

浙江省哲学社会科学重点研究基地

——浙江财经大学政府管制与公共政策研究中心研究成果

《我国逆周期金融监管机制》丛书●主编：周晖

中国金融系统性风险 及其宏观审慎监管研究



HONGGUO JINRONGXITONGXING FENGXIAN

JIQI HONGGUAN SHENSHEN JIANGUAN YANJIU

陈敏娟 著

中国社会科学出版社

浙江省哲学社会科学重点研究基地

——浙江财经大学政府管制与公共政策研究中心研究成果

《我国逆周期金融监管机制》丛书●主编：周晖

中国金融系统性风险 及其宏观审慎监管研究



HONGGUO JINRONGXITONGXING FENGXIAN
JIQI HONGGUAN SHENSHEN JIANGUAN YANJIU

陈敏娟 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融系统性风险及其宏观审慎监管研究/陈敏娟著.

—北京: 中国社会科学出版社, 2014. 7

ISBN 978 - 7 - 5161 - 4556 - 2

I. ①中… II. ①陈… III. ①金融监管体系—研究—中国

IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 156753 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 卢小生
特约编辑 解书森
责任校对 王 斐
责任印制 李 建

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083635
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京市大兴区新魏印刷厂
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2014 年 7 月第 1 版
印 次 2014 年 7 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 9.75
插 页 2
字 数 169 千字
定 价 30.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换

电话: 010 - 64009791

版权所有 侵权必究

总 序

2008年以来,由美国“次贷危机”引发的金融危机已历时四年多。时至今日,美国经济仍处于艰难的复苏过程中,欧洲国家则深陷主权债务危机,全球经济恐将面临衰退长期化局面。

危机爆发后,美国政府实施了“问题资产救助计划”,并于此后推出了住房和经济恢复法案、金融稳定计划(FSP)以及三轮量化宽松的货币政策(QE1、QE2、QE3)等一揽子经济刺激计划;欧洲国家则实施了向大银行注资、由欧洲央行从二级市场购买欧元区各国政府债券、扶持企业等救市和经济恢复方案,先后推出欧洲金融稳定基金(EFSF)、直接货币交易(OMT)计划和欧洲稳定机制(ESM)等措施,对陷入主权债务危机的国家实施救助。

针对金融危机暴露出来的金融监管失灵,欧美国家纷纷推出各自的金融监管改革方案,构建新的涵盖银行、证券、保险等行业的金融监管框架,成立系统性风险管理机构,致力于在微观审慎监管的基础上加强宏观审慎监管,以增强金融体系的稳健性,防范金融危机的发生。2010年11月召开的二十国集团领导人首尔峰会批准的金融监管改革文件(业界称之为《巴塞尔协议Ⅲ》)是全球金融监管改革的集中体现,标志着全球金融监管进入了一个新的时代。

我国为应对全球金融危机的冲击,推出了4万亿元的投资计划,着力通过提振内需来保持经济稳定运行。同时,我国金融监管当局注重加强对金融体系系统性风险的防范,通过建立动态资本补充机制、动态管理信用风险拨备水平、动态调整贷款价值比率(LTV)等手段实施逆周期金融监管,并积极参与后金融危机时期全球金融监管改革合作与协调,出台了《商业银行资本管理办法(试行)》。我国金融体系虽然在此次金融危机中整体保持了经营的稳健性,但是,随着金融市场的进一步对外开放,我国将更加紧密地融入全球金融体系,因而有必要进一步加强与各国及国际组

织在金融监管事务中的合作与协调,积极跟踪国际金融监管改革的新动向,完善逆周期金融监管工具与指标,以应对全球金融一体化对我国金融体系带来的冲击,进一步增强我国金融体系的稳健性,进而保持我国经济稳定发展。从全球来看,逆周期金融监管机制仍然处于探索阶段,加强对宏观审慎监管的理论研究,进一步完善逆周期金融监管体系,对于增强金融体系稳健性、防范金融体系系统风险具有重要意义。

