



金融信用理论研究丛书
丛书主编 / 王楚明 孙桂芳

当代世界为何频发金融危机

美国次贷危机探源

**Why Financial Crisis Lingers around
the World**

Look into the U.S. Subprime
Mortgage Crisis

胡云祥 / 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



金融信用理论研究丛书

丛书主编 / 王楚明 孙桂芳

当代世界为何频发金融危机

美国次贷危机探源

**Why Financial Crisis Lingers around
the World**

Look into the U.S. Subprime
Mortgage Crisis

胡云祥/著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

当代世界为何频发金融危机：美国次贷危机探源/胡云祥著.
—北京：社会科学文献出版社，2011.12
(金融信用理论研究丛书)
ISBN 978-7-5097-2749-2

I. ①当… II. ①胡… III. ①房地产抵押贷款-金融危机-美国 IV. ①F837.124

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第237261号

·金融信用理论研究丛书·

当代世界为何频发金融危机

——美国次贷危机探源

著 者 / 胡云祥

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲29号院3号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127

责任编辑 / 吴 敏 周映希

电子信箱 / pishubu@ssap.cn

责任校对 / 韩海超

项目统筹 / 邓泳红 任文武

责任印制 / 岳 阳

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm×1092mm 1/20

印 张 / 17.2

版 次 / 2011年12月第1版

字 数 / 280千字

印 次 / 2011年12月第1次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-2749-2

定 价 / 49.00元

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

前 言

2007 年以来，全球发生了自 20 世纪 20 年代末以来最严重的金融危机与经济危机。尽管世界相关各国采取了空前措施来应对这场危机，但这一近百年来前所未有的危机至今仍在持续。

此次危机导致的诸多后果引发了世人的深切关注，关于这场危机的诸多问题也引起了民众、政府、企业以及专家学者的广泛讨论、争议甚至辩驳。无论是这一事件本身的复杂性，还是其对经济造成的诸多危害以及它对未来金融与经济变革可能产生的深远影响，都将使这场危机成为一个长期受关注的对象，因而也将成为一个新的学术研究对象。但不论人们对这场危机讨论、争议、辩驳的问题有多少，其核心或实质可以简约归纳为：一是如何走出这场危机，二是如何防范未来的危机。

上述两个核心或实质问题的解决，取决于更深层次的问题：为何会发生这场大危机？因为找不到真正的病因，就无法对症下药，更无法避免类似事件的再次发生。

这场蔓延全球的金融危机与经济危机起源于美国发生的次贷危机。但我们今天面临的难题，不是找不到美国次贷危机发生的原因，而是找到了太多的原因，以至于我们对此更加迷惑不解，弄不清哪一个原因是真实的，因而也弄不清真正有效、长效的治

疗方案是什么。面对专家所揭示的诸多不同“原因”（本书分析了其中十二种代表性观点），事件的真相到底是什么？面对由此而来的种种不同对策，人们又该如何选择？

本书的主题，正是探讨美国次贷危机发生的缘由与真相。但这一探讨的视野更加广阔。因为无论是有效、长效地治疗当前的危机，还是防范未来可能的危机，一个值得关注的全球现象是，近 200 年来，生产性过剩导致的周期性危机是市场经济危机的基本和普遍的特征，而 20 世纪 80 年代以来各国和地区发生的历次危机却主要源于金融危机：20 世纪 80 年代初的拉美债务危机、90 年代初的北欧金融危机、80 年代末 90 年代初的美国储贷危机、90 年代初的欧洲货币危机、90 年代中期的墨西哥金融危机、90 年代的日本金融危机、90 年代后期的东南亚金融危机，以及现在的美国次贷危机和扩展至全球的金融危机与经济危机等。

为什么金融危机取代了经济危机？当代市场经济中危机形成模式为什么会发生如此重大变化？这一转变是暂时的、偶然的现象，还是历史性的、必然的趋势？这一变化为什么恰恰发生在 20 世纪 80 年代以后？更重要的是，这一转变是否具有经济的、社会的根源？而如果这是历史性的转折，那么，对于主导当今社会经济发展的市场经济机制来说，对于力图调节这一机制的宏观经济政策来说，这将意味着哪些变化与变革？

