

经济金融前沿译丛

金融危机和美联储政策

The Financial Crisis and Federal Reserve Policy

劳埃德·B. 托马斯 (Lloyd B. Thomas)

著

危勇

审校

危勇 贾茜 胡颖

译



中国金融出版社

经济金融前沿译丛

金融危机和 美联储政策

The Financial Crisis and Federal Reserve Policy

劳埃德·B. 托马斯 (Lloyd B. Thomas)

著
审校
译

危勇
危勇 贾茜 胡颖



中国金融出版社

责任编辑：张智慧

责任校对：孙蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机和美联储政策 (Jinrong Weiji he Meilianchu Zhengce) / 托马斯著; 危勇, 贾茜, 胡颖译. —北京: 中国金融出版社, 2012. 5
(经济金融前沿译丛)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6339 - 0

I. ①金… II. ①托…②危…③贾…④胡… III. ①金融危机—研究—世界②货币政策—研究—美国 IV. ①F831. 59②F827. 120

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 059220 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 14

字数 206 千

版次 2012 年 5 月第 1 版

印次 2012 年 5 月第 1 次印刷

定价 46.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6339 - 0/F. 5899

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

译者前言

当中国金融出版社邀请我承担本书翻译工作时，我毫不犹豫地欣然应允。基于工作关系，一直以来，我对中央银行危机管理怀有浓厚兴趣，我的博士论文研究也是围绕这方面而开展的。

始于2007年的美国金融大危机（the Great Crisis）的持续时间之长、影响程度之深，为20世纪30年代大萧条以来所罕见。在这次危机处理中，美联储秉持实用主义原则，在政策理念上奉行积极干预原则，在政策工具上大胆创新，在政策操作上激进、灵活。美联储的努力在促进宏观经济和金融体系稳定方面发挥了积极作用，得到各方的广泛肯定和普遍赞誉。本书正是对这一历程的全景式回顾。本书内容丰富、见解深刻、表达通俗，深入、全面、客观地展示了美国大危机及其相关事件，相信阅读本书必将是一次愉快的学术之旅。

尽管本书写作的时间跨度大、涉及内容广，但是重点仍然非常突出，始终围绕危机的产生及管理而展开。为了便于读者阅读，我概括了三条线索以供参考。

第一，明斯基“金融不稳定理论”的回归。著名后凯恩斯主义者海曼·明斯基在20世纪80年代提出的金融不稳定理论，在美国金融大危机后重获主流经济学家认可，以至于现实中以资产价格崩溃为特征的金融危机爆发都被形象地称为“明斯基时刻”。根据明斯基的金融不稳定理论，这种存在于投资决定、投资融资、预期利润和债务结构之间的关系，决定了现代金融体系中的天然的内在不稳定性，并由此导致了资本主义经济的周期性波动。正如明斯基所说，稳定孕育不稳定，潜在的稳定背后总是蕴藏着各种不稳定的因素，驱使着资产价格膨胀和信用过量以致引发周期性的波动与全面衰退的经济危机。本书正是以明斯基“金融不稳定理论”为基本分析框架，阐述了大危机的产生及其后果。

第二，大危机中对最后贷款人角色的颠覆。维护金融稳定和防范道德

风险对最后贷款人来说都不可偏废。根据传统的“巴杰特原则”，最后贷款人只向有清偿能力、信誉良好的金融机构提供流动性，且收取优质抵押品和惩罚性贷款利率。但从大危机的救助实践来看，美联储的行动彻底颠覆了传统的最后贷款人角色。美联储的流动性注入对象已经扩大至非金融机构，收取的抵押品范围大幅扩大、品质下降，且既没有征收惩罚性利率，也没有限制规模。由于金融机构资产负债表的密切联系和金融市场的深度一体化，美联储还根据自己的判断，对某些系统重要性机构（SIFIs）开展个体救助。尽管在对贝尔斯登公司和美国国际集团实施救助的过程中，美联储也附加了严格的条件，但普通民众仍然认为救助行为更加扭曲收益和风险之间的不匹配关系，加剧华尔街金融机构的冒险激励。

