

A LIBRARY OF
DOCTORAL
DISSERTATIONS
IN SOCIAL SCIENCES IN CHINA



美国次贷危机及其货币政策：
基于资本流动的分析

A Study of U.S. Sub-prime Mortgage Crisis and it's Monetary Policy
Based on Capital Flow Perspective

高 蓓 著

中国社会科学出版社

A LIBRARY OF
DOCTORAL
DISSERTATIONS
IN SOCIAL SCIENCES IN CHINA



美国次贷危机及其货币政策：
基于资本流动的分析

A Study of U.S. Sub-prime Mortgage Crisis and it's Monetary Policy
Based on Capital Flow Perspective

高蓓 著

导师 胡春田

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

美国次贷危机及其货币政策：基于资本流动的分析 / 高蓓著. —北京：
中国社会科学出版社，2016. 7

(中国社会科学博士论文文库)

ISBN 978 - 7 - 5161 - 8454 - 7

I. ①美… II. ①高… III. ①房地产抵押贷款—金融危机—
货币政策—研究—美国 IV. ①F837. 124②F827. 120

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 147286 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 王 茵 马 明
责任校对 闫 萃
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2016 年 7 月第 1 版
印 次 2016 年 7 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 13
插 页 2
字 数 219 千字
定 价 48.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话：010 - 84083683
版权所有 侵权必究

《中国社会科学博士论文文库》 编辑委员会

主 任：李铁映

副 主 任：汝 信 江 蓝 生 陈佳贵

委 员：（按姓氏笔画为序）

王洛林 王家福 王缉思

冯广裕 任继愈 江 蓝 生

汝 信 刘庆柱 刘树成

李茂生 李铁映 杨 义

何秉孟 邹东涛 余永定

沈家煊 张树相 陈佳贵

陈祖武 武 寅 郝时远

信春鹰 黄宝生 黄浩涛

总 编 辑：赵剑英

学术秘书：冯广裕

总 序

在胡绳同志倡导和主持下，中国社会科学院组成编委会，从全国每年毕业并通过答辩的社会科学博士论文中遴选优秀者纳入《中国社会科学博士论文文库》，由中国社会科学出版社正式出版，这项工作已持续了12年。这12年所出版的论文，代表了这一时期中国社会科学各学科博士学位论文水平，较好地实现了本文库编辑出版的初衷。

编辑出版博士文库，既是培养社会科学各学科学术带头人的有效举措，又是一种重要的文化积累，很有意义。在到中国社会科学院之前，我就曾饶有兴趣地看过文库中的部分论文，到社科院以后，也一直关注和支持文库的出版。新旧世纪之交，原编委会主任胡绳同志仙逝，社科院希望我主持文库编委会的工作，我同意了。社会科学博士都是青年社会科学研究人员，青年是国家的未来，青年社科学者是我们社会科学的未来，我们有责任支持他们更快地成长。

每一个时代总有属于它们自己的问题，“问题就是时代的声音”（马克思语）。坚持理论联系实际，注意研究带全局性的战略问题，是我们党的优良传统。我希望包括博士在内的青年社会科学工作者继承和发扬这一优良传统，密切关注、深入研究21世纪初中国面临的重大时代问题。离开了时代性，脱离了社会潮流，社会科学研究的价值就要受到影响。我是鼓励青年人成名成家的，这是党的需要，国家的需要，人民的需要。但问题在于，什么是名呢？名，就是他的价值得到了社会的承认。如果没有得到社会、人民的承认，他的价值又表现在哪里呢？所以说，价值就在于对社会重大问题的回答和解决。一旦回答了时代性的重大问题，就必然会对社会产生巨大而深刻的影响，你

也因此而实现了你的价值。在这方面年轻的博士有很大的优势：精力旺盛，思想敏捷，勤于学习，勇于创新。但青年学者要多向老一辈学者学习，博士尤其要很好地向导师学习，在导师的指导下，发挥自己的优势，研究重大问题，就有可能出好的成果，实现自己的价值。过去 12 年入选文库的论文，也说明了这一点。

