

赵静

jczhaojing@hotmail.com

王宇哲

yuzhe715@live.cn

张明

zhangming@cass.org.cn

郑联盛

zhengls2013@163.com

开放经济体面临的三类系统性风险：文献综述*

摘要： 本文从私人部门、公共部门与对外部门的角度来梳理开放经济体面临的系统性风险，指出私人部门的金融脆弱性、公共部门债务高企与对外部门面临的国际收支冲击，是开放经济体面临的三类最重要风险。更进一步地，本文从金融机构脆弱性、私人部门杠杆率与金融

* 本文的写作受到中国社会科学院创新工程项目“中国的对外投资战略”的资助，感谢中国社会科学院国际投资室各位研究人员提出的修改意见，作者文责自负。赵静、王宇哲为清华大学公共管理学院博士研究生，张明为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资室主任、副研究员。郑联盛为中国社会科学院金融研究所助理研究员。

市场脆弱性的角度梳理了私人部门金融脆弱性；从公共部门债务危机、政府救助导致的债务转移以及主权信用评级下调对金融体系影响的角度分析了公共部门债务问题；从国际收支失衡、短期资本流动、货币政策溢出效应与货币危机和银行危机的联动等角度讨论了对外部门的国际收支冲击。不同部门的金融脆弱性会相互传导，并不必然遵循确定的传导顺序。不同经济体面临的系统性风险的排列组合不同，这就使得金融危机的表现形式、传导顺序与影响大小迥异。

关键词： 开放经济体 系统性风险 私人部门 公共部门 对外部门

一、引言：系统性风险的定义和分类

在美国金融危机之前，系统性风险一般只是作为一个政策的关注而非主要措施，即使在东亚金融危机等区域性金融危机中，系统性风险也没有得到足够的重视，而将危机反思的重点倾向于危机产生的根源，比如货币错配、期限错配等。随着全球金融体系的发展，尤其是进入 21 世纪以来金融机构之间与金融市场之间相互关联的增强，金融风险对经济体产生冲击的程度不断加深、范围不断扩大，特别是在本轮金融危机之后，由于巨大的危机发生在金融制度最为完善的美国，为此，学术界和政策界对系统性风险的认识提升到一个更高的层次，并认为系统性风险处置是未来金融体系管理政策目标的核心。。

国际清算银行(2001,2009)等对系统性风险的定义和防范做出了基础性研究，并率先区分了系统性风险的产生的时间和空间维度。欧洲央行(2000)早期也对系统性风险做了一定的基础研究。金融危机爆发之后，金融监管当局，比如美联储（Bernanke，2008）、英格兰银行（2009）和 IMF(2010)等国际组织加强了对系统性风险的研究和政策应对，Goodhart(2009)等学者对系统性风险的研究也逐步加深，基于系统性风险研究的金融宏观审慎管理框架也不断完善。

目前，国内外学界对系统性风险（Systemic Risk）尚没有达成广泛共识的定义。BIS关于系统性风险的分析得到了较大范围内的认同。BIS（2001，2009）认为，系统性风险则是一种内生性风险，是指金融体系作为一个整体可能存在的风险及其可能对金融体系本身以及实体经济所造成的冲击。BIS还通过时间维度和空间维度两个视角来认识分析系统性风险。针对系统性风险的根源分析来看，学者们主要从两类视角来看待系统性风险：一是事件冲击视角，二是演化视角。

事件冲击视角强调系统性风险的本质在于单个事件对整个经济金融体系造成的宏观冲击。例如 Bartholomew 和 Whalen（1995）认为，系统性风险指的是巨大的、宏观的冲击所

产生的适时的、严重的且波及整个经济体的负面影响。Mishkin (1995) 则把系统性风险定义为突如其来且通常未能预期的事件, 该事件会扭曲金融市场的信息, 以至于使得金融市场无法以有效率的方式来分配资源。Kaufman 和 Scott (2003) 指出, 系统性风险是指一个事件在一连串机构和市场所构成的系统中带来一系列连续损失的可能性。Borio and Drehmann (2009) 研究更加关注金融紧缩时段金融体系的表现, 认为金融不稳定性是金融体系在应对一般性冲击所引致的紧张局势所导致的脆弱性。Allen and Wood 将金融体系稳健性的外部冲击因素作为研究的重点, 认为外部冲击往往是金融风险产生和金融危机爆发的重大根源, 特别是流动性冲击和资产价格冲击。¹Schinas 则将研究的重点置于金融体系的内部, 认为金融体系的内生风险引致的冲击是金融不稳定的重大根源。持有演化视角的学者认为, 系统性风险遵循一个不断演化的过程, 应当采用动态演化的观点来理解系统性风险 (Icard, 2005; Hendricks, 2007)。国际清算银行将系统性风险定义为“由于金融机构的任一成员无法完成契约上的义务, 导致其他成员之间产生一连串的负面反应, 最终使得整个金融体系陷入困境的一种危机”。从金融危机的研究中, 演进视角大致可以分为三个类别: 其一, D-D 模型 (及其后的挤兑模型) 是一个外部冲击的经典模型, 形成了金融危机微观分析的初步框架, 认为外部冲击引致的市场预期变化时多重均衡中不合意均衡产生的决定性因子是危机的根源 (Diamond and Dybvig, 1983)。其二是 Allen 等发展的传染模型(2000), 认为危机是通过信息、信贷和价格等渠道进行动态性传染的。其三是 Minsky (1992) 和金德尔伯格 (2007) 等研究的内生模型, 指出金融不稳定性来自于金融体系内生循环累积的风险。

