

# 非对称金融全球化、次贷危机与 全球新型金融危机

金雪军 王义中

(浙江大学 经济学院, 浙江 杭州 310027)

[摘 要] 非对称金融全球化意味着发展中国家比发达国家要承担更高的成本和更大的风险,它是次贷危机和全球新型金融危机产生的深层次全球制度性原因,是中国未来和平崛起过程中面临的国际体系框架。借助实现机制和途径,中国可在非对称金融全球化中进行角色转换,从被动风险承担者转变为主动分散者,成为虚拟经济与实体经济协调发展的大国。

[关键词] 非对称金融全球化;次贷危机;全球新型金融危机

## Asymmetrical of Financial Globalization, the Subprime Crisis and the New Type of Global Financial Crisis

Jin Xuejun Wang Yizhong

(College of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

**Abstract:** Asymmetrical financial globalization implies that developing countries have to bear greater costs and risks than developed countries. It is a problem of the global system and is the underlying cause of the subprime crisis and the new type of global financial crisis. It is also the international system framework which China has to confront in its future development. By means of an implementation mechanism, China may change its role in the asymmetrical financial globalization, thus shifting from passively taking risks to actively dispersing them, and turning into a great power with coordinated development of its virtual economy and real economy.

**Key words:** the asymmetrical of financial globalization; the subprime crisis; the new type of global financial crisis

自 2007 年发达国家发生次级贷款危机以来,危机影响范围不断扩大、程度不断加深,导致全球经济下滑,很多发展中国家的外汇储备大幅度缩水,货币贬值,出现金融动荡。许多研究从微观机

[收稿日期] 2010-04-19

[本刊网址·在线杂志] <http://www.journals.zju.edu.cn/soc>

[在线优先出版日期] 2010-08-06

[基金项目] 教育部“国际金融危机应对研究”应急课题(2009JYJR043);教育部人文社会科学研究青年项目(09YJC790237)

[作者简介] 1. 金雪军,男,浙江大学经济学院教授,博士生导师,主要从事中国金融问题研究; 2. 王义中,男,浙江大学经济学院讲师,经济学博士,主要从事中国金融问题研究。

理层面探讨次贷危机的微观原因,如 Alexander 等注意到在次级抵押债券市场中贷款者与第三方之间的代理人问题,理论模型显示涉及第三方的贷款比直接贷款更易导致违约<sup>[1]</sup>。而且借款人和财产的风险越大,其损失就越大,即使次贷借款者比优质贷款者早抵押,损失也是较大的<sup>[2]</sup>。Immergluck 和 Smith 的结论表明,相比优质贷款而言,次级贷款更易导致抵押品难以赎回<sup>[3]</sup>。更为突出的问题是,次贷产品被优质贷款市场所分割<sup>[4,5]</sup>。在宏观层面, Bianco 将次贷危机归于许多因素综合作用的结果,包括低利率政策、房地产泡沫、次贷产品的风险溢价降低、新型贷款公司的出现、监管的放松、证券化、信贷评级等<sup>[6]</sup>。Dooley 和 Hutchison 采取事件研究法研究次贷危机影响新兴市场的传导机制<sup>[7]</sup>。Longstaff 的经验结果进一步表明,次贷危机通过流动性和风险溢价渠道而不是信息传导渠道传递到其他市场<sup>[8]</sup>。Duchin 等还分析了次贷危机对公司投资的影响<sup>[9]</sup>。

国内学者孙立坚等进行了一系列研究,整理和归纳了国外学术界对次级住房抵押贷款问题的最新研究成果<sup>[10,11]</sup>。张宇和刘洪玉介绍了美国住房金融体系的发展历史和现状特点,重点分析了公共住房政策在美国住房金融体系中的体现,以及次级抵押贷款危机的原因和应对措施,总结了美国住房金融体系的经验和教训,认为次贷危机产生的直接原因是金融机构过分自信,过度拓展次贷业务,而根本原因在于政府监管缺位<sup>[12]</sup>。本文在以下方面不同于既有文献:在关于次贷危机的研究方面,更多的研究关注金融创新功能和消费信贷证券化产品,也有研究关注美国的低利率政策,但没有从金融全球化视角探究美国能够实施该政策的制度背景,而本文从非对称金融全球化出发,提供了一个全新的分析视角;既有研究将次贷危机与发展中国家的新型金融危机隔离开分析,而本文将次贷危机与全球新型金融危机统一在同一个分析框架内。

