

Research on Liquidity Shocks and Financial Stability

流动性冲击与金融稳定研究

邢天才 田蕊 著



科学出版社

流动性冲击与金融稳定研究

Research on Liquidity Shocks and Financial Stability

邢天才 田蕊 著

教育部哲学社会科学研究后期资助项目（项目号 09JHQ011）

辽宁省社科联 2010 年度辽宁省经济社会发展研究课题（项目号 2010lslktjxx-43）

辽宁省教育厅重点实验项目资助出版（项目号 2009S035）

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书围绕资本流动性,以全球化为背景,以开放经济为条件,以金融危机为切入点研究资本流动性冲击与金融稳定的内在联系,探寻宏观经济政策调整和协调的有效方法。通过研究发现,流动性在国内与国际间的剧烈波动正成为影响金融稳定和全球经济周期波动的重要原因。本书结合此次美国金融危机和中国金融市场的实际,运用一系列经济学、金融学原理及实证研究方法,从国际、国内两个角度,宏观、微观两个层面深入剖析流动性波动冲击影响金融稳定的作用机制及其特殊性和复杂性,并对我国中央银行及相关决策部门如何应对流动性冲击,维护我国金融稳定提出一个简单有效、易操作、能前瞻的政策框架。

本书的主要对象是金融学及其相关专业硕士生和博士研究生,同时本书也适用于高等院校、科研院所的教师和科研人员参阅。

图书在版编目(CIP)数据

流动性冲击与金融稳定研究/邢天才,田蕊著. —北京:科学出版社,2011
ISBN 978-7-03-032292-0

I. ①流… II. ①邢… ②田… III. ①金融危机-研究-世界 ②金融政策-研究-中国 IV. ①F831.59 ②F832.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 182884 号

责任编辑:陈 亮 马 跃 / 责任校对:包志虹

责任印制:张克忠 / 封面设计:陈 敬

科学出版社出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

新 蕾 印 刷 厂 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2011 年 10 月第 一 版 开本:720×1000 1/16

2011 年 10 月第一次印刷 印张:14

印数:1—2 000 字数:280 000

定价:42.00

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前 言

20 世纪 80 年代至今，金融自由化和全球化进程的不断推进使各国金融业暴露于风险之下，大范围的金融危机接连爆发，给各国的金融稳定和经济发展造成了严重的威胁。特别是 2007 年年末美国次贷危机引发的全球经济金融危机，它不仅重创了美国的金融和经济，也给全球金融体系和世界经济投下了一枚重磅炸弹，使国际金融体系受到了自“大萧条”以来的最严重的冲击和考验，同时也逆转了世界经济的增长势头，给各国的经济金融体系带来了巨大的伤害。在这一背景下，如何维护金融体系的稳定受到了各国政府和理论界的普遍关注。

毫无疑问，对金融稳定问题的研究关系着各国国民经济的发展和社会的长治久安。我们所面临的现实是，当前世界已走出金融危机，却又步入了通货膨胀，资本流动性再次过剩，新兴经济体的泡沫再起。作为新兴和转轨国家，当前我国金融业正面临着复杂的国际及国内环境，对我国来说，流动性与金融稳定问题更值得关注，因为它不仅涉及金融稳定，还触及国家经济安全。在开放经济条件下，全球资本流动性波动直接或间接影响了中国的宏观经济运行，并导致中国宏观经济中通货膨胀和通货紧缩现象的交替出现，这其中既有外因也有内因。从国际上看，近年来我国的人民币升值预期、一直高企的宏观经济增长率和相对资金收益率以及开始大量登陆中国的国际游资，导致资产价格泡沫不断高涨。从国内看，国际资本的大量流入对我国外汇储备的增加起到了一定作用，从而更多地助长了货币充裕。同时我国经济结构的长期失衡，储蓄-投资结构不合理，经济对外依存度较高，这些原因都导致我国流动性过剩。虽然央行自 2010 年 1 月 18 日起，为对冲中国经济中存在的流动性过剩问题，在不到一年的时间里先后 5 次上调存款准备金率，我国目前仍面临着贷款增长过快、投资增长过快、外汇流入偏多、国内银行间流动性偏松、资金充裕等问题。外因和内因共同作用，导致我国金融市场风险不断加大。

对于正处于新旧体制转换时期的中国来说，大规模的资本流动极易对经济产生冲击，一定条件下还有可能触发货币金融危机，甚至是政治、经济和社会危机。所以，如何调控流动性并维护金融稳定已经成为维护我国金融体系稳定和健康发展工作的重中之重。