由周晖主编的《我国逆周期金融监管机制》丛书以金融危机时期全球金融监管改革为大背景,从商业银行、证券、保险和基金几个方面,分别研究金融体系的顺周期性、风险预警机制以及逆周期监管机制与体制。本丛书包括刘灿辉博士的《我国商业银行逆周期金融监管研究》、袁闯博士的《中国证券行业宏观审慎监管研究》、黄溪博士的《保险公司与基金公司逆周期监管机制研究》和陈敏娟博士的《中国金融系统性风险及其宏观审慎监管研究》四部专著。

刘灿辉博士的著作着重研究商业银行体系的顺周期性及预警、逆周期调节。作者首先从资本监管、贷款损失计提和公允价值会计计量三个角度分别对商业银行的顺周期性进行分析和判断。作者利用基于因子分析法的有序多分类 Logistic 模型对《巴塞尔协议 II》的顺周期效应进行测度,并对国外银行顺周期效应的输出端缓释机制进行分析和研究;选用产出缺口(GAP)作为代表经济周期的指标,验证了缓冲资本的顺周期效应;从经济理论角度和技术方法角度分别阐述了贷款损失准备的顺周期效应;同时,公允价值会计准则在市场流动性匮乏时期计量失效,这会通过会计加速器效应放大经济体系中的顺周期性。针对上述引起银行顺周期性的三个因素,作者分别给出了可行的调节措施。在金融体系风险预警方面,作者创新性地引进 ARIMA 模型,并将 ARIMA 模型和 MS—VAR 模型结合,从而真正做到了提前半年时间对即将发生的危机发出警告的预警作用。

袁闯博士的著作着重研究证券行业的宏观审慎监管问题。作者以我国 45 家证券公司为样本,建立的面板数据模型进行的回归分析表明,我国证券公司净资本比率存在明显的顺周期性。证券公司的自营、经纪、资产管理等业务也存在顺周期性特征,而公允价值会计计量方法以及外部信用评级则加剧了证券公司的顺周期性。同时,运用 Copula 函数对我国 8 家主要上市证券公司股价收益率进行的相关性分析发现,我国证券公司之间存在明显的风险传染性。作者借鉴《巴塞尔协议 III》提出的宏观审慎监

管有关措施,提出了我国证券行业宏观监管的对策,即构建统一的宏观审慎金融监管机构;通过实施逆周期净资本监管机制、动态调整风险资本准备、实行动态杠杆率、建立证券市场稳定基金、改革公允价值会计准则、加强对信用评级机构的监管等措施,缓解证券行业的顺周期性;通过加强对重点机构的监管、加强证券行业危机预警与压力测试、健全投资者保护机制等措施防范证券行业风险传染与扩散。

黄溪博士的著作着重研究保险及基金行业的逆周期监管。作者选取中国 17 家保险公司 2003—2009 年年度数据作为分析样本,利用面板数据模型进行实证分析,发现保险公司的顺周期效应显著;选取 2003 年 1 月 2 日至 2011 年 10 月 28 日的中证基金指数进行实证分析,研究表明,我国开放式基金风险值的顺周期性明显。作者通过二级市场的保险指数与中证基金指数构建预警模型,对保险公司与基金公司的系统性风险进行有效预警。在此基础上,作者在保险公司与基金公司的逆周期监管中引入全面风险管理,通过“内”(全面风险管理)和“外”(逆周期监管及宏观审慎监管)相互合作,对保险公司与基金公司所面临的风险进行全面管理,进而减弱对金融体系整体产生的“正反馈”效应,降低金融体系系统性风险爆发的可能性。

陈敏娟博士的著作着重研究中国金融系统性风险的宏观审慎监管问题。作者在中国金融系统性风险传染的理论基础上,以中国银行业为例,对其进行传染机制的实证分析,采用 VEC 模型,对中国 16 家主要银行进行风险传染研究,研究发现,短期内金融市场的冲击对实体经济影响大,长期内影响比较微弱,然而实体经济冲击对整个金融体系的影响大且持久。同时,作者采运用基于微观层面的矩阵法和基于宏观层面的宏观压力测试法,分别对中国金融体系的系统性金融风险进行测量。通过矩阵法的分析,指出应重点关注系统性重要银行,提高核心资本等重要微观指标,重视银行间市场整体的宏观审慎监管;通过宏观压力测试法的分析,提出应构建良好的金融生态环境,把国民生产总值和通货膨胀等宏观指标纳入宏观审慎的监管范围。最后,作者从系统性风险的识别、运用遏制系统性风险的宏观审慎工具和宏观审慎监管的相关制度安排这三大关键因素出发,提出了构建中国宏观审慎监管框架的建议。

