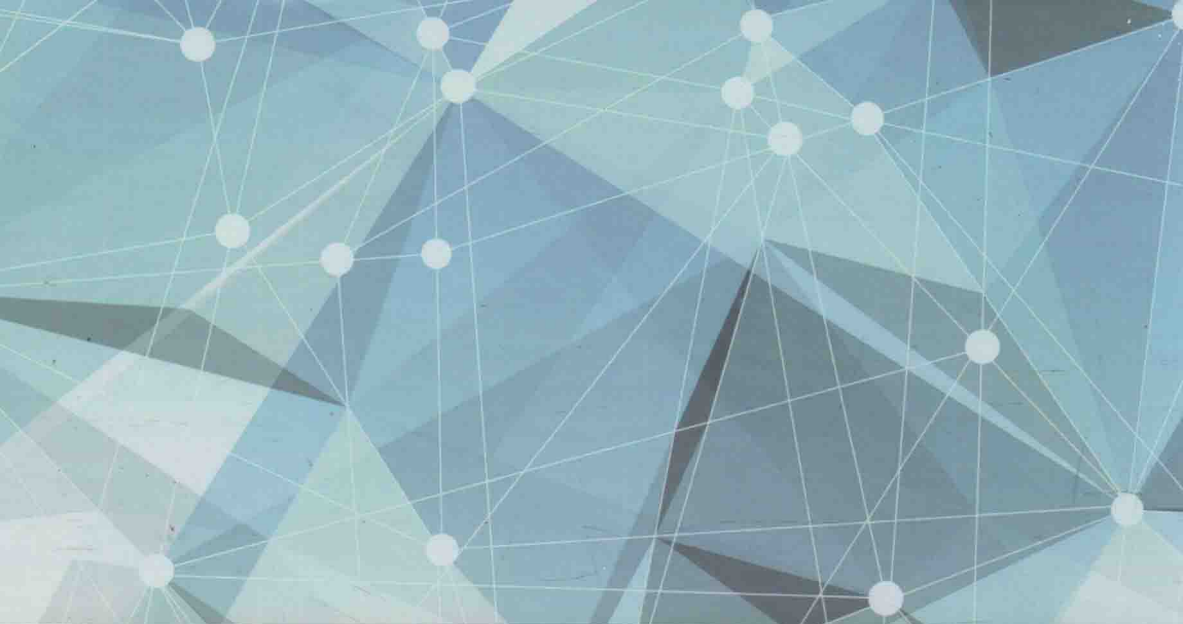




系统性金融风险与 宏观审慎监管研究

陈守东 王 妍/著



科学出版社

系统性金融风险与宏观审慎监管研究

陈守东 王 妍 著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书汇集了近年来作者在我国系统性金融风险与宏观审慎监管研究领域研究成果,主要研究系统性金融风险的内生性机制,从系统性金融风险的产生原因、表现特征、积累扩散机制三个方面对金融风险的动态演变过程和金融周期进行刻画和解释;通过选取风险指标,采用多种先进、适用的经济计量方法对我国金融系统的脆弱性、压力性及稳定性进行研究,同时采用动态计量模型和方法分部门研究金融风险的动态变化及相互关系;通过构建我国金融状况指数以有效地反映我国金融体系运行状况,并利用基于分层狄利克雷混合过程的无限状态隐含马尔可夫区制(MS-IHMM-HDPM)模型研究金融状况指数的区制效应;揭示我国金融状况的长期趋势与周期波动;最后通过宏观审慎监管研究,为金融监管政策的制定提供参考,确保金融体系有能力抵御宏观经济冲击并阻止金融风险向实体经济溢出。

本书适合从事我国宏观经济、金融研究的研究人员及政府相关管理决策部门从事定量分析的工作人员阅读使用,同时也适合高等院校经济、统计、金融、管理等专业的教师、研究生阅读参考。

图书在版编目(CIP)数据

系统性金融风险与宏观审慎监管研究/陈守东,王妍著. —北京:科学出版社, 2016

ISBN 978-7-03-047932-7

I. ①系… II. ①陈… ②王… III. ①金融风险—风险管理—研究—中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 061710 号

责任编辑:马 跃/责任校对:贾伟娟
责任印制:霍 兵/封面设计:无极书装

科学出版社出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

http://www.sciencep.com

北京通州皇家印刷厂 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2016 年 3 月第 一 版 开本:720×1000 1/16

