

# 研究报告

(2018 年 第 23 期 总第 54 期)

2018 年 9 月 12 日

清华大学国家金融研究院

## 国内外金融危机传染与干预的典型案例分析

金融与发展研究中心

唐晋荣<sup>1</sup> 马骏

本文选取了 1990 年代日本资产泡沫危机、1998 年亚洲金融危机、2008 年美国次贷危机、2009-2012 年欧债危机、2015 年中国 A 股股灾等五次重大危机，分别归纳梳理了其发生原因、演变脉络、风险传染机制，政策干预及其效果，并总结了这些危机演变的共性以及干预政策的经验教训。我们的案例梳理表明，重大危机的爆发至少具有如下七个方面的共性：（1）高杠杆是重大危机爆发的共性因素。（2）对风险爆发是否会演化成系统性危机的判断有很大难度。（3）存在大规模的问题资产未被识别且难以分离定价。（4）资产抛售是危机传染的主要渠道。（5）在某些情况下，私人部门危机到主权债务危机的转变很快。（6）在政策应对方面，重大危机爆发之初，政府部门

---

<sup>1</sup>唐晋荣现任中山证券研究所宏观经济组主管，是清华大学国家金融研究院金融与发展研究中心兼职研究员。作者唐晋荣感谢中山证券研究所邹欣博士、实习生郑汉林协助整理部分资料。

往往存在明显的预判失误。（7）危机爆发以后，市场影响力巨大的第三方机构的市场报告或者信用评级行为，可能成为助推危机恶化的重要因素。通过梳理五次重大危机的政策干预，我们总结出如下六个方面的经验教训：（1）对危机的传染链条和后果有清晰的认知，对救助的成本分摊较快达成共识，是危机干预政策有效的前提条件。

（2）需要事先建立危机应对和干预方案及法律授权程序，否则容易导致无法有效实施干预，或者引发过度干预的问题。（3）重大危机发生以后，政府或央行如果过度担心道德风险而放弃救助，可能会加剧危机。（4）主导干预的主体必须要有足够的市场可信度，同时，缺乏独立性也会对央行发挥最后贷款人的功能形成制约。（5）跨部门协作制定综合干预措施，同时在传染链条的各个环节发力，有助于快速控制危机，被动跟随式的干预可能推动危机蔓延到其他部门。

（6）干预政策的力度需要有压倒性的优势，才能有效缓解市场恐慌情绪。

# Research Report

2018-9-12 edition

TSINGHUA UNIVERSITY NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL RESEARCH

---

## **An Analysis of the Infection and Intervention for Five Classical Financial Crisis**

Center for Finance and Development

TANG Jinrong MA Jun

### Abstract

This paper selects five financial crisis cases, which are the Japanese Asset Bubble Crisis in the 1990s, the Asian Financial Crisis in 1998, the US Subprime Mortgage Crisis in 2008, the European Debt crisis in 2009-2012 and the Chinese Stock Market Crash in 2015. Respectively, we summarized the causes, evolution, risk-interaction mechanism of these crisis, as well as lessons of their intervention policies. The analysis of cases illustrates that there are at least seven common factors in major financial crisis. They are: (1) High leverage is the common factor. (2) It is difficult to estimate whether the risk will evolve into a systematic risk. (3) There are large-scale problem assets that are not identified and difficult to be valued separately. (4) Fire sale is the main source of crisis contagion. (5) In some cases, the transition from the private sector crisis to the sovereign debt crisis is very fast. (6) At the beginning of the major crisis, the authorities often have obvious errors in pre-judgment. (7) After the crisis broke out, market reports or credit rating from third-party institutions with huge market influence may become an important factor in worsening the crisis. Meanwhile, we also concluded the following six lessons involved in policy intervention in the five major financial crises:(1) It needs a clear understanding of each aspect and consequences of the crisis. And all parties involved need to have a consensus on the cost sharing to invention, which is a prerequisite for effective crisis intervention policy. (2) It needs to set up crisis response and intervention programs and legal authorisation procedures in advanced. Otherwise, it will easily lead to the inability to effectively

implement interventions or cause excessive intervention. (3) After a major crisis happened, the authorities and the central bank may intensify the crisis if they concern about the moral hazard too much. (4) The main dominant intervention must have sufficient market credibility. At the same time, the lack of independence will also restrict the function of the central bank to play the role of the lender of last resort. (5) The cross-department coordination needs set up comprehensive interventions, which must be working in all aspects of the infection chain. It can control the crisis quickly, while the passive follow-up interventions can drive the crisis to spread to other sectors. (6) In order to effectively alleviate market panic, the intervention policy needs to have an overwhelming power.

经济发展史也是一部金融危机史。从 400 多年前的荷兰郁金香泡沫、英国南海泡沫、法国密西西比泡沫到 1930 年代席卷西方发达国家的大萧条、1980 年代的拉美债务危机、1998 年的亚洲金融危机、2008 年的全球金融危机、2012 年的欧债危机等，金融危机贯穿在近代人类经济社会的各个阶段。尽管近几十年来经济金融理论有了明显的进展，西方发达国家应对重大危机的经验日趋丰富、政策工具也日益多样，但金融危机并没有因此消亡，近几十年来反而呈现了频率逐步加大的趋势。2008 年次贷危机和 2012 年欧债危机的影响极为深远，使得整个宏观经济学理论研究都遭遇空前挑战。事实证明，我们对于金融危机的认知仍然有待深入。

正如马克·吐温所言，“历史不会重演，但会押着同样的韵脚”。有必要从不同时期的重大危机中寻找危机发生、演变和深化的共性因素，为本书相关章节的理论模型构建、实证分析和政策建议提供历史经验的借鉴。考虑到中国经济的体量、金融市场特征和潜在风险的类型，以及未来一旦爆发危机的可能传染机制，本章选取了 1990 年代日本资产泡沫危机、1998 年亚洲金融危机、2008 年美国次贷危机、2009-2012 年欧债危机、2015 年中国 A 股股灾等五次重大危机，分别

归纳梳理了其发生原因、演变脉络、风险传染机制，政策干预及其效果，并总结了这些危机事件演变以及相应干预政策成败的共性因素，希望能为其他章节的理论建模和实证分析提供有益的借鉴。另外，第十二章还基于这些危机演变及政策干预的经验教训，提出了处置中国潜在系统性风险的若干建议。

## 一、1990 年代日本资产泡沫危机演变与政府干预

### 1.1 日本资产泡沫形成和破灭的原因分析

从外部因素来看，美国主导的日元汇率政策导致日本的内外经济都受到严重影响。一方面，1985 年 9 月签署的《广场协议》导致日元快速升值（1985 年 9 月美元兑日元汇率约为 1：240，1987 年 12 月变为 1：120<sup>2</sup>，日元短期大幅升值），导致日本出口大幅走弱（出口占 GDP 比例从 1985 年第三季度的 14.23% 降至 1987 年四季度的 9.2%<sup>3</sup>）；另一方面，1987 年 2 月 G7 国家进一步为阻止美元贬值而达成《卢浮宫协议》，要求日本在 1989 年 5 月前维持宽松的货币政策，导致市场普

---

<sup>2</sup> 参见：沈联涛，十年轮回-从亚洲到全球的金融危机[M]，上海：上海远东出版社，2009：pp.49。

<sup>3</sup> 数据来自 Wind 资讯。

遍预期日本将长时间维系低利率以避免产生美元危机，这种市场预期助长了日本国内的资本市场非理性投资行为。

但是，催生日本资产泡沫的根本原因还是日本政府在外部国际压力之下，采取了不当的发展战略和政策应对措施，而当时日本的政治、金融制度方面的缺陷，纵容、助推了 1987-1990 的资产泡沫。发展战略方面，由于美日贸易失衡严重，美国对日本对美贸易不平衡的指责日益严厉，1986 年 4 月发布的《为实现国际协调的经济结构调整研究会报告书》（又称“前川报告”）将日本的发展战略由出口导向调整为主要依靠内需的方式，之后日本政府制定的一系列政策都围绕着“前川报告”的这一核心思想。《广场协议》后日本陷入“日元升值萧条（endaka fukyo）”，1987 年 5 月，日本政府出台紧急经济对策，通过扩大公共投资（积极财政政策）刺激内需推动经济增长；1980 年代开始日本住宅由“日本住宅公团”提供为主改为商业化市场（1983 年第四次全国综合开发计划、1987 年综合疗养地区整備法），为形成房地产泡沫奠定基础。金融制度方面，20 世纪 80 年代中期，日本完成自由浮动汇率改革、存款利率限制逐渐放松、资本项目完全开放（使得企业融资方式多元化），导致银行盈利能力下降，迫使银行



（特别是中小银行）加大对中小企业和房地产公司的信贷发放；同时，自二战后相当长的时间内日本未经历过金融机构破产，本国金融市场一直处于较为稳定状态，导致金融监管方式较为落后，放任风险积累。

**政治制度方面**，日本当时实行“退休挂职”制度，官员、银行家、企业家相互勾结，为濒临破产企业提供贷款谋取私利，破坏了市场竞争导致优胜劣汰的机制。

**货币政策方面**，为刺激内需，日本政府采取了宽松的货币政策，1986年至1987年连续五次降低利率（1986年1月：5%→4.5%；1986年3月：4.5%→4%；1986年4月：4%→3.5%；1986年11月：3.5%→3%；1987年2月：3%→2.5%），并且由于低通胀<sup>4</sup>、经济复苏和对资产价格泡沫的重视不足，日本央行一直不愿意提高利率，错过了抑制泡沫形成的最佳时间点。

**泡沫形成后的政策应对方面**，当时的主流理论观点认为，为了抑制日元升值，日本的货币政策会在相当长的时间内保持宽松状态。虽然日本央行在资产价格急增和经济扩张加速初期曾担忧通货膨胀和过度货币宽松问题而考虑过收紧银根，

---

<sup>4</sup> 根据 Wind 数据，1986-1988 年 CPI 当月同比都未超过 1.5%。



但是由于通胀持续维持在相对平稳的状态，央行未找到紧缩政策的充分理由<sup>5</sup>。

从危机演变的角度看，日本资产泡沫破灭的直接导火索是日本政府的货币紧缩政策和抑制地价上涨的政策。日本政府希望主动挤泡沫使经济回归正常运行轨道，在 1989 年至 1990 年间连续五次大幅加息（1989 年 5 月：2.5%→3.25%；1989 年 10 月：3.25%→3.75%；1989 年 11 月：3.75%→4.25%；1990 年 3 月：4.25%→5.25%；1990 年 8 月：5.25%→6%）。同时，大藏省在 1990 年 3 月启动房地产金融实施总量控制的政策，1990 年 3 月出台《关于控制土地相关融资的规定》减少对房企贷款<sup>6</sup>，1992 年修改税法（新开征地价税、提高土地转让收益税率、提高个人长期持有土地的税率）以增加土地供给等。在此期间，日本政府并未预料到泡沫破灭会对经济产生如此巨大的负面影响<sup>7</sup>。

## 1.2 日本资产泡沫的演变脉络梳理

---

<sup>5</sup> Okina, K., Shirakawa, M. and Shiratsuka, S., The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons[J], Monetary and Economic Studies(Special Edition), 2001:pp.433-434.

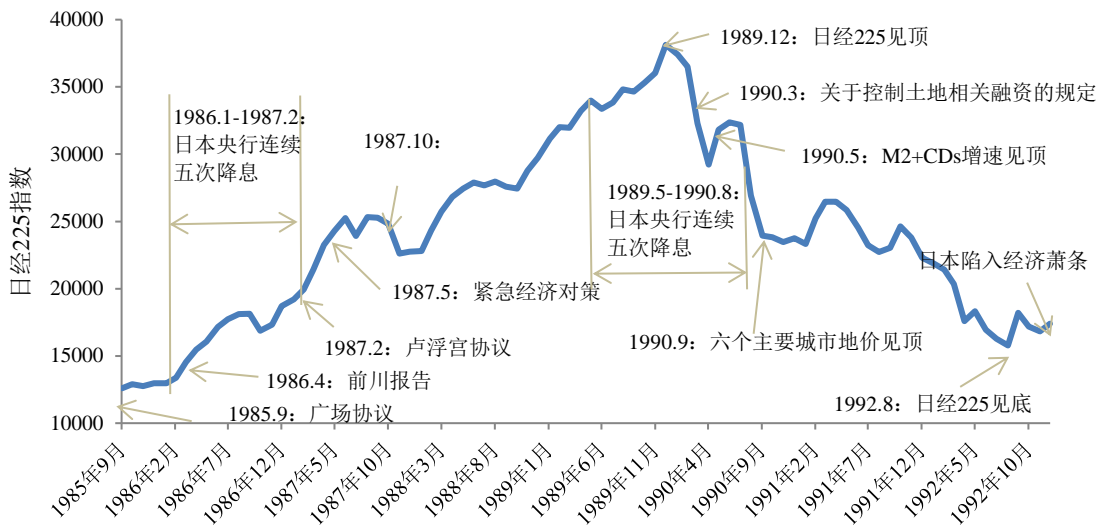
<sup>6</sup> 浜野洁等，《日本经济史 1600-2000》，南京大学出版社，2015 年 2 月，pp.281-282.

<sup>7</sup> 1991 年开始日本央行又连续降低利率，甚至比加息前更低，试图弥补之前加息带来的不良效果，但是已然没有太大作用。

图 1-1 是日本资产泡沫的演变关键时间节点。日本资产泡沫可以分为四个时期<sup>8</sup>：第一个时期，泡沫萌芽期（1985 年 9 月-1987 年 5 月）。日本央行放松货币政策加上积极的财政政策，为随后的资产泡沫埋下隐患。1985 年 9 月日本与美国、德国、法国、英国签订《广场协议》，日元持续升值；日本政府在 1985 年 10 月组成“为实现国际协调的经济结构调整研究会”，并于 1986 年 4 月提出“前川报告”，该报告旨在转换日本出口结构、缩小顺差、稳定汇率；在 1986 年 1 月至 1987 年 2 月期间，日本连续五次降息，利率由 5% 降至 2.5%；1987 年 2 月，日本与美国、英国、德国、法国、加拿大、意大利签订《卢浮宫协议》，日元短暂贬值，并且约定维持宽松的货币政策直至 1989 年 5 月；1987 年 5 月日本政府公布紧急经济对策，通过积极财政政策刺激内需以应对“日元升值萧条”。

---

<sup>8</sup> Okina, K., Shirakawa, M. and Shiratsuka, S., The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons[J], Monetary and Economic Studies(Special Edition), 2001:pp.397-399。



资料来源：Okina, Shirakawa 和 Shiratsuka, 2001<sup>9</sup>；Wind 资讯

图 1-1 日本资产泡沫演变的时间图

第二个时期，泡沫形成期（1987 年 6 月-1989 年 4 月）。日本政府维持宽松的货币政策（1987 年 10 月美国股市暴跌加强了宽松货币政策持续时间）和积极财政政策，导致信贷迅速扩张（M2+CDs 增速基本在 10%以上）、固定投资增加（固定投资占 GDP 比例提高约 3%），但是 CPI 并未上涨（CPI 同比增速基本在 1%以内，部分原因是日元升值导致进口商品价格下降，拉低了整体通胀水平）。宽裕的资金大量涌

<sup>9</sup> Okina, K., Shirakawa, M. and Shiratsuka, S., The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons[J], Monetary and Economic Studies(Special Edition), 2001:395-450.

入房地产和股市，资本价格猛增（日经 225 上涨 37%、六个主要城市地价增速基本超过 30%），资产泡沫形成。<sup>10</sup>

**第三个时期，泡沫成熟期（1989 年 5 月-1990 年 9 月）。**资产价格经历最后一轮疯狂，日本政府开始主动挤泡沫，货币政策由宽松转向紧缩，在 1989 年 5 月至 1990 年 8 月间，连续五次升息，利率由 2.5%升至 6%；同时出台《关于控制土地相关融资的规定》（1990 年 3 月）、收紧房贷，控制房价上涨。日经 225 在 1989 年 12 月见顶，M2+CDs 增速在 1990 年 5 月见顶，六个主要城市地价在 1990 年 9 月见顶。

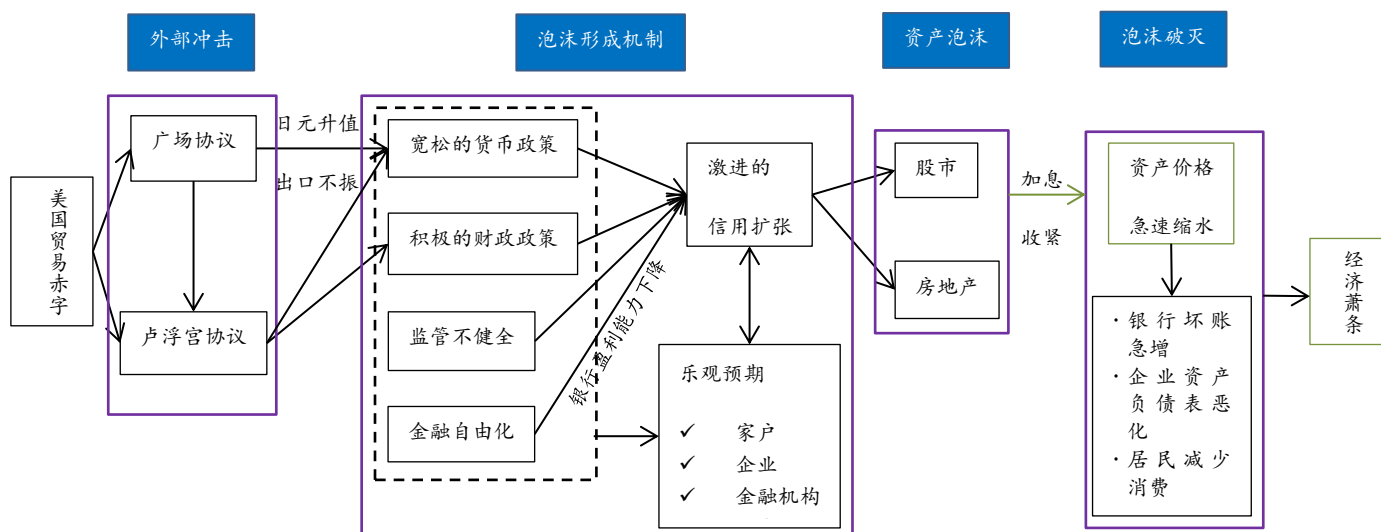
**第四个时期，泡沫破灭期（1990 年 10 月-1992 年 12 月）。**日经 225 指数的最低值（15790 点）下跌至不到泡沫最高值（38130 点）的一半；房价开启了漫长的持续下跌期（1992 年六个主要城市地价指数较 1990 年大约下降 25%<sup>11</sup>）。自 1993 年开始，日本经济陷入萧条状态，开启了所谓的“逝去的二十年”时代。

