

系统性金融风险研究 ——金融不稳定的视角*

王妍¹ 陈守东²

(1. 对外经济贸易大学统计学院, 北京, 100020; 2. 吉林大学数量经济研究中心, 吉林长春, 130012)

摘要: 本文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, 本文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和解释。本文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、地方政府过度负债以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。

关键词: 系统性金融风险 金融不稳定性 金融周期 风险度量

Research on Systemic Financial Risk——The Perspective of Financial Instability

Abstract: This paper does a research on systemic financial risk from the perspective of Minsky's financial instability, formulates and analyzes the connotation and causes of systemic financial risk, and divides its into three stages based on performance characteristics of systemic financial risk in different stages. This paper also provides relevant risky indicators and measurements. Furthermore, this paper depicts and explains the dynamic evolution process of systemic financial risk and the financial cycle. This paper believes that the financial instability and its periodic volatility are the fundamental causes of systemic financial risk or some even more serious financial crisis, and that the structure changes in financial system aggravate the financial instability. At present in the financial system of China, the main unstable factors include the exacerbation of risks in shadow banking system, the over-debt of local government and the potential risks in the real estate market, etc. Government regulators should pay close attention to the dynamic changes of financial risk in different stages. After the financial system being impacted, government should intervene properly in order to keep the risk from excessive accumulating or even evolving into serious systemic financial risk or crisis.

*[基金项目]: 国家社科基金项目(12BJY158), 教育部重点研究基地重大项目(14JJD790043)。

[作者简介]: 王妍, 女, 博士, 对外经济贸易大学统计学院讲师; 陈守东, 男, 吉林大学商学院教授, 博士生导师, 研究方向: 金融计量分析。

引言

由美国次贷危机引发的国际金融危机使得各国政府学术界重新审视金融风险的生成演变以及监督管理方式。传统的对风险生成演变的认识主要关注单个金融机构或金融市场的个体风险的传染而引发整体风险,其监管方式也主要强调对个体进行监管的微观审慎监管方式。近期发生的金融危机凸显出了金融风险的内生性特征,即,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。将金融系统作为一个整体进行监管的宏观审慎监管方式在危机后备受关注。

然而,目前关于系统性金融风险的定义尚没有完全统一。早期 Kaufman (1996) 将系统性风险定义为“一种累计损失的概率,这种累计损失是由触发系统中连锁的机构或市场一系列连续损失的事件导致的,即系统性风险是内在关联的多米诺骨牌的倒塌引起连锁反应的风险。” De Bandt (2000) 定义系统性风险为“经历强烈的系统性事件的风险”,这些强烈的系统性事件既包括狭义的(1)一家金融机构的失败/金融市场的崩溃而导致的其他一些金融机构失败/金融市场的崩溃,也包括广义上的(2)一些金融机构/金融市场受到严重的共同冲击而同时的失败/崩溃。Schwarcz (2008) 将系统性风险总结为“一个触发事件,例如经济冲击或机构的失败,引发一系列坏的经济结果,这些结果可能包括(一系列)金融机构和/或市场失败,也可能包括(一系列)金融机构显著的损失或金融市场价格大幅波动。” Trichet (2010) 定义系统性风险为金融不稳定的“如此广泛的传播以至于损害了金融系统的功能并使得经济增长和福利遭到重大损失”。从以上的定义可见,虽然目前理论界与实务界对系统性金融风险的定义不完全一致,但是依据不同的定义所涉及的内容,可以将系统性金融风险归纳为:由一个冲击事件所带来的金融系统,包括金融机构和金融市场的一系列严重后果的可能,有时甚至会威胁到实体经济和社会福利。系统性风险的概念比金融危机的概念更宽泛,不仅包含极端的金融危机,同样还包含未达到金融危机严重后果的金融机构损失或(和)金融市场大幅波动。

