



THE
SQUAM LAKE
REPORT

Fixing
The Financial System

门朝哪开

重塑全球金融系统

[美] 斯夸姆湖小组◎著 乔江涛◎译

格林斯潘 伯克南 鼎力推荐

—— 全球金融系统改革指南 ——

肯尼思·弗伦奇 (Kenneth R. French) 马丁·贝利 (Martin N. Bailey) 约翰·坎贝尔 (John Y. Campbell)
约翰·科克瑞恩 (John H. Cochrane) 道格拉斯·戴蒙德 (Douglas W. Diamond) 达雷尔·达菲 (Darrell Duffie)
安尼尔·卡夏 (Anil K Kashyap) 弗雷德里克·米什金 (Frederic S. Mishkin) 拉古拉姆·拉詹 (Raghuram G. Rajan)
戴维·沙夫斯泰恩 (David S. Scharfstein) 罗伯特·席勒 (Robert J. Shiller) 申铉松 (Hyun Song Shin)
马修·斯劳特 (Matthew J. Slaughter) 杰里米·斯坦 (Jeremy C. Stein) 勒内·斯塔茨 (René M. Stulz)



中信出版社·CHINACITICPRESS



THE
SQUAM LAKE
REPORT
Fixing
The Financial System

门朝哪开

重塑全球金融系统

[美] 斯夸姆湖小组◎著 乔江涛◎译

肯尼思·弗伦奇 (Kenneth Froot)
约翰·科克瑞恩 (John H. Cochrane)
安尼尔·卡夏 (Anil Kashyap)

戴维·沙夫斯泰恩

马修·斯劳特 (Matthew Spitzer)

—— 作者名单 ——

约翰·坎贝尔 (John Y. Campbell)

达雷尔·达菲 (Darrell Duffie)

古拉姆·拉詹 (Raghuram G. Rajan)

伊勒 (Hyun Song Shin)

申铉松 (Hyun Song Shin)

杰里米·斯泰因 (Jeremy C. Stein)

勒内·斯塔茨 (René M. Stulz)

图书在版编目 (CIP) 数据

门朝哪开 / [美] 斯夸姆湖小组著; 乔江涛译. —北京: 中信出版社, 2013. 1

书名原文: The Squam Lake Report

ISBN 978-7-5086-3705-1

I. ①门… II. ①美… ②乔… III. ①金融危—研究—世界 IV. ①F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 279973 号

The Squam Lake report: fixing the financial system by Kenneth R. French... [et al.]

Copyright © 2010 Princeton University Press

Published by Princeton University Press

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the Publisher.

The simplified Chinese translation rights © 2013 by China CITIC Press.

All rights reserved.

本书仅限在中国大陆地区发行销售

门朝哪开

——重整全球金融系统

著 者: [美] 斯夸姆湖小组

译 者: 乔江涛

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: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 10.25 字 数: 110 千字

版 次: 2013 年 1 月第 1 版 印 次: 2013 年 1 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2011-2596 广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-3705-1/F · 2776

定 价: 36.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

The Squam 前 言 Lake Report

斯夸姆湖小组（Squam Lake Group）由 15 位顶尖金融经济学家组成，我们聚在一起，是为了向金融监管体系的改革提供指导建议。2008 年秋季的一个周末，小组在新罕布什尔州斯夸姆湖的一个世外桃源般的休养胜地首次聚首。当时，世界性的金融危机已演化至白热化阶段。尽管小组借鉴了这次危机的情况（危机中的事件，以及随之而来的应对政策），但我们用心良苦地将重点放在了那些更具长远意义的问题上。我们希望，我们所提出的建议能对演进中的资本市场（它们的结构、功能和监管）改革助上一臂之力。

这本指南以我们在学术、私人部门以及公共政策方面的集体经验为基础。小组成员包括美国金融协会（American Finance Association）过去 9 位主席中的 8 位（包括现任主席以及当选下任主席）、一位前联邦储备委员会委员、一位前国际货币基金组织首席经济学家，以及过去比尔·克林顿总统和

乔治·W·布什总统经济顾问委员会的一些成员。小组的成立和动力源于我们的一个共同的担心：决策者们常常会误解或忽视许多可以对良好的监管改革提供指南的学术知识，乃至设计拙劣的政策带来了事与愿违的后果。

