



国家社会科学/自然科学基金项目丛书

# 资产价格波动与 金融脆弱性互动机制研究

—— 基于宏观资金环流的分析视角

A Study of the Interaction Mechanism on Asset Prices Fluctuation and  
Financial Fragility—from the Perspective of Money Circulation

马亚明 著

 中国金融出版社



国家社会科学/自然科学基金项目丛书  
国家社会科学基金一般项目(11BJY140)资助

# 资产价格波动与 金融脆弱性互动机制研究

——基于宏观资金环流的分析视角

A Study of the Interaction Mechanism on Asset Prices Fluctuation and  
Financial Fragility—from the Perspective of Money Circulation

马亚明 著

 中国金融出版社

责任编辑：张 超 单翠霞

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

## 图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格波动与金融脆弱性互动机制研究——基于宏观资金环流的分析视角 (Zichan Jiage Bodong yu Jinrong Cuiruoxing Hudong Jizhi Yanjiu: Jiyu Hongguan Zijin Huanliu de Fenxi Shijiao) / 马亚明著. —北京: 中国金融出版社, 2015. 6

(国家社会科学、自然科学基金项目丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7958 - 2

I. ①资… II. ①马… III. ①资本市场—经济波动—影响—金融市场—研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 124908 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>  
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

装订 平阳装订厂

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 12.5

字数 223 千

版次 2015 年 6 月第 1 版

印次 2015 年 6 月第 1 次印刷

定价 29.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7958 - 2/F. 7518

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

编辑部邮箱: [jiaocaiyibu@126.com](mailto:jiaocaiyibu@126.com)

# 前 言

从国际经验和历史事件看，1630年荷兰的“郁金香泡沫”、1719年法国的密西西比股市泡沫、1720年英国的南海泡沫、1929年美国大萧条的股市崩溃、20世纪80年代日本经济泡沫破裂、1994年的墨西哥金融危机、1997年的东南亚金融危机、2008年由次贷危机引致的美国金融危机等，这些金融危机发生的导火线与表现形式不尽相同，但一个共同特征是，都伴随着资产价格的剧烈波动。如在2008年美国金融危机期间，三大股指道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数和标准普尔指数最大跌幅分别达到了53.54%、55.63%和56.68%，都超过了50%。由于全球资本市场的发展和资产存量的快速增长，其对宏观经济的影响不断强化，资产市场的价格波动对整个金融体系乃至宏观经济产生了明显的波及效应。美联储前主席伯南克就曾提到“过去二十年，世界中央银行皆大体成功地控制了通货膨胀。……未来中央银行家的主要战斗将在另外的战场。有一个重要现象已经引起决策者的高度重视，那就是金融体系不稳定显著增加，其中的重要环节就是资产价格的剧烈波动”。

在探讨资产价格波动对金融稳定与金融脆弱性的影响时，以下几个经济现象尤其值得关注：（1）20世纪80年代以来，许多西方国家出现“现代市场经济之谜”，货币供应量增加，实体经济没有增长，且通货膨胀得到了有效控制，甚至出现持续性的通货紧缩，但与此同时资产价格却不断膨胀，即出现低通胀与资产价格迅速上升共同存在的经济现象。（2）2009年，在我国实体经济尚未完全恢复（2009年GDP增长率为9.2%，出口下降了16%）的情况下，资产价格却出现了大幅上扬，上证综合指数从年初的1820点上涨到3478点，涨幅达到91%，2014年下半年这一现象再次出现。相反，2010年我国经济增长较为强劲，GDP增长世界第一，但股市（沪指）跌幅世界第一。“股市是国民经济的晴雨表”这一教科书上的规律显然失灵。（3）2009年以来，我国大蒜、绿豆、玉米等农产品价格大幅上涨，先后出现“蒜你狠”“豆你玩”“姜你军”“糖高宗”“油你涨”等现象。（4）2011年，浙江温州，广东东莞，佛山，江苏镇江，甚至内蒙古的鄂尔多斯，均掀起一股民营企业老板“跑路”和企业倒闭的风潮，2012年下半年，这一风潮又席卷了陕西的神木县，而且大有愈演愈烈之势。（5）截至2014年末我国 $M_2/GDP$ 的比值达到1.93，远超美国、印度、巴西、俄罗斯等国家，说明我国存在严重货币超发，与此同时在2013年6月、12月，我国银行出现了“钱荒”现象，并导致短期利率的大幅上升。

