

◎ 美联储主席金融文萃

危机与复苏

CRISIS AND RECOVERY

[美] 艾伦·格林斯潘
本·伯南克
珍妮特·耶伦 ◎ 著

戚克梅 ◎ 译著



首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

◎ 美联储主席金融文萃

危机与复苏

CRISIS AND RECOVERY

[美] 艾伦·格林斯潘

本·伯南克

珍妮特·耶伦 ◎ 著

戚克梅 ◎ 译著



首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

危机与复苏/ (美) 格林斯潘等著; 戚克梅译著. -- 北京:
首都经济贸易大学出版社, 2019. 4

ISBN 978 - 7 - 5638 - 2846 - 3

I. ①危… II. ①格… ②戚… III. ①金融危机—文集

IV. ①F830. 99 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 190467 号

危机与复苏

[美] 艾伦·格林斯潘 本·伯南克 珍妮特·耶伦 著
戚克梅 译著

责任编辑 陈 侃

封面设计



砚祥志远·激光照排

TEL: 010-65976003

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙 (邮编 100026)

电 话 (010) 65976483 65065761 65071505 (传真)

网 址 <http://www.sjmcb.com>

E-mail publish@cueb.edu.cn

经 销 全国新华书店

照 排 北京砚祥志远激光照排技术有限公司

印 刷 北京玺诚印务有限公司

开 本 710 毫米×1000 毫米 1/16

字 数 255 千字

印 张 14.5

版 次 2019 年 4 月第 1 版 2019 年 4 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 2846 - 3/F · 1576

定 价 56.00 元

图书印装若有质量问题, 本社负责调换

版权所有 侵权必究

《美联储主席金融文萃》

总 序

自 20 世纪 90 年代后期以来，全球经济发展尽管取得了巨大的成就，但是也经历了诸多曲折，其中最为突出的经济问题在于：金融危机的屡次爆发给各国经济发展带来了巨大的冲击。在此之前的一段时间，金融危机主要出现在发展中国家，危机原因以外债和货币危机为主；然而，进入 21 世纪以来，包括美国在内的许多发达国家都遭遇了新的危机困扰。最典型的例子就是 2007 年美国“次贷”危机及随后引发的全球金融风暴，以及 2010 年起始于希腊并迅速蔓延至西班牙、葡萄牙和爱尔兰等国的欧洲主权债务危机。

为应对金融危机产生的流动性枯竭给实体经济带来的致命打击，美联储先后开展了三轮量化宽松（QE）政策，缓解了金融机构的燃眉之急，压低了长期国债利率，刺激了实体经济的有效需求。根据摩根大通银行的统计，本轮美国经济的扩张已经持续了长达 108 个月之久，位居历史第二位。美国股市也因为经济的企稳向好而走出了一段大牛市，持续了近十年的时间，成为历史上持续时间最长的牛市。

虽然全球经济（尤其是美国）复苏势头强劲，但金融危机的周期性特征使得世界经济笼罩在新一轮发展周期危机的阴影之下。现存的有可能引爆下一轮危机的因素包括：本轮全球经济复苏动力依然不足，存在贸易摩擦和税收竞争等问题；全球资产价格，尤其是美国股市，仍处在历史高位；发达经济体货币政策的调整对发展中经济体产生了负面溢出效应；全球债务规模仍然居高不下；地缘政治风险较大。鉴于以上原

因，同时结合 20 世纪 80 年代以来金融危机爆发的历史经验，有学者预测，未来 3 至 4 年内全球存在再次爆发大规模金融危机的可能性。

最近一个时期以来，世界经济增长面临的不稳定因素也开始增多。一是贸易保护主义思潮涌动。特朗普政府高举“美国优先”大旗，借助于“301 调查”等一系列手段，给当前全球经济赖以增长和繁荣的贸易体系与产业分工格局带来了严重冲击。二是美联储货币政策持续收紧。历史上美联储启动每一轮加息周期都会通过债务负担、货币汇率、资本流动、国际贸易等渠道对新兴经济体造成重大的金融冲击。美联储的“加息与缩表”进程的不断推进，导致全球经济增长压力和变数不断增大。三是地缘博弈此起彼伏，大国关系进入分化重组新拐点，国际热点事件频发，全球地缘政治秩序更趋复杂多变。在此背景下，全球经济、贸易、投资、生产等活动放缓，主要经济体走势分化，金融市场和石油等大宗商品价格大幅波动，不确定因素明显增多，经济下行风险明显加大。