2016 年 3 月第一次印刷 印张:18

字数:363 000

定价:98.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前 言

在经济金融全球化、金融自由化的背景冲击下，金融系统之间的关联性与金融风险传染性日益加强，处于经济核心地位的金融成为一把双刃剑，在提高经济资源配置的同时也积累了巨大的系统风险。微观审慎监管对系统性风险的定义和研究都倾向于考察由个体风险的传染性引发的整体性风险。监管者防范系统性风险是通过对个体的监管，有效防范和化解个体风险，实现对系统性风险的防范，强调系统性风险引致因素的外部属性，在进行风险管理和监管时偏重于微观层面；金融危机爆发以后，监管者对系统性风险的认识有了很大的转变，开始强调它的内生性：金融机构的集体行动通过影响资产价格等方式对实体经济产生影响，而实体经济又通过反馈机理对金融系统产生反作用。

近年来国际金融系统发生了重大的变化，各金融机构之间、经济区域之间的关联性逐渐增强，积累了更大的系统性风险。随着先进技术的演变发展，金融衍生工具等金融创新大量涌现，金融虚拟化、电子化的倾向明显。金融衍生工具大大降低了交易成本，提高了交易效率，但同时衍生工具的非线性与杠杆效应给金融系统带来了较大的金融风险。金融系统是一个拥有多层次、多目标的复杂系统，金融系统在结构层次增加的同时，其复杂性不断增加。由于各个目标之间存在着矛盾，以及多层次所导致的结构复杂性，金融风险具有跨地区、跨行业的传染性，使得金融系统难以很好地进行协调，多种因素的联系加大了金融系统的关联性。近期我国宏观经济金融形势发生了很大改变，金融资产价格波动、利率市场化进程加速、地方政府过度负债、“影子银行”^①风险暴露加重、通货膨胀严重、房地产调控力度加大、宏观经济增长速度放缓等因素都将对实体经济和金融领域产生巨大影响，导致系统性和区域性的金融风险不断积聚。在此背景下，积极防范系统性与区域性金融风险，揭示风险的生成、演化、传导机制，量化评价系统性与区域性金融风险，识别系统重要性金融机构的风险贡献，研究地方政府债务带来的区域性金融风险并识别影子银行的风险暴露，分析我国金融系统在风险压力下的变化，刻画宏观审慎监管指标体系与金融体系压力状况的关联性，分析金融体系与实体经济的相互作用，对于提高我国抵御经济风险和金融风险的能力，实现金融稳定并确保经济稳定发展具有重大理论和实践意义。

^① 影子银行指游离于监管体系之外的，与传统正规的受到中央银行监管的商业银行系统相对应的金融机构（McCulley, 2007）。影子银行业务主要包括投资银行、对冲基金、私募股权基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资等非银行金融机构的业务（何德旭和郑联盛，2009）。

系统性风险既不是一个新概念,也非新问题。早在1964年,美国斯坦福大学的威廉·夏普就定义了微观意义上的系统性风险(systematic risk),即证券市场中不能通过分散投资加以消除的风险,也称不可分散风险或剩余风险。当前国际社会普遍关注的则是宏观意义上的系统性风险(systemic risk)。尽管“systemic risk”与“systematic risk”两词的语言学含义相近,但金融学上的意义却明显不同,国际清算银行(Bank for International Settlements, BIS)在20世纪70年代就已经关注系统性风险,单个金融机构健康并不意味着整个金融系统势必安全(Borio, 2003; 周小川, 2011),并指出“仅加强单个金融机构的监管不足以维护金融稳定,应该关注整个金融体系的风险”(Borio, 2009)。

系统性金融风险中的系统性有两方面含义:一方面是指一个事件影响了整个金融体系的功能;另一方面是指一个事件让看似不相干的第三方也付出了一定的代价。系统性金融风险通常被定义为全部或部分金融机构、金融市场损害带来的金融服务或功能受到破坏并且对实体经济具有潜在负向冲击的风险(IMF^①, 2009a)。

对宏观系统性风险的认识一般从两个角度进行。①微观角度:倾向于考察由个体风险的传染性引发的整体性的风险;强调系统性风险引致因素的外部属性(初始冲击)。这时风险扩散的核心通道是金融机构资产负债表的高度关联性。风险管理和监管偏重于微观层面的微观审慎监管方式,主要强调通过对个体的监管,有效防范和化解个体风险以实现系统性风险的防范。②宏观角度:侧重研究金融机构、金融市场共同的宏观经济风险暴露所带来的系统性风险;强调系统性风险的内生性(包括冲击事件和扩散过程)。风险扩散通过多种渠道。BIS首次对宏观审慎监管的概念进行了界定,比较了微观审慎监管和宏观审慎监管的方式,强调金融稳定需要加强宏观审慎监管(Lamfalussy, 1979)。

