

新兴市场

货币危机

机理研究

On the Mechanism of the Currency Crises in Emerging Markets

金洪飞 著

ZWK8



上海财经大学出版社

本书由上海财经大学中振科学研究基金资助出版

新兴市场货币危机机理研究



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

新兴市场货币危机机理研究/金洪飞著. —上海:上海财经大学出版社, 2004. 12

ISBN 7-81098-253-2/F·221

I. 新… II. 金… III. 货币危机-研究-世界 IV. F821.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 107214 号

XINXING SHICHANG HUOBİ WEIJI JILI YANJIU

新兴市场货币危机机理研究

金洪飞 著

责任编辑 麻俊生

封面设计 赵舒翼

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海财经大学印刷厂印刷

上海北联装订厂装订

2004 年 12 月第 1 版 2004 年 12 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 6.5 印张 168 千字

印数 0 001—1 500 定价: 16.00 元

代序一

金洪飞博士的这本专著是在博士论文的基础上经过修改而成的。作者于1999年进入清华大学数量经济学专业攻读博士学位，在当时及其后的几年间，货币危机也许是全世界经济学家谈论最多的一个话题，因为亚洲金融危机及其对世界经济的影响给人们的印象太深刻了。因而，选择“新兴市场货币危机机理研究”作为博士论文选题，既有时代感，又富挑战性；危机频发的现实世界既为研究提供了丰富的实际背景和资料，又为研究成果树立了客观的检验标准。

正如人们所了解的，关于货币危机机理的研究，并不是一个新的课题。近几十年来，随着货币危机的频频爆发，以及它的传染性和造成的经济损失，人们越来越关注于货币危机发生的原因、后果和预防措施。对于货币危机的研究已经成为经济学和金融学领域的一个重要研究方向，已经出现了不少重要的研究成果。本书的研究是建立在已有的研究基础之上的，集中于新兴市场国家和发展中国家，对其货币危机的机理进行了深入的分析，发展和扩展了某些已有理论，并且对一些典型的货币危机案例进行了经验分析，提出了一些防止货币危机的措施。将研究重点放在资本流动和货币危机的关系、财政赤字和货币危机的关系、理性政府下的货币危机、货币危机对经济产出水平的影响以及货币危机的传染等问题上。所以，虽然书的名称不是新的，但是内容却不乏新意，并且富有创新。

扼要地说,本书的创新性研究结论主要有以下几点。对于资本短缺的新兴市场国家,在金融自由化和资本账户自由化的过程中,必须对资本流入总量和国内投资规模加以控制和引导,以便经济能够平稳发展,避免货币危机的发生。对于新兴市场国家和发展中国家,过高的短期外债比例,容易导致国际流动性不足的货币危机;当短期债务超过外汇储备时,一旦发生货币危机,往往同时发生资本逆流。东亚的货币危机本质上是由资本账户引起的资本账户危机,而采用有一定弹性的汇率制度,发展用以防范汇率和利率风险的金融衍生产品市场,加强对金融机构和投资项目的监控管理,以及对资本流动进行控制,可以有效地防范资本账户危机。当不存在公共债务时,财政赤字的货币化必然导致固定汇率在特定的时间崩溃;而当政府通过发行公共债务为政府的财政赤字融资时,货币危机的爆发也是必然的,但是危机的爆发时间和汇率贬值率与公众的预期有关;这些表明连续的财政赤字是与固定汇率制度不一致的。一个理性的政府在选择维持固定汇率还是放弃固定汇率时,必须对维持固定汇率的收益和成本进行比较。不同的货币危机对产出水平的影响是不同的,取决于货币贬值后外债的债务负担增加的程度。通过对1997年至1998年危机前后东亚国家对美元汇率变化率的相关性研究,发现东亚货币危机阶段存在危机传染现象。

显然,这些研究结论具有明显的政策意义,正如作者在本书最后所建议的。我国在金融自由化和资本账户自由化的过程中,要采取渐进的措施,避免因国内外资本收益的差异而导致大量的资本流入,特别是短期资本的流入,对资本流入总量和结构必须进行有效的控制。对于我国的汇率制度,在看到其有利一面的同时,必须考虑到弹性太小可能带来的道德风险问题。必须高度重视我国的国有企业问题,它们在使得银行不良资产大量增加的同时,又增加了政府的财政负担,而这两种情况都容易导致对货币的投