目前,关于系统性金融风险的生成原因有两种不同观点,即特有冲击导致的传染风险和金融机构、金融市场的共同暴露产生连锁反应的风险。引发系统性风险发生的冲击事件通常包含两类,一类是对单一金融机构或资产产生影响的特有冲击,如一家国内银行内部欺诈而失败;另一类是对整个(也可能是部分)经济体产生共同影响的系统性的冲击,如通货膨胀的突然上升,这种系统性的冲击通常会影响到所有的金融机构或金融市场。相应地,关于系统性金融风险的生成演化机制主要有两种不同的观点:早期的观点认为,系统性金融风险是由单一机构或市场崩溃产生,然后通过一系列传染机制传播到金融系统,这些传染机制可能包括资产负债表的内部关联或不完全信息产生的过激行为等。这种观点强调风险在金融机构和金融市场之间的传染机制。关于银行间的风险传染的研究主要有: Smith (1991), De Bandt (1995) 等将单一银行挤兑模型扩展到多银行系统,研究了银行间风险传染的渠道; Chen (1999) 给出了基于理性羊群效应的银行间风险传染模型; Allen 和 Gale (2000) 的模型认

为不同地区银行间的实际暴露以及地区间的实际关联会带来风险传染。金融市场间传染的研究主要基于非对称信息、多重均衡以及市场间实际暴露的连锁效应：Kodres 和 Pritsker (2002) 使用多资产的噪音理性预期模型研究了市场间价格的传播。他们认为价格传播在具有更强烈的信息不对称和共同宏观经济风险因素的市场间更严重。特有风险由于投资者资产组合在市场间的再平衡而传播，并且如果交易者低估其他交易者的正向反馈交易策略，其他市场中的波动将被放大。Lagunoff 和 Schreft (2001)、Kyle 和 Xiong (2001) 的模型从直接交易者暴露的角度研究了不同资产间的风险传染渠道。

近些年，尤其是在本次金融危机发生后，关于系统性金融风险生成演化机制出现了的另一种比较流行的观点，这种观点主要强调风险是通过金融机构或金融市场对宏观经济风险因素的共同暴露产生的 (Borio, 2003)。系统性金融风险的生成本质上可以归因于金融系统内在的不稳定性 (Minsky, 1986)。在经济繁荣期，银行等金融机构出于自身利益考虑的扩大信贷、提高杠杆率等行为，导致资本资产价格不断高涨，此时，金融系统的不稳定性不断增强，金融机构和市场对于宏观经济因素的风险暴露增大，在某一时点，一个较小的冲击可能导致金融机构或市场间普遍的风险发生，系统性风险随之产生，并且整个实体经济也将面临巨大的损失。

系统性金融风险的研究主要包括金融机构和金融市场两个方面。银行等金融机构是资本获得的重要方式，银行的连锁失败会剥夺经济中的资本，并增加资本的成本，因此银行的连锁失败是系统性风险的一个重要特征。但是随着金融脱媒、金融创新以及资产证券化等金融系统结构的变化，公司可以通过资本市场获得直接的资金来源，而不是通过银行或者其他金融中介，这使得资本市场的大幅波动或崩溃本身成为系统性风险的另一个重要特征。

1 系统性金融风险生成与演变及金融周期

本文从金融机构或金融市场的共同风险暴露角度，将系统性金融风险或金融危机的根本原因归结为金融系统本身的内在不稳定性。下面我们将从金融不稳定的角度详细阐述系统性金融风险或金融危机产生的原因。根据 Minsky 的“金融脆弱性假说”，一个最初稳健的金融系统会内生地转变成脆弱性的系统，因为长期的平静时期使得经济代理人采取冒险的金融实践活动，而这些金融活动最终将是不可持续的。主动寻求利润的银行尤其是其杠杆率的增加对金融不稳定性至关重要。Minsky (1986) 指出银行杠杆率的增加是促使经济转向金融不稳定的过程中的重要部分。促使银行提高杠杆率的原因是杠杆率的增加对银行盈利性有正向影响，杠杆率会增加银行资本的收益率，这进一步的增加了银行对实体经济资金的供给。杠杆率-利润-资金供给三者之间的这种正向促进作用逐渐增大的同时，将导致经济体中投机性融资和庞氏融资的比例明显的高于对冲性融资，金融系统的不稳定性逐渐增强，金融风险逐渐产生。此时，金融系统极易受到冲击影响，金融系统的不稳定性为系统性金融风险或金融危机的发生提供了温床。以本次金融危机为例，可以说次级抵押贷款只是一个导火索，而危机发生的根本原因是经济逐渐转向了一种金融不稳定的过程，这一过程也被 Minsky 称作“资金经理人资本主义”(“money manager capitalism”)，其主要特征是在“资金经理人资本主义”的金融系统中，专业的投资经理们在低估风险的环境中利用高度杠杆化资金寻求最大收益。同时，金融创新、资产证券化等金融系统结构的变化，也加剧了金融机构的这种寻求最大收

