



· 经济学博士文库 ·

DOCTORAL LIBRARY OF ECONOMICS

金融风险传导 机理研究

—— 张志英◎著 ——



STUDY ON
CONDUCTION MECHANISM
OF FINANCIAL RISK



中国市场出版社
China Market Press



· 经济学博士文库 ·

DOCTORAL LIBRARY OF ECONOMICS

金融风险传导 机理研究

江苏工业学院图书馆
藏书章



CONDUCTION MECHANISM
OF FINANCIAL RISK



中国市场出版社
China Market Press

图书在版编目 (CIP) 数据

金融风险传导机理研究/张志英著. —北京: 中国市场出版社, 2009. 6

ISBN 978 - 7 - 5092 - 0561 - 7

I. 金… II. 张… III. 金融危机 - 影响 - 研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 069541 号

书 名: 金融风险传导机理研究

著 者: 张志英

责任编辑: 许 慧 (xu_hui1985@126.com)

出版发行: 中国市场出版社

地 址: 北京市西城区月坛北小街 2 号院 3 号楼 (100837)

电 话: 编辑部 (010) 68012468 读者服务部 (010) 68022950

发行部 (010) 68021338 68020340 68053489

68024335 68033577 68033539

经 销: 新华书店

印 刷: 河北省高碑店市鑫宏源印刷包装有限责任公司

规 格: 880 × 1230 毫米 1/32 7.75 印张 220 千字

版 本: 2009 年 6 月第 1 版

印 次: 2009 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5092 - 0561 - 7

定 价: 25.00 元

摘 要

20 世纪八九十年代爆发的金融危机具有一个非常明显的特征,即一国爆发了金融危机,会立即传导给周边国家或与危机爆发国有密切联系的国家,引发区域性金融危机,从而给这些国家造成严重的经济损失。由于金融风险的积累和传导是引发金融危机的重要因素,因此,金融风险及其传导正日益成为全球金融机构和监管部门关注的焦点之一。本书依据规范研究与实证研究相结合的研究思路,采用经济学、金融学、博弈论等理论与方法对金融风险传导进行了系统研究:分析了金融风险传导的构成要素,在此基础上剖析了金融风险的传导机制,指出金融风险传导具有临界性、方向性、扩散性、传导强度的差异性及传导结果的两面性等特征,剖析了金融风险扩散、蔓延的作用机理,研究了金融风险传导的整个过程,并提出金融风险传导的防御对策。全书各章的内容安排如下:

第一章 主要论述研究背景,评析国内外相关研究文献以及本研究的重要意义。

第二章 阐述了金融风险传导的基础理论,主要包括季风效应、溢出效应及羊群效应,从理论根源上解释了金融风险的传导。

第三章 界定了金融风险、金融风险传导及金融风险传导机理的概念及研究范围,总结了金融风险传导的特征,分析了金融风险传导过程中的构成要素,包括风险源、被传导对象、传导路

径、传导载体、传导效应及传导强度等，这些要素相互联系、相互影响并相互作用，共同构成了金融风险的传导。

第四章 论述了金融风险传导的识别，主要包括正确判断风险及风险传导源；在风险传导识别的基础上，对风险进行了定量分析和描述，即风险传导的衡量。

第五章 分析了金融风险传导的原因，并从金融自由化程度不高及完全自由化角度研究了金融风险的传导机制，建立了金融风险与金融危机相互关系的模型，提出了金融风险传导的防御对策。

第六章 通过分别考察金融子市场内部及金融子市场之间的联动，揭示它们之间存在着联动关系，实证检验了它们之间的风险传导，通过一系列实证分析表明：我国金融市场上存在着风险传导，并且其传导具有一定的时滞。

第七章 通过对金融市场的混沌与分形特征进行研究，发现我国资本市场具有分形特征，表明我国资本市场中，在短期内可以用历史价格来预测其未来的价格变动趋势，但它是非周期性的。

