



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



全国博士后管理委员会

基于经常项目失衡的 金融危机研究

A Study on Financial Crises from the Perspective of
Current Account Imbalances

匡可可 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

基于经常项目失衡的 金融危机研究

A Study on Financial Crises from the Perspective of
Current Account Imbalances

匡可可 著



图书在版编目 (CIP) 数据

基于经常项目失衡的金融危机研究/匡可可著. —北京: 经济管理出版社, 2014.10
ISBN 978-7-5096-3319-9

I. ①基… II. ①匡… III. ①金融危机—研究 IV. ①F830.99

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 194515 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 宋 娜 侯春霞

责任印制: 黄章平

责任校对: 超 凡

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 12.75

字 数: 209 千字

版 次: 2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3319-9

定 价: 68.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

编委会及编辑部成员名单

(一) 编委会

主 任：李 扬 王晓初

副主任：晋保平 张冠梓 孙建立 夏文峰

秘书长：朝 克 吴剑英 邱春雷 胡 滨 (执行)

成 员 (按姓氏笔划排序)：

卜宪群	王 巍	王利明	王灵桂	王国刚	王建朗	厉 声
朱光磊	刘 伟	杨 光	杨 忠	李 平	李 林	李 周
李 薇	李汉林	李向阳	李培林	吴玉章	吴振武	吴恩远
张世贤	张宇燕	张伯里	张昌东	张顺洪	陆建德	陈众议
陈泽宪	陈春声	卓新平	罗卫东	金 碚	周 弘	周五一
郑秉文	房 宁	赵天晓	赵剑英	高培勇	黄 平	曹卫东
朝戈金	程恩富	谢地坤	谢红星	谢寿光	谢维和	蔡 昉
蔡文兰	裴长洪	潘家华				

(二) 编辑部

主 任：张国春 刘连军 薛增朝 李晓琳

副主任：宋 娜 卢小生 姚冬梅

成 员 (按姓氏笔划排序)：

王 宇 吕志成 刘丹华 孙大伟 曲建君 陈 颖 曹 靖
薛万里

序 一

博士后制度是 19 世纪下半叶首先在若干发达国家逐渐形成的一种培养高级优秀专业人才的制度，至今已有一百多年历史。

20 世纪 80 年代初，由著名物理学家李政道先生积极倡导，在邓小平同志大力支持下，中国开始酝酿实施博士后制度。1985 年，首批博士后研究人员进站。

中国的博士后制度最初仅覆盖了自然科学诸领域。经过若干年实践，为了适应国家加快改革开放和建设社会主义市场经济制度的需要，全国博士后管理委员会决定，将设站领域拓展至社会科学。1992 年，首批社会科学博士后人员进站，至今已整整 20 年。

20 世纪 90 年代初期，正是中国经济社会发展和改革开放突飞猛进之时。理论突破和实践跨越的双重需求，使中国的社会科学工作者们获得了前所未有的发展空间。毋庸讳言，与发达国家相比，中国的社会科学在理论体系、研究方法乃至研究手段上均存在较大的差距。正是这种差距，激励中国的社会科学界正视国外，大量引进，兼收并蓄，同时，不忘植根本土，深究国情，开拓创新，从而开创了中国社会科学历史上最为繁荣的时期。在短短 20 余年内，随着学术交流渠道的拓宽、交流方式的创新和交流频率的提高，中国的社会科学不仅基本完成了理论上从传统体制向社会主义市场经济体制的转换，而且在中国丰富实践的基础上展开了自己的

