

# MASTERS OF THE UNIVERSE SLAVES OF THE MARKET

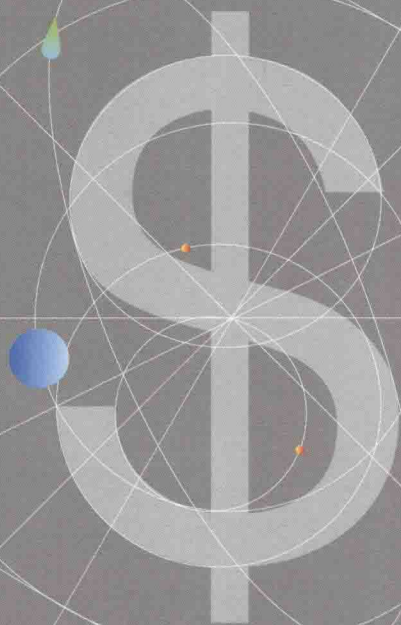
## 宇宙的主人，市场的奴隶

[美] 史蒂芬·贝尔 (Stephen Bell)

著

[英] 安德鲁·欣德摩尔 (Andrew Hindmoor)

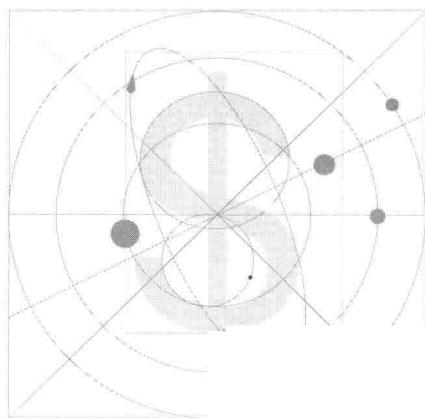
廖岷等译



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

# MASTERS OF THE UNIVERSE SLAVES OF THE MARKET

## 宇宙的主人，市场的奴隶



[美] 史蒂芬·贝尔 (Stephen Bell) 著  
[英] 安德鲁·欣德摩尔 (Andrew Hindmoor)

廖岷等译

图书在版编目 ( CIP ) 数据

宇宙的主人, 市场的奴隶 / ( 美 ) 贝尔, ( 英 ) 欣德  
摩尔著; 廖岷等译. —北京: 中信出版社, 2016.8

书名原文: Masters of the Universe, Slaves of  
the Market

ISBN 978-7-5086-6247-3

I. ① 宇… II. ① 贝… ② 欣… ③ 廖… III. ① 金融危  
机—研究—世界—2008—2009 IV. ① F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 ( 2016 ) 第 113588 号

Masters of the Universe, Slaves of the Market by Stephen Bell and Andrew Hindmoor

Copyright © 2015 by Stephen Bell and Andrew Hindmoor

Published by arrangement with Harvard University Press through Bardonia-Chinese Media Agency

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

宇宙的主人, 市场的奴隶

著 者: [ 美 ] 史蒂芬·贝尔 [ 英 ] 安德鲁·欣德摩尔

译 者: 廖 岷等

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: 北京画中画印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 24.5 字 数: 350 千字

版 次: 2016 年 8 月第 1 版

印 次: 2016 年 8 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2016-5374

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-6247-3

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

2008年，银行业和金融危机全面爆发，在纽约和伦敦，金融市场吞噬了众多英美与欧洲大型商业银行和投资银行，这场危机“可以说是金融资本主义历史上最严重的一场危机”。（Turner，2009b，第5页）当时，几乎没有银行家真正理解他们自己创造的新金融市场的规模、复杂度、脆弱性和巨大的“系统性风险”，以及金融市场引发大规模经济衰退的可能性。本书旨在清晰描述危机期间的事态发展及背后缘由，并提出防范危机重演的措施建议。

