

# 保持金融稳定



Garry J. Schinasi

基金组织于1996年推出《经济问题》丛书，目的是让公众了解基金组织工作人员的研究成果。《经济问题》是就时下关注的问题为非专业读者撰写的简短的非技术性专题著作。它们以英文、阿拉伯文、中文、法文、俄文和西班牙文六种语言出版。同丛书中的其他书目一样，《经济问题第36号》反映作者的看法，这些看法不一定是基金组织的观点。

# 保持金融稳定



**Garry J. Schinasi**

© 国际货币基金组织，2005年

丛书编辑

Asimina Caminis  
基金组织对外关系部

封面设计和排版

Massoud Etemadi和Choon Lee

ISBN 1-58906-501-8

ISSN 1020-8399

2005年9月出版

订购基金组织出版物，请联系：

International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.

电话：(202) 623-7430 传真：(202) 623-7201

电子信箱：*publications@imf.org*

互联网址：*http://www.imf.org/pubs*

## 前言

---

在过去30多年间，在放松管制、自由化、全球化、信息和计算机技术进步的推动下，金融市场经历了剧烈变化和快速扩展。跨境资本流动大量涌现，市场开发出新的高级金融工具，金融交易操作的便利和速度均大幅提高。

尽管这些变化总体上颇有益处，使得资本分配更有效率。但是，它同时也带来更加频繁的金融波动，例如，1987年（“黑色星期一”）和1997年美国股市价格的剧烈震荡，1994年“十国集团”国家以及1996年美国的债券市场动荡；1994—1995年墨西哥货币危机，1997年亚洲金融危机以及1998年俄罗斯货币危机；1998年对冲基金长期资本管理公司的破产；90年代货币的波动；以及2000年和2001年全球股票市场的动荡。其中一些事件不但威胁到一国和地区经济，而且还威胁到全球经济，这突出显示了将金融稳定作为一个经济政策目标的重要性。同时，这也反映了人们对于全球化金融造成资本的错误定价及错误配置并引起金融动荡的可能知之甚少。

国际金融体系发展到高度复杂的程度，对决策者确定和评估风险增加了很大的挑战性及成本。现在需要开发一种框架，能够对风险问题发出更加明确以及更早的预警。本期经济问题小册子中提出的框架并非是一个详细与明确的蓝图，而只是为今后工作和更广泛的讨论起到抛砖引玉的作用。

经济问题第36期由Charles Gardner和Asimina Caminis撰稿，其基础是基金组织的一些工作文章，其中有Garry J. Schinas撰写的WP/04/187“金融稳定的定义”和WP/04/120“私人金融和公共政策”；以及Aerd Houben、Jan Kakes和

Garry J. Schinasi撰写的WP/04/101“建立维护金融稳定的框架”。上述文章可从下列网址免费获取：[www.imf.org/pubs](http://www.imf.org/pubs)。Schinasi先生是《维护金融稳定：理论与实践》一书的作者，该书将由基金组织在2005年12月出版。

## 维护金融稳定

与货币和宏观经济稳定的分析相比，金融稳定分析刚刚起步。任何曾经试图对金融稳定进行定义的人都知道，目前仍然没有被广泛接受的模式或分析框架可供评估或衡量金融稳定。能够就实际经济中潜在问题对决策者发出警报的金融指标尚在研发之中。

毫不奇怪，确保国际金融稳定的现有框架，即私人市场约束和国家的审慎监督，尚没有跟上金融市场现代化和全球化发展的步伐。首先，金融体系的扩张比实际经济快得多。在先进经济体中，金融总资产目前已超过年度国内生产总值的数倍。第二，金融资产的组成已发生变化，非货币资产所占的比例不断增加。这意味着基础货币更加具有杠杆作用。第三，由于跨行业及跨国境的兼并活动，金融体系之间的相互依存度不断增加，增加了传染的风险。第四，由于金融工具的复杂化、金融活动的多元化以及风险的流动性，金融体系已演变成更加复杂的系统。虽然上述这些趋势提高了经济效率，并增强了金融体系的抵御能力，但它们也改变了金融风险的性质，并触发了金融不稳定的事件。



