

系统性金融风险及其防范对策研究

陈守东¹ 王寅¹ 王婷²

(1. 吉林大学 商学院, 吉林 长春 130012; 2. 中国人民大学 经济学院, 北京 100872)

摘要: 文章深入剖析了系统性金融风险的内生性、传染性、负外部性以及顺周期性四个特征, 从时间维度与空间维度刻画了金融风险的积累过程, 从机构的资产负债表、盯市计价的交易计价规则以及投资人恐慌心理传播三个渠道刻画了系统性金融风险的扩散机制, 最后从系统性风险积累的不同维度、完善宏观审慎监管、量化风险与建立预警机制四个方面提出系统性金融风险防范对策建议。

关键词: 系统性金融风险; 风险特征; 金融监管

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 0257-0246 (2013) 12-0226-03

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改变金融系统风险的性质。金融系统越来越向着多层次、多目标的方向迈进, 多层次导致金融系统结构愈发复杂, 而各个目标之间又存在着矛盾, 使得金融系统难以很好地协调, 金融机构、区域经济之间逐渐增强的关联性, 给系统性金融风险的发生和积累埋下了隐患。^① 另外, 全新的金融衍生工具在降低交易成本、提高交易效率的同时, 其非线性与杠杆效应也会给金融系统带来更大的风险。因此, 系统地比较、分析、研究全球系统性金融风险的生成和演化机制, 认识系统性金融风险的主要特征, 并据此研究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, 实体经济又如何通过反馈机理对金融系统产生反作用, 搭建金融系统宏观微观联通机制的分析框架与逻辑结构, 可以实现对系统性金融风险的有效防范与控制。

一、系统性金融风险

对系统性金融风险的认识, 应考虑以下四层含义。

内生性。 系统性金融风险具有内生性, 是因为金融体系结构特征、合约性质以及基本制度, 都蕴涵引发系

统性金融风险的基本要素。首先从金融结构上分析, 金融体系的中介功能和高杠杆性决定其自身内部存在脆弱性, 这种脆弱性不断积累会产生危机; 其次从金融合约的性质分析, 由于金融合约的匿名性以及非实物性造成金融风险对场内资金供求关系变动更为敏感, 并逐步脱离实体经济形成独立演化机制, 这种过度的金融创新以及金融合约的高度复杂化造成市场风险分布状态的系统性失衡, 诱发系统性风险; 最后从金融安全网制度上分析, 该制度并没有从本质上消除系统性风险, 相反可能引发金融机构普遍的道德风险, 使整个金融体系内部的风险长期隐蔽积累。

传染性, 也可称作扩散性。由于金融机构业务往来紧密, 系统性金融风险会在金融机构间互相传染, 甚至各个金融体系间互相传染。这些风险可能通过资产负债表的内部关联性、不完全信息产生的过激行为、理性羊群效应在银行间风险传染和银行间的相互监管等渠道传播扩散。另外, 系统性风险还可能通过投资者对金融市场的心理状态扩散, 当投资者对市场丧失信心时, 第一反应都是抛售所持有的金融资产, 最终导致市场上的资产价格严重贬值, 市场内流动性严重短缺, 进一步加剧危机所带来的影响。

负外部性。 系统性风险会对社会造成损失, 并且这种成本远大于金融机构个体的损失, 即具有负外部性。这往往是由于金融机构对金融市场风险的错误定价。金

基金项目: 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目 (2009JJD790015); 国家社科基金重大项目 (10ZD&010); 国家社科基金项目 (12BJY158)。

作者简介: 陈守东, 吉林大学数量经济研究中心教授, 博士生导师, 研究方向: 金融与财务决策; 王寅, 吉林大学商学院博士生, 专业方向: 金融与财务决策; 王婷, 中国人民大学经济学院博士生, 专业方向: 社会主义市场经济理论。

^① 李东光:《全球金融体系的现状与改革建议》,《社会科学战线》2011年第12期; 兰鹏、李铭:《波动溢出、风险传递与信息传递效应——基于亚洲股票市场的实证研究》,《哈尔滨商业大学学报》(社会科学版)2012年第2期。

融机构对风险的定价低于成本价格,这种错误的定价导致金融市场中的风险不断积累。造成这种风险积累的金融部门并不会将这些成本内生化的,这些风险通过银行和衍生产品交易商积累的大量敞口形式存在于外汇交易市场上和金融工具的投机活动中。当风险暴露过大时,将会使整个金融系统崩溃,并爆发经济危机,出现金融市场流动性瞬间枯竭、银行挤兑以及货币暴跌等情况。

