



您的位置：首页 - 文章选登

金融风险向金融危机转化的可能性分析(向文华；2004年5月25日)

文章作者：向文华

金融风险的累积是金融风险向金融危机转化的前提

金融风险向金融危机转化的前提是金融风险的累积。金融风险累积的程度可以通过以下指标进行观察：实际汇率升值，M2/国际储备的比重，股票价格下降，国内信贷/GDP上升，贸易条件恶化，国内外利率差异和实际利率变化等。具体风险累积的临界值，国际上最早通行适用的标准为：经常项目赤字/GDP>5%，外汇储备支持进口的月数<3个月，偿债率(当年偿债额/出口额)>30%，付息率(当年付息额/出口额)>20%，债务率(年末债务余额/出口额)>275%，负债率(外债总额/GDP)>50%。1997年东南亚金融危机后，人们对以上传统衡量金融风险向金融危机转化的临界值进行了调整。比较有影响的研究成果有：(1)美国联邦储备银行的凯明斯基、世界银行的里佐多和马里兰大学莱英哈特等人，利用“信号法”和1970-1995年数据构造了危机预警模型(KLP模型)。此外，弗兰克尔和诺思根据1970-1996年间金融危机的实证研究，提出了16个指标和相应的危机可能性比率，该指标对产生货币危机的可能性百分比(即指标增加1%时)。从每项指标对应的产生危机的可能性比率来看，最主要的指标有5项。他们的指标体系又称FR模型。

我们认为以上模型的临界值也就是金融风险累积的极限，如果超过这一临界值，金融风险向金融危机转化便具备了前提条件。实际上，也正是因为临界值能起到以上作用，也成为金融危机的预警指标。除以上指标外，还可以从通货膨胀率、实际GDP增长率、外汇储备/短期补债，短期补债/外债总额、短期资本流入/GDP，股市价格指数波动幅度、不良资产/银行总资产、资本充足率等多方面来综合衡量金融风险的累积程度。

国内突发事件促使金融风险向金融危机转化

金融机构和金融市场通过支付结算系统和信用链形成循环整体，只要金融机构的流动性得到满足，即使存在金融风险也不会爆发金融危机，但是以下国内突发事件，会使现存的信用链中断，影响投资者的心理预期，使其出现恐慌情绪，加上由于信息不对称而出现的“羊群行为”，单个金融机构的危机和局部地区的金融危机就会迅速扩散到整个金融系统，形成系统性的金融危机。

首先，一家重要金融机构的倒闭，会引发局部地区银行挤提。银行通过支付结算系统形成一个信用链，同时，银行为了降低成本，提高利润率，会尽量把更多的存款贷放出去。为了应付流动性需求，银行间会形成互通有无的借贷关系。当一家重要金融机构因为投资失误或操作人员的道德风险而亏损严重时，会导致这家银行倒闭和破产。如果一国银行的集中程度比较高，而这家金融机构所占的市场份额比较大时，这家金融机构的倒闭，就会引起银行危机。20世纪30年代以前，由于没有建立完善的存款保险制度和中央银行的最后贷款人制度，重要金融机构的突然倒闭使累积的金融风险爆发为金融危机的情况比较普遍。20世纪30年代后，由于存款保险制度的建立和央行“最后贷款人”制度的实行，央行可以对一家重要金融机构实行接管、兼并、合并、重组等多种形式，化解金融机构倒闭对整个金融系统的冲击，避免引发全面的金融危机。

其次，国内突发政治事件，会使本已脆弱的金融体系摇摇欲坠，打击投资者的信心。特别是在开放经济的条件下，会使风险私人资本突然大量撤离，引发国内银行的流动性危机，加剧股市波动，影响民众的心理预期，产生资本贬值预期。如果此时国际投机资本有意识地对汇率制度进行投机攻击，就有可能引发货币危机。数年前发生的墨西哥金融危机和阿根廷金融危机即是缘于此。

再次，重大政策失误引发金融危机。一国的金融监管当局和央行负有监管本国金融机构、保持币值稳定、化解金融风险的责任。但由于信息不对称，以及政策时滞，特别是政策制定者对形势判断的失误，会加剧金融动荡。货币主义代表人物米尔顿·弗里德曼在其名著《美国货币史1867-1967》中分析指出，正是美联储的货币政策失误导致了1929-1933年的金融动荡。

另外，货币当局的汇率政策、政府的财政与贸易政策失误也有可能恶化金融形势，触发金融危机。

最后，一国经济增长速度突然放慢、贸易的突然逆差以及邻国特别是贸易关联国的金融动荡都有可能引发本国金融危机。一国的经济增长也会受到某种不可预测因素的影响而突然放慢。如1973年，欧佩克组织突然提高石油价格，增加石油进口国的成本，引起与石油有关行业企业的成本突然上升，不但引发工业国的金融危机，而且发展中国家也出现金融动荡。一国遭受重大瘟疫、洪水、地震等自然灾害的袭击，也会使本国经济增速突然下降。贸易突然逆差是因为贸易关联国的经济、金融形势恶化、引起本国贸易赤字扩大。如果邻国和贸易关联国发生金融动荡，也会传染至本国，从而引发金融危机。1997年东南亚金融危机出现的连锁反应，2000-2002年巴西、阿根廷、乌拉圭等国出现的金融危机都属于此类情况。

