

第一章 金融风险概论

防范金融风险首先须将防范的客体——金融风险的内涵作出科学的界定，明确金融风险的种类及其外在表现形式。在此基础上将接着探讨金融风险致因以及防范的理论解释。

第一节 金融风险的内涵界定 与外在表现

一、金融风险的内涵界定

西方学术界普遍认同的对风险的定义是：收益的不确定性。^① 马科维茨等人用数学上的方差或标准差

威廉·F.夏普等：《投资学》，Prentice-Hall 国际出版公司 1995 年版，第 178 页。

来测定风险值（方便简化起见，一般采用标准差），即用标准差来衡量实际收益率与预期收益率的变动——既可能是正变动，也可能是负变动。而通常人们所言的风险和学术上所指的风险意义有所不同，就二者内涵而言，前者属于后者的“负变动”可能性部分。

作为诸多风险之一的金融风险，其内涵极易被混淆。经济学意义上的金融风险是指经营主体从事金融投资活动中遭受损失的不确定性。就风险性质而言，金融风险有这样两种：一种是金融投资本身面临的风险，属于正常风险；另一种是因宏观管理不力和个体违规所引致的风险，显化时具有大面积破坏性和扩散传递性，属于不正常风险。本书所研究的金融风险防范，主要是指防范后一种风险。另外，广义上的金融风险是指任何经营主体筹措运营资产所面临的遭受损失的不确定性。本书所探讨的属于狭义的范畴，即金融体系的风险（Financial System Risk），仅指金融机构包括银行、信托投资公司、证券公司和保险公司等为主体面临的金融风险。另外由于主权风险的不容忽视，本书亦涵盖与政府有关或面临的金融风险。

金融风险不同于金融危机，后者是金融体系由于金融风险显化而出现严重困难甚至崩溃的事件。米什金(Frederic S. Mishkin)将金融危机定义为“所谓金融危机就是一种因逆向选择和道德危机变得太严重而使金融市场不能够有效地将资源导向到那些拥有

高生产率的投资项目，从而导致的金融市场崩溃性动荡”。^①新帕尔雷夫大辞典上金德尔伯格（Kindergarten）撰写的金融危机词条采用的是戈德史密斯（Goldsmith）的定义：全部或大部分金融指标——短期利率、资产（证券、房地产、土地）价格、商业破产数和金融机构倒闭数——的急剧、短暂和超周期的恶化。^②可见金融风险是指金融危机爆发的可能性，金融危机是金融风险显化后的破坏性表现。

二、金融风险的种类

根据划分原则的不同，金融风险有多种划分方法的分类体系。首先根据风险的暴露程度，可将金融风险划分为显性金融风险和隐性金融风险。前者指在监测预警指标上和市场信息反馈上已暴露、显化并使有关企业、个人等经济主体造成损失的风险；后者是指尚在累积未被激发因素显化，或因信息传递因素未被给予足够重视的风险。根据风险的作用范围可划分为三个层次：宏观层面的系统金融风险，微观层面的非系统金融风险，介于二者间的中观层面的行业金融风

^① F. S. 米什金，1991, *Anatomy of a Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 3934, Cambridge, Massachusetts, NBER.

金德尔伯格：《新帕尔雷夫大辞典》（中译本）第二卷，第 362 页，经济科学出版社 1997 年。

險(如银行业风险、证券业风险、保险业风险——还可以再细分)。

巴塞尔银行监管委员会 1997 年 9 月在香港世界银行(WB)和国际货币基金组织(IMF)年会期间向世界正式公布了其《有效银行监管的核心原则》。其中第 IV 节将银行业面临的金融风险分类如下。

信用风险

银行因对借款人的信用水平判断失误，或因各种原因使借款人信用水平下降所导致的交易对方无力履约的风险即信用风险。

国家风险和转移风险

国家风险发生于国际信贷业务中，是因借款人所在国的经济、政治和社会环境所致的风险。尤其是向借款国的政府及其机构贷款而无担保，国家风险最为明显。转移风险是国家风险的一种表现形式，即借款人无论其财务状况如何都无法得到外币来偿债的风险。