## 一、非对称金融全球化:概念、表现和经济后果

### (一) 概念

金融全球化是指不同国家的金融市场融为全球一体化市场的过程<sup>[13]</sup>,具体表现为资本流动、货币体系、金融市场、金融机构、金融协调和监管的全球化<sup>[14]</sup>。金融全球化能够促使不同国家的投资者在国际资本市场上配置风险,发展中国家能够借助国际资本市场解决国内资本短缺问题,从而促进经济增长。而非对称金融全球化指在金融全球化过程中,由于金融脆弱性和风险溢价等原因,发达国家与发展中国家之间的风险分散机制不对称,在国际货币体系中的地位不对等,在金融市场功能、金融制度建设和金融资本规模上的“势力”不对称等。它意味着发展中国家比发达国家要承担更高的成本和更大的风险,也意味着发展中国家丧失金融业的主导权。

纵观金融全球化发展史,1870—1914年是第一次全球化和资本(私人资本为主)完全自由流动时期,其间,大部分国家实行金本位制,所以发达国家难以向发展中国家转嫁金融风险。随后,两次世界大战期间,贸易和资本流动规模非常小。第二次世界大战后到20世纪60年代末期,主要发达国家(如法国、意大利)实施资本控制,限制资本跨国流动,金融全球化受到抑制。自20世纪70年代初开始至90年代初(冷战结束),主要发达国家放松资本管制,金融自由化程度加深,但“冷战思维”限制了资本的跨国流动。冷战结束后,资本、信息、技术等全球化带来了全球性经济增长(即双赢增长),尤其是新兴市场国家的经济高速增长。而另一方面,依附于经济全球化的金融全球化却出现了“差异化增长”,也即非对称金融全球化。

### (二) 表现

1. 不对称的成本和收益。随着全球经济和金融一体化程度的加深,发展中国家经常账户的逆

差往往伴随着资本账户的逆差和储备流失,从而发生金融危机。20世纪90年代的墨西哥危机、巴西危机以及东亚金融危机等无不说明保持经常账户顺差和充足外汇储备对发展中国家金融和货币的稳定具有十分重要的意义。东亚金融危机爆发后,各国外汇储备迅速枯竭,名义汇率大幅贬值。危机后,东亚发展中国家在整顿国内金融结构的基础上,收窄了汇率波幅,以低估的汇率保持经常账户顺差,稳定资本和外汇市场,吸引资本回流,增加国际储备,促使经济稳定增长<sup>[15]</sup>。东亚国家这种低汇率、高储备政策是自身金融脆弱性的要求。相对于发达国家较为完善的金融体系、丰富的金融产品和金融创新来说,发展中国家的金融业还相对落后,规模较小,经济易受金融投机资本冲击。金融脆弱性要求发展中国家保持对资本账户一定程度的管制,将汇率低估以获取贸易顺差,累积外汇储备抵御和防止金融投机资本冲击,避免金融危机。

在金融全球化过程中,正因为金融的脆弱性,发展中国家不但难以获得收益,反而要承受其成本。沙奈认为:“金融全球化的一个主要原动力就是通过操纵在‘新兴’金融中心进行的金融投资,实现让他人支付一部分发达资本主义国家退休人口社会保障的目的。为此它们就需要建立起稳定的和经常性的‘获取’利益的机制:向发展中国家特别是向那些工业化起步较晚但至少有所作为的国家提出打开和放宽金融市场,允许这些国家的银行与国际银行建立直接联系,允许后者在当地立足。这些发展中国家是否可以从中获得好处呢?它们是否无论如何必须靠这种手段求生存呢?在我们看来答案是否定的。”<sup>[16]41</sup>

金融全球化需要考虑货币、资产和要素价格的灵活性,以及法律和监管等制度运行的质量。具备国际化货币、浮动汇率制度和合理监管制度的国家才能成功融入全球金融市场<sup>[17]</sup>,而发展中国家不具备这三个条件,但很多国家也都已经实现了金融自由化。Prasad等的研究表明,尽管从总体上看,金融全球化对发展中国家是有益的,但显然存在着一条金融全球化的门槛。只有当国内金融体系稳定性和货币资信得到加强时,发展中国家放松资本管制,采取浮动汇率制才能获益<sup>[18]</sup>。反观发达国家,其金融体系和金融结构较为完善,美国差不多每隔十年就会发生一次金融领域的混乱,但美国强大的风险吸收能力使得每次危机都成为美国金融业自我调整、自我完善的最佳试验事件。东亚金融危机后,各国普遍恢复相对固定的汇率制度,采取低汇率、高储备政策以稳定货币和金融,以牺牲本国福利获得宏观经济稳定的做法,正是非对称金融全球化的写照和结果。

