

# 比较

COMPARATIVE STUDIES

39

吴敬琏 主编

许成钢

金融危机的新框架阐释与中国的政策建议

黄明

全球金融危机的启示与应对

保罗·克鲁格曼

国际金融乘数效应

清泷信宏

次贷危机和货币政策

珍妮弗·贝特尔 艾伦·费雷尔 胡昱

2007~2008年信贷危机诉讼中的经济和法律问题

焦津洪

德国稳定金融市场的立法及启示

罗杰·迈尔森

经济理论的机制设计视角

威廉·科瓦契奇 卡尔·夏皮罗

美国反托拉斯政策的经济与法律思想

雅诺什·科尔奈

哈佛大学如何聘任教授

谢韬

需要倡导的精神价值



中信出版社  
CHINA CITIC PRESS

# 比较

COMPARATIVE STUDIES

39

吴敬琏 主编

---

中信出版社  
CHINA CITIC PRESS

**图书在版编目 (CIP) 数据**

比较·第 39 辑 / 吴敬琏主编. —北京: 中信出版社, 2008.12

ISBN 978-7-5086-1366-6

I . 比… II . 吴… III . 比较经济学 IV .F064.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 207645 号

---

**比较 · 第三十九辑**

主 编: 吴敬琏

策 划 者: 《比较》编辑室

出 版 者: 中信出版社股份有限公司 (北京市朝阳区和平里十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

经 销 者: 中信联合发行有限责任公司

承 印 者: 中国农业出版社印刷厂

开 本: 787mm × 1029mm 1/16

印 张: 12.25

字 数: 200 千字

版 次: 2008 年 12 月第 1 版

印 次: 2008 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-1366-6/F · 1487

定 价: 20.00 元

---

**版权所有 · 侵权必究**

凡购买本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

010-84264033

E-mail: [sales@citicpub.com](mailto:sales@citicpub.com)

[author@citicpub.com](mailto:author@citicpub.com)

# 卷首语

2007年7月，正当全球金融体系备受流动性过剩困扰之际，次贷危机在美国爆发，到了2008年9月，随着华尔街多家金融机构的倒闭，原本被视为十年一遇的次贷危机迅速演变成“百年一遇”的全球性金融危机，并海啸般冲击着实体经济，全球经济面临着自1929大萧条以来最严重的一次萧条。过去一年多来，国内学术界和媒体围绕这场危机展开了很多争论，诸如危机到底是因为美联储宽松的货币政策还是金融市场的微观机制出了问题；美国的金融体制是否还值得我们学习；美国政府的救市到底应不应该，救市是否就意味着政府干预；金融创新和金融全球化是有害还是有益；面对这场危机，中国是独善其身，还是积极与美国、欧洲等主要大国加强协调，共度时艰；这次危机是否意味着美国式金融资本主义的终结和美国的衰落；作为发展中国家和转型经济的中国，能否度过全球经济环境严重恶化和国内经济急速下滑的困难时期，发展的步伐是否会由此中断。对这些问题的不同回答关系到我们对未来形势的判断，关系到中国经济的未来走向，关系到中国如何参与全球化的重大决策。因此，认清这场危机对中国的影响意义重大。本辑《比较》以这次百年一遇的金融危机为主题，分别组织、选取了国内外学者从不同视角对危机所作的分析，以期对危机及其影响形成更全面深入的认识。

许成钢的文章用“软预算约束”概念来分析金融危机，认为这次金融危机之所以如此严重，波及范围如此之广、之深，是因为没有监管的证券化放松了债务人和金融机构的预算约束，导致他们的道德风险空前之高。针对中国当前面临全球经济环境严重恶化和国内经济增长的困境，他呼吁把推动廉租房改革作为提升内需的龙头，而廉租房建设恰是一个多方协调，解放思想，勇于创新，弥平差距，提升公正等可诸多获益的改革。

