

全球金融危机视角下的中国金融安全研究

◇ 段军山

(广东商学院 金融学院, 广东 广州 510320)

[摘要] 随着金融市场全球化的推进以及金融工具的加速创新,加之当前全球金融监管协调机制薄弱,导致全球性金融危机爆发的频率和力度都有甚于过往。在这个严峻的背景下研讨国际金融危机爆发的原因、传染渠道、危机对中国金融安全的影响和中国如何构筑金融安全网,通过对历史文献的全面归纳并分析得到了对中国有启示意义的结论,同时对未来的研究指明了方向。

[关键词] 金融危机 ; 金融安全 ; 传染渠道
[中图分类号] F832.5 [文献标识码] A

[文章编号] 1673-0461(2010)11-0074-05

引言

在经济日趋全球化的今天,国家金融安全在一国经济发展中具有重要的战略地位,特别是在全球金融市场金融工具加速创新和全球金融监管协调不力的大背景下,从国际金融危机的角度研究中国金融安全,具有四个方面的典型意义:第一,国家经济金融安全是发展中国家亟待解决的首选课题;第二,国家经济金融安全是在中国开放新阶段和国际经济新特点下面临的一个新的理论与实践问题;第三,金融危机的国际传染问题是中國开放新阶段面临的重大课题;第四,深入研究资产价格波动与金融危机的国际传染机制,提高金融监管的有效性,构建符合我国国情的金融危机预警系统,对维护国家金融安全具有重大理论和实践意义。国内外学者就本题目的研究大致可以从以下四个方面来进行归纳:其一、国际金融危机的原因分析;其二、国际金融危机的传递渠道分析;其三、国际金融危机对中国金融安全的影响分析;其四、中国金融安全网的构建。本文下面就从这四个方面进行归纳分析,以期获得对中国金融安全的启示意义。

一、国际金融危机的原因分析

关于货币危机的第一代模型,最早是 Salant, Henderson (1978) 提出的金本位下的黄金投机理论,并由 Krugman (1979) 应用到固定汇率体系,最后由 Flood, Garber (1986) 加以完善的。由 Obstfeld (1994, 1996) 等人就 1992 年~1993 年欧洲汇率机制解体而提出的第二代危机理论。Dooley (1997), Krugman (1997) 和 McKinnon (1998) 等人

就亚洲国家银行、企业和政府之间特殊关系而提出道德风险模型。Sachs (1998) 等人就墨西哥和亚洲金融危机提出的银行挤兑和流动性危机模型;也有大批学者从行为金融的角度分析有限套利、投资者约束和羊群行为模型 (Banerjee (1992), Calvo, Mendoza (1996); Benartzi 和 Thaler, 1995; Thaler, Tversky, Kahneman 和 Schwartz, 1997)。Mathias Dewatripont, Jean Tirole (1993) 从监管角度分析了美国储贷协会危机。金融资产价格波动已经成为经济周期不可分割的部分,这种价格波动会扭曲资源配置,更为严重的是会影响参与人的预期,造成“传染”,从而带来大面积的经济恐慌 (Robert J. Shiller, 2008)。曾诗鸿 (2004) 证明了“均衡银行不良贷款是在宏观环境下由监管机制与微观因素决定的”假说。

2007 年,美国次贷危机爆发并蔓延至全球,对这次金融危机的研究有很多新的文献,已有的关于次贷危机成因的文献主要包括: Reinhart 和 Rogoff (2008) 发现美国次贷危机与过去 18 次危机没有本质不同,都是危机之前股价和房价上涨。Christopher Whalen (2008) 认为金融工具的复杂性和投资者信息缺乏是次贷危机的重要原因。Amiyatosh Purnanandam (2008) 证实了贷款银行不承担违约风险导致贷款审查机制弱化是次贷危机的重要原因,且发现资本较少和活期存款较少的银行在这方面问题更严重。Ariccia, Igan 和 Laeven (2008) 发现借贷标准降低导致大量房贷泡沫和住房价格上涨;大量新借贷机构出现导致借贷标准下降;借贷标准降低伴随着资产证券化率提高。

