

美國金融危機的反思

• 易憲容

2008年10月，一場金融危機爆發，很快就把全球經濟帶入全面衰退之中。但是，令人好奇的是，為甚麼絕大部分政府、企業及個人都沒有預測到這次危機的來臨，更沒有預測到這次危機會有如此的嚴重性與破滅性？即使有人預測到，但為甚麼就沒有人能預先採取應對的措施？而且當人們感覺金融危機即將爆發時，為甚麼整個美國金融體系卻突然間完全崩潰了①？

還有，美國這樣一個成熟與發達的金融市場，其法律制度完善、信用體系健全、金融監管嚴密，為甚麼還會容許金融機構向沒有支付能力的住房消費者提供房貸？而這些住房消費者又為甚麼能夠利用這種房貸當成他們個人增加消費的「自動提款機」？為甚麼曾為金融業內頗為稱道的、最有活力、風險計算最為精確、風險管理最為先進的證券化產品與工具，反而成為這次美國金融危機最為重要的罪惡禍首？為甚麼最受信任的信用評級機構也會捲入這場欺詐性產品包裝中？為甚麼那樣多的銀行、共同基金、對

沖基金，甚至於外國的中央銀行及金融機構會對這些證券化產品趨之若鶩？當美國次貸危機爆發後，為甚麼會在短時間內迅速地向全世界蔓延，從而使得不少發達國家都措手不及而無法找到好的救市之法，令許多新興國家立即陷入經濟下行的嚴重風險中？為甚麼一場金融危機會改變整個世界經濟格局、生產方式及消費方式？

可以說，美國次貸危機之後有無數個值得反思的大問題。

美國次貸危機爆發後，人們對危機的起因、後果提出各種各樣的解釋，比如政府寬鬆的貨幣政策、通過信用消費為購房者提供過度的流動性、房地產泡沫破裂、金融衍生工具泛濫、金融監管不足、評級機構評級的虛假性、人性貪婪、全球經濟失衡等②。但是，由於沒有經過深刻的反思，這些解釋多是片面或皮相的，因此，也就無法真正了解危機的真相。

所謂反思，就是人類對事態或行為自身的反映、觀照與反射。在現代社會，隨着全球經濟及金融一體化，人類社會所面臨的風險愈來愈大，反

在美國次貸危機爆發後，為甚麼會在短時間內迅速地向全世界蔓延，從而使得不少發達國家都措手不及而無法找到好的救市之法，許多新興國家立即陷入經濟下行的嚴重風險中？為甚麼一場金融危機會改變整個世界經濟格局、生產及消費方式？

表面上看，美國次貸危機是房地產泡沫所引發，是次級按揭貸款證券化的風險無限放大，但實際上，這一危機是從1970至80年代以來一系列經濟、政治、社會、文化等變革所累積的結果，是金融全球化長期累積的結果。

思的重要性更是凸顯。當人們面對這些風險時，由於沒有可對這些風險做出判斷的歷史參數，也沒有應對這些風險的經驗可資參照，往往容易陷於緊張的窘境之中。因此，反思現代人類社會的種種行為或生活，從深藏在無限複雜性的事物或現象中找出我們自己理想的影像，也是人類本身規避或分散風險的一種最基本方式。

以此來觀照，美國的金融危機始於1970至80年代的金融自由化及全球化。通過工資套利、金融套利、知識套利、技術套利及監管套利等方式，金融自由化和全球化推動了全球經濟繁榮，同時也推高了全球資產的價格，吹大了資產泡沫^③。表面上看，美國次貸危機是房地產泡沫所引發，是次級按揭貸款證券化的風險無限放大，但實際上，這一危機是從1970至80年代以來一系列經濟、政治、社會、文化等變革所累積的結果，是金融全球化長期累積的結果^④。如果不是放在這樣的大背景下思考美國次貸危機，就可能一目障葉。

美國金融學家希勒 (Robert J. Shiller) 認為，美國次貸危機將是二十一世紀世界經濟生活一個重大的歷史轉折點^⑤。它把美國房地產市場泡沫破裂的禍水引向全球各個國家，造成了全球金融市場困境和全球信貸緊縮，也將為當代社會經濟生活的基礎帶來根本性的變化。以下先簡要介紹美國次貸危機發生了甚麼，然後再就幾個方面對次貸危機進行反思。