完善金融体系宏观审慎监管机制,防范金融体系的系统性风险,对于金融市场加速与国际接轨的我国来说,具有重要的理论与现实意义。同

时，宏观审慎监管是一个系统性工程，也是目前全球金融监管改革的主要着力点，相关理论研究以及工具与机制尚处于不断完善和发展之中。出版本丛书的目的在于为完善我国金融宏观审慎监管体系抛砖引玉。但是，由于作者的水平有限，书中不足之处，在所难免，恳请各界专家学者不吝批评指正。

周 晖

2014 年 5 月

摘 要

由于金融业在国民经济的核心地位，金融风险成为一个亘古常新的话题，亘古是因为从金融业诞生开始，风险就一直跟随；而常新则是因为随着金融环境不断变迁，诱发风险因素变化莫测，风险特征随时而异，风险作用机制琢磨不定，故而对金融风险研究也就成为连续不断的课题。过去三十年，整个金融业经历了前所未有的发展和变化：金融资源整合速度加快，创新金融产品层出不穷，金融深化不断提高。这些变化使得金融行业的动荡性大大加剧，系统性风险大大加强，世界范围的金融危机也因此层出不穷，而且一次比一次惨烈。

世界各国金融业及其监管当局对金融系统性风险的重视程度与日俱增，G20 及巴塞尔委员会制定了《巴塞尔协议》。而本轮滥觞于美国的危机席卷全球，其速度之快、危害之大、持续性之强令人咋舌。更令人惊奇的是，为什么华尔街的金融精英们在千辛万苦设计出来的复杂金融衍生品最后砸了自己的脚？为什么在危机之前号称金融监管系统最为严谨的美国没有丝毫察觉？本轮危机过程中的风险与以往危机有什么区别，已有的监管体制为何不能维护金融体系的安全，是否忽略了某些重要的风险因素，这些问题都值得我们深思。因此回顾系统性风险与审慎监管的理论，分析中国系统性风险的生成机理和传染机制并对其进行测度，以建立更为有效的防范中国金融系统风险的审慎监管成为有益的理论 and 实践问题。本书主要内容共分为六大部分：

系统性风险与宏观审慎监管的一般理论研究。首先，基于金融理论的视角介绍系统性风险的生成，包括银行挤兑理论、信息不对称理论、资产价格波动理论、负债—通缩理论；其次，在金融一般风险的基础上，分析系统性风险的比较特征，提出现代金融系统性风险的二维特征；最后，阐述金融监管理论的演变，分析和辨别“金融机构微观稳定是防范系统性风险的关键”、“金融体系宏观稳定是防范系统性风险的关键”两个观点，

介绍宏观审慎监管的最新理论进展情况。

中国金融系统性风险生成机理研究。从中国金融系统性风险的现状出发,分析中国金融系统性风险生成的一般基础,着重基于软预算约束的视角探讨中国特殊国情下的金融业系统性风险生成的制度性根源:金融资源和金融控制的过度集中;政府主导型经济及激励机制下的地方政府投资冲动;国有企业的政策性负担;中国企业“二高一低”的特点等。