---

<sup>10</sup> 数据来源 Okina, K., Shirakawa, M. and Shiratsuka, S., The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons[J], Monetary and Economic Studies(Special Edition), 2001:395-450。

<sup>11</sup> 辜朝明，大衰退——如何在金融危机中幸存和发展[M]，北京：东方出版社，2008：11。

图 1-2 是日本资产泡沫的内在逻辑演变图。从外部冲击来看，由美国贸易赤字促成的美日贸易协调政策是日本资产泡沫形成的外部因素。1985 年 9 月的《广场协议》约定协议国通过外汇干预促使美元贬值、改善美国的国际收支。日本央行在 1986 年 1 月至 1987 年 2 月间连续五次降息，日元持续升值、日本的出口大幅下滑，日本国内开始出现“日元升值萧条”。1987 年 2 月进一步达成的《卢浮宫协议》约定维持低利率直至 1989 年 5 月，以抑制美元过快贬值。虽然在此期间日元曾短暂贬值，但随后又继续升值。随后，日本政府为了应对国内的经济萧条，在 1987 年 5 月出台了紧急经济对策，通过积极的财政政策刺激内需以促进经济增长。



资料来源：作者整理

图 1-2 日本资产泡沫的内在逻辑演变图

从泡沫的形成机制来看，除了宽松的货币政策和积极的财政政策以外，当时日本自身也存在一定的问题。一方面，金融自由化（存款利率放开、汇率自由化、资本项目开放）使得银行传统业务的盈利能力下降，驱使银行向有抵押资产的企业贷款（比如房地产、建筑业、非银金融机构<sup>12</sup>），所谓的“理财”资金运作很兴盛（浜野洁等，2015）；另一方面，日本当时的监管制度不健全，缺乏控制金融风险的经验，纵容了资产泡沫的产生。宽松的货币政策、积极的财政政策、监管不健全、金融自由化导致了激进的信用扩张，强化了家户、企业、金融机构、政府对于牛市的预期；牛市预期又强化了激进的信用扩张，最终资金都涌入了股市和房地产，催生了资产泡沫。

从泡沫的破灭来看，日本央行的短期持续地大幅加息（16个月内连续五次加息，基准利率从 2.5% 提高到 6%，大幅收紧房贷）使得泡沫快速破灭、资产价格急速缩水，最终对经济产生严重的不良后果：第一，银行坏账急增，据统计，在 1992 年至 2003 年间，约 180 家金融机构破产<sup>13</sup>；第二，企业的资产端的价值大幅度缩水，而负债端的

---

<sup>12</sup> 吉野直行，日本泡沫经济及对中国的启示[J]，国际经济评论，2009年第3期：pp.29。

<sup>13</sup> 吉野直行，日本泡沫经济及对中国的启示[J]，国际经济评论，2009年第3期：29。

债务总量并没有发生变化，导致企业资产负债表急剧恶化，企业的经营目的由利润最大化向负债最小化转变（辜朝明，2008）<sup>14</sup>；第三，借款买房的居民，房屋价格缩水，但是房贷并未减少，导致居民的消费下降。最终的结果是，日本陷入持续的经济萧条。

值得注意的是，在日本泡沫的演化过程中，存在着“乐观预期⇔信用扩张”的自我强化机制。具体而言，房价和股价上涨的预期使得家户、企业、金融机构都不断加杠杆投向股市和房市，导致信用不断扩张，而政府对信用扩张的纵容和不作为又强化了市场对牛市将持续存在的乐观预期。**家户层面**，一方面当时日本人口正处于适龄买房人口的高峰期，买房需求旺盛；另一方面，居民对房价、股价上涨的预期使得民众不惜加杠杆（宽松的货币政策使得资金较为便宜）炒房、买房、炒股。**企业层面**，房价不断上涨和对房价不断上涨的预期，使得房地产相关企业一方面通过向金融机构贷款不断增加投资，导致房地产企业负债高企；另一方面，投资者的乐观预期之下，这些企业的盈利前景较好，它们通过发行股票从市场融资，助长了股市泡沫。**金融机构层面**，房价上涨和对房价上涨的预期，使得金融机构向房地产

---

<sup>14</sup> 辜朝明，大衰退——如何在金融危机中幸存和发展[M]，北京：东方出版社，2008。



相关企业放贷的意愿加强，更多资金流向房地产（房地产相关抵押品价格上涨，获得贷款额度增加）；同时，股市的不断上涨，使得金融机构在权益类资产上的配置比重不断增加，推高了股价。最终不断吹大资产泡沫。

### 1.3 日本资产泡沫中的政府干预措施

货币政策方面，日本当局并未预料到连续加息的主动挤泡沫行为会对日本经济产生如此巨大的负面影响，因而，当他们意识到泡沫破灭的严重性以后，日本政府也采取了相应的补救措施。日本央行随后在 1991 年内三次调低基准利率（1991 年 7 月：6%→5.5%；1991 年 11 月：5.5%→5%；1991 年 12 月：5%→4.5%），随后又进一步多次下调利率（1992 年 4 月：4.5%→3.75%；1992 年 7 月：3.75%→3.25%；1993 年 2 月：3.25%→2.5%；1993 年 9 月 2.5%→1.75%），到 1993 年年底，基准利率甚至已经低于日本央行主动挤泡沫前的水平（当时的基准利率为 2.5%）。但是，由于市场的预期已经大幅反转，频繁地降息并没有遏制日本房价的暴跌。1993 年日本六个主要城市的地价较 1990 年的最高值减少约 40%，日本地价自 1990 年起进入了长达十年的下降时期。

宽松的货币政策对实体经济的刺激作用已经失效，在基准利率陆续下调到接近于零的情况下（1995年4月：1.75%→1%；1995年9月：1%→0.5%；2001年2月：0.5%→0.35%；2001年3月：0.35%→0.25%；2001年9月：0.25%→0.1%；2006年7月：0.1%→0.4%；2007年2月：0.4%→0.75%），日本非金融企业无论是间接融资（向银行借款）还是直接融资（在资本市场筹集资金）都一直在下降。1996年至2006年期间甚至长期为负值，非金融企业一直在偿还债务而不是扩大再生产。其结果是，企业部门不再借钱，居民部门也不再消费，总需求萎缩，经济陷入持续萧条状态（辜朝明，2008）。

财政政策方面，1990年房价开始下跌后，日本政府最初以为仅是一次正常的经济波动，直到1992年3月后才开始加大财政支出刺激力度，如表1-1所示。

表 1-1 1990-2000 年期间日本主要财政政策情况

年份	财政政策（投入资金）	内阁与主要事件	公共事业费	GDP 增速 (%)
1990	---	海部内阁	---	7.7
1991	---	官泽内阁	---	6.3
1992	3月：紧急经济对策	官泽内阁	8.6 万亿日元	2.6
	8月：综合经济对策（10.7 万亿日元）			

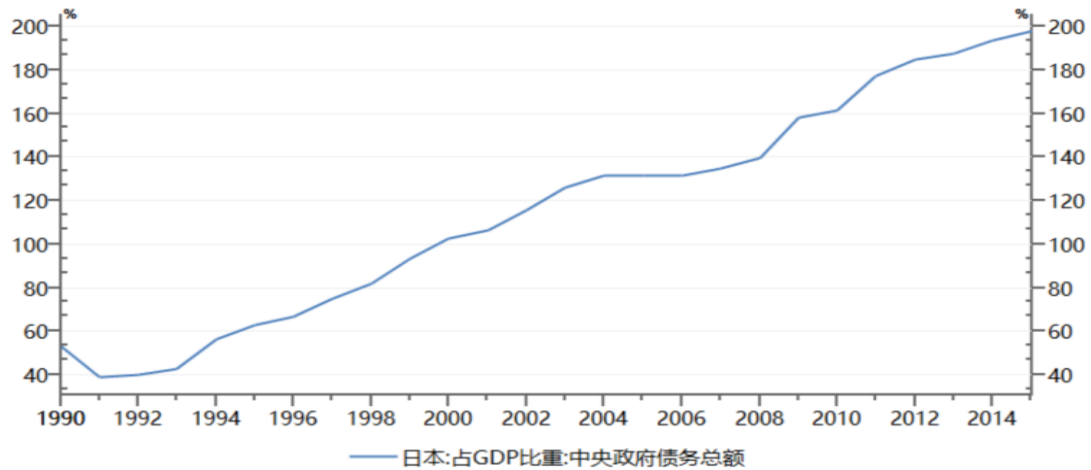
1993	4月：综合经济对策（13.2万亿日元）	细川内阁	10.6万亿日元	0.7
	9月：紧急经济对策（6万亿日元）		1万亿日元	
1994	2月：综合经济对策（15.3万亿日元）	羽田内阁、村山内阁	7.2万亿日元	2.5
1995	4月：紧急经济对策（4.6万亿日元）	村山内阁	3.9万亿日元	2.2
	9月：当前经济对策（14.2万亿日元）	阪神、淡路大地震	12.8万亿日元	
1996	6月：上调消费税（从3%调至5%）	桥本内阁	——	2.6
1997	11月：推行《财政改革法》	桥本内阁	——	1.6
		亚洲金融危机		
1998	4月：综合经济对策（16万亿日元）	桥本内阁	8.1万亿日元	-1.2
	11月：紧急经济对策（24万亿日元）	小渊内阁		
1999	11月：经济新生对策（18万亿日元）	小渊内阁	6.8万亿日元	-1.6
2000	10月：新发展经济对策（11万亿日元）	森喜朗内阁	4.7万亿日元	1.4

资料来源：李彬（2011）<sup>15</sup>；Wind 资讯

在 1993-1995 年期间，日本政府主要采取积极的财政政策应对因资产泡沫破灭对实体经济的冲击。1994 年日本政府还进一步实施了 4.5 万亿日元的个人所得税一次性减税政策；1995 年，又实行了 3.5 万亿日元的永久减税政策以及每年 2 万亿日元的特别减税政策。虽然 1996 年和 1997 年上半年日本经济出现复苏迹象，日本政府转为紧缩的财政政策。但由于 1997 年亚洲金融危机爆发，1998-2000 年日本政

<sup>15</sup> 李彬，日本财政政策的调整轨迹：1989-2010 年[J]，日本研究，2011 年第 4 期：18-23。

府又转向积极的财政政策。长期积极的财政政策的直接结果就是日本政府的财政赤字连年累积，到 2000 年，日本中央政府债务占 GDP 的比值已经超过 100%，如图 1-3 所示。



数据来源：Wind 资讯

图 1-3 日本中央政府债务与 GDP 的比例

#### 1.4 政府干预的效果分析

从前述分析可以看出，货币政策干预方面，资产泡沫开始破灭时，日本央行多次调降基准利率，但由于资产价格快速下跌后市场预期已经反转，日本央行持续调低基准利率的做法既未能有效阻止资产价格的进一步下跌，也没有对实体经济产生显著的提振作用。财政政策方面，对于 1990 年代资产泡沫破灭后日本的财政政策的干预效果，各界一直是存在争议的。很多学者认为日本经济之所以陷入长期萧条，与日本政府干预措施的不当密切相关，这一点从日本政府内阁的频繁

变更可以看出，1990-2000 年期间，政府内阁更换了 7 次。然而，辜明朝（2008）<sup>16</sup>认为日本资产泡沫破灭后日本企业和个人的需求大幅度萎缩，政府支出的增加部分抵消了企业和个人需求的下降，才使得日本 GDP 能够大致维持在原有水平、没有出现大规模的衰退。如果在此期间没有扩张性财政政策的支撑，日本经济可能会出现大幅的萎缩。

值得注意的是，即使在泡沫破灭的时期，日本金融市场没有出现大规模资产抛售、资本外逃的情形，日元也没有出现持续断崖式下跌的情形。究其原因可能主要有如下三个方面：其一，日本国内的法治化程度很高，企业家不用担心政府和民粹主义势力对私人财产的侵犯，没有动机大规模抛售国内资产逃往国外。其二，日本前期的改革已经逐步开放资本项目，提前释放了有对外投资意向的资本在危机状态下集中外逃的压力。如 1972 年日本废除对外投资金额限制，鼓励将生产转移到生产要素出口地；1980 年日本修改《外汇管制法》废除外汇管制、实现资本自由流动。特别是 1985 年《广场协议》后，日元升值加速，日本企业对外投资规模也迅速增加，由 1985 年约 30 亿美元

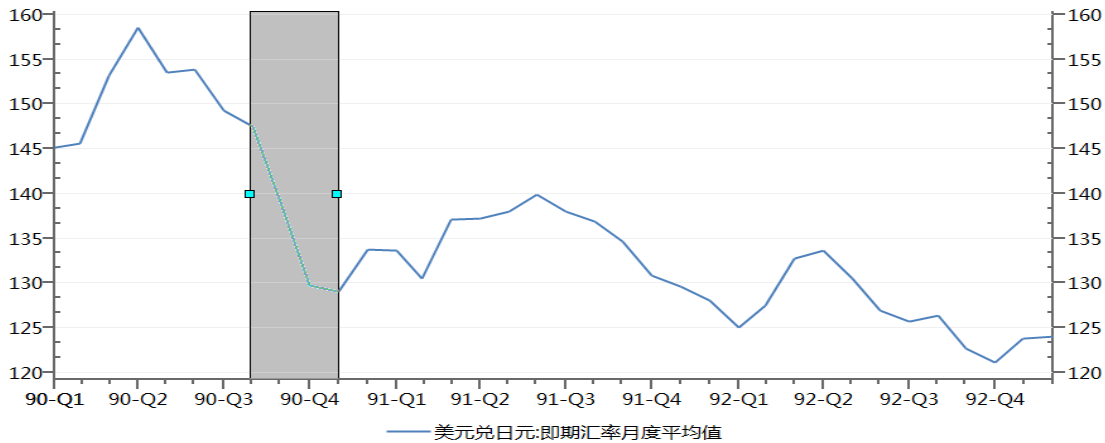
---

<sup>16</sup> 辜朝明，大衰退——如何在金融危机中幸存和发展[M]，北京：东方出版社，2008。

增至 1990 年（2006 年之前的最大值）的约 52 亿美元<sup>17</sup>，增加了 73%。对外投资地区重心由美国向东南亚国家转移，对外投资产业也从制造业扩大到有价证券和不动产。其三，日本的对外贸易部门具有强大的创汇功能，极端情况下可以为国内信用良好的日本政府提供强大的外汇支持。Wind 数据显示，1989 日本的经常项目顺差 8.71 万亿日元；1990 年经常项目顺差为 6.47 万亿日元；1991 年经常项目顺差为 9.18 万亿日元；1992 年经常项目顺差为 14.23 万亿日元。在这三重因素之下，即使日本国内出现资产泡沫破灭，在国内民众不进行大规模资产抛售外逃的情况下，没有外部国际做空势力敢叫板日本政府，做空日元。因而，日元并没有出现大规模的贬值情况。相反，1990 年因伊拉克入侵科威特导致第三次石油危机，国际投机者偏好购买日元避险，日本资产泡沫破灭之时（1990 年 10 月-1992 年 12 月），日元汇率反而在波动中持续升值，如图 1-4 所示。

---

<sup>17</sup> 数据来源：梅冠群，基于日本经验的中国对外投资政策选择研究[J]，亚太经济，2017 年第 2 期：pp.71。



资料来源: Wind 资讯

图 1-4 1990-1992 年期间的日元汇率走势情况

同时，另一个值得注意的问题是，如前所述，日本的资产泡沫破灭和其后的经济持续萧条，导致日本政府的债务高企，但日本从来没有出现过主权债务危机。究其原因，一方面，日本政府债务的持有者结构不同于其他国家，日本国债的主要持有者是日本国民。老龄化比例较高的日本国民对风险的偏好总体较低，且在一个法治化程度较高的社会里，政府对内信用违约风险较低，低通胀甚至通缩背景下，日本国民愿意以较低收益购买本国国债。因而，只要日本国民不抛弃日本国债，日本政府的偿债压力依然可控（当然，老龄化导致的日本经济持续不振，日本居民储蓄率一直在下降，从 1994 年的 13.3% 逐渐下降到 2015 年的 0.7%<sup>18</sup>，日本政府国内债务问题逐渐凸显）。另一方面，

<sup>18</sup> 参见 <https://data.oecd.org/hha/household-savings.htm>。



如前所述，日本的外汇储备规模极高，长期居于全球首位（2006年开始被中国超越），日元汇率整体稳定有序，这些都对本国主权信用状况具有极强的支撑作用。

## 二、1998年亚洲金融危机的演变与政府干预

### 2.1 亚洲金融危机的原因分析

亚洲金融危机的根本原因是亚洲五国<sup>19</sup>经济发展模式的不可持续性（过度依靠外资发展外向型劳动密集型产业的经济发展模式，导致外债急剧增加<sup>20</sup>、国内的股市和房地产资产泡沫、以及经济持续增长动能不足）、金融体系的脆弱性（钉住美元的汇率制度，但这些国家的外汇储备规模却不足以维持固定汇率制度；资本项目过早开放；国内利率显著高于国际尤其是日本的利率水平；缺乏监管和风险管理能力）以及国内政治的腐败（利益集团通过金融部门套利，导致银行坏账大幅增加）。

从外部冲击来看，一方面，拉美国家和中国等国家出口增加导致亚洲五国经常账户赤字、外汇储备来源不足；另一方面，作为亚洲国

---

<sup>19</sup> 指泰国、菲律宾、印尼、马来西亚、韩国，也是亚洲金融危机受影响最大的国家，本文主要研究这5个国家。

<sup>20</sup> 尤其是短期外债。

家主要债权国的日本大量撤资（日本国内银行坏账率大幅度上升和国内股市<sup>21</sup>下跌，导致日本银行为了满足国际清算银行资本充足率最低 8% 的标准决定从亚洲国家撤资）和从 2015 年 4 月起日元的持续贬值（借入日元投资亚洲国家的利差投机者的收益下降导致外资流出亚洲五国，以及日元贬值带来的日本出口增加），导致资本持续外流。

