

内部资料

妥善保管

研究报告

第 10 期 (总第 52 期)

信息研究部

2008 年 11 月 5 日

次贷危机的性质和原因

熊军 高谦

摘要:

次贷危机逐渐蔓延并演变成全球性金融危机,是有其深层次原因的。从金融发展史来看,自 20 世纪 70 年代末、80 年代初金融自由化改革以来,美国金融体系发生了根本改变,传统银行体系让位于金融市场尤其是债券市场的高速发展,同时混业经营也从法律上得到确认。在此背景下,金融全球化进程加快,多数国家都被卷入进来,使得主要国家金融市场变动具有全球性,次贷危机也不例外,是全球经济金融持续变动的结果。

从历史的、全球的角度来看,次贷危机爆发的深层原因有两点,一是全球经济不平衡,全球经济不平衡的持续发展积累了巨额的剩余储蓄,既形成了对美元资产的巨大需求,也提升了投资者的风险偏好;

二是 70 年代末以来金融管制的变革导致了大量快速乃至冒进的金融创新活动，债券市场尤甚，使得市场风险大量聚集。最终，在全球不平衡模式难以为继之时，金融风险就以次贷危机的形式集中爆发出来并蔓延到了全球。而从直接原因来看，次贷危机的爆发是进入加息周期后，美国房价下跌引起次级贷款对象的偿付能力下降，违约率提高，导致次级按揭证券价格下跌，进而引起债券市场定价紊乱所致。可以认为，次贷危机是全球经济金融发展进程中不可避免的产物，是世界金融发展史上里程碑式的事件。

[正文]

2007年2月份，次贷危机浮出水面，4月份，新世纪金融公司申请破产保护，5月份，标普降低次级抵押贷款债券评级，次贷危机爆发，随后开始蔓延，全球金融市场出现大幅震荡。事态发展表明，继通胀之后，次贷危机已成为各主要国家中央银行的头号敌人。迄今为止，各国央行已表现出了强烈的决心，联手救市以挽救这场危机。那么，各国央行联手救市能否阻止次贷危机进一步蔓延？能否减轻危机对实体经济的伤害而不至于引起大萧条？我们认为，结合金融发展的历史，分析次贷危机的性质和原因，或许能为判断危机可能达到的程度提供切实依据。

1. 世界金融发展目前所处的历史阶段

在世界金融史上，有两大改变金融发展进程的转折点：一是20世纪30年代大萧条期间，美国推行罗斯福新政，对金融业进行全面监管，二是70年代末和80年代初，英、美两国推动金融自由化改革，金融管制不断放松。目前，我们仍处于后者所界定的时代，于美国而言，这个时代的特点是传统银行体系让位于金融市场的高速发展，为规避管制而产生了各种金融创新，衍生工具层出不穷，金融管制也在不断放松，并最终于1999年通过了《现代金融服务法案》，确认了金融混业经营的事实。

要理解金融发展目前所处阶段及相关现象，须分析两个问题，即在金融自由化改革进程中，为何非银行金融机构作用显著

增大，债券市场出现了高速发展，以至于银行体系逐步让位，甚至出现了逐渐脱离传统银行业务的变革；以及经历这些变革之后，金融危机的表现形式出现了什么变化。

1.1 美国债券市场高速发展，金融体系发生根本改变

1971 年，布雷顿森林体系解体，西方各国进入滞胀时期，经济增长速度放缓甚至停滞，同时货币持续贬值，通货膨胀加剧。作为居民存款和企业借贷的主要媒介，银行业同时受到 Q 项条例和分业经营制度的约束。而在滞胀的环境下，市场利率明显上升，有时还超过存款利率的上限，这一方面导致银行存款大量流向证券市场，造成了金融中介脱媒现象的发生，另一方面，也催生了大量的金融创新工具，为债券市场的大发展埋下伏笔。

进入 80 年代以后，英、美等国大规模地放松金融管制、进行结构改革及提高金融体系的竞争程度，金融自由化改革开始进入高潮。相比较银行而言，非银行金融机构所受监管要少，放松金融管制使得通过债券市场融资更加方便，同时，企业还可以支付更低的融资成本，而居民则可以得到更高的投资回报，这导致在金融体系里，银行贷款与债券融资此消彼长，前者逐步让位于后者。