无论是事件冲击视角还是演化视角, 系统性风险的核心都在于: 个体遭受的风险或冲击经过特定的传导机制导致整个经济金融体系爆发危机。传统研究系统性风险的文献均关注于一国内部的系统性风险, 例如金融机构的系统性风险和公共部门债务的系统性风险。对于开放经济体而言, 系统性风险的来源和传导机制则更为多样化, 而其造成的危机也表现为不同形式。例如, Rosenberg 等 (2005) 将一个开放经济体分为金融部门 (银行)、非金融部门 (公司和家庭)、政府部门 (包括中央银行) 与对外部门等四大部分, 并采用资产负债表分析框架, 阐明了来自一个部门的资产负债表冲击如何影响到其他部门, 并识别出货币错配、期限错配与资本结构错配等三种资产负债表错配。董小君与李宇航 (2006) 则从金融市场均衡的角度提出, 金融稳定状态下的四种均衡分别为货币供求均衡、资金借贷均衡、资本市场均衡和国际收支均衡。与之相对应, 金融危机也可以分为货币危机、银行危机、资本市场危机和债务危机等四大类。

在以往研究的基础上, 本文将开放经济体所面临的系统性风险分为三类。第一类系统性风险源自一国内部金融脆弱性的累积, 这类风险会引发银行危机和资本市场危机; 第二类风

险是由一国内部持续的财政赤字与高企的政府债务所造成，可能引发债务危机；第三类风险是一国国际收支的持续性失衡，这可能引发由汇率急剧贬值造成的货币危机。在以下部分中，本文将按照这一框架，对开放经济体系统性风险的相关理论与实证研究进行梳理。

二、私人部门的系统性风险：金融脆弱性

金融体系的健康对一国而言至关重要。这不仅因为它们极其脆弱，而且它们对整个经济而言十分重要，与其他部门联系紧密，一旦出现问题，就会感染到其他行业（Davis, 1995）。

Minsky（1982）最早提出了“金融脆弱性假说”的分析框架。他指出金融业高负债经营的行业特点决定了金融体系的内在脆弱性。随着后来学者们对金融脆弱性研究的深入，其概念逐渐拓展到更广义的金融范畴，可以泛指一切融资领域的风险积聚。不同于Minsky（1982）从银行角度出发对金融脆弱性的研究，Kregel（1997）从企业角度来研究信贷市场上的脆弱性。我们结合上述两条研究路径和其他的代表性研究，将引发金融脆弱性的来源分为金融机构脆弱性、私人部门高杠杆率和金融市场脆弱性三个方面。

1、金融机构脆弱性

作为现代金融业的核​​心，银行的系统性风险具有强烈的传染性。以银行挤兑为代表的流动性风险及其传染效应是金融机构脆弱性最重要的表现。Diamond和Dybvig（1983）开创性地提出了D-D模型。该模型指出，储户对银行的信心决定了银行部门的稳定性。如果储户关注到其他储户的取款行为，就会对银行流动性产生怀疑，进而参加挤兑，形成自我实现的恶性循环。Jacklin和Bhattacharya（1988）则声称，储户获知银行经营状况不佳才是引发挤兑的原因，即挤兑是由银行经营指标变动所引发的系统性事件。尽管存款保险制度的引入可以直接减少挤兑威胁，但金融机构脆弱性并没有被完全消除。Masson（1999）、Corsetti等（1999a, b）以及Krugman（1999）等指出，监管和监督机制不够完善的金融体系、政府担保所带来的道德风险和过度投资、裙带资本主义，以及固定汇率制度造成的扭曲也可能是造成银行脆弱性的其他原因。

尽管最近几十年来，银行在金融系统中的地位不断下降，但是带有以下特征的关键性银行仍是金融系统性风险的主要来源之一（Hendricks等，2007）：一是银行杠杆率过高，股本占总资产比率在5%至10%之间；二是短期存款在银行负债中占很大比重；三是业务范围和复杂性使得外界对银行的真实财务状况进行评估的难度较大；四是银行业务的顺周期性很强，

且信贷投放过分看重短期收益；五是银行忽视了员工行为的法律和监管风险。刘春航和朱元倩（2011）指出，银行业主要面临来自宏观经济的外部冲击与自身经营脆弱性这两大不确定因素，可能引发个别银行倒闭等单体风险，再经过银行体系内部的传染和放大，进而造成多家银行倒闭或银行服务的中断，形成系统性风险。本轮金融危机之后，系统重要性金融机构及其导致的金融体系脆弱性得到了较大的关注，并认为是系统性风险的重要根源之一，“大而不倒”和“系统重要性”问题的研究成为一个重要议题（G20，2009；ECB，2010）。