从危机的跨国蔓延来看，主要原因有：国际投机者持续对亚洲国家货币的做空行为，导致本国货币面临巨大的贬值压力；亚洲金融危机开始后，外界对亚洲国家经济发展前景普遍不看好，使得外资持续大量流出，导致外汇挤兑危机以及国内资产泡沫的破裂；国际援助因素方面，自墨西哥比索危机后，美国国会禁止使用外汇平准基金援助其他国家，美国主动干预平抑危机的力度较低。

## 2.2 亚洲金融危机的演变脉络梳理

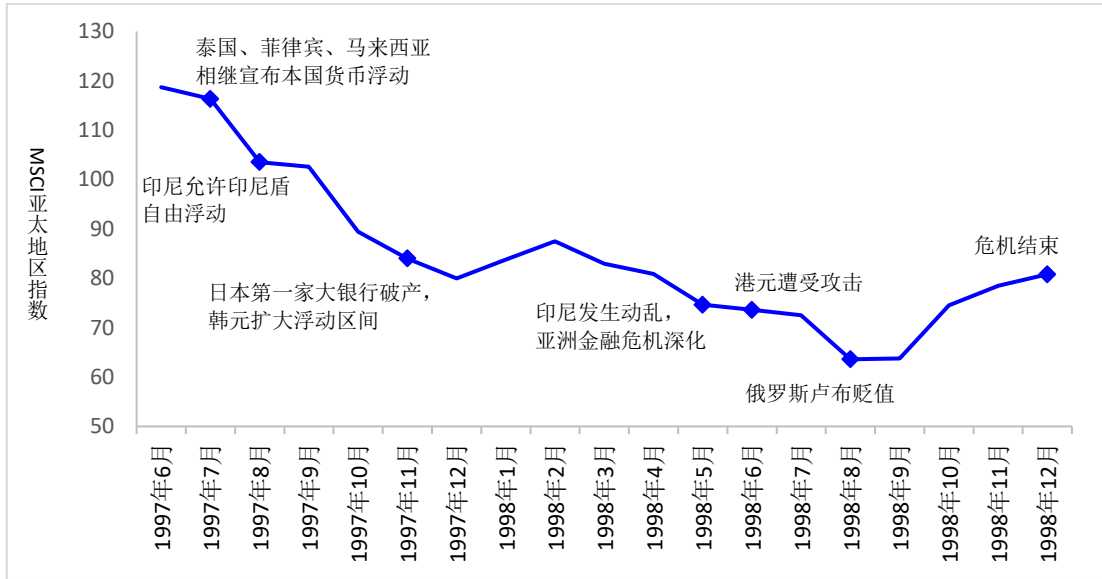
图 2-1 和图 2-2 描绘了亚洲金融危机演变的时间节点和传导链条。随着国际投机者在远期市场和现货市场持续地、大规模做空泰铢，实行盯住汇率制度的泰国在耗尽外汇储备以后，于 1997 年 7 月 2 日被迫宣布实行汇率浮动制，亚洲金融危机爆发。随后，国际投机者大量抛

---

<sup>21</sup> 日本银行把未实现价值的股票投资组合也当作资本。

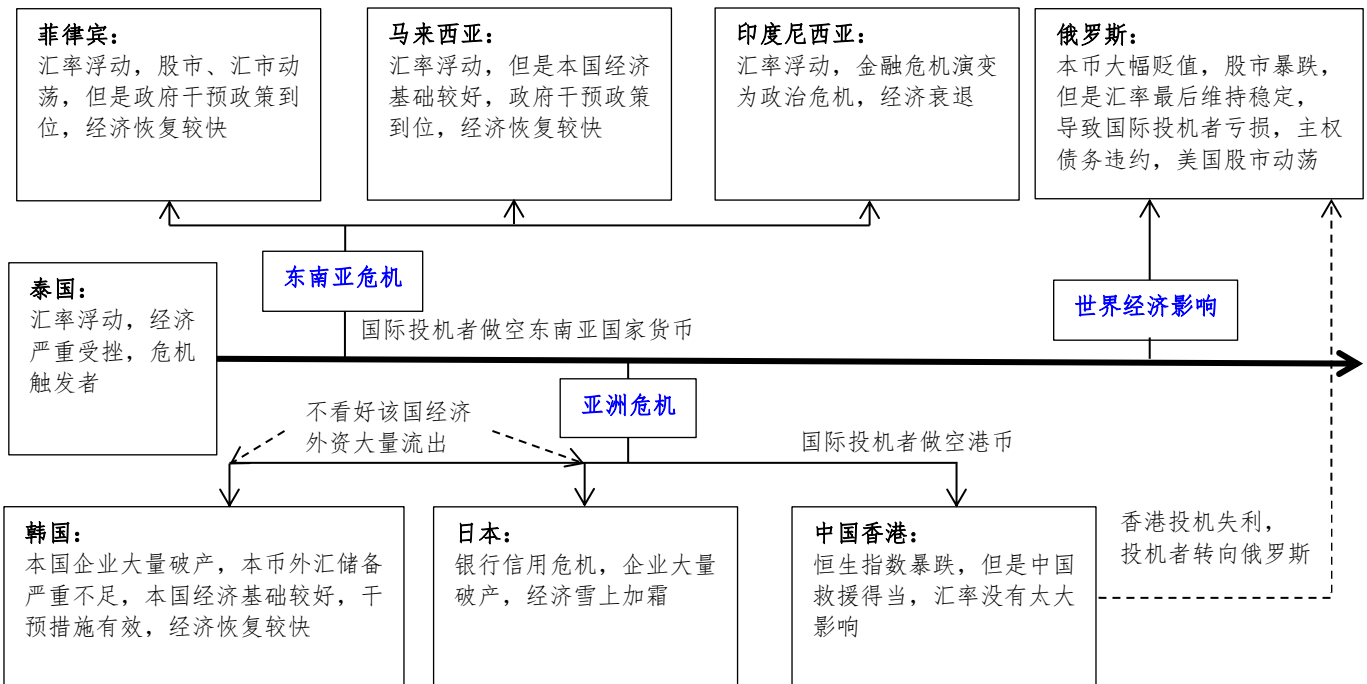
售东南亚国家货币，东南亚国家如菲律宾、马来西亚和印尼相继放弃钉住美元的汇率制度，本国货币大幅度贬值。而与东南亚经济密切相关的韩国和日本，由于其金融开放程度较高，也受到了东南亚金融危机的冲击，东南亚金融危机演变为亚洲金融危机。中国香港是国际投资者从东南亚国家获利后的攻击对象，由于中国香港金管局的应对得当和中国政府的支持，国际投资者未能得偿所愿，铩羽而归。随后，国际投机者转而将目标瞄准俄罗斯，导致卢布贬值、股市暴跌，虽然俄罗斯最后稳住了汇率，使得国际投机者损失惨重。但其也付出了重大代价，俄罗斯无力偿债后宣布主权债务违约等事件也引发美国股市动荡。因此，亚洲金融危机对世界金融市场也产生了重大冲击。

在此过程中，受到冲击的各国金融市场都被重创，出现了国内资本市场剧烈波动、金融机构大量倒闭等情况，进而对本国经济产生严重的负向冲击。



资料来源: Lindgren et al., 1999; 沈联涛, 2009。

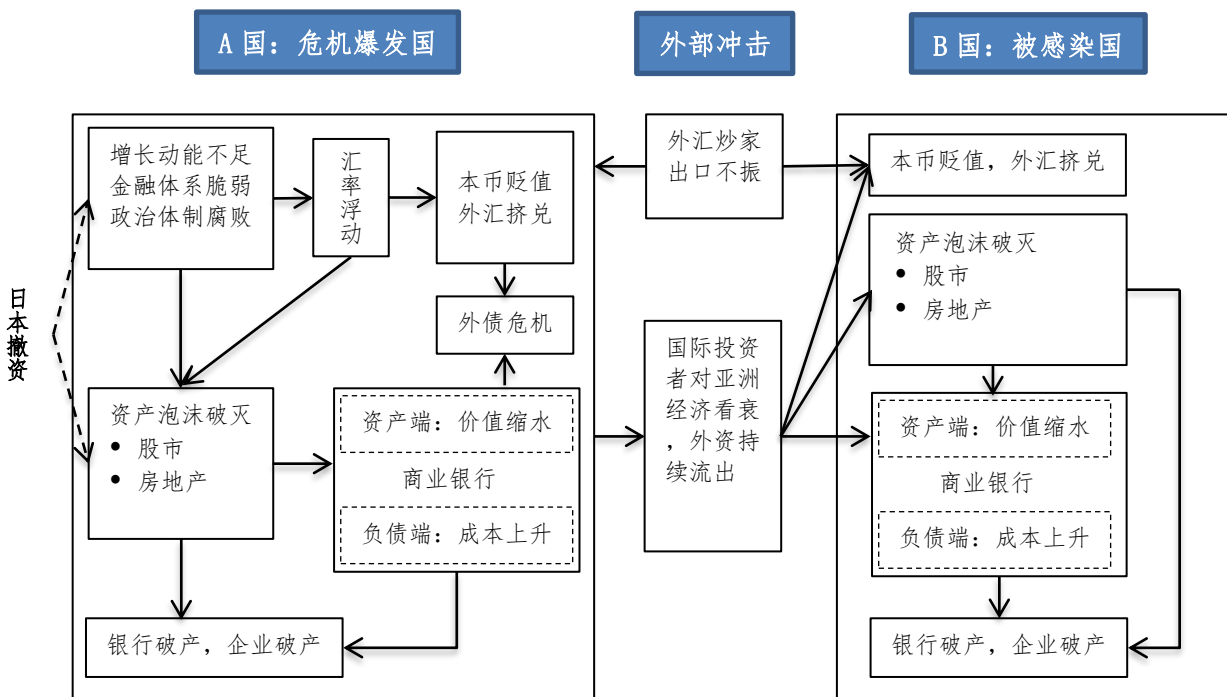
图 2-1 亚洲金融危机演变的时间图



资料来源: 作者整理

图 2-2 亚洲金融危机的传导链条

图 2-3 梳理了亚洲金融危机的传染机制分析。亚洲国家汇率、国际收支、政治治理等方面的问题导致其经济十分脆弱；外部的冲击——主要债权国日本的撤资和本国出口竞争力的下降，导致外汇储备不足以维持当时的汇率制度，国际投机者趁虚而入，对相关国家的货币大量做空。从泰国放弃钉住美元的汇率制度开始，引起了外汇挤兑危机、资本泡沫崩裂的连锁反应，然后持续发酵为外债危机，进而对本国金融市场和实体经济造成双重打击，金融危机不断深化。同时，国际社会对亚洲经济的悲观预期促使投资者从亚洲其他国家大量撤资，使得被感染国也爆发外汇挤兑危机、国内资产泡沫破裂，最终这些国家也出现商业银行和企业大量破产。



资料来源：作者整理

图 2-3 亚洲金融危机的传染机制

### 2.3 危机演变过程中的政府干预措施

汇率的变化能够有效反映出危机的演变轨迹，根据亚洲五国汇率的变化（见图 2-4 和图 2-5），亚洲金融危机演变的关键节点有六个：

第一，1997 年 7 月，泰国银行宣布泰铢汇率浮动，标志着危机的爆发；

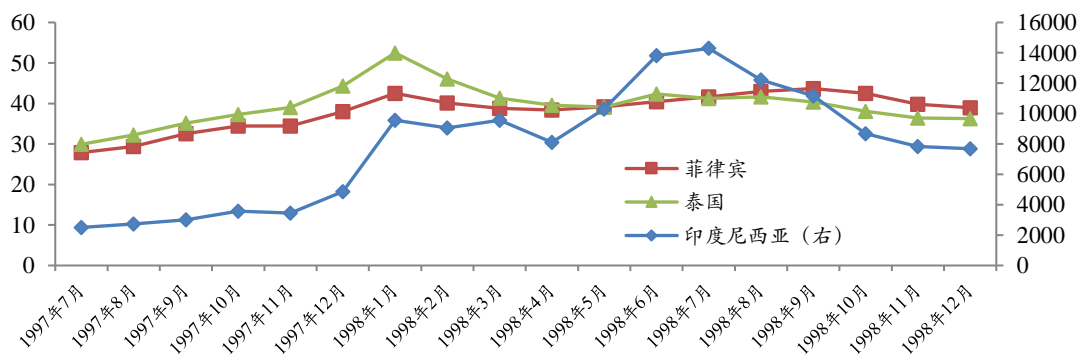
第二，1997 年 11 月，政府干预措施暂时见效，危机有所缓解；

第三，1997 年 12 月，由于韩国在 1997 年 11 月 19 日放宽汇率浮动区间，东南亚金融危机演变为亚洲金融危机；

第四，1998 年 2 月，政府干预措施初步见效，危机有所缓解；

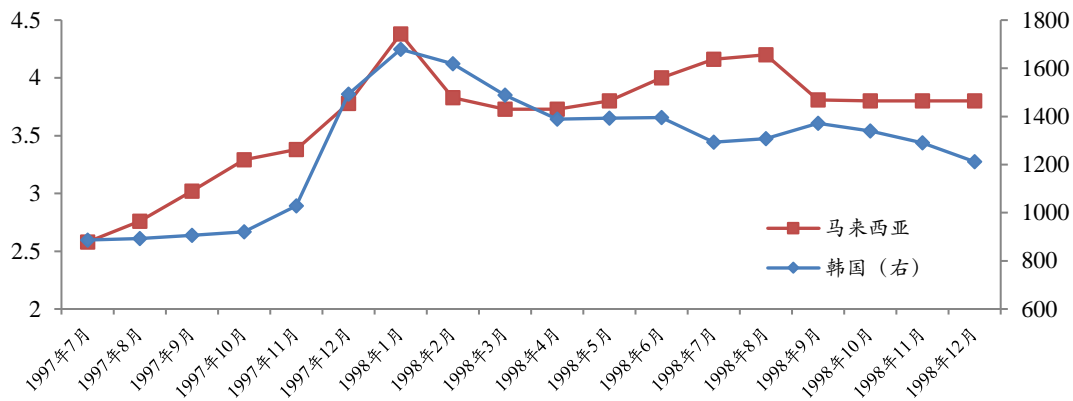
第五，1998 年 5 月，印尼发生动乱，导致印尼盾暴跌，对其他东南亚国家产生冲击，亚洲金融危机深化；

第六，1998 年 8 月，政府干预措施见效，危机有所缓解。



资料来源：EPS 数据库

图 2-4 菲律宾、泰国、印度尼西亚兑美元汇率变化



资料来源：EPS 数据库

图 2-5 马来西亚、韩国兑美元汇率变化

在危机的应对方面，亚洲五国在危机应急阶段都采取了保障银行存款、暂停破产银行业务等措施以阻止危机进一步扩大；随后，在稳定和恢复阶段分别对金融部门的法规制定、风险管理、资产重组、监管等方面都做了全面的重新布局和整顿。纵观亚洲五国的危机干预措施，主要有以下五个特点：

第一，除马来西亚外，其他四国都向 IMF 寻求援助<sup>22</sup>。表 2-1 给出了亚洲五国首次申请援助的时间，以及协议援助的金额。从首次申请援助的时间看，泰国、菲律宾和韩国是在本国危机发生不久就向 IMF 申请援助，印尼则是过了 3 个多月之后才向 IMF 申请援助。从援助金额看，由高到低分别为：韩国、印度尼西亚、泰国和菲律宾。然

<sup>22</sup> 当然，IMF 主要负责协调援助，援助资金则分别来自于 IMF、世界银行和亚洲开发银行，以及多个亚洲国家。



而，韩国当时外债超过 1000 亿美元，而外汇储备才 73 亿美元，国际援助远远不够（沈联涛，2009）。

表 2-1 亚洲五国国际援助情况

国家	首次申请 IMF 援助时间	协议援助金额
印度尼西亚	1997 年 10 月	497 亿美元，其中 IMF150 亿美元
泰国	1997 年 7 月 28 日	172 亿美元，其中 IMF40 亿美元
菲律宾	1997 年 7 月 11 日	IMF14.7 亿美元
马来西亚	无	无
韩国	1997 年 11 月 21 日	584 亿美元，其中 IMF211 亿美元

资料来源：IMF Staff Paper, 2000；IMF 1998 和 1999 年年报

第二，IMF 的援助计划对被援助国家提出了严苛的改革要求，对本国的金融独立性有一定影响，同时，可能对被援助国家的经济造成较为严重的短期紧缩效应。表 2-2 给出了 IMF 提供援助时，对被援助国在稳定系统、重建金融部门和改革制度框架三方面的要求。除了重建国内金融体系，还要求被援助国允许使用公共基金进行银行整顿，加快国有银行的私有化进程，降低了被援助国家的金融独立性。另外，IMF 的援助计划并没有涉及如何提升被援助国的生产力和国际竞争力，对被援助国的经济恢复效果相对有限。

表 2-2 IMF 援助要求

要求类型	具体内容
稳定金融系统	提供流动性支持（印尼、韩国和泰国）；存款全面担保（印尼和泰国）；设置存款上限防止运营不良银行吸收存款（印尼和泰国）；识别和关闭运营不良金融机构，包括商业银行（印尼）、商业银行和招商银行（韩国）、金融公司（泰国）；要求被关闭机构的所有者失去股权（印尼、韩国、泰国）；被关闭金融公司的借款者股份不被保证，对部分存款者的索赔转为长期（泰国）
重建金融部门	建立重组机构（如：印尼为印尼银行重建局）；完善金融机构诊断评估（印尼和韩国）；收紧贷款分类和提供不良贷款的规定（印尼、韩国、泰国和菲律宾）；允许对不良贷款进行全部税收扣除（印尼、韩国和泰国）；建立银行透明时间表以符合资本充足要求（印尼和韩国）或者提供相关要求（泰国）；干预破产银行（所有国家）；同意对资本不足的银行进行注资（印尼、韩国、菲律宾和泰国）；使用公共基金注资银行（泰国）、允许私人机构购买不良贷款（印尼和韩国）；更严格的银行准入牌照要求（泰国）；逐步私有化国有银行（印尼、韩国和泰国）
改革制度框架	从立法层面提高监督机构（韩国）和中央银行（印尼）操作独立性；加强银行监管（印尼和菲律宾）；增强会计、信息披露和审计标准（韩国、菲律宾和泰国）；修订关于关联借款、流动性管理、外汇披露的规定（印尼和韩国），韩国取消了排名前 30 财团的交叉担保；引入新的破产法律（印尼和泰国）

