

国务院发展研究中心金融研究所副所长

巴曙松

撰序

太平洋研究院院长、《环球财经》总编辑

向松祚

作跋

伯南克的美联储

BEN BERNANKE'S FED

The Federal Reserve After Greenspan [美] 伊森·哈里斯 (Ethan S. Harris) 著 郭宁·汪涛 译

全球最具权力中央银行如何狙击金融危机？

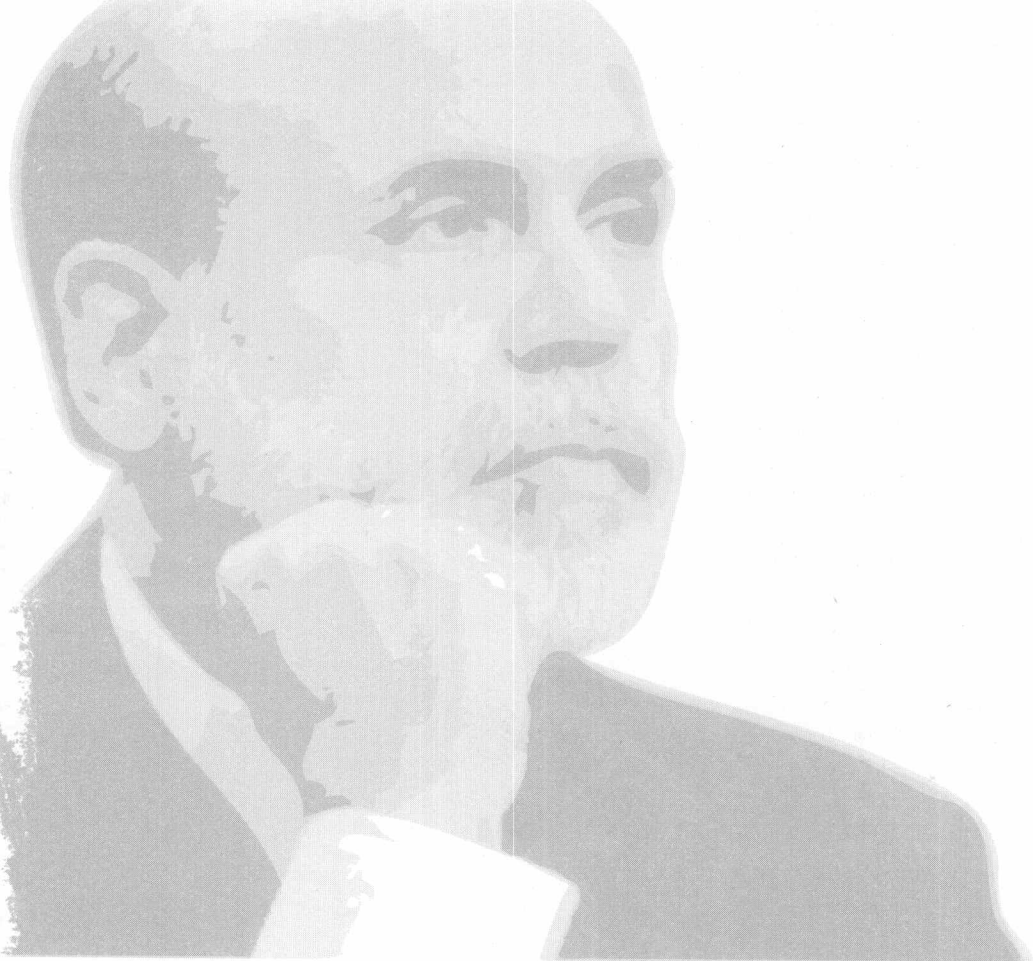
掌舵人伯南克如何扭转美国经济局势？

雷曼兄弟投资银行首席经济学家权威解答！

剖析美联储与伯南克最全面、最透彻的一本书！



中国人民大学出版社
China Renmin University Press



伯南克的美联储

BEN BERNANKE'S FED

The Federal Reserve After Greenspan

[美] 伊森·哈里斯 (Ethan S. Harris) 著

郭宁 汪涛 译

中国人民大学出版社

·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

伯南克的美联储 / (美) 哈里斯著; 郭宁, 汪涛译.