黄明则从金融创新实践的角度分析了金融机构创造和销售次贷的过程，揭示了危机发生的微观机制；从资本市场对经济发展的融资输血功能，对美国政府为什么要救市给予了说明。对于时下颇为流行的美国衰退论，他认为这是一种极不清醒的认识，美国虽然出了问题但仍然强大的资本市场以及以硅谷为代

表的研发创新能力足以使美国在很长的时间保持其全球竞争优势。对于金融衍生产品有害论，他提出了一分为二的观点。

针对这次全球性金融危机，2008年诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼写了《国际金融乘数效应》一文。文章认为，金融危机向全球蔓延的传导机制是一种类似国际贸易乘数的“国际金融乘数效应”，即某一地的金融危机通过金融机构的资产负债表向国际传播。文章对危机模型进行了分析，发现不同时期的危机传染都有一个共同特点，即几乎所有经济都拥有“杠杆化的共同放贷者”，这次金融危机也不例外。国际金融乘数效应意味着，金融政策的跨国协调极为重要。

清泷信宏的文章认为，次贷危机植根于次贷资产证券化本身。抵押贷款证券化虽然为初始贷款人解决了风险分散和流动性问题，提高了资金的配置效率，但是证券化本身并不能降低系统性的风险，相反，当房地产市场下行时，证券化使不同借款人之间的违约变得相互关联，导致系统性风险大增。对于货币当局如何应对次贷危机，作者也提出了自己的看法，并强调货币当局的低利率政策有可能会带来通货膨胀的风险。

美国巴布森学院胡昱等人则从法律诉讼的角度分析了这次金融危机的经济、法律原因及其后果。文章不仅描述了抵押贷款证券化的流程，给出了相关的数据，同时还分析了证券法诉讼中的三个原则：无事后欺诈、相信市场和损失原因的举证。他们认为，次贷危机引发的众多法律诉讼及法院对三个原则的认定和判断，将有助于我们了解抵押贷款证券化过程中哪些环节出现了问题，为什么市场会在某些地方失灵。

面对这次百年一遇的金融危机，美国和欧洲主要国家都进行了大规模的政府救助，不过各国各有自己不同的做法。编委焦津洪着重介绍了德国立法机关和政府如何迅速制定相应的法律和配套规定，对需要修改的相关法律规定及时加以修订，使金融市场救助建立在坚实的法治基础之上，保证了这些金融市场救助措施的效力和实施，体现了法治对经济社会现实需要的有力保障。

罗杰·迈尔森在其诺贝尔奖获奖演说中回顾了机制设计理论的发展历史，并对机制设计理论给出了一个简要的概括和介绍。迈尔森认为，机制设计理论使研究有形物品配置的经济学，转向了研究社会制度中的激励问题，使经济分析转向了一个更为宽广的视角，这个视角无异于古希腊的社会哲学家们最早对经济学的命名。

美国新任联邦贸易委员会主席科瓦契奇和伯克利加州大学教授夏皮罗回顾了1890年以来美国反垄断的经济与法律思想的演变过程。作者认为，经济学家对美国反托拉斯体制作出了两大重要贡献：使竞争成为治理经济的优胜机

制；引导了竞争政策的形成。由于经济学观点在法学院院的不断渗透，司法对经济学理论明确而又广泛的倚重，以及经济学家在政府反托拉斯机构中的地位上升，现在，美国的经济学和法学之间已经形成了制度化的联系。

“新书架”栏目节选自最近出版的新书《我们自己制造的魔鬼》的结束语。本书在次贷危机前的三个月出版，提出了可能爆发危机的警告。在我们所摘取的这段简要的结束语中，作者提纲挈领地总结了现代金融市场的两大特征——复杂性和紧耦合性，这两大特征因不适当的监管反而被不断强化，使爆发金融危机的可能性空前之高，他由此建议采取开放源代码式的监管模式，以减弱复杂性和紧耦合性。

