

编者按：2009年6月27~28日，由中国国际金融学会、中国银行国际金融研究所和厦门大学经济学院主办，厦门大学经济学院金融系承办的“世界金融危机与国际金融发展”论坛暨《国际金融研究》杂志理事单位年会在厦门大学举行。《国际金融研究》杂志16个理事单位的代表以及近70位国内外金融学者参加了论坛。本次论坛旨在为金融危机的探讨提供学术交流的机会。现将本次会议主要观点综述如下，以飨读者。

“世界金融危机与国际金融发展” 论坛综述

杜朝运 郑瑜

本次论坛与会专家围绕当前国际经济金融形势及对策进行了探讨、交流，论题主要包括如下几个方面。

一、金融危机之反思

厦门大学张亦春认为，世界金融危机最本质的原因是现代金融理念的滥用与对传统金融理念的遗弃。他认为现代金融理念的滥用使得次级贷款的高风险性暴露无遗、使得次级房贷的资产证券化和衍生品链条过长、使得信用评级失真。虽然现代金融学的理论架构和学科理念促进了金融学研究领域的拓展和研究结果的精细化，然而，忽略传统金融理念的现代金融学可能引发更大的危机。传统金融学历史的、逻辑的和联系实际的分析思路能较好地弥补现代金融学的模型化和数理化缺陷。在未来金融学的发展上，大家必须有一个共识：金融学科的发展需要传统金融和现代金融的结合。

中国人民大学赵锡军指出，次贷危机的深层次的原因是长期以来国际经济发展的不平衡。美国过低的国民储蓄率和消费导向的经济发展模式导致大量的贸易赤字和财政赤字；而国内储蓄性金融资源的匮乏，促使美国不得不依靠大量外来的、短期的流动性金融资源支撑其投资与消费的扩张。与之相对应，亚洲新兴市场国家和产油

国则通过不断扩大的出口获得越来越多的外汇，而且大量投资于美元资产，成为弥补美国贸易赤字以及支撑美国投资与消费扩张的资金来源。他认为，只有对症下药才能治病救人。一方面，作为全球经济格局的主导者，西方发达国家，特别是美国，有义务也有能力承担更多的责任。另一方面，作为新兴市场国家的中国，首先应该将自己的事情做好，把国内的经济和金融市场稳定住，尽可能地防止经济出现不必要的波动以及金融市场出现动荡。加强对跨境资金往来的监管，尽可能避免来自外部风险的感染。

国家发展和改革委员会李云林认为，次贷危机的直接原因是高息和房价下跌条件下，大量混合调息抵押集中进入初次利率重置期，导致次贷违约状况的急速恶化；高利率、强美元导致的大量外资流入与混合调息抵押初始低利率相结合，共同推动了高风险次贷的发放，并埋下了次贷风险隐患。次贷危机扩散中，高风险环境导致联邦基金利率对投资的刺激作用失效。因此，利率在无风险或高风险、风险隐蔽或风险暴露的不同环境下，其表现和影响可能大相径庭。

二、国际货币体系和人民币国际化

复旦大学刘红忠认为，对于次贷危机的形成，美国货币扩张难辞其咎。美国扩张货

作者简介：杜朝运，经济学博士，厦门大学金融系主任、教授；郑瑜，厦门大学金融系硕士研究生。

币的目的既不是制造通货膨胀，也不是制造危机，而是为了消除经济周期波动，实现美国经济的平稳增长，同时充分利用美元的国际储备货币的地位“征收”铸币税。在美元主导的国际金融体系下，由于美元供应的持续增加，金融资产价格的上涨必定会使其内在价值与价格相背离，当背离达到一定的程度，危机就会爆发。国际金融新秩序已经成为各方关注和角力的焦点。然而，由于当前的国际金融体系总体上能够反映欧美国家的利益，因此国际金融秩序的变革只能是有限变革，是在现有体系下的利益的再分配，而并非真正的变革。