宏观审慎监管是为了维护金融体系的稳定,防止金融系统对经济体系的负外部溢出而采取的一种自上而下的监管模式,是将金融系统作为一个整体进行监管的方式。1991年时任美国纽约联邦储备银行行长的科里根指出“系统性风险是银行不同于加油站和家具店的最重要特征”。金融体系发生系统性风险的可能性要显著高于其他经济和社会体系(Friedman et al., 1991)。细数20世纪80年代以来的金融危机,其中较为著名的有80年代的拉美主权债务危机、1987年美国股市大崩盘、1992年欧洲货币汇率机制危机、1994年墨西哥金融危机、1997年亚洲金融危机、2002年阿根廷和土耳其金融危机、2007~2009年全球金融危机及2010年以来的欧洲主权债务危机。2007年美国次贷危机导致的国际金融危机爆发后,监管者对系统性风险的认识有了很大的转变,“系统性风险”“宏观审慎监管”“顺周期性”“金融稳定”等问题在危机之后被金融界研

① 国际货币基金组织(International Monetary Fund)。

究者、监管者和从业者广泛重视。监管者更加关心金融系统与实体经济的关联性：金融机构的集体行动通过影响资产价格等方式对实体经济产生影响，而实体经济又通过反馈机理对金融系统产生反作用。在金融系统与实体经济的正反馈作用机制中，金融机构的风险暴露不断增大，此时甚至是一个较小的冲击也将带来金融机构的普遍的损失，系统性金融风险随之发生。因此，迫切需要在当前我国宏观经济金融背景下及微观经济金融结构下，研究金融风险的防范监管措施，“守住不发生系统性和区域性风险底线”。我国应该清醒地认识到现有金融体系和金融发展模式中所存在的弊端和欠缺，充分意识到金融发展过程的潜在风险。对金融机构、金融市场、经济区域之间的系统性与区域性风险进行切实有效的防范是我国金融发展的重要方向，同时加强宏观审慎监管成为各主要经济体金融改革的重要内容。

全书共 16 章，以下为主要研究内容。

第 1 章为绪论，内容包括研究背景和研究意义、研究价值、研究内容及创新性、研究的主要方法。其中，1.1 节介绍了本书的国际背景和国内背景，在国际金融关联性愈发紧密的条件下，以美国次贷危机为起点的国际金融危机爆发对我国经济金融各方面产生了重要的冲击影响，虽然国内尚未出现系统性的金融风险，但是已经出现了各种金融不稳定现象；1.2 节给出了研究系统性金融风险的生成演化机制、识别系统重要性金融机构的风险贡献及展开宏观审慎监管研究的学术价值和实践意义。

第 2 章～第 15 章为本书的主体研究部分。

第 2 章为文献综述及研究进展，详细给出了目前国内外在相关方面的研究进展，包括系统性金融风险生成演化机制研究、系统性金融风险的度量研究、宏观审慎监管研究等方面的进展，通过对文献的梳理给出了相应的文献梳理评述。

第 3 章从明斯基的金融不稳定视角研究系统性金融风险，对系统性金融风险的内涵和生成原因进行了系统的阐述与分析，基于系统性金融风险不同阶段的表现特征，将其生成演化过程划分为三个阶段，并给出了相应的风险度量指标和方法。进一步地，本书对金融系统中风险的动态演变过程和金融周期进行了刻画与解释。本书认为金融不稳定性及其周期性波动是系统性金融风险或更严重的金融危机产生的根本原因，并且金融系统的结构变化加剧了金融不稳定性。当前我国金融系统中的主要不稳定因素包括影子银行风险暴露加重、地方政府过度负债及房地产市场的潜在风险等。政府监管部门应该密切关注不同阶段金融风险的动态变化，在金融系统受到冲击后，政府要进行适当的干预，防止风险的过度积累而演变成严重的系统性金融风险或金融危机。

第 4 章为系统性金融风险的生成演化机制研究，本章从系统性金融风险的

产生原因、特征、积累扩散机制三个方面详细地从理论上对系统性金融风险进行研究。

第5章为金融脆弱性和金融压力性研究。系统性金融风险的建立阶段体现为金融脆弱性(financial fragility),这种金融脆弱性具有内生性特征,伴随着经济的繁荣,金融脆弱性不断增加,并对金融系统产生压力,这时金融风险体现为金融压力,而当压力不断积聚扩大,若受到外部冲击,即使是很小的冲击,金融风险将实现,进一步演变为系统性金融风险,并对实体经济产生严重的负面影响。本章对时间维度上的风险生成演化进行量化研究,分别选取风险指标通过计量方法度量我国金融系统的金融脆弱性和金融压力性。