一 美國次貸危機到底發生了甚麼？

可以說，美國次貸危機的爆發並非一蹴而就。它不是一項政策、一家

金融機構、一次事件所導致的結果，而是經歷了一個漫長的演變過程。美國金融體制的某些制度表面上看合法合理，實際上很少有人對這些制度進行認真反思，從而使之成了少數人謀利的工具。如果我們不對現有的制度規則重新思考，是無法找到問題根源與癥結所在，進而找到化解次貸危機的真正解決辦法，甚至於有可能會用一次新的、潛在的、更大的金融或經濟危機代替現在的次貸危機。如果這樣，更嚴重的金融危機還將發生。

美國次貸危機的大背景是冷戰結束之後經濟與金融全球化帶來的全球經濟繁榮，以及全球性經濟失衡與資產價格快速上漲。這次危機的國內小背景是美國「9·11」事件及納斯達克 (NASDAQ) 股市泡沫破滅之後，美國聯邦儲備局為了減少這些事件對美國經濟的衝擊，防止經濟衰退而採取完全寬鬆的貨幣政策。從2001年1月3日到2003年6月25日，美國聯邦基準利率連續13次下降，由6.5厘下降到1厘，創五十年最低水平。貨幣政策的寬鬆降低了融資成本，刺激了消費與投資，信用快速擴張，從而使得金融市場流動性泛濫。

當金融市場流動性泛濫時，美國貸款銀行就找到房地產作為吸收這些流動性的載體。在低利率及流動性泛濫的條件下，為了讓一些信用不高、收入不穩定的居民進入房地產市場，美國按揭貸款機構設計了許多所謂「金融創新」的按揭利率產品，讓一些信用級別較低的住房購買者或次級信用者紛紛進入房地產市場，讓他們購買超過其收入所能承擔的住房。結果是，按揭貸款的質量全面下降。

但是，貸款銀行所設計的「金融創新」產品僅是幫助次級信用的居民進入房地產市場嗎？僅是讓大量低收

入居民進入房地產市場而擴張信用嗎？非也。有研究者認為，次級按揭貸款中的一些金融產品其實是具有掠奪性條款的貸款^⑥。正是針對這種次級貸款的掠奪性，低收入居民也把這種貸款當成了他們增加消費的「自動提款機」。這樣，不僅房地產市場繁榮，而且美國消費市場也得到迅速的發展，美國經濟也在信貸擴張中極度繁榮。但是，當住房的價格水平快速上漲，居民消費迅速增加，居民消費價格指數 (Consumer Price Index, CPI) 自然也會隨之上升。為了配合政府的擴張性財政政策，減輕通貨膨脹上升的壓力，美聯儲從2004年6月30日到2006年6月29日連續加息17次，美國聯邦基準利率由1厘上升到5.25厘。利率一上升，美國房地產泡沫就開始破滅。

還有，美國次級貸款信貸擴張體系不限於傳統商業銀行，而是瀰漫在如影子銀行一樣的證券市場之中^⑦。為了保證按揭貸款有足夠的流動性，商業貸款銀行一般把發放出去的住房按揭貸款賣給投資銀行。然後，投資銀行把這些不同級別風險的按揭貸款放在一個資產池中，運用複雜的金融工具將這些品質不同的按揭貸款進行重新分解與包裝並進行證券化，轉換成結構複雜但看上去信用很好的各種住房按揭衍生債券。

接下來，投資銀行將大量創造出來的住房按揭衍生債券轉移到特殊目標的金融機構，經過信用增級之後，再把這些債券賣給世界各地的投資者（比如保險公司、共同基金、養老基金、投資銀行，以及其他金融機構）。在房價上漲時，次貸的證券化表面上可以分散風險，但實際上是在吹大房地產泡沫。在這種情況下，不僅房地產的風險在聚積，而且投資銀行在

