

当代世界学术名著



理解金融危机



Understanding Financial Crises

富兰克林·艾伦(Franklin Allen) / 著
道格拉斯·盖尔(Douglas Gale)

张健康 臧旭恒 等 / 译
张健康 / 校

当 代 世 界 学 术 名 著



理解金融危机

富兰克林·艾伦(Franklin Allen) / 著
道格拉斯·盖尔(Douglas Gale)

张健康 臧旭恒 等 / 译
张健康 / 校

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

理解金融危机/ (美) 艾伦等著; 张健康等译.
北京: 中国人民大学出版社, 2009
(当代世界学术名著)
ISBN 978-7-300-11607-5

I. ①理…
II. ①艾…②张…
III. ①金融危机—研究
IV. ①F830. 99

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 243929 号

当代世界学术名著

理解金融危机

[美] 富兰克林·艾伦 道格拉斯·盖尔 著
张健康 臧旭恒 等译
张健康 校

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	涿州星河印刷有限公司		
规 格	155 mm×235 mm 16 开本	版 次	2010 年 1 月第 1 版
印 张	20.5 插页 2	印 次	2010 年 1 月第 1 次印刷
字 数	329 000	定 价	45.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

“当代世界学术名著”

出版说明

中华民族历来有海纳百川的宽阔胸怀，她在创造灿烂文明的同时，不断吸纳整个人类文明的精华，滋养、壮大和发展自己。当前，全球化使得人类文明之间的相互交流和影响进一步加强，互动效应更为明显。以世界眼光和开放的视野，引介世界各国的优秀哲学社会科学的前沿成果，服务于我国的社会主义现代化建设，服务于我国的科教兴国战略，是新中国出版工作的优良传统，也是中国当代出版工作者的重要使命。

中国人民大学出版社历来注重对国外哲学社会科学成果的译介工作，所出版的“经济科学译丛”、“工商管理经典译丛”等系列译丛受到社会广泛欢迎。这些译丛侧重于西方经典性教材；同时，我们又推出了这套“当代世界学术名著”系列，旨在译介国外当代学术名著。所谓“当代”，一般指近几十年发表的著作；所谓“名著”，是指这些著作在该领域产生巨大影响并被各类文献反复引用，成为研究者的必读著作。我们希望经过不断的筛选和积累，使这套丛书成为当代的“汉译世界学术名著丛书”，成为读书人的精神殿堂。

由于本套丛书所选著作距今时日较短，未经历史的充分淘洗，加之判断标准见仁见智，以及选择视野的局限，这项工作肯定难以尽如人意。我们期待着海内外学界积极参与推荐，并对我们的工作提出宝贵的意见和建议。我们深信，经过学界同仁和出版者的共同努力，这套丛书必将日臻完善。

中国人民大学出版社

译者序

——重新思考金融危机

张健康 臧旭恒

国际著名金融学家、经济学家、闻名于世的美国宾西法尼亚大学沃顿商学院（Wharton School）金融学 and 经济学教授富兰克林·艾伦（Franklin Allen）和纽约大学经济学教授道格拉斯·盖尔（Douglas Gale）的新作《理解金融危机》的诞生可谓恰逢其时！当下华尔街、美国以及全球经济正遭受金融危机的肆虐！人们迫切期望用经济学知识去理解目前正在发生的金融危机。《理解金融危机》英文版精装本 2007 年由牛津大学出版社出版发行。为了满足大学生、研究生、学者和其他读者的需求，2009 年牛津大学出版社又出版了平装本。



2007年8月在美国首先爆发的是次级抵押贷款危机，危机之初，各方面均抱有乐观情绪。但是不久，这场起始于华尔街的次贷危机迅速通过信息、外贸出口和重叠债权等传导到世界各地，进而演变为真正意义上的全球金融危机。曾坚如磐石的一大批金融巨鳄，如雷曼兄弟等投资银行纷纷倒闭，许多金融机构面临困境。到2008年年底，华尔街五大投行无一幸免，要么破产，要么转型为商业银行；股票市场更是大幅跳水；金融危机已严重影响到实体经济，GDP增长率已大幅度缩水。