第八章 进行总结和研究展望，并对金融风险传导进程中如何防范和化解风险提出了笔者独到的启示和建议。

关键词：金融风险 风险传导 金融危机

Abstract

The 20th century, the '80s and '90s there is a very obvious feature of the financial crisis, namely that a country's financial crisis will immediately transfer to the neighboring or closely linked to countries, regional financial crisis triggered in order to give these caused serious economic losses. The accumulation and conduction of financial risks is an important factor of the financial crisis, therefore, financial risk and it's conduction is becoming one of the focus of global financial institutions and regulatory departments. This book studies on financial risk's conduction according to normal and empirical research, and economics, finance, game theory and other theories. It analyses the constituent elements of financial risk's conduction, on the basis of analysis of the financial risks of conduction mechanism. Point out there are characteristics of critical, directional, proliferation, and the difference in conduction intensity and both aspects of conduction result. Analyse the spread of financial risk and the mechanism of the spread; study on the whole process of financial risk's conduction; put forward defensive countermeasures of financial risk's conduction. The contents of this book are as follows;

Chapter 1 Introduce the background of this research. Summarize related researches on domestic and international documents.

Chapter 2 Set forth basic theories of financial risk's conduction, including monsoonal effect, spill - over effect and herd effect.

Explain theoretic roots of financial risk's conduction.

Chapter 3 Define the concepts and scope of financial risk 、 it's conduction and conduction mechanism, summarize the feature of financial risk's conduction. Analyse factors of financial risk conduction, including risk source, conduction carrier, conduction path, conduction effect and conduction intensity.

Chapter 4 Discusses the identification of financial risk conduction, including the source of risk and risk conduction; On this bases, it is also a quantitative analysis and description, that is, measuring risk conduction.

Chapter 5 Discuss the causes for financial risk conduction. Analyse financial risk's conduction mechanism from the low level and complete financial liberalization, establish a model between financial risk and financial crisis, put forward defense response of financial risk's conduction.

Chapter 6 Through the study of financial sub-market, respectively, internal and financial linkage between the sub-market, and reveal the existence of linkage relationships between them; empirical test of the risk conduction between them, a series of empirical analysis shows that China's financial market there is a risk conduction, and its conduction delay has some.

Chapter 7 Research on China's financial market chaos and fractal characteristics. It shows there is fractal characteristics in China's capital market. This indicates it can be used to predict future price changes through historical prices in the short term, but it is a non-recurrent.

Chapter 8 Summarize and research prospects, put forward recommendations and suggestions to prevent and defuse risks in financial risk's conduction process.

Key Words: Financial Risk Risk Conduction Financial Crisis

目 录

第一章 导 论	(1)
第一节 研究背景和研究意义	(1)
1. 研究背景	(2)
2. 研究意义	(5)
第二节 国内外文献综述	(7)
1. 金融基础理论	(7)
2. 金融风险理论的研究现状	(17)
3. 传导理论的研究现状	(26)
4. 对研究文献的综合评价	(41)
第三节 研究内容和研究方法	(42)
1. 研究内容	(42)
2. 研究方法	(44)
第二章 金融风险传导的基础理论	(46)
第一节 季风效应 (Monsoonal Effect)	(46)
1. 理论内容	(46)
2. 案例分析	(48)
第二节 溢出效应 (Spill-over Effect)	(49)
1. 理论内容	(49)
2. 案例分析	(51)
第三节 羊群效应 (Herd Effect)	(52)

1. 理论内容	(52)
2. 案例分析	(55)
本章小结	(56)
第三章 金融风险传导的内涵及构成要素	(57)
第一节 金融风险传导的内涵	(57)
1. 风险	(57)
2. 金融风险的含义、特征与分类	(58)
3. 金融风险传导	(63)
4. 金融风险传导机理	(65)
5. 金融危机	(66)
第二节 金融风险传导的特征	(67)
1. 金融风险传导的临界性	(67)
2. 金融风险传导的方向性	(67)
3. 金融风险传导的扩散性	(68)
4. 金融风险传导强度的差异性	(68)
5. 金融风险传导结果的两面性	(68)
第三节 金融风险传导的构成要素	(69)
1. 风险源与被传导对象	(69)
2. 风险传导载体	(71)
3. 风险传导路径	(75)
4. 传导强度与传导效应	(89)
本章小结	(90)
第四章 金融风险传导的识别及衡量	(91)
第一节 金融风险传导的识别	(91)
1. 金融风险传导识别的过程	(91)
2. 金融风险传导识别的方法	(94)