把這些證券化按揭貸款通過複雜的「金融創新」產品衍生工具化後，次貸證券化產品的風險也無限放大了；只要其中的任何一個環節出現問題，都會導致整個金融市場的巨大風險及災難。這就是美國次貸危機發生後為甚麼整個金融體系立即崩潰的根本所在^⑧。

二 對美國次貸危機的反思

對於美國次貸危機的解釋，相關的討論無數，每一個研究者都能夠站在某一個角度來看問題，但實際上多是盲人摸象。只有對這些現象作深入的反思，我們才能夠認識到問題之根源，把握到問題之實質。

首先，現代人類社會的短視症及功利性是整個危機得以發生的認識論基礎。我們可以看到，人類進入文明社會之後，面臨突發事件時，都會採取最功利及最短視的方式來應對。也就是說，無論是政府、企業還是個人（特別是政府），在不同的突發事件面前，或在經濟生活面臨重大的變化之際，往往都會採取一系列的短期行為或推出一系列的影響短期行為的政策，以最功利的方式來應對，從而形成整個社會的短期從眾心理。在這種心理基礎上，面對重大經濟變故，整個社會總是會用一種新的經濟泡沫來掩蓋舊的經濟泡沫。這些短期行為與政策，每一個環節看上去都有其合理性及正當性，但是實際上每一個環節都在放大與聚積風險。

政府推行功利化的短期政策，儘管可以讓危機對經濟的衝擊和影響降低到最小的程度，但是這些政策僅是來自短期考慮，從來就沒有從長期的

房價上漲時，次貸的證券化表面上可以分散風險，但實際上是在吹大房地產泡沫。不僅房地產的風險在聚積，而且投資銀行在把證券化按揭貸款通過複雜的「金融創新」產品衍生工具化後，次貸證券化產品的風險也無限放大了。

許多研究都表明，房地產泡沫的吹大與銀行信貸快速擴張有關。貸款者都認為房地產的價格只漲不跌，貸款房地產市場風險較小。如果沒有「房地產價格只漲不跌」的假定，銀行信貸是不可能向房地產市場過度擴張的。

經濟戰略角度來考慮。比如前述美國在「9·11」事件之後採取十分寬鬆的貨幣政策，導致金融市場流動性泛濫。既然政府的政策是短期的，那麼這些政策一定會激勵企業及個人如何在短期內讓其利潤或利益最大化，以此來製造社會經濟的虛假繁榮。在這種情況下，以一個新的經濟泡沫來掩蓋舊的泡沫是很容易的，而且這一過程本身也是聚積風險、製造泡沫的過程。

同時，我們也可以看到，2008年美國金融海嘯爆發之後，各國政府為了拯救將要衰退的經濟，紛紛採取了一系列恢復經濟增長的短期政策。這些政策可能在短期內讓金融海嘯對當前的經濟衝擊與影響降低到最小的程度，但同樣是在吹大經濟生活中的泡沫，同樣是在聚積經濟生活中的風險。如果說一旦經濟下行的危險減弱就不重新審視這些短期政策、不通過重大的制度改革來調整這些不利於經濟持續發展的政策，那麼一場新的金融或經濟危機可能再會發生。

其次，這場美國次貸危機是建立在「房地產價格只漲不跌」這個假定之上的。如果沒有這一假定，或次貸市場所有當事人的行為不是建立在這個假定之上，那麼次貸市場的各種產品（無論是按揭產品、證券化產品還是衍生工具）根本無法推出，即使推出也沒有市場需求。離開了這個假定，整個次貸市場就會崩潰。在現實世界中，當美國房地產市場的價格向下調整時，美國次貸市場許多潛在的金融風險都暴露無遺了^⑨。很顯然，這種「房地產價格只漲不跌」的假定是不成立的。市場永遠是波動的；既然如此，房地產作為一個市場，它的價格同樣是不可能只漲不跌。只不過，由於房地產生產的周期性及產品的特殊性，它的價格上漲與下跌波動幅度會

