

— 2016年全球金融领域重磅权威之作 —

从1933年到2008年，从决策者到市场表现，探究金融危机根源
对比100年内两次金融危机，预言80年后又一场全球劫难

[美] 巴里·埃森格林 Barry Eichengreen — 著

何帆等 — 译 何帆 — 校

镜厅

HALL

大萧条、大衰退，
我们做对了什么，又做错了什么

The Great Depression, the Great Recession, and the Uses—and Misuses—of History

OF MIRRORS

著名经济学家 著名经济学家

诺贝尔经济学奖得主

美联储前副主席

前英国金融服务局主席

[何帆] [向松祚] [保罗·克鲁格曼] [艾伦·布林德] [阿代尔·特纳]

联袂推荐



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

[美] 巴里·埃森格林 Barry Eichengreen — 著
何帆等 — 译 何帆 — 校

镜厅

大萧条、大衰退，
我们做对了什么，又做错了什么

HALL OF MIRRORS

The Great Depression,
the Great Recession,
and the Uses—and Misuses—of History

图书在版编目 (CIP) 数据

镜厅 / (美) 埃森格林著 ; 何帆等译 . 何帆校 . --

北京 : 中信出版社 , 2016.11

书名原文 : Hall of Mirrors

ISBN 978-7-5086-6550-4

I. ①镜… II. ①埃… ②何… III. ①经济史-研究
-世界 IV. ① F119

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 189915 号

Hall of Mirrors

Copyright © Barry Eichengreen 2015

Simplified Chinese translation copyright © 2016 by CITIC Press Corporation

All rights reserved

本书仅限中国大陆地区发行销售

镜厅

著 者 : [美] 巴里 · 埃森格林

译 者 : 何 帆 等

校 译 : 何 帆

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 : 中国电影出版社印刷厂

开 本 : 787mm × 1092mm 1/16

印 张 : 28 字 数 : 491 千字

版 次 : 2016 年 11 月第 1 版

印 次 : 2016 年 11 月第 1 次印刷

京权图字 : 01-2014-7491

广告经营许可证 : 京朝工商广字第 8087 号

书 号 : ISBN 978-7-5086-6550-4

定 价 : 68.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书 , 如有缺页、倒页、脱页 , 由销售部门负责退换。

服务热线 : 400-600-8099

投稿邮箱 : author@citicpub.com

专家推荐

成功是失败之母。我们从金融危机的历史中，只学到了一半经验。未来的金融危机就隐藏在今天的应对政策之中。《镜厅》能够帮助我们更好地防范风险。

——何帆 中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员

经历金融危机并非愉悦的经验，品读描写金融危机历史的学术著作则可能非常惬意，尤其是品味埃森格林对 20 世纪和 21 世纪人类两次最重大金融经济危机的比较分析，肯定是一次令人愉悦、引人深思的知识和智慧之旅。埃森格林是研究国际货币和金融体系历史演变的著名学者，学识渊博，著作等身，对 20 世纪以来的国际金融货币历史如数家珍。他最负盛名的著作《黄金枷锁》正是深入系统分析 20 世纪 30 年代“大萧条”的起源和演变。《镜厅》一书试图通过对比 20 世纪二三十年代的金融经济危机和 2008 年以来的金融经济危机，以找到人类可以借鉴的共同历史经验和教训。制度的缺陷、人性的弱点、理论的缺失、政策的失误、利益的冲突、偶发的事件、人事的变迁……金融危机就像一个凶险无比的巨大旋涡，将人类事务的一切因素都席卷其中，又像一个神秘莫测的巨大黑洞，我们至今也无法完全理解其中的奥秘。无论如何，埃森格林的著作都能给我们以深刻启示，或许能够协助我们避开人类金融旅程下一次必然会面临的旋涡或黑洞。

——向松祚 中国人民大学教授、国际货币研究所理事兼副所长

一部绝妙的作品。

——保罗·克鲁格曼 诺贝尔经济学奖得主

大萧条是 20 世纪的标志性经济事件，而我们认为，大衰退会成为 21 世纪的标志性事件。几乎没有人能像埃森格林一样，细致对比两次危机异同，而且既有对全景的把握，又有引人入胜的细节。阅读《镜厅》是一种享受，它也应该出现在你的书架上。