2. 国际货币体系中的不对等地位。货币风险溢价表示投资者持有本币而非外币资产要求的额外收益,反映金融资产收益与财富所有者的收入和消费所受的其他冲击之间的相关性。如果遵循利率平价理论,货币风险溢价等于国内外利差减去预期汇率变动率。与发达国家相比,发展中国家的利率和价格波动通常较大。发展中国家累积的以美元计价的短期外债增加,汇率波动风险对其产生的影响就更大,会导致发展中国家资产所有者要求更多的补偿,即追求高溢价<sup>[19]</sup>。然而,美元和欧元是国际价值标准,在商品、服务贸易以及大多数国际资本流动中作为计价货币,加上美国经济在世界经济中的“领导者”地位,在高端技术上所占有的优势能使投资者对美国经济形成良好预期,从而促使投资者降低持有美国资产以及其他发达国家资产的风险溢价。很显然,发展中国家资产的高风险溢价和发达国家资产的低风险溢价影响国际资本流动方向和规模,影响发达国家与发展中国家在金融全球化过程中的相对地位。

非对称金融全球化还表现为发达国家与发展中国家在国际货币体系中的不对称地位。具体而言,发达国家主导着国际货币体系,美元和欧元是世界贸易和大宗商品计价结算货币。美元、日元、欧元、英镑和法郎占国际债券和货币发行的97%,其中美元和欧元占84%<sup>[20]</sup>。尽管日本是世界第二大工业化国家,但在东亚地区的一般贸易和亚洲内部的贸易往来中,主要是以美元而不是日元计价的<sup>[21]</sup>。美元、欧元等发达国家货币是发展中国家外汇储备中最主要的币种

(表 1)。2005 年,各国官方外汇储备结构中美元所占比重为 66.4%,欧元为 24.4%,英镑和日元都为 3.7%,瑞士法郎为 0.1%,而其他货币总共只占 1.8%<sup>[22]</sup>。与之相对应的是,许多发展中国家本国货币不能用于国际借款,只能用“强货币”融资,从而导致国内投资存在币种上的不匹配(获得人民币的投资项目需要美元融资),期限结构上的不匹配(长期项目需短期贷款融资),这被称为国际金融体系的“原罪”<sup>[23]</sup>。“原罪”会导致这些国家产出和资本流动大幅度波动、信用等级下降和货币政策难以保持独立性。这更加重了发达国家和发展中国家在金融全球化过程中不对称的成本和收益。

表 1 发展中国家发行债券的货币构成

单位: %

货币	2003	2004	2005	2006	2007
美元	76.9	71.1	69.4	71.8	65.2
欧元	21.0	24.6	21.8	19.7	19.8
英镑	0.8	2.1	1.0	0.9	3.2
日元	0.8	0.9	1.9	1.5	1.6
巴西里拉	0.0	0.3	1.7	1.2	2.2
新索尔	0.0	0.0	0.2	0.0	1.1
卢布	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1
发达国家货币	99.6	98.9	95.6	94.3	91.2
发展中国家货币	0.4	1.1	4.4	5.7	8.8

资料来源: The World Bank, "Global Development Finance," 2008-06-05, <http://econ.worldbank.org/>, 2010-04-19。

3. 金融资本的不对称“势力”。非对称金融全球化还表现为国际资本流动及其规模的非对称性。例如发达国家间资本可以自由流动且金融投资和投机资本规模巨大,而发展中国家之间资本不完全流动且金融资本规模很小。图 1 表明,从 1982 到 2006 年,发达国家金融资源在全世界所占份额逐步提高,而贸易份额呈下降趋势,2000 年以后尤其明显<sup>[24]</sup>。而图 2 表明,全球 FDI 流入规模中,发达国家占了较大比例,发展中国家则较小<sup>[24]</sup>。而表 2 说明,外汇市场交易中投机性交易占了很大比重<sup>[25]74</sup>。

4. 其他非对称性。非对称金融全球化还表现为金融市场规模的非对称性,世界金融中心、世界货币市场和债券市场都集中在发达国家;区域金融一体化程度的非对称性,最明显的例子是亚洲区域金融合作还缺乏有效的框架和机制,而欧洲已形成欧元体系。

