

美国次贷金融泡沫的内在形成机制与启示：基于行为金融视角*

李红权^{1,2} 汪寿阳²

(1. 湖南师范大学商学院金融系, 湖南 长沙, 410081; 2. 中国科学院管理、决策与信息系统重点实验室, 北京, 100080)

摘要: 本文考察了美国次贷金融泡沫形成的外部环境, 并重点研究了金融泡沫的内在形成机制, 揭示了金融市场的正反馈机制是引发金融泡沫和市场不稳定性的重要途径, 给出了正反馈机制的行为金融学解释。以美国次贷危机为鉴, 对我国房地产市场发展与金融体系建设提出了有益的建议。

关键词: 次贷危机; 金融泡沫; 行为金融; 正反馈机制

一 引言

美国次贷危机(Sub-prime Lending Crisis)于2007年4月爆发,以美国第二大次级房贷公司新世纪金融公司(New Century Financial)破产事件为标志,由房地产市场蔓延到信贷市场(包括汽车消费信贷市场与信用卡市场),进而演变为全球性金融危机甚至经济危机。危机发生以来,对各国金融市场和实体经济的影响不断加深,多家金融机构出现巨额亏损甚至倒闭,昔日的华尔街金融巨头雷曼兄弟、美林、高盛、摩根斯坦利、美国“两房”(房利美与房地美)、美国国际集团(AIG)等不是破产,就是被政府接管或转型为商业银行;不仅如此,实体经济所受的冲击也逐步显露,企业财务现金流紧张、市场需求急剧下滑,造成诸多企业包括企业巨头经营困难甚至破产,并伴随着企业裁员风暴与失业率的急剧攀升,作为例证之一的是美国汽车业三巨头通用、福特、克莱斯勒已深陷困境,倘若不能获得政府注资,三巨头均面临破产风险,并将给美国经济带来灾难性后果。国际货币基金组织(IMF)在2008年4月份发布的全球金融稳定报告中称次贷危机中金融业的损失为9450亿美元(10月份再次修正预测值为1.4万亿美元),并预测美国GDP增长率为0.5%(2008)、0.6%(2009),远低于此前预测的2.2%的增长率。由于全球经济与金融一体化的联动影响,欧洲、日本、众多发展中国家包括中国等“金砖四国”均出现了经济衰退或放缓的趋势,全球经济形势异常严峻。

此次危机起源于经济实力最强、金融体系最发达的美国,从住房抵押贷款证券化肇始,迅速波及世界。为什么会爆发次贷金融危机?金融危机的发生是必然还是偶然的,能够避免吗?美国的次贷危机对于我国金融体系的建设有何借鉴意义?本文将深入分析此次金融泡沫破裂的主要原因,并重点研究金融危机的内在形成机制,为我国金融风险管理体系的建设提供理论上的依据与政策上的参考。

*基金资助项目:国家自然科学基金委员会优秀创新研究群体基金(70221001);中国博士后科学基金资助项目(20070410648);湖南省教育厅科学研究项目。

作者简介:李红权(1976—),男,河南南阳人,博士(后),副教授,硕士生导师,研究方向:金融管理与金融工程;汪寿阳(1958—),男,江苏人,博士,研究员,博士生导师,中科院管理、决策与信息系统重点实验室主任,副院长。

二 引发次贷金融泡沫的外部环境

（一）美联储宽松的货币政策

美国房地产泡沫的形成首先应归因于 2000 年以来实行的宽松货币政策以及随之而来的流动性泛滥。2000 年前后美国网络泡沫破灭，美国经济陷入衰退。从 2001 年 1 月至 2003 年 6 月，美联储连续 13 次下调联邦基金利率，该利率从 6.5% 降至 1% 的历史最低水平，这一轮降息直接促成了 2001 年至 2005 年美国房地产市场的繁荣。美联储实行低利率政策，让联邦基金利率在 1% 的水平上停留了一年之久，给美国社会提供了大量的廉价资金，推进了房地产泡沫持续膨胀。