目前，在相关理论和研究中，关于流动性过剩对金融稳定影响的宏观分析较全面，但对于流动性短缺对金融稳定影响的研究并不多见，尤其是关于微观层面



的研究更是比较缺乏。从宏观层面上看,流动性冲击通过资产价格渠道间接地影响金融体系稳定,流动性冲击促使资产价格波动,资产价格波动又通过各种宏观渠道诱发金融体系不稳定;从微观层面上看,综观此次美国金融危机,流动性冲击主要是通过资产负债表渠道直接影响金融稳定,通过流动性循环的作用推动了资产价格的下跌和进一步的银根紧缩。同时,随着经济全球化的不断发展,资本的跨国流动变得越来越频繁,一国的金融不稳定会通过各种传导渠道蔓延至其他国家。国际资本流动规模的膨胀和不确定性的增强使国家金融风险问题日益严重。所以,不仅从宏观层面,还应该从微观层面研究国内和国际间流动性冲击影响金融稳定的作用机理。深入研究这些问题,加强对资本流动及其脆弱性的分析和研究,有助于我国中央银行和金融监管当局采取及时、有效的货币政策和财政政策,以应对日益复杂的经济状况及资产价格剧烈波动所带来的金融失衡,从而维护我国长期的金融稳定和经济健康的持续发展。

根据以上分析逻辑和背景,本书以经济全球化为背景,在开放经济条件下,围绕资本流动性,以金融危机为切入点来研究资本流动性冲击与中国金融稳定的内在联系,探寻宏观经济政策调整的有效方法。本书以美国金融危机引发的全球经济金融危机为案例,依照“理论—实证—对策”的总体研究思路,在梳理、参考国内外相关研究成果的基础上,对流动性冲击与金融稳定的内在联系进行了理论分析。同时,运用动态一般均衡模型、动态条件相关模型(ADCC-MV-GARCH)、VAR模型、Granger因果检验、VECM模型等实证研究方法,全面系统地揭示我国流动性波动冲击与金融稳定的内在联系,使得研究结论建立在可靠的理论基础之上并具有很强的实际应用价值。

与该领域的其他研究相比,本书的主要特色反映在如下几个方面:一是本书从资本流动性波动冲击角度出发,为金融稳定和金融危机理论研究提供一个新的分析视角;二是为金融稳定和金融危机理论的研究提供了更系统、更全面的理论分析框架;三是从历史的角度考察流动性和金融稳定概念的演进过程,并力图结合目前金融发展的新形势从宏观、微观两个角度来分析和揭示流动性与金融稳定的相互关系,有助于丰富流动性、金融稳定和金融危机理论的研究内涵;四是通过实证检验,增进对流动性波动冲击影响金融稳定机制的理解,为政府等行政管理部门提供可参考的政策建议;五是本书采用理论分析与实证研究相结合、数理模型与计量分析相结合的研究方法,在研究方法上具有一定的创新性。

本书的完成,要感谢东北财经大学金融学院和许多同行学者所给予的认同、鼓励与支持。特别感谢东北财经大学的艾洪德教授、王志强教授、赵进文教授、王月溪教授等专家学者,一直以来,他们都为本书提供了建设性的建议和修正,并提供了全新的逻辑思维和方向判断。我们还要感谢博士研究生吉敏、张阁、贺姻璇等,感谢他们对本书细致及认真地核对。



同时，我们要特别感谢科学出版社的支持和帮助，责任编辑马跃先生，他们有着编辑特有的敏锐、执著和勤奋，对本书出版过程中出现的任何问题都及时地进行了解决，使本书能够顺利出版，我们被他们的工作态度和专业程度深深地感动。需要感谢的人实在太多，我们不能在此一一列出，我们在此谨向各位致以最诚挚的谢意。

应该说明的是，我们的著作是在借鉴国内外专家学者的研究成果的基础上完成的。希望本书的出版，能够为国内学界系统深入研究金融稳定这一课题提供有益的参考，为业界了解流动性冲击导致金融稳定的机理及波动的深层次原因提供一些帮助。