### 什么是金融稳定

在过去十年间，维持金融稳定已成为经济决策人日益重要的目标。至少有数十个中央银行及一些金融机构（包括基金组织、世界银行及国际清算银行）定期发布金融稳定报告，并将研究与

实现金融稳定作为其工作的重要内容。

金融稳定不仅仅是没有危机。一个金融体系只有具备下列条件才能够被认为处于稳定状况：1. 促进经济资源跨地域和跨时间的有效分配，以及促进其他金融和经济活动（诸如储蓄和投资、贷款和借款、流动性的创造和分配、资产定价以及财富积累和产出增长）的效率；2. 能够对金融风险进行评估、定价、分散和管理；3. 即使受到外部冲击或出现经济失衡加剧，仍然能够行使这些关键功能。

鉴于金融体系由一系列不同但又相关联的部分所组成，例如基础设施（法律、支付、结算和会计体系），机构（银行、证券公司、机构投资者），市场（股票、债券、货币以及衍生产品），某个部分受到干扰就会影响整个系统的稳定性。但是，如果整个体系的主要功能运行良好，即使其中一个组成部分遇到问题，这些问题也不至于一定会对总体的稳定构成威胁。金融稳定并不是要求整个金融体系中的所有部分都能够一直处于或接近最佳状态。但是，一个稳定的金融体系有能力在失衡问题造成危机之前部分地通过自我调整机制限制和化解这些问题。它可以使一国的货币（法定货币）发挥交易工具、记账单位以及价值贮存的作用（金融稳定和货币稳定相同）。最后，如果混乱预期不会破坏经济运行的话，这个金融体系也可以被视为是稳定的。事实上，由于竞争激烈或吸收新的信息，可能会出现金融机构倒闭、波动性加剧或金融市场重大调整，这些情况或许还是健康的迹象。

金融体系总是处于不断变动和变革之中，因此，金融稳定不是指金融体系在冲击过后恢复到的某个单一的、可持续的状态或时间轨迹，而是指一种范围或连续带。这种连续带是多维的：它存在于大量可观察、可衡量的变量之中，这些变量可用于对金融体系是否充分地发挥其促进功能进行量化观察（虽然不太完善）。鉴于金融稳定的多元化性质，靠单一量化指标并不能捕捉到变化；金融体系中各个不同的组成部分之间的传染效应和非线性关



系更加大了预测金融危机的难度。因此，评估金融体系的稳定性需从系统及全球的角度进行观察。

同时，危机防范工作需要和金融稳定状况可掌控的限度采取实事求是的态度。用于维护金融稳定的大多数现有政策工具带有其他主要的用途，例如保护存款人利益（审慎工具），促进价格稳定（货币政策），或促进金融交易快捷的结算（支付和结算体系方面的政策）。这些政策工具对金融稳定的影响通常是非直接的，并且常常是滞后的。甚至还会与这些工具的主要目标相冲突。



## 金融体系的风险

金融市场日趋复杂化不仅仅是因为引进了一些新的和未被完全了解的工具和技术进步，而且还是与全球化和证券化分不开的。它们在以下四个大方面造成了艰难的新挑战：透明度和披露，市场动态，道德危害及系统性风险。

### 透明度降低

例如一家香港投资银行在一家中国公司注入股本金，然后按照现金流量、投资资金升值以及交易对手方风险进行分拆，并将这些分拆的产品分别出售给不同国家的投资人。这类交易增加了筹资和投资的机会，并将风险分配给那些最能够承担的人。但是，因为许多这类交易属于资产负债表外操作，投资人和银行监管人无法得到这些信息。

