



金融发展理论前沿丛书

国家“211工程”三期重点学科项目

徐明威 等著

美国次贷危机传染 与金融可持续发展研究

MEIGUO CIDAI WEIJI CHUANRAN
YU JINRONG KECHIXU FAZHAN YANJIU



中国金融出版社



金融发展理论前沿丛书

国家“211工程”三期重点学科项目

美国次贷危机传染与金融 可持续发展研究

徐明威 等著



中国金融出版社

责任编辑：戴早红

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

美国次贷危机传染与金融可持续发展研究 (Meiguo Cidai Weiji Chuanran
yu Jinrong Kechixu Fazhan Yanjiu) / 徐明威等著. —北京: 中国金融出版
社, 2011. 12

(金融发展理论前沿丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6228 - 7

I. ①美… II. ①徐… III. ①房地产抵押贷款—金融危机—研究—美国
②金融—可持续性发展—研究—世界 IV. ①F837. 124②F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 269714 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 16.5

字数 267 千

版次 2011 年 12 月第 1 版

印次 2011 年 12 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6228 - 7/F. 5788

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与研究意义	3
第二节 文献综述	4
一、金融危机及其传染的内涵	5
二、金融危机理论与模型综述	9
三、金融危机的国际传染机制和渠道的综述	15
四、金融危机传染途径的实证分析综述	17
五、本书主要研究内容与框架结构	28
第二章 金融危机国际传染现象的一般分析	29
第一节 金融危机国际传染的特征	31
一、新兴和发展中经济体常常是危机传染开始的地方	31
二、以发达国家为发源地的金融危机容易形成全球性金融危机	31
三、经济金融化和经济全球化使金融危机的传染渠道更加多样和复杂	32
四、信息不完全导致的“羊群效应”使金融危机传染的冲击力量更大	32
五、金融危机传导机制更加复杂、传导速度更加快捷	33
第二节 金融危机国际传染的机制	33
一、贸易传染机制	33
二、资本流动传染机制	35
三、债务传染机制	36
四、预期传染机制	36

五、政治传染机制	37
六、文化传染机制	37
第三节 金融危机国际传染效应的一般分析	38
一、溢出效应分析	38
二、季风效应分析	38
三、产业联动效应分析	39
四、净传染效应分析	39
第四节 金融危机传染的环境分析	41
一、金融危机传染的宏观环境	41
二、金融危机传染的微观环境	49
第五节 金融危机国际传染的微观机理分析	51
一、信息不对称	51
二、流动性要求	52
三、多重均衡和危机的自我实现	53
四、投资者风险厌恶程度的变化	53
第三章 金融危机国际传染背景下的金融可持续发展的再理解	55
第一节 金融可持续发展理论概述	57
一、金融可持续发展的含义	57
二、金融可持续发展理论	59
第二节 金融危机传染与金融可持续发展	72
一、影响金融可持续发展的主要因素	72
二、金融危机传染与金融可持续发展的思考	83
第四章 次贷危机对发达国家的传染及其影响	97
第一节 次贷危机对发达国家传染的主要机制分析	99
一、金融危机的基本面传染	99
二、贸易渠道传染	104
三、金融渠道传染	106
四、资产组合再平衡传染机制	110
第二节 美国次贷危机对发达国家传染的实证分析	112