北京: 中国人民大学出版社, 2009

ISBN 978-7-300-10108-8

I. 伯…

II. ①哈…②郭…③汪…

III. 货币政策 - 研究 - 美国

IV. F827.120

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 198484 号

伯南克的美联储

[美] 伊森·哈里斯 (Ethan S. Harris) 著

郭宁 汪涛 译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京京北印刷有限公司

规 格 160 mm × 230 mm 16 开本

版 次 2009 年 2 月第 1 版

印 张 15.75 插页 2

印 次 2009 年 2 月第 1 次印刷

字 数 172 000

定 价 39.80 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

伯南克的指挥棒

早年参加过乐队的格林斯潘对宏大壮丽的交响曲一定相当痴迷。在他的指挥棒下，美联储用了 19 年的时间，谱写了这个全球最具权力中央银行的历史中最辉煌的一页。在 2006 年格林斯潘卸任后，所有人都害怕这一切会戛然而止。当新指挥颤巍巍地站上指挥台，示意新的曲目即将奏响的时候，观众还在纷纷猜测他是谁。来自普林斯顿大学经济系的温雅教授伯南克就这样，在猜测、质疑、忧虑中成为了美联储的新主人。

作为经济学家的伯南克也许没有成为一个典型的卓越领导人的气质：他既不雄辩也不多言；他毫无神秘感，也缺乏幽默感；学者气质过于浓厚。更要命的是，全球重要国家的央行行长中，并没有传统的“经济学家”。而握紧全球经济命脉的美联储竟然为这个命题提供了一个反例。

无论国会、政府、民众对伯南克的期望是什么（或者并不抱期望），伯南克以一个学者严谨、细致的态度开始了他的指挥。通过在美联储内部推行民主决策、对外推行沟通直接透明化，伯南克摒除了格林斯潘留下的印记；利用自己二十年的学术研究成果，重新审视当下经济及金融危机，力排众议制定通货膨胀指标、处理资产市场泡沫、以激进的方式进行风险管理；在 2008 年 12 月 17 日，更是史无前例地开始执行“零利率”货币政策。

那些对伯南克持怀疑态度的人也许现在可以换一个视角：这个“传统经济学家”主席自有他管理经济的一套方式。他没有华丽外衣，从不迂回曲折，也不是神话或传奇，他只是一步一步一个脚印地增加他的存在感，冷静指挥着美联储。

这条小船，去拖动美国经济这艘行驶缓慢的大油轮。

作为雷曼兄弟投行的首席经济学家，哈里斯极尽客观地说，“即便格林斯潘现在还是美联储主席，他也不可能比伯南克做得更好。”无论明年奥巴马是否会提名新的主席，美联储的历史中毫无疑问地，都将清楚地刻上“伯南克”的名字。

伯南克会为自己打多少分呢？这位“经济学家主席”用林肯的话表明了自己的固执、坚持，还有满满信心：

“我做的是我所知道的最好的——是我所能做到的最好的；而且我也将会一直这么做下去，直到最后。如果最终结果表明我是对的，那么反对我的意见就不值一提。而如果最终结果表明我是错的，那么即便有十个天使发誓证明我是对的，也没有用。”

一切为了您的阅读价值



常常阅读我们图书的读者一定都记忆犹新，2008年前出版的图书中，都放置了一篇题为“一切为了您的阅读体验”的文章，文中所谈，如今都得到了读者的广泛认同，也得到了出版业内同行的追随。

在我们2008版的新书以及重印书中，读者会看到这篇“一切为了您的阅读价值”；而对于我们图书的新读者，我们特别在整本书的最后几页，放置了“一切为了您的阅读体验”的精编版。今后，我们将在每年推出崭新的针对读者阅读生活的不同设计和思考。