作者

2011年6月

目 录

前言

第1章 绪论	1
1.1 流动性波动研究的背景与现实意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究的现实意义	5
1.2 研究的框架与主要内容	8
1.2.1 研究的框架	8
1.2.2 研究的主要内容	10
1.3 研究的方法	12
1.4 主要创新点和未来的研究方向	13
1.4.1 主要创新点	13
1.4.2 未来的研究方向	15
第2章 流动性波动冲击与金融稳定的相关文献梳理	16
2.1 流动性波动的相关文献研究	16
2.1.1 流动性定义和度量的代表性学说述评	16
2.1.2 流动性层次划分的代表性学说述评	18
2.2 金融稳定的相关文献研究	20
2.2.1 金融稳定内涵的界定	20
2.2.2 新时期金融稳定内涵的演进	21
2.2.3 金融稳定相关理论研究综述	22
2.3 流动性冲击与金融稳定关系文献综述	24
2.3.1 金融不稳定中的流动性问题	24
2.3.2 流动性冲击对金融稳定影响	25
2.4 国际资本流动逆转与金融体系稳定	31
2.4.1 国际资本流动理论	31
2.4.2 国际资本流动性冲击对金融稳定影响	33
2.4.3 国际资本流动性冲击界定	35
2.5 文献述评	36



第3章 流动性波动冲击与金融稳定的相关理论	37
3.1 流动性波动冲击的界定和相关理论分析	37
3.1.1 流动性的界定和度量	37
3.1.2 流动性波动冲击的相关理论	47
3.2 金融稳定的相关理论分析	48
3.2.1 金融稳定相关概念的界定	48
3.2.2 金融稳定的影响因素	50
第4章 流动性冲击对金融稳定影响的案例分析	54
4.1 美国金融危机前流动性过剩对金融稳定的冲击	55
4.1.1 宏观层面分析	55
4.1.2 微观层面分析	56
4.2 美国金融危机中流动性不足对金融稳定的冲击	57
4.2.1 货币市场流动性快速下降	57
4.2.2 银行系统流动性急剧萎缩	59
4.2.3 资本市场流动性迅速减少	61
4.2.4 金融危机从虚拟经济传导至实体经济	64
4.3 美国金融危机通过国际资本流动影响全球金融稳定	64
4.3.1 金融危机全面升级, 国际资本流动出现逆转	64
4.3.2 全球金融体系陷入危机	66
4.4 美国金融危机中流动性逆转的深层次原因	70
4.4.1 宏观方面	70
4.4.2 微观方面	72
4.5 资本流动冲击影响金融稳定的传导机制分析	75
4.5.1 国内资本流动冲击影响金融稳定的传导机制	75
4.5.2 国际资本流动性冲击影响金融稳定的传导机制	80
第5章 流动性冲击影响金融稳定的微观机制——资产负债表渠道	83
5.1 相关理论分析	83
5.1.1 流动性冲击的资产负债表渠道	83
5.1.2 流动性循环产生机制	84
5.1.3 流动性循环影响金融稳定的作用机制	85
5.1.4 流动性循环影响金融稳定的扩散机制	87
5.2 流动性冲击通过资产负债表渠道影响金融稳定的实证分析	91
5.2.1 理论模型分析	91
5.2.2 我国流动性波动冲击影响金融稳定的实证分析	100
5.3 总结	105

第6章 流动性冲击影响金融稳定的宏观机制——资产价格渠道	107
6.1 流动性冲击对资产价格波动的影响	107
6.1.1 流动性冲击对资产价格影响的理论分析	107
6.1.2 对中国的实证分析	110
6.2 资产价格波动与金融稳定的关系	113
6.2.1 资产价格波动对金融稳定冲击的理论分析	114
6.2.2 资产价格波动影响金融稳定的渠道	117
6.2.3 资产价格波动引发金融不稳定的条件	120
6.2.4 放大资产价格波动导致金融不稳定的因素	121
6.3 资产价格波动与货币政策选择	122
6.3.1 资产价格波动与货币政策应对的争论	122
6.3.2 资产价格波动与货币政策反应不同观点的述评	126
6.3.3 关于我国资产价格波动与货币政策反应的实证研究	127
6.4 总结	141
第7章 开放经济条件下国际资本流动对金融稳定的影响机制分析	143
7.1 国际资本流动对金融稳定影响的理论分析	143
7.1.1 国际金融资本流动冲击的宏观效应理论分析	143
7.1.2 国际金融资本流动冲击的微观效应理论分析	152
7.2 国际资本流动对我国金融稳定影响的实证分析	157
7.2.1 国际资本流动对我国物价影响的实证分析	157
7.2.2 国际资本流动对中国银行体系稳定的影响	161
7.2.3 人民币汇率预期稳定性与国际资本流动的关系	164
7.2.4 国际资本流动对中国股票市场的影响	168
第8章 调控流动性,维护我国金融稳定的政策建议	171
8.1 中国资本流动性的基本态势	171
8.2 如何缓解流动性冲击,确保我国金融稳定	180
8.2.1 应对内部流动性冲击,维护我国金融稳定	180
8.2.2 如何应对外部流动性冲击,维护我国金融稳定	185
8.3 央行应关注资产价格波动及流动性循环的作用	194
8.4 加强我国的宏微观审慎监管	202
8.5 总结	205
参考文献	207

