

Global Financial Reform After the Era of Crisis

危机后的全球金融变革

国家自然科学基金项目研究成果

宗良◎等著



中国金融出版社

Global Financial Markets After the Crisis

危机后的全球金融变革

国际货币基金组织首席经济学家奥利维尔·布兰查德


中信出版社



国家自然科学基金项目研究成果

危机后的全球金融变革

宗 良 等著

 中国金融出版社

责任编辑：张哲强
责任校对：李俊英
责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

危机后的全球金融变革 (Weijihou de Quanqiu Jinrong Biange) /宗良等著. —北京：中国金融出版社，2010.2
ISBN 978 - 7 - 5049 - 5366 - 7

I. ①危… II. ①宗… III. ①金融危机—研究—世界②金融体制—经济体制改革—研究—世界 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 009282 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

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 20.75

字数 339 千

版次 2010 年 2 月第 1 版

印次 2010 年 2 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5366 - 7/F. 4926

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前言

短短十年，中国经历了两次国际金融危机的巨大冲击。如果说在亚洲金融危机中处变不惊而备受称赞的中国完成走向世界舞台的转变，那么，我们是否可以说今天积极应对国际金融危机的中国，将在世界舞台扮演更为重要的角色！

2009年9月25日，20国集团（G20）峰会在美国匹兹堡落幕，一如外界所料，会后的声明宣布，G20将取代G8成为永久性国际经济协作组织，同时发展中国家在国际货币基金组织（IMF）的发言权获得提升。这些预示着金融海啸后全球经济权力中心的转移。作为地位、身份和影响力的象征，G8长达三十余年的霸业已经走入历史。从G8到G20，是一个时代的终结，世界开始进入了建立国际经济新秩序的时期。那么，未来的世界将走向何处？新秩序将如何构建？谁将成为这场世界秩序大转型的最大受益者？

也许匹兹堡的成功转型值得借鉴。

匹兹堡早年是钢铁之都，但传统工业模式导致高度污染，人们戏称匹兹堡为“变色之城”，早上穿着白衬衣出去，晚上回来时肯定变成黑色。匹兹堡从20世纪80年代中期开始实施经济转型，过程十分艰难，近10万名钢铁工人失去饭碗，流散在全国各地，但结果是成功的。在20世纪90年代，匹兹堡从美国国内钢铁市场的崩溃中率先复苏，成功转型成为医药、能源研究、高级制造业、机器人

技术和技术革新的中心。2009年，匹兹堡被《经济学人》杂志评为全美“最适合居住的城市”，在全球名列第29位。

自2008年国际金融危机爆发以来，我们一直在关注危机的原因、进展以及发展趋势。阳春三月，在国际金融危机到达顶峰之时，我们受到国家自然科学基金邀请，参与2009年第一期管理科学部应急科研项目——“国际金融危机对中国经济增长与就业影响及对策”研究，负责研究国际金融危机的起因、演进及发展趋势。这次课题的研究使我们深入到对国际金融危机发展趋势的分析。

流火七月，国家自然科学基金应急科研项目组成员齐聚厦门大学，交流课题中期进展情况，户外艳阳高照，激情似火，室内则是激烈的争论，兴致高昂。经过一整天的头脑风暴，大家来到了海边，迎面而来的是清凉的海风，把夏天的闷热一扫而空。海边的傍晚晚霞满天，白日里汹涌澎湃的海水也变得平静不惊。这如同历次金融危机终究以平息而终结，但是否又在为下一次危机的爆发孕育更大的能量呢？

我们为之一振，危机不可避免，但如何从危机中吸取更多的教训，避免重蹈覆辙，随着后金融危机时代的到来，我们该做些什么呢？这个更大的问题清晰地浮现在我们的眼前。当中国金融出版社查子安先生和张哲强先生得知我们对这方面的关注后，鼓励我们将这一关注整理成册，这既是我们之前对此次国际金融危机研究的延续，也可以引发人们更多地关注危机后的世界经济金融格局。

金秋十月，举国同庆建国六十周年，我们为祖国所取得的辉煌成就而骄傲，也期盼中国能早日实现伟大复兴。后金融危机时代全球经济金融的变革既给中国带来了发展契机，也考验着我们的智慧。如何抓住空前的机遇实现跨越式发展，对刚过甲子之年的中国而言尤为关键。