### 市场动态

金融全球化和许多公司增加对证券市场的依赖，而不是依靠银行筹资，极大地改变了市场动态。交易成本被降低到极点，巨额交易也可以在非常短时间内完成。由于羊群效应，大量和

持续的买或卖会加剧价格变动。一旦投资人察觉到两个市场的相同之处，无论对错，羊群效应还会使问题蔓延到尚未出问题的市场。

### 道德危害

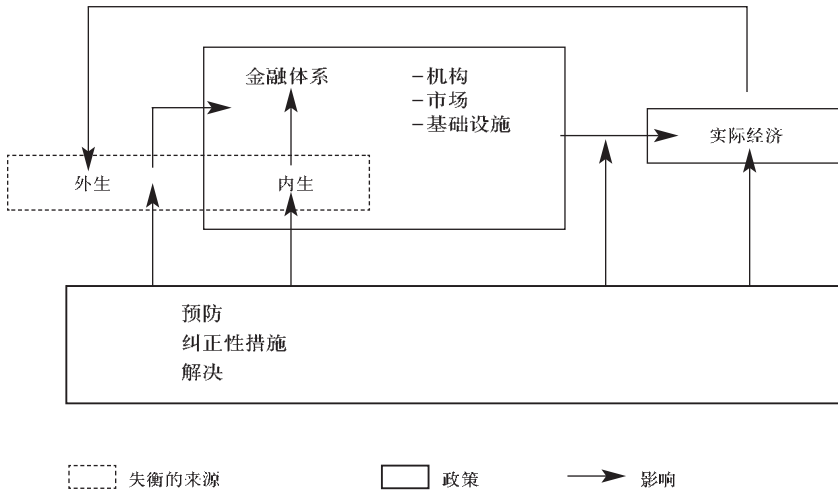
市场动态中所固有的新的不确定性应该是激励私人市场参与者保护自己的商业活动、净收入以及资产负债表免受价格剧烈波动的风险以及市场流动性变动的影响的因素。但是，一些最为重要的市场参与者是国家和国际支付体系的重要组成部分，如果允许它们破产则将会对整个金融体系引发可怕后果。为了防备这个风险，决策者为存款人（存款保险），金融机构（最后借款人安排）以及市场（政府注入流动性）设置了金融安全网。但是，这种公共部门将会介入以化解风险的预想，会削弱市场约束并产生道德危害。因此，这种安排削弱了市场参与者审慎操作的积极性。

### 系统性风险

系统性风险已从银行部门转向资本和衍生产品市场，而且它现在还涉及到私人的结算体系以及准私人的清算机构。因为监管人和被监管人之间技术和知识差距加大，官方监管人更加难以确定风险。由于技术进步、私人激励机制加上金融服务竞争的加剧，私人金融公司在适应结构性改变方面要比监管人和监督机制更快。

如图1所示，风险和脆弱性既可以在金融体系中内生，也可以在实际经济中外生。不同的风险需要用不同的政策应对措施。内生失衡的规模和可能性能够由金融当局通过调控、监管或危机管理比较容易地解决。相比之下，除非通过宏观经济政策调控，外生性失衡则比较难以控制，而宏观经济政策又存在较长和不确定的时间滞后问题。在出现外部扰动事件情况下，政策的范围主要局限于减少对金融体系的影响，例如通过维持金融体系吸收冲

图1. 影响金融体系表现的因素直观图



击的能力，启动后备体系保护重要数据等。这些措施使美国金融市场顶住了9·11恐怖主义袭击，而未遭持续的破坏。

内生型风险可从金融体系的机构、市场和基础设施（见表1）这三个主要组成部分中产生。

- 问题始发于一个金融机构，随后传染到金融体系中其他部分，或者几个机构因面对同样的风险而同时出现问题。
- 市场也受制于对手方风险、资产价格错配、挤兑和传染。
- 金融机构产生的问题（例如，操作失误，过分集中风险以及多米诺效应）可能会导致金融基础设施出现问题，例如清算和结算系统的问题，这就将对金融体系产生更大的影响。如果基础设施产生问题，将会引发倒闭（美国安然公司的破产就与会计体系的薄弱问题相关）。