美国“次贷”危机及随后的全面金融危机给全球金融系统造成了极大破坏，使得世界经济经历了自 20 世纪 30 年代以来最大的衰退。金融界和学术界普遍将本次金融危机归结于政府对房地产金融以及欧洲主权债务的过于放任、纵容。危机发生后，各国政府和国际组织以防范危机为契机，启动了全方位和深层次的金融监管改革，全球进入了强化金融监管的阶段，全球金融监管体系进一步得到了完善。

“次贷”危机后，特别是党的十八大以来，中国进一步加强了金融监管，不断推进监管模式、监管架构以及监管细节等方面的改革，使得经济和金融系统抗风险能力有了较大的提高。但是，目前中国金融系统依然存在一些亟待解决的问题，如金融杠杆率过高、影子银行缺乏监管、金融“脱实向虚”现象严重、金融犯罪猖獗及监管制度有待完善等，因此，我们需要进一步加强对金融体系的监管。

然而，随着美国经济的好转以及特朗普政府推行“美国优先”的战略，全球范围内贸易保护主义、逆全球化及民粹主义逐步抬头。其中引人注目的一项举动是：特朗普政府采取多项措施为金融机构松绑，金融去监管倾向明显，使得全球金融监管体系出现了新动态，多年来全球形成的严监管体系面临着新的挑战。

2017年6月8日，美国国会众议院通过了《金融 CHOICE 法案》（法案全称是《为投资者、消费者和企业家创造希望与机会的金融法案》，*Financial Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs Act*）。法案要求：废除沃克规则等不利于市场流动性的规定；重组消费者金融保护局，减小其对市场的干预；取消金融稳定监管委员会对系统重要性机构的确认权；放松对资本充足率较高的银行的监管。由于该法案企图完全废除2010年生效的《多德—弗兰克法案》，因此没有在参议院获得通过。然而，2018年3月，美国参议院通过了《经济增长、放松金融监管及消费者保护法案》；该法案得到了民主和共和两党的共同支持，最终于2018年5月25日正式成为法律，标志着特朗普执政下美国去监管改革的一次巨大成功，这将会给将来的全球金融监管体系产生深远的影响。

全球经济失衡问题由来已久。关于全球经济失衡，迄今为止学界尚未形成一致认同的定义和理论。最早使用全球经济失衡概念的是国际货币基金组织前总裁罗德里戈·拉托。2005年2月，罗德里戈拉托在题为“纠正全球经济失衡——避免相互指责”的演讲中正式使用了这一术语，并指出，当前全球经济失衡的主要表现是美国经常账户赤字庞大、债务增长迅速，而日本、中国和亚洲其他主要新兴市场国家对美国持有大量贸易盈余。因此，目前，人们对全球经济失衡的理解是，在全球化背景下，经济发展过程中出现的一种市场供求不平衡、世界各国国际收支不稳定的现象，其具体表现为，一国拥有大量贸易赤字，而与该

国贸易赤字相对应的贸易盈余则集中在其他一些国家。

全球经济失衡一直是世界经济发展的常态与基本规律，尤其是在第二次世界大战以后，全球经济失衡的状态越来越明显。对于全球经济失衡问题的主角美国来说，其经常账户逆差自 1995 年开始不断扩大；此后，从 2006 年到 2015 年，美国数据显示美国对华贸易逆差由 2 505 亿美元逐渐扩大至 3 864. 5 亿美元，中国已成为美国最大的逆差来源地。2017 年 9 月，美国商务部公布的数据表明，美国经常项目逆差依然在不断扩大。包括美国在内的许多国家的学者认为，美国经常项目的逆差是不可持续的，如果不及时进行调整，势必会影响到全球经济的平衡以及世界经济的可持续发展。

自特朗普执政开始，美国进行了一系列的贸易改革，不断朝着贸易保护主义方向推进，对全球经济失衡问题产生了一定的影响。特朗普执政后不久，就宣布退出《跨太平洋伙伴关系协定》（TPP），转向双边磋商；随后，又宣称要重新谈判《北美自由贸易协定》，并要求对以前签订的贸易协定进行审查，重新谈判。特朗普政府的种种政策都呈现出“反全球化”的特点。与此同时，在中国提出的“一带一路”倡议下，沿线国家的经济结构也在发生改变。随着“一带一路”沿线国家之间经济合作的不断推进，经济全球化将继续深入，在促进沿线国家产业结构升级的基础上，进一步推动全球经济的再平衡。