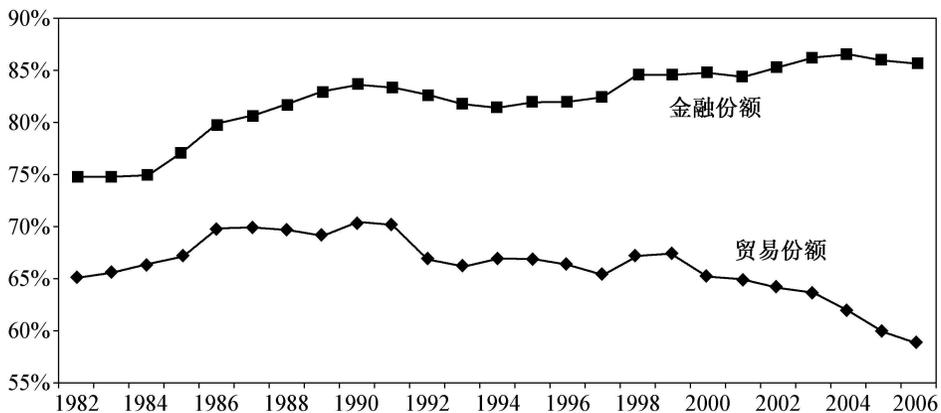


图 1 发达国家贸易和金融份额

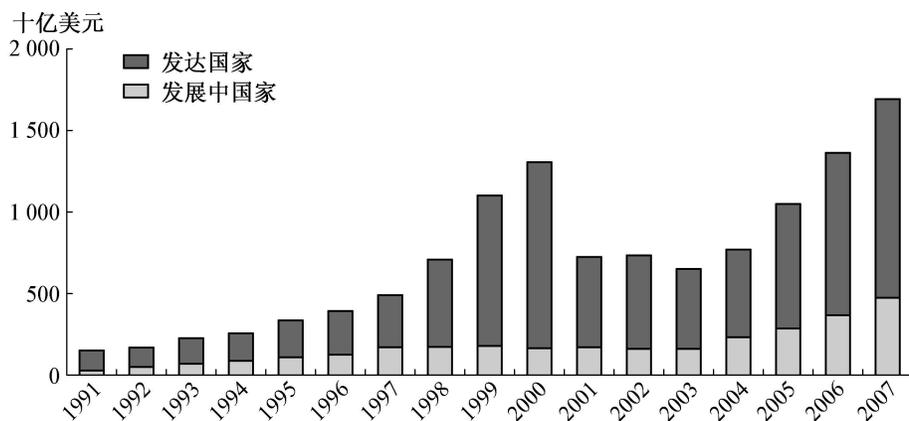


图 2 全球 FDI 流入规模

表 2 外汇市场交易动机份额

单位: %

交易动机	公 司	机构资产管理者	银 行	总 计
投机性	13.15	16.55	34	63.7
技术性	-	3.3	30	33.3
基础性	2.85	0.15	-	3
合 计	16	20	64	100

### (三) 经济后果

按照经济学理论, 国际金融市场扩张、国际资本流动加快、金融机构及业务跨境交易等金融全球化趋向能够使不同国家生产、消费、贸易和金融风险分散, 资金能够配置到资本稀缺国家, 从而提高所有国家的福利水平。尽管发展中国家金融自由化程度在不断提高, 参与国际金融市场的交易活动也日益增多, 但非对称的金融全球化意味着发达国家可以任意将金融风险分散给世界其他国家, 这从各国持有的外汇储备资产规模(包括次贷产品)就可见一斑, 而发展中国家只能是金融风险被动的承担者。最鲜明的例证就是在东亚金融危机后, 发达国家私有部门的私人资产流入东亚国家购买东亚国家出售的实物资产和股权, 从而加剧了这些资本未来回撤风险, 而东亚国家的政府和银行购买美国、欧盟和日本政府及机构的证券, 将发达国家金融资产风险转嫁到自身。因此, 非对称金融全球化意味着发达国家和发展中国家在金融危机和金融风险面前的不对等地位, 发达国家能够主动重新配置全球范围内的金融资源和金融风险, 而发展中国家只能被动接受。