随着美国经济的反弹和通胀压力增大，从 2004 年开始，美联储启动了加息周期，在一年半时间内 17 次加息，一年期国债收益率从 1.25% 涨到 5%。由于此前市场预期利率长期走低，借款人较偏好浮动贷款利率，加息后贷款利息负担大大加重，特别是次级贷款的借款人主要是抗风险能力弱的低收入人群，很多人在此情况下无力还款，房贷违约率上升。正是信贷的骤松骤紧刺破了美国房地产市场的泡沫。

（二）金融监管的放松

纵观这次危机，在发生房地产泡沫破灭和信贷危机的国家中，美国、英国、爱尔兰等国家是典型的盎格鲁·萨克逊模式。该模式信奉自由贸易主义，最低政府干预以及最大程度的竞争，建立了具有很强弹性的经济体系，但是逐渐放松的金融监管使得其金融体系常常陷入危机当中。

从美联储的职能看。美联储有三大任务：抑制通胀、增加就业和维持金融稳定。与欧洲央行等不同，美联储不会专注于通胀。在维持金融稳定这一项上，以往美联储在金融市场发生动荡时采取的救市行为容易助长投机心理。尤其是格林斯潘的流动性注资和大幅度降息的方式，为许多国家央行所效仿，这就助长了市场对央行的依赖心理，从而使金融机构放松了风险防范，甚至产生不负责任的道德风险。

从对金融部门的松懈监管看。首先是由于华尔街的游说，使得监管机构推翻了旨在将投行业务和商业银行业务分离的《格拉斯-斯蒂格尔法案》，让商业银行能够从事全能银行的业务。在美国，金融企业的利润占到全部上市公司利润的份额从 20 年前的 5% 上升至 40%。金融扩张的幅度明显大于其所服务的实体经济，而且随着监管的绊脚石被移走，越来越多的商业银行加入到衍生品的盛宴当中，从而使隐患一步步扩大。这种放松管制的爆发性增长是不可持续的，一旦房地产泡沫破裂，多重委托代理关系的链条便从根本上断裂了，危机便不可避免地发生了。

（三）金融机构的道德风险

由于资本的逐利性与监管的不足，金融机构的道德风险日趋严重。道德风险在三类金融主体机构上都有体现。首先是贷款机构，从源头次贷发放来看，一些金融机构为更多更快地发放次级贷款，有意放松对借款人基本借款资质和条件的审查。由于过度竞争，一些贷款机构和开发商达成“默契”，部分借款人购房时甚至是“零首付”，因为贷款机构只要把次贷转卖给“两房”或将次贷证券化出售后就可以将贷款风险转移出去。其次是“两房”，房利美和房地美是美国设立的具有政府信用的金融机构，为国民提供住房融资，帮助民众购买房屋，刺激内需。虽然享有政府隐性担保的特权，但“两房”却是私人持股的企业，在资本的逐利性驱动下这种制度安排无疑会助涨“两房”的道德风险，造成“收益私

有化，风险社会化”的不良后果。事实上也的确如此，“两房”凭借其背后隐含的国家信用担保，低息借债买下次贷，然后通过资产证券化的方法，将其转换成债券，以次债的形式在市场上发售，吸引华尔街的投资银行、各国的中央银行、商业银行等金融机构来购买；而华尔街的金融机构又再次衍生，利用“精湛”的金融工程技术，将次债进行分割、打包、组合，构造出一系列令人眼花缭乱的次债信用衍生品并出售。第三类道德风险主体是评级公司，债券发行者的产品只有得到了评级机构的高评级，债券销售才更有利可图，而评级机构也能从中获得丰厚的评级费用。在经济利益的强大诱惑下，评级机构的道德风险很难不发生。事实上，这些盈利越来越丰厚的评级机构也正是次贷金融泡沫的助推器。

（四）金融产品创新过度复杂化及其高杠杆率

在次贷金融泡沫中，投资银行在原始次级贷款基础上经过多次分拆与打包创造出了名目繁多的次贷衍生产品，过多复杂的衍生产品使人看不到风险的真实所在，最可怕的是市场（包括投资银行与评级机构）也找不到定价公式或定价手段为其定价，风险定价能力的缺失必然使市场陷入混乱与疯狂。伴随着金融衍生品创新过程的还有高杠杆率这个“双刃剑”：在资本市场炽热之时，它是利润增长的放大器；但当市场进入挤泡沫阶段，它就是公司冲向灾难之门的加速器。而在此次危机中，华尔街的金融机构无一例外都使用了风险极高的杠杆率。这与监管放松也有密切的联系。美国证监会于 2004 年修改规定，允许资本金在 50 亿美元以上的券商，无需交纳估值折扣，而其负债净资本的比率可以提高到 40 倍，正是这样的高杠杆率酿成了今天的金融危机。