本书认为，要探寻本轮危机发生的根源，须先回答一个突出但却很少被问及的问题——为何英美两大核心经济体的金融和银行体系遭遇危机，而其他国家如澳大利亚和加拿大的银行体系却安然无恙？上述国别比较提供了关键线索：银行业发生危机与否，在很大程度上取决于各国银行业市场的本质。本书将通过翔实的比较分析，说明虽然银行体系呈现显著的全球化特征，但各国独特的市场环境仍然影响着单个银行的行为模式。我们

发现，竞争程度较高、传统信贷业务回报较低的银行业市场，普遍追求更具风险的交易型业务，从而更易发生金融危机。在英美两国高度竞争的银行业市场中，银行家承受着巨大压力，为获取额外利润，必须重构银行资产负债表，大量进行抵押贷款支持证券（MBS）的高杠杆交易。2007年，正是抵押贷款支持证券市场的崩塌引发了银行业危机。英美两国的银行家承受着重压，但澳大利亚和加拿大同行们受到的同类压力却相对较小。因此，各国银行业市场状况的差异，成为解释此次危机起源的关键要素。

就银行业和信贷危机的规模而言，本书认为金融市场所谓的系统性风险中内嵌的结构化力量是核心的影响因素。在英美两国，系统性风险体现在过高的杠杆率，或大型银行和批发融资市场之间的债务关系上。当抵押贷款支持证券价格暴跌时，银行家和信贷市场开始猜测哪些银行将遭受怎样的损失。由此引发了市场恐慌，并导致信贷市场骤然紧缩。这就是为何此次危机规模如此之大的直接原因。

此次金融危机爆发于2007年，次年即2008年达到高潮。不同于20世纪30年代的大萧条，此次危机并非源于实体经济的崩溃。整体而言，此次危机也并非旧式的银行业危机，并不是由于银行在公共部门贷款业务中放松信贷标准，做出错误放贷决策而引发的危机。的确，有部分银行被公共部门信贷和房地产信贷的糟糕决策所累，如英国哈里法克斯银行（HBOS）和美国美联银行（Wachovia）就是两个典型案例。然而，对于大多数银行而言，正如本书第三章所述，银行的贷款违约率都相对较低。例如，英国劳埃德银行（Lloyds）和巴克莱银行（Barclays）的贷款减值率（loan impairment rate）仅为2.5%和2.7%。在美国，美国银行（Bank of America）记为减值的贷款仅占0.6%；花旗集团（Citigroup）和摩根大通银行（JP Morgan Chase）的减值贷款分别为0.25%和0.15%。<sup>①</sup>

此次金融危机的起源可以追溯到美国次级抵押贷款支持证券市场的损失。然而，上述损失若与金融体系整体规模相比，相对较小，尚不足以导致此次

---

① 本书关于银行资产负债表的相关数据均源自 OSIRIS 数据库，另有说明的除外。

危机的规模和严重程度。事实上，银行资产负债表内所持资产的普遍贬值，以及银行所依赖的批发融资市场的枯竭，才是决定危机广度与深度的关键因素。而这在很大程度上，是由市场对最初的次级抵押贷款支持证券损失的过度反应和恐慌造成的，是对危机蔓延下哪些银行会有哪些损失的不确定性造成的。其核心问题在于金融结构的脆弱本质以及由此产生的系统性风险。

对此次危机的解读，大致可归为两类。一类为揭露贪婪莽撞的银行家、金融家形象，另一类则是对危机各种可能成因的罗列：从低利率助推房地产和金融资产泡沫到疲弱的金融监管，到美国次级房地产市场的崩塌，再到基于次级房地产抵押贷款的各类复杂金融工具的随之坍塌。第一类分析大多出于新闻记者或银行从业者之手，详细描述银行内部发生了什么，但却未能将银行置于更宏大的背景中考察（W. Cohan, 2009, 2011; Sorkin, 2009）。第二类分析的作者通常为经济学家，但这种“清单”式分析一是难以确定核心的决定因素，二是未能阐明各种因素的相互作用与共同作用（Davies, 2010; Stiglitz, 2010; Blinder, 2013）。