我们欢呼声越高，使命感越强。激荡思想，伏案疾书，白日拼事业，深夜著文章，举国同庆日，拙作结稿时。

本书从不同角度对后金融危机时代全球经济金融变革及中国的

战略选择进行了研究，一是研究了金融危机在全球不同经济发展模式国家的演变、传导，不同经济模式国家反危机政策的差异及效果，并对全球经济刺激政策退出战略进行了思考；二是研究了构建金融危机预警指标体系并在此次危机中进行了运用；三是研究了系统性金融风险理论分析框架、传导途径，分析了金融危机下系统性金融风险产生的根源及影响，提出了加强系统性风险管理的建议；四是研究了后危机时代国际资本流动的新格局及中国资本流动形势展望，通过案例分析国际资本流动逆转与欧洲新兴市场危机；五是研究了后危机时代国际金融业及银行业发展趋势；六是探讨了后危机时代国际货币体系改革与人民币国际化的战略选择；七是研究了后危机时代全球经济增长的动力，分析了中国在未来10年的战略选择。

本书由我们团队写作而成，具体分工如下：由笔者和王志峰主写了第一章；由笔者和廖淑萍、王家强、王志峰、薛熠主写了第二章；由笔者、边卫红和陆晓明主写了第三章；由王志峰、姚晓主写了第四章；由笔者和廖淑萍主写了第五章；由王家强主写了第六章；由笔者和李建军主写了第七章；由笔者和边卫红主写了第八章；由笔者、王家强、廖淑萍、王志峰和姚晓主写了第九章。王志峰同时担任了本书协调人的工作，落实本书的组织以及与出版社联系的各种具体事项。

本书既是国家自然科学基金（70941007）研究成果，也是我们对金融危机全面思考的展示，本书在写作过程中得到了中国银行多位行领导的支持和指导，与单位同事每周的交流会更是使本书增色不少，中国银行国际金融研究所的不少同事都参与了讨论。陈卫东、钟红、温彬、张兴荣等同志从不同方面给课题提供了大力支持。国家自然科学基金管理科学部张维副主任、杨列勋处长、钟永光先生、韩智勇博士一直非常关注本课题的进展并悉心指导，北京师范大学李晓西教授、国务院发展研究中心李善同研究员、中国社会科学院学部委员汪同三研究员等从不同角度对本课题提出了具体的建议。一个课题得到如此广泛的关注和帮助是我们历来所做的研究工作中

不多见的。笔者荣幸地作为项目的负责人主持了这一研究工作。

再次感谢中国金融出版社的信赖，查子安先生和张哲强先生的支持。由于自身学识浅薄，虽尽全力，但仍有不到之处，敬请见谅。

宗良
2009年12月28日

目录

| | |
|----|-------------------------------------|
| 1 | 第一章 金融危机的跨国传导机制及路径理论综述 |
| 1 | 1.1 金融危机模型研究历史回顾 |
| 8 | 1.2 金融危机的国际传导界定 |
| 10 | 1.3 金融危机的国际传导效应、机制及渠道 |
| 29 | 第二章 金融危机在不同经济发展模式国家的演变、传导及对策 |
| 29 | 2.1 席卷全球的金融危机 |
| 31 | 2.2 全球金融危机爆发的原因 |
| 48 | 2.3 全球金融危机演变的五个阶段 |
| 50 | 2.4 五种经济发展模式的划分及其危机传导机制的比较 |
| 68 | 2.5 不同经济模式国家反危机政策的差异 |
| 72 | 2.6 不同经济模式国家反危机政策的效果 |
| 74 | 2.7 对全球经济刺激政策退出战略的思考 |
| 79 | 第三章 国际金融危机预警模型与实证 |
| 79 | 3.1 金融危机预警指标体系的研究综述 |
| 84 | 3.2 新金融危机预警指标体系的构建 |
| 95 | 3.3 金融危机监测指标体系的运用 |