伟大创造。中国的社会科学和社会科学工作者们在改革开放和现代化建设事业中发挥了不可替代的重要作用。在这个波澜壮阔的历史进程中，中国社会科学博士后制度功不可没。

值此中国实施社会科学博士后制度 20 周年之际，为了充分展示中国社会科学博士后的研究成果，推动中国社会科学博士后制度进一步发展，全国博士后管理委员会和中国社会科学院经反复磋商，并征求了多家设站单位的意见，决定推出《中国社会科学博士后文库》(以下简称《文库》)。作为一个集中、系统、全面展示社会科学领域博士后优秀成果的学术平台，《文库》将成为展示中国社会科学博士后学术风采、扩大博士后群体的学术影响力和社会影响力的园地，成为调动广大博士后科研人员的积极性和创造力的加速器，成为培养中国社会科学领域各学科领军人才的孵化器。

创新、影响和规范，是《文库》的基本追求。

我们提倡创新，首先就是要求，入选的著作应能提供经过严密论证的新结论，或者提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料、新方法和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们不提倡在一部著作中提出多少观点，一般地，我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑，经过科学论证，而且能够被证实或证伪的论点。对于那些缺少严格的前提设定，没有充分的资料支撑，缺乏合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数来路模糊的资料和数据，便一下子导出几个很“强”的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

我们提倡创新，还表现在研究方法之新上。这里所说的方法，显然不是指那种在时下的课题论证书中常见的老调重弹，诸如“历史与逻辑并重”、“演绎与归纳统一”之类；也不是我们在很多论文中见到的那种敷衍塞责的表述，诸如“理论研究与实证分析的统

一”等等。我们所说的方法，就理论研究而论，指的是在某一研究领域确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假设、模型、推论及其检验；就应用研究而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体模型、技术、工具或程序。众所周知，在方法上求新如同在理论上创新一样，殊非易事。因此，我们亦不强求提出全新的理论方法，我们的最低要求，是要按照现代社会科学的研究规范来展开研究并构造论著。

我们支持那些有影响力的著述入选。这里说的影响力，既包括学术影响力，也包括社会影响力和国际影响力。就学术影响力而言，入选的成果应达到公认的学科高水平，要在本学科领域得到学术界的普遍认可，还要经得起历史和时间的检验，若干年后仍然能够为学者引用或参考。就社会影响力而言，入选的成果应能向正在进行着的社会经济进程转化。哲学社会科学与自然科学一样，也有一个转化问题。其研究成果要向现实生产力转化，要向现实政策转化，要向和谐社会建设转化，要向文化产业转化，要向人才培养转化。就国际影响力而言，中国哲学社会科学要想发挥巨大影响，就要瞄准国际一流水平，站在学术高峰，为世界文明的发展作出贡献。

我们尊奉严谨治学、实事求是的学风。我们强调恪守学术规范，尊重知识产权，坚决抵制各种学术不端之风，自觉维护哲学社会科学工作者的良好形象。当此学术界世风日下之时，我们希望本《文库》能通过自己良好的学术形象，为整肃不良学风贡献力量。

李扬

中国社会科学院副院长

中国社会科学院博士后管理委员会主任

2012年9月

序 二

在 21 世纪的全球化时代，人才已成为国家的核心竞争力之一。从人才培养和学科发展的历史来看，哲学社会科学的发展水平体现着一个国家或民族的思维能力、精神状况和文明素质。

培养优秀的哲学社会科学人才，是我国可持续发展战略的重要内容之一。哲学社会科学的人才队伍、科研能力和研究成果作为国家的“软实力”，在综合国力体系中占据越来越重要的地位。在全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的历史进程中，哲学社会科学具有不可替代的重大作用。胡锦涛同志强调，一定要从党和国家事业发展全局的战略高度，把繁荣发展哲学社会科学作为一项重大而紧迫的战略任务切实抓紧抓好，推动我国哲学社会科学新的更大的发展，为中国特色社会主义事业提供强有力的思想保证、精神动力和智力支持。因此，国家与社会要实现可持续健康发展，必须切实重视哲学社会科学，“努力建设具有中国特色、中国风格、中国气派的哲学社会科学”，充分展示当代中国哲学社会科学的本土情怀与世界眼光，力争在当代世界思想与学术的舞台上赢得应有的尊严与地位。