资料来源：Lindgren et al., 1999

第三，被援助的国家由开始的紧缩的财政政策转为稳健的财政政策。被援助的国家在爆发危机前财政都有所盈余。危机爆发后，IMF 在 1998 年 3 月之前，要求被援助的国家实行紧缩的财政政策，将财政盈余控制在 0-2.5% 之间，使得被援助国家不得不靠增加税收、减少税收优惠、缩减开支来达到要求。然而，这种紧缩的效果并不好。自 1998 年 3 月后，IMF 允许被援助国家有一定财政赤字以刺激经济增长，

被援助国主要增加了社会保障体系和基础教育的相关支出，此外，印尼还兴建了劳动密集型公共项目以及增加对中小企业的贷款。

第四，部分国家在亚洲金融危机时经历了政府的更迭，主要原因是前任执政者干预措施的失效。附表 4 给出了亚洲五国的干预措施，可以看到，印度尼西亚、泰国和韩国在亚洲金融危机时期发生了政府主要领导的更替。印度尼西亚和泰国前任执政者干预措施的失效直接导致了其辞职或者连任失败；韩国则是在危机爆发后不久就要举行换届选举，时任执政者不愿意采取激进的改革措施，把改革的难题留给了下届政府。

第五，马来西亚是唯一没有申请 IMF 援助并且经济恢复较快、成功走出了危机的国家。马来西亚的经济基础较好，金融体系较为薄弱，发生危机后，马来西亚政府迅速制定了应对危机的政策。除了加强对金融体系的建设，产业政策方面，政府大力鼓励能够提升国家生产力和创汇的产业的发展，同时控制进口。财政政策方面，削减不必要的政府开支、设立中小企业贷款基金帮助中小企业度过难关，并增加对教育的投入；货币政策方面，再次强调维护汇率的稳定性，自 1998 年 9 月 2 日起，将林吉特与美元以 3.8: 1 的汇率挂钩。

## 2.4 政府干预的效果分析

从今天来看，亚洲五国政府干预效果各不相同，经济的恢复情况也有差异，主要表现在如下三个方面：

第一，亚洲五国在货币政策和金融体系重建方面的措施都很相似，导致干预效果不同的根源在于其经济基础、经济发展战略和政府执行力度的差异。比如，韩国的经济基础本身就比较好，在危机之前已经是亚洲第二大经济体，金大中上任后，对国内已有的金融、经济结构沉痾采取了大刀阔斧的改革计划，并且改革成效明显，所以，在1999年经济增速就达到11.31%。马来西亚在深入反思引发危机的原因后，制定了一系列具有针对性的改革措施，调整经济结构、完善金融体系建设，最终成功走出危机。菲律宾也打破了原有的垄断格局、通过市场化改革促进经济活力。

第二，在经历政府换届之前的国家的干预措施基本上效果都不佳。如表3-3所示，印度尼西亚时任领导人干预措施的失效直接导致了其辞职，泰国则直接导致了其主要领导人的连任失败，而韩国则是象征性地采取了稳定汇率和购买不良贷款的措施，把改革的难题留给了下任政府。

第三，政策干预效果的成败与投资者信心紧密相关。亚洲金融危机的扩散与国际投资者的恐慌性资本流出有直接关系，由于亚洲国家之间的经济紧密相连，一旦有国家出现金融危机，出于审慎原则，资本也会大量从其他类似国家或者存在关联的国家撤出，所以，稳定投资者信心非常重要。比如，韩国在 12 月接受 IMF 援助计划后，短期债务的延期率依然下降，说明投资者对当时的韩国经济前景已经失去信心，持续大量撤资。马来西亚则是在危机爆发初就通过稳定汇率和股市，以恢复国际投资者的信心。

### 三、2008 年美国次贷危机的演变与政府干预

#### 3.1 次贷危机的原因分析

从次贷危机的诱因来看，造成 2008 年美国次贷危机的主要原因有：大稳健（The Great Moderation）背景下，美国宏观经济和资本市场持续稳定，催生了民众对于经济长期繁荣的过度乐观情绪；美国历届政府鼓励提高住房拥有率的政策导向，以及长期低利率的宽松货币政策推动，美国房地产泡沫开始泛起；金融去监管的大背景下，金融机构积极参与，竞先放松房地产市场贷款审核、推动资金大规模出表以逃脱监管、金融机构激进地使用高杠杆借机牟利，助长了房地产泡

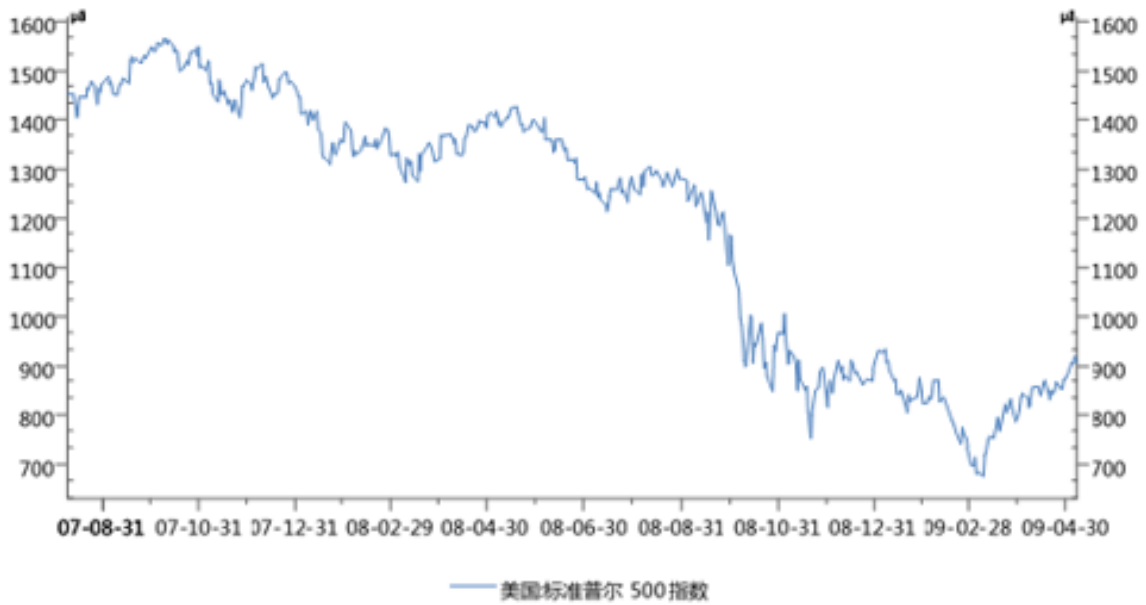
沫的持续扩大；金融创新活跃，资产证券化产品多次对底层资产进行分割打包，导致次贷问题暴露时，市场无法对问题资产进行区别定价和隔离处置，是次贷危机蔓延及深化的重要导火索；底层资产相互嵌套的金融产品难以定价，严重依赖评级机构，使得评级机构对产品、机构的评级调整的顺周期效应被严重放大；危机前期监管机构对风险的低估，危机爆发后民众对华尔街的强烈不满、美国国内党派政治体系制衡对立严重，阻止了政府的干预力度，深化了危机的破坏性。

### 3.2 次贷危机的演变脉络梳理

#### (1) 危机演变的基本过程

以 2007 年 2 月汇丰集团宣布为其持有的美国次贷产品计提 106 亿美元的坏账准备为苗头，2007 年 8 月 9 日欧洲巴黎银行的三只重仓美国次级抵押贷款支持证券的基金停止赎回为危机爆发起点，2009 年 5 月 7 日美国系统重要性金融机构的“压力测试”评估结果出台为初步终结标志，美国次贷危机经历了酝酿-发展-急剧恶化-达到顶峰-持续大幅震荡-波动趋稳等多个阶段。其中，2008 年 9 月 16 日美国政府不干预导致雷曼兄弟倒闭，是整个次贷危机完全爆发乃至走向失控的关键点，如图 3-1 所示，以标普 500 指数为代表的股市也随之剧烈出现断崖式下跌。

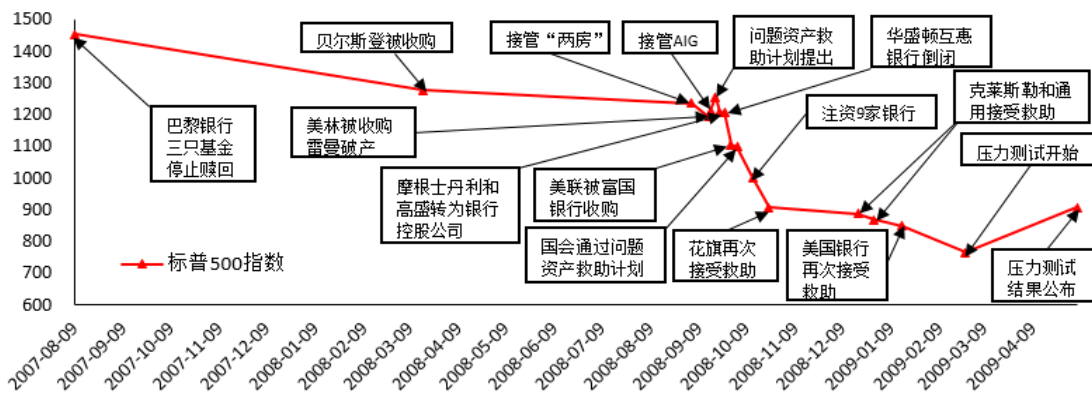




资料来源：Wind 资讯

图 3-1 次贷危机演变过程中的标普 500 指数走势

从危机演变的时间顺序看，如图 3-2 所示，次贷危机的总体演变脉络如下：



资料来源：根据 Wind 资讯以及相关资料整理

图 3-2 次贷危机演变过程中的标志性事件



其具体演变的过程为，2004年6月以后美联储的持续加息推动房价回落，对利率敏感的次级贷款群体逐渐难以承受房价回落压力，导致次级贷款市场出现大规模违约；次贷大规模违约引起次贷抵押支持证券市场的流动性丧失和定价失灵；CDO等分割再打包的结构化创新金融产品存量余额规模巨大，使得坏资产与好资产（非次贷抵押支持证券，乃至其他商业类的贷款抵押证券）无法及时区分定价和处理，持有这些资产的机构都难以脱身。重仓投资机构如巴黎银行、贝尔斯登，以及深度涉及这个市场的发行和信用违约的担保机构如“两房”、AIG等先后陷入资产贬值严重、流动性匮乏或资本金不足的困境。随着问题资产范围的扩大，底层资产在结构化产品之中相互嵌套，使得市场上的各种资产都难以及时进行分割、区分定价，冲击逐步波及到同样重仓、但资产结构和资本充足状况稍好的同类机构如雷曼兄弟、美林银行。在此冲击之下，巴黎银行的三只重仓美国次贷证券的基金终止赎回（2007年8月9日），贝尔斯登被摩根大通收购（2008年3月16日），“两房”和AIG被政府接管（2008年9月4日、9月16日）；随后美林被收购（9月14日），雷曼兄弟破产（9月15日）。再往后，摩根士丹利和高盛也受到严重冲击，被迫申请转为银行控股

公司（9月21日），以接受更严格监管的代价获得享受联邦紧急贷款项目的权利。

在投行系统遭遇灭顶之灾以后，美国的商业银行陆续出现破产倒闭危机——最大的储蓄及抵押贷款商业银行华盛顿互惠银行倒闭并被联邦存款保险公司接管（9月25日），美联银行被富国银行收购（9月29日）；美国财政部获得国会“问题资产购买计划”授权后（10月3日），尽可能快地对9家系统重要性银行进行了紧急注资（10月13日），但商业银行系统仍然持续动荡；11月19日花旗银行步入崩溃边缘，不得不再次接受政府部门联合救助。随后，2009年1月16日美国银行正式收购美林银行前夕，美林银行第四季度亏损达180亿美元的消息重创美国银行，政府部门再次实施类似于花旗银行的联合救助方案。在此期间，以克莱斯勒和通用汽车为代表的汽车行业，也因金融市场融资功能丧失而出现兑付危机，政府被迫两次出面救助（12月19日、12月29日）。

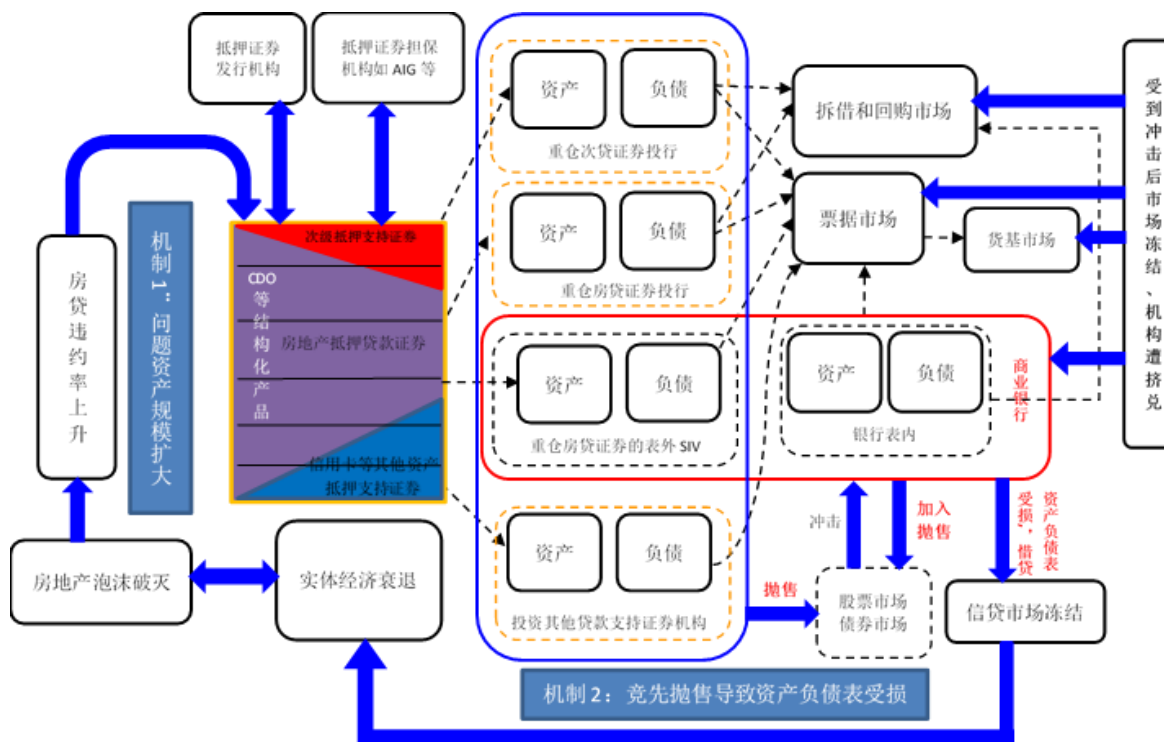
在主要金融机构都接受过政府救助之后，2009年2月，美联储和盖特纳接任财长后的财政部，以及其他银行监管机构开始共同对19家系统重要性金融机构展开较高标准、公开透明的压力测试，评估其潜

在损失和收益情况。美联储在 5 月 7 日对外发布压力测试的评估报告，认为主要金融机构的资本充足率水平基本满足要求，金融市场信心才逐渐恢复，次贷危机对美国金融市场的威胁逐步消退。

## （2）次贷危机的传染机制分析

回顾整个次贷危机，首当其冲且遭受冲击最大的还是美国的金融市场体系。从危机的风波乍起、风急浪高到风浪渐平，美国的金融市场体系也在经历倾覆式的危险以后逐步平稳下来。在此过程中，（房地产类和非房地产类的）抵押支持证券、相关衍生品、票据产品、回购协议、货币基金和信贷产品等主要类型的金融产品先后都陷入了流动性枯竭状态；抵押支持证券发行机构、信用违约风险担保机构、投资银行、商业银行及其表外 SIV 等金融机构大量倒闭；构成美国金融市场体系的抵押支持证券市场、衍生品市场、票据市场、回购市场、货币基金市场、信贷市场等不同层级的市场功能逐步丧失乃至陷入崩溃状态。金融体系遭受重创的同时，居民和企业正常的投融资和消费活动严重影响；加之资产价格大幅下跌后，居民和企业的财富受损严重，为修复资产负债表而不得不大幅收缩计划支出，总需求的大幅收缩导致美国经济也受到严重影响，自 2007 年 12 月开始，直到 2009 年

12月底，美国经济都处于持续衰退之中。因而，研究次贷危机的演变脉络，有必要着重聚焦金融风险的传染机制和传染路径。次贷危机的传染机制如下图 3-3 所示：



资料来源：作者整理

图 3-3 次贷危机的传染机制分析

如图 3-3 所示，归纳起来，次贷危机演变过程中，次贷危机中的金融风险传染机制主要有两个：

**机制一：问题资产规模扩大的传染机制。**某一类产品（最开始是次贷抵押支持证券）出现重大贬值，CDO 等金融创新产品使得问题资产与正常资产不易分割区分，风险迅速蔓延至同类型资产，导致潜在

的问题资产的规模迅速扩大。这些资产的流动性丧失，定价机制失灵，业务激进的公司率先出现问题，如大量持有房地产抵押贷款支持证券的投资者——典型的如贝尔斯登、雷曼、美林、各类商业银行的 SIV。这些机构开始陷入流动性或资本不足的困境。由于这些机构的市场交易对手众多，这些机构迅速面临交易对手的挤兑风险。

**机制二：争先抛售引发机构资产负债表受损的机制。**第一个机制发展到一定阶段，在第一个机制中已经遭受严重感染的机构资产负债表受损严重，必然要抛售其他资产来修复自身的资产负债表。由于其他资产被尚未受到严重感染的机构广泛持有，已经遭受严重感染的机构大量抛售，这些被抛售的资产价格也快速下跌，起初未受到严重感染的金融机构其资产也都大幅缩水。这些机构也被迫加入抛售阵营，进而引发资产价格进一步下跌，出现螺旋式下跌的“逆反馈效应”。当第二个机制发展到一定阶段，所有金融机构将普遍面临资本不足的问题，金融市场大规模挤兑问题持续凸显，整个金融市场的流动性陷入枯竭状态。

在此过程中，重要的金融产品担保机构和金融市场基础设施也将承受巨大冲击，典型的如 AIG、道富银行和纽约梅隆银行。同时，金

融市场的高度复杂化，资产的不透明性，使得评级机构的评级起到了推波助澜的作用。

美国的次贷危机表现出了典型的两个机制，且存在先后叠加的明显特征。在次贷问题显现的前期，问题主要出现在投行机构和诸多商业银行的 SIV 机构，第一个机制起主导作用。由于问题资产流动性丧失，资产价值大幅缩水，这些机构被迫开始抛售其他资产，第二个机制逐渐开始起主导作用。最终，商业银行等金融机构也大幅亏损，整个市场的金融机构普遍面临资本金不足的问题，金融市场的正常功能基本丧失，进而持续大幅冲击实体经济。