第6章研究了不确定性冲击下的利率传导机制。利率传导机制的不确定性直接影响着货币政策框架的传导效率。这一章应用马尔可夫区制转移时变系数模型将利率不确定性分解为利率内在不确定性和外在不确定性两部分。采用Dirichlet-VAR模型考察了利率不确定性冲击下,政策利率和市场利率之间的传导关系,通过二元和多元分析给出了不确定条件下利率的核心传导结构。

第7章~第9章分别为银行体系、外汇市场及资本市场的金融风险研究,这三章分别以典型的金融部门为研究对象,通过计量经济学的模型和方法研究了金融风险的动态变化。第7章为银行体系的金融风险研究,对产生于银行体系的金融脆弱性进行计量研究,并分析其与宏观经济之间的影响关系。第8章为外汇市场的金融风险研究,通过构建时变参数马尔可夫区制转移异方差模型考察了人民币汇率变化的不确定性,并研究了其对我国外汇储备的影响。第9章通过建立一个不完全信息情景下基于多阶段决策的资本资产定价模型框架,推导了两种资本的条件相关系数,证实了两种资本在不同的信息冲击下条件相关系数的非对称性。基于该模型推论结果,研究我国股市和宏观经济的动态条件相关性是否也受不确定的政策冲击的影响,进而为我国股市不能实时、准确而显著地充当宏观经济“晴雨表”提供实证支持,进一步运用基于状态空间模型的马尔可夫区制转移时变系数模型分别实证检验股票市场和房地产市场的不稳定性,并研究资本市场不稳定性对经济增长的影响。

第10章为系统重要性金融机构研究,这一章度量了单一机构的系统性风险贡献,并识别出我国的系统重要性金融机构。另外,还使用面板回归分析了金融机构系统性风险贡献的影响因素。从横截面维度识别对我国金融系统具有较高的风险贡献的系统重要性金融机构。

第11章为国外冲击对我国系统性金融风险的影响研究,主要关注美国的货币政策调整对我国系统性金融风险的影响。

第12章为我国金融市场间风险传染研究。这一章基于VAR-GARCH-M-BEKK模型对我国的股票市场、债券市场、外汇市场、货币市场的均值与波动溢出效应进

行深入研究,探讨我国金融市场间“风险传染”(risk contagion)的作用机理,揭示出目前我国的主要矛盾是进一步提高各金融市场之间关联性的问题,使货币政策有较高的传导效率。

第13章为我国金融状况指数构建及货币市场稳定性研究。这一章基于高维贝叶斯动态因子模型构建了我国金融状况指数(financial conditions index, FCI)以有效地反映我国货币市场的运行状况,进一步从金融不稳定性的角度出发,利用基于分层狄利克雷混合过程的无限状态隐含马尔可夫区制(infinite hidden markov switching model combined with hierarchical Dirichlet process mixture model, MS-IHMM-HDPM)模型研究 FCI 的区制效应。FCI 在宏观经济运行的不同阶段均表现出明显的平稳性和稳定性特征,我国货币市场从总体上来说并不存在很严重的系统性风险;然而金融状况在宏观经济运行的不同阶段的稳定性强弱却存在显著差异,当经济运行环境处于金融危机中时我国货币市场面临的稳定性最弱。

第14章基于我国的 FCI,通过趋势周期分解试图揭示我国金融状况的长期趋势与周期波动的产生原因,并在此基础上进行预测。结果指出 FCI 很好地刻画了我国的金融状况,我国金融周期与货币政策周期高度一致;FCI 可作为金融经济变量的先行指标;随机性趋势与 FCI 趋势高度一致,随机冲击是我国金融状况剧烈波动的原因;预测显示我国金融状况将渐进式“走出最坏,逼近光明”。

第15章为宏观审慎监管研究,主要从系统性金融风险监管的历史演变、宏观审慎监管方式及以逆周期监管资本为例研究了宏观审慎监管与金融稳定的关系,进行了宏观审慎监管政策研究,并构建了宏观审慎监管的框架。