众所周知，金融危机并不是什么新鲜事物——它已经伴随了我们若干个世纪。最近爆发的一些金融危机有：1990年日本金融危机，1997年亚洲金融危机，1998年俄罗斯金融危机，以及2001—2002年阿根廷金融危机。对于这些危机，经济学家给出的解释是：基本的制度性缺陷。如裙带资本主义、公司治理失误、信息披露不完全和会计系统导致的不透明、监管不当，以及政府担保等。

然而，此次发源于美国华尔街的金融危机与所有以往的有所不同，可以称作一个“新鲜事物”，对经济学家提出了前所未有的挑战。这是因为美国与上述近期爆发金融危机的国家在制度上有着根本的不同。我们不得不承认，美国是世界上最成熟的市场经济体，华尔街是最具有能力设计出各种各样的金融产品来分散风险功能的金融中心。而且几十年来，美国的市场体系、金融制度是许多新兴市场经济国家模仿的典范。众多发展中国家在努力学习甚至是照搬美国的市场经济体系，无须讳言，其中也包括我们中国。那么美国经济——市场经济的楷模——为什么会发生破坏性如此之大的金融危机呢？如果美国经济都不能幸免于金融危机的肆虐，那么其他众多发展中国家呢？下次又是谁呢？

美国此次由次贷危机引发的金融危机不由地让我们重新思考：应该如何去理解金融危机呢？更确切地说，为什么会有金融危机？它究竟是市场失灵还是政府失灵导致的结果？应该不计任何成本阻止金融危机的发生吗？在一定情况下，金融危机是否有利于资源的重新有效配置？金融危机发生后，该如何救市？

其实，完全阻止金融危机发生的办法非常简单，关键是应该不应该。比如恢复到布雷顿森林体系，或者恢复到金本位制，更甚者干脆一步退回到自给自足的封闭经济体系中。这类建议现在国内拥有大批的支持者，在电台、电视和报纸上经常听到、看到此类新闻，并且鼓吹此类建议的书籍

一版再版成为畅销书。看一下没有受到此次金融危机影响的几个国家，答案应该十分清楚，比如朝鲜、古巴。它们不仅避开了此次危机，估计在将来若干年内（转变为市场经济前）也不可能发生任何金融危机。

为了正确理解上述诸问题，我们着实需要来自经济理论方面的回答。现在正是学习这样一个理论的契机！此次金融危机发生后，世界各地相继出版发行了成千上万本专著来讨论它。但大都或者从意识形态出发，比如国内盛行的阴谋论；或者从不着边际的技术细节出发，比如有人谴责金融工程理论。一方面，不幸的是迄今为止尚未有令人满意的这样一套经济理论（尽管很多时候对于经济学家来说这又是幸运的）；另一方面，由富兰克林·艾伦（Franklin Allen）和道格拉斯·盖尔（Douglas Gale）教授合著的《理解金融危机》一书是到目前为止试图对上述诸问题从微观经济学的实证和规范视角作出回答的唯一著作。

正如美国哥伦比亚大学著名学者帕特里克·博尔顿所指出的：“《理解金融危机》是由两位世界顶尖级金融学家撰写的，该书融合了有关金融危机的基本的和非常规的思想，深刻探讨了三种形式的危机：由于市场流动性以及金融中介的资产负债期限不匹配的变动导致的危机，由于大的外部贸易项目冲击导致的危机，以及由于投机性泡沫破灭或者借贷繁荣的突然中断导致的危机。这是一本政策制定者和那些关注金融危机风险的金融学者们必读的书。”

一、为什么会有金融危机？

什么是危机？金融危机又是什么？“危机”一词可以以多种不同的方式被应用，这自然引申出一个问题：究竟在何种情况下算是危机，在何种情况下不是？根据电子字典（www.dictionary.com），危机（Crisis）被定义为：

1. (1) 突发性疾病或发烧有所恶化的转折点；
 (2) 痛苦、危难或功能障碍的突然袭击；
 (3) 人生中的重大情感事件或地位的急剧恶化。
2. 决定性关头（如在文学情节中）。
3. (1) 决定性的变化即将发生的一种不稳定的或关键的时刻，抑或事