在首次斯夸姆湖会议之后，小组行动起来，力求提出面向世界各地决策者们的特定政策建议。我们通过电子邮件、电话和会议来协调工作。名家荟萃的斯夸姆湖小组进行了许多饶有趣味而且有时候堪称热火朝天的讨论，但全体成员逐渐就一系列紧迫而又重要的政策建议达成了共识。自始至终，小组均坚定地保持着无党派立场，没有任何商界或政界的赞助者。

当我们就一个主题达成共识，我们会在一张白纸上精心将我们的分析和建议做一个总结，然后力争在第一时间让这些成果对现实中的政治讨论施加影响。小组成员们一直积极地活跃于全球各地最高层的政治活动中。在美国，成员们曾向民主党和共和党的参议员和众议员们介绍情况，在参众两院也均有作证的经历。我们曾与联邦储备委员会、纽约联邦储备银行、财政部、经济顾问委员会、欧洲央行、国际清算银行、证券交易委员会的官员以及韩国总统共商大计，曾在英格兰银行、英国财政部、法兰西银行、欧盟委员会发表讲话，还与来自其他许多国家的决策者们会晤过。

本书收集并简要解释了斯夸姆湖小组所提出的政策建议。引言一章强调了世界金融危机的主要特征（我们的政策建议正是以这些特征为基础的），并对它们之间的相互联系做了一个预览。此后各章则就一个个特定问题提出了我们的建议。结尾一章总结了我们的政策建议背后的两个关键性的原理，并解释了为什么这样的政策有助于缓解世界金融危机。最后，我们讨论了一些可能会对这些建议的采纳造成阻碍的挑战。

The Squam 致 谢 **Lake Report**

斯夸姆湖小组谨对普林斯顿大学出版社的彼得·多尔蒂（Peter Dougherty）和塞思·迪奇克（Seth Ditchik）表示衷心的感谢，感谢他们对创作这本书的兴趣、他们对紧锣密鼓的创作过程的悉心监督，以及他们对颇有创意的发行过程的支持。我们感谢温迪·辛普森（Wendy Simpson）在首次斯夸姆湖会议中卓越的后勤组织工作，感谢安迪·伯纳德（Andy Bernard）成立这个小组的建议以及他在我们首次会议中的贡献。我们那一张承载着研究成果的白纸，最初是由对外关系委员会（Council on Foreign Relations）负责散发的。我们感谢对外关系委员会的塞巴斯蒂安·马拉比（Sebastian Mallaby）一贯的不吝指导与支持，感谢他在委员会的同僚利亚·诺顿（Lia Norton）和派翠西娅·多尔夫（Patricia Dorff）对编辑工作的帮助。

小组还想对肯·弗伦奇（Ken French）和 马特·斯劳格赫特尔（Matt Slaughter）的特殊贡献致以谢意：肯是小组活动的领导者和协调人，因此被列为第一作者；马特则对本书文稿的起草居功至伟。小组成员还要感谢家人对那么多个漫长的工作日和不眠之夜的耐心支持与无私容忍。最后，小组对学术界内外的许多金融经济学家对我们的鼎力支持表示感谢，我们从他们所贡献的知识中获益良多。

The Squam 目 录
Lake Report

前 言 —V

致 谢 —VII

第1章 引 言 —1

第2章 金融市场的系统性监管者 —29

第3章 金融市场的新信息机制 —41

第4章 退休储蓄的监管 —51

第5章 改革资本要求 —65

第6章 金融服务业高管薪酬的监管 —75

第 7 章	困境金融机构资本注入的一种加速机制： 可调整的混合证券	—87
第 8 章	为具有系统重要性的金融机构改善处置程序	—97
第 9 章	信用违约掉期、清算所和交易所	—113
第 10 章	一级经纪人、衍生品交易商和挤兑	—125
第 11 章	结 论	—139

金

融系统之所以能够促进我们经济福利的提高，是因为它可以帮助借款者从储蓄者那里获得资金，而且可以将风险转移。在这次肇始于 2007 年，在 2010 年似乎已经归于平静的世界金融危机中，金融系统的这两个任务执行得异常艰难。由此而导致的混乱致使全球经济产出和就业率急剧下滑。

