



TIME FOR A VISIBLE HAND

LESSONS FROM THE 2008 WORLD FINANCIAL CRISIS

看得见的手

我们从这次金融危机中学到了什么

[美] 史蒂芬妮·格里菲斯-琼斯 主编
何塞·安东尼·奥卡姆博
约瑟夫·E. 斯蒂格利茨
沈颖 译



新 华 出 版 社

TIME FOR A VISIBLE HAND

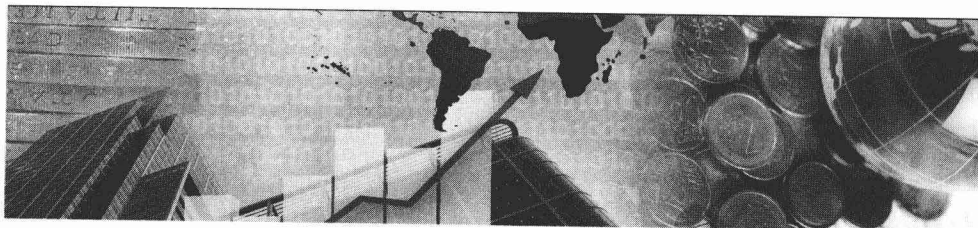
LESSONS FROM THE 2008 WORLD

FINANCIAL CRISIS

看得见的手

我们从这次金融危机中学到了什么

史蒂芬妮·格里菲斯-琼斯
[美] 何塞·安东尼·奥卡姆博 主编
约瑟夫·E. 斯蒂格利茨
沈颖 译



新 华 出 版 社

图书在版编目 (CIP) 数据

看得见的手：我们从这次金融危机中学到了什么/（美）琼斯，（美）奥卡姆博，（美）斯蒂格利茨主编；沈颖译．

北京：新华出版社，2011.10

ISBN 978-7-5011-9753-8

I. ①看… II. ①琼…②奥…③斯…④沈… III. ①金融危机—世界—文集 IV. ①F831.59-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 204084 号

著作权合同登记号：01-2010-1695

Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis

Copyright © 2010 by Oxford University Press

This Translation is published by arrangement with Oxford University Press

中文简体字专有出版权属新华出版社

看得见的手：我们从这次金融危机中学到了什么

主 编：史蒂芬妮·格里菲斯—琼斯、何塞·安妮·奥卡姆博、约瑟夫·E. 斯蒂格利茨

译 者：沈 颖

责任编辑：黄绪国

出版发行：新华出版社

网 址：<http://press.xinhuanet.com> <http://www.xinhupub.com>

地 址：北京石景山区京原路8号

邮 编：100040

经 销：新华书店

印 刷：北京新魏印刷厂

成品尺寸：170mm×240mm 1/16

印 张：21.25

字 数：350千字

版 次：2011年11月第一版

印 次：2011年11月第一次印刷

书 号：ISBN 978-7-5011-9753-8

定 价：68.00元

购书热线：(010) 63077122

中国新闻书店购书热线：010-63072012

图书如有印装问题请与出版社联系调换：010-63077101

撰稿人简介

伊尔玛兹·阿卡伊兹 (Yilmaz Akyüz) 在2003年8月退休之前曾经担任联合国贸易与发展会议 (UNCTAD) 全球化与发展策略部门的主管。他还曾担任贸易与发展报告的主要撰稿人和为该报告做准备的团队的领导人以及UNCTAD的研究协调人，支持发展中国家 (24国集团) 在IMF和世界银行内关于国际货币和金融问题的立场。他现在担任南方中心的特别经济顾问，该中心是一个总部位于日内瓦的发展中国家政府智囊机构。

杰勒德·卡普里奥 (Gerard Caprio) 现在是威廉姆斯大学经济系的教授，同时还是该大学发展经济学中心的主席。他于1998年至2006年1月担任世界银行财政部门副总裁的政策顾问。他曾于1995年至2003年担任过银行发展研究小组财政部门研究团队的领导，在此之前还在此担任过主管金融的经济学家顾问。