一方面我国存在货币超发，另一方面又出现“钱荒”，那么钱到哪儿去了？

这五个经济现象从表面上看毫不相干，但深入分析，不难发现，这些现象发生的深层原因都是货币资金的流动所致，特别是资金在实体经济与虚拟经济之间的流动。现代货币经济体系是一个有机的整体，各个部门之间相互联系和彼此作用，而将它们串联起来的，正是货币资金不停息地居间流动。传统的货币经济学理论是从货币供给流入实体经济的角度来分析其影响的。但是，货币资金的流动实际上包含实际产业循环和金融循环两个过程。实际产业循环反映伴随着收入分配及消费、储蓄和投资过程而发生的资金活动，金融循环反映为调剂资金余缺使用各类金融工具进行金融交易而产生的资金运动。如果考虑金融市场，费雪方程式可以表示为： $MV = PQ + P^*Q^*$ ，其中  $P^*$  表示资产的价格水平， $Q^*$  表示资产的数量。由此可见，货币的供应量不仅流向产品市场，还有一部分流向了金融市场，货币供给、实体经济（以产品市场为代表）、虚拟经济（以金融市场为代表）之间形成了一个相互制约、相互关联的整体。当新增货币供应量直接流入虚拟经济，而没有影响实体经济，物价水平就会不升反降，金融资产价格则上升，这就是所谓的“现代市场经济之谜”。农产品价格的上涨也是金融资本投机的结果，而不是实体经济运行在物价层面的反映。大量的“脱实向虚”的“金融窖藏”和境外“热钱”的涌入是加速资产价格上涨、促使资产泡沫形成，从而加剧金融脆弱性的原动力。正是基于这一初步的判断，本课题从货币循环流动的视角探讨资产价格波动与金融脆弱性的相互作用机理，采取理论建模、实证研究和对策建议相结合的研究范式。货币循环流动为贯穿整个课题的主线。第二章构建了课题的总体分析框架——货币循环模型。第三章侧重分析“热钱”这一货币循环的重要要素对资产价格与金融脆弱性的影响。第四章从货币循环流动的视角重新审视资产泡沫、银行信贷与金融稳定的关系，探究资产价格对宏观经济造成重大影响的深层原因。第五章以货币循环为依托，构建货币量值模型，分析资产价格波动冲击下宏观经济金融系统稳态的阶段性特征与动态演化机制。第六章以银行为例，对资产波动对金融脆弱性的影响进行实证分析。第七章，在全文分析的基础上，得出资产价格波动是影响金融稳定与脆弱性的重要因素，因而货币政策不能忽视资产价格的波动，进而建立 DSGE 模型与 IS - Philips 模型，探讨货币政策的工具规则与目标规则选择问题。第八章为全课题的总结与政策建议。本书的主要结论有：（1）货币循环流动是影响资产价格波动与金融脆弱性的重要因素；（2）热钱流动已成为影响资产价格波动与金融稳定的重要因素；（3）银行信贷是货币资金从实体经济“漏”进虚拟经济的重要渠道，大量银行信贷的“脱实向虚”助长了产业的“空心化”，加剧了金融体系的脆弱性；（4）资产价格的大幅波

动使宏观经济金融系统偏离稳态；(5) 资产价格波动对我国银行脆弱性有显著的影响；(6) 通货膨胀目标制不是现阶段我国货币政策目标制的最佳选择，在货币政策的工具规则方面，我国应选择前瞻型的利率和货币供应量混合的混合规则。

我本科、硕士就读于华中师范大学数学系，对教育事业有一种难舍的情结。2001 年在南开大学国际经济研究所获得博士学位后，在中国保险业和信托业浸淫多年，2005 年又回到了宁静的校园——天津财经大学，开始从事资产价格与货币政策理论方面的研究，2011 年申请了国家社会科学基金一般项目“资产价格波动与金融脆弱性的互动机制研究——基于宏观资金环流的分析视角”(11BJY140)，本书是该课题的最终研究成果之一。我的同事温博慧副教授，我的博士研究生刘翠和硕士研究生邵士妍、宋婷婷、赵慧、刘龙等参与了课题资料的收集和部分章节的撰写，感谢他们的辛勤付出。在本书的撰写过程中，参考并引用了国内外诸多学者的成果，在此表示诚挚的感谢！感谢天津财经大学副校长高正平教授、天津财经大学副校长王爱俭教授长期的支持与帮助。感谢项目结项时匿名外审专家所提的宝贵建议。由于学识水平有限，书中难免有错误和疏漏之处，在研究逻辑和理论分析体系严谨性与合理性方面还存在一定的缺陷，恳请各位专家、读者批评指正。