在培养和造就哲学社会科学人才的战略与实践上，博士后制度发挥了重要作用。我国的博士后制度是在世界著名物理学家、诺贝尔

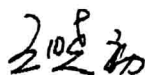
尔奖获得者李政道先生的建议下，由邓小平同志亲自决策，经国务院批准于1985年开始实施的。这也是我国有计划、有目的地培养高层次青年人才的一项重要制度。二十多年来，在党中央、国务院的领导下，经过各方共同努力，我国已建立了科学、完备的博士后制度体系，同时，形成了培养和使用相结合，产学研相结合，政府调控和社会参与相结合，服务物质文明与精神文明建设的鲜明特色。通过实施博士后制度，我国培养了一支优秀的高素质哲学社会科学人才队伍。他们在科研机构或高等院校依托自身优势和兴趣，自主从事开拓性、创新性研究工作，从而具有宽广的学术视野、突出的研究能力和强烈的探索精神。其中，一些出站博士后已成为哲学社会科学领域的科研骨干和学术带头人，在“长江学者”、“新世纪百千万人才工程”等国家重大科研人才梯队中占据越来越大的比重。可以说，博士后制度已成为国家培养哲学社会科学拔尖人才的重要途径，而且为哲学社会科学的发展造就了一支新的生力军。

哲学社会科学领域部分博士后的优秀研究成果不仅具有重要的学术价值，而且具有解决当前社会问题的现实意义，但往往因为一些客观因素，这些成果不能尽快问世，不能发挥其应有的现实作用，着实令人痛惜。

可喜的是，今天我们在支持哲学社会科学领域博士后研究成果出版方面迈出了坚实的一步。全国博士后管理委员会与中国社会科学院共同设立了《中国社会科学博士后文库》，每年在全国范围内择优出版哲学社会科学博士后的科研成果，并为其提供出版资助。这一举措不仅在建立以质量为导向的人才培养机制上具有积极的示范作用，而且有益于提升博士后青年科研人才的学术地位，扩大其学术影响力和社会影响力，更有益于人才强国战略的实施。

今天，借《中国社会科学博士后文库》出版之际，我衷心地希望更多的人、更多的部门与机构能够了解和关心哲学社会科学领域

博士后及其研究成果，积极支持博士后工作。可以预见，我国的博士后事业也将取得新的更大的发展。让我们携起手来，共同努力，推动实现社会主义现代化事业的可持续发展与中华民族的伟大复兴。



人力资源和社会保障部副部长
全国博士后管理委员会主任

2012年9月

摘 要

综观世界众多金融危机案例，发生金融危机之前往往会出现经常项目逆差，这表明长期经常项目逆差是金融危机发生的重要原因。美国次贷危机是长期经常项目逆差引发的金融危机首次发生在发达国家，这为我们研究经常项目失衡和金融危机提供了新的视角，也提出了新的问题：①发展中国家经常项目逆差引发金融危机与发达国家经常项目逆差引发金融危机在经常项目逆差对经济的影响路径上、经济的变化状况上究竟有什么区别？②同样是经常项目逆差，有的国家发生了金融危机，有的国家没有发生，那么，经常项目逆差在遇到什么因素冲击时才会引发金融危机？③经常项目顺差是否都是“好的失衡”？经常项目顺差的可持续性与金融危机的关系如何？

为了回答上述问题，本书在充分梳理相关文献，归纳墨西哥、泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾等发展中国家和美国、希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙等发达国家在金融危机爆发前经常项目失衡状况的基础上，基于经常项目的跨时期分析方法，构建了一个既包含发达国家又囊括发展中国家，既考虑经常项目逆差又涉及经常项目顺差的研究框架。在这个框架下，本书构建了一个包含商品市场、资本市场和劳动力市场的一般均衡动态模型，分析经常项目逆差引发发达国家和发展中国家金融危机的路径；基于样本国家经常项目逆差引致金融危机的现实情况，分析发达国家和发展中国家经常项目失衡的影响因素，探讨两类国家经常项目逆差引发金融危机的路径差异；运用 Logit 模型、递归式单位根检验、协整检验等方法，探讨经常项目失衡的可持续性问题及经常项目失衡引发金融危机的可能

