

马宇◎著

金融体系

风险分担机制研究

——基于经济全球化的视角

**The Financial System Risk-sharing Mechanism Research
Based on Economical Globalization Angle**



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

本书出版得到

山东省软科学研究计划项目 (编号: B2006014)

山东工商学院博士科研启动基金

资助

马宇◎著

金融体系

风险分担机制研究

——基于经济全球化的视角

**The Financial System Risk-sharing Mechanism Research
Based on Economical Globalization Angle**



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

金融体系风险分担机制研究：基于经济全球化的视角/马宇著. —北京：经济管理出版社，2006.11

ISBN 7-80207-679-X

I. 金... II. 马... III. 金融—风险管理—研究
IV. F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 142406 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京银祥印刷厂

经销：新华书店

责任编辑：申桂萍

技术编辑：杨 玲

责任校对：郭红生

787mm×960mm/16

16.25 印张 236 千字

2006 年 12 月第 1 版

2006 年 12 月第 1 次印刷

印数：1—2500 册

定价：35.00 元

书号：ISBN 7-80207-679-X/F·594

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010)68022974 邮编：100836



马宇 男，1970年出生，内蒙古乌兰浩特市人。1992年毕业于西安交通大学，主修热能工程；2001年毕业于辽宁大学国际金融系，获经济学硕士学位；2005年毕业于上海财经大学世界经济系，获经济学博士学位。现在山东工商学院经济学院任教。先后在经济学核心期刊上发表学术论文20余篇，参与完成多项课题。

主要研究领域为金融体系风险分担、国际金融和资本市场等。

责任编辑：申桂萍
装帧设计：彭莉莉

前 言

自 20 世纪八九十年代以来，经济全球化浪潮一浪高过一浪，迅速冲击着原有的经济制度和经济体系。在这一背景下，金融开放成为人们关注的焦点之一，那么，经济全球化和金融开放对金融体系会产生什么样的影响呢？现有的理论认为，金融开放会促使资金在全球范围内流动，可以在更广的范围内优化资源配置，提高经济效率。对于投资者来说，可以利用全球金融市场进行资金配置和资产组合。由于全球不同国家的金融资产价格相关性较低，根据马科维茨的投资组合原理，在全球进行资产组合投资可以增加投资收益率，这被认为是金融市场对外开放可以获得的主要利益之一。然而，这只是从静态角度对问题的分析，如果从动态角度和金融体系风险分担的角度分析，资产组合的全球配置可能对金融体系的核心功能之一——风险分担功能带来冲击，损害金融体系的风险分担机制，使金融体系的风险分担功能弱化，从而影响经济运行的稳定并导致实体经济抵御系统性冲击能力下降，最终可能会加大经济波动并造成福利损失。

金融体系风险分担即金融体系对经济风险的分担，是指如何通过金融体系将经济中的风险在不同投资者之间和同一投资者的不同时期进行分担，以达到风险的优化配置。这是金融体系的核心功能之一，正如金融体系的资金配置功能表现为通过金融体系的运行将资金从盈余者手中转移到需求者手中，金融体系的风险分担功能表现为伴随着资金的转移，投资中涉及的风险被分配到投资者中，按照投资者的意愿和风险承担能力由不同投资者分别承担。风险分担功

能的实现往往依附于各种具体的资金配置形式,而有效的资金配置的最终实现也必须以有效的风险分担为条件和保障。通过金融活动将风险进行分拆、捆绑、分散和转移,在不同微观经济主体之间进行优化配置,有能力而且愿意承担风险的投资者可以承担更多的风险,不愿意承担风险的投资者可以将风险转移出去。这样,一旦风险转变为实际损失,影响也会被局限在少数投资者之间,而不至于通过企业倒闭、破产以及债权债务关系使风险向外扩散,影响其他经济主体的正常活动和经济运行的稳定。金融体系风险分担功能的充分发挥,可以使得整个经济体系中的风险得到更加合理的配置,从而提高整个经济体系运行的效率。一些对经济增长的研究表明,通过金融体系对风险进行重新优化配置能提高投资的预期收益率,从而带动经济增长。^①

本书对什么是金融体系风险分担机制、经济全球化怎样影响金融体系风险分担机制、金融体系风险分担机制遭到破坏会对经济产生怎样的影响、金融改革和开放过程中如何保护金融体系的风险分担机制等问题进行了较为深入的研究。