金融机构脆弱性所带来的系统性风险会对实体经济造成巨大冲击。银行信贷的稳定性对新兴市场国家尤为重要。具有系统重要性的银行一旦失去偿付能力，将会导致信贷规模下降、引发挤兑行为，进而扰乱金融市场，并带来资产价格的下降（Council of Economic Advisers，1999）。而对于存款保险制度不够完善的国家而言，关闭失去偿付能力的银行会冻结大部分银行存款，从而强化了对国内消费的冲击（Dermine，1996）。不仅如此，储户和其他银行股东的损失将会使得危机从银行蔓延至整个金融行业甚至实体经济，从而导致经济萧条（Federal Reserve Bank of Minneapolis，1999）。与此同时，资产价格（特别是房地产和股票价格）也会急剧下降。例如，Herring和Wachter（1998）通过分析美国、澳大利亚、日本和泰国房地产繁荣与银行危机之间的关联，指出银行信贷是推动房地产价格持续高于长期均衡价格的重要原因。Thukral（2013）研究了欧洲债务危机期间银行和主权信用风险在持续性、程度及本质上的联系，发现即使将财政变量（包括债务占GDP的比重和经常项目余额）引入，主权风险溢价也存在银行主导（bank dominance）的现象。

金融机构脆弱性还会进一步引发货币问题，这对实施固定或准固定汇率制度的小型开放经济体而言更为明显。当资产价格泡沫问题变得严重时，储户可能将其存款（特别是外币存款）转移到他们认为安全的银行，包括本地的外资银行和外国银行。进一步地，当市场质疑该国政府提供存款担保的能力或承诺时，投资者会将其资金转移至国外。资本外流导致该国货币产生贬值压力，而一旦该国动用外汇储备加以干预，这就会导致外汇储备流失。外汇储备的快速流失会降低该国政府救助本国金融机构的能力，从而导致储户信心进一步下降，进而加剧资本外流，这就形成了一个恶性循环（Kaufman，2000）。

此外，金融机构脆弱性还会影响国际收支。Kaminsky和Reinhart（1999）指出，在上世纪80年代资本市场高度管制的时期，银行危机和国际收支危机之间没有明显的相关性。但随着金融市场自由化的推进，二者的联系日趋紧密。通常情况下，银行危机在国际收支危机之前发生，即前者可以帮助预测后者。但二者间的因果关系并非单向，并且两类危机爆发之前都伴随着经济衰退或低于正常水平的经济增长（可能源自贸易条件恶化、汇率高估或信贷成

本上升），出口往往也遭受了负面冲击。

最后，金融自由化或者增加资本账户开放程度，往往会在危机爆发之前通过提供更易获得的金融支持而创造出一个繁荣的周期。当银行系统的无支撑负债（unbacked liability）达到高位时，经济体的金融脆弱性就会急剧增加。例如，在拉美、欧洲与亚洲的金融危机爆发之前，尽管经济体的通货膨胀率基本稳定、经济增长势头良好，并且财政也有盈余，但由于资本账户和国内金融市场在监管体系和银行治理环境还非常薄弱的前提下过早开放，最终导致了危机爆发。

2、私人部门高杠杆率

私人部门高杠杆率也是直接或间接地造成金融脆弱性的原因。债务通缩（debt deflation）理论（Fisher, 1933）指出，当经济体的债务存量累积到一定程度后，债务人将面临债务清算（debt liquidation），他只能通过大幅抛售资产来偿还债务。金融不稳定假说（Financial instability hypothesis）也进一步指出，私人部门不可持续的债务累积是导致经济发生危机的内在机制。这意味着，不仅金融机构存在过度承担风险的情况，居民与非金融企业的杠杆率的过度上升也会带来系统性风险（Minsky, 1992）。宋彤（2010）指出，企业、居民、金融机构和中央银行的资产负债表相互关联。居民、企业、其他交易对手等客户杠杆率越高，金融机构就越难以监测和管理交易对手风险。高弘（2013）通过梳理欧债危机爆发前后各国私人部门的行为变化后指出，主权债务危机爆发的深层次原因在于私人部门债务不可持续，进而通过去杠杆而造成通缩螺旋。他还提到，当前中国企业部门已累积了巨额债务，欧洲案例提醒我们要警惕由隐性担保所造成的企业—银行—政府这一债务转嫁链条。

高杠杆率的另外一个典型表现就是影子银行体系的崛起及其对金融体系脆弱性的冲击。影子银行体系的高杠杆率在市场下行中将放大即有风险，造成一个自我强化的资产价格下跌循环，即放大了金融体系自身的顺周期性。影子银行即有资本无法承受高杠杆操作所需要的流动性需求，市场的整体流动性逐步萎缩甚至是流动性枯竭，从而引致金融体系的系统性风险（Reinhart and Rogoff, 2008）。影子银行膨胀之后，整个金融体系的信用期限结构发生了实质性变化，而影子银行体系则出现了较为明显的期限错配（FSA, 2009）。一旦金融市场出现紧张情绪，比如市场预期突然逆转而出现了资金群体性流动转向，那影子银行就不得不去杠杆。更重要的是，影子银行在出现了“挤兑”和去杠杆化之后，由于大型影子银行具有系统重要性，那可能就产生了系统性的流动性危机（Geithner, 2008）。

