

SAFEGUARDING
FINANCIAL STABILITY
Theory and Practice

维护 金融稳定

——理论与实践

加里 J. 希纳西 Garry J. Schinasi 著
中国人民银行金融稳定局 译



中国金融出版社



国际货币基金组织



SAFEGUARDING
FINANCIAL STABILITY
Theory and Practice

维护 金融稳定

——理论与实践

加里 J. 希纳西 Garry J. Schinasi 著
中国人民银行金融稳定局 译



中国金融出版社



国际货币基金组织

责任编辑：杨冠一
责任校对：孙蕊
责任印制：尹小平

Safeguarding Financial Stability
Theory and Practice
Copyright © 2006
International Monetary Fund
《维护金融稳定——理论与实践》
英文版权 © 2006
国际货币基金组织

中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

This translation is published with the consent of the International Monetary Fund; the International Monetary Fund does not accept any responsibility for the accuracy of the translation. In case of any discrepancies, the original language shall govern.

本出版物已经国际货币基金组织同意出版，国际货币基金组织对翻译的准确性不承担任何责任。如有不符之处，以最初的语言版本为准。

图书在版编目 (CIP) 数据

维护金融稳定：理论与实践 (Weihu Jinrong Wending: Lilun yu Shijian)/
加里 J. 希纳西著；中国人民银行金融稳定局译. —北京：中国金融出版
社，2009. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5001 - 7

I. 维… II. ①加…②中… III. 金融市场—研究报告—世界
IV. F831. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 034126 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17

字数 272 千

版次 2009 年 5 月第 1 版

印次 2009 年 5 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5001 - 7/F. 4561

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

《维护金融稳定——理论与实践》

翻 译 组

翻译组组长：孙 平

翻译组成员（按翻译章节的顺序排列）：

黄 佳 刘 勤 杜凌艳 邓 蓓

侯雅丽 洪 波 陈 静 王尊州

陈 敏 储爱武 张甜甜

审 稿 人 员：王素珍 张甜甜 刘 婕 刘立英

中文版序言

金融是现代经济的核心，维护金融稳定是国民经济健康稳定发展和社会长治久安的保障。近年来，随着经济金融全球化的深入发展，国内外经济金融的联系与互动越来越密切。中国金融的稳定不仅对中国而且对亚洲乃至全球金融稳定都具有重大意义，同时，国际经济金融形势对中国金融稳定的潜在影响也在增大。

在金融稳定工作的理论研究和实践方面，我们在最近的几年时间里进行了有益的尝试和不断的探索，积累了一些经验，也取得了一定的成效。但在日益复杂的国际国内环境下维护金融稳定，需要我们时刻把握国内外经济金融形势，学习借鉴国外先进理论和实践经验，深刻理解金融稳定的内涵和外延，明确金融稳定工作的任务和目标，探索维护金融稳定的框架和工具，从而更好地维护金融稳定。

《维护金融稳定——理论与实践》一书出版于2005年，作者Garry J. Schinasi任职于国际货币基金组织，拥有多年的金融研究和国际资本市场监督经验。该书在回顾了一些重要理论的基础上，提出了关于金融稳定的一个有操作性的定义以及监测、评估和维护金融稳定的实践框架，并利用该框架考察了近年来全球金融业结构性变化给金融稳定带来的挑战，对各国金融当局不断改进自身金融稳定工作具有重要的指导意义。我们及时组织人员将此书翻译出版，主要目的是借鉴国际先进经验，提高我国金融稳定工作水平，同时也希望本书能为从事和关心金融稳定工作的人士提供有益的参考。

张 新

二〇〇九年四月二十日

前 言

写这本书的原因是我在书店或中央银行图书馆内都无法找到一本类似的书。事实上，这本书尽管不算完美，但填补了目前金融稳定问题在政策、理论和商业性文献方面的空白。

2003 年年初，在从事国际资本市场监督工作近十年后——先在国际货币基金组织（IMF，以下简称基金组织）研究局（任资本市场和金融研究处的副处长、处长），后在新设立的国际资本市场部（任金融市场稳定处处长）——我萌生了撰写此书的想法。此项工作的挑战之一，是如何理解金融（包括金融机构、金融市场和金融基础设施）结构变化的内涵，这要求与市场参与者和相关当局（包括中央银行和监管机构）进行交谈。同时，此项工作还需要使管理层和其他同事对资本市场的发展、前景及存在的问题，尤其是风险和脆弱性的来源等问题有充分的了解。