马亚明  
2015 年 1 月于天财园

# 目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景与选题的意义	1
1.2 研究对象及有关概念的界定	4
1.2.1 资产及资产价格	4
1.2.2 金融脆弱性	5
1.2.3 金融稳定与金融不稳定	6
1.3 文献综述	7
1.3.1 金融脆弱性的成因	7
1.3.2 资产价格波动与金融脆弱性	11
1.4 研究思路与主要内容	19
1.5 研究方法与创新之处	21
第 2 章 资金循环流动与资产价格波动	24
2.1 资产价格波动的动因分析	25
2.2 实体经济货币循环与金融窖藏	27
2.2.1 实体经济货币循环	27
2.2.2 金融窖藏	28
2.2.3 金融投资对实体经济的挤出与替代效应	29
2.3 资金循环流动的三部门模型	32
2.4 资金循环流动的五部门模型	34
2.5 货币循环流动对我国股市价格波动影响的实证分析	36
2.5.1 实证模型的选择与说明	36
2.5.2 变量数据的选取与说明	37
2.5.3 基于货币循环流动的股价波动实证分析	38
2.6 货币循环流动对我国房市价格波动影响的实证分析	46
2.6.1 模型中变量数据的选取与说明	46
2.6.2 基于货币循环流动的房价波动实证分析	46
2.7 本章小结	54

<b>第3章 热钱流动、资产价格波动与金融脆弱性</b> .....	56
3.1 引言 .....	56
3.2 文献回顾 .....	58
3.3 热钱流入我国的动因与途径 .....	59
3.4 热钱流动对资产价格与金融脆弱性的影响机理分析 .....	61
3.5 热钱对我国资产价格影响——基于SVAR模型的实证分析 .....	64
3.5.1 热钱的估计 .....	64
3.5.2 指标选择与理论分析 .....	65
3.5.3 实证检验 .....	66
3.6 结论与政策建议 .....	71
<b>第4章 资产价格波动与金融稳定：银行信贷视角的再思考</b> .....	73
4.1 资产价格波动、银行信贷与金融稳定 .....	74
4.1.1 资产价格波动影响金融稳定的途径和渠道 .....	74
4.1.2 资产价格和银行信贷相互影响机制的理论分析和假设 .....	75
4.1.3 资产价格和银行信贷关联性的实证分析 .....	77
4.2 银行信贷与货币循环流动 .....	82
4.2.1 信贷资金进入股市、房市的途径 .....	82
4.2.2 银行信贷与产业“空心化” .....	85
4.2.3 资产价格、银行信贷与产业“空心化”之间的传导机制 .....	86
<b>第5章 资产价格波动与宏观经济金融系统的稳定性——基于成本收益核算下货币量值模型的分析</b> .....	89
5.1 引言 .....	89
5.2 相关文献回顾 .....	90
5.3 模型设定与求解 .....	93
5.4 不同资产价格波动冲击下系统稳态性质的变化 .....	99
5.5 基于中国数据的模型验证与仿真分析 .....	103
5.6 结论和政策启示 .....	111
<b>第6章 资产价格波动与银行脆弱性——基于我国数据的实证分析</b> .....	113
6.1 资产价格波动对银行脆弱性的影响机制 .....	113
6.1.1 资产价格上涨与银行经营 .....	113



---

6.1.2 资产价格下跌与银行经营 .....	114
6.2 资产价格波动对银行脆弱性的影响途径 .....	115
6.2.1 股票市场价格波动对银行脆弱性影响的主要途径 .....	115
6.2.2 金融板块价格波动对银行脆弱性影响的主要途径 .....	117
6.2.3 房地产价格波动对银行脆弱性影响的主要途径 .....	118
6.3 资产价格波动对银行脆弱性影响的实证分析 .....	121
6.3.1 样本指标的选取及数据说明 .....	121
6.3.2 银行脆弱性的综合测度 .....	123
6.3.3 实证分析 .....	125
<b>第7章 房地产价格波动与货币政策 .....</b>	<b>139</b>
7.1 房地产价格波动与货币政策工具规则的选择 .....	139
7.1.1 引入房地产的 DSGE 模型构建 .....	141
7.1.2 模型参数校准与估计 .....	147
7.1.3 模型结果分析 .....	150
7.1.4 本节小结 .....	158
7.2 房地产价格波动与货币政策目标规则的选择 .....	159
7.2.1 引入房地产价格波动的货币政策目标制选择 ——理论模型 .....	162
7.2.2 引入房地产价格波动的我国货币政策目标制选择 ——实证分析 .....	165
<b>第8章 研究结论与政策建议 .....</b>	<b>172</b>
8.1 研究结论 .....	172
8.2 政策建议 .....	174
<b>参考文献 .....</b>	<b>178</b>