1.1 流动性波动研究的背景与现实意义

1.1.1 研究背景

自 20 世纪 70 年代后期到 2000 年,金融危机频繁爆发,金融体系不稳定程度明显加大。据世界银行统计,近 40 年来,全球有 93 个国家共发生了 112 场系统性金融危机,并有 46 个国家爆发了 51 次局部性危机。“现在发生金融危机的概率比 1973 年增加了 1 倍”(Eichengreen, 2002)。作为现代经济核心的金融系统,其危机的爆发通常会波及整个经济系统,从而造成严重的经济损失。据统计,金融危机造成的 GDP 损失平均为 8%,新兴市场国家则更高。一次又一次的金融危机提醒了人们金融稳定与经济持续健康发展之间存在着非常密切的关系。然而,随着经济金融全球化进程和金融创新的加快发展,导致金融不稳定的因素日趋复杂,因此,各国政府和各国际金融组织都开始高度重视维护金融体系的稳定,关于金融稳定问题的研究正在全球范围内形成一种趋势,并使之成为一个世界性课题。

在现代信用经济下,资本流动性的剧烈波动正成为影响全球金融体系稳定和经济周期波动的一个重要因素。1998 年以前,关于资本流动性波动与金融稳定之间关系的研究还比较少,但亚洲金融危机的发生和长期资本管理公司(LTCM)的破产,特别是 2007 年美国次贷危机引发的全球经济危机,使金融危机中流动性波动风险的作用开始广泛地引起人们的关注。在这几次金融危机中,共同的特征就是流动性从过剩到不足的突然逆转,当金融机构从事市场交易时,由于内部风险控制的需要或外部环境冲击等原因,会在某些时候产生大量抛售的需要,而其他具有类似的投资组合、交易心态或风险管理目标的市场参与者,也会同时大量抛售金融资产,这样,整个市场就会只有卖方而没有买方,流动性的突然下降又会导致资产价格的急剧下跌及卖方的持续增加,这会进一步恶化流动性状况,最终会出现市场和机构的流动性骤然消失的现象。

透过金融危机中资本流动性的变化特征我们深刻认识到,资本流动性过剩与资本流动性紧缩之间可以瞬间逆转,并通过扩散机制在金融机构和金融市场间传

导,也可以通过资产价格、国际贸易等渠道进行国际间的传导和扩散,从而给各国的金融体系带来严重的负面冲击,并最终引发全球金融系统的动荡。这也进一步引发了对资本流动性变化导致金融系统不稳定的作用机理及其相关管理问题的深入研究和思考。

1. 流动性过剩催生资产价格泡沫

自从美国新经济泡沫破灭和震惊全球的“9·11”恐怖袭击事件发生后,美国经济从2001年起开始下滑。为了避免出现严重的经济衰退,美国联邦储备系统(以下简称美联储)连续降息,将基准利率从7.5%降到1%,以刺激经济增长。以美联储的连续降息为标志,各国央行都采取了较为宽松的货币政策,同时,发展中国家的“出口导向型”经济增长战略、大规模的日元套利交易、杠杆交易、石油美元的膨胀和金融衍生品业务的迅速发展,这些因素的共同作用造成了全球长时间流动性过剩的状况。

从2003年到2006年,我国经济已经实现4年的低通胀下的高增长,从2007年下半年起,我国流动性过剩问题开始崭露头角,宏观经济运行过热的迹象开始日益显现。同时,我国对外贸易迅速发展,贸易顺差持续扩大,人民币升值压力不断增大,这直接表现为我国外汇储备迅速增加,中央银行不得不向市场供应越来越多的基础货币,货币供应量一直居高不下,这使广义货币供应量(M_2)供应达到18%左右,远远高于GDP的增长速度。如此多的货币供应使银行体系出现了流动性过剩,同时,在2005年7月新的汇率改革后,出于对人民币升值的预期,国际热钱的流入也加重了我国流动性过剩的问题。