——艾伦·布林德 美联储前副主席

很多现代经济学都忽视了经济史。巴里·埃森格林的《镜厅》证明了这是一个巨大的错误。本书结合生动的细节和令人信服的理论性分析，阐述了两度危机成因与政策应对的关键异同。本书展示了深刻的历史分析对当前政策选择的积极意义，但肤浅的历史类比却能让人误入歧途。我们需要正确的政策来帮助复苏，使经济走出大衰退，并在未来避免重复以前曾导致灾难的错误，而在这一点上，《镜厅》具有巨大的启发意义。

——阿代尔·特纳 前英国金融服务局主席

《镜厅》注定会改变我们思考大萧条和大衰退的方式。在未来的许多年，它都会是评论家和学者辩论的议题。

——《金融时报》

有调查式的深度，是对有关危机文献的增益，值得信赖又与众不同。

——《华尔街日报》

凭借对银行家和决策者们引人入胜的刻画以及平易近人的理论解释，埃森格林再现了百年内两次最重要的金融危机。关于 20 世纪 30 年代那段时间的细节丰富，让那段历史不再神秘。

——《经济学家》

全球经济与中国未来：埃森格林与何帆对谈录

何帆：你这本书的书名是“镜厅”，主题是过去百年里两场主要的经济危机——20世纪30年代的大萧条和2008年大衰退。你为什么要选标志着“一战”结束的《凡尔赛和约》签订的地方作为本书的书名？1929年股市的暴跌以及后来的经济危机与“一战”有什么关系？这是不是比喻？你想借此表达什么？

埃森格林：我引用签订《凡尔赛和约》的地方作为书名，是因为《凡尔赛和约》不承认全球经济结构发生了很重要的变化，我认为这为20世纪30年代的大萧条埋下了祸根。我们现在正面临同样的问题。正由于人们没有认识到美国霸权的时代已经过去，世界经济结构正在发生变化，所以才有长期的全球经济失衡和金融动荡，以及全球经济领导者的缺位。

书名里的“镜”的确是一个比喻，过去百年里的两场大型金融危机（1929~1933年和2008~2009年）就像互相照镜子一样。应对2008~2009年这场危机的方案，在很大程度上是基于像伯南克这样的决策者所总结的“20世纪30年代的教训”。既然现在我们已经度过了这场危机，那么我们对20世纪20年代和30年代的看法又会有所不同。我在书里就是试图说明这两场危机本质上互为镜像。

何帆：马克·吐温说过：“历史不会重演，但总会惊人的相似。”当我们回顾经济史上的繁荣、泡沫以及泡沫的破裂，好像确实如此。为什么决策者和市场参与者不会吸取那些显而易见的历史教训，避免类似的风险？难道是因为心理作祟——人其实并不像经济学教科书里面所讲的那样是理性的？还是政治上的原因使得无法出台有效的政策？

埃森格林：我坚信我们可以从历史中吸取教训，但这并不意味着我们可以防止所有的金融危机。尽管我们不能避免2008~2009年的危机，但我们至少可以减轻后果的

严重性，部分原因就在于我们学习了过去的经验。美国 2010 年的失业率最高达到了 10%，这虽然并不好，但已经远远低于 1933 年的 25%。这就是进步。

为什么会存在低估危机风险的倾向？正如你所说，部分是心理因素在起作用。我想到的是，人们会持有“持续性偏见”，潜意识里认为未来就与刚刚过去的一样（当事情进展顺利时，人们倾向于认为会继续好下去）。还有一种倾向是，天真地相信教科书所告诉我们的，即金融市场是“有效的”。也有政治的原因，如大银行会游说政府进行“轻度监管”。

何帆：你在书里说到，虽然决策者吸取了大萧条的教训，避免了最坏的情况，但他们犯了其他错误，因为他们自认为已经做得很好了。你认为我们已经吸取教训了吗？将来我们能不能做得更好？

埃森格林：我在书里说：“成功是失败之母。”我们成功防止了像 20 世纪 30 年代那样的银行和金融体系的全盘崩溃，但这给了银行重整旗鼓的时间来说，使得进行深远金融改革的压力反而减少了。比起 20 世纪 30 年代，我们只进行了非常温和、有限的改革。