追溯金融发展的历史，可以认为，布雷顿森林体系解体和金融管制变革对美国债券市场及至现今的国际货币体系产生了根本性影响。事实上，黄金——美元本位崩溃为日后的美元流动性

泛滥打开了方便之门，因为美元发行不再受黄金储备的制约，而金融管制的放松则使得债券融资的约束条件大大降低，这为债券市场大发展打下了基础。

债券市场大发展的触发条件出现在 1979 年。这一年，美联储为了抑制通胀而大幅提高利率，推行强势美元政策，开启了美国债券市场大发展的序幕。高利率一方面使得各国的美元储备纷纷回流至美国，购买美元资产尤其是美国国债或者是以政府信用担保的债券，而不是用于购买实物资产，从而有效地缓解了通胀压力，另一方面，1983 年美国提出了“里根复苏”战略，将美国国债增加了 2 倍，1989 年就已经达到了 3 万亿美元，这就从根本上改变了债券市场相对于银行体系的地位，并将世界各国均卷入到了美国的债券市场体系中。

1.2 金融危机表现形式出现变化，更容易被放大

分析 80 年代以来金融危机的历史，我们发现，除了 1987 年、2000 年两次股市危机外，现阶段其他每一次金融危机都是由债券市场或更广义的信贷市场所引发，表现为金融系统的危机，与此同时危机的解决方式也与以往不一样，如果出现重大的全局性危机，则往往由政府兜底，这是金融体系变革的必然结果。

金融系统危机的实质是，债券市场在逐渐取代银行系统而成为主要资金融通渠道的同时，也将相应的风险转移到了资本市场，与以往风险集中于银行不同的是，资本市场中的每一个参与

者都承担了相应的风险，从而使得金融风险扩散到了整个金融体系。同时，由于资本市场所受到的监管要远远弱于银行体系，许多非银行金融机构甚至根本不受任何监管，故而对于整个金融系统而言，债券市场危机可能比传统银行危机的威胁更大。而且，由于债券市场的参与者主要是机构投资者，尤其是一些大的全球性机构投资者，这使得债券市场危机一旦爆发，就很容易被放大，其破坏力极大，传染性也极强，很快就会蔓延到整个金融体系乃至全球金融市场。因此，现阶段金融危机的表现形式已经发生了根本性变化，由传统的银行危机转变为由债券市场引发的金融系统的全面危机。

2. 次贷危机的深层原因

回顾最近 30 年世界金融发展的历史，我们发现，金融体系已经发生根本改变，金融危机也与以往不同，在这种背景下，危机的爆发往往是经济金融矛盾长期累积的结果，次贷危机也不例外。

2.1 全球经济不平衡持续存在，积累了对证券资产的巨额需求，但却达到了无法维系的程度

所谓全球经济不平衡，就是指经常账户上有的国家存在巨额逆差，而有的国家则拥有很大的顺差。全球经济不平衡的深层含义就是，逆差国储蓄明显小于投资，持续不平衡将导致储蓄不足，出现高额的净对外债务；而顺差国储蓄明显大于投资，持续不平衡将产生储蓄剩余，出现高额的净对外债权。

具体来说，全球经济不平衡就是指部分发达国家尤其是美国的经常账户存在巨额逆差，成为储蓄不足的国家，而众多的发展中国家和部分发达国家如德国和日本，则拥有巨额的经常账户顺差，成为储蓄剩余国。储蓄不足的国家主要是经济规模较大的工业发达国家，而储蓄剩余的国家则主要包括两类，即资源输出国和工业制成品输出国。所以，全球不平衡在很大程度上是比较优势理论发挥作用的结果。

全球经济不平衡之所以持续存在，主要在于 90 年代以来，美国通过在全球范围内透支自身信用，支持其过度消费，从而成为全球主要的经常账户逆差国。而美国之所以能够通过透支自身信用来支持其过度消费，原因有三点：一是现有国际金融体系仍然以美元为中心，一方面这是美国经济地位使然，作为主要储备货币与支付工具，美元仍充斥国际市场，另一方面，布雷顿森林体系崩溃后，美元与黄金脱钩，其发行不再受到黄金储备与生产的限制，而在于以美元公信力为基础的币值的稳定性；二是 80 年代以来的金融自由化改革极大深化了美国国内金融市场，流动性充分与金融工具不断创新使得美国成为全球资本市场最发达的国家，吸引了全球资本不断流入，购买美国国债、债券、股权资产等，进而也产生了极大的财富效应，美国居民的财富迅速增加；三是美国依然是世界上最大的经济体和第一制造业大国，也是知识、技术和产品的创新中心，拥有全球最强大的知识产业，长期以来保持了稳定较快的经济增长水平，这是美国能长期保持