第三，美联储宽松货币政策的推出。在美国金融大危机中，美联储以维护宏观经济稳定、降低宏观经济风险为货币政策操作的出发点。为了促进货币稳定，面对货币乘数的大幅下降，美联储大幅扩张资产负债表而注入准备金，实现了基础货币的大幅增长，有效保证货币流通正常和稳定，避免了大萧条时期的错误。为了使宏观经济尽快与金融动荡相隔离，美联储采取了激进的降息策略，自2007年9月至2008年12月，分10次将联邦基金利率从5.25%下降到史无前例的0~0.25%区间。通过恢复金融市场正常功能，2007—2009年美国真实GDP仅下降3.8%。大危机也延伸性地引发了对两个问题的讨论：一是考虑到资产价格大幅波动对金融稳定和实体经济的影响，货币政策是否有必要关注资产价格？二是随着经济复苏步入稳定轨道和通货膨胀抬头，宽松货币政策的退出时机、顺序和工具的选择。这些在书中都有涉及。

本书第一、二、三、八、十二章由我翻译，第四、五、六章由胡颖翻译，第七、九、十、十一章由贾茜翻译；全书由我负责校对。由于译者水平有限，书中错误难免，对此责任在我，敬请读者包涵指正。

危勇

2012年4月于广州

前言

金融危机总是尾随经济稳定悄然而至。“稳定孕育不稳定”，2007—2009年“大危机”前四分之一世纪的经济极度稳定验证着以上观点。事实上，经济学家将以上时期称为“大稳健”时期。战后美国共发生了12次经济衰退，其中两次影响程度最轻、持续时间最短的经济衰退就发生在1991—2001年间，美国历史上最长的连续性经济增长也发生在这段时期。在“大危机”之前的20年，美国的失业率要低于在此之前20年的平均水平。通货膨胀率也维持在不同寻常的低位，平均每年为2.5%。在2000年前，由于在促进经济繁荣和前所未有的稳定方面的完美表现，美联储主席格林斯潘被冠以“货币政策大师”的称号。

不幸地，正如过去所常见的，美好时光和长时间的经济稳定导致了傲慢情绪的产生。借款人、贷款人、投资者、监管机构、美联储和其他机构都错误地认为，金融工程师们创立的神秘的衍生工具能够有效降低金融市场的风险，并将剩余风险配置给那些既乐意又有能力承担风险的主体。金融产品创新的发展和货币政策操作的改进，让人们以为高失业和高通胀已经成为过去。过于自信助长了某些经济主体的骄傲自满，诱使他们为了追求高收益而更激进地承担风险——所有这些促成了灾难时期的来临。

写作此书的决定受以下的简单事实所驱动：我是一名经济学家，开始于2007年的金融危机是我一生所经历过的最重要的经济事件——准确来说是过去75年。这本书着眼于为围绕大危机的关键问题提供清晰和直接的答案，因此它是为大量有阅读兴趣的读者而写，包括那些没有受过正规经济学训练的读者。它也应该能够吸引大量金融与货币经济学领域的学生和并不专注于这一领域的经济学家。