危机之中的那些非同寻常的政策干预对稳定金融系统发挥了作用，使银行和其他金融机构得以继续支持经济的增长。尽管危机导致了严重的衰退，但截至目前来看，大萧条重现的悲剧毕竟已经得以避免。但是，各国政府的干预行动已经为我们留下了庞大无比的政府债务，这个负担有可能意味着未来数十年中缓慢的经济增长、更高的税率、政府违约风险或高企的通货膨胀。

我们如何才能避免世界金融危机的重演？这是今天摆在全世界面前的

最重要的政策问题之一，而且至今未获解答。在本书中，我们会提出旨在加强金融系统从而降低危机爆发风险的政策建议。尽管我们吸取了这次危机中的经验教训，但我们的建议都是以长久以来金科玉律一般的经济原理为指引的。

在制定这些建议的过程中，对于相关利害方的动机问题以及可能存在的意外后果，我们都进行了认真的考虑。我们力求甄别出有待解决的特定问题，以及这些问题背后所存在的私人与社会利益之间的分歧；我们认真检验了我们所提出的解决方案有可能存在的意外效应；我们也思考了个人和机构可能用于规避监管或操控监管者的手段。

我们的建议以两个核心原理为支持。其一，决策者必须考虑监管方法对整个金融系统的影响，而不仅仅是局限于对个别金融企业的影响。例如，在设定资本金要求时，监管者不仅要考虑单个银行的风险，还要考虑到整个金融系统的风险。其二，有效的监管应该迫使企业自行承担它们所施加于整个社会的企业倒闭风险。缓解金融企业与社会之间的冲突，可以促使企业以更加审慎的方式行事。

在此后各章节中，我们将提出一系列的政策建议，其中的任何一个均可以单独理解或是结合其他政策来理解。在最后的结论中，我们将对这些政策做一个总结，并解释它们为什么本可以在这次世界金融危机中发挥积极作用。

金融危机始末

序幕

2007年夏季，随着住房抵押贷款支持证券（mortgage backed securities）市场爆出巨亏，世界金融危机初现端倪。例如，在8月份，法国巴黎银行（BNP Paribas）暂停了旗下三只持有这类证券的基金的赎回，美国房贷投资公司（American Home Mortgage Investment Corp.）更是落得一个破产的下场。房贷相关损失在整个秋季阴霾不散，包括银行间拆借利率在内的各个金融系统压力指标也异乎寻常得高。不顾美联储和欧洲央行的巨量流动性注入，金融机构开始吝啬地积存现金，银行间借贷大幅萎缩。北岩银行（Northern Rock）无力对到期债务进行再融资，于2007年9月走到末路，成为英国100多年来首宗银行破产案例。

下一个大问题发生在拍卖利率证券（auction rate securities）市场。尽管拍卖利率证券属于长期债券，但在危机爆发之前，短期投资者们也对它们很感兴趣，因为主办银行会规律性地定期进行拍卖（一般每7、28或35天一次），给债券持有者们提供了出售债券的机会。但在2008年2月，有多达数千次拍卖失败，原因是债券卖家的数量超过了买家，尽管债券的利率已经达到上限，而且与此前的拍卖不同的是，主办银行并没有自行吸纳过剩的部分。在经历了大量诉讼之后，几大主办银行同意赔偿多个客户的

损失。拍卖利率证券市场至今未能恢复元气。

回想起来，贝尔斯登在2008年3月的崩溃是一个关键性的转折点。这家公司有大量业务是靠隔夜拆借来融资的，而当它在抵押贷款支持证券上遭受巨亏，它的借款人们开始拒绝再将债务展期。与此同时，它的一级经纪业务也失去了很多顾客，我们将在后面详细介绍这个过程。在3月15日那个周末，联邦政府出面促成摩根大通出手救援，其中包含来自美联储的慷慨承诺。那个时候，许多观察家和官员都认为危机已经得到控制，市场将会对信用风险加以有力管束。事实证明，这种乐观是没有根据的。

不平凡的9月

世界金融危机在2008年9月进入了极其严重的阶段。两个以创造、出售和投机于抵押贷款支持证券为主营业务的政府赞助企业（government-sponsored enterprises）——房利美和房地美，在9月份的头两个星期中双双垮台，被联邦住房金融局（Federal Housing Finance Agency）置于接管程序下。