本书的潜在主题，即是对上述问题的探讨。但实际上，这才是真正的主题。前一个主题的研究是为了后一主题，即通过对美国次贷危机这一特定对象的探讨，寻求当代各国相继发生的金融危机究竟是不同原因导致的不同性质的危机，还是不论它们本身具有何种差异，却可能有着共同的起源和本质，而各国不同类型的金融危机只是这一结果的不同表现形式？

目 录

第一章 金融危机发生的因果逻辑分析	1
第一节 问题的提出	1
第二节 金融危机因果关系的逻辑分析	4
第三节 金融危机发生因素的整体分析	26
第二章 金融危机发生的本体论	42
第一节 因果关系研究的本体论	42
第二节 美国房地产资产泡沫	48
第三节 泡沫的解释	59
第四节 对泡沫发生的本体论探讨	64
第三章 美国为什么会有次贷泡沫	85
第一节 谁、为什么推销次贷	85
第二节 次贷泡沫如何形成	99
第三节 美国次贷泡沫如何破灭	118
第四章 经济失衡与金融危机	130
第一节 金融危机的新视角	130
第二节 对伯南克观点的反驳	145
第三节 国内失衡与资本流动	155

第五章 全球失衡下的资本流动	173
第一节 全球经济失衡状况	173
第二节 全球经济失衡的内在关系	196
第三节 全球失衡下的美国资本流入	204
第六章 新兴市场经济体与金融危机	223
第一节 新兴市场资本输出是否导致次贷危机	223
第二节 美国资本流入状况	243
第三节 美国是资本净流入还是净流出	273
第七章 货币政策与金融危机	286
第一节 美联储是否导致信贷过度	286
第二节 长期利率为何低迷	306
结语	328
参考文献	329

第一章 金融危机发生的因果 逻辑分析

第一节 问题的提出

美国次贷危机的灾难性后果以及这种后果的全球性蔓延，特别是当人们将它看作百年一遇的金融与经济大危机时，这一危机为何爆发就成为人们心中普遍的疑问，并激发人们试图揭开这一谜底。而对这一危机成因的探求不仅源自人们对重大事件的强烈好奇心，更迫于摆脱危机和防范危机的现实需要：找不到真正的病因，就无法对症下药，更无法避免类似事件的再次发生。而如果机体已经形成导致某种疾病发生的机制，后果则更难以想象。

但我们今天面临的难题，不是找不到危机的原因，而是找到了太多的原因，以至于我们像找不到原因一样迷惑不解，因而也弄不清真正有效、长效的治疗方案是什么。面对下面诸多的“原因”及由此而来的种种对策，人们该如何选择？

1. 是美国房地产泡沫破裂导致了危机，所以，应……
2. 是美联储不当的货币政策导致了危机，因此，应……

3. 是金融创新产生的衍生品泛滥导致并扩散了危机，所以，应……

4. 新兴市场的经济体净储蓄供给的显著增长导致次贷危机的爆发，故应……

5. 是美元主导的国际储备体系导致了危机，因而，应……

6. 是贪婪及道德缺失导致了危机，故应……

7. 危机的真正根源在于美国监管体制存在重大漏洞，因而，应……

8. 危机的根本原因是新自由主义经济模式，所以，应……

9. 美国的债务经济模式与过度消费导致了危机，因此，应……

10. 危机的深层次原因是相对于消费的生产过剩，所以，应……

11. 危机源于其他国家安全性高且流动性好的金融资产供给不足，只有……

12. 金融危机的根源在于实体经济与虚拟经济的严重失衡，因此，应……

……

所有上述“原因”是否都是我们所理解的“原因”意义上的原因？如果是，它们作为“共同原因”会对危机的发生起同样的作用吗？或者如何区分不同的作用，进而由于不同的程度或性质，我们是否还可以将其中的某些“原因”称之为原因？如果不是，如何知道哪些不是，又如何证明哪些是？最后，不论最终的结论是什么，我们有可能对上述诸多“原因”对危机发生的作用给出一个整体上合理的解释——将诸因素包含于自身的逻辑与现实一致性的解释吗？