仔细观察整个危机的发展过程，如上图 3-3 所示，可以从产品、机构、市场等不同维度梳理出危机的具体传染途径：

### **维度 1：不同金融产品间的传染途径**

整个次贷危机过程中主要类型的金融产品的传染过程大致遵循如下过程：次级贷款——次贷抵押支持证券——房地产抵押支持证券——抵押支持证券相关衍生品——其他类型产品（商业贷款、汽车贷款、助学贷款、信用卡贷款等）的资产抵押支持证券产品——抵押资产支



持票据产品——回购抵押产品——货币基金——所有商业票据产品——  
——实体部门信贷。

具体而言，结构化金融产品多次对底层资产进行分割后再打包出售，导致 CDO 等结构化金融产品前期过度活跃且存量巨大。次贷问题暴露时，单个结构化产品难以简单进行定价。在产品的流动性枯竭以后，这些资产的价值迅速贬值，并影响到同类型其他资产的价值——先从次贷抵押支持证券蔓延到次优级抵押支持证券，然后再传染到整个（住宅和商业）抵押贷款支持证券，最后波及到大部分其他类型的（汽车贷款、助学贷款、信用卡贷款）抵押贷款支持证券。问题资产被投行、商业银行的 SIV（Structural Investment Vehicle）等机构所广泛持有，这些 SIV 机构以问题资产做抵押发行商业票据。在问题资产的风险暴露以后，这些资产商业票据（货币市场基金的主要投资标的之一）市场的兑付问题开始成为焦点，货币市场基金被快速冻结，货币基金开始遭遇挤兑；当货币基金市场被冻结以后，整个商业票据（货币市场基金的主要投资标的）市场也陷入流动性枯竭的境地。同时，回购市场也因为交易对手风险（对手方可能因为过多持有问题资产而无法按时、足额兑付）上升而被快速冻结。最后，商业银行由于



房地产回落引起的表内信贷违约损失、以及表外 SIV 的资产大幅贬值，开始惜贷行为以减少进一步损失并储备现金以应对潜在的资本不足问题，最终引起整个信贷市场快速萎缩。

这一产品传染链条总体上揭示了在次贷危机演变过程中，主要种类的金融产品遭受重创的时间顺序。当然，由于美国金融市场的高度发达，不同市场之间的联结紧密，处于后面节点的产品在前面节点的产品遭受重创之时，可能已经受到一定影响，并不是严格按照这些节点步骤依次逐步传导的。同时，在这一过程中，相关机构和整个市场的股票（以及信用债券）都处于震荡持续下跌状态，且在前述几次关键事件发生时呈大幅暴跌的态势。

## 维度 2：金融机构间的风险传染途径

次贷危机期间，美国的大型金融机构主要可以分为如下四类：

第一，住宅贷款支持证券的发行方：“两房”；

第二，抵押贷款支持证券信用违约风险的对手方：AIG；

第三，重仓投资机构：五大投行、两房、大型商业银行的 SIV；

第四，房地产市场回落的风险暴露方：商业银行。

（次级及其后的次优级住宅、以及随后的商业）地产抵押贷款支持证券将上述的四类机构捆绑到一起：“两房”担保抵押支持证券的发行；AIG 担保信用违约风险；五大投行、两房、部分商业银行及某些商业银行表外的 SIV 重仓投资这些证券和信用违约衍生品。另一方面，商业银行的表外 SIV 机构是次贷危机从抵押贷款支持证券市场蔓延至货币基金、整个票据市场，以及信贷市场的重要节点机构。房地产泡沫破灭时，商业银行一方面因为房地产行业回落的违约率增加，导致表内信贷资产受损；由于对存量资产规模巨大的表外 SIV 具有隐性的信用担保支持，相关金融产品市场依次被引爆后（如前面的“不同金融产品间的传染途径”所述），商业银行也被牵涉其中。

### 维度 3：不同层级金融市场的传染路径

产品的传染路径大致决定了市场的传染路径，从不同层次金融市场的角度看，次贷危机在不同层次金融市场的传染路径大致是：局部房地产市场（次级贷款市场）-整个房地产市场（房价整体快速回落）-局部金融市场（重仓次贷的机构所联结的衍生品及住房抵押贷款证券市场）-整个金融体系（回购市场、票据市场、拆借市场、货币基金市场、信贷市场全面冻结）-蔓延至整个实体经济。

如前所述，SIV 是金融系统不同层级市场风险传染的一个重要节点。SIV 是商业银行表外的关键机构，部分是为了规避资本要求监管。SIV 同时涉及商业票据市场和 CDO 市场。其资产负债表的左侧是购买的 CDO 等资产，右边发行资产抵押的商业票据（Asset-Backed Commercial Paper, ABCP；SIV 是这些商业票据市场的主要参与者之一）向投资者融资（投资者主要是养老基金、货币基金等），以支持左侧的资产投资业务，其本质是期限错配牟利，以短期负债支持长期流动性差的资产购买，进而赚取利差。一旦次级贷款抵押证券市场的流动性丧失，CDO 的价格因为多种资产的嵌套无法进行分割隔离，导致受到感染的和未受到感染的资产无法区分，SIVs 资产价值大幅下挫，其发行的 ABSCP 的质量就会受到影响。这就会波及到养老基金、货币基金等商业票据投资者。货币市场基金的投资标的受到影响，由于都是短期资金，就无法迅速应对赎回问题，超短期资金支撑的货币基金市场就会发生挤兑。

### 3.3 危机演变过程中的政府干预措施

如前所述，从次贷危机的演变过程看，几次标志性的事件对危机的走向起到了关键作用：贝尔斯登被收购（2008 年 3 月 16 日）、两

房被接管（2008年9月7日）、雷曼破产（2008年9月15日）、AIG被接管（2008年9月16日）、华盛顿互惠银行倒闭引起富国银行危机、资产救助计划波折（2008年9月20日-10月3日）、对银行系统广泛注资（10月13日）、救助花旗银行（11月19日）、救助美国银行（2009年1月16日）、压力测试结果出台（5月7日）。

危机演变过程中，美国政府机构（以财政部、美联储、联邦存款保险公司等部门为主）进行了持续的干预，但在不同的在各个节点事件之间，政府干预的侧重点有明显区别。整个干预行动经历了从“预判不足而被动干预（次贷问题显现、巴黎银行基金赎回危机）、危机爆发而暂时性干预（贝尔斯登问题、接管“两房”和 AIG）、危机持续恶化干预能力不足（囿于民意和政治压力，以及制度约束而选择放任雷曼破产）、在危机失控时获得足够应对权力后积极干预（问题资产救助计划）”的转变过程。随着财政部的大规模注资和持续广泛地救助，以及美联储史无前例的推出诸多操作工具创新放松担保品范围、扩大交易对象，为市场提供流动性支持，甚至积极主动地购买问题资产来为不同层次的、已经遭受冻结的金融市场解冻，促进金融市场的功能恢复。

从本质上看，次贷危机演变过程中的美国政府部门对危机的干预，是以政府信用担保了私人部门信用、最终化解了来自零售市场（民众）和批发市场（机构和交易对手）的挤兑压力，消解了市场恐慌进而逐渐控制住危机。从这个角度看，在 2008 年 10 月 3 日美国国会通过“问题资产救助计划”以后，即使 2009 年 2 月推出的压力测试结果没有实际的乐观，最终也一定可以解决金融市场危机，差别在于金融市场稳定的时间可能会推迟。

### 3.4 政府干预的效果分析

具体梳理危机演变各个阶段的政府干预行为，2006 年第四季度次贷问题初步显现之时，财政部和美联储都认为次贷问题相对可控，可能只会造成一次经济的温和衰退，因而并未对问题的危害性给予足够重视。2007 年 8 月 9 日巴黎银行 3 只基金赎回问题震动了整个欧美金融市场，尽管欧洲央行和美联储都对市场提供了必要的流动性支持，但更多是着眼于防止短暂恐慌而采取的临时性平抑措施。其后，布什政府敦促财政部和住房与城市发展部对房地产市场的干预，成立希望联盟（HOPE Now Alliance）的做法，也只是为了缓解部分民众对丧失房屋赎回权问题。2008 年 1 月的布什政府减税计划，试图缓解房地

产价格回落对经济的影响，而不是意识到百年一遇的危机可能对世界经济造成重大冲击。

其后，即使在次贷抵押支持证券陷入流动性枯竭状态（2007年8-10月期间），政府的干预也仍然是被动适应性的应对，而非前瞻性的干预。在此期间，干预行为主要侧重于敦促金融机构筹集更多资本、以私人部门协作来解决抵押支持证券的流动性枯竭问题，美联储也是适应性地提供市场流动性支持，这一阶段的支持很快被发现难以奏效。贝尔斯登问题使得问题资产的规模已经超出市场自身协调解决的能力范围。

在美联储和财政部果断促成了摩根大通对贝尔斯登的收购后，民众对于政府支持华尔街金融机构并购的争议较大，危机的干预存在法律上的合理性问题。雷曼兄弟的倒闭使得整个危机达到顶点——在未获得国会进一步授权以前，政府在接管“两房”和 AIG 以后，进一步干预商业机构的合法性和动用资源的能力已经达到极限（前期干预的争议尚在、雷曼自身的问题资产规模巨大、没有买家接盘、国会不进一步授权时财政部已经没有多余资金；缺乏足够抵押品时，美联储的干预行为要受到法律约束），无法进一步发挥作用。



在危机深化最紧要的阶段（2008年9月），没有国会充分授权的美国政府无法及时进行有力干预，是危机失控并蔓延恶化的主要原因。救助计划的政治纠纷时间过长，对危机干预的应对及时性不够，干预行动只能追在危机背后亦步亦趋，深化了危机的破坏性。危机的深化推动了国会在问题资产救助计划上达成共识。随后，政策干预力度加大，财政部大规模注资9家系统重要性金融机构、兜底担保货币市场基金，并着手购买部分问题资产，美联储更为主动地以各种类型的问题资产为担保品为市场提供流动性，联邦存款保险公司加大对存款的保险范围和提升保险额度。经过政府信用的持续担保，商业银行系统经过多轮救助以后逐步趋稳，金融恐慌问题逐渐缓和。因而，在危机后期，政府干预全面实施，以政府信用支撑市场信用，加之多轮救助以后，主要金融机构的资本充足率好于市场预期，恐慌情绪逐渐褪去，市场信心逐步恢复，金融危机基本消退。

## 四、2009–2012年欧债危机的传染与政府干预

### 4.1 欧债危机的原因分析

欧债危机根源于欧元区各成员国政府的长期收支失衡（欧盟各国财政赤字GDP占比均值从2008年底不足3%上升至2009年的6.9%，



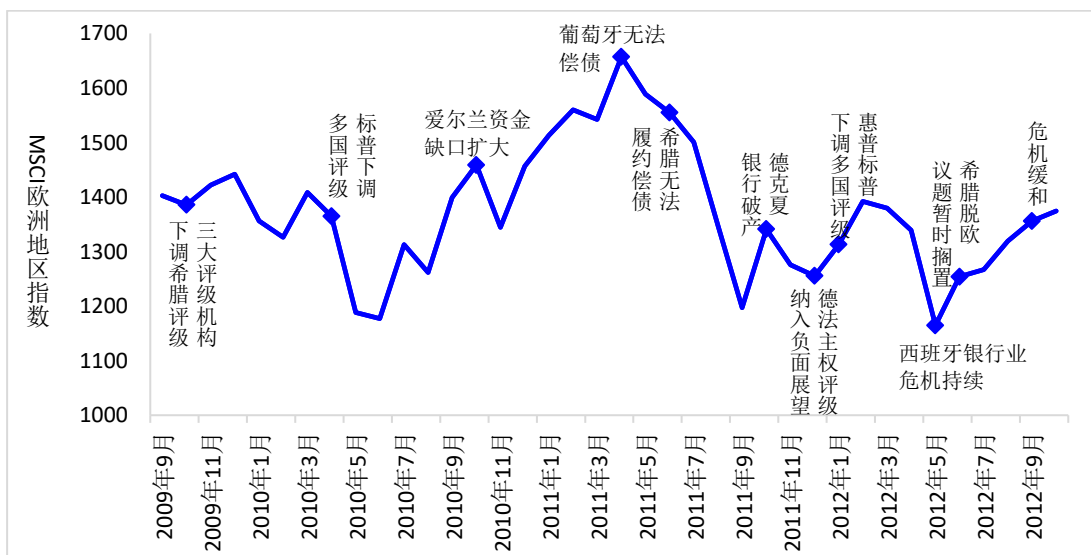
2010年欧盟27个成员国中，有20个国家的财政赤字占GDP比例超过3%安全警戒线；欧盟的整体债务占GDP的比例也持续高于60%的警戒线水平，整体从2008年底的65%攀升至2009年的74.7%，财政可持续性成为严重问题。从外部原因看，美国次贷危机引发部分成员国的资产泡沫破灭（爱尔兰和西班牙）、国内银行业遭遇重创（爱尔兰和意大利）、国际收支受到严重影响（希腊的旅游收入等大幅下滑），这些成员国政府在持续的逆周期财政支出之后，长期的财政失衡导致财政脆弱性问题凸显。在制度层面，欧元区的货币政策和财政政策二元结构矛盾是欧债危机的基础性制度问题。从危机跨国蔓延的过程看，欧元区各国的金融市场互联互通、各国金融机构相互持有其他成员国的债务（比如，意大利的主权债务被法国银行业大量持有，意大利主权债务风险引起法国兴业银行评级调降，进而对法国主权信用产生影响；西班牙国债的主要外国投资者是法国和德国，西班牙的主权债务问题引起会引起法国和德国的银行业问题），是欧债危机从主权债务危机演变为银行业危机的重要条件。外部评级机构的顺周期调级行为扩大和深化了危机的程度。危机爆发初期各成员国对于是否救助的分歧和危机蔓延过程中的干预应对失当，加深了危机的破坏性。

## 4.2 欧债危机的演变脉络梳理

### (1) 欧债危机的总体演变过程

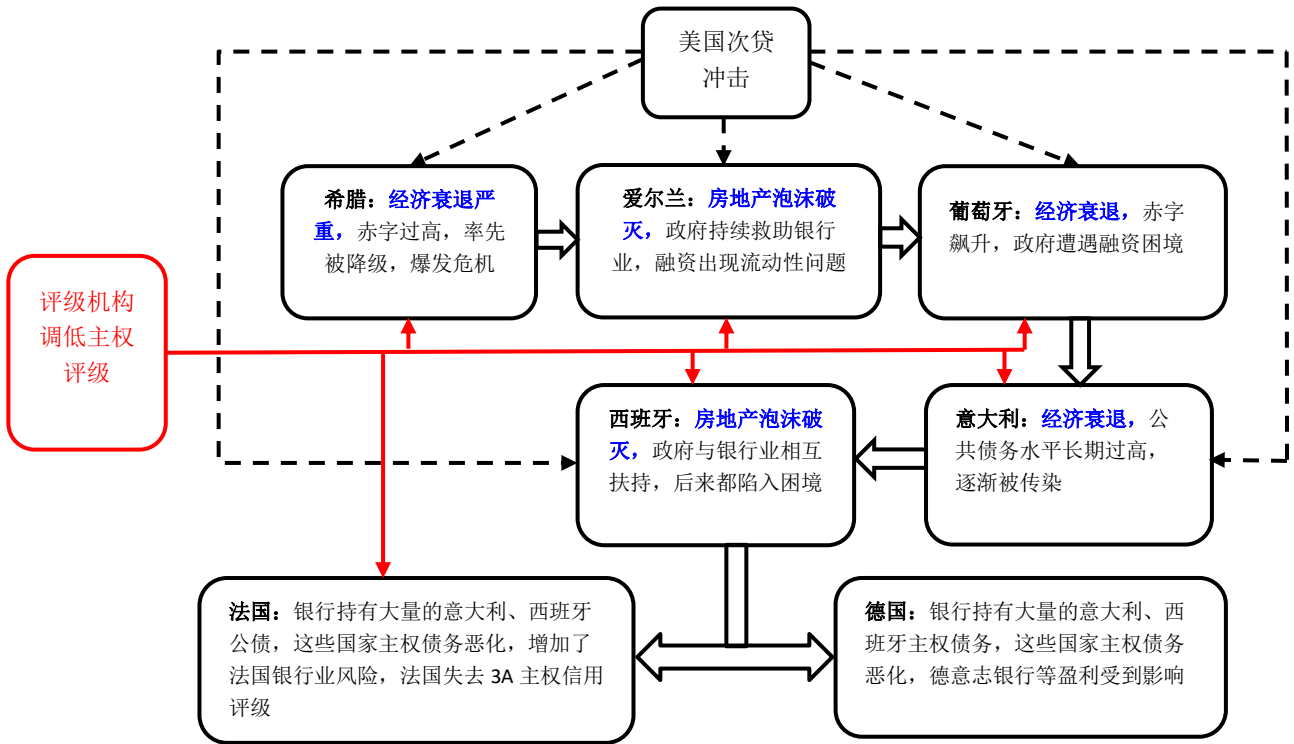
如图 4-1 和图 4-2 所示，从演变的历程来看，欧债危机经历了单个国家的主权债务危机、欧元区银行业危机直至欧元危机三个逐步深化的阶段。从时间顺序来看，2009 年 10 月希腊财政赤字率造假引发三大国际评级机构下调其主权信用债务评级为起点，2012 年 9 月德拉吉就任行长的欧洲央行旨在维护欧元不崩溃而推出 OMT（Outright Monetary Transactions）为终点，主要问题国家乃至整个欧元区市场经历了近 3 年的剧烈震荡。在此期间，风险经历了从单个前期遭受次贷重创（希腊、爱尔兰）的国家向脆弱平衡（意大利、西班牙）乃至欧元区核心国家（法国和德国）蔓延的过程。在危机最为严重的阶段，欧元区的核心国家（法国和德国）也遭受主权信用评级调降（或负面展望），整个欧元区都面临着前所未有的解体崩溃风险。其中，2011 年 12 月法国和德国的主权信用被纳入负面展望名单、EFSF 遭到标普的降级成为危机深化的转折点，标志着欧债危机从某些问题国家的危机蔓延至核心国乃至整个欧元区，单个国家的主权债务危机经由区域性银行业危机向欧元危机方向转变；而 2011 年底德拉吉就任行长后

