

# 第一部分



## 格林斯潘、美联储 和股票市场

---

The Greenspan Effect: Words  
That Move the World's Markets

## 第1章

---

世界名人——美国联邦储备委员会主席

谁也没有料到，艾伦·格林斯潘会达到经济学界职业的顶峰，并且享有现在这样的知名度。当然，他很可能又不得不忍受这种知名度给他带来的烦恼。这中间他历尽艰辛，经历曲折，比如说，你能设想这位沉默寡言的美联储主席曾经在摇摆乐队吹小号的情景吗？这种形象确实耐人寻味。

另一方面，格林斯潘对经济与政治方面重大问题的思维并未经历太大变化。罗纳德·里根和乔治·布什都是在历史上有着重要地位的人物，格林斯潘又同他们二位交往甚密。但是与这两位总统不同的是，格林斯潘在哲学观点上没有重大变化。对于经济问题，他现在的观点与其一贯主张基本雷同。一旦有了机会——格林斯潘一旦在世界经济大舞台上扮演起有力的角色，促成年轻时代的格林斯潘的那种力量就在改变着当今世界。

格林斯潘于1926年3月6日出生于上曼哈顿的华盛顿海兹区，是赫伯特和罗丝·格林斯潘夫妇的独生子。

赫伯特是一位股票经纪人，这一事实，令当今华尔街有些人士想起来便会感到滑稽可笑。艾伦很小的时候，格林斯潘夫妇就离了婚，他是由母亲抚养成人的。在乔治·华盛顿中学时（这所学校也是亨利·基辛格的母校），艾伦显示了他的数学天才，但他首先津津乐道的却是音乐。在20世纪40年代中期，他在纽约著名的吉拉德学校接受了两年培训，因为他演奏低音单簧管和萨克斯管的技巧过人，因此就进入了享

利·季罗姆的摇摆乐队当了一名爵士乐演奏员。

但是这一切忽然被现实打乱了。他周围全是专业乐师，在这些超级天才面前，他感到很自卑。他开始怀疑其音乐生涯的前程，与此同时，他又萌发了其他一些想法，这就是第二个值得我们品嚼回味的形象：聪明绝顶的格林斯潘在幕间休息时，总是躲在角落里啃着大部头的经济和金融书籍。巡回演出一年以后，他离开了季罗姆乐队，开始在纽约大学就读商业经济学。

经济学就像一件得体的上衣一样非常适合格林斯潘，他于1948年以最优异的成绩毕业，并获得经济学学士学位。两年后，他继续在纽约大学深造，攻读经济学硕士学位，随后又来到哥伦比亚大学攻读经济学博士学位。在哥伦比亚大学就读时，他已同画家琼·米契尔结婚。这时，他和著名的经济学家亚瑟·F·彭斯共同搞研究，两人成了挚友。很巧合的是，彭斯不久就走上了—条职业道路，而格林斯潘后来走的也是这条路：彭斯先出任经济顾问委员会主席（艾森豪威尔政府），然后担任美联储主席，任期为1970~1978年。

同时，格林斯潘又有了新的特殊爱好。这次涉及到的是安妮·兰德，此人为俄国流亡小说家、社会哲学家，并受到人们偶像般地拥戴。1952年认识兰德以后，格林斯潘就经常到她的寓所参加周六晚会。兰德极善表达，讲起话来滔滔不绝，一大群铁杆追随者被迷得神魂颠倒，他们对这位女哲人的极

端个人主义学说深信无疑，如痴如醉。（她最著名的作品《不在乎身负重任》，就在今天还能吸引不少涉世不深的大学生。）格林斯潘和他的那些周六晚会上的同事们自称为“我们合作社”——假惺惺的称呼——以便同兰德式的极为纯洁的资本主义保持一致。格林斯潘日后是这样谈论兰德对其思想的影响的：

认识安妮·兰德的时候，我是一个充满亚当·斯密色彩的自由企业家，对理论结构和效率市场印象很深。而她所做的一切启动我的心灵开始思索为什么资本主义不仅高效可行，而且比较合乎道德规范。<sup>2</sup>

到了1954年，格林斯潘的婚姻宣告终止，他也中断了在哥伦比亚大学攻读的博士课程。尽管一再受挫，他仍走在快车道上。当时他才28岁，就同一位年纪稍大的纽约债券交易人联手，此人名叫威廉·图森，他们共同创办了一家咨询公司——图森-格林斯潘公司。在后来的20年里，格林斯潘一直把这家公司当作自己的职业基地。1958年图森去世后，他就执掌帅印，接过了公司的领导权。凭借公司的良好信誉，他扩大经营，开发了一批在金融和制造业领域颇具影响的客户。同时，格林斯潘还为自己创造了一个新颖奇特、有利可图的

小天地，即向高层企业管理人员提供经济分析意见。正如一位美联储官员日后所说：“他是第一个专门向总裁们提供预测的人。”<sup>3</sup>这种工作不仅从思维上具有挑战性，也特别适合格林斯潘发挥个人才能，而且也因此使他变成了一位富人。

直到1977年，格林斯潘才拿到在纽约大学攻读的经济学博士学位。如果谁把美联储主席看成是教授式的人物，一听到这件事肯定会愕然。虽然他有25年时间没同书本打交道，但这段时间对他来讲极有价值。作为一名经济顾问，他学会了如何使用复杂的定量技术去预测分析宏观和微观经济动向。与此同时，他独创了一种“从最基层做起”的分析方法，而这种方法成了他在美联储的标志。

对处于这个神秘领域以外的人来讲，很难说清格林斯潘的方法论有多么独特。他从最小的细节开始，如库存量，产品交货时间等，研究许多数字，直至看到大轮廓的出现。他的一位朋友曾略带夸张地说：“格林斯潘是这么一种人，也知道1964年出厂的雪佛莱轿车上用了多少个平头螺栓的人，他还知道如果拔去其中的3个将会对国民经济造成什么影响。”<sup>4</sup>

格林斯潘于1968年开始涉足政治，这又是一个大胆的举动。他先是在里查德·尼克松的总统竞选班子中担任国内政策研究组主任。尼克松获胜后，他又担任过渡小组的顾问，但这段经历没多少斐然的成就，于是格林斯潘又重新回到私

营企业领域中去。

六年以后，他又重返公众生活，这次更加雄心勃勃。

1974年夏季，赫伯特·斯坦恩告知尼克松总统他不想再继续担任经济顾问委员会主席一职，白宫方面就此考虑聘请格林斯潘担任该职务。开始是由财政部长威廉·西蒙好言相劝格林斯潘，后来又由亚历山大·黑格施加压力，此人的做法十分了得，无人能比（“这里我说了算”是黑格的名言），但黑格施加的压力越大，格林斯潘越坚决不干。由此可以明显看出，他热爱他在图森-格林斯潘公司的工作，不愿意让公司失去像他这样强有力的领导人。这其中也或许还有另外一个同样重要的原因：自从1968年总统竞选开始，格林斯潘就十分讨厌尼克松。而当时的尼克松政府由于水门事件弄得沸沸扬扬，摇摇欲坠，他就更没有理由去华盛顿出任公职了。

这时，亚瑟·彭斯，这位格林斯潘在哥伦比亚大学的良师益友，粉墨登场出面相劝当年的同窗好友。彭斯自1970年以来一直担任美联储主席。他对格林斯潘讲：图森-格林斯潘公司成立20年了，假如这时离了创始人还不能运转，这就正好说明这家公司存在着严重问题。格林斯潘认为彭斯的分析语重心长，颇具道理，便同意担任这项职务。但是尼克松八月份提出辞职，就引发了潜在小问题，因为当时美国参议院正在考虑格林斯潘的提名，但是由于华府易人，最终杰拉尔德·福特迅速重新提名格林斯潘，并得到了通过。

格林斯潘是担任经济顾问委员会主任这一重要职务的第一位“商业经济学家”，他很快就发现要对付许多商业方面的挑战。1974年，通货膨胀高达12%，失业率很快升高到了38%。当时，杰拉尔德·福特总统被许多人看成是举止和蔼可亲，但死气沉沉、毫无生气的看守政府首脑，他的能力深受民主党控制的国会的怀疑。福特政府几条平淡无奇的政策（包括为期不长的“制止通胀”政策）根本没有引起公众的兴趣，尽管当时恶劣的经济状况已成为国家的首要问题。

同时，在幕后的格林斯潘正在悄悄地做着有效的努力，他采取了双管齐下的办法，即避开政治和顶住政治干预。对这一段经历，他日后回忆道：

我当时坚信我们应该停止在财政方面的短期微调，干这一行我们并不擅长，弄不好还会起反作用。我们应该集中精力解决长期问题。在这一过程中，无论是经济上还是政治方面，都应尽量少用政策干预，要想长期保持经济增长，而又不至于引发通货膨胀，应当在这种体制中恢复一定的风险水平，我们必须减弱政府对经济的干预力度。<sup>5</sup>

经济顾问委员会的一位历史学家是这样回忆的：“格林斯

潘扭转了斯坦恩关于党积极干预的政策，恢复了该委员会的某种声誉。”“新闻界称他“对总统的影响与日俱增”。经济状况有所好转时，格林斯潘在某种程度上受到了赞誉。

1977年，格林斯潘在经济顾问委员会任期届满，又回到了他在纽约的公司。尽管如此，他还是取得了一定的知名度，而且还不断地加以利用。他曾在《时代周刊》的经济学人委员会担任委员，以权威评论家的身份出现在电视屏幕上，他甚至在早期，以“著名的经济顾问”身份为苹果牌电脑做过广告。

图森-格林斯潘公司的业务经营状况如日中天，格林斯潘本人也是吉星高照。共和党人于1979年同吉米·卡特争夺白宫权位时，格林斯潘不可避免地被卷入了里根的阵营。此后不久，他参与了政治斗争的丛林战。他使当时作为候选人的里根相信：在大谈供给学说的同时，也应强调预算平衡，就这样他进入了当选总统里根的过渡班子。但是出乎预料的是唐纳德·里甘却被任命为财政部长。华盛顿了解内幕的知情人士认为：这一举动表明里根总统不买格林斯潘更加传统的保守主义的帐。

尽管如此，格林斯潘不久又返回到华盛顿，这次他的身份是两党全国社会保障改革委员会主席。当时和现在的状况几乎完全相同，经济学家及其他专门研究数字的人一直预测未来的10至20年，因此就普遍担心现有财政体制的竞争力。格

林斯潘主持的委员会主张提高《联邦社会保险捐款法》中的个人所得税，对某些收入纳税（几年之后）将提高退休年龄。根据格林斯潘的委员会的建议，国会通过了相应的立法，正如赫伯特·斯坦恩日后指出的一样：“大幅度减少个人收入的第一个社会保障法案引人注目。”<sup>7</sup>

这种改革在政治上不得人心，却硬把它以法律的形式确定下来，其艰难程度可想而知。然而一些内部人士把这一成功更多地归功于该委员会的成员，而不是格林斯潘本人，而格林斯潘也庆幸这个委员会能够同时说服国会和白宫。他日后写道（在本书第 11 章中有详细阐述）：“当时如果我们不那样作，这个报告的命运会同过去该委员会的许多报告一样毫无结果，只会被人丢弃在布满灰尘的书架上。”<sup>8</sup>无论如何，该委员会在社会保障改革方面——一贯被称为政治陷阱的领域——取得了意想不到的成功，因此格林斯潘名声大增。

1983 年，保罗·沃克在美联储的主席职位任职期将满之时，就发生了激烈的带有哲学色彩的争论。沃克要求坚决扼制通货膨胀，而美联储董事会中由里根任命的供应学派成员却坚持要求放松银根，以促进经济较快增长。这两派持不同观点的人展开了激烈的争论。里根追随者们认为：80 年代早期，在抑制通货膨胀方面，沃克得到的赞誉比总统还要大，这件事对自己这一方绝对不利。对里根身边的许多人来讲，

最大的侮辱在于沃克是民主党人！而沃克却顽固地坚持自己的使命，硬是强撑着又干了一个任期。但这期间，每当人们一看到沃克可能被排挤出去，人们都说接替他的很可能是格林斯潘。

沃克的第二任任期于1987年届满，结果或多或少符合人们的预料。正如《商业周刊》所讲的那样，“里根政府几星期以来假惺惺地挽留沃克”，沃克看出了其中的奥妙，就辞职不干，解甲归田了。但在他离任之前，要求政府承诺由坚持抑制通胀的伙伴继任主席，政府只好应允。《商业周刊》报道说：“当总统和沃克对照各自提名的美联储继任人的名单时，两个人都把经济学家艾伦·格林斯潘作为首选。”<sup>9</sup>

格林斯潘的提名在白宫引起了一片欢呼，也引起了一些讥讽之词。大选在即，如果格林斯潘坚持沃克的做法，抑制通货膨胀，延缓了经济发展，影响了共和党在1988年大选的获胜机会怎么办？这些顾虑在某种程度上被后来的数字打消了。到1987年，美联储的董事会成员都成了里根任命的人，这一大群狂热的供应学派分子肯定会维护共和党和里根指定的接班人乔治·布什的利益。

在白宫外面，人们对这位理智的嗓音宽厚的商业经济学家也很怀疑，因为他对中央银行的金融业务毫无经验，在国际舞台上的名声也是平平而已。亨利·考夫曼是所罗门兄弟公司一位广受尊重的经济学家，他认为干脆一点说“格林斯潘

的作用超不过一个顾问”。《商业周刊》评论道：“现在的主要问题是格林斯潘能否绕过华盛顿的政治雷区。”<sup>10</sup>

在华盛顿环形公路之内的权力机关内，人们开始寻问这样一个问题：美联储地位是否下降了？当然没有人会说里根削减了美联储的权力（而尼克松曾经为了削减美国联邦最高法院的权力，企图任命无名之辈担任法官）。但是，在沃克辞职时，也带走了巨大的声望，人们广泛地赞美他是五年经济复苏的总建筑师，而这种复苏是在多年的滞胀后出现的。《新闻周刊》甚至说他是“当代美国历史上最强有力的中央银行领导人”。白宫声称格林斯潘与沃克一样受人尊重，而新闻界则不完全同意，并且明确地说：“这种说法不太对，但除了他，也确实没有别人。”<sup>11</sup>

这些都是美国当时的实际情况。从1980年以来，通货膨胀率和利率几乎不间断地下降，但现在又开始上升了。更为糟糕的问题是，美国、德国、日本的经济增长幅度很小，美元对外币的汇率直线下降，这样一来增强国际合作的希望成为了泡影。美国与日本又展开了贸易战，彼此相互指责，《新闻周刊》则说得更干脆：“沃克离任选得真不是时候。”<sup>12</sup>

国际金融市场对此也做出了反应，并直接影响了美元的汇率。格林斯潘的任命一宣布，道·琼斯指数下降了22个点，这在当时是很引人注目的。债券价格下滑得更厉害，在一天

之内降到了五年内的最低点。在东京，美元对日元的汇率由1:145跌到了1:142.5；在巴黎，美元对法国法郎的汇价下降了2%。<sup>13</sup>

但是情况很快出现了转机。第二天，道·琼斯指数攀升了42.47点，美元的汇价又有所上升。在东京，周末收盘时为143.6日元，在巴黎，美元汇价比前一天上升了1%。换言之，即使在他就任前，这位新任美联储主席就发挥了格林斯潘效应，这种现象还有很多，我们这本书论及的就是这一效应。

刚一上任，这位美联储主席就不得不马上对付通货膨胀。在7月份，原油价格跌到了每桶11美元；而到了8月，又猛涨到每桶22美元。价格的暴涨连同其他通胀压力，促使美联储于1987年9月4日将贴现率提高了0.5个百分点。

这是一年多来首次利率调整，又是从1984年春季后第一次上调利率。实际上，从1984年以来，美联储共七次削减利率，由原来的90%下调到后来的5.5%。大多数经济权威人士认为：9月上调利率，明显地意味着格林斯潘主持的美联储要认真对付通货膨胀。

然而，危机四伏，接连不断。在经过一周的惨重损失后，到10月19日这一天——不久就成为臭名昭著的“黑色星期一”——股票市场大幅度地下降了508点（降至1738.74点），造成账面损失高达5000亿美元。这一天下降的百分比为22.6%，是

1929年大萧条时著名的黑色星期二那一天的二倍。对大多数观察家来说，这个时候真是可怕之极。这就需要具有果断决策能力的领导人担此重任，力挽狂澜，而坐在美联储主席高位上的这个人却是人们记忆中最没有经验的那一位。

但是，面对挑战，格林斯潘挺身而出。下午刚过4点钟，格林斯潘在达拉斯走下飞机，收盘铃声已响，使华尔街避免了遭受了更大的损失。一个惊慌失措的美联储官员告诉格林斯潘，市场在收盘时已下降了508个点，格林斯潘当时一愣，但马上做出反应，他听到的应是508个点，而不是5.08个点。<sup>14</sup>他立即取消了预定的讲演安排，飞回华盛顿，当夜召开紧急会议，同顾问们研究处理危机的对策，并做出了至关重要的决策。在星期二开市铃声响前不到一个小时，他发表了下面的简要声明：

联邦储备委员会，根据其国家中央银行的责任，今天重申它时刻准备着发挥其清偿来源的作用，支撑经济和金融系统。<sup>15</sup>

也就是说美联储会根据需要，向金融体系注入资金，以防止金融崩溃。换句话说，对付危机的紧迫性已远远超过了紧缩银根的政策。正如拉尔夫·沃尔多·爱默生所讲到

的“愚蠢的政策一致性是目光短浅之辈的做法”，而格林斯潘并不愚蠢。

在过去的黄金年代里，一旦出现这种情况，只要像摩根这样的金融巨头走进股票交易所，在大庭广众之下签下大额订单，就可以制止恐慌。其含义很明确：没什么值得害怕的。而现在的美联储是在摩根去世那一年创建的，在众多方面成了他的继承人，也正以类似的象征性手段干预经济来稳住投资者。学了一辈子经济史的格林斯潘，对摩根和其干预手段了如指掌，更确切地说，他也了解美国1929~1933年金融史上的悲剧，当时正是由于中央银行愚蠢地紧缩银根，把已经受到打击的股票市场推进了大萧条的深渊。所以，当他的一些顾问正苦于无计可施时，格林斯潘却毫不犹豫地說道：

懂得经济史的人都会明白，如果股票市场下跌了500个百分点，跌幅达20%时，经济肯定会出大问题。这时我们所要考虑的不是应不应该向市场注入资金的问题，而是如何注入的问题。<sup>16</sup>

市场很快就平静下来。在短短几个月内，人们挽回了黑色星期一中所遭受的全部损失。正如《福布斯》日后所描绘的那样，

“这是格林斯潘最辉煌的一刻，他高举喇叭，告诉银行把钱借给华尔街，然后降低短期利率，而长期利率也随之下降”。<sup>17</sup>

这种有效的干预，对格林斯潘来说，还只是开头。股票大跌几个月后，美联储又调高了利率，这是一个惊人的举动，而且传递了两个有关信息：首先，格林斯潘已下定决心抑制通货膨胀；其次，他相信1987年的股票大跌与其说是危机，倒不如说是对经济的调整。他高瞻远瞩，不让短期波动影响经济的长期持续增长。在很大程度上多亏了格林斯潘的英明决断，股市跌价后才没有出现经济萧条。值得庆幸的是，1987年的股票大跌没有重演1929年的悲剧。

在经济领域取得胜利后，格林斯潘现在面临着重大的政治考验。保守的共和党总统乔治·布什正争取连任，大多数悲观的华盛顿内部人士预测：保守的共和党人格林斯潘不会对利率采取任何行动来支持布什，尽管当时迫于通货膨胀的压力很明显需要再次调高利率。这时，格林斯潘更惊人的举措出台了。在共和党全国大会召开前的几个星期，美联储将贴现率提高了50个基本点（整整提高了50%），这一来几乎窒息了原本就不景气的经济。

这是什么意思？首先，这位美联储主席尽管经验仍然欠缺，但却从不受任何人控制，也不领任何人情。其次，他的视野远远超过了政治家的视野，因为政治家最远只能看到下一次选举。格林斯潘经常不厌其烦地讲：我们的目的是获取最大

程度的可持续性增长。

但格林斯潘在以后的岁月里还有许多教导，也有许多教训。1990年，经济滑入轻度衰退期，许多经济学家和投资者指责格林斯潘把持的美联储，说它在发现经济指标有问题以后，采取行动时动作太慢（美联储直到12月份才调低利率）。但到了1992年，经济又出现大幅度增长，同时通胀率和失业率保持很低水平。当其他人正在沾沾自喜、津津乐道时，格林斯潘的目光已经投向了更远处。他得出结论：最大可持续增长已处在危险之中。美联储预计再过一年左右时间，紧张的劳动力市场便会引发通货膨胀，于是从1992年7月开始提高利率。这就是所谓的对通货膨胀“先发制人的打击”。

从华尔街到各城镇，对格林斯潘可谓众说纷纭。许多人把他当成讨厌的扫兴鬼。经济本来处于良好发展势头，就因为过度害怕通货膨胀而去抑制其发展。而工会组织只想提高工人工资，增加就业机会，因此就把这位美联储反通胀斗士骂得狗血喷头。但是美联储却继续调高利率，一共调整了五次。从1992年7月的3%的最低点调至1995年2月1日的5.25%的最高点。与此同时，经济继续增长着。先发制人的打击的确保证了经济的最大可持续增长，格林斯潘的理论得到了验证。

在1996年，克林顿总统面临连任，而格林斯潘也面临重新任命。在很大程度上正是由于格林斯潘的不懈努力，在克林顿当政的四年内，每一季度经济都有所增长，克林顿政府因

此得到了巨大的政治实惠。正如《经济学家》所讲的：“比尔·克林顿重新当选，艾伦·格林斯潘的功劳最大。”<sup>18</sup>在1992年，克林顿总统以谈论经济问题压制其对手，“重要的是经济问题，你们就是不懂。”在与乔治·布什争夺权位期间，克林顿的政治助手们是这样自言自语的，这句话后来成了名言。四年以后，谁也没能力在这个问题上同克林顿比试高低。就这样，克林顿感恩戴德，重新提名格林斯潘担当此重任。这已经是第三任。

克林顿是个中间派，而民主党左派却要争夺一番。尽管参议院金融事务委员会已于3月份批准了格林斯潘的提名，参议员汤姆·哈金（来自于艾奥瓦州）和另外三个民主党参议员还是威胁说如果参议院不就格林斯潘是胜任的问题举行听证会，他们就采取阻挠手段。这种僵局持续了三个月，直到共和党人同意用一天时间举行听证会。听证会一结束，参议院以压倒多数票重新任命了格林斯潘。

到了1996年，情况变成：谁胆敢批评格林斯潘，谁就要吞咽苦果。《财富》杂志在3月份的调查表明：在全国204位大公司的首席执行官中 21%的人认为在经济领域格林斯潘比总统还重要，另有19%的人则认为他同总统一样重要，96%的人支持格林斯潘的重新任命，如此高的支持率是任何总统做梦也得不到的。”

随着经济学家们开始高度赞扬对通胀的先发制人打击的优点和所谓的“经济软着陆”，原来批评格林斯潘的人不得不俯

首称臣，甘拜下风。大通证券公司著名的首席经济学家查尔斯·利波曼，在回顾1996年时讲到：“1994年格林斯潘采取预先紧缩银根的手段，避免了更高的通货膨胀，但他非但没得到赞誉，反而还饱受批评，因为他不遗余力地对付人们当时还看不见的通胀。”<sup>20</sup>当然，即使这样，还有人极力否定格林斯潘，比如默蒂默·祖克曼。他贬低格林斯潘的“货币控制政策”是一项“反动”政策，造成了产量下降，失去了成千上万的就业机会，损失了几十亿美元。<sup>21</sup>

但这些局外人很孤立。对《财富》杂志来说，格林斯潘是“我们这一世纪杰出的央行行长，最好的美联储主席”。《经济学家》认为格林斯潘是“金融市场的宠儿”。纽约的参议员阿方森·达木托干脆将他比做篮球巨星迈克尔·乔丹。<sup>22</sup>

随着格林斯潘的努力，国家的经济状况日益好转。这样一来，他每说一句话人们就越加关注。随着经济在1997年沿着原来道路继续发展，许多经济学家预计“1997年美联储的预测不会变化”，后来证明这种推测是正确的，因为美联储直到1998年10月才变动利率。但是即使没有推动利率变化的因素，华尔街的记者和评论家仍继续进行着猜测和预测，这种情况也招来了投资者的讥讽。除此之外，稳重成熟的人们开始从这位麻脸主席的讲话、证词和态度中寻求潜台词，他会干什么？他不会干什么？

在1997年末和1998年，巨大的金融危机席卷了世界40%

的国家，这时，格林斯潘的超级名星地位得到了进一步加强。<sup>23</sup>这场灾难打击面很广，前苏联及东欧前社会主义国家的经济本身就已是整团乱麻，这时更是千疮百孔。日本金融体制漏洞百出，印尼货币大贬值，拉丁美洲债务结构几乎使国家瘫痪。大多数观察家绝望地预测说：不久这些灾难也会殃及美国，破坏持续繁荣的希望。

格林斯潘决心防止这种灾难，他像发了疯一样同美联储和财政部的官员协调工作，做出尽可能好的防范措施，保持美国经济的增长势头。这一次，这种战略很有效。在1999年初，美国经济以5%的年增长率发展，而失业率跌到了28年的最低点。<sup>24</sup>格林斯潘的照片出现在《时代周刊》的封面上，他两侧分别为财政部长罗伯特·鲁宾和副财长拉里·索姆斯，上面的大标题是“拯救世界委员会”。

当今，格林斯潘的讲话和行动广泛见诸于各大报纸的每日财经新闻版上。他一说话，市场就闻风而动。如果某一天他的文件包特别厚，人们就认为会有重要事情发生。像最火爆的摇滚明星一样，他极力躲避着成群记者和高举着的麦克风。

若理智地去分析，可以说格林斯潘现象已略有失控。我们应完整地分析一下格林斯潘对世界的看法，因为他对这个世界的影响太大了。我们还应该更全面理解世人对他的看法以及对他这种观念的反应。

我们到了该理解格林斯潘效应的时候了。

## 第2章

---

### 美联储的权力杠杆

在美国首都市中心的宪法大街上，矗立着一座雄伟的新古典式建筑，墙外砌着大理石，这就是美联储大楼。它象征着这个机构坚如磐石，高居政治斗争之上。

当然，如果这样想也就太过天真了。在过去的岁月里，建立于1913年的中央银行体制的总部从20世纪30年代就一直设在这里。它经历了多年的沧桑巨变，描绘出新的蓝图，也明确了新方向。有好几次，国会参与其内改变了美联储的授权。在最近的几十年中，中央银行的权力杠杆和控制国民经济的手段基本上没有大的变化，但利用这些手段的方式已经大相径庭。

所以，美联储并不是遥远的金融机器，不是上帝创造的，也不是官僚们所能操纵的。它是一个具有生命力的不断进化的机构。它经常处于全国最重要的经济、政治甚至哲学论争的风暴中心，正因处于这个位置，它也同时给自己带来了争论。

关于中央银行金融体制的争论，是随着这个国家的诞生出现的。1789年美国宪法得到通过后，美国明智的第一任财政部长亚历山大·汉密尔顿就建议设立一家中央银行。国会于1791年批准成立了第一个合众国银行（BUS），经营期限为20年，资金为1000万美元，这家银行主要为美国政府服务，储蓄存款，发放信贷，代表联邦政府并通过各地分行接收付款和印发货币。但是，它也同私人银行和国家特许银行竞争，并对那些过于放肆的对手实行制约，所以第一个合众国银行

不久就陷于困境之中。通过稳定币值，这家银行对出借人的利益给予关照（他们从低通胀率或通货紧缩中得到好处），却忽视了借款人的利益——特别是当时农民的利益，因为他们希望能以较“便宜”的美元去结清债务。此后不久，托马斯·杰弗逊，这位自耕农支持者和其他人一起，从是否符合宪法的角度，对第一家合众国银行的章程提出了挑战。

杰弗逊和他的盟友们取得了暂时的胜利。1811年银行的章程没有被延长。但是，汉密尔顿主义者在国会游说，并成功地创立了第二家合众国银行，其章程规定经营期限为1816~1836年。在尼古拉·比德尔的领导下（这位费城的银行家意志坚强、态度傲慢），第二家合众国银行在抑制国家特许银行和私人银行的放肆行为方面，在稳定币值过程中，比其前身有过之而无不及。但是其达到目的的手段越高明，就越会遭到他人反对。这些反对人士包括与之竞争的银行，怀疑“纸币”价值的人（与金属币相比之下），以及债务人和反对联邦政府过于强大的人。在1838年，国会凑足了票数想延长该银行的新品种期限，但平民化的安德鲁·杰克逊总统否决了这一法案，从而结束了那个时代最激烈的一场政治斗争。

美国内战期间进行了短暂的金融业改革试验，但试验结果遭到了失败。除此以外，美国经济在以后的80年里，是在没有中央银行的条件下运转着。在美国金融史上，这个阶段极

端混乱。随着国家版图的迅速扩大，为数众多的国家特许银行印发自己的纸币，非法经营的银行的数目像野草一样蔓延，各家银行的纸币价值大幅度涨落。发行得越多，跌幅就越大。有些纸币的价值更加不稳定（尤其信誉极差的发行银行）。据当时的人们讲，从银行取出这些纸币以后刚走到大街上，其价值就已下跌了。等取钱人再拐个弯时，价值更进一步暴跌。投机者们看到了机会，就开始倒卖银行钞票，价格就像证券一样定期对外公布。

在镀金时代里，当金融资本主义成为一股重要的经济力量，一种新的投资银行家应运而生，在当时以 J.皮埃邦摩根（J.Pierpont Morgan）为代表，虽然他们偶尔进行干预，但目的是为了稳定国家的货币和金融体制。摩根在 1895 年摩根组成了一个国际性的出借人辛迪加，挽救了财政部，避免了其资不抵债的命运。在 1907 年的大恐慌中，又是他挽救了纽约市。

1907 年的这一事件使一些立法者对将来产生了顾虑。尼尔森 W.艾德克参议员大声疾呼：“应该想点办法了，不可能一出现危机，就总是有皮埃邦·摩根给我们顶着。”<sup>2</sup>摩根也确实指望不上了，他于 6 年之后去世。

在 1910 年，艾德克提出了一个关于中央银行的法案。但是，曾经吞食了第一家和第二家合众国银行的争论再次迅速出现，只是换了一拨人而已。这次，威廉·詹斯·布赖恩，这位“银币自由铸造”政策的倡导人，也是著名的演说家，充当了

杰弗逊和杰克逊原来的角色。他代表着债务人和老百姓的利益，反对东部的富人阶层，民主党人和进步党人组成了一个松散的联合体，就把艾德克的计划搁浅了。

但当时已是进步时代，人们充分相信政府有能力解决长期的社会经济问题。在伍德罗·威尔逊总统的激进政府期间，联邦政府极大地强化了其在国民经济事务中的作用。例如，1914年通过的《克雷顿法案》(Clayton Act)和《联邦贸易委员会法案》(Federal Trade Commission Act)大大地加强了联邦政府对企业的监督和调控权力。这种干预主义政策很快扩展到了金融业。大多数政界人士认为需要建立一个中央银行，发挥“最后关头出借人”的作用及其他关键性作用。而人们又在争论这种银行的机制是国有的为好，还是私有的为好。根据美国的一贯传统，这种问题的结果又是一个折衷方案——介于国有和私有之间的混合物，其目的是为了平衡各个地区的利益，并加强中央政府的控制。1913年后半年通过的《联邦储备法案》(Federal Reserve Act)确定在全国建立12个地方性联邦储备银行区。各地区的政府所在地显然代表着明确的经济区域和经济利益，如堪萨斯城代表粮食种植者，克利夫兰代表重工业等等。但这里也渗透了很强的政治因素（为了保证一位密苏里州的参议员为该项法律的通过投上决定性一票，该州就设立了两个联邦储备银行）。

随着时间的推移，这种联储银行体系越来越跟不上时代的

发展。比如：有一个地区联储银行（设在旧金山）管辖着西部的七个州，包括加利福尼亚州。另外一个地区联储银行（设在亚特兰大）则管辖着东南部的六个州。但是，在 20 世纪已有大量人员涌入这两个地区，“阳光地带”和西部，特别是加州的经济活动迅速增加。<sup>3</sup>

关于联邦储备银行对经济的控制，在过去就有争论而现在争论得愈加厉害。每一家地区银行都有一个研究机构、一大帮官员、一个由平民组成的董事会及由董事会选举的主席（现称董事）。但是，这一体系由华盛顿的美联储董事会进行总体协调。美联储董事会由 5 名成员组成，皆由美国总统任命产生，还包括财政部长和总审计长。在开始阶段，地区银行工作自主性很大，华盛顿总部控制得不严，有些人称其为“有组织的混乱”。因为这种结果不是倡导加强中央控制的人士所期望的，所以，随着时间的推移，联邦储备体系改变了战术（在某种程度上，也改变了使命）。它最初的目的是在金融危机时充任最后一道金融防线，并“提供弹性资金”。其含义是：（1）保证经济活动不受阻碍；（2）金融系统不能到处充满现金。通过确定其成员银行的储备水平，即根据成员银行的总储蓄的某一比例，要求他们在联邦地方银行存入一定金额的硬通货，美联储就达到了上述两个目的。但这种方法被证明不是很奏效。而在 20 世纪 20 年代，美联储发现控制银行储蓄的更好手段是在市场上公开买卖债券，特别是美国政

府债券。

美联储控制货币和信贷的另一方法是“再贴现”，凡是参加了联邦储备体系的银行都可以从中借款，用自己的财产做抵押，这样，他们就能把他们的借款转让或进行再贴现。通过变动利率或贴现率（联储向其成员银行收取），美联储就可放松或紧缩银根。

在第一次世界大战期间，美联储对再贴现的控制被证明是一种有力杠杆。在战争结束前的一年半之内（1919年11月），再贴现率一直保持在4%，然后美联储迅速将其提高到了7%，并保持了一年。这样做的结果是货币供应收缩，失业率猛增，价格短期内急剧下跌，经济在短期内也陷入萧条。当美联储放松再贴现率时，经济出现回升。当然，造成这种混乱状况也有其他因素，如大量军人从欧洲战场返回国内，经济由战时经济转为平时经济等等。但是，造成1920~1922年经济惨状的最主要原因是美联储的失误。

在20世纪30年代那场金融灾难中，美联储也应负极大责任，而且它对危机的处理极不得力。美联储在最不适宜的时机紧缩银根，结果把严重的经济衰退推入了重大金融危机的深渊，从而又造成了严重的通货紧缩，也导致了长久的萧条。在短短20年时间里，美联储犯了两次严重的经济政策错误。

即使这样，在富兰克林·罗斯福实行新政时期，人们还是

努力恢复并改革金融体系，结果造成了联储华盛顿总部政策制定者的权力高度集中。联邦储备委员会被重新命名为董事会，政策是授权控制整个体系。更确切地讲，新建立的美联储被赋予了这样的责任：联邦公开市场委员会由 12 人组成，其中 7 位来自华盛顿美联储董事会，5 位来自地区联储银行。职务轮流担任（纽约来的董事除外，这位董事永久性地在这个委员会之中任职）。

在这一点上，联邦公开市场的运作是以控制信贷和货币为主杠杆。但这个机构继续努力完成其使命，尽管其中也经常犯严重错误。在经历 20 世纪 40 年代后期到 60 年代中期的经济良性增长之后，美联储同其他经济政策制定者们一道，竭力想控制 60 年代末和 70 年代的经济动荡。造成这种经济动荡的主要原因有史无前例的高通货膨胀率，以及后来又出现的高失业率和经济低速增长。美联储对经济可以“微调”的信心丧失殆尽。

这时候，美联储主要依赖能够制定利率的能力，但后来情况证明这也是一个危险的工具。有好几次，美联储通过削减利率来改善失业状况，而结果却适得其反，通货膨胀不但没有得到控制，反而火上浇油。在整个 70 年代后期失业率有时达到两位数时，通货膨胀率都是二位数，这时候的国家中央银行充满着不确定性、不可预见性和各种疑虑。

1979 年沃克执掌美联储大权后，人们又感到经济形势是可

以预料的。在经济学领域内，货币主义者正卷土重来，大肆攻击以财政为核心的凯恩斯主义。而凯恩斯主义自从 30 年代后期以来一直左右着政策制定者。为解决可怕的高通胀率，沃克开始紧缩银根，而让利率根据市场变化自我调节。这真可谓是一剂苦药，市场利率迅而达到了历史最高水平，而经济却陷入了长达两年的衰退。但在抑制通胀方面，这条政策却也真正发挥了作用。

这样，纵观历史，美联储一直是争论的焦点，像其前身（第一、第二合众国银行）一样，它拥有巨大的权力。人们对它即恨又怕。在社会安定和经济繁荣的年代里，公众在大多数情况下看不到美联储的存在，只有在出现重大经济危机时，美联储才会上报纸的头版头条——当然是带有贬低性质的。

人们不仅憎恨美联储的权力，也非常憎恨它复杂的暗室操作。对某些人来讲，美联储是政府内的政府，董事们通过暗室作业来操纵经济，而不接受公众的监督。中央银行的这一特点成为通俗和学术文章的主题。最近几年出版的关于该机构的权威性著作都以这样的名字出现：《圣坛的秘密》（*Secrets of the Temple*）、《美联储：故弄玄虚》（*The Federal Reserve: An International Mystery*）、《美联储内幕》（*The Fed: Inside the Federal Reserve*）、《控制美国经济的秘密权力中心》（*The Secret Power Center That Controls the American Economy*）<sup>4</sup>

为什么美联储会引发人们这样的敬畏和焦虑？首先，非经

济学专业人士根本无法理解其运作方法，更不用说品头论足去评价一番了。我们在这里的简单论述几乎连美联储的皮毛都未涉及，而美联储的作用还包括银行监督和联邦储备保障计划。这一切都交错复杂，难以清楚表述。

另外，美联储故弄玄虚，为什么？因为不这样做，这个机构就无法运行。如果投资者们可随时了解央行的政策变化，或央行董事们可以随意发表声明的话（实际上，在有些情况下，法律规定他们不能对某些问题公开发表声明），金融市场就会出现连续混乱状态，投资者们就会左右摇摆，并根据有关人士最新的随机讲话去预测未来，这样一来就会影响经济稳定，而创建美联储的目的就是为了促进稳定。

最后一点是，有些人争辩如果能在法律上规定其权限，美联储就不会有这么大的影响。换句话说，该机构很吓人，是因为它干涉过多，或许因为它的行为和声明引起的震动太大所致。这方面的情况将在第35章详细介绍。

美联储能更接近于公众，从而更为人们理解和预测吗？在格林斯潘任期内，人们曾理智地谈论过这一问题。阿兰·布赖德这位经济学家（他在普林斯顿大学的同事们都称此人“聪明绝顶”），在1994年加入美联储，这是14年内第一个被民主党总统任命的董事。有些人把他看成是格林斯潘的当然继承人。布赖德为此付出了极大努力，一心想把美联储内部工作程序公布于众，但惨遭失败。在与格林斯潘和其他董事争斗

两载之后，他辞职了。因为这些董事们和格林斯潘一样不喜欢公布于众。<sup>5</sup>

有些经济学家认为美联储的政策应受目标机制的制约。在这种体制下，利率变动会自动影响确定的通胀和失业水平。这种提法的倡导者们认为结束（或至少减少）对美联储政策的猜测会促进经济稳定。但美联储有史以来就注重其秘密的权力，在控制欲很强的格林斯潘的领导下，他是绝不会放弃这种权力的。

曾经有过开放和可预测性的微调步骤。比如，在1978年，国会通过了《全员就业和经济平衡增长法案》（the Full Employment and Balanced Growth Act），法案要求美联储主席一年二次在国会发表证词，讨论货币政策。（这种半年一次的“汉弗雷—霍金斯”证词受到了投资者的密切关注，并经常引发格林斯潘效应。）90年代中期，美联储采取了一种新的做法：即只在联邦公开市场委员会会议上变动利率，然后第二天宣布。此前，联储主席可以单独决定利率变动，随时发布利率变动消息，而震动证券市场。

但实际情况是美联储不想成为一个透明度高的机构。正像《财富》杂志的一位撰稿人最近所说：“这个机构的性质高度机密，怀疑外界，具有狂热的团队精神。”

那么当今美联储的作用是什么？它使用怎样的权力杠杆？

对上述第一个问题，《全员就业和经济平衡增长法案》有

着明确的答复。联邦储备委员会的规定目标是：（1）稳定物价；（2）创造条件以便全员就业。经过一段时期，我们看到美联储在不同程度上依靠以下三个权力杠杆：

- 公开的市场交易；
- 对成员银行的储备要求；
- 给成员银行规定利率。

美联储公开的市场交易——买卖债券，通常是财政部债券，是其最有力的杠杆。但是最引人注目的（当然是在华尔街）还是在贴现率方面采取的行动（商业报刊简称为“利息率”），原因何在？

究其原因有以下几点。首先，贴现率会影响到其他主要利率，如邦资金利率（银行间隔夜拆借贷款利率）。其次，贴现率成为美联储政策的超前指标，美联储必须协调其公开市场政策和利率政策之间的关系，从而使二者都发挥作用。相比之下，前者比后者的操作方法更为秘密。换言之，贴现率能够表明美联储对货币供应及利率会采取怎样的政策。

贴现率变化并不多。一旦出现，引起的震动就会很大。正如波士顿联储副行长斯蒂芬·柯·麦克尼斯所说：“同其他大多数短期利率相比（最低利率除外，因其在很大程度上受贴现率影响），贴现率这一经济指标更为稳定，透明度更高。”他又补充道：“贴现率变化产生的效应，就像宣布一条重大举

措一样。其效果不像按门铃，而像敲锣打鼓。”<sup>6</sup>

因为美联储同时控制着货币供应量和某些货币的利率。所以在整个经济过程中，其直接影响着利率。它在我们的经济生活中占有极突出地位。贴现率的变化或在这方面的明显迹像，都会引起证券市场上的同步反应，有时甚至会引起极大反应。当然由美联储政策引起的利率变化，也会影响普通消费者支付抵押贷款、信用卡透支及其他形式的借款。

但是，我们不应忽视以下两个基本事实：

- 美联储不控制预算。
- 美联储不控制证券市场。

既然如此，股票市场为什么还要顾忌美联储呢？

因为当美联储提高或降低贴现率——它给成员银行放贷时的利率，利率在整个经济中就会随之变动。利率下降时，股票价格就上升，因为因此企业借款即容易又便宜。

投资者们都知道债券价格问题更为复杂。一方面，美联储如下调利率会促使债券收益下降，因为债券争取得到固定收入的投资，这就推动其涨价（债券价格与收益相反）。另一方面，由于美联储下调利率，造成股票价格上涨，会把投资从债券中吸走，从而又促使其价格下降。同时，美联储上调利率有时（不是永远！）会促使债券涨价，因为投资会在固定收益率的债券中寻找“安全的避风港”。

这样，美联储确定的利率成为几要重要经济指标之一。这

些经济指标包括失业率、企业利润、外汇汇率、通货膨胀率等等。这些因素每天都在影响债券市场，但这种由于美联储利率调整引起的变化，除了在央行实际调整利率之日出现，在其他时间也会出现。投资者们总是猜测未来，总是盘算明天或下个星期会发生什么事情，从而想在市场上领先一步，先于对手。例如如果投资者认为两周后美联储会在联邦公开市场委员会会议上下调利率，他们会开始大量购入股票，以期升值，这样就把道琼斯工业指数抬了起来。

投资者如何预测这种利率变化呢？一般说来，他们只注意非比率的经济指标，从中观察有无变化的迹象。而美联储也在不断地关注着同样的指标。

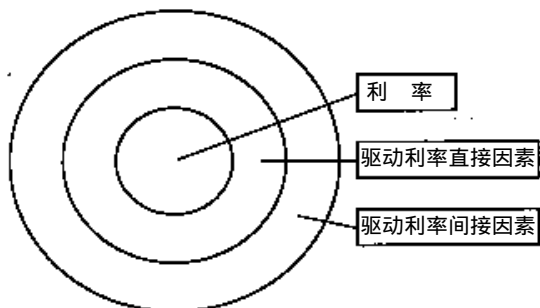
上述论及的连锁反应具体说明如下：在某个星期二（比如说），劳工部发布上个季度的失业数字，失业率下降幅度比大多数经济学家和投资者预料的幅度稍大一点，这就意味着劳动力市场比预料的要紧张，这样就会出现通货膨胀的倾向。因为随着对工人需求的增加，他们要求增加工资的能力就越大。投资者们知道，格林斯潘主持下的美联储是致力于抑制通货膨胀的，并会根据新发布的失业数字得出美联储会提高利率的结论。为了领先美联储及其市场竞争者，这些投资者就会在股价下跌前开始抛售股票。当然，如果许多人这样做，就会造成股价下跌。

这种猜迷游戏的最微妙之处也是最有趣之处（至少对那些

不受影响的人来讲)就在于投资者何时去猜测未来。如果未来利率变化的迹像很明显,投资者们就会马上开始猜测。如果有时预测美联储不会调整利率,他们就会在下一次联邦公开市场委员会开会前,耐心等待一周或者几天。有些人甚至会静观美联储实际会采取什么行动。但只有当人们真正搞不清美联储会采取什么政策时,才会采取这种“等着瞧”的做法。

这倒不是说央行不会偶尔来一次突然袭击。这种做法在近几年对通胀“先发制人打击”中使用过(即出现明显通货膨胀前)。在这种类似情况下,几乎所有的投资者们都会做出反应,这就会使市场马上发生巨大波动。但是在大多数情况下,美联储不会搞突然袭击,而是根据市场将来变化的信号运转。所以,格林斯潘作为美联储及其决策机构——联邦公开市场委员会的发言人,一旦做出被投资者认定为可能变化利率的言论,投资人就会闻风而动。

道理非常简单。对于美联储和华尔街来讲,关键问题是利率,其他因素,如失业率、通胀率、股票价格等也都会受到影响,但这些因素只局限于影响了美联储对利率政策的看法时才会受到影响。理解这个问题的方法可用同心圆来表示(见下图)。利率处于最中心,美联储变动利率时,市场就有所反应,或提前或滞后。在通常情况下,即使美联储不变动利率(美联储不上调利率时),市场也会发生变化。



在利率外围的第一个圆内，是直接改变利率政策的关键的经济组成部分。高失业率会促使美联储下调利率以刺激经济，因为劳动力市场供大于求，其后果只能是低通胀、无通胀甚至是通货紧缩。国外的经济衰退也会刺激美联储下调利率，以避免美国经济受到传染。

在本书的第二和第三部分，我们将会讨论第二个圆内的几个因素。如果格林斯潘就这些因素发表明确意见的话，他可能会让市场腾飞，也可能让市场跌入深渊。

最外面的一个圆内是对利率影响较弱的一些因素。这是因为这些因素与利率联系不甚紧密，或者因为这些因素影响经济所需时间较长。比如美联储会根据美国教育趋势的变化而调整利率吗？回答是明确的，不会。但教育又是美国经济良性增长中的一个重要组成因素，对经济问题美联储有着极大的兴趣，所以这个因素也应包括在内一并考虑。理解美联储

对教育的态度，更确切地讲，理解格林斯潘对美国教育的态度可以帮助人们认识美联储的总体方针，我们对这一点确信无疑。在人们对那些更直接的因素还不甚清楚时，最好的方法是琢磨美联储主席的头脑里究竟在考虑什么问题。

从第四部分至第八部分，我们要讨论这位主席对间接因素的思维。这对于观察透明度不高的美联储是一个有用的窗口，也可以让我们游览许许多多丰富多彩的世界，而导游则是半个世纪以来最具影响的经济学家。

格林斯潘是关键人物。智慧超群而大权在握的人组成了美联储董事会，他们人人竭尽全力，影响巨大。但正如我们在第35章将要论述的那样，无论在这一权力中心的内部还是外部，格林斯潘都独占鳌头，最具威力。

格林斯潘讲话时，全世界都在洗耳恭听。他是格林斯潘效应的缔造者，也是操作者。

## 第二部分



### 能哄抬市价的讲话

---

The Greenspan Effect: Words  
That Move the World's Markets

## 第3章

---

“极好的”经济状况

格林斯潘在1997年2月发表汉弗雷-霍金斯证词时，讲到经济发展正处于强势，但他又提醒说：“美联储会时刻警惕通货膨胀。”金融市场认为这意味着美联储不会采取任何新的行动。当天市场基本保持平衡，此后又稳步攀升。然后在不到一个月的时间里，美联储却把利率提高了0.25个百分点。

六个月以后，格林斯潘再次向国会宣读汉弗雷-霍金斯报告（1997年7月22日），他重提经济发展势头强劲的旧话，同时又警告说：“美联储对过量信贷的增加保持高度敏感。”这一次，股票和证券市场暴涨。这次过后的15个月，美联储再次上调了利率。

换言之，这次大多数投资者猜测准确。他们是怎么猜的？正是通过分析格林斯潘讲话的微妙之处。我们在这一章里，就要讨论当格林斯潘不想调整利率时，他讲话的语气是什么。更准确地说，这一章论述的是当美联储有所不为时，格林斯潘会不会讲什么（有时候，双肯定用法是理解格林斯潘效应的最佳途径）。

1997年7月22日，也就是格林斯潘就经济状况和货币政策发表证词的前一天，人们采取了观望态度，市场异常平静。这种态度是很典型的，无论过去还是现在。在格林斯潘引发市场暴涨或暴跌的前夜，没有任何投资者采取大举动。证券价格略有下降，《华尔街日报》告诫读者（当然很不必要），格林斯潘这次证词会“造成证券市场极大变化”，而且投资者

和贸易商正“谨慎地”等待这一变化，“提防联储主席震动市场”。<sup>1</sup>

但在华尔街，人们的情绪总体上是乐观的。据说，与上次格林斯潘提出证词报告比起来，这一次让证券交易商“信心大增”。来自华尔街几家大公司的预言家们说在没有很强的利率变动迹象的情况下，市场不会发生变化。莱曼兄弟公司的证券顾问乔尔·肯特曾说：“他们既不会紧缩银根，也不会放松银根，总体讲证词是不偏不倚的。”波士顿第一瑞士信贷银行的麦克·克罗蒂也持相同意见：“在短期内，没有任何迹象表明他会在八月份的会议上紧缩银根。”他又补充说：“虽然从对市场影响角度上讲，做证词报告的日子通常是市价不稳定的时候，但这次影响较小。”<sup>2</sup>但后来结果证明，克罗蒂只说对了一半。

格林斯潘于美国东部时间下午2点钟开始宣读证词，一开头他讲道：

---

我荣幸地向委员会报告美联储对经济状况和货币政策的意见。最近一段时期经济走势强劲，通胀率很低，这种状况令人欣慰，比大多数人预期的要好得多。<sup>3</sup>

---

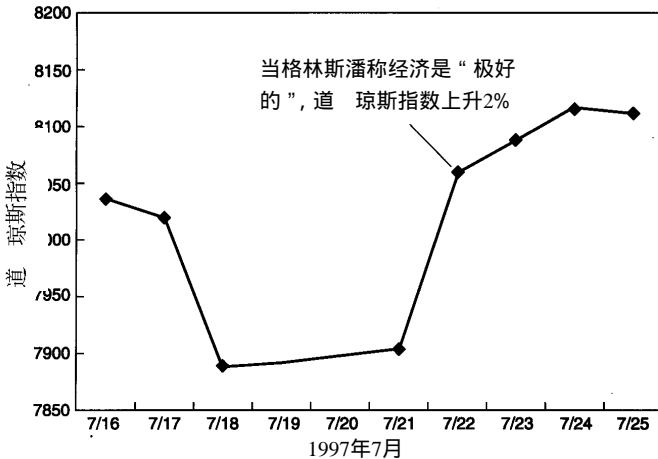
他的第二句话使证券交易商，欣喜若狂，兴奋不已。但这是什么原因呢？几年以来经济一直保持良好的增长势头，国

内生产总值增长率很高，通货膨胀率很低，失业率很低。更为重要的是格林斯潘的习惯做法是在经济处于正常运行轨道时宣读汉弗雷-霍金斯的报告，且总是先报告好消息。

十分巧合的是，在格林斯潘发表讲话这一天，有些公司确实赚了大钱，这种好消息又促使股市上扬。有几家大公司，如百事可乐、菲利普·莫里斯、迪斯尼公司都说自己盈利颇丰。

即使这样，格林斯潘的讲话仍然是一个更为强有力的因素。道·琼斯工业指数常随着他讲话的精神而变动，这就是证明。道·琼斯工业指数以略高于7 900点开市，之后不久，一下子攀升到7 950点，然后在7 925 ~ 7 975点之间震荡徘徊。这种态势一直延续到格林斯潘下午2时开始讲话。此后的几分钟内便突破了8 000点大关。到2点40分左右又越过了8 050点。当天下午4点闭市钟声敲响时，道·琼斯工业指数高居8 061.65点，比开盘时高出154.93点，增长了2%。与此同时，30年的龙头证券上升 $1^{22/32}$ 点，即每1 000美元的证券升值了16.875美元，而债券收益率降到了6.41%。这是从1996年12月5日以来的最低点。那一天，格林斯潘仅仅说了一句“盲目乐观”就使市价大肆下跌。<sup>4</sup>

这次讲话与其他讲话之间的区别，在于他讨论通货膨胀、股票市场、失业状况和其他重要经济成分时的口气和方式，以及这些论点对未来所隐藏的含意。



格林斯潘对金融市场是这样评价的：

很长时间以来经济运行状况良好，金融市场充满活力。随着时间的推移，人们已开始淡忘过去商业和金融的活动周期。股市价格飚升是由于适度的长期利率的支撑，投资者期望利润率及股息稳步增长，或者以相对稳定的步伐在低通胀环境下进一步增长。