本书阐述的有关重要问题如下：

“大危机”为什么会发生？金融危机为什么成为资本主义的周期性特征？

开始于美国的“大危机”为什么会扩散到全世界？

金融危机通过哪些渠道溢出并导致了自“大萧条”以来最严重的经济衰退？

美联储采取了哪些行动来避免 2008 年 9 月发生的连串事件蜕变成第二次“大萧条”？

与“大萧条”时期相比，美联储在“大危机”期间的表现如何？

美联储在未来几年实施“退出战略”可能遭遇哪些问题？

21 世纪第一个十年发生的这些事件将从哪些方面对未来几年的高通货膨胀预期产生影响？

哪些金融改革能够降低未来危机发生的频率和减轻其影响？2010 年通过的金融改革法案在多大程度上解决了这些问题？

本书寻求洞察这些重要问题。强化对“大危机”的研究需要关注它付出的沉重代价。在 2008 年、2009 年和 2010 年，美国损失的产出和收入估计是潜在 GDP 水平的 6%，美国每年的潜在 GDP 为 15 万亿美元，那么每年损失的产出也就接近 9 000 亿美元。在过去 3 年的时间里，美国人均收入损失超过 8 000 美元。尽管这些损失正在缓慢消失，但经济活动要重新恢复到充分就业的水平至少要花上 5 年时间。

当然，这些代价并没有被公平地分担，它们不相称地集中于 800 万失业人口身上。特别具有破坏性的是，2010 年 10 月的长期失业劳动力（指连续失业 27 周以上）比率比 1987—2007 年间的平均水平还要高 5 倍。长期失业不仅代价沉重，而且对失业者打击特别大，因为这些受影响的工人的技能和激情不可避免地随时间而消退。许多中老年个体并非由于自身过失而失业，也许他们永远不能从这种失败中恢复过来。

然而，“大危机”的代价不仅限于失业。很少有美国人能够幸免于“大危机”的影响。例如，许多美国家庭虽然保住了工作，但失去了自己的房子。传统上美国中产阶级家庭最基本的财富构成就是房产。房价史无前例的下降摧毁了 7 万亿美元的财富。房产缩水以及股价下跌，意味着数以百万计的接近退休年龄的美国人被迫推迟退休。许多最近退休的美国人要么重新进入劳动大军，要么面对急剧下降的经济环境。

“大危机”给许多城市和州造成的损失在当今时代也是没有先例的。几乎所有 50 个州都遭遇了税收收入的大幅下降，这也使得财政紧缩计划的

实施成为必然；数以万计的教师被辞退，学生福利也前景不明；由于缺乏资金，数以千计的囚犯被从监狱释放；公路和水务系统已经老化；最弱势公民的必要公共服务也被取消。

与州政府面临的情况不同的是，联邦政府的支出并不受当前收入的限制。然而，财政收入的锐减，以及为减轻衰退严重程度而实施的经济刺激计划急剧推高了美国和其他许多国家的财政赤字。截至 2009 年，美国的财政赤字超过其 GDP 的 10%，这是美国非战争时期从来没有出现过的状况。赤字上升加剧了美国的财政困境，与之类似的还有希腊、冰岛、西班牙、葡萄牙和其他正在经历 2010 年春季出现的欧洲主权债务危机的国家。越来越多的著名经济学家认为，美国不会幸免于主权债务危机。当 2010 年下半年脆弱的经济复苏清晰显示出步履蹒跚的信号时，外国投资者对美国的财政责任承诺失去信心的担忧明显阻止了迫切需要的财政刺激计划的实施。

本书前面三章讨论了过去几个世纪发生在不同国家的金融危机的类型，提供了对导致金融危机的信贷和资产泡沫产生原因展开解释的分析框架。为了揭示最近的“大危机”，本书分析了先前美国发生的一些金融危机，包括 20 世纪 80 年代的储贷机构危机、“大萧条”，以及直接促使美联储产生的 1907 年大恐慌。

第四章分析了房地产和信贷双泡沫的形成，讨论了“动物精神”因素在其中所起的作用，以及认为股市、石油、黄金和房地产的价格不可能下降的短视看法。在双泡沫膨胀过程中的重要推动因素还包括：贷款人和借款人双方的不审慎和不计后果的行为，监管机构缺乏必要的监督，评级机构的不胜任和欺诈行为，以及对房地产业无限制的信用供给。信用爆炸是多种因素共同作用的结果。这些因素包括：经过证券化的抵押贷款被包装成可销售证券和相关神秘工具、不受监管的影子银行体系的快速兴起和发展、中国和其他国家对美贸易所形成的大量顺差资金在美国寻求投资出路、美联储实施的极度宽松货币政策等。