一、金融危机传染实证分析方法及数据选择	112
二、美国次贷危机对欧洲发达国家传染的实证分析	113
三、美国次贷危机对日本传染的实证分析	123
第三节 美国次贷危机传染对发达国家金融可持续发展的影响	128
一、财政问题、次贷危机传染对英国金融可持续发展的冲击	129
二、日本的银行可持续发展问题	131
三、冰岛金融资源的过度开发	132
第四节 发达国家应对次贷危机传染的对策及评价	134
一、发达国家应对次贷危机传染的主要对策	134
二、发达国家应对次贷危机传染政策的分析	138
第五章 次贷危机对新兴市场的传染及其影响	141
第一节 次贷危机对新兴市场传染的主要机制分析	143
一、基本面渠道传染	143
二、贸易渠道传染	147
三、金融渠道传染	150
四、资产组合再平衡渠道传染	153
第二节 美国次贷危机对新兴市场传染的实证分析	155
一、单位根检验 (ADF 检验)	156
二、格兰杰因果检验	159
三、协整关系分析	159
四、脉冲响应分析	161
第三节 次贷危机传染对新兴市场金融可持续发展的影响	163
一、新兴市场金融自由化与可持续发展的一般思考	163
二、次贷危机传染对东南亚国家金融可持续发展的影响	164
三、次贷危机对拉美国家金融可持续发展的影响	166
四、次贷危机对东欧国家金融可持续发展的影响	167
第四节 新兴市场应对次贷危机的对策及评价	169
一、新兴市场应对次贷危机的对策	169
二、新兴市场应对次贷危机政策的分析	174

第六章 次贷危机对中国的传染及其影响	177
第一节 次贷危机对中国传染的主要机制分析	179
一、基本面渠道传染	179
二、贸易渠道传染	180
三、金融渠道传染	188
四、资产组合再平衡渠道传染	196
第二节 美国次贷危机对中国传染的实证分析	198
一、单位根检验 (ADF 检验)	199
二、格兰杰因果检验	202
三、协整关系分析	202
四、脉冲响应分析	205
五、实证总结	206
第三节 次贷危机对中国金融可持续发展的影响	206
一、商业银行存在巨大风险	207
二、金融安全日益受到挑战	208
三、金融监管手段落后	209
第四节 中国应对次贷危机的对策评价	210
一、中国应对美国次贷危机的主要对策	210
二、中国应对次贷危机政策的评价	213
第七章 金融危机传染背景下中国金融可持续发展的对策建议	219
第一节 进一步完善人民币汇率形成机制	221
一、现行人民币汇率制度存在的不足之处	221
二、改进人民币汇率制度的对策建议	223
第二节 加强金融监管改革, 提高金融监管效率	226
一、进一步完善金融监管法律体系	226
二、微观审慎监管与宏观审慎监管并重	228
三、加强资本流动管理, 防范国际游资的冲击	231
四、加强金融监管的国际协调	232
第三节 加快经济结构调整, 促进经济可持续发展	236
一、促进产业升级和结构调整	237

二、采取有效措施不断扩大内需	239
第四节 增强我国金融机构的可持续发展能力	241
一、完善我国金融治理机制的对策	241
二、完善我国金融机构的风险管理	244
参考文献	249
后记	254

金融发展
理论前沿丛书

第一章 导论

第一节 研究背景与研究意义

一国的金融危机或动荡从源头来看,可能来自国内自身金融系统的问题,这可以归纳为内源性的金融危机或动荡,如一国由于银行系统不良资产过多、股票市场泡沫崩溃等原因而造成的金融危机;也可能来自外源性的危机或动荡,即因他国金融危机的国际传染而导致本国金融业的动荡,这就是本书研究的大方向。

其实,早在1926年,美国国家经济研究局(NBER)的学者米切尔就撰文指出,金融危机日益趋于国际化,既可能在各国同时爆发,也可能以一种或几种方式从危机中心地带向其他国家蔓延。但是在1992年欧洲货币体系危机之前,国际金融危机传染问题并没有引起足够的重视。自20世纪90年代以来,全球经济一直处于动荡之中,接连爆发了1992年欧洲货币体系危机、1994年墨西哥金融危机、1997年东亚金融危机、1998年俄罗斯金融危机、1998年巴西金融危机、2001年阿根廷金融危机、2007年美国次贷危机及其引发的全球金融危机。这些危机有一个共同的特点,即不仅影响了本国经济金融的发展,同时也对其他国家的经济金融带来了巨大的冲击。尤其是始于2007年的美国次贷危机,更是在短时间内就席卷了全球。首先是美国次级住房抵押贷款市场出现信用危机,然后房利美和房地美由于巨额亏损而濒临破产,标志着信用危机扩展到整个抵押贷款市场,美国的银行先后出现信贷紧缩,美国实体经济遭受重创。然而,次贷危机并没有止步于美国国内。它首先波及欧元区和以日本为代表的发达经济体,这些地区出现明显的流动性短缺、信贷紧缩以及经济发展受阻的现象,紧随其后,新兴市场也不同程度地受到冲击。次贷危机影响范围之广是前所未有的,对世界造成的危害也是令人震惊的。全球流动性降低、信贷紧缩、经济发展减速等次贷危机带来的危害深深影响着全球经济的发展。