[收稿日期] 2010-07-19

[基金项目] 国家社会科学基金青年项目 (10CJL017) 和教育部人文社科规划基金一般项目 (08JA790025) 的研究成果。

[作者简介] 段军山 (1971-), 男, 湖南常德人, 金融学专业博士学位, 现为广东商学院金融学院副教授, 硕士生导师, 研究方向为金融市场。

Kurt Dew (2007) 发现盈利状况好的银行都是监管较少的银行,那些盈利状况较差受到较严格监管的银行更多暴露在风险之下,所以认为承担次贷风险并没有获取相应收益。Michael Mah-Hui Lim (2008) 认为金融创新增加了系统性风险和金融体系不稳定,除金融创新,次贷危机的原因还包括宽松的货币政策、自由化和流动性过剩。Williem H. Buiter (2008) 认为次贷危机是微观市场失灵、全球流动性过剩和政策失误三方面原因造成的。Benjamin、Tanmoy、Amit 和 Vikrant (2008) 发现更有可能被证券化的资产的违约率比证券化可能性较小的资产的违约率高 10%到 25%,说明证券化对银行审贷行为有负面影响。Miche、Robert 和 Stuart (2008) 认为追求高收益、代理问题、较低的承销标准、评级机构激励问题、金融机构不良的风险管理、市场缺乏透明度、估值模型的局限性、金融工具的复杂性、监管不能适应环境变化等导致了次贷危机。Stephen (2008) 认为次贷危机的原因是整个经济系统不能正确评价次级抵押贷款快速增长、房价上涨和空前的全球流动性过剩等带来的风险。Steven (2008) 认为现有防范系统性风险的措施在次贷危机中无效,因为这些措施主要是针对银行系统,而不是针对金融市场。

关于次贷危机,国内学者也纷纷发表自己的看法。何帆、张明 (2007) 认为次贷危机深层原因有两方面:一是宽松的抵押贷款条件和多样化的抵押贷款产品;二是风行的证券化和偏高的信用评级。余永定 (2008) 解释了 RMBS、COD、CDS 等衍生金融工具在危机中扮演的角色。曹远征 (2007) 认为次贷危机扩散的原因在于证券化、衍生工具及其杠杆交易方式。何德旭等 (2008) 认为金融创新在次贷危机中扮演了重要角色。葛奇 (2008) 认为次贷危机根源在于次贷发放环节,在包括美国政府、美联储、投资银行、评级机构、保险公司在内的市场参与者的共同作用下,次级房贷市场迅速膨胀。吴培新 (2008) 认为美国次贷危机形成的机理是金融系统“过度顺周期性”的潜在特性,以及信贷结构产品的发起——分销模式导致市场参与者难以准确评估风险。

总结以上的研究,我们发现关于国际金融危机的原因分析有很多不同的视角,得到的结论有相当的差异,但都有一定的解释力。就拿次贷危机的原因解释来说,有从低利率引发的资产价格泡沫视角分析的 (Stiglitz,2007; Volker,2007;林毅

夫,2008;何帆,张明,2007),也有从经济基本面来分析的 (巴曙松等,2008;李若谷等,2008;黄海洲,2008),也有从监管缺位和监管滞后等方面找原因的 (Stiglitz,2008; Reinhart,2008; Greenspan,2008)。笔者认为造成这种研究状况的原因大致有两种:一是造成国际金融危机的原因本身就相当复杂,到目前为止,还没有哪一种理论能解释所有发生的危机;二是各位学者囿于自己相对狭窄的专业视野,从自己的偏好和熟悉的视野出发得到符合现实的某种解释。