本书则采取了不同的研究路径，并得以在关于危机成因的冗长清单中辨析出危机起源和规模的核心驱动因素。的确，上文提及的危机成因是故事的一部分，但它们绝不是真正决定银行和银行家行为的根本要素。例如，监管在危机前主要关注单个银行的资本水平，缺乏系统性视角。同时，监管并未认真研究或质疑“交易商银行”（trader bank）的兴起、所谓影子银行体系的增长以及核心市场中交易和杠杆率的累积。在某种程度上，监管助长了这些趋势，因此是“放任式监管”。监管与市场互动，但并不能从根本上决定银行家的行为方向，特别是在银行家对交易业务和庞大杠杆结构的追逐方面。事实上，在美国和英国，有权势的银行家的影响力之大，足以推动监管向其所要求的方向发展。本书将区分根本性驱动因素（如市场结构）和放任监管方面的因素。本书对此次危机的制度和结构分析主要集中于自由化和“金融化”的影响，尤其是激烈的市场竞争、有吸引力的新交易机会、核心市场中系统性复杂度和系统性风险的累积。在对澳大利亚和加拿大的研究中，我们将阐述这些因素的缺席或式微如何造就了大相径庭的结果。

因此，我们认为，制度性背景和更宏大的结构性背景强烈影响着行为和结果，此次经济和金融危机正是银行家与制度和结构背景互动所致的银行业危机。自 20 世纪 70 年代，全球金融核心国英国和美国的银行家和政府领导人主导了金融市场的自由化进程。在当代资本主义和金融界，这是一个重大的制度变革，极大地拓展了市场领地、市场力量和市场竞争力。在某种程度上，自由化是对“二战”后金融强监管的反应：“二战”后国际金融领域布雷顿森林体系下的资本管制和固定汇率制度，以及各国国内的利率和信贷管制等因素都限制了银行业和金融业的发展。这些强化的监管制度的出台，是源于对 20 世纪 30 年代金融和银行业大危机的回应，也是战后稳定金融体系的举措之一。20 世纪 70 年代以降的金融自由化打碎了这些桎梏，造就了今天所谓的金融化，即以金融业庞大且不断增长的规模为特征的资本主义结构变革。

银行业市场内含的动机和压力是本书的核心内容。在遭受危机冲击的国家，对于愿意在不断扩张的金融市场中承担风险的市场主体，基于薪酬体系的市场激励机制向他们提供了高额奖赏。市场竞争压力，以及被竞争者抛在身后的担忧与市场惩罚，都驱使许多银行承担了超乎寻常的风险，特别是与 21 世纪头 10 年资产证券化盛宴中的新金融工具相关的风险。之前的非流动性资产，如住房抵押贷款或其他形式的债务，都被重新包装为复杂的可交易证券，如抵押债务凭证（CDO）和抵押贷款凭证（CLO）。全行业都在包装和交易此类证券，正如前文所述，正是此类证券价格的暴跌引发了 2007 年和 2008 年的危机。同时，银行债务或者说杠杆（银行债务资本比）的大幅累积也推高了此类交易。银行为实现交易和资产组合的迅速扩张，借入了越来越多的资金，这也就意味着银行对短期批发融资市场的敞口大幅上升。相互关联的银行和金融市场中金融交易和杠杆水平的攀升放大了系统性风险，这也是金融市场的一个结构性特征，使整个系统更为脆弱，更易出现连锁反应、恐慌和金融崩溃（Haldane and May, 2011）。

尽管银行家们在各自机构内（以及在与政府的关系中）享有权威，但事实上却受到诸多制约，在许多情况下几乎看似成为这些更宏大的制度和结构压力下的“奴役”。在英美两国，自由化帮助银行家和金融家摆脱了早期监管

的束缚，却使其身陷高度竞争化的强大市场压力之下，迫使其参与高风险的银行业务，从而导致了系统性风险的累积，并最终造成整个体系的坍塌。然而，并非所有英美银行家都屈服于这些压力。正如后文章节所述，资深银行家的观念对于其如何解读形势并采取行动同样起到了关键作用。对市场发展持乐观态度且真正信仰金融繁荣的银行家们是受“奴役”最深的群体。他们对自身面对的市场和制度压力鲜有质疑，相反，他们从众加入了羊群，随波逐流。