本书的创新之处主要体现在以下几个方面:

第一,建立了金融体系风险分担理论的研究框架,对金融体系风险分担机制进行了深入探讨。

第二,从经济全球化的视角分析金融体系风险分担机制的变化。

第三,前瞻性地分析了在未来全球经济趋于高度一体化时,全球投资组合的风险分担功能会遭到削弱。

第四,分析了银行体系在经济风险分担中的作用。

第五,提出了风险分担视角的金融体系结构安排。

总之,本书对经济全球化条件下的金融体系风险分担机制进行了研究,弥补了国内学者在这方面研究的不足。但是,金融体系风险分担问题错综复杂,本书只是对经济全球化过程中金融体系风险分担机制的变迁进行了粗略的研究,

① 孙立坚:《金融经济学》,高等教育出版社,2004年版,第21页。

在广度和深度上还远远不够。我希望本书的出版能起到抛砖引玉的作用，可以促使更多的人加入到金融体系风险分担机制的研究中来。如果能达到这样一个目的，也就实现了本文写作的初衷。

马 宇

2006 年 11 月

目 录

第一章 导 论	1
第一节 选题背景与意义	1
一、选题背景	1
二、选题意义	4
第二节 文献概览	7
一、文献概览	7
二、本书的研究角度	12
第三节 研究对象和相关概念约定	13
一、研究对象	13
二、相关概念辨析与约定	16
第四节 结构安排与创新之处	18
一、结构安排	18
二、创新之处	22
第二章 金融体系的结构与功能	27
第一节 金融体系中的银行中介和金融市场	27
一、不同金融结构的比较	29
二、金融结构差异形成的原因	34
三、金融体系的近期发展趋势	36

第二节 金融市场和银行中介的功能比较	37
一、金融功能理论回顾	38
二、金融市场与银行中介的功能比较	41
第三章 金融市场和银行中介的不同风险分担机制	47
第一节 金融体系的风险分担功能	48
一、风险分担与经济运行稳定	49
二、风险分担是金融体系的核心功能之一	51
三、金融体系的风险分担方式	53
四、金融体系风险分担模型：艾伦和盖尔模型	54
第二节 金融市场的横向风险分担机制	56
一、资产组合分散风险	57
二、衍生金融工具的风险交易	64
三、金融市场横向风险分担机制的比较优势	68
四、金融市场横向风险分担机制发挥作用的条件	70
第三节 银行中介的纵向风险分担机制	72
一、跨期消费平滑	73
二、跨期资产收益平滑	78
三、银行纵向风险分担机制的比较优势	79
四、银行纵向风险分担机制发挥作用的条件	80
五、银行中介承担的系统性风险与银行业危机	83
第四章 不同风险分担机制对经济的影响	87
第一节 风险分担的福利效应	88
一、持久收入消费理论	88
二、确定性等值与风险升水	89
三、风险均摊定理	91

四、国际风险分担的潜在福利增益	94
第二节 不同金融结构的风险管理比较	95
一、不同金融结构的风险管理绩效比较	95
二、不同金融结构的风险管理方式比较	96
第三节 不同风险分担机制下系统性冲击的影响	99
一、不同风险分担机制下外部冲击对经济影响的差异	99
二、不同风险分担机制下投资者的风险暴露比较	101
三、财富效应与企业融资成本	103
第四节 不同风险分担机制对新兴产业发展的不同影响	106
一、新兴产业及其融资的特点	107
二、Allen 和 Gale (1999) 的新兴产业融资模型	108
三、有关新经济发展程度与金融结构相关性的实证结果	110
四、从风险分担角度来看金融市场对新兴产业的融资	111
第五章 横向风险分担机制侵蚀纵向风险分担机制	113
第一节 封闭经济条件下的金融体系风险分担	114
一、金融结构与经济发展阶段的适应性	114
二、封闭经济条件下的金融体系风险分担	116
第二节 经济全球化初期横向风险分担机制的比较优势	117
一、经济开放对金融体系的影响	117
二、国际风险分担的两国模型	118
三、经济开放后金融市场投资者面临的风险下降	122
四、机构投资者成为横向风险分担机制强化的载体	128
五、全球投资组合提高投资者收益水平	132
第三节 横向风险分担机制侵蚀纵向风险分担机制的模型分析	135
一、横向风险分担机制对纵向风险分担机制的侵蚀过程	135
二、资金流向金融市场的理论分析：资产配置模型	141