長一些，上漲或下跌的時間會久一些，但根本上還是不存在房地產的價格只漲不跌的。

在早幾年的中國，「房地產價格只漲不跌」的假定同樣是十分盛行，即使是現在，仍然有不少人還在鼓吹這個假定，說甚麼土地資源是稀缺的，現在的土地用了一塊就少了一塊。因此，住房的價格只會漲而不會跌。甚至於，一些人說房價下跌會影響農民工的就業，會影響城市的經濟發展，會影響居民內需的擴大，會影響國家的經濟增長等。且不說這些理由如何不成立，事實上，這些說辭不僅早就被市場擊得粉碎，而且也與市場法則完全相悖。1990年代日本的房價只漲不跌的神話，在一夜之間消失，東京的土地價格下跌81%，從而讓日本經濟長期衰退不起；1997至2003年香港的房價下跌70%；2008年美國次貸危機「房地產價格只漲不跌」假定的破滅等，都說明了這一點。從美國次貸危機事件可見，「房地產價格只漲不跌」假定不僅不成立，還會給社會經濟帶來嚴重的禍害^⑩。

同時，我們也看到，近二三十年來世界各國所發生的金融危機，無不與房地產泡沫有關，無不是房地產泡沫破滅的結果。許多研究都表明，房地產泡沫的吹大與銀行信貸快速擴張有關。而銀行或金融市場為甚麼會願意把大量信貸投入房地產市場，最後把房地產泡沫吹大呢？最為核心的問題就在於貸款者都認為（至少在一定長的時間內）房地產的價格只漲不跌，貸款房地產市場風險較小。如果沒有「房地產價格只漲不跌」的假定，銀行信貸是不可能向房地產市場過度擴張的。因此，對於「房地產價格只漲不跌」的假定，是值得現代人類深刻反思的一大問題。

第三，不少人認為，美國次貸危機是自由市場經濟的失敗，實際上市場經濟的核心價值是「誠信、理性、節儉、勤勞」^⑩。離開誠信原則，市場中的任何交易都無法完成。只有基於誠信法則，市場交易的買者與賣者才能在時空中分離，交易中的成本才能夠減少，從而形成有效率的市場。還有，如果沒有理性、節儉、勤勞，現代資本主義社會也不可能建立起來。但是，就次貸危機中的當事人而言，他們基本上都違背了市場經濟的核心價值。因此，次貸危機並不是市場經濟的失敗，而是違背了市場基本法則所導致的結果。

從上面的分析可以看到美國次貸危機為甚麼會愈演愈烈。次貸本身的風險當然是根源，但從這一根源開始，每一個環節都把人性的貪婪表現得淋漓盡致。購房者、貸款銀行、按揭公司、投資銀行、證券評級機構、投資者等都是如此。特別是那些稱霸華爾街的投資銀行，以所謂「金融創新」為名，設立各種各樣的金融衍生產品。這些金融工具表面上是分散風險，實際上是把其短期利潤最大化，在無限地放大風險。也就是說，這場金融危機的表象是房地產市場的泡沫破滅，但更關鍵的是，華爾街的金融家為了獲得超額利潤，設計了很多與房地產相關的金融衍生產品，創造出一種與傳統金融體系不同的金融運作模式或影子銀行。在這種影子銀行體系下，一定會導致各方的當事人放棄金融市場的誠信原則，於是放貸機構放鬆信貸標準，借款人把銀行信貸看作「自動提款機」，金融機構利用槓桿工具大量介入高風險市場等。在這樣的市場中，一旦某個環節泡沫破裂，整個金融系統立即就會陷入一個惡性

循環。最後，當這些金融機構或投資銀行無法把巨大的風險轉移給他人時，整個金融市場就崩然倒塌了。

還有，在這樣的一個故事中，每一個人都希望以最小的付出獲得最高的收益或最高的報酬。每一個人都以為自己是天下最為聰明的人，能夠通過金融槓桿讓自己短期內暴富。這種人性貪婪愈演愈烈，演到最後都不知道自己是誰了。試想，美林 (Merrill Lynch)、雷曼 (Lehman Brothers)、美國國際集團 (AIG)、房地美 (Freddie Mac) 等，這些美國的大金融機構，哪一家沒有世界第一流的研究力量？哪一家沒有世界最好的信息收集渠道？但最後還是被市場打敗了。何也？這裏，既有永無止境的人性貪婪蒙着這些人的眼睛，也有金融監管制度的缺失，沒有把這種人性的貪婪控制在一定的程度上。