三 美国次贷金融泡沫的内部形成机制

虽然我们考察了次贷泡沫产生的外部环境并证实了市场流动性过剩、监管放松及道德风险是此次危机产生的温床，杠杆效应和金融全球化又加剧了此次危机的破坏力与传染性，然而我们想进一步探究的问题是：假如没有这些外部因素抑或外部经济环境与监管环境运行良好，金融泡沫还会发生吗？换句话说讲，金融泡沫能够自我实现吗？

回顾世界范围内金融泡沫破灭的历史也许有助于我们找到产生金融泡沫的共同支配力量。在近现代世界经济史上，金融泡沫曾经多次出现过，比较著名的有 17 世纪的荷兰郁金香狂热(Dutch Tulip Mania)、1720 年英国的南海公司泡沫(South Sea Bubble)、1929-1933 年的全球经济大萧条(The Great Depression)、20 世纪末期日本的股票与房地产泡沫以及 2000 年美国的网络股泡沫等。尽管这些事件前后相差几百年，发生的地点也不同，但它们的成因、演变及其对实体经济的影响却有很大的相似之处。在泡沫产生的前期，往往伴随着一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价，开始的价格上升会使人们产生还要涨价的预期，于是又吸引了新的买主——这些人一般只想通过买卖牟取利润，泡沫不断膨胀；然而随着涨价的不断暴涨，常常是预期的逆转，接着就是价格暴跌，最后以金融危机告终或者以繁荣的消退告终而不发生危机。这是金德尔伯格 (Kindleberger) 在《金融危机史》上描述的情形^[1]，他认为贪婪与恐惧的投资心理在泡沫过程中起主导作用，而且强调了预期在这个过程中特别是价格逆转过程中的重要作用。持有类似观点的还有 1992 年版的《新帕尔格雷夫货币与金融大词典》：在市场经济中，如果一种或一系列资产价格出现了突然上升，并且这种上升使人们产生出对这种(些)资产的远期价格继续上升的预期和持续的购买行为，那么这些资产就会出现泡沫行为。而对于泡沫的形成机

制进行科学论证的则是行为金融学^[3,4]。行为金融学自上个世纪 90 年代以来取得了丰富的成果，有效解释了投机市场不稳定性的根源与金融投机泡沫产生的内在机制。

（一） 房产及次按证券的投机属性

在此次危机中，两类资产：实物资产（房产）和虚拟资产（次按证券）都具有强烈的投机属性。以房产价值为基础的次按证券具有投机性是容易理解的（这是证券类资产的基本属性），但房产作为实物资产是怎么演变成人们投机的目标呢？这与美国房市的“自动取款机效应”（财富效应）不无关系。

自本世纪初以来，伴随着房价的稳步提升以及住房信贷市场的放松，房产的财富效应和重新融资便利吸引着许多低收入、信用记录差者加入借贷者队伍，然而他们贷款的目的不是购房、成为房产的主人，而是希望借助低息住房抵押贷款和房产增值潜力获得更多的消费现金或消费信贷。只要房价是上升的，贷款人就可以从这个“现金奶牛”中获得更多的消费信贷。正如房地美 Freddie Mac 的一份次级贷款调查报告显示^[2]，只有 19.7%次级贷款是为了购房，其余贷款的目的大多是为了重新融资或获得与房产相关的消费信贷。越来越多的人涌入房地产市场，豪赌房产的“财富效应”，这使得房产的商品属性越来越淡、投机属性则日趋强烈，而投机市场具有内生的不稳定性，这为次贷金融危机埋下了伏笔。

