

金融创新、金融稳定的历史回望与当下风险管控

郑联盛;《改革》2014年第8期

一、引言

20世纪60年代以来,金融创新蓬勃发展,成为金融体系发展变革的重要推动力量。金融创新通过金融制度、金融产品、交易方式、金融组织、金融市场等的创新和改革,促进了金融领域各种要素的重新优化组合和金融资源的重新配置,已经成为促进金融市场发育、金融行业发展和经济增长的重要力量。金融创新是金融体系促进实体经济运行的“引擎”(Merton, 1992)。

随着金融创新的深入发展,美国成为全球的头号经济强国和金融行业发展的领头羊。金融创新为美国金融发展和经济增长做出了突出贡献。然而,2007年夏天爆发的次贷危机演化成为了大萧条以来全球最为严重的全球金融危机。在本轮危机的爆发和升级过程中,房地产市场、银行体系、影子银行、会计准则和资产负债模式等的金融创新都暴露了重大风险。某种意义上,次贷危机是对过度金融创新的一种清算。

从次贷危机爆发前后看,金融创新首先带来了美国房地产信贷市场和金融市场的繁荣,而紧接着又带来了巨大的金融风险 and 流动性危机,严重冲击了美国和全球金融稳定。在这个过程中,金融创新扮演着金融繁荣的创造者和终结者的双重角色,金融创新是一把“双刃剑”。因此,深入分析金融创新与金融安全的辩证关系,把握金融创新对金融发展的促进作用,规避金融创新对金融安全的冲击,是十分必要的。金融危机以来,美国金融机构又重新走上杠杆化和创新道路,金融稳定理事会则为美英等金融创新敲响警钟。对于中国而言,2009年之后随着融资需求和财富管理需求的膨胀,融资类和理财类的金融创新层出不穷,从理财产品、非标资产、“影子银行”到互联网金融,中国金融体系的创新步伐更加迅猛。在全面深化改革和完善金融市场体系建设中,如何平衡金融创新与金融风险防范的关系,成为金融领域的一个重大议题。

本文第一部分为引言,第二部分是金融创新与金融风险的相关文献分析,第三和第四部分是金融创新与金融风险的理论分析和历史经验分析,最后是简单的结论和金融创新风险的应对建议。

二、金融创新与金融风险:相关文献

学术界一般通过金融风险将金融创新和金融稳定联系起来。金融稳定一般是指整个金融体系的稳定，是宏观层面的分析。金融创新与金融风险的关系研究重点集中在微观层面。但是，次贷危机及其相关的风险应对与改革发展看，学术界认识到此前对金融创新研究的片面性，加强了金融创新对宏观层面的金融风险研究。

（一）微观视角下的金融创新与金融风险

在微观层面，金融创新有利于规避金融风险、降低成本、增加流动性、规避监管、增加金融机构利润等，可进一步发挥金融在市场经济中的资源配置作用，进而保障资金融通有效性和整个金融体系稳定。在风险规避上，国际清算银行（BIS, 1986）对金融创新的作用进行概括，认为金融创新可以有效地转移包括价格风险、信用风险在内的金融风险。Van Horne（1985）、Merton（1992）认为金融创新可以分散金融风险，Tufano（2002）指出金融创新具有重新配置风险功能。

在降低成本方面，金融创新有利于降低交易成本，同时还可以减少代理成本。Niehans（1982、1983）将 Hicks 交易成本理论拓展至金融行业，表明金融创新通过对技术的运用使得金融交易成本大幅下降。Tufano（2002）也认为金融创新致力于交易成本、搜寻成本和营销成本等的最小化。当然，金融创新在突破“内在约束”的同时势必提高金融企业的利润水平（Silber, 1983）。另外，在金融产品被视为一种交易合约之后（Black, 1986），金融创新就成为克服市场不完全等缺陷的有效手段，是治理道德风险和不对称等的“良方”（Ross, 1989; Merton, 1992; Tufano, 2002）。

还有，金融创新使得资本集中并跨越时间和空间创造了流动性（Merton, 1992），可以将流动性差的资产转化为流动性强的资产进一步增加流动性（Finnerty, 1992），而使得整个市场的流动性得以加强（BIS, 1986）。但是，BIS（2008a）认为金融创新的流动性创造功能在金融动荡期间将可能产生信用骤停，严重影响货币资金融通，是对金融稳定的重大威胁。

最后，金融创新与金融监管在相互影响、互为因果中相互促进，金融创新是由于各种监管的因素而引发的（比如税收、管制等，Miller, 1986; Tufano, 2002），最终成为一个“监管-创新-再监管-再创新”的动态过程。比如银行创新和银行监管之间具有高度相关性，金融创新是金融监管水平提高的主要推动力量之一（Finnerty, 1992）。

