



上海交通大学财务系列教材

Financial Risk Management

金融风险管 理

刘海龙 王惠 主 编

 中国财政经济出版社

上海交通大学财务系列教材

金融风险管 理

刘海龙 王 惠 主编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融风险管理/刘海龙, 王惠主编. —北京: 中国财政经济出版社, 2009. 3
(上海交通大学财务系列教材)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1229 - 6

I. 金… II. ①刘…②王… III. 金融 - 风险管理 - 高等学校 - 教材
IV. F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 013813 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 33 印张 616 000 字

2009 年 3 月第 1 版 2009 年 3 月北京第 1 次印刷

印数: 1—3 060 定价: 66.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1229 - 6/F · 1042

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



近年来，中国资本市场得到空前的发展，上证指数从1 000点起步在两年的时间里上升到6 000多点，市值翻了好几番。人民币升值压力巨大，市场流动性泛滥，房地产价格上升势头甚猛。这一切告诉我们，中国已经从一个资金缺乏的国家逐渐变成一个资金充裕的国家，从一个家底单薄的国家逐渐变为家底殷实的国家。随着国民财富的持续增长，个人财产性收入的不断提高，如何管理好自己的“财富”，或者说如何做好“理财”，就成了一个全社会关注的问题。

社会需求对于一个学科的发展来说至关重要。过去，在计划经济体制下，企业谈不上有真正的财务，资金来自上级的下拨、利润是上级下达的指令性计划，没有自主的融资、投资和分配活动。改革开放之后，企业和政府的关系逐渐得到理顺，在经营计划、物质分配和利润分成方面有了很多的自主权，企业开始对投资有了回报要求，积极开展引资活动，利润成为企业自主追求的目标，财务管理最主要的工作是融资和投资。不过在企业内部，财务和会计通常归属在一个部门，在很多人的概念中，财务就是会计，会计就是财务。财务管理则是会计学中一个分支学科。

随着市场经济的发展，财务的作用越来越大，除了传统的融资、投资、利润分配和日常营运资金的管理外，实务中财务经理们遇到的新问题不断出现，财务开始有了许多专门化的领域，如财务分析、税务筹划等。金融市场的发展，又极大地推动了一些新领域的发展。各种金融创新产品的出现，丰富了企业财务管理工具，拓展了理财视野。金融市场本身的千变万化，促使财务管理变得更加灵活，拓展了理财的深度和广度。金融风险管理、收购兼并、企业价值评估等不断被纳入到财务学的范围中来。此外，随着中国经济在世界经济中的地位和作用不断提升，跨国经营已成为未来企业发展的必然趋势，财务又面临一个如何在跨国背景下运作的问题。所有这些都加剧了财务学本身内涵的迅速扩张，也使得当今的财务学与金融市场的关系越来越密切。

上海交通大学财务系列教材就是在这样一个背景下推出的。这个系列丛书包括财务学中的几个主要领域：公司财务、跨国公司财务、财务分析和企业价值评估、金融风险管理、收购兼并财务、税务筹划、公司治理等。公司财务是整个系列丛书的核心，因为后者均可以看成是公司财务中的一些专门问题。丛书以教材

为主、配套有相应的案例集。这些案例集与教材之间有一定的呼应，但每一本也是自成体系、相对独立的。

编写这套丛书的一个基本思想是：（1）着眼中国实际。首先在资料的收集上，将以中国企业的实例为主，将中国企业在财务管理整体环境变迁下的种种变化呈现给读者，让人们能够用一种历史的眼光看待财务学在中国的发展；其次，丛书还将特别关注中国企业当前财务管理中的一些热点问题，特别是跨国经营和创新金融领域，介绍国外最新发展动态，丰富国内企业这方面的知识和经验；（2）比照国际一流商学院的财务类教材，在内容选择、素材采集、写作风格等方面展现自己的特色，一改过去国内教材拼凑、剪贴、刻板的面孔，丰富和发展国内的财务类高端教材。

上海交通大学安泰经济与管理学院

王方华

2007年12月



在本书的写作即将完成之际，正逢美国金融危机持续恶化、不断蔓延，连续一年多来，由美国住房市场和金融业疯狂投机引发的金融风暴席卷全球，对世界金融稳定和全球经济增长带来了严重威胁。随着金融危机的发展和传播，各国政府和金融机构在不断反思，问题究竟发生在什么地方，危机根源何在，是衍生产品、评级公司、政府监管还是宏观政策出现了问题？在回溯危机根源时，分析人士把矛头对准了美国住房市场和金融业的疯狂投机炒作活动。但事实上，金融危机的爆发和传播远没有那么简单。