## 二、非对称金融全球化与全球新型金融危机

在金本位制和布雷顿森林体系时代, 各国国内货币发行受中央银行所拥有的黄金储备的约束, 所以不会出现因货币供给过多而导致过高的通货膨胀。但在布雷顿森林体系之后, 美元逐渐充当国际贸易和商品交易媒介, 成为各国外汇储备的重要组成部分。美元在国际货币体系中的主导地位被 McKinnon 称之为“国际美元本位制”<sup>[26]</sup>。正因为非对称金融全球化, 美元主导着不同于布雷顿森林体系的国际货币制度和大宗商品市场, 所以美国能够将其发放信用货币的范围拓展到全球, 结果导致全球范围内的流动性泛滥。很多研究都表明, 美国货币政策影响国际资本市场<sup>[27]</sup>, 影响

新兴市场国家的宏观经济波动<sup>[28]</sup>。庞大的货币供给量压低了美元汇率和利率水平。Kim的经验研究证明,美国扩张性货币政策会促使美国之外国家的经济繁荣,其传导机制主要是世界低利率渠道而不是贸易渠道<sup>[29]</sup>。低利率会导致企业融资成本降低,投资和消费增加,从而使产品市场流动性充足,同时也推高了房地产价格和股票价格指数,与此相关的证券化产品也大量充斥于美国国内和其他国家,进而使投资者(企业、个人、机构投资者)的虚拟财富增加,但这种虚拟资产不是以生产和投资者均衡消费为基础的,而是资产市场(或金融市场)流动性膨胀的结果。同时,与之伴随的是大宗商品尤其是石油、粮食价格的疯狂上涨。两者一结合就出现了全球范围内的通货膨胀,而这需要紧缩经济。美联储提高利率,产品市场上企业融资成本提高,企业面临着流动性紧缩,而在资产市场上则会导致资产价格(房地产和股票)下跌,住房抵押贷款居民的还款成本增加,企业和个人投资者都面临着流动性约束,同时房价下跌又弱化了未来收益预期,进而导致住房抵押贷款违约率上升,银行信用危机和挤兑行为出现,银行也面临着流动性约束,次贷危机由此爆发。

正因为非对称金融全球化,发达国家有较为完善的资本市场和投资产品,而发展中国家相对缺乏,资本才会从穷国流向富国,“特里芬悖论”才演变为“新特里芬悖论”。“特里芬悖论”认为布雷顿森林体系的稳定完全建筑在对美元的信任上,而布雷顿森林体系的构架使这一信任难以长期维持。“新特里芬悖论”则表现为美国经常账户逆差要依赖于发展中国家资本的输入,而发展中国家的储备主要来自美国的赤字。美国要保证其国际货币本位和国际金融风险中介地位,必须以其国际投资地位为基础,保证其经常账户的平衡。但美国净债务国地位不断加深,经济增长乏力,显然无法支持这一地位,最终要迫使美元贬值,以均衡风险。在欧盟和日本无法吸收美国需求冲击时,美国就会采取压迫发展中国家货币相对升值的方法改善经常账户。这既有可能使美国无法得到国际收支融资,也可能导致发展中国家经济不稳定,使美国风险投资资本受损,进而导致全球经济和金融动荡。

正因为非对称金融全球化和美元本位制,美国能把美元负债输送到主要贸易伙伴,而后者把产品销售到美国。随后,美国的贸易伙伴将其贸易盈余(如东亚地区的巨额贸易顺差、中东国家的石油美元等)重新投资于以美元计价的资产,从而使美元回流美国。这在一定时期内有助于改善美国的国际收支<sup>[30]</sup>。但是,美国贸易伙伴的贸易盈余大量增加,美元储备资产也随之增加,从而导致这些国家内部银行信用膨胀,股票、房地产等资产价格暴涨,并经历从繁荣到衰退的泡沫破灭过程,对该国银行体系和政府财政造成打击,出现金融动荡,甚至金融危机。

正因为非对称金融全球化,以及金融风险分散与承担的非对称地位,发展中国家需要通过自身贸易顺差累积的外汇储备抵御金融危机,但这会加剧发达国家尤其是美国经常项目的逆差以及全球经济不平衡,这又进一步增强了美元贬值预期。再加上美国低利率和欧洲中央银行为抑制通胀的高利率政策,美元贬值在所难免。流入东亚的高额外汇储备被这些国家主要用于购买看似高质量的美国政府和机构债券,这固然能够对美国资产价格下跌起一定缓解作用,但其自身价值易受到美元的波动影响。美元大幅度贬值,则这些国家的外汇储备财富也会大幅度缩水,外汇储备抵御和防范金融危机的功能大大降低。另一方面,美元贬值也使国际大宗商品价格尤其是石油价格大幅度上涨,在全球能源供求不平衡的条件下,能源价格上涨势必会造成全球通货膨胀水平提高,紧接着所有国家会采取紧缩性宏观经济政策应对通胀。美国次贷危机虽然限制了美国紧缩性货币政策的实施,但次贷危机将美国和世界经济拖入下降轨道,流入发展中国家的资本开始回撤,资产价格下降。资本流动的逆转使全球资产市场开始进行深度调整,发展中国家持有的外汇储备大幅度下降,本国货币紧跟贬值。在实体经济方面,经济下滑会导致财政赤字和经常项目逆差。如果发达国家经济尤其是美国经济能够维持稳定增长,美元从贬值转换为升值通道,则美元资产的吸引力会提高,美元从发展中国家回流,发展中国家持有的外汇储备也会出现大幅度减少。