在国际货币金融体系（特别是在较成熟市场）中寻找潜在风险和脆弱性（我们通常称为“漏洞”）的过程，激发着我和我的同事们不断探索新方法来理解以下问题：平静的市场环境怎么会产生金融动荡？为什么市场情绪经常在没有任何预兆的情况下发生变化？私人和官方部门如何适应新形势，防范并更好地应对金融困境和金融危机？到 2003 年年中，我想是时候跳出当时正在发生的一些事件，更加系统地、带有较少压力地仔细考虑以下问题了：何种框架有助于增强我们对金融稳定问题的理解？如何就这些问题的重要性进行沟通？怎样去鼓励和推动人们更加关注金融的社会效益最大化问题？

在最后决定从基金组织休假一年之前，我挑战自己，计划拟定一个关于金融稳定问题的研究提纲。对此，我坚信如果时间充足，是能写得出来的。结果是，我拟定出了自己想读的一本书的提纲，却不能确信是否有能力写得出来。至于这本书是否物有所值，我想还是留给读者来判定。我仅希望本书的出版能够促使那些维护金融稳定的从业者以一种新的、更有效的方式去思考前述问题，并能激励相关专业人士形成具有政策取向性的有用框架来实现和维护国家和全球金融稳定。

致 谢

本书的研究和部分撰写工作是我在基金组织的一年休假期间完成的。十分感谢基金组织独立研究休假项目慷慨的资金支持。

同时十分感谢欧洲中央银行（ECB）和荷兰中央银行（DNB）在我 2003 年和 2004 年对其访问期间所给予的支持和鼓励，特别需要感谢 ECB 的 Tommaso Padoa-Schioppa、Mauro Grande 和 John Fell 以及 DNB 的 Henk Brouwer、Jan Brockmeijer、Aerdt Houben 和 Jan Kakes。

第二章、第三章、第五章和第六章的部分内容是以许多工作报告（后经修订、整理并发表为基金组织工作报告 WP/04/101，WP/04/120 和 WP/04/187）草稿中的研究成果为基础的。这些工作报告和其他一些相关报告都受益于基金组织内外众多同事与我进行的讨论和向我提出的建议。需要感谢的人包括 Bill Alexander, Ivan Alves, Michael Bordo, Burkhard Drees, Christine Cumming, Udaibir Das, Phil Davis, Charlie Kramer, Myron Kwast, John Fell, Bob Flood, Andy Haldane, Aerdt Houben, Jan Kakes, Russell Kincaid, Donald Mathieson, Leena Mörttinen, Tommaso Padoa-Schioppa, Lars Pedersen, Eric Peree 和 James R. White。我还得到了来自 ECB、DNB、欧洲投资银行和香港大学研讨会参与者以及基金组织工作报告审阅过程中其他基金组织同事的有益建议。

本书第三部分各章的部分内容是基于原先我与基金组织同事合著的一些文章，这些文章包含在 1995 - 2001 年以不同版本出版的基金组织《国际资本市场——发展、前景和关键性政策问题》和 2002 - 2003 年《全球金融稳定报告》中。我要感谢下列合著者对上述合作成果的贡献和近来提供的更多支持：Charlie Kramer（第九章、第十章和第十一章）、Burkhard Drees（第九章）、Todd Smith（第十章）、Peter Breuer（第十一章），还有 Oksana Khadarina 在准备第八章数量分析部分所提供的重要帮助。同时也感谢我的合著者 Aerdt Houben 和 Jan Kakes（来自 DNB）允许我引用我们合著的基金组织工作报告 WP/04/101 和 DNB 不定期报告《维护金融稳定的框架建构》，这是截至 2004 年 2 月中旬的四个月时间里我们共同研究、集思广益并起草的，第六章

引用了上述报告的部分内容。我还要感谢我的合著者 John Fell 允许我引用我们合著的工作报告《评估金融稳定：关于分析方法的探索》，该报告以《英国经济学会评论》金融稳定特刊的形式出版（2005 年 4 月）。特别感谢 John Fell 为我在 ECB 的早期工作提供了优越的环境，并坚持鼓励我完成这项工作。我还引用了来自基金组织和其他机构一些同事的著作，在脚注中一并致谢。感谢 Oksana Khadarina 在编制和更新图表工作中的不懈努力以及 Yoon Kim 在这方面给予的帮助。特别感谢 Margo 和 Tom Vuicich 为部分构思和写作工作提供了舒适的环境。

感谢 Jeanette Morrison, Anne Logue 和 Sherrie Brown 在编辑出版方面所做的工作。特别感谢 Sean M. Culhane 在编辑和出版各个阶段所提供的专家级意见和鼓励。