资本流动性过剩往往是通货膨胀的前兆。随着流动性过剩现象的日益加剧,世界大多数国家都出现了资产价格明显上涨的趋势。与此同时,我国除了流动性过剩外,也出现了资产价格泡沫日益扩大的问题。2007年4月以来,我国的消费者价格指数(CPI)呈现加速上升状态,2007年8月更是上涨了6.5%,创近10年来的新高;上证综合指数更是在2007年10月突破6000点,达到6124点;在不到两年的时间里A股总市值增长了8倍多,由2005年10月的32 633亿元增长到2007年8月的270 025亿元;同时,2007年5月70个大中城市房屋销售价格环比上涨1.0%,同比上涨6.4%,并出现了逐月加快的趋势,到2007年8月,全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨8.2%。而且,房价走势出现“边调控边上涨,越调控越上涨”的现象。2007年年底的中央经济工作会议明确提出:“要防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀。”人民币升值预期和流动性过剩相互影响,通货膨胀与资产泡沫相互加强,这些不仅考验着中国宏观经济调控者的智慧,也考验着中国金融体系的稳健性。

2. 流动性不足影响金融稳定

当流动性过剩发展到一定程度,尤其是在流动性过剩催生出巨大的资产价格泡沫以后,一旦房地产、股票等资产价格泡沫在不可持续的情况下突然破裂,必然造成流动性“反转”为不足,导致金融机构的资金紧张,造成利率、汇率的大幅攀升和波动以及股市的急剧暴跌,进而引发金融危机。

由2007~2008年美国爆发的次贷危机及其引发的全球金融危机可以看出,流动性的剧烈波动会给一国和全球金融体系带来无法想象的动荡和冲击。2007年4月2日,美国新世纪金融公司因资不抵债而申请破产,次贷危机爆发,随即市场动荡扩散到货币市场。资产支持商业票据市场流动性枯竭,抵押债券利差增加,杠杆借贷降低。2008年初期,一些大型金融机构破产,市场流动性急剧紧缩。受美国宏观经济恶化预期的影响,市场功能丧失情况日益严重,金融危机逐渐扩散至整个金融系统,并演变成全局性危机。大量的商业银行与贷款供应商出现亏损,美国最大的保险公司美国国际集团(AIG)被政府托管。2008年5月,因次级债相关业务,各大金融机构损失总计已超过3790亿美元。最后,虚拟经济的金融危机蔓延到了实体经济,美国的居民消费、房地产投资和企业投资都进一步下滑。美国经济增长率持续下滑,从2007年12月开始进入经济衰退,到2008年第四季度经济增长率仅为-6.3%。

伴随着金融全球化的推进和衍生工具交易创新的发展,美国流动性的剧烈波动通过国际贸易、资本流动等多种渠道向世界其他经济体传导。金融危机蔓延到欧美等发达国家的金融市场,从债市到股市相继出现了流动性紧缩,金融机构也受到不同程度的冲击,许多银行和投资基金流动性衰竭并出现大量亏损。因为与美国、欧盟等发达国家及组织有贸易往来和资本流动,一些新兴市场国家也受到了流动性波动冲击,美国金融危机给这些国家的金融市场和实体经济带来了严重影响。

美国的流动性波动和金融危机也给我国的流动性和实体经济带来了一定影响。受全球流动性紧缩的影响,虽然国内金融机构对次贷资产投资的损失并不是很大,但却普遍表现出一定的惜贷现象,市场流动性逐渐趋紧。流动性紧缩虽然不会引起国内金融体系的动荡,但对中国经济的间接影响却是非常显著的,尤其会对我国的实体经济产生较大冲击。首先,欧、美、日三大经济体同时进入衰退,全球经济增长放缓,导致其对我国商品的外部需求下降,通过国际贸易渠道,对我国出口产生较大冲击。其次,由于国际金融市场不断恶化,对经济前景的恐慌性情绪也传染到了国内,股票市场出现大幅度下跌,房地产市场成交也较为低迷。企业融资困难加剧,大量的外向型中小企业破产,失业率上升,中国经

济出现较大的下行压力。

3. 救助措施使流动性过剩压力再次显现

2008年以来,面对金融危机的扩散,美联储动用了多项举措以稳定金融环境,期望在最短的时间内遏制经济衰退。美联储通过再贴现、TAF (term auction facility, 定期资金竞标工具) 等手段向市场注入短期现金,或间接地对金融机构进行注资救助,甚至迅速降低了联邦基金利率^①,以应对实体经济迅速衰退,为恢复市场流动性创造条件。

同时,世界各大经济体的中央银行也都投入到救市中,一些政策工具也纷纷出台。在这一轮救市行动中,瑞士央行把官方利率的目标区间降至0.00%~1.00%,日本央行把官方利率削减20基点至0.10%,香港金管局也把香港基本利率减至0.50%,更多的经济体则采取了零利率政策,其他西方主要国家的利率也创下最低纪录。这更进一步导致了量化宽松的货币政策,同时,美联储大量购买长期国债、按揭抵押债券等缺乏流动性的资产,决定将联储局资产负债表的规模保持在高位^②。全球性的超低利率和大量宽松政策向市场注入源源不断的流动性为经济复苏做出了贡献,但同时也带来了巨大的流动性过剩压力。