性；借助经常项目跨时期分析方法，全面考察经常项目失衡的优劣、风险以及可持续性问题的。本书得出以下基本结论：

就经常项目逆差引发发展中国家和发达国家金融危机的路径差异而言，首先，虽然发达国家和发展中国家出现经常项目失衡和金融危机的根本原因都在于国内经济失衡，但相比之下发达国家经常项目逆差难以持续的主要原因是经济增长乏力和经济过度泡沫化造成资本项下的资金流入无法弥补经常项目逆差，更多的是由于本国经济的问题；而发展中国家一方面比较容易受外部因素如发达国家汇率或利率变动的影响，另一方面由于发展中国家的固定汇率制在经常项目长期逆差的情况下非常容易引发投机攻击，因此发展中国家危机的爆发点主要是汇率失衡及国际资本流动的突然逆转。其次，一般来说，当经常项目失衡不可持续时，发达国家可以把境外资本调回本国来改善其国际收支状况，而且由于发达国家的经济实力雄厚，在危机发生时投资者出于避险动机甚至会增加对发达国家国债的购买，资本流动突然逆转的现象并不严重；相反，发展中国家的经济实力较弱，一旦资本开始撤离就是全方位的撤离，而且一般也没有太多海外资金可以抽调，因此危机对经济产生的破坏性影响也就更大。最后，发达国家为经常项目逆差融资的途径比发展中国家更为多样化，这就表现为发达国家经常项目逆差持续的时间普遍比发展中国家长。另外，发达国家为经常项目逆差融资所借的外债一般以本国货币计价，而发展中国家经常项目逆差累积造成的外债一般都是以美元等国际货币计价，一旦资本撤离，本国货币大幅贬值，其债务负担将大幅增加。

就经常项目失衡引发金融危机的原因而言，从理论上来说，财富效应和价格效应是影响一国内外均衡的主要途径，在财富效应大于价格效应、汇率升值导致经常项目逆差扩大的情况下，容易爆发金融危机。从实证分析结果来看，经常项目逆差持续扩大和国内经济增长率下滑是导致经常项目逆差不可持续，进而引发金融危机的主要原因。

就经常项目顺差是否都是“好的失衡”这一命题而言，虽然经常项目顺差有利于一国增加外汇储备、增强抗风险能力，

但是并不是所有的顺差都是“好的失衡”，经常项目长期顺差会给汇率带来升值压力，弱化国内货币政策的实施效果，增大贸易摩擦的可能性，增加外汇储备的管理成本，甚至在长期内引发国内经济结构失衡等问题，进而累积金融危机的风险。一国经济只有在满足具有稳健合理的产业经济结构、良好的储蓄—投资转化机制、健全的汇率制度和充足的外汇储备、稳定的政治环境和经济发展规划等内部条件以及稳定的国际市场环境、合理的外债结构、合理的外商直接投资比重和流向等外部条件的情况下，其经常项目失衡才是可持续的。

关键词：经常项目失衡 内外经济失衡 国际资本流动 金融危机

Abstract

A revealing pattern can be discovered through a glimpse into the history of financial crises, persistent current account deficits often precede financial crises, suggesting a strong causal link between current account deficits and financial crises. The US subprime mortgage crisis is the first major developed country financial crisis triggered by current account imbalances. This provides us with a new angle of analyzing current account deficits and financial crises, and gives rise to a number of intriguing questions: ① Are there any differences between the path by which current account imbalances trigger financial crises in developing countries and the path by which current account imbalances trigger financial crises in developed countries? ② Since some countries with persistent current account deficits experienced financial crisis while others didn't, what factors triggered the transformation of current account deficits into financial crises? ③ Are all current account surpluses good imbalances? What are the connections between the sustainability of current account surpluses and financial crises?