我们能做得更好吗？争取金融改革、争取强化金融市场和减少危机风险的措施的努力还在进行中。美联储和证券交易委员会还在继续颁布新规定，其中一些比银行和其他观望者所预期的还要严格。也就是说，一些官员仍然在尝试。其他的声音，包括一些在国会的声音，却想连 2010 年《多德－弗兰克法案》里那些温和的改革都撤销。所以，战斗仍在继续。我这本书是一股温和的力量，对那些正在进行中的改革表示支持。

何帆：经济学家开始意识到历史的重要性。身为经济学家兼经济史学家，你怎么看待历史在经济研究中的作用？你对年轻一代的学生有什么建议？

埃森格林：我坚信植根于历史和了解历史的经济学是更好的经济学。有些人认为，经济学家可以像工程师一样对待经济分析和经济政策，这种看法是幼稚的。经济学是一个社会问题，需要从历史的角度来看待。所以，每次我在中国所开设的短期课程，主题都是经济史。每次我都强调：中国的大学需要更多经济史学家。

何帆：房地产泡沫在 20 世纪 20 年代的佛罗里达州是一个大问题，现在已经成为全球性问题。对央行行长和金融监管机构来说，如何应对房地产泡沫一直是令人头痛的问题。对房地产市场的监控和监管，你有什么建议吗？

埃森格林：我认为审慎的做法是，研究和实施直接针对房地产市场的宏观审慎政策。房地产市场对信贷条件的变化异常敏感，这意味着可以调整购房者的贷款 - 收入比和贷款 - 房价比。越来越多的国家在实践这一点。不幸的是，这种做法在政治上过于敏感，不可能在美国实施。

何帆：20 世纪二三十年代，国家之间缺乏协调以及相互依存的紧密关系使经济形势恶化，导致大萧条，令每个人的生活都更痛苦。我们现在有信心能够避免以邻为壑的政策吗？如何加强主要经济体之间的协调与合作？

埃森格林：在没有一个组织和领导国际协调的国家这个层面上，我们处在和 20 世纪 30 年代一样的困境中。另一方面，如今决策者有更多机会聚在一起商讨对策，例如在 IMF（国际货币基金组织）、G20（20 国集团）、达沃斯论坛等场合。问题在于，讨论之后必须要协调行动。说比做要容易得多。

何帆：中国曾经是一个自给自足的封闭经济体，如今已经成为国际经济舞台中心的主要参与者。全球化带来了贸易的好处，推动国内改革，增加其他福利，但它也使宏观经济政策的制定工作更加复杂。中国如何取得平衡？有没有一个对外开放的最佳水平？

埃森格林：我不会说这是“对外开放的最佳水平”。“速度”和“顺序”是两个相关的维度。过去中国在“速度”上做得很好，在“摸着石头过河”中进行渐进式的改革。但我的确担心，在推动人民币国际化和人民币加入 IMF 特别提款权上，中国进展得有点太快了。“顺序”指的是，在对外金融开放之前需要加强国内金融市场和金融机构的建设。我担心中国国内加强得太慢，外部开放得太快。

何帆：中国正在经历从传统的增长模式到一个更加平衡和可持续的模式的转换。如何在预防潜在风险的同时推动中国急需的结构性改革？你对中国的决策者有什么建议？

埃森格林：过去，中国的决策者先选择一个增长目标，例如 7%，然后试图弄清楚在经济增长不低于这个目标的前提下有多少空间进行结构性改革。这是在往后退。增长目标应该是政策讨论的结果，而不是起点。中国的决策者应该先决定需要哪些结构性改革来实现经济的可持续增长和避免金融危机，然后再确定一个与改革相符的经济增长率。

何帆：你对未来几年全球经济有什么看法？有哪些风险、哪些潜力？我们需要密切关注的最重要的变化是什么？

埃森格林：2008 年之前的几年里，全球经济经历了 20 世纪 70 年代以来最快的增长。我认为我们现在处在全球经济低增长的环境下，而且由于全球贸易放缓、人口增长和其他因素的不利条件，我们将持续面临低增长。这意味着新兴市场不能够依赖出口的快速增长来获得高增长，厂商无法在商品价格走强的基础上快速增长。艰难才刚刚开始。

何帆：你对人民币国际化做过比较深入的研究。美联储加息之后，人民币贬值，资本从新兴市场出逃，你认为这会增加人民币国际化的风险吗？人民币将来在国际金融体系中的作用是什么？