厦门大学张兰从国际货币契约视角探讨国际货币体系的演变发展。认为现行国际货币体系的最根本属性在于无约束的纯信用本位货币特质。当前全球经济失衡问题正是这种信用货币本位下的储备国道德风险作用的集中表现。她同时对关于国际货币地位形成的“抵押资产契约”说进行评析，并认为未来国际货币体系将通过货币竞争朝着多元化方向发展来克服无约束的信用本位的弊端。

天津财经大学王爱俭认为，随着我国经济的快速发展，人民币国际化问题受到理论界和决策部门的关注。她在对人民币国际化概念进行界定的基础上，通过面板数据计量方法对国际货币影响因素进行了实证分析，并采用比较借鉴的方法回顾了日元国际化历程。接着结合日元国际化的经验借鉴，对人民币国际化与实际汇率以及名义汇率问题进行分析，指出应稳步推进经济金融开放与人民币国际化进程，探索人民币资本账户自由化，为人民币最终走向国际化做好必要的准备。

厦门大学邱崇明通过扩展比较优势理论的框架，以及对日元国际化典型化事实的考察，分析了一国产业竞争力和金融竞争力对该国货币国际化的影响，认为前者是货币国际化的决定性因素；随后运用美元 1993~2008 年国际地位变化的实证分析结果证实了理论预期。他提出的政策建议是：要推进一国货币国际化，关键在于提高本国的产业竞争力，而不仅仅是培育和发展金融市场。

三、利率和货币政策

厦门大学朱孟楠认为，1994 年人民币实行单一汇率制度改革以来，人民币经历了四次升值或贬值阶段。货币当局为了避免人民币汇率的大幅波动对出口以及国内经济的冲击，在外汇市场上进行了积极的干预，同时为了防止由于外汇干预导致国内货币市场的影响，对外汇干预进行了冲销。他首先运用事前和事后外汇市场压力指数来构建外汇市场干预有效性指数模型，然后通过 LS、E-G 协整、ECM 和 State-Space 模型估计模型中的结构参数，测算出外汇市场干预的有效性指数。研究发现，我国外汇市场干预是有效的，并在一些时期内存在干预超调现象。并且货币当局的冲销行为也是部分有效的。

厦门大学郭晔和美国北卡罗莱纳大学蔡宗武在克服原有的以 Kim & Nelson (2006) 为代表的时变系数 (TVP) 模型不足之基础上，运用非参数函数系数工具变量模型，对美联储 1959Q2~2008Q3 间的货币政策利率规则进行了重新测量，结论显示：其一，当前一期联邦基金利率处于较低水平时，利率规则中对通货膨胀的反应系数非常低，甚至接近于零，而对实际产出缺口的反应系数较高；其二，当前一期联邦基金利率处于较高水平时，联邦基金利率对通货膨胀的反应系数骤然升高，甚至有反应过度之嫌，而对实际产出缺口的反应系数较低。在利率从低位到高位的变化中，美联储的货币政策规则变化幅度过大，如此的利率规则会对经济产生很大的冲击，由此经济金融体系可能不堪一击。

厦门大学黄飞鸣认为，信贷和资产价格的繁荣萧条周期，在自我实现机制和金融加速器机制下，会导致金融风险的积累和金融失衡，金融失衡多以金融危机的方式释放。这种繁荣萧条周期与不当的货币政策有紧密关系。奉行“规则优于相机抉择”和以显性的或隐性的通货膨胀目标为最终目标、以利率为操作规则为最大特征的现行货币政策框架对此表现的是宽容和无奈。与多数学者试图把资产价格纳入现行货币政策框架下的目标体系中的主张不同，他提出一个兼具总量

与结构的复合调控特征的贷款准备金政策主张，构建模型来说明贷款准备金政策对资产价格的调控和对货币区内成员货币政策独立性的保持。

厦门大学郑鸣通过建立模型来测算分析外汇干预对国内货币市场均衡的影响，然后采用 VAR 模型研究货币市场失衡与干预力度以及货币政策的关系。研究发现中国利率上升是引起人民币升值的主要原因，且利率政策在调控国内货币市场失衡方面的效果并不好。同时我国货币政策在货币发行方面的独立性较弱而在利率政策方面独立性较强。