尤其对中国这样的新兴加转轨国家而言,其金融系统本身比较脆弱,而且在改革过程中金融系统仍然有一些深层次问题尚未得到根本解决,同时金融业又处于开放进程之中,极易因国外金融危机传染而引发国内金融业的动荡,从而导致中国金融业可持续发展受到严重冲击,并进而影响国民经济的健康、稳

定发展。对国际金融危机传染问题的理论与实证研究,加深了人们对危机传染现象的理解,对我国采取有效的措施应对国际金融危机的冲击与传染具有切实的意义。

本书的创新之处在于:第一,目前有关国外金融危机传染的研究多数集中于20世纪90年代至21世纪初的新兴市场危机的研究,而对美国次贷危机的国际传染研究比较少,而国内对美国次贷危机传染的研究目前还多属于定性分析,实证分析比较少。本书预期对美国次贷危机的国际传染问题进行深入的实证分析,并总结次贷危机传染的一般规律。第二,次贷危机虽然发端于美国,但是对欧洲、日本等发达国家以及发展中国家和地区都产生了巨大的冲击,本书通过对次贷危机国际传染的研究,进一步总结次贷危机对各国尤其是发展中国家金融可持续发展的影响,以及各国应对次贷危机的经验与教训,从而为各国应对金融危机提供可资借鉴的政策建议。第三,对于中国这样的新兴加转轨的国家,本书将主要通过实证分析,研究美国次贷危机对中国是否存在传染,以及如果存在传染,传染的程度如何。在此基础上借鉴各国的经验与教训,提出中国应对金融危机传染,并进一步实现金融可持续发展的对策及建议。

第二节 文献综述

随着2007年美国次贷危机的爆发并蔓延至全球进而演变为全球性金融危机,金融危机的国际传染性激起国内外学者的研究兴趣,因此近年来学术界有关国际金融危机传染机制的理论研究有了较大的进展,并达成金融危机传导机制是金融危机得以蔓延的关键所在的共识。国际金融危机传染机制理论研究的目的是说明一国发生金融危机的原因以及如何传染到其他国家或地区,此方面的研究内容主要包括国际金融危机传染的原因、传染(传导)的机制或渠道和传染程度的度量等。国外对国际金融危机传染机制的理论与实证研究相对较早,较为系统和深入,已经从宏观经济传染机制深入到微观金融传染机制层面。而自东亚金融危机之后,国内学者才开始关注金融危机的国际传染问题。本书从国内外的研究成果出发,首先总结金融危机的定义、类型、特征以及金融危机的理论与模型,继而提出金融危机的国际传染问题,为全书的整体展开作知识准备和理论铺垫。

一、金融危机及其传染的内涵

(一) 金融危机的种类

根据国际货币基金组织在 1998 年 5 月发表的《世界经济展望》中对金融危机的分类,金融危机大致可以分成四种类型。

1. 以货币危机为开端的金融危机。这种危机主要发生在实行固定汇率制度的国家,当该国的货币受到大规模的投机性冲击时,由于汇率制度本身的限制,导致外汇市场上本币的抛压增加,最终反映为货币对内和对外的价值脱节(见图 1-1)。