如何运用科学的方法妥善处理金融风险是国际金融业发展的重要课题。近年来，在国内外众多公司加强公司治理的实践中，金融风险管理这一重要课题的价值与作用越来越凸现出来，而且强化内控机制，增强风险掌控能力已经成为培育现代金融机构核心竞争力的重要内容，当金融风险趋向全球化、多样化、复杂化变化之时，国际监管环境也在发生深刻变化，因此，中国金融业在融入全球金融业大环境的进程中，需要不断地学习和创新。

在传统的金融活动中，金融机构被视为是进行资金融通的组织和机构。随着现代金融市场的发展，业内人士普遍认为，金融机构就是创造金融产品、提供金融服务、帮助客户分担风险，同时能够有效管理自身风险以获取收益的机构，金融机构盈利的来源就是承担风险的风险溢价。因此，金融机构不能因为金融风险的存在而简单消极地回避风险，也不可能完全地消除风险，更不能无视金融风险的存在。如何对风险进行全面有效的管理，如何积极主动地承担风险、控制风险、建立良好的风险管理架构和体系，以达到健康生存和稳定发展的目的，是各级金融机构必须认真研究并加以实施的重大问题。在金融风险管理方面，西方一些大型的金融机构在长期的经营实践中积累了比较丰富的经验，值得我们总结、比较和借鉴。正是基于此目的，我们组织人力在长达3年的时间里完成这本教材的编写。

尽管金融风险管理是一门比较新的应用性学科，但市场上已经有不少有关金融风险管理方面的教材，它们各具特色，对我国金融风险管理学科的发展起到了重要的推动作用，同时对本书的写作有重要的帮助。本书作者从事金融风险管理研究与教学已经有6年多时间，在此期间一直参考已经出版各类金融风险管理

方面的教材，受益匪浅，此次受邀编写金融风险管理这本教材，作者希望在多年的教学经验和讲稿基础上编写出有特色的教材。根据以上想法，本书的内容安排如下：

第1章为绪论，主要介绍管理金融风险的必要性、概念和特征，金融风险的种类、产生与发展。此外，还介绍了金融风险的案例和从中得到的教训，最后概要介绍了金融风险管理。

第2章到第3章是金融风险最基本、最常用的度量方法，主要分别介绍金融风险度量的 VaR 方法和 VaR 模型的回测与压力测试。包括有 VaR 的概念和计算方法，给出了投资组合的边际 VaR、增量 VaR 和成分 VaR 的概念和计算方法。

第4章到第7章是按风险类别进行讲述的，主要分别介绍市场风险管理、信用风险管理、操作风险管理及流动性风险管理涉及到的概念、理论、度量方法与管理方法。

第8章为投资组合保险策略，分别介绍了买入持有和停损策略，静态和动态投资组合保险策略，VaR 套补的投资组合保险策略。这一章介绍的方法虽然大多数的业内人士都比较了解，但是将其看做是金融风险管理的重要方法写在教科书上的教材还没有发现。

第9章到第11章分别介绍风险预算管理、资产负债管理和全面风险管理，分别从概念、模型、方法、流程和意义等方面进行了详细阐述，这一部分是全书的重点和特色所在。

第12章为商业银行的风险管理，主要介绍了经济资本的概念和测度方法，巴塞尔协议与商业银行经济资本配置，与前几章有密切关系。

本书的内容特征可以概括为五重一轻，五重是操作风险管理、流动性风险管理、风险预算管理、资产负债管理和全面风险管理的内容重，一轻是指市场风险管理的内容轻。

五重之一是操作风险管理的内容重，这是因为十几年来众多的金融机构诈骗案和倒闭案与操作风险有密切关系，操作风险管理越来越引起金融机构的高度重视，新资本协议也将操作风险列入银行的三大风险之一，并纳入资本要求框架，而且有关操作风险度量与管理的方法又很不成熟，相关书籍也不多。五重之二是流动性风险管理的内容重，流动性风险管理虽然得到了重视，但由于流动性与流动性风险度量与管理都十分困难，涉及到大量的数据运算和复杂的数学分析，相关教科书介绍的不多，因此，本书在总结前人流动性风险管理研究成果的基础上，强化了流动性风险管理的内容。五重之三是风险预算管理的内容重，风险预算管理是近几年刚刚发展起来的金融风险管理方法，大多数金融风险管理的书籍没有提及风险预算管理，至于什么是风险预算管理，怎样进行风险预算管理，即便是金融从业人员也知之甚少，因此为了普及风险预算管理方面的知识，本书详