（二） 投机市场的正反馈机制及其行为金融学解释

传统的均衡经济学认为市场有自动稳定的倾向，只要需求和价格成反比关系，价格上升时需求下降，便会产生负反馈的稳定机制。但投机市场的自动稳定器在短期内经常失灵，价格上升时，投资者预期资产价格会继续上涨，故而大量追买；价格下跌时为避免继续下跌而越套越牢，投资者忍痛“杀跌”抛空资产。价格与需求的互动一度呈现正反馈，导致金融市场内生的不稳定性。市场内生的不稳定性导致价格拐点难以预测。市场的中短期行为不能用均衡经济学的有效市场理论来解释。美国房市及其次贷金融泡沫也存在类似的正反馈机制，从而导致房市大起大落并引发此次金融危机。

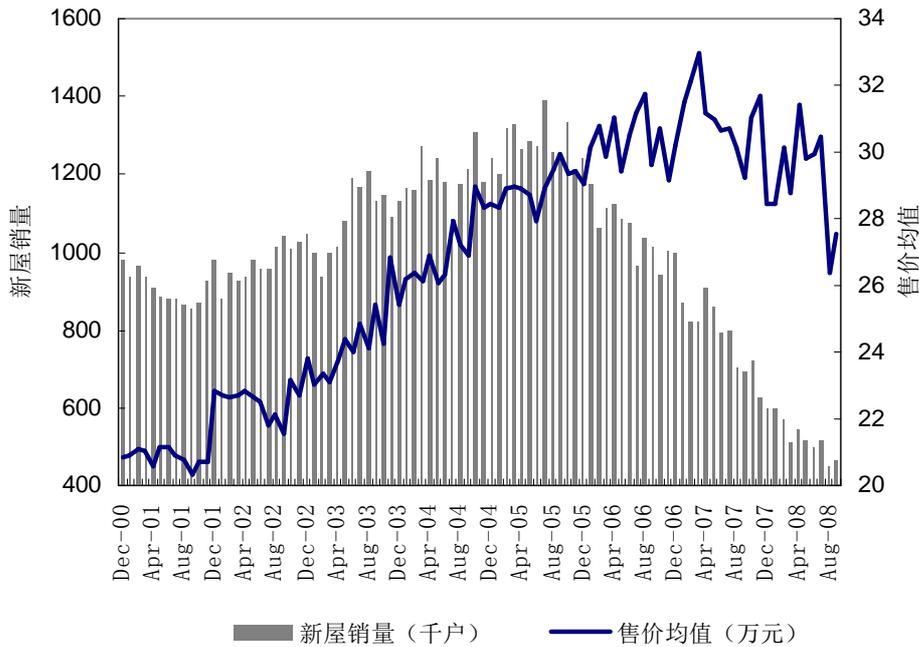


图 1 美国新屋销售量及价格均值（数据来源 CEIC 经济数据库）

图 1 是次贷金融危机前后几年内美国房地产的基本状况，数据来源于 CEIC 数据库（美国统计调查局（US Census Bureau）公布的数据，其中新屋销售量是年率）。之所以要分析美国房地产市场的变动情况，是因为所有的次贷产品及其衍生产品都是以次级贷款的现金还款流为基础的，而房贷者的还款能力是与房产的市场价值紧密相连的。只要房价继续走高，所购房产就一定会增值；有增值，就一定有还款来源（增值部分可以重新融资），次债证券的价值就会获得支撑。反之，若房屋价格下降，将会导致借款人无法按原先方式重新融资，借款人还贷能力下降会导致次级贷款违约率上升，最终次债证券的价值会随之下降。

从图 1 可见，美国房地产市场及次贷泡沫从产生到破灭大致经历了四个阶段。第 I 阶段（2000 年～2002 年中期）是行情（泡沫）的起阶段，实际上自 90 年代中期以来美国房地产就一直处于温和上涨阶段。第 II 阶段（2002 中期～2006 年中期），是房市的快速上升阶段或泡沫的快速形成阶段，这一阶段价格累计涨幅近 40%，房屋交易量也比较大。这一阶段的特征是：住房价格持续上升，“财富效应”与日俱增，形成了低收入家庭“晚买不如早买”预期，贷款需求增加进一步刺激了住房价格上升。第 III 阶段（2006 年中期～2008 年中期）是泡沫的不稳定区间，这一阶段房价出现了明显的上涨乏力现象，房市是典型的冲高回落，“高处不胜寒”，在大量信贷扩张和需求刺激之后，美国住房供应市场很快饱和了，住宅价格指数在 2006 年中期见顶回调：房价同比增长率自 2006 年中期首次为负以来其总趋势是下降的（2007 年 12 月以来同比增长率均为负值），交易量快速下降。与此有关的经济背景是：大量新型贷款产品也度过了最初几年优惠期，再加上美国利率上升，次级贷款借款人的还款负担骤然上升，房价下跌又导致借款人无法按原先方式重新融资，结果是次级贷款违约率迅速上升，在 2007 年 4 月至 6 月，次级贷款违约率达到 14% 左右。随着金融机构执行抵押，将住房重新推向市场，则更进一步加剧了房价下跌。第 IV 阶段（2008 年中期～）是房市快速下跌阶段或泡沫破灭阶段，如果从 2007 年 3