3、金融市场脆弱性

金融脆弱性引发的系统性风险还表现为金融市场的崩溃，而1987年的股灾就是一个明显的例子。金融市场崩溃引起的系统性风险表现为资产交易（例如股票和债券）市场的失灵，而这通常是由于特定资产价格急剧下降引起的。在金融活动“脱媒”（disintermediation）的今天，大型金融机构已经远远超出了传统银行业务的范畴，而演变成为基于市场的金融机构（market-based financial intermediation）。在具备巨大优势（例如分散投资风险）的同时，基于市场的金融机构也蕴含着不容忽视的脆弱性。例如，在资产价格急剧下跌，而扮演市场稳定人角色的套利者无力或者不愿介入时，越来越多的市场参与者会选择抛售，最终形成了市场流动性干涸这一自我实现的过程。资产价格下跌也给套利者带来巨大损失，这将导致他们停止向市场注入流动性，最终使得资产价格进一步下降。

金融市场危机的主要特征是“协调失灵”（coordination failure），即包括做市商，套利者等在内的金融市场众多参与者同时决定减少过度承担风险的行为，并从各种金融活动中撤出。这种集体行动可能源于个体投机者并没有将其对整个金融体系造成的外部性内部化，比如没有考虑到个体的抛售行为会压低资产价格，进而迫使更多人采取相同的策略（Brunnermeier和Oehmke，2012）。个体投资者都能从金融稳定这一公共产品中获益，而却没有足够的激励去维护它，由此爆发的金融危机则使得金融市场的活动变得停滞，从而抑制了其作为投资机会融通资本的核心作用。

金融市场脆弱性还与金融场所施行的会计准则等紧密相关。发达经济体的金融市场实施以市定价(Mark to Market)和风险价值(Value at Risk)为基础的资产负债管理模式（FSF，2009）。在资产价格下跌的过程中，金融机构就被迫启动一个去杠杆化过程，最后金融市场将出现一个自我强化的资产价格下降循环，或使得整个金融体系演变为一场“溃逃”（Minsky，1992）。

综上所述，金融脆弱性所带来的系统性风险主要表现为经济体的非金融部门的正常活动由于金融支持的中断而受到了影响。甚至金融系统压力还会通过实体经济传导为国家风险。金融脆弱性不仅影响银行之间的相互借贷，也可能改变一国的经济增长前景。例如，Reinhart和Rogoff（2011）指出，金融危机将使得一国的增长前景和财政情况变得糟糕。

三、公共部门的系统性风险：高主权债务

我们将从公共部门债务危机、金融危机由私人部门向公共部门的传导，以及一国主权信用等级下降对该国金融体系的影响等三个方面来梳理公共部门的系统性风险。

1、公共部门债务危机

公共部门债务控制不当容易引发主权债务危机，因此持续的财政赤字与高企的政府债务是一类重要的系统性风险。债务负担较高的国家容易陷入公共部门债务的恶性循环（Greenlaw, Hamilton, Hooper 和 Mishkin, 2013）。因为，在当前基本盈余（primary surplus）不足以稳定债务占 GDP 的比重时，政府只有以下四种选择：一是削减支出或增加收入以增加基本盈余；二是放任债务占比上升；三是通过未被预期到的通胀使得债务占比下降；四是债务违约。在贷款者怀疑政府不会采取第一种选择的情况下，他们将会要求更高的利率，这进一步增加了债务成本，导致财政赤字和债务水平进一步提升，并很有可能到达财政紧缩（fiscal crunch）的临界点。Greenlaw 等（2013）通过分析 20 个发达经济体十年期（2000-2011）的平均债券收益率，指出总债务、净债务以及经常项目赤字对其都有影响。此外，债务水平和经常项目余额之间存在交互作用，且债务水平和经常项目赤字越大，国债收益率的上升越快。通过案例研究，他们进一步说明，对于债务占 GDP 比重超过 80% 并且维持经常项目赤字的国家，其财政状况容易快速恶化，还伴随着债券收益率的上升。Pisani-Ferry（2013）将公共债务风险及其相关的系统性风险归咎于不完善的制度安排，比如欧洲债务危机引发的根源之一在于统一的货币政策与分散的财政政策这一二元结构矛盾、以及欧元区缺乏最后贷款人制度安排等。

2、政府救助引发的债务转移

一国公共债务上升的原因之一是政府部门在危机爆发后对私人部门的救援，导致私人部门债务演变为政府债务。众多学者指出，政府部门对私人部门的救助会增加政府或有债务出现的概率和规模。Candelon 和 Palm（2010）认为，银行危机可能通过以下四个渠道转化成为主权债务危机：一是政府直接对银行进行救助，造成公共债务上升；二是政府通过资产负债表外操作（off-balance sheet operation）来进行援助，例如对商业银行提供担保支持等。在这种情况下，政府债券收益率会因为隐含风险的增加而变大；三是银行危机带来的实体经济下滑减少了政府税收收入，但政府开支却需要相应增长（例如失业救济或刺激总需求的措施等）。换句话说，自动稳定器发挥作用的同时也加剧了财政赤字；四是银行危机使得金融机构的资产方遭受损失，从而降低了这些机构对公共债务的投资需求，使得政府不得不更依赖于国际债券市场来融通资金，这一方面增加了对外债务，另一方面也可能带来更高的风险