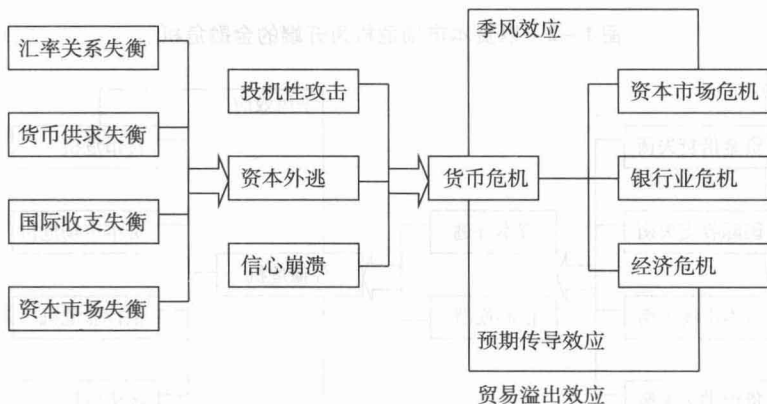


图 1-1 以货币危机为开端的金融危机

2. 以资本市场危机为开端的金融危机。这种危机多发于国家的资本市场,表现为国内资本市场中的资产价格出现短时间内的暴跌,导致这种暴跌的原因可以是原发的,也可以是输入的。而一般情况下,资本市场的危机最终会导致本国的货币危机。相反地,货币危机的爆发也可以导致本国的资本市场危机,它们之间是相互影响的(见图 1-2)。

3. 以外债危机为开端的金融危机。这种危机是指当某个国际债务国由于某些原因无法偿还到期的债务,而这种无法在短期内偿还是无法解决的,从而导致国家信用的崩溃,导致了金融危机。导致这种情况的原因主要是债务国对本国外债管理的失误,比如:在外债结构上,短期内需要偿还的债务过于集中,导致资金链断裂;或者由于本国对外债资金的利用不合理,没有形成可靠的偿债能力,导致无法偿还债务(见图 1-3)。

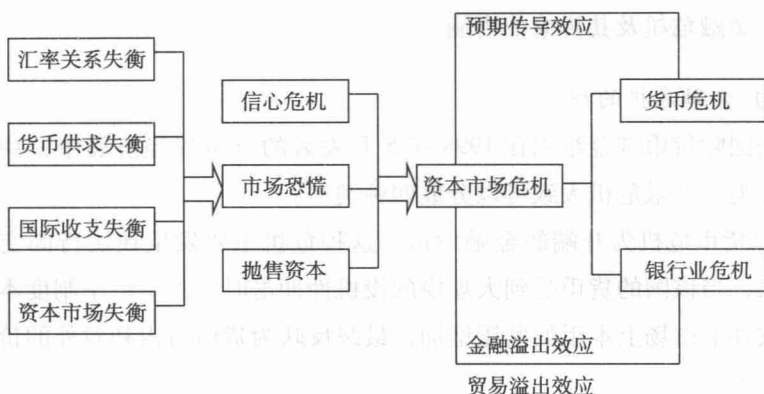


图 1-2 以资本市场危机为开端的金融危机

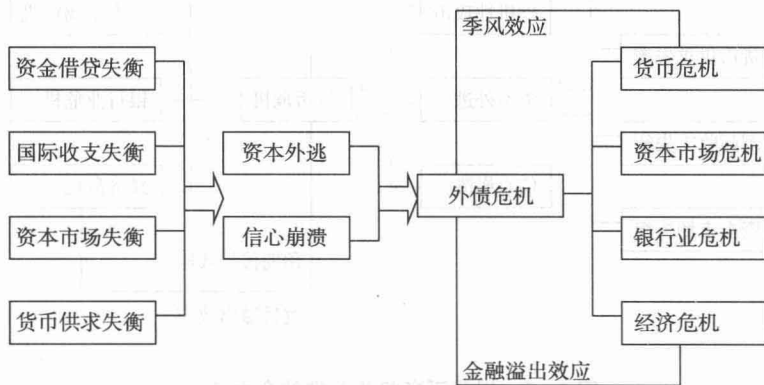


图 1-3 以外债危机为开端的金融危机

4. 以金融机构危机为开端的金融危机。这种危机是指在国内宏观经济的影响下，或者是由于商业银行本身的原因导致了银行巨额的呆坏账。由于银行在本国金融体系中处于极其重要的地位，银行的巨额亏损引发了国内民众对本国金融体系的极度不信任，并最终演化为金融机构危机（见图 1-4）。