月房价均值的最高点 32.94 万元算起，短短 1 年多的时间房价累积跌幅高达 18%，大量次贷客户违约，特别是 8 月以来大量金融巨头包括“两房”、雷曼、AIG 相继破产或被政府接管，次贷金融泡沫彻底破灭，预计后市还会继续下跌，其下跌整理区会持续 1 年甚至更长。

图 2 是对投机市场泡沫周期的一个解释图示。在投机泡沫形成的第 I 阶段，投机资产（可以是房产、郁金香等实物商品，更多情况下是证券类资产）开始恢复性上涨，随着市场复苏的信号越来越强，价格的持续性上涨将使市场的气氛逐渐高涨，此时在“逐利效应”的影响下越来越多的投资者加入到购买者队伍，而投机资产原有的持有者在良好预期形势下“惜售”（寄希望于在一个更高的价格卖出）或追加购买，在这种情形下投机资产的供需缺口将进一步加大（在较短时间内，资产的供给是有限的），这将引起价格的进一步抬升，从而形成价格的上涨循环。在泡沫发展的第 II 阶段，各路增量资金在“赚钱效应”的诱因下纷纷进入市场（包括数量较大的“热钱”（hot money）），市场进入快速上涨阶段。第 III 阶段中，市场达到顶峰，上涨的动力得到了最大程度的释放，同时由于价格偏离基础价格过高，这种高点是不稳定的；如果没有相应的上涨动能（在次贷危机中是流动性）持续支撑，市场终究会下跌的。第 IV 阶段中，由于基本面的要求或技术面的“风吹草动”（次贷危机中是客户违约率上升），市场开始下跌，起初的下跌可能并不剧烈，然而当多数投资者意识到市场已经逆转（特别是在有连续性下跌情形下），抛空的压力就显著增大了。下跌过程中的正反馈和上涨过程中的类似，只不过它将造成价格急速下跌的“恶性循环”，有时甚至能将市场推至崩溃边缘。