在这一段讲话中有两个方面值得注意。首先是“人们已开始淡忘过去商业和金融的活动周期”，这是否是指盘踞已久的

牛市鼓舞了旺盛的投资行为，并形成了自我强化——不一定是否定的——的活动周期？或者他在警告投资者们行市上扬后一定还会下跌呢？这是后来一些分析家们提出的建议。<sup>5</sup>或许二者兼而有之。我们对此很难确定，然而7月22日投资者们对两者皆无考虑。第二点也是更为重要的一点，在谈到金融市场状况良好后，格林斯潘并没有连篇累牍进行解释，也没有对过激行为提出警告。

对于通货膨胀，这是格林斯潘最偏爱的题目，他说：

大多数观察家，包括我们自己在内，对经济高速发展、甚至非熟练工人也能越来越多地找到工作时，而通货膨胀一直走低甚至在某种程度上有所下降感到困惑不已。这是过去6年经济发展的一大标志。毫无疑问，产值和价格之间奇妙的良性结合需要好几年时间才能搞清楚。

这位魔术大师自己都承认不甚理解这种现象，那么市场除了欢欣鼓舞之外还能干什么？

关于劳动力市场，他这样讲道：

劳动力市场近期的运作情况表明，经济并不处在可持续

发展的轨道上。总需求的增长速度低于近几年的发展速度，这样才符合劳动力和生产力的供应趋势，否则就会出现不平衡。但是，无论如何我们还不知道在哪一点上压力会更大些，也确实不知道经济是否已接近了这一点。

在通常情况下，当格林斯潘表述慎重问题时，他总会用一些即将出现的引发问题的指标来说明。可这次他一反常态，讲话同以往大相径庭。在其证词中格林斯潘用了三次“在某一点上”这一措词。

如果说格林斯潘这位货币主管的讲话只有一个中心议题，那就是生产力革命。通过对纳森·罗森堡和保罗·大卫二位著名的斯坦福大学经济史学家关于揭示资本同新技术之间存在着增效作用这一研究成果的引证，格林斯潘暗示信息技术在过去几十年内得到了装备和发展，或许现在会产生巨大的生产力效益：

目前的这种状况是否为百年一遇的现象，即全国乃至全世界的生产力走势是否将进入一个新的高速轨道，我们不知道。我怀疑别人也不知道。另外一种可能性是，我们所看到的这种反常变化只是又一个正常的经济增长周期中的一部分。

尽管他使用了许多限定词,但他提到了“百年一遇的现象”,而且展开论述,表明他内心深处对这种现象是深信不疑的。

简言之,二月份格林斯潘曾暗示要提高利率,而这一次他并没有暗示“在近期内上调利率”。<sup>6</sup>

这段插曲的尾声耐人寻味。在格林斯潘引发牛市的第二天,即7月23日,道·琼斯工业指数暴涨。在开市后的半小时之内暴涨了75点。紧接着出现下跌,股值低于开市点,尔后又回升了35点,并在此稳盘锁定。据《华尔街日报》报道:一清早的双重损失,似乎使人们极度恐慌,均以为误解了这位主席前一天的讲话。而《经济学家》后来报道说:美联储一位董事爱丽丝·里夫曾发表一份声明指出,并不是每一个人都像格林斯潘一样稳坐磐石,才能制止这种混乱现象。<sup>7</sup>

格林斯潘在参议院金融委员会宣读证词的第二部分时重申了他前一天的讲话精神,并没有暗示市场对他的意图有所误解。不管怎么讲市场趋于平静。所罗门兄弟公司的大卫·舒尔曼高兴地说:“我们从格林斯潘本人那里得到了两次绿灯。”两次绿灯当然比一次绿灯好。在格林斯潘发表证词的那两天内,道·琼斯指数一直保持在181.64点的增幅上,终于创下了8 088.36点的纪录。<sup>8</sup>

在随后几周内,第二轮猜测继续进行。为了继续报道格林斯潘的7月证词,《美国银行家》采访了几位经济学家。他们认为这位主席“实际上对未来经济状况已发出严重警告”,<sup>9</sup>其

中有一位就提到了这样一段讲话：

目前，需求增长的确有所减缓。但这种减速是否足以避免对资源的压力，还是个未知数。经济增长势头过猛，劳动力利用率极高，美联储必须有所警惕，可能时必须采取其他行动，预先制止信贷过剩。

当然，美联储始终保持很高的警觉，这是它的职责所在。人们还能从格林斯潘 7 月 22 日的讲话中发现几个告诫性词语。但在整篇格林斯潘学的大结构范围之内，这几句词语显得过于温和，不值得认真对待。美联储主席不仅在星期二这一天，而且也在星期三这一天巧妙地隐藏了悲观的一面。由于黑脸主席不在场，市场表现出欣喜若狂的反应。

## 第4章

---

### 繁荣的绿洲<sup>⊖</sup>

---

⊖ 格林斯潘在1998年9月4日使用了“繁荣的绿洲”这一形象而生动的词组。对他在伯克利分校所做的那次演讲，本章进行了讨论。后来他于当月稍后的日子（1998年9月23日），在向美国参议院预算委员会提供证词时，再次使用了这一用语。

1998年9月上旬，华尔街上出现了十年一遇的严峻气氛，更准确地说，从1990年开始，真正的熊市控制了整个金融区（华尔街给熊市的定义是股市下跌20%以上）。

在此之前的6周内，美国的主要股市经历了一场痛苦的“大抛售”，尔后又迎来了最可怕的几个星期。

### 糟糕透顶的一周日记

星期一（8月31日）：在上周四、周五损失了471点后，纽约股票市场收盘时，比其长达52周的最高水平下跌了38%，而纳斯达克综合指数为了抑制通胀，也从其最高点上下跌了49%，这种跌幅比1987年、1990年的情况严重得多。<sup>1</sup>

星期二：道·琼斯下跌达20%的大关，曾短暂地进入了熊市，收盘时上升/下跌幅度已达三位数，这已经是连续第5天了。

星期三：这一天“价格波动巨大，交易极大”，也是道·琼斯有史以来第5个最忙碌的日子，主要工业指数下降了45.06点。

星期四：道·琼斯又公布一项重大损失，幅度为100.15点，即1.29%，比其7月份水平下降17.73%，比全年水平下降2.86%。

星期五（9月4日）：最后一个交易日，华尔街股价又是

狂跌，本周后就是为期三天的劳动节，格林斯潘准备在加州大学伯克利分校发表演讲，题目是“问题：有新经济吗？”，《华尔街日报》引用一位大投资公司经理的话来评论这几天的惨重损失，“我们认为股市不会一夜之间斗转星移”。

在通常情况下，美联储主席的讲话会同时向不同的听众在几个层次发挥作用。在听众当中，伯克利分校的师生受了演讲题目的引导，注意力全部集中在格林斯潘那些多少有些诱人的思维方面，即世界是否真正在经历一种结构性的变化，这种变化会产生一种新型的、真正全球化的，同时具有超高生产能力的低摩擦经济，而且许多陈规旧习早已腐朽过时，不合时宜。

但各大商业报刊却只抓住了讲话中的只言片语，并立即以电讯方式向全世界公布，这些内容当然与美联储当前的利率政策密切相关。

他们听到的这些内容让正在交易中的股市（大多数在远东地区）暴涨，而且三天以后，美国股市重新开市后也果真冲入牛市，格林斯潘效应果真处于鼎盛阶段。

他到底说了些什么就产生了这种效应？格林斯潘讲到，现在的低通胀和即将到来的衰退显然表明：我们应当下调利率，这与美联储惯常政策相比是一个很大的转变。在近 18 个

月时间内，美联储的目标利率一直未变（5.5%）。但从3月以来投资者们一致认为如果调整利率，也只能是上调。而格林斯潘现在的讲话却暗示利率将会下调，而且会很快做出决定，估计在定于9月29日的联邦公开市场委员会会议上宣布：<sup>2</sup>

在春季及夏季早期，联邦开放市场委员会担心通胀率上升是对经济持续增长的主要威胁。但到了该委员会召开8月会议时，各种风险有所平缓，这时委员会应认真思考上次会议以后出现的新情况所带来的问题。<sup>3</sup>

格林斯潘甚至在讲话中提到了“通货紧缩”一词：

我们可以假定，一搞通货紧缩，就会同再次出现通货膨胀一样造成同样的不确定局面。

从表面上看，国内利益同国际利益有冲突。美联储将甘冒国内通胀的风险（下调而不是控制利率）去刺激整个世界日益恶化的经济状况吗？美联储如果下调利率，毕竟会导致欧洲各国央行争相下调利率，这样就会减轻有些国家的债务压

力，并且能够帮助欧洲国家促进经济复苏。而且，美国利率下调势必会鼓励投资者去别处寻找商机，这样就会减缓或扭转大量资金流入美国的情况。<sup>4</sup>

但对格林斯潘而言，国内利益与国外利益是相互融通的，而不是相互背离的。如果不再受通货膨胀的威胁，且在几个月的滞胀后，欧洲和日本经济秩序仍不见好转，那么波及两大洋的衰退则会造成更大的威胁：

在世界其他地区经济压力日益加重的情况下，美国不可能继续维持一个繁荣的绿洲。在目前国外经济形势下，美国又面临强大的国内支付能力的压力，这只能造成国内价格下降和总需求下降。随着国外经济的日益混乱，反馈到我们的金融市场上，就很可能承受更大的压力。

既然“会受到萧条加剧的压力”，美国也可能更难保持自己“繁荣的绿洲”的地位。

亚洲人所称的“格林斯潘反弹”，在11个亚太国家（或地区）中波及了其中10个国家（或地区）的主要交易所，只有新西兰的交易所在当天收盘时，指数略有下降。日本的日经225指数上升了5.3%（至14 790.06点），又在星期二上升了342.66点。香港股市于星期一上升了7.85%，到星期二又继续

直线上升。马来西亚证券市场在星期五上升了 16%，到下一个星期一则继续攀升，升幅高达 23%。

欧洲和非洲共有 17 个大型交易所，除 1 个（爱尔兰）之外，其余的交易所行情全部上扬，尽管平均指数没有亚洲高。德国的德克斯指数（DAX Index）收盘时上升 2.13%，英国的金融时报股票交易所指数 100（FTSE 100）上升了 3.48%。<sup>5</sup>

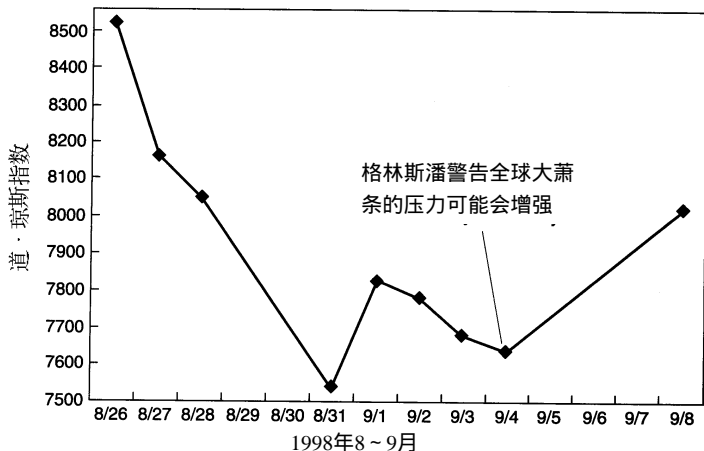
从侧面观察了三天以后，美国投资者们在 9 月 8 日星期四重新开市后，开始大量购入股票。收盘时，整个交易所欢声雷动。道·琼斯指数已上涨 380.53 点，上升了 34.98%，这是从 1987 年股市大跌以来最大的增长比例，也是历史上最大的点幅增长（但是在 8 020.78 点时，道·琼斯指数还远远低于其 7 月 17 日的最高点）。同样，标准普尔 500 指数的上升幅度超过了 5%，拉塞尔 2 000 指数（Russel 2 000）上升了 4.28%，而纳斯达克综合指数则创下新高，上升了 94.34 点，一天之内涨幅超过 6%。<sup>6</sup>

证券市场也有相应的反应。30 年期的财政部债券下降了  $1^{16}/_{32}$ ，降到了  $102^{2}/_{32}$ ，使收益由 5.28% 升到了 5.36%（因为投资者不再过多考虑债券的安全性）。格林斯潘的讲话也使美元汇率随之下降，与日元比价下降了 2%，这是两个月以来的最低点，与德国马克比价则降到了 9 个月以来的最低点。<sup>7</sup>

这位美联储主席的手段，就像协调性极好的柔道动作一样，把市场机制的作用发挥得淋漓尽致。在 9 月 14 日，全世界各国的股市憋足了劲，摩拳擦掌准备上涨，而格林斯潘的讲话就

The Greenspan Effect: Words That Move the World's Markets

像敞开闸门一样。当然我们并不是说股市上升总比下跌好，因为到了9月份，许多美国投资者得出结论：在周末的大跌盘中他们抛售过度。正如《华尔街日报》所讲：“上周二的大抛售把股市推向了极端的深渊，即使一只小鸡也会有同感。”持这种看法的优点在于：9月8日交易的股票平均值比其52周以来的最高点低44%。<sup>8</sup>



这里还有一些其他的有利条件。在最近几年里，熊市（1983年、1987年、1990年、1994年）在一般情况下会持续60天。这一次在快接近60天时，大公司开始了“空头补进”浪潮（买回空头出售的股票以防更大的损失）。在劳动节的周末，戈得曼·萨克斯公司（Gddman Sachs）的分析家艾比·约瑟

夫·科恩预测“全部股市会有高涨。”<sup>9</sup>

尽管这样,市场分析家们还是都把引发暴涨的功劳归于格林斯潘:“尽管存在其他由外国股市上升所引发的因素,但最根本的原因是格林斯潘先生的讲话发挥了作用。”这是《纽约时报》的评价。而《华尔街日报》则干脆称格林斯潘为股市上升的“主谋”。<sup>10</sup>

在这段插曲过后,权威评论家和经济学家表示疑惑、沮丧甚至气愤,当然并不是针对格林斯潘的所作所为,而是针对格林斯潘效应。有些人称,根据最近情况,格林斯潘的讲话本来是可以预料的,而《华尔街日报》则断言说:“这些讲话对投资者本不应该是新闻。”<sup>11</sup>

其他人则认为:市场对格林斯潘讲话的反应过了头。一位著名的经济学家问道:为什么人们对可能下调利率的热情,会压倒对日本决策者毫无紧迫感的沮丧?<sup>12</sup>有足够证据可以证明,由于可能下调利率,股市和证券市场都做出了过激的反应。美联储的一贯做法是0.25点的幅度调整,但由于格林斯潘效应引发了美联储0.5点的变化。一些大的公司对短期利率变化相对来说不怎么敏感,其中包括朗讯技术公司和美国在线公司(相比之下,银行和信贷市场的其他大用户因利率下调而直接受益)。<sup>13</sup>

证券市场上的剧烈波动,则更难用经济学词汇去解释。据戈德曼·萨克斯公司的一位经济学家的说法,早在格林斯潘

讲话以前，证券市场一直预测利率下调不会有 75 个基点这么大的幅度，这可以从 5 年期财政部债券价格看得一清二楚。该债券在 9 月 4 日开市时其收益率为 4.92%，远低于联邦基金 5.5% 的收益率。<sup>14</sup>

有些评论家干脆问：“格林斯潘到底讲了些什么？”《纽约时报》称他的讲话“含混不清，而且‘假如’、‘倘若’太多了”；而总部设在伦敦的摩尔集团的菲利普·希德布兰，在有人问他为什么格林斯潘的讲话会引发世界市场波动时，则干脆说：“那谁知道？”<sup>15</sup>

希德布兰接着说：“市场现在极为混乱，任何潜在的好消息都会引发市场过热。”这也不完全正确，因为从其他地方传来的好消息就没有引发同样的效应。但更准确地说，因为人们在动荡的国际局势中把格林斯潘看成了领导者，因此他的讲话才具有如此大的魔力。

无论在政治领域还是在经济领域，国际合作一直是一件很棘手的事情。布雷顿森林协定创立了世界银行和国际货币基金组织，几十年来提供了急需的导向作用。但近些年以来，由于新技术的开发，全球市场一体化，其发挥的能力有所下降，这就留下了巨大的导向真空。而格林斯潘就这样非正式地进入了这一真空位置。正如《华尔街日报》的格雷·摩根逊所讲：“股民们已得出结论，他们几个星期以来急盼获得的某些东西即力量的支柱，现在终于拥有了。世界经济如乱麻一团，国际

货币基金组织软弱无力，克林顿总统摇摇欲坠，股民们把格林斯潘当成了救世主。”<sup>16</sup>其他许多评论家也有同感，“全世界的投资商和政府都在寻找一条生命线，而格林斯潘先生向他们提供了这条生命线，”这是《纽约时报》的评价。<sup>17</sup>

有些人希望美联储能同其他国家，特别是欧洲和日本的央行协调政策，尤其当他们看到格林斯潘同美国财政部长罗伯特·鲁宾和日本大藏大臣宫泽喜一共进晚餐时，他们的这种希望就更加强烈。<sup>18</sup>

以后几个月发生的事件使这种希望彻底破灭。不管格林斯潘是否愿意担当整个世界的央行行长和经济沙皇的角色，他手上都没有这么大的权力杠杆。《纽约时报》的理查德·史蒂文森评论道：“格林斯潘先生可能是世界上最具影响的经济政策制定者，但是即使他使出浑身解数，也没有能力单枪匹马地解决这些危机。危机首先从泰国引发，进而传遍整个亚洲。而后俄罗斯也没能幸免于难，最近几周又蔓延到拉美。”而国民银行蒙哥马利证券公司的首席经济学家麦克·德·列维则直言：“美联储帮不了俄罗斯，也帮不了日本，它只能平息一下市场动荡，但却不能解决内在的问题。”<sup>19</sup>

最具讽刺意味的是，格林斯潘当晚在伯克利分校讲话中不仅谈到他个人力量有限，而且也谈到从总体上看决策者们的权力都有限。他所讲的这句话的内涵几乎无人理解。只有一个人理解格林斯潘所言的寓意，他就是美联储前董事和投

资大亨劳伦斯·林赛。林赛讲道：“这是我听到的格林斯潘讲话中最沮丧的一次，他说市场的命运掌握在人们的心理变化中，而不是掌握在决策者手中。”<sup>20</sup>

这里要做一点在概念上很重要的提醒，那就是我们生活在一种新经济当中，而且涉及到人类心理学的知识。我们的先辈曾经历过的热情和恐惧，在每个方面也一点一滴体现在积极参与美国经济的这一代人身上。人们在采取任何行动之前，总会对其行动的后果进行预测。如果未来难测，前景未卜，人们就会停止不前，有所不为，并放弃原先的承诺。

当然，风险承受能力因人而异。但判断今天市场的价格走向同一个世纪前或更早年代相比，我看并没有什么区别。我们评估财产的方式、人们价值观的变化方式影响我们的经济，其规则与我们先辈所经历的如出一辙。

当然，市场的命运实际上掌握在全世界几亿个个体投资者手中，掌握在成千上万的公司手中，因为他们的利润记录远比美联储的利率调整重要得多。但在很大程度上，这也受到人们心理的影响，正像林赛所指出的那样，这就是格林斯潘效应心理学。

## 第5章

### “有益的”证券跌价

在大多数人看来，经济增长在某种意义上讲是件好事，格林斯潘当然也同意这一点。格林斯潘的观点优于大多数人，其中包括许多经济学家。在别人只能看到机遇时，格林斯潘却能看到潜伏的通胀和盲目乐观情绪。

但问题的另一面是，在有些人只感到恐慌、混乱及市场不稳定时，格林斯潘早已意识到应当予以调整。不错，如果市场跌过一定程度，格林斯潘也会心急如焚，茫然不知所措（比如1987年的股市大跌就曾使他陷入这样的尴尬境地）。但在大多数市场发生混乱时总呼唤一种特殊的格林斯潘效应——安定效应。

1997年10月29日，格林斯潘在国会联合经济委员会上作证词报告时，列举了考虑已久的内在问题，因为当时他正在努力平息风波。格林斯潘预定发表讲话是在星期三，在此前两天，全世界的市场刚刚经过《华尔街日报》头条新闻上讲的“大跌价”和“熔毁”。<sup>1</sup>美国市场的损失最大，仅仅开市一天损失就高达7.2%。但到了28日，大部分损失已经挽回，这时道·琼斯指数重新攀升337点，即4.7%。所以，格林斯潘在其证词中慷慨陈词，采取措施进一步补救：<sup>2</sup>

在过去的24小时中，世界市场激烈反弹，美国及其他国家的股市下跌，造成投资者的财富比一周前大大减少，而

企业也面临着资金费用增加。但是，只要金融市场的下跌不再升级，我们可以肯定地说：几年之后当我们回顾这段历史时，正像我们现在回顾 1987 年的股市大跌一样，就其对宏观经济的影响来讲都是大有裨益的。<sup>3</sup>

在合情合理的范畴内，这种“事件”（投资人称之为“暴跌”）会有“好处”。在 1987 年，格林斯潘论述道：“美国经济在运行的同时也会伴随着很大的通胀。”而黑色星期一的股市暴跌正好医治了通胀的顽疾。

几乎是正好 10 年之后，美国市场又重蹈覆辙，状况如同往昔，无非此次又增加了几个危险的迹象。同亚洲，特别是香港市场一样，美国市场也受到震颤，并已开始崩溃。而在此之前，美国市场长期以来直线上升，并使大量多余资本流入亚洲，但并没有发挥多大作用。尽管如此，在国内经济方面情况还比较乐观，而这种乐观使人们对回报率的预测达到了新高（这一年第二季度国民经济的增长速度为 3.3%）。<sup>4</sup>

10 月 17 日，星期一。一大清早，牛津健康策划公司（一家保健组织，其 7 000 名雇员全都入股）宣布：由于电脑系统出现故障，造成了收益的高估。牛津公司立即为自己犯下的错误受到惩罚。牛津公司股票卖出价为 68 美元，而买入递价仅为 31 美元。随之，其他保健机构的股价也开始下跌。到这

天收盘时，尽管出现了电路故障引起的第二次关机，但疯狂的大抛售还是创下了道·琼斯指数下跌554点的新纪录。<sup>5</sup>

又一次出现了华尔街式的恶梦，格林斯潘的讲话又是那样平稳、冷静甚至枯燥无味，他对这种状况会无动于衷吗？如果能够妙手回春抑制经济过热，他还会真的无动于衷吗？

---

我认为，我们正在经历着外向收入减少的阶段。投资者也许同样在重新思考对国内利润增长的预测。我个人认为：对利润的预测和美国证券价格应当相互调整。

---

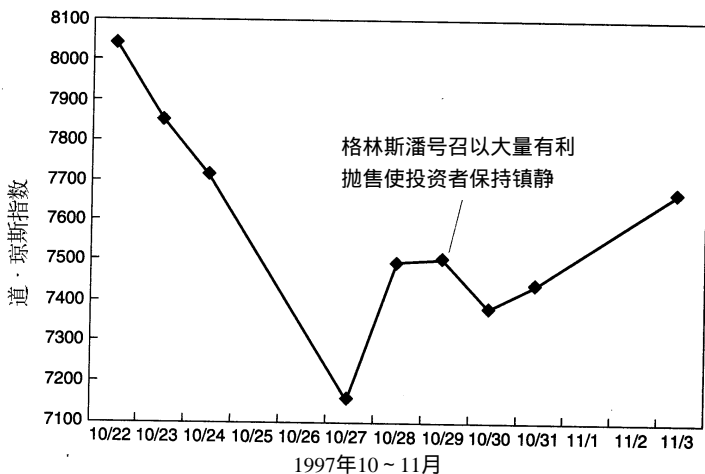
他甚至重新慎重思虑他最感兴趣的几个问题，似乎亲身经历一次会给人们带来更大的自信。他承认：生产力增长的确是件好事，但对于抑制劳动力市场的需求及通胀则不一定是好事。这就是人们所讲的“坏事伪装成好事”时的格林斯潘理论：

---

正如我过去曾经指出的那样，在过去6个月中，生产力似乎有所增长。如果认为生产力增长会加速，持续时间会延长，并足以弥补长期以来劳动力供求不平衡的矛盾，那就是

过份乐观自信。要评定持续好转的程度可能需要一段时间。

很遗憾，在过去的一年里，就所谓的新模式的争论逐渐地偏离了这一理性的概念，即生产力增长之后我们不必再担心出现通胀。在这一点上许多人根本视而不见，因为它是暗示的，而不是明示的。而美联储对美国济则不能采取这种盲目自信的态度。



华尔街出了问题？是的。这位主席也默认，他和他的同事们已关注到最近发生的事件。他又告诫人们：在彻底丧失希望之前，应该同时看到美好的一面，这就是“好事伪装成坏事”的格林斯潘理论：

我们在评价这些事件时应考虑到这样一个背景，即在最近几个月中，美国经济正在持续大幅度增长，而且增长正处于良性运行状态，通胀率很低甚至开始下降，尽管劳动力市场日益紧张。我们的经济已经过较长时间段的良性增长，这肯定与抑制通胀有关，而美联储的责任就是尽全力延续它的增长势头。

格林斯潘甚至确认：当美联储看到股市下跌时心中暗喜，后来《华尔街日报》的作家大卫·威斯就是这样得出的结论：<sup>6</sup>

我最近一再说明：当今的经济正以无法持续的高速度使用剩余的劳动力，这种状况在某些方面是由于财富对需求的巨大作用引发的。最近的市场的净削减会抑制这种需求，这会有助于延续我们长达6年半的经济增长。

当时的经济混乱不堪——第一天下跌554点，第二天又上升337点，格林斯潘讲话的中心思想无人能理解，而这是他对东南亚经济危机经过深思熟虑以后得出的结论。尽管他讲这些话时曾引证了美国市场的剧烈波动这一事实，但他在讲话中整整用了一半的内容谈到了亚洲危机。然而这位美联储主席不会让人们把华尔街股市的波动归咎于亚洲。

---

东南亚及世界其他地区的货币危机和股市下跌的确影响了美国企业的利润,但不足以解释我们自己的金融市场近况。如果不是因为东南亚的经济状况,别的什么事情也许会成为人们对形势做出重新评价的直接原因。

---

在解释了亚洲危机的最根本原因之后(见第15章),格林斯潘对其大洋彼岸的同行们表达了深深的同情:

---

亚洲的经济决策者们这些天以来实属不易。他们必须顶住国内要求脱离世界贸易及金融体系的压力。这些国家的政府正努力稳定其金融体制及经济状况,有可能也会得到国际货币基金组织、世界银行和亚洲开发银行的大力援助。

---

然而到最后,格林斯潘提醒说:

---

冲击亚洲几个国家货币的金融动荡在目前还威胁不到我国的经济繁荣,但我们应与这些国家的领导人以及国际金融社会密切合作,以保证这些国家的状况稳定。

---

这是大师们的表演——也许不是表演，华尔街立即心领神会，做出反应。两天后《美国银行家》评论道：“格林斯潘先生的谈话对华尔街意义重大。他上午10:30讲话结束时，道·琼斯指数就攀升到 7 614.22点，比开盘时上升了 84点。最后，道·琼斯指数收盘时为7 506.67点，比周二收盘时略有升高。”<sup>7</sup>

格林斯潘效应能把市场推向深渊，也能抬高市场，有时则处于二者之间，这些均对经济大有裨益。

## 第6章

### 财富效应

在福尔摩斯的一篇最为著名的侦探故事《巴斯克威尔狗》(The Hound of the Baskervilles)中,关键的一条证据原来是根本没有发生的某件事情:狗在应该狂叫的时候却没有叫。这位大侦探因此得出结论:某人说他在某个约定的时间会呆在某个地方,实际上他却并没有在那里。

格林斯潘作为经济事务的监控人,在1999年1月20日众议院策略委员会上提供证词时,对股市状况的确做出了说明,实际上他主要讲的是股市。但与两年前“盲目乐观”的插曲形成鲜明对照的是,这次股市上涨了,但涨幅很小,时间也很短。而这一次,狗确实叫了,但什么事也没有发生。

区别何在?

简单说来,格林斯潘的证词从总体上看对国内及国际经济的优势和劣势采取了平衡的观点,这样利率的变化就可相互抵消。如果详细阐述的话,格林斯潘在1999年1月的讲话标志着他(及美联储)与证券市场的关系进入了一个崭新的阶段。

1999年初,投资者们在回顾过去的一年时感慨万千,诸多往事令人庆幸不已。90年代的牛市又持续了一年。1998年标准普尔基金平均上升了28%强,仅在这一年的最后一个季度,股市就平均上升了18.42%。<sup>1</sup>

但最近几周,股市波动很大。自从最近一次的市场动荡后,格林斯潘第一次公开发表讲话,但证券市场仍不稳定。在格林

斯潘预定发表讲话的前一周，巴西正在竭尽全力稳定其金融市场，消息传来，美国财政部债券在周二和周四之间上升了4个点（每1 000美元的债券上涨了近40美元）。而后到星期五价格又出现暴跌。在这种背景下，应当展露大规模的格林斯潘效应的时候到了。<sup>2</sup>

马丁·路德·金纪念日过后，星期二继续开市，证券和股票市场均处于低迷状态，部分原因是巴西方面传来的消息，但更重要的原因是所谓的“格林斯潘效应的预先反应”。这是一种过渡状态，在格林斯潘预期演讲之前投资者绝不会大量购买。<sup>3</sup>

有些人猜测格林斯潘在经济问题上会采取中间立场，也有人说这次不会调整利率。这次猜测格林斯潘将采取怎样的行动并非难事，因为他在一周前曾已经明显地做出暗示。美联储预计在今后几个月经济发展会逐步放慢，当时他是对一些央行行长讲这番话的。<sup>4</sup>从美国经济的迅猛发展看，对美联储来讲，增长放慢是件好事，而逐步放慢效果则会更好。在格林斯潘发表证词的前夕，《华尔街日报》报道说：“市场预测货币政策在近期内不会改变，而美联储的观察家们也不期望格林斯潘会在此时此刻开口从而改变这种市场预测。”<sup>5</sup>

《华尔街日报》的记者补充说：“美国现在失业率很低，股市交易量已接近纪录水平，分析家们认为就是美联储主席说

出告诫性的话也丝毫不足为奇。”<sup>6</sup>

这种推测是有其道理的。后来证明格林斯潘心里所想的不是他关于投资过热的通常告诫，而是一个很不同于这种告诫的新信息。

美联储主席在发表讲话时首先论述了巴西的状况（“有所改善”）和美国的情况（“增长有力”，“无”增长减缓的迹象），然后转入正题：

---

今天早晨，我想占用一点时间讨论我们目前繁荣状态后的一个主要因素，即美国企业资本资产的市价上升问题。<sup>7</sup>

---

这仅仅是格林斯潘式的“主题句”吗？下面是否会列举许多主要论点？不，真正情况比这要复杂得多。格林斯潘把两个至关重要的焦点问题联系在一起，即国家的繁荣——打破纪录的经济增长，这一点他无需多讲，另外一个就是股市。在此之前格林斯潘从没有明示过这二者的联系。实际上，他曾多次暗示：资本价格“太高”会威胁“最大可持续增长”，他总是从反面论述这一问题。

那么牛市与经济增长到底是什么关系？这种关系是双重的，对此，格林斯潘解释说：

---

我认为，认识到增值这一过程已为资本在证券市场上带来收益，从而降低了新工厂和设备投资的费用，而且促进了消费。

---

这第一点是不言自明的。由于持续牛市，上市公司得到了大量的资本金，他们对新工厂、新设备的投资代价减少，也更为容易。当然，作为反通胀斗士，格林斯潘很快又提醒众议院专门委员会：低通胀也减轻了企业的财政压力。

而对这第二点，即资产价格上升“促进消费”，则需要做一些论述。这里格林斯潘引用了一种观念，那就是经济学家们称之为“财富效应”的新观念。

---

最近几年来，资产价值不断上升，这实际上影响着我们经济的方方面面，但受到影响最大的是家庭消费观念。

---

具体程序是这样的：自90年代以来，股市一升再升，许多普通家庭都相继进入股市。在股市里他们亲眼目睹财产的增值速度比其他普通形式的储蓄和投资，如银行存折、存款单据、甚至不动产，都快得多。所以，人们把更多资产投入股市，眼看着其股票及股金的纸面价值不断上升，他们感受到

自己更加富有，也因此提高了消费水平。作为部分论证的依据，格林斯潘一语道出了令人惊讶的统计数字：

---

财富效应最明显地体现在个人存款的减少，存款比例从1992年的6%下降到当今的0。

---

换言之，美国人已完全放弃了储蓄而转向了股市。格林斯潘的讲话作用巨大，具有战略意义。

---

可以认为，普通家庭并未意识到从1992年以来储蓄有所下降。实际上，自1992年末，普通家庭的净资产上升了近50%，大大超过前6年的收益。尽管储蓄利率很低，但一般家庭都在攒钱以备退休后使用或应付突发事件。

---

格林斯潘当时也许本应严正警告数以百万计的普通家庭“能够上涨的也会下降，而且跌幅会很大。应当分期分批投资，保护好你个人本金中的大部分”，因为这些人把将来全部押在了股市上。但这位主席关心的是经济，而不是个体投资者：

在其他条件不变的情况下，股市下跌可能减缓消费的增长，并造成证券价值下跌。如下跌严重，将会造成消费需求大幅下降。

换句话说，如果采取大举措影响股市，则很可能会拖经济的后腿，因为许多普通家庭的票面财富价值突然减少，就会勒紧裤带，省吃俭用，减少消费。

一方面，据格林斯潘所言，股市上升给经济增长注入活力，而另一方面，其本身也有破坏这种增长的潜在因素。格林斯潘是否又想让股市下跌呢？

这一次不是。相反，他对此问题明确讲道：

尽管财产价值对经济至关重要，美联储对此必须认真监督和审查，但其本身并不是货币政策的目的。我们需要像今年秋天一样，对金融市场的变化做出反应，但我们的目标是美国经济的最大可持续增长，而不是资产的具体价格水平。

美联储是不管股票价格的。请注意这一措词“资产的具体价格水平”，他没有讲“高价格水平”。还要注意这一段中他提到了美联储“今年秋天”对“金融市场的变化”做出的反应。

去年秋天，美联储三度削减利率。有些批评家认为这样做是为了提升摇摆不定的股市，格林斯潘则在其讲话中一再声明他并不是为了此目的，并且还义正词严地说：“我们并不是为了抬高证券价格，也不打算在证券价格回升前放松利率。如果有些人这样解释，那就错了。”

但过了一会儿以后，他又说：

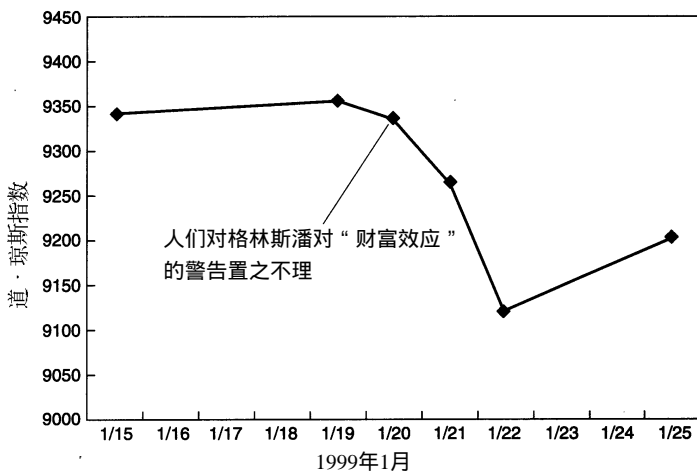
金融市场处于这种状态下，决策者们应特别留意不要采取引起下列反应的行动：困惑不定、优柔寡断、丧失信心，干扰资本的有效分配，因为这些是我们经济繁荣和财产价值的基础。

好几个月以来，评论家们看到美联储的所作所为越来越受到牛市的控制。如果格林斯潘提出强烈警告，或者美联储突然大幅提高利率则会使股市一落千丈的话，就会干扰经济的稳步增长。而格林斯潘把持的美联储已经把经济调控得恰到好处，而且通胀率和失业率都很低。格林斯潘本人已大胆地涉足了股市这一领域，但也陷入了自我矛盾的困惑之中。股市与美联储毫不相干，但决策者们应注意不能制造“不必要的不肯定性”，也不能“丧失信心”。美联储只关心“最大限度的可持续增长”，而它在这个方面的努力很可能因熊市的

“反财富效应”付之东流。

格林斯潘讲话的当天，道·琼斯指数上升了 100 多点。当然，前一天微软公司在其收益报告中提到利润涨幅很大造成了这种现象的出现，把股市提升了 4.4%，但这种上升时间很短。道·琼斯指数收盘时比开盘时下降了 19.31 点，而纳斯达克综合指数和标准普尔指数收盘价略有上升。<sup>8</sup>

从很多消息来源均传来各路专家的分析。有人听到美联储主席做了“有分寸的讲话”有效地平衡了好坏两种消息。从总体上看效果不好不坏，也没有暗示提高利率。<sup>9</sup>



另外一些人注意到格林斯潘在讲话中提到了股市，则断定他又像通常一样对通胀发出警告，对此，他们反应冷淡，也

许是故作冷淡。《纽约时报》报道说：“市场本来期望格林斯潘的讲话会降低调门，对其讲话不置可否”。《华尔街日报》干脆说：“不予理睬。”而《巴伦》则笔锋尖刻地讥笑所谓的格林斯潘“老生常谈”。<sup>10</sup>

这一天，华尔街股票和证券交易人的评论则更具洞察力。“格林斯潘暗示对市场估价过高令他忧心忡忡，但对此他不准备采取任何行动，”<sup>11</sup>这是一位分析家讲的。而另一位国际证券交易商也同样认为：“一般情况下他对股市走向不会制定任何目标。”<sup>12</sup>

在投资者们看来这是令人鼓舞的好消息：美联储不会干预股市。好像格林斯潘在发号施令：“想怎么干，就怎么干吧。”但很少有人听到他告诫：正如牛市冲天创造财富效应一样，熊市到来则会带来逆向的财富效应。到那时，美联储无论怎样调整利率也无济于事了。

## 第三部分



### 使市场暴跌的讲话

---

The Greenspan Effect: Words  
That Move the World's Markets

## 第7章

---

### 股市上的“盲目乐观”

这是他最著名、也是最臭名昭著的说法。就像对准全球市场的核心连发两枪一样，格林斯潘的措词“盲目乐观”传遍全世界，把每块大陆上的股票市场全部扭曲。

这一插曲很快成为金融史上的传奇，其中内在含义与这位美联储主席的讲话一样透彻透明。格林斯潘警告市场：人们对股价估计过高。而投资者们因害怕利率上调在大恐慌中开始大抛售。

雨过天晴，阳光四射。人们又意识到了他的第二个也是持续时间更久远的一种思维：这位统治着美联储的大人物也在统治着市场。这位货币体系的沙皇在必要时会毫不犹豫地行使其巨大权力改变市场走向。

这是一段传奇，但这段传奇准确吗？不完全准确。毫无疑问，格林斯潘在华盛顿希尔顿饭店的讲话是由美国公众政策研究企业协会赞助的，发表于1996年12月5日。就在他讲话结束后几分钟，全球股票市场与证券市场开始剧烈波动。

但认真研究格林斯潘那天晚上的讲话和当时的金融状态则不难看出：格林斯潘的讲话与国际市场之间的关系比传奇还要微妙得多，且更妙趣横生。

而格林斯潘“盲目乐观”讲话的标题则显得平平淡淡。“民主国家中央行面临的挑战”是一篇长18页，总计4 360个字的讲话。在这些内容涵盖广泛的讲话中，只有其中10句话酿成了这种波动。而在这10句话中，只有3个单词令人毛骨悚然

(除了“盲目”和“乐观”之外，格林斯潘在那个可怕夜晚还使用了“泡沫”一词)。

他在那个夜晚到底说了些什么？格林斯潘在讲台上用了三分之一的时间复述美国中央银行的历史：

在一个民主国家里，中央银行会吸引这种社会面临的许多来自方方面面的压力。任何机构，只要它能够影响货币的购买力，就被认为在暗处影响了社会各成员的财富数量和财富分配，这可是个重大问题。

他的措词平淡，但也说明了问题。从总体上看，格林斯潘的讲话让人们看到了金融业火山爆发的掠影。中央银行是吸引压力的磁体吗？其行为会影响社会财富的分配吗？回想起来，在格林斯潘讲话引发的熊市中破了小财的人会有此同感的。

但对于格林斯潘及其1300名衣冠楚楚的听众来说，这些言辞也就是以经济史导入的开场白：独立战争期间使用的纸币；亚历山大·汉密尔顿；关于合众国第二银行的争论；内战时期的绿色钞票；威廉·金宁斯·布赖恩和金本位制；1913年创办美联储；新政时期的金融改革；战后的宏观经济政策——这些在格林斯潘的讲话中全部囊括了（具有讽刺意味的是，在长达4360字的讲话中，他对20年代华尔街的股价暴跌只字未提）。

格林斯潘还讲到，在我们这个时代，同美国历史上其他任何阶段一样，中央银行均会受到他人的批评。在一个民主国家里这是不可避免的。很幸运的是，我们这个机构还具有一定的自主权，而美国人民也“不十分情愿地”接受了它。

人们普遍认识并理解到，如果美联储的货币政策及相关决策受到国会或者美国总统的否决，则短期政治力量将占主导地位。很明显，政治家们喜欢低利率，但这样会导致通货膨胀，并严重破坏我们的经济。

换言之，必须保护美联储使其不受政治斗争的影响。相比之下，通胀比积极的经济扩张主义更为可怕。即使到了 1996 年末，格林斯潘还在坚持这种观点。但这些观点再也不能刊登在报纸的头版头条，也再不会引起市场波动了。

尔后，格林斯潘以谦虚的口吻谈到了美联储的巨大责任及有限权力。美联储究竟是如何管理经济的。

从原则上讲，经济管理以由一整套异常复杂的方程式进行的，但我们还没能找到这些方程式，估计别人也没有找到。

在履行其职责方面，格林斯潘的美联储尽量提供“同政府其他机构一样的透明度”，但也有个限度，即“在某些方面过早披露信息会损害法律赋予我们的使命”。正是基于这一原因，格林斯潘说道：

美联储的有些决策过程必须保密一段时间。

这位经济学家然后就开始注视价格，注视为什么低通胀对经济良性增长至关重要，同时也注意到了用价格去衡量价值的难处。

接下来格林斯潘就发表了震撼世界的10句名言。我们现在对其依次进行分析，为方便起见加了序号：

1. 但期货价格会怎样？或更重要的是，期货价格、远期服务的价格，如股票、不动产以及其他增值的财产？
2. 价格的稳定性对于稳定经济至关重要吗？

请注意，这些都是用设问句，格林斯潘并没有先行回答，而是开始了下一句：

3. 很显然，持续性低通胀意味着对将来更有把握，低风险意味着股票及其他增值资产会升值。

4. 这一点，已经由过去的价格增值比率与通胀的反比关系所证明。

通胀降低风险，风险降低就会提高投资收益，这是天经地义的。

5. 但我们怎么知道盲目乐观会在何时过高提升财产价值，然后就会造成突然的长期紧缩呢？日本在过去的 10 年里就出现过类似情况。

这一臭名昭著的煽动性词语，偏偏隐藏在又一句设问句中，真有意思。但在狂热即将到来的时刻，许多投资者会听到——至少认为自己已经听到：“盲目乐观过高地提升了财产价值。”这样一来，人们就会想：“格林斯潘认为股票价值高估了！赶快告诉亲朋好友去。”这位美联储主席无意中提到了日本最近的灾难，这更使人们感到茫然不知所措，前景不妙。

6. 我们怎样把这种估计体现到货币政策中去？

惊慌的投资者们认为：“我们作为货币政策的主人必须对这种盲目乐观采取行动！”然而，请看一看，格林斯潘在指出大幅度改变高估的股市不一定有损于经济时，他是多么闪烁其词。为了抵消类似日本所造成的影响，他又提到了 1987 年那场破坏性相对小的股市跌价：

---

7. 如果金融资产的泡沫破裂但不至于威胁到真正的经济、生产、就业及价格稳定，我们作为中央银行就不必担心会出现什么问题。

8. 实实在在地讲，1987年的股市大跌对经济并没有造成多大不利影响。

---

但他没有说“高估的市价”，他只是说“泡沫”。因为无论哪一行业的投资者都知道泡沫在破裂前会变得很大，除非被责任意识很强的市场管理人员先行一步扎破。而格林斯潘却以十分明确的口气结束了这段讨论。

---

9. 但是，对于资产市场和经济之间相互作用的复杂性，我们决不应低估，也不能放松警惕。

10. 这样，在通常意义上评估资产负债表上的变化，与

在特殊意义上评估资本价格变化，两者都是形成货币政策的一部分。

简言之，资产价值的确影响经济，而美联储责无旁贷地对此予以关注，并根据这些价值的变化趋向采取行动。另外，他又告诫我们决不能放松警惕。

讲到这里，他的讲话稿还剩下五分之一。格林斯潘继而谈到了最近采取的一些举措以及如何改善美联储工作的问题。其中之一就是央行须做出努力改善支付体系。讲到这里，主席先生的声调比在谈论资产价值时更加慷慨激昂，他谈到了“危机”和“危险”。以及

存在风险的问题，即某一机构的失败会殃及全世界，造成美联储这一世界性支付体系的大面积瘫痪，同时会极大损害世界经济。

对一位经济学家来说，尽管这些话颇具启发性，但没有人认真对待，把它当成一回事儿。

实际上，那天晚上听这位主席讲话的人中，没有人为他的高谈阔论激动不已。《纽约时报》的一位专栏作家后来所作的采访也证实了这一点。布鲁金斯研究所的罗伯特·雷斯高把这次讲话

看成了历史性的总回顾。而经济学家艾雷克·海内曼也持同样观点。城市研究所的尤金·斯特立和《经济学家》的詹尼·密顿·比多斯则因这篇讲话平平淡淡，缺少妙语高论，评论起来尖锐刻薄。大多数记者在日后接受关于这一夜晚的采访时异口同声地承认：他们感到茫然，不知怎样为其报道开一个有趣的好头。

那天晚上到场的人当中，很少人具有赫伯特·斯坦恩（曾任经济顾问委员会主席）那样的洞察力。当时，斯坦恩转向他身边的那个人，悄悄地说：“市场关闭了，好事情。”

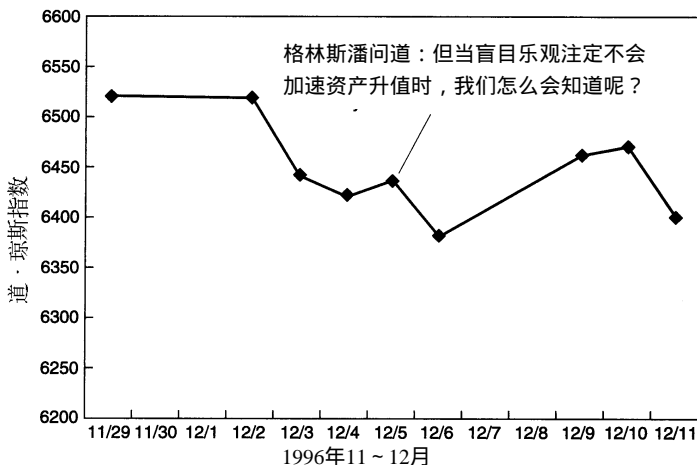
但确切地说，市场并没有关闭。从宴会上传出的消息到了晚上7:20时就出现在新闻广播中。美联储主席在谈到股票价格时，用了“泡沫”和“盲目乐观”这些词语（我们可以看到，他确实使用了这些词，但却引起了重大误解）。到了晚上7:45时，股票市场上的期货（在全球电子系统内晚间交易）开始受到打击。而在世界的另一半球，澳大利亚和新西兰已经开市，准备星期五早上的交易，这时市场急剧下跌，澳大利亚的全普指数（All Ordinaries Index）一路下滑，当天收盘时就下降了2.91%。下一个轮到日本的东京了，日经指数下降了3.19%，这是本年度最大的跌幅。香港市场下降了4.8%，后来又略有回升，当天收盘时损失了2.9%。英国的金融时报股票交易所指数下跌了2.18%；德国的德克斯指数下跌了4.05%。

星期五，美国开市交易时，这股跌潮也袭击了美国，但产生的影响并不大。美国股票开市时也出现剧跌，在一天内，达

The Greenspan Effect: Words That Move the World's Markets

到了6 381.94的最低点，比星期四下降了2.2%。但道·琼斯指数下午有所回升则是因为政府刚刚宣布失业率略有上升（为5.4%）。令人奇怪的是经济的这种病态让许多投资者气定神安，他们均认为美联储不敢再度上调利率，尽管他们嘴上已不讲“泡沫”、“盲目乐观”等这些词语。收盘时，道·琼斯指数只下降了0.86%。

这样一来，情况就变得有些复杂。尽管出现了“盲目乐观”这段插曲，但格林斯潘引发的12月6日的跌价，其跌幅与其前后相比并不大。在前一个星期二的下午，道·琼斯指数下跌100点，到收盘时下跌79点，这是在4个月的时间里跌幅最大的一次。



这是对格林斯潘效应的第一次暗中观察。在那个星期二即12月3日，格林斯潘约见了华尔街最大的几个交易商和美联储的官员。根据一则报道，格林斯潘对资产价格高估发出了明确的警告，这一信息通过内部渠道传到了金融界，震动了华尔街。

经过星期五的盲目乐观之后，道·琼斯指数继续下跌。在星期一和星期二又略有回升，但在一周内下跌了200点。有些观察家认为，格林斯潘效应仅仅局限于盲目乐观的星期五和星期一的股市震荡，而我们认为真正的格林斯潘效应也影响了其后的3%以上的跌幅。市场已处在急剧变化和极度恐慌之中，格林斯潘的讲话一经传出便引起了极大震动。

从这段“盲目乐观”的插曲中，我们可以得出这样的结论，执掌大权的人讲一句话的作用都非同寻常。在通常情况下，格林斯潘在公众场合下的讲话是冷静而慎重的。如果他使用了一个略带感情色彩的措词，如“盲目乐观”，记者们就马上抓住不放，非弄个水落石出不可，然后以头版头条消息予以刊登，其余部分就成为历史了。

在格林斯潘演讲之后，华尔街许多大交易商也参与进来，尽量缩小“泡沫”和“盲目乐观”的影响。他们向极度惊慌的听众保证股票没有估价过高（至少高估不多）。他们还说，从其他经济指数看绝不可能上调利率。实际上，由于“盲目乐观”造成的股市损失已经使美联储的干预成为不可能。实

际情况不已经有了3%的好转吗？

“盲目乐观”的真正教训就在于此。格林斯潘和其他人一样清楚他讲话的份量，如果做出个姿态能解决问题则不必上调利率。华尔街的一位哲人——奎克 - 莱利集团的克里斯多夫·奎克对“盲目乐观”总结得恰到好处：“不是上调利率，而是发表讲话。”

## 第8章

# 抗击通货膨胀

这一周在华尔街是值得纪念的一周。探险活动开始于1996年7月12日即星期五，当时道·琼斯指数在5600点的基础上下跌了几乎200点，按照当今的标准这算不了什么（但请别忘记：在不到3年的时间内，道·琼斯指数上涨了一倍多）。但这次跌幅高达3.5%以上，这油然让市场观察家们对1987年10月的股市狂跌产生了翩翩联想。

回到华盛顿以后，格林斯潘沉默不语，决心不再发表任何声明，从而避免市场动荡的加剧。但美联储副主席曼尼尔·约翰逊却不像主席那样保持沉默，他告诉记者，正像1987年一样，美联储正准备向金融系统注入资金。事隔不久，事实证明约翰逊所言是错误的。他在美联储的同事们为此感到很沮丧，因为美联储既没有正式批准这种政策，也没有任何人授权他发表这种讲话。根据新闻报道，感到最尴尬和最恼怒的是掌管美联储大权的主席格林斯潘，他对约翰逊的善意行为极为“愤怒”。<sup>1</sup>

约翰逊本来可以争辩，他做得并没有错，而且市场当时急需安慰。交易在周末之后再度开始，又再度出现“剧烈波动”（《华尔街日报》的措词）。到了星期二则打破纪录，“过山车”似的盈利达到极点。仅在一天之内，道·琼斯指数在219点范围内上下波动。戈德曼·萨克斯公司的股票战略家阿比·科恩感叹说：“我离开市场去吃饭的工夫，道·琼斯指数下跌了20点；我回来开始讲话时，股指下跌了80点；等我讲话结束，

股指下跌了155点；再等我回到办公室，股指又回升了14点。”根据交易所有关规定，在跌幅达到50点的时候，就应当进行干预，即所谓的“电路断路器”，以防止大规模的恐慌。而在这一天出现了3次干预，创下了历史纪录。在纽约股票交易所，交易额达到6.8亿美元；而纳斯达克市场交易额则高达8.77亿美元，均创下历史的最高纪录。<sup>2</sup>

市场本来已很不稳定，而从许多渠道传来的经济信息却源源不断铺天盖地而来，有些是有益的信息，而有些则是有害的信息。在这一天收盘时，市场进入均衡状态。因为不同的力量相互抵消，其准确度已经达到等离子水平。尽管市场波动很大，道·琼斯指数到收盘时又回升了9.25点。

星期三市场恢复正常，道·琼斯指数上升0.34%，标准普尔指数上升0.91%，而纳斯达克综指则发布消息称这是它最大的单日增幅（3.15%）。市场观察家们把此称为“奇怪的稳定”。到底发生了什么事情？很简单，投资者们，特别是从事证券交易的商人正殷切等待着预言家的信号，等待格林斯潘发表讲话。<sup>3</sup>