- 您知道自己为阅读付出的最大成本是什么吗？
- 您是否常常在阅读过一本书籍后，才发现不是自己要看的那一本？
- 您是否常常发现书架上很多书籍都是一时冲动买下，直到现在一字未读？
- 您是否常常感慨书籍的价格太贵，两百多页的书，值三十多元钱吗？

★ 阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。时间才是读者付出的最大阅读成本：

阅读的时间成本 = 选择图书所花费的时间 + 阅读图书所花费的时间 + 误读图书所浪费的时间

★ 选择合适的图书类别

目前市场上的图书来源可以分为两大类，五小类：

1. 引进图书：引进图书来源于国外的出版公司，多为从其他语种翻译成中文而出版，反映国际发展现状，但与中国的实际结合较弱，这其中包括三小类：

a) 教科书：这类书理论性较强，体系完整，但多为学科的基础知识，适合初入门的、需要系统了解一门学问的读者。



b) **专业书**：这类书理论性、专业性均较强，需要读者拥有比较深厚的专业背景，阅读的目的是加深对一门学问的理解和认识。



c) **大众书**：这类书理论性、专业性均不强，但普及性较强，贴近现实，实用可操作，适合一门学问的普通爱好者或实际操作者。



2. **本土图书**：本土图书来源于中国的作者，反映中国的发展现状，与中国的实际结合较强，但国际视野和领先性与引进版相比较弱，这其中包括两小类，可通过封面的作者署名来辨别：

a) **“著”作**：这类图书大多为作者亲笔写就，请读者认真阅读“作者简介”，并上网查询、验证其真实程度，一旦发现优秀的适合自己的作者，可以在今后的阅读生活中，多加留意。系统地了解几位优秀作者的作品，是非常有益的。



b) **“编著”图书**：这类图书汇编了大量图书中的内容，拼凑的痕迹较明显，建议读者仔细分辨，谨慎购买。

★ 阅读的收益

阅读图书最大的收益，来自于获取知识后，应用于自己的工作和生活，获得品质的改善和提升，由此，油然而生一种无限的满足感。

业绩的增长 

职位的晋升 

工资的晋级 

更好的生活条件 



一张电影票 

一顿麦当劳 

一次打车费 

两公斤肉 

Ben Bernanke's Fed

推荐序

金融业的危机，伯南克的舞台

巴曙松 研究员

国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师

中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长

作为金融业的从业人员和研究者，每一次到美联储都有一种特别的兴奋心情。第一次到位于华盛顿的美联储总部时，正好是早上。明亮的阳光照在淡黄色的美联储大楼上，虽然并不高大雄伟，但是也算是典雅别致。在会谈结束后，我们还特地参观了美联储研究公开市场操作决策的会议室，高高的椅背上镶嵌着每位与会者名字的铜牌，其中当然包括当时的美联储主席格林斯潘。

在走出大楼的路上，美联储国际部门的工作人员说，格林斯潘到中国，享受到的公众关注度几乎可以与明星相媲美。我问他们，格林斯潘现在被誉为金融史上最伟大的中央银行家，你们觉得接替他的伯南克主持下的美联储与格林斯潘时期会有很大的不同吗？

他们的回答可以说是中规中矩：美联储内部有一套相对成熟的决策程序和制度，无论是格林斯潘还是伯南克，都不可能使这个运作程序出现很大的变化，即使是在公开市场委员会中，他们也就只投一票；同时，他们都受过良好的经济学分析训练，所以与不同层面的工作人

员和研究人员的分析框架都是基本一致的，相互之间应当很好沟通，不会出现大的变动。

在美联储大门外的这个对话还言犹在耳，无论是美国还是全球金融市场，却已经出现了戏剧性的变化：发端于华尔街的金融危机席卷全球，一度在全球金融界享有盛誉的华尔街却在危机中被越来越多的金融界人士视为是贪婪、投机的代名词；一度被视为全球最伟大的中央银行家的格林斯潘，在短短的时间内，迅速被指责为导致这次金融危机的罪魁祸首之一。在金融危机的海啸中，全球金融界再次把眼光集中到美联储，集中到美联储的新任主持者——伯南克教授身上。