（二）宏观视角下的金融创新与金融风险

从宏观层面的研究看，Miller（1986）和 Merton（1992）是该领域的先行者。Miller 通过对美国 20 世纪 60 年代中期以来的二十年金融创新进行回顾，并对未来二十年进行展望，他认为金融创新有利于整体金融稳定和安全，严重的金融动荡将因金融创新而平息

(subsiding)。Merton 更是认为金融创新是金融体系发挥其促进实体经济发展作用的“引擎”。

但是, Tufano (2002) 认为 Miller 对金融创新利于金融稳定的判断可能过于乐观, 金融创新对金融安全的宏观影响没有得到足够的重视。东亚金融危机发生之后, 尤其是次贷危机以来, 学术界加强金融创新对整个金融体系的负面影响的研究, 并开展了金融创新与金融脆弱性、危机传染性和系统性风险等宏观性质的研究(何德旭等, 2009)。

美国金融危机之后, 金融创新的宏观效应及冲击成为一个重大研究内容。金融创新的复杂性和“捆绑效应”, 使得各个金融机构的风险在整个金融体系中被放大, 从而带来脆弱性, 最后可能诱发严重的危机。尤其是金融衍生品包含着较大的价格波动风险, 并会创造新的系统的脆弱性(伊特韦尔等, 2001)。Reinhart and Rogoff (2008a) 认为, 金融创新的风险从房地产市场—房地产抵押贷款市场—信用市场等不断升级, 最后造成美国严重的次贷危机。英国金融服务局(2008)从结构化金融创新、风险的信息透明度等分析了金融创新会导致整个金融市场的脆弱性增大。澳大利亚储备银行(2008)亦指出, 复杂的金融创新比单一的创新工具对双向交易和流动性更加敏感, 从而具有更大的脆弱性。

另外, 金融创新对金融稳定的另一重点研究集中在金融风险 and 危机的传染性。金融风险的传染一般是通过两个渠道, 即信息渠道和流动性渠道(BIS, 2008b)。前者指一个结点上发生金融动荡, 经过信息渠道迅速扩散和放大, 成为一个更大的危机, 即所谓的“蝴蝶效应”。而流动性渠道则是一个结点发生财务困难, 直接影响相关金融机构的流动性, 进而可能导致更多的金融机构倒下, 即所谓的“探戈效应”。金融创新导致了金融体系内部关联性加强, 风险在空间上进行网络化重置, 系统性风险更易体现在空间维度的风险传染性上(BIS, 2011)。

更值得注意的是, 金融创新可能带来系统性风险(Systemic Risk)。Minsky (1992) 对金融创新与金融稳定性进行了研究, 认为金融创新导致信用非理性扩张, 使得整个金融体系可能演变为一场溃逃。Dyner 等(2005) 和 Jerman 等(2006)对金融创新、金融稳定性和宏观经济稳定进行了研究, 表明金融创新在稳定时期给金融市场和经济增长带来更大的弹性, 但是在衰退和危机期间, 金融创新则是带了更大的波动性和脆弱性, 可能造成经济的系统性风险(Brunnermeie 等, 2009)。BIS(2008a) 通过对信用风险转移工具创新的研究认为, 金融创新掩盖信用衍生品的风险, 一旦基础资产发生问题(比如次贷危机), 金融创新就会产生金融冲击的系统性放大作用, 不利于金融体系的稳定, 甚至导致系统性冲击(Nigel 等, 2008; Hoenig, 2009)。FSB(2013)对影子银行体系及其创新机制对系统性风险的影响做了较为全面的监测与分析, 认为需要强化影子银行体系系统性风险的应对机制。

三、金融创新与金融风险：一般理论分析

金融创新是在金融领域内建立一种“新的生产函数”，包括金融产品、交易方式、金融组织、金融市场等的创新和改革，是金融领域各种要素的重新优化组合和金融资源的重新配置。金融安全是整个金融系统的稳定，金融创新和金融稳定是通过金融风险相互联系的，金融创新可能给金融机构和金融市场带来金融风险，而风险的产生构成对金融稳定的威胁，金融风险的累积和爆发造成对金融稳定的损害。

（一）金融创新对金融稳定的效用分析

1. 金融创新的微观效应

从微观层面看，金融创新对金融稳定的促进作用是体现在金融风险规避、金融效率提高和金融市场发展等方面。其一，金融创新使金融风险锁定、削减、转移和分散。比如，期货、期权等金融工具可以锁定投资人的风险，有利于投资者的风险管理和资产配置；套利工具的兴起较大程度地削弱了金融风险；信贷风险转移工具使信用风险被转移进而分散化。