| | |
|-----|--------------------------------------|
| 101 | 第四章 国际金融危机下系统性金融风险管理 |
| 101 | 4.1 系统性金融风险理论分析框架 |
| 108 | 4.2 金融危机下系统性金融风险传导途径 |
| 117 | 4.3 金融危机下系统性金融风险产生的根源及影响 |
| 127 | 4.4 加强系统性风险管理的建议 |
| 137 | 4.5 国际金融危机下系统性风险管理对我国的借鉴 |
| 143 | 第五章 后危机时代的国际资本流动格局 |
| 143 | 5.1 21世纪以来国际资本流动格局的变化 |
| 152 | 5.2 全球金融危机对国际资本流动的影响 |
| 156 | 5.3 未来影响国际资本流动的两大因素 |
| 160 | 5.4 后危机时代国际资本流动的新格局 |
| 165 | 5.5 中国资本流动形势展望 |
| 166 | 5.6 令人深思的案例 国际资本流动逆转与欧洲 新兴市场危机 |
| 183 | 第六章 后危机时代国际银行业变革与发展 |
| 183 | 6.1 21世纪以来全球银行业发展的新特征 |
| 192 | 6.2 2008年全球银行业遭遇大萧条以来最严重冲击 |
| 198 | 6.3 后危机时代全球银行业经营环境发生深刻变化 |
| 201 | 6.4 后危机时代国际银行业发展趋势 |
| 214 | 第七章 后危机时代国际货币体系改革与人民币国际化 |
| 214 | 7.1 当代国际货币体系的理论框架模式演进及与 金融危机的逻辑关系 |
| 229 | 7.2 国际货币体系改革是构建世界经济新秩序 的重要内容 |
| 233 | 7.3 中国货币国际化的战略选择 |

| | |
|-----|---|
| 237 | 7.4 设计人民币国际化的有效路径 |
| 249 | 第八章 全球金融危机之后国际金融业发展的六大趋势 |
| 249 | 8.1 金融机构将向传统经营模式回归，或将改变顺周期操作 |
| 255 | 8.2 全能化趋势无法逆转 但向有限多元化、专业化转变 |
| 259 | 8.3 市场整合速度加快 并购以及中小银行倒闭潮使 市场结构面临长期调整 |
| 261 | 8.4 国有化只是应对危机的一时之需 去国有化进程 将艰难与漫长 |
| 263 | 8.5 金融监管改革提速 国际金融监管协调力度加大 |
| 272 | 8.6 国际货币体系改革势在必行 但根本性改革尚待时日 |
| 275 | 第九章 后危机时代全球经济增长动力与中国战略选择 |
| 275 | 9.1 未来全球经济增长的五大动力 |
| 296 | 9.2 全球经济格局将面临全面调整 |
| 305 | 9.3 2009 ~ 2020 年中国经济崛起的战略路径选择 |
| 311 | 参考文献 |

第一章

金融危机的跨国传导机制及路径理论综述

金融危机又称金融风暴，由于其开端和终结难以准确界定，因此对其定义也较为复杂和多样化。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》将金融危机定义为：全部或大部分金融指标〔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〕的急剧、短暂和超周期的恶化。世界银行将金融危机定义为：迫使银行体系遭受重大损失甚至消除的金融事件。而国际金融危机则是指一国持续性的货币贬值、金融机构倒闭、金融市场动荡、借贷资金枯竭而引起的经济衰退并通过多种渠道传导到周边和与之经济联系紧密的国家，造成区域性和全局性的经济和金融指标（短期利率、货币资产、证券、房地产、土地价格、商业破产数和金融机构倒闭数）恶化。它包括两个方面的基本内容：第一，其显著特点是对银行流动性、支付系统与偿付能力的沉重打击而导致的金融机构和金融系统衰弱；第二，在存款人和投资人的市场预期改变和信心下降的情况下，不仅使银行体系的运作面临更严峻的形势，而且引发一系列连锁反应，从而引发实体经济危机。

1.1 金融危机模型研究历史回顾

近几十年来，经济学家对金融危机的理论研究成果丰富，其中比较有代表性的是克鲁格曼的典型货币危机模型，即第一代金融危机模型；奥伯特斯特菲尔德的多重均衡自我实现的危机模型，即第二代金融危机模型；以道德风险危机模型为主的第三代金融危机模型。