经常账户逆差的基础。

在达到极度失衡之前，全球经济在不平衡的模式下保持了持续、强劲的增长，推动了金融创新，很多新金融工具被开发出来以满足不同风险偏好投资者的需求，债券市场尤其突出。一方面，储蓄剩余国积累了巨额美元外汇储备，包括石油输出国、新兴市场经济国家等，其外汇储备需要投资以保值增值，无疑，出于对美元公信力的信心，包括美国国债、债券和股权资产在内的美元资产是其最重要的选择，随着不平衡程度的加深，这些国家积累的外汇资产也越来越多，这就使得其风险偏好程度上升，从而为次贷危机的爆发埋下隐患。另一方面，对证券资产的巨大需求使得市场利率被不断压低，资金成本持续下降，廉价资本极大地刺激了美国国内的消费需求和投资需求，尤其是消费需求被极大地激发出来，居民储蓄率则不断下降，债券发行量急剧扩张，特别是2000年以后，由于全球流动性过剩导致实际利率持续降低，通过债券进行融资变得更加容易。

在现有国际金融体系下，需求持续、过度扩张必然导致全球不平衡，但是，这种基于不平衡的世界经济增长模式是不可持续的，全球不平衡的持续发展不可避免地会产生极度失衡，甚至于引发金融危机，以极端的形式将经济带入再平衡阶段。

2.2 放松金融管制的变革最终完成，极大激励了金融创新，提供了丰富的金融产品，但却积聚了巨大的潜在风险

在 20 世纪 30 年代大萧条之前，尚不存在现代意义上的金融管制，此后以“分业经营、分业监管”为核心内容的现代金融管制体系建立，在高度监管的模式下，金融体系保持了近 30 年的长期稳定运行，为发达国家经济的高速增长做出了重要贡献。随后到了 70 年代，则开始了 30 余年的金融管制变革，基本可以分为三个时期：一是 20 世纪 70 年代开启的金融创新与规避金融管制的阶段，二是 80 年代的简化金融监管组织机构以及立法放宽部分管制的阶段，三是 90 年代修正和废止旧法，以及《金融服务现代化法》的颁布。金融管制变革的主线是从重视市场效率到强调金融企业的谨慎经营，70 年代的金融创新与规避管制使得部分管制措施失效，而 80 年代则是在通过立法放松管制的条件不成熟的情况下，选择了简化金融监管组织机构来作为变革的折衷手段，到了 90 年代，由于在金融市场运行中或在实际的金融监管范围内，大量金融管制措施已经失去效力，通过立法放松金融管制的时机已经成熟，由此《金融服务现代化法》才得以诞生。

70 年代以来的金融管制变革包含两方面的内容，一是以放松金融市场管制为主的自由化改革，二是建立针对金融企业的管制。也就是说，在放松金融市场管制后，由于金融企业的业务活动大为扩展，在对金融企业经营管理方面进行管制的同时，监管者开始根据具体的业务活动进行管制，进而将金融管制直接集中

到了对金融产品活动的管制上，金融管制的中心从市场（结构）向企业（功能）转变，从而形成了所谓的“功能管制”，这就是《金融服务现代化法》所提出的新金融管制的理念。

在放松金融市场管制的过程中，金融企业的业务开始由单一型向复合型转变，成为混业经营条件下的金融企业，为此，监管者必须区别具体金融活动的业务性质才能实施监管。毫无疑问，分业监管模式下的单一监管机构已无法胜任，从而过渡到了混业条件下的功能管制，即根据金融企业的具体业务活动决定管制对象，进而由有关的金融监管机构进行监管。由此，在“功能管制”理念的指导下，监管机构组织开始进入到“多头的共同监管”或者说“多对一”的监管模式，即多个金融监管机构监管某一（多样化经营的）金融中介，而结束了“一对多”——单一监管机构监管某一类金融中介的监管模式。