顺周期性。金融系统内生地存在顺周期性,金融变量不仅会传播实际经济的冲击,其本身还会放大宏观经济周期波动。金融机构的经营理念、行为方式和风险暴露具有的较高同质性、风险计量模型的发展和资本监管、会计准则等外部准则,都强化了金融体系的顺周期性,增加了金融体系潜在的系统性风险。在投资繁荣的环境下,金融机构会低估风险,逐利性造成市场内信贷发行量增加、资产价格不断攀升,金融系统的脆弱性不断提高。此时宏观经济环境的改变会对金融系统施加压力,金融风险随之产生,风险的持续传播扩散最终会引起系统性金融风险,威胁整个金融体系甚至对实体经济产生严重的负面影响。

二、系统性金融风险积累扩散机制

系统性风险可以分为风险的积累和风险的扩散两个阶段,其中系统性风险的积累来自两个不同的维度,即时间维度和截面维度。

1. 系统性金融风险积累

系统性风险的时间维度,强调风险随时间的动态变化并与经济和金融系统的周期相关,风险积累主要表现在以下几方面:首先,金融机构的聚集倾向和羊群行为会造成系统性风险积累。资产价值在经济上行期上涨且相对应的风险下降,金融机构均会在此时期扩张资产负债,提高杠杆比率以增加自身利润。但与此同时,金融机构却过度承担了风险,为系统性风险的积累埋下隐患。其次,金融机构间均采用相似的运作模式。这些相似的运作模式具有顺周期性,造成系统性风险的积累。金融市场的监管政策以及金融市场准则强化了金融机构的顺周期性。另外,金融机构内部采用的评级法也会强化顺周期性。当经济处于上行期时,机构会下调违约损失率和违约概率,而在经济下行期进行相反操作。目前的监管政策与市场准则使金融机构间的同质化越发严重,加剧了金融系统的顺周期性。

系统性风险可能因为时间维度的顺周期性而产生,也可能因为截面维度上系统重要性机构自身发生危机而产生,此种风险积累主要表现在:一方面系统重要性金融机构推动市场结构过度集中,风险集中在少数重要性

金融机构身上。金融机构规模不断壮大,金融市场业务向少数大型金融机构靠拢,具有系统性影响的金融机构成为金融网络的节点。一旦系统重要性金融机构出现危机,将会导致其他节点发生动荡,产生多米诺效应,最终引起整个金融市场产生危机;另一方面,系统重要性金融机构的道德风险积累会逐步转变为系统性风险。由系统重要性金融机构倒闭所引起的系统性风险具有巨大的负外部性和传染性,政府机构不得不对其进行救助,但是对政府救助的预期带来了道德风险问题,增加了金融机构自身和金融体系的系统性风险。

2. 系统性金融风险的扩散机制

扩散机制是解释系统性金融危机从局部风险暴露演变为全局危机的核心,也是系统性风险传染性特征的主要表现形式。系统性风险主要通过机构的资产负债表、盯市计价的交易计价规则以及投资人恐慌心理传播三个渠道进行扩散。首先当系统性风险爆发时,金融机构和非金融企业所持有的资产将大幅贬值,利润和资本遭到侵蚀。金融机构被迫以远低于实际价值的价格甩卖资产,本来健康的金融机构陷入流动性危机。与此同时,非金融企业迫于资产价格下跌和企业自身债务偿还的压力,调整企业自身经营模式,以负债最小化取代利润最大化为企业最终目标。随着金融市场不断深化发展,金融市场内微观主体之间的资产负债表关联也在不断加强,系统性风险的扩散程度越来越剧烈。其次,在系统性风险爆发时,尽管资产的市场价格早已不能反映真实价格,但是根据盯市计价的交易计价规则,持有这些资产的金融机构仍然需要根据这些价格进行估值,在金融市场内形成资产价格下跌、市值缩水、机构抛售资产的恶性循环,扩大系统性风险,推动金融危机进一步深化。第三,当系统性风险爆发时,投资者对金融市场的信心会一落千丈,市场上会出现资产的恐慌性抛售,这种行为会加剧市场上的流动性兑付压力,最终造成市场内投资者和机构大面积信心崩溃,扩大系统性风险,甚至有可能促使本来并不严重的风险演变为金融危机。^①

三、防范系统性金融风险的对策

系统性与区域性金融风险的存在是一种客观现象,必须正确对待并采取切实可行的有效措施来防范和监管。防范系统性金融风险从其本身的内生性、传染性以及周期性特征展开研究,识别内生性风险因素,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,以实现金融系统整体稳定。