第16章对研究工作进行了总结。

本书是作者所主持的国家社会科学基金项目“系统性金融风险与宏观审慎监管研究”(12BJY158)、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“金融危机对我国经济金融冲击的动态计量与国家金融安全预警研究”(2009JJD790015)、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“中国系统性金融风险防范与金融稳定性计量研究”(14JJD790043)的部分研究成果。本书各章的作者,以及学术成果发表的学术刊物、发表时间及改动的情况在各章脚注中给出。尽管如此,还要对为项目研究工作做出重要贡献的已毕业的王妍博士、王寅博士、陶冶会博士、谷家奎博士、易晓微博士,在校的博士研究生刘洋、张丁育、章秀,以及硕士研究生孙彦林、毛志方、赵郁菲表示感谢。并感谢博士研究生刘家亦、周彻,以及硕士研究生吕双、林思涵、祖明宇对本书的认真校对。

感谢吉林大学数量经济研究中心和商学院为我们的研究工作提供了良好的学术氛围和环境。

感谢吉林大学商学院刘金全院长对本书出版所给予的大力支持。

有关系统性金融风险与宏观审慎监管研究的文献与研究成果浩如烟海，本书的研究也只是沧海一粟，尽管我们本着严谨的写作态度，运用翔实的资料和数据，力求对我国系统性金融风险与宏观审慎监管研究做出微薄贡献，但是由于水平有限，书中存在不足之处在所难免，恳请经济与金融界的专家、同行不吝赐教！

陈守东

2015年9月于长春

目 录

第1章 绪论	1
1.1 选题背景与意义	1
1.2 研究价值	3
1.3 研究内容及创新性	4
1.4 研究的主要方法	6
第2章 文献综述及研究进展	8
2.1 系统性金融风险生成演化机制研究	8
2.2 系统性金融风险的度量研究	10
2.3 宏观审慎监管研究	12
2.4 文献梳理的评价	14
2.4.1 在系统性金融风险生成演化机制研究方面的评价	14
2.4.2 在系统性与区域性金融风险量化方面的评价	15
2.4.3 在系统性与区域性金融风险防范对策研究方面的评价	15
第3章 系统性金融风险研究——金融不稳定的视角	17
3.1 系统性金融风险	17
3.2 系统性金融风险的生成与演变及金融周期	19
3.3 金融系统结构变化及我国的金融不稳定性	21
3.4 本章小结	23
第4章 系统性金融风险的生成演化机制研究	25
4.1 系统性金融风险的产生原因	25
4.1.1 传统的金融传染理论	25
4.1.2 内生的金融不稳定理论	26
4.2 系统性金融风险的特征	27
4.3 系统性金融风险的积累扩散机制	29
4.3.1 系统性金融风险的积累	29
4.3.2 系统性金融风险的扩散机制	30
第5章 金融脆弱性和金融压力性研究	32
5.1 我国的金融脆弱性研究	32
5.1.1 金融脆弱性的背景及理论基础	32
5.1.2 模型方法与数据处理	33

5.1.3 金融脆弱性共同因子	35
5.1.4 金融脆弱性对宏观经济的非对称影响	40
5.2 我国的金融压力性研究	43
5.2.1 金融压力的理论基础	43
5.2.2 我国金融压力指标的选取	44
5.2.3 我国金融压力指数的合成	49
5.2.4 我国的金融压力状态分析	52
5.3 本章小结	56
第6章 不确定性冲击下的利率传导机制研究	58
6.1 货币市场基准利率、货币市场利率和资本市场收益率	58
6.2 利率不确定性及其传导机制的计量模型分析	60
6.2.1 利率不确定性模型——时变参数马尔可夫区制转移模型	60
6.2.2 利率传导模型——Dirichlet-VAR 模型	61
6.2.3 变量选择	62
6.3 利率不确定性分解	63
6.4 货币政策不确定冲击下的利率传导关系	64
6.5 本章小结	68
第7章 银行体系的金融风险研究	70
7.1 银行体系脆弱性概念界定	70
7.1.1 银行体系脆弱性的内涵	70
7.1.2 银行风险、银行体系脆弱性与银行危机	71
7.1.3 银行体系脆弱性向银行危机转化机制	72
7.2 我国银行体系脆弱性指标选择	73
7.2.1 我国银行体系脆弱性外在表现	73
7.2.2 脆弱性核心测度指标体系构建	80
7.3 我国银行体系脆弱性及其与宏观经济关联影响	82
7.3.1 数据样本与我国银行体系脆弱性指数	82
7.3.2 银行体系脆弱性实证模型	84
7.3.3 我国银行体系脆弱性的实证研究	86
7.4 本章小结	90
第8章 外汇市场的金融风险研究	91
8.1 外汇市场金融风险研究的理论和实证模型	91
8.1.1 人民币汇率变化不确定性的理论和实证模型	91
8.1.2 汇率变化不确定性对外汇储备的影响的理论和实证模型	93
8.1.3 数据描述与处理	94

