



第二节

金融脆弱性与金融危机



第二节 金融脆弱性与金融危机

本节考点：

- 1、金融脆弱性定义及衡量
- 2、金融脆弱性的生成机制
- 3、金融脆弱性至金融危机的演化机制
- 4、金融危机的分类及危害
- 5、金融危机的治理和应对



第二节 金融脆弱性与金融危机

考点一、金融脆弱性定义及衡量

（一）金融脆弱性的含义

金融脆弱性有广义和狭义之分：

狭义的金融脆弱性是指金融业高负债经营的行业特点所决定的更易失败的本性。

广义的金融脆弱性是指一种趋于高风险的金融状态，泛指一切融资领域中的风险积聚，包括信贷融资和金融市场融资。

现在通用的是广义金融脆弱性概念。



第二节 金融脆弱性与金融危机

考点一、金融脆弱性定义及衡量

（一）金融脆弱性的含义

金融脆弱性的概念产生于20世纪80年代初，但其研究却可以追溯到费雪和凯恩斯。对金融脆弱性的研究着重于两个方面：

一是对引起金融脆弱性原因的研究，即回答“为什么”的问题；

二是对如何防范和化解金融脆弱性的研究，即回答“怎么办”的问题。这两方面的研究是互相联系、互相补充的，更为关键的是对金融脆弱性的研究要随着环境的变化而变化。



第二节 金融脆弱性与金融危机

金融脆弱性与金融风险意义相近而着眼点不同。

从严格意义上说，金融风险是指潜在损失的可能性，金融脆弱性则是指金融风险积聚所形成的“状态”。

金融风险既用于微观领域，也用于宏观领域；金融脆弱性多用于对金融体系的讨论，但人们也常常剖析微观金融行为主体的脆弱性问题。此外，狭义的金融脆弱性强调“内在性”，即它是金融部门与生俱来的一种特性，对于银行来说，其脆弱性根源在于信贷资金使用与偿还在时间上的分离。不过国内对于风险的使用已经趋于广泛化，常常与脆弱性难以明确区分。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（二）金融脆弱性的衡量指标

可以反映金融部门正趋于脆弱的主要指标有：

- ①短期债务与外汇储备比例失调；
- ②经常项目巨大逆差；
- ③预算赤字大；
- ④在资本流入的组成中，短期资本比例过高；
- ⑤汇率定值过高，如本币实际汇率连续12个月高于历史平均水平10%以上；
- ⑥货币供应量迅速增加；
- ⑦通货膨胀率在过去10个月内的平均水平高于历史平均水平8%以上；
- ⑧M2对官方储备比率连续12个月上升后急速下降；
- ⑨高利率。



第二节 金融脆弱性与金融危机

考点二、金融脆弱性的生成机制

对金融脆弱性的生成机制分析，可分为两大类别：

一是信贷市场的脆弱性，以明斯基和克瑞格的研究为代表，不同的是前者从企业角度，后者则从银行角度；

二是金融市场的脆弱性，主要来自资产价格的波动性及波动性的联动效应。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（一）信贷市场的脆弱性

1、金融脆弱性假说：企业角度

20世纪80年代中期，明斯基较早对金融内在脆弱性问题作了系统阐述，形成了金融脆弱性假说。金融脆弱性假说认为，私人信用创造机构特别是商业银行和其他相关贷款人的内在特性使得它们不得不经历周期性危机和破产浪潮，银行部门的困境又被传递到经济体的各个组成部分，产生经济危机。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（一）信贷市场的脆弱性

1、金融脆弱性假说：企业角度

明斯基的分析基于资本主义繁荣与衰退长期（50年）波动现象的总结之上。他指出，在经济的繁荣时期就播下了金融危机的种子，这个50年的长波周期以20年或30年的相对繁荣开始，在经济上升时期，贷款人（银行）的贷款条件越来越宽松，而借款人（工商企业）则利用宽松有利的信贷环境积极地借款。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（一）信贷市场的脆弱性

1、金融脆弱性假说：企业角度

明斯基将借款的企业分为三类：第一类是抵补性借款企业，是最安全的借款人；第二类是投机性借款企业，其财务状况有可能恶化；第三类是庞氏企业，这类企业要维持运营，必须在长时间内不断地借新债还旧债。