因而,伴随着发达国家金融资本回流,金融资源和金融风险在全球范围内重新配置,发展中国

家外汇储备规模及其价值增长的不可持续性,发展中国家防范和抵御金融危机的能力下降,经济就易受投机资本的攻击,金融危机就会出现。此次危机不同于以往的金融危机,它是“全球新型金融危机”,是在非对称金融全球化背景下,以美国为首的发达国家次贷危机和以发展中国家外汇储备缩水为特征的金融危机的混合体。

以往的金融危机是发展中国家或发达国家自身经济发展缺陷或外部冲击的结果,而全球新型金融危机是非对称金融全球化累积、对称流动性从膨胀转换为紧缩的结果。以往的金融危机多表现为局部危机,要么是发达国家,要么是发展中国家出现金融危机,但全球新型金融危机不仅出现在发达国家,而且发展中国家也会出现,只不过全球新型金融危机具有非对称性,在发达国家表现为银行危机和信用危机,而在发展中国家主要表现为汇率危机和资产泡沫破灭危机。以往的金融危机为单一危机,要么是货币危机,要么是银行危机,而全球新型金融危机表现为综合性危机,是货币危机、银行危机、信用危机和能源危机的结合体,是一种系统性危机和全面危机,单个危机的影响较小而综合性危机影响较大,资产价格大幅度下跌,消费和投资降低,经济进入下降轨道。从这一角度看,对于危机的处理方式,我们不能总是孤立地对单个危机提供旧式的解决方案,而应该把其他危机考虑在内;以往的金融危机和能源危机“脱钩”,而全球新型金融危机伴随着能源危机。全球新型金融危机对实体经济的影响力度更大,作用机制更复杂。

### 三、非对称金融全球化与中国的角色转换

在非对称金融全球化中,发达国家可将金融风险随意分散到发展中国家,而发展中国家只能是被动风险接收者和承担者。中国作为发展中国家的大国,经济改革成果的一个明显特征就是实体经济国际竞争力和总体规模大大提升,已跃居世界前列,但虚拟经济相对落后,金融制度建设滞后,抵御和防范金融风险的能力还较弱。中国“强实体、弱金融”的现实决定了中国在非对称金融全球化中的被动地位,只能成为全球金融风险的被动承担者,受到国际金融危机影响有其必然性。从长期目标来看,中国要真正融入世界经济金融环境中,需要改变非对称金融全球化中处于被动地位的现状,成为主动的金融风险分散者。如果将视野拓展到全球,中国金融体系的完善及风险防范问题实质上就是改变中国在非对称金融全球化中的被动地位问题。未来的中国金融体系应该具有开放性特征,能在全球范围内分散金融风险。只有这样,中国才能和平崛起为实体经济和虚拟经济协调发展的大国。

次贷危机引发的全球金融危机在全球传播,使每个国家都认识到必须超越国家层面,从全球市场层面来行动,执行规则降低金融风险。胡锦涛主席、温家宝总理提倡建立公平、公正、包容有序的国际金融体系,已经折射出中国在非对称金融全球化中的被动地位和领导人对此的重视。由此可见,随着我国经济金融开放程度的提高,要降低国际金融危机对中国经济发展的影响,要使实体经济与虚拟经济协调发展,不能仅从国家层面来解决,诉求于全球制度性框架和规则的重建,诉求于非对称金融全球化下中国的角色转换,才是最优选择。因此,我们要思考:中国如何在非对称金融全球化下防范和抵御金融危机?如何增强金融领域自身的抗风险、吸收风险的能力?如何提升在非对称金融全球化中的地位?如何转换在非对称金融全球化过程中的角色,从被动的金融风险承担者转变为主动的分散者,成为实体经济和虚拟经济协调发展的经济大国?要解决上述问题需借助如下机制和途径:

1. 完善国内金融体系,夯实金融基础工程。非对称金融全球化最重要的特征就是发展中国家国内的金融脆弱性,薄弱的金融业基础设施建设使得抵御金融风险和金融危机的能力较低。因此,完善国内金融体系和夯实国内金融基础工程是非对称金融全球化下转换角色的最重要一环。具体来说,要继续推进金融体制改革,优化金融业结构,发展创新金融产品和服务,形成多种所有制和多种经营形式并存、结构合理、功能完善、高效安全的现代金融体系。

2. 逐步推进人民币国际化,增加黄金储备。非对称金融全球化最突出的一个表现或原因就是发达国家主导的国际货币体系,而人民币游离在国际货币和国际大宗商品定价权体系之外。只有人民币成为国际货币,成为其他国家外汇储备的一部分,中国才能在国际资本市场和商品市场取得主动权和主导权。考察国际货币演变史可以发现,美元和欧元之所以能成为世界储备货币,很大程度上是由其黄金储备决定的。换言之,拥有黄金储备越多,在国际货币体系中的发言权就越大。因此,人民币要实现国际化,需要改变目前黄金储备只占 1% 的局面,增加黄金储备,走“先区域化,后国际化”道路。

3. 逐步推进资本账户自由化,加强短期国际资本流动管理。非对称金融全球化下,相对于发达国家规模巨大的金融资本,发展中国家金融市场易受短期资本流动冲击而出现金融动荡。因此,需要加强和改善对短期资本流动的管理,稳步推进资本账户开放,有效防御国际资本对本国金融市场的冲击,维护经济和金融稳定。

4. 坚持政府监管和金融业发展的“双轨制”。转换非对称金融全球化角色,需要坚持政府对金融业的监管,抵制金融业的过度市场化和自由化,这样才能保持货币发行权和货币主权,保证货币政策和其他宏观经济政策执行渠道顺畅。同时,逐步放开中小企业融资和民营银行准入限制,走市场化路线。

#### [参 考 文 献]

- [ 1 ] W.P. Alexander, S. D. Grimshaw & G. R. McQueen, et al, "Some Loans Are More Equal than Others Third Party Originations and Defaults in the Subprime Mortgage Industry," *Real Estate Economics*, Vol. 30, No. 4(2002), pp. 667-697.
- [ 2 ] D. Capozza & T. Thomson, "Optimal Stopping and Losses on Subprime Mortgages," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 30, No. 2(2005), pp. 115-131.
- [ 3 ] D. Immergluck & G. Smith, "Measuring the Effect of Subprime Lending on Neighborhood Foreclosures," *Urban Affairs Review*, Vol. 40, No. 3(2005), pp. 362-389.
- [ 4 ] A. Cutts & R. Order, "On the Economics of Subprime Lending," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 30, No. 2(2005), pp. 167-196.
- [ 5 ] J. Nichols, A. Pennington Cross & A. Yezer, "Borrower Self selection, Underwriting Costs, and Subprime Mortgage Credit Supply," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 30, No. 2(2005), pp. 197-219.
- [ 6 ] K.M. Bianco, "The Subprime Lending Crisis Causes and Effects of the Mortgage," [http://business.cch.com/bankingfinance/focus/news/Subprime\\_WP\\_rev.pdf](http://business.cch.com/bankingfinance/focus/news/Subprime_WP_rev.pdf), 2010-04-19.
- [ 7 ] M. Dooley & M. Hutchison, "Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling Recoupling Hypothesis," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, No. 8(2009), pp. 1331-1349.
- [ 8 ] F.A. Longstaff, "The Subprime Credit Crisis and Contagion in Financial Markets," *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No. 3(2010), pp. 436-450.
- [ 9 ] R. Duchin, O. Ozbas & B. A. Sensoy, "Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No. 3(2010), pp. 418-435.
- [ 10 ] 孙立坚、周贇、彭述涛:《“次级债风波”对金融风险管理的警示》,《世界经济》2007年第12期,第22-31页。[Sun Lijian, Zhou Yun & Peng Shutao, "Subprime Crisis and New Challenges for Financial Risk Management," *The Journal of World Economy*, No. 12(2007), pp. 22-31.]
- [ 11 ] 孙立坚、彭述涛:《从“次贷危机”看现代金融风险的本质》,《世界经济研究》2007年第10期,第26-33页。[Sun Lijian & Peng Shutao, "The Essence of Modern Financial Risks from the Perspective of Subprime Turmoil," *World Economy Study*, No. 10(2007), pp. 26-33.]