防范系统性金融风险在时间维度上积累放大。系统

^① 张晓朴:《系统性金融风险研究:演进、成因与监管》,《国际金融研究》2010年第7期。

性风险的时间维度与经济周期相关,应重点关注金融体系的顺周期性,建立健全逆周期监管制度。要求金融机构在资本留存、杠杆率、流动性以及贷款价值比率四个方面必须达到相关标准;结合当前经济形势,通过逆周期资本缓冲工具、建立前瞻性动态拨备制度以及对银行实施差别存款准备金率等具有逆周期性特征的手段减缓系统性风险在时间维度上的积累。所谓前瞻性拨备,即银行在经济上行期多计提拨备,在经济下行期使用上行期积累的拨备应对增加的贷款损失,缓解银行贷款损失拨备的顺周期性。差别存款准备金率则是一种具有逆周期调节功能的信贷管制措施。银行在经济繁荣期的贷款激增,自身资本充足率下降到一定水平,就需要上缴差别化存款准备金,迫使银行降低贷款总量,提高贷款质量,从而起到逆周期作用。此外还可以在杠杆率指标等方面实施政策调整,以缓解金融体系的顺周期性。逆周期监管工具和机制需要把握当前经济形势,选择反映经济情况的指标是逆周期监管机制的关键。理想的经济指标应该满足两个特征:一是能够反映当前经济的周期性波动;二是可以在经济繁荣期和衰退期用作量化逆周期监管工具。指标的选取可以从宏观和微观的角度分别考虑,如可以将指标划分为宏观经济指标和银行层面指标,具体情况还需要针对我国国情具体分析。^①

防范系统性金融风险在截面维度上传染扩张。主要集中在:判断哪些金融机构具有系统重要性以及开发相关政策工具来舒缓和化解风险的累积和传染。解决上述问题的首要条件是明确系统重要性金融机构的评定标准。目前得到较高认同的标准是由国际货币基金组织(IMF)、国际清算银行(BIS)和金融稳定委员会(FSB)在2010年提出的识别系统重要性金融机构的三要素,即规模、关联性和不可替代性。^②规模指标包括提供清算、支付、结算服务、信用中介服务、风险控制和管理服务的指标;关联性是指与其他金融机构、金融市场、国内外市场之间的资产关系;不可替代性指标主要是指行业集中度指标。对于相关政策工具,首先可以建立危机管理框架应对系统重要性金融机构带来的金融危机。危机管理框架分为危机预防、早期监管干预以及清算处理三部分。其次采取加强事前监管的措施预防系统重要性金融机构发生危机的可能性:通过提取新的监管资本、加强二级监管资本向一级监管资本转化、对有交易活动的银行进行征税在金融市场方面进行预防;通

过对系统重要性金融机构进行征收“大而不倒”税以及拆分类似的金融机构等手段控制金融机构规模进行预防。

完善宏观审慎监管。首先,宏观审慎监管只有在管理机构分工明确的条件下才能有效推进,因此要明确由哪个监管部门对风险作出判断,由哪个部门采取措施,具有执法权力。宏观审慎监管中的管理机构一般涉及中央银行和微观审慎监管机构,但是风险的监控以及政策的制定具体如何分工需要根据具体国情进行划分。其次,宏观审慎监管只是审慎监管的一个分支,是着眼于宏观层面的监管理念。因此,在强调宏观审慎监管的同时也不可忽略单个金融机构的风险,政策制定者需要在关注单个金融机构的基础上,树立掌控全局的意识,在宏观审慎和微观审慎之间找到一个平衡点。另外,宏观审慎监管还应与货币政策和财政政策相互配合,起到稳定经济增长、限制风险扩散的作用。最后,由于经济全球化趋势的发展,当今的金融危机具有明显的全球特征,因此,与其他国家及各国国际组织之间在宏观审慎方面的协调合作也变得尤为必要。

建立系统性风险量化与金融风险预警系统机制。防范与监管系统性风险的前提是对风险进行有效的量化分析,包括从不同的视角进行准确的风险度量以及建立有效的预警模型进行风险预警与监测。首先,研究在整个金融系统框架下系统性金融风险的动态变化。利用先进的风险度量模型分析货币风险、债务风险、信用风险和流动性风险等风险形态,度量这些风险的积聚程度,给出金融系统脆弱性和外部冲击共同作用下的金融压力演变,刻画极端金融压力状态下的金融危机。设计脆弱指数用以度量系统稳定性,进而刻画其时变状态和极端状态。其次,使用Co-Risk模型、网络模型、危机依存度矩阵模型、违约强度模型研究影响金融机构风险的因素,给出风险分布特征。从截面维度度量我国金融系统中各个金融机构对系统性风险的贡献程度,通过预期损失、Co-VaR等方法计算单一机构对于系统整体风险的贡献,识别系统重要性机构。^③最后,从预警系统的构建思想、监测指标体系的选取和预警模型的综合选择等角度来实现对金融风险预警系统的构建。选定一套反映国家金融稳定、银行压力与金融风险监测运行状况的变量,合成金融稳健性指数;给出银行短期应急监测指标、常规监测指标,构建快速反应监测模型系统;建立领先、一致、滞后指标体系,在此基础上建立金融风险的集成、动态预警系统。

责任编辑:刘雅君

① 李文泓:《关于宏观审慎监管框架下逆周期政策的探讨》,《金融研究》2009年第7期。

② 毛奉君:《系统重要性金融机构监管问题研究》,《国际金融研究》2011年底9期。

③ 陈守东、王妍:《金融压力指数与工业一致合成指数的动态关联研究》,《财经问题研究》2011年第10期。