美国货币汇率政策是金融风险向金融危机转化的触发器

在开放经济的条件下，一国经济愈来愈受到国际金融市场的变化。在国际金融市场中，由于美国经济的特殊地位，美国金融市场的走向主导了国际金融市场的变化。因此，美国货币汇率政策的变化往往是金融风险向金融危机转化的触发器。

1982年由墨西哥开始的拉美债务和货币危机中，美国利率政策作用明显。1979年10月6日至1980年2月15日美联储将贴现率从11%提高至13%，1981年中3个月国库券贴现率达到16%的高峰，带动欧洲货币市场6个月美元贷款利率上升到17%（比美国银行放贷利率略低），导致墨西哥等拉美国家难以继续借债、债务负担加重，触发了国际债务危机。

1994年墨西哥金融危机前，美联储从2月4日至11月15日几次提高贴现率，使贴现率由3.0%上升到5.5%，导致市场抛售比索资产，美

元资本回流。2月份墨西哥外汇储备从421亿美元开始连续减少，金融危机露出端倪；11月16-17日，墨西哥外汇储备损失达40亿美元，仅剩120多亿美元，为金融危机的爆发准备了必要条件。

1997年由泰国开始的东亚金融危机既有美国利率，也有美元汇率（相对于日元）的作用。美元与日元汇率的反弹，使东亚发展中国家的出口增长机制失效；而美国联邦基金利率从1996年的5.3%提高到1997年6月的5.54%，以及长期国债收益率在1997年初的上升，则仍引致资本回流，诱导国际投机者在1997年初进行大规模的投机冲击，并使泰铢在5月份遭受重创，为金融危机爆发准备了基础。

国际资本投机冲击是近年来引起金融风险向金融危机转化的主要原因

20世纪90年代以来，金融危机更多以货币危机形式爆发。金融危机的发生更多的是因为国际投机资本对固定汇率制的冲击，迫使受攻击国放弃固定汇率，使货币贬值。因此，在当前条件下，国际投机资本的投机冲击是引起金融风险向金融危机转化的主要原因。

1979年，克鲁格曼提出了国际收支危机模型，初步探讨了投机冲击在金融危机爆发中的作用。该模型假定：两国货币的汇率由购买力平价决定，投资者可以自由地选择本国货币资产和外币资产；一国外汇储备有限但实行盯住汇率。其原理是，由于一国实行固定（盯住）汇率，该国货币政策就受到约束，因为在开放条件，私人总财富 W （表现为储备 S ）是本币和外币资产的组合，而本币资产的实际价值 (M/p) 是货币供应量 M 的函数。当 M 增加时，投资者完全预见到固定汇率制度的崩溃。在这一克鲁格曼模型中，政府不适当的财政和货币政策使投资者完全预见到汇率的崩溃。国际投资者的投机冲击引发金融危机。投机者的冲击是完全理性的冲击。

在此基础上，奥伯斯特菲尔德于1986年提出新一代的随机攻击模型。随机攻击模型与克鲁格曼模型的最大区别在于前提条件不同：它假定市场投机者并不能准确预见到政府什么时候放弃固定汇率而采取浮动汇率，即非完全预期性；它假定政府的财政和货币政策是健全的，货币供应量和固定汇率水平是相适应的。在这样的前提下，即使政府健全、外汇储备处于高水平、市场缺乏准确的预期，攻击和危机也是必然发生的。

奥伯斯特菲尔德认为，在固定汇率制度下存在多个汇率水平与货币供应量相适应的均衡状态，即多种均衡，从而允许政府选择不同的均衡水平并保持其稳定。但是，如果投资者们认为他们攻击后政府将会把汇率水平提高，他们将会获得利益，他们就会发起攻击。投资者的冲击预期为什么会实现，或者说政府为什么改变固定汇率水平呢？奥伯斯特菲尔德认为，这是因为保卫固定汇率的成本太高。出于投机冲击的压力，政府放弃了对维持当前固定汇率水平的努力。虽然当前的固定汇率水平对经济发展有利，政策也正确，外汇储备也较高，但只要存在投机冲击，汇率就有可能提高。

正是投机者们不时攻击固定汇率，对政府产生了一种刺激和推动，使许多并不必然发生的货币危机发生了。从这个意义上说，危机是随机出现的，一次投机冲击有可能导致危机发生，也可能不会，关键在于政府的感受和判断。这也说明，危机是由市场和政府的相互作用而自动促成的，小冲击导致大的货币危机。1992年欧洲汇率机制危机、1994年墨西哥金融危机、1997年亚洲金融危机和1999年俄罗斯金融危机都无处不见国际投机资本投机冲击的影子。

金融风险累积到一定程度，有可能因为我们上面探讨的一种因素引发金融危机，也有可能因多种因素共同作用引发金融危机。当金融风险累积到一定程度，金融市场已越来越处于不平衡状态时，国内突发事件、美国货币汇率政策和投机冲击的市场扰动，都有可能使整个金融系统处于混乱状态，从而触发金融危机。金融危机过后，金融结构重新调整，达成新的平衡。也可以说，金融危机的爆发是对已经失衡的金融结构的一次强行调整，是对已经累积的金融风险的一次大释放，它将使金融市场达致新的平衡。

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所