这种对“原因”的追究并非只是文字上的游戏，正如一位中国学者所言：“如果说这次全球金融危机产生的确切根源找不到的

话，我们就难以找到完善制度的正确方向，未来势必会出现更大的危机。”^①

美联储前主席格林斯潘问道：“房市泡沫是由不当的货币政策（在这一点上政策制定者有控制权）造成的，还是由更广泛的全球力量（在这一点上他们能施加的控制有限）造成的？这一点有多重要？”

“答案是：非常重要。如果是货币政策的错，那么这个错误今后可以改正过来，至少理论上是这样。然而，如果我们正在应对的全球力量超出了国内货币政策制定者的控制（我强烈怀疑就是这样），那么我们面对的就是一个更广泛的问题。”^②

面对所研究的现实或客观对象，研究中首先要界定的是研究中所欲弄清问题之概念与逻辑关系。对于本文所研究的问题而言，就是关于原因与条件的区分与界定。诸多不同观点与争论都源于二者的混淆。

人们探究原因，必是因为已有某种结果，因而原因可在因果必然关系的意义上简约定义为：如有 X 因素，必发生 Y 事件，则 X 因素为 Y 事件的原因。如 Y 事件与 X 因素相关，但有 X 因素未必发生 Y 事件，则 X 因素为 Y 事件的条件。但在处理复杂问题时，这一简约定义则难以确定事件发生中诸多因果及条件关系，需进一步界定。

在 X 与 Y 二者的关系中，如有 X，就一定有 Y；如没有 X，则是否有 Y 不定；如有 Y，是否有 X 不定；但如没有 Y，则一定没有 X。即 X 一定导致 Y，而 Y 则不一定是 X 导致的。在这种关系中，X 是可单独导致 Y 的原因之一，X 即为 Y 的充分原因（即有 X，就一定有 Y）。

① 林铁钢：《金融危机引发对重大理论问题的再认识——访中国人民大学校长助理吴晓求》，《中国金融》2008 年第 23 期。

② 《格老鸣冤：美联储不是住房泡沫祸首》，2009 年 3 月 12 日《华尔街日报》。

在 X 与 Y 二者的关系中，如没有 X 就一定没有 Y；或者有 Y，就一定要有 X；而有 X 则 Y 不定。即 Y 的发生一定有 X，但 X 不一定导致 Y。在这种关系中，X 不决定 Y 的发生，故 X 不是 Y 发生的原因；但 Y 的发生又不可缺少 X，因而 X 是 Y 的必要条件（即没有 X 就一定没有 Y，而有 X 则 Y 不定）。

在 X 与 Y 二者的关系中，如有 X 必有 Y，无 X 必无 Y；有 Y 必有 X，无 Y 必无 X。在这种关系中，X 是导致 Y 的唯一原因，X 即为 Y 的充要原因（即唯有 X 导致 Y）。

在 X 与 Y 二者的关系中，如有 X 未必有 Y，无 X 未必无 Y；有 Y 未必有 X，无 Y 未必无 X。在这种关系中，X 既不是 Y 的原因，也不是 Y 的确定条件（即有 Y 未必有 X），但如果有 X，会对 Y 有影响，因而 X 可称之为 Y 的或然条件。

对原因与条件的上述区分与界定，不仅对弄清问题的性质具有学术意义，更重要的是其现实与实践的作用：对于防范金融危机，条件——无论或然条件是不是必要条件——本身决不可能导致其发生，除非原因已具备；但在原因已存在时，对必要条件的干预将会阻止事件的发生，而对或然条件的干预则未必有效果；作为原因的因素则会趋向于寻求其条件易于生存之处；而充要原因——尤其是当这一原因具有能动性时，不仅会寻求易于发生的条件，其本身还可能会促进所需条件的形成，甚至可能创造出自身发生的条件！因而对于危机发生原因，特别是充要原因的防范，要有“扼杀于萌芽之中”的前瞻性、超前性措施。然而，如果事件的发生为社会经济发展的某种必然性所致，就非“措施”所能为了，而将涉及社会经济体制、机制及政策的某种变革。