这一次，格林斯潘不得不站出来说话，因为在第二天即7月18日星期四，他要发表关于货币政策的半年期汉佛雷·霍金斯报告。最近几天金融市场极度混乱，人们对前景顾虑重重、猜疑甚多。《华尔街日报》的大卫·维索评论道：“易对利率变化产生错误理解的词语，极度乐观使用的副词或毫无

内涵的暗示，都会引发 1996年格林斯潘造成的股市狂跌。”（维索使用“乐观”一词耐人寻味，因为格林斯潘几个月以后才发表臭名昭著的“盲目乐观”的讲话。）非正统的华尔街评论家劝告格林斯潘干脆直言，但大多数人期望他能够安抚市场。的确，他越能减轻市场波动，就证明他越成功。格林斯潘即将面见国会，一位经验丰富的内部人士说：“他会放三个小时的烟幕弹。”<sup>4</sup>

早上10点，格林斯潘开始宣读报告，市场立刻做出了反应。证券和股票价格直线上升，这不足为奇，因为报告的第一部分赞扬了1996年上半年的良好经济状况。

- “所有指标表明：消费和生产良性发展。”<sup>5</sup>
- “正如预料的一样，经济已经挣脱慢档、开始加速。”
- “大约140万工人进入了非农业领域。”
- “失业率在6月份降到了5.3%。”

他然后又说：

---

虽说美国经济对其生产资源的耗费巨大，但通货膨胀一直很低。

---

还有令人鼓舞的好消息，能源价格下跌，预算赤字减少，

利率下调，信贷市场良性发展。

这确实是好消息，也是带着“\*”号的好消息，我们不久就会看到。但将来会怎么样？

展望未来，我们有理由期望在以后的几个月的时间里，需求会走向平稳，经济活动会保持一种更可持续发展的速度。

经济增长可能会减缓，这是坏消息吗？不一定是坏消息，因为格林斯潘谈及了“可持续发展速度”。如果经济过热，就不可能持续性发展，反而会引起通货膨胀，从而可怕的利率上调的可能性就会进一步加大。

格林斯潘讲话的中心是通货膨胀。这时全世界都密切关注着他的讲话。有时，他向这些非经济学专家谈论“国内总购买力的价格指数已受到压制”。但是，他的总结却很明确：

我们是否已经进入一个通货膨胀的不平衡已不再威胁我国经济稳定和发展的新经济时期？我们认为简单地回答是“没有”。然而问题并不简单。

格林斯潘接着论述了新技术和全球性竞争如何有助于抑制通货膨胀的问题（详见第32章和第26章）。而就业的不稳定性对此也产生了普遍影响：

因为工人们担心，如果被迫变换工种，其就业稳定性和适应性就会受到影响。所以如果就业市场紧张，即使工资上调幅度不大，他们显然也能接受。

对经济发展是好消息，而对工人则是坏消息。但格林斯潘很快又补充道：

尽管如此，早有迹象表明通货膨胀的良性状态特别是在劳动力市场方面可能马上结束。

之所以做出以上补充，他解释如下：

从某种意义上讲，就业安全性增加不值得进一步牺牲实际收入。工资是否增加将直接取决于劳动力市场的紧张程度，这样就对企业的利润率和产品的最终价位形成了潜在的压力。

这样一来通胀就是真正的威胁了吗？美联储会上调利率吗？对此格林斯潘仅讲到下列程度：

董事们及银行行长们认为通胀可能向良性发展。

后来，一位观察家说：“美联储主席这样讲话已经是非常明确不过了”。<sup>6</sup>“华尔街大多数人士期望美联储会在8月的联邦公开市场委员会会议上将利率由0.25%上调到0.5%。格林斯潘的讲话看上去减弱了这种可能性。”<sup>7</sup>当天市场上升，其主要原因与格林斯潘的讲话密切相关。

还有另外一个原因，在他讲到通胀可能“向良性发展”时，格林斯潘紧接着明确表示：“美联储决心抑制通胀。”同样，他刚才讲过美联储已经“特别警惕”已出现的通胀压力。

这两个主题，即良性通胀的可能性和美联储抑制通胀的决心在格林斯潘讲话结束后的提问阶段再次出现（观察格林斯潘的人极力在公开场合，当这位美联储主席脱离讲稿时，搜寻其真正思维的痕迹。）<sup>8</sup>在回答问题时，就将来的预测，格林斯潘的回答比书面报告还要含糊：

要从根本上论证我们在春季和夏季早些时候看到的那种相对的过激情绪是否已有所冷却还为时过早……下一个阶段

相对更加重要，因为我们会十分明确经济的发展形势，不仅是今年余下的这段时间所发生的情况，而且是1997年的情况。<sup>9</sup>

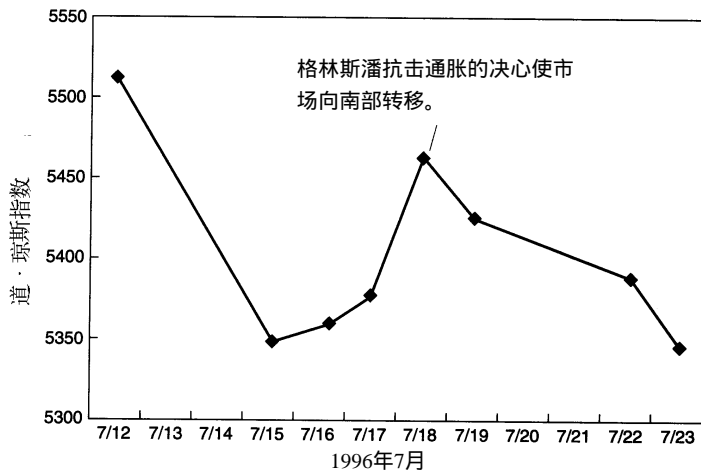
同时，他再次强调美联储“抑制通胀的决心”。<sup>10</sup>

当天，道·琼斯指数收盘时上升了1.62%，标准普尔指数收盘时上升了1.5%，许多大银行的标准普尔指数（通常对利率调整极为敏感）上升了1.77%。但在格林斯潘讲话结束时，美国财政部30年期证券的回报率降到了7%以下。

关注格林斯潘已经成瘾，同时也成了游戏，也变成了人们讽刺的笑柄。在7月18日的咨询中，克里斯托福·多德参议员开玩笑说，一门新的学科即“格林斯潘学”已横扫整个投资界，因为越来越多的投资者正努力从这位主席的讲话和言谈举止中探求信息。他曾说格林斯潘领带的颜色可能就是问题的答案：红色意味着立即上调利率，蓝色意味着下调利率，带有斑点的领带表示利率没有变化（当天市场利率未见变化，而实际上格林斯潘带的是红色领带。）<sup>11</sup>

几天以后，《媒体周刊》杂志的刘易斯·格罗斯贝格也参加了这个游戏。他说，市场下一步会怎么样呢？准确预测其波动只有一个方法，即盯住一个叫格林斯潘的怪人。无论他说什么话都会促使数量庞大的交易商向同一方向猛冲过去。什么原因还不得而知。例如，如果格林斯潘说“我肚子疼，

给我弄片止痛片来”，那么你就应该马上把手头所有的股票卖掉。<sup>12</sup>



## 第9章

### 紧张的劳动力市场

我们设想一下，沿着时间的隧道向前推移，把格林斯潘送到古希腊，让他同亚里士多德会面，他们绝对会相见恨晚、友好相处。两个人均为经验论者，亚里士多德给后世留下了上千页关于观察自然界行为的论著，而格林斯潘则每天都在专心钻研经济的内部运转状况。另外，两个人都非常注重我们所谓的“平衡”。亚里士多德赞成身体与心灵、大自然和人、人和社会之间的和谐与平衡；而格林斯潘则赞赏国民生产总值的中速发展，一心向往失业和通胀在适中的基础上向低发展。

说到这里，我们不难看出，这位联储主席有着亚里士多德的世界观。只要不躺下睡觉，就煞费苦心地改正投资者、消费者、储户、市场、银行和经济的过激行为。忍耐是好事，过激是坏事。如果美联储主席有过激行为，情况则更糟。

所以，1997年10月8日这一天，格林斯潘决定改变其过激的形象。

仅仅在4个月前，格林斯潘发表了他那次大概是就任联储主席以来评价经济形势调门最高的讲话（见第3章）。当时的评估是准确和公正的，但因为话说得过于自信，以致让那些追随格林斯潘言行办事的人感到有些意外。他的这次讲话给华尔街已处于暴跌状态的牛市以新的刺激和推动。如果极为谨慎的格林斯潘都看到并不存在足以退缩的理由的话，那么投资者自然会得出结论，他们为什么就得有所保留呢？

令人欣慰的时光正在继续着。夏季里格林斯潘的讲话主要阐述的是技术生产力，而不是通胀或失业。美联储无暇顾及利率问题，金融市场秩序井然。人们悠然地认为在以后的几个月不会上调利率。

秋季，联邦公开市场委员会召开会议并投票表决要像3月份那样稳定贴现率。一周以后即1997年10月8日，格林斯潘来到众议院预算委员会发表其半年一次的证词报告，这使华尔街顿感沮丧，忧心忡忡。

最近公布的资料表明，9月份的制造商价格上升了0.5%，这是当年最大的涨幅。尽管格林斯潘在讲话中没有提到这一数字，他的确也意识到了这种趋势。就这一数字的重要性，经济学家们众说纷纭。有些人认为除9月外，在整个1997年只有另外一个月的出厂价有所上升，而到年底的价格水平同12个月前相比基本相同。<sup>1</sup>至少对这些人而言这并不意味着要紧缩银根，但这只是因为这些经济学家没有坐在美联储主席的宝座上。

那么，在10月份的第二个星期三，格林斯潘除此以外还会考虑什么问题呢？也许是好消息太多，弄得这位主席反倒忐忑不安，心境不佳。在星期一，即1997年10月6日，道·琼斯指数上升了61.64点，第二天又上升了78.09点，达到8 178.31点。按这个增长速度，该指数很快就会突破历史记录（8月6日曾达8 259.31点）。而且就在一两天时间之内，实际上，为

了与美国其他主要交易所保持同步，他也需要这样做。这些交易所包括：标准普尔500、纳塞尔2000、纳斯达克综合指数。它们在格林斯潘讲话的前一天都打破了历史纪录。<sup>2</sup>

股市分析家们在研究了每天交易的技术性问题以后，发现其中仍然存在许多上涨因素。例如，10月5日星期二，芝加哥股票交易所成交的道·琼斯股票中的大多数（97 751只中的90 417只）是远期交易，买主指望其日后升值。戈德曼·萨克斯公司的股市分析家科恩将其12个月的道·琼斯预计上涨幅度调整到10 500，这样一来企业突破10 000点大关绰绰有余，从而更增添了乐观情绪。<sup>3</sup>

这样格林斯潘拟在其讲话中让市场回落，对于盲目乐观这一主题，他确实想旧曲重奏，但勇气欠佳。他说：

---

在证券市场上，连续上调长期企业利润的预测，已把利润率抬高到此阶段经济发展中难得一见的水平。<sup>4</sup>

---

他接下去讲得更为干脆：

---

除了股市升降问题外，如果设想股市升幅会有过去几年那么大显然是不现实的。

---

但格林斯潘那天讲话的中心议题是告诫劳动力市场的紧张状况：

今年劳动力市场暗示经济已偏离可持续发展的轨道。自1994年以来，大量吸收和雇用潜在的劳动力并没有给雇员每小时的报酬带来更多的增长，而价格的通胀对大多数分析家来讲则是完全意想不到的。

当然，问题仍然是劳动力的紧缺，就业机会多而工人少，这肯定会促使工资上调，从而导致通货膨胀。但这是否是事实呢？

当然，现在并没有工资加速上调的迹象。但是，如果认为一旦那些没有工作想找工作的人的数量急剧减少，工资上调的压力就将得到缓解，这是令人难以置信的。供给与需求相互关系的法则并没有被取消。如果劳动力需求的增长速度继续超过劳动力供应的可持续增长，我们面临的问题就是劳动力价格会什么时候更快地加速增长，而不是是否增长的问题。

格林斯潘解释说，在很大程度上，这是由于人口发展趋

势的有利结合造成的，即大量移民涌入美国和许多年轻的美国人加入了劳动大军，以及经济复苏给数以百万计的失业工人重新创造了就业机会。在过去几年里，劳动力短缺的潜在不利因素已经被抵消，但他又暗示说这些有利趋势很可能会消失：

这样会出现对潜在劳动力投入的抑制性因素。如果最近的每年新增加200多万个就业机会能持续下去，雇佣这些人员的工资和其他费用会加速增长。当然，就业增长在8、9月份已出现大幅度减缓，但并没有彻底停顿下来。从需求这一方面讲，在具备能力参加工作的群体中，对劳动力的需求大于其供应的增长。

因为在最近几个月中，他经常讲，资本投资和新技术能减缓劳动力市场的紧张状况。这次他又谈到了这些问题，因为他感到对其早些时候的乐观分析应进行校正：

我过去做出的另一种解释就是技术的更新和资本投资的增加在某种程度上会促使那些用于人们日常工作的各种设施发生重大变化，这种现象还迫使人们害怕技能过时，这样即

使不增加工资，人们还是愿意寻求就业的稳定性，但不稳定性的力量会逐渐消失。

这时候，格林斯潘又带来了让人担心的新数据：

根据民意测验：1991~1995年人们越来越害怕失去工作，在此期间劳动力市场正处在紧张阶段。现在民意测验说明这种趋势有部分逆转的可能。

格林斯潘经常讲，有些工人因为害怕失去工作，一般不会要求增加工资，这种动态因素有助于减缓通胀压力。但是到了夏季，格林斯潘满怀信心的讲话一结束，联合邮政公司的工人便停下货车拂袖而去，从而引发了最近美国历史上最大的一次罢工。在罢工之前，美国工会已名存实亡，评论家们对此不是庆幸就是哀叹，但是走向罢工的联合邮政公司的工人最终得到了雇主的巨大让步，而且在无意中给全国的经济学家包括格林斯潘在内发出了一个信号：工人敢冒失业的危险要求提高工资。

由于利率稳定和几个月以来经济运转状况良好而颇感满意的投资者们，这次受到“伟大的航海家”风暴来临的警告，

纷纷躲避以防招灾惹祸。在格林斯潘讲话的当天，道·琼斯指数下降了83.25点，跌至8 095.06点。证券市场下跌 $1^{30/32}$ ，其收益率提升了14个基本点，达到6.37%。

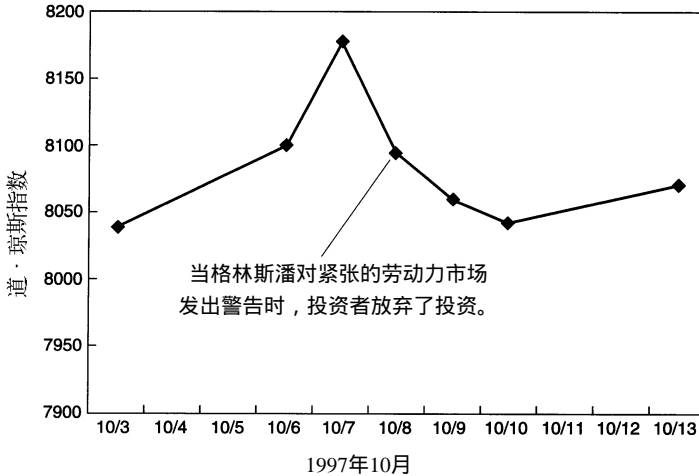
受到格林斯潘引发的熊市（或牛市）影响的不仅是野心勃勃的投资者们。认真审视格林斯潘在10月份的那个星期三的讲话，它给30年的固定利率抵押贷款造成了13万亿美元的损失。就在这位美联储主席开始讲话之前，这种抵押贷款利率为7.375%，但讲话几小时之后，利率就上升了1/4点。对于普通家庭而言，这种涨幅意味着每个月要多支出22美元，这样一来，在抵押期内仅利息金额就会增加8 000美元。<sup>5</sup>

除了损害普通家庭利益之外，这种特殊的格林斯潘效应还对整个经济可支配收入的减少产生了强大的震撼。抵押借贷人的开支也随之减少（他们只能如此）。利率的这一增长也随之调高了抵押贷款利率，使其接近8%，这为历史最高纪录。<sup>6</sup>借贷和房产的减少会抑制建筑业这一美国最大产业的发展。

格林斯潘有如此大的神通去左右市场使许多经济学家大为困惑。他们原先也见过格林斯潘效应所产生的影响，ASB资本管理公司的首席经济学家托马斯·卡彭特在看过格林斯潘讲稿后说道：“我仍然弄不清楚，为什么市场会给人以越来越强的刺激。了解资本市场的人都知道，20%~30%的回报率是不会持久的。格林斯潘所做的一切言谈无非是把显而易见的

The Greenspan Effect: Words That Move the World's Markets

道理重复一遍而已。”<sup>7</sup>



这话实在是千真万确的。但是，在不同的经济学家的诠释中，格林斯潘起到了图腾的作用，只要是他说的就是真的。

格林斯潘在讲话中还着重提到，金融市场对劳动力市场的重视程度是衡量经济运行状况是否良好的关键尺度。经济学家伊安·谢帕逊讲到：“他实际上已把失业率看做是测定以后几个月情况的最为重要的指标。”<sup>8</sup>

最后，格林斯潘在“不可持续轨道”的讲话中发誓要抑制通货膨胀：

毫无疑问，如果再次出现通货膨胀，将极大地威胁经济的平衡的可持续增长，这种威胁程度之大是近几十年内所没有的。

在抑制通胀问题上，格林斯潘寸步不让。从这个意义上讲，他11月份的讲话给“新模式”的主张者当头一棒（见第30章），这些人相信而且也希望美联储主席相信，技术革命和经济全球化会永久性地结束经济周期和通货膨胀。

## 第10章

### 金融危机的传染性

冷战前期，美国采取的是保护自身利益的孤立主义战略。这一战略理论要求美国远离一切国际烽烟，但又不能无限地拖延致使自己成为最后的民主据点。根据这种理论，美国长期将自己置身于第一次世界大战之外，而且还成功地避免了被直接卷入第二次世界大战，直到自身遭到攻击。当时，英国虽然仍旧顽强抵抗，但已非常勉强。这时候自身利益超越了孤立主义。

但是，在金融界，孤立主义更难抑制。1929年的股票大跌和大萧条带来的全球性危机，这一危机席卷了包括美国在内的许多国家。以后几十年的变化把美国人同全球证券市场更紧密地捆绑在一起，特别是最近电信和计算机技术的发展已把全球市场联为一体，这样，危机从一个国家蔓延到另一个国家就更为容易。

1997年的全球性金融危机证明了没有任何国家的经济会免于灾难，这是最新的一次佐证。在几个月时间内，世界上40%的国家进入了经济衰退或萧条<sup>1</sup>。有几个星期，然后是几个月，美国投资者屏住呼吸。难道说这种冲击波不会最终袭击美国吗？美国经济跌入正在吞噬日本和美国传统贸易伙伴的火焰中，难道这只是时间问题吗？

1999年2月下旬的一个星期二，格林斯潘终于就这个问题向参议院的一个委员会发表讲话，金融市场已做好了一切应付戏剧性变化的准备。他所讲的包括投资者听到的以及没有听到的部分能够帮助我们理解格林斯潘效应的真正威力。

首先介绍背景情况。在格林斯潘讲话的前一天，道·琼

斯指数出现了本年度第三个最大增幅，收盘时上升了 212.73 点 (2.28%)，达到6周内的最高点 9 552.68 点。证券也在升值，30年期的财政部证券作为龙头股上升了 1/2 点 (每 1 000 美元证券上升 5 美元)，从而把收益率压低到 5.349%。尽管变化甚微，但这种证券的上涨状况已表明月初的低谷已出现强烈反弹。纽约股票交易所的买卖兴隆，十分火爆，足以首次引发 180 点的控制规则出台。该规则是在 1987 年股市大跌后制定的，限制某些在股市极不稳定情况下通过电脑程序进行交易。<sup>2</sup>

与此同时，国外也乱成一团。格林斯潘如何用国内政策去平衡国际危机？在讲话之前，斯泰恩·罗伊-法纳姆公司的金融专家阿尔弗雷德·库格尔明智地思考着在世界金融市场极不稳定性 and 美联储可能采取的行动之间的联系：“世界上还有问题存在，很难相信在以后的6个月中会紧缩银根。美国经济实力强大，而世界上其他大多数国家无法与之相媲美，因此我认为美联储绝不会袖手旁观，坐以待毙，应当以全球观点予以考虑。”<sup>3</sup>

实际上，在此之前的几周时间里，格林斯潘和财政部长罗伯特·E·鲁宾就国际局势交换了意见，尤其是他们密切关注有关欧洲国家的经济指标，并劝说该地区的主要资本主义国家对经济采取强有力的政策。具体说来，美国金融界这两位领导人认为，欧洲人应该下调利率、削减预算来增强其经济发展，他们还应该增加来自发展中国家的进口，扩大投资，促进国际经济复苏。

因为有如此多的动态因素，许多私营预测公司期望美联储会将短期利率削减 1/4 点，降到 75 个基本点。摩根·斯坦利公司的资深经济学家约瑟夫·齐兰曾这样说过：“如果欧洲的经济数据说明情况不断恶化，格林斯潘和鲁宾最担忧的是美国将是惟一的幸存者。”<sup>4</sup>讲这番话时不知他是否想到了第二次世界大战？但无论如何，这种比喻非常贴切。

再回到格林斯潘的讲话上来，他的开场白还是老调重弹。一开头总是首先报告好消息（我们注意到他的典型措词是“在一方面，在另一方面”），他报告说，美国已连续 3 年实际国内生产总值一直保持大约 4% 的增长速度。而通货膨胀率已经降到几十年以来的最低点。<sup>5</sup>企业对新厂房、新设备的投资有所增加，在某种程度上由于 1998 年新增加了 275 万个就业机会，工人的工资从 1970 年以后至今出现了实际增长，而失业率跌到了最低水平（4.25%）。甚至国会也在克尽微薄之力控制支出，以支持“30 年来第一次资金预算全面盈余”。美联储主席说，总体说来，在过去的一年中，美国经济状况发展良好。

但是，格林斯潘自己也感到奇怪：这种良好状况会持续下去吗？一方面，的确有许多强有力的证据表明经济会持续增长，包括消费者的信心和新技术带来的生产力的提高；另一方面，还存在着令人担忧的趋势，格林斯潘开始谈论他最喜爱的 3 个话题：

- 劳动力市场紧张：“生产的强劲增长，正在逐步耗尽我

国的剩余劳动力……”

- 股市高涨：“证券价格太高，我们不得不对股份是否估价过高进行认真思考。”
- 干预过度：“普通家庭和商业领域的债务有所增加，而我国整体外债也有所上升。”

然后他把话题转到一个不那么一般的题目上，即：最近几个月来国际金融市场出现的危机及其可能对美国产生的影响。不出所料，他一本正经的、以告诫的口吻指出：

国外形势变化多端，反复无常，我们很可能受其影响。根据去年的经验，这种影响可能很快传到美国并重创我们的经济。⊖

格林斯潘解释，美国 and 国外金融市场有一个关键性的联系点能给我们带来麻烦，这就是美国居民对外国人口的净负债率日益增长：

可以想像，外国人不愿意无止境地提高对美国的有价证

⊖ 格林斯潘主要关注美国的经常项目上的赤字，即主要由贸易逆差以及向海外转移支付构成的那部分外债。

券的比例，如果我们对外债增长的偿付能力出问题，美元的汇率很可能下跌，从而造成美国国内物价上涨。<sup>⊖</sup>

这就是与美联储政策的联系。如外国撤回其在美投资，就会削弱美元的地位，从而引发通货膨胀，继而迫使美联储上调利率。

为了让人们充分认识国际金融危机传染性的危险，格林斯潘提醒他的听众重温一下前一年发生的某些混乱事件。尽管（另一方面）现在已出现了“经济稳定和复苏的前兆”，特别是在韩国和泰国，但是东亚地区“投资者信心全无，货币严重贬值，经济严重衰退”。

俄罗斯的情况更糟，更“令人吃惊”。8月间，随着俄国政府决定停止国内债务支付和卢布贬值，货币价格大幅度下滑，几个月之内，通胀率已达到三位数，然后就是危机传染：

俄罗斯的金融危机立即传到了其他一些国家，而拉丁美洲国家受打击最重。有关国家为了缓解汇率下降的压力，大幅度提高利率，特别是在巴西。由于高利率和经济的极端不稳定性，巴西经济每况愈下。

⊖ 格林斯潘主要关注美国的经常项目上的赤字，即主要由贸易逆差以及向海外转移支付构成的那部分外债。

这种病毒会从巴西和其他的多事地点传播到美国吗？

今年早些时候，巴西的事件更突出表明，全球性经济和金融不稳定性会给我们带来连续的风险，尽管金融危机的传染性在一些地方目前已得到控制，但巴西的一些重要的贸易伙伴包括美国在内的金融市场很有可能受到更大的冲击。此外，我们几个主要的工业贸易伙伴在经济上也出现了问题。如果情况进一步恶化，将会进一步影响我们的出口。

就格林斯潘说话风格来说，易受伤害的、遭受创伤的、虚弱无力等这些话语，如果撇开其简洁明了不计，它们的确是很形象的语言，比“盲目乐观”还形象得多。难道这就是格林斯潘效应的本质吗？

是，也不是。那些及时对格林斯潘长期预测做出反应的投资者们，曾经展露出他们奇特的鉴别能力，能从格林斯潘的讲话中经过挑选，猎取到利率变化的种种预兆。

有些人甚至提前做出了反应。例如，美国财政部在一大早就有越来越多的投资者预测格林斯潘不会提到近期利率上调，而其他投资人则在主席实际讲话之前，不去大量购入。等主席一开口讲话，许多股票下跌，30年期的龙头股——财政部债券下跌了 $1\frac{4}{30}$ ，跌到11.25美元（1000美元证券），而收

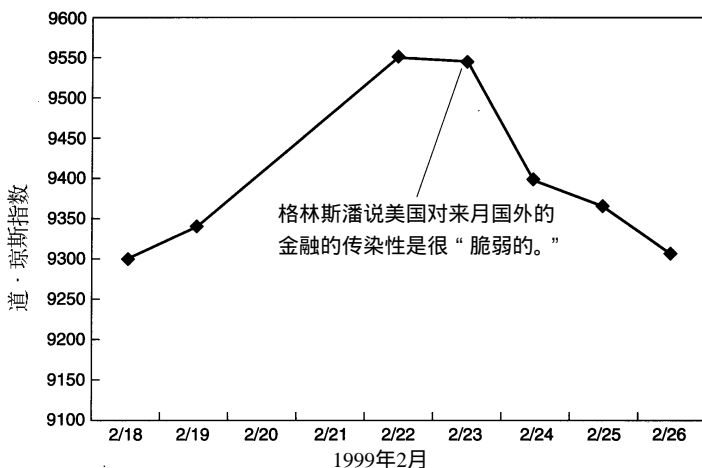
益率跌至5.428%。抵押贷款利率呢？30年期固定抵押贷款利率在几周前曾跌入6.5%的低谷，本来已经回升，格林斯潘讲话刚一结束，则开始暴涨，并迅速超过7%。正如一位大腕抵押出借人所说：“抵押贷款利率不是缓慢上升，而是如火箭般暴涨。”<sup>6</sup>

与此同时，股票市场则反应不一。在美国，主要股市下跌，道·琼斯指数和标准普尔指数收盘时各下降了近1%，但是纳斯达克综合指数很奇怪地上升了1.47%；同时，国际上所有的大型交易所对格林斯潘的讲话均做出不同反应，股市开始上扬。<sup>7</sup>

那么，美国到底出了什么问题？表面看来，大多数交易商和投资者每天花上一定时间，眼睛盯住电视屏幕，从美联储主席格林斯潘的讲话中寻找世界市场的未来走向。<sup>8</sup>他们仅仅听到了他们想听的消息，对他关于国际形势评析中的微妙之处，几乎无人听进去过，或给予更多的关注。

有些人捕捉到了格林斯潘上调利率的信号。颇具影响力的《商业消息论坛》认为：美联储主席讲话中透露了“好像准备上调利率，以调整过热的经济”。<sup>9</sup>《商业周刊》认为：美联储主席很明确地讲了“与市场上的人们想法相反，1999年上调利率并不是不可能”。<sup>10</sup>其他人认为格林斯潘在讲话中没有提到会有什么变化。伦敦的《金融时报》听到了那些减弱利率上调的可能性的“安抚性的评论”<sup>11</sup>。而《华尔街日报》的一

The Greenspan Effect: Words That Move the World's Markets



位记者则认为这篇讲话“毫无新意，令人痛苦”。<sup>12</sup>

有几家主要的金融刊物甚至同时对此众说纷纭。随后出版的一期《商业周刊》暗示美联储倾向于利率上调（“不是不可能的”），而且还刊登了一篇文章，称格林斯潘在证词中表示：“在经济强有力增长面前，美国愿意保持利率稳定，从而帮助欧洲与日本摆脱困境，而且这种帮助的期限比大多数分析家期望的要长得多。”有几家刊物则根本没有抓住格林斯潘讲话的精髓，比如《美国新闻和世界报道》认为：格林斯潘最关心的是股市。

格林斯潘在做出庭证词以后，为什么美国股市在这天交易中表现得如此“反常和多变”？美国财政部证券市场在格林斯

潘讲话之前就开始了上涨，显然相信利率不会上调；而在格林斯潘指出，至少是对大多数听众指出近期不会上调利率后又开始下降，这是为什么？根据《华尔街日报》的分析家们的看法，这是因为投资者们“担心那次最后终将发生的利率上扬”。

为什么外国投资者听完格林斯潘的讲话后感到欢欣鼓舞呢？也许，格林斯潘承诺要保证国际金融市场的复苏，他们因此受到了鼓舞。更有可能的是，他们与其美国同行不一样，根本不去认真琢磨主席先生证词的微妙之处。他们这样做就对了，而且也受益匪浅。格林斯潘把美国经济前景描绘得混乱不堪，同时，在涉及利率问题上尽量采取中间立场。

因为大多数投资者和评论家不愿意听到（也许不想去理解）格林斯潘就金融危机传染性和美联储的利率政策之间的关系所做的分析，他们只集中注意了他讲话中关于国内经济的关键词语。金融危机传染性这一问题是在一个同心圆内，但明显离利率这个中心太远。

## 第四部分



### 重建金融机构

---

The Greenspan Effect: Words  
That Move the World's Markets

艾伦·格林斯潘在许多方面主张维持现状，而其他人，特别是政治家，有时候由于急功近利，会带着改革现状的冲动，打破现有模式或者进行“反向”思维。在大多数情况下，格林斯潘的责任是稳定大局，经济状况运行良好就不要去干预（除非发展过热）。如经济发展状况极度恶化，也只是进行必要的干预。

在有些情况下人们期望格林斯潘做出反应。有时，某一重大社会问题会变得紧迫棘手，迫使这位美联储主席再也不能坐视不管。社会保障就是一个这样的问题，而且对格林斯潘诱惑力极大，因为他曾一度为改革国家已出现弊端的额外退休收入项目而倾注全力。

人们还期望格林斯潘在其他一些方面发挥积极作用，即美联储直接管辖的领域或相近领域。比如，当政客们吵闹着要排除对金融业务的管制时，格林斯潘则显得举足轻重。在外部世界的发展迫使修改关于美联储的立法时，如 1989 年那一次就足以说明他的重要性。当美储蓄和信贷危机迫使联邦储蓄和信贷保险公司破产时，格林斯潘大声疾呼，他万分机警地控制着其所管辖的联邦保障网络，他说：“要提供保障，但不能引发问题而不负责任。”

最后一点,格林斯潘有时进行干预是为了防止别人的干预,他容忍对无辜者和无经验者的袒护,但他也同样愿意让私营市场规则能融入更为广泛的公共政策目标。

在重建金融机构问题上,格林斯潘效应在多数情况下并没有引起公众注意,而只是集中体现在控制其他人或其他机构的效应方面。

## 第11章

---

### 社会保障制度改革

确保社会保障信托资金具有支付能力是一种挑战，艾伦·格林斯潘正是利用了这一挑战以迅雷不及掩耳之势给人们上了一堂保守经济思想的基础课：

简单来说，人们一生需积攒足够的财富，用来为其退休后所需要的物质保障提供资金。人们可以设想一般人的最基本的生活水准。许多家庭在其工作阶段购买并储存日用品以备退休后消费。更好的灵丹妙药是将原计划储存和购买商品的资金转入新资本财产的生产中去。这样一来，用其一生的资金积累，可以生产更多的商品和提供更多的服务，以便退休后消费。在后一种情况下，每一个工人可以生产出更多的产值，这是我们传统的生产力计量方法，在计算长期社会保障信托基金融资时也是一个核心因素。<sup>1</sup>

格林斯潘还利用讨论社会保障制度的机会，指出了一个常见的格林斯潘论题：为顺利度过日后我们肯定会碰到的困难时期而需要清除联邦预算中的赤字并积累盈余。

我经常在国会对许多委员讲，长期大量的预算赤字会对经济有侵蚀作用，我们未来的经济前景取决于我们是否有能力增

加国民储蓄和投资。而试图得到大幅度预算盈余的方法之一是：设法把资源保留下来，以备今天的劳动人口退休后使用。<sup>2</sup>

格林斯潘还说，社会保障所存在的问题是现实的，但不一定人们都能理解。这里存在一种不平衡，即目前已退休人员（以及即将退休人员）对社会保障信托基金的投入和他们从这种基金中将得到的利益之间存在着不平衡，但这种情况已开始有所改变：

根据对法律最新的修订和那些可能是属于保守的经济及人口理论，现在的青年工人，在其工作年限内会支付社会保障税，平均看来这些足以满足其退休后的需要。但是，目前退休人员和大量临近退休的人员需要极大的开支，这样一来我们的体制在整体上存在资金严重不足的问题。<sup>3</sup>

格林斯潘又说，社会保障方面的挑战，对政治家来说是一个极好的机遇，他们可以认真明智地解决这一紧迫的社会问题。

国会的决定会影响生育高峰时出生的群体，决定他们应为自己承担多少退休费用，以及他们的子女应承担多少。的

确，这是一种极特殊的问题。在这里，决策者们能够预料到这样一个问题，并可以通过日臻成熟的政策加以改善。<sup>4</sup>

格林斯潘暗示：可用以解决社会保障制度资金不足的方法多种多样，但却没有一种方法是实用的，是符合经济规律的，是政治上得人心的。上调税率不会受人欢迎，还会影响经济增长。削减社会福利当然可以以多种隐蔽方式进行，但在政治上又行不通。无论如何，在这两种解决方案都不能付诸实施的情况下，还可以：

增加私人储蓄金额或政府预算其他部分中的盈余，从而增加国内储蓄，以确保总储蓄水平，为日后生产提供足够的发展资金，以满足退休人员和在职人员的消费需要。<sup>5</sup>

格林斯潘回忆道：10多年以前他曾争辩（效果不太好）应当提高享受退休待遇的年龄，现在他仍然坚持这一点，并认为此问题“日益紧迫”。

进一步调整享受全部退休待遇的年龄，使其与人的寿命增长保持一致，把退休年限的比率同生命周期有机结合会大

大减少资金的不足。这种做法易于执行，因为从重体力岗位退休下来的老人越来越少。<sup>6</sup>

在社会保障体制的大辩论中，许多人主张对这种体制实行“私有化”。格林斯潘说：既然这其中牵涉到巨大风险，这些建议也的确值得认真加以审视。这些提出的实行私有化（或部分私有化）体制的方案，在多数情况下都会发挥一定作用，当然这并不是因为私有化的原因，而是因为它们能促进储蓄的增长，而储蓄增长则会使现有体制发挥作用。

格林斯潘还说：转换为私有化（或称“固定交费”）体制也会引发许多探讨现行体制时提出的同样问题：

足够的退休收入应该确定在什么水平上？是否应提高私人账户（储蓄）所需交费额来满足这种水平？强迫储蓄以提高私人资金的金额，除此之外，还有无其他方法？<sup>7</sup>

他继续说：我们可以设想，人们将其退休金中的一部分投资于股票和其他私有证券并得到了较高的回报，这种做法对他们的其他投资会有何影响？

正如我在其他场合下讲的，除非国民储蓄有所增长，否则，将社会保障资金投入私有证券，虽然可能增加社会体系内的收入，但会减少并抵消非社会保障体系中的退休收入。如果储蓄流量没有增长，私人退休金、保险基金及其他私有证券持有人，很可能把高回报率的股票及私有证券卖给社会保障退休基金，来换取低回报率的美国财政部债券，这样就会造成人寿保险的保费提高，并同时降低其他固定收费退休计划的回报率。这种做法在总体上不会对我们的退休制度有很大改进。<sup>8</sup>

如果把社会保障体系私有化，并由联邦政府管理，这种做法隐藏着许多危险。格林斯潘警告说，当今时代，社会保障体系中的欠账太多，而且还不是“明确的联邦债务”。换言之，尽管美国人认为政府必须兑现其社会保障承诺，但很可能情况是：“立法行为”会“降低日后福利”。但是，如果把当今“不断交钱”的退休体制变成真正的年金制度，由联邦政府支付退休人员年金，而且随生活费用的变化而调整，则会把这个体系的债务由隐藏性变成明显性，由可以撤销性变成不可撤销性：

考虑把社会保障制度私有化的关键是：在确定长期利率的时候，金融市场如何计入现有体制中隐藏性无资金的负债。如果市场认为这种负债与明显性的联邦债务具有同等地位，

这样一来，人们必须设想利率已根据隐藏性的紧急负债得到全面调整。但是，如果市场没有计入这种隐藏性负债，并将其公诸于众，则会导致美国政府债务的利率上调。<sup>9</sup>

格林斯潘解释说，智利最近采取的退休制度包括了对此潜在问题的解决良策，所以值得仔细研究：

他们发行“认证券”，将其存入工人的个人账户内。这是一种新的退休金制度，这样就把旧体制下的隐藏性负债的很大部分公开化。这种新型证券最初是不流通的，只是为了应付物价上涨因素，并按照某一固定票面价值给予真正的固定回报。在智利，一般地说，只有在工人退休以后才进行这种证券的结算。证券资金需以年金形式支付，或者有计划地分批提取。人们认为：这种证券与其他形式的公债不同，如果这种认证券在美国发行，人们也会认为它与完全可流通的公债大相径庭。<sup>10</sup>

格林斯潘解释说：在这种体制下，社会保障的义务会从单一的集中化的联邦政府身上转移到数以百万计的个人账户上。而所谓的“认证券”的金额可在退休以后的早期赎回，而私

人交纳的基金则可留到退休以后的后期使用。

格林斯潘又说尽管这种变化看上去很大，但还有些重大问题亟待解决：

如果不改革福利制度和交纳基金制度，国民储蓄只能是由联邦政府的账户转入到各个家庭的账户中，而在此过程中并不会增值。只有社会保障费或个人储蓄有所增加时，家庭及国民的储蓄才会增加。<sup>11</sup>

格林斯潘又警告说，采取私有化的解决办法会排除联邦预算盈余中的现存社会保障信托基金部分（同样，福利支付则不计入联邦政府的支出），现在我们还不清楚金融市场会对此等变化做出怎样的反应：

但是，私有化对预算赤字的基本影响是很明显的——社会保障系统的隐藏性负债现在就显示在我们的资产负债表上，而不是等到生育高峰出生的人退休时才会出现。<sup>12</sup>

除了格林斯潘所谓的“大冲击”和“瞬时转变”外，还有

一些其他的选择值得研究。例如，格林斯潘讲到，我们可以设想在一个过渡时期内，两种体制相容共存，并排运行，对年老的退休工人按现有体制的规定进行办理，而对年轻工人则发给他们“认证券”，并根据交费计划要求他们补足其退休后需要的剩余金额。经过一些时间以后，第一种体制会逐渐消失，而新体制会不断扩大。这当然需要一段时间，把年轻人的收入转移到私人账户上去。同时，对年老的退休人员的支出还应计入联邦政府的费用：

---

实际上，在一段时期内，用于社会保障福利的资金会有所增加。如果国会打算这样做，则必须抑制社会保障之外的支出，从而增加市场信心。<sup>13</sup>

---

这样一种做法能达到格林斯潘所谓的“几乎全盘私有化”的体制：

---

我说“几乎”是因为我认为国会将会向这样一些人提供某种方式的援助，他们由于投资不慎或预测不准而使所得到的退休福利低于最低的认定水平。不用说，这种新的付出应严格划定界限，因为增加这种付出所受到的政治压力太大。<sup>14</sup>

---

格林斯潘讲，无论如何，我们现在应当有所作为，利用现在的大好时机，而且目前联邦预算还有盈余：

除非采取相应步骤，否则以后 10年的预算状况肯定会出现长期和大量赤字，因为生育高峰时出生的人都到了退休年龄，从而给社会保障和医疗计划增加巨大压力。<sup>15</sup>

最后，格林斯潘提出了一些可行性建议（基于其毕生的经验），来解决社会保障体制改革这一极为复杂而在政治上极为敏感的问题：

就1982年的社会保障委员会的经验，我想提几点建议，也许与你们的所思所想有关。首先，我相信我主持的这个委员会的工作是成功的。因为一开始就掺杂了政治因素，我随时向里根总统的参联主席詹姆斯·贝克通报我们的想法……委员会的想法、白宫以及国会的相应政策之间的相互影响是持续的，这样就保证了我们的决策有政治上的支持。否则，这个报告的命运，同过去该委员会的许多毫无结果的报告一样，只能搁置在布满灰尘的书架上。

最后，委员会大多数成员、总统以及国会大多数领导人

均签署了委员会最后报告的原则建议书。在战术上，我们选择了一种特殊方式，确保我们的建议会付诸实施。同许多充满妥协的文件一样，改动其中任何一条会导致整个框架的崩溃。所以，委员会指定专人向国会就其研究成果做出汇报，这些人同意从整体上维护这一报告。委员会内部的辩论早已成为历史。在国会面前我们组成了统一战线，最后，所通过的有关立法与我们的建议书相差无几。<sup>16</sup>

然后，格林斯潘建议能够影响政治进程的人士必须对此慎重操作，让主要参与者都了解情况，努力达成共识，必要时也可以做一笔交易，然后在国会面前组成统一战线，因为国会的审查人员负责把每一奋斗目标变成法律。格林斯潘作为1982年重大社会保障改革的建筑师，在这一问题上的讲话最具权威性。

## 第12章

### 商业银行与投资 银行的合并

格林斯潘评论道：从与他们打交道的储户或借款人的角度出发，银行或多或少是专门化的机构，有时候，这种专门化是由法律强制执行的。

比如在美国，1933年的《联邦金融法》（也叫格拉斯-斯蒂哥尔法）有效地分离了商业银行和投资银行。这部法律的产生背景，一个方面是20年代对股票投资过多，而另一方面是出于对这两个领域可能出现利益冲突的考虑。在日本，部分原因是由于战后盟军占领时期受美国的影响，长期信托银行同短期的商业贷款机构分开，城市银行与地区银行有区别。

但其他国家则没有这样细化。格林斯潘讲道，在前联邦德国、瑞士和其他国家，所谓的万能银行，是把商业银行的业务同公司债券承销相结合，这种方法也有其优点：

联邦政府对30年代的担忧或许在该强调的方面受到了误导。总体说来，万能银行的优点是经营活动多样化，这样，除了有助于商业出借贷款业务外，还会促进金融市场上的竞争效率。<sup>1</sup>

在另一方面，万能银行的运作并不是没有风险的：

它们可能会导致金融业总体上市场力的高度集中以及由银行提供融资的工业领域的市场力的集中，这样，就在整体上增加了经济的资本费用。它们还会引发政府对银行特殊保护的范围内的问题，这种保护很可能超出小额零星储蓄的范围，而涉及多种部门广泛活动所需的种种资金来源。<sup>2</sup>

即使在美国，商业银行与投资银行的分离还不是完全的和终结性的。格拉斯-斯蒂哥尔法在诞生时就充满漏洞。在以后的几十年间，金融业务的依法管理的漏洞越来越多。格林斯潘注意到在60年代初，美国采取了一系列的银行改革措施，在许多银行业务方面，政府放松了对银行的控制，这种变化是逐步的，但集中起来，其影响却很大。同时政府也放松了对分支银行业务的控制，并模糊了不同种类银行之间在法律意义上的区别。

从某种意义上说，这只是市场现实的反映，特别是银行集中或合并这种现象的反映：

金融中介业务一直是风险的计算、接受和管理。在过去，商业银行与投资银行在履行这些基本职能时，使用的方法及战略大不相同。当今时代，这些方法与战略大量重合，从而模糊了商业银行与投资银行传统意义上的区别。<sup>3</sup>

从1987年以来，由于美联储董事会对格拉斯-斯蒂哥尔法第20条做出了新的解释，商业银行在具备风险管理设施和控制系统的条件下，也许在寻求得到美联储同意用控股公司的子公司去从事有限的证券承销和债券买卖业务。

格林斯潘讲道：许多这种变化是不可避免的，而且我们还需要更多的变化：

技术创新、全球化和管理的逐步减少的最终结果是：我们不可能保留过时的清规戒律。随着对联邦管理制度的零星更改和各州法律的巨大变化，这种变化的动力会加强，这就是我们今天在国会要讨论的问题：取消过时的限制，优化金融服务体系。我注意到在这一方面美国是落后于其他工业化国家的。实际上，所有的其他十国集团都已允许银行组织同证券公司、保险公司和其他金融机构联盟。我们是最后一个还未从立法上调整我们体制的国家。如果有充足的理由，这还说得过去，但我们美联储认为没有理由保持现状。<sup>4</sup>

格林斯潘讲道美联储对银行改革的真正兴趣并不是为了“关心银行及其管理或者股东”，银行在为其客户赢利方面是相当有创造力的。

反之，联储委员会支持银行扩大业务反映了对取消那些过时而无用限制的愿望，这些限制的存在有碍于经济增长，并限制了消费者的服务选择范围。像这样一类明文规定的清规戒律必然导致成本上升，为大众提供的服务质量下降，所以应予以取消。这样，银行组织就能在市场中更有效地竞争，这一点是一种理想的附带成果，而不是主要目的。我们的主要目的是提高金融系统效率，向公众提供更好的服务。<sup>5</sup>

在最近几年里，格林斯潘关于格拉斯 - 斯蒂哥尔法的思考是逐渐形成的。他任职不久，就倡导全面推翻此法律，而不是修修补补：

我们非常想全面推翻格拉斯 - 斯蒂哥尔法，而不是一点一点地取消对下列业务的限制：承销某些债券的业务，例如收益债券或商业票据。这种做法人为地扭曲资本市场，使金融机构无法在其选定的市场中提高竞争力，更无法保证其客户的利益。<sup>6</sup>

而从前，格林斯潘认为：取消格拉斯-斯蒂哥尔法最多是一种对市场现实承认的改革。<sup>7</sup>现在（也许受到了近年来国际银行

体系动荡的影响)，他主张谨慎行事。为此他建议，如欲对银行金融法律进行重大改革，则须先思考下列几个棘手的问题：

所提议案能改善对美国经济增长和稳定做最大贡献的金融体系吗？现存的约束正发挥有利作用吗？为确保实现下述目标，这种约束力能增进我们的法律和正在变化中的高科技以及全球经济现状的协调一致吗？在能够控制银行保险基金的风险条件下，这些约束符合为大众增加机遇和便利的原则吗？

格林斯潘说：打破商业银行和投资银行界限的建议，其部分原因是帮助那些想要获得“一个提供全方位服务的机构，又能办理其全部融资需要”的公司。不错，不受控制的公司很可能会受益，包括更为多样化的收入基数，最终导致降低风险。但是根据美联储对上述法律第 20 条的经验，如果大幅度放松格拉斯 - 斯蒂哥尔法中规定的限制，受益最大者是作为中、小型企业的借款人，而不是贷款人：

通常，这些企业不会引起主要投资银行的兴趣，而地方性经纪公司却无法全部提供这些企业所需的服务。相反，其

主要的金融业务往来是与商业银行打交道，他们从商业银行借款，并得到有关的服务。因此，从企业角度看，当时机成熟，可以评估资本市场的融资状况时，对这种关系给予举债经营权是合情合理的。<sup>9</sup>

格林斯潘并不赞成放弃银行系统内的全部安全措施。例如，控股公司结构（在这种框架下，申请使用第 20 条规定的人成功地进行着“混合”经营）就是一种值得保留的安全措施：

这种安全措施的重要性在于能够限制债券交易给银行和安全网造成的直接风险。联储委员会的观点是：如果使用控股公司结构，则可以控制债券和多数其他金融活动的风险。<sup>10</sup>

同样重要的是随之而来的道义方面的风险，控股公司结构能有效防止向非银行附属机构转移“默示在联邦安全网内的补贴——储蓄保险、贴现窗口、联储系统电传的便利。”<sup>12</sup>换言之，这些非银行附属机构，无法去走联邦担保的后门，而联邦担保是为了保护银行及其客户。

其他安全措施，包括所谓的“防火墙”，及禁止某些银行及其附属机构交易的规定也是必要的。但这又引发了政府管理核心

的压力问题：管理到什么程度为足够，管理到什么程度为过分？

如果设立的禁止性规定和防火墙完全消除了银行和其支行之间的经济协同增效作用，则是干了一件蠢事。目前正在审议的法案保留了合理的防火墙和其他慎重的限制性规定，但又赋予了联储委员会对其上下调整的权力，这种灵活性是最理想的，因为它能使规定随市场变动和经验变化而随时调整。<sup>12</sup>

但是，这位联储委员会主席讲道，防止银行系统具有深远意义的变化的最重要也是最不受欢迎的一点就是国会没有能力批准一项重大重组计划。按照格林斯潘的暗示，我们不能再等待了：

曾经有过几次，国会两院银行委员会和全体议员都批准了至少允许证券附属机构的法案。与此同时，新技术发展、全球化、市场变革继续向前发展。在这种情况下，实现我们金融体系的现代化是应优先考虑的问题，以便更好地为美国大众服务。因此，联储委员会认为应立即慎重地批准银行与其他金融服务机构提供者之间的更广泛联系，这是理想的做法，也是实现我国金融体系现代化重要的一步，但令人悲伤的是，我们现在的金融体系是在越来越过时的清规戒律下运作。<sup>13</sup>

## 第13章

### 联邦储蓄保险的改革

储蓄保险是由联邦储蓄保险公司(FDIC)提供的，该公司是作为1933年《银行法》的一部分而成立的。根据格林斯潘的观点，储蓄保险产生于金融绝望时代，是保证美国银行体系稳定性的两大支柱之一（另一支柱为贴现窗口信贷，也由央行提供）。这两大支柱曾共同有效地发挥过作用，消除了困扰19世纪和20世纪初期的挤兑现象：

---

在过去的50年里，美国没有发生过金融恐慌，也没有经受一连串的挤兑，这在很大程度上反映了联邦安全网的存在有助于保持人们的信心。<sup>1</sup>

---

格林斯潘认为：储蓄保险很有用，但也付出了代价。有了这一安全网，储户们倒是不用担心了，把钱存入受联邦政府担保银行的储户“对银行倒闭相对不关心了”。转过来，有了担保，银行就可以自由地接受风险更大的资产组合。如果没有担保，可能就不会这样做：

---

为了稳定银行系统，我们的社会选择了为银行提供储蓄保险，贴现窗口服务和支付系统担保这些服务。在成功地稳定银行系统的同时，也以较低的资金成本形式给银行提供了

补贴。获得美国政府信贷意味着银行债权人可以较少地关心其银行的承担风险，这就需要政府通过监管来监控银行所承担的风险。也就是说，那些没有联邦安全网保护的金融机构所面临的市场规范由政府的管理来取而代之。<sup>2</sup>

如果没有这一安全网络，额外风险会增加，储蓄成本会增加，流动资产持有或资本基数也会增大，而这一切反过来则会抑制冒险行为。<sup>3</sup>

格林斯潘毫不犹豫地对不正当冒险一词做出解释：

举一个最明显也是最痛苦的实例，如果没有联邦储蓄保险，私有市场将永远不会允许储蓄机构从事购买债券业务，这种业务不仅降低工业保险基金，还让纳税人承担巨大损失。不错，政府的管理人员和政客们已吸取了这一经验教训，并采取了重大措施避免此类情况再次发生。但是，这一安全网无疑还在影响着储蓄机构债权人的决策。的确，联邦安全网给各个银行提供了低成本资金，也就等于向其提供了巨额补贴。而如果想限制这种补贴，则是金融体制现代化中最棘手的问题。<sup>4</sup>

在美联储的鼓励下，国会定期努力修补这种安全网，调整

着这种微妙的平衡——提供安全感，而不是采取行动而不承担责任。迄今为止，国会曾多次徒劳无功地尝试着解决由两个不同的联邦储蓄保险公司基金——银行保险基金(BIF)和储蓄协会保险基金(SAIF)所造成的问题。前者继承了原来的联邦储蓄保险公司的基金，而后者是在80年代储蓄贷款协会危机后于1989年建立的，当时的联邦储蓄与贷款保险公司已失去支付能力：

有了储蓄保险，就像目前对它进行管理和提供资金一样，储户们基于对这种特别保险基金的稳妥可靠性的认识，就不去将其资金在各储蓄机构间调动。他们通常不知道“银行保险基金”和“储蓄协会保险基金”，实际上也不会关心。典型储蓄者的心态是，联邦储蓄保险公司提供了保险，一种基金对另一种基金的细节几乎不能引起他们的注意。<sup>5</sup>