从金融体系外部产生的外生型风险。金融稳定易受外部冲击

表 1. 金融不稳定风险的来源

内生	外生
以机构为基础的： 金融风险 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 信用</li> <li>• 市场</li> <li>• 流动性</li> <li>• 利率</li> <li>• 货币</li> </ul> 操作风险 信息技术缺陷 法律/诚信风险 声誉风险 商业战略风险 过于集中的风险 资本充足率风险	宏观经济扰动： 经济环境风险 政策失衡
以市场为基础的 对手方风险 资产价格错配 市场挤兑 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 信用</li> <li>• 流动性</li> </ul> 传染	事件风险： 自然灾害 政治事件 大公司倒闭
以基础设施为基础的： 清算和支付系统风险 基础设施的脆弱性： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 法律</li> <li>• 规制</li> <li>• 会计</li> <li>• 监管</li> </ul> 信心崩溃，导致挤兑 多米诺效应	

干扰，例如，自然灾害、一国的贸易条件发生变化、政治事件、石油价格波动、技术进步、市场情绪的突然转变或者受到邻国主权债务违约的困扰。诸如一家大公司破产这类微观经济事件，也会削弱市场信心并引起失衡，以至于影响到整个金融体系。



## 金融稳定分析

金融稳定分析需涉及上述所有的风险和脆弱来源。这将需要对金融体系和实际经济（住户、公司和公共部门）中的各个部分进行系统的监测。分析还必须考虑到跨行业和跨境联系，因为常常是由不同来源的问题相互交叉后酿成了失衡状况。

另外，决策者需要考虑初期的脆弱程度及其对总体金融体系的潜在影响。金融压力可能会初始于微观层次，例如，一家银行倒闭或一家大型非金融公司破产，随后，由于银行间拆借或信心效应，会波及到金融体系。有些情况（如系统性失灵）可以直接影响到经济的主体部分。

由于系统性风险的性质产生了变化，需要制定一套更为广泛、更为全面的指标。具体而言，风险可能不像过去那么集中了。首先，金融机构已增加了市场活动和风险暴露，非金融公司和住户也增加了市场参与度。其次，通过对冲、信用风险转移和银行贷款证券化，风险分散工具得到改进。这些发展降低了单个银行破产和传统的多米诺效应风险。但是，由于金融市场的总体风险暴露大幅增加，共同承担风险带来的系统性好处可能会因更容易受系统性冲击影响而被抵消，这意味着市场上极端消极的事件可能会产生更大的同期影响。

金融稳定分析从某种程度上与传统宏观审慎分析相关。它要依靠标准化指标，例如反映部门（住户和公司）财务状况的资产负债表数据，净债务与收入比率、对手方风险的衡量指标（如信用利差）、衡量流动性和资产质量的指标（如不良贷款），外汇敞口头寸和各个部门的风险暴露程度（特别是集中程度）。这些大多是微观审慎指标，加总后成为宏观层面的指标。因此，还需要审视这些总量内部的分布。为了评估整个金融体系的稳定性，还需要制定一套更广泛的指标来监测重要市场的状况，比如同业拆借、回购、债券、股票和衍生产品市场。相关指标包括衡量市场流动性（比如买卖差价）、市场不确定性和风险（反映在历史和

资产价格的波动中)、资产价格的可持续性(反映在市场深度和广度以及资产价格模型的偏差,及以基本面为基础的“均衡”价格模型或者市盈率)。

基金组织的金融稳健核心和推荐指标包含了这些基本的变量(见表2)。还可以为金融基础设施的运行制定一些补充指标,包括支付体系发生故障(因软件、硬件或连接而导致的失败)、速度放慢以及停止结算的次数。此外,由于法律、规制、会计或监管体系在金融压力下可能出现的问题,这也会影响到金融基础设施。最后,经济增长、投资、通货膨胀、国际收支以及非金融资产价格等宏观经济变量也可反映出失衡的积累。

预警系统能够在衡量不同金融稳定指标的重要性以及预测金融压力方面发挥作用。数个变量已被证明可作为金融紧张的重要指标,例如,升息通常是因为资产价格预计将大幅调整。不同的研究发现,信贷与国内生产总值的比率是资产泡沫和金融危机的重要指标,特别是和投资热同时发生的时候。此外,金融市场指标也包含重要的信息,这些信息反映了金融市场以外的发展。这是因为经济中不同的潜在风险能够立即反映在债券利差和股票价格等变量中。