# 第 1 章

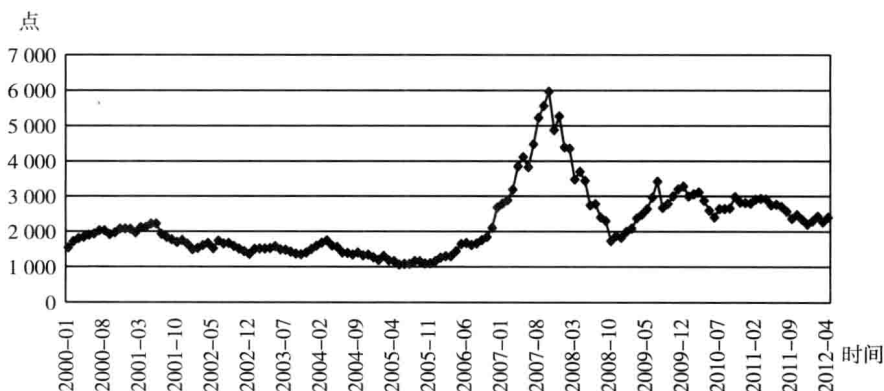
## 导 论

### 1.1 研究背景与选题的意义

20 世纪 80 年代以来,伴随着经济全球化、金融自由化和世界范围内金融体系的演变,快速发展的信息技术和以金融衍生工具为代表的层出不穷的金融创新促进了世界各国的资产市场和金融体系发展的日益深化和广化,金融资产价格客观上已成为影响一国宏观经济运行和金融稳定的重要经济变量。在过去的 30 多年中,一方面,西方发达国家的通货膨胀都得到了有效的控制,以主要 OECD 国家为例,通货膨胀率从 1980 年的 12.4% 下降到 2012 年的 1.9%; 但另一方面,以美日为代表的发达国家的资产价格却在低通胀的环境下出现了更大幅度 and 更频繁的波动。如 20 世纪 80 年代北欧国家(挪威、芬兰、瑞典)资产价格的急剧上升、80 年代后期日本的“泡沫经济”、90 年代美国的网络泡沫以及次贷危机爆发前以美国为代表的资产价格的暴涨都出现在一般价格水平比较稳定的环境中。商品价格与金融资产价格的背离已成为现代经济中的一个重要现象。在低通胀的环境下,金融危机爆发的频率与影响深度却有增无减,这使得理论界和实务界不得不关注资产价格的剧烈波动。

近年来,以股票市场和房地产市场为代表的中国资产市场在快速发展、不断完善的同时,资产价格也表现出大幅波动的特征。在股票市场上,以上证综合指数为例,在 2001 年 6 月以前总体表现为股票价格小幅震荡的持续上升,在 2001 年 6 月 14 日达到阶段性的最高点 2 245 点,随后持续下行至 2005 年的最低点 998 点。此后,股权分置改革迈出了实质性的步伐,沪指从 2005 年 6 月的 998 点上涨至 2007 年 10 月的 6 124 点,大盘在两年多的时间里上涨