的欧洲央行为确保欧元体系不崩溃而果断推出一系列积极灵活的货币政策干预措施（如 LTRO 等），以及 2012 年 6 月希腊民主党选举胜出、希腊退欧议题被搁置，是欧元解体危机走向缓和的转折点。随后，危机国家的债务再融资问题逐渐得以缓解。尤其是 2012 年 9 月欧洲央行 OMT 计划实施以后，欧债危机最终得到有效控制。从政策干预的角度看，希腊债务危机爆发之初，欧元区各个成员国对于是否应该救助问题国家，以及救助方式、力度等问题存在较大分歧，是欧债危机逐步扩大的原因之一。各成员国在“救助问题国家是确保欧元体系不崩溃的必需环节”这一问题上达成共识以后，欧元区各成员国作为一个整体，开始采取相向而行的积极干预措施，最终推动危机趋于缓解。



资料来源：Wind 资讯，作者整理

图 4-1 欧债危机演变的时间顺序



注：蓝色字体表示美国次贷危机产生的影响。

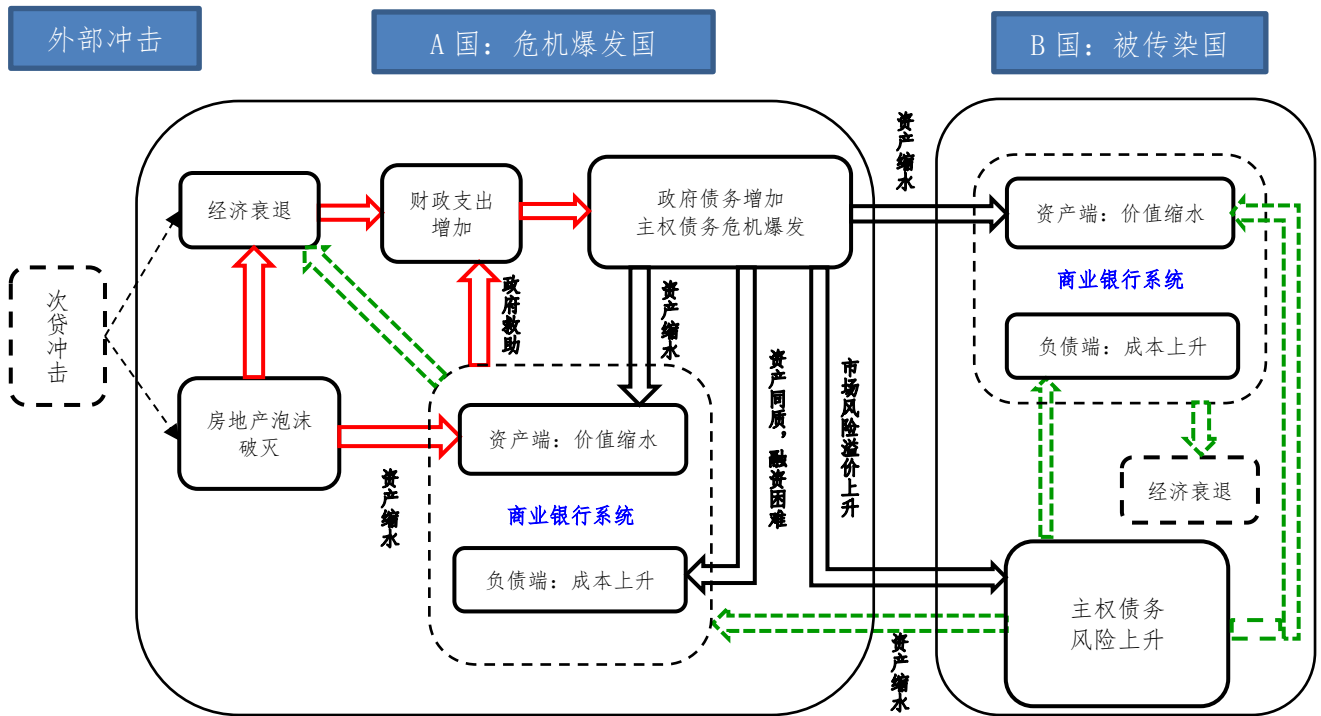
资料来源：作者整理

图 4-2 欧债危机的总体演变脉络

## (2) 欧债危机的传染机制梳理

图 4-3 简要刻画了欧债危机的主要传染机制。从图的左侧往右看，次贷危机对某些国家产生负面冲击（如次贷危机重创希腊旅游业导致经济衰退，或者如爱尔兰和西班牙等房地产泡沫破灭引起经济衰退），逆周期的财政政策支出（刺激经济或者救助受到重创的商业银行系统）使得某些国家积习已久的主权债务情况恶化，财政状况最差的国家（如希腊等）率先出现债务到期续作和兑付的问题。主权债务违约风险的上升使得评级机构下调重债国的主权信用评级，这一方面会损害

重仓政府债券的本国商业银行系统的资产端，另一方面，（资产同质导致的交易对手风险）也引起市场的流动性紧张，本国商业银行系统因此陷入困境，进而产生惜贷等对本国经济造成负向冲击。由于欧元区各国的金融市场紧密联通，同样存在债务违约风险、但财政状况稍好的其他国家，以及持仓该国主权债务的其他国家商业银行也会因此遭受负向冲击（国际清算银行的数据显示，希腊、葡萄牙和西班牙等国 90% 的外债（包括公司债和主权债务）被德国和法国为主的其他国家商业银行所持有）。随着主权高信用风险国家数量的增加，这些重仓外国债券的商业银行也会遭受重创，单一国家的主权债务危机经由银行业危机，产生严重的雪崩效应，导致越来越多的国家被拖入危机之中。如前述的欧债危机演变历程所展示的，这一过程持续深化，最终演变为波及整个欧元区的欧元危机。



注：红色箭头表示危机爆发前 A 国的经济衰退演变过程；黑色箭头表示主权债务危机爆发国的风险传染过程；绿色箭头表示被传染国的内部风险感染并反馈作用到整个市场的过程。

资料来源：作者整理

图 4-3 欧债危机的传染机制

### 4.3 危机演变过程中的政府干预措施

欧债危机期间，欧洲各国和 IMF 进行了紧密的合作。随着危机的持续演变，政策干预经历了前期的对危机预计不足——成员国之间存在显著分歧——确定有限力度救助——加大救助力度的同时敦促紧缩财政改革——进一步展开大规模救助——危机缓和的过程。

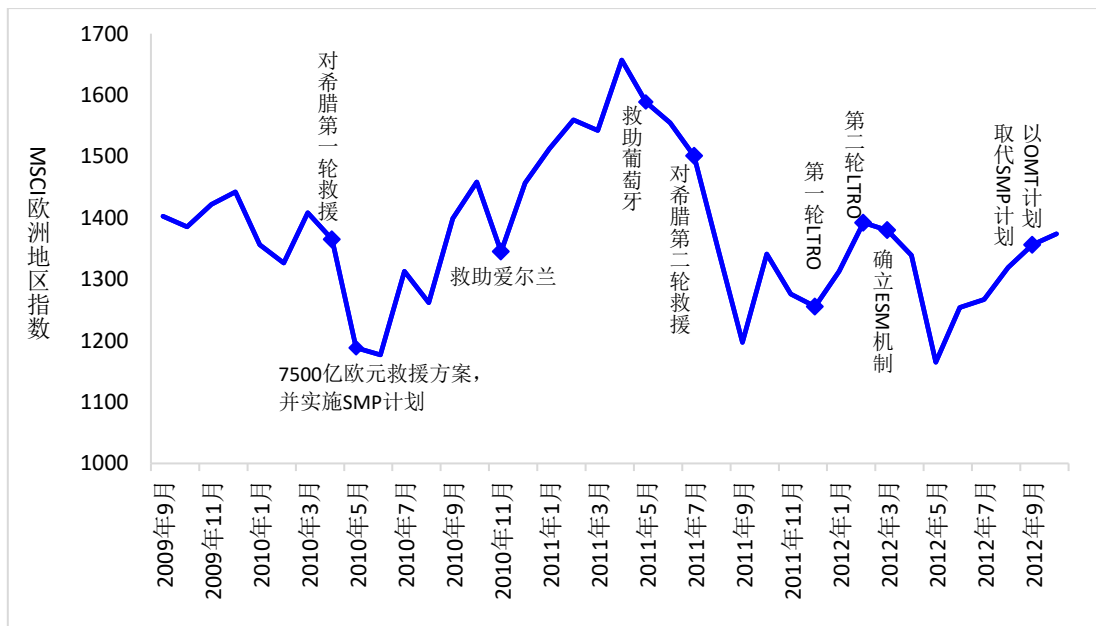
从干预政策的内容上看，如图 4-4 所示，欧债危机的干预的内容主要分为四个方面：第一，直接为债务问题纾困。前期主要是在欧盟



（以欧元区国家参与为主）和 **IMF** 的合作之下，共同出资成立总额达 7500 亿欧元的临时性救助基金——**EFSF**（**European Financial Stability Fund**）（2012 年 2 月进一步建立规模更大的永久性援助基金——欧洲稳定机制（**European Stability Mechanism, ESM**）），先后为陷入主权债务和流动性困境的希腊、爱尔兰和葡萄牙等重债国提供流动性支持、信贷支持和债务担保。尽管在此期间欧洲央行推出了证券市场计划（**Securities Markets Programme**），但由于存在明显的规模约束和阶段性干预的定位，其对危机发展的总体干预效果有限。随着欧洲危机逐步蔓延至欧元区核心国，银行业危机乃至欧元危机趋势愈发明显，欧元区成员国的协作显著加强。德拉吉担任行长后的欧洲央行开展两轮长期再融资操作（**Long Term Refinance Operation, LTRO**），分别为欧洲 523 家和 800 家银行分别提供了 4891.9 亿和 5295 亿欧元、长达 3 年的低息贷款；其后，再通过直接货币交易（**Outright Monetary Transactions, OMT**）操作，在二级市场不设限地购买达到 **EFSF** 援助条件的重债国国债，为这些国家提供流动性支持，最终对缓解重债国的融资压力、降低债券风险溢价起到了至关重要的作用；第二，要求各国在接受援助时进行紧缩财政、改革，包括降低赤字率、削减福利



性支出、确保未来财政可持续，以及重组本国银行、延长退休年龄等；第三，协调债务重组，对于希腊无力偿还的存量主权债务进行重组和减计；第四，政治层面的反复谈判妥协。从前期严厉对待希腊债务偿付问题到后来相互必要妥协，欧洲央行购买了很多欧债。欧盟最终简历了银行稳定机制，因而可以允许让欧洲银行业承受损失的方式，通过了希腊主权债务减计协议，防止了希腊退出欧元区导致的“多米诺骨牌效应”。随着各界对希腊退出的担忧逐步消失，以及 OMT 等干预措施的推行，欧洲金融市场也逐渐趋于稳定。



资料来源: Wind 资讯, 作者整理

图 4-4 欧债危机过程中的政府干预

#### 4.4 政府干预的效果分析

从今天来看，尽管前期整个欧盟对于欧债危机的应对存在明显问题，但随着危机的深化，欧洲各国和 IMF 开始全力应对，主要的干预政策——欧盟的 EFSF/ESM 救助和欧洲央行的 OMT 操作相互嵌套，具有较好的协同性，最终取得了较好的干预效果。比如，危机最严重时期（2011 年 11 月-2012 年 2 月期间），欧洲债券市场的一级市场（主权债务融资）和二级市场（问题国家债券的交易流通）同时出现严重问题，主要的干预机制——欧盟的 EFSF 和欧洲央行的 LTRO 分别针对性地干预，EFSF 直接援助各个问题国家的政府部门，缓解其主权债务融资问题；欧洲央行的 LTRO 操作在二级市场进行干预，广泛接受各种规模商业银行的合格抵押品，为它们提供充裕的资金，防止市场流动性枯竭引爆银行业危机。在这一阶段，整个欧债危机已经逐渐得到控制。再比如，选举政治体制下的政府对本国经济结构性问题的解决存在着天然的能力不足，因而，危机爆发成为一种外生性约束，是这些国家进行结构性改革的推进剂。EFSF 和 IMF 的干预救助计划很好地将受援助国结构性问题的解决要求加入到获得紧急援助的前提条件之中：受助国家需要分步实施财政巩固计划，并在通过欧盟、

IMF 和欧洲央行组成的三方审查团的审查以后，才能分步获得 EFSF/ESM 援助；同时，危机中后期欧洲央行开展 OMT 操作，其购买资产标的也要求是得到 EFSF/ESM 援助之后的相关国家债券。欧盟和欧洲央行将多个救助政策始终同欧元区亟需解决的核心问题挂钩联系，让问题国家付出必要的痛苦调整是必要的。这样的制度设计有利于防止问题成员国获救助后囿于国内民众反对而难以兑现改革承诺，有助于克服未来潜在的道德风险；同时，这样也有利于维系整个欧元体系的未来可持续性。另外，客观来看，今天欧洲经济的企稳复苏，确实也与欧债危机期间各成员国的强制性结构调整有关系。

## **五、2015 年中国股灾的演变与政府干预**

### **5.1 股灾的原因分析**

2015 年 A 股股灾的爆发原因主要归结为如下五个方面：第一，前期多重利好因素影响（新一届领导层上任后，市场对国企改革预期较高，舆论过分看好“改革牛”；经济下行压力下央行降息释放市场流动性；一带一路、互联网+等政策利好；放松房地产调控、地方债务置换等政策有利于金融和房地产板块；监管竞争下资金出表、金融产品创新推动配资渠道多元化；官方和业界媒体的看多助推）之下，投

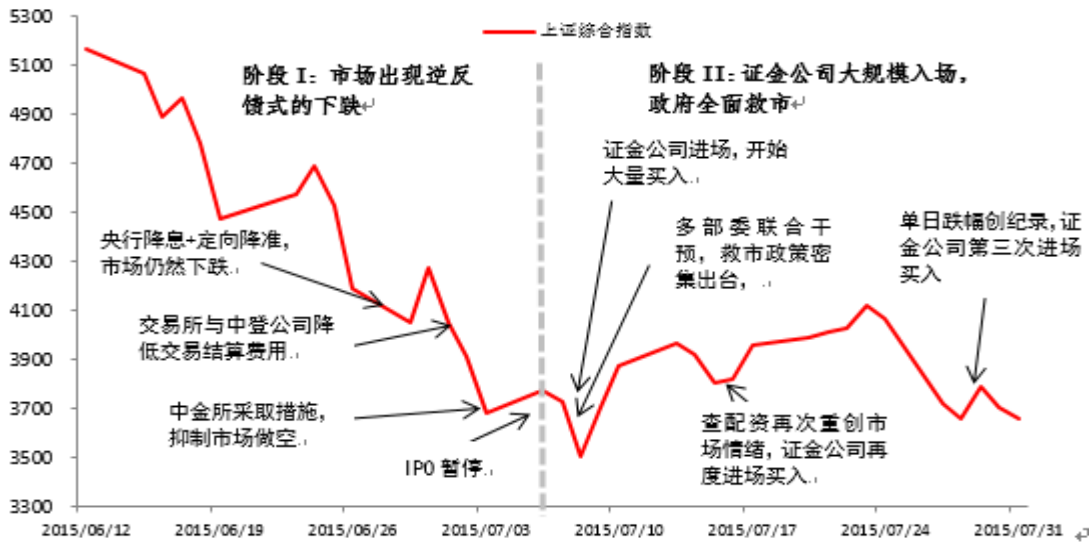
投资者过高预期未来经济增长前景和股市上涨的可持续性，大幅增加杠杆，导致前期市场上涨过快，估值远远超过基本面可支撑的水平；第二，指数高企时，央行降息预期落空，市场流动性紧绷；第三，新股大规模入市，股市的流动性趋紧时冻结打新资金规模巨大（股灾发生前夕打新股采取预缴款制，两支大盘股——中国核电和国泰君安公司股票首发上市，这两轮新股发行分别冻结资金规模达 4.7 万亿和 6.7 万亿元）；第四，杠杆资金规模巨大时，监管部门短期内强力清理杠杆，引发市场恐慌；第五，市场极端情况时多空力量差异悬殊，股价下跌时缺乏避险对冲工具。

## 5.2 股灾的演变脉络梳理

### (1) 2015 年 A 股股灾的演变时间图

2015 年股灾中最为直接的标志之一是各大股指的快速下跌，因而，股指走势可以作为股灾演变过程的直接表征指标。同时，在股指下跌的不同期间，政府干预救市的力度也存在较为明显差异，政府救市力度的变化也是股灾演变的表征指标之一。随着政府政策救市力度的加大，尤其是证金公司入场买入股票，股指跌速有所趋缓并开始小幅反弹。基于此，我们将 2015 年股灾划分为两个阶段，阶段 1：市场出现

逆反馈式的下跌（6月15日-7月5日）；阶段2：政府全面入场救市  
 阶段（7月6日以后）。具体情况如图5-1所示：



资料来源：作者整理

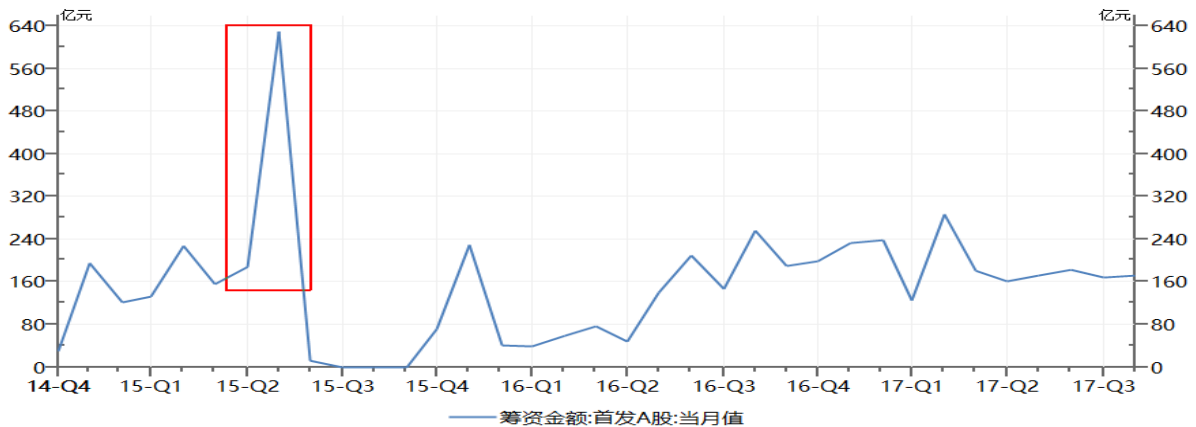
图 5-1 A 股股灾的演变时间图

**阶段 1（2015 年 6 月 15 日-2015 年 7 月 5 日）：**市场出现逆反馈式的下跌。2015 年 4 月，证监会强调证券公司不得以任何形式参与场外配资、伞形信托等活动，不得为之提供数据端口等服务或便利，这表明证监会已开始注意场外配资的问题。5 月，证监会内部通知要求券商全面自查自纠场外配资相关业务。此后，随着股指进一步加速攀升，市场泡沫随之变大，为防范市场出现系统性风险，证监会进一步加大对场外配资的监管力度并于 6 月 12 日起连续两日重申禁止证券公司为场外配资活动提供便利，且在该日发布的《关于加强证券公司信