费尔南多·J. 卡迪姆德·卡瓦霍 (Fernando J. Cardim de Carvalho) 现在是里约热内卢联邦大学经济学院的经济学教授。他是巴西国家经济学研究生院协会的前任主席，尤其值得一提的是，他曾经为巴西国家发展银行、巴西国家金融机构协会 (ANDIMA)、CEPAL、24国集团、(巴西) Ibase等非政府组织、美国行动援助和WEED (世界经济、生态和发展，德国) 担任过顾问工作。

简·德阿里斯塔 (Jane D'Arista) 现在是金融市场中心的经济分析员。她曾

经撰写的内容包括美国货币政策和金融监管的历史、国际和国内货币体系以及资本向新兴经济体的流动。她过去是美国国会的职业经济学家，并曾在波士顿大学法学院的研究项目、阿姆斯特特的马萨诸塞大学、犹他大学和新学院大学里做过演讲。

罗伯托·弗伦克尔 (Roberto Frenkel) 现在是CEDES的首席研究员以及布宜诺斯艾利斯大学的教授。目前，他还是布宜诺斯艾利斯大学资本市场研究生课程的教研室主任，在迪特拉和拉丁美洲社会科学学院教授研究生课程——阿根廷的圣安德烈斯大学和意大利的帕维亚大学。

查尔斯·古德哈特 (Charles Goodhart) 是大英帝国骑士勋章获得者，不列颠学会会员，现在是伦敦经济学院金融市场小组的成员之一，他之前（1987—2005年）担任过这个小组的副主管。从1985年至2002年退休之前，他一直是伦敦经济学院诺曼·索斯诺银行与财政讲座教授。在此之前，他曾经在英伦银行担任金融顾问，总共工作了17年，并于1980年升任为首席顾问。他在1997年被任命为英伦银行新货币政策委员会的外部独立委员之一，直到2000年截止。

布鲁斯·格林沃尔德 (Bruce Greenwald) 目前是哥伦比亚大学商学院研究生院资产管理和金融系的教授。他拥有丰富的生产力专业知识，是价值投资和信息经济学方面的权威人士。另外，他还对与资本市场、商业策略、企业理财和劳动表现有关的一系列问题进行了全球范围的研究。在来到哥伦比亚大学之前，格林沃尔德教授曾经在哈佛商学院和卫斯理大学担任过教授，从事教学。

史蒂芬妮·格里菲斯-琼斯 (Stephoany Griffith-Jones) 现在是哥伦比亚大学政策对话倡议的金融市场主管，他曾经是发展研究所的教授研究员。他出版过大量关于国际金融体系和改革的书籍。

简·雷格尔 (Jan Kregel) 是巴德学院利维经济研究所货币政策和金融结构

方案的资深学者和主管，目前，他还是堪萨斯城密苏里大学充分就业和物价稳定中心的特聘研究教授，爱沙尼亚赫尔辛基理工大学发展金融系的教授。他曾经是金融发展办公室政策分析和发展分部的主席，联合国税收问题国际协作专家委员会的副秘书长。

佩里·G. 梅林 (Perry G. Mehrling) 现在是哥伦比亚大学巴纳德学院经济学系的教授，从1987年开始，他就已经在此执教了。他的研究兴趣是经济学的货币和金融范畴，他会从不同的方法学角度研究这些领域。他最新的著作是《费希尔·布莱克和金融的革命思想》。

何塞·安东尼·奥卡姆博 (Jose Antonio Ocampo) 现在是哥伦比亚大学的教授，正在国际与公共事务学院教书，他还是全球思想委员会的研究员。他也是联合国国际货币与金融体系改革专家委员会的成员。他曾经担任过联合国经济和社会事务的副秘书长，联合国拉丁美洲和加勒比海经济委员会的执行秘书，哥伦比亚财政、农业和规划部的部长。

阿维纳什·佩尔绍德 (Avinash Persaud) 的职业生涯跨越了伦敦和纽约的金融界、学术界和公共政策领域。他目前是金融顾问公司智力资本的主席，还是三家投资流行女装商店的董事会成员。他以前还担任过美国道富集团的总裁，J.P. 摩根货币和商品研究部门的全球主管，瑞士联合银行固定收入研究部门的主管。