其二，金融创新工具降低了交易成本，减少了信息不对称和代理成本问题，提高了金融机构的盈利水平，同时提供多样化的金融服务，多层次地满足了投资者的不同需求，还有利于金融资产的定价，总体上有助于提高金融效率。

其三，金融创新促进了金融市场的发展，市场的广度不断被拓宽，深度不断的深化，同时使得金融交易跨越时间和空间成为一种便利的活动。尤其是国际金融市场的一体化，使得金融资源和要素在全球内配置，有利于金融资源的利用水平和金融效率的提高，有助于全球金融市场的长足发展。

2. 金融创新的宏观效应

金融创新的宏观经济效应主要集中在金融创新对货币融通、金融体系稳定性和金融发展安全等方面。首先，金融创新对货币供求和货币融通的影响是深远的，金融创新扩大了货币供给主体，加大了货币乘数，增加了金融机构创造货币的能力，流动性需求在金融创新下更容易得到满足，并加强了货币政策的传导作用，促进金融体系的货币融通功能得到更好的发挥。

其次，金融创新提供了金融风险的“吸收器”和金融动荡的“减震器”，在金融市场的基本功能不受到损害的条件下，金融创新可以减小资产价格的整体波动幅度，有效地缓解金融动荡的冲击，避免金融体系的大起大落。一般金融创新比较发达的市场，各种资产的价格的波动幅度较小。比如，2007 年底以来，新兴市场国家的股票市场的下跌幅度远大于发达国家的市场，即出现了“过山车式”的大幅起落，对资金的融通造成较大的负面影响。

还有，金融创新对金融体系的稳定性的另一个作用是非直接的，即金融创新促进金融监管水平的提高，加强了金融体系的风险防范和治理能力，从而有利于金融体系的稳定与安全。金融创新是金融监管水平提高的主要推动力之一。

最后，金融稳定还包括金融发展的稳定，金融稳定实际上是一种动态均衡状态，这种状态往往表现为金融产品、市场和体系的稳定发展。金融创新与金融发展是相互促进的，金融创新、金融稳定和金融发展是相辅相成的一个整体。

（二）金融创新对金融稳定的负面效应

金融创新是一把“双刃剑”，对金融稳定和金融安全也会带来巨大的挑战，金融创新可能造成货币流通的不确定性、金融体系的脆弱性、金融危机的传染性和系统性风险。

金融创新对货币稳定性的不利影响主要体现在降低了货币需求的稳定性、增强了货币供给内生性以及削弱了货币政策的可控性。金融创新对货币需求稳定性的影响主要通过两条途径：一是金融创新改变了人们持有货币的动机，引起货币需求结构的变化。二是金融创新使货币需求的决定因素变得更为复杂和不确定，各因素的影响力及其与货币需求函数关系的不确定性加剧，从而降低了货币需求的稳定性。金融创新对货币供给的影响是全面而深刻的，一是扩大了货币供给主体的不确定性；二是货币乘数扩大和金融机构创造货币的能力的不确定性；三是货币供给的内生性增加。最后，金融创新使货币供应在一定程度上脱离中央银行的控制，而越来越多地受制于经济体系内部因素的支配，从而严重削弱了中央银行对货币供应的控制能力和控制程度。

金融创新带来的金融脆弱性主要在于金融创新的杠杆效应、复杂性、信息不透明和流动性的易变性等，即金融体系的不稳定性加剧。金融创新使得高比例杠杆运作十分普遍，这直接导致价格波动和市场波动的易变性，可能萌发金融体系的脆弱性（伊特韦尔等，2001）。近年来的金融创新极其复杂，比如资产证券化产品的投资者甚至无法知晓其基础资产的组成。复杂的结构化金融产品比单一的创新工具对双向交易和流动性更加敏感，对信息的要求非常之高（Nigel等，2008）。但是近来的金融创新，尤其是结构化投资实体和结构化金融产品，在金融市场极其缺乏透明度，使得投资者根本无法清晰认识到结构性金融产品的风险，形成了所谓的影子银行体系，并引发系统性风险（FSB，2011）。金融创新的复杂性、结构化使得各种金融产品之间具有捆绑效应，加上信息的不透明，使得各个金融机构的风险在整个金融体系中被放大，从而带来脆弱性（Reinhart and Rogoff, 2008b）。更值得注意的是，创新型金融产品在近几年对信用创造的作用非常大，同时对流动性极其依赖，这些产品在金融动荡的条件下容易丧失再融资功能，使得市场的整体信用大幅萎缩（即信用骤停），进而金

