

美国金融危机的深层次原因分析

蔡祥锋 蔡青青

(新疆财经大学金融学院 乌鲁木齐 830012)

【摘要】 本文结合美国及世界经济的现实情况,从全球经济失衡和金融脆弱性的角度分析了本次经济危机的深层次原因,并通过构建动态模型阐释了全球经济失衡对美国的外部冲击及金融内在脆弱性对美国资产的价格和风险水平的影响。

【关键词】 经济失衡 金融 杠杆化

一、全球经济失衡和金融脆弱性的界定

关于全球经济失衡的定义,国际货币基金组织总裁罗德里戈·拉托的解释是:美国经常项目庞大的逆差对应着其他一些经济体,尤其是亚洲新兴经济体较大的经常项目顺差。澳大利亚储备银行行长Macfarlane(2005)认为经济失衡是国际收支失衡。欧洲央行前首席经济学家Issing(2005)指出失衡体现在贸易失衡和金融失衡两方面。除此之外,全球经济失衡还包括金融经济和实体经济的失衡。

本文对全球失衡的定义是,全球外汇储备体系的失衡,尤其是新兴市场国家的巨额外汇储备和美国庞大的经常项目逆差之间的关系,这种失衡导致了大量寻求保值、增值的外国资本源源不断地涌入美国。这种失衡得以维系却又与当今以美元为主导的国际货币体系有关,在美元霸权的基础上,美国可以通过美元贬值和滥发货币来维持其“双赤字”和经济的增长。这一方面使美国储蓄率低下、过度负债的消费模式得以长期维持;另一方面使得其他国家持有的美元储备不断上升,而这些储备为了达到保值、增值的目的,大都以美元证券尤其是美国国债的形式流回美国,这在一定程度上推动了次级贷款支持证券市场的泡沫。

有关金融脆弱性问题的系统研究始于1982年,美国经济学家明斯基首先提出了“金融脆弱性假说”,深入研究了银行体系脆弱性的问题,认为金融脆弱性来源于其高负债经营。克瑞格(1997)从银行角度,提出了“安全边界说”推理,认为银行不恰当的评估方法是导致信贷市场脆弱的主要原因。1997年亚洲金融危机之后,学术界对金融脆弱性的研究又深入到了汇率制度、资产价格、对外负债、银行的不良资产和资本充足率、外国投资、金融自由化以及道德风险等各个层面。

本文界定的金融脆弱性指的是金融资产价格通过信用杠杆的放大效应而产生的不确定性和波动性。杠杆化使金融资产价格严重背离其内在价值,过高的杠杆比率使金融机构的经营处于高风险状态下。在不确定性的条件下,杠杆化积聚了巨大的市场风险。当宏观经济状况发生逆向变化时,人们的预期就会改变,例如市场某一不良事件使人们预期得以实现时,市场信心就会迅速下降,高杠杆化带来的风险就会不断释放,

金融市场就会从高杠杆带来的流动性过剩转变为低杠杆带来的流动性枯竭。

二、内外双重冲击下的美国金融危机的演进过程

这里的外部冲击指的是国外资本流入对美国资本市场均衡水平的影响,内部冲击指的是金融脆弱性,即美国金融产品证券化和杠杆化带来的风险。

本文通过三个时期的划分以及国外资本对美国资产需求转变来说明本轮经济危机的演进过程:第一个时期为良性冲击期间(2006年以前),这个时期国外资本流入对资产需求的增加,一方面推动了资产价格的上涨,一方面降低了风险溢价和利率水平。因为,持续稳定的资本流入保证了市场资金供应的充足性和稳定性。第二个时期(2006年),国外对美国债务性金融产品的需求增加了国内金融机构的杠杆化均衡水平。为了适应这种需求,美国金融部门不断推出各种债务性的创新金融产品,这也是掀起美国证券化浪潮的原因之一。第三个时期,恶性冲击期间(2006年后),随着债务性的创新金融产品风险的不断积聚,国外资本的流入已经由良性转变为恶性;资本流入高风险金融产品的不良冲击和高杠杆化引起了风险溢价的上升和经济低迷的放大。