四、对策与措施

上海财经大学金洪飞以 1998 年 1 月至 2008 年 10 月的月度数据为样本，通过计量模型研究了我国 FDI 流入的影响因素，认为国际金融危机可以通过影响中国股市市值、人民币汇率、中国的商品出口以及全球流动性，而间接地对中国 FDI 流入产生不利影响，最后提出了避免和减少国际金融危机对中国 FDI 产生不利冲击的对策措施。

厦门大学李晓峰运用 ADF 检验、协整关系检验、广义脉冲响应函数对我国居民消费、财政支出与人民币汇率进行实证检验，并分析了三者之间相互作用的机理。基于实证结果，她认为在我国受国际金融危机冲击，外需大幅减少的背景下，积极的财政政策可以有效的扩大内需、刺激消费；保持人民币汇率的稳定，既有助于刺激消费，又不对出口造成负面影响。从而在促进经济增长模式转换的同时，实现经济的可持续发展。

厦门大学李子白回顾了各国为抗击国际金融危机带来的流动性干涸与信心丧失这两个最大恶果而推出的各项救市政策及其特点，总结了各国救市政策的重要经验，并提出了国际救市政策需要进一步研究解决的若干问题，包括国家干预与利伯维尔之争、金融稳定与道德风险与合作救市与各自为陈等。

厦门大学许文彬针对当前国际金融危机中的金融风险分摊构建了一个序贯博弈模型，并据以考察和预测了危机中的风险分摊状况。他首先构建一个两市场模型，并考察了单次博弈下的静态

均衡；其次引入学习机制和创新机制将两市场模型改造为跨期模型，并在序贯博弈的框架下讨论了动态金融风险分摊的机理、状态和趋向；最后运用该模型及其相关结论对此次国际金融危机中金融风险的跨国分摊状况进行了实际考察。

五、国际收支与外汇储备管理

武汉大学江春通过对相关资料的对比分析发现：导致中国经常帐户失衡的根源是中国宏观收入分配的失衡，即政府收入和企业收入占 GDP 的比重过高且不断上升，而居民收入增长率长期低于 GDP 增长率且居民收入占 GDP 的比重不断下降，因此，如果不从根本上解决中国的收入分配失衡问题，则中国的经常帐户失衡状况还将持续下去。这意味着，解决中国经常帐户失衡问题的关键并不在调节经常帐户本身，而是要在制度改革上有重大突破，即通过“对个人放权让利”以从根本上解决中国的收入分配失衡问题，并以此形成真正的市场机制。

厦门大学元惠萍认为，自 2008 年 9 月美国金融危机爆发以来，中国是否应该继续购买美国国债成为热议话题。她认为问题不在于该不该买，而是如何买。在分析了宏观经济背景和美国国债在中国及海外持有状况的基础上，论述有条件购买美国国债的正当性，然后从两方面考察中国购买美国国债的可能安排。一方面从微观着手，通过美国国债在技术细节上的设计来维护海外债权人利益；另一方面从宏观着想，借美国国债海外推销之际建议美国在多方面有所作为。大处着想，小处着手，符合两国乃至世界的利益。

湘潭大学谭燕芝基于向量自回归模型，运用协整检验、格兰杰因果关系检验、脉冲响应函数检验等方法研究了中日两国的外汇储备，研究表明：（1）中日两国外汇储备都与进出口总额、汇率、经济总量存在着长期均衡关系。（2）日本外汇储备对上述三个变量的变化更为敏感，弹性较大，这与日本央行干预外汇市场、近年来日本经济疲软等因素有关。（3）强制结售汇制度对中国外汇储备规模有重要的影响作用。