第二节 金融危机因果关系的逻辑分析

首先，界定所要讨论的对象。何谓“金融危机”至今说法不

一。著名经济学家雷蒙德·戈德史密斯（Raymond Goldsmith）幽默地指出，金融危机如同美女一样难以定义，但一旦相遇却极易识别。如在《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》中，雷蒙德·戈德史密斯将金融危机定义为“全部或部分金融指标——短期利率、资产（证券、房地产、土地）价格、商业破产数和金融机构倒闭数——的急剧、短暂的和超周期的恶化”^①。而米什金（Mishkin）则认为：“所谓金融危机就是一种逆向选择和道德风险问题变得太严重，以至于金融市场不能够有效地将资源导向那些拥有最高生产率的投资项目，因而导致的金融市场崩溃。”^②

本研究采用《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》中金融危机的定义，这不仅是因为其权威性，更在于这一定义是对所发生金融危机事件较恰当的概括（这正是概念的应有之义——是将所涉及的事物对象抽象化而称之为X，而非为X本身规定或确定某种内容含义，包括本书所探讨主题在内的诸多学术争议常源于此）。同时，为使何种因素导致美国金融危机的原因分析更为有效，本研究基于上述定义，选择某些与美国情况相似的国家作比较：一个发生危机的国家，众多国家中更有可比性的是发达国家，那么日本金融危机应是一个典型案例；一个近年未发生过金融危机的国家，英国应是一个合适的选择，共同的“血缘”关系使英美两国在经济、政策、管理等方面存在诸多相似；此外，东南亚金融危机等在讨论中也会有所涉及，因为它们也是上述所定义的“典型性”金融危机。前述研究方法的确立与上述研究前提的明确使我们可以转入对金融危机发生原因诸多观点的探讨。

1. 美国房地产泡沫破裂导致了危机……

朱安东、尹哲（2008）认为，美国房地产泡沫破裂是导致这

① 彼得·纽曼、默里·米尔盖特、约翰·伊特韦尔编《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》，李庆云译，经济科学出版社，2000，第367页。

② F. J. Mishkin, "Anatomy of a Financial Crisis," *Journal of Evolutionary Economics*, 1991.

次金融危机的直接原因。因为到 2007 年夏，在扣除通货膨胀因素之后，美国的房地产价格与 1995 年的同期水平相比上涨了 70%。据估计当时美国房地产总价值（21 万亿美元）中有 8 万亿的泡沫成分（相当于总价值的 38%）。2007 年夏，美国房地产市场价格见顶回落，进一步推高了违约率，后者又反过来加剧了价格的回落和泡沫的破裂，如此一来，形成恶性循环，次贷危机爆发并迅速演变为金融危机。

根据摩根士丹利的统计数据，杜厚文、初春莉（2008）说明了美国房地产市场的泡沫化程度严重：美国房地产市场价值与国内生产总值（Gross Domestic Product，以下简称 GDP）之比，1960 年为 100%，1980 年为 120%，2000 年为 130%，2005 年则达到 180%。2000 年后房价上涨远远脱离了经济和收入水平等基本层面的支撑，其繁荣是不可持续的，只要宏观经济形势发生变化（如加息）或者投资者抽身离去，房价泡沫必将破裂。而房价的下跌和利率的升高，导致大量次级贷款借款人违约，使风险由房地产金融机构依次转移到资本市场上的机构投资者身上，这正是“美国次级贷款危机产生并蔓延的直接原因”。

罗伯特·希勒在其新作《美国次贷危机的解决之道》中，写道：“次贷危机堪称美国世界经济和社会文化的一个历史转折点。从根本上说，它是 2006 年美国房地产市场投机泡沫破灭的祸水蔓延至其他国家的产物，并由此造成了这些国家的金融困境和全球性信贷紧缩。”^①

但近年来房地产市场产生泡沫并破裂的并非只有美国，早在 2005 年，英国《经济学家》周刊就指出，这一时期“世界范围的房价上涨是历史上最大的泡沫”。“在欧洲，房价在爱尔兰和西班牙长期以来处于令人瞠目结舌的高水平，但在过去一年里，在法