可以說，在這次美國次貸危機中所表現出來的人性貪婪，既有人性內在本性使然，也與美國金融市場及消費模式發生根本性的變化有關。比如說，這次美國的房地產泡沫為甚麼會愈吹愈大？不少美國金融機構就是利用了人性貪婪，設計一些能夠逃避監管的金融工具，向美國的次級信用購房者提供了過度的信貸。換言之，次貸資金不是通過傳統商業銀行籌集的，而是通過資本市場證券化的方式來獲得。這種通過影子銀行獲得的資金，由複雜的長鏈條金融工具來聯繫。在資產價格上漲時，這種方式的確可以起到分散風險的作用；但在資產價格下跌時，則會無限放大風險。加上人性貪婪及有效監管的缺失，風險放大更是無可復加。

近年來，美國消費模式從以收入為基礎的模式向以資產為基礎的模式

華爾街的金融家為了獲得超額利潤，創造出一種與傳統金融體系不同的金融運作模式或影子銀行，導致人們放棄金融市場的誠信原則，放貸機構放鬆信貸標準，借款人把銀行信貸看作「自動提款機」。

次貸危機的破壞力之所以這樣大，最為核心的問題是它摧毀了金融市場上的信用基礎。即使美國政府對金融機構進行巨大的注資及救援，但是美國金融市場流動性短缺問題在很長一段時間內仍無法解決。

冒然地轉型。這就是說，個人財富增長及基本消費，不是以收入水平為基準，量入而出，而且是通過各種金融工具讓個人未來收入轉化為可以增加財富的資本，然後把這些資本或資產變成個人消費來源。這樣，人們不僅可能透支過去與現在，而且更容易透支未來。這種嚴重透支未來的消費模式，從房地產市場，擴展到股票，擴展到保險業，擴展到個人資產的所有領域。每一個人都希望透過華爾街發明的各種令人眼花繚亂的金融衍生工具，透過種種槓桿，無限擴大信用與創造信用，即通過「錢生錢」而短期暴富。這些手段或可促進投資回報率高升，但是卻無助於真正的財富增長。這些現象都是與資本主義的核心價值相悖的；既然如此，如何可以說次貸危機是自由市場經濟的失敗呢？

第四，現在該是對現代經濟學及現代金融學理論進行反思的時候了。從1959年馬科維茲 (Harry Markowitz) 提出的資產組合理論開始，現代金融學理論的發展基本上是沿着一個簡化而偏離現實的路徑發展^②。這種理論假定，風險世界是處於一個風險正態分布的狀態。因此，只要把一定的數學方程與統計技巧應用到金融市場，就能夠建立起金融模型來管理金融市場所面臨的所有風險。特別是，在冷戰末期，當大量的科學家及物理學家進入華爾街後，金融工程學開始成了「顯學」。

在這樣的背景下，大量與次貸有關的金融產品與金融工具開始湧現。這些通過數學模型設計出來的管理風險的金融模式，在大多數情況下是可以看到市場的某個片段，但是往往會忽略小概率事件。它能夠把複雜的經濟關係簡化為數量關係，或經濟

生活的數量化，但是它卻無法量化經濟生活中人的所有行為。當經濟生活中小概率事件發生時，當複雜的人的經濟行為不能夠數量化與模型化時，那麼通過這種金融模式所設計的產品風險也就無所不在。當用金融模型把金融市場的生活完全數量化時，它不僅把人的豐富的經濟生活機械化與科學主義化，而且還容易與拜金主義結盟而徹底摧毀現實社會的核心價值，讓人的貪婪本性橫流，每一個人都成為逐利工具。

可以說，近年來美國華爾街之所以完全成了逐利的工具、成為貪婪人性的展現場所，完全是與金融市場這種純粹的金融模式化理論與思維方式有關的。但是，自現代金融學出現以來，它很少反思自身，更甚少出現金融學理論範式上的革命。借助於次貸危機，現在應該對現代金融學理論進行全面的反思了。