什么是当前时代的重大问题呢？纵观当今世界，无外乎两种社会制度，一种是资本主义制度，一种是社会主义制度。所有的世界观问题、政治问题、理论问题都离不开对这两大制度的基本看法。对于社会主义，马克思主义者和资本主义世界的学者都有很多的研究和论述；对于资本主义，马克思主义者和资本主义世界的学者也有过很多研究和论述。面对这些众说纷纭的思潮和学说，我们应该如何认识？从基本倾向看，资本主义国家的学者、政治家论证的是资本主义的合理性和长期存在的“必然性”；中国的马克思主义者，中国的社会科学工作者，当然要向世界、向社会讲清楚，中国坚持走自己的路一定能实现现代化，中华民族一定能通过社会主义来实现全面的振兴。中国的问题只能由中国人用自己的理论来解决，让外国人来解决中国的问题，是行不通的。也许有的同志会说，马克思主义也是外来的。但是，要知道，马克思主义只是在中国化了以后才解决中国的问题的。如果没有马克思主义的普遍原理与中国革命和建设的实际相结合而形成的毛泽东思想、邓小平理论，马克思主义同样不能解决中国的问题。教条主义是不行的，东教条不行，西教条也不行，什么教条都不行。把学问、理论当教条，本身就是反科学的。

在 21 世纪，人类所面对的最重大的问题仍然是两大制度问题：这两大制度的前途、命运如何？资本主义会如何变化？社会主义怎么发展？中国特色的社会主义怎么发展？中国学者无论是研究资本主义，还是研究社会主义，最终总是要落脚到解决中国的现实与未来问题。我看中国的未来就是如何保持长期的稳定和发展。只要能长期稳定，就能长期发展；只要能长期发展，中国的社会主义现代化就能实现。

什么是 21 世纪的重大理论问题？我看还是马克思主义的发展问

题。我们的理论是为中国的发展服务的，决不是相反。解决中国问题的关键，取决于我们能否更好地坚持和发展马克思主义，特别是发展马克思主义。不能发展马克思主义也就不能坚持马克思主义。一切不发展的、僵化的东西都是坚持不住的，也不可能坚持住。坚持马克思主义，就是要随着实践，随着社会、经济各方面的发展，不断地发展马克思主义。马克思主义没有穷尽真理，也没有包揽一切答案。它所提供给我们的，更多的是认识世界、改造世界的世界观、方法论、价值观，是立场，是方法。我们必须学会运用科学的世界观来认识社会的发展，在实践中不断地丰富和发展马克思主义，只有发展马克思主义才能真正坚持马克思主义。我们年轻的社会科学博士们要以坚持和发展马克思主义为己任，在这方面多出精品力作。我们将优先出版这种成果。

李 锐

2001年8月8日于北戴河

摘 要

2008 年美国次贷危机引发的金融风暴已经影响到全球经济的发展,其影响范围之大、程度之广,全球经济受创之深,远远超出人们的预期。目前对危机发生原因的已有研究多从“监管缺位”“政策失误”“低估风险”等方面进行,缺少对危机发生原因的系统分析。1998—2005 年的数据分析表明,联邦基金利率与房地产价格存在负相关关系,资本流入与房地产价格存在正相关关系,一般理论上认为低利率可以阻止资本流入,但实际上,美国在 1998—2005 年,低利率与高资本流入并存。而且这一矛盾现象在 Bernanke 后来的讲话中也有提到。因此,理顺低利率、高资本流入和高房价之间的关系对理解次贷危机爆发的根源有着重要意义。

本书从资本流动视角出发,研究美国次贷危机发生的根源及一系列改革思路,在前人研究的基础上利用理论分析、数值模拟和实证检验相结合的研究方法,系统阐述了资本流动与美国次贷危机及其货币政策间的关系,论证了危机的发生机制属于内生而非外生的机理。而论证的过程同时也揭示了低利率、高资本流入和高房价之间的关系。研究发现:美国过去一段时期内低利率政策造成房地产泡沫,联邦基金利率短时期内大幅度上升导致房地产泡沫的破裂,而次级抵押款和相关衍生品在房地产价格上升、下降过程中起到了加速器的作用;在某些时期联邦基金利率的变动是对外国资本流动变化的被动反映;大量外资流入美国是国际间以美元为主要储备货币存在的必然结果。