① 罗伯特·希勒：《美国次贷危机的解决之道》，《经济社会体制比较》2008 年第 6 期。

国、意大利、比利时、丹麦和瑞典，房价也以9%或者更高的速度上涨。法国（15%）、西班牙（15.5%）的房价上涨比美国更迅速。”^① 2000年以来，美国、英国、澳大利亚、法国、西班牙等许多国家先后都发生了房地产泡沫。2000~2005年，发达国家的住宅房地产的全部价值上升了30万亿美元以上，总值超过了70万亿美元。房价不仅在爱尔兰和西班牙长期处于高水平，而且英国房价上涨速度更是远超美国（3年内连续以年均超过20%的速度增长）。在扣除通货膨胀因素后，2000~2006年，美国房价上涨43%，而同期，英国上涨66%，西班牙上涨89%，法国上涨72%，瑞典上涨48%，丹麦上涨58%，可见，欧洲国家房价上涨幅度都比美国大得多。然而欧洲国家的房地产泡沫并未导致金融危机。因此，可以认为，“房地产泡沫”并不必然形成金融危机。虽然“房地产泡沫破裂”一定会导致某种状况的金融危机，但金融危机又并非都是“房地产泡沫破裂”所造成的（如东南亚金融危机等）。因而美国的房地产泡沫破裂是其金融危机发生的充分原因而非充要原因。但问题是房地产泡沫破裂本身也是一个结果，甚至可以说它就是金融危机的一部分，因而需要探寻的正是房地产泡沫产生并破裂的原因。

2. 美联储不当的货币政策导致了危机……

美国经济学家 Duncan（2007）认为过度消费导致了非理性的过度繁荣，进而最终导致了危机发生；而美国居民的持续过度消费则源于美联储宽松的货币政策和大量外部资金流入的鼓励和驱动。而从流动性视角来观察问题的纽约储备银行艾登与普林斯顿大学教授信（2008）则认为，是美联储宽松的货币政策导致流动性过剩，而流动性过剩致使资产价格上升和外部融资成本下降，这激发了金融机构运用更高财务杠杆的行为倾向，过高的财务杠

① 顾目：《历史上最大的金融泡沫》，《国外社会科学文摘》2005年第7期。

杆使金融机构风险敞口巨大，因此，当美联储调高利率时，资产价格随即跳水。对于美联储不当的货币政策，斯坦福大学教授约翰·泰勒指出，美联储在 2001 年就该果断地将联邦基金利率从 1.75% 上调至 5.25%，而不应继续调低至 1% 之后再缓慢加息。正是美联储 2002~2004 年实行的宽松货币政策造成了美国住房市场的过度繁荣，最终导致了次贷危机的发生。^①

上述学者的共同观点是，格林斯潘时代错误的货币政策导致了某种结果（过度消费、流动性过剩或住房市场过度繁荣），这一结果造成了房地产泡沫产生并破裂。钟伟（2008）也对此反思道：“时至今日，我们不得不承认，从费雪到弗里德曼确立起来的古典货币主义理论依然颠扑不破，此次金融危机首先是因为货币总量控制出了问题。因此，货币政策也许必须回归传统。”^②

但关于货币政策与金融危机的关系，人们的认识一直存在较大的分歧。格林斯潘本人并不这样认为。他在 2004 年 2 月美国众议院金融委员会听证会和美国参议院银行、住房及城市事务委员会听证会上陈述道：“应当指出的是，低住房抵押贷款率还刺激了新房的销售和兴建，使其保持在一个较高的水平之上。低利率和大量的抵押融资活动小幅降低了家庭负债率和金融债务率。在消费者贷款失信率及住房抵押贷款率双双下降的同时，许多衡量消费者信贷质量的指标在过去的一年中得到改善。”特别是，“正如前面提到的，时至今日我们的适应性货币政策立场看来并没有产生流通手段量过高或信贷大规模扩张的问题。”^③

而在美国次贷危机爆发后，格林斯潘又在《华尔街日报》上撰文指出，在过去 5 年的市场乐观情绪下，这场危机迟早都会发

① 胡海峰、罗惠良：《美国次贷危机成因研究述评》，《证券市场导报》2008 年第 12 期。

② 钟伟：《对次贷危机的十点反思》，《中国金融》2008 年第 23 期。

③ 汪琛德：《格林斯潘在美国众议院金融委员会听证会上的陈述》，《国际金融研究》2004 年第 3 期。

生。即使不被次级债定价不当的问题引爆，也会因为其他市场领域的问题而被点燃。但他认为，次贷危机的真正根源在于全球经济扩张，正是一段时期以来全球经济前所未有的高速增长导致投资者低估了风险^①。