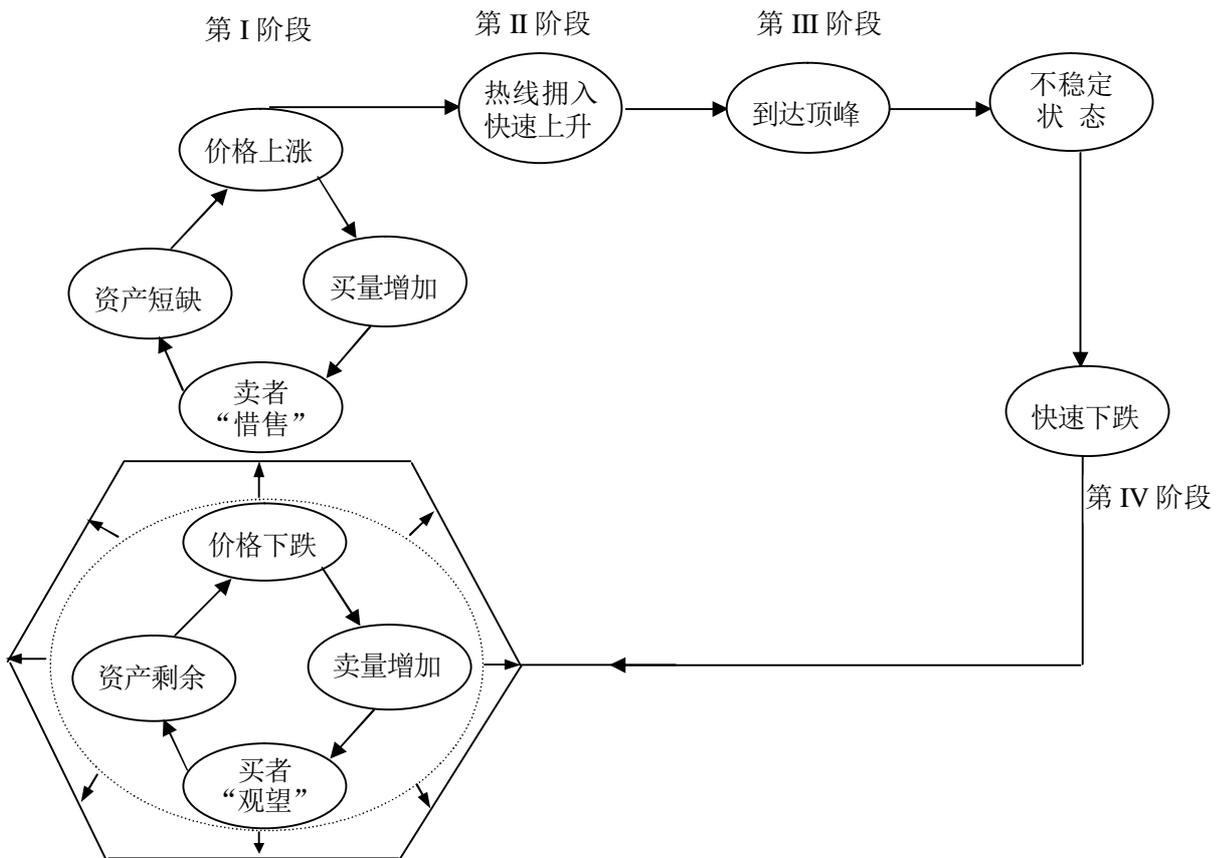


图 2 正反馈图示

投机市场的正反馈机制是引起市场不稳定性与市场泡沫的主要途径。在更广的角度，正反馈机制（Positive Feedback）在经济与金融领域广泛存在着。著名的经济学家阿瑟（W.B.Arthur，美国斯坦福

大学教授) 等人在 1990 年提出了基于正反馈与报酬递增的经济学分析新范式, 引起了巨大的反响^[6]。Chen (1988, 1993) 证明非线性反馈与时间延滞可以在市场动力学中产生复杂的动力学演化过程^[5]。上述的市场正反馈关系就是一个典型的非线性延滞反馈, 其“非线性”体现在价量的非对称关系上, 其“延滞性”体现在投资者的适应性预期之上, 投资者根据上一期或前几期的市场行情来决定当期的投资行为。

正反馈机制与交易者的投资心理行为紧密相连, 因为从本质上讲投资过程反映的是投资者的心理过程^[3,4]。行为金融学的研究表明, 由于认知偏差、情绪偏差等各种偏差的存在, 最终导致不同资产的定价偏差, 而资产的定价偏差会反过来影响投资者对这种资产的认识与判断, 尤其是当各种外在因素(基本面因素、技术面分析)与投资者认知、情绪相互影响、相互推动形成同一方向的预期时, 就会导致全部资产的系统性偏差。希勒(Shiller, 2001)认为, 这种系统性的定价偏差会通过反馈机制而自发形成庞氏骗局。市场价格与投资者反应相互作用、相互推动而形成的“反馈环”(feedback loop)是形成整个投机市场牛市与熊市周期的主要因素之一。

希勒还认为反馈机制是建立在适应性预期基础上的, 即发生反馈是由于过去的价格上涨产生了对价格进一步上涨的预期, 或由于价格的上涨使投资者的信心增加(过度自信), 一如在图 2 第 II 阶段(快速上涨)中所述的情形。对价格持续上涨的正反馈使得价格快速攀升, 资产的“泡沫”也愈来愈大。然而, 投机性泡沫不可能永远持续下去, 因为投资者对投机资产的需求不可能永远扩大, 当这种需求停止时, 价格的上涨就会停止, 泡沫就会破裂。希勒(2001,2002)用这一机制有效地解释了美国股市历史上 1901 年、1929 年、1960 年和 1987 年几次著名的投机性泡沫和接下来的大崩溃, 并在 2000 年美国网络股崩盘之前做出了预见^[3,7]。