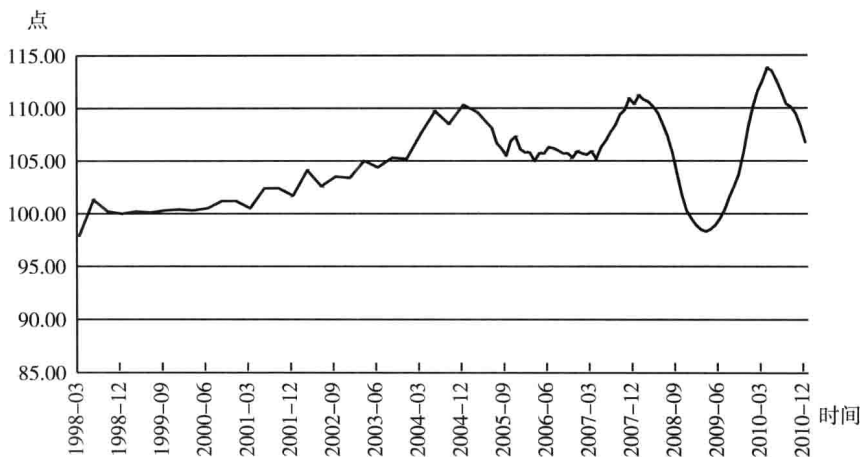
513.5%。随后，指数又开始快速下跌，到2008年10月跌至最低点1664点，一年时间股市缩水72.8%。2009年在4万亿元投资的推动下，也曾达到3478点，但此后又步入震荡下行阶段（见图1-1）。从整体来看，股市的波动远远高于我国宏观经济的波动。



资料来源：Wind 数据库。

图 1-1 上证综合指数的波动 (2000 年 1 月至 2012 年 4 月)

房地产市场上，从1998年结束福利分房，我国房地产市场开始市场化改革以来，短短十几年中，房地产市场得到了快速发展，2012年，我国商品房销售金额达6.4456万亿元。但同时房地产价格也出现了明显的上涨和波动趋势。以国家统计局公布的房地产销售价格指数为例，1998年随后的几年，我国房地产销售价格指数一路持续上涨，直到2004年12月，在房地产泡沫压力之下，国家出台了一些抑制房价过快上涨的调控政策，我国房地产市场出现了一个拐点，使得房价在2005年和2006年得到一定的控制，但在2007年房地产价格又开始迅速上涨，到2008年3月，受美国金融危机及二套房新政、限制投资性住房贷款等一系列房地产调控政策出台的影响，我国房地产价格开始再次下降，出现了第二次拐点，并引起房地产危机的争论和继续下跌的恐慌，于是2008年10月一系列支持房地产行业发展的新政策出台，房地产价格又开始了新一轮的快速上涨，2009年北京房价上涨了80%，上海上涨了113%。当前房地产泡沫和高房价已经成为我国经济中的热点问题和难题。根据中国指数研究院发布的百城房价报告，2013年7月，北京（楼盘）、上海（楼盘）等十大城市住宅均价达到17609元/平方米。进入2014年，关于房地产价格拐点、崩盘、降价论的观点充斥各种媒体，抑制投资投机性需求，促进房地产市场持续健康发展也成为2014年两会的重要讨论话题。



资料来源：Wind 数据库。

图 1-2 房地产销售价格指数的波动

从国际经验和历史事件看，1630 年荷兰的“郁金香泡沫”、1719 年法国的密西西比股市泡沫、1720 年英国的南海泡沫、1929 年美国大萧条的股市崩溃、20 世纪 80 年代日本经济泡沫破裂、1994 年的墨西哥金融危机、1997 年的东南亚金融危机、2008 年由次贷危机引致的美国金融危机等，这些金融危机发生的导火线与表现形式不尽相同，但一个共同特征是，都伴随着资产价格的剧烈波动。如在 2008 年美国金融危机期间，三大股指道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数和标准普尔指数最大跌幅分别达到了 53.54%、55.63% 和 56.68%，都超过了 50%。由于全球资本市场的发展和资产存量的快速增长，其对宏观经济的影响不断强化，资产市场的价格波动对整个金融体系乃至宏观经济产生了明显的波及效应。美联储前主席伯南克就曾提到，“过去二十年，世界中央银行皆大体成功地控制了通货膨胀。……未来中央银行家的主要战斗将在另外的战场。有一个重要现象已经引起决策者的高度重视，那就是金融体系不稳定显著增加，其中的重要环节就是资产价格的剧烈波动”<sup>①</sup>。毫无疑问，资产价格波动尤其是资产价格泡沫的形成、膨胀和破灭正在成为新的宏观经济波动的重要原因，因而各国央行不得不积极研究资产价格变动背后的丰富内涵。为什么金融危机总是与资产价格的剧烈波动相伴而生？货币政策能否忽视资产价格的波动？资产价格波动影响金融脆弱性，进而引致金融不稳定的作用

<sup>①</sup> 转引陈峥嵘等. 股票市场货币政策传导效应研究——来自中国的经验证券 [J]. 科学发展, 2009 (9): 1.