市场风险

由于市场价格的变动，银行的表内、表外头寸面临遭受损失所致的风险。其中外汇风险是因汇率剧烈波动时使外汇业务内在的风险，尤其是外汇敞口头寸的风险增大所致。

利率风险

当利率出现对银行的财务状况不利的波动所产

生的风险。利率风险不仅影响银行的赢利水平，也影响其资产、负债和表外金融工具的经济价值，严重的利率风险会给银行的赢利水平和资本基础带来巨大的威胁。其主要表现形式有重新估价风险、收益曲线风险、基准风险、期权风险。在放松利率管制的国家或地区，利率风险尤其值得注意。

流动性风险

指银行面临资产流动性不足时，无力提供融资以减少负债或增加资产所致的风险。此时银行无法以合理的成本迅速增加负债或变现资产来获取足够的资金，从而使盈利水平受影响。这甚至会影响到银行的清偿力问题。

操作风险

内部控制及公司治理机制失效所致的风险。这种失效可能是因为失误、欺诈以及未能及时作出有条不紊之反应，或因交易员、信贷员等越权或从事职业道德所不允许的高风险业务，导致银行发生财务损失或利益蚀损。信息技术系统的重大失效或火灾等重大灾难事件等所致的风险亦归为此类。

法律风险

包括因不充分、不正确的法律建议或因法律条文而造成与预计相异的资产价值下降或负债加重的风险。银行在进入新领域时或交易对方的法律权责尚未建立的情况下，极易承受不同形式的法律风险。

信誉风险

由于操作失误或违反法律和监管条例等所致对银行信誉有蚀损的风险为信誉风险。信誉风险对银行尤其至关重要。

实际上，以上各类风险亦基本适用于其他金融机构所面临的风险类别。证券业风险是按系统性风险 (Systematic Risk) 和非系统性风险 (Unsystematic Risk) 来分类的。前者因宏观经济、政治形势的变动所致，后者因行业或企业内部因素所致。系统性风险包括市场风险、利率风险、购买力风险和外汇风险，而非系统性风险有财务风险、操作风险、流动性风险等等。

三、金融风险的外在表现

当内在风险因素作用加强，风险量的累积到一定的阈值区间，上述各类风险便在系统外部激发因素作用下，或于自身内部从渐变到跃变而突发显化。其中一种或几种风险外在表现出来，即显化，可使金融机构 (Financial Institutions) 突然暴露在巨大的金融风险面前，此时不仅其收益预期大幅度变动，且其资本、资产与信誉都要面临遭受巨大损失的危害。

多家金融机构的金融风险如果显化，外在表现出来便是金融危机，即金融危机是巨额累积的金融风险的释放而表现出来的恶性事件。金融风险的显现是突

发性的，外在表现形式有：银行恐慌，货币大幅贬值，股市暴跌。其中任何一种或数种表现形式都会导致金融危机爆发，进而产生经济危机，后者和前者还会加剧反馈，恶性循环。（如图 1-1 所示）