第二节 金融脆弱性与金融危机

在明斯基看来，商业周期的存在将诱使企业进行高负债经营。在一个新周期开始时，绝大多数企业都属于抵补性企业。随着经济的进一步繁荣，市场显现出一派利好气氛，企业预期收益上升，纷纷扩大借款，投机性企业和庞氏企业迅速增多。这样，在借款人中高风险的后两类借款人的比重越来越大，而安全的第一类借款人所占的比重却越来越小，于是金融脆弱性问题越来越严重。然而资本主义经济的长波周期必然迎来滑坡，任何打断信贷资金流入生产部门的事件都将引起违约和破产，而这又进一步影响金融体系。金融机构的破产迅速扩散，金融资产价格的泡沫也迅速破灭，金融危机就爆发了。



第二节 金融脆弱性与金融危机

2、安全边界说：银行角度

为了更好地解释明斯基的金融内在脆弱性，1997年，克瑞格引用了安全边界这个概念。安全边界可理解为是银行收取的风险报酬，包含在借款人给银行支付的贷款利息之中。当不测事件使得未来没有重复过去的良好记录时，安全边界能够给银行提供一种保护。

与借款企业比较，银行家对整体市场环境和潜在竞争对手更为熟悉。即使银行家了解本地区的市场竞争状况和竞争者的未来计划，他对未来市场状况的把握也不会比别人好多少。银行家是否贷款主要看借款人过去的信用记录，而不太关注未来预期。



第二节 金融脆弱性与金融危机

2、安全边界说：银行角度

银行家关心的是“将来我能否把钱收回来”以及“我还能再贷款给他吗”。这由借款人过去的信用记录和预期收入说明书中的数字来决定。银行家对借款人本身的“信用风险”的重视程度超过了对贷款项目风险评价的重视程度。这种“向后看”而不“向前看”的想法，实际上是假定“未来将是过去的重复”。



第二节 金融脆弱性与金融危机

2、安全边界说：银行角度

经济扩张助长了银行家和企业家的想法。经济稳定扩张，使得有良好信用记录的借款人越来越多，银行家对借款人的能力也就深信不疑。借款人一方也会经历类似银行家的过程。在经济稳定扩张时，随着时间的推移，实际情况越来越多地印证了投资收益甚至超过预期，使得借款人对自己当初的投资决定充满信心。这种“实际情况”有时并不是真实的，正如凯恩斯所指出的，这种成功并非企业有什么特殊的本领，而仅仅是由于投资在一个扩张的环境中。因为5%的经济增长率比0.5%的经济增长率更能掩盖一个2%的投资预测错误。



第二节 金融脆弱性与金融危机

2、安全边界说：银行角度

金融脆弱性的想法正是建立在安全边界的变化上。就是那些缓慢的、难以觉察的对安全边界的侵蚀，产生了金融脆弱性。当安全边界减弱到最低程度时，即使经济现实略微偏离预期，借款企业为了兑现固定现金收入流量承诺，也不得不改变已经计划好的投资行为。这意味着会出现拖延支付或者另找借款的现象。若不能实现，就只能推迟投资计划或者变卖投资资产。紧接着费雪债务紧缩过程开始：价格下跌、实际债务负担加重和供求法则逆转（价格降低导致供给增加、需求减少）。于是，金融危机发生。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（二）金融市场的脆弱性

金融市场的脆弱性是从价格波动的角度来研究的。金融资产价格的过度波动是金融体系脆弱性积累的重要来源。金融资产代表了对商品和服务的请求权，现代资产定价理论认为，一种资产的价格是其预期收益的风险调整贴现值。金融市场据以对某种金融资产进行定价的是该资产将带来的未来收入流量以及影响这一流量变化的各种因素。影响未来收入流量变化的各种因素难以为资产持有人尽知，未来收入流量主要依靠预期而得到。这样，任何影响资产未来收入流量的心理预期都会引起资产价格的波动。



第二节 金融脆弱性与金融危机

投机家索罗斯据此提出循环周期理论，认为世界上并不存在完全有效的金融市场，也不存在所谓的由资产内在价值决定的均衡价格。资产价格和交易行为之间的关系不是交易行为对资产价格的单向决定，而是相互决定，中间的桥梁是市场心理。换句话说，资产市场通过与交易行为及市场心理的交互影响，导致市场决定市场的自我循环，直至市场运行趋势发生逆转，并开始新一轮反方向的循环。这种资产价格自我循环运作必然造成资产价格的过度波动。因为市场参与者的主体力量都按照市场趋势作出买卖决定，以致不断强化市场趋势本身，直至这种单方向的市场能量释放完毕，开始反方向的运行趋势为止。