马丁·拉佩提 (Martin Rapetti) 现在是布宜诺斯艾利斯国家和社会研究中心 (CEDES) 的助理研究员，以及阿姆赫斯特马萨诸塞大学的博士研究生。他的研究兴趣包括宏观经济学、发展、金融和拉丁美洲经济学。

Y. V. 雷迪 (Y. V. Reddy) 曾经担任了五年的印度储备银行主管，并于2008年9月5日退休。他目前是海得拉巴大学的名誉退休教授。在担任主管之前，他从2002年8月开始担任国际货币基金组织的执行理事。再向前追溯一步，他曾

是印度储备银行的总裁。历史再向前倒转时，他在印度政府内担任过金融部秘书长、商业部特别秘书。他在印度的安得拉邦政府内执行了几种功能不同的职能。他还曾经是世界银行的顾问。他于近期被选为伦敦经济和政治科学学院的荣誉院士。

约瑟夫·E. 斯蒂格利茨 (Josaph E. Stiglitz) 现在是哥伦比亚大学的教授，他在经济学系、商学院、国际与公共事务学院任教，并在全球思想委员会担任主席职位。联合国大会主席在危机发生以后创建了联合国国际货币与金融体系改革专家委员会，约瑟夫曾担任过该委员会的主席。他曾经是世界银行的首席经济学家和高级副总裁，也是克林顿总统经济顾问委员会的主席。他还获得过2001年诺贝尔经济学纪念奖。

菲利普·特纳 (Philip Turner) 从1989年以来一直在国际清算银行 (BIS) 就职。他目前是货币和经济部的秘书组组长，负责BIS中央银行会议的经济学论文。他早年在BIS任职时的主要研究领域包括新兴市场的金融稳定性，并撰写过关于发展中国家银行系统和银行重组的文章。在1976年至1989年之间，他在巴黎担任经济合作与发展组织 (OECD) 经济系各部门领导的多种职位。他拥有哈佛大学的哲学博士学位。

马里恩·威廉斯 (Marion Williams) 从1999年开始就一直担任巴巴多斯中央银行的主管。她现在是英国银行家研究所 (FCIB) 的研究员，还是一名注册管理会计师 (CMA)。她曾是巴巴多斯银行与金融研究所的创始成员和第一任主席。她是加勒比海地区技术援助中心 (CARTAC) 指导委员会的前主席，加勒比海货币研究中心 (CCMS) 执行委员会的前主席。她还于2006年获得了巴巴多斯政府颁发的全国金皇冠荣誉称号。

缩写词汇表

ABS	资产抵押证券
ACT	企业财务主管协会
ADB	亚洲开发银行
AFL-CIO	美国劳工联合会和产业工会联合会
AFTE	法国企业财务协会
AIG	美国保险集团
APEC	亚太经合组织
ASBA	美洲银行监事协会
BCBS	巴塞尔银行监管委员会
BFS	金融监管董事会
BIS	国际清算银行
bp	基点
BoP	国际收支平衡
CDO	担保债务义务
CDS	信用违约掉期
CESR	欧洲证券监管委员会
CGFS	全球金融体系委员会
CIC	中国投资公司
CPSS	付款和清算系统委员会
CRA _s	信用评级机构
CRAAC	信用评级机构评估中心
CRD	资本要求指令
ECB	欧洲中央银行

EMBI	新兴市场债券指数
EME	新兴市场经济体
ERISA	雇员退休收入保障法
FASB	财务会计准则委员会
FATF	金融行动特别工作组
FD	财政赤字
FDI	外国直接投资
FDIC	联邦存款保险公司
Fed	美联储
FHA	联邦住宅管理局
forex	外汇
FSA	金融服务管理局
FSAP	金融部门评估规划
FSF	金融稳定论坛
FSI	金融稳定研究所
GRF	全球储备基金
GSE	政府赞助企业
HIPC	严重负债贫穷国家
HLCCM	高级资本金融市场委员会
HLI	高杠杆机构
IAIS	国际保险监督官协会
IASB	国际会计准则委员会
ICT	信息和通信技术
IFRS	国际财务报告准则
IIF	国际金融研究所
IMF	国际货币基金组织