机攻击。避免货币危机的一个根本办法就是保持较好的经济基本面,经济基本面良好的国家不易遭受货币的投机攻击,即使是面对投机攻击,也有较好的防御能力。在引进外资时,要尽量争取以本国货币计价,并保持币种结构的多样化,同时要努力培育国内金融市场,发展用以套期交易的各种金融衍生产品,等等。

值得推崇的是,上述研究结论和政策意义并不是作者仅仅通过定性的理论分析得出的,而是在经济学理论的指导下,通过建立数理模型和计量模型进行严格的演绎或者归纳得到的。在本书中,作者在讨论资本流动和外债与货币危机的关系时,建立了一个开放小国经济模型,用模型解释了资本流入和外债积累,最终引发货币危机,并用模型解释政府对投资项目的担保如何导致大量短期外债的流入。在对发展中国家 90 年代的货币危机进行经验分析时,建立了分析货币危机中资本外流的离散选择模型。在研究财政赤字、公共债务和货币危机的关系时,构造一个消费者动态优化模型。在分析政府的汇率政策时,构造了货币危机的最优停止模型。在研究货币危机与产出的关系时,建立了一个把三代货币危机统一起来的由货币市场和产品市场组成的模型。在研究货币危机传染问题时,采用了对汇率变化率的相关系数的检验方法。为了解释引起货币危机传染的因素,采用了投资组合模型。所以,本书奉献给读者的不仅是关于货币危机机理的研究结论,还有得到这些结论的研究方法。从科学研究的意义上讲,后者或许更有价值。

由于货币危机是一个被广泛研究的热点,那么,一个新的研究者首先必须对已有的研究进行梳理和综述,既将它作为研究的起点,也将它作为研究工作的重要组成部分。这也是任何一项研究的一个基本功。本书作者在这个方面的工作是十分成功的,参考文献中列出的近 150 篇文献就是证明。曾经有一位来自美国大学的研究货币危机的学者来清华大学进行学术交流,在相互讨论中,

作者对于文献的熟悉程度令他十分惊奇和佩服。毫无疑问,这是作者取得成功的重要因素之一。

作为作者的博士论文指导教师,谨以以上几段关于本书的粗浅的评价,表达我向读者推荐金洪飞博士这部力作的意向;同时也欢迎读者对书中存在的问题不吝批评指正,以使我和作者在与大家的交流中获益。对上海财经大学出版社为出版本书所付出的努力表示衷心的感谢。

李子奈

清华大学经济系主任 教授

2004年11月

代序二

货币危机(Currency Crisis),或者更准确地说外汇危机,长期以来是学术界、政策界与金融市场最为关注的重要经济现象之一。尤其是近十余年来,货币危机的发生频率、严重程度与影响范围皆大大超过了以往的历史记录,而1997年至1998年期间的亚洲金融风暴更是触目惊心,使得货币危机成为经济学最富挑战性与最具紧迫性的理论与实证研究课题。

金洪飞博士在清华大学攻读研究生期间就深为货币危机现象所吸引,最终选此作为博士论文研究题目。他受强烈好奇心与探索精神驱使,勤奋钻研,多有心得,本书就是他数年心血与研究的结晶。

首先,本书对近二十余年国际上关于货币危机的重要研究文献,尤其是“三代货币危机模型”,做了一个全面而深入的综述,堪称中文世界里最佳的survey,为其他对货币危机有兴趣的研究人员提供了一个有价值的参考工具。

其次,本书以新兴市场(Emerging Markets)为背景,对货币危机形成的机理、经济后果,以及在亚洲金融危机中表露无遗的所谓金融传染(Contagion)现象进行了探讨,在某些方面补充或拓展了经济学界对这一重要而有趣问题的认识与理解。

最后,本书娴熟地运用了数学工具,进行了关于货币危机的理论模型构造。更难能可贵的是,在此基础上运用计量经济方法对模型预含的一些假说进行了统计检验,比如通过对汇率变化率的