件的状态，尤其指极不希望的结果很有可能发生的情况；

(2) 达到临界状态的情形。

在汉语中，“危机”一词包含双重含义：危险和机遇。这与英文中的定义稍有不同。而具有讽刺意义的是，这次危机对美国来说，的确是应该用英文来解释；对我们中国来说，的确是应该用汉语来解释。一方面，由于受到外贸出口传导的影响，中国沿海一些省份的外贸出口型产业遭到了重创；另一方面，也给我们提供了转变长期依赖的粗放型生产方式的千载难逢的时机。更为重要的是，我国手中有大约两万亿美金的现金可以用来购买市场上贱卖的、并且是我们急需的能源和技术。而这完全符合金融危机中的一个理论——市场现金定价原则所论述的（详见本书第4章有关资产市场的讨论。）

金融危机包括银行危机和货币危机。银行危机通常指许多银行同时面临兑现压力（挤兑）并不得不违约的状况。美国当前正在经受的正是银行危机。货币危机通常指外汇市场上存在大量交易迫使一些国家的货币大幅贬值或价值重估的状况。1997年的亚洲金融危机就是典型的货币危机。

导致金融危机的因素大致有：市场失灵（Market Failure），政府失灵（Government Failure），抑或是两者结合在一起。如果金融危机仅仅是由市场失灵所导致，那么确实需要政府干预。也就是说：市场是问题，政府是解。相反，如果金融危机仅仅是由政府失灵所导致，那么需要构建和进一步开放市场（且记：市场是不可能完全的）。也就是说：政府是问题，市场是解。而如果金融危机是由市场失灵和政府失灵交融在一起所导致，那么既需要构建和进一步开放市场，也需要适当的政府干预。此时，政府既是问题又是解，市场是解又是问题。

一般来说，有两种可能性会导致市场失灵：某些市场缺失，即市场不完全，或者金融市场存在摩擦。

粗略地说，如果经济中所有的交易行为（现时或远期）均可在当期发生，那么市场是完全的。也就是说，对每种商品（现货或期货）均有一个市场及相应价格。这就是在阿罗-德布鲁（Arrow-Debreu）完全市场理论中被推向极致的经典资源配置理论所刻画场景。问题是：市场是完全的吗？理论上讲当然可以。但之所以不是如此的原因在于，构建并开放所有市场的成本实在太高了，因为一般需要无限个市场才能使市场完全。

对于第二个可能性，市场是无摩擦的，是指如下情况均满足：（1）所

有个体可自由交易且无须支付任何成本；（2）无论个体买卖多少单位的资产均不存在交易成本；（3）没有做空约束（Short Sale Constraint）；（4）没有税收；（5）个体间没有不对称信息。

同样的，可以使市场无摩擦吗？有些情况下可能，有些情况下不可能。即使可能，市场也非无摩擦的原因在于，要让所有市场变得无摩擦会由于交易成本、做空约束、税收和不对称信息等因素而成本太高！

微观经济学中的福利经济学第一基本定理告诉我们：如果金融市场是无摩擦且完全的，则均衡配置是帕累托有效的，并且在均衡时没有金融危机。也就是说，无摩擦且完全的金融市场是有效的。基于这个定理可知：市场失灵导致的金融危机，要么是由于市场不完全，要么是由于市场有摩擦。

的确，现实中的市场，要么不完全，要么有摩擦。所以，一般而言金融市场不是有效的。换言之，市场失灵是普遍存在的。虽然市场失灵未必一定导致金融危机，但引致金融危机的可能是存在的。这就是说金融危机的发生一点也不奇怪，不是什么新鲜的事。

二、一定要阻止金融危机的发生吗？

上面我们提到市场失灵是普遍存在的，问题是：如果存在帕累托有效意义上的市场失灵，我们应该怎么做呢？更为重要的是我们能够做些什么呢？政府应该介入市场吗？政府能比市场做得更好吗？如果存在市场失灵且政府不能比市场做得更好，我们为什么需要政府干预呢？

导致政府不会比市场做得更好的原因很多。比如个体之间存在私有信息，有可能导致信息外部性、道德风险、逆向选择。结果，政府可以做的事十分有限。这也就是说，政府不比市场做得好的情况很有可能出现。

