

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15720071150796

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

美国金融危机的国内传导

——基于实体经济和虚拟经济的视角

The Domestic Transmission of the U.S. Financial Crisis

——Based on the Perspective of Real Economy and
Fictitious Economy

赵 阳

指导教师姓名: 庄 宗 明 教授

专业名称: 世 界 经 济

论文提交日期: 2 0 1 0 年 4 月

论文答辩日期: 2 0 1 0 年 月

学位授予日期: 2 0 1 0 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010年4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

2007 年次贷危机爆发以后，不仅仅美国经济严重滑坡，而且危机通过各种传染渠道向外扩散，使得世界上其他国家的经济也遭受到了沉重的打击。于是，这场爆发于美国的次贷危机迅速演变成一场全球性的金融风暴。可见，危机在美国国内的演进是向全球扩散的基础，所以研究危机在美国国内是如何传导的就显得非常必要。

本文首先在第一章回顾了当前研究金融危机传导的文献。文献综述主要包括两个部分。一部分是金融危机传导的一般性研究，另一部分是针对美国金融危机传导的专项研究。通过回顾，本文发现，当前研究美国金融危机传导的方法多种多样，但从实体经济和虚拟经济的视角来研究美国金融危机传导的文章并不多见。所以本文接下来的研究都是基于实体经济和虚拟经济的框架来进行的。

第二章首先分析了虚拟经济的不同定义方法，并从广义和狭义两个方面对虚拟经济进行了定义。进一步地，本文将对虚拟经济的研究限定在狭义虚拟经济的范畴以内。接着，本文分析了虚拟经济和实体经济的关系。最后，本文从投资和消费两个方面分析了虚拟经济影响实体经济的作用渠道。

基于以上的讨论，本文认为，实体经济是虚拟经济的基础。房地产市场是一个联系了实体经济系统和虚拟经济系统的市场，所以研究美国金融危机的传导就应当从房地产市场分析。因此第三章首先分析了美国房地产市场的构成和发展，接着探讨了住房抵押贷款市场和住房抵押贷款证券化市场的发展和变化，最后分析了美国金融危机的触发。

第四章紧接第三章，分析了美国金融危机在虚拟经济内部的传导。首先，文章分析了金融危机在美国资本市场上的传导；其次，文章分析了危机在借贷市场上的传导；最后，文章针对危机在虚拟经济内部的传导得出了一些简单的结论。

第五章在以上分析的基础上，探讨了危机从虚拟经济向实体经济的传导机制。由于消费、投资和贸易是拉动经济的三驾马车，所以文章分三个层次分别探讨了危机从虚拟经济向实体经济的传导。

最后，本文进行了总结回顾，并提出了一些结论。

关键词：金融危机；实体经济；虚拟经济

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

After the subprime loan crisis broke out in 2007, not only the economy of U.S. declined seriously, but the economies of other countries suffered a heavy blow because of contagion. Thus, the subprime loan crisis originating from U.S. quickly turned into a global financial crisis. So we can see that the evolution of the crisis in the United States is the source for the global spread, and it's very necessary to study how the crisis evolved in U.S.

The first chapter reviews the current research literature of the financial crisis. Literature review includes two parts. The first part is the general study of the financial crisis; the other is the special study of the U.S. Financial Crisis. Currently, there are various methods researching the transmission of the U.S. financial crisis. However, only a few articles have conducted similar investigation from the perspective of the real economy and the fictitious economy. The following parts indicate the framework of the real economy and the fictitious economy.

The second chapter firstly shows the different definitions of the fictitious economy, and then we define the fictitious economy from the broad aspect and the narrow aspect. Further, the fictitious economy in this study will be narrowed down to the scope of the narrow sense. Then we analyze the relationship between the fictitious economy and the real economy. Finally, we analyze the channels from which the fictitious economy can affect the real economy, both from the aspect of consumption as well as the aspect of investment.

According to the above discussion, this paper argues, the real economy is the basis of the fictitious economy. The real estate market connects both the real economic system and the fictitious economic system, so we should begin the study of the evolution of the U.S. financial crisis from the real estate market. The third chapter first analyzes the composition and development of the U.S. real estate market, and then discusses the development and changes of the mortgage market and the mortgage securitization market. At last, the chapter shows how the U.S. financial crisis triggered.

Immediately after the third chapter, the fourth chapter argues the evolution of the U.S. financial crisis within the scope of the fictitious economy. First, the article analyzes the evolution of the financial crisis in capital markets of U.S.; Secondly, the

article analyzes the evolution of the crisis in the lending market; at last, the chapter draws some simple conclusions according to the evolution of the crisis within the scope of fictitious economy.