第二节 金融风险传导的衡量	(95)
1. 风险传导衡量的理论基础	(96)
2. 金融风险传导衡量的方法	(96)
本章小结	(102)
 第五章 金融风险的传导机制及防御对策	(103)
第一节 金融风险传导的原因分析	(103)
1. 金融市场的关联性、互动性是金融风险传导的 根源	(103)
2. 从众心理、羊群效应是金融风险传导的 助动力	(107)
第二节 基于金融自由化程度不高的风险传导机制 研究	(108)
1. 金融风险传导的条件	(108)
2. 风险传导机制	(110)
3. 金融风险到金融危机的转化	(113)
第三节 基于完全自由化的风险传导机制研究	(114)
1. 金融自由化带来的风险	(115)
2. 金融自由化引发的金融危机	(116)
3. 风险传导机制	(117)
第四节 金融风险传导的防御对策	(122)
1. 维持金融体系的稳定	(122)
2. 监管者对风险传导建立了有力的应对 措施	(123)
3. 培育完善的资本市场	(124)
本章小结	(124)

第六章 基于 VECM、GARCH 模型风险传导的实证

研究	(125)
第一节 实证研究设计	(126)
1. 样本选择	(127)
2. 数据来源	(128)
3. 模型设定	(128)
4. 使用的统计工具	(134)
第二节 货币市场的风险传导	(134)
1. 货币市场联动关系的检验	(135)
2. 货币市场风险传导分析	(143)
第三节 债券市场的风险传导	(151)
1. 债券市场联动关系的检验	(151)
2. 债券市场风险传导分析	(159)
第四节 股票市场的风险传导	(166)
1. 股票市场联动关系的检验	(166)
2. 股票市场风险传导分析	(173)
第五节 我国金融市场风险传导的时滞分析	(180)
1. 数据与模型	(181)
2. 金融市场风险传导的时滞估计	(185)
本章小结	(194)

第七章 金融市场的混沌与分形特征研究

第一节 混沌分形理论	(196)
1. 混沌理论	(197)
2. 分形市场理论	(198)
第二节 混沌理论在金融市场中的应用	(202)
1. 混沌理论在国际金融市场中的应用	(202)
2. 混沌理论在我国金融市场中的应用	(204)

第三节 Copula 在金融市场相关性研究中的应用	(206)
1. Copula 函数的定义和性质	(207)
2. Copula 函数在金融风险及金融市场相关性 分析上的应用	(208)
本章小结	(212)
 第八章 总结与研究展望	(213)
第一节 总结	(213)
第二节 创新点	(214)
第三节 研究展望	(215)
第四节 启示与建议	(216)
1. 关于金融监管部门	(216)
2. 关于金融创新与金融安全	(218)
3. 关于金融市场开放程度	(219)
4. 关于银行业	(220)
 参考文献	(222)
后 记	(232)

第一章

导 论

金融业作为国民经济产业之一，有自己的产品、创造产品的企业和交换产品的市场。金融机构是生产金融产品、提供金融服务、分担客户风险的市场主体；金融市场则为交换金融产品、实现社会资源的流动和配置提供媒介；用于交换的金融产品是标准化的、可流动的交易契约。由于金融市场具有高效率、高风险、高收益的特点，加之金融产品的波动性、风险性，造成了金融体系的风险远远高于商品、服务体系，而且这种由金融体系本身特点所决定的风险不可能完全消除。但是，只要遵循其发生规律，还是可以采取措​​施加以控制和管理​​的。因此，金融风险管理是金融机构与生俱来的、核心的业务^[1]。金融风险的产生与金融业密切相关，由于金融业具有不确定性、不透明性、信息不对称等特点，从而决定了金融市场的不稳定以及金融风险产生的必然性。

第一节 研究背景和研究意义

金融是现代经济的核心。货币金融与经济发展的关系历来是

[1] 朱忠明，张淑艳. 金融风险管理学 [M]. 北京：中国人民大学出版社，2004：15 - 18.