溢价。何帆等（2013）对爱尔兰救援其银行体系引发的债务风险，对私人部门风险转化为公共部门风险进行了较为深入的剖析。

从实证角度出发，Pagano和Thadden（2004）通过研究欧元发行后的欧洲债券市场，发现不同国家的主权和私人债务市场变得高度一体化，这与一国的内部因素无关。换句话说，主权债务市场实质上并不由主权国家的财政健康或者国家特定风险（比如金融部门稳健）所推动，也即一国内部因素与其主权债务的表现并不相关。但更多的实证研究表明，对金融部门的财政担保和救助是主权债务危机爆发的重要根源。例如，Reinhart和Rogoff（2008, 2011）通过考察66个国家自1900年以来银行危机和债务危机的历史，证明了主权债务危机通常与银行危机接踵而至。按照他们的估计，银行危机爆发三年之后，一国的债务存量平均为危机前的1.86倍。Attinasi, Checherita和Nickel（2009）指出，对银行的拯救计划是欧元区主权债务危机的根源，因为这意味着脆弱的银行系统增加了政府的或有债务。Gerlach, Schulz和Wolff（2010）的研究表明，在金融危机（总体风险和系统性风险较大）爆发时期，主权风险溢价随着金融部门规模的变大而增加。因为金融部门相对实体经济规模的扩大意味着银行违约带来的或有债务对政府造成了更大的财政挑战。

3、主权信用降低对金融体系的影响

与上述研究关注危机从私人部门向公共部门传导的路径不同，另一些学者们认为一国或相关国家主权信用的降低会影响该国或相关国家金融体系的健康（Bank of International Settlements, 2011）。Borensztein和Panizza（2009）考察了149个国家在1975年至2000年期间的数据，诊断出111次银行危机和85次主权债务危机。据他们的估计，在经历了主权债务危机之后，爆发银行危机的风险比平时增大了11%。此外，糟糕的财政健康状况使得国家风险和银行风险之间存在更高的相关性。比如，Mody（2009）发现银行和主权风险之间的关联在财政状况较差的国家表现得更加明显。Mody和Sandri（2012）进一步指出，对债务占GDP比重较大的国家而言，主权风险和金融风险之间的关系存在较强的联动性。

具体来说，学者们探讨了三类主权信用冲击向一国金融体系的传导渠道。第一，银行持有主权债务的风险转移。这在欧洲债务危机中表现尤为明显。在危机爆发之前，欧洲银行就持有巨额的主权债务，而在危机期间，它们仍然在持续购买。一个明显的例子是在欧洲中央银行推出长期再融资计划（LTRO）之后，银行使用这些新增的流动性来购买本国政府债券，以缓解国债收益率上行（Reuters, 2012）。BIS（2011）的研究表明，在那公共债务水平较高的国家，银行资产中持有本国政府债券的比例也维持在较高水平。第二，银行资产价值和

融资条件的恶化。第一个渠道中提到的银行资产价值的损失会进一步通过影响用以获得贷款的抵押品价值来影响银行的融资条件。考虑到对再担保证券的作用，资产价值的损失对整个金融行业的影响具有乘数效应。此外，BIS（2013）指出，在主权溢价和债券价格不确定性增加的情况下，以主权债务作为抵押品的估值折扣（haircuts）会增加。第三，主权评级的下调对银行融资条件和净资产收益率的影响。一国财政和金融健康的恶化会对银行健康带来巨大冲击，因为这影响了对银行潜在救助的概率，规模和成功的可能性（Rime, 2005）。市场对于政府救助可能性的预期可以通过对银行的金融实力评级（BFSR）和基本信贷评估（BCA）两类评级之间的差别加以反映。在2008年至2011年期间，对欧洲银行债务的信用违约掉期评级更接近于BCA，这表明市场对政府救助的概率和规模都表示怀疑（Moody's Analytics, 2011）。Correa等（2011）发现，在过去15年中，主权信用评级下调一个单位，将会导致银行净资产收益率下降2%。

四、对外部门的系统性风险：国际收支冲击

对外部门的系统性风险具体表现为以下三个方面：国际收支失衡、短期资本流动与货币政策的溢出效应。而由其引发的货币危机也可能使得表现为其他形式的金融危机（例如银行危机）进一步恶化。

1、国际收支失衡风险

一国的国际收支持续性失衡通常会带来货币危机。汇率的急剧贬值或外汇储备的急剧下降会引发货币危机（Kaufman, 2003），因为汇率的急剧贬值会增加该国借款者以外币计价的债务负担，并使得违约的风险增大。债务负担的增加会使得本国借款企业的利润率下降，并直接影响他们的偿付能力。而违约风险的增加则可能导致资本流入的减少（特别是短期资本流入）。在国际收支危机方面，Krugman（1979）、Flood和Garber（1984）等进行了开创性研究。他们指出，当一国试图将财政赤字货币化，且其外汇储备规模的下降使得固定汇率制度难以为继时，危机将会爆发。与强调由基本面因素造成的危机不同，以Obstfeld（1994，1995）和Calvo（1995）等为代表的学者则揭示出国际资本市场上自我实现的预期和羊群效应的作用，即投资者的预期直接影响着危机是否会发生，即在经济基本面相同的条件下存在多重均衡。