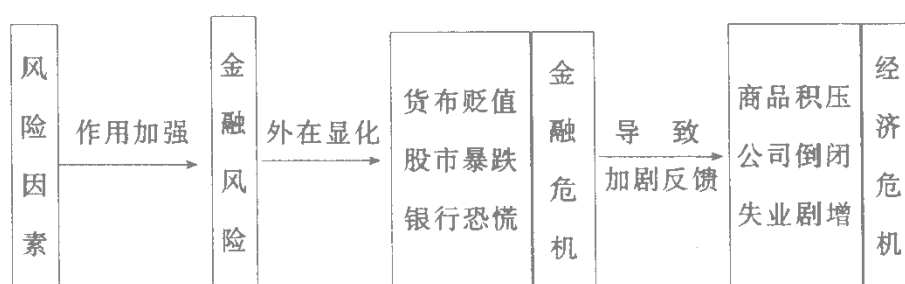


图 1-1 金融风险生成、显化剖析

第二节 金融风险生成与显化的理论解释

金融风险的生成有其内在的微观基础，而其显化亦有其微观机理，本节对此进行探讨。

一、金融风险生成的理论解释

金融市场上存在的信息不对称，即市场上的某一

方不了解这个市场上的另一方，双方掌握的有效信息不相等——即相关信息在交易双方之间的分布是不对称的，这种不相等即信息不对称。1929—1933 年席卷全球的金融危机在一定程度上是信息不足和传播交流不畅的问题，这尤其在始于 1997 年的东南亚金融危机中表现得更明显。若信息披露与生产充分，是能极大减少金融风险的，能使金融危机程度减轻，甚至能避免。信息不对称在金融市场上造成两个问题：逆向选择和道德风险。

逆向选择 (Opposite Option)

逆向选择一般发生在交易之前，常常是因信息不对称而造成的。金融市场上的逆向选择指的是那些最有可能带来不利的逆向结果（即意味着造成信用风险）的借款人常常就是那些寻找贷款最积极并且是最可能得到贷款的人。由于逆向选择可能导致信贷风险，这使贷款者不敢轻易放款——即便市场上有信贷风险小的项目。

道德风险 (Moral hazard)

道德风险是发生在交易之后由信息不对称造成的风险。金融市场上的道德风险是指借款者可能从事不利于贷款者的活动而使贷款很可能收不回的风险。因道德风险的存在降低了贷款被归还的可能性，贷款者可能宁愿不贷。

金融市场上信息不对称现象，导致逆向选择和道

德风险问题，从而影响金融市场的有效运转。即信息不对称是金融风险生成的前提，金融市场上的逆向选择和道德风险是金融风险的微观基础，属于第一层次的原因。这从微观经济学理论解释了金融风险的生成。当大量的逆向选择和道德风险在交易前后分别存在时，整个金融体系便累积了巨额的金融风险。如果金融机构能够正确地收集处理信息进行信息的生产并能够防范风险，将给其带来丰厚的回报。但一旦稍有不慎，也将酿成危机。另外，金融体系本身相对于其他行业，更具有较大的脆弱性，即存在金融脆弱性。

金融脆弱性 (Financial Fragility)

金融脆弱性假说认为，金融体系具有内在的不稳定性，这是由凡勃伦和明斯基 (Hyman P. Minsky) 等人先后提出来的。金融体系内各金融机构往往相互为债权债务方，形成长长的债务链，构成错综复杂的债务网，相互依赖性极强，一旦债务链中一个环节出了问题，整个金融体系将陷入一片恐慌、混乱。而银行等金融机构由于上面阐述的逆向选择和道德风险，具有内在的脆弱性，极易陷入银行恐慌，甚至倒闭。在上述的传导机制作用下，将可能引发系统性金融危机。

最后，一个国家和地区金融机构体系的运作，在很大程度上受制度安排的影响，即制度因素在金融风险的生成上起根源性作用。如同科学实验中的误差的产生有系统性误差和偶然性误差一样，金融活动中金

融风险的生成有系统性风险和偶然性风险，而制度安排便可能造成金融风险的系统性累积。这种制度安排作用于金融风险在实践中表现有：东南亚金融危机中日韩的银企渗透“护送舰队”模式金融制度；俄罗斯金融危机的计划经济体制残余制度。由此可见，制度安排与金融危机之间关系多么密切。在中国，因先前的计划经济体制制度性因素使银企根本上是一家，这造成巨大的信贷风险，故而防范金融风险更应十分重视金融制度的安排。

二、金融风险显化进程的理论解释

金融风险显化便是金融危机可能爆发的开始，其进程具有微观理论基础，分析如下。

一般而言，经济系统因其自组织机制可实现中长期上的自组织动态平衡。但在短期上，经济系统非线性机制作用非常强烈，这是因其时间的不可逆性，事物间的多重因果链和不确定性、或然性的存在。金融危机是种混沌行为，系统初始条件的微小变动能带来行为结果的巨大变化，谓之“蝴蝶效应”，这种非线性机制能将小信号呈几何级数显放，作用于微观主体使宏观经济变量发生剧变；金融风险由此外在表现为宏观的金融危机。