益的行为，进一步地增加了金融不稳定性。

随着金融系统中庞氏融资的不断增加，经济出现了投资繁荣，信贷扩张和资产价格的不断高涨，金融不稳定性逐渐积累。当达到一定程度时，一个很小的冲击，如短期利率或长期利率上升到足够高时，投资繁荣将被打破并且金融系统中的这种正向促进机制也将出现反转，资产价格迅速下降，信贷逐渐萎缩，违约或损失也将通过资产负债表关联或非对称信息的方式在金融机构和金融市场中传播。正如 Minsky (1986) 中所说，“投资繁荣的打破是导致金融危机、债务通缩和大萧条，还是导致不那么严重的经济不景气，取决于经济总体的流动性、政府部门的相对大小和联储作为最后贷款人的干预程度”。

结合 Minsky 的“金融脆弱性假说”，本文将系统性金融风险生成演变划分为三个阶段：风险早期生成阶段、风险演化积累阶段以及风险扩散爆发阶段。由于风险通常生成于经济繁荣期，因此风险的早期生成阶段一般伴随着投资的繁荣、信贷的扩张以及资产价格高涨等特征。当不稳定的金融系统受到冲击影响后，风险将在系统中的不断演化积累会对金融系统产生压力，即金融压力^①出现。风险在演化积累阶段表现为对金融系统的压力，而风险演变的最后一个阶段则表现为风险的大规模扩散爆发，即真正意义上的系统性的金融风险的实现，其主要特征为，金融机构或金融市场普遍的失败或崩溃，并对实体经济带来严重的后果。

在对系统性金融风险生成演变阶段有了清晰明确的分析后，需要对风险进行准确的度量以便能够更直观的对风险进行量化分析以及进一步的监督管理。对应于风险生成演变的不同阶段，应该有不同的风险度量指标和方法，因此本文将对应于不同阶段风险特征的风险度量指标归纳于表 1。由于在风险生成的早期阶段，主要变现为金融系统的不稳定或不均衡，因此可以使用私有部门信贷（或私有部门信贷/GDP）和房地产价格作为度量指标^②。这里我们使用房地产价格而不是股票市场价格描述资产价格高涨的特征，这主要是由于，与其他金融指标相比股票市场价格要更敏感，其短期波动更明显（Drehmann et al., 2012）。在度量风险的演化积累阶段即金融压力期，我们使用了一系列频率更高的市场指标，如银行部门的泰德利差、负的期限利差、风险利差；股票市场负的收益、股票市场波动；外汇市场波动等^③，关于金融压力指标的选择可参考 Illing and Liu (2006)、Balakrishnan et al (2011) 以及 Cardarell et al. (2011) 等。在风险的扩散爆发阶段，我们分别采用 Adrian and Brunnermeier (2011) 的 ΔCoVaR 和 Acharya et al. (2010) 的 SES 度量系统性风险。 CoVaR 定义为金融机构在困境的条件下金融系统的条件在险价值， ΔCoVaR 则为金融机构在困境条件下的 CoVaR 与正常条件下的 CoVaR 之差；SES 为系统性预期损失，定义为在整个金融系统资金不足的系统性事件中金融机构也资金不足的预期金额。 ΔCoVaR 度量的是金融机构对金融系统影响的外部性，而 SES 关注的是金融机构对潜在系统性危机的暴露程度。对于系统性金融风险的不同生成演化阶段采用不同的度量方式，能够提高对风险度量的精确性，更准确的捕捉风险的动态变化。

①最早提出金融压力概念的是 Illing and Liu (2006)，金融压力被定义为金融机构和金融市场的预期损失变化或不确定性施加在经济主体上的压力。

②Claessens et al. (2011) 以及 Drehmann et al. (2012) 关于金融周期的研究中同样使用了这些变量。

③参考陈守东、王妍 (2011) 关于合成中国金融压力指数的研究。

表 1 系统性金融风险的生成演化阶段

风险生成演化阶段	主要特征	度量指标
早期生成阶段	投资繁荣、信贷扩张、 资产价格高涨	私有部门信贷、私有部门信贷 /GDP、房地产价格等
演化积累阶段	金融机构、金融市场 预期损失增加	银行部门泰德利差、负期限利差、 风险利差；股票市场负的收益、波 动；外汇市场波动等
扩散爆发阶段	金融机构普遍损失、金融市场崩 溃、严重经济后果	ΔCoVaR 、SES