相关系数的检验,发现了1997—1998年亚洲危机中“金融传染”的证据。作者对现代经济学前沿研究基本方法的掌握在本书中得以充分反映。

货币危机是宏观经济学、国际经济学与金融学的交叉研究领域,既富有纯学术的挑战性与刺激性,又与现实经济紧密相关。金洪飞博士在此领域的研究工作是颇有成效的。相信本书读者在不同层次与侧面皆能获得收获。

胡祖六

清华大学中国经济研究中心主任 教授

2004年11月

摘 要

货币危机是国际经济和金融学中的重要内容和前沿问题。本书主要对货币危机的原因、经济后果以及传染现象进行深入的理论和经验研究,发展和扩展了某些理论结果。

本书着重研究了资本流动和外债及财政赤字和公共债务在导致货币危机方面的机理、理性政府假设下的货币危机、货币危机与经济产出以及货币危机的传染等问题。在讨论资本流动和外债与货币危机的关系时,认为开放小国经济中的投资机会是一种公共资源,用模型解释了投资者对它的过度利用会导致过多的资本流入和外债积累,最终引发货币危机,并用数学模型解释了政府对投资项目的担保如何导致大量短期外债的流入。对发展中国家在 20 世纪 90 年代货币危机中的经验分析,表明高短期外债比例的国家在爆发货币危机时容易产生资本逆流。在研究财政赤字、公共债务和货币危机的关系时,通过构造一个消费者动态优化模型解释了财政赤字如何导致货币危机,并证明了在用公共债务为赤字融资时货币危机的多重均衡性和自我实现性。本书还在理性政府的假设下,用最优停止理论解释了政府在什么情况下会放弃固定汇率,构造了货币危机的最优停止模型,并用这个模型解释了理性政府假设下的货币危机传染现象。在研究货币危机与产出的关系时,作者用一个由货币市场和产品市场组成的模型,把三代货币危机统一起来,讨论了为什么汇率贬值会对经济产出水平造成不同影响。最后,在研究货币危机传染问题时,通过对汇率变化率的相关系数的检验,发现了东亚 1997—1998 年货币危机中传染的证据。此外,作者还用投资组合模型解释了引起货币危机传染的几种因素。

Abstract

Currency crises are important current issues in international economics and Finance. This book mainly delves into theoretic and empirical studies on the causes, consequences and contagion of currency crises, and develops some theoretic results.

The study focus on following issues: the relationship of capital flows, foreign debts and currency crises; the relationship of fiscal deficits, public debts and currency crises; the currency crises under the assumption of rational government; the effects of currency crises effect on economic output; the contagion of currency crises. In the relationship between capital flows, foreign debts and currency crises, the author considers the investment opportunity in a small open economy as a common resource, and a model is built to explain that the overutilization of investment opportunity will result in excessive capital inflows and foreign debts accumulation which trigger currency crises eventually. The author also uses mathematical models to explain how the government guarantees contribute to the over-inflows of short term foreign debts (STFD). The empirical analysis of developing countries' currency crises in 1990s shows that the capital inflows in the countries of high STFD ratio are inclined to reverse. When study on fiscal deficits, public debts and currency crises, a dynamic optimizing model is used to explain the currency crises result from fiscal deficits, and the multiple equilibria and self-ful-

fillment of currency crises are showed as the fiscal deficits are financed by public debts. Under the assumption of rational government, the book builds a optimal stopping currency crises model, which applies optimal stopping theory to explaining of the conditions that make government abandon fixed exchange-rate regime, and currency crises contagion is explained by the model. In the discussion of currency crises' economic effect, a model that consists of monetary market and product market is presented to unify currency crises models of three generations and to unpuzzle currency devaluation's different effects on economic output. Finally, using the correlation test of different exchange-rate returns, contagion evidence is found in 1997—1998 East Asia currency crises, and the portfolio model is employed to show the factors which result in currency crises contagion.