埃森格林：中国是世界上最大的经济体，人民币最终应该像美元一样发挥巨大的国际作用。但这里的关键词是“最终”。人民币要在国际商业中成为有吸引力的货币，特别是要吸引开展跨国业务的私人 and 官方投资者，那么以人民币计价的资产必须有稳定性和流动性。有深度、流动性强、稳定的金融市场不是一天建成的，需要很多年甚至几十年的发展。致力于人民币国际化的决策者任重道远，他们必须要有长远的眼光，认识到需要时间才能浇灌出成果。

前言

这是一部探讨金融危机的作品，讲述了引发金融危机的事件。本书将解释政府和市场为何会采取不同的应对金融危机之策，还会阐述这些政策的后果。

我们主要讨论 1929~1933 年的大萧条和 2008~2009 年的大衰退，这是我们目前遇到的最严重的两次金融危机。尤其是在政界，很多人都注意到这两段时期有相似之处。很多评论家注意到了大萧条的教训对 2008~2009 年的应对政策有着重要的影响。本轮危机与 20 世纪 30 年代的那场危机是如此相像，以至在处理本次危机的时候，人们自然会想到以史为鉴。关键决策者，从时任美联储主席本·伯南克到奥巴马总统的经济顾问委员会前主任克里斯蒂娜·罗默，都恰好在其早期的学术生涯里研究过大萧条，因此那一年代的历史经验在这次金融危机的应对过程中格外得到重视。

由于决策者们吸取了大萧条的教训，他们避免了最糟糕的结果。雷曼兄弟倒闭之后，国际金融体系已经处于崩溃的边缘，决策者们意识到，不能再让更多具有系统重要性的金融机构倒掉，而且他们坚定地信守了这一承诺。他们抵制了以邻为壑政策的诱惑，正是这一政策导致了 20 世纪 30 年代国际贸易体系的瘫痪。各国政府开始加大公共支出，降低税收。央行将潮水般的流动性源源不断地注入金融市场，并前所未有的地团结在一起，互相提供贷款。

这些措施充分说明，决策者没有重蹈前辈的覆辙。20 世纪 30 年代，政府没有抵挡住贸易保护主义的诱惑。受到过时的经济教条的误导，当时的政府在最不应该削减公共支出的时候削减公共支出；在最需要刺激性支出政策的时候，却忙于重建财政平衡。无论是时任美国总统赫伯特·胡佛，还是时任德国总理海因里希·布吕宁，犯的都是同样的错误。他们使得局势更加恶化，甚至无法重建公众对公共财政的信心。

当时的央行家们都是真实票据理论的奴仆。他们的信条是，央行只应该提供与经济活动所需相匹配的信贷量。当经济活动处于扩张期时，央行需要提供更多的信贷；

当经济活动萎缩，央行需要减少信贷的供给。这导致繁荣时期出现过热，衰退时期出现危机。央行家们忽视了维护金融稳定的责任，也没有作为最终贷款人及时干预。结果是汹涌而来的银行倒闭潮；企业缺乏信贷支持，嗷嗷待哺；价格体系崩溃，因而债务变得无法控制。米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨在他们影响深远的《美国货币史》一书中，将这一灾难性的后果归咎于央行。两位作者认为，关于 20 世纪 30 年代的灾难，与其他任何因素相比，无能的央行政策罪责最大。

在 2008 年金融危机时期，有鉴于上一次危机的教训，决策者们发誓要做得更好。如果说他们的前任的失误在于没能降低利率、向金融市场注入充足的流动性，使得市场陷入通缩和萧条，那么这一次，决策者们将改为实施宽松的货币、金融政策；如果说前任们的失误还在于没能制止银行间的恐慌而使得危机突然爆发，那么这一次，决策者们将更加果断地处理银行问题；如果说平衡预算的做法加剧了 20 世纪 30 年代的不景气，那么这一次，决策者们将实施刺激性的财政政策；如果说在 20 世纪 30 年代，国际合作机制的坍塌加剧了危机，那么这一次，决策者们将利用私人关系以及多边机构来保证各国之间的政策协调。

这一次的政策应对和 20 世纪 30 年代的措施截然不同。2010 年，美国的失业率在最高时达到 10%。虽然这个数字非常令人不安，但其远低于大萧条时期的 25% 的失业率。这一次，倒闭的银行数以百计，而非数以千计。金融市场的紊乱依然存在，但毕竟成功地避免了 30 年代那种彻底的崩盘。