- [12] 张宇、刘洪玉:《美国住房金融体系及其经验借鉴》,《国际金融研究》2008年第4期,第412页。[Zhang Yu & Liu Hongyu, "The U. S. Housing Finance System and Its Implications," *Studies of International Finance*, No.4(2008), pp. 412.]
- [13] P. Arestis & S. Basu, "Financial Globalization: Some Conceptual Problems," *Eastern Economic Journal*, Vol.29, No.2(2003), pp. 183-190.
- [14] 戴相龙:《关于金融全球化问题》,《金融研究》1999年第1期,第1-6页。[Dai Xianglong, "On Financial Globalization," *Journal of Finance*, No.1(1999), pp. 1-6.]
- [15] 陈志昂、王义中:《基于金融脆弱性的东亚新重商主义》,《浙江学刊》2005年第1期,第181-189页。[Chen Zhiang & Wang Yizhong, "The Neo Mercantilism of Developing Countries from the Perspective of Financial Fragility," *Zhejiang Academic Journal*, No.1(2005), pp. 181-189.]
- [16] [法]弗朗索瓦·沙奈:《关于金融全球化的若干问题》,齐建华、胡振良译,《当代世界与社会主义》2000年第4期,第39-44页。[F. Chanay, "On a Number of Issues of Financial Globalization," trans. by Qi Jianhua & Hu Zhenliang, *Contemporary World & Socialism*, No.4(2000), pp. 39-44.]
- [17] T. Augusto, E. L. Yeyati & S. L. Schmukler, "Financial Globalization Unequal Blessings," *International Finance*, Vol.5, No.3(2002), pp. 335-357.
- [18] E. Prasad, K. Rogoff & S. J. Wei, et al, "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence," <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>, 2010-04-19.
- [19] R. Goyal & R. McKinnon, "Japan's Negative Risk Premium in Interest Rates: The Liquidity Trap and the Fall in Bank Lending," *The World Economy*, Vol.26, No.3(2003), pp. 339-363.
- [20] C. Wyplosz, "Financial Instability in Emerging Market Countries: Causes and Remedies," 2004-07-01, [http://www.wyplosz.eu/fichier/Fondad\\_santiago\\_04.pdf](http://www.wyplosz.eu/fichier/Fondad_santiago_04.pdf), 2009-11-04.
- [21] [美]麦金农:《东亚美元本位、浮动恐惧和原罪》,王宇译,《经济社会体制比较》2003年第3期,第3-20页。[R. McKinnon, "The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin," trans. by Wang Yu, *Comparative Economic and Social Systems*, No.3(2003), pp. 3-20.]
- [22] E. G. Lim, "The Euro's Challenge to the Dollar Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data," <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06153.pdf>, 2010-04-19.
- [23] B. Eichengreen & R. Hausmann, "Exchange Rate and Financial Fragility," <http://www.nber.org/papers/w7418.pdf>, 2010-04-19.
- [24] P. R. Lane & G. M. Milesi Ferretti, "The Drivers of Financial Globalization," *American Economic Review*, Vol.98, No.2(2008), pp. 327-332.
- [25] L. Menkhoff & N. Tolksdorf, *Financial Market Drift: Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy?* Berlin: Springer Verlag Telos, 2000.
- [26] R. McKinnon, "The International Dollar Standard and the Sustainability of the U. S. Current Account Deficit," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.2001, No.1(2001), pp. 227-239.
- [27] T. Mann, R. J. Atrá & R. Downen, "U. S. Monetary Policy Indicators and International Stock Returns: 1970-2001," *International Review of Financial Analysis*, Vol.13, No.4(2004), pp. 543-558.
- [28] B. Mackowiak, "External Shocks, U. S. Monetary Policy and Macroeconomic Fluctuations in Emerging Markets," *Journal of Monetary Economics*, Vol.54, No.8(2007), pp. 2512-2520.
- [29] S. Kim, "International Transmission of U. S. Monetary Policy Shocks: Evidence from VARs," *Journal of Monetary Economics*, Vol.48, No.2(2001), pp. 339-372.
- [30] 管清友:《流动性过剩与石油市场风险》,《国际石油经济》2007年第10期,第1-11页。[Guan Qingyou, "Excess Liquidity and Risk in the Oil Market," *International Petroleum Economics*, No.10(2007), pp. 1-11.]