无论是对美国金融业激烈批评也好，高度赞美也好，在这场危机的形成和演变中，美联储所具有的重要地位和影响力，是毋庸置疑的。一个运转有效的美联储，显然会降低危机的冲击程度，而一个运作不恰当的美联储，必然会加剧危机。

一场席卷全球的金融危机，历史性地成为了以研究大萧条著称的伯南克教授的舞台。我们不仅是观众，也是参与者。

不少美国金融界的朋友说，美国不幸中的万幸，是在这个危机的时刻，选择了专门研究大萧条的伯南克担任了美联储的主席，他在这个喧嚣的舞台之下，准备了很长的时间，也积累了很长的时间。

当人们意识到过于宽松的房贷市场和眼花缭乱的金融衍生产品给美国经济带来灾难时，回过头来思量挑选以研究 80 年前那场美国大萧条著称的伯南克担任世界最具金融影响力的机构——美联储主席——这一决定时，其中竟然带有几分宿命色彩。

作为历史上并不多见的由经济学家来担任央行行长的案例，伯南克上任之初，人们更多的是担心其十足的书卷气和稍显单薄的公共政策经验能否驾驭世界上最为复杂的金融决策机构（在 2002 年他被任命

进入美联储担任理事前，他在公共政策方面的经验基本上仅限于在新泽西蒙哥马利镇教育局工作了6年)。但是，经济危机逐步化解了这一疑虑。在2008年12月16日美联储大幅降息至0~0.25%前夕，路透社针对全球逾70位分析师作出的一项权威调查显示，在几大央行首脑中，伯南克对金融危机的处理方式最为成功。以满分10分计，伯南克自2007年以来对危机的处理手法得到7分，英国央行总裁金恩得6分。得分最低的是原先曾受到高度赞誉的欧洲央行总裁特里谢，他仅得到5分。

虽然因为支持财长保尔森的不良资产救助计划和未能阻止雷曼倒闭而受到一些指责，但分析师们认为伯南克是首位认识到此次危机规模的央行首脑，并选择在2007年9月就开始调降联邦基金利率。美联储较为迅速的政策行动与其它央行形成对照，后者仅在雷曼兄弟破产后才着手大幅降息。

现在，在全球金融界对金融危机充满了疑惑和担忧的时候，伯南克的美联储似乎又赢得了格林斯潘时期同样的关注，美联储的每次会议及其公告，伯南克的每个演讲及其措辞，都成为全球金融市场共同关注的热点。

我们也清晰地看到，伯南克上任以来应对金融危机的政策操作，与他在担任学者期间的研究一脉相承。对传统的中央银行家来说，目前伯南克的种种货币政策的操作，都基本不在中央银行学的传统政策框架之内，往往被称为“非典型性的货币政策”。这些政策操作，立足于伯南克对于大萧条，以及日本经济长期低迷的研究基础上，其成效与走向，引起金融界和研究界的广泛关注。

稍微梳理一下美联储在应对危机的过程可以发现，伯南克与多数中央银行家一样，也许算不上一个先知先觉者。在他上任之初的2006

年，美国房地产市场过热的问题已经开始显现——低利率导致房地产市场财富效应膨胀，成为拉动居民过度信贷和消费的主力；但美联储在将近一年半的时间里对此没有采取什么对策。直到2007年4月，美国第二大次级抵押贷款机构新世纪金融申请破产保护，再到8月贝尔斯登宣布旗下两只对冲基金正式破产。毫无疑问，伯南克错过了在此期间调整利率等的最好时机——危机已现端倪，而人们的信心尚未崩溃之时。

正如他在2008年12月1日出版的《纽约客》杂志所述那样，“我和其他人先前错误地宣称次贷危机是可控的……而住房市场问题和整体金融体系之间的因果关系非常复杂，难以预测。”