中国金融系统性风险的传染性机制研究。在中国金融系统性风险传染的理论基础上,以中国银行业为例并对其进行传染机制的实证分析,采用VEC模型对中国16家主要银行进行风险传染研究,得出以下结论:一是中国的实体经济与金融市场,及金融系统中的各部门间存在互动的长期均衡关系。二是短期内金融市场的冲击对实体经济影响大,但是长期内影响虽然依然存在,可是比较微弱,然而实体经济冲击对整个金融体系的影响却大而持久。三是实体经济对汇率和资本市场等金融市场不仅冲击响应大而且持续时间长,丝毫没有随着时间的推移而减少冲击的迹象,这也充分说明中国金融市场的发展是以实体经济为基础的。四是实体经济与银行贷款余额的拟合度较高,说明银行的放贷情况与经济增长息息相关;而外汇市场和资本市场的拟合度比较低,表示包括实体部门在内的其他部门的变化对外汇市场和资本市场影响较小,这在一定程度上说明:中国资本市场特别是证券市场不是强有力的市场,还不完全全是中国经济晴雨表,其发展还有待进一步地提高;中国外汇市场国际化水平低等。

对中国银行业体系的系统性金融风险测量。本书主要采用矩阵法和宏观压力测试两种方法。两种方法有所差异,其中一个基于微观层面,而另一个基于宏观层面,最后得到的结论有所区别:运用矩阵法所测量的中国银行体系系统性和传染效应并不大;运用宏观压力测试法得出国内生产总值、消费者价格指数和名义流动贷款利率对银行体系贷款违约率影响显著的结论。具体而言,通过矩阵法分析可以得出三个结论:在单个银行引发的传染中,只有中国银行具有传染效应;从中国银行的传染发生过程看,银行是否受传染主要取决于核心资本和偿还力的大小;风险传染效应仅局限在第一轮,没有出现第二轮倒闭的现象。通过矩阵法的分析,提出重点关注系统性重要银行、提高核心资本等重要微观指标、重视银行间市场整体的宏观审慎监管等政策建议。宏观压力测试法发现:国内生产总值、通货膨胀率和实际贷款利率对银行体系贷款违约率的影响是显著的,

特别是 GDP、CPI 指标,对银行体系的冲击力非常强;在 CPI 上升的压力情境下的贷款违约率的增长幅度要高于 GDP 下降压力情境下的增长幅度。通过宏观压力测试法的分析,提出构建良好的金融生态环境、把国民生产总值和通货膨胀等宏观指标纳入宏观审慎的监管范围的政策建议。

金融系统性风险监管的国际经验。此部分以美国、英国等发达国家的金融系统性风险监管改革为对象,分析国外金融监管改革的特点和经验,借鉴国际上公认的监管准则《巴塞尔协议》,为中国系统性风险的防范和宏观审慎监管框架的构建提供参考。危机后,美国采取设立独立消费者保护机构、扩大美联储监管权限、对金融市场实施全面监管等措施加强监管。英国按照不同监管目标(如审慎目标和消费者保护目标)来相应设立监管机构和划分监管权限,建立了类似于澳大利亚“双峰”的监管模式。欧盟精简监管体系,新设欧洲系统风险委员会并提升了金融业务监管部门的地位。而为填补《巴塞尔协议Ⅱ》的监管漏洞,重新思考的《巴塞尔协议Ⅲ》提出了提高资本充足率、引入杠杆率指标、降低监管“亲周期性”等多种宏观审慎监管工具和措施。

中国宏观审慎监管框架的建立。围绕系统性风险的识别、运用遏制系统性风险的宏观审慎工具、宏观审慎监管的相关制度安排这三个构建宏观审慎监管框架的关键因素提出建议。在系统性风险识别上,应加强研究适合中国国情的、前瞻性的系统性风险识别,做好数据的搜集积累等基础性工作,审慎把握、及时识别系统性触发信号。在宏观审慎监管工具上,运用留存资本缓冲、逆周期资本缓冲、动态杠杆率、动态拨备制度等多种纵向维度监管工具,增加额外资本要求、建立金融机构保险制度等横向维度监管工具。在宏观审慎监管的相关制度安排上,确立央行为主导的宏观审慎监管框架,强化不同监管主体的联动机制,选择灵活高效的决策与实施程序。