第五章概述了引发泡沫破裂的系列事件，它们发生在 2006 年中期房价开始下降和信贷开始收缩之后，演示了房价下降、房屋止赎、强制拍卖的恶性循环怎样招致了一连串的破坏性事件。这个过程以金融体系中标志性机构的失败而到达顶点，如雷曼兄弟公司和美林证券公司的破产、对货币市场共同基金和大量影子银行机构的挤兑、政府资助而私人所有的房地美

和房利美的破产和政府接管。第六章详述了“大危机”导致消费、投资和其他形式支出严重收缩的渠道，因而也就解释了为什么“大危机”是自“大萧条”以来影响最深和持续最长的经济衰退。

相对于研究“大危机”的其他著作，本书的一个明显特征就是对美联储政策的扩展性研究。本书认为，美联储在处理金融危机方面承担了主要责任，然而，虽然美联储所采取的特殊和勇敢行动阻止了可能的经济崩溃，但在当代媒体对银行、“政府”和其他代理机构开展批评的报告和分析中，这一点却被忽视。本书深入分析了美联储应对“大危机”所采取的行动，并与“大萧条”中美联储的行动展开对比。第七章提供了美联储实施货币控制的总体框架，解释了美联储为什么能够决定短期利率水平和货币供应量的增长趋势，概述了美联储实施货币控制所运用的工具。

第八章讨论了20世纪30年代早期的“大萧条”事件，分析了从1929年至1930年货币供应量下降30%的影响因素。经济学家认为，货币供应量的收缩催生了通货紧缩，通货紧缩是影响“大萧条”严重程度与持续时间的标志特征与决定因素。这一章讨论了美联储所犯的几个致命错误，研究了当时美联储决策官员的心态。这部分内容非常有趣，本·伯南克作为一个研究“大萧条”的一流经济学家和其在美联储所扮演的角色——他在2006年出任美联储主席，并在“大危机”中及其之后主持美联储的工作，两者都令他成功地赢得了声望。

第九章解释了美联储为阻止“大危机”蜕变成第二次“大萧条”所采取的行动。随着2008年秋季雷曼兄弟公司的破产，银行和其他机构为恐惧所吞噬，连接基础货币和货币供应量的货币乘数呈现出比“大萧条”时期更急促的下降。为了抵消这种影响，美联储快速扩张自身的资产负债表，给正常信用渠道已经关闭的机构提供创新性的贷款计划，不久之后又直接收购了大量的抵押贷款支持证券和其他相关证券。美联储采取的这些措施，导致银行准备金和基础货币快速增长，阻止了货币供应量的下降和通货紧缩的破坏性降临。

第十章分析了一旦经济复苏最终变得足够强劲，美联储实施退出战略所准备采用的工具。美联储意图阻止其在“大危机”时期注入银行体系的大量资金以银行信贷形式膨胀性地释放出来。在这方面，美联储正在进入一片未知的水域。目前，美联储试图引领经济从“大衰退”中复苏过来，

而不以破坏性的高通货膨胀为代价。这一章研究了以上过程中挑战美联储政策制定的政治和经济因素。

第十一章讨论了用货币政策规则代替相机决策的货币政策问题。这一章深入分析了泰勒法则，并以它为标准对美联储在“大危机”、“大萧条”以及美联储犯下政策错误的其他事件中的货币政策展开评价。

第十二章研究了一系列不正当的激励机制对导致大危机的行为所产生的影响。它也解释了尽管目前正在通过立法和其他手段来矫正扭曲的激励机制，但是经济学家仍然相信周而复始的金融危机是不可避免的。

总而言之，本书着眼于为研究大危机提供一个全方位的视角。我希望，专注的读者能够紧紧抓住以下三方面的内容：大危机的起因和后果、货币政策在减轻危机后果中所发挥的作用、降低金融体系脆弱性的金融改革。如果能够达到这一目的，写作本书所付出的努力也就“劳有所值”。