这些状况并非美国独有。每个不幸的国家都有自己的不幸，自 2008 年以来，每个国家的不幸程度也在不断变化。但是，除了一些多灾多难的欧洲国家，各国经济不幸的程度并未达到 20 世纪 30 年代的水平。由于应对政策更为得当，产出下降、失业高升、社会紊乱和民众痛苦的程度都较上一次大危机时期的更低。

或者说，人们觉得事实如此。

遗憾的是，这一乐观叙述显得太过天真。经济学家们很难回答，为什么他们都没有成功地预测出这次金融危机。女王伊丽莎白二世在 2008 年访问伦敦政治经济学院时，向在场的专家们提了一个问题：“为什么没有一个人预见到危机？”6 个月以后，一些知名经济学家给女王回信，为他们“集体性的缺乏想象力”道歉。

然而，两次危机的相似之处极多。20 世纪 20 年代，美国的佛罗里达州以及东北

部、东中部地区出现了房地产泡沫，21 世纪初美国、爱尔兰、西班牙等国的楼市泡沫与之如出一辙。股票市值都出现了飞速上升，这反映了人们对时髦的信息技术公司未来盈利能力的极度乐观的预期：80 年前有美国广播唱片公司，80 年后则有苹果和谷歌。信贷刺激导致房地产市场出现爆炸性增长，资产市场一片繁荣。银行和金融体系的一系列行为，即使客气地讲，亦是非常可疑的。1925 年以后的金本位和 1999 年以后的欧元体系都放大和传播了负面冲击。

最重要的是，两次危机之前都有一种天真的思潮，认为经济政策已经驯服了经济周期。在 20 世纪 20 年代，据说世界已经进入经济稳定的“新时代”，这得益于美国联邦储备体系的建立，而其他国家也建立了独立的央行。与此相似的是，在大衰退来临之前的时期被认为是大稳健，央行改进了货币政策，可以预先熨平经济周期波动。由于人们相信经济活动不会再有剧烈波动，商业银行有更大的胆量增加杠杆，投资者也敢于承担更多的风险。

人们或许以为，任何人只要对大萧条稍有所了解，就能发现这些相似之处及其启示。的确，我们听到了一些预警，但我们听到的预警太少，也太不精确。耶鲁大学的罗伯特·席勒教授研究过 20 世纪 20 年代的房地产市场，他在本轮危机爆发之前就指出，当时的楼市从各个方面来看都已经是完全暴露的泡沫。但即使是席勒也没有预料到房地产市场崩溃后的灾难性后果。努里埃尔·鲁比尼在哈佛大学读研究生的时候，至少上过一门关于大萧条历史的课程。鲁比尼指出，美国的经常账户赤字不断扩大，美元债务不断累积，这蕴含着极大的风险。但是鲁比尼预言的是美元危机，实际上发生的金融危机并非是他所预测的那种。

值得一提的是，研究大萧条历史和萧条经济学的专家们也没有表现得更好。经济领域的同人们面对即将到来的危机集体沉默。经济学家给我们带来了大稳健的福音。决策者们志得意满，盲目地相信市场会自我强化，面对即将到来的风暴，他们没有做任何准备。

希望经济学家们能够预测金融危机可能要求过高。危机不仅来自信贷膨胀、资产泡沫，以及认为金融市场参与者已经学会安全地管理风险的错误信念，也来自一些无法预测的偶然性因素。没人能预料到 1931 年德国银行组成的财团对达姆施塔特国民银行的救助以失败告终，也没有人能够预测，在 2008 年的一个关键时刻，英国金融

服务管理局拒绝了巴克莱银行收购雷曼兄弟的申请。“一战”的爆发源于一系列极其诡异而草率的决定，当事人在做出这些决策的时候并未考虑到会引起什么深远的影响，但这些决定最终触发了一场世界大战，金融危机的爆发也是如此。金融危机的爆发不仅来自系统性因素，也受人为因素的影响。20世纪20年代的罗杰斯·考德威尔被称为“南方的约翰·P. 摩根”，他野心勃勃却优柔寡断；亚当·阿普尔加思是一位花哨又极度自信的年轻银行家，他将一家低调的英国抵押贷款银行——北岩银行——带上了不可持续的扩张路径。他们的决策不仅葬送了自家企业，也动摇了整个金融系统的基石。与之类似，如果能力出众的纽约联邦储备银行行长本杰明·斯特朗没有在1928年去世，如果让-克洛德·特里谢没有因法德在1999年的博弈而成为欧洲央行行长，后续的货币政策操作可能截然不同。事实上，后来的情况可能会变得更好。