全球化的发展的确与全球经济失衡存在一定的关系。当今世界经济全球化程度不断加深，导致产品生产和出口集中在亚洲国家，造成发达国家贸易逆差与亚洲国家贸易顺差并存的失衡状态。但是，将全球经济失衡的责任完全归咎于全球化，很显然是不恰当的。全球化是经济发展的必然趋势，在全球化的过程中，各国都从中获得了相应的经济利益。如果各国逆全球化潮流而动，通过采取诸如汇率战和贸易战之类的单边主义行动来片面追求自身利益的最大化，最终必将导致世界经济陷入无

止境的混乱之中。

特朗普认为，全球化导致了美国制造业不断外流，在美国的金融、高科技等高端产业向全球不断扩张的同时，美国的钢铁、汽车、纺织等产业的就业损失惨重。特朗普宣称，要通过“制造业回流”政策让美国人重新获得工作，因此，其产业政策的重心已经由新兴产业转移到能给美国带来就业和贸易出口的钢铁、汽车、纺织等传统优势产业。虽然“制造业回流”政策对纠正全球经济失衡有一定的帮助，但是，特朗普政府违背国际规则而采取贸易保护主义的做法，对维护全球经济平衡并没有太大的作用。追求全球经济平衡，需要世界各国彼此合作。纵然一国可以暂时通过牺牲别国利益来谋求和实现本国国际收支平衡，但是越来越多的事实证明，任何一个国家只有在同时兼顾别国利益的前提下才能实现本国国际收支的长期均衡。因此，全球经济失衡的治理要依赖世界各国的共同努力。

当经济受到系统性危机冲击并陷入衰退时，经济实际上面临着通货紧缩的压力，经济政策的主要任务是稳定金融市场并刺激经济复苏。特别是，由于金融市场流动性迅速枯竭导致金融市场功能受到严重损害，中央银行应切实履行最后贷款人职责，确保金融体系稳定。在危机救助和流动性支持方面，除了传统的贴现窗口对金融机构提供流动性支持外，美联储大量创新政策工具，向金融市场提供流动性，成功消除了恐慌情绪，使金融市场逐步回归常态。在货币政策方面，各国在采取超低（零）利率政策的同时，还开展了量化宽松、前瞻性指引等大量非常规货币政策。

基于对 20 世纪 30 年代大萧条的经验认识，尽管名义利率水平可能已经非常低，但实际利率仍然非常高，因此降低政策目标利率的政策是合适的。而且，在危机不断加重和市场动荡的情况下，即使是零利率对于经济增长也可能无能为力。为此，只能采取非常规政策手段，通过中

央银行资产负债表的变化，购买债券以扩张中央银行资产规模，向经济注入大量资金，以此促进经济的稳定和恢复。大量经验研究表明，量化宽松这一非常规货币政策有效稳定了金融市场条件，避免了全球金融危机和“欧债”危机爆发之后，金融环境的进一步恶化，在降低失业率并稳定通货膨胀率方面起到了很好的作用。前瞻性指引政策强化了市场低利率预期，有效促进了失业和通胀的稳定。

但是，由于各国应对危机时过度依赖货币政策，财政政策及其他结构性改革进展缓慢，非常规货币政策边际效果有限，容易引发资产泡沫，加大经济的不确定性，致使政策退出更加困难，监管、税收等政策可能存在过度调整，影响了经济复苏进程，各国政策外溢性加大和货币决策自主性的下降，容易引发竞争性贬值和共同停滞。因此，作为一剂应对全球金融危机的“猛药”，非常规的宽松性货币政策虽然效果显著，但也容易带来不可低估的副作用。如何选择恰当的货币政策，仍然需要进一步探索。

总之，经过各国政府的共同努力，全球经济虽然已经从上一轮的危机中得到恢复，但是，在保持全球经济的持续平衡发展、维护金融体系的稳定以及采用恰当的货币政策等方面，各国都面临着巨大的挑战。正确认识当前复杂多变的国际经济和金融环境，深刻反思全球经济发展的内在矛盾，探寻一条更可持续、更加均衡、更为健康的全球经济发展之路，仍然是摆在我们面前的一项艰巨任务。为此，在中国经济进入新时代、全球经济面临重大转折的时刻，我们以近数十年以来，美联储的主要领导人在各种重要场合发表的讲话为基础，编译了这套丛书，希望读者能够从中了解他们在关于金融危机防范、经济稳定增长和货币政策实践等方面做出的各种论述及观点，以扩大我们的视野，加深对当前全球经济问题的理解，从而有助于进一步推动中国经济的长期平稳发展。