在上述的过程中, 非理性投资者(或称噪声交易者, 技术分析者)的非理性投资行为(如“过度自信”、“追涨杀跌”行为)与认知偏差使价格偏离资产的基本价值, 然而市场中毕竟还存在“理性套利者”, 他们能够稳定市场并使价格回归到基本价值吗? 史莱佛(Shleifer, 1990, 1991, 2000)等人的研究给出了这一问题的答案^[4,8-9]。首先, 应当指出的是, 套利行为具有风险性、有限性。因为套利者要面对系统性的“噪声交易者风险”(NTR, noise trade risk), 噪声交易者风险是由于人的非理性因素造成的一种新的不确定性, 而且德龙、史莱佛(Delong, Shleifer, 1991)等人的 DSSW 模型还证明了噪声交易者由于承担额外的风险(NTR)而有可能比理性交易者获利更多。理性套利必须面对并认识噪声交易者带来这种新的不确定性。当噪声交易者的行为存在反馈现象(Positive Feedback trading)时(金融市场中这一现象广泛存在), 史莱佛等人(Delong, Shleifer, 1990)在相关文献中证明理性套利者只会使市场价格变得更不稳定。掌握内情的机构投资者不会为稳定市场逆流而动, 而会理性地选择顺势搭车。许多机构(如投资银行、投资基金)正是利用正反馈交易策略而获利。索罗斯(George Soros, 1987, 1998)曾对自己的这种投资策略作过详细描述。索罗斯在过去 30 年中的成功并非得益于他以基本价值为基础进行的买卖, 而是通过对未来大众行为的预期进行交易。他详细列举了他如何发现巨大投资机会的例子: 60 年代兴起的联合大企业 with 70 年代的不动产信托投资。在 60 年代, 当信息不灵通的投资者为跨行业联合企业每年收益增加而欣喜时, 真正了解内情的投资者(如索罗斯)虽然预期到联合大企业股价最终将崩溃, 但并不急于卖出这类股票, 而是相反地预期不知情交易者会进一步购买而预先买入。如他所料, 由于购买而导致的最初价格上升以及跨国行业的购买企业年终收益增加的信息公布,

刺激了大量的交易者购买，从而进一步推动价格上涨。当价格最终停止上涨，跨行业购并企业的业绩也不如交易者所愿时，其价格开始暴跌。虽然，最终由投资缩减以及套利者的卖空将这类股票的股价带回了基本价值（甚至更低）的水平，但最初知情机构投资者的买进依旧通过提高不知情交易者对未来收益的预期，从而加倍放大了价格对价格的偏离。索罗斯对 20 世纪 70 年代末不动产信托投资(REIT) 的投资策略也如出一辙。

四 美国次贷金融泡沫的启示

考察美国次贷金融泡沫形成与破灭的外部环境与内部机制，至少有以下启示：

第一，正确认识并尊重市场经济规律，稳定货币供应。本次金融泡沫产生的最直接根源就是 2000 年以来美联储实施的宽松货币政策以及由此造成的流动性泛滥，过多创造货币必然会造成通货膨胀和资产泡沫。所以，稳定经济首要的任务是稳定货币供应，也即货币供应和实体经济发展的需求相适应就好，频繁而不当的货币政策调整必然引起经济系统的连锁反应。货币主义学派的弗里德曼认为货币政策是经济波动的主要原因，所以为避免经济的过度波动货币供应应维持在一个适当的水平。

第二，加强对金融机构的监管，有效预防道德风险。此次次贷危机很重要的原因是商业银行在资产证券化后把它的基础产品从资产负债表中移出表外，没有提出严格的资本充足率要求，因而助长了商业银行发放贷款时的道德风险。因此，严格的资本充足率、债务清偿率的监管仍将是减弱金融机构道德风险、维护金融市场稳定发展的“不二法宝”，特别是在金融创新日趋复杂的经济环境下，应更加注重对金融体系的监管，尤其要建立一个适应金融创新的监管体系，以避免金融监管缺位的现象。其次，对金融机构的规模 and 市场份额也要做适当控制，以避免金融机构“大到不敢倒”（比如“两房”、AIG）从而要挟政府和公众。