IOSCO	国际证券委员会组织
IRB	内部评级法
LIBOR	伦敦银行同业拆出息率
LOLR	最后贷款人
LTCM	长期资本管理
MBS	抵押贷款证券
NASDAQ	全国证券交易商自动报价协会（纳斯达克）
NBFC	非银行金融公司
NDR	追加储备金总需求
NFS	国外净盈余
NGS	政府净储蓄
NIE	新兴工业化经济
NPS	净私人储蓄
NRSROs	全国公认统计评级机构
OECD	经济合作与发展组织
OFI	其他金融机构
OIS	隔夜指数掉期
OTC	场外交易
PD	违约概率
PDCF	一级交易商信贷组织
QDII	合格国内机构投资者
QFII	合格国外机构投资者
RBI	印度储备银行
RER	实际汇率
RMBS	住宅抵押贷款证券
ROA	资产收益率

ROSC	关于标准和规范的遵守报告
SDRs	特别提款权
SEC	安全与交换佣金
SIV	结构性投资工具
SLF	短期工具
SPE	特殊目的实体
SRO	自我监管机构
SWF	主权财富基金
TAF	定期拍卖机制
TALF	定期资产支持证券贷款融资
TARP	问题资产救助计划
TSLF	定期安全贷款基金

目 录

Contents

1.前言	1
------------	---

史蒂芬妮·格里菲斯-琼斯, 何塞·安东尼·奥卡姆博, 约瑟夫·E. 斯蒂格利茨

第一部分 美国的危机

2. 2007—2008年的金融危机及其带来的宏观经济后果	19
-------------------------------------	----

约瑟夫·E. 斯蒂格利茨

3. 次级金融: 是的, 我们还停留在堪萨斯州	50
-------------------------------	----

杰勒德·卡普里奥

4. 重新监管美国金融体系的背景考量: 第三次会带来神奇的魔力, 还是第三次打击?	62
--	----

简·雷格尔

5. 危机的应对	75
----------------	----

约瑟夫·E. 斯蒂格利茨

第二部分 改革金融监管

6. 中央银行, 流动性和银行危机	101
-------------------------	-----

菲利普·特纳

7. 金融监管改革的议程和标准	126
-----------------------	-----

简·德阿里斯塔, 史蒂芬妮·格里菲斯-琼斯

8. 信用危机下政策和银行监管的作用..... 147
阿维纳什·佩尔绍德

9. 应该如何监管信用评级机构？ 161
查尔斯·古德哈特

10. 信用违约掉期：金融改革的关键 182
佩里·G. 梅林

11. 管理全球监管系统 197
马里恩·威廉斯

第三部分 发展中国家的观点

12. 亚洲资本流动和金融弱点的管理 215
伊尔玛兹·阿卡伊兹

13. 发展中国家金融部门的监管：从2008年全球金融危机中总结的教训 234
Y. V. 雷迪

14. 经济发展和国际金融体系 244
罗伯托·夫伦克尔，马丁·拉佩提

15. 国际储备作为防御战略的累积 258
费尔南多·J. 卡迪姆德·卡瓦霍

第四部分 全球货币体系改革

16. 改革全球储备制度 277
何塞·安东尼·奥卡姆博

17. 国际货币改革的小建议 299
布鲁斯·格林沃尔德，约瑟夫·E. 斯蒂格利茨

1

前 言

史蒂芬妮·格里菲斯-琼斯

何塞·安东尼·奥卡姆博

约瑟夫·E. 斯蒂格利茨

自我调节市场的架构建立在既精细复杂又概念空洞的基础上，2008年的全球金融危机则一举将这一基础粉碎了。这种概念组织方式近几十年来一直占主导地位，但带来的却是自1929年大萧条以来最严重的世界金融危机、自第二次世界大战以来最严重的经济衰退以及国际贸易的崩溃。其结果是，全球正在经受着日益增多的社会危机——这一点在失业率、不充分就业率逐渐攀升，养老金价值大幅缩水这两方面表现得尤为突出。虽然近些年来发展中国家的经济增长势头达到了历史最佳水平，但也难以摆脱陷入危机的事实。