如果说我们的政策较上一次金融危机有很大进步，那么令人困扰的是，何以这次危机之后的对策未能有效地改善金融机构面临的困境，没有阻止失业率高攀，也没有支撑起强有力的复苏。2007年，美国的次贷市场崩盘，从当年12月起，美国开始陷入衰退。但即使在那个时候，仍然几乎没有人预料到金融体系所受到的伤害会有多大。经济学家没有预见到衰退对产出和就业的打击程度。大萧条首先且主要是一场银行业危机和金融危机，但关于那场危机的记忆并不足以帮助决策者们避免另一场银行业与金融危机。

或许正是因为人们相信，导致一场平凡的衰退演化为大萧条的主要原因是银行倒闭，才使得决策者错误地聚焦于商业银行，忽略了所谓的“影子银行”体系：对冲基金、货币市场基金以及商业票据发行机构。《巴塞尔协议》为跨国经营的金融机构制定资本金标准的时候，考虑的只是商业银行；¹ 监管机构也总是只关注商业银行。

而且，存款保险也仅局限于商业银行。20世纪30年代，个人储蓄者的挤兑行为冲击了银行体系，进而促成了联邦存款保险公司的成立，由此人们认为存款搬家不会再威胁到银行体系。很多人都看过电影《生活多美好》，大家都相信，现代银行家再也不会陷入男主角乔治·贝利的困境。但是，对于身价上百万美元甚至更多的大企业来说，上限为10万美元的存款保险不过是一种冰冷的安慰。存款保险对那些不依赖存款而是向其他银行大量借贷的银行来说，更是于事无补。

存款保险也无法为对冲基金、货币市场基金、特殊目的投资工具提供信心。如果

这些金融体系中的创新部门出现了类似 20 世纪 30 年代的恐慌，存款保险是无济于事的。由于决策者是以大萧条的历史为观察世界的框架，他们会忽视金融体系的深刻变化。以史为鉴，监管者会对一些真实的当前风险格外警惕，但他们也会因此忽视其他风险。

特别需要指出的是，片面吸取大萧条的历史教训，使得决策者轻视了雷曼兄弟倒闭的后果。雷曼兄弟不是商业银行，不吸收存款。因此，它的倒闭或许不会引发对其他银行的挤兑，就像 1933 年亨利·福特的守望者集团中的银行倒闭所引发的风潮。

但这恰恰误解了“影子银行”体系的本质。货币市场基金持有雷曼兄弟的短期票据。当雷曼兄弟倒闭之后，这些货币基金惨遭惊慌的股东挤兑。这又加速了大型投资者对货币基金的母投行的挤兑。最终，本就岌岌可危的证券化市场轰然倒塌。

亨利·保尔森领衔的财政部的官员会辩解称，他们手中无权，无法贷款给雷曼兄弟这样的濒临倒闭的机构，也没有一个使其平稳关闭的机制。任由其破产是唯一的选择。但其实雷曼兄弟带来的麻烦并非在意料之外。监管者在 6 个月之前曾经营救了贝尔斯登——另一个投行界“兄弟会”成员，从那时起，监管者就一直在关注雷曼兄弟。没能及时给财政部和美联储足够的授权去救助陷入困境的非银行金融机构，是本轮危机中最重大的政策失误。1932 年，以解决银行问题为成立宗旨的复兴金融公司，就没有向陷入困境的金融机构注入资本金的权力。这个限制直到 1933 年大萧条来袭，国会通过了《紧急银行法》才算解除。伯南克主席和其他人或许熟知这段历史，但即使如此，也仍然没有改变事情的走向。