目 录

代序一.....	1
代序二.....	1
摘要.....	1
Abstract	1
第一章 导 论	1
1.1 选题背景	1
1.2 文献综述	4
1.2.1 第一代货币危机模型	4
1.2.2 第二代货币危机模型.....	12
1.2.3 东南亚货币危机的理论解释.....	19
1.2.4 货币危机的预测模型.....	25
1.2.5 货币危机的传染.....	30
1.3 本书的主要内容和结构安排.....	30
第二章 资本流动、外债与货币危机	34
2.1 引言.....	34
2.2 资本流动、外债规模与货币危机	35

2.2.1	资本流动的原因及外资的过度流入·····	36
2.2.2	过高的外债规模与货币危机·····	41
2.2.3	小结·····	43
2.3	外债的期限结构与货币危机·····	44
2.3.1	引言·····	44
2.3.2	货币危机中的国际流动性不足·····	45
2.3.3	模型·····	47
2.3.4	货币危机中的资本外流与短期外债:经验分析·····	53
2.3.5	小结·····	58
2.4	资本账户危机和资本流动管理·····	59
2.4.1	与资本账户危机有关的三类担保·····	60
2.4.2	智利的资本控制经验·····	64
2.4.3	防止资本账户危机的措施·····	67
2.5	本章小结·····	68
第三章	财政赤字、公共债务与货币危机·····	70
3.1	引言·····	70
3.2	模型·····	71
3.2.1	消费者·····	71
3.2.2	厂商·····	73
3.2.3	政府·····	73
3.2.4	均衡·····	74
3.3	财政赤字如何导致货币危机·····	76
3.4	公共债务与货币危机·····	77
3.5	公共债务危机和自我实现的货币危机·····	81
3.6	财政原因导致货币危机的两个例子·····	84
3.6.1	土耳其(2000—2001年)的货币危机·····	84
3.6.2	阿根廷(2001—2002年)的货币危机·····	87

3.7 本章小结.....	94
第四章 理性政府下的货币危机	96
4.1 引言.....	96
4.2 固定投机攻击成本模型.....	98
4.3 可变投机攻击成本下的静态模型	100
4.3.1 经济基本面确定时的模型	101
4.3.2 经济基本面不确定时的模型	102
4.4 可变投机攻击成本下的动态模型——货币贬值的 最优停止模型	105
4.5 货币贬值最优停止模型对危机传染的解释	109
4.6 货币贬值的最优停止模型与 Obstfeld 总需求冲击 贬值模型的政策含义比较	111
4.7 本章小结	113
第五章 货币危机与产出.....	115
5.1 引言	115
5.2 东南亚国家危机前的经济增长方式和危机后的产出	119
5.2.1 危机前的东南亚经济增长	119
5.2.2 东亚国家 1998 年的产出、投资和失业	121
5.3 汇率—产出模型	125
5.3.1 IPLM 曲线	125
5.3.2 总产出	126
5.4 模型对货币危机的解释	131
5.4.1 第一代货币危机和第二代货币危机	131
5.4.2 第三代货币危机模型	133
5.5 本章小结	134

第六章 关于货币危机传染	136
6.1 引言	136
6.2 货币危机传染的理论文献	137
6.2.1 共同的冲击	138
6.2.2 贸易联接和竞争性贬值	139
6.2.3 金融联接	141
6.2.4 多重均衡	142
6.2.5 唤醒效应(Wake-up Call Effect)	143
6.3 货币危机传染的经验文献	143
6.3.1 资产价格相关性分析	144
6.3.2 发生危机的条件概率检验	145
6.3.3 市场波动性分析	146
6.3.4 协整(Co-integration)分析	146
6.3.5 新闻溢出分析	147
6.3.6 极端值(Extreme Returns)分析	147
6.4 东亚国家 1997—1998 年间货币危机传染的经验分析	148
6.5 货币危机传染的投资组合选择模型	150
6.5.1 模型	152
6.5.2 货币危机及其传染	154
6.6 本章小结	158
第七章 结论	160
7.1 本书的主要结论	160
7.2 本书研究的启发意义	163
7.2.1 对我国经济政策的启发意义	163
7.2.2 方法论上的启发意义	164
7.3 需要进一步研究的问题	165

附表·····	166
参考文献·····	172
致谢·····	187