细介绍了相关内容。五重之四是资产负债管理的内容重，对资产负债管理大多数财务工作者和金融证券从业人员是比较了解的，一般并不觉得有什么新内容，但资产负债管理在金融风险管理中的重要作用远远没有引起足够的重视。资产负债管理在金融风险管理中的应用前景广阔，值得继续深入研究。因此本书增加了资产负债管理的分量。五重之五是全面风险管理的内容重，全面风险管理是近几年刚刚发展起来的，并逐步得到政府部门和金融机构高度重视的系统化风险管理手段，大多数金融风险管理的书籍都没有专门介绍全面风险管理的内容，本书详细介绍了什么是全面风险管理，怎样进行全面风险管理，企业如何构建全面风险管理框架。

一轻是指市场风险管理的内容轻，之所以轻市场风险管理的内容绝不是市场风险管理的内容不重要，而是因为市场风险管理的教科书比较多，内容比较成熟，介绍的也比较详细，资料也容易查找，考虑到本书的完整性和内容的重要性，将市场风险管理的内容压缩成一章，以突出市场风险管理的核心内容和基本方法。

本书每章都配有复习思考题，适合作为高等学校金融学及相关专业高年级学生和研究生学习金融风险管理的教材。本书努力做到：力求全面、普及基础、突出重点、强化差异、深入浅出。

本书是在刘海龙教授金融风险管理课程讲义基础上完成的，刘海龙教授提出了完整的写作大纲，并参与了全部章节的统编整理工作。第1章由刘海龙、刘博完成，第2章、第3章和第9章由刘海龙、王惠和崔长峰完成，第4章由朱微亮完成，第5章、第12章由杨继光完成，第6章由沈怡斐完成，第7章由刘海龙、黄莹完成，第8章由刘海龙、崔长峰完成，第10章由刘富兵完成，第11章由刘海龙、吴庆晓完成，附录由刘海龙、王惠完成。

在本书的写作过程中，作者参考了大量的国内外论文、论著和教材，借鉴了大量的前人研究成果，对这些论文、论著和教材的作者与编者表示感谢。虽然我们倾注了大量的精力和时间来完成这本教材，但错误和不当之处在所难免，希望读者多提宝贵意见。

刘海龙 王惠

2008年12月于上海交通大学

目 录

第1章 绪论	(1)
1.1 为什么要管理金融风险	(1)
1.2 金融风险的产生与发展	(4)
1.3 金融风险的种类	(17)
1.4 金融风险的案例	(20)
1.5 金融风险管理概述	(35)
1.6 本书的内容结构与特征	(44)
复习思考题	(47)
第2章 金融风险度量的 VaR 方法	(48)
2.1 风险价值 VaR 及其计算	(48)
2.2 投资组合风险分析	(60)
2.3 VaR 方法的局限及其最新进展	(68)
2.4 VaR 方法的应用	(73)
2.5 本章小结	(81)
复习思考题	(82)
第3章 VaR 模型的回测与压力测试	(83)
3.1 VaR 模型的误差测定	(83)
3.2 VaR 模型的回测	(86)
3.3 压力测试	(98)
3.4 本章小结	(111)
复习思考题	(112)
第4章 市场风险管理	(113)
4.1 市场风险的概念	(113)
4.2 市场风险的度量	(118)
4.3 市场风险的管理	(135)
4.4 案例分析	(148)
4.5 本章小结	(150)
复习思考题	(150)