关键词:系统性风险 传染机制 微观审慎监管 宏观审慎监管

目 录

导论	1
一 选题背景和意义	1
二 国内外研究现状及其评价	1
三 研究内容	14
四 创新与不足	16
第一章 系统性风险与宏观审慎监管的一般理论	17
第一节 系统性风险的生成——基于金融理论视角	17
一 银行挤兑理论	17
二 信息不对称理论	19
三 资产价格波动理论	22
四 金融脆弱性理论	23
第二节 系统性风险的特征	25
一 系统性风险的比较特征	25
二 现代系统性风险的二维特征	28
第三节 系统性风险的监管——从金融理论视角	31
一 金融监管理论的演变	31
二 系统性风险监管的两个相反观点	34
三 关于宏观审慎监管的理论	37
第二章 中国金融系统性风险生成机理研究	42
第一节 中国金融系统性风险现状	42
第二节 中国金融系统性风险生成的一般基础	46
第三节 中国金融业系统性风险生成的制度根源	

——基于软预算约束视角	49
一 金融业预算软约束在中国的证据及制度根源	50
二 预算软约束与金融系统性风险的生成机制	53
三 预算软约束下的中国金融业的风险承担机制	56
第三章 中国金融系统性风险的传染机制研究	58
第一节 中国金融系统性风险传染特征的理论分析	58
一 金融系统性风险传染机制的分析框架	58
二 中国金融系统性风险传染路径	61
三 传导强度与传导效应	63
第二节 中国金融系统性风险传染机制的实证分析	
——以中国银行业为例	64
一 模型的基础理论	64
二 参变量的选取及数据说明	65
三 变量的相关性检验	65
四 向量误差修正模型 (VEC) 估计	73
五 结论	74
第四章 中国金融体系系统性风险的测评	76
第一节 基于矩阵法的测量	76
一 矩阵法的理论原理	78
二 样本选择和数据处理	80
三 系统性风险的传染估计与结论	82
四 相关政策建议	84
第二节 基于宏观压力测试的测度	85
一 模型构建	86
二 相关数据的选择及处理	87
三 模型的估计	88
四 宏观压力情境的设定	89
五 宏观压力测试的执行及其结果分析	91
六 结论及政策建议	92

第五章 金融系统性风险监管的国际经验	94
第一节 西方各国金融系统性风险监管改革述评	94
一 危机后的美国监管改革述评	94
二 危机后的英国监管改革述评	100
三 危机之后的欧盟金融监管改革述评	105
第二节 《巴塞尔协议Ⅲ》增强金融体系稳健性	106
一 《巴塞尔协议Ⅱ》的尚待修缮之处	107
二 因时而行的《巴塞尔协议Ⅲ》	108
三 《巴塞尔协议Ⅲ》简评	110
第六章 中国宏观审慎监管框架的构建	112
第一节 系统性风险识别	112
一 系统性风险的主要识别方法	112
二 中国系统性风险识别及评估体系的建议	114
第二节 宏观审慎监管工具	115
一 纵向维度监管工具	115
二 横向维度监管工具	118
三 中国宏观审慎监管政策工具的运用	120
第三节 宏观审慎监管的相关制度安排	121
一 确立央行为主导的宏观审慎监管框架	121
二 强化不同监管主体的联动机制	122
三 选择灵活高效的决策与实施程序	124
结论与展望	126
一 结论	126
二 展望	128
参考文献	129
后记	142

导 论

一 选题背景和意义

众所周知，金融系统性风险具有极强的不透明性、隐蔽性、长期性和放射性，使得其一旦爆发，将对既有的金融体系和经济实体产生巨大伤害，影响社会稳定和谐。而通常的风险管理手段并不能消除系统性风险，仅仅能防止其积累和爆发，不能从根本上予以消除。在一定时间内，如果系统性风险得不到释放或者减弱，不及时制止则会扩散开去，并危及整个金融系统。

2008 年的美国金融危机深刻提醒了大家，太过专注微观审慎监管只会使得监管当局和研究者的眼光变得狭隘，难以分辨金融系统性风险的本质，无法准确测量其风险程度和冲击的破坏性，更不知该采取何种措施来防范风险。而中国的《金融业发展和改革“十二五”规划》也提出，“系统性风险防范预警体系、评估体系和处置机制进一步健全，存款保险机制等金融安全网制度基本建立”。由此说明，国际和国内对系统性风险的高度重视程度。