二、国际金融危机的传染渠道

关于国际金融危机的传染文献主要有两类,一类是强调不同市场间的相互依赖所导致的溢出效应,包括季风效应、贸易连接和竞争性贬值 (Calvo 和 Reinhart,1996; Coresetti 等,1998; Radelet 和 Sachs,1998b; Masson,1998;Buiter,1995),第二类文献则认为危机的传染与可观测到的宏观经济或其它基本面无关,而仅仅是由于投资者或其它金融经纪人的行为结果,包括从金融联结、多重均衡和唤醒效应和政治因素等角度来解释 (Goldgajn 和 Valdes,1997;Kaminsky 等,2000; Kodres 和 Pritsker,1999;Schinasi 等,2000; Drazen,1999;Goldstein,1998) Allen 和 Gale (1999) 提出金融危机的传染是经济周期的波动产生的。关于银行业危机与货币危机的共生性研究,有从金融自由化角度解释的 (Mckinnon,Pill,1996);也有从信贷扩张、汇率波动到资产价格崩溃来解释的 (Reinhart,Vegh,1999;IMF,1998;Moreno,1999)。关于金融脆弱性引发金融危机的研究,国外主要有 Minsky, Kindleberger 提出的“内在不稳定性假说”, Ficher 的“债务—通货紧缩”理论, Bernanke 和 Gertler (1989) 提出的封闭条件下的金融脆弱性模型。有部分学者强调金融一体化对金融稳定的积极影响,从资产组合和资产选择的角度来分析金融一体化的益处 (Markowitz, Demirguckunt,Huizinga H,1999;也有研究表明股市自由化能够改善风险配置 (Henry,2000;Stulz,1999a 和 1999b)。也有学者认为金融一体化会加剧风险传染,增加系统性危机爆发的可能性,不利于金融稳定 (巴格瓦蒂 罗德里克)。国际上关于银行危机传染的系统研究始于 1993 年欧洲货币危机之后。早期的争议主要集中于是否存在传染,现在已很少有人怀疑金融危机的传染,学者们关注的重点在于银行危机传染的机制。金德尔伯格

(1978) 认为银行危机传染是一种纯粹的随机事件，它与实体经济的变化无关。戴蒙德 (1993) 和戴维 (2001) 认为金融危机的传染是银行挤兑的预期产生的，由此提出了所谓预期传染效应。戈登 (1988) 艾伦和盖勒 (1999) 提出金融危机的传染是经济周期的波动产生的。他们从不同角度对银行危机传染机制进行了描述。值得注意的是，在现实的经济运行中，银行危机传染的上述几种效应是同时作用的，尤其是预期传染效应伴随着危机传染的全过程，并在危机传染中发挥着极重要的作用。

近年来，国内学者在国外学者的基础上，对金融危机的国际传染机制也进行了相应研究，分别从传染渠道，发生危机的可能性，示范效应，心理因素和投资组合管理与代理机制等 (安钢，1999；宋清华、陈全伟，2000)。也有部分学者从银行危机的原因、多重传染以及货币危机的共生性来解释的 (苏同华，1999；施建淮，郭美新，2004；刘莉亚，2004)。银行危机传导往往给一个国家或地区的经济带来巨大的损失。在自由市场经济国家中，银行部门的流动性不足常常成为银行危机传染的先导，2007年8月的美国次级贷危机正是这一现象的集中体现。我们可以通过下表1来透视这种传染渠道。

表 1. 中资银行涉雷曼资产

金融机构名称	涉雷资产	金融机构名称	涉雷资产
中国建行	1.914 亿美元	工商银行	1.518 亿美元
中信银行	7600 万美元	中国银行	7562 万美元
交通银行	7002 万美元	招商银行	7000 万美元
兴业银行	约 3360 万美元		

这些债券也未必会完全损失，还要看雷曼兄弟破产后资产的处置情况。根据已经披露的信息，至少7家中资银行持有雷曼债券以高级债券居多，按估算约可以回收60%~80%。也就是说损失在20%~40%。

三、国际金融危机对中国金融安全的影响分析

国外学者认为资本账户开放和资本流动在金融危机中扮演重要角色 (Calvo,1998;Aizenman,2002; Calvo 和 Reinhart,2000,2002) ,研究发现金融流动较大的国家相对消费波幅增大 (Kose,Prasad 和 Terrones,2003) ,金融发展程度较高的新兴股票市场更容易遭受外部影响 (包括金融影响和宏观经济影响) (Dellas 和 Hess,2002; Classens 和 Forbes,2001) ,实证研究表明，资本流动构成及外

