编者按 2007年4月，美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融公司向法院申请破产保护，引发美国次贷危机，进而引发全球“金融海啸”。十年过去了，弹指一挥间。反思这场危机，对于我们不无裨益。如何平衡金融创新与金融监管之间的关系、金融与实体经济之间的关系……都是摆在人们面前的重要课题。

那些影响历史进程的蝴蝶、药与泡沫

■ 本报记者 张凡

1 别小看一只蝴蝶的力量

“一只南美洲亚马逊河流域热带雨林中的蝴蝶，偶尔扇动几下翅膀，可以在两周以后引起美国得克萨斯州的一场龙卷风。”这就是著名的“蝴蝶效应”。美国气象学家爱德华·罗伦兹的这一表述曾经轰动一时。“蝴蝶效应”之后被用来比喻不起眼的一个小动作却能引起一连串的巨大反应。

金融危机的来临便是如此。

早在2007年4月，美国第二大次级房贷公司——新世纪金融公司的破产就暴露了次级抵押债券的风险。

2008年3月24日，美国摩根大通以每股10美元的价格收购美国投行贝尔斯登的消息传出时，人们不过是把该消息当作两家公司的普通并购案来看待，并没有觉得这个数字有什么蹊跷。其实，在此交易达成之前，华尔街日报网站还披露过摩根大通收购贝尔斯登的方案：每股2美元！

在这个所谓的收购案之前，已有贝尔斯登遇到流动性危机的传闻。谁也没想到，这个并购案后的华尔街将“血流成河”。此时的次贷危机还被人们当作仅是华尔街的事，顶多也就是美国的事。美国经济学家、前美联储主席本·伯南克就说：“现在看来，次贷部门的问题似乎不太可能严重波及更广泛的经济和金融体系。”

很多华尔街人士谈到2008年9月15日，都声称那一天是“华尔街有史以来最黑暗的一天”。美国第四大投行雷曼兄弟宣布破产。雷曼兄弟持有1380亿美元优先债券、170亿美元的次级债务，它的破产意味着这些债务最多只能收回40%，投资者的损失可能达到近千亿美元。另外，在同一天，美国第三大投行美林被美国银行收购。

雷曼兄弟破产事件成了2008年最大的黑天鹅事件，也使得次贷危机成为全球金融危机这副多米诺骨牌中倒下的第一张。金融机构倒闭潮不可避免地影响到实体经济，通用汽车、安然公司、太平洋燃气电力公司、克莱斯勒汽车、福特汽车等巨头纷纷“中枪”，实体经济危在旦夕。

“我再也不想过那种早晨一睁开眼就发现自己还是美国财长的日子。”前美国财长保尔森谈到金融危机时仍然心有余悸。正如很多经济官员和企业家所描述的，那是“一次血流成河的危机”；“一次旷日持久的危机”；“一次让人们怀疑资本主义已经失败的危机”……一直到现在，各大经济体还未从这场危机中缓过神来，它的影响已经延伸到很多领域，比如民族主义、民粹主义、贸易保护主义的抬头，甚至影响到人们的生活。最好的例子便是，稍微有一些经济学常识的人都能勾画出金融危机的“骨架图”：产生次贷危机的根本原因是金融衍生工具太多，导致借贷链条太长和杠杆过高。链条太长，使房贷的借出人和实际的风险承担者分离，所以没有人会真正在乎真实的借贷风险；杠杆过高，让银行的风险太高而承受风险的能力太弱。因此，当有人发生次级债的违约，便打开了古希腊神话中的潘多拉魔盒。

于是，人们开始追问这场危机的根源。有人称是美联储当时的货币政策为危机埋下祸根，有人大骂美国人那种“钱不够也要借钱买东西”的消费观，还有人抨击华尔街的金融家们鼓捣出什么新的金融产品。在中国人民银行副行长、中国人民大学前任校长陈雨露看来，这些说法“都对，又不对。”

他在《世界是部金融史》中这样写道：“说对，是因为这些都是诱发危机的原因；说不对，是因为任何一个因素都不足以引爆危机，更不足以诱发全球金融海啸。”

2 是药就有三分毒

人们开始探讨原因和总结经验教训，专业人士纷纷发声。相对而言，总结经验显得更重要。否则，就像井底之蛙趴在井沿看一眼广阔的天空，然后再次落进井底，生活却未发生实质改变。