前 言

2018 年底至 2019 年初的冬天，似乎前所未有的冷。金融去杠杆、产业结构调整及房地产调控在长期将给中国经济带来巨大裨益，但在短期却产生了改革开放以来的前所未有的压力。中美贸易战尽管已进入相对缓和期，但市场对中美关系前景并不乐观，资本市场估值更是接近历史低点。国际学界则不时出现中国会发生金融危机的言论，就像过去 40 年中任何一个时间点一样。

我对中国的经济前景充满信心，这源于中国多层次的经济发展水平、多元化的区域经济互补以及中国经济体制改革的进一步演进。可是，这一切并不意味着我们无需关注金融危机，反之，我们要用“放大镜”去研究西方应对近二三十年来金融危机的理论与实战工具箱，而这正是我决定投入大量时间，撰写、翻译此书的根本原因。

为什么要编写这本书？

这本书的立意很简单，就是在 2008 年全球金融危机爆发十周年，在美国经济彻底走出衰退之际，回顾三任美联储主席格林斯潘、伯南克及耶伦自 20 世纪 90 年代以来关于国际金融危机及复苏的经典演讲，并以原汁原味、讲话实录的方式呈现给中国读者、经济学者与政策制定者们。

在西方经济学中，经济周期理论有一套完整成型的体系。其意不言而喻，即周期性的经济与金融危机在市场经济中是不可避免的，是会定期发生的，必须有应对的理论与策略。中国改革开放 40 年来，从未发

生过金融与经济危机，这既是我们每一个人值得庆幸的，也是未来爆发危机的引线。人人皆知，过去 40 年没有危机，并不意味着未来 40 年就一定没有危机。于是，我们不得不思考如何避免未来的危机，或者尽量延后危机，以及如何在危机发生时尽快实现复苏等问题。这也正是本书踽踽探寻的回答。

中华民族距离伟大复兴，从未像今天这样近。只要中国在未来 20—30 年内不发生金融经济危机，按照 5%—6% 左右的速度增长，实现民族伟大复兴指日可待。因此，这本书的目的，就是划定防范中国发生金融危机的红线，助力经济可持续发展，以期在本世纪中叶实现民族伟大复兴。

作为长期主导世界经济走势的美国，其美联储主席决定着美国的金融与货币政策，并通过美国对世界经济的影响力进而影响着世界。本书的三位主人公与演讲者，既是美联储主席、经济学家、华尔街风向标，又是应对金融危机的斗士与一线总指挥。他们在历次金融危机中留下的演讲资料，无疑是防止与应对金融危机的宝贵资料与历史见证。

本书的结构

本书以三任美联储主席为界，划分成三个部分，即格林斯潘：自由市场主义的信奉者；伯南克：金融危机的“救火队长”；耶伦：金融监管的“守门人”。

格林斯潘既是一个成功的华尔街创业者，又是一个卓越的政治家，其任期达十九年，其任期之长已成为一个难以打破的纪录。格林斯潘以其华丽的辞藻与煽情的演讲而著称。同样令人印象深刻的是他对金融危机的认知，以及他对政府应干预经济到何种程度的认识的改变。在他的七篇演讲实录中，仅从题目上即可看出，他如何将亚洲金融危机的认定从“动荡”、“亚洲金融危机”、“新兴市场经济体的危机”逐渐演变到

“全球金融危机”。而这正是演讲实录的美丽之处，其真实、准确地记录了处于世界经济核心的美联储主席的言辞与心迹历程。类似地，即使是这位坚定的自由市场主义信奉者，在经历了墨西哥、亚洲及俄罗斯金融危机后，不得不承认，在金融危机中“政府安全网”、“干预措施”及“官方援助”是不可或缺的。

伯南克是一个出色的经济学家，其众多学术研究成果及构思严谨、脚注明晰的演讲，都证明了这一点。称其为金融危机的“救火队长”丝毫不言过其实。他经历了自20世纪30年代“大萧条”以来世界历史上最严重的一次金融危机——2008年全球金融危机（美联储称之为“大衰退”），而且经过了伯南克主导的持之以恒的金融调整，使美国最终逐渐从衰退中走出。他的七篇文章更是精彩纷呈，主题包括：危机发生与第一时间的“政策反应”；一年后的“年末反思”；危机对“经济学的启示”；大衰退对“中央银行理论与实践的影响”；“经济复苏”政策以及“监测金融体系”等。如果说格林斯潘的演讲类似于就职演说的话，伯南克的演讲则更像科学严谨的论文，加上他所经历的特殊“危急时刻”和理想的复苏结果，其演讲稿可谓抵御金融危机与实现经济复苏的世界级经典之作。