2、短期资本流动风险

20世纪90年代以来新兴市场国家金融危机的频繁爆发,与国际短期资本流动密切相关。特别在金融全球化的背景下,国际短期资本流动内在的不稳定性可能与金融体系的脆弱性相结合,成为系统性风险甚至金融危机的重要来源。郑楚琳(2005)指出中国可能存在的短期资本流动风险主要有外债风险、资本外逃风险和其他风险(证券、房地产风险),特别是在汇率市场化改革后,短期资本流动风险将表现为货币性冲击、货币错配以及对经济造成的冲击(例如投资者追逐中国资产,引起股价房价上涨甚至出现泡沫)。陈钧(2011)认为,短期资本频繁流动会加剧新兴经济体证券市场的金融脆弱性,这主要表现在四个方面:一是形成资本价格泡沫;二是造成汇率波动;三是引发利率波动;四是削弱国内货币政策的独立性和实施效果。邓敏和蓝发钦(2011)指出在拉美国家货币危机、欧洲货币体系危机和亚洲金融危机中,国际资本流动冲击是系统性金融风险产生的重要因素。

大规模资本流入将给新兴经济体带来三方面风险:一是宏观经济风险,即资本过度流入会影响币值稳定、国际收支平衡等经济政策目标的实现;二是影响金融稳定。国际资本持续流入将会造成一国国内融资环境长期宽松,从而引发过度投资风险;三是资本流动逆转的风险。当国际短期资本流入突然停止甚至转为流出时,通常会引发一国外部账户的剧烈调整,还会引起一国国内产出和消费的急剧收缩(Arellano and Mendoza, 2002)。

3、货币政策的溢出效应

国际经济相互依存性的增强,使得一国货币政策可能造成显著的溢出效应。在2008年金融危机之后发达国家竞相采用量化宽松货币政策的背景下,可能出现竞争性贬值的系统性风险。Cooper(1968)在Meade(1951)两国经济政策一致性模型的基础上,认为存在国际间宏观经济政策的溢出效应,指出各国应致力于体系内共同经济目标和政策的实现。Hamada(1976, 1979, 1985)认为国家之间相互依存的本质为货币政策的溢出效应创造了条件。任何商品或资产的价格都不能单独由一个国家决定,而必须同时考虑其他国家货币政策的溢出效应。货币政策溢出效应的实质是货币政策的国际外部性。于李娜和谢怀筑(2011)指出,货币政策溢出效应的三个主要传递渠道分别为利率渠道、贸易产出渠道以及汇率渠道。

对货币政策溢出效应的实证研究主要集中于利率和汇率渠道。在利率渠道方面,Glick和Hutchison(1990)的研究表明,泛太平洋地区国家的实际利率水平受到美国等发达国家利率政策的影响,而且该影响随着金融自由化程度的扩大而增加。Jalilov和Miyakoshi(2005)指出,美国利率和货币供给的溢出效应影响了亚洲六个经济体的货币-收入关系的因果性。

而在汇率渠道方面，Jang 和 Ogaki（2004）通过向量误差修正模型（VECM）研究了美国货币政策对美元对日元汇率的溢出效应，指出美国紧缩性的货币政策冲击会导致美元相对日元名义汇率和实际汇率的升值。

4、货币危机加剧银行危机

货币危机也可能造就或加剧银行危机。当一国遭遇投机性冲击并试图通过干预外汇市场以避免本币汇率大幅贬值的情况下，如果该国央行没有实施冲销操作，其外汇储备的减少也会带来银行准备金的下降，从而导致货币和信贷的收缩，进而影响到银行的偿付能力。同时，为避免或延迟投机性冲击带来的本币贬值，一国政府通常会提高利率以阻止资本外流。但较高的利率也会抑制经济活动、触发贷款违约，并威胁到银行的偿付能力。此外，对单个银行而言，抛本币兑外币的行为也可能产生挤兑。而储户的兑换操作同样可能带来银行的信用风险（Kaufman，2000）。Kaminsky和Reinhart（1996）指出，1997年至1998年爆发的亚洲金融危机和此前的拉美金融危机对我们提供的警告是，过度的资本流入并不一定是好事。尽管国际收支危机并不必然导致银行危机，但货币危机很可能加重银行危机。银行危机的顶点通常在货币危机爆发之后到达，即为了维持固定汇率制度或者为了降低银行的外汇风险，利率的相应提高通常会导致危机加剧。

五、结论

私人部门的金融脆弱性、公共部门债务高企与对外部门面临的国际收支冲击，是开放经济体面临的三类最重要的系统性风险。这三类风险可能引发银行危机、资本市场危机、债务危机和货币危机。危机的发生可能遵循一定的传导顺序，比如银行危机和资本市场危机通常是其他两类危机的起源。但欧洲主权债务危机爆发对我们提供的启示是，债务危机可能会反向传导并引发银行危机。此外，货币危机也通常会加剧银行危机和债务危机。在更普遍的情形下，开放经济体通常同时面临着多种系统性风险，这些风险的同时爆发使得不同类型的危机相互交织在一起。由于不同经济体面临的系统性风险的排列组合不同，这就使得金融危机的表现形式、传导顺序与影响大小迥异。