经济学家关注的一个重要问题。金融业最基本的功能是优化资源配置和提供金融中介服务,为实现这两大功能,需要其能够提供全方位、多层次金融服务的金融体系。金融体系包括基础设施、金融机构和金融市场。一个稳健、有效率的金融体系是一个国家经济发展的前提条件,金融一旦发生危机,则有可能引发经济危机,甚至是全球性的经济危机。社会经济活动中充满着风险,风险中包含着某种潜在的损失或危机。金融活动作为经济活动的一类,其自身的不确定性亦即其风险较之其他部门并没有显著的区别。金融风险与金融活动相伴相生,是诸多风险中最常见、最普遍且影响力最大的一种风险,因此,金融风险成为风险管理的主要对象。

1. 研究背景

1.1 金融活动中存在金融风险的客观性

金融活动的对象是金融资产,金融活动的内容就是通过金融市场在不同交易者之间买卖金融资产。而金融交易的核心是金融资产价格的确定,在活跃的金融市场上,金融资产价格的波动性加大了金融风险。对于银行金融机构来讲,其金融资产主要是货币资产,金融资产价格主要表现为吸存放贷业务中所采用的利率,如果市场利率发生波动,银行、存款人、贷款者都会面临风险。如果银行经营外汇业务,汇率的变动会给银行带来风险;即使是银行的其他业务,如承兑、担保、保理等服务业务,也存在着不同程度的风险。可以说,银行是一个风险机器,接受风险,转移风险,在银行产品和服务中培育风险^[1]。所以,一方面,金融机构所从事的金融活动的对象和内容决定了金融风险的产生;另一方面,任何金融机构都是在特

[1] 朱忠明,张淑艳. 金融风险管理学[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2004: 15-18.

定的经济环境下从事金融活动，而经济环境具有不确定性，则金融风险的产生就存在客观性。

金融体制改革之前，传统的金融风险即指银行风险，而其中最重要的风险是信用风险，即因借款单位不履约而遭受损失的风险。20 世纪 70 年代中期，爱得华·肖和麦金农系统地提出了金融深化的理论，其基本结论是放开利率管制，鼓励银行竞争，发挥市场在配置金融资源上的基础作用，实现金融自由化。20 世纪 80 年代以来，金融自由化成为许多国家金融改革的目标，伴随着金融体制的改革，金融风险也在加剧。金融风险的形成有其一般性，也有其特殊性；有外部因素的影响，也有内部因素的影响。因为金融业是高风险行业，其高负债性和信息不对称性的存在，使金融业的发展始终与风险相伴随。

1.2 金融风险传导的必然性

金融风险是在金融活动过程中产生和发展的，其产生过程是一个动态过程，而且在金融风险的发展过程中有很强的传导性，亦即金融风险通过不同的渠道和路径传导到真实经济领域，从而对经济的发展产生影响。金融危机是金融风险的累积和爆发，是金融风险的极端表现，体现了金融风险的极限效应，是金融活动中的可能损失转化为现实的损失。纵观历史，20 世纪 80 年代以来爆发的金融危机都发生了不同程度的传导，如：1987 年的美国股市危机引发了世界性的股市风潮；1994 年墨西哥的国际收支危机不仅使墨西哥自身经济受到重创，还累及整个拉美地区的金融市场，甚至波及亚洲、中东欧及全球的金融市场；1997 年的东南亚金融危机首先在泰国爆发，随后传导到东亚、东南亚、整个亚洲，再到欧美甚至全球，传导范围之广、程度之深可以说达到了极致。

1997 年 7 月 2 日，泰国首先爆发货币危机（以泰铢贬值开始），7 月中旬，马来西亚林吉特和菲律宾比索大幅度下跌，随后印度尼西亚、新加坡、韩国以及我国的香港和台湾地区也被卷

入其中；到1998年，亚洲金融危机还传导到了拉美地区如阿根廷、巴西及墨西哥等国家；1998年下半年，俄罗斯也爆发了严重的货币危机。1997年亚洲金融危机传导的范围和程度见图1-1。