第二节 金融脆弱性与金融危机

经济学文献主要从三个方面解释了股市的过度波动性：①过度投机；②宏观经济的不稳定；③交易和市场结构的某些技术性特征。此外，20世纪70年代以来层出不穷的金融创新，如各种金融衍生工具的发展、计算机决策的交易策略等，也都可能加大股市的不稳定性。

即便是精明的投资家也不能规避股市的波动风险。1995年导致巴林银行倒闭的尼克·里森交易案、1998年美国长期资本管理公司破产及2000年老虎基金解散都是例证。股市与真实经济的联系更为紧密，股市的波动对真实经济的影响也更为广泛且深刻。历史上引起经济大危机的直接原因绝大部分与股市崩溃有关。



第二节 金融脆弱性与金融危机

1971年后，随着浮动汇率制度的广泛推行，汇率的过度波动迅速成为金融市场脆弱性的另一个主要来源。

对于汇率过度波动的解释，最著名的是多恩布什在1976年提出的汇率超调理论。

该理论指出，浮动汇率制度下汇率的剧烈波动和“汇率错位”的主要原因在于：面对某种初始的外部冲击，不仅资产的价格和商品的价格可能过度反应，而且资产市场和商品市场的调整速度常常并不一致，这些问题集中反映到汇率上，就会使汇率过度波动。



第二节 金融脆弱性与金融危机

考点三、金融脆弱性至金融危机的演化机制

金融脆弱性仅仅表明金融已经具有不稳定性，但不等于发生金融危机，由金融脆弱性到金融危机还需要有个演化过程。

金融危机是相当一部分金融机构的负债超过其资产的市场价值，导致挤兑和资产构成的其他转换，一些金融机构倒闭、政府干预的情形。

由此可见，金融脆弱性积累到一定程度才会发生金融危机。



第二节 金融脆弱性与金融危机

考点三、金融脆弱性至金融危机的演化机制

事实上，金融全球化本身就是全球金融活动和风险发生机制联系日益紧密的一个过程。金融脆弱性向金融危机的转化速度也大大加快了。

最重要的是，一个经济体受到冲击（尤其是投机性冲击）的可能性增大了。以前，一国经济常常受到实体经济方面的冲击（如农业的大幅度减产、石油冲击）而引发危机，而这些实体经济冲击并不经常发生。现在，随着私人资本及机构投资者的崛起，以及各国市场的开放，来自国际资本的冲击经常发生。在全球化时代，正因为金融脆弱性向金融危机演变的速度和频率加快，金融脆弱性逐渐引起各国的重视。



第二节 金融脆弱性与金融危机

考点四、金融危机的分类及危害

金融危机是指一个国家或几个国家与地区的全部或大部分金融指标（如短期利率、汇率、资产价格、企业偿债能力和金融机构倒闭数）急剧、短暂和超周期地恶化。

金融危机可以分为货币危机、债务危机、银行危机等类型。

20世纪90年代以来，金融危机越来越呈现出某种综合形式的危机特征。



第二节 金融脆弱性与金融危机

考点四、金融危机的分类及危害

全球金融危机主要表现为货币危机，具体表现为市场流动性不足，信用紧缩，市场停滞，交易大量减少，市场恐慌性抛售。

其特征是人们基于未来经济将更加悲观的预期，整个区域内货币币值出现幅度较大的贬值，经济总量与经济规模出现较大的损失，经济增长受到打击。

往往伴随着企业大量倒闭，失业率提高，社会普遍经济萧条，甚至伴随着社会动荡或国家政治层面的动荡。



第二节 金融脆弱性与金融危机

考点四、金融危机的分类及危害

由于国际投机者的攻击往往以货币为目标，货币危机就成为20世纪90年代以来金融危机的先导。

在投机者的攻击下，一国货币急剧贬值，导致外汇市场开始排斥以致拒绝这种货币，该货币也就处于危机之中了。1992年的欧洲货币体系危机、1995年的墨西哥金融危机及1997年的亚洲金融危机都是从典型的货币危机开始的。

金融危机的主要危害有：使金融机构陷入经营困境；加重政府财政负担；降低货币政策效率，增加货币政策实施难度；造成银行信用过分紧缩；抑制经济复苏，打击经济增长。



第二节 金融脆弱性与金融危机

考点五、金融危机的治理和应对

从2007年美国次贷危机以及由此产生的全球金融危机来看，各国政府先后采取的具体应对措施大致可以归纳为以下几类。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（一）注入流动性