此外，还有一个事实同样重要，即自由化并未导致政府从金融市场撤离。去监管（deregulation）为银行创造了机会，得以实现资产负债表的再造，但政府仍持续支持金融行业的增长。在美国，对金融业的支持方式为存款保护制度和显性担保，在英国则通过隐性担保的方式实现，即在必要的情况下，“大而不倒”（too big to fail）的银行在危机中将获得政府救助。这一形式的政府支持蕴含道德风险，即鼓励市场参与者承担过多的风险。而且，其他金融监管，特别是资本监管的设计，进一步刺激了影子银行部门（包括非银行金融实体和金融资产的证券化）的增长。因而，本书的核心论点是，在相互关联的华尔街和伦敦两大核心金融市场，银行家（以及提供支持的政府精英）创造了市场制度和金融结构，同时却又被其征服。

我们借助政治科学方法论，研究制度和结构背景下的银行家行为模式。我们援引制度主义理论，特别是历史制度主义，分析银行家如何塑造银行和其所处的更宏大的制度和结构背景，以及银行家又是如何被后者所塑造。行为人和行为人所处的环境是相互塑造的。这一核心洞见将有助于我们解释银行业行为模式和行为结果。长期以来，对此类“能动性—结构”（agency-structure）<sup>①</sup> 间互动的研究是政治科学分析的一个重要组成部分。从这个角度出发，对于包括银行在内的制度安排，最佳解读便是制度协调着行为人与更宏大背景之间的关系。行为人的观念也是重要的媒介，影响着行为人如何看

---

① 能动性（agency）和结构（structure）是一对描述人类行为的概念和理论范畴，“能动性—结构”的关系问题是西方政治分析的核心之一。结构一般指独立于行为人并能影响或制约行为人的各种外部环境因素，能动性一般指个体所拥有的独立自主选择和展开行动的能力。——译者注

待世界并在其中采取何种行动。而且，如施特雷克（Streeck，2009）所述，在进行制度分析，特别是政治经济学领域的制度分析时，我们需要将其置于更宏大的系统或结构变革背景中，尤其是近几十年来资本主义的重大转变，如金融化。本书的研究路径相比于当前主流的比较政治经济学研究路径更具现实性和全面性。当前主流路径为资本主义类型论（Hall and Soskice，2001）的研究方法，其中企业作为理性行为人追求效率，影响企业行为的是一套相对有限的制度参数。

制度理论的大多数流派均认为，制度对行为人有着强烈的影响和制约。然而，资深银行家在其各自的机构中曾（且将继续）享有权威，这在英美核心市场中尤为明显。在20世纪90年代和21世纪头10年，这些被戏称为“宇宙的主人”的华尔街大佬们重塑了各自所在的金融机构，带来了银行业和金融业的革命。“宇宙的主人”一词因汤姆·沃尔夫（Tom Wolfe）《虚荣的篝火》（*The Bonfire of the Vanities*）一书中对一位华尔街大佬的描述而广为流传。在这20年间，出现了一类新型的“交易商银行”（Erturk and Solari，2007），不以对企业和购房者的传统信贷为特征，相反，其特征为资产证券化和大规模的金融交易，背后的支撑则是高杠杆的批发融资和资产负债表的大幅扩张。正是由于这些金融活动，2004—2007年间，全球十大银行的资产负债表规模翻番，英国银行业的资产负债表达到英国GDP的5倍（Acharya，Cooley，et al，2009，第286页）。本书第三章通过对资产负债表的详细分析，表明英美大型银行在资产负债表再造的方式和程度上存在差异。在英国，苏格兰皇家银行（RBS）和巴克莱银行的投资银行业务大幅扩张。哈里法克斯银行并未大量参与金融交易，却过度开展了住房抵押贷款和商业地产贷款业务。摩根大通进入了资产证券化市场，但很快伤退离场。花旗集团、美林（Merrill Lynch）、贝尔斯登（Bear Stearns）、雷曼兄弟（Lehman Brothers）则更为激进。例如，在2006年1月到2007年8月间，花旗集团发行了180亿美元的抵押债务凭证，而且这些抵押债务凭证并非发售给第三方投资者，而是保留在银行自身的资产负债表上（FCIC，2011，第196页）。到2007年12月，花旗集团的“次级相关直接敞口”（sub-prime related direct exposures）已达370亿美元，