1. 金融危机的全球经济失衡分析(外部冲击)。这部分主要从国外资本流入角度出发,分析在全球经济失衡背景下,过多的外国资本涌入是如何影响美国资产市场的均衡水平的。

首先,我们假定美国所有的金融机构为单一整体,在连续的时间 t 上,其所拥有的资产单位时间能产生 X_{td} 的现金流,我们建立如下等式:

$$dX_{td}/X_{td} = gdt + \sigma dz_t \quad (1)$$

其中: g 和 σ 表示来自抵押贷款、信用卡贷款、汽车贷款等领域的新增的现金流量, dz_t 表示随机变量。为了便于对资产市场均衡进行分析,我们假定这个现金流过程是外生性的,它不受经济体其他变量的影响。设 V_t 为金融机构持有的 X_{td} 现金流的现值。

金融机构只有权益性债务和短期债务两项负债,并且没有破产成本,因为我们的模型是建立在连续时间(和样品的路径)上的。这意味着短期债务是无风险的。国外对美国金融机

构资产的外部需求主要集中于安全债务上。假定国外投资者投资于金融机构的债券有:

$$dX_{tf}/X_{tf} = gdt + (1-\psi)\sigma dZ_t \quad (2)$$

投资者将投资所产生的外部现金流投资于美国的资产。现金流 X_{tf} 与美国的收入完全相关,但在我们的大多数分析中,假定其比美国国内收入更具稳定性,因此, $\psi > 0$ 。另外,我们把 $\psi < 0$ 作为新兴市场国家的情况,那里的资本流动往往会加剧资本的循环。

我们用 B_{tf} 表示外国人持有的美国债券,假定外国投资者将其在美国的投资财富以 ρ 的比率流回国内。用 $C_{tf} = \rho B_{tf}$ 表示资源流回投资者国内的现金流。那么美国外债的动态过程可以用如下等式表示:

$$dB_{tf} = (X_{tf} - \rho B_{tf})dt + r_t B_{tf}dt \quad (3)$$

在整个分析的过程中,我们将假定在时间 t_0 时国外投资者对美国的债务需求开始上升,我们把这作为国外流入的日期。现在让我们分析这种流入是如何影响美国资产均衡水平的。

金融机构的股权所有者是美国国内投资者,他们的最大化权益为:

$$E_t \int_t^\infty e^{-\rho(s-t)} \ln C_{t+s}^d ds \quad (4)$$

他们拥有的在金融机构的所有权价值,或其拥有的权益价值为:

$$W_t = V_t - B_{tf} \quad (5)$$

假设国内投资者拥有财富 W_t 并具有习惯偏好,他消费的财富 ρW_t 为维持现金流,则以下等式必须成立:

$$X_{td} + X_{tf} = C_{td} + C_{tf} \quad (6)$$

其中: X_{td} 是金融机构产生的现金流数额, X_{tf} 是外国投资者在美国投资所获得的现金流数额; C_{td} 是美国国内投资者的消费数额, C_{tf} 是国外投资者流回国内的数额(即现金流出),在基于消费品市场出清条件下,可以将(6)式表示为:

$$X_{td} + X_{tf} = \rho W_t + \rho B_{tf} \quad (7)$$

$$W_t = W_{td} / \rho + (X_{tf} - \rho B_{tf}) / \rho \quad (8)$$

联立(5)和(8)可得金融机构持有的资产的价值现值为:

$$V_t = (X_{td} + X_{tf}) / \rho \quad (9)$$

为此,由上述(1)到(9)方程式我们知道,当国外资本对美国无风险资产的需求增加时,会使其投资的现金流 X_{tf} 增加,从而会增加美国风险资产以及金融财富 W_t 的价值,但当外国人持有的美国债券 B_{tf} 不断增加时,又会降低美国金融财富的价值。

假设中国在初始开始投资美国的债务,使得 X_{tf} 的现金流为正流入。在短期内,中国资本的流入会推高美国资产和国内金融财富的价格。这解释了为什么美国的资产价值在外部需求的早期阶段得到了上升。Caballero等(2008)也强调了这一资产需求效应。

外部资本流入在推高美国资产价格的同时,也会影响到美国的利率水平,由于投资者可自由购买金融机构的股权或债务,因此利率必须满足美国国内投资者的边际价格条件(欧拉定理),在基于投资者消费的基础上,利用资产定价原理可