（二）金融危机的特点

在研究金融危机传染的概念之前，我们首先来明确一下金融危机的概念。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中对金融危机的定义为：“全部或大部分金融指标急剧、短暂和超周期的恶化”。这些指标包括汇率价格、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等。齐冬冬

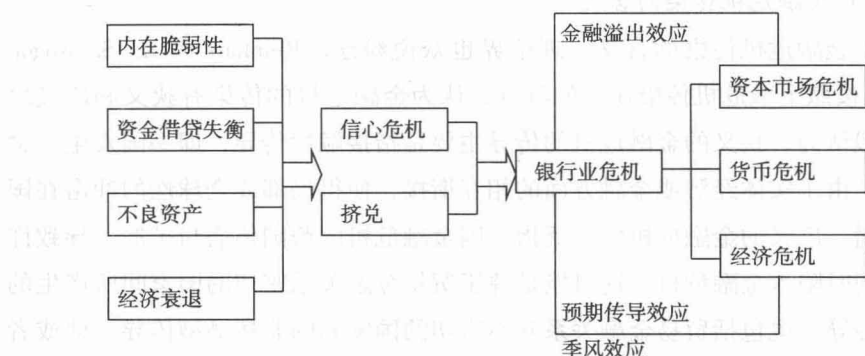


图 1-4 以金融机构危机为开端的金融危机

(2010) 按照金融危机性质的不同, 将其分为货币市场危机、资本市场危机、金融机构危机、债务危机和综合性金融危机。李小牧 (2000) 根据影响地域的不同, 将金融危机分为国内金融危机、区域金融危机和世界金融危机。林恩涛 (2004) 根据发生特点的不同, 将金融危机分为货币危机、银行危机、债务危机、资本市场危机和系统性金融危机; 根据金融危机起因的不同, 将金融危机分为自发性金融危机和传染性金融危机。

自 20 世纪 90 年代以来, 国际金融危机频频发生, 通过梳理历次危机的表现形式及其特点, 齐冬冬 (2010) 总结了当代金融危机的特点。

1. 金融危机的突发性。以东亚金融危机为代表, 当代金融危机几乎都是在没有什么明显特征的情况下突然爆发的, 它潜藏于各个国家正常运行的经济体系之中。

2. 金融危机爆发的频率明显加快。第二次世界大战以后, 金融危机爆发的频率明显加快, 最终导致固定汇率制受到冲击而瓦解, 布雷顿森林体系崩溃, 债务危机四处蔓延。从 20 世纪 90 年代至今, 金融危机愈演愈烈, 频率有明显加快的趋势。

3. 金融危机的巨大破坏性。危机爆发后, 通常会在极短的时间内导致全面的、系统性的金融危机, 并导致该国的金融系统全部处于危机之中, 因此, 金融危机所带来的结果是严重的, 对整个国民经济的破坏性也是极大的。

4. 现代金融危机具有极强的传染性。20 世纪 90 年代以来所发生的金融危机, 无一例外地都由危机国不同程度地传染到其他国家和地区, 进而发展成为区域性的金融危机, 甚至是全球性的金融危机。

(三) 金融危机传染的含义

关于金融危机传染的含义,理论界也众说纷纭。Reinhart 和 K. S. Rogoff (2009) 按照金融危机传染途径的特点,认为金融危机的传染有狭义和广义之分。一般认为,狭义的金融危机的传导主要是指接触性传导,即一国发生金融危机后,由于实体经济或金融方面的相互衔接,使得局部或全球性的冲击在国际上传播。广义的金融危机传导泛指一国金融危机的跨国传播与扩散,导致许多国家同时陷入金融危机。这可能是源于贸易金融关系密切的国家间所产生的接触性传导,也包括贸易金融关系并不密切的国家间的非接触型传导,即或者由于受到共同的冲击产生的,或者由于投资者预期变化引起自我实现的多重均衡。