从目前金融监管的实践来看，在金融市场管制放松的同时，对金融企业的监管并没有得到有效实现。金融市场管制放松使得金融企业的经营管理决策空间放大，这加大了金融企业的经营风险。而与此同时，所谓的“功能监管”更多的是停留在理念上，并没有落到实处，《金融服务现代化法》并没有从整体上触动原有金融监管体系的职权划分，而只是对各个监管机构所依据的法规作了若干调整，在实践中，虽然授权美联储对金融控股公司实行伞形监管，但仍然保持了由各监管机构对证券、期货、保险和银行业分别监管的格局，特别是对于如何监管次级按贷款抵押证

券这类跨市场、跨行业的交叉性金融工具并没有任何要求，这就留下了相应的管辖冲突和监管空白，也就是说，现有监管体制存在严重的监管重叠和监管缺位问题，这显然不适应金融机构混业经营的现实。

在这种情况下，由于金融市场管制放松，而功能管制尚未跟进，在混业经营模式下，金融企业的业务活动大为扩展，各种新的金融产品层出不穷。可以说，近些年来，由于信用市场的膨胀，以及市场管制的放松，金融产品的供给急剧增加，极大地满足了国际投资者的需求，尤其是美国证券化和结构性投资工具发展迅猛，比如与 2004 年底相比，全球衍生品市场规模就增长了 1 倍多。同时我们还注意到，与前面所分析的债券市场大发展一致的是，与股票市场相比，由于债券市场具有稳定的现金流，从技术上更容易将风险进行分解、重组、转移，故很容易通过打包、置换、分层变成新的金融产品，所以债券市场正是金融创新的主战场，衍生工具层出不穷，绝大部分衍生工具包括掉期、CDO、ABS、MBS、CDS 等等，都是债券市场的衍生品，而股市基本上还是使用传统的期货和期权两大衍生工具。但是，债券市场也是金融创新最冒进的业务领域，最终也成为了风险聚集最大的市场。

概括来说，次贷危机的深层原因来自于两个方面：一是持续的全球不平衡积累了巨额的剩余储蓄，形成了对美元资产的巨大需求，这一方面造成了一个低利率的环境，使得美国政府、企业和居民能方便地获得低成本的资金，有充足的积极性展开债务融

资，另一方面则使得全球投资者的风险偏好持续上升，风险溢价下降，为了追求更高的收益，他们往往选择投资高风险资产，次级抵押贷款就是其一；二是 70 年代以来金融市场管制放松，而新监管体系尚未完全建立，以及在债券市场出现了大发展，这就使得在巨大需求的拉动下，出现了快速乃至冒进的金融创新活动，债券市场尤甚，而在提供了大量不同风险收益水平的金融产品的同时，监管者没有对金融产品的风险保持足够的控制力，以至于市场上风险大量聚集。

3. 次贷危机的直接原因

一般来看，次贷危机是由于美国房价下跌引起次级贷款对象的偿付能力下降所致，但是我们认为，这只是最表层的一环，次贷危机的直接原因表现为，在相关条件改变以后，一个正向的循环机制出现逆转。

3.1 次级抵押贷款的特点使得借款人对利率变动高度敏感，而债券市场定价不透明与过度依赖于信用评级给市场带来极大的不确定性

在次级抵押贷款市场中，浮动利率抵押贷款占 90%以上，而其中绝大部分又为固定/浮动利率混合型抵押贷款。这种贷款在最初 2 年或着 3 年里与固定利率抵押贷款相同，借款人需按时等额地偿还本金和利息，在这一阶段，贷款利率明显低于固定利率抵押贷款的利率水平。但是，在这一阶段（2 年或 3 年）结束后，贷款的利率将被重新设定（称为第一次利率重置），一般是采用

一种指数加上一个风险溢价的形式，一般而言，即使这一时期内市场利率没有发生变动，利率也会有一次较大幅度的上升，升幅约为 200—300 个基点，此后各年中，利率还会有小幅上升，但幅度不会很大。

利率变动对借款人的影响非常大。次级抵押贷款申请者一般是低收入阶层，信用评分低，往往倾向于选择较低的首付款，以及在初期支付较低的贷款本息，而贷款初期 2 年或 3 年过后，利率重置对他们将是一个重大的考验。调查表明，借款人在贷款发放之初的债务收入比最高介于 50%—55% 之间，80% 的借款人低于 50%，而在第一次利率重置后，60% 的借款人债务收入比将高于 50%，这意味着大多数借款人的财务状况已经达不到融资要求的条件。进一步，如果美联储开始加息，市场利率上升，那么大多数借款人的财务状况将会急剧恶化。面对利率变动带来的风险，借款人往往是通过或者是希望借助未来收入的增加、信用评分的提高或者是房价的上涨，在市场上将本已处于抵押状态的房屋再次进行抵押获得新贷款或者是改善自身的贷款条件，甚至通过出售已增值的房屋来归还原贷款，从而减轻利率变动带来的财务压力。但是总体来看，次贷的借款人对利率变动非常敏感，利率上升会提高次贷的违约率。