一方面，金融危机的肆虐会给经济带来巨大危害，对一些国家历史的回顾足以证明金融危机成本的巨大。另一方面，政府对金融系统的任何干预和规制均涉及扭曲成本。这些成本中最重要的或许是规制制度施加于金融体系上的扭曲，规制导致了本应由金融机构做的事却不能做的情形发生。如果存在市场失灵，究竟是否需要政府干预取决于干预成本。如我们之前所提及的，某些情况下政府在改进效率方面不会比市场做得更好。这使得



我们作出如下判断：如果政府通过使用所有市场手段仍不能比市场做得更好，则该市场配置应视为约束帕累托有效（Constrained Pareto Efficient）。也就是说在此情况下市场仍然算作是有效的，而不能算作失灵。

严格意义下，另外一个导致金融市场失灵的因素是存款合约的非完全性。如果存款合约所可能产生的各种结果可以依自然状态而定，则该合约是完全的。一个自然的问题是：我们能把合约做成完全的吗？当然可以。但依然面临同样的困难，将合约做成依自然状态而定的成本太高。更为重要的是，银行客户根本不愿意接受任何形式的完全的存款合约。这就是为什么现实中的存款合约一般而言都是不完全的。

艾伦和盖尔在本书第6章业已证明：假设契约是不完全的，但市场是完全的，则均衡配置是约束帕累托有效的，并且均衡时可能会有金融危机发生。这就是说，在某些条件下金融危机是“有效”的。“无形之手”（市场）依然有用武之地，而“有形之手”（政府）依然派不上用场。

同样在第6章里，艾伦和盖尔也证明了：如果市场是不完全的，则均衡配置可能不是约束帕累托有效的，并且均衡时可能发生金融危机。这也就是说，在某些情况下金融危机不是“有效”的。“无形之手”（市场）可能运转不良，而此时需要的是“有形之手”（政府）。

显而易见，如果均衡配置不是约束帕累托有效的，确实需要政府干预。问题在于，存在可行且最优的政府干预吗？如果存在是在何种意义上的？如何找到呢？这些问题仍然悬而未决！说到干预管制，最常见的两种方式是资本结构管制和流动性管制。为什么这么做呢？它们是最好的干预形式吗？这些问题也同样悬而未决。

为什么金融危机在某些情况下不是有效的呢？一般说来，金融危机发生后，大宗商品和银行资产会大幅贬值，金融机构获取充足流动性以兑现其诺言的唯一方式只能是通过变卖资产。从金融机构的角度来说，变卖资产有两方面弊端。首先，金融机构可能不得不以减价出售（市场现金定价）的方式处理其资产，结果存款人获得一个较低的支付。其次，如果大量金融机构同时卖出资产，抛售压力会进一步压低价格，迫使机构释放更多资产，由此可能导致危机或者使危机进一步恶化。此两种效应共同解释了金融危机的无效率 and 严重性。

为何金融危机在某些情况下又是有效的呢？设想如果契约是完全的，则不可能存在银行违约。从另一方面，不完全契约扭曲了金融机构的可能

选择。通过允许在某些条件下违约来放松这些约束，可以使金融机构为存款者提供更好的风险分担和更高的回报。也就是说，某些自然状态下的违约可降低不完全契约的不完全性，甚至使之变为完全契约。这就是为什么在某些情况下金融危机可能是有效的。

有两种经济理论解释金融危机：恐慌（Panic）和基本面（Fundamentals）。

先来说恐慌，其传统解释为“羊群效应（Mob Psychology）”，现代解释为多重自我验证均衡（Multiple Self-Fulfilling Equilibrium）。既然是多重自我验证，则可能有两个截然不同的均衡：一个合意均衡和一个不合意均衡。合意均衡是指如果每个人都相信不存在银行挤兑，则存款者就不着急取现，也就不存在导致危机的高流动性冲击。不合意均衡是指如果每个人都相信会有银行挤兑，则存款者将会尽早取款，于是发生危机。那么如何确保结果是合意均衡而不是后者呢？这就是均衡选择问题。然而来自博弈论的回答是：这仍有待于深入研究。