本书的主要工作与创新有以下几个方面。

1. 通过全书的系统分析,揭示了资本流入与危机之间的关系为:现行货币体系的不对称性导致大量外资流入美国,并主要投资于美国政府债券市场;这些外资通过对政府债券的买卖影响长期债券收益率,长期债券

收益率通过利率期限结构的作用影响联邦基金利率；联邦基金利率对住房价格指数影响明显，较低的联邦基金利率是形成房地产泡沫的主要原因，而联邦基金利率提高导致房地产泡沫的破裂是危机爆发的直接原因，次级抵押贷款和相关衍生品的存在导致危机影响范围广且影响巨大。联邦基金利率受到 GDP、CPI 和资本流入的影响，因此可以说危机内生于现有经济体系。

2. 利用资产价格的净现值法分析货币政策对资产价格的影响，并进行了实证检验。结果表明：联邦基金利率对住房价格指数影响明显，较低的联邦基金利率是形成房地产泡沫的主要原因，联邦基金利率短期内大幅度提高导致房地产泡沫的破裂，房地产泡沫的破裂是本次危机爆发的导火索；房地产作为与借贷市场关系密切的产业，所需要的大部分资本主要依赖银行信用体系，因此，银行资产负债表渠道是住房价格指数对实体经济传导的重要渠道，在危机传导过程中扮演了重要的角色。一般而言，银行作为重要的金融媒介，当资产价格上涨、经济繁荣时，银行杠杆效应会起到进一步促进经济繁荣的效果；相反，当资产价格下跌时，去杠杆效应同样会加速危机传导过程。

3. 在对美联储近十年来的货币政策规则进行理论分析的基础上，还分别从数值模拟和实证角度进行了研究，发现十年宽松的货币政策在某种程度上是对大量资本流入的被动反应，资本流入通过对国家货币政策的影响为危机的发生埋下导火索。如果排除十年中影响较大的亚洲金融危机和人民币升值问题，1998—2005 年加入资本流入因素之后的泰勒规则模拟值与实际值的拟合效果更好，而这段时间正好是美国货币政策被美联储前主席格林斯潘（Alan Greenspan）称为谜的时期；因此，本书加入资本流入因素正好可以解释为什么长期利率不随短期利率而提高。

4. 通过对国际收支账户进行理论模型分析，认为从储备国和非储备国的对立角度来讲，虽然美元本位使得美国经常账赤字一再扩大而无须担心债务危机的爆发，但巨大（经常账）赤字所带来的大量资本流入将严重干扰国内经济的稳定，通过利率期限结构的制约作用，使得货币政策丧失了对长期利率调控的能力。这个结论也再次证明现行货币体系的不合理性，不仅对非储备国家，而且对类似于美国这样的储备国家来说，同样存在问题。

5. 针对泰勒规则失效与大量资本流入有关的现象，通过大量翔实的

统计数据分析了资本流入的原因及资本来源，揭示这种现象是国际间以美元为主要储备货币的必然结果，与债务国家的“原罪”问题和债权国家的“高储蓄两难”有关，即本次危机是经济结构的自我调整。现行货币体系的不对称性是危机爆发的根本原因，金融衍生品的过度扩张和金融监管的相对滞后是危机破坏性增大的原因。因此，货币体系改革势在必行。这一改革应分别从长期和短期两方面进行考虑；此外，改革还应考虑发展中国家或亚洲国家（中国）的因素，例如与人民币国际化问题结合起来考虑，因为，改革未来的走向与中国经济的发展密切相关。

关键词：次级抵押贷款危机；货币政策传导；泰勒规则；国际货币体系改革

ABSTRACT

The financial turmoil triggered by U. S. sub-prime crisis in 2008 has affected the global economy. The scope of impact, as well as the breadth of extent is beyond expectation. Current studies about the origins of the crisis have been focused on the absence of strict regulation, the policy failure, underestimation of risk and others as well. That is to say, the sub-prime crisis had not occurred endogenously, but exogenously. But the problem is, if it happened exogenously, why it occurred repeatedly? Even if the policy responses of the government are considered prompt and appropriate.