关于系统性金融风险生成演变的描述可以由图 1 中上方的曲线①刻画，即在 T_0 时刻金融系统非常不稳定，此时的一个冲击影响将导致金融压力出现，这种金融压力的不断积累放大，在达到 T_2 时刻的风险门限值时金融危机爆发。这里 T_0 和 T_1 时刻是两个关键点， T_0 对应着 Minsky 所说的投资繁荣被打破的时点，而 T_1 对应着风险达到门限值后，金融危机爆发的时点。如果在 T_0 时刻受到冲击后，金融系统中的流动性足以支撑当前的损失或中央银行作为最后贷款人进行了有效的干预，那么风险可能不会达到金融危机的门限值，但仍然可能导致经济的不景气，风险的这种动态变化过程由图 1 中的曲线②刻画。风险的动态变化还存在另外一种情形，由图中的曲线③所描述，如果在 T_0 时刻金融系统并没有收到冲击影响，那么金融系统中风险的变化，或者说金融不稳定性的变化，将呈现一种周期波动的形态，也就是通常所说的金融周期性。金融系统受到冲击但未发生金融危机的情形（曲线②）与正常的周期波动的情形（曲线③）相比，受到冲击的金融系统的波动幅度要更大，并且可能会带来深度的经济不景气。

金融周期被定义为对于风险的认知和态度、融资约束以及资产价格的自我加强的波动，并且这些自我加强的波动将放大经济周期波动并导致更广泛的金融困境和宏观经济的错位。这些自我加强的波动通常也被称作金融系统的“顺周期性”。关于金融周期的研究可参考 Borio (2003)、Bernanke (1986, 1999)、Drehmann et al. (2012) 和 Arnold et al. (2012)。下面本文参照 Drehmann et al. (2012) 对金融周期的实证研究，给出金融周期的四个重要特征。(1) 私有部门的信贷和房地产价格可以反应金融周期的特征。研究表明，这两个变量变化的同步性较高，两者的联合变动可以作为描述金融不稳定性或不均衡的周期变化的代理变量以及金融危机的先行变量。(2) 金融周期比传统的经济周期的频率更低，周期长度更长。金融自由化以后，美国金融周期的长度大约为 16-20 年，而典型的经济周期通常为 8 年，也就是说金融周期是一种中期 (“medium term”) 现象。(3) 金融周期的波峰通常伴随着金融困境或金融危机的发生，也有少数金融危机并不在金融周期的波峰处发生，而这些危机通常与对其他国家金融周期的暴露有关^④。(4) 金融周期的波幅和波长通常不是不变的，而是具有区制依赖的特征。金融自由化、货币政策以及总供给的正向冲击会对金融周期的波幅和波长产生重要影响。实证研究结果指出，美国金融周期的长度在金融自由化以后增加了一倍。