感谢 Michael Mussa（1993 – 2001 年任基金组织经济顾问和研究局局长）和 David Folkerts-Landau（1998 年前曾任研究局局长）让我有机会成为 1994 – 1995 年基金组织国际资本市场监督小组的一员。

最后，感谢 Katherine, Jack 和 Sarah 在整个研究过程和其他方面所给予的大力支持。

缩略语

ART	非传统风险转移方式
BBA	英国银行家协会
BIS	国际清算银行
CDO	抵押债务凭证
CDS	信用违约互换
CFTC	商品期货交易委员会
CLS	持续连结清算
CRMPG	交易对手风险管理政策小组
DNB	荷兰中央银行
ECB	欧洲中央银行
ERISA	职工退休收入保障法案
FA	融资安排
FSAP	金融部门评估规划
GDP	国内生产总值
GIC	担保投资合同
GKO	以卢布计值的贴现工具
HKMA	香港金融管理局
IAIS	国际保险监督官协会
IMF	国际货币基金组织
ISDA	国际互换与衍生品协会
LIBOR	伦敦银行间同业拆借利率
LTCM	长期资本管理公司
NDF	无本金交割远期（市场）
OCC	货币监理署
OECD	经济合作与发展组织
OFZ	卢布计值息票债券

OTC	场外
SAR	特别行政区（香港）
SEC	证券交易委员会
SPV	特殊目的机构
TARGET	泛欧自动实时总额清算快速转账系统

作者简介

Garry J. Schinasi 现任国际货币基金组织（IMF）金融部顾问。他于1979年获得哥伦比亚大学经济博士学位。在加入IMF之前，Schinasi先生于1979-1989年任职于美国联邦储备委员会。1992-2001年，Schinasi先生先后担任IMF研究局多个职位，期间参与撰写了半年刊《世界经济展望》（1992-1994年），参与管理IMF的资本市场监督活动（1994-2003年），同时还参与撰写和编辑了《国际资本市场——发展、前景和关键性政策问题》（1994-2001年）、《全球金融稳定报告》（2002-2003年）。Schinasi先生还在《经济研究评论》、《经济理论杂志》、《国际货币和金融杂志》等学术和政策杂志上发表了多篇文章。

目 录

第一章 引言与概述	1
第一部分 基础知识	19
第二章 货币、金融和经济体系	24
第三章 金融的公共政策层面	37
第四章 效率与稳定	59
第二部分 探索金融稳定工作框架	65
第五章 金融稳定的定义	69
第六章 金融稳定分析框架	85
第七章 中央银行在维护金融稳定中的角色	113
第三部分 现代金融的益处与挑战	125
第八章 金融和风险全球化带来的挑战	128
第九章 高度依赖场外衍生品市场所带来的系统性挑战	152
第十章 信用风险转移工具市场：运行情况和未来挑战	192
第十一章 保险公司和再保险公司金融市场活动的系统性影响	206
第十二章 各国与全球面临的挑战	227
术语表	232
参考文献	239
作者简介	257
表	
表 1.1 主要金融总量的变动	3
表 1.2 金融部门兼并和收购的分布，（1991 - 1999 年）	7
表 1.3 债券和股票的跨境交易	7
表 1.4 按发行国列举的国际债务证券存量	8
表 1.5 交易所交易的金融衍生工具：名义本金存量和年成交量	8
表 1.6 20 世纪 90 年代和 21 世纪早期的市场动荡和危机	10
表 2.1 金融的暂时交换功能	29
表 2.2 功能比较	30

表 3.1	基于产品特征的产品福利分类	45
表 6.1	金融稳定的风险来源	91
表 6.2	基金组织的金融稳健指标：核心指标和鼓励指标	96
表 6.3	金融稳定政策工具	99
表 8.1	债券和股票的跨境交易量	129
表 8.2	部分工业国家及发展中国家和地区的国际股份发行量	130
表 8.3	部分工业国家及发展中国家和地区的国际债券余额	132
表 8.4	主要工业国家：商业银行存款	134
表 8.5	主要工业国家：商业银行贷款	134
表 8.6	主要工业国家：可交易证券持有量	135
表 8.7	主要工业国家：机构投资者的金融资产	136
表 9.1	2004 年前 20 大衍生品交易商及其 2003 年相应排名	156
表 9.2	全球 OTC 衍生品市场：按现有合约的交易对手、 剩余期限和币种分类的名义额和总市值	158
表 11.1	寿险：保费增长率	215
表 11.2	主要非寿险市场的盈利分解	216