参考文献

- Allen, F and G Wood, "Financial Contagion", *The Journal of Political Economy*, V108(1), pp9-18, 2000.
- Allen, F and G Wood, "Financial Fragility, Liquidity and Asset Prices", *Journal of the European Economic Association*, No.2, pp1015-85. 2004.
- Arellano, C., & Mendoza, E. G. (2002). *Credit frictions and 'Sudden Stops' in small open economies: an equilibrium business cycle framework for emerging markets crises* (No. w8880). National Bureau of Economic Research.
- Attinasi, M. G., Checherita, C., & Nickel, C. (2009) . What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09? *European Central Bank, Working Paper*, No. 1131.
- Bank of International Settlements, Annual Report, June 2001
- Bank of International Settlements, "Addressing Financial System Procyclicality: A Possible Framework ", April 2009.
- Bank of England, "The Role of Macroprudential Policy", November 2009.
- Bank of International Settlements.(2011). The Impact of sovereign credit risk on bank funding conditions. *CGFS Paper*, No. 43.
- Bank of International Settlements. (2013). Financial crises and bank funding: recent experience in the Euro area. *BIS Working Paper*, No. 406.
- Bartholomew, P. F., & Whalen, G. (1995). Fundamentals of systemic risk. *Research in Financial Services: Banking, Financial Markets, and Systemic Risk*, 7, 3-18.
- Bernanke, Ben S. "Reducing Systemic Risk", Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2008
- Borensztein, E., & Panizza, U. (2009). The costs of sovereign default. *IMF Staff Papers*, 56(4), 683-741.
- Borio, C. and M. Drehmann, "Towards an Operational Framework for Financial Stability: 'Fuzzy' Measurement and its Consequences", BIS working papers, No.284, June 2009.
- Brunnermeier, M. K., & Oehmke, M. (2012). *Bubbles, financial crises, and systemic risk*, NBER Working paper, No.18398.

- Calvo, G. (1995). Varieties of capital-market crises, *IDB Working Paper, No. 250*
- Candelon, B., & Palm, F. C. (2010). Banking and debt crises in Europe: The dangerous Liaisons? *De Economist, 158*(1), 81-99.
- Cooper, R. N., & Council on Foreign Relations. (1968). *The economics of interdependence: Economic policy in the Atlantic community*. New York: McGraw Hill for the Council on Foreign Relations.
- Correa, Lee, Saprizza and G Suarez. (2011). Sovereign credit risk, banks' government support, and bank stock returns around the world, *Federal Reserve System, IFDP 1069*.
- Corsetti, G., Pesenti, P., & Roubini, N. (1999a). What caused the Asian currency and financial crisis? *Japan and the world economy, 11*(3), 305-373.
- Corsetti, G., Pesenti, P., & Roubini, N. (1999b). Paper tigers? A model of the Asian crisis. *European Economic Review, 43*(7), 1211-1236.
- Council of Economic Advisers, Annual Report, 1998, Washington, D.C.: U. S. Government Printing Office, February 1999.
- Davis, E. P. (1995). *Debt, financial fragility, and systemic risk*. Oxford: Oxford University Press
- Dermine, J. (1996). European banking with a single currency. *Wharton Financial Institutions Center*. No.96-54
- Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *The journal of political economy, 91*(3), 401-419.
- ECB, "Systemic Risk: A Survey", Working papers, No,35,2000.
- ECB, "Systemic Risk: A Survey", Working pBig?", Speech by Lorenzo Bini Smaghi, 15 Apr 2010. <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100415.en.html>
- Federal Reserve Bank of Minneapolis, "Asking the Right Questions About the IMF, 1998 Annual Report, Minneapolis", Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1999.
- Financial Services Authority(FSA). "A Regulatory Response to the Global Banking Crisis", March 2009.
- Financial Stability Forum, "Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System", 2 April 2009,
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica: Journal of the Econometric Society, 337-357*.

- Flood, R. P., & Garber, P. M. (1984). Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, 17(1), 1-13.
- G20, "Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations", Report to G20 Finance Ministers and Governors by IMF, BIS and Financial Stability Board. October 2009.
- Geithner, Timothy F. Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System, Federal Reserve Bank of New York, June 9 2008.
- Gerlach, S., Schulz, A., & Wolff, G. (2010). Banking and Sovereign Risk in the Euro Area, *CEPR Discussion Paper*, No. 7833.
- Glick, R., & Hutchison, M. (1990). Financial liberalization in the Pacific Basin: Implications for real interest rate linkages. *Journal of the Japanese and International Economies*, 4(1), 36-48.
- Goodhart, C, "The Definition and Control of Systemic Financial Risk", Presentation at the workshop on Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis. Netherland Bank, 21 September 2009.
- Greenlaw, Hamilton, Hooper and Mishkin. (2013). *Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy*, U.S. Monetary Policy Forum, New York City.
- Hamada, K. (1976). A strategic analysis of monetary interdependence. *The Journal of Political Economy*, 677-700.
- Hamada, K. (1979). "Macroeconomic Strategy and Coordination under Alternative Exchange Rates", in R. Dornbusch and J.A. Frenkel (eds), *International Economic Policy*, Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Hamada, K. (1985). *The Political Economy of International Monetary Interdependence*, Cambridge: MIT Press.
- Hendricks, D., Kambhu, J., & Mosser, P. (2007). Systemic risk and the financial system. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 13(2), 65-80.
- Herring, R. J., & Wachter, S. (1998). *Real estate booms and banking busts: an international perspective*. US-Japan Management Studies Center, Wharton School of the University of Pennsylvania.
- Icard, A. (2005). Deputy Manager, Bank for International Settlements [BIS], Risk Measurement and Systemic Risk, Speech at the Fourth Joint Central Bank Research Conference on Risk

Management and Systemic Risk, www.bis.org/speeches/sp051108.htm

IMF, World Economic Outlook, Jan 2010.