机理是什么？为什么资产价格波动会对宏观经济产生深远甚至毁灭性的影响？金融脆弱性和金融不稳定会对资产价格波动有何影响？2009年，我国在实体经济尚未完全恢复的情况下，为何股票、房地产等资产价格却出现了大幅上涨，其对宏观经济体系带来的隐患是什么？这些正是本课题试图解决的问题。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中就明确指出，未来货币金融稳定框架的设计应以克服资产价格周期为重要指向。本课题从宏观资金环流分析的视角，探讨资产价格波动与金融脆弱性互动机制问题，对我国维护金融体系稳健运行、构建宏观审慎监管框架具有重要的参考价值。

## 1.2 研究对象及有关概念的界定

### 1.2.1 资产及资产价格

资产指的是任何公司、机构和个人拥有的任何具有商业或交换价值的所有权或财产。资产的形式种类多样，包括货币资金、土地、房产、汽车、机械设备、船舶、飞机、贵金属、艺术品、黄金、股票和债券等。但本书关注的主要是股票和房地产这两种类型的资产<sup>①</sup>，其主要原因是：一方面是考虑到数据的可获得性，另一方面，这两项资产是个人持有财产的主要形式。在居民的投资中，股票与房地产投资占据了绝大多数份额，并且这两种资产价格波动幅度最大<sup>②</sup>，容易形成资产泡沫，对宏观经济和金融稳定的影响也是深层次、全方位的。

资产价格是资产转换为货币的比例，即投资者在资产市场上进行资产交易所支付的价格，它是买卖双方依据市场准则进行博弈的结果，是一种客观存在且动态变化的价格。理论上讲，资产价格应当反映其内在价值，即在不确定的未来，通过持有它可以获得相应的回报。股票和房地产<sup>③</sup>能带来红利或租金收入，这是预期收入的关键要素，而其转售价值是另一项要素。但是，如果预期

---

① 当然，第5章也涉及固定资产。

② 根据托宾的观点，货币资金、有价证券和房地产是居民持有的三种主要资产，但由于我国利率和汇率尚未完场市场化，货币资金的价格变化相对较小，因而不在考虑范围之内。

③ 房地产既属于实体经济的范畴，又具有金融资产的属性。房地产的定价方式也具有虚拟经济定价方式的典型特征：价格决定不取决于成本，而是以资本化定价为基础。房价的真实价值应该是租金的贴现。

未来价格会持续上涨，即使预期红利或租金支付不会增加，其当前的价格也会上涨。即仅仅是未来价格上升的预期，导致当前价格的上涨。与一般商品价格相比，股票和房产等资产的价格有三个特性：其一，资产价格是建立在心理预期基础之上的；其二，资产价格的变动使所有拥有该资产的人的财富状况发生变化，从而引发大规模的买卖行为；其三，资产需求的高弹性，当金融资产变得没有吸引力时，所有人都会出售（因为它不像实体产品那样可以满足人的某些需求）。

### 1.2.2 金融脆弱性

国外学术界关于金融脆弱性（financial fragility）的定义很多，其中比较具有代表性的有：

1. 海曼 P. 明斯基（Hyman P. Minsky, 1982）是最先提出金融脆弱性的学者，他系统阐述了金融脆弱性的内涵，认为金融脆弱性是由金融业高负债的特点所决定的，是金融业内在的本质属性。明斯基的“金融脆弱性假说”是后期研究的起点与基础。

2. Allen 和 Gale（1998）认为，金融脆弱性是指一个很小的冲击就可以使经济陷入彻底的困境，或者说，金融脆弱性是金融体系过度敏感性的一个极端情形。

3. Davids（1995）认为，金融脆弱性是金融市场可能面临的一系列的外部冲击，它导致金融资产的价格和交易流量发生无法预测的变化，使金融机构面临倒闭的危险，这种危险不断扩大蔓延，以致削弱金融体系的支付机制及提供资本的能力，从而使金融体系难以发挥其应有的功能。

国内学者对金融脆弱性的研究主要包括：黄金老（2001）把金融脆弱性分为广义和狭义两种。狭义的金融脆弱性，也被称为“金融内在脆弱性”，是指金融业高负债经营的行业特点决定的更容易受冲击的本性<sup>①</sup>。广义的金融脆弱性是指一种趋于高风险的金融状态，泛指一切融资领域中的风险积聚。伍志文（2003）认为，金融脆弱性是指金融制度或金融体系的脆弱性，是由于外因或内因的作用，使得金融制度结构（金融组织、金融市场、金融监管）出现非均衡状态导致风险不断积聚与扩散，导致金融体系丧失部分或全部功能的金融状态。