当然，银行家们是敏锐地认识到了这两种不同基金的存在，而且哪种基金给他们带来的好处大就迅速转向哪种基金。如果一种基金给他们带来不利（比如利率高），他们会马上躲开：

如果上述两种保险基金之间无重大差别，如果给银行保险基金机构的好处与给储蓄协会保险基金的好处无重大差

别，那么，无论什么时候，如果有一种储蓄保险基金遇到困难，并导致保险费的大幅上涨，其成员就会马上转移到另一种储蓄保险基金。在这一过程中，处于劣势的基金，随着其保险费基础的减少将越来越容易遭到破产的噩运。<sup>6</sup>

国会当然可自由地创造法律上的障碍——延期偿付债务权、进入费和退出费，以及干脆禁止储蓄资金的移动，以此来防止银行为了得到更低保险费率从一种基金跳向另一种基金：

但是，纵观历史，通过立法去限制这种强大的金融刺激是不令人鼓舞的。实际上，我们正在企图利用政府对同一项目，即政府指令的储蓄保险强制实行两个不同价格。这种差价的存在，只能引诱市场交易商更努力从差价中（保险费的差别中）盈利。<sup>7</sup>

在90年代的早期和中期，储蓄协会保险基金的成员机构又一次陷入困境。对同一保险，其保险费比银行保险基金高五倍。格林斯潘说这也不足为奇。这一阶段参加储蓄协会保险基金的银行极力争取使自己有资格获得较低保险费——直到

并包括买下银行保险基金的银行（或被加入银行保险基金的银行收购）。这一举动，当然造成了“银行保险基金”保险费率的增长，因为新的银行保险基金的储蓄是没有相关的保险基金储备的。在某些假想情况下，这些新银行保险基金保险费率（及旧的储蓄协会保险基金保险费率）本应比必要水平还要高一些。同时，银行为战胜这种体制，当然也倾尽了财力并提高了成本。对这种资金浪费格林斯潘是很反感的。

储蓄保险（至少是储蓄协会保险基金这一形式）开始看上去像最糟糕时代的住宅抵押贷款组织。最佳保户离开了，而留下的财政状况不佳的保户就要承担更高的保险费支出，这样一来，就止住了下降螺旋：

两种不同基金项下的储蓄在保险费的差别上就会隐现出来。这其中惟一的赢家就是那些愿意在这种体制下玩游戏的储蓄机构，他们率先抛弃储蓄协会联合保障基金。对这一问题的解决方法是停止这种游戏，把两种基金合二为一。<sup>8</sup>

我们已经注意到国会不久就采纳了格林斯潘关于合并事宜的措词强硬的建议。1996年的《储蓄保险基金法》包括了这一规定，但它还没有成为法律。1999年《金融服务法》（在写本书时还没正式成为法律）要求联邦储蓄保险公司向国会提

交报告，报告中应包括合并两种基金的可行性，并且说明一旦合并有多少费用会转嫁到工业领域。<sup>9</sup>

同时，格林斯潘对此问题做出了临时性结论：

无论最终采取什么解决办法，我们绝不能忽视首要原则。一种储蓄保险体制，如果它把银行和储蓄机构的注意力集中于其资金的相对地位和能使行动最快的人从中获利，至少这是有碍生产力发展的。我们需要这样一种储蓄保险制度：其地位不容置疑，这样可将储蓄机构的注意力适当地集中到我们经济中的信贷发放和信贷管理上来。<sup>10</sup>

## 第14章

### 衍生工具

在80年代早期，联储开始正式注意到，有些金融工具迅速扩张，并美其名曰衍生工具。<sup>1</sup>在很短的时间内，在世界范围内有几十亿美元衍生工具流进流出。这种衍生工具通过金融创新树立了本世纪追求高回报率的典范。但是随着情况发生变化，特别是在利率方面的变化，许多衍生工具合同的命运也发生了变化，有许多投资者从衍生工具中赚了大钱，但是也有许多人赔了大钱。

衍生工具有许多特殊的种类。其表现难以琢磨，结果有些投资者在不知不觉中就赔了钱。这时，人们呼吁对衍生工具加强监督与管理。正在此时此刻，格林斯潘粉墨登场了。

什么是衍生工具？答案本身就解释了整个衍生工具现象。今天，衍生工具的通常形式是利率及汇率的货期、掉期和期权。这包括对以下项目：政府债券、公司股票、债券和指数期货、货币和商品、利率封顶、股票指数，甚至利率上限和下限的卖出与买进期权（如果读者对此感到困惑不解，请放心你们并不孤独，就连格林斯潘本人都承认该术语的定义极为不当<sup>2</sup>）。

衍生工具的建筑师们愿将其各种形式结合在一起，使其种类无穷无尽地繁衍增多。这包括期货、掉期和期权，甚至还有所谓的“紧急期权”。衍生工具背后的基本原则是把赌注压在某种金融工具的将来业绩上。但是，格林斯潘作为一名资深的经济史学家提醒我们：

说起来或许让人惊奇，在早期，纽约股票交易所的许多交易为定期交易，也就是远期合同而不是现金结算交易（当天结算）或正常结算方法（第二天结算）。在商品交易的情况下，谷物、小麦和其他粮食的远期合同于 1850 年才在芝加哥普遍应用，当时称为货到合同。<sup>3</sup>

格林斯潘的这种评论很严肃地回顾了衍生工具及其在美国历史上对它们的管理。从历史上看，我们关注四项立法：《1864 年反金子期货法》（the Anti-Gold Futures Act of 1864）；《1922 年粮食期货法》（the Grain Futures Act of 1922）；《1974 年商品期货法》（the Commodity Futures Act of 1974）和《1992 年期货贸易惯例法》（the Futures Trading Practices Act of 1992）。尽管在美国，衍生工具及其管理有着很长的历史，但格林斯潘承认分布广泛而更为复杂的衍生工具则是一种新事物：

80 年代，衍生工具的增长速度的确让人吃惊，1985~1989 年，利率合同和购入外汇的契约总价值增长了三倍多。1989 年以后，又增长了两倍多。在 1993 年的上半年，增长率已超过 20%。<sup>4</sup>

衍生工具的新浪潮，或者更正确地讲，新衍生工具的浪潮为何如此迅猛？在80年代早期，利率不稳定，汇率和其他资产价格上升成为主要原因。衍生工具向企业和金融机构提供了在不稳定过程中更好地进行风险管理的方法，即通过将原来合并在一起的风险进行分散，并将其转嫁到最愿意接受并管理这种风险的人身上。<sup>5</sup>格林斯潘同时解释说，公司财务结构的变化使衍生工具越来越具有吸引力：

---

随着资本市场的不断扩张，顾客对商业银行传统的融资服务的需求正在急剧下降，因为许多企业更加依赖资本市场和内部渠道来源来解决资金问题。<sup>6</sup>

---

在整个80年代早期，利率一直下降：

---

这种反常的环境促使一些投资者采用孤注一掷的冒险头寸来提高收益或降低借款的成本。在采用这些头寸时，他们推断回报率和降低的不稳定性会保持不变。<sup>7</sup>

---

实际情况完全不是这样，许多投资者和借款人因建立了特

别容易受利率上调影响的头寸而遭受损失。有时候损失很大<sup>8</sup>。但格林斯潘解释说，这在很大程度上是一场得失所系的赌博，有大输家，自然就有大赢家。

1994年，证券持有者的损失高达几万亿美元，衍生工具把风险从一位市场交易商身上转嫁到另一位交易商身上。在这种情况下，他们肯定会卷入巨额损失的漩涡之中。必要时，他们也能获取巨额毛利，因为合同是相互抵消的，但是这种利润的新闻价值不大。<sup>9</sup>

不用说，赚了钱的人会保持沉默，而赔了钱的人却吵闹不休。即便如此，由于衍生工具倒台而深受其害的人吸引了政府的注意力并引发了一次辩论，对美国和国际金融衍生工具发挥的大而新的作用提出了质疑。格林斯潘通过对1993年后半年的观察评论说：

华盛顿内外的许多观察家都提出了这样的疑问，交易量的激增，新型而复杂的衍生工具的迅速发展，这些对商业银行和美国的金融体系是否有益。他们质问，这些活动是否引入了难以理解、难以管理、难以监督的新的风险，而且交易和衍生工具的利润能否可以持续。<sup>10</sup>

但是，当一批关于加强对衍生工具有效控制的方案被提到了国会和其他相关机构面前时，格林斯潘对这些方案进行了系统性和持续性的反对：

比如，在1994年3月，有人建议把衍生工具扫地出门。而格林斯潘却认为“在衍生工具市场的柜台交易方面，我们的有关公共政策还正处于初级阶段”<sup>11</sup>。不久，在对政府会计署建议对衍生工具的柜台交易实行新的控制建议做出反应以后，格林斯潘宣布：

---

私有企业和金融管理者在应对衍生工具的挑战方面做出了成绩，而且以后成绩还会更大。联储委员会认为，在这个时候进行与衍生工具有关的补救立法既不必要也不可取。<sup>12</sup>

---

在1997年早期，共和党参议员理查德·鲁格提出一项法案，限制商品期货交易委员会对衍生工具的监督。格林斯潘反对这一措施，并声明：

---

银行和经纪人交易商将场外的衍生工具卖给零散客户，这种业务分别由管理机构和证券交易委员会来管理更为合适。<sup>13</sup>

---

1997年夏季，联邦会计标准委员会也参与了这场争论，建议要求企业在季度收入报表中体现衍生工具的公平市场价值。格林斯潘给联邦会计标准委员会主席詹金斯写信警告说“这项建议会打击慎重的风险经营活动，在某些领域还会造成金融信息误导”，他又补充说，新的规定会扭曲收入，而且“做出重大系统改变，按照该委员会的做法须鉴定和报告公正的价值信息”。这样也会大规模提高银行成本。《美国银行家》的一位记者无味地评论道：“工业界欢迎格林斯潘先生的建议。”<sup>14</sup>

作为一条总原则，格林斯潘反对“把衍生工具分离出去，给予专门化的管理”<sup>15</sup>。他说，联储同意：

现在急需对美国金融体系和管理结构进行现代化。但联储认为，针对衍生工具的立法取代不了更广泛的改革，而没有这种改革，创造一个本身无效的管理体制会实际上增加美国金融体制的风险，并削弱市场规律的有效性。<sup>16</sup>

对任何可能损失的市场活力，对任何损害革新和竞争的规定，格林斯潘都非常警惕。关于衍生工具的辩论又给了他一次确定这一原则的机会，“在抑制冒险行为时，我们不应过度地抑制革新，也不必降低美国银行的竞争力”。<sup>17</sup>

这样反而提醒人们银行业务并不是没有风险的：

虽然衍生工具是新事物，但它们的风险本质上同银行所面临的基本风险——信用风险、运作风险、市场风险和其他风险等，是完全一样的。

对衍生工具必须严格管理和监督，我们还应特别注意不能打击革新的积极性，或者对这种变化固执己见，置若罔闻。银行业务不是一个无风险的产业，冒险是经济进步和生活水平提高的必要条件。<sup>19</sup>

格林斯潘还告诫说：“国会应当意识到，如果正式立法就会给人们造成一种错误的印象，似乎联邦制定的规章将会以某种方式排除衍生工具活动的风险。”<sup>20</sup>

在整个衍生工具管理的辩论中，格林斯潘一直持反对态度。有人认为1994年的巨大损失完全是由于衍生工具造成的。他首先对此表示怀疑并说到“许多证券价值的下降是由于过去一年中利率的上扬所致。”<sup>21</sup>

除此以外，格林斯潘还争辩道，衍生工具通常利润佳，而且效率高：

[他在1993年就讲过]，公布和积累的数据也无法使我们明确这些行为的赢利程度。当然，通过考察我们发现这些活

动给许多机构带来理想的回报，这确是一种轶闻趣事。<sup>22</sup>

我们必须牢记衍生工具能加紧控制初级市场的套利活动，因此提高了金融体系的效率。<sup>23</sup>

据格林斯潘所说，衍生工具能够降低风险，所以在动荡不安的年代里对投资者大有吸引力：

个别的衍生工具合同从本质上将风险分散转嫁到整个金融体系中。为了获取利润最大化，反过来专横地要求将风险转嫁到最愿意承担的人们身上，而持有人通过自我选择能够比普通投资者承受更大的特殊风险。因此，一个单独的衍生工具合同本身并无固有的风险可言。从典型意义上说，衍生工具确实是用来降低风险的。<sup>24</sup>

所有这一切导致格林斯潘得出这样的结论，衍生工具的命运最好掌握在私人手里：

我相信，我们应从这样的原则出发，在金融交易中有关各方应对其各自的决定负责，并且在利益明确之后慎重地平衡各方面的责任。<sup>25</sup>

在这一战略中，他认为有理由感到乐观。在1993年，他指出：“我们的体制有能力容纳大量增加的衍生工具，尤其在1987年10月那个关键性的一天之后，这本身就鼓舞人心。”<sup>26</sup>4年以后，他断言：“私有市场管理看起来已达到公共政策目的，而且有效而快速。”<sup>27</sup>

即便如此，格林斯潘认为应采取缓和措施避免出现最严重的混乱，而那些没有经验的投资商所面临的风险最大。他暗示说，对某些投资商而言，衍生工具就像研究火箭的科学一样深奥无比：

在某些情况下，有些客户原则上可以使用复杂的系统降低风险或者提高回报，但在实际上却不能充分理解这种体制和风险，没人帮忙也就达不到上述目的。<sup>28</sup>

他说：“应该鼓励这些用户寻求独立的有关衍生工具的建议，鼓励他们投资多样化，向其提供特殊指导，鼓励采取额外措施，确保在特殊类型的交易中交易伙伴也了解其中的风险。”<sup>29</sup>

至于说到金融机构、交易商和其他专业人士，格林斯潘领导下的联储一直努力修订银行审查程序、资金充足性要求、披露、会计和销售等做法，其目的都是为了改善衍生工具在

金融领域的地位。为达到此目的，最近几年格林斯潘倡议：

- 增加透明度：“会计、公共披露以及管理性报告要求已远远落后于市场的发展。”
- 通过双边连网协议和担保改善风险管理。

在后一点上，格林斯潘热衷于进行压力承受试验。他说，未来的主要挑战是：

---

我们在接近 21 世纪的时候，银行和非银行性金融机构都需要继续重新评价其风险管理是否与经营活动保持同步。

---

## 第五部分



### 处理世界性危机的管理者

---

The Greenspan Effect: Words  
That Move the World's Markets

格林斯潘何时采取行动？他将做些什么？出现哪种危机会促使他立即采取行动？

为研究这些问题，我们挑选了三次真正的国际危机。第一次是90年代后期的亚洲危机，其危机的影响至今还余音不断。这就是本书第二部分中所讲的“繁荣的绿洲”一段。大多数观察家包括格林斯潘已经看得很清楚，即使和财政部长罗伯特·鲁宾结成联盟，联储主席也无扭转外国经济崩溃的回天之力。俄罗斯、日本和曾经辉煌一时的“亚洲虎”都必须自谋出路，自己解决。格林斯潘只能加强美国的防御，在与外国同行一道采取建设性措施解决问题时，只能从侧面予以表扬，站在边线上充当啦啦队队员的角色。如果问题没有解决，则对其进行批评。

1987年的股市大暴跌导致联储主席及其同事们采取更强有力的措施。格林斯潘就联储反潮流的决心做出了公开声明。他在几乎两周时间内，每天都安排系统内重购协议。在狂跌后的3周内，他将利率削减了3/4个百分点，这样就大大减小了国内的损失，他也因此成为一名处理世界危机的真正的管理者。

1990年的海湾战争，也许距离格林斯潘直接控制的区域

最远，但却戏剧般地造成了能源价格大幅上涨，并直接打击了联储履行其双重使命（控制物价，促进充分就业）的能力。格林斯潘认为国际社会迅速适应了海湾战争引起的动荡。这也说明有时最好的做法也许是最无所作为的做法。他这样告诫我们，如果我们不能有把握地弄清各种原因和后果，我们就必须准备在捉摸不定的环境中生活。

所以，在处理国际危机中，格林斯潘效应总是最先发挥作用。在处理国内危机中，他的力量也总是最大。

## 第15章

---

### 亚洲危机

格林斯潘指出最近的东亚金融危机对国际金融体制的稳定性提出一些根本性的问题：

为什么在1997~1998年间，对东亚的资本投资与资本外流出现的正常减缓却引起了个别国家的经济出现如此剧烈的调整，而传染程度为何如此之大？

答案就在于新技术的出现，而正是这种新技术曾大幅度地提高了我们新型国际金融结构的效率。同样，这种金融结构曾引发生产性资本流动的剧增，现在却能表现出很强的能量去传播从而造成了不良投资。人们现在很难想象，一个交易商利用现代技术造成巨大损失，继而导致了1995年巴林银行的倒闭，而这些是在早期几十年票面贸易的环境下完成的。很明显，在最近几年里，我们制造损失的能力也有极大提高。<sup>1</sup>

这些话对格林斯潘来讲一定很痛苦，因为多年来他一直拥护新技术革命。按格林斯潘的看法，这些年来，生产力的提高，主要是技术发展的贡献，同时也带来了经济繁荣。现在看来，技术上的“联系”制造了新的危险。几个世纪前，几十年前，甚至几年前，“市场传染病”是不会轻易跨越国界的。格林斯潘曾说过，在金融联系薄弱或不存在联系的地方不会

发生传染。但他现在警告说相互联系无处不在。

对技术的滥用是这次传染的直接原因，因为后者毕竟把问题的症状夸大了。但是，滥用技术也间接引发了危机的某些深层原因：

在过去50年中，亚洲经济在不同程度上高速增长的同时，参与了大量的政府指令性生产，而在西方的市场经济中却不会如此。通过政府劝使，从国外引进几种先进的生产技术，用于低生产力和低工资收入的社会，这样一来，这几种选定的产品在出口时能与市场经济的产品相竞争，从而迅速带动总体经济增长。另外，许多公司寻求平衡资产负债表，并且能够这样做，因为特别是对大多数投资者来讲，他们认为政府会支撑私人负债。<sup>2</sup>

这时，经济的平衡性要维护自己的权利。随着亚洲国家更加广泛地利用先进技术，对熟练劳动力的需求增加了。工资开始增加而价格则失去竞争力：

由于汇率同坚挺的美元挂钩，竞争力的降低日趋严重，随后的出口减缓，即使在危机出现以前就已经延缓了经济发展。<sup>3</sup>

另一个同样要怪罪的原因是全世界范围内的金融中介举债太多。以历史的标准衡量，1998年公司负债水平还不算特别高，但“在今天”非常不稳定的金融环境中，企业显然需要更强大的金融结构。为此，在一些情况下（其中有一些是特殊情况）借款人、贷款人和管理人都要考虑对新的金融工具（如衍生工具）进行估价。

1998年的事件，毫无疑问对所有的投资人和借款人来说已引发了最优债务和(股东)权益之间的重新调整。亚洲非金融企业的举债急需解决。非金融债务的增加已大幅度提高了不灵活的债务清偿要求，特别是以外币形式表示的债务，这种趋势在东亚金融系统的崩溃中起到了特殊作用。可以想象，亚洲借款人将来不会再倾向于高额举债。也许在已形成市场经济的国家里取消债务担保是最有效的工具，无论它是明示还是默示，无论是通过中央银行还是政府。<sup>4</sup>

很反常的是促成亚洲危机的另外一个因素是美国经济的繁荣。美国投资者为了使投资多样化，并为其近几年巨额资本收益寻找有希望的投资场所，将大量资金投入东亚地区，这种趋势也被初衷良好但导向有误的政府政策加速了：

多年来，国内储蓄的很大一部分，以及最近一个时期快速增长的资金流入，被政府指导变成了有些银行在政治上必须提供融资的项目。由于缺乏必需的市场信号来调整生产性投资，大部分投资没有利润。只有借用技术才能驱使经济增长，但是，人们没有看到这种对资源非市场化分配的恶果以及高额举债的固定成本。此外，在汇率同美元挂钩必须继续的前提下（即使不是无限期继续下去，至少也应该超过贷款期限），银行和非银行机构也甘愿冒险去借入美元（未经套期保值），目的是为了得到以美元计价的低利率，因为国内货币的利率很高。<sup>5</sup>

政府或许总想干预。但格林斯潘注意到滚滚而来的美元，冷冰冰地说，这似乎是一个自我限制的问题：

一些较为特殊的美欧权益资本在 90 年代中期有所收益，并呈现出多样化发展态势，这些资本作为非生产性资金流入一些正在兴起的市场经济国家。这种资本流动也是酿成危机的一个关键性因素，在不久的将来不可能再次出现。<sup>6</sup>

像打开消防水龙头一样，向一些经济实力弱小的国家提供

资金，其效果是可以预见的。局面混乱不堪，绝大多数投资毫无利润。银行变得忧心忡忡。亚洲现金出借中的房地产和公共抵押物也开始参与，加重了房地产市场的超建问题。而在此关键阶段，投资者们失去了信心，经济迅速以令人头晕目眩的速度下滑：

随后出现的增长减缓暴露了政府举债经济的高额固定成本，特别是外币方面的固定债务。失去支付能力……导致传染的恶性循环，与日俱增的恐慌接踵而来。有些汇率（下跌）剧烈，到了完全崩溃的边缘，这只能说明人们对该国的经济运转无任何信心。<sup>7</sup>

格林斯潘将此同 1994 ~ 1995 年的墨西哥危机做了比较，后者虽然规模很小，但却有“泡沫”经济的共同属性，这些泡沫不断变大，直到被刺破为止。

尽管还有许多东西我们还不甚理解，但这两次危机更让我们看清了在不断演变的高科技环境下，国际金融体制的动态发展。

在某一点上，经济体制看上去好像很稳定，而在另一点

上却好像堤坝断裂，大水咆哮涌出（人们信心全无）。这种事件的突然出现意味着信心也有着明显的分界线。一旦超越限度，在市场稳定之前价格就会暴跌。<sup>8</sup>

格林斯潘讲，回想起来，亚洲危机的有些方面还应该予以肯定，尽管他们不愿意看到此情此景，但是这一教训也是一种慰藉，或许可以高兴地说这些投资者们已接受了教训。其中之一就是在市场上要小心谨慎。这一事件也很快促使这位非常保守和不动声色的联储主席讲了一段故事：

首先，从长期角度看，必须大规模改善体制从而监督金融中介的借贷活动。必须劝阻全面的过多举债。从短期角度看，没有必要采取这种措施，一般来说，借款人有可能过于谨慎。我记得10年前美国曾发生过信贷危机。一开始，我就同银行监督和管理机构的一位同事就他长期度假不开玩笑。既然在第二年不可能出现坏账，我建议他可以安全地乘船周游世界（但是我也担心有些人的贷款不一定就是好账）。

为了避免将来出现类似危机，我们应采取哪些预防措施？

这位联储主席列出了许多“不平衡与恶性循环的关键性趋势”，而解决了这些问题就可以避免动荡。

第一，像韩国、泰国这些国家应遏制银行和非银行领域的过度承担风险行为。尽管银行在这方面负有更大义务，因为它在很大程度上是依赖投资者的信心经营业务。

第二，新的市场经济国家，应该使其“产业政策”受到市场力的制约。格林斯潘所说的“政策性贷款”本身就是坏账，当受到政府担保（或有默示政府担保）时就更成为坏账：

政策性贷款在大多数情况下会造成滥用资源和无利可图的扩张以及亏损，最后不能还债。当然，在许多情况下，这些贷款最后由政府担保，如果本国货币贷款可以通过印刷钞票解决，当然代价就是通货膨胀。但在很多情况下，他们是外币借款，政府因而会面临更大的获得贷款的压力。<sup>10</sup>

第三，银行应注意不能采取出借期长而融资期短的政策，从而引发利率或流动性风险。这种情况对资本 - 资产比率低的机构尤其明显。在呆账问题上他们应加快动作，尽快将其从资产负债表上划掉，这样也就不再承担相应的风险保费。

无论在内部还是外部，都需改善对银行的管理与监督：

---

在所有国家，我们都需要独立的银行检查人员，他们必须熟悉银行业务，因为只有熟悉业务才能自己发放稳妥的贷款。同样，我们银行的借贷官员也必须了解客户的业务，实际上要会接替顾客的业务。<sup>11</sup>

---

另外，其他中介机构人员也应参与银行工作。格林斯潘严肃地说，如果银行倒闭，国家需要其他非银行机构在不可避免的事件发生以后，站出来提供服务，包括独立债务和证券市场。

必须遵守市场规律，无论是法定的还是自然形成的。政府的一意孤行对市场经济极为有害，我们应当懂得拖欠债务和重组均属自然经济秩序的一部分：

---

人们期望货币当局或国际金融组织在出现金融崩溃及不良投资时前来救助。这种期待会引起过份的风险承担。我们必须马上回顾一下对私有金融机构，特别是受到安全网保护的那些金融机构的监督和管理，因为在最近的危机中这类机构的作用非同小可。<sup>12</sup>

---

但格林斯潘总的来说是一位现实主义者，他知道政治中充

满了“异想天开”以及“否定和拖延”。政客们很难冒很大的政治风险去解决他们认为将来才发生的问题，银行也是一样，特别是在风调雨顺的时候：

我国正处于异乎寻常的发展阶段。我相信其持续性和健康性给人们带来了宁静感，减少了利差，造成与此相联系的贷款人竞争放贷。我们要知道，在这种环境下人们会很容易放松警惕。而正是在这种阶段，银行为了很少的回报甘愿承担较大风险。在商业周期的这一阶段，银行日后发放的贷款构成呆账的很大一部分。

换言之，格林斯潘认为，要想避免将来重大的经济波动，我们必须有勇气、有远见，甚至是无私奉献的精神，而政客和银行家并不都具备这些品质。

## 第16章

### 1987年的大崩溃

格林斯潘上任后的2个月零8天，就碰上了联储主席任期内迄今为止最严重的一次危机：1987年10月19日股市狂跌。此后，华尔街人士和投资者们永久性地称其为“黑色星期一”。

格林斯潘做出了什么反应？他为什么要做这样的反应？格林斯潘对今后类似的危机还将做出反应，他的那段经历又能告诉我们一些什么呢？

“黑色星期一”，无论你怎么去看，对华尔街来说都是糟糕的一天。道·琼斯指数下跌了整整508点（跌至1738.74点），价值下降率为22.6%，损失大约为5000亿美元。这还不是格林斯潘效应“让人一目了然的”。早在5周以前，美联储和新任主席就把贴现率提高了半个百分点以表示其抑制通胀的决心。在1987年的头3个季度，货币供应一直低速增长。格林斯潘在第二年3月做出如下解释：

去年大部分时间，联储的政策倾向于控制潜在的通货膨胀，同时寻求与可持续增长相适应的货币和金融环境……由于1986年货币供应加快，人们觉察到的通胀风险、经济的真正实力、近年来货币流量的明显变化以及货币总额适度增长，所有这些都视为可接受的和正常的现象。<sup>1</sup>

但是，从格林斯潘方面当然没有表现出盲目乐观的样子，

而且在9月4日上调利率和股市狂跌之间相隔时间较长，所以人们没有把“黑色星期一”的责任归咎到联储的行为，那么狂跌的原因到底是什么？为避免将来发生类似的动荡，在格林斯潘看来，政府或国会应当做些什么呢？

首先，也是最具特色的，是格林斯潘坚持不能采取任何仓促行动，以避免招致更多的问题：

---

有一种普遍的合理的认识，即仓促行动会引起市场动荡，引发我们正在力图避免的事情。在采取行动之前，我们必须尽力清楚地了解去年10月到底发生了什么事情以及发生的原因，我们必须认真区别那些能够自己克服或在现存管理框架下能够解决的问题和哪些需采取重大措施也许是立法才能解决的问题。<sup>2</sup>

---

是什么引发了“黑色星期一”？格林斯潘认为有几个根本原因，这些原因又被其他一些因素所扩大。首先和最重要的，是股票价格高诱发人们抛售。其次应怪罪投资机构当时所使用的计划交易和证券保险战略：

---

大型机构投资者使用的证券保险业务被许多人认为促成了夏季末的高股价位，并导致了10月中旬的大抛售。<sup>3</sup>

---

格林斯潘讲，一旦狂喜开始，其他大多数无联系的因素也会使其加剧。在这里，格林斯潘特别提到了“快速变化的电脑和电信技术以及不变的人性”，这都是在格林斯潘日后讲话中经常出现的题目。有了新技术，全世界的交易商可几乎同时参与到股票和衍生工具的“内部价格不停的变动中来”，并使其能够与之同步并且掺入许多外部因素。当人们开始收回承诺时，新技术放大了连锁反应：

---

在10月19日以及以后几天里，人们可以很清楚地看到新技术和人性之间的相互作用：股市暴跌的消息马上传到了敏感的投资人中间，导致了期货、股票的大抛售。<sup>4</sup>

---

这种大抛售又带来了自身的麻烦。格林斯潘解释说，“处理系统”本应能够处理全部的抛售，但那一天却超出了负荷，这样又导致了更大的恐慌和更多的抛售：

---

系统能力能够影响投资者的行动，投资者一旦意识到该系统的容量达不到要求时，他们便急于从股市脱身。<sup>5</sup>

---

同时，股票价格同其衍生工具的价格脱离。格林斯潘说，

在通常情况下，套利活动会使衍生工具的价格与股票价格相符合：

但是，去年10月份压力太大，这些金融工具的单一市场已遭到分割，产生的价差很大。这些价差能持续很长时间，因此又加剧了市场的混乱和恐慌。这是由于提款狂潮和处理提款系统的故障联在一起产生的套利操作发生中断所致。<sup>6</sup>

格林斯潘漫不经心地问道，期望中央银行在这种情况下予以干预，是不是合理的呢？答案很明确，是的：

历史告诉我们，在发生严重金融危难的时刻，中央银行的反应起着关键性作用。<sup>7</sup>

格林斯潘讲，这种危机的主要形式是短期利率上调，在正常情况下成为可能的贷款人的“流动性追逐”，以及可提供的信贷迅速减少。即使信用度高的借款人随着危机的发展也会蒙受损失。股市上“挤兑”同银行的积欠一样，尽管银行本身根本不存在任何问题，但如果存款人广泛失去信心，这种

“挤兑”积欠就会使它毁灭。

格林斯潘以赞许的口吻提到了储蓄保险之前时期有些银行的做法，那就是把一大堆现钞放在其前台橱窗内：

在某种意义上，10月29日星期一后的第一天，联储准备采用类似战略，目的是为了将金融系统的不合理反应减到最小程度。星期二一大早（10月20日），我们发布了一项声明，表示联储将向我们的国民经济和金融市场提供流动性资金。为支持这一政策，在整个公开市场交易期间，我们保持频繁露面，从10月19~30日，每天都办理系统再购回协议，不仅金额巨大而且经常提前办理从而显示我们支持市场的决心。<sup>8</sup>

联储也放松了对经济的控制，将利率由10月中旬的7.5%强下调到11月上旬的6.75%左右，与原来的恐慌形成鲜明对照的是短期利率（即使那些私有金融工具）也在“黑色的星期一”之后有实质性下降。格林斯潘谦虚地总结道，联储的举措为平息股市暴跌引起的恐慌略做了些贡献。

格林斯潘讲道，实际上我国经历了“黑色的星期一”及其后果以后受损程度不大。不错，期货交易比暴跌前的最高点下降了30%，而1~2月非金融机构发行的股票也在数量上接

近10年中这两个月的最低点。格林斯潘指出但是经济没有进入衰退。“的确，当时表现出了相当强的恢复力”：<sup>9</sup>

没有发生主要的中介机构倒闭的现象，并无先例的追加保证金的通知要求得到票据交换所成员的遵守。暴跌后不久股价达到了一个新的交易幅度。<sup>10</sup>

根据这种记录，我们有必要做出重大结构性调整吗？“黑色星期一”过后的几个月，格林斯潘想说一个有保留的“不”字，但国会中的有些人建议控制期货市场，因为正是在这个市场里，警铃先声响起。但格林斯潘争辩说，如果仅把期货市场挑出来进行干预则是错误的。因为期货价格只是“影响股票、指数期货和期权价值的单个评估过程的一部分”。不能因为甲事件发生在乙事件之前，就认为甲事件引发了乙事件。“我们必须注意不能将症状和原因相混淆。”<sup>11</sup>

格林斯潘得出结论说，同样，如果为了防止将来再出现“黑色星期一”而去限制技术的使用，限制投资机构的自由，或者为达到“执行业务能力的扩充”而投入大量财力（只有在极少数情况下，才需要这样做），是没有道理的。他承认建立所谓的“电路断路器”和限价能在极端情况下发挥作用，这种做法也有一定的道理。但在战略上，他认为并不理想：

限价和电路继电器只能被看成本来就不稳定因素，但他们也许是所有不理想方案中后果最轻微的一个。如果定单超过执行业务能力，整个系统就会倒塌。惟一的问题是，是我们采用一种有控制的混乱的形式，还是让各种偶然力量去自行调节，哪一种更好一些呢。<sup>12</sup>

在“黑色星期一”之后，人们提出了许多其他补救办法。在格林斯潘看来，这些或多或少都带有一定的危险性。应不应该授予联储对各市场进行全面监督、查看股票和衍生工具保证金规定执行情况权力？格林斯潘认为不应该，他担心这样一来，投资者们可能会认为本来只适用于储蓄的“联邦储蓄的安全网”现在也许某些不可靠的证券公司也能用得上。应当经常性地搜集交易信息以便监视市场的发展，并检查市场的滥用行为吗？也许还是不行：

我和我的联储委员会的同事们，虽然认识到这种信息的潜在价值，但反对这种数据搜集（除非在自愿的基础上）。对一个自由社会，隐私权至关重要。我们认为搜集这种信息必须在情况非常迫切时才可以，而这一次并不迫切。<sup>13</sup>

格林斯潘讲到，在大多数情况下，我们必须依靠医生来治

愈他们自己，采取强化保证金要求的措施是一个很贴切的例证，也值得考虑：

作为总原则，保护并改善市场的一体性是符合交易所和交易机构的自身利益的。他们对自己市场有极好的领悟力，因此如果可能的话，我们可依靠私有机构去解决去年 10 月份明显存在的问题。<sup>14</sup>

最后，就证券产业及其管理者的重组，格林斯潘提供了两个药方。首先，他告诫说：“重组应该能够保证金融市场的连续演进，特别是应从全球化的角度加以考虑；第二，重组必须慎重策划以避免对现存机构的效率产生不利的影响。”

格林斯潘小心翼翼地告诉其国会监督人，他和他在联储的同事们看到，国会经常时不时提出扩大联储委员会权利的建议，这体现了国会对联储的“信任”，他们对此表示感谢。但是格林斯潘又说，灵活性和效率远比联邦政府增加干预重要得多，包括联储采取的许多类似行动。

## 第17章

### 海湾战争

随着前苏联的解体，中东和巴尔干地区战事不断，领土争端更加频繁，更加激烈。发生敌对行动对世界经济将产生深远的影响，但也不一定有这么大的影响力。格林斯潘指出，我们应该注视冲突的发展及其后果的向外扩散。在调整我国货币政策时应考虑到更广阔的背景。

格林斯潘是把波斯湾战争作为一次具有广泛影响的冲突而引用的。他指出，世界经济受到了这些情况的深远影响，其中包括对石油市场的影响；另一方面，这次危机也通过筹划的国民经济进行了有效调节。

应付重大国际争端的影响，办法之一就是确保本国经济的良性发展。就海湾战争来说，格林斯潘认为，美国经济状况良好，能够化解一些影响：

---

经济增长速度适中，通胀压力开始减缓，这意味着情况正按照我们的政策目标方向发展，即在实际可持续增长的前提下降低通货膨胀。<sup>1</sup>

---

然而，在波斯湾发生战争以后，我们的经济状况发生剧变，能源突然变得珍贵起来，引发了消费品和出厂价格指数的迅速上升：

其他非直接影响，随着石油价格的上涨影响到了与其密切相关的产品的价格时才变得更加明显，最突出的是机票价格。其他的还有运输费用以及严重依赖汽油的产品的价格。

在这种状况下，世界各国的经济都受到紧缩的影响，即使不是直接受到这场冲突的影响。格林斯潘注意到，在海湾战争这种情况下，物价上涨及相应的劳动力成本上升，其影响范围远远超出在工业上略微涉及到石油进出口的国家：

不仅造成石油价格上涨，而且加大了我国和国外整体物价的压力，开始抑制经济增长，这些影响通过多种渠道表现出来，而且很难精确地予以划分。首先，美国是石油净进口国，油价上升则会把美国能源用户的购买力引走并转嫁给国外的石油生产者。具体来讲，物价上涨影响了普通家庭的实际可支配收入，迫使其降低对多种商品和服务的开支；第二点，消费下降很可能会影响到企业投资，因为许多企业由于能源价格上涨，其利润率下降。如果发现对其产品的需求有所减少，则会减少投资。

诸如海湾战争之类的冲突，还有一种难以衡量的影响，

那就是消费者的警惕性，因为他们不知道冲突何时以及如何结束：

由于前景暗淡，生产厂家和消费者在对新情况做出谨慎反应时，可能会减少其经常性活动。但经调查发现，人们对前景的关注比他们实际所为揭示出来的差得多。

格林斯潘提醒说，一个国家的经济如果发生了上述行为，很可能会影响到其他国家，即使与石油工业没有直接联系的国家，也会受到海湾危机的不利影响，这部分是由于消费者的反应。而且传染效果还会转回到其发源地：

这些国家的消费者和厂家，因为对全局情况很模糊而受到影响，而这一切造成了这些国家降低进口从而对我国经济产生不利影响。

一个国家的经济也可能出现连锁反应。格林斯潘指出，海湾战争造成劳动力市场剧变，私有企业用工和工作小时减少，失业保险索赔有所上升，工业生产减弱，特别是汽车和

建材工业：

就业和劳动小时的下降使个人收入有所减少，而这时能源价格上涨正在削减许多家庭预算，这种实际购买力的下降伴随着消费意识的下降，在近期内对消费需求来说前景不妙，尤其是人们的储蓄已经很少。

在海湾战争中，银行和其他贷款人“对提供信贷的条件有所提高”，这同样抑制了市场活动的发展。格林斯潘指出许多种企业都认为难以筹集资金：

石油价格上涨、波斯湾前景不明和信贷紧缩三者之间的相互作用明显比这些力量各自发生作用之和对经济活动造成的抑制更大。

这种压力对我国的总产值有不利的影响，再者，美元一直在贬值。正如格林斯潘注意到：

美元疲软值得我们关注，它能够增加美国进口价格上升

的压力，加剧因石油涨价而出现的通货膨胀，还很可能会危及国外储蓄净流入的增加。

正像外部危机产生的负面影响会冲破一个国家的经济范围，然后扩散到邻近和经济相互影响的国家中去，同样，正面影响也会向外传播到国际范围。在海湾危机中，一种特殊而关键的产品——石油的供应量突然减少，部分原因是联合国实行禁运。但是，格林斯潘指出，世界经济已做出了调整以求得同需求保持一致：

产量的减少由其他欧佩克成员国增加产量所取代，主要是沙特阿拉伯。同时，北海石油也增加了产量。所以，10月份市场经济国家中的原油产量又恢复到了该年上半年的水平，每天几乎达到4 600万桶。尽管替代的原油比减少的石油杂质“略重”一些，汽油和煤油的产出有所减少，但这种差异还是可以控制的。

所以，国际上汽油的库存量当时仍保持在其平常的水平甚至略高于其正常水平，这说明石油零售商、经销商、冶炼厂和交易商也许正在储存产品以防将来之不测。格林斯潘说：

“如果海湾局势有所好转，其现货的价格预计会大幅度下降。”

尽管原油价格上涨引发国内汽油平均价上涨，工业利润率却出现大幅度下滑。这种后果证明了格林斯潘的理论：经济上远不如美国重要的国家之间发生的冲突会引起重大的国内和国际反应。为抵消这种影响，我们应采取哪些措施？

我们不能忽视这样一个事实，没有任何政策最终能避免财富的转移，没有任何政策会由于石油价格上涨而降低我们的生活标准。

除此警告以外，格林斯潘鼓励我们要用长远的眼光看待问题：

货币政策的作用，是提供与国家的较长期经济目标相一致的金融环境。在海湾战争的背景下，我们（想）确保货币和信贷都在适度增长的轨道上，并适当注意信贷形势。对政策是否需要进一步调整，提前阐述政策是不可能的，要依据事态发展状况而定。

在最后的分析中，我只能保证联邦储备委员会将一如既往地努力促进经济稳定和可持续增长。

# 第六部分



## 全球经济竞争

---

The Greenspan Effect: Words  
That Move the World's Markets

当国内经济在外国竞争者的攻击下显得无力招架甚至呈现衰退的时候，关于全球经济竞争的讨论就变得日益重要和激烈。值得提醒我们的是，就在不到 10 年之前，权威人士就曾预言，在强大的日本公司的席卷之下，美国的制造业必将走向死亡。

格林斯潘很有远见。他把由技术带动的知识看做增加财富的关键资源。发展知识的国家只有当带有这种知识的技术扩散到其他国家之后才能以此增加财富，提高相对优势。

如同在其他领域一样，格林斯潘在此强烈建议我们谨防那种草率的决定和短视的解决办法，因果关系通常是隐晦的，甚至定义有时也是模糊的。如果一家外国公司在美国购置一份资产，这是一种不为人所欢迎的外国投资。但如果同样这份资产拆分后卖给同一家公司，这是一种出口，因此就成为一件好事。权衡一下，全球化总体来说是件好事，尤其当美国人学会克制进口石油等产品的欲望时更是如此。

对于那些正处于向资本主义痛苦转变中的国家，格林斯潘是否开出了同样的药方呢？是，也不是。格林斯潘对俄罗斯及其前附属国给予同情，他说，他们除了要克服斯大林时代遗留下的恶性经济问题外，还需要克服影响经济发展的文化

和心理上的障碍。他们需要建立一套强有力的合同法体系，财政上有纪律约束和遏制他们已经难以承受的进口，但他们不需要发展支配西方经济的那些复杂的金融工具和风险转移产品。

格林斯潘是一个商人，一个物质福利的监护人。作为一名经济学家，他醉心于研究几百年来竞争优势的起伏跌宕。但作为联邦储备委员会的主席，他是资本主义最为执着的推销者。

## 第18章

---

### 美国的国际竞争力

近几十年来，美国企业在国际市场上的相对竞争力的话题重新引起人们的兴趣与关注。但它这不是一个适合于做出简单分析甚至下一个空洞定义的话题。不过，格林斯潘却为竞争力的概念下了一个简单的定义：

检验一个国家竞争力的最终标准，是看一段时间以后，我们国民的生活水平有何变化。<sup>1</sup>

一个国家的生活水平直接来自于这个国家的有关的生产率，反过来生产率又来自于这个国家的知识基础。虽然一种商品或服务中的智力含量是很难测定的，甚至是很难定义的，格林斯潘仍将知识与经济成果看做是密不可分的。知识（或知识所产生的技术）“使我们有能力以少量的物质投入生产出一定数量的商品和服务，扩大产品的种类，提高产品的质量<sup>2</sup>”，从而刺激经济的发展。

格林斯潘说，经过了一段时间，我们已经学会怎样以较少的投入获得较多的产出。晶体管替代了电子管，性能大大提高，从而节省了空间、能量和原料。建造房屋需用的混凝土和钢筋减少了。用轻型材料制造的飞机能飞得更快更高。

---

这些成果清楚地说明，思想同体力付出之比有所上升，成为创造经济价值的源泉。<sup>3</sup>

---

事实上，格林斯潘认为，如果我们能把国民生产总值分成物质的和概念的两部分，把谷物和矿砂这样的资料归入前者，把思想归入后者，结果很可能是这样：

---

我们会发现智力部分的增长足以解释这个世纪以来国民生产总值增长的全部原因所在。<sup>4</sup>

---

金融服务领域尤其如此，因为它本质上涉及到的交易只是信息交流。

---

历史上以大量钞票支持的金融交易已逐步地减化为电子付账方式，这种进步不仅减少了进行和完成跨国金融交易所需要的体力付出，还使交易完成起来更加精确、迅速、方便。<sup>5</sup>

---

智力增长趋势在21世纪一定会持续下去，因为“知识一旦

获得就永远不会失去”，特别是电信与计算机的应用更增加了思想相对于物质的至高无尚的地位。

利用简化思想传递的方法，通过改变知识产权的所在地来创造新的价值，正如这个世纪初的铁路一样，通过把货物运到另一个价格更高的地方从而创造了价值。<sup>6</sup>

这并不令人惊讶。智力增长趋势将对就业市场和劳动力带来较大的影响。只需体力上的付出和蛮干的工作越来越少，更多的工作需要掌握信息的分析技能和信息的熟练运用。

格林斯潘承认，服务部门的发展（现在占有所有工作的 3/4）包括了很多技术要求低的职务，尤其是快餐店或类似的工作领域。但总的来说，经济整体上在向知识型工种转变，而这种转变为美国劳动大军创造了众多的就业机会。由技术带动的知识确实是增加财富的资源。

但对国民经济来说，这并非是一个可持续的竞争优势，格林斯潘解释道，因为跨国境的技术传递是比较便捷的。发展中国家可以轻易获得美国的技术，然后在低工资的环境下应用这种技术。

这就是说，美国在世界市场上的竞争力，将取决于我们不

断发展和调配新技术的能力。格林斯潘说，我们在这些方面的记录，充其量是好坏参半的。一方面，美国人作为各种新思想的源泉，显然是无人能及的，但另一方面美国人却不擅于将他们的观念或思想带入市场。

我们将许多科学技术方面的新突破与新观念转变成商业上可行的产品的过程非常迟缓。显著的例证包括半导体收音机、彩色电视机和摄像机。这些产品最初的开发工作都是在美国进行的，但最后对其做出必要的改进并进行大规模销售的却是日本人。<sup>7</sup>

格林斯潘说，我们总是惯用一种简单化的方法来解决复杂的国家间的挑战。例如，如果我们在国内外的摄像机市场都难以立足，我们就可能通过贸易保护措施寻求解救方法。

但这样的做法只会抬高国内市场价格，增加美国消费者的负担，导致我国竞争力的衰退。我们不应求助于贸易保护来使我们经济的前景好转。我们应致力于保持市场开放与贸易的畅通。附带的好处将是可持续获得越来越有价值的思想和知识以及国外开发的新产品。<sup>8</sup>

如果遵循贸易保护路线，更新的、效率更高的产业将丧失许多发展的良机，整体产出与经济福利也会受到损害。<sup>9</sup>

因此，格林斯潘辩解道，要保持美国在国际市场上的竞争力，我们必须让观念之水长流不息。特别是像银行业这样十分依赖信任的领域，我们必须要和海外的同行会面和打交道。<sup>10</sup>我们必须向生产设备大量投资以确保它们技术上的现代化。我们必须促进个人储蓄率的增长。我们必须解除对市场的管制，使市场自由化，拒绝使用任何程度的政策干预市场，即便在研究开发的重要领域也应当如此。

关于政府采取政策对特定产业给予特殊的研究开发支持，我要提出制止这种做法的告诫，理由如下：第一，如果该产业潜在收益确实能达到期望值，私人投资就会做出反应；第二，哪些特定的公司或产业最值得给予研究与开发方面的支持？我们根本不清楚政府在这点上能否比私人市场有更好的鉴别力；第三，即使资金绰绰有余，能值得政府对某一特定项目进行补贴，但对某一个项目的例外会使政府将其干预扩散到其他不明确的项目上。<sup>11</sup>

我们必须探求联邦一级的明智稳妥的财政政策，避免发生

80年代初期美国制造商遭到的那种受货币驱动造成的灾难。我们必须保持银行系统的强大与具有流动性，降低资本的成本，说服银行避免高举债率。举债率高会挫伤国外市场上的信心。要小心谨慎，不要使他们在国际市场竞争中陷入不必要的艰难境地。最后，我们还必须拓宽挖掘我们的人才资本：

当然，这一问题的关键是改进美国的教育体系。我们的学生们还未能做好足够的准备适应日益复杂的经济需求。测试的分数与调查的结果都同样显示出一段时间以来美国教育质量的下降……。<sup>12</sup>

在过去的几年里，我们委派了几个工作组对学校进行评估。虽然他们的结论与建议各不相同，但在一点上是一致的，我们迫切需要加强阅读、写作、算术这样的基本技能，从而提高他们的分析能力和技术能力。<sup>13</sup>

公司已认识到了改进美国教育的迫切性与必要性。确实，格林斯潘说，在很多情况下，他们通过与私人学校和系统进行合作，筹措教育经费，他们大量投资兴办教育，培训自己的劳动人才，同时投入了必要的资本重组工厂从而提高其灵活性和效率。

格林斯潘提醒我们，在这些方面我们要做的事情还很多。

他说，最重要的是我们必须注重知识——开拓知识、分享知识、利用知识：

让我再强调一遍，国际竞争的问题与扩展知识和合并知识的问题是密不可分的。我们在国际上的表现将依赖于我们对信息时代的需求与发展趋势的调整能力。让每一个人都有机会认识他自己全部的智力潜能是至关重要的。

处于经济阶梯各层的人都应意识到他们自己的智力上的努力能够获得丰厚的报酬，而不只是那些所谓的智力精英才会如此。当然，对于特定的个人来说，只有通过升入更令人满意的、更高收入的工作职位时才能获得这种劳动的利益。但巨大的利益也会流入整个社会，表现为生产率的提高和国民生活水平的增长。

## 第19章

### 美国境内的外国投资

根据阿兰·格林斯潘的理论，美国境内的国外投资水平同国家经济中维持正常金融运转的具体措施有着直接的关系。假如这些措施对投资者有吸引力，随着全球经济发展和越来越现代化，美国境内的国外投资将不可避免地增长。

“以外国为基础的金融中介在美国银行业和证券市场上发挥的作用越来越显著。”格林斯潘指出，这种变化在外国人在美国的直接投资和证券投资上都有所反映。<sup>1</sup>

很多人对此深为惊恐和忧虑，而格林斯潘则认为这种情绪是毫无理由的。他觉得整个舆论舞台总是被杞人忧天的夸大之辞和模糊不清的思维方式占据着。

总之，这种忧虑被过分地夸大了。具有讽刺意味的是，如果一个日本房地产公司在美国购买一座大楼，我们会把它当做直接投资记录在册，可能有人将会因此感到忧虑不安。然而，如果这家房地产公司将大楼拆成一块块砖头运回日本，这就被当做美国的出口记录在案，成为皆大欢喜的事情。

是的，美国境内的国外直接投资会打乱现有的商业运作模式。但国外投资者的能力将受到有效的限制，以免威胁到我们最重大的国家利益：

美国政府将有足够的权力阻止对国家安全产生负面影响或者会带来令人不快的市场力集中的外国直接投资。

格林斯潘认为，用纯粹的经济术语讲，美国境内增长了的外国投资呈现出一派生机勃勃的景象。它从广泛有利的趋势中给我们的国民经济带来积极的影响，它应该成为可利用的资本而不是引起恐惧和受到限制。

美国特定的经济环境对其他国家特定的经济行为有促进作用。例如格林斯潘认为在美国增加的外国投资相当于美国国内较低的储蓄率和现有的巨大的经常项目赤字。不管怎样，国际经济这台机器的每一个齿轮都必须紧密咬合。

这里也有政策上的内含。任何与此历史潮流相违背的错误的经济政策都将带来本地的消极的结果，例如使联邦预算失衡（这是令格林斯潘最为恐惧的事情之一）。

格林斯潘以激烈的措词说道：

直接限制或者间接阻碍国外资本流入的努力只会提高美国实际利率，使与原本很低的国内储蓄率相一致的国内投资进一步降低，从而使预算赤字恶化。即使只限制如直接投资这样某种特定资本的流动，我们也有必要扩大其他渠道的资金流入，而这些资金只能靠高回报率和美元疲软来吸引。

我们不必在我们自己的经济行为之外寻找国外资金涌入的根本原因。如果美国从其他国家购买的商品或服务比销售出去的多，这实际上是用从外国人那里借贷和销售资产的方法将差额弥补。用增加国外资金的流入来弥补低于国内投资水平的国内储蓄的不足是很有必要的。

格林斯潘说道，随着技术的发展，通信能力大大提高，金融传递越来越便利，各种市场都日趋全球化。他注意到全球化的进程与国际交易的增长是齐头并进的。汇到国外的钱越来越多，交易进行得越来越快捷。随着一个又一个国家的加入，金融市场正逐步形成一个整体，这是一个无法逆转的潮流。

格林斯潘提醒我们，当我们对国际投资模式进行评估时，一定要承认转换经济价值概念所起的重要作用。如今，人们对价值的计算更多地是依据先进的电子技术能实现的便利程度，而不只单纯依据其“物质含量”。

商品和服务的跨国贸易规模大幅度增长，与之相适应，跨国金融交易也掀起了浪潮。而推动国际贸易和国际证券交易的主要动力就是我曾别的地方提到过的“经济产出规模变小”这一进程。经济价值的创造已不断地转变为概念价值。

非常独特的是，格林斯潘提出，与进行交易相关的技术飞速发展，不仅仅会刺激国外向美国的投资（当然包括海外美国人的投资），也会引起我们对经济领域的基本思考：

最近几年，信息的收集与处理技术迅猛发展，这使我们对用观念替代物质含量这一转变的分析能力大大加强。经济价值的生产目的不会改变，它将继续为人类的需求和价值服务。但产品的形态将逐渐向无形产品演变，因而更容易在国际间进行买卖。

也就是说，新型电子技能的运用使交易进行得更加精确、迅速、便利，商品本身也更加容易转移。在这种情况下，国际范围内的商品需求增长速度会远远超过国内的需求。根据格林斯潘所说，进口商品的作用变得更加重要，而且这种趋势一定会延续到21世纪或者更为久远。