但是，凭着扎实的研究功底和敏锐的洞察力，伯南克仍然较早地认识到了这场由住房市场蔓延到整个经济体的危机的规模。他果断抛弃了通货膨胀目标制的原则，以非常激进的措施支持资本市场和宏观经济的发展。自2007年是9月18日开始的一年多的时间，美联储就把联邦基金利率5.25%降到了尽头，并史无前例地向市场增加流动性。美联储用到的货币政策工具有：OMO（公开市场操作）、贴现贷款政策、准备金政策、TAF（定期拍卖工具）、PDCF（一级交易商信用工具）和TSLF（定期证券借贷工具）以及AMLF（货币市场共同基金融资工具）。其中TAF、TSLF和PDCF、AMLF是美联储在此次创新开发的货币政策工具。美联储进而承诺，将动用之前未曾试验过的方法刺激经济，包括准备扩大购买大量政府支持抵押贷款机构发行或担保的债券的计划，以及考虑可能购买美国长期公债，并考虑通过其他方式利用不断膨胀的资产负债表来支撑经济。

“当我们写这一段历史的时候，美联储具有创新性和充满勇气的行动，我觉得应该占这个篇章的中心位置。”美国新当选总统奥巴马

顾问团的成员劳拉·泰森这样评价美联储应对危机的表现。

这些做法与伯南克对于大萧条的研究一脉相承。最早期学术界将大萧条主要地归咎于华尔街上的投机者，认为他们对企业的过度膨胀起了推波助澜的作用。但是，米尔顿·弗里德曼和安娜·斯瓦茨则给出了一个货币主义者的解释。他们指出因果关系的主线是从货币收缩到价格和产出下跌，其中货币紧缩是当局决策不当和银行体系持续存在危机的结果。伯南克在此基础上追问了一步，发现了世界范围内的货币收缩是当时国际货币体系（一战后重建的金本位制）的技术缺陷和管理不善的结果，同时又为之增加了一个层面，即非货币性金融因素——例如银行业恐慌和企业倒闭——在堵塞正常的信贷流动并因而在加速世界经济崩溃方面也起了重要作用。在2002年和2004年，伯南克就研究了央行在利率达到“零区域”（即零利率）时的操作策略，包括：创新提高流动性的新设施、维持短期低利率的承诺、“定量宽松货币政策”（Quantitative Easing）、扩大美联储资产负债表从而向银行体系提供资金储备等。

“也许没有人比伯南克做了更多的危机应对准备了。他曾专门研究了20世纪20年代的美联储是如何自鸣得意，从而为后来的大萧条埋下隐患。他也早在2002年和2004年的讲话中就详细阐述过，当美联储把利率降至零时，以后的货币政策应该如何制定。”路透社的评论称。

勿庸讳言，伯南克教授仍然与美联储一道，正在面临着发展道路上几个巨大的挑战。

一是零利率约束之后非常规货币工具的有效运用。日本在20世纪末期泡沫破灭后，曾一度陷入零利率、低增长和长期通缩预期的窘境，并在本世纪初实施了如今被市场寄予厚望的定量货币宽松政策。与此

次美国面临的情况相同的是，由于银行及借款人资产负债状况不理想，银行贷款同期并未出现大幅攀升，因而广义货币供应也没出现相应的增长，货币乘数大幅下降。如何避免这种情况的出现，仍然是美联储面临的最重要任务。熟悉中国金融业的研究者可能会发现，美联储所声称采用的定量宽松政策以及央行直接向企业融资的政策操作，与改革开放初期，特别是央行体制没有调整之前的中国人民银行的运作倒是有几分类似，而中国的金融从业者对于这种体制的缺陷和运作特征是有很深刻的理解的。