图

图 1.1	1970 年和 2000 年主要金融总量的构成	5
图 1.2	主要金融资产的增长，(1970 - 2004 年)	6
图 1.3	金融部门并购情况，(1990 - 1999 年)	6
图 2.1	现代金融的演进	35
图 4.1	私人供需水平等于社会供需水平	60
图 4.2	私人边际效益低于社会边际效益	60
图 4.3	私人边际成本低于社会边际成本	61
图 4.4	稳定的失衡	62
图 6.1	影响金融体系运行的因素	88
图 6.2	维护金融稳定的结构框架	90
图 9.1	2004 年 12 月底 OTC 衍生品市场结构	171
图 10.1	全球信用衍生品市场规模和结构	193
图 10.2	信用衍生品市场的主要特征	194
图 10.3	信用衍生品溢价和基础债券利差之间的价差	203
图 11.1	机构投资者和银行的金融资产份额：美国和日本	207

图 11.2	机构投资者和银行的金融资产份额：部分欧元区 国家和英国	208
图 11.3	保险公司和银行的金融证券持有量	209
图 11.4	证券持有量占国内市场规模的比例	210
图 11.5	美国：公司债券和外国债券	212
图 11.6	保险公司的表内资产结构：美国和日本	212
图 11.7	保险公司的表内资产结构：部分欧元区国家和英国	213
图 11.8	全球保险业发展情况	214
图 11.9	非寿险公司：工业国家的联合损失率	217
专栏		
专栏 3.1	囚徒困境	37
专栏 3.2	金融运行中市场失灵的来源	42
专栏 3.3	萨缪尔森认为价值储藏作为“社会发明”提供了 公共产品	54
专栏 6.1	救助：20 世纪 90 年代荷兰住房市场的“繁荣”	99
专栏 6.2	危机处置：2001 年“9·11”恐怖袭击	101
专栏 9.1	LTCM 与全球金融市场动荡	161
专栏 9.2	美元—日元市场中 OTC 货币期权的作用	165
专栏 9.3	新兴市场危机中衍生品的作用	167
专栏 9.4	美国监管环境中法律不确定性的来源	184
专栏 10.1	安然破产的金融影响	198

第一章 引言与概述

本书的目的是要构建并阐释一个维护金融稳定的框架。书中第一部分回顾了一些重要的基础理论，这些理论揭示了金融运行过程是如何与实体经济运行过程相联系的，以及为何金融业被认为能够并应该提供公共产品，从而需要私人部门和公共政策干预等多种行动。第二部分提出了维护金融稳定的一个全面的实践框架，指出如何防范并应对金融失衡、困境和危机。第三部分考察了实践中金融稳定面临的威胁，这些威胁来自近年来金融业内的结构性变迁，如金融全球化、对场外衍生工具和市场的更多依赖、信用衍生品市场的发展，以及保险和再保险公司的资本市场活动等。

第一节 本书与金融稳定问题

金融稳定是否就是指金融机构的稳健、金融市场的稳定、不发生剧烈动荡以及波动性较低？或者，是否还有一些更基础性的要求？是否单靠个体活动或不经约束的市场力量就能实现或维持稳定？如果不是，相对于私人部门而言，公共部门在维护金融稳定中的角色是什么？公共部门应该仅仅为私人部门自行实现最优化铺平道路，还是应为全面实现金融给私人和社会带来的利益而扮演更活跃的角色？在实现和维护金融稳定方面是否存在共识？

如果我们不首先理解金融稳定的要求，那么就难以明确并适当界定公共部门的角色。同样，如果没有一个能够从个体角度和集体角度全面涵盖上述问题的分析框架，金融稳定的要求就难以得到很好的理解。不幸的是，并不存在一个获得广泛接受的监测、评估和维护金融稳定的框架；实际上，甚至不存在一个广泛接受的金融稳定定义。可能这才是问题的根源：由于并不存在一个有效的金融稳定定义，因此越来越多的金融稳定专家们很难建立有用的分析框架来解决相关政策问题，监测和评估金融体系的稳定性表现，以及应对金融体系中发生的系统性问题。

本文研究的核心目的是要建立一个维护金融稳定的实践框架。所有致力于金融稳定分析的人都知道，基本上不存在某种已获得广泛接受的关于金融

稳定监测和评估以及政策效果检验的模型或分析框架，这与经济学等其他学科不一样。和货币稳定与宏观经济稳定相比，对金融稳定的研究还停留在初级阶段。在描绘通常意义上的宏观均衡和宏观稳定的较大经济模型中，很少对金融体系进行严格描述，只是通过构造一两个方程式来引入金融体系因素。虽说据信可以用单一的变量（如通货膨胀目标）描述和维护货币稳定，但有理由强烈怀疑能够找到类似的单一的、可以度量的目标变量来定义和维护金融稳定，并且许多人也怀疑单个目标变量法并未准确地反映货币政策的实践。

