判。

本书深入考察了最近的两位美联储主席——艾伦·格林斯潘和本·伯南克。2007年8月，美国次贷市场崩溃，金融危机随之爆发。毫不夸张地说，在这场金融危机的急剧发展过程中，这两个人是关键人物。本书第一篇的重点就是格林斯潘。首先，我非常简短地概述了美联储的历史，随后关注的是格林斯潘的前任保罗·沃尔克，接着探讨格林斯潘的个性。大部分内容集中在格林斯潘掌舵美国货币政策时的表现上。直到不久前，人们还普遍认为，格林斯潘在任期内的表现堪称楷模。不过最近，人们对他的某些决策，已经慎重地进行了重新评价。

对于这场讨论，本书的立场是慎思明辨。我的结论是，如今再回头批评格林斯潘的利率政策，也许是正当的，但未免轻率。不过从对美联储的管理职责来看，格林斯潘当主席时的表现，充其量只可称为平庸。由此而言，他对于次贷危机及其后果负有直接的责任。

本书第二篇的重点是伯南克。在这场自大萧条以来最严重的金融海啸中，他置身于风暴的核心。可以说，在此危难时刻，伯南克是命中注定掌舵美联储的人。他是个杰出的学院派经济学家，本书概述了他的生平和职业生涯。关于历史上的“大萧条”，也许伯南克比起当下任何人都理解得

更深入。对于这段灾难时期的种种情形，无论是它的经济状况还是运行机制，他都拥有广博的见识。“大萧条”在20世纪20年代后期和30年代，袭击了美国并蔓延至世界各国。伯南克在他的研究中，要比其他仍健在的经济学家更密切地关注这段时期。

伯南克的大部分研究围绕着“金融加速器”理论，以及货币政策的两个特殊传递机制——资产负债表渠道和银行贷款渠道。对于“金融加速器”理论，本书后文将详细论述。伯南克在大量的学术研究中，考察了中央银行的不同方面，并提出了自己的见解，对此下文也将加以详述。随后我将探讨伯南克最具争议的两个立场：一是他关于通货紧缩的立场；二是他认为全球储蓄过剩导致了美国国际收支平衡表上的巨额赤字。

2007年8月，金融危机袭来。伯南克立即意识到，必须采取强硬果断的行动。他用来应付危机的政策工具也极富创造力。首先，对于究竟是什么原因造成这一重大金融危机的爆发，我必须要提供详尽的说明，以便尽可能涵盖伯南克掌舵美联储期间的政策。这些说明包括：密集的金融创新、监管缺陷、风险及风险评估、证券化进程、杠杆效应、衍生工具、银行的资本限额（capital norms for banks）、世界经济版图的重大变化以及全球范围内的一些其他问题。更具体地说，我以宏微观经济学为基础，制定了一个框架，以便寻找这场毁灭性的金融风暴的根本原因。此外，我们还将研究在这场危机中，哪些是新情况，哪些是老问题。

本书的尾声部分分析了美联储在金融危机中的货币政策。我认为，在这段困难时期，美联储的应对表现出色。分析的重点放在了发挥关键作用的伯南克身上，他对20世纪30年代大萧条背后的机制的深刻理解，显然对应对当下的这场危机大有裨益。

最后，我探讨了中央银行和一般金融部门作为一个整体的未来。我的

用意是反对全盘放弃的观点。对于增进总体福利，金融市场和金融创新仍具有极其宝贵的贡献，它们需要的是经过深思熟虑的监管架构，以优化其功能。我深信，这一点始终都是必需的。即便我们熬过了这场自“大萧条”以来最严重的金融危机，也依旧如此。