从上面的分析可以看出，从贷款发放层面来看，次贷本身就是一种高风险贷款，借款人违约的可能性很大。在贷款发放完成后，次贷一般会被打包分层出售，分解重构成次级按揭证券，并

进一步在此基础上生成次级按揭证券衍生产品，在债券市场上再次出售，这就涉及到债券市场及债券定价的问题。

债券市场最初是一个很简单的市场，但是目前已经变成了一个非常复杂的、不透明的市场，原因有两个：一是经过金融创新的洗炼，衍生工具层出不穷，从次优级贷款来看，在次贷规模迅速扩大后，以其为基础资产池的金融创新极为活跃，通过资产证券化过程，最终将次贷的风险进行分解包装，并转移到了金融市场的各个角落；二是由于债券市场参与者几乎全是机构投资者，购买债券的目的在于以投资债券带来的稳定现金流支付机构的未来债务，比如养老金的发放，因此机构投资者在购买债券后一般都会持有到期，不会中途转手出卖，这导致债券二级市场的交易很不活跃，流动性较差。因此，债券市场的定价机制很不透明。而对于那些试图通过模型来定价的投资者来说，由于很多衍生产品（比如次贷危机的主角 CDO）的定价模型对假设非常敏感，看似清晰的定价实际上需要根据假设变动而不断调整，从而使得次级债市场存在极大的不确定性。

基于债券市场的上述特点，在经过多层证券化处理后，投资者就根本无法知道衍生产品背后基础产品的信用情况，也就无法对其估值，而只能依赖评级机构对其进行风险评估，然后做出自己的判断。因此，评级也就成为影响债券市场稳定的另一个关键因素。

3.2 货币政策进入加息周期，房地产价格下跌，导致次贷借款者的偿付能力下降，违约率上升，这成为次贷危机爆发的直接原因

在次贷危机爆发之前，宽松的货币政策与金融创新推动房地产价格不断上行。

2000年，网络经济泡沫破灭，为刺激经济以尽快结束衰退，从2001年开始至2004年末，美联储大幅降息，实行了宽松的货币政策，联邦基金利率从6.5%降至1%。宽松的货币政策使得市场资金充沛，推动房地产价格不断上涨，基于次优级抵押贷款的次级债的信用评级稳定，为相关的资产证券化产品创新提供了基础。

与此同时，在全球经济强劲增长的大趋势下，国际资本开始追逐更高的回报，风险偏好显著提高，对新金融工具的需求增加。而由于混业经营的确立以及金融市场管制的放松，金融创新的环境十分宽松，或者说，由于金融市场管制放松而“功能监管”尚未落实，现有监管体制存在严重的监管重叠和监管缺位问题，这为金融创新提供了宽松的环境，比如对资本市场上金融机构的监管远不如传统银行严格，对冲基金、私募股权基金等机构甚至不受任何监管，而对于如何监管次级按揭贷款抵押证券这类跨市场、跨行业的交叉性金融工具，在监管体系里并没有明确的要求。因此，在为金融创新提供了宽松环境的同时，金融管制放松也使

得次贷标准放松，刺激了对房屋抵押贷款的需求，贷款机构向低信用等级购房人发放的贷款数额大量增加，进一步为债券市场的产品创新提供了丰富的实际金融资产。

概括来说，上述过程实现了一个正向的循环过程，货币政策过度宽松，按揭贷款政策极度放松，这使得原本不符合贷款资格的借款人申请到了次优级抵押贷款，同时也为金融创新提供了大量的基础资产，二者之间形成互动并共同推动了房地产价格的上涨，而在房价大涨和低利率环境下，投资者为追求高回报使得其风险偏好上升，借贷双方风险意识日趋薄弱，次级贷款在美国快速增长，最终导致了房地产的泡沫。2000年至2006年，美国房价指数上涨了130%，为历次房价变动周期中涨幅之最。