上述研究，主要从金融脆弱性的外在表现（如金融体系丧失部分或全部功能），或从金融脆弱性的引致原因（如金融业的高负债特性）来界定金融脆

<sup>①</sup> 这一观点基本与明斯基一致。

弱性。综合前面学者的研究成果,笔者认为,金融脆弱性是指由于金融行业的高负债特性和虚拟性,使得金融体系容易受到外界的冲击,而表现出来的不稳定性。因而,金融脆弱性是金融的内在特性,但在特定的阶段或条件下,外因会加剧这种脆弱性。譬如,在一个健康的经济系统中,当金融市场或金融机构能较好地配置资源,资产价格也没有出现大的泡沫时,金融脆弱性就不会表现出来。但当不良贷款率过高或资产泡沫破灭时,金融脆弱性就表现为巨大的金融风险,甚至演化为严重的金融危机。

### 1.2.3 金融稳定与金融不稳定

国内外学者对金融稳定的分析和界定大致可以分为两类:第一类是从金融稳定的要素、条件、具体特征与表现形式等角度直接描述其内涵;第二类是从金融稳定的对立面——金融不稳定的具体特征间接描述金融稳定的内涵。

对金融稳定内涵的描述,主要围绕抵御冲击、具备要素、金融功能、管理系统性风险等几个方面。Wellink (2002)认为,金融稳定是金融系统能有效发挥其自身功能且具有足够抗风险的能力,一个稳定的金融系统能够有效地进行资源配置和缓冲各种外部冲击,阻止各种冲击对金融系统和实体经济的破坏性影响。Michael Foot (2003)认为金融稳定要满足以下几个要素:一是本国货币币值稳定;二是失业水平接近经济的自然失业率;三是经济体系中的主要机构和市场正常运转,并且公众对金融中介和金融市场有足够的信心;四是经济中的实物资产或金融资产的相对价格变化不会损害币值稳定和就业水平。Aredt Houben (2004)从金融体系的功能角度界定金融稳定,他认为金融稳定状态下,金融体系应具有如下功能:一是在各种经济活动中能有效地分配资源;二是评估和管理金融风险的机制良好;三是受到内外部冲击时,金融体系没有受到破坏性影响,整体上仍能够平稳运行。

“金融稳定”目前在理论界和实务界尚没有严格的定义,主要原因是金融稳定的特征难以界定,相比较而言,金融不稳定的特征与表象更容易观察到,如股票价格波动剧烈、汇率狂跌、金融机构大量挤兑与倒闭、巨额资产损失、信贷市场扭曲、金融市场恐慌、融资环境急剧恶化等。因此,一部分学者从金融不稳定的角度来分析金融稳定的内涵。Crockett (1997)认为,金融稳定就是没有出现金融不稳定的情形,而金融不稳定是指金融体系的负面冲击(如金融资产价格的剧烈波动或金融机构大量破产)破坏了宏观经济体系正常运行的基础。Roger Ferguson (2002)认为金融不稳定具有以下几个特征:(1)一些重要的金融资产价格严重脱离了其价值基础,出现资产泡沫或资产严重被低估;(2)国际、国内的金融市场功能及信贷可得性严重扭曲;(3)前两项的

结果导致总支出或高或低背离了实体经济的产出能力。加拿大银行特别顾问 John Chant (2003) 进一步提出, 金融不稳定是指金融市场上出现这样一种状况, 它损害了特定金融机构和金融市场的正常运转, 致使它们不能有效地将储蓄转化为投资从而为其他经济实体进行融资, 还可能损害家庭、企业政府等非金融部门的利益。

从以上分析可知, 金融稳定与不稳定是一种状态, 这种状态不是静止的, 而是连续、动态变化的。金融不稳定不等同于金融脆弱性, 金融脆弱性只是金融不稳定乃至金融危机发生的重要原因之一。金融系统内在的脆弱属性不一定就引致金融不稳定, 但外部冲击会加剧金融脆弱性, 当外部负向冲击(如金融资产价格的剧烈波动)与金融脆弱性交织在一起共同作用时, 就极有可能导致金融不稳定状态甚至严重金融危机的发生。