近几年来，从金融宏观审慎监管的角度来对症研究金融系统性风险，在学术界还是比较热门和有意义的课题。本书试图在金融系统性风险的影响因素、金融风险测评的基础上，构建基于中国国情的宏观审慎监管框架，从而有效防范金融系统性风险。

二 国内外研究现状及其评价

（一）系统性金融风险有关研究

1. 系统性风险的定义

虽然金融系统性风险的概念很早就被学者们提出来，但是，在很长一段时间内，这个概念并没有被拓展和深入，仅是区别了单体风险的笼统概念，而近年来危机的发生无形中给予其更为确切的含义和崭新的切入点。

美联储认为，系统性风险是由于单个金融机构不能偿还到期债务，导

致该金融机构的债权人同样无法偿还其他金融机构的债务，在一轮轮的扩散后，整个金融机构进而实体经济都会产生支付困难。

十国集团（G10）认为，系统性风险是指因金融系统性重要机构在受到信心或经济价值的损害以后，对实体经济造成负面影响的（Sylvester, 2001）^①。

国际货币基金组织（IMF）和国际清算银行（BIS）认为，系统性风险是这样一种风险：在金融体系大面积受到损害以后，引起大范围内的金融功能及金融服务中断带来的实体经济的严重影响（BIS, 2008；IMF, 2009）^{②③}。

哈特和津盖尔斯（Hart and Zingales, 2009）^④则认为，系统性风险是指一家机构的倒闭引起系统内其他机构的倒闭并对实体经济产生影响的风险。

整体而言，以美联储主席伯南克（Bernanke, 2009）为代表的学者^⑤强调系统性金融风险危害范围之大，足以威胁整个金融体系以及宏观经济；以考夫曼（Kaufman）为代表的学者，则侧重风险的传染属性，强调单个事件或机构通过市场网络引起多米诺骨牌效应，从而导致损失扩散的可能性。以上可以看出国外学者主要侧重于单个金融机构倒闭所带来的扩散效应，及由此引起的金融功能的丧失对整个经济体造成的危害。

中国国内学者通常更多地强调引起系统性风险的金融活动主体本身的不可控制因素，使得市场上的金融机构面临风险，所提及的更多源于宏观层面因素。如王大威认为系统性金融风险是由于单一金融机构出现支付困难、违约，甚至破产清算或可能引发危机的金融事件爆发从而传播至其他机构甚至不相干的第三方机构，或风险不断聚集，或在迅速扩散后导致风险爆发引起全国甚至全球范围内的经济危机的风险^⑥。

① Sylvester C. W. Eijffinger, *The Political Economy of Central - bank Independence*, New Jersey: Princeton University Press, 1996, p. 5.

② Bank for International Settlements, *78th BIS Annual Report*, June 2008.

③ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, October 2009.

④ Hart, O., Zingales, L., "A New Capital Regulation for Large Financial Institutions", *American Law and Economics Review*, Vol. 13, No. 2, September 2011, pp. 453 - 490.

⑤ Bernanke, B., *Financial Reform to Address Systemic Risk*, Council on Foreign Relations, Washington, DC March, 2009 - gees. org.

⑥ 王大威：《系统性风险传导、监管与防范研究》，博士学位论文，中国社会科学院研究院，2012年，第28页。

国内外学者对金融系统性风险的定义强调以下内容：系统性风险的对象是整个金融体系全部或重要组成部分，而不再是以往的单个金融机构；意识到了系统性风险的溢出效应，把风险置身于整个经济系统中加以考虑，强调金融系统性风险对实体经济的极大冲击。当然，不同学者所定义体现出来的侧重点有所区别，有些学者强调单个金融机构或者单个事件冲击所带来的风险传染和扩张，有些学者则更多强调风险造成的影响，而对风险的来源却较为忽略。

2. 关于系统性金融风险形成机制的研究

(1) 顺周期视角下的系统性金融风险形成机制

在全球经济动荡中，当面临相似的风险时，金融机构和非金融机构所表现出来的行为非常类似。这些行为主要表现为顺周期性机制对系统性金融风险的正反馈环上，主要体现在以下几个方面：