三、资金流向金融市场与投资者参与成本下降的关系	144
四、资金流向金融市场与资产跨国配置的关系	150
五、案例分析：美国金融市场发展对银行传统业务的侵蚀	151
六、银行盈利模式转变、混业经营与横向风险分担	157
第四节 金融结构与风险分担机制变化的实证分析	160
一、建立金融结构指数	160
二、金融结构变化与经济全球化的相关性	169
第六章 经济全球化削弱横向风险分担机制	173
第一节 经济全球化下的金融市场一体化	173
一、金融市场一体化的原因和影响	173
二、金融市场一体化对金融体系的影响	174
三、各国金融资产价格相关性增强	177
第二节 经济全球化导致全球系统性风险增加	179
一、经济全球化条件下的风险变化	179
二、全球系统性风险形成的基础：经济全球化	180
三、全球系统性风险的诱发因素分析	183
第三节 经济全球化削弱金融市场的横向风险分担机制	186
一、金融市场一体化削弱横向风险分担机制	186
二、全球系统性风险削弱金融市场的横向风险分担机制	187
三、案例分析：美国经济变化和 policy 调整造成的全球 系统性风险	189
第四节 跨国横向风险分担机制弱化的实证分析	190
第七章 金融体系风险分担机制变迁对经济的冲击	193
第一节 横向风险分担机制将加大全球系统性风险	193
一、横向风险分担机制将加大全球系统性风险	193

二、机构投资者在加大全球金融市场系统性风险中的作用	194
三、机构投资者进行全球投资组合可能产生的经济危害	197
第二节 各国经济体系抵御外部冲击的能力下降	198
一、各国经济体系更易遭受外部冲击的影响	198
二、横向风险分担机制放大外部冲击	199
第三节 新兴市场国家在经济开放中受到制约	200
一、新兴市场国家银行体系受到侵蚀	200
二、影响新兴市场国家的银行体系稳定	201
三、影响新兴市场国家的证券市场稳定	202
四、发达国家政策调整对新兴市场的冲击： 以利率调整为例	204
第八章 风险分担视角的金融体系结构安排及对我国的政策启示	207
第一节 风险分担视角的金融体系结构安排	207
一、经济全球化条件下的全球风险与银行危机	208
二、金融市场与银行中介在风险分担中的互补关系	209
三、不同经济发展阶段的最优金融结构安排	212
第二节 我国金融体系风险分担的演变	216
一、我国金融体系风险分担的现状	216
二、纵向风险分担机制在我国金融体系中占主导地位	220
三、我国金融体系风险分担的未来发展趋势	220
第三节 对我国的政策启示	222
一、采取措施防止对外开放过程中银行体系 遭受过度冲击	223
二、在宏观调控中降低经济体系中的系统性风险	224
三、鼓励金融创新并发展衍生金融工具市场	225

四、加快金融市场对外开放为投资者提供更多的 风险分担机会	226
五、发挥金融体系风险分担功能防范全球系统性风险 对我国经济的冲击	227
主要参考文献	229
后 记	245

第一章 导 论

第一节 选题背景与意义

一、选题背景

任何经济活动都可能面临着风险，如何处理这些风险是一个重要问题。如果不能对风险进行有效处理，当风险转变为损失之后，就可能对经济造成巨大冲击，破坏经济的稳定运行，严重时可能导致经济体系动荡甚至崩溃。在经济全球化的今天，我们面临着比以往更大的风险，这些风险要么在我们的经济活动中逐渐释放出来，要么突然爆发，我们很难度量这些风险，也无法控制绝大部分风险。因此，有效的风险分担对经济稳定运行有着特别重要的意义。

承担一定的风险是经济发展所必要的，而且有些风险是在经济发展中无法回避的。风险是一个事前概念，损失是一个事后概念，要想避免损失对经济运行产生冲击，就要在损失发生前对风险的承担做出明确安排。高度风险共担——即在许多个人之间共同分担风险，直到任何人都可以忽略它——是处理风险的一种有效方式，这种方式可以降低风险转变为损失之后对经济的冲击，保持经济体系运行的稳定性。如果风险被完全地分散，对整个经济体系的冲击