融机构和整个金融市场的脆弱性增大，应对金融动荡和危机的能力下降(FSA, 2008)。

金融创新对金融稳定的威胁还体现在金融创新放大了金融风险的传染性。危机的传染性是主要是因为金融机构和金融体系内在关联性或传染性导致的。金融危机的传染一般是通过两个渠道，即信息渠道的“蝴蝶效应”和流动性渠道的“探戈效应”(BIS, 2008a)，即空间的传染性。尤其是金融机构近来出现的交叉持有流动性的创新，这有利于缓解机构的流动性困境，但是这种机制只是流动性的再分配而不是流动性创造，因此产生了更大的一张流动性交叉网络，使得流动性渠道网络化，金融风险的空间传染性更强。

金融创新对金融稳定的最大威胁在于可能危及整个金融体系的稳定性，即系统性风险。金融创新最重要的功能之一是风险的规避和转移，这是金融机构的理性行为，但是，金融市场的各种理性行为可能导致整体的非理性，即出现“囚徒困境”。Minsky (1992)指出，金融创新导致金融机构扩张信用，但是整体的信用就出现了非理性扩张，在经历扩张、上升、繁荣等阶段之后，当市场达到高峰阶段，市场价格开始下滑，金融机构将产生财务困难，进而需要流动性支持，即将出售资产、收回现金，这对商品和证券价格将产生灾难性后果，整个金融体系可能演变为一场溃逃(Minsky, 1992)。

四、金融创新与金融稳定：历史考察

美国次贷危机的爆发，使得人们对金融创新对金融体系的作用有了进一步的认识，尤其是金融创新对金融稳定性的负面作用引起了重视。从更长的历史时期看，金融创新与金融风险也是相伴相生，某种程度上，国际金融体系的演进是金融风险—金融创新—金融风险的动态迂回发展过程。

(一) 二战后金融创新的历史进程

广义的金融创新是金融内部通过各种要素的重新组合和创造性变革所创造或引进的新事物，泛指金融领域内出现的、有别于既往的新业务、新技术、新工具、新机构、新市场与新制度安排。根据不同的标准，金融创新有不同的分类。根据创新的内容，一般可以分为制度创新、产品创新、技术创新和服务创新等。

在不同的历史时期，金融创新的重点也不甚相同。在20世纪40-50年代，主要是以制度创新为主，即是布雷顿森林体系的建立；60-80年代掀起了金融创新的高潮，众多金融产品被开发应用；90年代之后，得益于信息技术的发展，金融创新主要体现在技术进步对金融体系的影响上。新世纪以来，金融创新是技术创新和产品创新并举，出现了以服务创新为主的金融创新浪潮（见表1）。

表 1 二战以来全球金融创新的历史进程表

时间	创新类型	主要创新产品	意义
20 世纪 40-50 年代	制度创新	布雷顿森林体系：美元直接与黄金挂钩，各国货币则与美元挂钩，并可向美国兑换黄金	美国金融霸权的确立；提供了一个稳定的国际金融秩序，促进战后经济建设。
60-80 年代	产品创新	监管规避型：欧洲债券、欧洲美元 风险重置型：外汇期货、外汇远期、货币互换、利率互换和期权	促进金融市场的发展与繁荣。1972 年外汇期货的产生，意味着国际金融市场进入衍生品市场的时代，1980 年的货币互换和 1981 年的利率互换的兴起则是衍生品市场膨胀的标志性事件。
90 年代	技术创新	电子金融	极大地降低了交易成本；全球金融市场一体化。
21 世纪	服务创新	结构化金融产品、资产证券化发展、对冲基金、私募股权基金、互联网金融等的兴起	金融资产流动性加强；金融资产的全球配置；市场主体复杂化；金融基础设施信息化。

资料来源：作者整理。

（二）金融危机的历史分析

每次金融动荡都有其与众不同的特点，但都有一个相似之处，即都是在一次非理性繁荣之后引发的（席勒，2008）。而这个繁荣的背后，往往伴随着各种金融创新。但在各种金融创新中，可能隐含了各种金融风险，而金融风险在金融繁荣的过程中不断累积，可能成为某轮金融创新和金融繁荣的终结力量，甚至造成金融危机。