接下来看基本面，它的含义是当某些经济领先指标达到暗示未来经济可能转向衰退的水平时，人们并不确定银行是否能如数偿还其存款。如果他们期望回报较低，则银行可能会资不抵债。由此导致人们去挤兑银行或者引发危机。

最后，让我们回到当下，看看该如何理解至今仍在发酵的次贷危机。对此，舆论给出了众多解释：华尔街的贪婪、评级机构的失职、缺乏透明性、激励不当、风险管理系统有缺陷等等。其实这些均不是根本原因，最主要的原因实际上在于美联储提供了过多的流动性并将低利率政策维持过长。这导致了信贷宽松并引致资产价格泡沫。如果没有资产价格的急剧下跌，这可能问题不大。此外，美国的税收制度也是其中一个原因。在美国，利率（投资）享受税收减免，而租金（消费）则不能。于是形成了一个将租金支付转化为可税收减免的利率支付的显著激励。而这正是完全抵押贷款的目的所在。银行，而不是买房人，拥有房子，消费者每月向银行支付利息，看起来除了税收减免外这与支付租金没什么两样。如果房价保持上涨，则不会出现问题。但如果价格下跌，则套利将无以为继。然而自从大萧条之后，美国的房价总的来说没有下降。尤其最近几年，房屋比其他资产表现更好，因此房产看起来似乎相当不错。由于房产属于耐用品，一般说来耐用品的定价不是那么容易。这就导致了房价一涨再涨。然而天下终



究没有免费的午餐，最后美联储不得不提高利率，从而导致了泡沫的破灭，进而引致了次贷危机的爆发。

对次贷危机的思考也引发了一些至关重要的问题：我们为什么需要中央银行？中央银行该做些什么？一些不经意的考察暗示，过去两个世纪中发展出的央行技能主要是反复试验和不断摸索的结果，其背后并没有严格的理论依据。所以，央行需要仔细考量货币政策对于资产价格的效应，尤其是在导致价格泡沫上的作用。

在银行规制方面，由于银行借短贷长，借贷资产成熟期限的不匹配是银行挤兑发生的关键原因。换言之，在某种意义上说，金融危机的发生是不可避免的。某些情况下，确实需要规制银行行为。但必须记住的是：银行管制的目的是解决市场失灵，而不是为阻制银行危机而采取限制银行行为的支离破碎的措施。

三、应该如何应对金融危机？

正如上面提到的，金融危机的发生不是什么可怕的事，甚至是不可避免的。它已经陪伴了我们若干个世纪，估计还要继续陪伴下去。毫无疑问，应尽量避免“坏”的金融危机发生。更为重要的是，当“坏”的金融危机发生后，应该采取什么补救措施，也就是说该如何救市。

此次金融危机发生后，世界各国迅速采取了救市行动。现在看来，20世纪30年代大萧条的悲剧不会重演，估计也不会有所谓的第二波、第三波冲击的到来。尤其是两个重要国家采取了有史以来最大规模的“救市”行动更引人注目，那就是中国和美国。更为有意思的是，两国采取了截然不同的“救市”措施。

美国采取的可谓是严格经济学意义上的救市行动，直接给金融市场注血——向大型金融机构注入大量现金。道理非常简单。此次金融危机发生后，由于市场现金定价的作用，大宗商品和一些资产大幅贬值。一个典型的例子是石油。2008年每桶原油的价格是147美元，而2009年上半年的最低价格仅为37美元。资产的大幅贬值导致金融机构的自身价值大幅缩水，金融机构获取充足流动性以兑现其诺言，满足客户取款（请记住存款合同是不完全的）要求的唯一方式只能是变卖资产。如果金融机构不得不以减价

出售的方式处理其资产，导致的结果是存款人获得一个较低支支付。更有甚者，如果大量金融机构同时卖出资产，抛售压力会进一步压低价格，迫使金融机构释放更多资产，由此可能导致金融危机进一步恶化。为了尽快遏制住金融危机进一步恶化，美国政府不得不给金融市场注血，以阻止大型金融机构的破产。