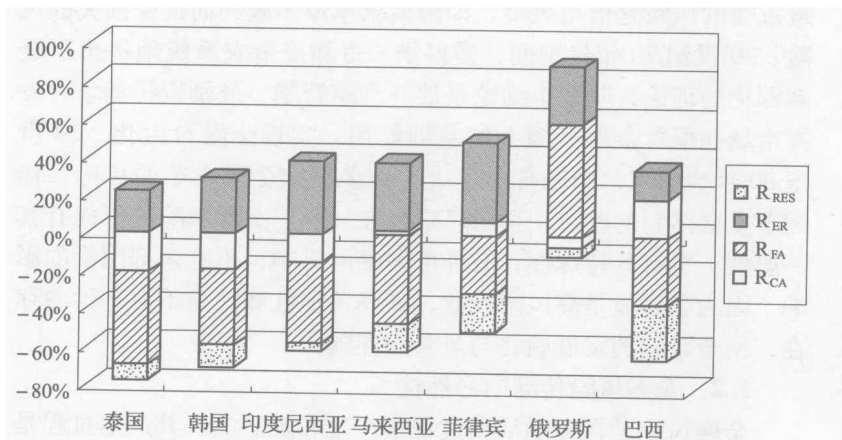


图1-1 1997年亚洲金融危机传导的范围和程度

注： R_{RES} 表示当年外汇储备的变化幅度， R_{ER} 表示当年末名义汇率的变化幅度， R_{FA} 表示当年资本账户差额的变化幅度， R_{CA} 表示在危机爆发当年经常账户差额的变动幅度。

数据来源：International Financial Statistics, IMF, November, 1997 (计算整理)。

2001年阿根廷爆发的金融危机是一次异常严重的危机，引发了阿根廷的社会动荡和政治危机，银行被迫宣布冻结存款，国际收支逆差达215亿美元，阿根廷比索严重贬值，政府被迫宣布戒严。2001年12月19日，阿根廷爆发动乱，预示着危机的开始；到2002年3月，乌拉圭被传导，国际货币基金组织给予了共计7.43亿美元的救助，但未能维持住固定汇率；随后，智利、巴西也爆发了货币危机，甚至还传染给了巴拉圭、秘鲁、厄瓜多尔和委内瑞拉等国家。而2007年美国次级债危机更是波及全球股市。由此可知，金融危机的传导是一个不争的事实，它是金融风险传导的一个特例，中外学者对它进行了大量的研究，因此可

以说金融风险会存在传导、金融风险的传导有其必然性。

总之, 20 世纪 80 年代以来爆发的金融危机充分证明了金融危机的传导及其危害, 随着全球经济一体化和金融自由化的发展, 世界经济体系出现经济、金融动荡的现象更加频繁, 各国政府也清楚地意识到积极抵御经济波动、金融动荡带来的影响及损失是何等的重要。尤其是我国加入 WTO 后的 5 年过渡期已经结束, 金融业要全面放开, 在开放过程中如何防御金融风险及其传导是金融界乃至经济学界渴望解决的难题, 因此, 选择“金融风险传导机理”题目进行研究。这项研究对防范金融风险尤其是金融风险传导所造成的危害、维持经济稳定具有重要的意义。

2. 研究意义

2.1 金融风险存在的普遍性

金融活动的内容决定了金融风险的产生。严格地说, 所有的金融业务都存在金融风险, 只是风险的程度不同而已。不存在任何风险的金融业务是不可能的, 只能是存在某业务风险非常低, 低到可以忽略不计的程度, 如以存单或国库券为质押而取得的贷款, 且贷款额度小于存单或国库券的面值, 该业务的风险只有百分之几甚至低于百分之一。金融风险是普遍存在的, 它普遍存在于金融业的所有活动中。其普遍存在的一个重要原因是金融在很大程度上以信用为基础。金融机构与一般工商企业不同, 其经营与发展是建立在社会公众高度信任基础上的。金融机构是储蓄和投资的信用中介, 因此, 金融机构经营管理的失败, 必然使诸多储蓄者和投资者蒙受损失。另外, 金融机构不仅向社会提供信用中介服务, 还在很大程度上提供创造信用, 在保证存款支取兑付的同时, 通过贷款可以创造派生存款, 这就使得金融业务、金融活动普遍存在风险, 因此, 金融风险的控制和防范就不可避免地成为金融业务经营和管理中永远不可回避的课题, 它贯穿于金融业务的始终。