^④Arnold et al. (2012) 指出，德国和瑞士在本次危机中的银行损失就主要是源于对美国 and 英国金融周期的风险暴露。

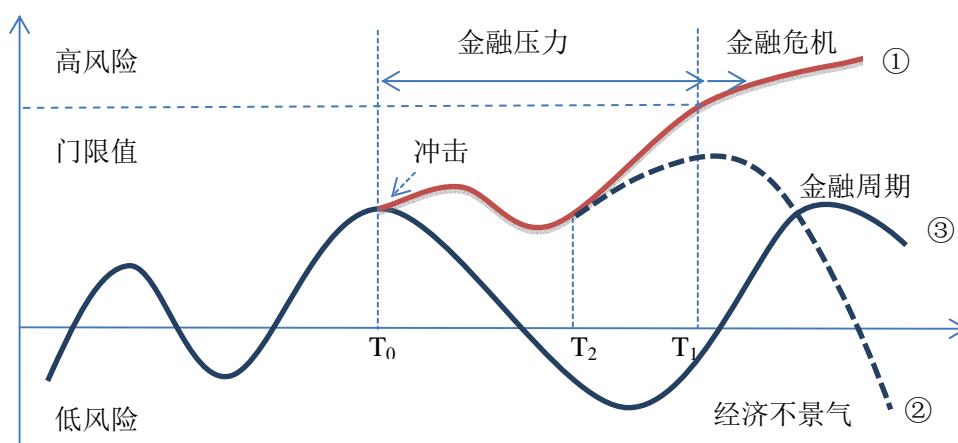


图1 金融风险的动态演变及金融周期

2 金融系统结构变化及我国的金融不稳定性

随着金融创新活动的发展，金融系统结构发生了巨大变化，金融复杂性、关联性增强，同时对风险的暴露程度加大。金融创新使得包括银行在内的越来越多的金融机构进入到了新的领域，“资产证券化”、“影子银行”业务^⑤等金融活动快速增长。从1980s开始美国的回购和货币基金资产大幅增长（Gorton and Metrick, 2010），广泛的证券化可能渠道增加了抵押市场的流动性，降低了信贷供给对于单一银行金融环境的敏感性（Loutskina and Strahan, 2009）。推动这些金融创新的主要是组合信用风险模型的发展，支持电子化抵押登记的法律技术发展以及信用衍生工具市场的扩大。此外，对传统的金融机构如商业银行和证券公司的严格监管促进了对冲基金和私募公司业务的发展，并导致银行等机构为了寻求利润而进行金融创新活动。在这个过程中，资产证券化将资产从传统的严格监管的存款性公司的资产负债表中转移到不太受监管的特定用途的投资工具中（special purpose vehicle），导致了越来越多的影子银行业务。不同于吸收存款的金融活动，影子银行通常依靠回购和短期抵押借款为其自身业务融资。由于不需要吸收存款，影子银行也不会受到传统商业银行那样严格的监管，使得他们可以有更高的杠杆率。

在美国发生本次金融危机前，金融系统中非银行金融机构的高杠杆率给他们带来高利润的同时也导致了影子金融机构的资产负债表快速扩张和风险暴露加重，即给金融系统带来了高度的不稳定性^⑥。金融创新活动带来的金融系统结构的变化增加了金融机构对于新型的金融资产的创造和融资的能力，并且组成了一个所谓的“影子银行系统”。然而，这些影子银行并不会像传统的被监管的银行那样创造“流动性”。影子银行所创造的“流动性”事实上是一种虚假的流动性（Levy Economics Institute Ebook, 2012），这种虚假的流动性更多的依赖于资产价格的特定方向的变动以及将他们出售出去的能力，而不是依赖于创造收入的能力。

^⑤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、郑联盛, 2009）。

^⑥有关更多影子银行和资产证券化关系方面的研究，可参考 Adrian and Shin（2009）。

当这种预期的价格变化没有实现,通过出售资产的方式获得流动性将会带来资产价格的大幅下跌,进一步地将导致大规模的损失。危机发生前的美国金融系统不断朝着 Minsky 所说的极其不稳定的“资金经理人资本主义”(“money manager capitalism”)发展,管理着大量资金的专业投资经理(包括养老基金、共同基金、保险资金以及主权财富基金等)不断寻求最高可能利润的行为,导致了股票市场、房地产市场以及商品市场持续的投机泡沫。很明显,这种金融系统的发展模式是不可持续的且脆弱的,最终这种“资金经理人资本主义”随着金融危机的发生而崩溃。美国次贷危机的发生在一定程度上验证了从金融不稳定的视角对系统性金融风险的解释。金融系统具有内在的周期的不稳定性,金融创新活动导致的金融系统结构变化会增加金融系统的这种不稳定性,使得金融系统极易受到冲击影响。同时,新型金融资产使得金融系统的关联性增加,一个部门的损失将会迅速波及其他部门,带来普遍的系统性的损失,并进一步演化成了严重的金融危机。虽然目前我国尚未出现金融系统内部风险所引发的系统性金融风险或金融危机,但是由于我国金融系统结构也同样发生了巨大改变,金融关联性和复杂性不断增强,同时我国还面临着利率市场化进程加速、通货膨胀加重、房地产市场调控力度加大、以及经济增长放缓等一系列宏观经济环境变化的冲击影响,因此,我国金融系统中的存在许多不稳定的因素,金融不稳定性不断增加。