“视界”栏目选自雅诺什·科尔奈的自传《思想的力量》一书中的章节，他对哈佛大学聘任教授制度的介绍，也许对国内各大院校引进人才和用人制度改革有所帮助。

原社科院第一副院长谢韬的文章为纪念社科院研究生院建院30周年而写。作者回忆了他在社科院研究生院工作期间，名家荟萃、群星璀璨、潜心问学的学术盛况，呼吁有不同看法的学者避免恶性互斗，实现良性互动，他说：“当我们进行思想交锋的时候，我们需要记住：为生活在这片土地上的百姓谋求福祉是我们的共同责任，建设一个民主、宪政、和谐、富强的中国是我们共同的梦想，在民族的伟大复兴中发挥作用是我们共同的荣耀。我们之间虽然存在思想分歧，但我们彼此不是敌人。虽然我们可能处于不同的视角，但我们仰望着同一片星空。”

中国三十年改革开放的一个重要内容就是重新调整政府职能，重新界定政府与企业、政府与市场、政府与个人的关系，迟福林和方栓喜的文章对此进行了归纳和总结，并分析了新时期政府与企业、个人的关系以及政府需要发挥的职能，并对职能转变提出了相应的建议。

由黄少卿等人执笔的《供应链金融生态环境分析与国际比较》讨论了国内理论界目前关注的供应链金融。文章运用金融生态理论，对供应链金融行为主体之间的博弈关系进行了具体描述，并对国内供应链金融面临的制度和技术环境进行了分析，揭示了供应链金融的市场内在需求和风险控制特征，以及发展中的制度约束。

## 《比较》征订单

由吴敬琏主编、中信出版社出版的《比较》丛书，是为读者提供的一个有关比较制度分析的学术性平台。《比较》站在理论前沿，根据中国经济改革中遇到的重大问题，有选择地介绍别国的经验和教训、转轨经济的理论和实践，以及比较研究领域的发展，同时有针对性地介绍国内外学术理论界对中国经济改革的方案设计、政策建议和评论。

《比较》秉承“以比较传递理念、思想和智识”的宗旨，自 2002 年 7 月出版第 1 辑以来受到了广大学者、研究人员、政府工作人员、高校师生等众多读者的关注和赞誉。应广大读者要求，《比较》现可以全年订阅，2009 年全年将出版第 40 至第 45 辑，每辑人民币 20.00 元。同时也可订阅第 1 至第 39 辑的《比较》，请在订阅回执中注明。

### (一) 订阅回执

公司及收刊人姓名：\_\_\_\_\_

收刊地址：\_\_\_\_\_

邮编：\_\_\_\_\_ E-mail：\_\_\_\_\_

电话：\_\_\_\_\_ 传真：\_\_\_\_\_

订阅第\_\_\_\_\_辑至\_\_\_\_\_辑，共\_\_\_\_\_本

每辑 20 元，汇款金额：\_\_\_\_\_元

简短留言：(如需开发票，请注明发票抬头) \_\_\_\_\_

---

请将回执单传真、邮寄或 E-mail 至本编辑室，您也可以登陆《比较》网站 ([www.bijiao.org](http://www.bijiao.org))，点击“读者服务”，填写电子订单。汇款方式如为通过银行汇款，请将电汇凭证传真至本编辑室。《比较》编辑室在收到书款后将按地址定期邮寄图书。

### (二) 汇款方式

邮局汇款：北京市朝阳区和平里十三区 35 号楼煤炭大厦 1219 室

收款人：中信出版股份有限公司《比较》编辑室 邮编：100013

银行汇款：开户行：中国工商银行北京燕莎支行

户名：中信出版股份有限公司

账号：0200012709004615180

(通过银行汇款后，请将电汇凭证传真至本编辑室)

联系电话：(010) 84264419

传真：(010) 84264339

E-mail：[readers@bijiao.org](mailto:readers@bijiao.org)

网址：[www.bijiao.org](http://www.bijiao.org)

# 目 录

## *Contents*

### 第三十九辑

- 1 解释金融危机的新框架和中国的应对建议 许成钢  
The New Conceptual Framework for Interpreting Financial Crisis  
and China's Responses *by Chenggang Xu*