在前不久举办的主题为“十九大后的中国与世界”的中国经济与国际合作年会暨新“巴山轮”会议上，中国经济学家发表了自己的观点。中国宏观经济研究院副院长毕吉耀点到了金融必须为实体经济服务的要害：“金融不能够脱离实体经济，自我循环，自我膨胀。金融机构破产，实体经济部门就不能获得贷款，所以实体经济部门流动性紧缩，就会引发衰退、失业。如果金融脱离实体经济，迟早就是这个结果。”

此外，金融危机再次把政府与市场的关系这个话题推向前台。对于那些可能引起危险的金融机构到底救还是不救？自由市场经济讲究的就是“上帝的归上帝，凯撒的归凯撒”。然而历史上的“罗斯福新政”等却证明，并非如此。

回到2008年9月。雷曼兄弟面对困难的时候，保尔森俨然是一幅自由市场信奉者的姿态。他公开表态：“美国财政部不会浪费纳税人税款拯救雷曼兄弟。”然而，随着金融机构破产的消息接连传出，以自由市场“守夜人”自居的美国政府坐不住了。在雷曼兄弟倒下的第四天，“保尔森计划”便出炉了。为了让这个计划在国会顺利通过，众目睽睽之下，保尔森竟然向时任众议长佩洛西下跪。几经周折，“保尔森计划”在经过一段时间的修改后于10月3日通过。拯救美国经济，终于迈出了第一步：当时的救市计划总规模已经提升到8520亿美元。

2008年9月22日，美联储宣布批准高盛和摩根士丹利转制为商业银行，向包括美林在内的投行提供更多流动性支持。

2009年12月10日，白宫又拿出150亿美元拯救“汽车三巨头”（通用、克莱斯勒和福特）。虽然这个额度低于“三巨头”的要求，但这是美国走出金融危机后的重要一步。美国政府的这些动作，都堪比“罗斯福新政”。

有关资料显示，上世纪80年代以来，130多个国家和地区先后经历了不同程度的金融危机，造成巨大的经济损失。为尽快阻止危机的蔓延和扩散，并尽可能地降低危机援救和处置的经济成本，各国（地区）政府在不同程度上都采取了不同措施。中国也在2008年的金融危机中出台了一系列政策，包括“4万亿”计划等等。

“所谓的政府和市场的关系，我们在实际操作中要灵活，不能陷入教条化的认识。”毕吉耀说，“如果说金融和实体经济之间的失衡没有控制住，风险演变为危机，政府就不要太强调所谓的道德风险了。一旦这个体系被拖到崩溃的边缘，无论花多少钱都得救。至于以后怎么惩处这些人和机构是另一回事。”

在金融危机中，美国政府的一系列措施稳定住了金融形势，没有爆发如1929年那样的大萧条。但是，政府的行为却依然饱受诟病。一些坚定的自由市场人士颇有不满：“华尔街那些贪婪的猪，不值得勤劳的美国人民伸出双手。”这种负面影响很难估计。从长远来看，它可能有诸多负面作用。对此，毕吉耀说：“不管以后只管当前，其结果是会让以后要消除前期刺激政策后遗症的难度更大。这也是这次全球性金融危机有这么大影响的原因。其实从这个意义上讲，金融危机还远远没有结束，应对危机后遗症的问题，仍然是今后几年全球都要面临的问题。”

是否拯救危机中的主体这个话题，用一句中国俗语来结束再恰当不过——是药三分毒。

3 全都是泡沫 只一刹火花

既然金融危机的影响难以消除，人们自然会抛出这样的问题：危机发生前，难道就没有什么预兆吗？

“不有所准备是不行的。”《毁灭之路：全球精英关于下一次金融危机的密谋》的作者里卡兹在今年早些时候接受媒体采访时表示，金融危机的到来几乎是无法避免的，“我设定了2018年这个时间点，因为之前两次系统性危机分别发生在1998年和2008年，间隔十年，以此推算，下一次就应该在2018年了。”