债偿还期限结构与金融危机发生的概率相关 (Detragiache 和 Spilimbergo,2001) ,在金融监管制度不健全的情况下，过早开放资本账户可能产生严重风险，会对政府和企业资产负债表造成负面影响 (Ishii 等，2002；Baker 和 Chapple,2002; Krueger 和 Yoo,2002;Mody,2002) ,国内金融自由化措施顺序不当加上资本账户自由化会增大国内银行危机和货币危机的风险 (Kaminsky 和 Reinhart,1999,Melike Altinkemer,1998) 。

孙立坚 (2005) 研究认为，目前影响我国金融体系“健全性”的两大基本要素是房地产价格和流动性，它们直接左右银行的信贷行为，相反，利差幅度和基础货币的调控却没有显著的制约效果；所有这些特征都恰恰反映了我国金融体系的基本功能至今为止还没得到有效的发挥。伍志文等 (2004，2005) 研究表明，目前全球金融体系系统性风险不是下降了而是上升了，全球金融体系正变得史无前例的脆弱。20世纪六七十年代是近50年来国际金融体系稳健性最好的时期，而九五时期是全球金融体系最为不稳定的时期。九五时期，39个样本国家中有8个金融稳健性指数超过警戒值，小于-0.5，其中巴基斯坦最低，仅为-1.3603，泰国处于倒数第二位，中国处于倒数第五位，金融体系十分脆弱，值得警惕。全球金融风险的中心发生了几次明显的重大的转移。进入20世纪90年代中后期，尤其是21世纪以来，亚洲成为全球金融风险的主要来源地。全球金融系统性风险的演变具有明显的周期性和阶段性特征，金融稳健-脆弱的演变轨迹好像一条正弦曲线或者余弦曲线。金融稳定-脆弱的周期大约为10年~12年。也有学者分析了国际金融波动对中国国家经济安全的影响 (张宗新，2005；张志波，2007)，也有学者从资产价格波动，货币政策反应来分析金融危机对中国经济的影响 (瞿强，2001，2005；周诚君，2004)。

总体来看，金融全球化使中国民族金融业的生存面临巨大压力；为国际游资制造风险提供了条件；加剧了中国经济的泡沫化程度；给中国的金融监管和调控带来严峻挑战。国际金融危机对我国金融安全的影响可以从两个方面来具体分析：其一，国际资本的大规模流入加大货币政策的复杂性。在国际资本大量滞留我国的情况下，为了保持人民币币值的稳定，中国人民银行不得不投放大量基础货币以吸纳流入的美元，并采取一系列宏观调控措施来冲销由此引起的通货膨胀压力，

中央银行货币政策的自主性和独立性受到挑战。其二，国际资本流出对中国金融监管提出新的挑战。国际资本流动推动了一国金融机构走向国际市场开展国际化经营，这就要求监管当局对本国金融机构的海外业务进行及时有效的监管。然而，由于我国金融监管和金融控制手段滞后，在控制国际资本流动方面经验不足，导致次贷危机中我国银行对外投资损失严重。随着国际金融危机影响的持续扩大，未来短期资本流动蕴含的风险对我国目前的金融监管提出了极大的挑战。其三，国际金融危机通过金融市场进而影响实体经济，对我国的进出口、消费以及投资带来冲击，从而影响企业和居民家庭的资产负债表，再影响到金融机构特别是银行的盈利能力以及风险管理能力。