- 15 全球金融危机：启示与应对 黄明  
The Global Financial Crisis: Inspirations and Responses  
*by Ming Huang*

### 金融危机专题

### Focus on Financial Crisis

- 32 国际金融乘数效应 保罗·克鲁格曼  
The International Finance Multiplier *by Paul Krugman*
- 40 次贷危机和货币政策 清泷信宏  
The Subprime Crisis and Monetary Policy *by Nobuhiro Kiyotaki*



- 54 2007~2008年信贷危机诉讼中的法律问题和经济问题

珍妮弗·贝特尔 艾伦·费雷尔 胡昱

Legal and Economic Issues in Litigation Arising from the 2007-2008

Credit Crisis *by Jennifer E. Bethel, Allen Ferrell and Gang Hu*

- 97 德国稳定金融市场的立法及启示

焦津洪

Germany's Legislation to Stabilizing Financial Market and Its

Revelations *by Jiao Jinhong*

## 前沿

Guide

- 104 经济理论的机制设计视角

罗杰·迈尔森

Perspectives on Mechanism Design in Economic Theory

*by Roger B. Myerson*

## 法和经济学

Law and Economics

- 124 美国反托拉斯政策：一个世纪的经济与法律思想

威廉·科瓦契奇 卡尔·夏皮罗

Antitrust Policy: A Century of Economic and Legal Thinking

*by William E. Kovacic and Carl Shapiro*

## 新书架

New Books

- 146 创造是为了毁灭？

理查德·布克斯塔伯

Built to Crash?

*by Richard Bookstaber*

## 视界

## Horizons

- 152 哈佛大学如何聘任教授 雅诺什·科尔奈  
How Harvard Appoints Its Professors *by János Kornai*

## 改革忆事

## Memory

- 158 需要倡导的精神价值 谢韬  
The Spiritual Values Worth Advocating *by Xie Tao*

## 改革论坛

## Reform Forum

- 162 政府转型与政府作用：我国改革开放进程中政府职能的阶段性变化 迟福林 方栓喜  
The Transformation of Government and Its Roles  
*by Chi Fulin and Fang Shuanxi*

## 比较之窗

## Comparative Studies

- 172 供应链金融生态环境分析与国际比较  
中欧国际工商学院-深圳发展银行“供应链金融”课题组  
Analysis and International Comparison on the Financial Ecology of  
Supply Chain *by CEIBS-SDB Supply Chain Finance Task Fore*

# 解释金融危机的新框架和中国的应对建议

---

许成钢

## 百年一遇的全球金融危机

这次金融危机是 1929 年以来最严重的危机，而 1929 年的危机是人类历史上最严重的危机。美国用了十年的时间，西欧用了更长的时间才从危机造成的衰退中恢复过来，而且正是 1929 年的危机引发了第二次世界大战。

这次金融危机空前严重，表现在如下几个方面：首先，如果我们只看 2008 年 10 月 6~10 日的这一个星期，道琼斯指数下降了超过 20%。这是自从道琼斯指数创立 120 年以来最坏的一个星期。即便在 1929 年的金融危机中，也没有这么坏的现象。

其次，这次金融危机使整个华尔街面目全非，主要金融机构不是垮掉，就是发生了根本性的改变。华尔街最基本的金融机构是投资银行，而华尔街五大投行中有两个破产，一个出售，剩下的两个变身为商业银行。从此华尔街的性质发生了根本性改变，这种性质的体制变化是 1929 年金融危机以来都未曾见过的。还有，在这次金融危机期间，雷曼兄弟的破产是有史以来最大规模的公司破产，打破了好几项世界纪录。

---

\* 《比较》编委许成钢现为香港大学经济金融学院客座教授。本文根据编辑肖梦于 2008 年 11 月 3 日在香港大学对作者的访谈整理而成。感谢《经济观察报》记者李利明提供的帮助。——编者注