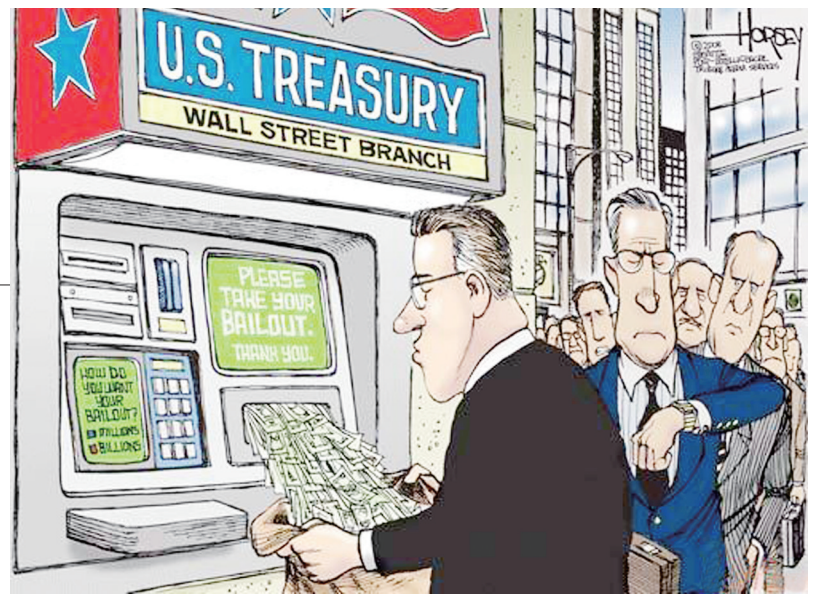
未雨绸缪总是好过亡羊补牢。

或许可以从历史中找到某些预兆：2007年开始的次贷危机演变为全球经济危机后，众人惊呼这场危机亘古未有，也不可能预见到！可是翻开经济史的相关材料发现，历次危机来临的时候，都有似曾相识的感觉，都躲不过人们的狂欢，以及“泡沫”这个关键词：南海泡沫、郁金香泡沫……因此，除了人性的因素外，研究危机就是在研究“泡沫”。陈雨露对泡沫下的定义便十分形象：虚拟与现实之间的时差就是泡沫，泡沫破裂后就是危机。

英国《金融时报》编辑约翰·奥瑟兹则撰文指出了导致人们投机泡沫的共同因素：产生一种令人兴奋的、短期内难以估值、长期价值不确定的“颠覆性”新技术；市场流动性宽松，股票等证券可以快速转手；廉价信贷的供应。

与此相对应的是，近年来，美国经济开始从金融危机中缓慢复苏，然而，其经济增长的模式与速度是不相符的，依旧是靠刺激。恢复了元气的华尔街精英们也似乎忘了投行接连倒闭的痛楚，继续埋头于“发明”金融衍生工具。有经济学家指出，目前，他们的杠杆率已经比危机爆发前更高。

也许，正如里卡兹所说，现在欠缺的只是一场重大变故成为危机的导火索。比如，一家大银行宣告倒闭，一笔黄金交易无法履约，一场自然灾害，一场网络攻击，等等。



未雨绸缪 提高金融危机免疫力

■ 本报记者 孙允广

2008年，美国因次级贷款问题发生金融危机，影响深远。十年已逝，美国最终走出金融危机的阴影，并实现了经济的稳定增长。国际经贸环境波谲云诡，未来仍存在不稳定因素。“凡事预则立、不预则废”。面对可能发生的金融危机、经济危机，中国该如何防范？又该如何固本宁邦，维护国内经济稳定，规避风险，实现持续繁荣？记者为此采访了中国人民大学重阳金融研究院研究员卞永祖和南京大学博士苏瑞娜。

“危”机”不可分 在“危”中看到“机”

按照传统模式和一般看法，美国或全球经济危机“十年一循环”，这似乎成了资本主义内生系统中躲不过的“周期魔咒”。苏瑞娜则认为，美国未来发生金融危机的可能性较小。主要原因有两点，一是经历次贷危机后，美国加强了金融监管；二是经历过调整之后，美国经济近年来开始回暖并逐年稳定增长。

“自由市场经济模式拥有自我完善和自我净化的能力，在不断的试错中逐步完善，也正逐步打破‘周期魔咒’。”苏瑞娜说。

卞永祖对此表示认可。他援引权威数据称，近几年，美国经济数据表现较好，通货膨胀率（货币超发部分与实际需要的货币量之比）在预期水平之内，就业率和经济增长保持稳定。

卞永祖也提出一些隐忧。“华丽的数据背后存在一些负面信息，包括信用卡坏账率达到新高，房地产价格飙升，就业多集中于旅游业、金融行业甚至季节性行业等。虽然特朗普提出‘回归实体经济’，但近些年来美国经济结构并未发生根本变化，虚拟经济仍占据很大比重。”

目前，美联储正进行缩表（资产负债表缩小）和加息（中央银行提高利息，以压抑通货膨胀、鼓励存款或减缓市场投机等）。卞永祖说，虚拟经济相比实体经济对利率更加敏感，加息对其影响较大，如果美联储掌握不好分寸，很有可能引起资本市场大幅波动，甚至引发金融危机。