第五，次貸危機的破壞力之所以這樣大，最為核心的問題是次貸危機摧毀了金融市場上的信用基礎。金融市場交易的基礎是信用，是給風險定價。當這個市場的信用基礎在一夜間被徹底摧毀之時，金融市場豈能不信心喪失？即使美國政府對金融機構進行巨大的注資及救援，但是美國金融市場流動性短缺問題在很長一段時間內仍無法解決。在信用不足的情況下，金融機構不願意把其手中資金貸款出去，因為一旦貸款出去就面臨巨大的風險；企業不願意向銀行貸款，因為貸款之後，經濟衰退時其產品的銷路不知道在哪裏。人們不禁要問，目前美國及世界金融市場的信用基礎在哪裏？單靠政府的注資就能夠解決問題嗎？僅是口號式的建立信心就能夠解決問題嗎？可以說，目前美國經

濟要從衰退中走出，就必須重建金融市場的信用基礎，對現有的金融體系進行重大的改革。否則，美國金融市場的信用要重新得以確立是不容易的。

三 危機反思與中國金融體系改革

這場嚴重的次貸危機，其影響與蔓延並沒有結束，全球市場仍然面臨着巨大的不確定性，因此我們要想全面反思這場危機的深層次問題還為時過早。我們如何來估算這場次貸危機對全球及中國經濟的影響還不是時候，因為這場危機對全球乃至中國經濟的衝擊與影響還沒有完全顯現出來。但是，我們的反思與研究不應暫停；特別要通過這種反思與研究來對照中國金融體系現實，來對照現有的中國金融改革方向，對一些重大的金融理論問題進行全面的檢討。

比如，美國金融危機是市場失敗還是政府失敗？是市場過度還是管制過度？中國媒體幾乎是一邊倒，多斷定是市場自由化的結果，是市場失敗的典型表現。但實際上，危機的根源是政府管制不當，是政府貨幣政策過於寬鬆。如果不是政府的短視政策，不是政府貨幣政策過於寬鬆，那麼就不會出現市場的流動性泛濫，也不會讓這種流動性泛濫導致房地產泡沫。就中國而言，金融市場的問題仍然是政府管制過多，是政府對金融的主導。因此，中國金融市場的未來發展，不是要增加政府對市場的管制，而是要加快市場化的進程。無論是利率市場化、匯率市場化，還是信貸市場化，都是未來中國金融市場改革的方向，而不是讓中國金融市場回到以政府為主導的時代。

另一個問題是，政府的貨幣政策是遵從短期利益還是長期目標？可以說，美國金融危機的根源就是美國貨幣政策的短期性；如果不是這樣，這次金融危機也可能不會發生。對於中國來說，政府政策的短期性更是明顯。為了短期的GDP、為了地方經濟的短期效果，政府的許多宏觀經濟政策往往會朝三暮四。這不僅使得企業與個人無所適從，也容易導致經濟周期較大的波動。比如，中國的房地產市場政策就是如此。

還有，次貸危機中為甚麼人性貪婪會表現得如此淋漓盡致，會在短期內讓大量財富被少數人掠奪？其關鍵就在於，這種財富掠奪都是以合法化或市場化的方式來進行。這不僅表現為人性貪婪及相應的監管制度嚴重缺失，更重要的是，表現為政府的權力為少數人所挾持，讓既得利益集團的利益制度化與合法化。這不僅會顛覆整個社會的公平性基礎，也容易給政府權力的合法性帶來更多的質疑。因此，如果中國不對這些問題進行深刻的反思，不對這些不合理的金融制度進行深入改革，並採取有效的監管制度來控制人性的貪婪，約束權力的濫用，那麼，中國的金融市場也難保不踏上美國金融危機的老路！

對於中國房地產市場的泡沫，我們必須思考以往政府所鼓吹的信貸消費模式是否適合中國。這種模式在美國尚且引起如此嚴重的問題；如果制度安排不合理，中國會不會發生比美國更為嚴重的問題？就目前的情形來看，中國房地產消費信貸過度與美國相比是有過之而無不及的。中國一些城市的房地產泡沫與美國次貸危機後剛破滅的房地產泡沫相比，只是會大不會小。中國不少城市的房價早就高於美國，而中國居民的收入水平與美