以得到利率:

$$r_t = \rho + E_t(dct/ct) - \text{Vart}(dct/ct) \quad (10)$$

由于美国国内投资者具有习惯偏好和财富 W_t ,因此:

$$C_t = \rho W_t \quad (11)$$

然后,我们可以通过计算 $E_t[dct/ct]$ 和 $\text{Vart}[dct/ct]$ 找到均衡的利率水平。在计算均衡利率前,我们定义美国金融机构的国外债务与资产的比率(杠杆)为:

$$b_{tf} = B_{tf}/V_t = \rho [B_{tf}/(X_{tf} + X_{td})] \quad (12)$$

国外对美国国内资产的需求比率为:

$$x_{tf} = X_{tf}/(x_{tf} + X_{td}) \quad (13)$$

$$E_t(dW_t/W_t) = \rho x_{tf}^f \quad (14)$$

$$\text{Vart}(dW_t/W_t) = \sigma^2 [1 - (1 - \psi x_{tf}^f)^2 / (1 - b_{tf}^f)] \quad (15)$$

由(14)式和(15)式,可将(10)式进一步表示为:

$$r_t = (\rho + g - \sigma^2) - \rho x_{tf}^f + \sigma^2 [1 - (1 - \psi x_{tf}^f)^2 / (1 - b_{tf}^f)] \quad (16)$$

其中: $(\rho + g - \sigma^2)$ 对应的是在无外国资本流动下的利率,而 $\rho x_{tf}^f + \sigma^2 [1 - (1 - \psi x_{tf}^f)^2 / (1 - b_{tf}^f)]$ 对应的是外资流入对本国利率的冲击效应。第一个效应来自于扩大的财富预期 $E_t[dW_t/W_t]$,当资本流入时,资产需求增加,利率降低。第二个效应来自于预防性的储蓄期 $\text{Vart}[dW_t/W_t]$,当 $\psi > 0$,外部资金流入会降低美国国内资产的波动性,因为外部资金流入比国内的现金流更加稳定,这种效应使得利率上升。

在外国资本流入时,利率的升降取决于方程中的参数。然而,随着时间的推移,预防性储蓄效应会对利率形成向下的压力。当外债不断积聚,风险会通过杠杆 b_{tf} 的增加而恢复。由于外债持有者必须被承诺得到一个固定的报酬,所以当杠杆上升时,国内股权持有者拥有的剩余索取权也变得更具有风险,因此预防性储蓄的上升降低了利率水平。

外资进入尽管对利率变化会产生一些不确定性,但对风险溢价却有明显的效应。让我们考虑一个假设性的资产 i ,它的回报取决于风险因素 dZ_t :

$$dR_t^i = E_t(dR_t^i)dt + \sigma^i dZ_t \quad (17)$$

因此,如果我们将 dZ_t 看做是金融机构持有的抵押贷款的关联风险,那么我们就可以将资产 i 看作是抵押贷款证券。通常情况下,资产的回报是与金融机构拥有的风险相关的。

假设这一资产有零净供给特性,接着我们将考虑 $E_t(dR_t^i)$ 是如何被确定。在边际处,如果某一金融机构购买这一资产,他承担了更多的风险,这将影响美国国内投资者持有的风险水平。因此,预期收益就要补偿美国国内投资者承担的额外风险。由于国内投资者拥有 W_t 的财富,于是我们有:

$$E_t(dR_t^i) - r_t = \text{Covt}(dR_t^i, dW_t/W_t) = \sigma^i \sigma (1 - \psi x_{tf}) / (1 - b_{tf}) \quad (18)$$

2. 金融危机的金融脆弱性分析(内部冲击)。这部分我们以前述分析为基础,从美国金融机构的杠杆化出发,分析美国金融危机的风险溢价效应,由风险溢价等式(18)可知:

如果 $\psi > 0$,国外对无风险资产 X_{tf} 的需求增加,降低了国内资产的风险溢价,但是随着国外杠杆 b_{tf} 的上升,风险溢价水平会增加。

由于 $\psi > 0$,国外资金流入比国内现金流更具稳定性,因此

出口退税政策和汇率变动 对我国出口影响的实证研究

刘若鸿

(中国人民大学财政金融学院 北京 100872)

【摘要】 本文采用2004年1月至2009年1月61个月的1 252类商品的出口数据,将消费惯性理论引入到外贸出口研究之中,定义了出口惯性的概念,并建立相应的模型,分析出口惯性、退税率变化和汇率变化对出口的影响。