四、中国金融安全网的构建

国外部分学者认为中国必须重新构建金融体系，使之建立在稳固的理论框架之上，这个框架必须非常稳健，在长期内保持稳定。（Robert J. Shiller 2008）。部分国内学者从金融监管、道德风险、市场约束、准入限制和金融秩序中的法律和商业规范等因素来提出解决之道（庞晓波，黄卫挺，2006；沈坤荣，李莉，2007，张维迎，2008，黄旭平，2008，陈雨露，马勇，2008，范小云等，2008），还有学者从金融全球化、中国资本账户开放与金融安全进行了一个深入细致的经济学考察和分析（张亦春等，2004；孙立坚等，2004；赵智，2006）。还有学者从直接投资、国际收支失衡来分析中国经济金融安全（张军等，2007；姚枝仲 何帆，2006）。还有学者从汇率制度建设，东亚区域金融合作角度来寻找金融安全网建设（李锦元，2005；丁剑平，2006，2007）。还有大量学者就中国金融安全的预警机制进行了理论和实证分析（覃伟山，2005；唐旭等，2002；刘莉亚，2004；钱小安（2001）。还有少数学者研究认为在中国的金融发展中应该以金融创新为内在推动力，以调整金融结构为重点，并通过加快金融体制改革和加强金融监管，消除或减少不安全因素（李健，2004；周小川，2006；吴晓灵，2007）。有部分学者从银行系统性风险防范，消除道德风险，构建有效的银行完全网提出了对策（翟金林，2001；刘沛等，2001，2003）。我国学者也对经济全球化过程中的国家经济金融安全问题进行了一定研究，主要论述经济全球化特征，经济全球化对我国经济的影响因素及我国应采取的战略措施

等（郑通汉，1999；张幼文等，1999；王元龙，1998，2002）。

我国金融安全网目前的主要功能是对金融机构的救助和金融风险的化解。对金融机构风险实施救助的主要方法：一是中央银行注资，如发放再贷款、再贴现等；二是财政注资，如发债、贴息等；三是核销呆坏账准备金；四是金融资产管理公司实施政策性债转股；五是商业银行兼并某些中小型金融机构。而我国的金融安全网的内容应增加，在防线上应迁移，在范围上应有所扩展，涵盖整个金融体系，包括内部安全网（金融机构内部控制和管理制度）和外部安全网（存款保险制度、中央银行最后贷款人制度和金融监管制度），分预防、事中和事后三个层次。同时，鉴于上述金融稳定制度的内在不稳定性因素，应正确认识对安全网的不当设计和实施对金融稳定的负面影响。要使金融网有效、低成本、负面效应尽可能小的发挥作用。金融安全网的设计就必须遏制道德风险，建立和强化“激励相容”，这是建立金融安全网的指导思想。“激励相容”的核心是：政府力量不是对市场力量的替代，而是对市场力量的补充，其根本思想是使市场力量更好地发挥作用，淡化金融安全网的政府色彩，提高其市场化程度，保证所有的市场主体都面对正确的激励机制。东亚金融危机的沉痛教训说明，政府无论是对银行还是对企业的恰当干预，均会扰乱市场信号，使资金的配置与经济系统中所固有的比较优势相背离，国际资本的流入只会加剧系统本身的脆弱性，从而导致种种不良后果。

我国在金融自由化改革的进程中，一是要尽量避免扭曲的政策干预，按照比较优势战略来制定产业政策；二是要注意加强谨慎地金融监管，防止泡沫经济和银行坏账的激增。只有在全面考虑了上述因素之后，我国的金融自由化改革和经济的持续发展才能建立在一个牢固的微观基础之上。与此同时，采取必要的宏观经济政策保证总需求的稳定，使改革得以在一个宽松的环境中进行，从根本上消除金融危机的隐患。显性金融安全网络比隐性金融安全网络更有效率，在商业银行充分市场化以后，建设存款保险制度就成为理所当然。

五、结论和评价

目前国内外的学者对国家经济金融安全的研究给予了高度的重视，从不同角度进行了分析，

涉及的领域越来越广。但对来自国外的冲击考虑较少，对资产价格波动的国际传递分析不足，多是以单个国家为立足点，对金融危机国际传染机制的研究缺乏系统性、全面性。从国内研究来看，理论上的创新缺乏，更多的是借鉴国外的模型来做我国的经验分析，对预警系统的设计考虑不全面，指标比较单调，模型的动态表现力不够。从目前的研究来看，大家在如下关键问题上已经基本达成共识：