金融危机并不是一件新鲜事儿，自从20世纪70年代以来，日益壮大的金融市场自由化就导致了一系列的危机。美国自身就经历了其中的三场危机，它们分别是：由于向拉丁美洲过度放贷而引发的银行危机（由于这场危机的最终结果是拉丁美洲付出了巨额的代价，也就是“失落了十年”的发展机会，所以大家通常不把它视为美国的银行危机）、20世纪80年代末的储蓄和贷款危机以及2008年的金融危机。美国还为严重的股灾画上了浓墨重彩的一笔，例如1987年10月的“黑

看得见的手

色星期一”、21世纪初信息和通信技术（ICT）股票的崩盘。许多工业国家也在最近几十年的时间里经历了金融危机，日本就是其中最值得关注的案例之一；当然，发展中国家也不幸多次被殃及。但是，2008年危机的深度及其对全球金融体系的影响都是独一无二的，并呈现出了严峻的政策和概念挑战。

本书的主旨就是观察这些挑战，并重点强调它的政策影响。2008年7月，哥伦比亚大学“政策对话倡议”和曼彻斯特大学布鲁克斯世界贫困研究所组织的研讨会以及获得福特基金会支持的部分研究项目促成了本书的问世。在曼彻斯特研讨会开展的期间，危机就已经发生了；但是继2008年9月中旬雷曼兄弟破产以后的金融危机尚未发生，工业国家政府和中央银行的激进主义也没有发生。此时此刻，包括美国管理部门在内的许多人都认为天下已然“转危为安”。但即使是在当时的情况下，我们仍然坚信事态将会继续恶化下去，我们应该从更深层次的角度来思考危机的根源，我们应该考虑如何应对以及如何防止危机再次降临。原本为初期会议做准备的文章大幅地更新了内容，报道了会议召开至2009年3月之间的事件和政策决定，原稿也就是在这时被送往出版人的手中的。

本书一共分为四个部分。第一部分讨论了美国金融危机的起因、规模和广义上的政策影响。它既强调了所有危机背后的“普遍常规”——当然，这些常规也在当前的危机中有所反映，还阐述了当前危机的特有属性。这个部分还探索了一个问题：当前重组金融监管体系的尝试（这是自19世纪末以来美国的第三次调整）是否能够提供更加持久的金融稳定性。第一部分的最后一个章节还探讨了回赎权取消的管理、金融救市计划以及对危机的宏观经济应对。

第二部分聚焦了国内和国际的监管改革。我们的总体原则应该是支持一个全新的、更加有效的金融监管体系，探讨了原则以后，各位作者详细地讨论了中央银行流动性大规模扩张的机制、有效金融监管的总体原则、关于评估机构和信用违约掉期的监管重点以及恰如其分的体制框架。

第三部分将重点关注发展中的经济实体，从某种程度上而言，发展中国家是当前混乱局势的无辜受害者。这个部分首先探讨了亚洲资本流动的管理情况，随后总结了从印度这样一个高度成功发展的国家的经历中吸取的教训。紧接着，它从维持有竞争力的汇率和积累国际储备，并将其作为预防设施这两方面的能力探

讨了全球金融体系的最新变化和它对发展中国家的影响。

最后一个部分讨论了国际币制改革的广泛议题，并重点强调和特别拟议了全球储备体系的改革。这个部分被分为两个平行的章节，它提议要建立一个全新的系统，通过创建一种全球储备货币，这个系统就可以战胜当前以美元为基础的体系中存在的问题。这算是旧话重提了，凯恩斯在大约75年前就提议建立一个全球储备体系，但是2009年3月联合国大会委员会关于国际货币和金融体系改革的报告强调了这个理念的重要性，它的时代已经来临了。