Combining theoretical and empirical studies, this book analyzes the relationship between capital flow, sub-prime mortgage crisis and U. S. monetary policy. It shows that the mechanism of the sub-prime crisis is not evolved endogenously, but exogenously. This book also shows how monetary policy can affect asset prices and then the real economy. Specifically, we have analyzed that 1. How Alan Greenspan's monetary policies lead to asset price bubbles, 2. The conditions of the bubble burst, 3. How they affect the financial markets and global economy, 4. How the subprime mortgage and derivatives play in the crisis. Besides, this book uses numerical simulation and empirical studies to analyze the Federal Reserve's monetary policy rules over the past decade. Furthermore, we analyze the causes of large capital inflows, the sources of capital, and the relationship between capital inflows and the formation of the monetary rule in the U. S. A.

The main conclusions of this book are summarized as follows:

1. The relationship between the capital inflow and the crisis is that asymmetric monetary system leads the large capital inflows into U. S. mainly in the treasury security market. Huge foreign capitals affect the yields of long-term bonds in the U. S. and it then affect the federal funds rate through the term structure of interest rates. The federal funds rate subsequently affects housing prices significantly. So, persistent low federal funds rate is the main reason for the formation of the real estate bubble and bursting of the bubble is the direct cause of the crisis, and the subprime mortgage and derivatives resulted in the crisis' impact wide and huge. Due to the fact that federal funds rate is influenced by GDP, CPI and capital inflows, so we believe that the crisis is endogenously rooted within the existing economic system.

2. The bursting of the real estate bubble is the fuse of the crisis. As the housing market closely related to the mortgage, the funds of real estate rely heavily on bank credit. Therefore, the balance sheet channel is the relative important transmission channel and plays a very important role in the process of crisis transmission. Generally, for the banking is an important financial intermediary, leverage effect in real estate will further stimulate the economic prosperity when asset prices rise; on the contrary, when asset prices fall, leverage effect of banking will magnify the crisis.

3. Based on the Fed's monetary policy rules over the past decade, this book finds that the looser monetary policy is a passive reaction to large capital inflow. Capital inflow is the potential cause of crisis through the impact of monetary policy. If the Asian financial crisis and China's Yuan revaluation are excluded from our sample, the federal funds rate simulation of Taylor rule with capital inflows and the actual federal funds rate can fit well in 1998 – 2005. And this period is precisely the period that former Federal Reserve Chairman Alan Greenspan described as a mystery. So, adding the factor of capital inflows could explain why the long-term rates fluctuations do not follow the short-term interest rates.

4. Confronted with the rest the world, the U. S. is no more a big-enough country. Capital flows will have real effects on domestic economy. Although the dollar standard make the U. S. government do not have to worry about that persistent current account deficit may trigger crisis, huge capital inflows do seriously affect the term structure of interest rates and might dampen the effect of monetary policy on the interest rates. This conclusion proved again that the current international monetary system is irrational, not only for the non-reserve countries, but also for the reserve countries like the U. S.

5. Regarding the Taylor rule failed to explain the Fed's interest policy, this book claims that capital inflows and the sources of capital leads to the inevitable result under the current monetary system. It has something to do with the "original sin" of debtor countries or "high savings dilemma" of creditor countries. That is to say, this crisis is the result of self-evolving under current economic structure. The asymmetry of current monetary system is the origins of the crisis, and overexpansion of financial derivatives and lagging of financial supervision enhance the danger of the crisis. Therefore, the reform of international monetary system must go ahead. It should be done both from the long term and the short term perspectives. In addition, the reform should take into account the developing countries' or the Asia countries' (such as China) factor. Because of the rising role of China in global economy, the reform needs to take the development of China economy and RMB internationalization into account.