次貸危機中的財富掠奪都是以合法化或市場化的方式來進行。這不僅表現為人性貪婪及相應的監管制度嚴重缺失，更重要的是表現為政府的權力為少數人所挾持，讓既得利益集團的利益制度化與合法化。

在美國次貸危機爆發之後，中國金融體系受到衝擊較小，並不是這種金融體系有多少優點，而是中國金融市場由於落後而不敢對外開放。在這裏，關鍵其實就是中國金融體系未來如何發展的大問題。

國相比差距很大。還有，中國房地產市場個人住房按揭貸款市場的准入條件其實很低。我們往往會批評美國貸款銀行貸款給低收入的居民（這種貸款都是要嚴格審查的），但是在中國，有誰在購買住房後做按揭時會拿不到貸款呢？更為嚴重的是，美國房地產市場對於住房投資者有嚴格的限制，並通過高的稅收來加以限制，但是在中國住房投資所佔的比重則較高。更有甚者，相關的利益部門及房地產開發商一直在游說政府出台有利於房地產個人投資的政策。如果能夠從美國次貸危機中吸取教訓，那麼中國房地產市場所面臨的風險與危機只會有過之而無不及。

還有，在美國次貸危機爆發之後，中國市場流行一種觀點，認為中國金融市場之所以受到的衝擊較少，就在於中國金融市場有一套自己發展的獨特模式；因此，早些時候中國一直在強調如何向發達市場經濟學習，而現在該輪到美國向中國學習了。其實，這是相當可笑的。中國金融體系之所以受到衝擊較小，並不是這種金融體系有多少優點，而是中國金融市場由於落後而不敢對外開放。在這裏，關鍵其實就是中國金融體系未來如何發展的大問題。例如，金融體系是以銀行為主導還是以資本市場為主導？早些時候的主流意見都認為要學習美國以市場為主導的發展模式。美國金融危機爆發之後，大家會認為我們的「老師」都問題重重，那麼這種以市場為主導的金融發展模式是否適合中國也該反思了^⑬。但實際上並非如此簡單，因為任何金融體系的確立，都與該國的信用基礎有關，只有把金融體系建立在與該國相適應的信用基礎之上，才能夠找到相適應的金融市場與金融產品。如果超過整個國家的信用

基礎，金融市場的建立和金融產品的創新就會成為無源之水、無本之木。

總之，美國金融危機之後，中國國內金融市場有許多問題到了應該進行深刻反思與研究的時候。只有通過深刻的反思，我們才有可能找出問題所在，才有可能找到中國金融體系改革與發展之路。

註釋

①⑧ 克魯格曼(Paul Krugman)著，劉波譯：《蕭條經濟學的回歸和2008年經濟危機》(北京：中信出版社，2009)，頁152。

②⑦ 參見易憲容：〈影子銀行信貸危機的金融分析〉，《江海學刊》，2009年第3期，頁70-76。

③ 沈聯濤：〈這場危機的本質〉，《財經》，2008年第26期，頁74-88。

④ 易憲容：〈美國次貸危機的起源、運作及啟示〉，《風險管理》，2009年第2期，頁3-16。

⑤ 希勒(Robert J. Shiller)著，何正雲譯：《終結次貸危機》(北京：中信出版社，2008)，頁2-3。

⑥ 次貸風波研究課題組：《次貸風波啟示錄》(北京：中國金融出版社，2008)，頁64。

⑨ 葛奇：〈次貸危機的成因、影響及對金融監管的啟示〉，《國際金融研究》，2008年第11期，頁12-19。

⑩ 參見易憲容：〈信貸擴張的合理邊界與房地產價格波動的研究〉，未刊稿，2009。

⑪ 韋伯(Max Weber)著，于曉、陳維綱等譯：《新教倫理與資本主義精神》(北京：三聯書店，1987)。

⑫ 謝德宗：《投資學：理論與實際》(台北：華泰書局，1997)。

⑬ 張健華：〈美國次貸危機與金融制度重構〉，《金融研究》，2008年第12期，頁1-9。

易憲容 中國社會科學院金融研究所
研究員