二是如何面对极度宽松货币政策蕴涵的金融市场风险，特别是可能的通胀风险。每次危机的解决往往都为下一次危机埋下了种子。美联储在1997年亚洲金融危机和1998年俄罗斯债务危机后采取的宽松货币政策，造成了随后的股市泡沫。2000年，美国股市泡沫破裂后大举放宽货币政策，也推动了近年来的住房市场繁荣。不能不让人担心的是，美联储史无前例的大幅降息和流动性注入可能会在此次金融动荡稳定下来之后，带来另一个后果——通胀卷土重来。我们看看美联储的资产负债表，在如此短的时期内迅速膨胀，而且资产方持有的并不是原来的优质资产，而是越来越多的劣质资产。

三是如何推动国际货币体系的改革。伯南克在其关于大萧条的研究中也提出，两次大战之间的金本位制的结构缺陷，以及金本位制的“游戏规则”支配的政策，使国际货币收缩和通货紧缩几乎无法避免，也是实际产出下滑的主要根源。本次全球经济危机的产生和蔓延，和当前以美元为主的国际货币体系有着不可割裂的关系。伯南克上台以后，也曾经多次在全球演讲中表示，美国的巨额经常账户赤字和新兴经济体经常账户盈余，部分原因是全球储蓄过剩，以及以东亚经济和产油国为代表的新兴经济体的发展转型——由净资本输入国变为净资

本输出国。那么，在全球货币体系改革和重建的进程中，如何平衡美国和新兴经济体的力量，提出可操作性的方案，也是难题之一。

伯南克曾经说过，解释大萧条是宏观经济学的“圣杯”，那么，运用恰当、有效、创新的美联储政策以阻止当前的全球经济衰退演变成大萧条，更是全球经济的“圣杯”。圣杯再次摆在伯南克和美联储面前，这一次不再是书房中的研究，而是波澜起伏的金融决策。

百年一遇的大危机，为伯南克的研究与政策实践提供了一个空前的大舞台，全球金融业都置身在这个动荡的剧场中，观看和研究着伯南克的表演。

一切为了您的阅读体验

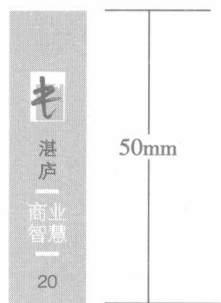


★ 我们出版的所有图书都将归于以下几个品牌



★ 找“小红帽”

为了便于读者辨认，我们在每本图书的书脊上部 50mm 处，全部用红色标记，称之为——“小红帽”。同时，“小红帽”上标注“湛庐”字样以及所属图书品牌名称与编号。这样便于读者在浩如烟海的书架陈列中清楚地找到我们，同时便于收藏。



★ 找“湛庐文化”

我们所有出品的图书，在图书封底都有湛庐文化的标志和“湛庐文化·策划”的字样。



目录

contents

引子 对美联储新主席的早期印象 1

第一部分 伯南克的战场

第1章 15

事物的本质 宏观经济运行和货币政策简介

第2章 28

美联储的秘密 揭开美联储的神秘面纱

第3章 38

独立宣言 美联储的政治经济学

第4章 52

烟雾弹 美联储沟通策略的演变

第二部分 伯南克的榜样

63 第5章

令人羡慕的记录 格林斯潘取得的成就

75 第6章

人非圣贤，孰能无过 格林斯潘任职期间的失误

第三部分 伯南克的信念

第7章 97

戴着镣铐的舞蹈 伯南克设立通货膨胀指标

第8章 116

衰退迷思 大萧条对伯南克的启示

第9章 129

开放的中央银行 美联储变得更加民主

第10章 142

货币政策的艺术 美联储的新沟通策略

第11章 147

非礼勿视、勿听、勿言 对资产市场泡沫的政策回应

第12章 161

激进的风险管理 美联储新的政策焦点

第四部分 伯南克的期中考试成绩单

172 第13章

墨菲法则 新任主席刚上台时总会遭遇困境

187 第14章

高压锅中的决策 伯南克在任期头两年的表现

结束语 伯南克领导下的美联储前景展望 211

跋 伯南克：拯救世界还是毁灭世界 219

译者后记 231