中国采取的不是严格经济学意义上的救市行动。不是给金融市场注血，而是给实体经济注血——通过拉动政府投资刺激内需。道理也非常简单。从严格意义上说，中国并没有发生金融危机，几乎所有的中国大型金融机构均没有遭到流动性冲击。用赵本山小品里的一句台词，中国的金融机构“不差钱”。只是发生在美国的金融危机通过外贸出口的传导影响到中国的实体经济，即美国需求的减少导致中国外贸出口的锐减，致使中国沿海一些省份的外贸出口型产业遭到重创。一些出口型工厂破产，农民工失业。为了尽快遏制住由外需的进一步恶化所导致的需求减少，中国政府不得不给实体经济注血，增加内需以阻止一些工厂的破产。

通过这次金融危机，中美两国都已经从中学到了很多东西。其中一点是：美国应少花一点，多存一点；中国则应多花一点，少存一点。更难能可贵的是，双方都清楚地意识到两国目前经济发展模式均不可持续（而绝不单单是在西方世界长期流行的、所谓的中国外向型经济发展模式不可持续），并且双方都在努力地改变各自目前的经济发展模式。毫无疑问，尽管美国经济在此次危机中遭重创，在将来一段时间内它仍将保持世界第一大经济体的地位。

我们已经看到，中国正在充分利用市场现金定价原理，大踏步地走向世界市场，与此同时，更加自信地开放自己的市场；正在争分夺秒地调整产品结构，发展健全的金融市场。我们更坚信：通过此次危机中国经济会上一个大台阶，将很快成为世界第二大经济体。到那时，世界将变得更加和谐，或许“坏”的金融危机发生的频率将会大幅降低。

金融危机并不可怕，关键是如何应对它！

本书由我们共同组织翻译，参加翻译并提供初译稿的有：杨哲（第1章，第6章，英文版序）、孙平娜（第2章，第7章）、吴清萍（第3章，第8章）、程钰（第4章，第9章）和韩青（第5章，第10章，索引，中文版序），房玉倩、黄宇和鲁婧颀承担了翻译的部分工作；张健康通校全书，并



重译了部分章节；臧旭恒对全部译文做了文字润色。刘忻、冯丽君、胡安荣通阅了全书，并提出了修改意见。我们衷心感谢原书作者——国际著名金融学家、经济学家弗兰克林·艾伦和道格拉斯·盖尔欣然应诺为中译本作序。

这里，我们还要感谢中国人民大学出版社编辑为本书的顺利出版付出的辛勤劳作和种种努力。

2009年7月18日草于加拿大卡尔顿大学

2009年8月30日定稿于中国山东大学

中文版序



2007 年夏危机发生之初，人们普遍认为，中国将是“一枝独秀，独领风骚”，不会像美国和其他西方经济体那样糟糕。中国的银行几乎没有挂钩次级抵押贷款和其他有毒资产。尽管如此，当 2008 年 9 月雷曼兄弟投资银行破产以及世界贸易量骤跌时，中国受到了极大的牵连。中国政府实施的经济刺激方案和其容许的信贷急剧扩张加速了中国的经济增长。结果，中国开始比其他经济体率先走出危机。人们再一次谈论“一枝独秀”。然而，危机对于中国的金融体系和经济来讲，是相当重大的事件。考虑到中国在全球经济中的重要性，我们十分高兴本书已被译为中文。

任何回顾最近两年所发生的事件，并试图



梳理导致近期金融市场动荡的人，可能会不由自主地想起塞巴斯蒂安·容格（Sebastian Junger）那本书的主题，以及后来被拍成电影并由此命名的《完美风暴》。这是一场 1990 年在新斯科舍^①发生的风暴，一些看似不相关的天气系统相互叠加放大并最终导致了极度灾难。尽管金融危机发生相当频繁^②，然而，导致当前全球性金融危机的一系列事件和巧合，如果说与容格书中所描绘的有什么区别的话，那就是更加复杂和不可思议。我们的书（指《理解金融危机》——译者注）在这次金融危机发生之前就已写成，所以对读者来说，简单地描述一下危机的起因和结果，并把它们关联到有助于理解这些事件的本书相关部分或许是有益的。