## 1.3 文献综述

### 1.3.1 金融脆弱性的成因

除金融行业固有的高负债特性外, 国内外众多学者还从其他不同视角分析金融脆弱性的原因。

#### (一) 金融体系的顺周期性 with 金融脆弱性

信贷行为存在两个典型的特征: 经济扩张时信贷显著增加; 经济收缩时信贷以更快的速度下降, 甚至会导致信贷崩溃。这就是金融体系的顺周期性, 即宏观经济中金融部门与实体部门之间的动态正向反馈机制放大繁荣与萧条, 表现为实体经济高涨刺激信贷增长与金融体系扩张, 金融体系的扩张又进一步促进经济繁荣, 反之亦然。这种相互依存的关系会放大经济周期的波动, 并导致或加剧金融部门的不稳定性。明斯基和克瑞格(1992)从经济周期角度对金融脆弱性进行分析, 认为正是企业融资和银行贷款的顺周期行为(pro-cyclicality)促成了经济基础和金融系统的脆弱。基于1979—1999年的相关数据, Craig Furfine(2001)和Claudio Borio(2001)<sup>①</sup>等人曾先后对OECD中的部分发达国家(如美国、日本、意大利、德国、西班牙等)做了实证分析, 研究表明在经济繁荣期, 信贷数量和银行利润会增加, 在经济衰退时会下降。

<sup>①</sup> 转引陈华, 刘宁. 银行业顺周期形成机理与逆周期监管工具研究[J]. 金融发展研究, 2011(1): 59.



而且银行损失准备的计提和资本充足率在经济繁荣期下降,在经济衰退期增加,因此,银行经营具有明显的顺周期特征。他们认为导致银行顺周期的重要原因是,金融市场主体往往对风险作出错误的估计和反应,在经济繁荣期,银行低估风险,没有计提足够的损失拨备和保持足够高的资本充足率,在经济衰退期,又往往高估风险,大幅度减少贷款。Zicchino (2005) 通过引入资本约束拓展 Chami 和 Cosimano (2001) 提出的货币政策的银行资本渠道模型<sup>①</sup>,分析了银行资本、银行信贷与宏观经济活动的关系,结果表明,由于受资本充足率的约束,银行信贷在 Basel II 规则下表现出更强的顺周期性。在金融顺周期的条件下,即使一个短周期的高涨,人们也可能会误认为已经开始了一个经济增长的长波,从而信贷迅速膨胀,以至于一些原本不能得到融资的较差的项目也可以获得资金,从而造成了金融系统的脆弱性。风险在经济高涨时期不断积聚,在衰退时期这些积累的风险就可能实现。Demirguc - Kunt 和 Detragiache (1998a) 运用多元 Logit 经济模型对 1980—1994 年间多个发达国家与发展中国家的系统性银行危机进行研究,发现在经济环境不佳,特别是经济增长率较低而通货膨胀较高时,更容易发生银行危机。

## (二) 制度不完善与金融脆弱性

胡祖六 (1998) 认为东南亚金融危机的根源在于早已潜伏的银行危机,政府对银行经营的过度干预、政府对银行监管的不力、政府有形或无形的担保等使银行贸然扩张,承担过度的风险,为银行体系的脆弱性埋下了祸根。殷孟波 (1999) 通过分析中国信用基础脆弱性的原因、危害等,指出我国金融脆弱性的主要原因是信用基础脆弱,而造成信用基础脆弱的原因是:(1) 我国没有经历较成熟的商品经济;(2) 我国长期实行的计划经济对信用关系的排斥。郑鸣 (2003) 利用不良资产率、资本充足率、盈利能力、市场结构等直观指标对我国银行体系的脆弱性进行了分析,指出我国银行体系脆弱性的真正诱因在于不彻底、滞后的金融市场化改革,提出舒缓金融体系脆弱性的可行路径是大力推进银行体系的市场化改革。潘英丽 (2004) 从制度层面对中国金融脆弱性及其原因进行了系统地分析,认为中国金融体系脆弱性的根源在于体制内资金融通的补贴性质,这主要是由市场约束机制的缺失、经济的制度性低效率、国家对金融的控制等制度性因素决定的。Cafiso (2012) 指出政府债务过度扩张是影响欧元区国家金融脆弱性与金融稳定的重要因素,其逻辑是“财政赤字扩大→主权债务信用等级下降→国债流动性降低→银行资产负债表

<sup>①</sup> Chami and Cosimano, 2001. Monetary Policy with a Touch of Basel II [R]. IMF Working Paper, (10): 1 - 39.