其一，经济发展时期与行政干预可能出现不相协调或顺周期。对于政府的干预，一直以来都是争论的焦点，普遍的经济学观点认为只有在市场失灵的情形下，政府进行干预是有效的，否则，市场自行进行资源配置更加合理可行。政府的行政作用在不同经济环境中，所需作用的范围、功能、力度等是不一样的。在不完善或者说不完全的市场经济体系中，市场失灵大多是因为不具备完善的制度体系引起的。此时，当系统性金融风险出现时，政府出手对自身不能调节的经济体进行干预是有必要的。然而，如果政府对金融的干预措施不恰当，或者说与金融体系的需求不匹配，行政干预程度过深或者干预过宽，致使出现偏颇，或与经济发展所处阶段的提升步调不一致，那么就很有可能会进一步助长现有的金融风险，加大现有的资产泡沫，加速金融危机的爆发。

其二，对于金融风险的存在，金融监管呈现出顺周期性。对于系统性金融风险的存在，政府行政干预显示出较强的主观作用，金融监管是抑制金融风险的较为普遍和有效的途径，然而金融监管滞后性的天性也会使之呈现出顺周期性。表现在：一是金融发展阶段与金融监管模式不协调。从近期的金融危机来看，在危机之前往往监管比较松，如东南亚金融危机，就是因为监管的速度跟不上金融发展的阶段。二是与金融相关的体系和制度等与金融发展所处阶段不适应。为了获取及时、准确的信息，保障金融体系的良好发展和有效运行，需要与之配套的法律法规、财务、会计、审计、信息披露等制度。多次金融危机表明，危机前的各国对会计框架和信

息披露等制度不重视。

其三，利率市场化与金融发展所处阶段不适应。对于很多国家来说，已经或者正在实现金融自由化的浪潮，但是利率却没有市场化。利率不能市场化意味着利率不能真实地反映资产价格，在金融自由化的背景下，容易导致金融市场的系统性风险。

其四，汇率制度的选择与宏观经济条件下和宏观经济环境下的变化不协调。关于执行固定汇率制还是浮动汇率制，才能有效抑制金融系统性风险的争论从来没停息过。可是众所周知，选择何种汇率制度主要看宏观经济条件的变化。汇率制度的选择对于金融系统的稳定尤其重要，如果选择失误，将会加大金融风险的不稳定性，损害国家的贸易基础条件和外汇储备。值得研究者特别注意的是汇率政策的适用性和调整性。如果一个国家的汇率制度比较死板，当出现紧急情况的时候，没有办法及时按照国内外环境的变化而随之调整，很有可能出现本币被高估的情况，从而将严重威胁外汇储备乃至整个金融系统构成的稳定，在亚洲金融危机中已经得到验证。

(2) 其他视角下的金融系统性风险形成机制

有不少人认为，信息不对称是金融系统性风险形成的一个重要原因，因为信息不对称产生逆向选择和道德风险，同时也会由此带来挤兑风险。美国堪萨斯州联储银行行长托马斯·霍因认为美国次贷危机发生的主要原因，是过去 20 年里金融发展和创新所带来的一直恶化的信息不对称问题（Hoeing, 2008）。在美国次贷危机中，由于信息不对称，很多金融机构高层管理人只顾冒险追求利润，却完全忽略了其委托人股东和存款人的权益。许多金融机构的内控机制没有发挥制约作用，导致公司治理失灵，加剧了风险。此外，公司高层的薪酬机制也拉伸了代理人的短期冒险行为（De Larosière Group, 2009）^①。

也有观点认为，金融活动的产生是社会分工不断细化的结果，由于金融活动的本质是交易，而交易活动不可避免会产生一方不能履约的情形，因此，金融风险的存在具有或然性。张晓朴（2010）^② 将系统性金融风险的来源和成因归纳为金融机构本身所固有的脆弱性、金融市场的不完全

^① De Larosière, J., *The High - Level Group on Financial Supervision in the EU: Report*, European Commission, 2009.

^② 张晓朴：《系统性金融风险研究：演进、成因与监管》，《国际金融研究》2010 年第 7 期。