还有学者从实证的角度将传染分为两个范畴,Nornbuseh 和 Park (2000) 认为,第一类传染是由于国家间的正常的相互依赖导致的基本面溢出。这类传染依赖于国家间的贸易和金融关联。第二类传染不能归结于基本面的传染,被解释为是由投资者行为造成的。King 和 Wadhvani (1999) 将金融危机传染定义为在金融骚动期间有关市场资产价格相关性的上升。Forbe S. 和 Rigobon 则就实证研究提出了一个具体的操作性的定义,即冲击过后跨市场关联的显著上升。

Pericoli 和 Sbracia (2001) 则归纳了几个传染的定义:(1) 传染是指一个国家发生危机导致另一个国家发生危机的可能性增加。该定义通常与货币危机的实证研究相联系,认为虽然货币危机通常会涉及很多国家,但是一些国家发生了贬值,而另一些国家却避免了贬值,如果危机导致另一些国家发生了货币贬值,那么传导就发生了。(2) 传染是指危机国家的波动性溢出到其他国家的金融市场。该定义出于对危机时期金融市场资产价格波动性上升的观察,将金融危机定义为波动性的上升,而将金融危机传导定义为以波动性为代表的不确定性在国际金融市场的传播。(3) 传染是指危机在一个市场或者一组市场发生时市场之间价格和数量同步变动的显著增加。该定义将市场之间“正常的同步运动”和“超常的同步运动”相区分,强调数量维度的变化,认为当市场之间产生“超常的同步运动”时,金融危机传导特别是“纯传染”就发生了。(4) 一国发生危机导致市场之间的结构发生变化,从而导致危机传导渠

道发生变化,即称之为传导或者“变动性蔓延”(Shift-contagion)。^①与第(3)种定义类似,这个定义同样强调“纯传染”发生的条件,如果危机发生导致传导机制在某方面变化,那么“纯传染”就发生了。

Masson (1998) 根据传染原因的不同,将传染分为两类:第一类“传染”强调不同市场之间的相互依赖所导致的溢出效应,这种相互依赖是指由于实体经济或金融方面的相互连接引起的局部的或全球性的冲击在国际上的传播。Calvo 和 Reinhart (1996) 把这类危机的传播称为“基于基本面的传染”。第二类“传染”则与可观测到的宏观经济或其他基本面无关,而仅仅是投资者或其他金融经纪人的行为而导致的结果。Kaminsky 和 Reinhart (2000) 称之为“真正的传染”,而 Masson (1998) 则称之为纯粹的传染或净传染,后一种“传染”通常被认为是非理性的结果,如金融恐慌、羊群行为、信心的丢失、风险厌恶的增加等。然而 Calvo 和 Mendoza (2000) 的研究表明,个人的理性活动同样会导致危机的传染。

谭蔚 (2010) 认为,从金融危机的生成要素和传导过程中可以得出,金融危机传递过程分为两个层面:一个是危机在不同市场或不同领域之间的传递;另一个是在不同地理空间上的传播。一般而言,如果危机首先以外部债务危机和货币危机形式爆发,则危机在不同地区之间的传导就要快于始发于银行业和证券业市场的危机,后者一般是先引起同一个国家不同金融市场的先后动荡,再通过国际资本流动、外汇市场和国际贸易引起其他地区的金融动荡。在实际危机中,这两个过程并不是完全割裂的,既可以独立,又存在交叉。

二、金融危机理论与模型综述

金融危机理论与模型从产生到发展至今,已经取得了非常丰富的理论成果。每发生一次与以往危机不同的金融危机,金融危机理论都会有所发展与完善。根据广大学者的研究与分析,金融危机模型大体分为以下三代。

(一) 第一代货币危机模型

第一代货币危机模型的产生源于发生在墨西哥 (1873 ~ 1982 年) 和阿根廷 (1978 ~ 1981 年) 等国家的货币危机,因而又被称为典型的货币危机模型。

^① 详细解释见 Gravell、Kichian 和 Morley (2003)。