“预估金融或经济危机，或许本身是一个悖论。”苏瑞娜说，目前，全球正逐渐摆脱传统观点中的“供需问题”导致的系统性金融危机，更多的是“不确定性因素”引发的危机，这种危机具有“不可预测性”：“如果我们假定在一定周期内会发生金融危机或经济危机，那么预测本身就会成为一种‘不确定性因素’，由此产生的保守主义便会破坏正常的经济运行轨道，真正引发经济危机，进而完成危机循环中的‘自我验证’。”

苏瑞娜认为，金融危机仍会不定时发生，但并不完全是有害的。站在整体经济发展的角度，危机是自由市场经济的自我调节机制，危机过后往往伴随着科技或经济的爆发性创新和增长。“重要的是从‘危’中看到‘机’，危机给了经济体试错的机会，因此也就有了改进的机会，我们可以借助危机不断增强对危机的免疫能力。”苏瑞娜说。

卞永祖也认为，危机在某些情况下可为中企带来开拓国际市场或稳定人民币汇率的机会。

“拉动内需+人民币国际化”有利于防范风险

苏瑞娜和卞永祖都认为，在2008年，美国是全球不可替代的第一大消费市场，其金融动荡引发的经济危机必然波及世界市场。中国“救市”行为主要的原因也在于看重与美国市场间的贸易往来。

“十年时间，中美两国的经济和市场都有了新变化。今日，中国作为世界第二大经济体，经济结构更加优化，经济实力大幅提升，与过去不可同日而语。”卞永祖认为，在假定再次发生全球性金融、经济危机的基础上，与2008年相比，中国经济对外贸的依赖度降低，拥有了更强大的内生经济系统，这也意味着拥有了更强大的抵抗能力和更健全的应对措施。

卞永祖说，目前，中国应实施创新驱动战略，补齐工业发展短板。一方面，积极在缺乏竞争力的领域进行投资。另一方面，进一步限制过剩的低端产能。此外，还应练好内功，对一些银行坏账等金融乱象严格监管，净化金融体系，以增强抗风险能力。

“目前，中国外汇储备数量充足且逐步增加，人民币信誉度提高、国际化进程稳步推进，对于应对金融危机都是利好消息。稳步推进人民币国际化一方面可减少外币汇率涨跌对中国企业的影响，另一方面可以拓展中企的市场空间，有利于企业更好地‘走出去’对外投资。”卞永祖说。

苏瑞娜认为，中美两国金融体系和经济体系不尽相同，中国没有必要完全效仿美国的方式应对危机，应结合自身实际，加强监管的科学性，让金融政策更接地气。

“此外，‘一带一路’建设不断带动沿线国家和地区经济的增长，为中企带来更多可开发的市场，也为中国应对世界金融危机带来的经济危机增加了更多缓冲的可能性。”苏瑞娜说。

金融危机使贸易保护主义抬头

■ 陈生志

去年是国际社会充满“出乎预料”事件的一年，英国脱欧、美国特朗普胜选总统、意大利的公投结果出炉……驱动发达国家相继“出乎预料”的共同因素是贸易保护主义的兴起，而这种社会潮流只是2007-2008年金融危机后果的延续表现，是大危机带来的一连串反应的一个环节，就如1929-1933年金融危机导致各国关起大门的经历一样。

两场危机，前者虽然比后者冲击的程度和范围都要小很多，但危机影响的全过程还没结束，目前还在第二阶段——贸易保护主义的盛行阶段。也许只有通过这种对比，才能更全面理解避免金融大危机尤其是根除导致大危机的根源的意义，而且让人看到正在发生的“出乎预料”现象其实并不出乎预料，因为这些都是人类社会消化大危机的具体方式之一。除非导致金融危机、经济危机的那些结构性扭曲能够提前避免，否则一旦发生危机并冲击社会中的多数群体，那么，消化后果的方式可能只有革命和变革两种选择，而到目前为止所看到的英国脱欧、美国选特朗普做总统等属于相对温和的“变革”。

作为保守主义的代表之一，特朗普当选以来，试图改变美国的一些对内对外政策，贸易保护主义逐渐抬头，影响美国与其他国家经贸关系。一些评论家称，尽管美国经济已经步入了复苏状态，但是，按照特朗普对经济的要求，显然是远远不够的，他会千方百计提振美国经济。而提振美国经济，不可避免地会强化贸易保护主义，把贸易保护作为提升美国经济的重要手段之一，从而在产品进口、技术出口等方面，采取更加严厉的措施，设置更高的门槛，建立更加严格的检查机制，把经济的活力元素留在美国国内，而把不利于美国提振经济的因素转移和输送给其他国家。