而摩根士丹利首席经济学家史蒂芬·罗奇则指出：“现在回顾来看，这其实是泡沫世界的‘原罪’——美联储纵容了20世纪90年代末所创造的股票泡沫，以及所衍生出的资产依赖型的美国经济。一连串事件的传导，使一种泡沫引发另外一种泡沫，从股票到房地产再到信贷市场。”因此，“在这两次危机中——2000年的股票泡沫和2007年的信贷泡沫，央行都存在玩忽职守的责任”。^②

对于上述争论，卢锋、刘鏊（2009）通过整理有关数据来比较系统的考察了这一问题，并得到几点结论：第一，比较近半个世纪来利率变动的情况，21世纪初美联储利率下调具有底部极低和降幅最大的特点。第二，从负实际利率、规则偏离角度来看，2002~2004年美国的货币政策过于宽松。第三，过低短期利率与实际房价及新房开工量超常增长显著相关，提示货币政策对房地产泡沫负有责任。

实际上，关于货币政策与金融危机的关系，经济学家至今已争议半个多世纪。弗里德曼一直力主“不当的货币政策导致了危机”的观点，并试图证明导致20世纪30年代大危机的主犯就是错误的货币政策（当然，与当年相比，今天的金融危机更是如此）。在其名著《美国货币史（1867~1960）》中，弗里德曼认为，一旦中央银行对货币供给控制不当而导致货币紧缩，就会迫使商业银行为获得流动性而出售资产，这种局面得不到改善就可能造成银行大量倒闭，进而引发大面积的金融危机。而导致1929~

① 卢锋：《次贷危机根源是全球经济扩张》，2007年12月14日《中国证券报》。

② 史蒂芬·罗奇：《泡沫世界的原罪》，2007年8月21日《第一财经日报》。

1933 年大危机的根本原因正是美联储货币政策的这种失误。

与对“货币政策的作用”有上述认识的弗里德曼不同（该论文是弗里德曼获诺贝尔经济学奖的主要学术贡献之一），美国国际经济研究所高级研究员 Posen 认为，在“货币宽松时期一定会产生资产价格泡沫”的论点是不能成立的。有经济学家提出，货币宽松是资产价格上涨的一个必要条件，或者说，资产价格膨胀，必然伴随着扩张性货币政策。“我个人认为，这一观点是错误的。我的研究表明：（1）在股票价格上涨时，货币条件并不可能是宽松的；（2）房地产价格上升通常需要货币的宽松条件，但货币宽松或流动性过剩并不是房地产价格膨胀的唯一、充分条件。”就经济合作与发展组织成员国的案例来看，在 20 世纪最后 30 年的 31 个货币宽松期内，都没有出现房地产价格大幅上涨，或股票市场价格持续上升。如果资产价格泡沫的产生是由于货币条件变动以外的因素，比如银行资本不充足和财经纪律不严格，那么，政府需要做的是解决金融监管问题，而不是扭曲货币政策。^①

上述可见，关于货币政策与金融危机的关系，人们的认识存在较大的分歧。

区分和界定二者因果关系的困难在于，不当的货币政策一定会导致某种问题产生，但那个问题是否就是金融危机？第一，在各国现实经济中，并非每个国家、每次的“不当的货币政策”都导致了危机发生；第二，每次金融危机过后，人们都会指出，如果当时货币当局……就会……意即货币当局有可能减轻或避免危机，如果它们有足够的智慧并采取相应行动的话；第三，假设其他所有环境、情况都不变，而中央银行在相同的时期实施的是相反或不变的货币政策，结果又会如何？或者更简单些，如果美联储不提高利率，美国的房地产泡沫是否可以长期存在，或者仅仅

① 亚当·S. 波森：《中央银行为何不能挤破泡沫？》，《国际经济评论》2006 年第 11～12 期。