金融创新在某种程度上是金融风险累积和金融危机发生的重要诱因，也是危及金融稳定性的重大因素。二战以来发生在工业国家的前 18 次金融危机中，许多金融危机出现了惊人的定性和定量相似点，最后都对金融稳定性造成一定的负面影响，有的甚至是对金融体系的破坏性冲击（即爆发金融危机）。在二战后的大部分金融冲击发生前，一般都有一段金融管制放松的过程。在金融管制放松的过程中，伴随着各种层次的金融创新，包括制度、产品、交易等（Reinhart and Rogoff, 2008b）。

1. 制度创新导致的金融危机

每一种金融制度和金融运行机制的改变都是与特定的历史背景、经济发展阶段和金融深度相适应，即金融制度的创新都有特定的创新基础。随着经济实力的改变、金融市场的发展和技术进步的创新，一个时期的金融制度可能就不适应另外一个时期的经济基础。

在制度创新引致的金融危机中，最经典的例子是布雷顿森林体系的崩溃。布雷顿森林体系是二战之后最大的金融制度创新，促进了战后经济复苏和金融繁荣。但是该创新的制度缺陷“特里芬难题”使得 1971 年 8 月尼克松政府宣布停止履行美国兑换黄金的义务。这意味着美元与黄金脱钩，支撑布雷顿森林体系的一根支柱已倒塌。1973 年 3 月，欧洲共同市场 9 国达成协议，联邦德国、法国等国家对美元实行“联合浮动”，该体系的另一支柱（即固定汇率制度）亦垮塌。运行近 30 年的布雷顿森林体系崩溃了，引发了 70 年代早中期的全球金

融震荡。

制度创新引发的金融风险的另一个经典案例是欧共体的联合浮动会理制度。70年代初，为了规避汇率风险，欧洲共同市场9个国家在外汇市场创新性地实行“联合浮动”制度。但是，由于欧洲共同市场内部的结构不均衡性，“联合浮动”及其后的欧洲货币体系同样遭受了严重的货币危机，即是上世纪90年代初期的英镑危机以及意大利里拉危机(戴维,2008)。

制度问题导致的危机最近的典型就是欧洲主权债危机。马斯特赫利特条约为欧元的诞生和发展奠定了制度基础，但是，欧元体系之内存在众多的实质性制度错配。(Ferry, 2013)首要的就是欧元区是一个货币联盟，而货币联盟运行的大一统的基础，比如政治联盟、经济政府或治理框架等却是缺乏的。其次是，统一的货币政策和独立的财政政策使得债务扩张成为成员国能动的唯一选择。再次，欧元区缺乏系统性风险的应对机制，甚至都没有考虑到危机需要一个独立的最后贷款人机制。最后，政治协商与经济治理的时效性差异使得欧元区制度框架出现重大的技术性漏洞。

2. 产品创新导致的金融危机

金融产品的创新是金融创新的核心内容，是金融市场深化的主要动力源。同时，产品创新给投资者提供了各种各样的工具，以获取高额利润。金融创新让投资者认识到了太多的利润机会，导致了对利润的过度追求，产生了过热的非理性。另外，对金融创新的风险定价过低，金融创新的使用就会过度(金德尔伯格,2007)。过度的金融创新和过于复杂的金融产品实际上并没有消除风险，而是隐藏或者转移风险，更多是一种监管套利行为，可能引发系统性风险(Yorulmazer,2013)。

金融产品创新导致的过度的非理性交易也可能引发金融安全问题，甚至导致金融危机。1987年的美国股市危机、1990年日本股市泡沫等危机就是最好的例证。对于金融机构而言，英国巴林银行倒闭、美国长期资本公司风波、中国的中海油事件等都是鲜活的例子。在这些金融问题和金融危机中，金融创新(尤其是衍生品创新)发挥了重大的作用，甚至是主要作用(Lambert, 2008)。因为在高度杠杆操作市场中，随着信用的扩张和交易的过度，对风险的厌恶就会增加，即出现“风险增加原则”现象，金融机构急需更多的流动性，最基本的风险管理策略遭到破坏，进而产生系统性风险，导致对金融安全的严重威胁(何德旭等,2008)。特别是当这些金融产品运行严重依赖批发性货币市场时，金融中介流动性的负债非常之高，其期限错配导致的流动性危机将是最大的风险(Ramadorai, 2011)。

前美联储主席沃克尔指出，金融创新导致金融中介发生在有效的官方监管之外，规模巨大的金融衍生品在不透明的情况下交易，这些都会引发严重的金融风险。以美国为例，复杂的金融产品创新及影子银行体系的形成，深刻改变了美国的金融结构，使得影子银行成为与商业银行等量齐观的“平行银行体系”，在监管不足条件下，最后爆发了大萧条以来最为严重的金融危机(Gaithner, 2008)。金融创新导致的金融风险实际上是扩大了金融体系的复杂性和内在关联性，使得系统性风险的空间传染性更为明显(BIS, 2001,2009; Judge,