第5章 信用风险管理	(153)
5.1 信用风险管理概述	(153)
5.2 传统的信用风险度量模型	(155)
5.3 现代信用组合风险度量和管理方法	(159)
5.4 利用衍生产品管理信用风险	(189)
5.5 抵押债务证券 (CDO) 简介	(202)
5.6 本章小结	(212)
复习思考题.....	(212)
第6章 操作风险管理	(213)
6.1 操作风险与操作风险管理	(213)
6.2 银行操作风险的特征与管理	(234)
6.3 操作风险衡量	(249)
6.4 本章小结	(276)
复习思考题.....	(277)
第7章 流动性风险管理	(278)
7.1 流动性风险概述	(278)
7.2 流动性风险的度量	(289)
7.3 流动性风险管理与控制	(301)
7.4 本章小结	(316)
复习思考题.....	(317)
第8章 投资组合保险策略	(318)
8.1 投资组合保险策略概述	(318)
8.2 静态投资组合保险策略	(319)
8.3 动态投资组合保险策略	(324)
8.4 VaR 套补的投资组合保险策略	(330)
8.5 各种方法的比较	(332)
8.6 投资组合调整法则	(333)
8.7 本章小结	(336)
复习思考题.....	(337)
第9章 风险预算管理	(338)
9.1 风险预算管理概述	(338)
9.2 风险预算管理的特征	(342)
9.3 风险预算管理的流程	(343)
9.4 风险预算管理中应注意的问题	(355)

9.5 本章小结	(355)
复习思考题	(356)
第 10 章 资产负债管理	(358)
10.1 资产负债管理概述	(358)
10.2 资产负债管理的传统模型	(365)
10.3 资产负债管理模型的新发展	(378)
10.4 利率期限结构模型与资产负债管理	(392)
10.5 本章小结	(396)
复习思考题	(396)
第 11 章 全面风险管理	(398)
11.1 全面风险管理概述	(398)
11.2 实施全面风险管理的条件	(409)
11.3 金融机构的全面风险管理	(417)
11.4 本章小结	(433)
复习思考题	(433)
第 12 章 商业银行风险管理	(435)
12.1 商业银行风险管理概述	(435)
12.2 经济资本的概念及测度方法	(445)
12.3 巴塞尔协议与监管资本	(454)
12.4 商业银行经济资本配置	(468)
12.5 本章小结	(488)
复习思考题	(488)
附录 A 巴林银行案例分析	(490)
附录 B 极值理论	(497)
附录 C Copula 函数简介	(502)
参考文献	(507)

第 1 章

绪 论

随着金融危机愈演愈烈，美国金融业陷入新一轮风暴。继美国两大住房抵押贷款融资机构——房利美和房地美被美国政府接管后，美国第三大投资银行美林公司被美国银行收购，美国第四大投资银行雷曼兄弟公司则被迫申请破产保护。美国国际集团（AIG）是全球最大的保险人，由于它对抵押贷款衍生品提供担保，导致其在过去三个季度中损失了 180 亿美元，该公司的信用级别被连续调低。受此消息影响，纽约股市三大股指在 2008 年 9 月 15 日巨幅下挫，美国国际集团股价一度暴跌 63%，仅为每股 1.74 美元，而在 2007 年，该公司股价曾经高攀至 70.13 美元。这家赫赫有名的保险公司遇到了巨大的困难，将难以生存下去。人们不仅要问，金融风险管理的理论与方法在不断发展，各国政府和金融机构对金融风险管理也在不断加强，为何金融危机屡屡发生。虽然本章不能完整回答这个问题，但是一定可以受到启示，对于回答这个问题有所帮助。

1.1 为什么要管理金融风险

20 世纪 70 年代以来由于金融自由化、全球化和金融创新的发展，金融机构所面临的风险环境也日益复杂化。随着世界的多极化和全球经济金融一体化进程的加快，特别是我国加入 WTO 以后，利率市场化程度将逐步提高，外汇管制将进一步放开，而信息技术又促使国际金融以前所未有的深度和广度向前发展，这使得近几十年来金融机构所面临的竞争越来越激烈。面对金融风险，如何建立现代的风险管理机制，降低系统或全局性金融风险，努力避免金融危机的发生，应该引起各级政府的高度重视和专家学者们的深入研究。

不断提高金融机构管理金融风险的能力，是应对日益复杂多变的金融环境的必然举措。布雷顿森林体系的崩溃、两次世界性的石油危机、利率管制的放松等，都导致利率和汇率的频繁波动。到了 80 和 90 年代，全球金融及商品市场的无序，如取消固定经纪人的手续费、免去利率上限、允许更大的个人投资自由等

已演绎成跨国界、跨市场的更大规模资本流动，其最终结果就是增加了金融市场持续的波动性，而新的金融风险也在不断涌现，金融风险影响的范围日益扩大，管理金融风险成为金融机构经营中的头等大事。