与伯南克一样，耶伦也是一位出色的经济学家。她是美国历史上迄今为止唯一的一位女央行行长，同时也是美国政府体系内担任最高级别职务的杰出女性之一。说到耶伦，不得不提一下她的丈夫，诺贝尔经济学奖获得者乔治·阿克洛夫，他因在不对称信息理论中引入的著名“柠檬市场”（或称“次品市场”）模型，而在经济学界家喻户晓。耶伦的七篇文章既充满了系统的经济学严谨论述，又不乏女性领导者的细致与细腻，主题包括：“小企业”在复苏尤其是就业中的作用；“金融稳定”与价格稳定的关系；危机前、危机中与危机后的“宏观经济政策”（货币与财政政策）；对“太大而不能倒”金融机构的监管；美联

储“货币政策工具包”的过去、现在和未来；危机后的“宏观经济学研究”以及“非常规政策工具”在危机中的使用及其未来等。

本书的用途

由于本书汇集了关于金融危机与经济复苏的经典之作，但又贴近现实，因此是中国读者理解当代世界经济体系与美国经济制度的理想读本。对于公务员、各类金融机构从业人员、大学及研究机构师生，亦是理想的学习读物。笔者希望通过本书真实的语言，临近的场景，让大家对金融危机有切实的认识，并把防范意识与防范手段运用到现实中来。

贡献与致谢

本书的创意是我与首都经济贸易大学出版社的薛捷编辑及田新民老师的讨论中碰撞出来的。大约是一年前，耶伦即将离任，他们敏锐地抓住了金融时事的主题与经济时代走势的脉搏，提出了本书的思路，为此书的顺利出版打下了坚实的基础。薛捷老师思维清晰，干净利落，我曾数度要与他合作，今日终成正果，实为欣慰。还要感谢出版社的陈侃老师，是他的精益求精与全力支持，使本书获得了出色的品质。

本书的基础翻译工作由三人共同完成，由我总纂并逐字修改，并撰写了三部分的概述部分。其中，第一部分由张秋若翻译，第二部分由我本人翻译，第三部分由戚恺林翻译。她们都做出了出色的贡献，展现了远远超过同龄人的学术和翻译水平。

本书的成功出版也离不开我在望华资本（Merger China Group）的同事。他们在本书的修订过程中给予了支持。更重要的是，我在工作业务繁忙的期间抽出时间翻译此书，无疑减少了对工作的投入，而他们依然出色完成了望华的各项工

点一个赞。

还需要感谢的是我的博士导师王东京教授，他对我关于经济危机与资本项目开放条件研究的博士论文的指导，为本书的选题及出版奠定了坚实的基础。

最后也是最重要的是，我要感谢我的家人——我的旅行作家太太严俊女士与聪明的女儿，她们是我生活中永远的动力与港湾。我还要感谢我的父亲、姐姐及其他亲人对我的一贯支持，以及远在天堂，但心与我同在的母亲。

长话短说，让我们屏息静气，打开书卷，伴随当代世界金融史的三位西方经济巨匠，去用文字亲身感受近年历次金融危机，从中找到应对危机、实现复苏的思想和方法吧！

戚克梅

望华资本创始人

2019年1月25日

于北京华贸



目 录

前言	1
第一部分 格林斯潘：自由市场主义的信奉者	1
全球金融市场的动荡	7
经济增长与灵活性——亚洲金融危机的经验与教训	12
当前亚洲金融危机与国际金融动态	23
新兴市场经济体的危机	34
全球金融危机的反思	40
21 世纪的金融风险评估	48
全球挑战	54
第二部分 伯南克：金融危机的“救火队长”	63
危机与政策回应	67
金融危机的年末反思	80
金融危机对经济学的启示	90
危机之后：我们该何去何从？	105
大衰退对中央银行理论与实践的影响	109
经济复苏与经济政策	119

监测金融体系	130
第三部分 耶伦：金融监管的“守门人”	141
小企业与复苏	147
货币政策与金融稳定	149
在“开创宏观经济政策组合的美好未来”论坛上的发言	161
加强对大型金融机构的监督	166
美联储货币政策工具包：过去，现在和未来	177
危机后的宏观经济研究	194
充满挑战的十年及未来面临的问题	205

第一部分

格林斯潘：自由市场主义的信奉者