下面本文将给出我国金融系统当前存在的主要的不稳定因素。首先,影子银行业务风险暴露加重。在我国影子银行主要表现为银行体系以外的金融中介活动,如银信合作理财、信托产品、小额信贷公司、民间金融、私募投资、对冲基金等非银行金融机构贷款等。由于2009年以后我国政府开始逐渐收缩银行信贷,导致影子银行业务大规模扩大,据统计国内影子银行业务总量大约在17万亿元—19万亿元,占GDP总量的三分之一。国内各大国有银行、股份制银行、城市商业银行、信托公司、小额信贷公司、民间投资公司等的理财产品、表外投资不断增加,向市场释放的风险正在集聚。同时众多影子银行理财产品还未进入兑付期,蕴含的潜在系统性金融风险十分巨大。非银行融资信贷的大幅增加,意味着大规模的金融脱媒和信贷的体外循环,由于这部分信贷不受央行控制,削弱了货币政策的宏观调控能力。中国的影子银行体系导致大量的资金绕过监管、货币政策的通道,流入房地产市场等高风险的投资领域,高度的杠杆比率以及信息的不透明,推高了中国房地产市场泡沫的同时聚集了巨大的金融风险。其次,地方政府过度负债问题严重。我国的地方政府债务包括地方债券和地方投融资平台债务(金文莉,2012),地方政府债务规模大且集中。银监会官员统计的全国地方融资平台公司9800余家,贷款余额约9.09万亿元,占全部人民币贷款的19.16%。我国的地方政府债务多集中在基础设施建设,地方政府债务的偿还在很大程度上依赖于土地出让的收入,在房地产市场调控的大背景下,地方政府用于偿债的资金来源难以保证,大量地方政府债务面临违约风险。地方融资平台贷款风险高度集中在国有和城市的商业银行,因此面临着较大的潜在风险敞口,地方政府信用违约将产生巨大的流动性风险,这种地方性的风险很可能传染到银行体系甚至整个金融体系,导致系统性金融风险的发生。再次,房地产市场隐含的风险巨大。我国目前的金融结构仍然是银行主导型,房地产市场对银行业信贷依赖较大,并涉及房地产的各个融资领域以及房地产开发的全过程,包括土地储备贷款、房地产开发贷款、流动资金贷款、消费者按揭贷款等,房地产市场运行中各个环节的市场风险和信用风险都将对银行业产生重要影响。同时,我国众多影子银行业务也纷纷涉及房地产市场,

一旦市场出现波动,房地产开发商的资金链断裂、个人按揭贷款的违约等将产生一系列的“多米诺骨牌”效应,房地产投资的市场风险和融资信用风险将转变为信贷风险,造成包括银行体系和影子银行体系在内的金融系统的整体风险。

3 结论及政策启示

系统性金融风险是一个冲击影响导致的金融系统,包括金融机构和金融市场,的一系列严重后果的可能性,有时甚至会威胁到实体经济和社会福利。本文借鉴 Minsky 的金融不稳定性理论,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。金融危机爆发前,金融系统不断朝向一种“资金经理人资本主义”的模式发展,金融机构在低估风险的环境中利用高度杠杆化资金寻求最大收益,导致金融系统不稳定性不断增强,当受到一个甚至是较小的冲击时,金融机构和市场出现连锁损失,系统性金融风险或金融危机出现。本文将系统性金融风险的生成演变过程划分为三个阶段,即风险早期生成阶段、演变积累阶段以及扩散爆发阶段,并且本文还给出了不同阶段风险的主要表现特征以及度量方法。不稳定的金融系统在冲击影响下会产生金融压力,金融压力积累到一定门限值后,将爆发更严重的系统性金融风险或金融危机。然而,即使未遭受到冲击影响,金融系统中的不稳定性也将呈现周期波动的特征,即存在金融周期,并且金融周期的幅度和波长将受到金融自由化、货币政策以及供给冲击等因素影响。大规模的资产证券化和影子银行业务将导致金融系统结构发生变化,在增加金融复杂性和关联性同时,高杠杆化的金融活动加剧了金融系统的不稳定性以及对风险的暴露程度。当前我国金融系统中存在许多不稳定性因素,主要表现为影子银行风险暴露加重,地方政府过度负债问题以及房地产市场的潜在风险等。

我国金融系统中的不稳定性因素增加的根本原因在于金融系统结构的变化。为了有效阻止金融不稳定性演变成更严重的系统性金融风险或金融危机,政府监管部门必须采取措施对风险进行监督和管理。首先,有必要针对风险生成演变的不同阶段的不同特征,采取差异化的风险度量手段以准确的掌控风险的动态变化。其次,需要警惕可能对金融系统产生影响的冲击因素,防止小冲击通过放大机制给经济金融带来严重后果。再次,在金融系统受到冲击后,政府要进行适当的干预,防止金融系统中流动性不足等因素导致金融压力的过度积累并产生严重的系统性金融风险或危机。最后,随着金融系统结构的变化,最初应对金融风险而制定的监管政策很有可能变成产生不稳定性原因,因此有效的监管措施要根据金融系统结构的变化而动态调整。