Bernanke's Tab



目 录

VII 导言

第一篇 01

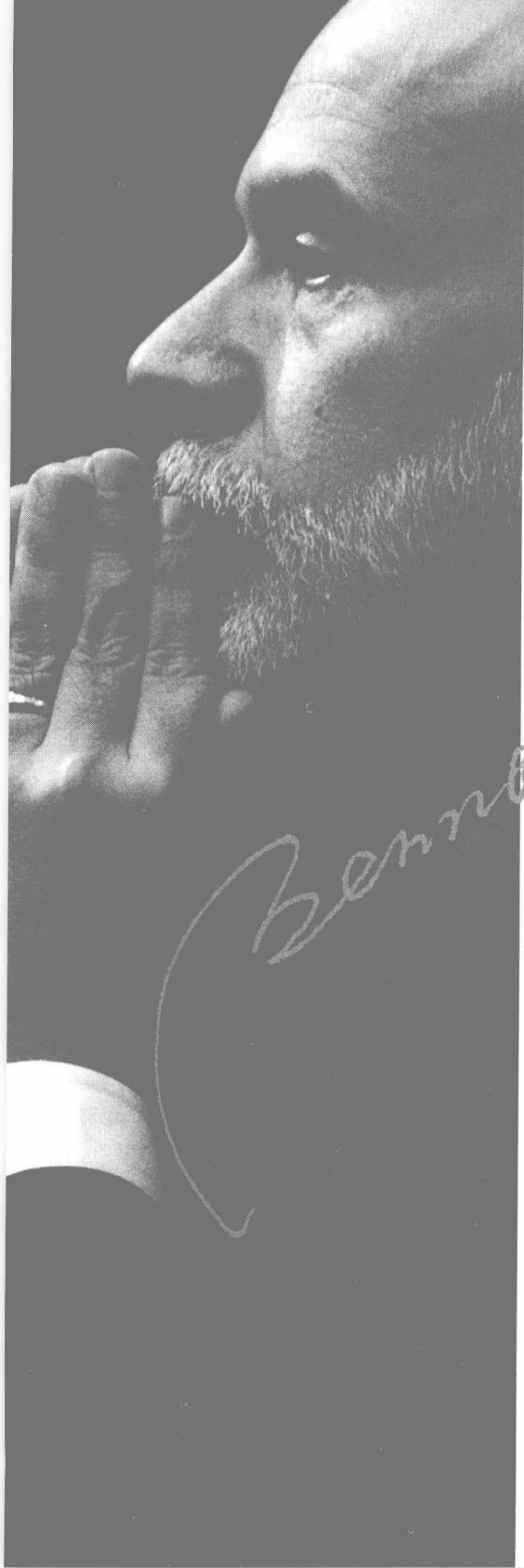
搭台唱戏：美联储的历史和格林斯潘的风险管理办法

- 5 第1章 动力车头,意外创设
- 15 第2章 沃尔克的圣战,阻击通胀
- 26 第3章 一位饱受争议的主席获得高度赞扬
- 33 第4章 格林斯潘:教育、生活和晋升之路
- 46 第5章 规则背后的原理
- 54 第6章 避免通缩性瘫痪
- 61 第7章 拒绝监管
- 65 第8章 消费失去控制

第二篇 02

伯南克 及其熟知的“大萧条”

- 81 第9章 伯南克时代开始了
- 96 第10章 泡沫之争
- 101 第11章 真正的自由市场主义者
- 107 第12章 一位有争议的理事
- 119 第13章 次贷危机降临
- 126 第14章 百年一遇的危机
- 135 第15章 房利美和房地美
- 143 第16章 坠如秋叶
- 151 第17章 欧洲在崩溃
- 159 第18章 危机驱动者
- 176 尾声
- 188 注释
- 212 人名索引
- 217 鸣谢



Bernanke's Tab

第一篇
01

搭台唱戏：美联储
的历史和格林斯潘的风险管理办法

在 20 世纪的最后 15 年中，已故经济学家查尔斯·金德尔伯格和他的合著者罗伯特·艾利伯，曾经区分了四次不同的资产价格泡沫。第一次是发生在 80 年代后半期的东京房地产和股票泡沫，第二次是发生在差不多同一时期的三个北欧国家——芬兰、挪威和瑞典的房地产和股市泡沫，第三次是 90 年代中期肇始于东南亚的金融危机，第四次是在 90 年代后半期的美国股市崩溃。¹

一旦泡沫破灭，便会造成巨大损害。最近美国住宅市场泡沫爆裂，无疑将作为最糟的一次而留在人们的记忆中。这个泡沫在 2007 年 8 月引发次贷危机，耶鲁大学教授和金融学家罗伯特·希勒将这一事件视为“美国经济和文化的历史性转折点”。²

这场危机迅速蔓延，成为全球性的信贷危机。它立即传播到整个金融系统，使得美国经济以及世界其他地区的许多经济体陷入衰退。全球金融网络因此受到严重影响，各个市场和经济体都变得日益紧张，越发充满不确定性。这是自“大萧条”以来最严重的金融危机。2006 年初，伯南克接替格林斯潘就任美联储主席一职，他无疑成为应对金融危机的核心人物。

在讨论伯南克以及他在此次危机中对美联储的掌控情况之前，我们必须先提出一些历史性的观点，以此构成本书的第一篇。笔者将从美国联邦储备系统的建立着手，然后探讨在 20 世纪二三十年代大萧条期间，美联储所奉行的灾难性政策。接着，笔者将列举美国联邦储备系统截至 1951 年的