第三，正确认识金融衍生产品的作用，稳步推进衍生工具的发展。首先须充分认识到衍生品的两面性。金融衍生品既有分散风险的功能，也有放大风险的作用。如“住宅抵押贷款支持证券”（MBS）、“担保债务凭证”（CDO）等信用衍生品，为贷款人提供流动性以及降低融资成本，并通过重新分配风险满足投资者的不同偏好。信贷资产证券化还有效地缓解风险过度集中于银行体系的状况。因此，金融创新仍需继续推动。同时，还应对衍生品市场的发展加强监管、严控风险，对于金融衍生产品和结构性产品，要坚持“穿透性”原则，让客户看到基础产品并充分了解投资风险；同时严格限制衍生产品的杠杆率并纳入资本充足率监管。

第四，充分认识投机市场的内生不稳定性，避免将房地产市场演变成投机场所。我们的分析证明了投机市场具有内生的不稳定性，投机泡沫可以自我实现，在泡沫形成期，资产泡沫的“财富效应”与投资者的贪婪心理将诱使更多人参与到这一过程从而资产泡沫会越吹越大，而在泡沫的破灭期正反馈的反向效应与人们的恐惧心理将促使市场更快地崩溃，而市场崩溃往往伴随着灾难性的后果甚至经济长时间萧条。在这个过程中，人为的干预可能会延缓泡沫形成或崩溃的时间，但不会改变这一趋势。所以，为了避免房地产市场重蹈历次金融泡沫的灾难性后果，正确的做法是加强住房作为一般消费品的商品属性及保障性投资功能，抑制其投机属性。首先，鉴于我国各主要城市房价收入比过高的现状，监管部门和地方政府不应该助涨泡沫的膨胀，须知“泡沫越大、灾难就越大”；其次，不能高度

依赖房地产业来拉动经济增长，因其“财富效应”房地产极易成为投机泡沫滋生的温床从而危害实体经济的平稳增长；再次，房地产金融体系需要重新设计,将遏制房价泡沫与控制银行风险相结合，以减小地产泡沫破灭对银行系统的冲击。

参考文献:

1. 查尔斯·P·金德尔伯格. 疯狂、惊恐和崩溃-金融危机史(第四版) [M]. 中国金融出版社, 2007 年.
2. 汪利娜. 次贷危机成因详解及警示[N]. 经济观察报, 2008-2-23.
3. 罗伯特·J·希勒. 非理性繁荣[M]. 中国人民大学出版社, 2001 年.
4. 安德瑞·史莱佛. 并非有效的市场——行为金融学导论[M]. 中国人民大学出版社, 2001 年.
5. 陈平. 文明分岔 经济混沌和演化经济学[M]. 经济科学出版社, 2000 年.
6. Arthur, W.B. Positive feedbacks in the economy [J]. *Scientific American*, 1990, 262, 92-99.
7. Shiller, R. J. The irrationality of markets [J]. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2002, 3(2), 87-93
8. De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L., and Waldmann, R. The survival of noise traders in financial markets [J]. *Journal of Business*, 1991, 64, 1-19.
9. De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L., and Waldmann, R. Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation [J]. *Journal of Finance*, 1990, 45, 375-395.

The Internal Mechanism of U.S. Subprime Crisis and its implication: From the View of Behavioral Finance

Li Hongquan^{1,2} Luo Sizhe¹

(1 School of Business, Hunan Normal University, Changsha, 410081; 2 Academy of Mathematics and Systems Science, Chinese Academy of Sciences, Beijing, 100080)

Abstract: This paper aims at discovering the internal mechanism as well as the external economic environment responsible for U.S. subprimes financial bubbles. Our research reveals that the bubbles and instability in financial markets are triggered by a positive feedback mechanism, we also presents economic explanation for this mechanism in the view of behavioral finance. From the lesson of subprime crisis, we give some useful suggestions to the development of Chinese financial market and real estate business.

Key words: Subprime Crisis; Financial Bubbles; Behavioral Finance; Positive Feedback

收稿日期: 2009-02-15

联系作者: 李红权 湖南师范大学商学院金融系, 湖南 长沙, 410081; Lhquan@amss.ac.cn