便利交易的技术同时也带来许多金融风险。不同的操作程序只能完成某一特定的任务：

金融工具的激增预示着套利机会的增多，这将会推动与产品有关的整体金融交易量的提高。此外，技术的改进与革

新降低了全球经营管理的成本，方便了直接投资与间接投资或证券投资。

特别值得一提的是，证券投资与世界金融市场的全球化关系尤为密切。由于外国经济的健康发展在国内经济中发挥的作用越来越大，越来越多的投资者开始探求外国证券的可能性：

这种多样化投资者提供了自我保护的工具。如果当地货币在外汇市场上贬值或者其资产在当地市场的价值受到国内经济骚动的影响，他们会免受其害。由于国际贸易持续增长远远超过全球产出的发展速度，国内经济同国外经济联系愈加紧密，选择多样化的国际证券以避免风险越来越重要。

格林斯潘指出，国际贸易的增长也将导致一场全面解除管制的运动：

很多政府已对此做出反应，他们废除了旨在监管信贷配置的法规，取消了对国际资本流动的控制，更多地依靠市场力量对资本进行配置。

随着交易越来越简便，国内经济与国际经济紧密交织在一起，金融世界仿佛缩小了。不同的国家汇集在一个更加自由宽松的竞技场中。格林斯潘注意到，“实际上，有些国家企图把国内经济从其余国家孤立出来，在配置稀有资源时不注重市场信号，这些国家将会为此付出高昂代价，即表现在他们低水平的经济福利。”

总的来说，这些情况在国内外都会产生积极的影响：

资本市场的全球化以日益增加的竞争带来了很多好处：它降低了金融中介的成本；为存款人和贷款人均带来好处；它使资本配置更加有效；它使革新的成果传播更快。”

但这就意味着经济全球化与美国国外投资的发展不存在风险了吗？当然不是。格林斯潘指出，加强资本的流动对缓解我们国家的外债起了积极作用，但同时它也使我们的经济易受境外因素的干扰。的确，如果美国人听说像洛克菲勒中心或者西尔斯大厦这样的国家商业偶像被外国投资者买走，他们肯定会退缩，心中不是滋味。但我们再次重申，这样的买卖只是整体中的一小部分：

要把贸易从投资中根本分离是不可能的，反之亦然。在美国的外国投资刺激了竞争，为炼钢等工业注入了新的资本

和技术，加速了先进技术的传播。

格林斯潘提醒我们，当一家外国公司收购美国的资产时，美国人总会因此而获得重大利益。首先，美国股东会因此项交易变得富有或其资产变得更具流动性，他们当然会把他们的财富重新投资于国内外其他具有发展潜力的企业。再者，更多的美国人会因此笔交易而间接受益。因为任何在美国进行投资的国家将更加热情地致力于确保美国经济的持续繁荣。“例如，当戴姆勒-奔驰汽车公司买下克莱斯勒公司以后，的确尽其所能维持美国经济的强盛，以保护自己的投资。”

格林斯潘总结说，虽然有人告诫我们要对经常项目赤字进行控制（这是他永远的话题之一），但我们也用不着对在美的外资增长感到担忧。我们只需要给自己施加一些纪律约束，而这些反过来却会使我们能够把握自己在国际市场的经济命脉。

商品、劳务及金融市场的全球化对美国和世界都有益处。若把美国同不可抗拒的逐步全球化的潮流孤立开来，只会大大降低我们的生活水准。然而，我们应不断努力减少国际支付和证券结算方式中的风险，增强国际间在监管方面的协调与合作，保护投资者的利益。

## 第20章

# 俄罗斯与东欧的 经济改革

艾伦·格林斯潘将前苏联的解体与东欧集团政治经济的自由化描述为“本世纪最为卓著的发展之一”。

在我们与这些地区的人民一道为这一戏剧性而又充满希望的事件而欣喜若狂的同时，事情才刚刚开始，等待他们的是异常艰巨的任务。他们要建立完善、稳定、公平的政治法律体系，建立有生命力的经济和企业。<sup>1</sup>

格林斯潘说，大量私人资本和技术诀窍应当流动。但在流动发生之前，我们必须建立并实施一套彻底的、内容翔实的商业法律体系。在此后的几年，这些国家的首脑们就需要具备所罗门的智慧；而处于困境中的居民（格林斯潘警告说）则需要极度忍耐。短见的治理不可避免地会导致极度的通货膨胀，给受害国的居民带来痛苦。但是政府应抵制铸造货币的诱惑，必须建立传递信号的市场和对市场信号做出反应的企业。

当然，格林斯潘说，俄罗斯及其周边新独立的国家的前途也并非没有乐观的理由：

前苏联的组成地区因其富饶的自然资源而拥有巨大的发展潜力。它拥有举世闻名的石油和天然气及各种矿藏储备。

而且，它还拥有丰富的人力资源，特别是拥有一整批高度熟练的科学家和工程师。

但格林斯潘指出，这些资源处于失衡状态：

这里缺乏大量的业务专家来帮助管理西方经济中存在的私营部门和市场。这些专家包括会计、审计员、营销人员和信贷员。这些人如同市场经济中的“卒子”。是他们这些人使企业能够不断地对上百万的市场信号做出反应，指导资源在分散的市场经济中最终获得最高的利用价值。他们提供必要的信息以帮助这些决策者们寻找提高生产率、降低成本的新方法，承担可能出现的风险，对信贷决策做出正确判断。开发拥有这些技能的人才显然是最应优先考虑的事情。我们西方人在培养这些专业人员方面经验丰富，因而我们需要为此尽自己的一份力量。

同时，对他们的经济进行根本调整是很有必要的。俄罗斯和东欧集团的工业基本不具备竞争力，部分原因是在他们的意识形态中竞争具有破坏性；部分原因是前苏联的计划经济者过于信奉规模经济。由于上述原因，前苏联与东欧集团的

工业常常集中为大规模综合企业，而且常常由单个的生产者所主宰，大体上受中央的控制。

格林斯潘说，这与西方工业相比真是天壤之别：

市场经济成功的重要因素就是竞争，在某种意义上就是过剩产业的存在。市场经济通常都拥有各式各样的公司和无数的工厂，它们生产相近或相同的产品，使用重叠的交通运输系统。竞争对手的存在市场中产生了一种具有建设性的紧张气氛，使销售者不断为大众提供更新更好的产品和服务，提高效率降低成本，并且提供更具吸引力的价格和条件，以此来增加他们的市场份额。

按格林斯潘所说，美国80年代大型联合企业的解体清楚地证明，大官僚机构和惰性与巨型公司的结合会造成一种竞争劣势。俄罗斯以前的大型国营企业正在痛苦地学习这些教训。同时，他们还得收拾斯大林留下的残局。因为斯大林为使苏维埃共和国相互依存，将原本相互依赖的工厂分散到各个地区，导致国家的物流系统完全失去效用。

像美国一样，随着冷战的结束，俄罗斯必须削减其国防工业的规模。这对俄罗斯来说是一个更为巨大的挑战：

前苏联的几个边境城市几乎只生产军用产品。这意味着削减军用产品的生产并不能使雇员轻易地在同一区域的其他地方找到生产民用品的工作。而美国的军事设施都座落在大都市，那里还有其他的就业机会。因此，前苏联军事工厂在转产中遇到的困难比美国多得多。

要改造俄罗斯工业（和东欧集团国家的工业），还特别需要对其进行评估。关闭那些过时的工厂是有意义的，但即使一个训练有素的观察员，也不能马上明确指出哪些工厂效率高，哪些工厂效率低。“价格并不代表市场价值，”格林斯潘解释道：“成本的计算方式非常值得怀疑。”他说，解决这个问题就必须谈到投入与产出的市场价格问题，造就（或引进）大批熟练的成本会计师也许会有助于解决这一问题。

但格林斯潘暗示，俄罗斯与前东欧集团国家面临的更棘手的难题是，70多年来不同的社会制度所造成的文化和心理上的障碍：

利润被看做是对工人和顾客剥削的同义词……与之相伴随的是不重视个人收益的机会，而这是伴随我们成长并被我们视为理所当然的东西。任何摆摊卖柠檬水的美国小孩

都能识别出基本的销售时机。而且，这个小孩会认识到他所定的价格不能高于当地竞争价格，同时也不能低于成本。人们对于识别和把握满足经济需求的机会普遍缺乏应有的重视。

前马克思主义国家的人民将不得不接受机会的驱使，格林斯潘说，他们不得不过收入与财富不平等的生活。他们必须承认现实，甘愿接受冒风险这一事实的人一定会因此而获得回报。

正如已提到过的，他们必须贯彻并遵循一套强大的合同法体系，这是使人们在不索取高风险报酬的前提下履行义务的先决条件，也是促进革新、引导资源优化配置的先决条件。许多有价值的投资需要 20 ~ 30 年的期限，这些必要条件给经济体系造成很大压力，必须为此制定出明确的“游戏规则”以及应付违约情况的清晰步骤，建立确保游戏规则能强制执行辅助监管机构。当然，游戏规则中最重要的两条，是要尽量削减财政或贸易的不平衡，避免“轻率地借用以外汇计价的货币。”<sup>2</sup>

虽然所有这些举措听起来是我们所熟悉的，但格林斯潘强调他并不主张俄罗斯及其前经济盟国全盘照搬美国的模式：

我们必须避免这种想法，认为他们现在需要是像我们一样的高度发达的金融体系。他们并不需要过于繁杂的由尖端信息处理技术和电信技术为后盾的金融工具和风险转移产品。这个时期他们应审慎地将精力集中在基础设施建设上。从银行系统的改革入手，使它能够提供有效、可靠的支付方式并为其引进完善的信贷评估，这样紧缺的信贷资源就能用于最有前途的项目上。

发展有效的债券市场也是很重要的。一方面可以吸收近年来过量发行货币所造成的流动性的威胁，另一方面可以为公共部门筹措资金提供一个不会引发通货膨胀的方法。当然，正如美联储主席提醒我们的：

国内政府为从银行系统抽取流动性资金提供了有效的工具，从而使合理的货币政策更易于实施。

由国家控制向市场经济的转变是很艰难的、很危险的、很漫长的过程。它需要西方国家在技术、资金方面给予广泛的支持。但格林斯潘总结说，过渡时期的大部分工作重担必然会落到上述国家人民，尤其是国家领导人的身上。他们必须：

为向市场体系的快速转变制定可靠的综合计划，以便使资源接受市场信号的引导。他们必须教育人民认识到这种过渡的困难性。如果需要的话，还要转变对竞争、利润以及个人积极性的态度的必要性的认识。要实现他们的目标，很明显这一目标也是我们与其共同分享的，并在实现这一目标的过程中，尽量减少人们在社会和政治体制下经受痛苦的风险，很多事情亟待步入正轨。

## 第21章

### 资本主义的实质

格林斯潘在联邦储备委员会任职期间，资本主义制度几乎成为无可争辩的世界经济制度。从前苏联解体到在原先两个超级大国之间的缓冲地带进行经济重组，一个又一个国家纷纷加入了资本主义的乐园。

为什么近来资本主义具有如此不可抗拒的力量？这并不奇怪。格林斯潘观察到，资本主义力量的不断增强来自近期技术的进步。

---

尽管不断发展的技术一直是引导市场去满足消费者需求的因素，但近年来这种力量渗透的广泛程度却是惊人的。<sup>1</sup>

---

使用计算机的人从网上获得价格和产品的信息，而遍布各地观看电视的人，特别是在发展中国家的人民被美国富裕的物质生活所吸引。

随着障碍的消除，商品与信息的流通受到的阻力越来越小，资本赢得了新的崇拜者。在格林斯潘来说，这项成功的记录最应归功于人性的作用。

---

人们对鼓励与奖赏做出反应的方式持续了一代又一代，这表明在人类天性中深深埋藏着一种固定性。例如，市场行

为在一段时间之内具有显著的一致性，我们可以从中看出这一点。虽然如此，历史上仍存在过一些企图违背或改变人性的经济和社会制度，但最终均告失败。

美联储主席说，前苏联的解体很好地说明了为什么自由资本主义制度行之有效。前苏联不能引起人们做出反应，而资本主义则符合人们“工作、储蓄、投资和革新”的普遍动机。因此，只有自由市场体制才具备包容人性的弹性和力度。

但格林斯潘承认，资本主义制度也存在自身的缺陷：

仍然有相当一部分人士认为，资本主义制度对其物质的注重会使人的精神品质堕落，不论采取何种形式都是如此。此外，即使一些追求物质利益的人也认为，竞争的市场只不过是大量的宣传和广告操纵着，驱使人们追求表面的短暂的价值。有些政府甚至断然认定外国媒体会腐蚀他们的文化，因而不顾及人民对其明显的偏爱，企图隔绝他们同外国媒体的接触。最终，贸易保护主义仍潜存在美国和其他国家，这将成为全球化的强大阻力，动摇当今高技术的世界经济。

格林斯潘坚信开放市场上选择的效能和消费者偏好的特点，

这种起码的信仰使他很难被这些论据所说服。然而新出现的正向全球蔓延的资本主义制度正处于危险境地，这使他感到忧虑。

首先，工人阶级将要面临新一轮尖锐的挑战。在现代信息网络和全球性经济产生之前的年代里，不熟练的工人也有充分的就业机会：

在计算机技术使很多简单机械作业自动化之前，不熟练的工人也能生产有效的附加值。相对于熟练工人来说，他们也能得到一份可观的工资。但现在用于培训技术和进行教育的工资津贴大幅上涨。

很多国家越来越从全球竞争中摆脱出来，这使政府普遍有了更大空间提供社会利益：

在这样没有更多苛求的世界里，政府有能力建设社会保障体系，制定收入再分配的政策。即使这些举措被认为是为劳动力市场和产品市场增加了相当的成本，从而减少了它们的弹性，但它们也不会被判定为影响经济发展的有效障碍。在很大程度上不受制于国际贸易的经济中，竞争对效率低下者的惩罚力度并没有现在这样严重。

相比之下，今天“新型高技术的竞争体系给缺乏效率留有极少余地”。（这只是较温和的谴责，但继英国社会达尔文主义的支持者之后，格林斯潘也毫不迟疑地对当今质量极高的市场进行了强烈批判，认为它“严厉”、“令人恐惧”、“无情”、“带有斯宾塞学派信奉者的味道。”）甚至连在市场上非常随机的对每人都很公平的运气在决定成败问题中的作用都越来越微弱。难怪，格林斯潘解释说，社会大部分都像是怀着深切的眷恋，追溯贸易壁垒更加森严的战前时期，那时调节速度放慢使政府供应成比例增加。

但是，格林斯潘并非企图唤醒那个已逝去的时代。从一开始，他就怀疑回到老式的经济结构是否具有可能性：

国际竞争的压力使对具备广泛保障体系的经济的选项余地变小了：要么选择负担较轻的经济，接受生活水平的下降；要么选择我们现有的高科技环境，放松社会保障体系，默认更大的收入集中度。

格林斯潘主张选择第二条道路——高竞争、高收益，而且他观察到大多数国家也倾向于投入到竞争中去，即使竞争是残酷无情的，他们也想成为参与世界市场竞争的生产者。实际上，这位美联储的主席看得出，那些只部分实行高科技的

资本主义制度的国家危机四伏。亚洲国家是最近遭遇经济危机的，他已得出的结论是，尽管这些国家绝大部分依赖市场，但仍然以信贷分配的形式，使用中央计划的成分。这些计划的成分，依我之见，最终会变成惟一的致命弱点：

一些东亚国家起步时技术基础薄弱，商业部门有足够的适应性，可以从纯市场经济中借鉴更先进的技术。这些国家在实行部分计划方式的最初一段时间似乎非常成功。但当它们的经济成熟时，这就会限制它们进一步吸引先进技术。

但根据格林斯潘所说，这不意味着政府在国家间的竞争中就没有重要作用。财产权自亚当·斯密以来就成为资本主义的基石，就必须由政府保护：

确实，推断财产所有权及其转让合法性的依据应植根于社会深层文化之中，而这个社会中的自由市场经济必须有效发挥作用。

一种市场——黑市——在前苏联解体前非常猖獗。但因政

府未给予其合法地位，这种地下资本主义经济正由于处于地下状态而没能产生更广泛的经济和社会效益：

黑市没有产生任何为法律认可的贸易利益。知道国家将保护人们的财产权，将使人们乐于承担创造财富、促进发展的风险。很少有人会拿他们的资金来冒险。

资本主义制度远不只是私人财产以及商品和劳务的自由交换。为使这些交换顺利、有效、公平地进行，社会需要建立一整套格林斯潘所说的市场机构基础设施，包括法律、惯例、行为以及各种专业知识：会计学、审计学、银行学、市场营销学：

市场营销学力图明确顾客与商家随机做出的众多选择，以及其中哪些选择最终影响了引导市场经济中的生产与销售的价格信号系统。<sup>2</sup>

格林斯潘认为，这套复杂的市场机构基础设施对繁荣资本主义制度是必不可少的。在先前的指令性经济向资本主义奋

进的过程中，他们会面临巨大的挑战，但这有益于让他们认识到资本主义的本质，也有益于让他们认识到实行资本主义制度以前的制度的失误之处。

资本主义制度与民主是互为补充的。格林斯潘说：“企图吞噬民主和财产权的势力永久存在。”这可以解释为什么两者的兴盛总是同步的：

---

经济的必然性正在起作用，市场经济及与之关联的政治权益被广泛地认可，这给人印象深刻。

---

格林斯潘相信，有一条不容置疑的原因会使资本主义赢得全球经济竞争的胜利：它所创造的财富远远超过部分计划性经济或指令性经济：

---

像前苏联那种集中的计划经济，很难创造财富和提高生活水平。

---

即使是最坚定的资本主义制度维护者——格林斯潘也是其中之一——也承认开放的市场会呈现出混乱和不均衡，并不断

要求经济的良好运行，这些是它本身固有的特性。作为一种制度，资本主义的经济竞争取得胜利的部分原因是它的一些参与者注定会遭受损失。随着资本主义时代的发展，技术不娴熟和没有受过专业技术训练的人将难以谋生。穷人和工人阶级将看到社会福利计划受到破坏。但社会整体会变得更强、更富有、更自由。这为我们带来充满希望的未来：

---

在一个国家的价值体系中，只要物质幸福占据了高度优先位置，可持续发展的技术就会促进这一过程。如果我们能继续运用这种蓬勃发展的高技术经济，下个世纪的前景会更加美好。

---

# 第七部分



## 关键性投资

---

The Greenspan Effect: Words  
That Move the World's Markets

随着艾伦·格林斯潘的名声远扬，他成为越来越受人们欢迎的公众演说家。现在他的演说对象不仅有参议院和众议院的议员，还有国内外的教育家、官员、独立银行家、学生、智囊团和专业组织等。毫无疑问，他会根据不同听众的需要剪裁他的演说。但当提到可被称为“关键性投资”的话题时，这位美联储主席的话语是颇为一致的。

在关键性投资中教育是最重要的。在某些方面，美国的教育制度因灵活、开放、鼓励创新和冒险精神而令世界羡慕。但随着时代变迁的脚步逐渐加快，工人们因担心被时代抛弃而满怀焦虑，因此对教育者提出了新的要求。即使这个相对成功的制度也可能会承担风险。格林斯潘风趣地说，什么人才会构成对哲学、文学、音乐、美术及语言的市场需求呢？（这是联储主席仅有的几次脱开自由市场哲学的谈话之一，也是很重要的一次谈话。）

其他关键性投资包括增加的国内储蓄（这不只是简单地改变国内账目）、以退休为导向的储蓄、用来提高生产率的公司投资（特别是技术投资），当然还有能够最大限度提高生活水平的政府行为。

但不要把此误解为提倡政府干涉主义，这完全是两回事。

格林斯潘连对我们解释社会问题的能力都深表怀疑，更不要说我们解决问题的能力了。他担心常常被歪曲的短期预测将压倒长远的见解，而后者是制定政策的基础。他还忧虑对狭隘利益的追求会损害我们限定和追求更大利益的能力。这些年来，他削减联邦财政赤字的主张所产生的影响日益扩大。他认为，这是政府代表奋斗中的农民、勉强合格的小型企业、社区银行以及其他特殊利益集团所做的最好的一件事。

再有，虽然这位联储主席在这些领域的直接影响很小，但一有机会他便会登上一流的布道坛，散布一种适度的格林斯潘效应从而支持他智力上自由、财政上保守的哲学。

## 第22章

---

### 美国的教育体制

对格林斯潘来说，高等教育是支持国家经济健康发展的基本动力。在他看来，近年来国家经济扩张的飞快速度（每年%）应归功于我们的教育体制。

我们的教育体制不断地吸引来自世界各地的精英，这并不奇怪。

尽管其他国家在发展高等教育方面给我们造成了很大的竞争压力，但出国深造的学生中仍有近 1/3 的人选择来美国学习。<sup>1</sup>

随着美国从以乡村为基础的农业国转变为以城市为基础的工业国，国家的教育方法也由陈腐的、古典式学习转变成以自然科学、经验主义研究和现代人文科学为中心。这种演变今天仍在继续。因此，论及教育事业，美国当然领先世界，不仅在商业与管理培训方面如此，在计算机技术、数学和与生活有关的科学领域也是这样。

计算机已经取代铁路成为经济发展的现实与标志，教育作为经济增长的发动机，它的重要性日益显著。

经济增长中只有一小部分是得自于如石油、煤炭和化学

原料等物质资料的数量增长，而大部分是由于采用了一些新的思想，重新安排这些物质材料，使其更好地满足人类需要。

由于这种转变，对于个人和更广泛的社会来说，高等教育带来的经济效益也日益提高：

在过去几十年中，这种效益的增长反映在受过大学教育的工作人员相对于低学历的工作人员来说所得报酬已大大提高。相应地，美国高中毕业生的大学入学率也大大提高。

在以市场为导向的格林斯潘看来，美国教育体制的适应性是应该称道的：

从最广泛的意义上来说，市场在引导我们的教育体制满足经济扩大的需求方面发挥了有效作用。一个经济学家不可能不注意到这一点。

这种一贯的灵活性与适应性即应变能力是美国教育事业巨

大的力量源泉。

总的来说，今天高等教育的基础结构仍保持着同样的特性。事实证明，这样的结构对不断变化的经济能够做出足够灵活的反应。

一方面，美国教育必须保持住使它受到世人羡慕的那些特性，包括远溯流长的批判性思维的传统以及审核同等地位奖学金的传统；对创造能力和冒险精神的鼓励以及上面提到过的高度灵活性和适应性。

另一方面，格林斯潘承认，时代变革的步伐，尤其是新型信息技术推动的变革，其速度是如此之快以致于个人或组织必须奋力追赶。美联储主席注意到，硅谷一些公司声称他们每一两年就要进行一次全面重组。

然而，我们做出调整的速度会受到实际的限制：

当人类智力水平在改造物质环境过程中无限发展时，人类的心理状态在某些较为原始的方面却停滞不前。

事实上，近几十年来，闪电般急剧发展的背后也存在着阴

影：劳动大军必须不断地尽快适应这种变化，也因此使他们产生了极度的焦虑与不安。最能清楚表现这一点的是：美国工人中对工作过时的担心日益增长。

我们应该为此做些什么呢？

首先，我们要利用教育。但不是把它作为重获一份工作而采取的迫不得已的手段，而是把它作为一种持续的战略来增进技能，不断发展，保持自身价值和适应性。

教育越来越成为终身的需要。企业正在寻求那些乐于继续学习和那些认识到要保持他们的人才资本就必须坚持不懈地工作并具有灵活性的人。

格林斯潘注意到，由于这种紧迫需要，今日我们学院和大学中四个本科生里就有一个超过30岁的人，这不应是令人吃惊的事情。他高兴地注意到市场正在为此做出反应。对终身教育不断增长的需求促使各类学校层出不穷，从研究所到小型人文学院到公司举办的大学，“所有的学校都力图建立自己的竞争优势”。

他再一次强调了市场和竞争的重要性。

竞争是实现最优产品或服务所必需的驱动力。我们不应

避开它。新的信息技术在课程设置与传授方法中如何得到最充分的应用呢？学院和大学必须做出评价。

当格林斯潘谈及与经济快速变革和市场竞争紧密联系的教育问题时，他仍然使用强调的告诫口吻。我们不能从狭隘的量化角度来看待教育。我们决不应因为强调计算机科学、经济学、数学、化学及其他“实用”的硬科学而排斥人文科学。对格林斯潘来说，这是一种务实的态度，而不是一种崇高的志向：

随着经济的发展概念的附加价值不断增长，抽象的思维能力在多种职业中将变得越来越重要。批判意识、假设能力、解释能力和沟通能力是在以观念为基础的经济中顺利完成革新的必要因素。

抽象思维能力是从哲学、文学、音乐、艺术、语言等多方面的学习中汲取的。

正确的思维方式最终需要智力的均衡。一种人文学科与科学的综合：

对我们高等教育机构的挑战是将人的智力活动的所有方

方面成功地结合在一起。在艺术爱好和技术技能方面更应予以重视。使此挑战变得特别令人气馁的是，就科学知识的传播和对其课程设置的拓宽速度而言，无论如何，人文学科是难以比得上的。今天核物理知识的深度远远超过100年前，从而使有经济效益的有效课时大大增加。但对英国文学课来说，是否存在着同样的经济机遇呢？

能否保持人文与科学的均衡是下个千年面临的重大挑战：

科学知识的基础不断扩大，我们的学校不得不努力防止技术和科学课程挤占人文学科的课程。这样做是至关重要的。

## 第23章

# 消费者储蓄、信贷 与退休金

在整个80年代和90年代中，国会多次努力实行阶段性的税收优惠措施来鼓励消费者增加储蓄。例如，80年代初开创的个人退休金账户（90年代再次实行），反映出国会已经意识到在高峰期出生的这一代人只能通过鼓励措施才会为退休后的岁月多积攒一些钱财。

这种干预措施使阿兰·格林斯潘这些经济学家们陷入了尴尬的境地。为了经济整体的健康发展，作为一名纯粹的经济学家，格林斯潘当然愿意看到更高的储蓄率，愿意看到以市场自身的力量解决这类问题。但另一方面，作为一个实际的政策制定者，他看到了大量应当予以干预的理由，特别是如果在他之前的其他人已从相反方向进行了干预：

---

简单说来，不够充足的国内储蓄将会影响我们长远的经济前景。我这样说是因为我完全意识到，对任何经济来说，最好如同在市场一样由个人的喜好决定适当的储蓄水平。虽然如此，但作为一个社会，在近几十年中我们曾通过补贴来提高消费，以牺牲储蓄为代价明显地干预了市场运行过程。我们应当更加谨慎地尽力纠正这种不平衡。<sup>1</sup>

---

格林斯潘说，储蓄创造财富，消费摧毁财富。今天我们消费得越多，我们投向股本（包括新技术）和劳动力的资金就

会越少。对这两种必备资源的投资越少，我们的整体生产能力就会越低，我们将来的生活水平就会越低：

低储蓄的危害不会马上显露出来。但是它非常“阴险”，因为它会破坏我们未来一段时期内应该增加的生产率。它会逐渐阻碍我们在国际市场上的竞争力，并且在若干年以后，使我们的实际生活水平低于我们本应享受的水平。<sup>2</sup>

当然，在某种程度上，外国投资可以替代国内投资。格林斯潘是第一个赞同在美国经济中引入外国投资会有好处的人（详见第19章）。但从长远角度考虑，格林斯潘警告说，过分依赖国外投资既不能令人满意，也不能持久。一个预期将会有大量退休人员的国家将担负不起把未来的大部分生产能力交给外国人的后果。

我们知道，在未来的二三十年中，我们将不得不供养迅速增长的退休人口。最终，在不断提高未来工人的生活水平的同时，我们满足这方面承诺的能力将决定于过渡时期我们在资本和新技术方面的投资。<sup>3</sup>

人口统计结果发人深思。在1960年，每100个为社会保

障做贡献的工人中有20个受益人，而现在每100人当中就有30个。社会保障局根据经济学和人口统计学做出居中的假定，推断到2025年每100人中将有50人享受社会保障金，而且这种情况至少延续到21世纪中期。<sup>4</sup>

格林斯潘根据历史趋势评定形势的严重性。他告诉我们，在18世纪末美国的国内储蓄与投资额平均数接近国民生产总值的20%，遥遥领先于德国、日本和英国。但到20世纪80年代末为止，美国公共和私人储蓄额约下降了13%，储蓄率只有日本的一半，德国的1/3。

个人储蓄与财富之间的关系比看上去复杂得多。格林斯潘警告说，家庭财富（至少是有形资产）的增长会导致储蓄率的下降：

就像在国民收入与生产产值账户(NIPA)中解释的一样，个人收入衡量来自当前生产的收入。注意到这一点是很重要的。个人收入不包括资本增值或资本亏损对家庭已持有资产的影响。个人储蓄也会忽略现存资产的升值。这样，个人拥有的股票或房产价值上涨不会对他所计算的收入产生直接影响。但如果他因资本盈利而增加消费，那么国民收入和生产总值账户中的储蓄额就会下降。<sup>5</sup>

换句话说，一个兴旺的股票市场会导致储蓄率的下降，同时金融资本盈利用于消费的部分则会增加。不动产价值飞涨加上贷款极易获得会产生同样的效果：

容易获得的住宅权益的增多使许多人能从现有收入中拿出更多钱来消费。特别是因为公平信贷额的增加，使用住宅作为抵押获得贷款变得更加容易起来。<sup>6</sup>

信贷当然会鼓励消费，但格林斯潘并不是对信贷提供人进行全面谴责。实际上，他说信贷业的金融革新使消费者更易获得贷款，加快了美国的经济变革，同时也刺激了资本在全球范围内的流动。

在1900年，没有合理利率的消费者分期付款信贷，没有信用卡，没有劳动者可以承受的住房抵押贷款，当然也没有住房公平信贷额度。事实上，消费者根本不能得到可靠而又负担得起的信贷形式。<sup>7</sup>

而1995年的情况则与此形成对照，“有75%的家庭有某种

形式的消费信贷，41%的家庭能够得到公平的信贷额度，约48%的家庭信用卡超支”。<sup>8</sup>贷款能帮助家庭购置房屋，应付突发事件，购买日常生活中必需的商品与服务。从这种意义上说，它为经济做出了贡献，是有益的。但是它又降低了储蓄率，使消费者过度消费，从这种意义上说，又是有害的：

---

所以，当我们为过去多年来信贷市场的大众化拍手叫好时，也应警惕过多的风险。贷方和消费者都必须这样做。<sup>9</sup>

---

信贷的可得率（尤其是在它与消费者习惯与心态的交叉点）是整个储蓄率等式中关键性的因子。从70年代到90年代中期，这个等式中的第二个关键性因子是巨大的联邦预算赤字。正如格林斯潘所解释的，它导致联邦政府消耗了本该用于生产性投资的钱。国会削减所谓“结构型赤字”的意愿与90年代经济的蓬勃发展帮助解决了这一问题（至少是暂时的）。但是为了提高全国储蓄率，公众和私人消费都必须降低。

格林斯潘说，事实上，如若任何一种刺激公众或私人储蓄的措施发挥作用的话，它就必须真正减少净消费，而不只是简单地表现为现有资源的重新组合。个人退休金账户最初的经验具有教育意义：

很显然，个人退休金账户在1982~1986年间很受欢迎，每年平均获得了350亿美元的资金。这个数目大约相当于国民收入和生产总值账户中计算的储蓄额的1/4。然而，在那时，很多分析家认为流入该账户的钱中很少（如果有的话）能代表新的储蓄。这种分析意见是毫无疑问的，因此个人退休金账户规模的缩减成为1986年税务改革的一部分。记住这一点很重要，为了提高储蓄，个人退休金账户必须减少消费。

自那时以来，又获得了很多新的数据，还开展了几项对个人退休金账户的研究。一些研究报告基本上肯定个人退休金账户所采取的“常规明智策略”。该账户主要是把储蓄从一大堆数字转移到另一大堆数字，并没有对总额产生多大影响。但另外一些报告则认为它大大地增加了总的储蓄，当人们用尽了重组现存资产的各种机会后，此效果在今后还会增长。<sup>10</sup>

格林斯潘坚持将消费者储蓄问题看成是一个极其复杂的问题，这为他带来了荣誉，即使他也因此挫败了国会的监管人员。他主张我们迫切需把美国的储蓄额恢复到与我们长期经济目标相一致的水平。他坚持说即将来临的退休大军的急速膨胀只会使这一需要变得更为突出。从两代人的公正利益出发，他还主张将过剩的社会保障信用基金积累起来。

积累过剩的信用基金也能对几代人的幸福做出贡献。根据人口统计数字，在出生高峰期之后的一代人将不得不肩负起相当沉重的包袱来满足父母退休需求。要减轻这种负担，只有让现在的工人在工作期间积攒足够的钱以便在退休以后为自己提供有效的基金保障。眼下的储蓄并不会减少将来退休者所享有的国民生产总值的那部分。但若现有的储蓄形成资本，就有助于保障将来的整体收入足以为退休者提供利益，同时又不会过份影响他们后代的生活水平。<sup>11</sup>

总之，他努力促使削减公众与私人的消费。在公众方面，途径是削减联邦预算赤字和建立社会保障信用基金，这些都是显而易见的。但对于私人方面，途径就不这样明显：

精心策划的刺激储蓄的措施是完全可以发挥重要作用的。但历史证明要设计出这些措施是一项异常困难的工作。<sup>12</sup>

既然缺乏一条明确的途径，联邦政府就需多做一些工作：

如果家庭或企业的储蓄继续偏低，联邦政府应更多地提高预算的盈余以便进行补偿。<sup>13</sup>

## 第24章

### 公司重组

公司重组是在美国商业历史上反复出现的现象。对这段历史格林斯潘是非常熟悉的。在 80 年代末，他第一次就兼并、收购、杠杆收购的好处与风险发表公开评论。

格林斯潘援引了三个相关的历史时代：

- 19 世纪末至 20 世纪初，企业家们成立了全国范围的大型托拉斯(油、糖等等)，但继而受到联邦政府的挑战。

- 20 世纪 20 年代，过热的股票市场(由于受到早期“非理性感情冲动”观点的刺激)掀起了一股公司接管和重组的浪潮。

- 20 世纪 60 年代，对巨型联合企业的崇拜使许许多多互不相干的小型企业在公司大旗的保护下联合起来，如国际电话电报公司、海湾与西部公司以及林坦克 - 沃特公司。

但正如格林斯潘观察到的，20 世纪 80 年代末席卷美国产业的重组浪潮与以往有显著区别：

80 年代的(重组)的特点并没有在先前的那段时间显露出来。在近一段时期，不仅呈现出收购和兼并的迹像，而且还呈现出杠杆收购的大幅增加，以及资产剥夺、资产出售、股票回购等项目的显著增加。<sup>1</sup>

换言之，美国公司已经为重新构筑他们的资产负债表做出

了巨大而意义深远的努力。仅在 1983 ~ 1989年间，美国公司就付清了 5 000多亿的股本，其中大部分由借贷所偿还。毫无疑问，这种趋势引起了格林斯潘的注意。这位有权威的美联储主席对重组进行了一番多方位的评述：

迹象表明，80年代的重组总体上提高了美国的经济效率。但同时，在重组的过程中出现了令人烦恼的问题，可能过度的举债给金融体系带来了一系列新问题。

难道通常与重组相联系的借贷一定会导致不适当的风险水平并相应地损害信用质量吗？或者说只有进行改组的企业以及背后支持他们的借贷机构才算有活力，才算符合转变游戏的规则？

格林斯潘再次通过历史展望未来。他的判断是混合的。近年来重组公司的债务 - 权益比率远远高于历史水平，作为可预见的过分举债产生的后果，他们债务平均评级下降。另一方面，当考虑公司的市场价值时，这些比率没有明显的提高。

格林斯潘将重组问题看做是美国联邦储备委员会实行干预政策的可能的理由。但在干预以前，他建议有必要先回答两

个问题：

- 什么引起了重组？
- 重组最终对美国经济有益还是有害？

在回答第一个问题，即重组的原因时，格林斯潘列举了一些司空见惯的外部因素：外汇汇率波动（这对出口商尤为重要），技术革新，结构型经济变动（如服务部门相对增长），利率和相对价格的变动。把所有这些都加在一起，格林斯潘说：

这些经济环境的变化预示着公司资产最佳组合所发生的也许是空前的转变，这些转变是由于相互协作的变化而发生的。它还暗示提高效率的新机会。有些转变需要抛弃或减少，而另一些转变则需要增添或加强。

美国在经营管理方面日新月异的面貌刺激了重组：

对生长在经济大萧条时期，对破产的风险极端厌恶的管理人员的逐步取代，也许可以解释现在增长的发行债券的趋势。”

资本市场的革新也导致了高水平的举债，部分举债是由于

巨额资本相对容易筹集。垃圾债券虽然已经不是新事物，但也以史无前例的规模在比过去更为宽广的公司范围内得到利用。美国税法一贯的独特性也促进了公司重组：

我们的征税系统只在投资者水平上对公司的借入资本征收公司所得税，而对股本所得却在投资者和公司两个水平上征税，长期以来这种征税系统是有利于借贷集资的。

但格林斯潘断言，是公司的不适当的资产组合给了公司侵入者和其他变动因素最重要的动力与时机，从而通过公司的重组创造经济价值。

一般而言，格林斯潘说，股票有“被动投资价值”，即日常投资者所付的价格。这个价格是资产组合非常完美的公司股票应当拥有的。但现实是不考虑完美的，如果资产被不适当的组合，公司的股票就有可能有其他价值。股权收购溢价是一种中间价。价格最高的是控制溢价（收购者为得到对公司足够的控制权以进行资产调配所付出的价钱）。这些价格的变动不是同步的，但几乎总是互有联系的：

高于被动投资价值的股权收购溢价可能低于控制溢价，

其限度是那些出股权收购价的人相信，重组以后股票价值仍然高于股权收购价。然而，一系列股权收购溢价却提供了一个合理的控制溢价走向的替代物。

公司重组对经济有益吗？在回答这个重要问题时，格林斯潘首先引证了近年来股票市场上，由于史无前例的暴涨所反映出的投资公众的热诚认可：

这些利益反映了市场参与者的期望，事实上，他们期望重组能够促使公司内部资产的更佳组合从而导致资产使用的更大效率。反过来，会使未来的生产效率乃至美国公司业务量都会得到提高。

格林斯潘个人对公司重组的观点是什么呢？最好用慎重的乐观来描述。

迄今为止，不同的证据显示的 trend 是，管理者们获得了更多的所有权，其他所有者及债权人享有更多的控制权。这一趋势总的说来提高了企业的运行效率。

是的，资本项目被削减，随之工作也失去了，但是

---

对商业部门普遍来说，就业与投资的发展都得到了加强。

---

这样的话，重组是一个需要政策反馈的问题吗？如果是的话，它会超越美国联邦储备委员会宏观经济政策的基本原则吗？或者说它是否比总预算赤字的削减和价格的稳定更应成为决策的目标呢？在这方面，虽然格林斯潘做了很多解释，但答案是否定的：

---

如果其他条件相同，借贷越多，公司就越容易受到经济下滑或利率上涨的损害。贷款人的财政稳定随之也会受到影响。

---

而后者是这位美联储主席对重组的兴趣所在。公司，尤其是那些从事相对稳定、成熟且无周期性产业的公司，当他们承受巨额债务时，只会把破产的风险增大到边际程度。某些贷款人持有多种债券，如互助基金和养老基金等等，不会因在举债率高的公司中投资产生很多风险。

然而，银行却截然相反，至少在联邦银行监管人眼中是如此：

在联邦储备委员会，我们特别关注银行对重组发放的不断增加的贷款，这些贷款的巨大失误会产生广泛的影响。

总的来说，格林斯潘建议我们应执行将鹰眼和暂不干涉相结合的政策。换言之，如果在美联储机警地监视下，银行对周期性行业中举债率高的公司给予过多贷款，它就是一种需要快速果断进行修正的政策。

考虑到这些情况，加上现阶段有关重组产生影响的例证还很有限，武断地对公司重组采取限制措施是不明智的。我们必须抵制通过税务系统或金融机构的管理将信贷用于某一特殊用途的引诱。

格林斯潘确实有意修改税法从而减少对公司收益的双重征税，因为（他相信）这一政策导致了不必要的公司高债务水平。当格林斯潘在 80 年代末第一次对公司重组问题发表意

见时，这样的修改是不可想象的，因为预计的开支（在 200 亿 ~ 250 亿美元之间）将会使本已激增的财政赤字更加膨胀。

当然，近年来，联邦预算赤字已经得到了控制，因而作为必要的经济措施，格林斯潘（或其继承者）总有一天会取消公司收益的双重征税。这一推断是合理的，但它只能在相对较好的经济时期才能实施。

## 第25章

### 收入不均衡

许多工业化国家现在都出现了收入日益不均衡的现象，因为贫富差异形成的压力迫使无数研究人员对此经济现象展开了更为深入的调研。虽然格林斯潘很欢迎对财富与收入的分配进行一次更加仔细、更有系统的调查，但他也警告我们不要对收入不平衡现象做出过于仓促的结论：

---

当我们考虑不平等的前因后果时，也应留意到在一段时间内，经济增长、生活水平的提高以及财富分配之间的关系在不同政治与社会背景中会有不同的发展。这样，对过去与未来做出笼统的总结是很困难的，在当今动态的、未确定的经济变动的环境中就尤为如此。<sup>1</sup>

---

格林斯潘注意到相关的研究工作正在几条战线上进行：

---

劳动力市场的运作，对不同技能需求来源的转变，工人对劳动力市场供给的反应以及政府努力对劳动力市场的运行进行干预的功效。

---

迄今为止，通过调研得出了一致的结论，即对高度熟练的、最新技术工种的工人的需求以惊人的速度大大地超过了供给。

结果，这些从事专业化或高级业务的工作人员发现，他们的收入水平直线上升。然而，格林斯潘提醒我们供需缺口是我们应关注的重要的指示器之一。

---

具有相同技能与经验的不同工人群体间，收入不均衡正在增加。这一结论以及各国各种不同的经验表明，如果我们要全面了解正在扩大的工资分化，就不能只着眼于偏重技能的技术变化，而应当更加深入。

---

格林斯潘建议，其他一些关键问题也值得深思，如私人 and 公共机构怎样对收入不平衡产生影响以及对国际贸易的发展是否已经发挥了关键性作用等。格林斯潘认为，我们必须着眼大局，以便推进调查的进程：

---

我们最终关注的是有关生活水平和经济福利的问题。我们也应检查财富分配的趋势，因为这比利润或收入更能准确地衡量家庭的消费能力。我们甚至需要考虑消费分配，它很可能有助于个人或家庭消除一两年暂时的经济动荡。

---

格林斯潘的观点（对这个问题或其他许多问题）是，在得出结论之前，我们必须估测和了解任何可能相关的因素，要

学会从5万英尺高度看问题，这对良好的决策是必不可少的。同时，他提醒我们，第一要准确地确定我们当前的目标以及它令人迷惑和令人灰心的细节；第二要将它时刻铭记于心。

在此情况下，格林斯潘说真正的挑战是了解和评估生活水平，而不仅仅是注意收入水平。我们会从中得到什么呢？回顾一下各种相关数据，我们会发现，即使当国家财富的不平衡在某一水平上是平稳的，细微差别也会说明一个不同的问题：

---

这种稳定掩盖了深层次的相当剧烈的变动。一个尤为突出的变动就是在有损其他富有家庭的情况下，最为富有的家庭享有的财富会明显增多。大部分变动都发生在财富占有量居前10%的家庭。

---

格林斯潘也指出最显而易见的“解决方法”（即使有不可争辩的“理由”）也可能是不正确的。比如，就收入不平衡来说，我们应当意识到财富的分配与下列因素有关：第一，国家整体经济状况；第二，可获得特殊储蓄安排：

---

例如，在以百分比计算的最富有的家庭中，其价值呈现周期性的商业资产至关重要。而在收入曲线的另一端（即收

入较少的家庭)，他们拥有的主要是住宅，其价值对商业周期的变动并不那么敏感，但这确是典型家庭中最重要资产。

类似的问题有，尽管人们普遍认为较坚挺的股票市场会对低收入的家庭有益，但认真仔细的分析表明这些家庭所拥有的那部分股票和互助基金从未出现过升值。

格林斯潘用断言的方式总结：

尽管我们为了衡量收入与分配的趋向尽了很大努力，但我相信这些衡量本身也不能为物质或经济福利的趋势做出完整的回答。在美国，我们发现对商品和服务占有要求之间的分布（即收入和财富的分布趋势）与实际消费的分布趋势（物质财富的最终决定因素），二者之间存在着明显的差异。我们最终感兴趣的是家庭是否有满足对商品和服务的需求的手段，其中包括用来产生和维持人力资本的教育与医疗服务。

接着，格林斯潘说，每当我们发现一个衡量经济状况的新因素（比如对耐用消费品占有不平衡的变动），我们都必须以最正确的方式对这一因素进行阐释，并对未来做出估计。

格林斯潘注意到，财富的产生依靠人们运用知识和资本去创造和“生产有价值的商品和服务”。在美国，我们在提供必需品方面变得很有效率，现在可以更注重那些“自由选择的商品”了：

最近，我们找到了一种途径来解释每一种商品与服务的特性，使它们对每一个人都能实现其价值的最大化。人们正在努力拓展个人为满足特殊需求的选择度，这使价格创造途径发生了转变，从对简单的物质资源和体力劳动的更直接利用转变为对观念和概念的开发。

这种转变解释了为什么对于掌握新技术和新型通信方式的工人的需求会增长。但正如格林斯潘所指出的，任何变动或变动趋势都不可独自决定未来的趋势：

技术发展的结果和它对财富创造的影响已越来越难以预测。我们发现，还不能准确地预见哪种特别的技术或技术的协同将会大大增加我们的知识，增加我们从该种知识中的获益的能力。

为应付这种变化，格林斯潘建议实行连贯性的货币政策，

“延缓这一进程”再次成为灵丹妙药：

我们必须力求建立这样一种货币条件。在此条件下，价格稳定有助于最大限度地实现可持续的长远的发展。这种有序的政策最能帮助我们鉴别时机，引导不断增长的知识、革新和资本投资用于创造财富，从而尽可能地提高生活水平。

## 第26章

### 小型企业的融资

我们生活在一个技术惊人发展的时代。新技术成为无数崛起企业的基础。格林斯潘说：“年轻的高科技企业蓬勃发展，国际互连网商务呈现出引人注目的景象，即使我们这些人当中耳目最闭塞的人也不会对此置若罔闻。”<sup>1</sup>

历经10年的经济扩展也为这些高科技企业及其他传统行业中规模较小公司的成功做出了贡献。经济繁荣、信心以及低利率共同迎接了对这些企业提供资金的挑战。投资成本下降了，风险溢价降低了。生产者与消费者都因为提高了效率而受益非浅。格林斯潘注意到，现在大部分小型企业更加关注的是寻找技术支持而并非资本。

当然这并不是说经济学的基本法则已被废除。任何事物均处于不断变化之中，一切成功都是暂时的。事实上，为近年来的经济发展提供支持的同一种技术进步也保证经济学家约瑟夫·斯姆培特在半个世纪前提出的那种“创造性破坏”将无限期持续下去。格林斯潘认为这完全是有益的：

竞争与革新促使我们的股本流动，这使商品和服务的生产总体上更为有效，也提高了我们的生活水平。新企业建立，而现有的企业破产或缩小规模；新产品新工艺替代了旧产品和旧工艺；新型职业产生而陈旧的职业消亡。经济体制的灵活性和创新性不断令我感到惊奇，它利用新型技术提高了我们的生产能力并且创造出更高的资产价值。

这就是“创造性破坏”在发挥作用：一些公司不可避免地会因为当前的行业发展趋势或者他们自己的过失而受到损害，但整个国家将因此而受益。格林斯潘说，总是那些小公司引入了席卷整个行业的技术革新方法。

小型企业进行的革新种类繁多，涉及计算机技术、软件、航天、制药以及卫星通信领域。值得注意的是，今天有很多公司巨头不久以前还只是一家小型企业，我们若忽视它们的巨大贡献将是很愚蠢的。美国的革新活力源于大小企业之间的相互作用，今后也将如此。

小企业同时需要获得股本和信贷。格林斯潘说，小企业注重信贷需求的普遍趋势，低估了股本基础的重要性：

在企业考虑举债融资之前，他们必须有股本。在变幻莫测的市场中，股本起着缓冲的作用，它是一个商业企业的信誉标志。商业活动开展得越不景气或者企业成立的时间越短，股本基础就越重要。

格林斯潘说，美国在发展公共或私人股票市场方面已成为

领导者。例如，1998年风险资本家向以美国为基地的公司投资入了140亿美元的资金，这一数字可能已赶上甚至超过了来自资本净值高的个人或者“善意投资者”的投资。但即使这些资金来源同小型企业融资的主要传统途径相比也会黯然失色。正如格林斯潘指出的那样：“小企业股份融资中有大于2/3的资金来自企业所有者、家庭和朋友。”

在信贷方面，金融世界正经历着一系列戏剧性的变化。而其中一些对小企业来说可能是不祥之兆。在全国范围内，贷款机构正被格林斯潘所称的“金融超市”所兼并：

大部分关于未来美国银行业结构的预测都要求大众减少美国银行的数量。最近的兼并已经导致了全国性银行及大型金融服务公司的建立，当然还会出现更多。

社区银行长久以来都是小公司信用融资的主要来源，我们有可能看到它的灭亡吗？如果是的话，小企业部门的生存是否会受到威胁呢？格林斯潘对这两个问题的回答分别是“是”和“不是”。银行兼并有可能会减少小型企业从参与者处获得的贷款，然而有充足的证据表明，金融市场能够弥补特定部门因结构问题而削减的借贷能力：

部分甚至全部减少的贷款会被同一地方市场中其他机构贷款的增长所弥补。经营良好的地区机构由于技术进步的好处，将抓住机遇，在存在大机构收购地方竞争者的市场中发展他们的客户基础。

实际上，银行系统的合并可以间接加强具竞争力的社区放贷机构，反过来使这个部门能为更多的小型企业提供资金。人与人的接触还是必要的，格林斯潘说，它们不是“金融超市”这一事实会对一些放贷机构产生帮助。

我并不怀疑众多规模较小的银行能够安然度过合并的浪潮，这一方面反映了他们的个体效率与竞争技巧，另一方面也反映了市场对个性化服务的偏好。

不论它们的成本优势有多大，大型自动系统永远不能完全取代人与人接触的价值，取代人们所熟悉的当地经济环境，而这些正是社区银行赖以存在的基础。

其他的体制变动对小型和新建企业也是有利的。最近的革新举措使金融服务业面目一新，取得了积极成果。技术的应用使借方与贷方有可能更多地直接联系，导致交易方式

多样化且成本降低。

我们已经看到，专业化的贷款人和新金融产品的扩大可满足某一特定市场的需求。同时，信贷等级模式和贷款证券化的发展具有一种潜力，能够为一系列在当地或地区市场上运营的企业打开通往全国信贷市场的门户。

当然，在当前的趋势下也存在着一股暗流。是否有足够多的以社区为基础的银行能继续繁荣兴旺呢？如果不能的话，它们的继任机构是否能像它们一样有效地为小企业服务？

格林斯潘也预见到小型企业在寻求资金时可能遇到的各种障碍，如：市场信息的缺乏，风险估测中的困难，小笔贷款的高昂交易费用，以及地处农村地区，与潜在市场因地理位置的距离而产生的特殊挑战。也许，格林斯潘所预想到的最令人不安的潜在障碍是贷款中的差别对待方式：

市场参与者的差别对待有些是有意识的，而更多可能是无意识的。到此地步，资金没有流向最有利可图的地方，产出的分布也是扭曲的。其结果是成本增加而实际产量减少，国家财富的积累速度降低。

格林斯潘提醒我们，如果商业部门有足够的人士意识到差别对待给经济带来的负面影响，这个问题是可以避免的。

贷方应当明白，如果他们不能抓住少数企业所提供的有利可图的机会，这不仅会有损于他们的公司，更会有损于整个贷款机构，而最终会削弱经济增长的后劲。在这一点上，我们需要做出进一步的努力，建立金融服务部门与迅速增多的少数民族及妇女所拥有的企业之间的业务关系。

信息交流对这一过程至关重要。根据格林斯潘所说，一些变革会席卷整个行业，这将有助于信息的必要流动。

由于大银行与金融公司尝试以大规模的面向市场的方式对小型企业提供借贷，造成不适当的差别对待的潜在因素也因此而消失。此外，一些新型的中介机构相继出现，如社区发展公司、小型企业贷款基金或者多家银行和为投资者贷款的合作机构，它们正开始为小型企业和少数民族企业市场这一特殊领域积累专门的技能。

格林斯潘预言，小型企业与借贷机构之间的联系不久就会

大大加强，那些在刚刚起步的业务领域中具有专业技能的人已始在帮助那些较为传统的贷款人，教授他们学会在为小型的和年轻的公司提供资金时所需要的成本管理与风险估计的新方法。知识的分享将提高专业化程度，提供更多的资金来源，有助于维持已革新的新型企业的不断成长壮大。

## 第27章

### 农业经济

在20世纪末，我们非常幸运地经历了一段经济持续增长阶段。美国大部分产业以及在这些产业中的许多公司都在蒸蒸日上。然而这种繁荣也不是没有阴暗面的。格林斯潘指出，在经济增长了8年之后，经济似乎在诸多方面都已过度伸展，这预示着经济前景会遇到相当多上下波动的风险。

农业是越来越多地受到关注的一个部门。面对日益下跌的产品价格和下降的出口速度，农民们无法分享全国上下不断增长的乐观情绪和国家不断增长的财富。根据格林斯潘所说，那些维持我们国内福利的因素，如果果真为农业部门带来过好处的话，也是微乎其微的。

---

国内经济强劲增长扩大了对农业产品的需求，但其作用是相当有限的。消费者，尤其是富裕国家的消费者，他们用于食品上的开支并不会随他们收入的增加而同步增长。在这个国家，多年以来，食品消费的实际增长速度仅仅比人口增加所带来的食品消费的增长略快一些。<sup>1</sup>