2012)。中国在影子银行体系发展起来之后，比如融资类同业业务创新实际上是通过没有风险利差的银行间市场来为金融创新进行流动性和期限管理，最终导致理财、非标准资产业务、融资类同业等金融创新严重以来批发性金融市场，最终导致了“620”流动性事件的爆发（郑联盛等，2014）。为此，需要用更加全面、严格和有针对性的监管举措来应对系统性风险（Volcker, 2010）。

3. 金融全球化条件下的金融危机

技术的进步给全球金融市场带来了巨大的变化，金融交易、清算和运行等已经成为一个不可分割的整体。但是，技术进步带来的金融全球化、一体化却成为一个“循环破坏者”——金融风险在这个条件下变得极具传染性。最典型的例子是东亚金融危机。1997年泰铢大幅贬值诱发泰铢危机，进而波及到整个东亚地区，对泰铢汇率的“矫正”迅速演变为地区性金融危机。金德尔伯格（2007）指出，东亚金融危机的扩散和升级中，金融一体化的作用不容忽视，至少投资者的情绪被迅速扩散并放大，即出现“羊群效应”和“蝴蝶效应”。更值得注意的是，东亚金融危机在全球的扩散。虽然，东亚危机没有给美国带来实质影响，但带来了一定的市场混乱，严重的是，拉丁美洲等受到了更大的破坏性影响（戴维，2008）。同时，金融衍生工具对东亚金融危机的爆发也有负面作用，尤其是互换和外汇远期。衍生工具和表外业务等创新的运用给韩国、印度尼西亚、马来西亚等国家资产负债表、外债风险和风险管理等带来不完全的信息，使得这些国家低估了风险（伊特韦尔等，2001）。

次贷危机的蔓延同样是金融全球化条件下的金融危机传染的典型例子。美国次贷危机发生之后，受到直接冲击的是欧洲金融机构，世界银行（2009）估计欧洲相关金融机构的损失可能超过8000亿美元，这也是“探戈效应”的典型表现。实际上，在次贷危机的影响下，越南、东欧、印度、中国、俄罗斯等新兴市场国家的金融市场大幅下挫，新兴经济体的金融稳定性受到严重的破坏，经济增长同样受到极大的影响。次贷危机已经演化成为大萧条以来全球最为严重的金融危机，其中金融资产损失可能高达4.1万亿美元（World Bank, 2009）。更为严重的是，次贷危机是欧洲债务危机的重大诱因，导致欧洲经济体赤字率和公共债务水平在次贷危机的应对中急剧升高并引发了欧洲债务危机，时至2014年中期，欧洲经济仍未从债务危机中复苏。当然，欧洲债务危机也是欧元区统一货币政策与分散财政政策“二元结构”的制度错配的结果。（何帆、郑联盛等，2013）。

五、小结与建议

金融创新是金融领域各种要素的重新优化组合和金融资源的重新配置。从微观层面看，金融创新对金融稳定的促进作用是体现在金融风险规避、金融效率提高和金融市场发展。从宏观层次看，金融创新有助于货币融通、金融体系稳定性和金融发展等。而另一方面，金融创新可能带来金融脆弱性、危机传染性和系统性风险，并给金融监管带来巨大困难，对金融稳定产生负面冲击。

从金融危机的历史分析看，制度创新、产品创新、技术创新和服务创新等都有可能产生

金融冲击。制度创新具有特定的历史背景，容易随着金融的发展而与时代不相适应，更容易发生金融危机，特别是系统性危机。制度创新、改革与金融稳定的关联性是一个核心问题。产品创新和服务创新是金融创新的核心，但这类创新的风险定价偏低，造成过度交易，亦可能产生严重的金融冲击。技术创新表现在金融全球化一体化的进程中，相应带来了危机的传染性。从历史上的各种金融创新看，金融创新在不同层面上都可能产生金融风险，风险的累积和升级甚至会产生金融危机。如何利用金融创新重新配置金融资源发挥市场决定性作用的同时，又能有效防范金融风险就成为一个紧迫的现实问题。

提高金融创新的信息透明度是防范金融风险的基本条件。复杂的金融创新工具对信息要求非常高，只有信息充分、透明，投资者（包括专业的金融机构）才有可能了解金融创新产品的风险，并对风险进行定价，才能做出科学的投资决策。监管机构应该要求金融创新产品发起人进行强制性的信息披露。