息系统外部接入管理的通知》中要求证券公司自查外部接入情况及业务开展情况，同时指出加强对证券公司信息系统外部接入的日常监管，对为场外配资提供便利、直接或者间接参与非法证券活动等情形采取行政监管措施。同日，证券业协会发布了《证券公司外部接入信息系统评估认证规范》，试图禁止同花顺、恒生等第三方客户端独立与证券公司信息系统连接。证监会采取的上述举措被市场解读为将要严查不合规的场外配资。

受此影响，6月15日部分通过场外配资参与市场交易的资金开始退出，当日上证综指跌幅达2.00%。与此同时，新股加快发行，从图5-2中可知，2015年6月是自2014年底以来新股发行筹资金额的高峰，对应的冻结金额也达到高峰。就在股市开始下跌时，大盘股国泰君安首发上市，与其同一轮上市的还有另外23只新股，这轮新股冻结资金约6.7万亿元，资金冻结高峰期于6月19日出现，这使得市场流动性进一步收紧，上证综指下行速度加快，而且在6月19日单日跌幅为6.42%，是6月15日股指开始下跌以来的最大单日跌幅。

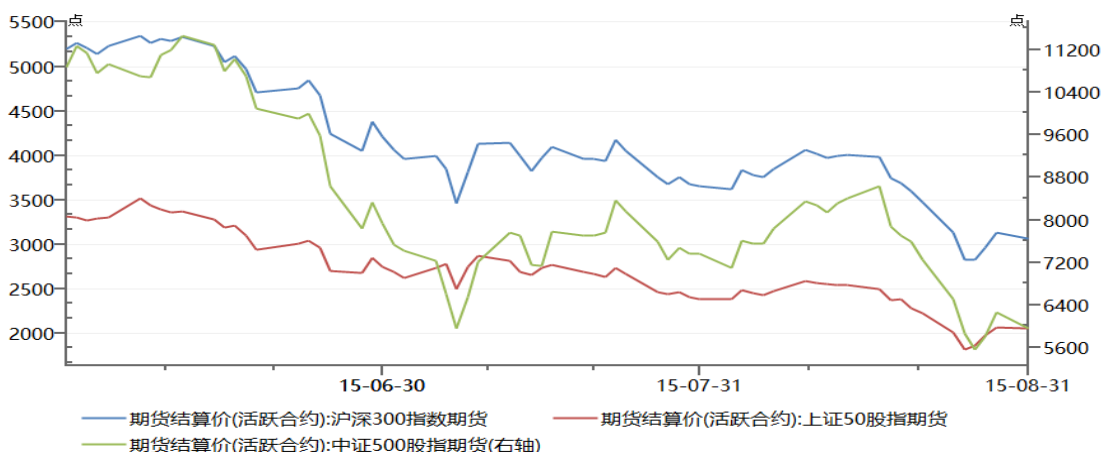




资料来源: Wind 资讯

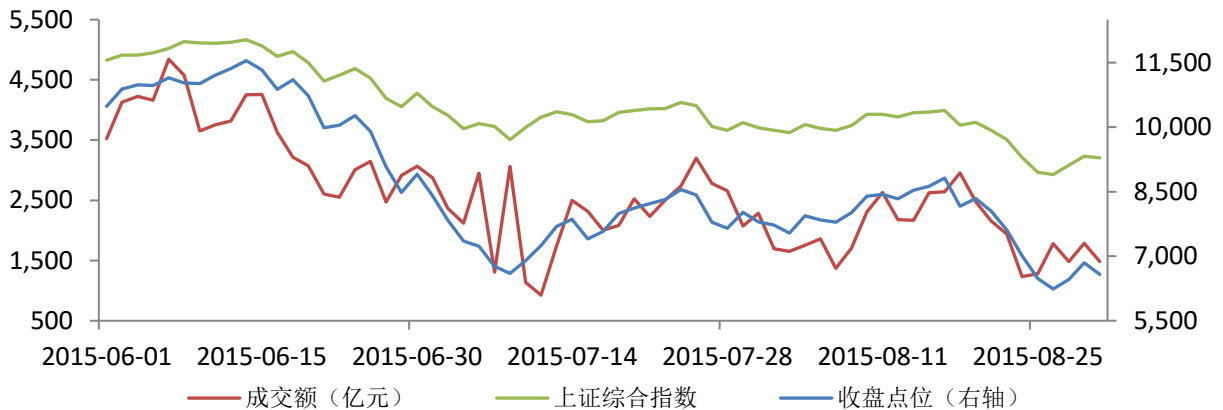
图 5-2 2014 年底以来首发 A 股筹资金额

此外，股指期货下跌也对市场起到了负向抑制作用。从图 5-3、图 5-4 中可以看出，中证 500 股指期货点位从 6 月 15 日开始下跌，而且中证 500 股指期货在 2015 年股灾期间下跌幅度最大，这在很大程度上抑制了市场上做多的情绪，使得市场恐慌程度增加，上证综指进一步加速下跌。



资料来源: Wind 资讯

图 5-3 股灾期间各大股指期货走势



资料来源: Wind 资讯

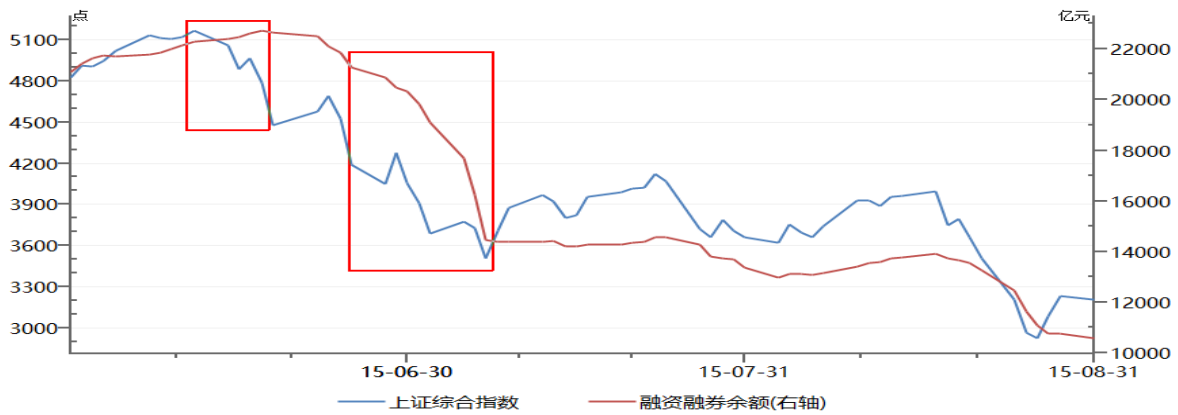
图 5-4 股灾期间中证 500 股指期货与上证综指走势

然而，在上证综指下跌的最初几天，股指下跌并未对融资融券产生太大的影响，如图 5-5 所示，6 月 15 至 17 日融资融券余额仍保持增加态势。但从 6 月 18 日开始，由于股指继续下行，部分高杠杆账户开始爆仓，融资融券余额转入下行通道，这同样使得市场流动性紧张加剧。然而，股指的快速下跌并未引起政府监管部门的足够注意。6 月 26 日证监会新闻发布会认为，股市出现的较大幅度下跌是市场自发调整的结果，同时指出市场基本格局没有发生变化，这表明了监管层在此时态度仍比较乐观，并未意识此次股市下跌所带来的风险。与监管层这种态度相对应，政府并未采取任何实质性救市政策。

此后，由于上证综指于 6 月 26 日单日跌幅达 7.40%，且 2049 只个股跌停，众多融资融券账户开始爆仓，从图 5-5 中可以看到，融资融券余额从 6 月 29 日开始产生断崖式下跌，市场流动性进一步收紧。这使得市场恐慌进一步加剧，投资者情绪变得极为不稳定。另外，股指期货继续下行，尤其是中证 500 股指期货，这也加剧了市场恐慌情绪。而这种恐慌情绪反馈至市场中则使得投资者加速抛售自己手中的股票，尤其是个人投资者由于不能使用股指期货对冲风险，抛售股票成为其相对较好的选择。因而，上证综指进一步下行并于 7 月 2 日跌破 4000 点收于 3912.77 点，跌破了投资者心中的“牛市基准点位”，部分投资者对于市场态度由积极转为消极，尤其是非理性的个人投资者更为明显。7 月 3 日上证综指下跌 225.85 点录得 3686.92 点，跌幅达 5.77%。

上证综指跌破 4000 点的点位，对于市场情绪的冲击是不言而喻的，此时整个市场已经处于极度恐慌的状态。因而，政府从 6 月 27 日开始采取措施救市，以央行、证监会为主的监管部门通过降息降准、调整两融、组织资金购买蓝筹 ETF 以及公布稳定市场信息等方式干预股市，但这些政策都是基于部门层面的，虽然能够在一定程度上滞缓

股市的下跌速度，但不能有效止跌，股灾严重程度增加并步入股指下跌与杠杆账户爆仓数量增加的恶性循环。



资料来源：Wind 资讯

图 5-5 股灾期间上证综指与融资融券余额走势

**阶段 2（2015 年 7 月 6 日以后）：**政府全面救市阶段。由于 7 月 3 日股指大幅下跌，融资融券余额减少速度进一步加快，从上图 5-5 中可以看出，融资融券余额曲线从 7 月 3 日开始明显变陡接近垂直状态。同时，7 月 8 日收盘点位 3507.19 点，单日跌幅达 5.90%。受这些因素的影响，市场的恐慌情绪达到极致状态。

股市的连续暴跌已呈失控态势，可能引发系统性风险，政府开始意识到问题的严重性。7 月 4 日，李克强总理中止了对希腊的访问，回国着手组织救市，此时，救市政策全面升级。国务院领导各部委开始展开联合救市，采取了证金公司大规模入场救市、暂停 IPO、限制

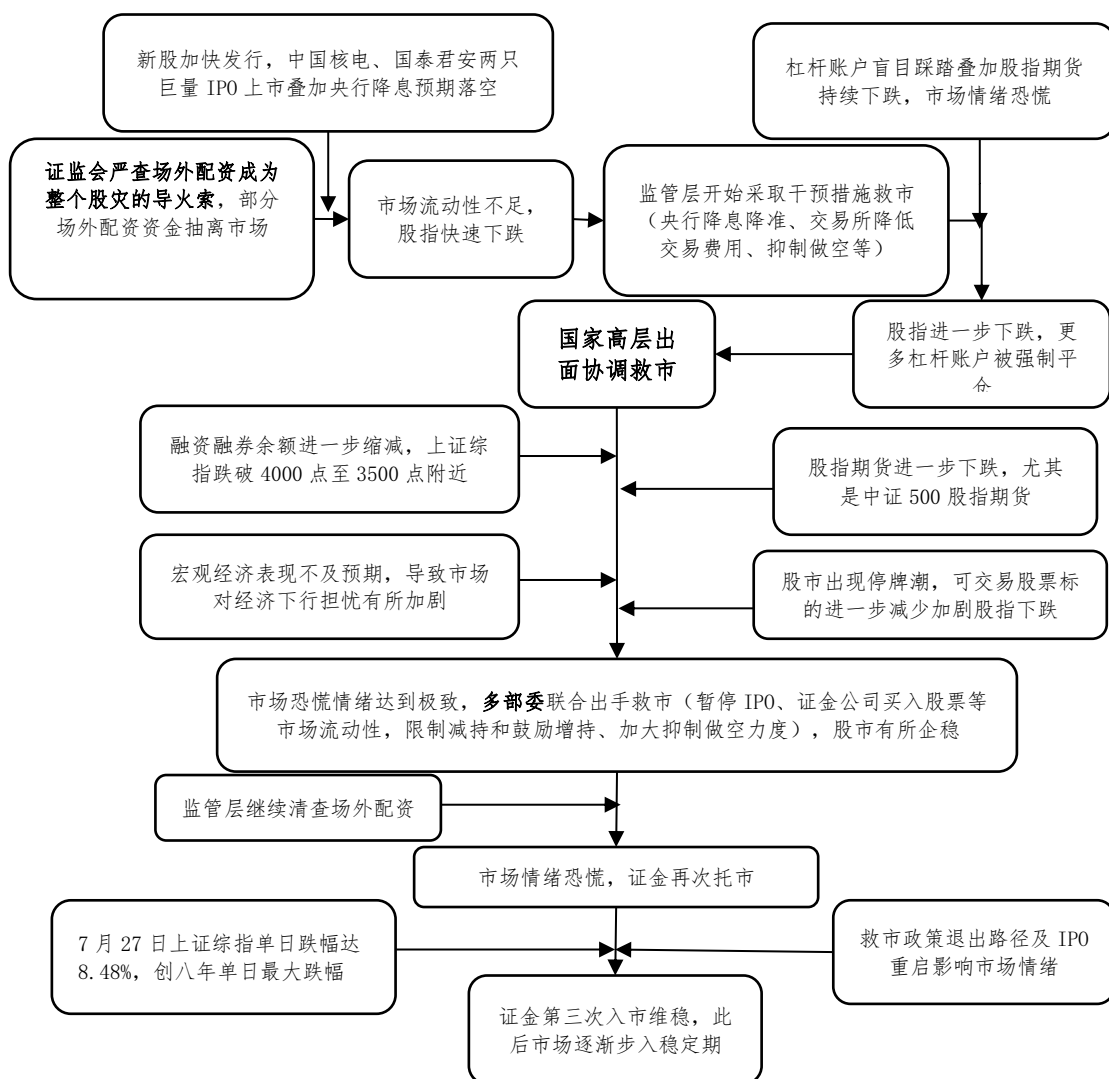
机构减持和鼓励增持、抑制股指期货做空等多种举措来保证股市平稳运行，尤其是在7月8日上证综指再度创下5%以上跌幅后，政府救市力度进一步加大，财政部、国资委以及公安部等部门纷纷采取相关举措参与救市。

在这些强力政策的刺激下，上证综指从7月9日企稳回升并创下股灾以来单日最大涨幅（5.76%）。然而，此时监管层再次启动了清查场外配资，证监会于7月12日发布《关于清理和整顿违法从事证券业务活动的意见》，银监会也于15日召集信托公司和银行摸底股市配资情况。恒生电子、同花顺和铭创等主要的配资软件供给商也于16日先后宣布了暂停场外配资新开立账户业务。受此影响，原本有所好转的市场再度陷入恐慌，证金公司再次入场救市托市，市场逐渐企稳。此后，由于市场上传闻证监会讨论救市政策退出路径、重启IPO等，叠加上证综指于7月27日创下近八年以来最大单日跌幅达8.48%，市场情绪紧张程度进一步加剧，证金公司第三次入场救市，此后，市场恐慌情绪逐渐缓和，指数开始步入稳定期。

## （2）股灾的主要演变脉络

如上所述，2015年A股股灾始于监管层短期内强力整治场外配资，叠加两只巨量IPO股票上市发行，市场流动性短期大幅收紧，引发股指快速下跌，连续暴跌导致杠杆账户发生踩踏。其后，股指快速下跌与杠杆账户爆仓形成逆反馈的循环，市场恐慌程度不断加深。期间还出现了监管部门重启清查配资、证金公司退出传闻等波折。在政府持续采取了一系列举措恢复市场信心后，市场最终步入稳定期。股灾演变的总体脉络如图5-6所示：





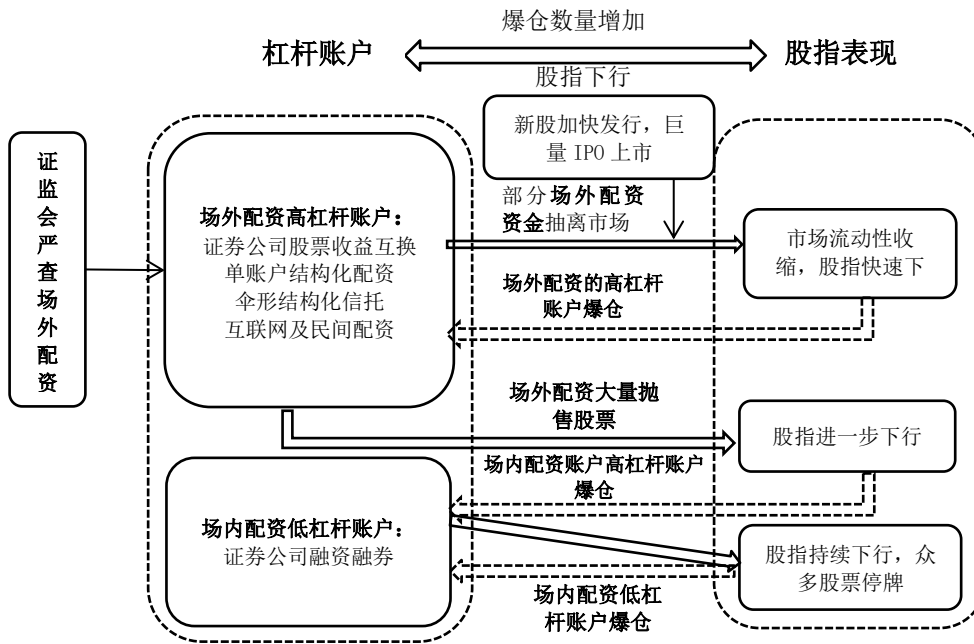
资料来源：作者整理

图 5-6 2015 年 A 股股灾的演变脉络

### (3) 股灾的传染机制分析

回顾 2015 年整个股灾发生的过程，可以发现部分场外配资资金抽离市场叠加巨量 IPO 上市发行引起的流动性收缩是导致股指下行的初始原因。此后，由于股指下行，高杠杆账户被强制平仓，而这使得股指进一步下行，股指下行则又使得低杠杆账户被强制平仓，同时加剧