为了遏制经济衰退,我国也实行了“适度宽松”的货币政策和积极的财政政策。所谓“适度宽松”意味着在货币供给基调上,不再是以控制供应、收缩信贷为主,而是以释放资金供给放松信贷为主,为拉动内需、刺激经济提供充分的流动性。“适度宽松”的货币政策主要体现在:① 央票锐减,自2008年9月下旬进入降息通道以来,央行已暂停了6月期、1年期和3年期央票发行,3月期央票改为隔周发行;② 正回购缩量等货币环境松动,主要是“降息”、“降低存款准备金率”和“放开信贷规模供应”。在这些政策作用下,中国经济开始复苏,2009年前三季度经济增长率分别为6.1%、7.1%和7.7%。但与此同时,股票、房地产等资产价格上涨更快,泡沫压力再次显现。

4. 后金融危机时代,国际资本流入给新兴市场国家金融体系带来隐患

当前的世界经济环境为国际热钱的活跃提供了温床,宽松的货币政策为国际热钱提供了融资支持。欧、美、日等经济体央行目前利率水平基本接近零;美联储重启量化宽松政策,催生了全球流动性空前充裕;美元对各主要货币跌至多年

① 美联储甚至于2008年12月16日将联邦基金目标利率降至史无前例的0~0.25%。

② 自金融危机恶化以来,通过各种救市措施及信贷机制,联储局资产负债表的规模已从2008年8月底的9363亿美元急剧膨胀到12月中旬的2.3058万亿美元。其间,美国银行业的超额准备金从正常时不过20亿美元飙升至5591亿美元。

新低,促使了资金流向利率相对较高的新兴市场 and 商品市场;跨境逐利资本流向股市、期市和房地产市场,存在资产升值预期的国家和资本市场成为过剩流动性的流入地。对此,几乎所有的新兴经济体都对汇率实施了管制,由于其外汇市场不具有浮动汇率制度下的自动调节机制,不能凭借汇率的自动升值对冲国际热钱的冲击。

自金融危机以来,美国大幅降息,实际上的零利率水平使得美元开始取代日元成为新一轮“套息交易”的融资货币。2010年,金融市场上套息交易过度活跃,美元的套息交易额要比过去13年来日元套息交易大得多,这是一个值得高度关注的重大问题。套息交易持续的时间越长、规模越大,资产泡沫将变得越大,随后资产泡沫破裂的破坏性也就越大(王军,2011)。

通过美国金融危机及其引发的全球金融危机的发展过程,我们可以看出资本流动性的波动直接影响了宏观经济波动和宏观经济政策的调整,成为影响经济金融稳定的主要因素,而流动性的剧烈波动容易引发金融动荡(金融危机),往往会对一国的经济发展产生严重的影响^①。而通过输入流动性去维持金融系统的稳定只能换取经济的短暂平衡,过剩的流动性又将催生资产泡沫,如果不及时采取适当的措施,积累的泡沫必然在将来某个时间破灭并给金融体系和实体经济带来重大打击^②。从某种意义上讲,我国的经济能否持续增长,在一定程度上取决于我国的金融体系能否保持稳定。而就当前而言,我国金融体系能否保持稳定,关键在于我国政府能否采取适当的政策以调控资本流动性的剧烈波动。因此,在当前宏观经济发展的新形势下,能否保持流动性适当波动和金融体系的稳健运作,维持宏观经济的可持续健康增长成为世界各国管理层及理论界关注和忧虑的问题,这也是本书研究的背景和出发点。

1.1.2 研究的现实意义

1997年亚洲金融危机对经济的破坏性影响至今仍让人们记忆犹新,尽管学术界已普遍认为金融系统本身具有内在的脆弱性,各国政府也采取了相应的措施,但近年来频繁发生的金融危机还是对各国政府的经济社会发展造成了严重的

① 英格兰银行(2001)的一项研究发现,金融危机造成的GDP损失平均为8%,新兴市场国家则更高。

② 2009年3月9日公布的一份由亚洲开发银行委托进行的调查报告预测,受金融危机影响,2008年包括外汇、股票和债券在内的全球金融资产价值缩水达50万亿美元,超过当年全球的GDP总和。其中,亚洲发展中经济体相关损失达到9.6万亿美元,与这些国家一年的GDP基本持平;拉美地区金融资产损失约为2.1万亿美元。亚洲开发银行行长黑田东彦表示,这是大萧条以来全球经济经历的最严重危机。2003年亚洲各发展中国家的金融资产总值为GDP的250%,至2007年该数值急速膨胀至370%。为此亚洲开发银行分析认为,与中南美的发展中国家相比,亚洲各国受金融危机的打击更大。