金融机构加强对金融创新产品的风险管理是防范金融风险的基础环节。其一，金融机构应该对金融创新产品的安全性、流动性和盈利性有充分的认识，并将持有的金融资产的可能风险进行甄别，按市场风险、信用风险、操作风险和流动性风险等不同的特质，进行相应的资产损失计提。其二，金融机构应该加强风险识别和防范的能力建设，比如风险识别中的波动率、贝塔系统、VaR 等模型并无法十分客观地度量风险的大小。其三，金融机构需要对各种风险进行相应的防范，比如银行就应结合巴塞尔协议，建立符合相应风险管理需要的资本金充足水平和贷款呆账准备金。其四，从整体监管有效性和系统性风险应对上，宏观审慎管理制度框架是最基础性的金融风险应对机制建设（郑联盛等，2012）。

完善金融创新的监管体系是防范风险的核心要求。金融机构自身的风险管理是远远不够的，监管当局进行的有效监管是保障金融稳定性和金融安全的利器。首先，金融监管当局要改变监管的理念和监管模式，金融全球化条件下的金融创新（及其导致的金融脱媒）和混业经营的再次繁荣，使得原本的监管机制已经无法满足新形势的需要。监管当局需要针对金融创新的安全性、流动性和盈利性以及金融机构的资本充足率、资产质量和表内表外业务设计一个科学的监管体系，以此来提高防范和化解金融风险的快速反应能力。其次，金融监管应强调针对性，比如银行业需要关注其表内资产负债的实质变化，比如银行同业业务的膨胀，以及表外业务的变化，对资产证券化应强调对基础资产和各级证券化产品的风险分级与评估。另外，离岸金融、税收天堂、私人股权基金、对冲基金等仍没有具有针对性的监管措施。最后，监管当局的能力建设需要放在突出的位置，监管能力应和金融业务、金融创新的发展保持动态的协调，方能守住不发生区域性和系统性风险的底线。

金融创新是防范金融创新风险的落脚点。“创新-风险-监管-再创新”是一个动态的发展过程，金融创新仍是规避或削减金融风险、保障金融安全的主要途径。不管是金融机构对金融产品的设计和信息披露，还是金融机构和投资者改善风险管理模式，或是金融监管当局提高监管水平，这其中都包含了更多的金融创新。如果金融创新能够满足相应的信息披露要

求，投资者能客观定位风险偏好和改善风险管理，金融监管机构能加强有效监管，那么金融创新就可有效地促进金融发展同时保障风险可控。

参考文献：

- 戴维·德罗萨：《20世纪90年代金融危机真相》，[M]北京：中信出版社，2008年。
- 金德尔伯格：《金融危机史》，[M]北京：中国金融出版社，2007年第4版。
- 何德旭、郑联盛：“从美国次贷危机看金融创新与金融风险”[J]，《理论前沿》，2008年第23期。
- 何德旭、郑联盛：“金融危机：演进、冲击与政府应对”[J]，《世界经济》，2009年12期。
- 何帆、郑联盛：《欧债危机与中国应对》，[M]北京：社会科学文献出版社，2013年8月第1版。
- 约翰·伊特韦尔、艾斯·泰勒著，成家军等译：《全球金融风险监管》，[M]北京：经济科学出版社，2001年第1版。
- 罗伯特·席勒：《非理性繁荣》，[M]北京：中国人民大学出版社，2008年第2版。
- 张明、郑联盛，“透视房利美、房贷美危机”[J]，《当代金融家》，2008年第8期。
- 张亦春、许文斌：“金融全球化、金融安全和金融演进”[J]，《华北金融》，2002年10期。
- 郑联盛、何德旭：《宏观审慎管理与金融安全》，[M]北京：社会科学文献出版社，2012年第1版。
- 郑联盛、张明：“中国银行同业业务：现状、类型、风险与应对”，[J]《金融市场研究》，2014年第6期。
- Black, D. G. (1986), “Success and failure of futures contracts: Theory and empirical evidence”, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions Monograph Series in Finance and Economics 1986:1
- BIS(1986), “Recent Innovation in International Banking”, BIS Report, 1986 April.
- BIS(2001), Annual Report, June 2001
- BIS(2008a), “Innovations in credit risk transfer: implications for financial stability”, BIS working paper No.255, July 2008
- BIS(2008b): “Financial System: Shock Absorber or Amplifier?”, Working paper No.257, July 2008
- BIS(2009), “Addressing Financial System Procyclicality: A Possible Framework”, April 2009.
- Brunnermeier, Markus. (2009), Andrew Crocket, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud and Hyun Shin, “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, Geneva Report on the World Economy 11. 07 May 2009.
- Cecchetti, Stephen G(2008), “Crisis and Response: The Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008”, NBER working paper 14134, June, 2008
- Dynan, Karen E., Douglas W. Elmendorf, and Daniel E. Sichel(2005), “Can Financial Innovation Help to Explain the Reduced Volatility of Economic Activity?”, Finance and Economics Discussion Series 054, Federal Reserve Board, 2005
- Economist(2008), “End of Illusions”, July 17th 2008.