福建金融职业技术学院周江银认为，一方面我国外汇储备管理要扩大内需，主动控制外汇储

备规模的快速增长，减少对外汇储备管理所带来的压力；另一方面，在既定的外汇储备规模下，要在中长期努力实现币种多元化，渐进地增量减持美元资产，多元化合理利用外汇储备，发挥国家外汇储备的积极作用，认为人民币国际化是最终解决中国外汇储备管理问题的长期策略。

厦门大学喻海燕认为外汇储备规模的增多，对各国外汇储备管理目标、管理策略和投资方式等都产生了一定影响。基于追求储备管理收益性目标的考虑，近年来各国政府纷纷对本国外汇储备投资采取更加积极的态度。但全球金融危机的爆发给各国储备资产积极投资与管理带来一定的影响和损失，国际资本投资环境趋于恶化。

六、金融机构、金融市场和金融监管

中国银行国际金融研究所宗良就金融危机背景下的银行业发展趋势进行了分析，认为全球金融危机对我国银行业的启示是：金融创新的同时应加强金融监管、应健全银行内部风险控制体系、应审慎海外监管、应稳步推进综合经营、银行经营模式将趋于传统、外资银行发展与准入将更为严格以及监管的范围要严格界定。

南开大学李志辉通过大量图表数据回顾了国际银行业的发展，认为次贷危机的发生对国际银行业造成了重创，究其根本原因是美国在金融自由化的发展中，忽视道德风险和金融监管过度放松所致。因此，危机后国际银行业监管模式如何发展与改革尤为重要，一个适当的监管强度对银行业及经济的健康发展具有重要作用。并认为未来银行业的发展趋势是：暂时国有化、更大更全、去杠杆化、市场回归基本面和监管的加强趋势。

厦门大学陈国进采用 2005 年 7 月 25 日至 2008 年 12 月 31 日的上证综合指数与美元兑人民币的对数收益率的日数据，通过建立 DCC-MGARCH 模型考察我国股票市场与银行间外汇市场的动态相关性，建立 BEKK-MGARCH 模型考察两市场波动率之间的溢出效应。实证结果表明，我国股市与汇市存在内在的动态关联；两市场波动率之间存在溢出效应，但是这种溢出效应是不对称的，汇市波动向股

市溢出不仅具有短期性，而且具有持久性，但股市波动向汇市的溢出主要体现在短期性上。

中南财经政法大学周先平、冀志斌运用全球 709 家海外子银行的数据，采用三阶段 DEA 分析法，剔除环境和随机因素的影响，计算了这些银行（包括 10 家中国海外子银行）的综合效率、纯技术效率和规模效率，随后对商业银行海外子银行经营效率的影响因素进行面板数据分析，最后对中国海外子银行的设立以及经营管理提出了一些建议。

厦门大学郑鸣尝试采用市场信息法，利用银行股票价格所包含的信息估计银行发生财务困境的概率，并以国内上市银行为例，运用 CAPM 和 GARCH 模型估计了 2003 年 1 月至 2009 年 3 月银行财务困境发生的概率，实证结果表明市场信息法能够提前对银行体系的风险做出反应，这在一定程度上弥补基于会计信息评估银行稳定性方法的不足。他还进一步运用因子分析法、OLS 和 E-G 协整方法研究影响我国银行发生财务困境概率的宏观因素，发现信贷的快速增长、通货膨胀、利率的提高增加了商业银行的不稳定性，经济的稳定增长提高了银行的稳定性，而外汇储备的增长和国内消费对商业银行的稳定性影响不显著。

厦门大学赵华运用 VAR-MGARCH 模型研究了上海、香港、东京、纽约四大股市自亚洲金融危机至美国次贷危机期间的风险传染关系，研究表明：跨区套利无法在上海股市进行使其不具备均值风险传染效应，但“季风效应”又使上海股市向外溢出波动风险；香港发达的虚拟经济产业使其股市完全暴露在国际风险传染路径上，并表现为均值与波动风险的双双输入的特征；日本奉行的扩张型政策使东京股市成为均值与波动风险的传递链条，而美国以其世界经济霸主的地位，使纽约股市成为国际资本市场风险传染的发源地。

（责任编辑：刘墨海）