由于金融衍生工具有极强的“杠杆效应”，这种

“四两拨千斤”的非线性机制使资产价格大幅震荡。而金融市场素有从众行为的“羊群效应”，即微观主体通过观察周围人的行为，在信息不充分条件下作出决策，当大家都如此时便易产生引致的预期与行为。凯恩斯就将资产选择描述为选美比赛，似乎市场参与者关心的不是资产的内在价值，而是他人如何想的。^①这种羊群效应实际上是一种个人理性行为导致的集体非理性行为的博弈结果。这样，一旦有国际游资（Hot Money）在金融市场上率先发起进攻便能造成巨大的灾难，资产价格似乎已被其主导，即产生“锁定效应”。这对金融管理当局十分不利，金融危机极可能爆发。再从金融业的自身特征来看，存在着非线性机制。金融活动中，信用与受信，实质经济与虚拟经济，都存在“正反馈效应”。即信用与受信相互促进，一旦信用受质疑，信用链条崩溃亦加速；实质经济与虚拟经济相互促进，一旦虚拟经济泡沫成分太重而破灭，又相互促退致使经济加速崩溃。另外，各金融机构之间存在极强的“关联效应”，各金融机构之间有着千丝万缕的债权、债务网络。一旦链网上任何一家有些微小的支付困难，便可能酿成全面的流动性危机，由此形成“多米诺（Domino）”骨牌效应，危机甚至蔓延到

世界银行 98/99 报告：《知识与发展》、华盛顿，1999 年版，第 82 页。

全球，有巨大的破坏性。

第三节 金融风险危害与防范 的经济学解释

潜伏的金融风险是一种潜在的危害，一旦显化而外在表现出来，便会造成巨大的直接危害。那么，从经济学上如何来解释这种危害，又如何来解释为什么需要防范呢？这是本节所要阐述回答的命题。

金融业是种特殊的行业，存在着巨大的外部效应，即其外在性很强。很多事实证明，金融市场处处存在外部性，其本身的收益与成本，超出了有关各方，这正是某种程度上政府等监管机构需要关注且在必要时采取行动的原因。对金融机构的监督与金融风险防范正是种公共物品，这是基于经济学上的分析。金融风险的显化能带来系统性风险，导致金融危机，可能诱发大规模且深远的经济衰退。这种外部性作用路径如图 1-2 所示。

一旦金融风险显化从而外在表现出来，便会引发金融恐慌，引发货币危机，股市危机；外部效应的作用会将其传到宏观经济层面。如果外部性极强，造成通货紧缩，可能引发大萧条式经济危机。

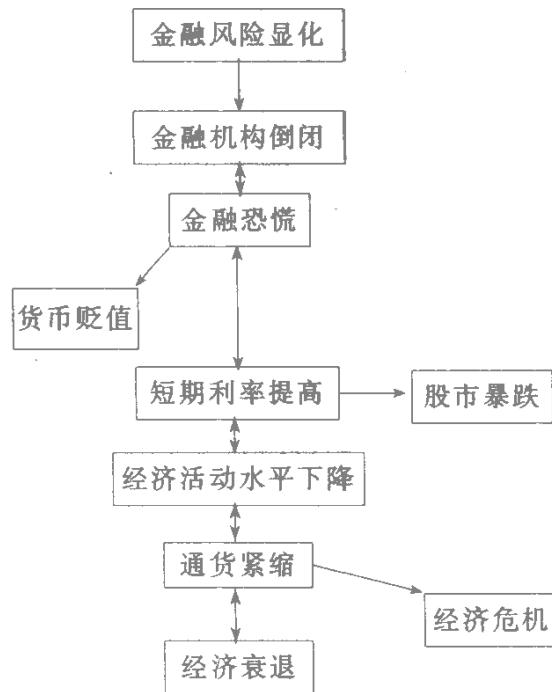


图 1-2 金融风险外部性作用路径剖析

以上分析的金融市场外部性是基于国内基础之上，现在引入国际因素，在全球视角的开放条件下考察金融市场的外部性。开放条件下的金融市场外部性是通过“传播效应”来传导实现的，即一国金融市场的动荡会对其他国家的金融市场产生影响。这种传播效应应有三条路径来表现金融危机的外部性。