Based on the above analysis, Chapter Five analyzes how the crisis transmitted from the fictitious economy to the real economy. Consumption, investment and trade are troika to promote economy, so the article analyzes the transmission mechanism from three aspects.

Finally, this article gives a summary and some conclusions.

Key Words: Financial crisis; Real economy; Fictitious economy.

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与意义	1
一、研究背景.....	1
二、研究意义.....	2
第二节 国内外研究现状	3
一、金融危机的国际传导.....	3
二、美国金融危机的传导.....	8
三、简要评论.....	12
第三节 研究方法与创新点、难点	13
一、研究思路和框架.....	13
二、本文所使用的分析方法.....	13
三、创新点和难点.....	13
第二章 虚拟经济对实体经济的作用及影响渠道	15
第一节 虚拟经济定义	15
一、不同学者的研究.....	15
二、简要评论.....	18
第二节 虚拟经济与实体经济的关系	19
一、实体经济是虚拟经济的基础.....	19
二、虚拟经济反作用于实体经济.....	20
第三节 虚拟经济对实体经济的作用渠道	23
一、虚拟经济对消费的作用机制分析.....	23
二、虚拟经济对投资的作用机制分析.....	24
第三章 美国房贷市场的发展及金融危机的触发	27
第一节 美国房地产市场的组成和发展	27
一、房地产市场的参与者.....	27
二、房地产的种类.....	30
三、美国房地产市场的发展.....	31
第二节 住房抵押贷款	35
一、住房抵押贷款简介.....	35
二、次级住房抵押贷款.....	35
三、住房抵押贷款市场的基本架构.....	36
四、住房抵押贷款的发展.....	38
第三节 住房抵押贷款的证券化	40
一、抵押贷款支持证券（MBS）的参与者	41
二、抵押贷款支持证券的基本类型.....	42
三、住房抵押贷款支持证券的发展和变化.....	44
第四节 美国金融危机的触发	46
一、美国房地产市场泡沫的形成.....	46

二、房地产市场泡沫的破灭.....	47
第四章 危机在虚拟经济内部的传导和深化.....	48
第一节 资本市场上的危机传导	48
一、抵押贷款证券化引起的风险转移.....	48
二、资本市场上的危机传导.....	52
第二节 借贷市场上的危机传导	60
一、借贷市场上危机的表现.....	60
二、借贷市场危机传导的机理.....	61
第三节 虚拟经济内部危机传导的一些结论	63
一、虚拟经济与风险的大小.....	64
二、虚拟经济内部的系统性风险.....	64
三、危机在虚拟经济内部不同市场传导的先后顺序.....	64
第五章 美国金融危机由虚拟经济传导至实体经济.....	65
第一节 虚拟经济领域危机对消费的冲击	65
一、金融危机以后消费的变化.....	65
二、虚拟经济危机对消费的影响渠道.....	66
第二节 虚拟经济领域危机对投资的冲击	70
一、金融危机以后投资的变化.....	70
二、虚拟经济危机对投资的影响渠道.....	72
第三节 虚拟经济领域危机对贸易的影响	75
一、金融危机以后贸易的变化.....	75
二、虚拟经济危机对贸易的影响渠道.....	77
第四节 危机从虚拟经济传导至实体经济的一些结论	78
一、对美国 GDP 的总体影响.....	78
二、需要注意的一些问题.....	79
全文总结.....	81
参考文献.....	83
致 谢.....	87

CONTENTS

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Background and Significance	1
1.2 Research at home and abroad	3
1.3 Research Methods and Innovation, Difficulty.....	13
Chapter 2 Effect and Impact of Channels of Fictitious Economy on the Real Economy	15
2.1 Definition of the Fictitious Economy	15
2.2 Relationship between Fictitious Economy and Real Economy	19
2.3 Impact Channels of Fictitious Economy on the Real Economy.....	23
Chapter 3 Development of U.S. Mortgage Markets and Trigger of the Financial Crisis	27
3.1 Composition and Development of the U.S. Real Estate Market	27
3.2 Mortgage Loans.....	35
3.3 Securitization of mortgage loans.....	40
3.4 Trigger of U.S. financial crisis.....	46
Chapter 4 Evolution of the U.S. Financial Crisis within the Scope of the Fictitious Economy	48
4.1 Evolution of the Financial Crisis in Capital Markets of U.S.....	48
4.2 Evolution of the Crisis in the Lending Market	60
4.3 Some Conclusions according to the Evolution of the Crisis within the Scope of Fictitious Economy	63
Chapter 5 Transformation of the U.S. Financial Crisis from the Fictitious to the Real Economy	65
5.1 Impact of the Crisis on Consumption within the Scope of Fictitious Economy	65
5.2 Impact of the Crisis on Investment within the Scope of Fictitious	