Eichengreen, Barry, Donald Mathieson, and others(1998): “Hedge Funds and Financial Market Dynamics, IMF Occasional Paper No. 166, 1998.

Ferry, Jean-Pierre, Pisani, “The Euro Crisis and its Aftermath”, draft, July 2013.

Finnerty, J. D. (1992), “An overview of corporate securities innovation”, *Journal of Applied Corporate Finance* 4(4):23-39.

Financial Service Authority(2008) : “Financial Risk Outlook 2008” , 2008

Financial Stability Board(2011): “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation” .
www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/index.htm . 2011

Financial Stability Board(2013), “Global Shadow Banking Monitoring Report 2013” , 14 November 2013.

Geithner, Timothy F. (2008), “Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System” , Federal Reserve Bank of New York, June 9 2008.

Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil Kashyap, Hyun Song Shin(2008), “Lessons from the Mortgage Market Meltdown,” US Monetary Policy Forum Conference Draft, February 29, 2008.
<http://www.chicagogsb.edu/usmpf/docs/usmpf2008confdraft.pdf>

Hoenig, Thomas M. (2009), “Maintaining Stability in a Changing Financial System: Some Lessons Relearned Again?” Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, First Quarter, 2009. pp1-18.

IMF(2010), “Financial Innovation and Risk, The Role of Information”, Working paper 10/266, November 2010.

Jermann, Urban, and Vincenzo Quadrini(2006), “Financial Innovation and Macroeconomic Volatility” , finance.wharton.upenn.edu/~jermann/fspaper-may8u.pdf , 2006.

Judge, Kathryn(2012), “A Study in Financial Innovation, Complexity and Systemic Risk” , Columbia Law and Economics Working Paper No. 406, January 2012.

Lambert, Richard(2008), “Crashes, Bangs and Wallops”, *Financial Times*, Aug 7 & 8, 2008

Merton, R.C(1992), “Financial Innovation and Economic Performance” , *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(4).

Miller, M. H. (1986), “Financial innovation: The last twenty years and the next” , *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21(4):459-471.

Minsky, Hyman P(1992), “The Financial Instability Hypothesis”, NBER Working Paper No. 74, 1992

Niehans, Jürg (1982), “ Innovation in monetary policy : Challenge and response” *Journal of Banking & Finance*, Volume 6, Issue 1, March 1982, Pages 9-28

Niehans, Jürg (1983), “Financial innovation, multinational banking, and monetary policy” , *Journal of Banking & Finance*, Volume 7, Issue 4, December 1983, Pages 537-551

Nigel Jenkinson, Adrian Penalver and Nicholas Vause(2008), “Financial Innovation: What have we learnt?” , Reserve Bank of Australia, 2008 July.

Ramadorai, Tarun(2011), “Financial Innovation, Regulation and Systemic Risk” , Presentation at NCAER, University of Oxford, October 2011.

Reinhart, Carmen and Kennerth S. Rogoff(2008a) “Is the 2007 Subprime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison”, 2008 Feb. Draft.

Reinhart, Carmen M. And Kenneth S. Rogoff(2008b) “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises” ,Apr,2008 www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/files/This_Time_Abstract.pdf

Ross, S.A. (1989), “Presidential address: Institutional markets, financial marketing and financial innovation” , *Journal of Finance* 44(3):541-556.

Silber, W. (1983), “The Process of Financial Innovation” , *American Economic Review*,73:89-95.

The Department of Treasury of the United States, <http://www.ustreas.gov/tic/fpis.shtml>

Tufano,P. (2002), ” Financial Innovation” , in Handbook of the Economics of Finance, edited by George Constantinides, Milt Harris and Rene Stulz, North Holland, Chapter 6.

Van Horne, J.C. (1985), “Of financial innovations and excesses” , *Journal of Finance*, 15:621-631.

Volcker,Paul(2010), “How to Reform Our Financial System” ,*New York Times*, Jan. 31,2010.

World Bank(2009), *World Economic Outlook*, April 2009

Yorulmazer, Tanju(2013), “Has Financial Innovation Made the World Riskier” , Federal Reserve Bank of New York, Working paper April 2013.