* 贸易流，即陷入金融危机国的经济动荡能影响其贸易伙伴；

* 贸易条件，通过贸易条件来扩散，即金融危机能深入到受危机影响的另一个国家或几个国家所生产或购买的初级产品的价格；

* 资本流，通过资本流动的传播效应极强，尤其近年来国际游资在全球的游荡，将一个个“问题国家”卷入灾难性的危机漩涡。

既然金融市场有如此强的外部性，则防范金融风险已是种公共物品，足以引起政府重视。这种外部性在全球视角的开放条件下，通过传播效应表现出来，这足以说明各国政府应大力防范金融风险，加强国际金融风险防范、监管之合作已十分必要而紧迫。

第二章 发达国家金融风险 防范的主体

由于金融业的外部性如此之强，金融风险显化成金融危机的破坏性更是广泛而深远，因而发达国家都想尽一切办法来防范金融风险。防范金融风险的主体主要是：代表政府机关的金融管理机构（包括银行监管机构、证券监管机构、保险监管机构、财政部有关部门、金融经营机构和民间协同监督组织等，以及具有一定政府行为性的国际金融监管机构。

第一节 国际金融风险防范主体

国际金融风险防范主体有国际货币基金组织（IMF）、巴塞尔银行监督委员会（Basle 委员会）、国际证券业监督委员会组织（IOSCO）和国际保险监管者

协会(IOICO)等，另外还有次要防范主体如国际审计委员会、国际会计标准委员会、国际清算银行(BIS)、离岸银行监管小组(OGBS)等。实际上，“八国集团”虽然主要是协调工业化国家的经济政策，但近来在国际金融危机防范与管理方面也有着越来越重要的作用。它们或独立制定金融监管政策或联合发布金融风险防范措施。

一、国际货币基金组织 IMF

尚在二战中的 1944 年 7 月，美国鉴于盟军胜利在望，便在美国新罕布什尔州的布雷顿森林城召开会议，着手建立战后国际经济秩序。与会 44 个国家达成了布雷顿森林协定。IMF 便是据此在 1946 年 3 月正式成立的。IMF 与世界银行(World Bank)及关贸总协定(GATT)是发达国家共同构筑的国际经济秩序的三大支柱。IMF 负责国际货币金融事务，WB 负责财政援助与经济开发事务，而 GATT 负责国际贸易事务(在 1994 年更改为世界贸易组织，英文简称为 WTO)。

IMF 组织的总部设在美国的华盛顿特区，与 WB 一起邻近白宫。IMF 的宗旨是：

- * 促进成员国在国际货币问题上的协商；
- * 促进汇率的稳定与有秩序的汇率安排，以避

免竞争性的汇率贬值；

- * 为经常项目收支建立一个多边支付与汇兑制度，努力消除不利世界贸易发展的外汇管制；

- * 在临时性的基础上和有保障的条件下，向成员国提供资金融通，使它们在无需有损于本国和国际经济繁荣的措施情况下，纠正国际收支不平衡；

- * 争取缩短国际收支不平衡的持续时间和减轻其程度，促进国际贸易的均衡发展，实现就业和国民收入水平的提高及生产能力的扩大。

基于以上宗旨，IMF 在促进金融稳定、防范金融风险方面的作用有：

- * 促进宏观经济稳定的作用——通过双边和多边监督，有条件的贷款和技术援助；

- * 传播和调整最佳做法的作用——IMF 对银行和金融部门问题的关注有助于传播巴塞尔委员会、国际证券监督委员会组织、国际保险监管者协会等的指导原则和最佳做法，且 IMF 在监督技术援助过程中获取的经验与各专门组织共享。

IMF 在最初有 30 个创始成员国，现在成员国和地区已超过 180 个。IMF 总裁一般由西欧人士担任，尤其是法国人（而世行总裁一般由美国人担任），目前 IMF 总裁是德国人克勒（其前任是康德苏），其首席经济学家是迈克尔·穆萨。