---

什么使农业发展如此缓慢并将其排斥于20世纪80年代和90年代的经济繁荣之外呢？要想准确地回答这个问题，我们首先应放眼于国外。例如，其他国家经济中出现的麻烦和混乱经常会直接影响美国的农业出口：

日本及其他几个亚洲国家（和地区）的经济疲软（包括朝鲜、台湾、印度尼西亚、马来西亚）对美国农产品的需求造成了极大的冲击，而且中国并不像美国生产者期望的那样被证明有迅速扩大的需求。在1997~1999年间，农业出口产值下降的部分总共有80%以上是由对亚洲国家出口的减少造成的。

正由格林斯潘提醒我们的那样，汇率也会影响包括农业在内的国内产业。向经济衰退的国家出口大量特定产品的国家将不得不降低产品的价格或承担滞销的风险（例如加拿大和澳大利亚，他们向发展中国家出口大量小麦）。这些出口国的货币相对于坚挺的美元来说汇率会下跌。在一些情况下，汇率下跌的货币会引起我国出口产品价格下降和出口数量的减少。

这些因素对于美国农业的健康发展有举足轻重的作用：

扩大国内需求的后劲不足，甚至在我们过去几年所经历过的鼎盛的经济环境中也是如此，这说明为什么农业如此依赖国外需求。没有人可以自信而准确地预测出处于困境中的国外经济的需求何时才能回升。但很显然，当经济环境最终好转时，我们的农业部门会获利，也许会获大利。

也就是说，国际经济前景也许不会更加恶化，因而也许就会好转。但我们的农业部门会因美国国内未来的发展而受益吗？回答是“会”也“不会”。毫无疑问，技术进步将促进农业现代化和提高效率。

农业总是易受病虫害或自然灾害的破坏，而电子元件、计算机及通信设备的联合应用开始使生产者更好地掌握农业经营。生物技术的应用在农业的某些方面占据主要地位。无数新的可能还会出现……变化的总方向已经转为对农业生产过程更为精确的控制。今后，这些变化肯定会进一步降低生产的实际成本。

其他迹象也预示着更为光明的未来。生产率逐步提高，国家提供越来越多的帮助，商业银行仍将农业贷款视为有益的安排。那些无力支付进行技术改进所需投资的农民会丧失竞争力，并最终被市场淘汰。因此，效率和规模经济至关重要。

就绝大部分而言，接连不断改进技术的浪潮能助那些有能力最大限度降低成本的农民一臂之力，从而扩大他们的经营。较低的成本使这些农民占据优势地位，可以获得更多的

土地和出钱进行投资，从而进一步削减单位产品成本。今后，农场的数量会因此而减少，但规模会更大，在很多情况下经营也更为有效，他们同非农业企业的联系也将加强，这些是企业为他们提供发展技术所必需的投入。

当这一行业在整体上获利的可能性增加时，许多个体生产者无疑会随之进行财务调整，其中一些调整可能解决他们将来会遇到的问题。有些农民承受着沉重的债务负担，遭受着不利气候条件的侵袭，或者受到高额生产成本的困扰。同那些轻装前进的农民比起来，他们更难从农业不景气状态中脱身。

在技术进步与革新的推动下，单位产出的实际成本不断降低。即使在出口需求增加的时候，其他生产者依然很难同他们竞争。

格林斯潘笼统地向我们保证，农业部门的现代化对我们的经济是有益的。然而，我们也将为此付出代价，失去美国式的生活方式：

新技术看来注定会把农业经营同我们复杂的现代经济结

为一体而且会愈加紧密。这种更加紧密的结合并不一定会对家庭农业的生活方式带来冲击，但它确实会改变独立的农民在美国人民心灵深处的形象，即使从事农业生产的劳动力比例已从一个世纪前占劳动力的35%以上降到今天的2.5%以下。

但是，格林斯潘说，无论是农业人口还是贷款机构对前途仍然感到很乐观。新技术不仅为农业带来发展，也为现在的农产品带来新的市场。我们所看到的削减生产成本和提高生产率的趋势当然是积极的，它们将使成本较低的生产者能在世界市场上继续参与竞争。

但是，通常格林斯潘以谨慎的口气来缓和他的乐观情绪：

近期对于农民和他们的贷款者来说是一个挑战。若农产品价格仍处于下跌趋势的话，情况尤其如此。技术变革对具有革新性的生产者来说是有帮助的，但它可能会加重成本较高的生产者的压力。来自供求双方的力量都在发挥作用，这主要是给生产者造成了不稳定因素。这表明，我们在发展过程中应对这方面的金融状况进行比日常更为仔细的监督。

格林斯潘注意到，由于全国的市场逐渐成为一体，美联储

不会再为不同的联储储备区制定不同的财政政策。以农业为主要产业的农村地区因而将服从于国家整体的货币政策，也就是说，这种政策把经济作为一个整体来看待。这将会限制美联储在处理个别部门方面问题的自由。但包括农业在内的特殊产业将继续受到美联储的特别关注。

有很多社区银行在大量从事农业借贷的业务。这些小型银行看起来在这一方面还具有很强的竞争优势。除了对农业给予特别关注以外，我们美联储的工作人员多年来特别注重从社区银行收集这方面的材料并对其进行解释。就在几个月前，堪萨斯城联邦储备银行新建立的研究机构——美国乡村研究中心重申了联邦储备系统的义务，其目的就是为了更好地了解国家农村地区的经济和金融环境。

因此，农业经济的美好前景有望成为现实，而且根据格林斯潘所说，它将在美联储中得到一个同情和支持它而且消息灵通的伙伴。

## 第28章

### 抵押融资

随着国际互联网和一些电信技术的出现，金融服务部门的规模扩大，变得更为成熟而且更加复杂。庞大的网络已经出现，国际贸易交易数目增多而且更容易进行。在金融服务的某一支领域各种不同的期权令人眼花缭乱，甚至不知所措。

同时，格林斯潘说，金融服务企业已经利用新技术来降低风险和减少成本，这有助于刺激它们各自的产业发展。最终那些目光远大的公司利用了新技术提供同过去相比更为个人化的服务。事实上，格林斯潘指出，许多自动化的金融交易具有密切的个人化的“一对一”特性，这在一个较为传统化机构的环境中是不可能达到的。

抵押业表现出以下所有的趋势：显著增长，创造性地使用新技术从而促进效率提高和厉行节约，逐渐依赖技术的应用提高为顾客提供的个人化的服务。

被压制的通货膨胀使抵押的利率停留在相对较低的水平。它与需求旺盛的就业市场、收入的健康增加以及财产状况一起把住房需求推进到不同寻常的水平，因而产生了新的抵押需求。1998年，尽管前一年夏天金融市场的骚动震撼了包括抵押市场在内的金融市场，这一行业仍沿着降低住房所有者融资和再融资成本和有助于风险管理的方向继续进行革新。<sup>1</sup>

格林斯潘对技术的力量和效益有着坚定的信仰。他认为美国经济近期的发展成就很多应归功于技术的原因。抵押业的技术革新降低了提供贷款的成本，继而降低了寻求抵押贷款方的成本。对抵押贷款新的认购方式、创新方式以及服务方式都已经出现，它们对提供方和消费者都是有利的。

消费者可以通过国际互联网搜寻最合适的利率，而提供方现在也可以用电子邮件向抵押房产人报价，而不需要打印和传真报价单。而且，自动化的认购软件也正在用于处理迅速增多的抵押申请。

这些软件程序加快了抵押信贷的批准速度，带来了更为良好的服务，同时有助于抵押信贷业保持评估的连贯性和利率的准确性。这些好处为风险管理提供了更加周密的处理方法。

利润报告由每周一次变为每天一次。与远期合同锁定的利率取代了套购保值证券组合的特别调节。新技术使从事抵押贷款业务的银行获得有关风险暴露的及时而准确的信息。此外，这些技术也能使抵押贷款提供者获得最大回报，通过提供抵押市场价值和抵押贷款合作特点的最新信息进行创新。

最近，信用评估体系的发展帮助抵押贷款提供者更准确地预见未来可能损失比例。这的确是一种良性循环：风险降低了，那么加工成本也随之降低，更多的人就可以得到抵押贷款。格林斯潘说，人们可以轻而易举为此找到依据。1998年，新建住房规模和已有的住房规模都达到了历史最高点：

在1998年独户型住房增加到127万套，达到20世纪70年代末以来的最高水平。而在90年代初发展还相对缓慢的多户型建筑也大大增多。同时，进口已建成的住宅正悄然兴起。1998年，它约占新建住房的1/5。1998年住房销售旺盛，有近90万套住房售出，达到历史最高水平。与此同时，已有的住房销售达475万套，也创下了最高纪录。

基本上说来，人们更加容易买得起现有住宅。由于大量移民的涌入以及人口高峰期那一代人的家庭延期组建，现在正在形成的家庭数量是空前的。

抵押贷款利率下降和家庭收入增加的积极影响大大弥补了住宅价格升高带来的负面影响，而且还使全国房地产经纪人协会1998年统计的现有住宅承受能力指数上涨至25年来

的最高值。承受能力的提高是住宅拥有率增至有史以来最高水平的关键因素。现在有 2/3 的美国家庭拥有自己的住宅，这一比率比几年前有很大的提高。”

住房市场的异常活跃直接使银行抵押业务出现同样状况。1998年，借贷人为购买房屋需要的新的抵押贷款和为已有抵押的再融资投入了估计为 1.5 万亿美元的资金，在 1997 年基础上增加了 75%。这一对抵押贷款的巨大需求是由固定利率抵押贷款的吸引人的利率所引发的。抵押贷款利率在 1998 年秋初时达到了 30 年以来的最低水平”。

由于受到这些惊人增长的影响，格林斯潘指出，抵押贷款业可能更容易成为自己成功的受害者。整体服务质量也许已经下降，或者抵押贷款业由于受到引诱（甚至逼迫）而求助于统一标准的解决方法来应付它庞大的客户队伍。幸运的是，如我们所知，技术进步已经提高了从事抵押贷款业务的银行为更大数量的客户服务的能力。格林斯潘认为，也许抵押贷款业最大的成就就是它不断增长的提供个别化方案的能力。而这种能力只有在将来才能增长，到那时新技术会对抵押融资的挑战产生影响：

向前看，越来越多地使用自动化的抵押认购和信用评估将促进抵押贷款采用以风险调节定价的未来低成本。明天的

银行抵押贷款业将在各种抵押贷款市场中实行全面定位服务，使抵押贷款适合个别借款者的需求。

同许多题目一样，尽管事实上不断变化的人口统计数字表明，在未来较长一段时期内修建和销售新住宅会减少，但格林斯潘对银行抵押业的未来采取了适度的乐观态度。他为自己这种慎重的乐观情绪列举了几条原因：第一，他指出二次购房市场从未坚挺过；第二，只要经济持续良好运行，家庭收入与信心不断增长，现在住房的销售就会继续扩大；第三，全国很多地方房产价值大幅上涨，这将使那些想从自己住宅开发中获得利益者接连不断地迅速再次融资购买房产。这些趋势会共同加快抵押贷款业的发展，为可以预见到的将来提供坚实的基础。

最近几年，拥有者住宅的年周转率趋于上涨。现在住宅的周转和现有抵押贷款的再融资都会增加未付的抵押贷款债务。即使已经付清一笔抵押贷款，同时新的一笔又会产生。当房产价格上涨时，正在销售中的住宅新的抵押贷款通常比已付清的还要多，尤其比用一段时间分期偿还的抵押贷款还要多。类似的问题是许多对现有住宅进行再融资的人利用这

一时机取出一些积累的股票。比如，一个中年人正盘算着他（或她）的房产还没有实现大笔赢利，虽然他 10年内并不打算卖掉它，但他因考虑到可能实现的那种利润仍会增加现在的消费。或者，一个在退休时会卖掉房产人，和抽出相当数量股票的人将大部分现金投入金融资产，而不会马上把它们吃光花净。他会打算慢慢享用这笔资产以安度晚年。

抵押贷款业之所以能产生这些变化，部分原因是它以创造性的方式将其基础多样化，再不会完全依赖储蓄贷款协会的扶持与资助，而是利用以抵押为基础的证券。这也促进了与抵押相关的服务业务的出现，使以抵押为基础的证券在 90年代末达到令人惊讶的数字——2.4万亿美元。

格林斯潘认为，正是这种灵活性使抵押贷款业安然度过了 20世纪80年代影响广泛的危机。

在经济大萧条以来最严重的金融崩溃期间（即自 80年代后期储蓄贷款协会危机），抵押融资渠道中机构的多样化，在保持抵押信贷不间断的流动中发挥了重要作用。在此期间，抵押信贷市场的回弹突出了拥有一整套为经济，如住房这样关键部门服务的各不相同的金融机构和金融市场的价值。

总而言之，格林斯潘总结到，抵押银行业对经济的整体发展和无数家庭与个人生活质量的提高都做出了相当大的贡献。从现在的发展趋势看（格林斯潘相信它是明天最好的预测指标），未来这些贡献一定会继续下去。

## 第29章

### 联邦预算赤字

当19世纪80年代初期里根经济学出现时，阿兰·格林斯潘从经济政策的外围对其进行了观察。格林斯潘除了国家社会保障改革委员会主席这一主要身份外，在1977~1987年期间，他还亲自经营在曼哈顿的经济咨询公司（汤斯安德-格林斯潘公司）。

里根经济学中的很多观点都得到了这位趋于保守的经济学家的欢迎，特别是决策部门对减免税款，解除管制及其他促进商业投资刺激方面的注意。格林斯潘对联邦政府不断扩大的预算赤字日渐警觉，这同许多美国人的想法类似，但是他考虑得更加深刻。美国在1979年的预算赤字刚刚超过400亿美元（占国民生产总值的1.6%），而从1982年以后每年的预算赤字都达到12位数，也就是每年超过1000亿美元，通常超出国民生产总值的5%。

美元币值最糟的一年是1986年（格林斯潘成为美联储主席的前一年），国家预算赤字超过2200亿美元，使美国全部负债额达到21000亿美元。<sup>1</sup>

国家积累的巨额债务成为里根经济遗留的最明显的特征。权威人士就这些债务问题对国家经济健康的重要性进行了讨论。一些人认为只要能够控制通货膨胀，大量赤字就不会成为重要问题，这种观点是在80年代初期里根当政期间的经济大萧条之后出现的。另一些人指出，有些工业国家，如意大利等有比美国更高的年度赤字和渐增的相对于国民生产总值

的债务，但它们的经济相对健康。

但作为美联储主席的格林斯潘绝不会有这样的想法。在他成为主席的那一年后，他在纽约经济俱乐部讲话时正面批驳了少数派的观点，即认为“赤字不会有多大关系，无论如何，没有必要对其进行紧急控制”。<sup>2</sup>

在格林斯潘看来，高额赤字对经济具有“不稳定性”、“腐蚀性”、“严峻性”，甚至“危险性”。他后来解释到，他在这个问题上的核心观点是：

赤字是经济中的一个恶性肿瘤。如果让它溃烂下去，就会腐蚀我们的经济力量，并有可能使我们的实际生活水平极度恶化。<sup>3</sup>

赤字产生的影响也许对每一个观察家来说并不都是显而易见的，但它们是存在的、是严重的。解决这些赤字所花的时间越长，它们就会变得越糟。<sup>4</sup>

为什么有如此众多的专家坚持低估这个问题的严重性呢？因为特定的环境使人们看不到不断扩大的赤字的危险后果，例如，从国外引进的储蓄和一生中一次计算机软件及硬件异乎寻常的进步（这是格林斯潘在90年代中期观察到的）。<sup>5</sup>即使是在高赤字时期成功地压制了通货膨胀（这也许是格林斯潘任

美联储主席时最重要的传奇性成就)，也没有充分证据断定赤字怪物已经失去了它的威力。

若考虑到在预算赤字大幅增长的环境下近年来的通货膨胀有下降趋势，从而断定对赤字不利影响的担心是不必要的，这种看法是值得怀疑的。赤字具有腐蚀作用，而且它已经开始吞噬我们经济实力的基础。美国在过去的 10 年中与国内生产总值相关的投资净值水平比其他七国集团的成员都要低。<sup>6</sup>

格林斯潘从美国经济中看到我们的政治体制对于结构型赤字具有明显的偏好。谈到这一政治问题，“在控制大额结构型赤字方面，没有任何东西可以替代政治意愿”。<sup>7</sup>毫无疑问，对格林斯潘来说，结构型赤字是由于结构方面的原因造成的：

结构型赤字和过多的担保信贷的偿还是一个社会消费过度、储蓄不足、投资不足的症状。<sup>8</sup>

人口统计的趋势，特别是美国的老龄化，起了重要作用。

依照现有的法律，赤字在 90 年代末会开始再度攀升。而且人口统计的趋势表明政府开支在下个世纪开始时将会不可抗拒地增长。如果这会发生的话，它会明显地削减我们的经济活力。我们等待得越久，补救的形势就越严峻。我们要特别避免使我们的项目背离预算。<sup>9</sup>

而老龄化人口将更为明显地推动消费。如果这种消费压力起作用的话，其结果是可以预见得到的。

如果我们继续通过借钱支付这种消费，结果实际利率会因此而升高，而这将降低生活水平。<sup>10</sup>

对提高美国生活水平的严重威胁就像一个国家准备的战斗号令。但格林斯潘和其他许多经济政策制定者在 80 年代国家债务直线上升时很快就意识到，解释威胁的本质是一个大的功绩。大额赤字是一个与公共关系相连系的问题：大多数人清楚它们是有害的，但没有人能够解释为什么有害。

对于格林斯潘来说，大量赤字带来的危险后果就是产生通货膨胀的压力。这是因为政府支出不同于私人部门的开支（如住宅投资、库存需求、工厂现代化等等），它对利率升高

反应很迟缓。<sup>11</sup>

赤字开支与管理措施的共同点是它们都直接或间接地优先占用资源，都对利率变化反应迟钝。例如：联邦政府在为所有的预算提供资金时，从不考虑为筹措资金而需要支付的利息。<sup>12</sup>

当联邦政府为预算赤字提供资金时，它会增加紧缺的储蓄需求，从而促使利率上升。<sup>13</sup>

继而，这会使人们的投资决定随时间的推移而减少，人们不再愿意为将来承担义务，而承担这种义务对现代的、技术先进的经济至关重要。<sup>14</sup>

结果，私人投资的资本逐渐衰退，最终被挤出市场。

赤字是有害的，这是因为它们从私人那里抽走资源，放慢国家股本总额的增长速度。这反过来将意味着每个工人拥有的资本比赤字较小时减少了。而且从长远看，劳动生产率的增长会减慢，从而生活水平的增长也随之减慢。<sup>15</sup>

这些因素也会在国际舞台上发挥作用。正如 80年代所显示

的那样，美国一次又一次地从国外寻求资金来源以帮助缓解它不断上涨的债务。而格林斯潘提醒我们过份依赖国外资金风险很大。<sup>16</sup>

同时，高额的国家预算赤字又刺激了美国贸易平衡中另一种不健康赤字的产生。

---

事情也许就是这样，80年代快速上升的预算赤字抬高了美元对主要竞争货币绝对或相对的实际利率。这与其他因素共同使美元汇值升高，从而引起了贸易逆差。<sup>17</sup>

---

格林斯潘对他认为的好药和坏药下了这样的定义。这位美联储主席摆脱了许多保守的经济学家观点。他认为作为预算赤字的补救措施，经济增长是必要的，但却不是充分的。

---

生产率有可能会沿着长期快速的方向发展（这是他在1993年注意到的，但他又补充说），但生产率本身不足以改变预算项目中长期存在的根本性不平衡。<sup>18</sup>

---

第二年他以更加尖锐的口气说道：

问题已严重到我们难以应付的程度了。<sup>19</sup>

增加税收也不是好的处方。它们对经济发展起到抑制作用，尤其当税率提高到足以削减赤字之时更是如此。

若对资本征收过多的税或采取其他压制措施，就会使人失去冒险的信心，就不会出现更多的投资，储蓄水平也将因实际收入增长的停滞而降低。<sup>20</sup>

格林斯潘相信，除了“所谓的罪恶征税”和环境税之外，征税应支持基本的开支。<sup>21</sup>

格林斯潘认为通货膨胀一无是处，他很轻视那种把通货膨胀作为缓解高额债务的灵丹妙药的想法：

那些认为通货膨胀能使我们摆脱预算赤字的想法是很肤浅的。<sup>22</sup>

简单说来，复苏的通货膨胀会逐渐使我们的经济体制衰弱，

而且它不会对医治国家的经济病症起作用。<sup>23</sup>

相反地，格林斯潘说，最好的解决途径在于控制开支：<sup>24</sup>

如果我们把控制赤字作为目标，除了降低支出的增长速度，别无选择。这不仅表明我们应削减现在增长的开支，也表明我们应控制未来开支的增长。<sup>25</sup>

由于了解早先列举过的“政治意志问题”，格林斯潘建议以下具体的结构变动：

如同“夕阳立法”一样，它们会为开支项目强行加上明确的最终期限。那些仍然有益的将到期的项目将毫不费力再度得到批准，而那些不令人信服的项目将不会得到必要的赞同。

我们对现在的服务概念需要重新评价。现有的服务观念假定：国会、司法部门、官僚机构都不会采取进一步的行动来改变现有的开支项目，因为这样的行为非但不能减少支出，反而会增加支出。最后，我显然不赞同平衡预算的修正案，因为这也可能是不可能得以强制实施的。我宁愿支持修正法案，或者甚至一个规定所有的税收和支出的主

动性都需要经过议会两院绝大多数的赞同（例如 60%）的立法条款。<sup>26</sup>

而也许可笑的是，这位国家货币政策的舵手却认为大量预算赤字和上涨的债务主要属于财政问题，因此需要财政手段予以解决。

如果联邦储备委员会通过扩张货币政策来调节对资金的过度需求，在短期内利率是可以降低的。但这会使通货膨胀加剧，经济会更不稳定。最终，如果它对私营部门和国营部门间的实际资源的分配起作用的话，也是微乎其微的。<sup>27</sup>

在他担任主席的整个期间内，格林斯潘对这些问题的态度是一致的。例如 1994 年中期，他曾在华盛顿为一个代表两党的委员会就预算赤字发表讲话，而内容与他在 6 年以前在纽约经济俱乐部的讲话如出一辙。<sup>28</sup>值得注意的是，这个早期的讲话暗含着乐观主义情绪。

尽管美国当前的储蓄额在国民产值中所占比率不如其他

工业化国家高，但这并不表明这种状况是普遍的和长期的。它不是那种植根于我们文化中不可改变的东西。<sup>29</sup>

但当1994年经济环境健康发展时，格林斯潘则在讲话中用谨慎的语气说：“随着我们迈入下一个世纪，预算赤字可能会再次增长。”<sup>30</sup>

这两种情况下的不同观点都可能代表格林斯潘的思想。

## 第八部分



### 格林斯潘展望21世纪

---

The Greenspan Effect: Words  
That Move the World's Markets

依据法律规定，艾伦·格林斯潘每年至少要向国会做两次工作报告。每当他做此项报告时，他就似乎成为一名经济预测家。接下来，经济领域会有什么事情发生？更为重要的是格林斯潘本人对此有何对策。

虽然格林斯潘看起来很乐于在媒体露面，然而就人的本性而言，众目睽睽之下他同样也会感到如坐针毡。“古代的预言家或许能够看透未来。但不幸的是他们认为在今天的中央银行行长中能够预测未来的却寥寥无几。”格林斯潘曾不满地这样说道。未来是不可知的，然而公众却期盼格林斯潘以及同僚能够满怀信心地对18个月之后的事情做出判断和反应。

格林斯潘把过去看做一出戏的序幕，从而将这种不安情绪减至最小程度。他说：“未来可以看做是过去的延续。”人的本性没有改变，经济法规也不会废除。

正是基于以上种种信仰，格林斯潘才对那些声称我们已经进入一个不受历史制约，也不受人性脆弱影响的“新经济”时代的人加以嘲笑。那么什么叫做财富呢？格林斯潘故作不知地问道。事实上，如果我们认为某种东西是财富，那么这种东西便是财富。珍珠、海贝、土地、黄金、钻石等等，这些都是人们眼中的宝贵之物，而它们之所以宝贵是因为人类

赋予了它们一定的价值。

在“运行良好”的机构，人们的思考和行动都基于上述的那种现实主义；而格林斯潘所领导的美联储之所以能够不断发展壮大正是由于它在与市场力量交互作用时，对人的本性有一个比较现实的评估。对人性的这种现实的评估提供了一张安全网（这是好的）而没将潜伏在安全网之后的道德败坏与补贴扩大化（这是坏的）。

格林斯潘认为银行业归根到底是个信心问题，这一点是永远不变的，现在如此，将来也是如此，随着全球范围内联络的不断增加，人们对银行机构工作人员的才干和能力的信任程度也将变得更加举足轻重。市场本身的力量将会超过国家对市场的推动力，而且这种力量还会打破各种金融服务业之间原有的人为的障碍。这其中众多的变化都需要由技术来推动；而技术在格林斯潘眼中是个双面神，好的技术能够提高效率，而差的技术则会把不良经济现象蔓延开来。

格林斯潘效应其实就是解释过去的经济史并以过去为基础预测经济未来的走向，尽管这种预测有时可能使格氏本人及他的听众都感到焦虑和不安。

## 第30章

---

### “新”经济

在世纪之交与千年之交之际，美国经济处处显得过热，股市不断达到新高，并且一次又一次创出最高纪录。同时，通货膨胀率和失业率都保持较低水平，这一切都与预测经济将走入低谷的人的预言形成鲜明对照。

格林斯潘说过有希望是件好事。他希望推动经济进入良性循环状态，并保持经济繁荣。但对于那些认为我们已经创造了一种不受经济周期、人的本性和经济发展史所影响和制约的“新”经济的人来说，格林斯潘有一言相告：

---

过去50年来我每天观察美国经济所积累的经验告诉我，未来经济的发展在很大程度上可以看做是过去经济发展的延续。人的本性.....似乎并没有随着几代人的更替而发生变化，而是仍将过去与未来紧紧相连。<sup>1</sup>

---

格林斯潘认为，所有经济繁荣都会结束。人的本性中没有什么“新”的东西，现有经济分析的基本原理与原来经济周期高峰时的原理也完全相同。

---

人类行为总是扎根于以前行为所造成的结果。当未来看似阴云密布时，人们总是避免采取行动并尽量从以前的承

诺中抽身出来。可以肯定的是，人们对于冒风险的反感程度因人而异。但从价格在今天和一个世纪以前的市场中所起的作用这一角度来说，人们对于冒风险的反感程度却没有显著的不同。我们对资产的评估方式和那些影响经济价值方式的变化似乎与指导我们的前辈的经济规则毫无二致。

格林斯潘也承认，最近我国经济出现前所未有的高涨也是不同寻常的。从这个角度上说，当前的经济可以被冠之以“新”。但令大多数观察家感到惊讶的是，虽然经济发展势头良好，但通货膨胀也在很大程度上得到控制。此外，在20世纪80年代期间，我国已经大幅度地改变了“组织生产、对外贸易和向消费者提供商品”的形式：

过去，经济扩张达到7年以上时就会发生不平衡现象，如今这种不平衡基本上已经消失。

格林斯潘认为，重要的是我们要把我国不断上升的经济放到更为广阔的经济环境中来看待。我们应该知道外国经济是如何影响我国经济的，尤其是在通胀率上：

当世界各国都受到不断加剧的经济危机的严重冲击时，美国却如沙漠上的绿洲，依旧保持了经济快速发展的势头，这一点真令人难以置信。面临着势头强劲的国内消费热潮，国际贸易的发展对降低国内物价和扩大内需都发挥了重要作用。随着国外混乱的增多，对国内金融市场形成了一定的不良反馈，对国内经济的遏制就可能要加剧。

放眼更加广阔的经济环境意味着我们必须考虑到我国经济连续长时间增长之后可能会出现下跌现象。正如格林斯潘指出的：“劳动力市场出现不寻常的困难（劳力不足的局面是前所未有的），我们应该继续小心谨慎以防劳动力市场的压力会波及到成本与价格领域。”

格林斯潘承认：那些支持“新经济”理论的人们已做好准备要与他基于历史上经济发展的观点一争高下。例如：他们可以说全球化与新技术二者共同促进了生产力的提高，而且也增强了世界范围内各企业对需求做出反映的能力。反过来，生产力的提高和企业能力的增强又导致定价能力在全球的公平分布。他们还说，这种最基本的全球化与新技术的重组本身独立于商业运作之外，这是新经济现象的一个永久特点。

格林斯潘很快对此说法做出回应。虽然他承认这种说法有一定的优点（实际上，他本人在某些时候也会这样说），但他

本人仍坚持从历史发展的角度来看待经济的发展。根据他这种观点，目前的这种“新经济”在本质上毫无新意可言。当今世界技术的革新是令人叹为观止的，但这种革新只是经济学家约瑟夫·斯库姆彼得（Joseph Schumpeter）几十年前所描绘的“创造性毁灭”的最新一轮：

资金设备、生产过程、金融和劳动力市场的基础建设，以及组成市场经济的私营企业的全部资产都在不断地更新，这些更新几乎毫无例外地带来了更高效的社会制度。

综上所述也是资本主义制度的使命：即摧毁旧的模式，取而代之以更好的模式，并且准备永远重复这一过程。

供求两方面的因素在激烈的市场竞争中相互作用。几百年来，正是通过供求之间的相互影响，我们的生活水平才得以推进和提高。实际上，自从工业革命以来，这一过程已在断断续续地描绘着我国以及其他一些国家市场经济的特点。

从供求方面来说，没有哪种经济可称得上真正意义的“新”，

格林斯潘不是那种遇见争论就逃避的人，他很乐意与人进一步争论。他很有技巧地问，如果我们撇开历史不谈，完全孤立地来看待当前的经济状态，那么其自身的价值又会发生什么变化呢？格林斯潘坚持认为其价值仍在于它有历史延续性，人的心理状况仍将是经济方程式的核心，正是它的存在保证了现在（与将来）经济与过去经济的极大相似性。

这是真的吗？格林斯潘根据技术的发展进步再一次回答了自己提出的问题。根据大众的观点，技术的发展进步是促进我国经济健康发展的关键因素，而且技术本身似乎对人的本性的影响具有“免疫力”。确实如此吗？最新的技术突破已经改变了我国经济生产的过程，而且有一部分是通过改变我们对国内生产总值的认识而实现的：

例如：目前的收音机通过用晶体管代替真空管使其体积大幅度地缩小，纤细的光缆已取代了又粗又重的铜导线。新型建筑技术、工程技术和材料技术也使我们能够以更少的原料建造和50年前甚至100年前同样大小的房屋。最近我们也可以看到，随着移动电话技术的进步，移动电话的体积也明显减小。

换句话说，随着技术的进步，“体积小”的产品越来越受

到人们的青睐，即所谓的越小越好。这句话或许是对的，因为我们都很清楚生产体积小的产品所耗费的日渐稀少的资源量更少，而生产更经济；或许是因为我们看到：虽然体积变小，但功能却相对增多，而且通常价钱便宜，因此我们就很容易将体积等同于“质量”。也或许仅仅是由于体积小的东西易于保存和携带，人们才觉得越小越好。格林斯潘说在任何情况下生产小体积产品的趋势都与人的价值观念系统密切相关：

自由市场经济的产量和创造财富的观念反映了人们的价值取向，这不仅适用于过去的经济发展，也适用于将来。实际上，财富这个词的概念只反映人们的价值取向。小麦、机器和软件程序本身并不含有内在的价值，只有当它们满足了人们目前的需求或者当它们能满足人类未来的某些需求时，它们才被赋予价值。

革新不单是因为其新才成功，它的成功是由于它利用了消费者的价值取向。由此，格林斯潘断言：我国经济在本质上是由人的观念和人的本性驱动的，这与历史的发展和什么是“新的”无关。

格林斯潘还从另外一个角度来证明说：只有当人们赋予资产一定的价值时，它才具有价值。这一点对于钢铁厂和股票

证券来说同样适用：

例如：一家具有不变生产钢板能力的钢铁厂，其价值会根据市场利率水平、整体通货膨胀率和其他一些与钢板生产技术无关的因素而发生变化。重要的是投资者如何看待钢板即将投入的市场。当投资者对未来的市场行情看好时，对其将来价值的贴现值就高，股票价格也高，这些都是公司生产资产的应有回报。

为什么那些提供了稳定的和可预见的经济的国家(例如美国)最终得到了投资者的回报！人的本性又一次成为答案的核心：

除非市场参与者们确信他们的未来义务与未来合同得到法律的保护，他们才会承诺这样的义务。目前生产领域的种种措施集中解决的是近期内生活急需品的生产问题；而建设基础设施以备将来之用的方案则会被搁置。

当人民对国家及国民经济怀有信心时，他们就相信未来的经济必定有很强的生产能力。格林斯潘说：仅仅是由于人民有了这种信心，并且依此行事，他们才能促成这种未来变成

现实。

然而信心也可能导致不健康的极端现象发生，部分原因是由于人的本性所致。部分原因是由于很难对一种资产做出“真实”的价值评估。这里，格林斯潘又提到了“泡沫经济”，但他小心谨慎地避免提及“不合理增长”这个词，因为毕竟距他发表的那篇臭名昭著的声明还不到两年时间：

人们对未来经济的乐观程度的不同是由于人们对未来经济状况做出判断和对未来做出承诺的难易程度不同。有时，难以做出判断便会致人们对未来经济状况做出不很规范的评估，从而导致价格的不稳定。另外一些时候，我们称之为市场泡沫的东西——也就是资产价值的上涨高于人们的期望值，从而导致许多人以比资产真正价值更高的价格购买资产。

例如，在整个90年代，经济不断扩张，“市场泡沫”的威胁真实存在，此时人的洞察力起到了绝对关键的作用：

亚洲恶性经济周期的经验强调了一种关键的人的品质在市场经济中所起的关键作用。这种品质便是人对市场运行机制的信心与信任。不言而喻，我们目前都处于劳动分工的一

个环节，我们相信他人会生产而且愿意和我们交换我们自己不生产的商品。

据格林斯潘认为：亚洲市场价格已陷入急剧滑落的困境，原因是国际贷款人开始怀疑亚洲“虎”是否还能保持经济快速增长的势头。这种怀疑已成为应验的预言，从而坚定了贷款人减少再生产投资的信念：

市场不稳定因素初显苗头便会导致对将来收入贴现值的突升，同时导致房地产与证券价格下降。将来义务的解除会导致更大规模的混乱和不稳定因素，还会导致风险金上升、贴现因素增多和产量急剧下降。

正如信心和乐观的态度有助于市场的建设，恐惧和被动也能摧毁市场。按照格林斯潘的观点，我国恰好处于经济良性循环时期，人的洞察力在这中间起到了推动经济增长与繁荣的作用：

联系过去五年的经济稳定有利于形成人们对未来经济稳定发展的信心。这种信心反过来又大幅度地提高了我国现有

生产基础设施在股市中的价值，它们从 1995年初到 1998年  
第2季度共给家庭增加了6万亿美元的净收益。

换句话说，在经济周期的上升阶段，经济下滑的征兆出现之前，人们总以为经济会持续增长。一旦这一征兆出现，各种怀疑思想便乘虚而入。人们对“市场泡沫”（非理性增长）的恐惧心理便站稳脚跟，不断蔓延开来。人的本性和洞察力是相同的，但它可以促使经济的良性循环，也可以导致经济的恶性循环。格林斯潘认为：人的本性可能无法改变，但我们却可以而且也应该修正我们的某些经济措施以便使其适应经济发展不可避免的周期性。我们在经济发展达到顶点时所采取的某些措施可能会在经济低谷时期给我们以打击。例如经济发展健康时，消费者储蓄较少，这或许是因为他们觉得更有保障：

此外，股价抬升的时间越长，消费者越容易将资本收益看做是自己资产净值的永久增值，因而这笔钱是可以花费的。

股价的抬升也导致资本金成本的降低，从而引起更多的再

生产投资：

投资资金的迅猛增长反映了人们对投资领域高额回报率的期待，而这种期待又由于先进技术，尤其是计算机和电信领域技术进步的推进而更加有望实现。

此外，更多的技术突破会出现，并且现有技术也会得到更广泛的应用（例如原先人们并没想到激光对电信领域发展的新贡献）。然而，在新旧技术交替时期，人们感到“预先识别出这一点却是极端困难的”。即使先进技术不断地发挥着令人叹为观止的作用，即使我们成功地吸引到了“未开发资金项目”，技术所发挥的作用仍不足以填充我们对经济的整个期望值：

证券分析人士最近预测：最近 3~5 年，每股收益不可能实现 13% 的年增长率。即使国民收入水平已经较高时，每股收益也不可能无限增长。在过去这种情况曾致使劳动力市场紧张，股票收益的进一步增长也受到相应制约。

换句话说，投资者本身的过分乐观和投资热情也可能导致

经济下滑，而通货膨胀率不断下降会使问题复杂化：

或许当政府采取措施打击通货紧缩时便会再次出现通货膨胀。因此，我们有理由说，价格相对稳定时，商业发展周期中的预测风险最小，股票溢价的情况也是如此。但任何时候，投资者理智地贴现将来总会有个限度，因此股票溢价的涨幅也有个限度。

格林斯潘所下的论断并非一语惊人，“考虑到收入水平和生产水平，高额股票市值显示出来的是潜在市场不稳定因素的增加”。那么格氏的解决办法是什么呢？——他认为投资者应当更加谨慎。从当前所表现出来的趋势看，我们的资金投入都是“很快贬值的短命资产”。目前国内存储率也在下降。虽然这可能有某些正面效应（可以减少人们对潜在生产能力很低，投资回报率也很低的项目的投资机会），但投资过热也可能成为问题（例如在前苏联就出现过此种情况）。格林斯潘还是告诫投资者在投资时一定要避免自满情绪。

确切地说，股市骤然增长增加了家庭纯收入。但当资金收益使现有资产增值时，它们并没有直接创造出在新的物质领域中再投资所需的资金，这些资金只能借助于收入储蓄。

不管未来如何，我们都将做好最充分的准备，因为我们相信我国的经济是一种与过去和未来密切相关的实体，而不是完全摆脱历史与人性制约的全新事物。目前，我国经济正处于上升阶段，这只是一系列经济周期当中一个周期的一部分。格林斯潘认为，影响目前经济运行的因素和以往相比并无不同。

---

和过去一样，目前我国发达的经济是由人们头脑中价值观念系统推动的，它同时也促进了市场的激烈竞争。这些推动作用与人的本性有着千丝万缕的联系。因为人的本性基本保持不变，从而使过去与未来更牢固地联系起来。

---

## 第31章

### 美联储的未来

要了解格林斯潘是如何看待美联储在未来经济领域中的作用，我们有必要研究它在当今的经济生活中所扮演的角色。实际上，其作用可分为互为补充的两部分，即国际经济中的作用和国内经济中的作用。

格林斯潘与世界其他国家央行行长会谈时，总是很自然地同时站在两种立场上，一种是微观立场，另一种是宏观立场。

---

各国央行担负着共同的使命，即维持世界相互依赖的金融体制的稳定。无论这一职责是否被写进法律，它都是我们惟一的行动准则。我们的使命不仅仅是管理货币、保持非通胀增长、控制贸易差额，更重要的是维持国际金融体系的健康发展。<sup>1</sup>

---

格林斯潘还从反面列举了导致国际银行体系“瘫痪”的关键性不稳定因素。在谈到这一点时，他援引了几个薄弱的银行体系和中央银行作为例证：

---

银行是金融市场的基础设施中关键的一环。银行本金不足和贷款条件不严格则会导致监控不力，从而引起国内和国际两个系统内的双重风险……

为了有效支持本国货币稳定，该国央行需要自成一体，独立运作，也就是说其货币政策不应当受制于某些政治权威人士。东亚和许多其他地区的央行屈服于政治压力，只关注眼前利益。<sup>2</sup>

就国内来说，格林斯潘对于央行的不同作用和职责做了大体的描述，但保持金融市场稳定和全局观点仍然是最根本的任务。为什么要建立美联储？格林斯潘回答道，部分原因是因为风险机制是“经济增长的先决条件”，而这些风险的很大一部分由银行来承担。它们或者单独地或者联合起来就能够因为一些重大失误使全国经济完全崩溃。虽然美联储的调控措施不应妨碍“用意好消息灵通的银行参与合法的风险活动”，格林斯潘仍然认为美联储所发挥的作用应当是关键性的、可持续性的：

作为一个社会，调控措施存在的必要性表现在我们已将政府提供经费的安全网保障系统拓展到银行和其他保险公司，包括在这一安全网系统内的存款保险和贴现窗口。此外，除了有利于保持金融体系稳定和保护单一存款人的利益之外，这张安全网也刺激银行多冒风险，而不只是经营毫无风险的银行业。因此，一方面已优化的银行法律必须维护金融

体系的稳定，保护纳税人利益；另一方面允许银行根据基本的风险机制开展业务，并在两者之间引入有利可图的权衡。要在合适的层面建立这种权衡从根本上来说是很困难、很复杂的，需要做出大量的市场决策。但执行经过调整和有效的金融市场政策却是完全必要的。<sup>3</sup>

美联储也使个体银行能够“忽略”一些与系统崩溃有关的风险，即这些银行尽可能维持正常运作，而不必为了抵御国家或全球性经济危机而建立资本储备金制度。因为这样的风险太大，个体小银行难以承受：

系统风险的管理是中央银行的本职工作，不应强求个体银行持有资金来抵御金融市场的全面崩溃。实际上，中央银行之所以存在正是为了在灾难性危机发生时，向个体银体提供灾难保险金。<sup>4</sup>

那么，美联储就像一股独立的稳定力量，负责维护整个金融体系的稳定。但由于金融体系本身处于不断变化之中，要维护其稳定，表面上似乎显得有些矛盾。由于新技术和日渐激烈竞争的推动，许多金融机构都钻了现有法规的空子。立

法者和调控者也试图针对已进行革新的技术采取相应的措施。在这种情况下，促进稳定常常意味着接纳改革。而在其他情况下，促进稳定则可能意味着抵制改革。那么格林斯潘又是如何评定一项“好的”改革呢？

---

联邦储备委员会认为任何金融改革都应下列四条基本目标保持一致：（1）增进银行系统的稳定；（2）限制系统内风险；（3）有利于宏观经济稳定发展；（4）限制政府安全网内道德危机的传播，限制政府投入的补贴金额。<sup>5</sup>

---

格林斯潘说金融改革的步骤是“复杂的”，“立法人员和调控人员的一举一动都可能会带来一些意料之中和意料之外的后果”。立法和调控上的细微变化都可能削弱联邦储备委员会化解系统内风险的能力：

---

关键的是我们应当防止金融改革引起的不良后果造成美联储化解风险能力的削弱。<sup>6</sup>

---

由于国会的鼓励政策，各银行都在巩固实力，它们不断地

在新的领域拓展业务。对于这种巩固实力的方式和使调控步骤适应新兴产业实际的方式，格林斯潘基本上都是赞同的。但他仍告诫说，这两种方式的发展也是对美联储作用和权威性的挑战：

不论处于经济上升时期，还是下降时期，系统内瘫痪的产生主要是由于最大、最复杂的银行的积极或消极措施造成的。因此，金融改革发起者应当考虑：如何才能更好地监督这些大银行的风险活动，尤其应当考虑的是这些大银行内部是否也应该建立安全网机制和统一的监督系统。<sup>7</sup>

过去，美联储对银行控股公司的监督主要集中在银行这一层面上，格林斯潘认为这样做是有其原因的。首先，大多数风险都发生在这一层面上；其次，银行控股公司试图将银行孤立于公司之外来管理。但近些年来，银行控股公司开始在更稳固的基础上控制风险，这一基础包括该公司所有银行和非银行附属公司。由于金融改革允许银行将业务扩展到非银行领域，这些领域的业务管理也应当在稳固基础之上进行。格林斯潘说，联邦储备委员会对一家金融机构能够“安全稳定”发展的信心是基于对“该机构决策和整个组织内部控制步骤的分析”：

这样的安全网监督不必“强令执行”，金融公司也不应因为要将银行里的监督调控体制引入非银行领域而感到身肩重负。一段时间以来，美联储对于银行控股公司的非银行领域监督的焦点是评估单个公司的实力以及该公司与其他公司及其所属银行的关系。目前美联储已将重点转移到风险测量、管理系统和内部控制系统的操作力度是否充分的问题上。只有在非银行领域出现重大纰漏时，政府才有必要对其采取强制性措施。同时我们保证对银行控股公司监控这条总的原则不会随银行权力的加大而改变。<sup>8</sup>

有些人对美联储是否有必要参与“安全网”监控产生疑问。格林斯潘的回答是肯定的，并且答案坚决有力。

美联储的首要责任是维持整个金融体制的稳定，其中包括维护国内金融市场和世界金融市场的正常往来。要避免出现系统内危机，不能仅仅通过公开市场业务和使用贴现窗两种途径，虽然这两种途径在其他情况下可能很有效。<sup>9</sup>

国外的经济危机也可能危及到国内的银行业。同样，国内银行业发生危机也会影响到其他国家。格林斯潘警告道，如果不是从过去的经济发展中得到启示，我们就不可能对危机

的规模和来源做出正确的预测：

---

我们之所以能够迅速果断地对系统内危机做出反应主要是依赖于中央银行处理此类问题的丰富经验和熟练手段……为了完成系统内任务，美联储必须直接参与对各种规模银行的监督，尤其必要的是，当大银行公司的某一项或多项业务对金融体系的稳定发展构成威胁时，美联储必须能够迅速处理问题。<sup>10</sup>

---

## 第32章

### 银行体系的未来

在对未来银行体系的作用和任务进行评估并做出规定之前，格林斯潘首先回顾了近年来发生在经济领域的几件大事。他认为有教育意义并发人深思的有墨西哥经济危机、印尼经济危机和90年代中至90年代末的亚洲金融危机。（关于亚洲金融危机的具体情况，参看第15章）。

愈来愈明显的是……几乎在所有经济领域都存在这样一种倾向，起初看来不引人注目的不平衡现象最终酿成危机均是由于银行系统丧失偿债能力的原因所致。酿成危机的根源可能始于银行系统内部，但并不绝对，也可能始于其他环节。到后来引发银行系统出现问题，并最终爆发全面危机。<sup>1</sup>

格林斯潘认为，我们从墨西哥、亚洲金融危机及类似事件中吸取的重要教训是银行业正在迈向全球一体化，国界和国家调控措施在银行业中发挥的作用也愈显微弱。银行业正成为一项全球行业，并且这项产业的发展在很大程度上取决于技术的发展。

格林斯潘还认为另外一个很重要的教训是，我们应该认识到银行业就其本质而言，完全是信心问题。银行系统内爆发的危机无一例外都是由于民众对该银行丧失了信心。大多数情况下，人们对银行丧失信心都是有根源的，而且这也是银

行及政府制定的政策在“消费者”心目中不受欢迎的表现。

在金融体系薄弱的经济环境中会出现监管制度涣散、对存款人和贷款人的保护措施不明确、民众对银行失去信心等问题，而这些又恰恰是任何一家东西方银行系统正常运作必不可少的条件。好几个国家都出现了银行遭到挤兑的现象，在印尼则酿成了经济危机。由于不稳定因素的增加，政府也被迫进一步削减开支。<sup>2</sup>

墨西哥经济危机是由政府重大失误引起危机的典型范例。这次危机几乎摧毁整个国民经济，而且从某种程度上说也使世界银行系统陷入险境。

1994年底，由于当局未及时采取措施控制以短期美元游资为主的金融赤字上升，而引起墨西哥比索贬值，最终导致政府美元储备急剧流失。<sup>3</sup>

民众反应不佳的政策所带来的不良后果又因为格林斯潘所谓的“不断发展的、高新技术型国际金融体系”在全球市场上发挥的促进作用而愈加严重：

由于国与国之间流动资金和流动产品的激增，全球性金融市场就得以更快的速度将这些错误决策带来的不良后果传遍全球，这一点在二、三十年以前是难以想像的<sup>4</sup>。

技术助长了一些“不良经济现象”从一国向别国的蔓延，格林斯潘极不情愿地承认了这一事实：

高效的技术为全球金融体系做出了贡献，但遗憾的是它也更加有效地加速了金融危机的传播。<sup>5</sup>

技术的作用仅限于此，它提高了我们极为重视的效率，创造了我们赖以生活的各种生存工具。那么，为了更主动地防止危机在各国蔓延，我们该做点什么呢？格林斯潘列举了一系列为避免经济危机而应消灭的“不良兆头”。

首先，已经走上高增长轨道以及在银行和非银行领域冒险过多的国民经济必须放慢脚步。（格林斯潘1998年指出这一类的国家包括韩国和泰国）：

大部分资产由股票组成时，很难想像积累如山的债务工具如何在危机中寻求安全。这一点与银行及其他许多金融机

构有很大关系，因为这些机构的资产通常不像债务那样具有流动性，因而这些机构需要借助人们对其偿还债务能力的信心来保持活力。<sup>6</sup>

其二，新兴国家愿将其“产业政策”隶属于市场力量。格林斯潘称为“政策贷款”的贷款从本质上说并无益处。如果这种贷款由政府提供（或是人们推测政府将提供这笔贷款），它造成的不良后果便会成倍增加。

政策贷款在极多数情况下助长人们滥用资源，助长企业无益扩张而遭受损失，直至不能按时偿还债务。当然，在大多数情况下这些贷款最终都是由政府担保。如果政府以本国货币的形式偿还，就由印钞厂发行货币，这样做的后果很可能引起通货膨胀。然而，更多的贷款需要以外币形式偿还，这就使政府更难找到偿债方式。<sup>7</sup>

其三，各银行都应当规范和加强风险机制，尤其是资本-资产比率低的银行：

当银行总体状况良好，效益曲线上升时，长期放款和短期贷款均会引起利率或负债的危险。这就使银行在利率下降、资

本被侵吞时易于失去民众的信任，尤其是本金不足的银行。<sup>8</sup>

在对付无效贷款的问题上，银行也应从速将其从资产负债表中划去，清除与之相关的溢价：

当然因这些贷款所遭到的损失应当从本金中减去。但由于估算损失不精确，资产本身包含着与额外风险金相关的费用，而事实上减少了市场上估价最大的股本的规模。因此，从银行资产负债表上去除不确定资产和与之相关的风险金并及时单独处理是很有好处的。<sup>9</sup>

银行也需要更具技巧的内外监控措施：

每个国家的银行都需要熟悉银行运作的审查官。由于他们精通业务，他们能使资金有效贷出。同样，我们也需要银行里有懂得客户心理的放贷人员，他们要能与客户感同身受。<sup>10</sup>

各银行很可能必须削减短期的银行间贷款，“尤其是以外币形式进行的跨国贷款”。对银行来说，这是一剂苦药，因为

诸如此类的银行间交易经常是将存款导向“最有价值的利用”的最佳途径。但是贪图国内蝇头小利可能会导致国际经济环境中更大的风险：

银行间短期贷款过多，尤其是跨国银行间贷款过多，可能成为国际金融系统的致命弱点，引起人们对金融系统信心的变化。<sup>11</sup>

银行之间应该有其他一些中介机构。格林斯潘严肃地指出，银行破产时，市场需要其他非银行机构，包括“活期贷款和资产权益市场”来预防不测。

格林斯潘反复强调的一句话是克制。是法定的还是“自然的”市场规则都应严格执行，政局不稳定总的来说对市场经济有害，尤其是对国际银行系统更加有害。

此外，我们应当把拖欠债务和债务重组看成经济发展中很自然的一部分，而且一种客观公正的尺度的存在也是很关键的。

在解决类似跨国拖欠债务问题上应该制定一项行之有效的破产法。如果这类法规作用甚微，国外贷方很容易在危机即将来临时，担心国内官方还款少于原款而提款离去。而客

观公正的法规就可以使贷方得到公正待遇。<sup>12</sup>

格林斯潘对他称之为世界经济中的“道德风险”的因素极为不屑：

如果人们认为货币组织、官方机构和国际金融机构能够在金融系统运作失败或投资无效时前来求援，这种期望便会促使银行冒更多风险……当前尤为重要的是我们应当回顾一下私人金融机构，尤其是由安全网作保障的私人金融机构是如何进行监督和调控的。它们在最近这些危机爆发时所发挥的作用极为突出。<sup>13</sup>

不管怎么说，格林斯潘是个实践家。他很清楚政治的特色就是“痴心妄想”和“否决与延迟”。政治家们很难利用“他们认为数目巨大的政治经费来发现问题”。尤其当经济发展良好时期，银行也是如此。

我国经济目前正处于异常扩张时期，其时间跨度之长及发展过程弯曲之少引起了贷方的激烈竞争。我们应当谨慎小

心，经济越平稳就越不可粗心大意。因为正是在这种环境中银行才更容易为过低的回报率冒更大的风险；并且在这段时间银行贷出的款项很大部分会成为无效贷款。<sup>14</sup>

换句话说，要发展壮大银行系统需要的是勇气、远见甚至无私的情怀，而这些素质并不见得每个政治家和银行家都具备。

## 第33章

### 金融服务的未来

一涉及到对未来的预测,尤其是涉及到复杂的金融服务业,格林斯潘就变得沉默不语。

古代的预言家或许能够看透未来。但不幸的是,他们能为今天的中央银行行长所做的预测却寥寥无几。我们穿越时空看到未来的最有效方式就是要尽力找到目前推动我国经济发展的力量,哪些是短暂的,而哪些是根深蒂固的和长久的。<sup>1</sup>

格林斯潘在总结过去之后,预测未来的金融服务业将是矛盾重重的。一方面技术正推进产业大组合(参见第34章);另一方面,金融服务领域中仍然有大量金融炒作者们的生存空间:

并非所有金融机构都期望自身能像“金融超市”一般欣欣向荣。众多能提供特殊服务的金融服务机构之所以取得今天的成功正是因为他们在特殊领域所占的优势,而且这一优势将确保它们未来也能取得成功。<sup>2</sup>

金融机构在传统的客户阵地的损失常常能在其他领域得到

补偿。例如技术革命使众多金融炒作者们得以瓦解商业银行的传统客户阵地。但同样是那些技术又促使商业银行得以扩大客源。例如，商业银行现在已能正确评估对做小本生意的客户的贷款风险，而以前商业银行总是避免这样的贷款，因为这样的贷款不仅风险大，而且服务成本高。

由技术推动的全球化，规则方面的松动和其他一些潮流似乎会对金融服务业领域的一些小的炒作者们的违规行为做出处罚。但格林斯潘再次强调说金融领域的未来也是光明的。

实际上，面临着重大技术和结构调整的挑战，规模小一些的银行已不断显示出其生存与发展能力，他们的对策依旧是向客户提供传统的银行服务项目。显而易见的是经营较好的小银行能够并且也将会与大银行同时并存，它们也能够保持甚至增加其所占市场份额。技术变革使小银行能以更低廉的价钱购买新产品并提供新服务。总之，有记录表明经营完善的小银行不必担忧技术。全球化和金融服务非规范化会带来不良后果。<sup>3</sup>

对于这一点，格林斯潘完全承认。根据对未来的预测，美国的银行数目可能会大幅度减少。同一预测也暗示，由于市场取向的影响，成千上万家银行，包括一些小规模的本地银

行也会生存下来。

联邦储备委员会和其他机构的结论使我对自己的观点更加深信不疑——美国社区银行的特许经营价值仍然较高，从而保证社区银行在美国金融系统中持续不断地发挥其应有的重要作用。这种特权价值的基础是对本埠市场及顾客的彻底了解。技术永远不能取代人际交流的价值，这一点正是社区银行业的标记（特色）。<sup>4</sup>

格林斯潘认为，从结构层次上说，国会允许商业银行与投资银行合并，但是却遭到了周期性的不断加大的压力（参看第12章）；立法者也因对金融机构和非金融机构的合并持赞赏态度而不断遭受压力。

我个人认为，我国金融体制已明显达到一个新阶段。在这一新阶段，来自市场的压力会无视立法与调控限度的存在而引起市场大幅度的变化，金融家们革新和钻法制漏洞的余地还是很广阔的。<sup>5</sup>

格林斯潘承认，由钻立法漏洞者引发的金融机构的合并很

可能以两种方式产生。但考虑到过去此类立法尝试的失败，格林斯潘警告人们在考虑这些大规模改革时要特别谨慎：

就我个人的判断而言，我认为在未来的金融领域里，很难清楚划分一种金融活动与另一种金融活动的界限。尽管如此，明智之举依然是谨慎处理商业与银行业目前的立法障碍，理由是商业与商业不加限制的合并将会给美国经济带来不可逆转的重大结构变化……。

这些事实都表明，如果我们大幅度地将目前商业与银行业的运作规则改成金融业与非金融业之间还不能确定的协同作用，最终结果肯定是弊大于利。

由于一切立法规则都是由政府来确定，我们觉得要及时纠正立法中的错误是不可行的。

格林斯潘说，最近10年来一项关键的技术突破是所谓的“风险附加值”模式，目前它已蓬勃发展起来。这种模式由最大的银行组织开发，用于估算其交易量的损失分布区域。最近，格林斯潘也注意到，规模大一些的银行也在使用类似风险附加值这样的模式来测算其贷款量的贷款风险。由风险附加值引发的各种信息最初用于给贷款标价，以确保足够资金的资本化，并最终为股东赢得可观的回报率。此外，在今天的市场经济中，

这些信息还用于相互出售和创造同一家银行控股公司内各子公司之间的协作精神。格林斯潘认为“几乎所有大的银行控股公司现在都是众多公司一体化管理和经营”。

但是这也给调控部门带来极大的挑战，因为这些部门仍是按照功能的形式组织的：银行调控者监控银行本身；证券交易委员会监督银行控股公司的下属经纪人的行为；国家代管处负责银行控股公司的下属保险部门等等：

今天，非中央集中调控的“形式”已不再紧紧追随中央集权的风险管理的“功能”。协同作用是中央集权管理的基础，它也暗示了子公司的经济状况及其潜在的风险都可独立评估。调控措施必须适应需要调控的对象。<sup>7</sup>

政府政策总是有造成危害的巨大潜力，尤其当政府改变私有经济促进革新的激励机制时：

这就需要有‘能与激励兼容’的调控措施的出现，所谓‘与激励兼容’是指这些调控措施受市场规则及银行家收益最大化的激励而得以强化……

我相信我们的银行必须有某种保护性监控措施，尤其是对那些可能会造成系统内风险的大银行。因此依我个人的观

点，当务之急就是要找到实施保护性监控措施的最佳途径，有效防止系统内风险，不改变经济发展的激励机制，也不加重银行负担。<sup>8</sup>

格林斯潘承认，银行业监控者与立法者将会落后于迅猛发展的金融服务业的实际，这对于银行业的发展是一个无时不在的威胁。监控者与立法者实行的法规可能过于局限，他们也可能根本就没有对不适应时代发展的法规做出修正。但替代之法并不是要取消政府的调控作用。国会要发挥自己应有的职能：

只有国会能够建立一些基本规则来确保竞争的结果能向消费者提供最大限度的纯利润，并且为所有市场参与者提供一个公平竞争的环境。

最后，格林斯潘提醒我们调控者与被调控者应该目标一致：

要牢记政府有限制系统内出现风险的职责。几百年来经验告诉我们，金融市场的稳定在整个经济中所发挥的作用

是多么关键。银行家们对其股东和债权人也负有一定义务，他们要适当测量和管理风险值。总之，调控者与金融业需要步调一致。他们都希望金融革新、创造性变革、负责任的风险活动与经济的增长。市场力量的作用最终会使我们达到目的。虽然其速度可能比一些银行所期望的慢一些，但我们最终能够达到这样的目的。<sup>10</sup>

## 第34章

### 技术与未来

考虑到技术在今天及未来的经济中所发挥的重要作用时，格林斯潘做了一个有力的历史对比：

20世纪之交，我国创造的典型生产价值是用明尼苏达州迈萨比山采集的大量铁矿与西宾夕法尼亚州采集的煤炭在匹兹堡炼成钢……而在21世纪之交，其创造的可比价值却必然包含在先进的电信网络上传送各种信息与概念。<sup>1</sup>

对于格林斯潘来说，技术是第一推动力，甚至可以说技术重新阐释了经济的概念：

我国近年来技术变革最重要的特点是国内生产总值的不断概念化。我们都目睹了在创造经济价值的过程中物质产品不断被概念化产品所代替——实质上是从硬件到软件的飞跃。<sup>2</sup>

一直到本世纪中期，“经济实力”依然等同于物质产品的生产能力，而这些物质产品大多数是通过手工工人对原材料加工以后生产出来的。产品体积成为产品价值的象征，体积越大，价值越高。

今天的情形却是产品体积越小、其价值就越高。理想的产品是技术含量高、手工含量低的产品。生产及应用一种产品所耗能量与原材料越少，这种产品的价值就越高。“产品”与“服务”之间的划分界限越模糊，就越容易为人们所接受：<sup>3</sup>

---

新技术的强劲动力由美元价值在国际贸易中的不断扩张所体现，但在吨位方面却并非如此。例如，最近 20 年来，扣除通货膨胀因素之后每出口 1 美元的货物，其吨位每年却降低一定百分比。

---

最后，“大批量生产”是为了满足消费者“几乎是无穷无尽而又令人费解的攀比需求”。而大批量生产商品的能力也是倍受欢迎的：

---

随着技术的发展，商家现在已能对其产品进行细致的分类以满足顾客越来越精细的要求。信息所创造的价值及信息传送的范围都相应地增加和扩大。因此，先进的计算机和电信产品被赋予极高的价值是可以理解的，而这也是在信息领域有所创新的计算机与电信公司的股价之所以居高不下的主要原因。<sup>5</sup>

---

格林斯潘认为，这是一场仍处于初始阶段的技术革命：

许多经济评论家，尤其是斯坦福大学的教授保尔·大卫曾暗示，尽管近10年来我们已亲眼目睹计算机及电信产品为人类带来的一系列福祉，但其对人们生活水平的真正深远影响还得拭目以待。即使他的话属实，这也平平常常。过去的革新，例如发电机的问世、汽油驱动汽车的发明，都需要投资建设大量的基础设施才得以充分发挥潜能。<sup>6</sup>

格林斯潘认为，金融经济领域也是同样道理：

先进技术的出现降低了成本，减少了风险，拓宽了金融服务的领域，使借贷双方能直接交易，并使一大批金融产品按客户的具体需求量体裁衣。因此，金融服务领域中来自竞争的压力或许会比以往任何时候都大得多。<sup>7</sup>

技术所需的劳动力是受过良好培训与教育的人才（仅1984~1995年，我国工人直接使用计算机工作的比例就由1/4上升至几乎1/2）。<sup>8</sup>因此，技术也引起教育领域的令人振奋的变革：

越来越多的工人正面临着接受再教育的可能性，接受一定层次的正规教育就可以满足个人一生工作的需求，这一观点现在已受到挑战。教育也正成为个人一生的必修课。商家寻找的正是那些准备不断学习新知识的雇员，而且有多种追求的雇员及管理人员也开始意识到要保持其自身价值就需要坚持不懈地学习，要有灵活性，要有头脑。<sup>9</sup>

从某种意义上说，技术对消费者的教育水平也有一定的要求。格林斯潘说，1995年的一项调查显示：使用电子信息源来决定存款和贷款的客户都受过大学教育。但在美国家庭中仅有1/3的人口受过此种教育。因此，格林斯潘认为，这场技术革命依旧长路漫漫。

技术革新也加速了全球化进程，并给金融经济领域带来了巨大的冲击力，跨国控股、跨国贸易与贷款资金流动都在不断增加。正像我们在其他章节所述，因技术革新的推动而建立的全球性金融市场也有其不良的一面。过去由于通信不发达，金融恐慌常常只发生在一国之中；而今天几乎没什么能阻止金融恐怖的蔓延。因此，在这一领域的革新也将会持续下去。

新技术的到来也使陈旧的市场规则遭到淘汰，并使国内经济发生更多的变化：

随着市场的不断发展变化，要保持和维护旧有经济环境下的规章制度已不再现实。只要保持经济稳步增长这个大目标不变，市场力量就会不断废弃不再适应时代发展的限制性经济手段，这一点正如我们最近所目睹的州际银行业务及其建立分行的实际状况<sup>10</sup>。技术变革的步伐、市场全球化的步伐以及非规范化步伐只能随着新技术的到来而不断加快。<sup>11</sup>

过去几十年来问世的新技术已“消除了金融公司之间的传统机构差异。证券公司的分支机构已将其贷款直接拓展到商业领域之中。联合银行企业在理财方面与证券承保公司极为相似。银行的出卖选择权就相当于一项保险政策：

这种业务清单还可以继续下去。单单是金融领域的技术变革就永远地改变了我们对商业银行、投资银行、保险承保公司的排列顺序。<sup>12</sup>

金融机构与非金融机构之间也在不断地发生合并：

我们大多数人都很清楚软件公司对金融服务业也很感兴

趣。但一些金融公司纷纷利用公司间关系开始寻求为第三方生产软件。船运公司的搜索软件适用于国际支付业务。制造商也很早就开始把资金资本化。但现在越来越多的制造商正通过一些金融手段，使一些非客户人员的资金也转化为资本。<sup>13</sup>

当然，不要因为我们能觉察到这样的趋势就误以为我们可以十分有把握地预测技术的未来。历史告诉我们，我们并不善于很快就看出一项新技术最恰当的应用领域。过去的经验也告诉我们，一项新技术要在实践中结出丰硕成果需要一段或短或长的试验期。格林斯潘认为这一点也适用于人才领域的革新：

50年代末，金融领域的差价买卖的理论依据都刊登在学术期刊上，鲜有几个观察家能够预言学者们的远见卓识如何能最终给全球金融市场带来一场革命。在使一些概念变得可行的过程中，不仅需要理论的、也需要有经验的研究，而且计算机与电信技术经过几十年的进步也是必要的。<sup>14</sup>

计算机与电信技术的发展史都表明，金融领域所做出的任何一项规则或立法上的变动都需要仔细审查，然后才能付诸

于实际：

预言银行业的未来时，我们需要谦虚谨慎，这一点与银行业调控的发展密切相关。目前，调控技术与调控要求也都试图控制提高调整效率的新技术与市场激励因素，并同时减轻调控负担，因为这种负担对银行业的发展有负作用。<sup>15</sup>

那么，在新的世纪里技术会将把我们引向何方呢？格林斯潘再次强调谦虚与谨慎的益处，并指出我们还应当有点儿乐观精神：

我们并不能确切地知道技术变革会将我们指引到何处。但我们清楚过去，我国的经济部门和劳动大军都在努力调整自我以适应这一变革，当然这种自我调整并不是自动完成的。经济结构的一切变化都会自然而然地产生一些不合谐因素并造成人们心理上的压力，但是这一切都可能只是暂时的。如果我们能增加对劳动力、生产过程以及机器设备的投资，经济发展就会很快适应技术的变革，步入正轨，并不断提高人民的生活水平。<sup>16</sup>

## 第九部分



### 格林斯潘所设想的投资商 的未来之路

---

The Greenspan Effect: Words  
That Move the World's Markets

## 第35章

---

### 格林斯潘效应释义

“今天的世界市场体系变化多端，没有人能够仅凭几句话就决定世界市场价格与利率的涨跌。”

——艾伦·格林斯潘

1997年3月<sup>1</sup>

今天的联邦储备委员会属于格林斯潘。不管他如何否认这一点，他的话总会影响世界市场。

格林斯潘本人也清楚这一点。当他向国会做工作报告时，副手总会递给他记有最新股市行情的便条，以便使这位美联储主席能适时把握自己的言语对股市的影响。他讲话时，遣词造句精雕细刻，而且他本人更倾向于宣读事先准备好的评论，即便是向国会汇报工作，他也很少即席演说和解答。

这位美联储主席的讲话方式在最近他与得克萨斯州众议员山姆·约翰逊的一次谈话中表现得最清楚。当时格林斯潘刚刚对国会就当前股价“核价较高”做过一番陈述。约翰逊议员问他：“核价较高”到底是什么意思。格林斯潘的回答是：“市场价格会受到不同因素的作用而以不同的方式发生变化。我所讲的每个字都已尽可能地接近正式讲话，因此现在我无可奉告。”<sup>2</sup>

格林斯潘效应已为人们明智地运用。但这种效应究竟来自哪里？很多美联储观察家们承认美联储对国家经济生活的影响巨大，但仍然困惑不解。最近的《美国银行家》刊登了伯特·艾利的一篇文章，阐释了那些观察家的困惑。在文章的开头，艾利指出，美联储实际上并不“掌握”货币供应，而只是“被动地提供公众所需的货币量和银行所需的储备金量”。

那么银行利率呢？艾利再一次看到了受权力制约的美联储的真面目：

美联储不能直接调整银行利率，原因是其公开市场业务在联邦基金市场中进行，与短期债券的整个市场相比，联邦基金市场只是人为的小型市场。美联储的管辖范围就好比是插在足球场一角供孩子玩耍的沙箱。

因此，美联储不能通过强硬手段或买卖政府财政证券的方式调整银行利率。严格地说，其对利率的影响是由于人们误以为它可以调整利率，在这一点上就像对门奇克因人来说，奥兹男巫具有魔力正是由于人们相信这种魔力一样。<sup>3</sup>

虽说艾利的说明有些夸张，但其中心议题却很明确。今天，美联储的权力已远远超过宪法规定的范围，而“人们对它的认识误区”正是造成美联储越权的原因。这正像如果门奇克因人(Munchkins)坚信男巫的魔力，那么巫师就完全具有这种魔力一样。

那么为什么格林斯潘的影响力远远大于他本人应有的影响力呢？那是由于在人们对政治不信任和经济转型时期人们急于寻找一名合适的领导人，而他恰好填补了这一空当，满足了人们的要求。

## 谁负责美联储？

今天，人们认为联邦政府对经济的健康发展起一定作用。

如果总统或总统候选人没有看到这一点，就应为此付出高昂代价，并失去很多。在任总统究竟会再次获选还是被赶出白宫主要取决于其第一任期内的经济状况。一句古老的政治谚语说，“人们根据口袋里钱币的多少来投选票”，白宫主人的更换正是人们对经济现状不满的显示。

在大多数情况下，这对在任总统是不公平的。我国从30年代起开始兴起“总统独权”，但与行政分支权力较弱时期的总统相比，今天的总统对经济的控制力并无明显的增加。如果国会敢作敢为而又积极主动，总统就会很满意，因为在制定预算时，国会主动要求与不好惹的行政部门合作。当然，美国经济增长的发动机——美国公司也是必不可少的。还有强大的外国竞争者和武断的外国领导人以及少数几个卡特尔组织，例如OPEC（石油输出国组织）。（当油价涨至原价的3倍时，还有谁能稳定总统宝座？）当然，还有美联储。

实际上，认为总统（甚至联邦政府）对国家经济状况负一定责任是最近出现的新思想。20年代时，人们认为经济周期是一种“自然的”不间断的经济现象，有其自然规律。30年代经济大萧条之后，罗斯福总统的新政使人们对领导人又恢复了以往的信任。但真正的转折点发生于二战之后，1946年，国会通过了《就业法》(Employment Act)，从而导致了经济顾问委员会和国会经济联合委员会的诞生。其中顾问委员会是由经济学家组成的，他们负责向国会与总统提出建议。1946

年的《就业法》还宣布政府可以运用一切可行措施“促进最大限度就业、生产与购买”。

50和60年代经济一味增长时，政府对经济的调控与干预还是卓有成效的。但随着越南战争的升级，政府对地缘政治学的关注渐渐超过了对经济发展的关注。约翰逊总统曾向人民国会许诺枪炮和黄油都会有充足供应，并保证美国凭其经济实力能在东南亚打胜仗，也能克服国内物资匮乏的状况。但他完全错了，因为后来发生了影响范围极广、破坏力巨大的通货膨胀。

回顾历史，70年代或许可被看做一条分水岭。当时经济发展出现滞胀，即通货膨胀率高与经济发展不景气同时出现（也即低增长、高失业现象），确实令经济学家与政府决策人士伤透了脑筋。按照当时流行的说法（经济学家用“菲利普斯曲线”表明），通货膨胀率与失业率高低应该成反比。如果通胀率过高，就会紧缩银根，高失业率持续一段时间之后通胀率就会下降；失业率迟迟居高不下就会刺激随后出现的高通胀。

但突然之间，通货膨胀与失业率之间的拉锯战结束了，好像经济木匠一早醒来发现自己的工具箱是空的。与经济学相关的职业在这段时间都不为人所信任。总统和其制定政策的同僚们也手忙脚乱，不能对症下药。经济发展无目标，因而也发生了一些奇怪的事情：保守总统尼克松急于对工资和物

价进行控制，而开明总统卡特却主张不加调控。

所有这些措施都是为了解除人民对政府的不信任。约翰逊政府处理越南战争的方式减少了人们对政府的信任，人民与政府之间有了“隔阂”。（这个词今天听起来很古怪。什么时候政府与人民之间没有这种隔阂呢？）尼克松水门事件中的录音磁带向人们证明，总统也会撒谎、会欺骗。这两位总统及其谋士们都因经济管理不善而引起民愤，最终为人民所遗忘。如果当时有谁还关注经济的发展状况的话——这一点值得怀疑，那他的努力在很大程度上也会为白宫和公众所忽略。

70年代末到80年代初，公众对经济政策的制定依然持不信任态度。福特的“打击通货膨胀”运动没起多大作用；其后继者——吉米·卡特，被人们称为难以忘记的“不幸的指数”。那是由于他在任时失业率居高不下，经济发展严重滞胀。尽管在货币理论与自由市场经济优点方面有了一些新发现，并且这些发现已经过研究，才被提了出来，但保守的经济学家们仍注意到——保守派总统候选人里根支持的只是一种被歪曲的新理论，人们叫它“供给经济学”。保守派经济学家赫伯特·斯坦因称里根这种不费吹灰之力就获选的方法为“休闲经济学”。总统候选人乔治·布什也曾以“伏都教经济学”讥笑里根。事实上，因减税和大幅度缩减政府开支而带来的经济繁荣的前兆在里根入主白宫的过程中却起到了不可忽视的推动作用。但不久之后，美国再次遭到了幻想破灭的打击。里根的几位重要经

济顾问纷纷离他而去，其中包括著名的大卫·斯多科曼。他原来也支持“供给经济学”，但后来以内部人员的身份发表了一篇题为“政治的凯旋”的文章，但“凯旋”一词听起来似乎不像经济学术语。‘而当时里根政府的班底确实正忙于庆祝一次重大的胜利，那便是已高达两位数的通胀率得以显著降低。但国债的增加很快向更多的公众表明：供应经济“理论”仅仅是一种一厢情愿的理论，这一点许多经济学家一开始就看得清清楚楚。因此可以看出主张这种理论的人要么是傻瓜要么是疯子。

最近，莫尼卡·莱温斯基事件与随之而来的弹劾总统的审判将美国又卷入了另一场混战。人们的注意力再次从经济政策的需求与实际转移到吵闹的枝节问题上。在这场没完没了的严峻考验面前，克林顿总统以不安的语调提及当年遭弹劾的尼克松总统，并请求人们“把这件事抛到脑后，集中精力搞经济”。关于搞经济，共和党人和记者们根本不着急。

尼克松与克林顿虽均遭弹劾，但他们之间有着很重要的差别。在克林顿经受严峻考验的整个过程，美国经济都在上升阶段。共和党人认为克林顿只是里根和布什打下的良好经济基础的幸运受益者。另一些观察家们则认为经济的持续发展与世界范围内油价偏低有很大关系，如今的油价已降至 30 年来最低水平。直至本世纪末时，1加仑汽油比1加仑瓶装水还便宜。

几乎没人将牛气冲天的股市与经济繁荣的功劳归于克林顿，他作为经济政策制定人，最大的功劳或许是他最终能自愿离开白宫。鲍勃·伍德沃德在《议程》(The Agenda)上画了一幅画，画上有一个人“局外人”，因在白宫遭到失败、受到挫折不能实现其大刀阔斧进行经济改革的梦想，这时，他才悄悄地、极不情愿地辞去总统职务，这人便是克林顿。<sup>5</sup>

## 超人！

超人再一次将我们引到寻找经济领导人的问题上。正如我们亲眼所见，几十年来美国人已习惯于不再从白宫寻求领导人，甚至也不期待白宫领导人有多大能耐。但考虑到经济领导人时，大多数人都愿意从白宫之外寻找。自从倍受欢迎的财政部长罗伯特·鲁宾离任以来，几乎所有人的目光都集中到格林斯潘身上。

美国之外也是同样的。1998年，当世界范围内的经济危机从俄罗斯蔓延到亚洲和拉丁美洲时，全世界有影响的经纪人都期待格林斯潘能发挥其稳定作用。《商业周刊》报道：“越来越多的生意人，商业领导人和政治家们都期待着格林斯潘能给摇摇欲坠的世界经济大厦带来稳定因素。”<sup>6</sup>“谁能将我们从这场经济灾难中拯救出来？”伦敦《独立报》(Independent)几周之前也表示：“如果世上有经济超人的话，他便是艾伦·

格林斯潘。”<sup>7</sup>

最近几年经济变革速度之快愈来愈明确地显示我们需要经济领域的领导人。我们需要一个对自己有准确认识，能给人以安全感，并且能够带领我们安然度过汹涌澎湃的经济狂潮的伟人。随着因特网与世界证券市场的联接（实际上，一天24小时均可交易的市场也随之产生）。随着新的或新近恢复的金融手段，如衍生工具和保证金横扫整个金融市场；随着银行、证券公司和保险公司以我们不熟悉的形式进行重组；随着国际货币基金组织和世界银行也正在努力赶上众多金融变革的步伐；随着金融变革力度加大、速度加快，我们也在寻找一位核心经济人物。简而言之，我们在寻求一位“经济超人”。

格林斯潘常常被当做整个联邦储备系统的代表，但格林斯潘与联邦储备系统所代表的含义却不相同。从某种程度上说，格林斯潘本人比联邦储备委员会这一机构还更具威力。

正如我们在前面已经提到过的，造成这种情况的原因还得归结到人的本性。人们在寻找超人时，更倾向于将希望寄托于活生生的人身上，而不是寄托于一个机构。

但是应该提醒的是格林斯潘与美联储的协作关系就像手和手套的关系那样密切。联邦公开市场委员会的选举记录表明了格林斯潘与其同僚之间的高度一致性。有人说格林斯潘是主持会议的奇才，他总是小心谨慎地与他人达成共识。通常

他都用自己独特的、一成不变的男中音讲话，并且常常能说服那些与他观点不一致的人们。阿兰·布兰德尔州长常常与格林斯潘持有针锋相对的观点，但即便是他，大多数情况下也与格林斯潘一起提出关于利率的建议。“1994年年中我刚踏进美联储时，发现从上到下都属格林斯潘管辖。如果把美联储比做一个交响乐团，格林斯潘就是这支乐团的专业指挥家。”<sup>8</sup>布兰德尔曾这样说过。美联储内部没有所谓的某某人的封地，其组织结构简单有效，并且权力也较集中。要在以格林斯潘为首的联邦储备委员会中另建一个独立的权力阵营决不是件易事，因为在那里人与人之间的相互影响最小，甚至委员们都没有私人秘书。<sup>9</sup>

格林斯潘的神秘也在于他处理经济事务时的非传统方式。这位美联储主席与他的同事们一起跟踪14 000个资料来源，其中包括来自全国住宅建筑商联合会的资料，这些资料长久以来是格林斯潘最喜欢用做经济发展指标的资料之一。<sup>10</sup>由《美国新闻与世界报道》所提出的这种勤奋的方式或许正是下个千年之初我们所需要的方法，因为基于大量指标的传统经济模式已经不能解释经济现象：“有部分统计数字解释了为什么格林斯潘对那些资料有着浓厚的兴趣，因为通过这些资料能够不断地从美联储下属的12家区域性银行搜索测量银行能力及劳动力市场的紧张程度，并搞懂描述地方商业趋势（走向）的报道。”<sup>11</sup>

格林斯潘的方法也有其缺点。有人将格林斯潘新搜集的资料与“广泛的逸闻趣事集”相提并论。但由于很少有人能处在格林斯潘的位置对事情进行判断，真正有力的批评很难找到。另一方面，在美联储的高墙之内，那些搜集并分析这些资料的人员虽处于这种位置，但并不多说话。

可以说格林斯潘是美国，甚至夸张一点说，是整个工业世界的经济沙皇。他的权力来自于我们谈过的所有因素，包括：在美联储这样一个推动经济发展的机构中所处的领导地位；民众对政治带头人的信任转移到经济领域的带头人；全球金融市场的迅猛发展；格林斯潘独特的领导方式和他处理经济事务所用方法的神秘性。

他的权力也来源于他以往的成功。有足够证据表明，数百万人认为战后美国经济持续发展正是格林斯潘的功劳。

像任何一位沙皇一样，只要格林斯潘一直受到民众欢迎，他就将大权在握。也可以说，只要他大权在握，他就会一直深得民心。

## 第36章

### 解开格林斯潘之谜

人们对格林斯潘下一步行动的推测绝不会停止。尽管联邦储备委员会最大的金融杠杆是开放市场，但比起央行贴现率，这一市场的发展所吸引人们的关注将会持续减少，而央行要实现其贴现率，神秘的格林斯潘理所当然的是央行与民众间的信息传递人。

金融市场发展早期，关注美联储就好像打马球或猎狐一样，也就是说，这仅仅是那些真正的有钱人才能享用的消遣活动。而如今，关注格林斯潘却不像打马球，而更像打高尔夫球，甚至是在打保龄球，它已经成为一项全国性的消遣活动，参与者高达几百万人。为什么会出现这种现象？那是因为美国人民普遍都是股票持有者。不久之前还只有那些拥有特权的少数人才可以随意购买股票与证券。中产阶级家庭很少购买股票，即使有哪个中产阶级家庭拥有股票，那也只是一被动的和不冒风险的投资，比如购买 50 股公用事业股票或者是购买 50 股美国电报电话公司的稳拿红利的蓝筹股。这便是股票经纪人过去常说的“孤儿寡妇”群体。他们的目标就是稳拿红利，而不是实现资产增值。

二次大战之后的几十年间，查尔斯·梅里尔因成功地为中产阶级开创了证券零售业而引发了一场革命。但真正的革新直到七八十年代才开始。因为受到费得里的麦格兰基金的令人难以置信的成功的启发，共同基金公司开始大规模地从战后愈来愈富裕的新生代手中集资，最终达到几十亿美元的投

资资金。同时，随着调控者取消最高利率和其他一些长限制，银行业也开始不断推出引人注目的新产品，如存款凭证，以便使美国银行在愈来愈激烈的竞争和通胀的金融环境中立于不败之地。

同时，由于银行与房地产业紧密相连，银行又推出一系列新型的分期付款形式（例如利率可变的分期付款），所以，尽管房地产价格持续高涨，分期付款利率也涨到两位数，但美国人民仍然有继续购房的能力。从购房贷款、学生贷款到信用卡贷款，几乎所有的贷款形式都经过了“安全包装”，也就是说，经过包装之后又回笼到金融市场。

中产阶级家庭的投资一度曾包括30年定期的分期购房款和银行存款。截止到80年代，这些中产阶级家庭也加入到购买股票的行列中来。他们参与证券市场主要是通过以下方式，如通过共同基金、个人退休账户 (IRA) 和401k条款退休计划，并且越来越多的中产阶级正通过控股某单一公司参与到证券市场中来。与此同时，由于有了大额存款凭证、利率可变的分期付款和越来越多的信用卡借贷方式，中产阶级对于利率的调整也越来越关注。

实际上，这不仅仅只是一种质的变化，也是一种量的变化。二战后人口高峰期出生的一代人发现了股票市场（股票市场在投资领域显示出比其他投资形式更多的优越性，这一点人们只是到二战之后才认识到），就以他们那代人特有的热情参

与进来。由于这代人对社会保障体系的未来存有疑虑，并且由于他们现在正步入事业有成的阶段，收入很高，财富积累多，他们便将大把大把的钞票投资于各种股票。证券市场的牛市存在的时间越长，这代人对 70 年代的工资、物价、经济滞胀以及 80 年代初对经济衰退进行调控的记忆就越模糊。简而言之，他们对经济周期的概念就越淡薄。而今天 20 几岁的股票交易商因为缺乏对经济周期这种事物的亲身经历，根本对比没有任何记忆。

因此，格林斯潘提醒我们注意（参看第 6 章）私人存款率已从 1992 年的 6% 降到今天的“有效零点”。既然银行利息很低，为什么我们还要死死捏住银行存折不放，如果总是这样，什么时候我们为未来使用而储存的钱财才能在几年之内增加 50% 或更多呢？

大型政府机构对金融市场的持续不断的影响力远远超过个体投资者对金融市场的影响力之和。养老基金、保险公司和其他一些大型政府机构为取得高额利润和消除通货膨胀的影响也遭受到同样的压力。在这样一种新型的高压环境下，谨慎保守的养老基金管理者决不会放弃国债而草率投入股票市场。当传统的厌恶风险的 TIAA-CREF 教育者的养老金改投到“产出高”的投资项目时，那些保守的养老基金管理者也会转向“产出高的”收入固定的投资项目——垃圾债券。

这种战术多年来一直很有效，风险越大，回报越高。但这

种风险策略能持续多久？它能一直持续下来直到有人来破坏它吗？或许这人便是格林斯潘。

许多人都很注意观察格林斯潘的言行，而观察这些人本身也是蛮有意思的。如果有人坚持不懈地这样做，他便很可能会遇到下列问题。

## 方案制定者

每隔几个月，商业媒体便会报道一种方案来预测美联储是否会调整利率或者何时会调整利率。制定此类方案所用的知识不会超出初中所学的数学知识。其“诀窍”在于要搞清楚用什么量来乘以或除以另外一些量（如通胀率、失业率、联邦基金率等等）。这种预测方案试图将美联储的委员们就具体情况所采取的具体措施简单化，投资者似乎并没注意到这一点。事实上如果他们已经注意到这一点，格林斯潘效应便会自动失效。

那些呼声看起来并不是那么野心勃勃、但经验却很丰富的人指出，要预言美联储下一步的行动必须要考虑一些有利因素。例如，《财富》杂志指出投资者应与“供应商发货指数”保持步调一致，因为根据这一指数，他们可以得知制造商处理订单的效率有多高。还有一个原因就是格林斯潘本人最爱参考这一指数，并称其为“货币政策准确的指路灯”<sup>1</sup>。事实确实可能如此，但《财富》杂志涉及的只是这一指数的大体

走向（例如这一指数上升预示经济即将衰退，还会引起通胀压力，因而利率很可能高涨），而并不表明这一指数在具体的哪一点引发经济衰退。因此，《财富》杂志最终的断言是——“供应商发货指数”只是影响美联储金融政策的又一因素，而不是其金融政策的原动力。

如果世界上有块“罗塞塔石”，它能解释美联储的行动和格林斯潘的工作方法，那么这块石头的发现者必定非常富有，他也不必再为杂志撰写经济评论。实际上，他完全有理由对其发现“罗塞塔石”这件事只字不提。自己能沾光的事，为什么要告诉他人呢？

## 自己昭昭，使人昏昏

格林斯潘有一次曾开玩笑说，作为美联储主席，他学会的就是“掩盖自己的讲话意图”。这一点正如我们所看到的，无论他面对国会还是照像机的闪光灯，他都有充分理由掩盖自己的意图。当然，我们都清楚记者们依靠采集新闻挣钱，即使事实上并没有什么新闻。考虑到像斯芬克斯一样神秘的格林斯潘和像警犬一样敏锐的新闻记者这两个方面的因素，其结果可想而知。例如，我们有时会看到有新闻称他们领悟到了格林斯潘讲话的真谛。即使他们的报道千真万确，但也只会使格林斯潘的真正意图更加模糊。

想想迈克尔·西维在《金钱》杂志上所写的一篇报道。“即使在不懂得格林斯潘讲话的含义时，我们也能根据其行为做出大量判断。”这是西维于1996年冬所写的文章。他认为格林斯潘“过去几乎就像拉什·林博(Rush Limbaugh)一样喋喋不休地随口讲述自己的观点”。西维还解释道这是因为过去我国经济正步入困境，所以格林斯潘“作为美联储主席也变得直言不讳”。记者们告诫投资者：“如果你们忽视了格林斯潘讲话的涵义，你们就会处于危险境地。”问题是西维除了认为格林斯潘会不断努力控制通货膨胀之外，对于格林斯潘效应从未明确提过。这样的分析真的有作用吗？事实并非如此。<sup>2</sup>

下面是记者们可能说的话：今日无大事。这样的话因其语义模糊可以从多方面理解。有时候，甚至在大多数情况下，由于被格林斯潘和他的同事们所吸引，14 000名预言家所写的均是语义模糊的文章。如果把这样的文章看成一幅画的话，有时画上黑白难辨，仅有灰色的阴影；而有时这幅画也有鲜亮的色彩，即好坏消息均有，但总的说来是什么事也没有。实际上，如果格林斯潘及他手下的经济奇才所做的工作较好的话，新闻应该是丰富多彩的，正反面消息均会出现。

## 自信的失败者

一些对格林斯潘“将要做什么”深信不疑的人陷入了困境，

那是因为他们太狂妄、太自信。例如，在仔细聆听格林斯潘1996年夏对国会所做的汉弗莱-霍金斯报告之后，著名经济顾问伯特·艾利离开会场时肯定地说，联邦公开市场委员会将在一个月以后的会议上提高利率。艾利指出他之所以这样肯定，是由于格林斯潘在向国会汇报时曾说过这样一段话：

我坚信，如果不断有征兆表明通货膨胀的压力不断增大，以致增大危及我国经济的长远发展时，联邦公开市场委员会将采取措施加强对储备市场的控制。”<sup>3</sup>

对于艾利来说，这样一段话是格林斯潘“准备很快放慢经济发展速度”的“最明显标志”。<sup>4</sup>但联邦公开市场委员会并没有在接下来的第2个月提高利率，甚至直到1996年底，乃至到1997年底也没有提高利率！

由于散发上面印有“所有人都称艾伦为圣人”的纽扣形徽章并且在报纸上公开指责格林斯潘不配因经济发展势头良好而获得人们的信任，艾利声名狼籍。<sup>5</sup>他没能正确阐释格林斯潘的原话，或许是由于他没能对格林斯潘的权力做出正确的评价。

像艾利这样未能正确阐释格林斯潘原话的人决不在少数。例如，美联储1997年整整一年未调整利率，而许多头号商业

杂志却多次预言利率会提高。“因此，如果你听信了这些杂志的意见，你肯定会赔钱（至少你赚的钱会比你期望的少）。

## 未经训练的心理学家

“我听你说的是……”

每天，在心理治疗时间内，孜孜不倦的心理治疗专家总会说出上面这句话。这是一种很有用的阐释，目的是为了引诱病人进一步袒露心胸甚至为了帮助病人将头脑中零散的记忆串联起来。

金融分析人士也常常喜欢说这一句话，尤其是当他们刚刚听完格林斯潘的一番演说。但这样的话在金融领域所起的作用恰恰同心理治疗时所起的作用相反。说这样话的人在这种情况下不仅没有击中讲话人——格林斯潘讲话的要点，而且还掺入了听讲人的许多主观观点（换句话说，格林斯潘讲话的作用发生了改变）。令人惊奇的是，听同一个格林斯潘演讲的人常常会得出大相径庭的结论。实际上，得出完全相反结论的情况也屡见不鲜。例如，1996年春的一个星期二，格林斯潘向众议院的一个委员会作报告。当天道·琼斯指数就接连下降44点，原因是有人认为格林斯潘的讲话暗示了利率问题。第二天，格林斯潘又在参议院重复了这一报告。这一次，道·琼斯指数上升57点，到周末时以飙升127点收盘。正如《美国银行家》几天

后报道的那样：“上周，华尔街对美联储主席的讲话出现了两种完全相反的解释。”<sup>7</sup>

格林斯潘于1997年7月所作的报告（参看第3章，）不仅引起强烈的投机反应，而且在此之后又引起众多经济学家的第二次推测。华尔街认为那天听到的是格林斯潘极为乐观的讲话，而《美国银行家》却说：“重温格林斯潘的报告，几位经济学家都说他们认为格林斯潘发布了关于商业状况的严重警告。”<sup>8</sup>

事情总是这样，人们得出的结论是不尽相同，甚至完全相反的。

我们并不是说诠释格林斯潘是完全无望和无效的。实际上，解读格林斯潘是完全有希望的，而且还会促进生产。大多数情况下，金融分析人士与投资者都能合理地从格林斯潘的讲话中提炼有价值的信息，估计出其对经济发展的总的看法。实际上，根据某位专家所言，自从美联储将调整利率的任务限制到联邦公开市场委员会大会上之后，市场业内人士可以越来越精确地预测贴现率。<sup>9</sup>这样的说法还是有道理的。因为如果你根据推测能知道何时将调整利率，那么要预言是否会调整利率就容易得多了（1994年政策变化之前，联邦公开市场委员会随时公布利率调整）。

华尔街能够相当准确地解读格林斯潘，其原因就像格林斯潘本人一样神秘莫测，金融业内人士并不依赖于各种推论模式。

经济学是一门各种变量相互作用的科学。当其他变量恒定时，预测一个变量的变化结果通常就很有效。而在现实生活中，几乎没有什么可以保持恒定。因此在不同的条件组中，一个变量的同一种变化可能会造成不同的——甚至完全相反的——结果。就业的人口增加会造成通胀压力吗？这取决于劳动力市场状况、季节性因素、劳动者目前对国际竞争的看法以及其他一系列因素。

因此，对于格林斯潘领导的美联储在既定情况下可能会出现哪种反应这个问题的答案就是：美联储采取的具体措施取决于具体情况，如劳动力市场状况、失业率、美元实力、公司利润和其他关键指数等等。还需要考虑的是其中哪个因素可能对经济运行造成最大影响。

那么，对于一般的投资者——甚至投资额较大的投资者而言，应该如何驾驭和运用美联储主席的不直接了当的讲话呢？现有的记录对他们而言很有用处。我们从格林斯潘采取的措施中能看到哪些固定模式？市场何时又是如何对格林斯潘讲话做出反应的？我们在下一章将以对格林斯潘效应所做的16项观察来回答这些关键问题。

## 第37章

美联储主席开口讲话：  
什么重要，什么不重要

这一章，我们又重新开始探查经济学领域。在第二和第三部分，我们分析了格林斯潘推动市场运作的八大因素。第四部分到第八部分，我们讲述了格林斯潘对现代金融与经济的看法，其中谈及的重要话题多达 24 个，分列于各章节之中。每一章节都讲述了一个专门话题，但重要的是我们要能理清整体格局。

本章列举了有关格林斯潘效应的 16 种观察所得。我们希望这 16 种颇具实际价值的对格林斯潘的新认识有助于投资者在混乱经济状态中辨清方向。而这种混乱的经济状态可能是由于格林斯潘讲话引起的，但也可能是他本人引入的不安定因素。

现在我们从格林斯潘学的第一原则开始，这一原则在本书中已多次反复出现，并且还会继续出现。因此这一原则完全可以排列在格林斯潘学的首位：

### 1. 利率是基本工具

正如我们在第 2 章中所讲到的，控制贴现率（下属银行向美联储借贷时所付的短期利率）并不是美联储最有力的工具，但这却是最受人们关注的。然而尽管利率政策仍占据显著地位……。

### 2. 格林斯潘很少谈论利率问题

能够引起金融市场最剧烈反应的是格林斯潘关于影响市场二等次要因素的评论，这些因素包括通货膨胀、通货紧缩、

生产力、国内生产总值增长、失业、国际经济状况等。如果格林斯潘对其中任何一个因素加以有力评论，而且也不用一长串其他平衡因素来否定这一因素对市场的冲击力，那么投资者就会根据格林斯潘所表达的内涵站在他的立场上采取相应措施（但正如我们前面看到的那样，投资者们根据格林斯潘讲话的要旨所采取的措施可能会涉及市场的方方面面）。

格林斯潘从未正面谈及利率问题。对于利率，他最多只会讲这样的话，“美联储的委员们正密切注视着市场形势的发展。一旦有通胀迹象出现，他们就会立刻采取措施。”大家都清楚他所谓的“采取措施”是什么意思。

艾伦·格林斯潘工作特别繁忙。除了担任美联储主席，除了负责管理联邦储备委员会董事会和联邦公开市场委员会事务外，最近几年，他还至少在 8 家大公司的董事会担任要职，并且还在几个专门机构中担任重要职务，因此他被授予多项奖励并获得多项荣誉。

格林斯潘也发表了众多的演说。

自 1988 年起（格林斯潘于 1987 年底担任美联储主席一职），格林斯潘平均每年发表 15 次演说（其中 1995 年是最忙碌的一年，他至少发表演说 30 次）。而在聆听他演说的人当中有议员、经济学俱乐部会员，专门机构组织成员、大专院校学生。格林斯潘发表的演说很少不超过一小时，有时甚至长达两个多小时。他的讲稿都是经过精心准备的，或许参与准备讲稿的

还有一两个专职写稿的助手（这一点我们不得而知）。格林斯潘所有的讲稿都存在美联储档案馆内（最近，又登在美联储网址上），作为公共记录的一部分。

自从坐上美联储主席这把交椅以来，格林斯潘平均每年向国会作12次工作汇报。按法律规定，格林斯潘有责任每年作两次报告，一次面向参议院委员会，一次面向众议院委员会。在这种报告会上，格林斯潘须对经济状况、货币政策作长时间的详尽报告，之后还有一段答问时间。除了每半年要作一次汉弗莱-霍金斯报告之外，格林斯潘还经常应国会邀请解答关于当前经济的主要问题与货币政策的关系。

自从1995年以来，格林斯潘已成为经济代言人和社会评论家。80年代末至90年代初，格林斯潘常常将自己讲话的范围局限于货币政策、银行业、金融、经济危机、即将实施的立法等问题。90年代后半期，格林斯潘将自己讲话的范围扩大到信息技术、资本主义的扩展，小型企业，个人储蓄和教育等问题。

3. 格林斯潘效应通常在他作完报告——尤其是汉弗莱-霍金斯报告之后发生，而不是在他公开演讲的时候发生

作为汉弗莱-霍金斯报告的一部分，格林斯潘还需对自上次报告以来的经济发展状况作一回顾，不仅要对经济发展的强势与弱势做出正确的评价，而且还要对未来几个月以后的通货膨胀、失业、国内生产总值和其他一些重要指数做出正

确估计。格林斯潘将自己所有的注意力都集中在这些因素上，总之，所有这一些都与商业有关。因此，这些比格林斯潘的非官方讲话更受人重视。实际上，受格林斯潘效应影响的大部分市场变化都发生在格林斯潘作汉弗莱-霍金斯报告之时或者紧随其后。

然而，不论格林斯潘何时发表演说，投资者还是特别注意，因为……。

4. 格林斯潘每次讲话时，都要花费一段时间对目前的经济状况作一总结。因此，他的每次讲话都有可能隐含着关于利率的信息

例如，我们仍记得1998年秋格林斯潘在加州大学伯克利分校发表的一篇题为“新经济”的演说，对全球金融市场产生了很大的冲击力。当时，新闻记者和经济学家们都像“捡樱桃般”地从格林斯潘关于可能发生通货紧缩的字里行间寻找线索，并认为利率下调近在眼前。因此，格林斯潘总可以通过自己的论坛来传播美联储调整利息的倾向。

5. 谈及未来时，格林斯潘总是使用大量隐晦词语

从格林斯潘演讲中提取有用信息之所以如此棘手，另外一个原因是格林斯潘在谈到将来时从不讲绝对的话，以至于他讲的每一句话都有隐晦成分。如果目前的经济发展势头持续下去，美联储“就可能控制新资本的投资速度”。备用劳动力的枯竭是“经济可能下滑的原因”。但对付这种情况总会有出

路，总会有出现不同结果的可能。

格林斯潘使用这样的言辞并不仅仅是一种骑墙术。他的言辞是为了保护投资者的利益。如果他的言辞较为肯定，那么投资者认为是正确的立场可能到最后会出现人们始料不及的与利率上调或下调的事实截然相反的结果。

值得庆幸的是，要从格林斯潘模棱两可的话语中找出其立场还是有办法的。

6. 不管有意与否，格林斯潘讲话的内容重要与否，总能通过他讲话的时间长短来判断

首先，请允许我作一点解释，这并不是说格林斯潘花最长时间所讲的话题与投资者关系最密切。众所周知，格林斯潘的大部分公众演说都是有关市场经济的“三等”要素，而这些话题与利率并无重大的直接联系。

而当他谈到二等市场要素时，这也几乎是他每次站到发言台上必讲的话题，他还喜欢讲自认为最重要的话题，也或许讲他那些在联邦公开市场委员会的同僚们认为重要的话题。

换言之，格林斯潘展望未来25年内的失业、通胀、资产价格和工人生产力的状况时，他对每一话题只做有限的评论。但对投资者来说，明智之举是特别注意他花费时间最长讲述的一两个二等市场因素的要旨。

7. 注意报纸标题中谈到的格林斯潘讲话的要义

新闻记者的工作便是报道格林斯潘的讲话并解读其中所包

含的最重要的信息。当然，肯定有一些人比另外一些人在这方面做得更好。正如我们在前一章分析的那样，投资者有时从格林斯潘的讲话中会得出完全相反的结论，记者们也是如此。几家重要报纸对格林斯潘效应的不同解读就能显示出这一点。

当然，大多数投资者没有那么多时间来比较不同报纸对格林斯潘讲话的阐释，甚至没有时间读完格林斯潘的原稿。那末要提高对格林斯潘讲话阐释的准确度，他们就必须仔细研究许多好的新闻报道中引用的格林斯潘的讲话。换句话说，就是用自己的话来分析格林斯潘的原话。尤其值得注意的是报纸标题。或许不必提醒投资者出版报纸的真正目的是为了卖报纸，而标题，就其实质而言，就是标题。因为格林斯潘已完全习惯使用隐晦词语与模棱两可的言辞，他的原话永远不可能成为好的报纸标题。

#### 8. 简练的字眼被报界多次引用

新闻界的使命之一便是尽快地选中要点，评述问题的实质。如果报界所面临的不是像格林斯潘的讲话这样微妙的话题时，这的确是值得称道的使命。如果我们将新闻界的这一使命与刚刚讲过的销售更多报纸的使命放在一起，我们就会发现在各大报纸的大标题竞争中，引人注目的词和短语往往更吸引读者的注意。

格林斯潘（或其写稿人）对于既定话题谈得简洁扼要，但

这并不能完全显示出这一话题不重要。新闻界总是重复使用那些听起来令人舒服愉悦的字眼，尽管格林斯潘本人可能用单调而低沉的声音讲述这番话，而且根本没注意到那些字眼听起来令人舒服。因此，这也是需要随时规避新闻界的另一原因。

#### 9. 大多数情况下，格林斯潘效应是负面效应

市场受格林斯潘效应影响发生变化时，70%的变化是股价下跌。这一点与一般的法则相违背。而且考虑到近八九年来我国经济发展的可喜势头更觉得不合情理。

造成股价下跌的原因可能是，不习惯解读格林斯潘的人们每一次听到格林斯潘以他惯有的审时度势和严肃的语调讲话时，总是有注入一针强心剂之感。但格林斯潘的职责是找出现有经济中潜在的风险，而且他本人极擅长这一任务。

当然，这种负面效应持续时间越长，其影响就越容易得到应验。终究会有一天——或许这一天已经到来——格林斯潘一开口讲话，投资者们就开始抛售股票。其原因并非是因为格林斯潘说了什么，而是投资者们都很清楚其他投资者也会抛售股票。

不管格林斯潘效应之后还有什么力量，美元何时处于贬值的危险总是值得关注的。

#### 10. 好坏消息可以互相转化

程度较高的学生可以跳过这一项，接着看下一项。因为他

们已经知道华尔街厌恶好消息。我国经济正以飞快的速度增长吗？小心：美联储可能需要降低利率以消除通货膨胀因素。美联储对通胀的反应措施也未必每一次都是同样的。例如，格林斯潘可能致力于在两种不同情形下限制通货膨胀。在第一种情况下，股市做出有利回应，原因是人们预计下一季度通胀率会很低；而在第二种情况下，股市可能由于人们担心利率上涨而暴跌。

华尔街在格林斯潘发表评论之前的推测是使消息截然不同的决定性因素（至于格林斯潘评论造成负面影响的其他实例，参照第4章和第10章）。

#### 11. 投资者倾向于对格林斯潘的讲话做出过分反应

正如我们在第2章中所述，美联储对证券市场的影响（而不是控制）比格林斯潘效应的影响更受局限。但格林斯潘在全球金融市场的惊涛骇浪中所发挥的导向灯的作用使他的言辞具有特殊的威力。

成百万投资者的个人决策可使市场动荡。一般来讲，美联储调整利率的实质意义可能不大。因为从一方面来说，美联储很少真的调整贴现率；从另一方面来说，即使它真的调整了贴现率，也只是在原先的基础上相应地上调或下调0.25%。

然而，应该注意的是美联储很少只采取一项措施。因此经过长时间寂静之后，投资者对此单一措施的反应更强烈，都争着猜测可能会随之而来的举措。

## 12. 正常变化的市场状况加大了格林斯潘效应

从我们在第二、三部分深入研究的几个例证中可以看出，由于格林斯潘效应所引发的巨大市场变动都发生在市场动荡之时，很明显，投资者们有时所处的位置犹如箭在弦上，一触即发。

格林斯潘效应发生的同时，格林斯潘本人也显示了他稳定市场的非凡才能，当然只有在必要时他才会这样做。

当市场处于变幻莫测的状态时，投资者最好坐观格林斯潘是如何与市场较量的，而不要对市场状况做出剧烈反应。

13. 格林斯潘的话有如罗沙测验 ( Rorschach test ) ( 令受试者解释各种不规则的墨水图形以判断其智力和性格的一种心理测验——译者注 )

投资者常常对格林斯潘的讲话做出剧烈反应甚至错误反应，那是因为他们常常把自己的希望和恐惧也投影到格林斯潘讲话中的缘故。而格林斯潘的讲话为这种投影提供了无穷无尽的机会。众所周知，格林斯潘在任何一次讲话中都会涉及许多话题，而且他还从不同角度剖析同一问题。因此，无论是好消息还是坏消息，无论是鼓舞人心的讲话还是提醒人们留意的讲话，人们总会从中挖掘出一些有价值的东西。在很多情况下，对市场持悲观和乐观两种不同态度的人士也能从格林斯潘的讲话中得到佐证。

## 14. 格林斯潘效应半衰期很短

根据本书前两部分的插图显示，格林斯潘效应持续的时间

很少超过两天。有时，股市会沿着格林斯潘效应所形成的轨迹继续运行。但仔细观察之后，会发现推动股市运行的还有其他因素。继格林斯潘效应引起股市下滑之后，股市通常会很快反弹，以避免因此效应而引起股市暴涨。在“非理性增长”中情况更是如此。

一些对这种模式了如指掌的投资者已学到真谛，心领神会。古德曼·萨克斯公司的罗伯特·B.阿尔伯特逊说：“股市对利率变动过分敏感，因此我要充分利用这一点。”<sup>1</sup>