8.2 人民币汇率变化不确定性	94
8.3 基于汇率变化不确定性的外汇储备增长研究	97
8.4 本章小结	99
第9章 资本市场的金融风险研究	101
9.1 政策不确定下我国股市与宏观经济相关性的非对称效应研究	102
9.1.1 理论分析与模型设定	102
9.1.2 数据说明与实证分析	106
9.1.3 动态条件相关性分析	109
9.2 股票市场的不稳定性研究	114
9.2.1 股票市场不稳定性的模型构建	114
9.2.2 我国股票市场不稳定性的实证分析	115
9.3 房地产市场的不稳定性研究	123
9.3.1 房地产市场不稳定性的模型构建	123
9.3.2 我国房地产市场不稳定性的实证分析	125
9.4 本章小结	133
第10章 系统重要性金融机构研究	136
10.1 我国上市商业银行的系统性风险贡献研究	136
10.1.1 基于分位数回归的 CoVaR 模型	136
10.1.2 上市商业银行的系统性风险贡献	138
10.2 金融机构系统性风险贡献及影响因素研究	146
10.2.1 极端分位数回归模型	147
10.2.2 极端分位数回归技术的系统性风险贡献 CoVaR 度量	148
10.2.3 系统性风险贡献影响因素分析	154
10.3 本章小结	156
第11章 国外冲击对我国系统性金融风险的影响研究	158
11.1 美国非常规货币政策对我国金融市场影响：理论和实证模型	158
11.1.1 美国非常规货币政策影响的理论基础	158
11.1.2 美国非常规货币政策影响的实证模型	159
11.2 美国非常规货币政策对我国利率期限结构的影响：实证分析	164
11.2.1 实证模型估计结果	164
11.2.2 美国非常规货币政策冲击下的中国利率期限结构	166
11.3 本章小结	173
第12章 我国金融市场间风险传染研究	175
12.1 金融市场间风险传染理论研究	175
12.1.1 股票市场的均值与波动溢出效应研究	175

12.1.2	债券市场的均值与波动溢出效应研究	176
12.1.3	外汇市场的均值与波动溢出效应研究	177
12.1.4	多市场间均值与波动溢出效应研究	177
12.2	理论基础与模型建立	178
12.2.1	风险传染机制	178
12.2.2	模型建立	179
12.3	参数估计与实证分析	180
12.3.1	数据描述	180
12.3.2	描述性统计	181
12.3.3	模型估计	182
12.3.4	结果分析	184
12.4	本章小结	191
第 13 章	我国金融状况指数构建及货币市场稳定性研究	193
13.1	研究方法 with 数据处理	195
13.1.1	高维贝叶斯动态因子模型	195
13.1.2	基于分层狄利克雷混合过程的无限状态隐含马尔可夫区制模型	197
13.1.3	数据选取与处理	198
13.2	FCI 的效用检验	199
13.2.1	FCI 的估计	199
13.2.2	FCI 与通货膨胀率的相关性分析	201
13.2.3	非线性 Granger 因果分析	202
13.2.4	预测能力分析	203
13.3	FCI 的区制特征	204
13.3.1	FCI 的区制识别	204
13.3.2	FCI 的区制效应	207
13.4	本章小结	208
第 14 章	我国金融状况估计及趋势周期分解	210
14.1	我国 FCI 的估计	210
14.1.1	2002 年中旬之前的金融景气周期循环	212
14.1.2	2002 年下半年至 2012 年年底的金融景气周期循环	213
14.1.3	2012 年年末至今的金融景气周期循环	216
14.2	我国金融状况趋势周期分解	218
14.3	我国 FCI 的预测	221
14.4	本章小结	222

第 15 章 宏观审慎监管研究	223
15.1 系统性金融风险监管的历史演变	223
15.2 微观审慎监管的滞后性——以影子银行为例	225
15.2.1 微观审慎监管滞后与监管套利	225
15.2.2 微观审慎监管滞后与金融危机	227
15.3 传统金融监管主要手段与宏观审慎监管主要方式	230
15.3.1 传统金融监管主要手段	230
15.3.2 宏观审慎监管主要方式	231
15.4 宏观审慎监管与金融稳定——以逆周期监管资本为例	233
15.4.1 变量与模型选择	234
15.4.2 逆周期监管资本对 FCI 的时变影响	237
15.5 宏观审慎监管的框架建立	241
15.5.1 后危机时代世界主要国家宏观审慎监管框架的构建方式	241
15.5.2 我国宏观审慎监管存在的主要问题	243
15.5.3 我国宏观审慎监管框架的构建方式	245
第 16 章 研究总结	249
参考文献	256