【关键词】 出口退税 汇率 出口惯性

2007年,我国外贸依存度已高达60%以上,外贸出口已成为我国国民经济的重要支柱。而出口退税政策和汇率变动作为影响我国外贸出口的两个重要因素,其调整和变动都会对我国整体经济产生重大影响。

我国于1985年4月开始实施出口退税政策,1988年开始实行出口产品零税率,并在1994年1月1日开始施行的《中华人民共和国增值税暂行条例》中规定,纳税人出口商品的增值税税率为零,对于出口商品,免征出口环节增值税,并退还该商品在国内生产、流通环节已负担的税款,使出口商品以不含税的价格进入国际市场。

在汇率制度安排方面,我国于1994年外汇体制改革时建立了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。但仅在1994、1995年升值5%,而在此之后九年间,每年的升值幅度基本都在2%以内,这种较为稳定的汇率对我国的出口贸易

这种稳定效应降低了风险溢价。这是国外资金流入对国内风险溢价的直接效应。这种效应有助于解释为什么美国从2000年开始经历了持续的低风险溢价。

随着时间的推移,外部杠杆不断增长使更多的剩余风险转移到了国内股权持有者身上。这种效应又增加了风险溢价,并且随着时间的推移,变成了推高风险溢价的主要驱动因素。此外,杠杆化也导致了动态的放大效应机制。如果外国资本流入对美国冲击产生负面效应,那么就会使得美国的 X_{td} 和 V_t 下降,有效杠杆 $b_{tf}=B_t/V_t$ 上升。因此,负面冲击效应通过杠杆的作用会导致风险溢价进一步上升。比如,2007年中期美国开始扩大的衰退,我们就可以用这种杠杆乘数效应来解释了。

三、结论和启示

我们已经通过建立动态模型,并结合实际情况说明了全球失衡是如何促进美国资产证券化的繁荣或萧条。国外资本流入美国,一方面推高了美国资产的价格;另一方面,在资产需求增加的效应下,又促使了美国资产供给的增加。这主要体现在美国金融机构安全债务的创造上,他们将抵押贷款汇集并分组形成AAA的优先份额,并对风险贷款进行信用违约保

基本不产生影响,或影响不显著。但从2005年起,我国人民币汇率制度进一步深化改革,在之后的三年多时间里,人民币出现了较快的升值,从国内外的研究和实践来看,这必将对我国的出口产生较大的影响。

正是基于以上原因,出口退税政策和汇率变动对出口影响的研究已经成为我国出口贸易和政策分析研究的一个重要领域。对国际上大多数国家而言,从理论和实践层面都认为出口退税政策应在出口贸易目标方面发挥作用,实行彻底退税原则,基本不存在较为频繁的政策变化,因而也少有此类实证研究。目前国内这一领域的实证研究也比较匮乏,尤其是缺乏定量分析,相关研究多以定性的政策效果预期和政策建议为主。本文结合美国经济学家杜森贝利的“消费惯性”理论,建立模型,通过收集我国2004年1月至2009年1月的相关数据,研究了商品出口额和退税率、汇率变化之间的关系。

险,然后将风险贷款打包形成安全债务。风险贷款经过这一包装就可能使投资者不能充分认识其投资品的风险性,导致投资者的风险预期偏差。当市场恶化时,投资者的风险预期得到调整后,市场信心就会迅速下降,高杠杆化带来的风险就会不断释放,金融市场就会从高杠杆带来的流动性过剩转变为去杠杆带来的流动性枯竭。

通过以上分析,我们也得到了以下的启示:从全球经济失衡的角度出发,我们必须构建新的国际经济和金融体系,打破以美元为主的国际货币体系,加强国际间的经济与金融合作,建立真正和谐、可持续发展的世界经济体系。从金融脆弱性的角度看,我们必须在进行金融衍生品创新的同时,加强对金融创新产品的风险监管。

主要参考文献

1. 巴曙松,李胜利.世界金融体系的重构与中国金融体系的调整.西部论丛,2008;11
2. 吴敬琏主编.比较(第35辑).北京:中信出版社,2008
3. 李若谷.美国次贷危机的走向及对中国经济的影响.国际经济评论,2008;2