15. 美联储调整利率的倾向每变动一次，股市就会随之发生巨大变化

有人说美联储的任务便是“随风倒”，意思是说该货币发行机构的使命是在通货膨胀可能发生时，紧缩货币供应；而在经济停滞不前时，放松货币供应。

因而，投资者需要紧跟美联储采取的导向型措施，尤其要适应这种导向型措施的“方向变化”。当美联储停止向某一方向倾斜时（意味着它采取的下一步措施便是提高利率），便开始向另一方向靠拢，证券与股票持有者便会在利率未抬升之前贴现。由于华尔街有众多的投机商和股票看跌者，他们的群体通常本能地采取自我保护的措施，这是显而易见的。这些自保措施早晚都可采取，但投机商和股票看跌者一定等到某种信号从美联储发出（或许这一信号并不一定来自格林斯潘本人），他们才会采取保护措施。

当预期格林斯潘讲话之时，人们想了解股市是否已贴现所有或者大部分美联储典型的提高或者降低 0.25% 利率这种举措。因为贴现量越大，格林斯潘效应造成的影响可能就越小。

16. 许多投资者将格林斯潘效应与利率的作用相提并论

只要格林斯潘效应仍具有巨大影响，投资者就不必担忧股市会对格林斯潘的讲话做出剧烈反应这一事实。在实际分析中，美联储的实际权力和这些权力的实际局限与股市每日的收益和亏损并不相关。相反，其他投资者继美联储采取措施之后的行动与股市每日的收益和亏损却密切相关，这一点格林斯潘确曾说过。耶鲁大学经济学家与投资行为分析专家罗伯特·希勒认为，格林斯潘对股市的异乎寻常的冲击力与“他曾经对股市有过冲击力的事实”有关联。人们未必都试图从他的讲话中寻找信息，但是格林斯潘效应已变成自我应验的预言。<sup>2</sup>

股市现实存在于格林斯潘的语言艺术中，这样说来，华尔街也进入了后现代时期。

## 第38章

### 格林斯潘与股市 的未来

2000年6月20日，艾伦·格林斯潘将面临是否第四次担任美国联邦储备委员会主席的问题。离任和留任的抉择在很大程度上取决于格林斯潘本人。如果民主党提名的总统候选人看上去声势浩大，经济发展稳中向上，克林顿领导的像瘸腿鸭一般的政府就不可能从中作梗，格林斯潘就不会下台。如果民主党的势力不如共和党那样强大或者说经济衰退的话，克林顿及其支持者就更不可能对美联储进行重组。

对格林斯潘来说，身体状况与体力都不成问题。他是个网球爱好者，到2000年他也只有74岁。他或许会决定留下来再干4年，也或者是8年。如果他在任时做事干净利索，无懈可击，谁能有充足理由反对他呢？年届70的里根总统虽然胸部挨了一枪，但仍继续工作。也正在这个时刻，我们对“年老的”公务员的看法才得以大大改变。

但还有一个更重要的，也是更基本的事实使格林斯潘的“去留”问题显得并不那么急迫，那便是无论谁在21世纪初坐上这把交椅都会不可避免地受到格林斯潘的影响。自从90年代初以来，美国经济持续良好的发展势头在很大程度上应归功于格林斯潘，因为是他重新定义了美联储银行行长之责。格林斯潘的第一位继任者，也或许以后还有一两位继任者将不得不受到格林斯潘的影响。历史发展的惯性就是如此，就像将军打完了最后一仗，美联储主席也争先效仿最后一位经济超人。

如果我们冒险将自己置于“自信的失败者”（关于这一点，

第36章有详细论述)的位置上,我们就可以尽可能猜测格林斯潘在其第三届任期结束时会有什么举动,猜测一下像他这样一位与公众志趣相投的成功者如何领导美联储走向2004年及更为遥远的未来。我们的视点仍然会停留在美联储主席与股市的关系上。

真的有“新经济”存在吗?这是最近几个月以来出现频率很高的一个问题,并且也是格林斯潘花费很长时间详细解答的一个问题(参见第30章)。如果格林斯潘认为这个问题的答案应该是肯定的,那么现在我们所熟知的格林斯潘与我们即将看到的新上任的主席之间将有明显的不连贯性。

越来越多的专家认为,自90年代初以来,美国经济正进入一个前所未有的领域。“我国经济似乎正在渐渐远离我们所熟悉的经济领域。”商业部官员艾弗雷特·艾利克在回顾1997年以来的经济发展时这样说道。在这块从未踏入的没有明显指路标的经济领域,低于6%的失业率会直接导致通货膨胀,而国内生产总值的增长超过2.5%则会导致通货膨胀。<sup>1</sup>但美国经济近几年来发展已远远越过这两道门槛,而同时通货膨胀也在政府控制之中。《财富》杂志是这样评论的:“我国经济目前对通胀压力已有了令人吃惊的抵抗力。”雷·沃赛克是A.G.爱德华兹首席经济学家,但他对一种现象也觉得有些困惑,这种现象便是“美国1991年以后的经济发展是二战后最特殊的时期。在这段时间里,经济领域几乎没有任何重大的不平衡”。<sup>2</sup>

美国经济果真为经济学领域引入了一种“新的经济类型”吗？1962年，托马斯·库恩在他另辟蹊径编写的《科学革命的结构》(The Structure of Scientific Rerolutions)一书中使“转型”这一概念得到普及。所谓的“转型”指的是原先处于主导地位的科学模式正悄悄地被新的主要模式所取代。库恩指出，在科技革命的最初阶段会产生一些不能为主导模式所容纳的现象。那些根据新现象提出新理论的人们成为边缘人或者不为人接纳。但最终，大量的新现象会对现有的模式提出挑战，使之丧失解释力，并最终被这种新的模式所代替。<sup>3</sup>库恩所谈的是物理学领域的问题。但众多专家却能跨越多学科领域，其中包括经济学领域和其他社会科学领域，将库恩提出的转型模式应用到自己的学科领域中去。

今天，许多经济专家已在使用库恩的方法来描绘他们在宏观经济中所观察到的新的模式。他们认为，美国经济的发展状况表明，传统的经济解释理论已不再适用于新的情况，尤其是菲利普斯曲线上所表示的通货膨胀与失业状况之间的反比关系再也不能解释美国的经济现状（有些经济专家开玩笑说：理论与现实之间的差异表现出来的是“虚假的现实”<sup>4</sup>）。因而，他们认为我们已经进入一个经济发展的崭新阶段。这一阶段，全球竞争加剧，因特网应用越来越广泛，正是由于这两种因素消除了世界发达经济的低效因素，并且迫使工资水平和物价水平下降。其结果就是经济不断发展，达到历史最高值，同时失业

率与通胀率都确保维持在较低水平。

格林斯潘认为经济发展速度不可过快。就其整个职业生涯来看，格林斯潘认为要保持最大限度的可持续发展，低通胀率是关键。因此，自他就任以来，就一直努力抑制通货膨胀。我们都还记得格林斯潘入主美联储的前几年曾遭到公众一致的严厉批评与抨击，其原因是他总是坚守低通胀这块阵地。但随着经济状况逐年好转，人们对格林斯潘的抨击也逐渐销声匿迹。90年代美国经济的快速发展会促使格林斯潘对自己的基本经济原则重新思索甚至放弃吗？或者说90年代美国经济的空前繁荣会使格林斯潘感觉到自己得到平反从而使他更加坚信自己的原则吗？回答似乎是显而易见的：坚持原则不变。

有证据表明，格林斯潘和其他几位在公共场合对新经济类型问题发表过意见的联邦公开市场委员会的成员，曾对根据90年代出现的令人困惑的经济实力的壮大而采取的措施做出了调整。多年以来，引起通胀警钟的标准参数是国内生产总值的增长率为2.5%和5%~6%的失业率（经济学家把引发通胀的失业的门槛称为“害路”即HAIRU：NA即为没有加速，I为通胀，R代表率，U代表失业）。最近几年来，美国经济以每年4%的速度增长，而失业率却一直保持在6%以下，有时甚至刚到4%。<sup>5</sup>

许多美联储观察人士断言格林斯潘一直在用经济做实验，

以便检验经济增长率达到多少时才会引起通货膨胀。可以想象，格林斯潘对这些指控特别不满。但事实上传统的指导方针已渐渐放松制约。美联储的一位官员最近这样说道“我认为并没有存在新的经济类型，但我同意一些参数确实发生了改变。”<sup>6</sup>格林斯潘通过自己的经济措施，似乎也在传达同样的观点，但这并不是说格林斯潘就应该被划入同意“新经济类型”存在的行列之中。

相信格林斯潘确实赞同“新经济类型”的观点就会有很大风险。《财富》杂志评论道：“格林斯潘上任的十多年以来，最奇怪的事情之一就是华尔街和媒体都极不愿意相信格林斯潘真的会停止对通货膨胀的控制。”<sup>7</sup>格林斯潘并没有摒弃菲利普斯曲线，他只是在该曲线的基础上加以改进，使之能够解释我国当前的经济发展状况。

投机市场也迫使格林斯潘不得不重新思考旧的经济模式和经济解释理论。格林斯潘1987年刚上任时，道·琼斯指数还没有突破2400点大关。而当他在1996年第一次提到“非理性增长”，即格林斯潘效应首次对股市产生重大影响时，道·琼斯指数已升至将近6500点。当时，许多人把格林斯潘的话看做至理名言，纷纷抛售股票，等待这种“非理性增长的结束”，许多人一直到现在还在等。今天，道·琼斯指数已接近11000点大关，而对这一数字感到最惊讶的莫过于格林斯潘本人了。

如今通货膨胀率和失业率都较低，比起前些年来，格林斯潘的目光也更多地投向了股市。他最关心的是投机行为越来越肆虐的问题。造成投机现象增多的主要原因（参照第6章）是房产价格的飞涨使人们对储蓄不感兴趣，同时也使经济易受股市崩溃的影响而发生衰退。

对格林斯潘而言，这种进退两难的局面更加棘手。虽然美联储在调整利率方面对股市确实有不小的冲击力，但毕竟不能直接操纵股市。假设在不远的未来美联储对股市的冲击很大；假设由于利率上调或者格林斯潘扬言利率要上调而引起道·琼斯指数涨过11 000点，并且在2001年达到15 000点，2003年达到20 000点，投资者必定难以承受，股市最终会崩溃。这样就在很大程度上产生了财富效应副作用，而这种副作用恰好是格林斯潘试图要防止发生的。

《机构投资者》杂志认为，格林斯潘要正式对不断扩大的股市泡沫加以限制，而不是完全消除，而控制股市泡沫就像通过使眼色或者点头示意别人从桥上跳下来一样容易。可是一旦美联储采取了其最“致命的武器”——调整短期利率，就会引发一些它本来想要缓和的问题。<sup>8</sup>

当今金融领域风险愈来愈大，我们完全有理由相信美联储调整利率的措施所造成的影响会更大。近些年来，随着对冲基金数额的加大和券商愿承担风险的加大，金融政策的杠杆作用在信贷市场上也如野草一般蔓延开来。一些专家指出：这样的

杠杆作用使得短期利率的调整对中长期利率的冲击得以“放大”。《机构投资者》解释说，股市势头强劲持续的时间越长，投资者越愿意沿着风险曲线慢步前进，股市在这一段时期不断动荡的可能性也就越大。这一原因同样也解释了联邦公开市场委员会担心的房地产泡沫现象。<sup>9</sup>

但华尔街股市有没有被泡沫吞没呢？传说的经济学模式仍然不能令人信服地解释当前的实际经济状况。按照总部设在波士顿的重大决策经济学部的劳伦斯·豪威茨的说法，美联储所有成员“都不可能确切地说出股票到底是升值还是贬值，这一点与传统的通胀模式不同。”<sup>10</sup>换句话说，像90年代中和90年代末，美国经济发展是良性循环，通胀率较低，这是传统的经济学领域从未遇到过的现象。

格林斯潘本人现在思考的越来越多的是股市的牛市问题。因此我们最好还是看一看格林斯潘对这一问题的看法。

1998年底至1999年初，网络股成为华尔街最炙手可热的股票，这则消息也成了报纸的标题新闻。最初一些名不见经传的小公司，首次公开上市后一夜之间吸引了成百万美元的投资。一些网络公司的投资甚至超过了像美国通用汽车公司和美国标准石油公司这样经济实力雄厚的工业巨头。实际上，网络股热潮部分是由那些待在家里用电脑工作的电子“即日交易者”引发的。

1月17日，证券交易委员会主席阿瑟·勒维特警告那些即

日交易者,尤其是那些进行网络股买卖的人说,他们“应当自己能够支付用于购买股票的钱”。证券交易委员会主席的职责还是维持股市秩序,杜绝股市过热现象。”<sup>11</sup>

格林斯潘的职责也同上述一样吗?不。然而,第二天(1月18日)格林斯潘便站出来发表了自己对网络股热潮的看法。通常,格林斯潘的讲话会在全世界范围内报道,人们也会从各个角度对它进行分析,并从中精选出一些最有用的词句。然而这一次,杂志的头条新闻却是“福利彩票”:

几百年来,福利彩票负责人一直坚信他们总能使别人掏钱来买百万分之一的中奖机会,而且人们用于购买这一机会的钱总比这一机会的真正经济价值要多。<sup>12</sup>

这些话也是大多数记者们愿意听到的。第二天(1999年1月29日),“格林斯潘将过热的股市比做一场博彩活动”《纽约时报》;“网络股热潮尤如一场博彩活动——美联储主席如是说”《华尔街日报》;“格林斯潘认为网络股有博彩色彩”《金融时报》,等等,所有这些新闻报道纷纷刊登在各大报纸上。

与此同时,格林斯潘在其工作报告中,对这一话题也越讲越起劲。但他并不准备进行片面的阐释:

---

这其中有没有欺骗成份？回答当然是肯定的，许多事情当中都有欺骗成份。

---

接着格林斯潘又提醒参议院预算委员会成员：美国金融市场长期以来一直对那些新兴产业与新兴技术采取扶植政策，直到它们可以获利为止。

---

尽管网络股发展过热，但或许最终的结果是它产生的利大于弊。

---

这是美联储主席讲的相当肯定的一句话，但可以肯定的是必定有赔钱的人，因为新技术通常都产生于“创造性毁灭”。

网络股是近年来吸引格林斯潘注意力的一项重大变革，那么技术又是如何改变产业与市场的呢？

---

首先，如果某项新事物没有坚实的基础，就不能使之热起来。越来越多的人注意到，我国相当一部分商品销售与服务行业都开始将其传统的销售和服务渠道转到网络系统上来。

---

听到格林斯潘这段讲话之后，为《纽约时报》报道美联储新闻的理查得·斯蒂文森对格林斯潘的原话做了恰如其分的解释。他说格林斯潘的讲话“既饱含热情，又暗含谨慎”<sup>13</sup>。

紧接着是一段格林斯潘报告的问答时间，参议员罗恩·怀登评论说：“我国人口高峰期出生的一代人对退休后的生活问题所采取的一项基本措施就是大力购买网络股。”据报道当时格林斯潘脸上带着微笑答道：“那也叫‘投资’吗？”<sup>14</sup>

格林斯潘个人的公文包里总是装满厚厚重的短期国库券。但他却不是那种试图在自己任期内尽量大捞一把的人。这点儿年薪（133 600美金）甚至比联邦政府的一个区的官员的年薪还要低，这点儿年薪只占他作为私人顾问收入的一小部分。就个人而言，他的价值大约为230万~380万美金（1997年统计数字）。牛市经济在很大程度上可称是格林斯潘的“杰作”，目前他本人对此也是喜忧参半。要是他在股市上大量投资的话，他个人的收益肯定会增加不少。<sup>15</sup>

但那不是格林斯潘的风格，对市场经济的基本运行状况搞一些小动作也不是他的风格。未来几个月中，格林斯潘或许会大谈牛市，但华尔街似乎对此没太注意（参看第6章）。但若说格林斯潘会倡导采取激烈的措施却很值得怀疑，原因如下：

- 房地产价通货膨胀难以判定。
- 大幅度的利率变化有引起股市崩溃的风险。
- 格林斯潘不喜欢干预自由市场。

如果股市下滑，其下滑态势必然大到足以抵消自1987年经济危机以来的所有收益。如果发生此类情况，可以想象：如果格林斯潘仍在美联储任职，他一定会再次果断采取措施，加强金融系统的应急能力。格林斯潘对此类危机的处理能力能否与格林斯潘在美联储的其他职能相提并论呢？但愿不能，让我们拭目以待！

格林斯潘本人也会拭目以待。

## 注 释

## 第1章

1. The information for this chapter was derived from a great many business periodicals and books, which are listed in the bibliography. Only sources for quotations are cited specifically.
2. From an unattributed 1974 *New York Times* article quoted in Steven K. Beckner, *Back from the Brink: The Greenspan Years*, New York, Wiley, 1996, p. 12.
3. Rob Norton, "In Greenspan We Trust," *Fortune*, March 18, 1996.
4. "A Celebrity Economist Takes Over," *Newsweek*, June 15, 1987.
5. Quoted in Herbert Stein, "The Fiscal Revolution in America, Part II: 1964–1994," in W. Elliot Brownlee (ed.), *Funding the Modern American State, 1941–1995: The Rise and Fall of an Era of Easy Finance*, New York, Cambridge University Press, 1996, p. 259; and from Edwin C. Hargrove and Samuel A. Morley (eds.), *The President and the Council of Economic Advisors: Interviews with CEA Chairmen*, Boulder, Colorado, Westview Press, 1984, p. 418.
6. Hugh S. Norton, *The Quest for Economic Stability: From Roosevelt to Bush*, Columbia, South Carolina, University of South Carolina, 1991, p. 190.
7. Stein, op. cit., p. 273.
8. From a statement by Alan Greenspan before the National Bipartisan Commission on the Future of Medicare, April 20, 1998.
9. Blanca Riemer, "What's in Store at the Fed," *Business Week*, June 15, 1987.
10. Ibid.
11. Mickey Kaus, "Reagan's Man at the Fed," *Newsweek*, June 15, 1987.
12. Ibid.
13. George Russell, "The New Mr. Dollar," *Time*, June 15, 1987.
14. Beckner, op. cit., p. 51.
15. Ibid., p. 52.
16. Ibid., p. 53.
17. Martin Sosnoff, "Hands Off the Punch Bowl, Alan," *Forbes*, April 21, 1997.

18. "The Helmsman's Gamble," *The Economist*, October 26, 1996.
19. Tricia Welch, "Greenspan by a Landslide," *Fortune*, March 18, 1996.
20. Gordon Matthews, "Will Tight Job Market Spook the Fed on Rates," *American Banker*, May 13, 1996.
21. Mortimer B. Zuckerman, "Chairman Greenspan Retired," *U.S. News & World Report*, February 12, 1996.
22. Norton, op. cit.; Michael Sivy, "Alan the Eternal Economist," *The Economist*, March 2, 1996.
23. Joshua Cooper Ramo, "The Three Marketeers," *Time*, February 15, 1999.
24. Ibid.

## 第2章

1. For the most part this chapter relies on Sidney Ratner et al., *The Evolution of the American Economy* (New York: Macmillan Publishing Company, 1993), *passim*; Bray Hammond, *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War* (Princeton: Princeton University Press, 1957); and John Woolley, *Monetary Politics: The Federal Reserve and the Politics of Monetary Policy* (New York: Cambridge University Press, 1984), pp. 30–47.
2. Ron Chernow, *The House of Morgan* (New York: Atlantic Monthly Press, 1990), p. 128. Other special sources are cited individually.
3. "Mr Greenspan's path to glory," *Economist*, June 15, 1996.
4. William Greider, *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country* (New York: Simon & Schuster, 1987); Thibaut de Saint Phalle, *The Federal Reserve: An Intentional Mystery* (New York: Praeger 1985); Maxwell Newton, *The Fed: Inside the Federal Reserve, the Secret Power Center That Controls the American Economy* (New York: Times Books, 1983).
5. John Cassidy, "Fleeing the Fed," *New Yorker*, February 29, 1996.
6. Stephen K. McNees, "The Discount Rate: The Other Tool of Monetary Policy," *New England Economic Review*, July/August 1993.

## 第3章

1. Charlene Lee and Tracy Sacco, "Bond Prices Decline as Traders and In-

- vestors Await Greenspan's Testimony Before Congress," *The Wall Street Journal*, July 22, 1997; "Tokyo Stocks Retreat Broadly to Profit-Taking; European and Latin American Bourses Rebound," *The Wall Street Journal*, July 23, 1997.
2. Lee and Sacco, op. cit.
  3. Greenspan quotations in this chapter are from his Humphrey-Hawkins testimony before the U.S. Senate's Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, July 22, 1997.
  4. Suzanne McGee, "Dow Surges 154.93 After Greenspan Comments," *The Wall Street Journal*, July 23, 1997.
  5. "Unnerving Nirvana: Wall Street," *The Economist*, July 26, 1997.
  6. Gregory Zuckerman, "Bond Prices Surge in Strongest One-Day Climb Since April on Greenspan's Benign Comments," *The Wall Street Journal*, July 23, 1997; David Wessel, "Greenspan Gives No Hint of Rate Boost," *The Wall Street Journal*, July 23, 1997.
  7. Larry Bauman, "Rate Outlook Helps Stocks Rally; Boeing, IBM Rise, but 3M Drops," *The Wall Street Journal*, July 24, 1997; "Unnerving Nirvana: Wall Street," op. cit.
  8. Bauman, op. cit.
  9. Gordon Matthews, "Economist: Greenspan, Far from Complacent, Ready to Hike Rates If 3Q Demand Heats Up," *American Banker*, August 11, 1997.

## 第4章

1. The sources for this "diary" are as follows: Greg Ip, "Bear or Correction: Wall Street Debates Whether Stock Market Now Has Claws," *The Wall Street Journal*, September 4, 1998; E. S. Browning, "Blue Chips Fall 45.06 Points in Volatile Trading," *The Wall Street Journal*, September 3, 1998; "Time to Relax, Alan," *The Wall Street Journal*, August 31, 1998; E. S. Browning, "Stocks Fall 100.15 Points, or 1.29%," *The Wall Street Journal*, September 4, 1998.
2. "Greenspan Plays Down Inflation Worry," *The Wall Street Journal*, September 8, 1998; Richard Stevenson, "Greenspan's Words Taken for Golden," *The New York Times*, September 8, 1998.
3. Greenspan quotations in this chapter are from "Question: Is There a

- New Economy?” remarks by Alan Greenspan at the Haas Annual Business Faculty Research Dialogue, University of California, Berkeley, California, September 4, 1998.
4. Stevenson, op. cit.
  5. Suzanne McGee, “Asian Stocks Soar on Words by Greenspan,” *The Wall Street Journal*, September 8, 1998.
  6. Kenneth N. Gilpin, “Dow Rises Sharply on Hope Inspired by Fed Chief,” *The New York Times*, September 9, 1998.
  7. Ibid.; “Greenspan’s Hint of Rate Cut Sends Value of Dollar Down,” *The New York Times*, September 8, 1998.
  8. Gilpin, op. cit.
  9. Gretchen Morgenson, “The Bulls Stampede Back, Shoving Chicken Little Aside,” *The Wall Street Journal*, September 9, 1998.
  10. Ibid.; Stevenson, op. cit.; Morgenson, op. cit.
  11. David Wessel, “Greenspan’s Words Seem to Do Trick,” *The Wall Street Journal*, September 9, 1998; Morgenson, op. cit.
  12. Stevenson, op. cit.
  13. “Treasuries Fall as Greenspan Comments Trigger Giant Rally in Stocks, Lessen Need for a Haven,” *The Wall Street Journal*, September 9, 1998; Morgenson, op. cit.
  14. Ibid.
  15. Stevenson, op. cit.; Wessel, op. cit.
  16. Ibid.
  17. Morgenson, op. cit.; Stevenson, op. cit.
  18. Ibid.; Gilpin, op. cit.
  19. Stevenson, op. cit.
  20. Wessel, op. cit.

## 第5章

1. Headlines from a *Wall Street Journal* “News Roundup,” October 28, 1997.
2. “Shopping Spree: The Dow Gains 4.7% as Bargain Hunters Swarm Into Stocks,” *The Wall Street Journal*, October 29, 1997.
3. Alan Greenspan quotations in this chapter are from his testimony before the Joint Economic Committee of the U.S. Congress, October 29, 1997.

4. David Wessel, "Stocks' Recent Decline May Preclude Any Short-Term Boost in Rates by Fed," *The Wall Street Journal*, October 29, 1997.
5. Suzanne McGee, "Correction Is the First in Bull Run," *The Wall Street Journal*, October 28, 1997.
6. Wessel, op. cit.
7. Jaret Seiberg, "Greenspan: Market Drop Will Be Good for Economy," *American Banker*, October 30, 1997.

## 第6章

1. David Franecki, "Two for the Money: The Internet and the Fed Were the Real Heroes of the Quarter," *Barron's*, January 11, 1999.
2. David Wessel, "Greenspan Frets Over Outlook for Stocks," *The Wall Street Journal*, January 21, 1999.
3. J. R. Wu and Victor Ozols, "Treasury Prices Ease Amid Greenspan Focus; South Korea Receives Upgrade in Debt Rating," *The Wall Street Journal*, January 20, 1999.
4. "Fed Chief Says Any Slowing in U.S. Will Be Moderate," *The Wall Street Journal*, January 12, 1999.
5. Wu and Ozols, op. cit.
6. Ibid.
7. Alan Greenspan quotations in this chapter are from his statement before the U.S. House of Representatives' Committee on Ways and Means, January 20, 1999.
8. "Dow Drops Back on Late Profit-Taking," *Financial Times*, January 21, 1999.
9. Stephanie Hoo, "Modulated Message from Greenspan, Calmer Brazil Keeps Hold on Dollar," *The Wall Street Journal*, January 21, 1999.
10. Richard Stevenson, "Greenspan Hints Rate Cut Is Unlikely," *The New York Times*, January 21, 1999; Wessel, op. cit.; William Pesek, Jr., "What Matters Most of the Economy? These Days, It's the Stock Market, Stupid," *Barron's*, January 25, 1999.
11. "Dow Drops Back on Late Profit-Taking," op. cit.
12. "Greenspan Remarks Hit Treasuries," *Financial Times*, January 21, 1999.

## 第8章

1. David Wessel, "Greenspan Prepares to Talk to Congress," *The Wall Street Journal*, July 17, 1996.
2. Dave Kansas and Patrick McGeehan, "Gyrating Stocks Take Investors on Wild Ride," *The Wall Street Journal*, July 17, 1996.
3. Dave Kansas, "Post Deluge: NASDAQ Soars, Blue Chips Gain," *The Wall Street Journal*, July 18, 1996; Suzanne McGee, "Bond Prices Little Changed as Traders Await Hints of Fed Moves in Greenspan's Testimony," *The Wall Street Journal*, July 18, 1996.
4. Wessel, op. cit.
5. Unless noted otherwise, all Greenspan quotations in this chapter are from testimony of Chairman Alan Greenspan, the Federal Reserve's semiannual monetary policy report before the United States Senate's Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, July 18, 1996.
6. John Wilke, "Fed Sees Anti-Inflation Progress Easing," *The Wall Street Journal*, July 19, 1996.
7. Daniel Kaplan, "Bank Stock Take Off After Greenspan Hints Fed May Not Hike Rates," *American Banker*, July 19, 1996.
8. Wilke, op. cit.
9. *Ibid.*
10. *Ibid.*
11. *Ibid.*
12. Lewis Coseriu, "Wall Note," *Media Week*, July 22, 1996.

## 第9章

1. Gordon Matthews, "As Economists Interpret Producer Price Jump, Fed Has Made Employment the Key to Rates," *American Banker*, October 13, 1997.
2. Suzanne McGee, "Industrials Near Record, Rising 78.0%," *The Wall Street Journal*, October 8, 1997.
3. *Ibid.*
4. Alan Greenspan quotations in this chapter are from his testimony before the U.S. House of Representatives' Committee on the Budget, October 8, 1997.

6. Ibid.
7. Tania Padgett, "Greenspan's Warning About Inflation Sends Stocks into Serious Slump," *American Banker*, October 9, 1997.
8. Matthews, op. cit.

## 第10章

1. Joshua Cooper Ramo, "The Three Marketeers," *Time*, February 15, 1999.
2. E. S. Browning, "Stocks Streak 212.73 Points to Six-Week High," *The Wall Street Journal*, February 23, 1999.
3. Ibid.
4. "Grow, Team, Grow," *Business Week*, March 8, 1999.
5. Greenspan quotations in this chapter are from his Humphrey-Hawkins testimony before the United States Senate's Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, February 23, 1999. Greenspan gave identical testimony before the U.S. House of Representatives' Committee on Banking and Financial Services the following day. He also testified before the Senate's Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs on February 23rd, on the subject of financial modernization, but with no acknowledged market effect.
6. John Montgomery and Gregory Zuckerman, "Treasury Prices Rise on Belief That Greenspan Won't Hint at Any Near-Term Rate Increase," *The Wall Street Journal*, February 23, 1999; Mark P. Couch, "Good-bye, Goldilocks. Hello, Greenspan," *Knight-Ridder/Tribune Business News*, March 2, 1999.
7. "Markets Diary," *The Wall Street Journal*, February 24, 1999.
8. "Investors Focus on Greenspan and Earnings; Asia, Europe Advance but Latin America Falls," *The Wall Street Journal*, February 24, 1999.
9. Couch, op. cit.
10. "Chairman Greenspan's Cautionary Tale," *Business Week*, March 8, 1999.
11. John Labate et al., "Greenspan Comments Buoy Treasuries," *The Financial Times*, March 10, 1999.
12. Marianne Sullivan, "Dollar Gains Slightly Against Yen, Europe as Greenspan Fails to Move Currency," *The Wall Street Journal*, February 24, 1999.

8. "Investors Focus on Greenspan and Earnings; Asia, Europe Advance but Latin America Falls," *The Wall Street Journal*, February 24, 1999.
9. Couch, op. cit.
10. "Chairman Greenspan's Cautionary Tale," *Business Week*, March 8, 1999.
11. John Labate et al., "Greenspan Comments Buoy Treasuries," *The Financial Times*, March 10, 1999.
12. Marianne Sullivan, "Dollar Gains Slightly Against Yen, Europe as Greenspan Fails to Move Currency," *The Wall Street Journal*, February 24, 1999.

## 第11章

1. From Greenspan's 11/20/97 statement before the U.S. Senate's Task Force on Social Security, Committee on the Budget.
2. From Greenspan's 2/27/90 testimony before the U.S. Senate's Finance Committee.
3. From Greenspan's 11/20/97 statement before the U.S. Senate's Task Force on Social Security, Committee on the Budget.
4. From Greenspan's 2/27/90 testimony before the U.S. Senate's Finance Committee.
5. From Greenspan's 11/20/97 statement before the U.S. Senate's Task Force on Social Security, Committee on the Budget.
6. Ibid.
7. Ibid.
8. Ibid.
9. Ibid.
10. Ibid.
11. Ibid.
12. Ibid.
13. Ibid.
14. Ibid.
15. From Greenspan's 1/29/98 statement before the U.S. Senate's Committee on the Budget.
16. From Greenspan's 4/20/98 statement before the National Bipartisan Commission on the Future of Medicare.

## 第12章

1. Alan Greenspan, "Commercial Banks and the Central Bank in a Market Economy," speech at Spaso House, Moscow, October 10, 1989.
2. Ibid.
3. From Greenspan's testimony before the U.S. House of Representatives' Subcommittees on Telecommunications and Finance, and Commerce, Trade, and Hazardous Materials, June 6, 1995.
4. From Greenspan's testimony before the U.S. House of Representatives' Committee on Banking and Financial Services, February 28, 1995 (hereafter cited as Greenspan testimony, February 28, 1995).
5. Ibid.
6. From Greenspan's testimony before the U.S. Senate's Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, December 1, 1987.
7. See, for example, Greenspan's remarks to the 31st Annual Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, May 1, 1995.
8. Greenspan testimony, February 28, 1995.
9. Ibid.
10. Ibid.
11. Ibid.
12. Ibid.
13. Ibid.

## 第13章

1. From Greenspan's testimony before the U.S. Senate's Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, July 28, 1995 (hereafter cited as Greenspan Testimony, July 28, 1995).
2. Alan Greenspan, "The Implications of Technological Changes," remarks at the Charlotte Chamber of Commerce, Charlotte, NC, July 10, 1998.
3. Greenspan testimony, July 28, 1995.
4. Alan Greenspan, "Our Banking History," talk before the Annual Meeting and Conference of the Conference of Bank Supervisors, Nashville, TN, May 2, 1998.
5. Greenspan's testimony, July 28, 1995.

6. Ibid.
7. Ibid.
8. Ibid.
9. From testimony of Federal Deposit Insurance Corporation Chairman Donna Tanoue before the U.S. House of Representatives' Committee on Banking and Financial Services, February 12, 1999.
10. From Greenspan's statement before the U.S. House of Representatives' Committee on Banking and Financial Services, August 2, 1995.

## 第14章

1. From Greenspan's testimony before the U.S. House of Representatives' Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce, May 25, 1994 (hereafter cited as Greenspan testimony, May 25, 1994).
2. Greenspan's testimony before the U.S. Senate's Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, January 5, 1995 (hereafter cited as Greenspan testimony, January 5, 1995).
3. Alan Greenspan, "The Case (for)(against)(for)(against) Regulation of Derivatives Markets," *The Journal of Lending & Credit Risk Management*, May 1997.
4. From Greenspan's remarks at the Annual Convention of the American Bankers Association, November 7, 1993, (hereafter cited as Greenspan remarks, November 7, 1993).
5. Greenspan testimony, May 25, 1994.
6. Greenspan remarks, November 7, 1993.
7. Greenspan testimony, January 5, 1995.
8. Ibid.
9. Ibid.
10. Greenspan remarks, November 7, 1993.
11. From Greenspan's remarks at the International Symposium on Banking and Payment Services, March 10, 1994 (hereafter cited as Greenspan remarks, March 10, 1994.)
12. Greenspan testimony, May 25, 1994.
13. Jaret Seiberg, "Fed Chief Hints Favor for a Bill That Limits Derivatives Legislation," *American Banker*, February 24, 1997.

14. Olaf de Senerpont Domis, "Greenspan Slams Stricter Derivatives Accounting," *American Banker*, August 7, 1997. FASB's Jenkins shoots back on August 11: "Your approach—when compared to ours—would reduce the information available to investors and creditors and would not be responsive to the expressed concerns about current recognition and measurement requirements," Olaf de Senerpont Domis, "FASB Rejects Greenspan Criticism of Tougher Derivatives Accounting," *American Banker*, August 12, 1997.
15. Greenspan testimony, January 5, 1995.
16. Greenspan, "The Case (for)(against)(for)(against) Regulation of Derivatives Markets," op. cit.
17. Greenspan remarks, November 7, 1993.
18. Ibid.
19. Ibid.
20. Greenspan testimony, May 25, 1994.
21. Greenspan testimony, January 5, 1995.
22. Greenspan remarks, November 7, 1993.
23. Greenspan remarks, March 10, 1994.
24. Greenspan remarks, November 7, 1993.
25. Greenspan testimony, January 5, 1995.
26. Greenspan remarks, November 7, 1993.
27. Greenspan, "The Case (for)(against)(for)(against) Regulation of Derivatives Markets."
28. Greenspan testimony, January 5, 1995.
29. Ibid.
30. Greenspan testimony, May 25, 1994.
31. Ibid.
32. Greenspan remarks, November 7, 1993.
33. Jaret Seiberg, "Greenspan Says Derivatives Should Undergo Stress Tests," *American Banker*, March 22, 1999.

## 第15章

1. Alan Greenspan, "The Structure of the International Financial System," address to the Annual Meeting of the Securities Industry Association,

- Boca Raton, FL, November 5, 1998.
2. Alan Greenspan, "The Implications of Recent Asian Developments for Community Banking," speech to the Annual Convention of the Independent Bankers Association of America, Honolulu, HI, March 3, 1998.
  3. Ibid.
  4. Greenspan, "The Structure of the International Financial System," op. cit.
  5. Greenspan, "The Implications of Recent Asian Developments for Community Banking," op. cit.
  6. Greenspan, "The Structure of the International Financial System," op. cit.
  7. Greenspan, "The Implications of Recent Asian Developments for Community Banking," op. cit.
  8. Ibid.
  9. Greenspan, "The Structure of the International Financial System," op. cit.
  10. Greenspan, "The Implications of Recent Asian Developments for Community Banking," op. cit.
  11. Ibid.
  12. Ibid.

## 第16章

1. From Greenspan's statement before the Joint Economic Committee of the U.S. Congress, March 15, 1988.
2. From Greenspan's testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, March 31, 1988 (hereafter cited as Greenspan testimony, March 31, 1988).
3. Ibid.
4. Ibid.
5. From Greenspan's testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, February 2, 1988 (hereafter cited as Greenspan testimony, February 2, 1988).
6. Ibid.
7. Ibid.
8. Ibid.
9. Greenspan testimony March 31, 1988.
10. Greenspan testimony, February 2, 1988.
11. Ibid.

12. Ibid.
13. Ibid.
14. Greenspan testimony, March 31, 1988.

## 第17章

1. All quotes from Greenspan's testimony before the U.S. House of Representatives' Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, November 28, 1990.

## 第18章

1. From Greenspan's testimony before the U.S. House of Representatives' Committee on Ways and Means, June 18, 1991.
2. From Greenspan's remarks at the Martin Luther King, Jr., Social Responsibility Seminar, Atlanta, January 15, 1988 (hereafter cited as Greenspan remarks, January 15, 1988).
3. Ibid.
4. Ibid.
5. From Greenspan's remarks before the Annual Convention of the American Bankers Association, Washington, D.C., October 16, 1989 (hereafter cited as Greenspan remarks, October 16, 1989).
6. Greenspan remarks, January 15, 1988.
7. Ibid.
8. Ibid.
9. Greenspan remarks, October 16, 1989.
10. From Greenspan's remarks at the International Conference of Banking Supervisors, Stockholm, Sweden, June 13, 1996.
11. Greenspan remarks, October 16, 1989.
12. Ibid.
13. Greenspan remarks, January 15, 1988.
14. Ibid.

## 第19章

1. Unless otherwise noted, all quotes in this chapter are taken from

Greenspan's testimony before the U.S. House of Representatives' Committee on Ways and Means, January 25, 1990.

## 第20章

1. From Greenspan's remarks at the 1991 Founders' Award Dinner of the New York Chapter of the Arthritis Foundation, New York, December 3, 1991; hereafter cited as Greenspan remarks, December 3, 1991.
2. Ibid.

## 第21章

1. Except where otherwise indicated, all quotations in this chapter are from Alan Greenspan, "The Ascendance of Market Capitalism," remarks before the Annual Convention of the American Society of Newspaper Editors, Washington, D.C., April 2, 1998.
2. This and the previous quotation are from remarks by Alan Greenspan before a management briefing of the Edwin L. Cox School of Business, Southern Methodist University, Dallas, TX, May 25, 1993.

## 第22章

1. The source for Greenspan's quotations and ideas on education for this chapter is his speech to the 81st Annual Meeting of the American Council on Education, Washington, D.C., February 16, 1999.

## 第23章

1. From Greenspan's testimony before the U.S. Senate's Committee on Finance, May 16, 1991, (hereafter cited as Greenspan testimony, May 16, 1991).
2. Ibid.
3. Ibid.
4. From Greenspan's testimony before the U.S. Senate's Committee on Finance, February 27, 1990 (hereafter cited as Greenspan testimony, February 27, 1990).
5. Greenspan testimony, May 16, 1991.
6. Ibid.

7. From Greenspan's remarks to the Economic Development Conference of the Greenlining Institute, San Francisco, October 11, 1997.
8. Ibid.
9. Ibid.
10. Greenspan testimony, May 16, 1991.
11. Greenspan testimony, February 27, 1990.
12. Greenspan testimony, May 16, 1991.
13. Greenspan testimony, February 27, 1990.

## 第24章

1. Unless otherwise noted, quotes in this chapter are from Greenspan's speech to the U.S. Senate's Committee on Finance, January 26, 1989, or his statement before the Committee on Ways and Means of the U.S. House of Representatives, February 2, 1989.

## 第25章

1. From Greenspan's remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, August 28, 1998.

## 第26章

1. Unless otherwise noted, all quotes are taken from Alan Greenspan's remarks at the Federal Reserve System Research Conference on Business Access to Capital and Credit, Arlington, VA, March 9, 1999.

## 第27章

1. Greenspan's quotations in this chapter are from his remarks at the Annual Convention of the Independent Bankers Association of America, San Francisco, March 16, 1999.

## 第28章

1. Unless otherwise noted, all quotes are from Alan Greenspan's remarks before the Mortgage Bankers Association, Washington D.C., March 8, 1999.

## 第29章

1. James M. Poterba, "Budget Policy," in Martin Feldstein, ed., *American Economic Policy in the 1980s*, Chicago, The University of Chicago Press, 1994, p. 237.
2. From Greenspan's address before The Economic Club of New York, June 14, 1988 (hereafter cited as Greenspan address, June 14, 1988).
3. From Greenspan's statement before the U.S. Senate's Committee on Finance, March 24, 1993 (hereafter cited as Greenspan statement, March 24, 1993).
4. From Greenspan's testimony before the Bipartisan Commission on Entitlement and Tax Reform, July 15, 1994 (hereafter cited as Greenspan testimony, July 15, 1994).
5. Ibid.
6. Greenspan statement, March 24, 1993.
7. Ibid.
8. Ibid.
9. Greenspan testimony, July 15, 1994.
10. Ibid.
11. Greenspan statement, March 24, 1993.
12. Ibid.
13. Greenspan testimony, July 15, 1994.
14. Greenspan statement, March 24, 1993.
15. Greenspan testimony, July 15, 1994.
16. Greenspan statement, March 24, 1993.
17. Greenspan address, June 14, 1988.
18. Greenspan statement, March 24, 1993.
19. Greenspan testimony, July 15, 1994.
20. Greenspan statement, March 24, 1993.
21. Ibid.
22. Ibid.
23. Ibid.
24. Greenspan testimony, July 17, 1994.
25. Greenspan statement, March 24, 1993.

26. Ibid.
27. Greenspan testimony, July 15, 1994.
28. Ibid.
29. Greenspan address, June 14, 1988.
30. Greenspan testimony, July 15, 1994.

### 第30章

1. Quotes are from Alan Greenspan's remarks to the Haas Annual Business Faculty Research Dialogue at the University of California, Berkeley, CA, September 4, 1998.

### 第31章

1. Alan Greenspan, "Challenges for Central Banks: Global Finance and Changing Technology," remarks before the Annual Monetary Policy Forum, Stockholm, April 11, 1995.
2. From Greenspan's statement before the U.S. Senate's Committee on Foreign Relations, February 12, 1998.
3. From Greenspan's remarks before the Federal Reserve/SMU Banking Conference, Dallas, May 26, 1993.
4. Alan Greenspan, "Moving with the Times," *The Banker*, v. 148, May 1998, p. 16.
5. From Greenspan's remarks at the Annual Meeting and Conference of State Bank Supervisors, San Diego, May 3, 1997.
6. Ibid.
7. Ibid.
8. Ibid.
9. Ibid.
10. Ibid.

### 第31章

1. Alan Greenspan, "Understanding Today's International Financial System," speech to the 34<sup>th</sup> Annual Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago, May 3, 1998.

2. Alan Greenspan, "The Implications of Recent Asian Developments for Community Banking," address to the Annual Convention of the Independent Bankers Association of America, Honolulu, HI, March 3, 1998.
3. Ibid.
4. Greenspan, "Understanding Today's International Financial System," op. cit.
5. Greenspan, "The Implications of Recent Asian Developments for Community Banking," op. cit.
6. Ibid.
7. Ibid.
8. Greenspan, "Understanding Today's International Financial System," op. cit.
9. Greenspan, "The Implications of Recent Asian Developments for Community Banking," op. cit.
10. Ibid.
11. Greenspan, "Understanding Today's International Financial System," op. cit.
12. Greenspan, "The Implications of Recent Asian Developments for Community Banking," op. cit.
13. Ibid.
14. Ibid.

## 第33章

1. From Greenspan's remarks before the Economic Club of Chicago, October 19, 1995.
2. From Greenspan's remarks at the Annual Convention of the American Bankers Association, Boston, October 5, 1997 (hereafter cited as Greenspan remarks, October 5, 1997).
3. Ibid.
4. Alan Greenspan, "The Implications of Technological Changes," remarks by Greenspan at the Charlotte Chamber of Commerce, Charlotte, NC, July 10, 1998.
5. Ibid.
6. Greenspan remarks, October 5, 1997.

7. From Greenspan's remarks at the Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago, May 1, 1997.
8. Ibid.
9. Greenspan, "The Implications of Technological Changes," op. cit.
10. Greenspan remarks, October 5, 1997.

### 第34章

1. Alan Greenspan, "Challenges for Central Banks: Global Finance and Changing Technology," remarks before the Annual Monetary Policy Forum, Stockholm, April 11, 1995.
2. From Greenspan's remarks to the Annual Convention of the American Bankers Association, Boston, October 5, 1997 (hereafter cited as Greenspan remarks, October 5, 1997).
3. Greenspan, "Challenges for Central Banks: Global Finance and Changing Technology," op. cit.
4. Alan Greenspan, "The Implications of Technological Change," talk by Greenspan at the Charlotte Chamber of Commerce, Charlotte, NC, July 10, 1998.
5. From Greenspan's remarks at the University of Connecticut, Storrs, October 14, 1997 (hereafter cited as Greenspan remarks, October 14, 1997).
6. Greenspan remarks, October 5, 1997.
7. Ibid.
8. Greenspan, "Challenges for Central Banks: Global Finance and Changing Technology," op. cit.
9. Greenspan remarks, October 14, 1997.
10. Greenspan remarks, October 5, 1997.
11. Greenspan, "The Implications of Technological Change," op. cit.
12. Greenspan remarks, October 5, 1997.
13. Ibid.
14. Ibid.
15. Ibid.
16. Greenspan remarks, October 14, 1997.

## 第35章

1. "Verbatim," *Time*, March 17, 1997.
2. David Wessel, "Greenspan Frets Over Outlook for Stocks," *The Wall Street Journal*, January 21, 1999.
3. Bert Ely, "A Hard Look at the Fed's Wizard of Oz," *American Banker*, February 15, 1996.
4. David A. Stockman, *The Triumph of Politics: Why the Reagan Revolution Failed*, New York, Avon, 1986.
5. Bob Woodward, *The Agenda: Inside the Clinton White House*, New York, Simon & Schuster, 1994. In *Back From the Brink: The Greenspan Years*, Steven K. Beckner argues that both the Bush and Clinton administrations have tried to manipulate Fed policy, but without much success. Even if Beckner's account of the early Clinton administration is accurate, the President seems to have backed off as Greenspan's Fed has gained success and celebrity.
6. Dean Foust, "No Sign of the Dove, Yet," *Business Week*, September 14, 1998.
7. Matthew Bishop, "Alan Greenspan: The Whole World in His Hands," *The Independent* (London), October 11, 1998.
8. Rob Norton, "In Greenspan We Trust," *Fortune*, March 18, 1996.
9. John Cassidy, "Fleeing the Fed," *The New Yorker*, February 29, 1996.
10. Dean Foust, "Alan Greenspan's Brave New World," *Business Week*, July 14, 1997.
11. "Sorry, Alan, Wrong Number: the World According to Greenspan's Federal Reserve," *U.S. News & World Report*, May 26, 1997.
12. "The Helmsman's Gamble," *The Economist*, October 26, 1996.

## 第36章

1. "Greenspan's Favorite Number," *Fortune*, November 11, 1996.
2. Michael Sivy, "The Money Man to Watch in 1996," *Money*, Winter 1996.
3. The passage, from Greenspan's report to the U.S. Senate's Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs on July 18, 1996, was reprinted in Jaret Seibert, "Greenspan: Fed Will Raise Rates Unless Economy Slows on Its Own," *American Banker*, July 24, 1996.

4. Ibid.
5. George J. Church, "Alan Greenspan," *Time*, December 29, 1997.
6. See, for example, Anne Kates Smith, "Should You Be Worried?" *U.S. News & World Report*, March 31, 1997.
7. Kevin Whitelaw, "A New Handful of Economic Trouble," *U.S. News & World Report*, March 4, 1996.
8. Gordon Matthews, "Economist: Greenspan, Far from Complacent, Ready to Hike Rates If 3Q Demand Heats Up," *American Banker*, August 11, 1997.
9. Kevin Muehring, "The Boy in the Bubble; Can Alan Greenspan Cope with the New Mathematics of Leverage?" *Institutional Investor*, July 1997.

### 第37章

1. Tania Padgett, "Greenspan's Warning About Inflation Sends Bank Stocks into Serious Slump," *American Banker*, October 7, 1998.
2. David Wessel, "Greenspan's Words Seem to Do Trick," *The Wall Street Journal*, September 9, 1998.

### 第38章

1. "Sorry, Alan, Wrong Number: The World According to Greenspan's Federal Reserve," *U.S. News & World Report*, May 26, 1997.
2. Jim Kharouf, "Economic Forecast: Sunny and Mild," *Futures*, January 1997.
3. Thomas S. Kuhn, *The Structure of Scientific Revolutions*, Chicago, University of Chicago Press, 1962.
4. "Sorry, Alan, Wrong Number," op. cit.
5. John Cassidy, "The Experiment: Why Greenspan Decided to Let the Good Times Roll," *The New Yorker*, May 24, 1999.
6. Ibid.
7. Rob Norton, "Greenspan's Decade: Get Real," *Fortune*, August 4, 1997.
8. Kevin Muehring, "The Boy in the Bubble; Can Alan Greenspan Cope with the New Mathematics of Leverage?" *Institutional Investor*, July 1997.
9. Ibid.

10. Kimberly Blanton, "Stocks a Puzzle for Greenspan," *The Boston Globe*, July 6, 1999.
11. David Wessel, "Internet Mania Is Like Lottery, Fed Chief Says," *The Wall Street Journal*, January 29, 1999.
12. Alan Greenspan quotations in this section are from his testimony before the U.S. Senate's Committee on the Budget, January 18, 1999.
13. Richard W. Stevenson, "Asked About Internet Issues, the Fed Chairman Shrugs," *The New York Times*, January 29, 1999.
14. Wessel, op. cit.
15. Daniel Eisenberg, "Follow the Market Leader," *Time*, August 31, 1998; Dean Anason, "Disclosure Forms Reveal Regulators' Assets; Nine of 13 Top Bureaucrats Are Millionaires from Outside Investments," *American Banker*, August 15, 1997.

## 参 考 文 献

## 书

- BECKNER, STEVEN K.: *Back from the Brink: The Greenspan Years*, New York: Wiley, 1996.
- BRANDEN, BARBARA: *The Passion of Ayn Rand*, Garden City, New York: Doubleday, 1986.
- BROWNLIE, W. ELLIOT, (ED.): *Funding the Modern American State, 1941–1995: The Rise and Fall of an Era of Easy Finance*, New York: Cambridge University Press, 1996.
- CHERNOW, RON: *The House of Morgan*, New York: Atlantic Monthly Press, 1990.
- FELDSTEIN, MARTIN, (ED.): *American Economic Policy in the 1980s*, Chicago: University of Chicago Press, 1994.
- GREIDER, WILLIAM, *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*, New York: Simon & Schuster, 1987.
- HAMMOND, BRAY, *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War*, Princeton: Princeton University Press, 1957.
- HARGROVE, EDWIN C., AND SAMUEL A. MORLEY, (EDS.): *The President and the Council of Economic Advisors: Interviews with CEA Chairmen*, Boulder, CO: Westview Press, 1984.
- JONES, DAVID M.: *The Politics of Money: The Fed Under Alan Greenspan*, New York: New York Institute of Finance, 1991.
- KRUGMAN, PAUL: *Peddling Prosperity: Economic Sense and Nonsense in an Age of Diminished Expectations*, New York: W. W. Norton, 1994.
- KUHN, THOMAS S.: *The Structure of Scientific Revolutions*, Chicago: University of Chicago Press, 1962.
- MELTON, WILLIAM C.: *Inside the Fed: Making Monetary Policy*, Homewood, IL: Dow Jones–Irwin, 1985.
- NEIKIRK, WILLIAM R.: *Volcker: Portrait of the Money Man*, New York: Longdon & Weed, 1987.

- NOCERA, JOSEPH: *A Piece of the Action: How the Middle Class Joined the Money Class*, New York: Simon & Schuster, 1994.
- NORTON, HUGH S.: *The Quest for Economic Stability: From Roosevelt to Bush*, Columbia, SC: University of South Carolina Press, 1985.
- RATNER, SIDNEY, ET AL.: *The Evolution of the American Economy*, New York: Macmillan Publishing Co., 1993.
- REGAN, DONALD T.: *For the Record: From Wall Street to Washington*, New York: St. Martin's Press, 1989.
- SFULBER, NICOLAS: *Managing the American Economy from Roosevelt to Reagan*, Bloomington, IN: Indiana University Press, 1989.
- STEIN, HERBERT: *Presidential Economics: The Making of Economic Policy from Roosevelt to Clinton*, Washington: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1994.
- TUCCILLE, JEROME: *It Usually Begins with Ayn Rand*, New York: Stein and Day, 1971.
- WELLS, WYATT C.: *Economist in an Uncertain World: Arthur F. Burns at the Federal Reserve, 1970-1978*, New York: Columbia University Press, 1994.
- WOOLEY, JOHN T.: *Monetary Politics: The Federal Reserve and the Politics of Monetary Policy*, New York: Cambridge University Press, 1984.

## 期 刊

*American Banker*  
*Barron's*  
*Business Week*  
*The Economist*  
*Financial Times*  
*Forbes*  
*Fortune*  
*Futures*

*Institutional Investor*

*Money*

*The New York Times*

*Newsweek*

*Time*

*U.S. News & World Report*

*The Wall Street Journal*