1.1.1 第一代金融危机模型

第一代金融危机模型是由克鲁格曼（Krugman）在萨兰特和亨德森（Salant and Henderson）的商品投机性冲击模型的基础上，首次建立了货币投机性冲击模型——标准危机模型（Canonical Model），后经弗拉德和加勃（Flood 和 Garber）加以完善。

第一代国际金融危机模型产生于墨西哥（1973 ~ 1982 年）和阿根廷（1975 ~ 1981 年）等国家所发生的货币危机，因而又被称为典型货币危机模型。这一模型由克鲁格曼率先提出，并由弗拉德加以改进。该模型以宏观经济基本面为研究重点，借鉴了斯蒂芬·沙朗特关于初级产品价格稳定机制的研究成果。沙朗特的这一机制主要是通过建立相应的国际调节机构使初级产品的供需得以实现。为此沙朗特假设初级产品的价格必须以某种无风险利率加上风险溢价的速度上涨是投机者持有该种初级产品的前提条件，同时这种物价上涨的趋势表现在价格上涨的最高点正好是资源耗尽且不存在需求的那一点。在这种情况下，如果初级产品的官方价格超过了其内在的价格生成机制所约束的价格趋势线时，由于投资者预计初级产品的价格将向趋势线回归，他们的利润将减少或消失，因此纷纷抛售手里的存货。这样一来，这些调节机构往往面临着需要提供巨大的仓库来盛放投机者抛出的初级产品。“随着时间的推移，内生约束的‘阴影’价格将超过官方固定价格。此时，投机者认定持有这种商品的多头头寸将是一种令人满意的资产，他们疯狂地入市购买。”如果价格调节机构此时进入市场进行干预，他们就会发现库存商品远远低于投机者的需求，进而最终导致价格调节机制的瓦解。

克鲁格曼将沙朗特的初级产品与货币结合了起来，他认为出现金融经济危机的国家为了弥补巨额的财政赤字，不加控制的大量印刷钞票，导致外币不断上涨。但为了维护本币的固定汇率制，中央银行仍然通过运用其外汇储备对本币价位进行维护。“这样一来，爆发货币危机的内在逻辑就很自然地类似初级产品价格稳定机制遭受毁灭性投机打击的内在机制了。”在这种情况下，如果该国外汇储备损耗殆尽，外汇空头主力（中央银行）衰竭，本币影子汇率与名义汇率的差距很大，外币比本币将更有吸引力。在多方共同作用下，外汇汇率将持续上扬，突破原来的固定汇率制规定的界线。

弗拉德放弃了克鲁格曼的完全预见能力假设，他认为，国内信贷过程

是随机的, 投机攻击的时间是不确定的, 并在此基础上构建了简单的线性模型。在对第一代货币危机模型进行研究和深化的过程中, Connolly 和 Taylor (1984) 分析了蠕动钉住汇率体制与投机攻击的关系, 他们认为在汇率崩溃前存在实际汇率升值和经常项目的恶化, Edwards 在 1989 年的研究中也强调了这一点。Krugman 和 Rotemberg (1991) 将这一模型扩展到投机者冲击的目标区间。1994 年墨西哥金融危机后, 许多经济学家还将干预政策和利率政策进行了综合考虑。

第一代国际金融危机模型对货币危机爆发的内在原因(宏观基本因素不协调进行了分析), 认为这种不协调主要表现在持续不断的财政赤字与维护固定汇率制的矛盾。当一国由于多种原因(实际汇率上升、经常项目恶化)导致外汇储备不足时, 投机者的理性选择是对本币进行投机性冲击, 开始狂抛本币。第一代货币危机模型较好地解释了 20 世纪 70~80 年代的货币危机, 他们对政策制定者的建议是, 必须保证政策间的一致性, 不断强化宏观经济基础变量。

1.1.2 第二代金融危机模型

第一代金融危机模型假设当局维持固定汇率的承诺是恒久不变的, 第二代金融危机模型则认为当局的外汇政策选择是非线性行为, 是由状态决定的, 强调由政府的非线性行为引起的多重均衡。国外学者以各种方式将非线性行为因素引入投机性冲击研究。早期采用的一种较为简单的方式是直接用非线性政策修正第一代金融危机模型。