Key Words: Sub-prime Mortgage Loan Crisis; Transmission of Monetary Policy; Taylor Rule; Reform of International Monetary System

目 录

第一章 绪论	(1)
一 研究背景及问题的提出	(1)
二 研究目的及意义	(5)
三 研究思路及研究方法	(5)
四 研究框架及研究内容	(8)
第二章 文献综述	(10)
一 金融危机理论	(10)
(一)第一代货币危机模型	(10)
(二)第二代货币危机模型	(11)
(三)新一代金融危机模型	(13)
二 货币政策传导机制	(16)
(一)货币政策传导规则	(16)
(二)货币政策与资产价格	(18)
三 货币政策规则	(20)
(一)泰勒规则	(20)
(二)利率期限结构与货币政策	(22)
四 资本流入	(25)
(一)资本流入与经济危机	(25)
(二)资本流入与宏观经济变量	(27)
五 本章小结	(27)

第三章 美国货币政策变动导致次贷危机发生	(30)
一 美国货币政策变动导致次贷危机发生：理论分析	(31)
(一)从货币政策到房地产价格	(32)
(二)从房地产价格到实体经济	(34)
(三)房地产泡沫的破裂	(34)
二 金融衍生品在次贷危机中的作用	(35)
(一)金融衍生品在房地产价格上升阶段的作用	(35)
(二)金融衍生品在房地产价格下降阶段的作用	(37)
三 美国货币政策变动导致次贷危机发生：实证检验	(38)
(一)模型选择和设计	(38)
(二)变量设置、样本选择及数据说明	(39)
(三)平稳性检验	(44)
(四)协整检验	(45)
(五)VEC 模型	(47)
(六)Granger 因果关系检验	(51)
(七)脉冲响应分析	(54)
四 本章小结	(59)
第四章 资本流入对美国货币政策的影响	(61)
一 货币(泰勒)规则失效的理论解释	(62)
(一)货币(泰勒)规则验证	(62)
(二)利率期限结构	(63)
(三)货币(泰勒)规则失效与长期利率	(65)
二 资本流入对美国货币政策的影响	(65)
(一)美国资本流入情况	(66)
(二)资本流入对长期利率的影响	(71)
(三)资本流入对短期利率的影响	(73)
(四)过度储蓄与低利率问题	(74)
三 资本流入对美国货币政策的影响：模型分析及数值模拟	(76)
(一)模型分析	(77)
(二)数值模拟	(80)
四 资本流入对美国货币政策的影响：实证检验	(83)

(一) 变量选择	(84)
(二) 数据分析	(87)
(三) 估计结果及结果分析	(92)
(四) 模拟结果	(95)
(五) 数据深入解读	(95)
(六) 回归结果分析	(96)
五 本章小结	(96)
 第五章 大量资本流入美国的原因及资本来源分析	(98)
一 美元霸权与资本流入	(99)
(一) 国际资本流入对美国的影响	(99)
(二) 东亚金融危机对世界储蓄格局变化的影响	(100)
(三) 美元本位下的高储蓄两难	(105)
(四) 美元特殊地位与美国贸易逆差	(108)
二 重构国际货币体系	(112)
(一) 美元足够强大吗：现行货币体系分析	(112)
(二) 国际货币体系改革方案分析	(114)
(三) 对中国在国际货币体系改革中的建议	(119)
三 本章小结	(120)
 第六章 结论	(122)
一 主要研究结论	(122)
二 研究的创新之处	(124)
三 几点启示	(125)
四 局限和进一步研究的方向	(126)
 附录 1 变量定义一览表	(127)
 附录 2 第三章附表	(128)
 附录 3 模拟程序一	(146)

附录 4	模拟程序二	(151)
附录 5	学者关于美国次贷危机的讨论	(156)
附录 6	东亚金融危机中的国际货币基金组织	(159)
附录 7	关于国际金融体系改革的各种建议	(162)
一	各个国家的建议	(162)
二	个人的建议	(163)
三	国际组织的建议	(164)
参考文献		(166)
索 引		(177)
致 谢		(181)