“高杠杆贷款和融资承诺”（highly leveraged loans and financing commitments）达 430 亿美元，次优级（Alt-A）住房抵押贷款证券达 220 亿美元（Citigroup, 2008, 第 10 页），表外担保达到 1140 亿美元。尽管单个银行的资产负债表细节各有不同，但英美大型银行似乎都集体选择了同样的策略，即创新性地推出各种高营利性的金融产品，新的风险控制方法，并开启了全球经济的“铂金时代”（platinum age）。

银行家以及与其合作的政府精英建立了崭新的自由化金融体系，这一情况在英美尤为显著。大多数银行家和金融家乐观地相信其所创造的新市场和新产品的安全性，这种乐观的信仰以及市场所给予的丰厚现实回报都成为其行为的动因。自由化和金融化还产生了重要的政治溢出效应。它们推动形成了新的权力结构，蛊惑了大多数政客和监管者，使其相信金融业增长是创新、税收、就业和国威的宝贵源泉。政府因而提供补贴，降低大型银行的信贷成本，降低官方利率，采取放任的金融监管方式。

然而，危机不期而至。本书对危机过程的描述仅限于第一章和第二章，其中重点分析的是行为人如何身陷自己所创造的金融结构中。危机始于 2007 年美国房地产泡沫破裂，以及与此相关的次级住房抵押贷款证券化市场的损失。崩塌的市场导致有相关敞口的银行的资产负债表上的损失。值得关注的是，虽然确认的损失金额有限，却足以引发危机。原因在于，金融繁荣中发展起来的银行体系非常脆弱，难以应对连锁反应和市场恐慌助推的系统性风险。事实证明了抵押贷款支持证券交易的高风险性，其所交易证券的复杂性和不透明性是风险背后的部分原因。由于高额的不透明债务，以及全球银行间的交易关联性，导致度量对手风险非常困难。面对资产价格下滑，究竟哪些机构持有哪些资产，谁又将承受多大损失，这些都无法确定。在此情境下的市场情绪非常重要。随着危机升级，恐惧以及随之而来的恐慌吞噬了整个体系。银行和其他金融机构停止相互间借贷，同业信贷市场不复存在。这一窘境很快发展成为普遍意义上的流动性危机，摧毁银行并冲击整体经济。高杠杆、不透明性、金融机构间复杂的相互依赖性，以及对短期批发融资市场的依赖，都导致了系统性风险，而正是系统性风险的累积直接导致了北岩银行（Northern

Rock)、贝尔斯登、雷曼兄弟、哈里法克斯以及苏格兰皇家银行的崩溃。

在此次危机前的几十年间，银行家和金融家创造了银行业脆弱的资产负债结构。在经典的“能动性—结构”双向互动中，正是系统性风险的结构将最终成为毁灭的缘由。“宇宙的主人”无意间早已定下了自己的命运。危机前，银行家们似乎可以掌控一切。然而事实上，他们却身处自己创造的高度脆弱的结构之中。自由化赋予“宇宙的主人”无穷的力量，但也将其置于未能完全理解也无法掌控的制度和结构中无法自拔。银行家已被征服，他们看上去几乎成为其参与创造的市场的奴隶。这一故事类似于科学家弗兰肯斯坦（Frankenstein）<sup>①</sup> 创造了科学怪兽，但最终被怪兽杀死。