Economy.....	70
5.3 Impact of the Crisis on Trade within the Scope of Fictitious Economy	75
5.4 Some Conclusions according to the Evolution of the Crisis from the Fictitious to the Real Economy	78
Conclusion	81
References.....	83
Acknowledgement.....	87

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 导论

第一节 研究背景与意义

一、研究背景

2007年2月13日，美国抵押贷款风险开始浮出水面：汇丰控股为在美次级房贷业务增18亿美元坏账拨备，美最大次级房贷公司Countrywide Financial Corp减少放贷，美国第二大次级抵押贷款机构New Century Financial发布盈利预警。紧接着，2007年3月13日，New Century Financial宣布濒临破产。此时，美股大跌。其中，道琼斯指数跌2%、标准普尔指数跌2.04%、纳斯达克指数跌2.15%。此后，美国五大投行中的贝尔斯登破产，雷曼兄弟公司清盘，有着94年历史的美林又被收购。并且，房利美和房地美两大房贷融资巨头被政府接管。美联储前主席格林斯潘认为，“次贷危机”使美国陷于“百年一遇”的金融危机中。金融大鳄索罗斯也认为，“次贷危机”是第二次世界大战以来60年内最严重的金融危机，是美元作为世界货币时代的终结。

美国次贷危机不仅仅使得美国遭受了惨重的损失，世界上几乎所有的经济体也都难逃衰退的命运。其中，日本的四大银行——三菱UFJ、瑞穗金融集团、三井住友和住友信托银行2007至2008财年次贷相关亏损预计达47亿美元，约合其预期利润的近30%。2008年第4季度，日本国内生产总值按年率计算实际下降12.7%，是自1974年第一季度下滑13.1%以来的最大季度降幅；此时日本经济已经连续三个季度负增长。就欧洲来看，从2008年9月开始的一两周时间里，比利时与荷兰合资的富通银行(Fotis)、比利时与法国合资的德克夏银行(Dexia)、德国的许珀地产融资抵押银行(Hypo Real Estate AG)、英国的布拉德福德—宾利银行(Bradford & Bingley)等欧洲著名金融机构纷纷告急，导致欧洲多国政府不得不联手拯救。^①就中国来看，金融危机导致以外贸为主的出口类型制造业出现倒闭潮；钢铁、食品、航空、地产等多个行业出现企业破产巨亏现象；经济增长放缓，GDP增速跌至个位数。

^①张明. 美国次贷危机的深化及中国的对策, 国际经济评论, 2008, 11.

面对金融危机，各国都采取了相应的救济措施。美国政府 2008 年 10 月推出 7000 亿美元金融业救援计划；2008 年 12 月向汽车业提供援助贷款；2009 年 2 月又通过了奥巴马的 7870 亿美元经济刺激计划，通过一揽子刺激措施为美国新增 350 万个工作岗位，提振经济；2009 年 4 月 3 日，美国参议院通过了 3.5 万亿美元的联邦预算案，其中 2010 年的预算赤字将达到 1.2 万亿美元。日本在 2008 年 8 月底公布第一个经济刺激方案，应对全球石油和其他资源价格高企问题；2008 年 10 月，出台一个总额 27 万亿日元的经济刺激方案，包括扩大对小企业贷款和向民众贴现刺激消费；2008 年 12 月公布 2550 亿美元经济刺激方案，包括刺激就业、鼓励贷款和为金融市场注资。2008 年 10 月 15 日，欧洲央行、英格兰银行和瑞士央行宣布联手向金融机构注资 2540 亿美元，这是欧洲多国央行为纾解金融市场流动性紧张局面而出台的“无限额”注资计划的第一个举措。而爱尔兰在未与其他欧元区国家及英国充分沟通的情况下，贸然提出为自己国内六大主要贷款商的所有负债提供保险的激进举措，导致其他国家储蓄存款大量流入该国银行系统，被其他欧洲国家指责为重新挑起了“以邻为壑”的单边政策。受巨额外债所困，冰岛甚至陷入了国家破产的边缘，该国在病急乱求医的情况下甚至向俄罗斯申请贷款，这被欧盟国家视为是对欧盟现有经济政治格局的一大冲击。面对危机，中国也提出实行积极财政政策和适度宽松货币政策；出台扩大内需十项举措，推出四万亿经济刺激计划，提振救市信心；提高出口退税，优化出口结构。2009 年 4 月开始的 G20 金融峰会上，20 国集团领导人已经就 1.1 万亿美元的经济刺激计划达成一致，包括 2500 亿美元的特别提款权(SDR)；同时在这次会议上，美元地位遭到前所未有挑战：中国、欧盟、俄罗斯等交替发声，呼吁改革以美元为主导的国际货币体系，终结美元独霸时代。