致 谢

如果没有许多人的帮助和鼓励，这本著作将不可能完成。芸芸·Lv 每天都在为这个项目忙碌，其工作远远超出一个研究助手的范围。芸芸负责该书大量数据的处理和书中图表的编制，进行了大量的实证检验，以及完成其他许多不能一一列举的任务。她的奉献、执著和忠诚值得高度赞扬。丽莎·泰勒也提供了及时和力所能及的帮助，包括构造第十一章的图表。

我要感谢布鲁斯·贾菲安排我前往印第安纳大学商业经济和公共政策系享受公休，他的友谊和支持值得珍惜。印第安纳大学的克里斯蒂娜·罗伯逊愉快地承担了该书所有表格的打印工作。在印第安纳大学，我有幸与于尔根·冯·哈根共用一间办公室，他在文献方面的渊博知识，给我提供了很大帮助。感谢印第安纳大学的迈克尔·贝叶、迈克尔·富莱希尼、艾里克·拉斯穆森、卡他林·斯特法内斯库和堪萨斯州立大学的帕特里克·戈姆利、艾德·奥尔森、丹尼斯·魏斯曼的参与讨论与提供文献参考。丹尼斯·魏斯曼对第十二章金融改革提供了精确和建设性意见。我的前同事和长期好友迈克·格林伍德也给我提供了很多重要的灵感和支持。迪夫·曼迪，密苏里大学经济系主任，在2010年6月写作的关键时期友好地给我提供办公室；杰克·莫里斯，爱达荷大学商业和经济学院院长，在7月份也给我提供了一间办公室；劳瑞·哈丁，麦克米兰出版社的编辑，多次给我指导和鼓舞，蒂芙尼·霍福德，助理编辑，面对我不停的询问，用洋溢乐观情绪的邮件信息来振奋我的精神。

最重要的感谢应该给予我的妻子——莎莉，她的包容、忠诚和支持是我已有一切成就的动力。当我专注于这一项目时，她忍耐了许多没有我陪伴的日子，甚至很多次我们就在同一所房子里。莎莉特意为本书创作设计了封面。我的女儿，莉斯·托马斯·霍恩，给予我必需的鼓励。此外，她仔细审查了每一章，她的突出才干有效改善了本书的架构，使得本书的陈

述变得更加清晰。我的同胞兄妹——玛莎、艾伦、莉莉、查利、珍妮——他们给予我大量的支持和鼓励。最后，19个月大的索菲·霍恩是我写作的灵感之源，她的微笑使一切辛劳都值得为之付出。

目 录

前 言	1
致 谢	1
第一章 金融危机：概览	1
I. 简介	1
II. 金融危机的类型	2
III. 结论	10
第二章 银行危机的本质	12
I. 简介	12
II. 明斯基金融危机理论	12
III. 集群效应，国际传导和银行危机预测	17
IV. 金融危机对宏观经济的影响	22
V. 结论	24
第三章 1907 年大恐慌与 20 世纪 80 年代美国储贷机构危机	27
I. 简介	27
II. 部分准备金银行制度和美国历史上的恐慌时期	28
III. 早期的银行恐慌，1907 年大恐慌以及美联储的建立	31
IV. 20 世纪 80 年代美国储贷机构危机	36
V. 结论	40
第四章 房地产与信贷泡沫的形成	42
I. 简介	42
II. 信贷及债务增长	44