第一，信用的过度扩张和资产价格脱离基础因素的上升，在信息不对称和短视偏好的情况下，会引发金融体系的脆弱性加强。

第二，在金融自由化日趋加强的今天，国际金融危机的传染机制呈多样化形态，虚拟市场的传导和对实体经济的冲击交织在一起。

第三，金融监管体系的建设、有效性和国际

协调以及宏观金融调控的准确度对维护我国金融安全有重大意义，金融安全预警体系的研究正当其时。

第四，一国在金融自由化和资本帐户自由化的过程中，有必要对资本流入总量、结构和国内投资规模加以控制和引导，以便经济能够平稳发展，避免货币危机的发生。

那么未来的研究方向应该主要集中在如下问题方面：第一，在理论和经验分析上突出我国资产价格波动背后的金融机构行为因素及反馈机制；分析商业银行等在内的金融机构在受到货币政策挤压以及自身规避资产价格波动风险积累后的行为对资产价格的反馈机制。第二，根据中国金融渐进改革和宏观发展的实际，通过比较和修正国际金融危机预警模型，提出反应中国实际的宏观预警动态化模型，并进行模拟验证。

[参考文献]

- [1]Allen, F. and D. Gale. Bubbles and Crises[J/OL]. Economic Journal, 2000, 110: 236-255. <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/bubble2.pdf>.
- [2]Allen, F. and D. Gale. Financial Contagion[J/OL]. Journal of Political Economy, 2000, 108:1-33. <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/contagion.pdf>.
- [3]Altman, E., G. Marco and F. Varetto. Corporate Distress Diagnosis: Comparisons Using Linear Discriminant Analysis and Neural Networks (the Italian Experience)[J]. Journal of Banking & Finance, 1994:505-529.
- [4]Barth, J.R., Caprio, G. and Levine, R. Regulation and Supervision: What Works Best? [M]. World Bank Policy Research Working Paper, No. 2725, 2000.
- [5]Brian Coyle. Measuring Credit Risk[M]. Chicago: Glenlake Publishing Company, Ltd, 2000.
- [6]Jean Tirole. Financial Crises, Liquidity and the international Monetary System[M]. Princeton University Press, 2002.
- [7]Kaminsky, G. and C. Reinhart. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems[J]. American Economic Review, 1999, 89, 473-500.
- [8]Kaminsky, Graciela, and Mohsin, K. Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress[M]. IMF Working Paper, 1999b, WP/99/178.
- [9]Linda Allen. Issues in the Credit Risk Modeling of Retail Markets [J]. The Journal of Banking & Finance, 2004(3).
- [10]Mathias Dewatripont, Jean Tirole, The Prudential Regulation of Banks[M]. Editions Payot Lausanne, Massachusetts Institute Technology, 1993.
- [11]Sachs, Jeffery, Tornel, A., and Valasco, A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995[J]. Brookings Papers on Economic Activity: 1, Brookings Institution, 1996:147-215.
- [12]刘莉亚. 新兴市场国家(地区)金融危机理论研究(第一版)[M]. 上海:上海财经大学出版社, 2004.
- [13]王元龙. 中国金融安全论[M]. 北京:中国金融出版社, 2003.
- [14]曾诗鸿. 金融脆弱性理论——银行不良贷款生成的监管博弈与最优动态数量模型(第一版)[M]. 北京:经济科学出版社, 2004.
- [15]亚洲开发银行. 金融危机早期预警系统及其在东亚地区的运用 [M]. 北京:中国金融出版社, 2006.
- [16]刘沛,等. 金融安全的概念及金融安全网的建立[J]. 国际金融研究, 2001, (10).
- [17]闫龙光. 论我国银行业安全网问题[J]. 金融研究, 2003, (9).

China's Financial Security Research from the Perspective of Global Financial Crisis

Duan Junshan

(School of Finance, Guangdong University of Business Studies, Guangzhou 510320, China)

Abstract: With the advance of globalization of financial markets and financial instruments accelerate innovation, combined with the global financial supervision and coordination mechanism for the weak, it will be leading to the outbreak of the global financial crisis which the frequency and intensity of both is even worse than in the past. In the context we discuss the reason of the international financial crisis, transmission channels, the crisis influence on China's financial security and how to build a financial safety net for the Chinese, through a comprehensive historical literature this paper has been summarized and analyzed the significance of these conclusion, while pointing out the direction for future research.

Key words: financial crisis; financial security; transmission channels

(责任编辑：张丹郁)