第三，在这次金融危机的过程中，美国和英国都迅速地推行了史无前例的大规模国有化措施，挽救破产的金融机构和金融体系。我们都知道，美国的意识形态是强烈反国有化的，但是这次它被迫用国有化的方式挽救金融体系，由此可以清楚地看到我们面对的问题有多么严重。经过迅速大规模国有化，现在世界上一些最大的金融公司已经变成了国有公司。比如说世界上最大的保险公司美国国际集团（AIG），现在变成了国有公司；世界上最大的房地产抵押贷款公司像房利美、房地美现在都变成了完全的国有企业。而美国、英国政府都成了世界上最大的国有金融机构的所有者。

第四，这次金融危机对全球金融体系和全球经济产生了严重的冲击。从美国到整个西欧，从北欧和东欧的部分国家到俄罗斯，从日本到韩国、印度、巴基斯坦等亚洲国家，纷纷卷入危机。有不少国家，如冰岛、乌克兰、匈牙利等，还面临国家破产的风险。全球主要国家的政府空前一致地进行紧密协调，以应对这次金融危机。这都是人类经济史上从来没有见到过的现象。这次严重的经济危机正在引发全球性的经济衰退，其严重程度将是自 1929 年来所未见的，至少对北美和西欧乃至日本来说是如此，因此其影响之大、范围之深广都要远远超过 1997 年的亚洲金融危机。

中国是这次金融危机里面唯一受影响相对较弱的大国，之所以如此，是因为中国的金融体系与国际金融市场还有很大程度的隔离。但是中国的外贸对 GDP 增长的贡献率超过 1/3，因此全球经济衰退一定会非常严重地影响中国经济。有一种说法认为，中国贸易是面对全球的，虽然北美和西欧受到严重影响，中国仍可以把贸易转移到这两个地区之外的其他国家。然而，由这次金融危机导致的经济衰退是全球性的，所有其他地区的经济都和北美、西欧紧密相关，当整个北美、西欧乃至日本经济大幅度衰退时，全球经济都会跟着衰退，因此，中国的贸易一定会受到严重打击。不过，由于全球经济衰退会导致全球的原材料、能源、运输等所有价格下降，如果中国能够很好地把握世界经济走势和国内经济政策，危机就会成为中国进一步发展的机遇。

下面，我打算讲两个基本的问题。第一，我想提出一个分析金融危机的概念框架；第二，我就中国如何应对全球金融和经济危机提出一些具体的政策建议。

### 概念框架：软预算约束的革新

这里，我想用软预算约束的概念来分析这次金融危机。对于这个概念，国

内的读者应该都是相当熟悉的了。

## 软预算约束概念

我们首先简要回顾一下软预算约束的概念。软预算约束是雅诺什·科尔奈早在 20 世纪 70 年代末针对东欧的中央计划经济改革提出来的。它的一个基本含义是，任何金融合同都应该事先规定资不抵债的企业需要破产，但是在软预算约束情况下，虽然合同事先规定了资不抵债需要破产的条款，事后却不会真的破产。在改革了的中央计划经济体制下，国营企业在资不抵债时仍然不会破产，它们总可以从政府得到救助。这是原始的软预算约束概念。软预算约束会产生非常严重的后果，那就是，由于这些企业的经理事先预料到，如果他冒很大的金融风险导致企业资不抵债，企业也不会破产，于是这些企业的经理会不顾后果地去冒险，且冒险得到的好处自己享有，而冒险带来的损失却不必承担。软预算约束也就是经济学所说的道德风险，当然这是一种特殊情况下的道德风险。

已有的文献告诉我们，软预算约束问题不仅对于中央计划经济国家、转轨国家是最基本的问题，而且对于一些发达的市场经济比如说日本和美国，也是一个重要的问题。1997 年亚洲金融危机也是同软预算约束问题直接相关的，尤其是韩国的情况。