了市场的恐慌情绪，而这又导致股指继续下行。由此，形成了“高杠杆账户平仓—股指下跌—低杠杆账户平仓和市场恐慌情绪加剧—股指进一步下跌”的恶性循环。2015年股灾的传染机制如图5-7所示：



资料来源：作者整理

图 5-7 2015 年股灾的传染机制

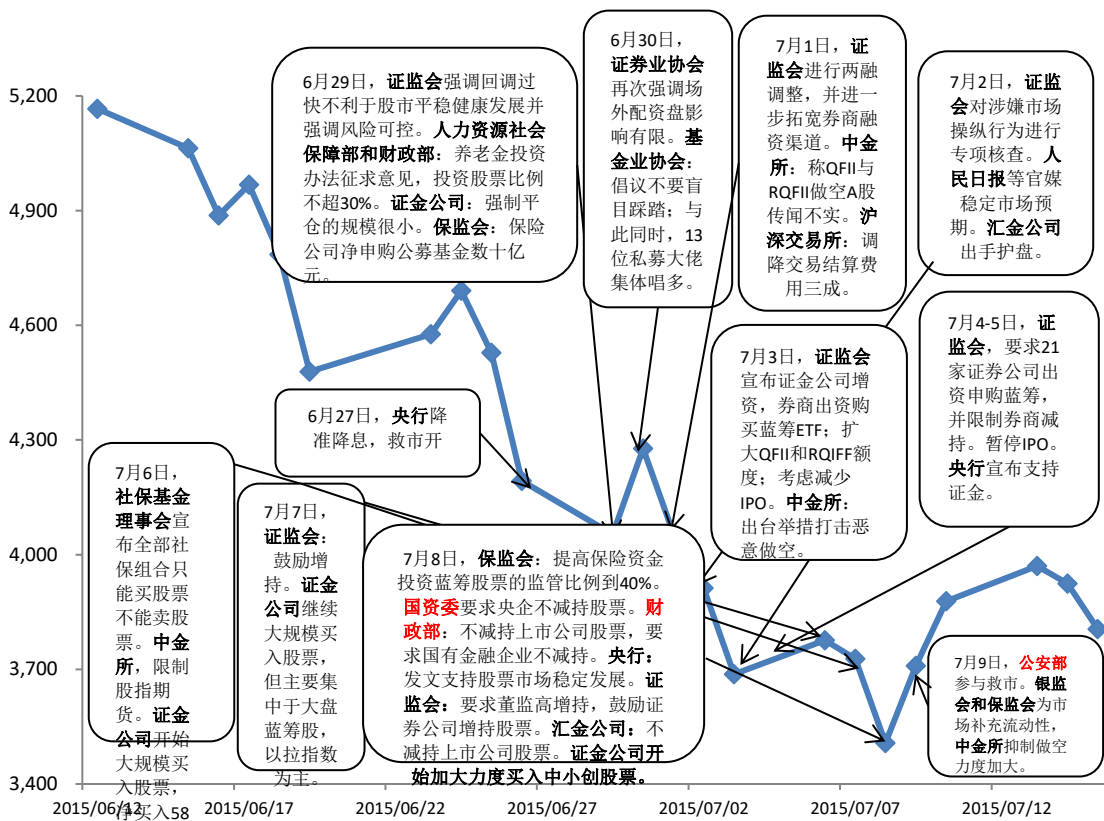
### 5.3 危机演变过程中的政府干预措施

2015年A股股灾中，市场经历了从下跌到暴跌再到趋稳的一个过程，在此期间，政府救市力度不断加大，从最初的不救市到部门层级的救市，再到国务院出面协调多个部委联合救市。我们认为本次危机演变的关键节点如下：第一，市场由下跌转为暴跌，政府开始采取措施救市。6月26日，上证综指单日下跌7.40%，创下自市场下跌以来

的单日最大跌幅，市场情绪逐渐悲观。受此影响，央行于6月27日降准降息，政府开始救市。第二，市场继续下跌，政府救市政策全面升级。由于股指下行与杠杆账户平仓数量增加之间的恶性循环，上证综指于7月2日跌破4000点并于8日下跌至3500点附近，这使得市场情绪极度恐慌，由此政府救市力度加大，国务院组织协调各部门救市，证金公司开始大规模买入股票，并且在8日股市大跌后，多部委出手共同救市。第三，市场由暴跌转为趋稳，维稳政策继续执行。在多部委联合救市以及证金公司等大规模买入股票后，市场开始有所企稳。此后，虽然受监管层持续清查场外配资和救市政策退出传闻的影响，市场再次下跌，但在证金公司等继续买入股票以及其他一些维稳政策的作用下，市场并未再度持续暴跌，逐渐步入相对平稳期。

在整个股灾下跌过程中，政府的干预对于市场信心维护起到了重要的作用，如图5-8所示。股灾期间政府干预举措主要包括：第一，补充市场流动性。央行为支持救市而降息降准，并为证金公司等机构提供流动性支持。证监会暂停IPO也间接维持了市场流动性。第二，以证金公司等为代表的国家队大规模买入股票维稳市场。在市场暴跌过程中，投资者买入股票的动机匮乏，为使得市场止跌企稳，证金公

司等使用大量资金买入股票，增强多方的信心。第三，限制做空。证监会要求中金所采取举措打击期货市场上的恶意做空行为，优化相关合约及交易规则，并重点排查异常交易行为，同时，还要求券商在参与救市时不能减持并鼓励上市公司股东增持，财政部和国资委也给予配合，分别要求国有金融机构和央企不减持股票。另外，证监会严厉打击过度投机和恶意做空，公安部给予支持排查恶意卖空股票的线索。第四，营造积极氛围。官方媒体积极发声稳定市场预期，证监会、中金所等部门也公布相关执法结果来促进市场稳定，例如证监会果断查处了原主席助理张育军等。同时，值得注意的是，在整个政府干预救市的过程中，清查场外杠杆并没有停止，这在某种程度上也加大了市场救市的难度。



资料来源：作者整理

图 5-8 股灾期间政府救市举措与上证综指走势

### 5.4 政府干预的效果分析

从前述分析可知，政府的干预明显可以分为两个阶段。在政策干预前期，政府部门对于股灾认知程度不足，由证监会层面主导救市的力量有限，采取的措施主要包括营造积极氛围、暂停 IPO 等间接维护市场流动性以及抑制做空等，对股市恐慌情绪的稳定作用有限。同时，股指快速下跌与杠杆账户爆仓之间的互相影响加大了救市的难度，且股指期货市场的做空行为加剧了市场恐慌情绪。另外，中国股票市场

散户化的投资者结构也使得政府救市难度增加。多重因素共同影响之下，前期政府救市效果不及预期，市场也并未止跌企稳。

此后，随着国务院主导、多部门联合参与救市，政府救市的强度全面升级。证金公司等代表国家力量的机构更是大规模买入股票，使得入市的资金量大增。多部委从各个层面进行全方位的协同救市，打击违法交易行为和抑制做空的力度也明显增加，使得市场信心增强。在上述强力政策的刺激下，市场逐渐趋于稳定，避免了爆发系统性金融风险，但市场快速完成了“牛市”向“震荡熊市”的转换，市场开始进入震荡中缓慢下跌的阶段。

客观来看，当时的政府干预确实有效抑制了股市危机进一步向整个金融系统蔓延、甚至冲击实体经济的风险。但时至今日，各界对2015年股灾期间政府干预的合理性（包括决策机制、时点、力度）争议仍较大。政策干预确实也使得中国股市自身运行机制受到一些负面冲击，从后续的股市运行来看，长期以来广为各界所诟病的“政策市”特征更为明显，对市场干预的频度和力度都有所增强，一些长远有利于股市健康发展的改革措施也被迫暂停。



这次 A 股股灾的干预也给类似的危机应对提供了三点启示：第一，政府监管部门准确认识和评估危机的影响，是制定和实施有效干预政策的前提。监管部门对前期股指下跌的性质判断失误是危机初期未进行干预的重要原因。第二，政府干预政策的力度足够大，足以平复市场恐慌，并提振市场信心，这是救市政策有效的重要条件。如果政策干预的力度过小，如股灾前期的干预政策那样，并不能起到有效救市的效果。第三，对危机的应急干预与解决结构性问题的之间的关系需要慎重平衡，否则会影响干预救市的效果。比如，救市初步起效时，监管部门再度重启配资清查，使得市场再次陷入恐慌，不得已再次进行强力干预，增加了救市的成本。

## 六、五次危机爆发传染的共性及政策干预的经验教训

### 6.1 危机爆发传染的共性分析

从前述的五次典型危机的梳理可以发现，重大危机的爆发至少具有如下七个方面的共性：

**第一，高杠杆是重大危机爆发的共性因素。**前述的四次国际危机都是因为本国的企业或者金融机构存在期限错配严重的债务高杠杆，且监管部门主动或被动地放任其发展、导致国内的资产泡沫严重。危

机爆发时政府的财政政策干预空间有限（美国财政部受国会的约束，欧洲危机国政府已经耗尽财政空间）或者财政政策无能为力（东南亚金融危机涉及汇率定价的问题，在缺乏价格基准的情况下，危机国无法在国际市场进行信用拆借，只能依赖区域联盟或国际组织的干预）。

### **第二，对风险爆发是否会演化成系统性危机的判断有很大难度。**

由于信息不全（政府部门之间信息不共享、监管部门对市场的情况不明），对风险传染机制的理解不够（决策层缺乏有足够市场经验的人才），都会导致判断失误，进而导致危机干预失误（该干预时不干预，或者过度干预）。

**第三，存在大规模的问题资产未被识别且难以分离定价。**危机爆发前的金融市场具有相似特征，都存在规模巨大的问题资产（美国的房地产及相应的资产证券化产品、欧洲的主权债务、东南亚各国是房地产资产和主权债务因素的叠加）。并且，穿透来看，这些问题资产直接或者间接地与金融机构尤其是商业银行（表内或表外）高杠杆操作紧密关联。

**第四，资产抛售是危机传染的主要渠道。**从前述五次危机（包括2015年中国A股股灾）的深化过程看，市场都存在资产价格螺旋式下

跌的逆反馈效应。危机爆发后，市场的自发协调机制失灵，从问题资产开始，市场会出现竞先抛售和踩踏。同时，危机最严重的时刻一般伴随着对手风险导致的流动性危机。资产负债表率先受损的金融机构（一般是前期业务激进的机构）会转而抛售相对优质的资产来维持流动性和防止挤兑，市场抛售和挤兑行为会将风险传递到非问题资产和前期相对稳健的金融机构，进而造成整个市场的恐慌。

**第五，在某些情况下，私人部门危机到主权债务危机的转变很快。**问题资产引发的风险经由私人部门传递到银行部门时，在力所能及的范围内，政府部门一般都会进行干预救助，但干预行动会快速消耗政府的政策空间，可能会引起内外投资者对本国政府自身信用的担忧，进而转换为主权债务问题，如 1998 年亚洲金融危机和 2009-2012 年的欧债危机所展示的。此时，汇率大幅贬值和资本外逃问题可能成为危机的焦点。这个传导链条对当前的中国极具警示意义。

**第六，在政策应对方面，重大危机爆发之初，政府部门往往存在明显的预判失误。**比如，五次典型危机历史案例的梳理显示，日本政府认为房价回落是一个正常的市场调节过程<sup>23</sup>；东南亚金融危机起初

---

<sup>23</sup> 李彬，日本财政政策的调整轨迹：1989-2010 年[J]，日本研究，2011 年第 4 期：19 页。

被认为是一个“小瑕疵”<sup>24</sup>；美国财政部和美联储认为次贷引发的违约不会超过 3000 亿美元<sup>25</sup>；欧盟认为希腊问题不大<sup>26</sup>；A 股股灾暴跌之初，监管部门认为是“……是市场前期过快上涨的自发调整，是市场自身运行规律的结果”<sup>27</sup>。并且，政府最初都没有预见到危机的演变方向，贻误了早期的干预机会，导致危机蔓延深化乃至走向失控。

第七，危机爆发以后，市场影响力巨大的第三方机构的市场报告或者信用评级行为，可能成为助推危机恶化的重要因素。比如，次贷危机中的巴伦杂志（Barron's）发表的《房利美和房地美末日降临》以及三大评级机构对 AIG 等重要金融机构的反复调低、欧债危机中三大评级机构对欧元区各成员国主权信用评级的反复调低、东南亚金融危机中高盛发布的《马来西亚和菲律宾会重蹈泰国覆辙吗？》等研究报告，都成为了危机爆发或深化的重要导火索。

## 6.2 危机干预的经验教训

<sup>24</sup> Sharma, D S. The Asian Financial Crisis: Crisis, Reform and Recovery[M], New York: Manchester University Press: 7.

<sup>25</sup> 亨利·保尔森，《峭壁边缘》，中信出版社，2010 年：pp.60.

<sup>26</sup> 何帆，郑联盛等，《欧债危机与中国应对》，社会科学文献出版社，2013：pp.173。

<sup>27</sup> 中国证监会 2015 年 6 月 26 日新闻发布会，网址：

[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201506/t20150626\\_279827.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201506/t20150626_279827.html)

从前述的五次历史重大危机干预过程来看，对重大危机的政策干预具有如下六个方面的经验教训：

**第一，对危机的传染链条和后果有清晰的认知，对救助的成本分摊较快达成共识，是危机干预政策有效的前提条件。**比如，亚洲金融危机最先从泰国爆发，但当时相关东南亚国家并未对潜在的危机跨国传染链条给予足够重视，在持续的外部冲击之下，这些国家的固定汇率制度相继崩溃，前期的经济社会发展成果遭受重大冲击；2008年的美国次贷危机中，事后来看，美国民众和国会政界人士强烈不满政府部门接管“两房”、救助贝尔斯登的举动，反对用纳税人的资金救助“不负责任的金融机构”，各界的分歧较大导致政府在雷曼兄弟问题暴露后不敢再次强力干预，延误了时机，引发了后续的风险失控；欧债危机爆发之初，欧盟多国不愿意分担对希腊的救助成本，在危机中期对希腊债务的减计重组方面存在大量分歧，导致决策犹豫不定和政策反复，危机不断蔓延，扩大了欧债危机的冲击范围。

**第二，需要事先建立危机应对和干预方案及法律授权程序，否则容易导致无法有效实施干预，或者引发过度干预的问题。**日本资产泡沫危机爆发之前，为抑制国内房价过快上涨，日本央行在短期内连续

5次加息。此时，日本政府缺乏基本的警惕性，事先并未对由此可能引发的房价暴跌制定必要的应对方案，导致其后日本国内房价暴跌时，实体经济和金融体系遭受巨大冲击，日本经济自此陷入持续低迷之中。美国次贷危机中，由于没有国会充分授权，美国政府无法及时进行有力干预，导致危机失控并蔓延恶化，雷曼兄弟破产事件即是最典型的案例。在中国，情况正好相反。2015年中国股灾期间，某些官方媒体在股市繁荣之初起到了助推甚至信用背书的作用，当股市突然出现暴跌时，由于政府不需要取得人大授权批准，决策也不需要经过听证程序，便迅速出台了大规模救市干预计划。时至今日，各界对于2015年A股股灾的政府干预救市是否过早、干预的力度是否过大、干预投入的资源是否过多等问题仍然存在争议。

**第三，重大危机发生以后，政府或央行如果过度担心道德风险而放弃救助，可能会加剧危机。**市场信心极度脆弱时，“大而不能倒”等问题突出，政府在不平抑市场恐慌和维护常态时期的市场运行纪律（如要求问题产品违约、对问题机构破产处理、处分违规机构行为等以防止未来的道德风险）等经常会面临“两难”选择。如果确要执行严格维护市场运行纪律（如进行处分、要求违约或破产等），需要事先



充分权衡危机失控的风险，对政策可能造成的冲击提前做好应对预案。否则，过度担心道德风险而放弃救助，可能会加剧危机对市场信心的冲击程度。次贷危机中的雷曼兄弟破产处理、A股股灾干预期间的场外配资清理等，都是值得汲取的教训。

第四，主导干预的主体必须要有足够的市场可信度，同时，缺乏独立性也会对央行发挥最后贷款人的功能形成制约。如前所述，2015年股灾期间，监管部门的独立性不够，股灾爆发前后的态度变化较大，其干预政策的市场可信度相对较差，多次口头干预或者政策干预的效果始终有限。相比之下，重大危机爆发后，具有较高声誉的决策者或者具有足够独立性的央行，就可能及时对市场发出可信的“口头干预”信号，用极低成本（甚至无成本地）取得稳定市场的效果。比如，在欧债危机最严重时就任欧洲央行行长的德拉吉，在2012年7月各界普遍担忧欧元区的解体风险时，高调誓言将不惜一切代价维护欧元（“the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”），并在随后主导推出 OMT 计划，快速平抑了金融市场的恐慌情绪，成为扭转欧债危机的关键干预政策。德拉吉的喊话对市场信心（包括欧元汇率与欧债市场）的提振效果，可能不亚

于几千亿欧元的直接市场干预，其市场可信度在很大程度上来源于欧央行的独立性。

第五，跨部门协作制定综合干预措施，同时在传染链条的各个环节发力，有助于快速控制危机，被动跟随式的干预可能推动危机蔓延到其他部门。典型的如美国次贷危机早期，政府部门并未对问题资产采取有效的处置（比如，开始就采用后来广泛使用的购买问题资产等措施），仅小范围、被动跟随性地处理次级贷款和违约房产赎回权等问题。这种做法未能制止次贷问题深化，反而导致问题资产规模逐步扩大到其他地产抵押支持证券乃至所有抵押支持证券产品，耽误了干预的最佳时机，助推了次贷危机的跨产品、跨市场传染。A股股灾早期的干预也具有类似特征。

第六，干预政策的力度需要有压倒性的优势，才能有效缓解市场恐慌情绪。这一点从次贷危机美国财政部接管“两房”时，保尔森接管“两房”时向国会申请“火箭筒”、美联储后来确定进行大规模的资产购买计划，德拉吉上任之初发出“不惜一切代价保卫欧元”的承诺并着手实施“不设上限”的资产购买计划，以及A股股灾期间中国的多个部委全力联合干预等即可明显看出。事实上，这些危机的历史表明，干

预主体的信用等级足够强、政策力度足够大时，政策的干预起效会更迅速，干预的整体成本也可能更低。

---

报 送：

---

联系人： 付静仪

电话：62797519

---