危机的高峰始于2008年9月15日那个星期一。雷曼兄弟，一家总部位于纽约的经纪行和投资银行，在这一天宣告破产。导火索是公司的短期债权人和一级经纪客户的纷纷撤离，与贝尔斯登的经历极其相似。雷曼的破产令人意外，因为就在短短几个月前，政府还插手阻止了贝尔斯登的破产。

没过几天，美国政府又出手拯救了美国国际集团（AIG）。AIG承保了

数千亿美元的信用违约掉期合约，这实质上是一种保险合同，会在某个特定借款人（比如一家公司）或是某个特定证券（比如一只债券）发生违约的时候进行赔偿。随着经济状况日益恶化，AIG 看起来越来越有可能对至少某些合约进行赔偿。根据掉期合约的要求，AIG 需要向交易伙伴提供担保资产。AIG 无能为力。高盛是 AIG 最重要的一个交易伙伴，而高盛对担保资产的要求就是 AIG 陷入绝境的重要原因之一。现在估计，政府救援房利美、房地美和 AIG 的财政成本达到数千亿美元。

就在同一个星期，财政部长汉克·保尔森（Hank Paulson）宣布了第一个问题资产救助计划（TARP），要求国会批准 7 000 亿美元的预算用于购买抵押贷款支持证券。美联储主席本·伯南克和总统乔治·W·布什也发表了重要讲话，对金融系统所面临的巨大危险发出了警告。证券交易委员会禁止了数百只金融股的卖空操作，导致以卖空对冲手段为依托的期权市场和采用多空组合策略（long-short strategies）的对冲基金，均陷入了一片混乱。

这个星期的乱局并未就此收场。银行间拆借急剧下滑，商业票据市场萎靡不振，一家货币市场共同基金 Reserve Primary Fund 遭遇了挤兑。与其他共同基金不同的是，货币市场基金的股份价格是保持不变的，通常是 1 美元，基金的盈利用于支付利息而不是提高股份的价值。由于股价固定在 1 美元，如果亏损导致一只基金的每股净资产跌破了 1 美元，就有可能引发挤兑，投资者们会争先恐后地要求得到每股 1 美元的全额偿付，将损失风险留给其他投资者。2008 年 9 月 16 日，由于有超过 1% 的资产投在了雷曼兄弟所发行的商业票据上，Reserve Primary Fund 便遭受了这样一次挤兑。在雷曼宣布破产后，这只基金的每股净资产跌到了 0.97 美元，投资

者慌不择路地抽走了基金 640 亿美元总资产中的 2/3，直到基金在 9 月 17 日暂停了赎回程序。担忧情绪也蔓延到了其他货币市场基金的投资者中，在接下来的 10 天内，他们将投入美国货币市场基金的 3.5 万亿美元抽走了几乎 10%。为了稳定市场，政府采取了史无前例的行动，对美国的每一家货币市场基金都提供了担保。

若换做平常，这些事件中的任何一个都足以成为年度金融故事，但在 2008 年的 9 月，这一切却在同一个星期中发生了。尽管有许多评论和主流媒体的报道都将这次世界金融危机完全归罪于政府放任雷曼破产的决定，但这样的看法忽视了那个星期中所发生的其他许多重大事件的明显作用。

10 月：银行救援与信用恐慌

到 2008 年 10 月初，美国政府已经意识到，在公开市场中购买抵押贷款支持证券的 TARP 计划是不可行的。作为替代方案，财政部开始动用国会拨款购买大银行的优先股，并提供信用担保和其他支持。尽管现在已经被戴上了“银行救援”这样一个帽子，TARP 的收购行动却并不仅仅是向问题机构的资助。状况良好的银行也被强制性地注资，以防止选择性的资助透露出政府对于各银行状况优劣的主观判断。许多决策者似乎认为银行不放贷是因为它们已经损失了太多的资本金，而且也无力或不愿去募集更多的资本金。因此，政府的目标似乎并不是拯救银行，而是充实它们的资本，以促使它们再次敞开放贷的大门。最终，前一个结果是实现了——没有一家接受了 TARP 资金的大银行破产，但后一个，似乎并没有实现。我们将在后文详细分析这