决策者以为雷曼兄弟破产的后果可以承受。这种想法一半源自历史的教训，一半受到历史的误导，这种想法在一定程度上导致了上述的政策失误。这一政策失误也与官员们担心道德风险有关：更多的救助只会导致更多的冒险行为。² 由于救助了贝尔斯登，决策者们已经被指责纵容了道德风险。让雷曼兄弟破产则是回应指责的最好方式。用胡佛总统时期的财政部部长安德鲁·梅隆的话来说，清算主义意味着破产是必需的，是“将腐烂部分从系统中剔除”的必要方式。清算主义在 30 年代带来了灾难性的后果，因此在当时极其不受欢迎，但在现在这个微妙时刻，却多少会有些影响力。

最后，决策者们清楚地知道，任何赋予财政部和美联储额外权力的做法都会被国会拒绝，因为国会对救助政策已经感到厌倦。肯定会有一位对政府干预抱有敌意的共

和众议员站出来反对。最终，只有爆发一场全面的银行业与金融危机，就像 1933 年的大危机那样，才能让政治家们行动起来。

正是在雷曼兄弟破产之后，决策者们才意识到已经到了另一场大萧条的峭壁边缘。发达工业国的首脑们发表共同声明，声称不会再让具有系统重要性的金融机构倒闭。美国国会尽管不情愿，但也通过了 TARP（问题资产救助计划）来帮助银行和金融体系。一个接一个，各国政府采取了一系列措施，向处于困境中的金融机构提供资本金和流动性。大量的财政刺激项目陆续出台，央行也向金融市场注入了大量流动性。

然而，这些政策远未实现最终的胜利。危机后的美国暮气沉沉，任何措施都难以立竿见影。欧洲的表现甚至更差，不仅处于衰退，而且在 2010 年又经历了新一轮危机，更是雪上加霜。这显然不是那些声称已经以史为鉴的人所许诺的成功的稳定以及充满活力的复苏。

有些人辩称：从金融危机的低谷中复苏当然会比从普通的衰退中走出来要慢；³ 经济增长受到金融体系创伤的阻碍；银行急于修复资产负债表，对放贷行为会格外谨慎；家庭和公司积累了大量债务，为了降低债务水平，不得不削减消费。

但政府应该挺身而出。银行不愿借贷，政府可以；政府可以替代家庭和公司消费；政府还可以提供流动性而不用担心通货膨胀，因为经济尚处于低迷状态；政府还可以实行财政赤字而不用担心债务问题，因为在一个低迷的经济环境中盛行的是低利率。

政府可以一直这样做，直到家庭、银行、公司愿意重新开展商业活动。1933~1937 年，美国的实际 GDP（国内生产总值）以年均 8% 的速度增长，尽管政府的政策不过是差强人意。2010~2013 年，美国的年均 GDP 增长率仅有 2%。这并不是说 2009 年以后的增长率应该达到其 4 倍的水平。能实现多快的复苏，取决于之前跌倒的程度。但即便如此，美国和世界经济本应表现得更好。

没能做到的原因不难理解。自 2010 年起，美国 and 欧洲朝着紧缩向右急转。在《美国复苏与再投资法案》下，奥巴马政府的财政刺激政策在 2010 财年达到顶峰，然后就开始稳步下降。2011 年夏，奥巴马政府和国会一致同意削减 1.2 万亿美元的支出。⁴ 2013 年，针对最高收入者的布什减税计划到期；针对社会保障信托基金的雇员缴纳

部分的削减也停止了；自动减支——联邦政府要全面削减 8.5% 的支出——也停止了。这些等于拿掉了一大块的总需求和经济增长。

欧洲转向紧缩的力度甚至更加猛烈。希腊的支出已经失控，必要的紧缩当然势在必行。但是，在欧盟、欧洲央行、IMF 三重监管下的改革方案，无论在范围上还是深度上，都是前所未有的。方案要求希腊政府在 3 年之内，削减开支和增税的幅度达到其 GDP 的 11%。事实上，这一计划迫使希腊砍掉 10% 的政府支出。欧元区作为一个整体，在 2011 年轻度地减少预算赤字，2012 年则大幅削减预算赤字，全然不顾欧洲经济已经再次陷入萧条，而企业和居民的支出难以增长的事实。英国拥有独立的货币和自己的央行，这本可以给其带来更大的回旋余地，但英国也实施了野心勃勃的财政整顿计划，准备削减政府支出和增税的规模达到其 GDP 的 5%。