回到这次金融危机，最近美联储前任主席格林斯潘在美国国会听证的时候提到，他认为最出乎预料的，或者说他的判断最严重失误的就是金融机构的高管人员不负责任。当时他采取的一系列货币政策有一个基本前提，即在一个良好运行的市场经济制度下，这些金融机构的高管人员都有责任管理企业所面对的风险。但实际的情况是，这些高管人员没有负责任，从而导致了目前所面临的严重后果。所谓的不负责任，指的就是破天荒的杠杆化程度。

那么，是哪些因素导致了金融机构的高管人员会犯下如此严重的道德风险问题？他们为什么这样做？沿着这个问题再追一步，一个基本问题就是这次金融危机最早的源头在什么地方？大家都知道这次金融危机最早起源于次贷危机。而在次贷危机中我们会看到，这种道德风险问题，不仅仅集中在大型金融机构的高管人员身上，实际上几乎处处都是，包括借次贷的老百姓，向老百姓发放贷款的银行，从银行手里购买次贷证券的金融机构，乃至最大的金融机构，都存在着道德风险。换句话说，从最底层的次贷借贷者，层层往上，所有的债务人和债权人都显示了特别强的道德风险问题，大家都不顾一切地举债，每一层

金融机构都有特别高的杠杆率，债务杠杆程度空前之高，这又是为什么呢？

我认为，没有监管的债务证券化变成了一种软预算约束的革新工具。这个软预算约束的革新工具创造了一种手段，放松了债务人的财务预算，使得他们能够把自己的预算边界不断往外推，从而导致了当前的严重后果。

在传统的借债行为模式下，在抵押贷款时，无论是债务人还是债权人都非常关心债务人是不是有能力还贷款，一旦还不起贷款就要破产。在这种模式下，债务人会很小心，因为破产了以后要经受严重的损失；债权人也很小心，虽然他发放的是以房屋作抵押的贷款，但是房屋的价钱随着市场走，这里面有很大的风险。在传统情况下，杠杆比率很有限，三四倍的杠杆率就被认为很高。但是在次贷危机中，我们看到杠杆率超过 30 倍，为什么会这么高？基本原因来自金融创新的核心，即证券化包装的抵押贷款——按揭证券（Mortgage Backed Security, MBS）。抵押贷款证券化实际上把许多抵押贷款包装在一起，这样做有什么好处呢？在没有证券化之前，每个个人都面临着比较大的违约风险，但是如果把这种跨地区、跨特点的贷款包装在一起，就等于把风险分散化了。当风险分散了之后，就会发现虽然这是次贷，但是它的风险比普通个人贷款的风险要小。于是这个本不吸引人的次贷变成了很吸引人的、风险很小的贷款，从而也就把预算约束放松了。当许多投资者，实际上就是银行，购买了很多 MBS 之后，可以进一步再证券化，把风险进一步分散，导致更大的投资机构购买 MBS。这是为什么美国的次贷证券会发行到全世界，并在全世界产生巨大影响的重要原因。

这一系列的证券化过程产生了风险不断缩小的假象。与此同时，我们也可以看到另一面，到底金融机构的高管人员做了些什么？他们关心的又是什么？根据纽约市政府的报告，2006 年华尔街的高管一共拿了 239 亿美元奖金！这些奖金是怎么拿的？是他们通过非常激烈的竞争购买证券化的贷款产品。在竞争过程中，一个基本的现象就是，当整个经济往上走的时候，给他们带来的好处是分红；但是当经济往下走要冒风险的时候，他们并不对风险负责任，这就是我们讲的软预算约束带来的后果。

《商业周刊》在 2008 年 10 月底有一篇文章曾经提及：“结果，华尔街的交易者们只关心年底的奖金有多少，而不关心公司健康的长远发展。整个体系——从贷款经纪人到华尔街风险管理者——似乎倾向于承担短期风险，而忽视长期责任。”“健康”指的是将来可以还得起账。“整个体制”都只看眼前能

得到的好处，而不管长远面临的问题。另一方面，在这种软预算约束的条件下，金融机构的杠杆率空前之高。看五大投行，杠杆率普遍超过 30 倍，所以它们出问题并不是偶然的。