近期的研究中, 最具代表性的是奥伯斯特菲尔德(Obstfeld)建立的金融危机模型。奥伯斯特菲尔德认为, 当一国政府的经济政策并无扩张性时, 私人部门对货币贬值的预期会给政府增加压力, 使政府处于困境。例如这种预期会反映在利率、劳动合同和其他价格决定当中, 即存在要求提高利率、提高工资的压力和通货膨胀预期的压力, 如果政府维持固定汇率, 就牺牲了短期经济的柔性和长期信用之间的平衡。对于面临银行体系脆弱、存在经济周期低潮时的失业压力等问题的政府, 可能会试图通过实现私人部门的预期来摆脱困境。一旦贬值实现, 这些预期至少在一段时间内会缓解, 利率就会下降, 劳动力市场的困难也会趋缓。按照这一逻辑, 贬值预期可以自发引起贬值, 即投机性冲击会自我实现。如果私人部门预期贬值, 明智的政府最好选择贬值; 如果私人部门没有预期贬值, 政府就什么也不需要做。因此, 这时存在由预期决定的多重均衡。

奥伯斯特菲尔德的第二代金融危机模型，又称多重均衡自我实现的危机模型。第二代金融危机模型就不仅仅关注于政府单方面的线性行为，而是将政府与市场交易主体之间的行为结合起来，强调多重均衡和危机的自促成（Self - Fulfilling）性质——投机者的信念和预期最终可能导致政府捍卫或放弃固定汇率，用多重均衡代替单一均衡。

第二代金融危机模型加入了三个要素：①促使政府放弃固定汇率的原因，包括政府为减轻债务而促使本币贬值、因面临严重失业而采取扩张性的货币政策等；②政府捍卫固定汇率制的原因，包括有利于促进国际贸易和国际投资、因防止通货膨胀而稳定本币信用、该国政府已向国际社会作出保持本国币值稳定等；③在对前面两个动机进行选择时，由于人们预期或者怀疑固定汇率制将崩溃，维持固定汇率制的成本必然上升。

如果一国政府对以上三种情况进行权衡，并认为第二种方案更切实可行和更有利的情况下，那么该国政府就可能在毫无投资者介入或投资者毫无动静的情況下宣布废除固定汇率，实行货币贬值。如果投资者能充分地获取这一信息，那么他们将在本币贬值前大力抛售所有的本币寸头，政府面临空前的维持固定汇率制压力，从而导致政府提前宣布货币贬值，危机提前爆发，而投机者获利颇丰。

第二代国际金融危机模型解释了1992~1993年爆发的欧洲货币体系危机。

1992~1993年欧洲货币危机发生时，相关国家的信贷并没有快速增加，这些国家货币的币值在危机发生两年后又恢复到了危机前的水平，这表明货币危机在实体经济健康的情况下也会发生。

1.1.3 第三代金融危机模型

由于亚洲金融危机的爆发与传导，第一代和第二代金融危机模型已不能对其进行很好的解释，在这种情况下，许多学者对这一次金融危机进行了论证。Krugman（1999）将近年内的一些理论进展称为金融危机理论的第三代模型，Chang和Velaseo（1998）、Pesenti（1998）、Cavlo（1998，1999）、Cabolaro（1998）和Mendoza（1999）等也都从不同的角度发展了各种理论观点。目前，这个第三代模型还没有形成一个统一研究框架，但总的来说，他们开始跳出了“汇率机制、货币政策、财政政策、公共政策等宏观经济分析范围，着眼于金融中介、资产价格变化等方面，强调金融中介在金融危机发生过程中的作用”。第三代金融危机模型包括以下几个

类别:

1. 道德风险危机模型

这是第三代金融危机模型的主要组成部分。Krugman (1998), Corsetti、Pesenti 和 Roubin (1999) 认为, 国内银行在借贷的过程中, 由于存在政府对国内银行负债的隐形担保机制, 使得国内银行面临着一定的道德风险。由于有政府的隐形担保, 国外投资者也乐于将资金以较低的利率借贷给国内银行, 国内银行不加限度地引入外资将导致银行资产迅速泡沫化。当泡沫破灭以后, 国内银行资产负债上升, 不良贷款增加, 而这部分不良贷款实际上是政府的消费支出。因此政府需要对这部分不良贷款引起的消费支出进行融资。

2. 金融恐慌模型

金融恐慌模型最初是由 Diamand 和 Diybvig (1983) 在分析银行挤兑现象时提出的 (因此称为 D—D 模型), 亚洲金融危机后 Radelet 和 Saehs (1998)、Mille 和 Luangram (1998) 等人将这一模型用于解释亚洲金融危机。

当市场谣言或人们预见将发生金融经济危机时, 这部分人将纷纷到银行提款以维护个人利益, 银行发生挤兑现象, 从而使银行产生流动性危机。为了弥补流动资金缺口, 银行不得不将贷款所支持的长期项目中途下马, 这又将导致银行利润的损失。由于银行不能偿还所有人的本金和利息, 在看到其他人从银行提前取款的情况下, 每一个存款人的必然选择是马上到银行取款, 从而使个人行为演变为集体性的行动。

3. 金融系统不稳定模型

该模型认为银行存款者之间的协调失败 (Coordination Failure) 所导致的银行挤兑是金融危机爆发的根本原因。我们可以从金融系统中把不稳定的成因将其分为两类: ①协调失败模型, 该模型的重中之重在于强调存款者收益具有外部性, 存款者个人依赖于其他存款者的行动。②流动性市场无效率模型, 即当银行面临流动性危机时, 其通过出售自有长期资产或向银行同业进行拆借等办法来获取流动资金。但如果这一流动性市场缺乏效率, 那么在外部冲击和挤兑效应下, 单个银行的流动性就会波及整个金融市场的流动性。

4. 危机传染模型

该模型按照危机发生部门的不同可分为银行同业市场中流动性危机的传染和国际金融危机的传染。

5. 孪生危机模型

通过对全球银行业危机和货币危机的观察我们可以发现，20世纪80年代后银行业危机与货币危机往往相伴而生。孪生危机模型认为银行业危机和货币危机存在着一定的内在联系，这被称为孪生危机（Kaminsky 和 Reinhart, 1998），即当一国货币危机发生后，由于信用收缩、破产增加，导致了银行危机的发生。

6. 羊群效应模型

“羊群行为”（Herd Behavior）是信息连锁反应（Information Ease Ade）导致的一种行为方式，当个体依据其他行为主体的行为而选择采取类似的行为时就会产生羊群行为。换言之，当羊群行为产生时，个体甚至有可能放弃自己掌握的私人信息而仅依靠公共信息来选择自己的行为，个体趋向于一致行动。

7. 外资诱导型货币危机模型

该模型解释了大量外资流入对一国宏观经济运行和银行业运营产生的影响，强调外资通过银行信用的过度扩张增强了本国宏观经济和金融业的脆弱性。

8. 内生增长模型

该模型表明一国政府对金融部门的经济决策有可能导致银行业危机和金融衰退。在这一模型中，政府对银行监管乏力、对银行或明或暗的担保以及政府过晚的干预是危机产生的根源。

9. 对第二代金融危机模型的扩展

对第二代金融危机模型的扩展主要包括两种方法，一是将第二代模型中的预期假设用“适应性学习”来替代（Beeby、Hall、Henry 和 Mareet, 2003）；二是将基础变量的不确定性包含在内，用“有差异的私人信息”来代替“有关经济基础变量的公共信息”的方法来消除第二代金融危机模型均衡的不确定性（Morris, 1998；Shin, 2000）。

1.1.4 对三代模型的评价

1980年前后发表的关于金融危机的第一代模型研究是以发展中国家20世纪80年代中期以前发生的货币危机为考察背景（如墨西哥1973~1982年金融危机、阿根廷1978~1981年金融危机等），表明投机性冲击是在市场预期国内经济政策出现根本不一致时作出的理性反应，特别是在固定汇率制度下，国内信用的过度扩张（如巨额财政赤字或货币派生过快）会导