影响,因此,如何维护金融系统稳定的问题引起了公众的广泛关注。国际清算银行于1999年发起成立了“金融稳定论坛”,世界银行和国际货币基金组织联合开展“金融部门评估规划”,对一国金融稳定的状况进行判断和评估。许多国家的央行(包括我国)也开始定期发布金融稳定报告以强调金融稳定。各国政府和世界性的组织已深刻认识到了金融稳定在市场经济有效运行中的重要作用,对金融稳定研究的重视被提高到了一个前所未有的高度。所以,构建一个完整的金融稳定分析框架对于各种金融稳定报告的解读有重要意义。

金融稳定问题也是我国需要关注的问题,中国作为一个双重转型国家,经过30多年改革开放的发展,经济建设取得了举世瞩目的成就,金融领域的改革也取得了很大的成绩。但与此同时,金融风险及不稳定因素的累积也令人担忧。尽管中国躲过了20世纪90年代多次地区性金融危机和全球性金融危机的冲击,但这并不意味着中国的金融体系已经具备了内在稳定性和抗风险的能力,相反,我国金融体系存在着诸多潜在的不稳定因素。美国经济学家保罗·克鲁格曼在1999年指出,中国成功地避过东南亚金融危机,主要得益于严格的资本项目管制。随着加入世界贸易组织(WTO)过渡期的结束,作为屏蔽的资本账户管制等措施也将不复存在,中国金融业将更多地暴露于经济一体化的风险之下,这使中国的宏观经济和微观主体企业都面临着严峻的考验,金融稳定任务更为复杂和艰巨。另外,在当今全球流动性波动背景下,我国也面临着流动性波动和资产价格波动的问题。美国次贷危机以及其引发的全球金融危机使得全球经济金融走势从潜在的脆弱性变为现实的不稳定,而这也使得我国对金融稳定的维护更为复杂艰巨。我们不仅要应对国内的宏观经济波动问题,还要随时应对国际流动性的冲击。根据世界银行的统计,中国的经济增长对全球经济增长的平均贡献度是25%,对世界贸易增长的贡献度为21%。因此,中国维持金融稳定不仅是关系到中国的宏观经济能否保持健康稳定发展,关系到在实现共产党所提出的“全面建设小康社会”的道路上能否不受大的干扰和波折,而且还关系到全球经济能否顺利度过当前的经济失衡,保持较为平稳的增长态势。系统地研究流动性问题对我国经济的稳定运行具有重大的现实意义。

以上原因使得关于金融稳定问题的探讨和研究不再仅仅局限于学术界及中央银行家。21世纪初,金融稳定一度成为当时货币学研究的一个热点,也因此出现了较为丰富的文献。然而,随着世界经济的演变,全球经济失衡无序调整的风险加剧,影响金融稳定的因素出现了很大的变化,但相应的金融稳定问题的研究却有所停滞。关于金融稳定的研究也不是十分系统,其中,国外的研究早于国内,主要成果集中在探讨银行体系的稳定性、宏观经济与金融稳定、宏观经济的波动性与金融资产价格之间的关系以及金融危机和货币危机的指标系统等方面。

国内几个有代表性的研究成果是近几年才出现的,主要从金融制度变迁、金融机构、金融效率、银行体系稳定性与效率角度阐述了金融稳定的影响机制。结合中国近几年资本流动性波动的现状,并以完整的理论和框架研究金融稳定的成果较少。特别是在国内的研究中,较少有文献能够根据中国经济金融新的发展形势来研究金融稳定应有的新的内涵和措施。这也是本书选题的一个初衷。

资本流动性波动目前已经成为困扰中国宏观经济和金融体系稳定的重要变量,对流动性问题的研究有助于更好的解决金融稳定这一问题。流动性无论过剩还是紧缩都会对我国的宏观经济和金融稳定产生一定的影响:这不仅关系到货币供应量和经济供需平衡问题,从长远来看,还会影响我国的产业结构和社会资源的配置。若金融体系中流动性过剩,则商业银行信贷风险加大,使经济面临着过热和通货膨胀的压力。同时,流动性过剩还会造成资产价格的快速上涨和泡沫的产生,而泡沫一旦破灭,金融资产大量缩水,资金链断裂,流动性快速发生逆转,即出现流动性不足的状况,从而对我国金融体系的安全和经济的稳定发展造成威胁。