过去二十多年中，由于对金融风险管理的不善而发生的金融危机造成了不可估量的损失，例如 20 世纪 80 年代美国储贷协会危机、巴林银行的倒闭、大和银行的亏损。最近几年，全球经济持续增长，股票、债券和石油等大宗商品市场均出现强劲的投机风潮。在这个过程中，一些金融机构和个人的风险管理意识不仅没有加强，反而明显放松，席卷全球主要金融市场的美国次贷危机根源即在于此。法国兴业银行雇员非法交易的巨额欺诈案的曝光更是再一次暴露了对金融风险管理和监管的不足。从巴林银行的倒闭到美国次贷危机，再到兴业银行欺诈案，事实表明即使在金融市场高度发达的西方，也十分缺乏对金融风险的监督和管理，因此加强对金融风险的监管已经成为全球金融监管的核心。

有效的风险管理不仅能减少损失，还可以通过合理避税、增加投资机会、降低管理成本等途径为金融机构创造价值。随着这些思想逐渐渗入到金融机构的经营理念与发展战略中，如何有效地管理金融风险在现代金融发展中无疑占有举足轻重的地位。

1.1.1 金融风险的概念

关于金融风险可能很多人认为自己已经很清楚了，事实上要回答什么是金融风险并不是一件十分容易的事。要回答什么是金融风险，首先要回答什么是风险。风险是一个人们常用却又十分模糊的概念，学术界对风险的定义虽然说法不一，莫衷一是，但有其核心的思想是共同的，可以说大同小异。美国经济学家、芝加哥学派创始人奈特（Knight）在其 1921 年出版的名著《风险、不确定性及利润》中，比较全面地阐述了什么是金融风险，什么是不确定性，分析了风险与不确定性的关系。奈特认为，真正的不确定性与风险有着密切的联系，也有本质的区别。不确定性是指经济行为人面临的直接或间接影响经济活动的无法充分准确地分析、预见的各种因素，而风险不仅取决于不确定性因素的不确定性的性质，而且还取决于收益函数的性质。所以，他认为，风险是从事前角度来看的由于不确定性因素而造成的损失^①。我们认为奈特所说的造成不确定性的各种因素是风险源，这些风险源可以分为人为的和非人为的、可控的和不可控的，也可以分为原发性和继发性。而奈特所说的风险应该针对风险的主体，从不确定性、损

^① The new Palgrave Dictionary of Money and Finance (III) (《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》), Edited by Peter Newman, Murray Milgate and John Eatwell, Published by Macmillan Press Limited, 1992.

失、风险源和损失的可能（概率）四个方面来理解。不确定性是客观存在的，损失是针对主体而言的，在事前具有不确定性，损失只是一种可能，可以用概率表示，然而在事后损失就具有确定性，可以确定是否发生损失，损失多少？风险源是指影响风险发生的因素和根源，可分为原发风险和继发风险，原发风险又可分为人为和非人为风险，可控和不可控风险。

到目前为止，国内外有关金融风险的文献可谓众多，但对金融风险的解释却不尽相同。我们认为金融风险是指金融主体在金融活动或投资经营活动中，由于某些风险源变化的不确定性可能给金融主体带来的损失。

从上面对金融风险的定义可以看出：金融风险不等于经济损失，它有两种可能，既有蒙受经济损失的可能，又有获得超额收益的可能。因此我们不仅要注意它的消极方面，更要注意它的积极方面。譬如东南亚金融危机在使东南亚各国经济遭受破坏，产生巨大的损失的同时，也使东南亚各国政府更加重视对金融体系建设的完善和对宏观经济、经济结构的调整，使各国的经济发展更加稳健，有助于东南亚各国经济向高层次转变。

金融风险直接表现为货币资本的损失或收益。不确定的经济活动是产生金融风险的必要条件，预期行为目标的偏离是金融风险产生的充分条件。金融风险中包括金融机构在内的各个经济主体主要指从事资金筹集和经营活动的经济实体，它包括居民个人、企业、事业单位、银行、非银行金融机构甚至政府等。

通过上述分析可以看出，金融风险是一个比较宽泛的概念，它既包括可以计量的风险，也包括不能计量的风险，只要进行货币、资金的借贷与经营活动，金融风险就随之形成并有可能成为实际损失。