那么，这次金融危机的影响为什么这么深远？世界上各个国家都采取了较为积极地措施来防止危机的进一步恶化，危机为什么仍然尚未得到非常有效的控制？要弄清这个问题，就先要明白金融危机在美国国内究竟是通过什么渠道，以什么样的方式传导的，而这正是本文要着力研究的内容。

二、研究意义

(一) 现实意义

首先，金融危机传导是有关危机研究中的一个重要侧面，我们能够以此为切入点，观察到危机的几乎各个层面，无论是危机的潜伏阶段、爆发阶段，还是经济的恢复阶段都是通过传导来实现的。^①

其次，当前金融危机尚未见底，各国都仍在采取进一步的措施来防止危机的恶化。弄清楚美国危机的传导机制和传导路径，无疑对理解当前各国采取的措施的原因和效用会有所帮助。

再次，在经济全球化和金融全球化的背景下，中国也不能在世界性的危机中独善其身。因此，弄清楚美国金融危机的传导机制对于分析危机对于中国的启示作用是大有裨益的。

（二）理论意义

首先，实体经济与虚拟经济的关系一直是经济学界讨论的热门话题，通过分析这次美国金融危机在实体经济与虚拟经济之间的传导机制，可以在一定程度上对当前已经有过的危机传染模型进行检验。

其次，弄清楚美国金融危机在实体经济与虚拟经济之间的传导机制，对于分析虚拟经济的合理规模，研究引导资本的合理流向，以及如何构建一个更为合理的风险预警系统和风险防范模型这些问题具有重大的意义。

第二节 国内外研究现状

一、金融危机的国际传导

国际间的危机传导包括两个层面：接触性传导和非接触性传导。前者是指一国发生的危机恶化了另一国的微观经济基础，从而导致另一个国家发生危机，也叫做波及效应的传染，或溢出效应的传染（spillover effects）。后者是指一国的危机在没有恶化另一国微观经济基础的前提下，导致了另一国的危机。

（一）接触性传导

接触型传导的渠道包括三个方面：贸易渠道、金融溢出效应渠道和产业联动效应。

1. 贸易渠道

^①李小牧等. 金融危机的国际传导：90 年代的理论与实践，中国金融出版社，2001.

贸易渠道是指,一国的危机恶化了另一个与其贸易关系密切的国家的经济基础,从而导致危机。这里可以分为两种情况“贸易伙伴型”和“竞争对手型”。Echengeen et al(1996)和 Gerlach & Smats(1994)的研究均表明,危机在国际间的传递是因为危机发生国家之间存在较为密切的贸易政策,危机初始国与传入国贸易关系越紧密,危机的传递越有可能。Glick & Rose(1998)也用实证研究表明贸易联系能够很好地解释危机传染。这些研究和实证模型都验证和说明了金融危机国际传染中的“贸易溢出效应”。Tatsuyoshi(2000)验证了IMF所提供的亚洲金融危机可能的五个原因,结果证明与第一个受损国有联系的贸易国家较容易受到侵害。

2. 金融溢出效应渠道

金融联系渠道是指,一个市场由于危机而导致的非流动性从而促使另一个与其有金融关系密切的市场发生非流动性,包括银行系统的传染、流动性需求效应和资产组合效应等。

由于金融全球化的发展,国际金融市场上的银行间多边支付清算系统把系统内的所有银行都联系在一起,造成了相互交织的债权债务关系,一家银行造成的微小的支付困难就有可能酿成全面的流动性危机,一国银行体系的危机通过清算系统会被迅速地传递到其它国家。Kaminsky & Reinhart(2000)提出了共同贷款人效应,认为当某国发生金融危机后,共同贷款人(某发达国家的商业银行)往往会大幅收缩与此国经济结构相似的其他国的贷款,拒绝展期或延长任何已到期限的贷款,并撤回高风险项目的资金。导致这些国家同时发生银行危机和货币危机。在一国内,信息的外部性(information extemalities)以及银行同业市场上银行间的借贷关系,使得一家银行因流动性危机而破产得以在银行间传染。弗雷克萨斯等(Freixas et al., 2000)提出,消费者消费地点的不确定性使得银行面临突如其来的流动性需求。银行同业市场能以较低成本满足这种需求,但也会使得流动性问题或银行倒闭在银行系统间传染。达斯古塔(Dasgupta, 2004)认为流动性冲击出现后,高提取区域的银行(债务人)会从低提取区域的银行(债权人)借款。这意味着债权人银行将来的收益是债务人银行经营绩效的函数,这种溢出效应使得银行之间的传染成为可能。

就流动性渠道而言,Goldfajn & Valdes(1997)认为,当一国发生时,金融机构被迫向退出投资者提供货币,金融机构在一个市场上面临流动性问题,金融

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库