为缓解金融市场流动性紧张问题，各国中央银行纷纷向金融市场注入流动性。自次贷危机爆发以来，欧美日等国家和地区的中央银行一直都在不断地向金融市场注资。

自2008年9月以来，这种注资的规模和范围更加扩大，反应更为迅速。

仅以雷曼申请破产的一周为例，美国、欧洲、英国、日本、俄罗斯、澳大利亚、印度和中国香港等国家和地区的货币当局向流动性紧张的金融市场紧急注入共计4960多亿美元。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（二）金融机构国有化

为了防止危机进一步扩散，对已经陷入或面临破产境地的金融机构，政府出面接管实行国有化。

自2008年9月以来，美国已先后接管了陷入困境的全美最大的两家住房抵押贷款融资机构“房利美”和“房地美”。

在欧洲，英国政府接管了陷入困境的最大的住房抵押贷款机构布拉德福德宾利银行。德国政府对濒临破产的德国第二大商业地产借贷机构——德国地产融资抵押银行提供贷款保证。冰岛政府将该国前三大银行全部收归国有。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（三）降低官方利率

为了缓解金融危机的冲击，各国中央银行纷纷降息。2008年9月，澳大利亚中央银行7年来首次降息25个基点。10月，澳大利亚中央银行进一步大幅减息100个基点，全球中央银行降息序幕由此拉开。10月8日，美国、欧洲、英国、加拿大、瑞典和瑞士的中央银行等六大中央银行同时宣布降息，降息幅度高达50个基点。此前，美国已经首次为商业银行的银行准备金支付了利息，这实质上等同于变相降息，相当于将联邦基金利率降低了75个基点。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（四）收购不良资产

为帮助金融机构剥离不良资产，恢复银行的贷款能力，政府出资购买金融机构的不良资产。

2008年10月初美国国会批准了一项总额为7000亿美元的金融救援计划，以阻止金融危机进一步恶化。此外，给予美国财政部特别授权以购买、持有、出售住宅和商业抵押贷款以及相关贷款支持证券，从而帮助金融机构剥离不良资产。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（五）存款担保

为稳定金融市场，防止银行挤兑导致金融机构崩溃，国家出面对银行的存款进行担保。

欧洲各国政府在危机升级后，相继出台对银行个人存款的保护措施。爱尔兰率先通过一项紧急法案，向国内6大银行提供为期两年总额达4000亿欧元的个人存款担保。紧随其后，希腊、法国和德国也分别宣布对银行存款实行全额担保。

在欧美之外，阿联酋、澳大利亚、新西兰和印尼等都宣布对存款全额担保或者提高担保额度。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（六）禁止“裸卖空”

为防止股票市场的投机活动造成金融机构破产，众多国家纷纷禁止对金融公司股票进行“裸卖空”。美国证券交易委员会于2008年9月首先颁布了旨在限制“裸卖空”行为的三项新规定，其中包括做空交易者必须在交易结束时向证券机构呈送交易数据，为期不得超过三天，否则将面临罚款。

继美国之后，英国、澳大利亚、法国、德国、希腊、荷兰、意大利、巴基斯坦、中国台湾、瑞士和爱尔兰等多个国家和地区都加入了禁止股票卖空的行列。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（七）国际金融协作

为加强对市场的影响程度，各国中央银行联手出击，协同动作稳定金融市场。

为改善全球金融市场的流动性状况，美联储于2008年9月与欧洲中央银行以及日本、英国、瑞士和加拿大的中央银行达成货币互换协议，将提供高达1800亿美元的资金，用于缓解金融市场流动性短缺。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（八）向实体企业直接融资

为解决企业因信贷危机而无法融资的困境，中央银行购买商业票据直接向实体企业融资。

美联储2008年10月宣布大量购入三个月无担保和资产抵押的商业票据，这是美联储在大萧条以来首次援引特别法案向非金融企业直接放贷。

英国成立专门机构为银行向企业发放贷款提供担保。



第二节 金融脆弱性与金融危机

（九）财政刺激计划

为应对金融危机所导致的实体经济的衰退，各国政府纷纷推出一揽子财政刺激计划。

欧洲的财政刺激措施主要包括增加政府投资、减税、对弱势群体补贴三个方面。

英国的方案主要以减税为主，其他国家的方案则基本上为综合方案。



本节小结

第二节 金融脆弱性 与金融 危机

- 1、金融脆弱性定义及衡量
- 2、金融脆弱性的生成机制
- 3、金融脆弱性至金融危机的演化机制
- 4、金融危机的分类及危害
- 5、金融危机的治理和应对