1.1.2 金融风险的特征

金融风险主要特征有社会性、扩张性、可控性、周期性以及双重性，下面将分别对其进行介绍。

1. 社会性

金融机构不同于其他行业，自有资本占全部资产的比重一般较小，绝大部分资金来自存款和借入资金，因而金融机构的特殊地位决定了社会公众与金融机构的关系是一种依附性的债权债务关系。如果金融机构经营不善，无偿债能力，就会导致客户大量挤兑存款，损害公众利益，因此金融风险具有社会性。

2. 扩张性

现代金融业的发展，各金融机构更加紧密相连、互为依存，使得金融风险带有扩张性的特点。一家银行发生问题，往往会使整个金融体系周转不灵乃至诱发信用危机，这就是所谓的“多米诺”骨牌效应。

3. 可控性

虽然存在经济形势变化和经济情况不确定因素带来的风险，但就微观意义上的某一金融机构而言，并不是说风险就不能抵御和控制。恰恰相反，金融机构可以通过采取增加资本金，调整风险性资产来增强抵御风险的能力，并及时以转移、补偿等方式将风险控制在一定的范围和区间内，从而使得金融风险具有一定的可控性。

4. 周期性

任何金融机构都是在既定的货币政策环境中运营的，而货币政策在周期规律的作用下，有宽松期和紧缩期之分，这使得金融风险也带有一定的周期性。一般来说，在宽松期放款，投资及结算矛盾相对缓和，影响金融机构安全性的因素逐渐减弱，金融风险相对较小；反之，在紧缩期，金融同业间及金融与经济间的矛盾加剧，影响金融机构安全性的因素逐渐增强，金融风险相对较大。

5. 双重性

由于金融风险既可能给从事金融活动的经济主体带来损失，也有可能给他们带来收益，因此金融风险具有双重性。

1.1.3 经济的多变性

在很多情况下，金融风险常常来自于经济的波动和快速的变化。从当前的国际政治、经济以及自然环境看，未来全球经济仍将面临着更多的挑战。经济领域自身的影响包括有国际原油价格的波动、利率的变化、通货膨胀的压力、全球股票市场和房地产市场的波动等。除此之外，经济受到政治和国际安全的影响，同时也受到自然环境的影响。近些年来，世界各地自然灾害频频发生，全球恶劣的自然环境给经济带来了很大的负面影响。例如中国在 2008 年经历的雪灾和地震。总之由于自然环境的变化给全球经济的发展增添了更多的不确定因素，这些因素都使得经济具有多变性。

1.2 金融风险的产生与发展

1.2.1 金融风险产生的理论解释

1. 金融不稳定理论

根据《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》解释，金融不稳定性假说（financial instability hypothesis）是指私人信贷创造机构，特别是商业银行和相关贷款者固

有的经历周期性危机和破产的倾向。^① 金融不稳定及其危机是经济生活的现实，经济繁荣时期就已埋下了金融机能失常与金融动荡的种子。在经济发展的初期，贷款人的贷款条件越来越宽松，企业也充分利用宽松的信贷环境多借款。但是到了经济发展的后期，这些贷款无法偿还会导致金融中介机构经营状况的恶化，随后传导到经济中的各个方面，从而带来全面的经济衰退。

对金融不稳定性假说作出主要贡献的是两位美国经济学家海曼·明斯基 (Hyman Minsky) 和查尔斯·金德尔伯格 (Charles Kindleberger)。明斯基和金德尔伯格都是从周期性角度来解释金融体系不稳定的孕育和发展，可称为“周期性”解释一派。另一派解释是以弗里德曼为代表的“货币主义解释”。弗里德曼和施瓦茨认为如果没有货币过度供给的参与，金融体系的动荡不太可能发生或至少不会太严重，金融动荡的基础在于货币政策，正是货币政策的失误引发了金融不稳定的产生和积累，结果使得小小的金融困境演变为剧烈的金融体系灾难。