第1章 绪 论

1.1 选题背景与意义

随着经济金融化、金融全球化发展,现代金融体系已成为一个互相依存、互相关联的有机整体。20 世纪 90 年代以来,金融创新和金融交易快速发展,各国(地区)金融市场相关度进一步增强。竞争的加剧、汇率的波动、国际短期金融资产的流动及经济发展战略的失误,都可能引发一国(地区)甚至多国(地区)金融危机。2008 年以来,以美国次贷危机为根源的全球金融危机的爆发、欧洲债券危机、欧洲部分国家主权评级下调及最近的欧元区危机,全面深刻地影响了世界各国的经济。金融机构触目惊心的巨额损失已强烈折射出现有金融监管体系的脆弱性和局限性,其变化演进已明显滞后于金融体系的飞速发展。金融危机爆发以后,监管者对系统性风险的认识有了很大的转变,开始强调它的内生性:金融机构的集体行动通过影响资产价格等方式对实体经济产生影响,而实体经济又通过反馈机理对金融系统产生反作用。近年来国际金融系统发生了重大的变化,各金融机构之间、经济区域之间的关联性逐渐增强,积累了更大的系统性风险。随着先进技术的演变发展,金融衍生工具等金融创新大量涌现,金融虚拟化、电子化的倾向明显。金融衍生工具大大降低了交易成本,提高了交易效率,但同时衍生工具的非线性与杠杆效应给金融系统带来了较大的金融风险。金融系统是一个拥有多层次、多目标的复杂系统,金融系统在结构层次增加的同时,其复杂性不断增加。由于各个目标之间存在着矛盾,以及多层次所导致的结构复杂性,金融风险具有跨地区、跨行业的传染性,使得金融系统难以很好地进行协调,多种因素的联系加大了金融系统的关联性。

近期我国宏观经济金融形势发生了很大改变,金融系统中的不稳定现象越发增多,金融风险呈现不断积聚的状态,主要体现在以下几个方面:首先,商业银行存在流动性风险隐患。2013 年 6 月我国银行体系出现全面的资金紧张,银行间隔夜拆借利率飙升,主要商业银行出现“钱荒”。流动性紧缺暴露出我国银行部门在信贷投放和风险管理等方面的弊端。银行体系的大量信贷过度集中在房地产相关贷款和地方政府融资平台贷款。根据中国人民银行的统计数据,2013 年我国主要金融机构及小型农村金融机构、外资银行的人民币房地产贷款余额 14.61 万亿元,同比增长 19.1%;全年房地产贷款余额增加 2.34 万亿元,增量占同期各项贷款增量的 28.1%。另外,根据中国银行业监督管理委员会(以下简称银监会)的

统计数据, 2012 年年底地方融资平台贷款规模为 9.3 万亿元, 占银行贷款余额的 13.8%。信贷的过度集中加剧了银行体系共同的风险暴露, 为系统性金融风险的出现埋下隐患。其次, 影子银行业务风险暴露加重。据统计, 截至 2013 年年底, 全国共有小额贷款公司 7839 家, 贷款余额 8191 亿元, 全年新增贷款 2268 亿元。进入地方融资平台和房地产市场等领域的理财产品的高额回报率, 吸引了众多投资者。然而, 这些理财产品尚未进入大规模兑付阶段, 其本金偿付能力存在不确定性。同时, 影子银行业务通常与传统的银行业务关联紧密, 对银行融资的高度依赖性, 导致其风险很容易溢出到正规银行体系。再次, 地方政府过度负债问题严重。根据审计署 2013 年 6 月 10 日发布的《36 个地方政府本级政府性债务审计结果》, 截至 2012 年年底, 36 个地方政府本级政府性债务余额 38 475.81 亿元, 比 2010 年增加 4409.81 亿元, 增长 12.94%; 2011 年、2012 年和 2013 年是地方政府债务偿还的高峰期, 到期偿付的债务总额分别为 26 246.49 亿元、18 402.48 亿元和 12 194.94 亿元。同时, 地方政府通过信托等方式的变相融资行为也将加剧金融系统中的流动性风险。最后, 我国房地产市场的波动蕴涵风险。我国的房地产贷款占据着银行贷款的较大比重, 同时随着我国信托业等非银行金融机构的发展, 大量理财产品也集中于房地产市场。中国信托业协会的统计数据显示, 截至 2013 年年底, 房地产信托余额为 1.03 万亿元, 占比为 10.03%。房地产信托在 2014 年将面临较大兑付压力, 其对金融系统流动性的冲击将十分巨大。