我们知道，银行业市场的本质以及大型银行间的激烈竞争是此次危机的重要原因，因为不同类型的市场环境塑造了不同国家间银行业的不同行为模式。2007—2008年的崩盘经常被描述为“全球”金融危机。然而，不同国家的结果差异很大，这一点在之前关于此次危机的描述中经常被忽略（尽管J. Friedman, 2009, 第152—155页也提及这一点）。例如，澳大利亚和加拿大的各银行大都未参与基于美国次级住房抵押贷款的证券交易，而正是后者引发了此次危机。同样，这一点也适用于日本、以色列、法国和西班牙的银行（Howarth, 2012; Royo, 2012）。这些国家如此多的银行家之所以表现出不同的行为模式，主要原因在于这些银行在不同类型的市场中运营，特别是在竞争压力的水平和获利机会的本质等方面存在巨大差异。第四章和第八章将重点关注加拿大和澳大利亚，加澳两国银行能够通过传统信贷获取高额利润，不像英美银行必须面对转型为交易商银行的压力。因而，它们避免了核心英美市场中大多数银行家的命运。

尽管本书强调制度和结构对行为人的影响，但我们的陈述并非绝对。如前文所述，尽管制度和结构施加了强大的压力，但在英美两国国内仍然存在银行业差异，尽管差异水平不大但仍很显著。行为人的观念以及企业文化，

---

<sup>①</sup> 弗兰肯斯坦出自玛丽·雪莱的科幻小说，科学家弗兰肯斯坦创造了科学怪兽，但最终怪兽却杀死了科学家本人。——译者注

都是重要的决定因素。不同的行为人和银行文化会导致对相同语境的不同解读，从而可能导致至少某种程度上的行为差异。本书第一章将介绍行为金融学理论已取得的一些发现，尽管如此，但并非核心市场中所有银行家都呈现非理性的激进，也并非所有人都盲目从众。因此，即使在类似的制度环境下，不同行为人持续表现出独特且差异化的行为和思维方式，这也是本书的重要内容，它反映了行为人的观念差异，以及微观制度能力的差异。如第七章所示，核心市场中的不少银行也基本上避过了此次危机。英国汇丰银行（HS-BC）、劳埃德银行（在其接管哈里法克斯银行之前），美国摩根大通银行、富国银行（Wells Fargo）以及高盛（Goldman Sachs）在此次危机中都未受到重大冲击。这些银行并未因其对手的狂欢而动摇，对于直接竞争对手突出的成功战略，它们或抵挡住了追随对手战略的巨大市场压力，或如高盛虽累积了巨额风险敞口，却成功实施了对冲。本书将讨论这些银行是如何做到这一点的，以及背后的原因，我们将强调一个事实，即有时部分行为人能够抵抗或回避更大范围的压力。

本书还有两大特征。第一，在前两章列出在更大范围内影响银行家的制度和结构压力之后，本书对美国和英国的银行家进行了更为详细的分析。第三章详细分析了英美大型银行的资产负债表，特别关注其交易和杠杆敞口。在这方面，本书大量援引金融机构的年报、财务报表，以及关于公司经营表现的标准化数据。在关于美国的第五章和关于英国的第六章，我们通过访谈以及关于银行家所想所为的其他微观层面描述，深入到这些银行中。尽管本书强调制度和结构对银行家的压力与制约，但同样有必要探究银行家自身是如何解读、塑造以及应对这些压力的。只有通过重构关于能动性 and 银行家所处环境的描述，我们才能真正解释银行家的行为模式。通过上述研究方法，我们得以理解为什么贝尔斯登、花旗集团或苏格兰皇家银行的银行家们对形势有如此严重的误读，最终未能抵挡住系统性压力和系统崩塌。同样，我们得以理解为什么摩根大通、富国银行的银行家们对形势有着不同解读，避免了最差的过量交易，避过了危机；为什么加拿大和澳大利亚的银行家并未再造资产负债表，也没有将他们的银行转变为交易商银行，尽管有许多压力诉

求使他们有可能做出那样的选择。为了重构银行家的思维方式和战略，揭示其如何塑造银行家所处的环境又如何被环境所影响，本书援引了关于银行家所思所为的内部人陈述。其中包括英美两国关于危机质询的证词，以及笔者在 2012 年和 2013 年与银行家、监管者和其他知情观察家的访谈实录。