但是，2004年，上述循环过程发生逆转，自2004年6月开始至2006年8月，美国连续加息17次，联邦基金利率从1%提高至5.25%，幅度达425个基点，随后，2006年房地产价格停止上涨并且开始逐渐回落，1年之内房价下跌了3.5%，是自30年代大萧条以来的最大跌幅，尤其是部分地区的房价下降超过了20%。这时，利率调整对次贷借款者的影响开始充分显现，对于新购房者来说，利率上升增加了贷款成本，而对于已购房者来说，一方面基准利率上升加重还贷压力，另一方面利率重置进一步使得其不堪重负，而且房价上涨速度减缓甚至后来开始下跌也形成了新的压力。这样，不断上升的基准利率和利率重置使得借款者的还贷成本急剧上升，而由于房地产价格不断下降，导致作为抵

押物的房产价值下降，这就使得无力还贷的借款人越来越多，导致浮动利率抵押贷款的拖欠率和违约率明显上升，而如果这些处于拖欠或违约状态的按揭贷款最终被清收，将形成信贷损失。

具体来说，由于货币政策进入加息周期，房地产价格下跌，导致次贷借款者的偿付能力下降，不能按期归还贷款本息，拖欠率与违约率上升。由此，评级机构开始调低对相关债券如次优级贷款抵押债券的评级，导致其价值下滑。随后，大量的机构投资者开始陷入困境，而出于回避风险的需要，放贷给这些投资者的贷款机构往往要求其偿还贷款，因此这些机构投资者此时就面临着巨大的压力。但是由于债券市场的低流动性以及定价机制不透明，以及在危机爆发之际市场信心匮乏、对风险的敏感度急剧上升，这使得二级市场的流动性基本丧失。在这种情况下，后续影响有三个：一是为了筹集资金调整头寸，投资者将被迫卖出部分优质、流动性好的债券资产甚至股票资产，这将使得那些信用评级较高的债券的价格受到牵连；二是基于次级债市场的规模及影响，其价格的急剧下降将导致市场开始在整体上怀疑抵押证券包括一些优先级债券的市场价值，导致其价格也出现显著下跌；三是由于在投资过程中杠杆被大量使用，在风险发生之后损失也将相应地成倍放大。正是基于以上机制以及次级债市场的全球化，导致美国的次贷危机逐渐演变成为了一个全球性金融危机。

4. 次贷危机的性质以及提出的问题

从历史的角度来看，次贷危机是世界经济发展进程中不可避

免的产物，是世界金融发展史上里程碑式的事件。

次贷危机的必然性是，在世界金融发展的现阶段，全球金融体系已经发生了根本改变，债券市场取代了传统银行的信贷功能，并繁衍出了各种新的金融工具。而在失衡的全球经济体系中，在金融管制不断放松的历史时期里，通过对收益和风险的分解，不断被创造出来的新衍生产品构造了一个极长的“金融系统食物链”，覆盖了全球的金融市场，也将金融风险传递到了全球的每一个角落，传递到了金融市场的每一个角落。但是，过长的食物链导致金融生态极其脆弱，顶端陷入困境将导致整个链条断裂，并会波及到每一个触角，现在陷入困境的顶端就是美国和美国的房地产业。

与此同时，在世界金融发展的现阶段，虚拟经济早已不再作为实体经济的影子而存在，对于虚拟经济的关注也早已从货币稳定、经济效率转移到了提高金融机构的竞争力，于是分业模式开始向混业模式转变。同时，这也说明在经济全球化的过程中，由于国际分工纵向一体化不断加深，国际金融体系的功能已发生改变，成为在全球范围内进行经济利益再分配的主要工具。但是，次贷危机的爆发表明，由于纵向一体化的单向性，这种格局不具有持续性，各种经济金融矛盾积累到一定阶段，就必然会爆发。

可以认为，次贷危机实际上也提出了混业经营下的金融监管问题。20世纪30年代之前金融业为混业经营，但并不存在现代

意义上的金融监管，也就是说混业经营模式下的监管没有先例可循。而次贷危机的爆发实际上是对现有金融监管理念的挑战，“功能监管”并没有解决混业经营模式下的金融监管问题，或者说“功能监管”作为一种理念是适合的，但很难落实到金融实践中去。现在，保尔森提出了“目标监管”模式，应该说即使这一模式不能解决问题，也是一次有益的探索。