流动性过剩条件下,通货膨胀与资产泡沫相互推高,混杂着人民币升值和“双顺差”的内外失衡不仅考验着中国宏观经济调控者的智慧,也考验着中国金融体系的稳健性。能否保持金融体系的稳健运作,维持宏观经济的可持续健康增长成为管理层和理论界关注和忧虑的问题。金融是现代经济的核心,无论是从理论的逻辑分析还是历史的经验考察,我们都发现宏观经济的波动往往从资产价格泡沫引发的金融动荡或危机开始。金融稳定是一国宏观经济健康发展的基础,更要特别指出的是,无论是人民币升值还是流动性过剩,无论是通货膨胀还是资产价格泡沫,从本质上讲都属于金融领域的问题,因此,从某种意义上讲,中国的经济能否可持续增长,在一定程度上取决于中国的金融体系稳定与否。而就当前而言,中国金融体系能否保持稳定,关键又在于能否解决流动性波动背景下的资产价格波动问题。也因此,在中国宏观经济发展的新形势下,探讨流动性波动冲击下的金融稳定问题,不仅具有理论研究的创新价值,更具有紧迫且重要的现实意义。

在现有的关于流动性研究的文献中,对于流动性过剩的宏观分析较全面,但所能够达成的共识很少,缺乏权威的定论,对流动性短缺的研究不多,尤其是对微观方面影响的研究比较缺乏,因此,对流动性深入的研究有助于加深对我国流动性问题的认识。近些年,学术界虽然也开始注重从微观的角度分析,但大多是从银行等金融机构或金融市场的角度出发。众所周知,经济决定金融,金融体系的资源配置功能自然会受到经济主体行为、偏好、结构及环境等因素的影响,这其中不仅仅是金融机构的问题,更应该考虑居民、企业等更多的微观经济主体。

所以,本书重新反思传统的思维方式,不仅从宏观经济视角,更试图从微观经济主体的角度对金融稳定理论进行较为全面、系统的研究。

结合 2007 年全球金融危机前后流动性的变化,我们可以了解流动性从过剩到紧缩的表现和原因,以及这种逆转如何在不同市场间扩散,并影响实体经济的过程。综观此次危机,流动性的衰竭和信贷的紧缩是其最为突出的特点,因此,对此次流动性危机的触发机制、传导机制和国际联动机制进行深入分析,有助于进一步了解流动性如何从过剩转变为紧缩,流动性波动与金融危机的发生、发展有何关联和作用,流动性过剩和紧缩的国际传导机制及其对金融机构、金融市场和实体经济产生怎样的影响等。同时,在微观层次上对于金融机构的资金链条(流动性的紧缩与扩张机制)、悲观预期的交互传染乃至各类资产的竞相抛售、机构投资者跨市场跨国界的资产组合及其调整机制等都会有进一步的了解。

另外,研究一国金融体系的稳定只考虑国内因素是不全面的,特别是在后金融危机时代,大量资本流入新兴市场国家会给这些国家的金融体系带来新的不稳定因素,因此,本书更进一步研究了国际资本流动对金融稳定的影响,力图为今后金融稳定和金融危机理论的研究搭建一个更加系统全面且可供借鉴的理论分析框架。

深入研究以上问题,有助于各国中央银行和金融监管当局采取及时、有效的政策措施来应对日益频繁的资产价格膨胀和崩跌,应对由于资产价格剧烈波动所带来的金融失衡和金融危机,从而维持长期的物价稳定、产出稳定和金融稳定,保持世界繁荣和保护经济发展的成果。

1.2 研究的框架与主要内容

1.2.1 研究的框架

美国次贷危机引发的全球金融危机爆发近 4 年来,尽管全球经济增长已在一定程度上加速,但全球金融稳定仍有待巩固,重大政策面临的挑战也有待解决。国际货币基金组织(IMF)2010 年 9 月发布的最新全球金融危机评估报告指出,金融不稳定仍是发展中国家面临的最大威胁。总结历次金融危机,我们不难发现,国内和国际资本流动性的剧烈波动正成为影响各国金融稳定和全球经济周期波动的重要原因,流动性冲击与金融稳定关系已经受到了各国政府和理论界的普遍关注。本书力图以此次美国金融危机为例,运用一系列经济、金融学原理及实证研究方法,从微观、宏观两个层面深入剖析流动性波动冲击影响金融稳定的作用机制及其特殊性和复杂性,并对我国中央银行及相关决策部门如何应对流动性冲击、维护我国金融稳定提出一个简单有效、易操作、能前瞻的政策框架。