特征之二，本书将对危机的成因分析与对当前改革措施的评估直接联系起来。此次危机的两大核心驱动因素为高杠杆背景下的高风险证券交易，以及累积的系统性风险。因此，需要通过重大改革来应对交易和系统性风险两大问题。然而，本书认为这两大领域的改革尚无成效。相反，银行游说以及缄默的政府仅仅小幅提升了银行资本要求，试图让商业银行不得从事过量的交易银行业务。改革或不够深入，或不足以解决造成危机的深层次原因。而且，美国和英国政府似乎仍钟情于大型的、复杂的金融部门。两国政府仍坚信高度竞争化的银行业市场在本质上是难能可贵的，而没有意识到竞争性的市场压力是此次危机的结构性根源之一。阻碍改革的深层次问题在于，在英美两国以及更大范围内，银行家和金融利益仍具有很大权势。这不仅源于其著名的游说能力，还源于自由化和金融化所创造的基本结构。金融在核心经济体中的核心地位导致了政府对金融的高度依赖，特别是已将其作为就业、税收、信贷以及竞选捐款的来源。英国财政大臣乔治·奥斯本（George Osborne, 2010）将英国的这一现象精炼为“英国困局”（British Dilemma）：需要“保持国家整体经济的稳定与繁荣”，同时还需要保护伦敦作为“提供百万计就业岗位的全球金融中心”的地位。大西洋两岸的英美政府精英仍然信仰“大金融”（big finance）。本书认为，尽管发生了此次危机，危机后也推出了诸多改革措施，但金融和政府间潜在的错综复杂的关联关系仍将继续，从而阻碍更根本的改革措施的出台。

## 章节梗概

第一章为理论工具箱的解压包，重点介绍本书将用来解释美英加澳四国银行家行为的理论工具。在能动性层面，我们将阐述行为金融学的研究发现

如何帮助我们理解行为病理，如市场过激行为、银行家的从众行为。然而，我们需将行为人置于更宏大的背景之下。本书将沿用历史制度主义的研究路径，因为我们相信，要理解核心行为人（银行家）与其所处的制度和更宏大的结构背景间相互塑造的互动关系，这会是最佳的研究方式。我们重点关注银行家群体，强调其经营所处的环境如何在一定程度上塑造了他们的信仰、偏好和行为、制度自主性，及其可获得的资源和机会。

第二章将更详细地阐述在 20 世纪 90 年代和 21 世纪头 10 年的金融核心地带，即美国和英国，银行家如何实施了银行业革命，这一革命又如何导致银行资产负债表、证券化、金融交易、杠杆率以及批发融资的大幅扩张。本章将解释新金融工程和金融创新的复杂性，正是新金融工程和创新导致了金融交易的爆炸式增长，方式则是通过证券化或推出金融工具和衍生品，如抵押贷款凭证。其中，我们也追踪了这一流程如何获得融资支持，以及银行如何通过大幅加杠杆实现资产负债表规模的激增。在第二章的后半部分，我们对 2007—2008 年金融危机的形成与演化进行了描述——美国次级市场的走低如何引发了银行体系更大规模的危机：首先是由于抵押贷款支持证券和其他交易类资产价格崩盘导致资产负债表内的损失；其次是由于在日益不透明、复杂和脆弱的市场中，杠杆和批发融资的增加所引发的系统性风险。

第三章和第四章是对本书所研究的四个国家各银行的分析。通过对银行资产负债表的详细分析，阐述了英国和美国（第三章）、澳大利亚和加拿大（第四章）的大型银行在危机前若干年的行为表现。这两章不仅描述了上述国家大型银行在危机前的真实行为，还揭示了银行行为在国与国之间以及一国内部的差异性。