Jacklin, C. J., & Bhattacharya, S. (1988). Distinguishing panics and information-based bank runs:

Welfare and policy implications. *The Journal of Political Economy*, 568-592.

Jalilov, M., & Miyakoshi, T. (2005). Who drives the Russian financial markets? *The Developing Economies*, 43(3), 374-395.

Jang, K., & Ogaki, M. (2004). The effects of monetary policy shocks on exchange rates: A structural vector error correction model approach. *Journal of the Japanese and International Economies*, 18(1), 99-114.

Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American economic review*, 89(3), 473-500.

Kaminsky, G., & Reinhart, C. (1996). Banking and Balance of Payments Crises: Models and Evidence. *Board of Governors of the Federal Reserve Working Paper (Washington: Board of Governor of the Federal Reserve)*.

Kaufman, G. G. (2000). Banking and currency crisis and systemic risk: A taxonomy and review. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 9(2), 69-131.

Kaufman, G. G., & Scott, K. E. (2003). What is systemic risk, and do bank regulators retard or contribute to it? *Independent Review*, 7(3), 371-391.

Kregel, J. A. (1997). Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility. *Journal of Economic Issues*, 31(2), 543-548.

Krugman, P. (1979). A model of balance-of-payments crises. *Journal of money, credit and banking*, 11(3), 311-325.

Krugman, P. (1999). *What happened to Asia* (pp. 315-327). Springer US.

Masson, P. (1999). Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria. *Journal of International Money and Finance*, 18(4), 587-602.

Meade, J. E. (1951). *The Theory of International Economic Policy*. London: Oxford University Press.

Minsky, H. P. (1982). *Inflation, recession and economic policy*. Brighton, Sussex: Wheatsheaf Books.

Minsky, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute*,

Working Paper, No.74.

Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.

Mody, A. (2009). From Bear Stearns to Anglo Irish: how eurozone sovereign spreads related to financial sector vulnerability. *IMF Working Papers*, No.09/108.

Mody, A., & Sandri, D. (2012). The eurozone crisis: how banks and sovereigns came to be joined at the hip. *Economic Policy*, 27(70), 199-230.

Moody's Analytics. (2011). The Paradox of Europe: Many solid banks, but even more weak credit market trading levels, *Capital Markets Research Group*.

Obstfeld, M. (1994). Evaluating risky consumption paths: the role of intertemporal substitutability. *European Economic Review*, 38(7), 1471-1486.

Obstfeld, M. (1995). *The logic of currency crises*. Springer Berlin Heidelberg.

Pagano, M., & Von Thadden, E. L. (2004). The European bond markets under EMU. *Oxford Review of Economic Policy*, 20(4), 531-554.

Pisani-Ferry, Jean, "The Euro Crisis and Its Aftermath", Manuscript of 10 July 2013

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). Banking crises: an equal opportunity menace, *NBER Working Paper*, No. 14587.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). The Forgotten History of Domestic Debt*. *The Economic Journal*, 121(552), 319-350.

Reuters. (2012). "Banks gorge on 530 billion Euros of ECB Funds" Feb 29, 2012.

Rime, B. (2005). Do Too-Big-To-Fail Expectations Boost Large Banks Issuer Ratings. *Swiss National Banks, Systemic Stability Section: Working Paper (May 9)*.

Rosenberg, C., Halikias, I., House, B., & Keller, C. J., A. Pitt, and B. Setser. (2005). Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries". *IMF Occasional Paper*, No.240.

Thukral, M. (2013). Bank dominance: Financial sector determinants of sovereign risk premia, <http://economics.stanford.edu/files/Theses/MohitThukralHonorsThesis-May2013.pdf>

陈钧. (2011). 我国证券市场国际化进程中的短期资本流动风险研究. 工程和商业管理国际会议。

邓敏, 蓝发钦. (2011). 再售期权, 货币幻觉与商品住宅价格泡沫. *上海金融*, (8), 005.

- 董小君, 李宇航. (2006). 中国金融体系脆弱性与系统性金融风险. *国家行政学院学报*, (5), 第 20-23 页。
- 高弘. (2013). 基于私人部门债务通缩视角的欧债危机成因新解. *上海金融*, (4).
- 何帆、郑联盛:《欧债危机与中国应对》, 社会科学文献出版社, 2013 年 8 月第 1 版。
- 金德尔伯格著, 朱隽等译:《疯狂、惊恐和崩溃: 金融危机史》, 中国金融出版社 2007 年第四版
- 刘春航, 朱元倩. (2011). 银行业系统性风险度量框架的研究. *金融研究*, (12), 第 85-99 页。
- 宋彤. (2010). 杠杆化与系统性风险的监管反思. *新金融*, (005), 第 17-22 页。
- 于李娜, 谢怀筑. (2011). 货币政策溢出效应: 成因, 影响与对策. *中国社会科学院研究生院学报*, (1), 013.
- 郑楚琳. (2005). 汇率改革视角下的短期资本流动风险及其防范. *南方金融*, (12), 011。

IIS 简介: 国际投资研究系列 (International Investment Studies) 是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧琚, 定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、肖立晟、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括: 中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款: 本报告非成熟稿件, 仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可, 不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法, 并不代表作者所在单位的观点。