长期以来，美国经济素有经常账户和资本账户的国际收支失衡。大量由日本在 80 年代和中国及其他东亚经济体在 90 年代所赚取的经常账户顺差，以购买美国政府债券的形式重新流入美国。这使得日本以及后来的中国得以维持低汇率并赚取经济增长所必需的外汇储备，同时也使得美国得以继续维持其经常账户和财政双赤字。这个系统被非正式地称为第二布雷顿森林体系。

然而，更为重要的是，第二布雷顿森林体系对于货币政策的影响。低价格的中国商品使得美联储得以保持低利率，并不致产生通货膨胀，也使得消费者可以通过增加负债的方式为其消费融资，同时也导致所有资产的价格膨胀。从中国回流的美元实际上拉动了在互联网泡沫上的投资。当美联储主席艾伦·格林斯潘（Allen Greenspan）谴责“非理性繁荣”时，他并未提及低利率和全球失衡在催生泡沫和扭曲投资中所起的作用，以及由泡沫导致的冒险行为。

互联网泡沫破灭时，大量纸币符号财富的损失激起关于衰退甚至是通货紧缩的讨论，众说纷纭。世贸中心和五角大楼遭受袭击使原本仅是可能性的衰退成为确定无疑的现实。美联储为配合美国政府实施的反周期政策（亦即布什减税），将利率降至历史性的低水平且维持了相当长的时间。无论这对经济复苏产生了何种影响，都催生了第二轮泡沫，并且这一次是在房地产市场。当泡沫破灭时，金融危机随之而来。^③

尽管在本书中我们没有对它着墨太多，但是显然，政府在房地产和贷

① 新斯科舍（Nova Scotia），加拿大的一个省。——译者注。

② 见第 1 章关于金融危机历史的简要回顾。

③ 见第 9 章关于泡沫和危机中信贷扩张如何导致泡沫且泡沫转而在危机中消失的分析。

款市场上的干预对金融系统稳定性造成了不良影响。特别的，克林顿政府于1994年修订了《社区再投资法案》（The Community Re-Investment Act），要求银行向不满足通常保险标准的穷困家庭发放一定比例的贷款。克林顿在司法部门的任命者因所谓的对低收入借款者的歧视而起诉抵押贷款公司。国会要求房利美和房地美改变其保险标准，以使得其抵押贷款能更多地为低收入借款者所用。当2003年两家政府资助的企业被发现造假账时，它们的反应竟是通过更加努力地增加穷人的房屋所有权而恳求国会以此换取保有一个宽松的监管机制。

许多金融创新助长了堆积如山的债务，这些债务最终崩溃，损害了金融系统，导致市场“冻结”。抵押资产的证券化增加了资金来源的分散化并扩充了投资于房产的资金供给，也使得抵押贷款发放者可以将债务转嫁，而自身不冒资本风险。他们再没有任何激励遵循谨慎的保险标准，反而尽一切努力最大化交易量以赚取费用。

向“次级”消费者提供的抵押贷款的形式也有所变化，含蓄的利率及负的首付款使得这些产品相当有吸引力但风险很高。尔后便出现各种各样的欺骗，价值高估，借款者收入虚假，开发者支付等等。一些自作聪明的借款者试图利用一系列先期利率进行套利，直至他们发现自己已无法为其抵押贷款再融资。

由这些抵押贷款打包而成的产品的十足复杂性，使得对购买者来说风险评估变得十分困难，甚至是不可能的。关于这些金融工具历史数据的匮乏意味着只能去臆断、推测或者猜想实际中它们将表现如何。

同时，大规模的证券化要求将资产抵押证券（MBS）更广泛地向金融机构、地方政府和投资者兜售。由此，当泡沫破灭时，所感受到的效果更为严重且覆盖面更广。

银行毫不迟疑地利用了联储政策造就的低利率环境。资产支持债券（ABS）的资金来自批发市场，包括商业票据市场，而非零售存款。只要这些资源没有枯竭，高回报似乎是可保证的。然而，一旦市场“冻结”，即使先前“良好”的机构也会受到严重威胁。

2007年夏以来金融市场的动荡及其对金融机构的影响是前所未有的。^① 2008年9月雷曼兄弟投资银行的破产为相对而言的小事件可以对全球金融

① 见第3章关于金融机构和危机、第4章关于资产市场和第6章关于金融机构与市场的论述。