第五章和第六章分别审视了英美两国银行家和监管者在此次危机前的思维方式和行为模式。制度激励和激烈竞争鼓励许多银行增加杠杆，扩大交易，增加了对批发融资的依赖，从而导致了极端脆弱的银行体系的增长，其特征为系统性风险的高度存在。银行家和监管者是否意识到这些风险？本书认为，在多数情况下，答案是否定的。根据大多数银行家的普遍观念，他们不会去质疑实为其行为驱动力的制度性压力和激励。银行高管们坚信，银行内部风

险管理技术能精确计算风险；证券化已实现风险分散；信贷违约掉期等衍生品的运用能有效为风险加上保险；经济持续增长将创造更多的获利机会。信用评级机构、董事会、监管者和政客们对风险的乐观评判也进一步打消了银行高管的疑虑，因为前者很少表达对金融繁荣可持续性的担忧，他们甚至在很多场合积极鼓励承担更多风险。通过援引访谈材料和文件证据，这两章阐述了大多数银行家在此次危机前如何解读金融世界，说明了他们如何重构银行，如何在追逐自身战略中影响更宏大的制度安排，如金融监管和风险管理。通过这种方式，第五章和第六章构成了对前四章的补充和扩展，本书第三章和第四章是对体现单个银行经营表现的资产负债表的细节化分析，第一章和第二章提出了关于制度变化和系统性风险累积的更宏观和普遍的观点。

第七章主要解释前文提及的英美更为审慎的部分银行家如何能安然度过此次危机。本章回答的问题包括：为什么一些银行可以抵御转型为交易商银行的压力，为什么一些银行如高盛能够智取市场，在危机前即对其敞口进行了反向或对冲操作？鉴于银行在市场中承受的压力，这是一个关于能动性的故事，也是一个关于逆势而为的故事。它关乎银行高管们在危机前看待和理解世界的不同方式，也反映了各银行不同的经营战略，发掘独特市场的机会和能力。尽管存在制度和结构性压力，但更审慎银行的存在表明，有时行为能够抵御更宏大的外力，开辟出独特的战略。然而，仍存在一系列尚未被解答的问题，其中之一便是如果繁荣持续更长时间，这些审慎银行还能坚持多久。

第八章重点阐述加拿大和澳大利亚的主要银行如何同样避免了从众行为，背后的原因何在。本章认为，澳加两国政府对市场的监管，特别是在资本和杠杆率方面的监管更为严格，这也是两国银行相对保守的部分原因。此外，两国之前的银行危机也对银行业行为起到了惩戒效应。然而，市场力量强烈影响着银行行为。在澳加两国，市场竞争强度相对较弱，而且在充满活力的经济体中，通过传统银行业务和住房抵押贷款也能获得丰厚利润。这一方面减少了银行必须再造资产负债表的激励与压力，另一方面也为银行内部正视新交易战略内在风险的行为人增加了自主权。

最后一章即第九章主要讨论银行改革的问题。本章认为，银行改革需要关注驱动高风险交易的市场压力，以及银行体系内的杠杆率过高等问题。当前改革致力于提升银行资本基础，禁止商业银行参与高风险交易，但这只是一个开始，远未到位。需要采取更有效的行动来减少推动高风险交易和高杠杆的市场压力。加拿大和澳大利亚两国的案例展示了稳健的银行和金融模式，提供了如何建立更富韧性的银行体系的经验教训，特别是在市场结构如何激励银行业采取更为保守和稳健的战略方面。结论部分是对本书主要论点的总结。

## 导 语 // VII

### 第一章 宇宙的主人

- 银行家的思维方式 // 004
- 扩展历史制度主义的边界 // 008
- 解放 “宇宙的主人” // 012
- 本章小结 // 020

### 第二章 市场和结构的“奴隶”

- 银行业革命 // 026
- 资产证券化 // 030
- “发起并分销” 模式? // 035
- 衍生产品和自营交易 // 038
- 杠杆和融资 // 040
- 结构的奴隶：系统性风险 // 044
- 系统性风险和生态系统的力量 // 055
- 本章小结 // 058

### 第三章 英美银行的表现

- 美国 // 064
- 反潮流：美国银行体系的幸存者与发达者 // 082