III. 房地产泡沫的推动因素	45
IV. 美联储的角色	55
V. 识别泡沫	56
VI. 结论	58
第五章 双泡沫的破灭	61
I. 简介	61
II. 房价下跌和房屋止赎：一个恶性循环	62
III. 借短贷长的经济学原理	65
IV. 神秘的金融工具和影子银行体系	66
V. 多米诺骨牌效应	72
VI. 结论	80
第六章 2007—2009 年的大危机和大衰退	82
I. 介绍	82
II. 基本宏观经济概念	82
III. 实际 GDP 和产出缺口模式	86
IV. 金融危机对各部门需求的影响	90
V. 结论	97
第七章 美联储的货币政策框架	100
I. 介绍	100
II. 美联储的资产负债表、银行准备金以及货币供应量	101
III. 基础货币	103
IV. 货币供给乘数	106
V. 美联储的货币政策工具	110
VI. 结论	113
第八章 大萧条时期的美联储政策	116
I. 概述	116
II. 大萧条的世界性特征	118

III. 引起大萧条的原因	119
IV. 通货紧缩：衡量标准及其影响	122
V. 美国货币供给的崩溃	124
VI. 对 20 世纪 30 年代事实的不同解读	126
VII. 大萧条结束的原因是什么？	132
第九章 大危机中美联储的应对措施	136
I. 介绍	136
II. 对 2008 年美联储利率政策的批评	138
III. 金融危机的货币机制	141
IV. 美联储增加流动性供给的措施	146
V. 美联储为降低长期利率而采取的措施	151
VI. 结论	153
第十章 美联储的退出战略和通货膨胀阴影	156
I. 介绍	156
II. 奥肯法则和高通货膨胀前景	157
III. 通货膨胀前景：乐观预期	159
IV. 通货膨胀前景：悲观预期	161
V. 美联储的退出战略	165
VI. 结论	168
第十一章 泰勒法则及其对美国货币政策的评价	170
I. 介绍	170
II. 一个货币政策规则的例子	170
III. 被动性和主动性规则	172
IV. 泰勒法则和美国货币政策	174
V. 以泰勒法则为标准来评价美国货币政策	180
VI. 结论	185

第十二章 监管改革建议 188

 I. 概述 188

 II. 谁是罪魁祸首：政府还是私营经济部门？ 189

 III. 改革建议：基本思路 191

 IV. 需要解决的特殊问题 195

 V. 结论 204

第一章 金融危机：概览

I. 简介

2007 年，起源于美国次级贷款市场的问题引发了一场过去 75 年不曾经历过的世界性金融危机。在这场危机中，数以百万计的美国人失业，上万亿美元的财富湮灭，无数家庭流离失所，成千上万家破产，这其中包括超过 250 家银行。金融危机直接导致美国几乎所有州的财政危机，联邦预算赤字也陷入只有全面战争时期才会出现的紧急困境。金融危机具有毁灭性特征，这次金融危机位居最大破坏等级之列，因为，它不同于 20 世纪 80 年代的拉美金融危机和 90 年代的俄罗斯金融危机，这次危机产生于世界上最重要的金融中心。

危机并非独钟情于美国，它几乎波及全世界每一个国家。造成危机广为传播的原因一方面是引发危机的基本因素也在其他国家发生作用，另一方面是危机具有强烈的传染性。这种流行性传染有点类似于流感。1918 年的流感开始于堪萨斯州的赖利堡，之后迅速扩散，2 年内共造成 6 万美国人和全世界估计超过 3 000 万人的死亡。大型金融危机也是从起源地螺旋性地向外扩散，最终影响远离起源地的无数人民。这次美国金融危机的负面影响迅速向外溢出，传染到从冰岛到西班牙再到菲律宾的众多国家。

当一场由预期推动的经济泡沫不可避免地破灭时，金融危机也就发生了。金融危机可以被定义为金融市场、金融机构和经济活动的大破坏和大崩溃，它通常伴有前期私人和公共债务或货币供应的快速扩张，最后以房地产价格、股票指数，很多情况下也包含对外汇率的急剧下跌为标志。具有讽刺意味的是，资本主义制度的优越之处在于：它鼓励创造更加美好的生活——在这一制度下，人们倾向于创新和冒险，但它同时也容易遭受具有严重破坏后果的经济泡沫的攻击。

2007—2009 年世界范围的金融危机，现已被冠名为“大危机”，它仅