除了用 MBS 这种证券化方式放松预算约束条件之外，最近的一二十年还出现了一个新的制度性安排——信贷违约保险（credit default insurance, CDI），即对抵押贷款的破产给予保险。2007 年，这一领域的承保金额达到了 45 万亿美元，比美国整个证券市场的资金量 21.9 万亿美元大出一倍。由于有了这种保险制度，金融机构的高管们都认为，即使证券化贷款交易出了问题，机构也不会破产！因此，他们只想办法去竞购证券化的抵押贷款、去挣今天的钱，而明天破产的问题根本不在他们的计算里面，因为一方面他可以用证券化的方式不断放松预算约束，另一方面破产还有保险兜底。这就把软预算约束放松到了一个空前的程度。

自科尔奈提出软预算约束，经马斯金等经济学家进行了大量的探索研究工作，他们以软预算约束建立模型，有效地解释了一系列经济现象<sup>①</sup>。但是，以往定义的“软预算约束”，实际上仍有相当程度的限制，即便在中央计划经济体制下，企业最终也还是要和政府讨价还价。而这次金融危机中所发生的问题，其严重程度完全超出了以往定义的“软预算约束”。所有的金融机构都通过证券化包装贷款，再通过购买保险来化解了几乎所有的破产风险，实际上，这就在制度里酝酿了一个巨大的灾难。这个巨大的灾难就是：众多的大型金融机构同时大量购买以抵押贷款为基础的信贷工具，虽然每一个以抵押贷款为基础的信贷工具好像都把风险分散了，但是当所有金融机构大量购买这种产品时，实际上它把房地产的风险、房地产周期和整个金融机构绑在一起了。本来房地产周期不会引发全球金融危机，但是通过这一系列手段和制度安排，房地产周期和金融危机就连在一起了。而且在这个链条中，所有的金融机构都有几十倍的杠杆率，因此只要房地产的下行周期来临，就会把关联的金融机构全部拖下水。

## 房地产次贷

从次贷借债者一直到最高层次的债权人，每一个层次软预算约束带来的后果是什么？我们来看一个简单的统计数字，美国有 500 万户家庭做了次级贷款，

---

<sup>①</sup> 有关文献，读者可查阅《比较》第 14 辑，“解读软预算约束”（诺雅什·科尔奈、艾里克·马斯金和热若尔·罗兰著），中信出版社 2002 年 12 月出版。——编者注

在这 500 万户里，有 100 万户是真正的低收入家庭，是通过次贷买了他们的第一所房子。他们做次贷的时候首付只有 5%，甚至更低。这意味着这些人借债的杠杆率都是在 20 倍甚至以上。他们借了次贷之后，正逢房价上升的时期，由于房价上升导致作为抵押物的房屋市值提高，他们经常在两三年之后重新做次贷按揭，获得比最初按揭时更多的贷款，然后提出现金供其消费。换句话说，这些借债的人完全不顾自己的偿还能力，不顾自己会破产的可能性。他们之所以这么做，和金融机构怂恿、鼓动他们，提供金融工具帮他们做次贷直接相关。另外 400 万户虽然不是穷人，有些人实际上是中产阶级，但是他们也一样用次贷的方式买了很多房子，将房屋买卖的方式作为投资手段，而不管有可能会破产的后果。

我想强调的一个基本事实是，使用了这种软预算约束革新的方式之后，它大大提高了资金使用的效率。也就是说，人们可以大规模借债，没有钱的人都可以突然之间变得很有钱，可以大规模消费，或者大规模投资。但是由此造成的后果，却是他们严重的道德风险对整个金融体系的全局稳定造成的空前破坏，并最终危及整个经济。次贷危机直接造成的损失大概只有 3 500 亿~4 200 亿美元，如果把这个损失折成美国股市市值，相当于 2%。就算把这个损失全部冲销，也只相当于美国股市指数下降 2%，本来不该造成全面的经济问题，但是它却导致了这场百年不遇的严重金融危机。危机造成的损失有多大？现在根本估算不出来。我们只看一下美国和欧洲的政府救市拿出来多少钱？根据《纽约时报》10 月 15 日报道，到那时为止政府投入的救市资金已经高达 2.2 万亿美元。由此可以看到次贷不成比例地对整个金融体系造成的破坏程度。