To answer the questions above, this book provides a comprehensive review in related literature and analyzes the nature of the current account imbalances in developing countries such as Mexico, Thailand, Indonesia, Malaysia and Philippines, as well as developed countries such as the United States, Spain, Portugal, Greece and Ireland. An analytical framework was constructed based on the intertemporal approach, incorporating both developing and developed

countries, and both current account deficits and current surpluses. Under this framework, this book builds a dynamic stochastic general equilibrium model which incorporates the commodities market, the capital market and the labour market to analyze the paths by which current account deficits trigger financial crises. Based on the realities of the sample countries, this book discusses the factors which gave rise to the current account imbalances in developing and developed countries respectively, and compares the path by which current account deficits trigger financial crises in developing economies with that of the developed economies. A variety of statistic methods including the logit model, recursive unit root test and cointegration test were also used to investigate the sustainability of current account imbalances and the probabilities of current account deficits triggering financial crises. Based on the intertemporal analysis, and by fully considering the nature, risks and sustainability of the current account imbalances, this book reached the following conclusions:

As to the differences between the path by which current account imbalances trigger financial crises in developing countries and the path by which current account imbalances trigger financial crises in developed countries, firstly, the fundamental cause of current account imbalances and financial crises for both developing and developed countries lies in the imbalance of the domestic economy. Nonetheless, developing countries are more susceptible to sudden stops of international capital flows caused by financial turbulences originated in developed countries. In addition, their fixed exchange regimes also make their currencies vulnerable to speculative attacks. Secondly, when current account deficits become unsustainable, developed countries are generally capable of retrieving their investments abroad to improve their balance of payment situation. In addition, investors sometimes even increase their holdings of treasury bonds of the developed country during the crisis out of flight-to-quality motive. On the contrary, developing countries have relatively weaker economic

fundamentals and are more vulnerable to capital flow reversals. Thirdly, most developed countries do not find it difficult to attract sufficient funds to finance their current account deficits, whereas developing countries suffer from the lack of means to finance their current account deficits. This disparity in the ability to raise finance is reflected in the fact that the duration of current account deficits in developing countries are generally much shorter than of the developed countries. In addition, the debts which developed countries borrow to offset their current account deficits are often denominated in their own currencies, whereas debts of developing countries are often denominated in international currencies such as the dollar. When capital flow reversal and drastic currency depreciation take place, this would cause the developing countries' debt burden to expand exponentially.

With regard to the reason of current account deficits triggering financial crises. From a theoretical perspective, wealth effect and price effect are the main channels through which a country's internal and external balances are affected. When the wealth effect overwhelms the price effect and currency appreciation leads to a widened current account deficit, the probability of a financial crisis is significantly higher. The result of the empirical analysis shows that the continuing deterioration of the current account deficit and depressed GDP growth are the main causes of financial crises.

As to the question of whether all current account surpluses are good imbalances, although current account surpluses can lead to increase in foreign exchange reserve and improve a country's ability to deal with financial risks, not all surpluses qualify as good imbalances. Persistent current account surpluses can lead to upward pressure on domestic currency, impairment of the effectiveness of monetary policy, and increase trade frictions, additional costs of managing foreign exchange reserves, unsound economic structure and eventually the accumulation of financial risks. In order to sustain a



persistent current account deficit, a country not only has to satisfy internal requirements including a reasonable industrial structure, an effective saving-investment transmission mechanism, a stable political environment, a sound exchange rate regime as well as adequate foreign exchange reserve, but it also has to meet external requirements such as a balanced external debt structure, stable international financial market conditions, and reasonable Foreign Direct Investment Inflows.

Key Words: Current Account Imbalance; External and Internal Economic Imbalances; International Capital Flows; Financial Crisis