本书旨在通过对2008年金融危机的分析在国内和国际监管、国内宏观经济管理和世界货币体系改革等领域总结出一套全面综合、志向高远的政策建议。就在本书被送往出版社的时候，有关国内和国际政策反响的讨论仍然在激烈地进行着，包括20国集团（G20）于2009年4月在伦敦会晤期间发布的倡议。有些有趣的倡议也被抬出桌面了，例如特别提款权（SDR）的重新发布，还有同时强调综合整治和反周期性原则采纳、向更好的国际监管迈进的步伐。但是谈到财政刺激措施的适当性以及工业国家银行的不稳定立场，全球对此仍然忧心忡忡。当然，这些问题在美国显得尤其严重。更好的政策设计将取代过去失效的旧政策，我们希望本书能够为这个正在进行的对话提供有益的帮助。

美国的危机

正如斯蒂格利茨在第2章所强调的，全球金融危机的起因、规模和后果不尽相同。斯蒂格利茨诊察了导致危机的失败因素，特别是信息和激励问题所扮演的重要角色。作者以这些诊断为基础，针对如何改革金融监管体系从而防止未来危机提供了多条建议。

危机为信息经济学提供了一个再好不过的研究案例。斯蒂格利茨举例说明了在管理者和市场参与者的头脑中直接或间接使用的模式是如何忽略信息的缺陷和不对称性的。自从激励政策变得举足轻重以后，在个人和机构层面被歪曲了的激励政策就导致了歪曲的行为。这类歪曲的激励政策包括银行里的行政赔偿制度，评级机构中的利益冲突，废除《格拉斯-斯蒂格尔法案》所带来的问题，道德危

看得见的手

险，用复杂性减少竞争和提高利润的做法，证券化带来的道德危险问题。虽然自从大萧条以来金融市场已然发生了显著的变化，但是某些引起危机的潜在问题仍然没有改变，最显著的问题就是过度的杠杆作用。

斯蒂格利茨根据这项问题诊断提出了一些监管改革意见，它可以减少未来危机发生的频率和深度。但是，监管改革不仅仅只是一个长期的问题。金融危机还是一场信任危机，如果导致这种灾难性后果的激励政策和限制制度没有发生变更，那么我们就很难在金融体系中注入信心。作者讲述了良好监管体系的几大原则：改善市场主体和监管者的激励政策，建立更好更透明的核算框架，为足够的反周期性资本要求做好准备。斯蒂格利茨还呼吁机构的创新，例如建立一个金融产品安全委员会确保新金融产品的安全性、有效性和恰如其分的运用；建立一个金融市场稳定委员会，以监管金融市场的总体稳定性，这些想法自从诞生以来就被人们广泛接受了。

第3章由卡普里奥撰写，他写道——令人惴惴不安的是，许多危机的特性都非常类似：它们反映出了金融市场行为的“普遍常规”，特别是容易让市场和监管者陷入过度冒险和宽松失察的激励政策体系。作者认为：当局犯下的重大错误之一就是过于信赖静态的法规，忽视了监管游戏中的动态变化，也就是说，事实上静态的法规会扼杀掉旨在规避相同法规的创新活动。

卡普里奥认为，监管的目标应该是金融体系，它应该针对最广泛的社会群体、涉及最低标准的腐败、采取审慎的风险意识、有效地提供大量有用的金融服务。一个动态体系涉及的参与者应该越多越好，其激励政策必须揭露各种新式的风险，从而强迫监管者采取行动。监管者的主要使命就是向公众披露更多的信息，并确保信息无误或不具有误导性。加大披露内容的全面性不仅可以让全社会监督监管者，还可以让监管者拥有更多的责任感。

监管中的一个重要因素就是公司如何补偿风险承担者。监管机构会为当前给予慷慨补偿的公司打低分，为把补偿延续到未来的公司打高分。监管可以揭露过度冒险管理他人资金的法律体制，从而改善激励政策。资金经理必须接受质询，遵循公开目标、以最高标准的委托责任感执事，并且遵照法院的解释为不当行为接受诉讼。对公司做评估的人也要肩负着与资金经理同样的法律责任，所以评估