虽然各央行在本轮危机中采取了一系列非常规的政策应对，但一样急于回到正常的轨道。美联储实施了三轮 QE（量化宽松政策），即持续多月地购买国债和住房抵押贷款支持证券，却对是否继续犹豫不决，即便美国的通货膨胀率持续低于 2% 的目标，而且美国的经济增长一直让人失望。2013 年春、夏关于逐步退出 QE 的讨论使得利率大幅升高。这对于步履蹒跚、增长率勉强只有 2% 的经济体来说，并不是一剂良药。

如果说美联储是不愿意做得更多，那么欧洲央行则是急于做得更少。2010 年，欧洲央行贸然下结论，认为复苏可期，可以逐步退出其非常规政策。2011 年春、夏，欧洲央行更是两次升息。为什么欧洲不仅没能迎来复苏，反而陷入第二次衰退？答案不言而喻。

是什么教训，无论来自历史还是它处，导致了这次令人不解的政策转向？央行对通货膨胀的恐惧是根深蒂固的。德国在 1923 年爆发了超级通货膨胀，这使得德国比任何一个国家都害怕通货膨胀。鉴于德意志联邦银行在欧洲央行中的影响力，再加上身为欧洲央行行长的法国人让－克洛德·特里谢急于表现出他和德国人一样，是一个反通货膨胀斗士，德国人的恐惧最终变成了欧洲的政策。

美国在 20 世纪 20 年代没有经历超级通货膨胀，其他年代也不曾有过这一经验，但这并不能阻止紧张兮兮的评论员们警告说魏玛共和国的教训已近在眼前。人们忽视了 30 年代的教训，也就是当经济处于萧条状态，利率为零，生产能力过剩的时候，央行可以扩大其资产负债表而不用担心会引发通货膨胀。老练的央行家们——例如伯

南克主席和他在联邦公开市场委员会的一些同事——更了解，但他们无疑受到了反对意见的影响。反对声越是声嘶力竭，国会越大声地指责美联储使得货币贬值，美联储官员们也就越担心其独立性。这就使得美联储急于将资产负债表缩减到正常水平，即便经济没有出现任何回归常态的迹象。

非传统的货币政策将央行家们带到了一个他们从未涉足的新领域，如住房抵押贷款支持的证券市场。央行越远离其传统领地，批评的声音越激烈。美联储购买这些证券的时间持续到了2014年，不断有评论抱怨，美联储的政策正在催生新一轮房地产泡沫，并将爆发新一轮危机。低利率会鼓励更多的冒险行为，这种恐惧几乎成了反对者的部落图腾。这种杞人之忧与害怕道德危害而不去救助雷曼兄弟的观点如出一辙。

在欧洲央行，对道德风险的担忧集中在政治家而非市场。要是央行为刺激经济增长做得太多，就会减轻政府的压力，使得过分的行为继续存在，改革裹足不前，风险逐渐滋生。欧洲央行想坚壁清野、破釜沉舟，就把自己逼到了角落里。欧洲央行想成为财政整顿以及结构改革的推动者。因为想做改革的推动者，所以它把经济增长视为自己的敌人。

就财政政策而言，持续刺激的论证无法得到足够的支撑，因为财政刺激政策无法兑现所有的承诺。这或许是因为政治家们总是承诺太多，或许是因为经济承受的冲击比当时预料的更为严重。我们经常混淆当时的情况有多差，以及在没有这些政策的情况下，当时的情况原本会有多差；我们也经常混淆到底需要着眼于中期整顿财政，还是需要着眼于短期扩大需求；我们还经常混淆在赤字和债务规模不断扩大的国家，如希腊，所需要的财政整顿，以及在仍然有回旋余地的国家，如德国和美国，是否需要立即进行财政整顿。如此多的因素纷至沓来。它们来自四面八方，唯一的共同点是错误和失败。

人们或许从凯恩斯及其他受大萧条影响的学者那里学到了很多有关财政刺激的措施，但同样忘记了很多。凯恩斯主要用文字介绍自己的思想，而后来的经济学家们喜欢用数学来证明其观点。慢慢地，数学模型自成体系。后来的学院派陶醉于有代表性的、有前瞻性的理性人模型，部分原因是出于方便，部分原因是喜欢这一理论的优雅。在理性人模型中，所有人以最大化为目标，只要政府不出错，经济运行就不会出错。这种思维定式认为政府是造成危机以及复苏迟缓的根源。按照这些学者的观点，