参考文献

- 陈守东,王妍.2011.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,(10):39~46.
- 何德旭,郑联盛.2009.影子银行体系与金融体系稳定性.经济管理,(11):20~25.
- 金文莉.2012.中国金融系统风险分析及其防范措施研究.特区经济,(6):54~56.
- AcharyaV, PedersenL, PhilipponT, RichardsonM.2010.Measuring systemic risk.Working Paper, No. 1002, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- AdrianT, BrunnermeierMK.2011.CoVaR, NBER .Working Paper, No. 17454.

- AdrianT, ShinHS. 2009.The shadow banking system: Implications for financial regulation.Staff Reports, No. 382.
- AllenF, GaleD. 2000. Financial contagion.Journal of Political Economy, 108(1):1~33.
- ArnoldB,BorioC, EllisL, MoshirianF. 2012. Systemic risk, macroprudential policy frameworks, monitoring financial systems and the evolution of capital adequacy.Journal of Banking & Finance, 36(12): 3125~3132.
- BalakrishnanR, DanningerS, ElekdagS, Tytell, I.2011. The transmission of financial stress from advanced to emerging economies.Emerging Markets Finance and Trade, 47(0): 40~68.
- BernankeBS, GertlerM. 1986.Agency Cost, Collateral, and Business Fluctuations. NBER Working Paper, No.2015.
- BernankeBS,GertlerM, GilchristS. 1999. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. Handbook of Macroeconomics, 1(Part C): 1341~1393.
- BorioC.2003. Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation. CESifo Economic Studies, 49(2): 181~215.
- ChenY. 1999. Banking Panics: The Role of the First-come, First-served Rule and Information Externalities. Journal of Political Economy, 107(5): 946~968.
- ClaessensS, KoseMA, Terrones ME. 2011.Financial Cycles: What? How? When? IMF Working Paper, WP/11/76.
- CardarelliR, ElekdagS, Lalls.2011.Financial stress and economic contractions.Journal of financial stability, 78~97.
- DeBandtO, HartmannP. 2000.Systemic risk: A survey.Working Paper No.35.European Central Bank.
- DeBandtO.1995. Competition among financial intermediaries and the risk of contagious .Failures notes d'Etudeset de recherches, no. 30.
- DrehmannM, BorioC., TsatsaronisK.2012. Characterising the financial cycle: do not lose sight of the medium term! Working Paper No. 380. Bank for International Settlements.
- GortonG, Metrick A. 2010. Regulating the shadow banking system. Brookings papers on economic activity, 41(2): 261~312.
- IllingM, LiuY.2006. Measuring financial stress in a developed country: An application to Canada.Journal of financial stability, 2(3): 243~265.
- KaufmanG.1996. Bank failures, Systemic risk, and Bank regulation.Cato Journal, 16(1): 17~45.
- KodresLE, PritskerM.2002.A rational expectations model of financial contagion.Journal of Finance, 57(2): 769~799.
- KyleAS, XiongW. 2001. Contagion as a wealth effect. Journal of Finance, 56(4): 1401~1440.
- LagunoffR, Schreft S. 2001. A model of financial fragility. Journal of Economic Theory, 99(1-2): 220~264.
- LevyEconomicsInstitute of Bard College.2012.Beyond the minskymoment, www.levyinstitute.org/pubs/eBook_2012.pdf.
- Loutskina E, StrahanP. 2009. Securitization and the declining impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Originations, 64(2): 861~889.
- McCulleyP A.2007. Global central bank focus.Teton Reflections. PIMCO.
- MinskyHP. 2008(1986).Stabilizing an unstable Economy. New York: McGraw-Hill.
- SchwarczS. 2008. Systemic risk. Georgetown Law Journal, 97: 193~248.
- SmithBD. 1991. Bank Panics, Suspension and Geography: Some notes on the contagion of Fear in Banking.

Economic Inquiry, 230~248.

Trichet JC. 2010. Macroprudential regulation as an approach to contain systemic risk: Economic foundations, diagnostic tools and policy instruments, Speech at the 13th conference of the ECB-CFS Research Network, European Central Bank.