房地产次贷对整个金融体系造成破坏的直接原因是什么？是各次贷参与者的道德风险使他们没有激励去计算整体的风险、整体的后果是什么。房地产业有自己的周期，既有上升的时候，也有下降的时候，而下降的时候会有很坏的后果。但是原本房地产周期是局部性的、相互独立的，比如说佛罗里达的房地产业周期通常不影响纽约的房地产周期，但是现在由于使用了证券化的房贷工具，这些局部的相互独立的房地产周期就集中在一起了。当某个地方的房地产走弱时，许多次贷的债务人同时破产，因为借贷的杠杆率很高，于是就会导致与此相关的证券化的次贷产品大幅度贬值。由于这些金融机构大量购买了证券化的次贷产品，其资产就会贬值。很多金融机构同时资产质量变坏，当然就会使整个金融体系产生问题。

但是，发起次贷的金融机构不是买了金融保险吗？问题在于，实际上这些



保险也是按照通常的方式计算的，如果某个地区的房地产出了问题，通过分散风险的原则，保险公司是有能力赔付的，但是当整个房地产行业 and 整个金融体系绑在一起的时候，保险业就无力应对了。这就是为什么美国国际集团会破产的原因。各个源头的软预算约束导致了所有金融机构存在着两个基本问题：第一，这些金融机构高度集中持有以抵押贷款为核心的证券；第二，许多金融机构持有的债券到期日经常会出现一些基本问题。当这两个问题集中到一起的时候，就会导致金融机构的许多大投资者，尤其是一些对冲基金的投资者，从金融机构提取大量现金，因为这些人知道内情。金融危机的第一次大规模发作，是 2008 年 3 月贝尔斯登的倒闭，对冲基金的一些大投资者意识到，这个银行遇到了现金流困难，也就是流动性短缺。在 2008 年 3 月初的时候，贝尔斯登手里持有的现金差不多有 200 亿美元，这个数字并不小。但是对冲基金的投资者认为它会出问题，于是突然之间他们同时开始从贝尔斯登往外提钱，就是我们通常讲的挤兑，但是这不是一般的银行挤兑，而是对冲基金的大投资者一下子提走了 200 多亿美元，导致这家投资银行在 3 月份破产。后来才由美国政府出面组织了兼并。

## 评级机构

这里还要引进另外一个重要因素，就是在次贷危机导致的金融危机中评级机构所发挥的作用。由于许多投资人很难判断用证券化包装的次贷工具到底是什么东西，它们的性质是什么，于是评级机构就起了很重要的作用。评级机构用一些统计模型来计算这些证券背后的资产违约概率是多少。由于它们分散了风险，所以计算的违约概率很低，于是评级机构就把很多证券化的次贷评为最高级，就是 AAA 级。很多金融机构就同时大量买进 AAA 级的次贷，因为这是最安全的资产。但是，把整个房地产全部集中在一起以后，就有了一个全局的风险，而评级机构在计算违约风险的时候并没有将这个风险纳入，这是一个严重的漏洞。在出事之前，评级机构把证券化的次贷证券评级过高，当很多次贷同时出问题的时候，评级机构突然又跳出来重评，调低对它们的评级。一旦评级机构把次贷证券的评级降低时，根据对银行的资本监管要求，所有金融机构必须增加资本金，以避免银行遭受怀疑而产生流动性问题。当评级机构同时降低所有金融机构的评级，实际上就等于触发了流动性危机，并加剧了流动性冻结，大规模的金融危机就在所难免。所以评级机构起了推波助澜的严重作用。但是我们这里必须要强调，评级机构产生推波助澜的作用，其背后最基本的机