将会被更好地吸收，而且出现威胁金融稳定的连锁式失败的可能性大大降低。

今天，市场经济得到越来越多人的认可，更多的国家和地区开始通过建立市场经济体制来发展经济，市场经济已经在全球范围内形成了生产、服务、流通和消费的大市场。市场经济的发展为人类创造出了更多财富，但是市场经济同时也给我们的生产、消费和生活带来了许多不确定性，尤其是在经济全球化的今天，我们比过去面临着更多的风险。市场经济中的生产和消费都通过市场调节，但由于市场机制本身的一些弱点，经常出现供给大于需求，表现为商品积压；也可能出现供给小于需求，表现为价格上涨；也可能因竞争激烈而使一些公司倒闭，这些都是人们在市场经济中面临的风险。除了市场因素带给我们的风险之外，人们的经济活动还会受到自然灾害、社会动荡、战争等许多不确定性因素的影响而面临风险。有些风险是可以预防的，通过采取一定措施降低其发生的概率；有些风险是无法回避的，是必须面对的；有些风险则是我们为获取相应的收益而需要承担的。那么，如何处理这些风险就成为我们不得不面对的问题。解决这一问题的较好方法之一就是将风险在众多参与者之间分担即横向风险分担，或者跨时期平滑即纵向风险分担，这也正是本书所要研究的主要问题。

风险分担在原始社会里就已经有了。原始共产主义社会是游猎社会，游猎的不确定性很大，能否捕获猎物不知道，获得的猎物也无法储存，在这种情况下，克服生产和生活时间的不一致，以及生产结果的不确定性，最好的制度安排就是共产共享，由众人分担这种风险，从而使每个人的生活变得更加确定。随着生产力的发展，原始共产主义社会瓦解，私有制产生，生产技术由游猎变为农耕，农业生产的确定性比游猎大，而且粮食可以储存，在这种情况下解决生活和生产时间的不一致性以及生产力的风险，就由原始共产主义社会进入到了以私有制家庭为单位的安排。一个人出生以后由父母抚养长大，工作时抚养年老的父母，自己年老时有子女奉养，有收成时将一部分粮食储存下来以备荒年的需要，同时，又发展出借贷市场等来克服单个家庭不能克服的风险。这就是跨时期风险分担，也就是将个人面临的风险分散在不同时期承担。

随着经济的不断发展和人类社会的不断进步，在现代经济制度中已经形成了很多方法用以应对那些无法预料和无法规避的风险。例如，在金融市场上，一个新技术企业通过发行股票，将新技术项目具有的高风险由众多投资者共同分担，这一风险分摊到每个投资者身上则是微不足道的，不足以对投资者构成很大影响，正是因为有了金融市场这种风险分担机制才使高风险的新技术项目得以顺利实施。19世纪现代股票市场的发展，是商业风险管理的重要进步。在19世纪以前，股市规模很小，对社会没有起多大作用。现代股市的产生使公司所有人、创始人与经理人从根本上分开，从而后者可以追求高风险的业务而自己不至遭受这种风险。有了跨越国界的股票市场后，风险可以在全世界的投资者之间分担，风险的影响也极大地降低了。

当今我们的社会主要有以下几种方式来分担风险：一是财政转移支付。财政转移支付是世界各国普遍采用的主要风险分担方式之一，通过税收筹集资金并分配给社会中最贫困者、失业者以及遭受灾害的城市和地区。这样就在一定程度上使社会中的贫困者、失业者和受灾地区得到帮助，实际上就是将这些个人面临的风险通过财政转移支付的形式分担给全社会。二是家庭内部成员之间的互助。家庭成员内部的互助是一些经济发展水平不是很高的国家和地区的人们进行风险分担的主要方式之一。很多国家和地区的家庭本身就是一个经济共同体，如果其中一人生病或失业，其他成员有帮助的义务，这样就将个人的风险在家庭成员之间进行了分担。三是社会养老保险体系。社会养老保险是将人们年轻时工作所获得的一部分收入通过养老统筹机制存储起来，待到年老时取出用于生活，这实际上就是将个人一生中的收入波动风险通过社会保险体制在一生中的不同时期进行分担。四是金融体系。风险分担是金融体系的核心功能之一，通过投资、借贷和各种金融工具的运用，将经济中的风险进行重新配置，风险承受能力弱的人将风险转移出去，风险承受能力强的人承担更多的风险并获取相应的收益。随着经济金融化趋势的迅速发展，金融体系在风险分担过程中发挥的作用越来越大，本书也正是在这一背景下对金融体系的风险分担机制展开研究的。