由于缺少研究金融稳定的成熟框架和分析模型，甚至缺少一个关于金融体系均衡和稳定的概念，我们很难建立一个类似于经济学家们通常所要求和运用的维护金融稳定的框架（包括金融稳定的实用性定义）。但是，设计出一套包含研究工具和政策分析的框架，且此框架能不断推进这些研究工具和政策分析的发展仍然有用。

本书就提供了这样一种框架。本书提供的方法并非最终蓝图，但它应被看作做维护金融稳定实践的发展过程中较为深入的一步。在本书的研究和撰写过程中，我们采取了更加关注实用性和政策相关性的分析方式，而非科学和严格的分析方式，部分原因是因为金融稳定评估仍然更多的是一种艺术形式，而非一门严格的学科或科学。因此，就维护金融稳定而言，还有很大的空间进行更科学、更严格的研究，这些我们将在后文予以讨论。

第二节 金融稳定问题的重要性增强

20 世纪 90 年代早期以来，维护金融稳定逐渐成为经济政策制定过程中的重要考虑目标。这从多家中央银行和几家国际金融机构〔包括国际货币基金组织（IMF）、国际清算银行（BIS）和世界银行〕定期发布金融稳定报告，并在机构组织和职能构成上给予金融稳定以更突出地位等方面可见一斑。金融稳定重要性增强与过去几十年间金融系统中的几大发展趋势相关，主要包括金融体系的扩张、自由化和随之发生的全球化，所有这些都增加了金融不稳定对经济运行造成负面影响的可能性（见本书第八章关于全球化的潜在影响）。

第一，金融体系发展速度显著高于实际经济增长速度。在发达国家，金融总资产是年度经济产出的几倍。表 1.1 显示了 1970 - 2004 年情况各异的、

具有相对成熟金融体系的发达国家的金融扩张情况。举例而言,虽然一段时期各国流通中的货币总量与 GDP 的比例相对稳定,但金融机构总资产与 GDP 的比例在英国从 1980 年的 110% 上升到 2000 年的 377%,在德国从 1980 年的 182% 上升到 2000 年的 353%,在美国从 1980 年的 111% 上升到 2000 年的 257%。股票市场和债券市场资产的增长趋势也十分显著。虽然具体数字的国别差异反映出各国金融体系存在市场导向型与银行导向型的差别,但大多数总量指标都有所增长。一个经济体中金融总资产的广义度量不可避免地包含有一些重复计算,这是因为各家金融机构之间相互持有债权,但即使是这些债权也同金融稳定相关,因为它们反映了金融体系各组成部分间的联系、互动和复杂性。

表 1.1 主要金融总量的变动 (占 GDP 的百分比)

年份	1970	1980	1990	2000	2004	年份	1970	1980	1990	2000	2004
美国						德国					
1. 流通中的货币	6	5	5	6	6	1. 流通中的货币	5	6	7	6	7
2. M_1	21	15	14	11	11	2. M_1	15	17	22	28	30
3. M_2	60	57	56	50	53	3. M_2	25	29	39	—	65
4. M_3	65	72	72	73	79	4. M_3	42	48	59	68	70
5. 银行总资产 ¹	54	54	53	58	53	5. 银行总资产 ¹	121	160	216	303	146
6. 金融机构总资产	—	111	171	257	—	6. 金融机构总资产	—	182	259	353	—
7. 股票	34	25	35	132	114	7. 股票	11	7	17	48	38
8. 债券	47	53	108	157	159	8. 债券	26	37	67	112	70
6 + 7 + 8	—	189	314	546	—	6 + 7 + 8	—	226	343	513	—
英国						日本					
1. 流通中的货币	8	5	3	4	3	1. 流通中的货币	8	9	10	13	15
						2. M_1	29	29	27	48	71
						3. M_2	74	86	114	127	137
2. M_4	52	50	86	93	110	4. M_3	127	136	180	219	227
3. 银行总资产 ¹	51	47	108	156	262	5. 银行总资产 ¹	66	77	134	127	168
4. 金融机构总资产	—	110	242	377	—	6. 金融机构总资产	122	157	269	260	—
5. 股票	41	23	57	167	133	7. 股票	41	25	76	70	71
6. 债券	52	31	33	74	70	8. 债券	23	60	78	124	141
4 + 5 + 6	—	164	332	618	—	6 + 7 + 8	186	242	423	454	—