随着危机的爆发和冲击, 金融微观审慎监管预防和抵御金融风险的能力受到了广泛质疑。加强系统性金融风险的防范、监管理论的研究和相应政策的实施, 将监管辐射至整个金融体系层面, 着眼于金融机构内局部风险与金融机构间全局风险的级联效应, 通过有效的政策实施, 抑制跨市场和跨行业的金融同质性与顺周期性, 全面防范和化解系统性风险, 已成为国际社会金融监管的改革共识, 是各国政府与投资机构孜孜以求的目标。尽管各国已经做出了巨大的努力, 仍然存在许多问题需要解决。其中, 最重要的两个亟待解决的问题: 一是对系统性风险的认识, 各国政策制定者、监管机构、学术界及实践者没有达成共识, 对系统性风险的生成演化机制还没有一个清晰的认识。二是目前还没有一个具有可操作性的系统性风险防范和宏观审慎监管框架。因此, 迫切需要对系统性风险的识别、生成演化机制及度量和监管模式进行研究, 并进一步构建一个具有可操作性的系统性金融风险防范、监管及协调体系。

近年来频繁发生各种重大金融事件与异常波动, 特别是大规模、灾难性的金融危机都表明金融机构之间的关联性和传染性正在逐渐增强, 同时也给金融系统带来了巨大的风险与不稳定性。经济进入后金融危机时期, 我国监管机构认识到现有金融监管体系中所存在的弊端和缺陷及金融发展中潜在的风险, 宏观审慎监管政策框架成为国际金融改革方向, 加强宏观审慎监管已经成为各主要经济体金

融改革的重要内容。宏观审慎监管的前提是对系统性的金融风险的有效度量,本书中关于金融稳定和内生性的研究,即金融机构的集体行动如何通过影响资产价格等方式对实体经济产生影响,而实体经济又如何通过反馈机理对金融系统产生反作用,将有助于更清晰地认识风险在金融系统内的生成演化机制,包括风险的产生、积累、实现及传导扩散的具体过程;系统重要性金融机构的研究有助于识别对我国金融系统具有较大风险贡献的金融机构,并研究影响金融机构系统重要性的主要因素,这将为有针对性地采取风险防范监管措施提供实证基础;宏观审慎监管研究为系统性风险的防范提供了政策基础,有助于采取实时有效措施对风险进行预警和管理,在系统性金融风险的理论研究与量化分析的基础上,探索防范系统性金融风险的措施及对策建议,从政策制度等具体操作上进行规范,使系统性金融风险得到有效控制和化解。为此,积极开展防范系统性金融风险、识别系统重要性金融机构的风险贡献、展开宏观审慎监管研究,刻画宏观审慎监管指标体系与金融体系压力状况的关联性,分析金融体系与实体经济的相互作用,对于提高我国抵御经济风险和金融风险的能力、增强金融监管的有效性、实现金融稳定并确保经济稳定发展具有重大理论和实践意义。

1.2 研究价值

本书的研究价值在于以下几方面。

第一,揭示系统性金融风险生成演化机制。单个金融机构内部的各类风险相互交织、传染、膨胀,最终可能使得这种累积性的风险转变为金融体系的系统性风险。而系统性风险突变为危机集中爆发,将会给经济社会发展带来巨大冲击。近年来,经济的高速发展和制度的全面变迁导致金融风险的种类、性质、分布及传导机制频繁变动,金融资产的证券化、金融工具的复杂化和多样化、金融机构与产业的集中化、金融活动的全球化、信息化和网络化正在显著地改变金融系统风险的性质。同时,由多个子系统和众多影响因素构成的金融风险生成系统内部各子系统和各要素之间互相影响、互相依存,彼此之间的关系错综复杂。以上因素致使传统的金融系统风险理论已经无法解释系统性金融风险产生原因和传播机制,导致监管部门很难对系统性风险进行有效的防范和监管。因此,本书系统地比较、分析、研究全球系统性金融风险生成及演化机制,认识系统性金融风险的内生性,即金融机构的集体行动如何通过影响资产价格等方式对实体经济产生影响,而实体经济又如何通过反馈机理对金融系统产生反作用,试图搭建起金融系统宏、微观联通机制的分析框架与逻辑结构,以期实现对系统性金融风险的有效防范与控制。

第二,量化分析与评价系统性金融风险。有效的风险防范监管的前提是对风