2. 非对称信息理论

信息经济学认为，现实世界中信息是不完全的，或者是不对称的，即当事人一方比另一方掌握的信息多。信息不对称必然产生逆向选择和道德风险。逆向选择是交易发生前的信息不对称问题，阿克洛夫 (Akerlof) 1970 年提出的旧车市场模型开创了逆向选择理论的先河，随后斯蒂格利茨 (Joseph E. Stiglitz) 和韦斯将这一模型引入金融市场。道德风险是发生在交易之后的信息不对称问题。借贷市场的道德风险有三种具体表现形式：一是改变资金用途。二是一些有还款能力的借款人可能隐瞒自己的收入，有还款能力但却不归还银行贷款，特别是在缺乏对违约的相应制裁的情况下更是如此。三是借款人取得资金后，对于借入资金的使用效益漠不关心、不负责任、不努力工作，致使借入资金发生损失。

3. 资产价格的剧烈波动理论

许多金融风险都与金融资产价格的过度波动相关，金融资产价格的过度波动是金融风险产生的一个重要来源，金融资产价格的急剧下跌是金融危机的一个重要标志。金融资产价格总是处在不断的波动之中的。从图 1-1 到图 1-9 可以清楚地看到这一点。

金融资产价格波动性的原因主要集中在四个方面：(1) 过度投机的存在。(2) 大量信用和杠杆交易。(3) 宏观经济的不稳定。虽然宏观经济的波动通常并不像股市那样频繁而剧烈，但股市的波动在很大程度上确实来自宏观经济波动的影响。(4) 市场操纵机制作用。所谓证券市场中的操纵行为是指某人或某组

^① 《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》(II)，中文版，76 页，经济科学出版社，2000 年版。

织背离自由供求关系确定证券价格，诱使他人交易证券的行为。通过操纵市场，创造虚假交易繁荣和虚假价格，操纵者牟取利益。为了进一步说明问题，下面主要通过近几年几种金融产品和商品期货的价格走势图来说明金融资产价格的波动。

从图 1-1 至图 1-9 可以看出金融产品的价格波动是比较大的。

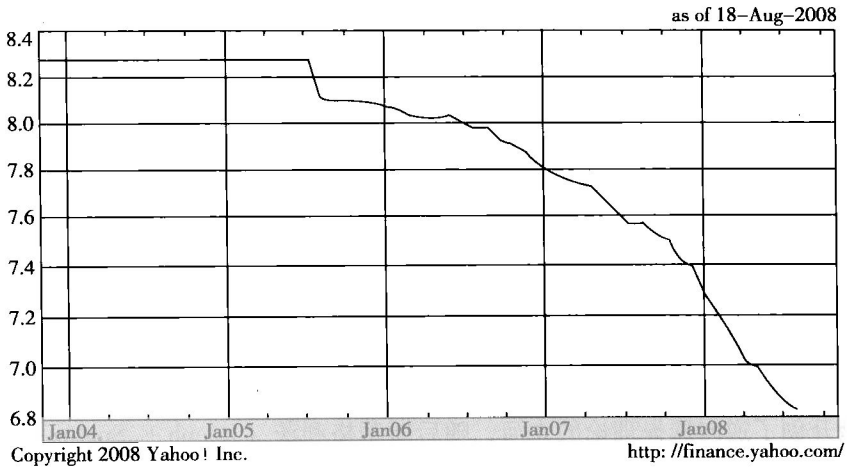


图 1-1 美元对人民币汇率

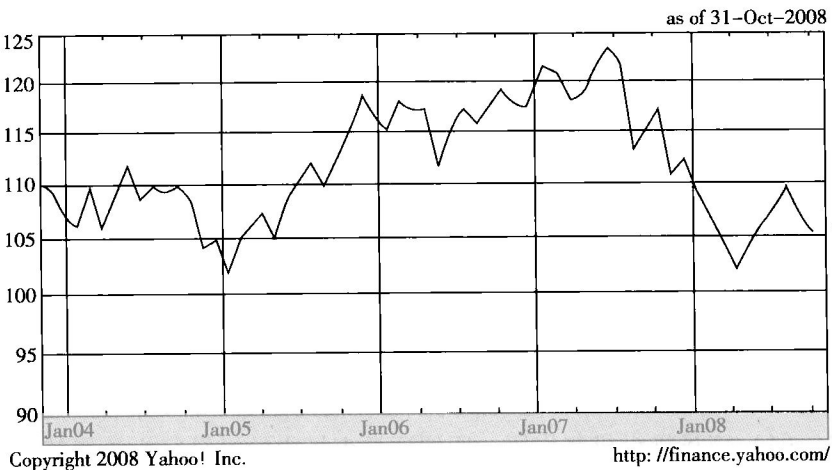


图 1-2 美元对美日元汇率