最后,金融稳定分析不仅需要审视潜在的扰动,还要研究金融体系在何种程度上可以吸收这些扰动。特别是,需要考虑可以缓冲或者遏制冲击的种种因素。这些包括缓冲资本的规模,(再)保险机制的可靠性,防火墙的作用程度,以及安全网和备份系统。

而且,由于金融稳定分析因非线性而显得错综复杂,它需要关注一些异常而且看来有一定可能性的事件,金融稳定分析通常需要考虑变量的分布,并且需要分析如果多种风险同时出现将会发生何种情况。因此,压力测试对于测量经济中各部门在不利状况下的弹性是有用的工具。但是,尽管可以对单个金融机构进行压力测试,也可能对整个银行体系甚至单个行业进行测试,但是在体系中银行融资和市场融资并存的情况下,由于缺乏数据和实证模型以及其他原因,要将金融体系作为一个整体进行压力测试

表2. 基金组织金融稳健指标

<b>核心指标</b>	
存款机构	
资本充足率	监管资本与风险加权资产的比率 一级监管资本与风险加权的资产之比 减去准备金之后的不良贷款与资本之比
资产质量	不良贷款与总贷款之比 贷款行业分布与总贷款之比
收益和盈利能力	资产回报率 股本回报率 利差与总收入之比 非利息支出与总收入之比
流动性	流动性资产与总资产之比 流动性资产与短期负债之比
对市场风险的敏感性	外汇净敞口头寸与资本之比
<b>推荐指标</b>	
存款机构	资本与资产之比 大规模风险暴露与资产之比 贷款地域分布与总贷款之比 金融衍生工具总资产头寸与资本之比 金融衍生工具总负债头寸与资本之比 交易收入与总收入之比 人员支出与非利息支出之比 参考贷款利率和存款利率之差 最高和最低同业利率之差 客户存款与总（非同业）贷款之比 外汇贷款与总贷款之比 外汇负债与总负债之比 股本净敞口头寸与资本之比
其他金融机构	资产与金融体系总负债之比 资产与国内生产总值之比
非金融公司部门	总债务与股本之比 股本回报率 收益与利息和本金支出之比 净外汇风险暴露与股本之比 申请破产保护的次数
住户	住户债务与国内生产总值之比 住户债务还本付息与收入之比
市场流动性	证券市场 <sup>1</sup> 平均买卖价差 证券市场 <sup>1</sup> 平均日周转率
房地产市场	房地产价格 住户房地产贷款与总贷款之比 商业房地产贷款与总贷款之比

<sup>1</sup>或其他与银行流动性最为相关的市场，如外汇市场。

则是有局限性的。目前的挑战是要开发系统性压力测试，其中需要考虑到金融部门的关联性，以及金融机构相互之间以及对实际经济的第二轮效应。



## 开发新框架

在某种程度上，实现并维持金融稳定的挑战，取决于经济体系的结构和成熟程度。下述框架主要适合于较成熟的金融体系。该框架将金融稳定的分析和政策性因素融为一体，使得决策者能够从宏观经济、货币政策、金融市场、监管与规制诸方面，对金融稳定进行评估。框架的目标是为分析金融稳定问题提供连贯的结构，用于：（1）促进及早发现潜在的脆弱性，以免这些脆弱性导致市场向下调整，引发机构内部出现问题以及导致金融基础设施失灵；（2）采用预防性和及时补救性的政策，避免出现金融不稳定状况；（3）一旦预防性和补救性措施失败，恢复系统稳定性。该框架试图超出传统的“冲击—传导”方法，这个方法是很多现行政策框架的基础。

决策者的最高目标就是要设置好机制，防止金融问题演变成系统性问题或威胁到金融体系稳定和实际经济，但同时还不能影响到经济持续增长的能力或发挥其他功能。这样做的目的并不一定要防止出现所有的金融问题。首先，企望一个富有活力、具有效益的金融体系永远都不会经历市场波动或动荡的想法并不现实。而且，也不能指望所有金融机构在任何时候都能够妥善地应对所有的不确定性及风险，而同时还能够提供金融服务并保持（如果不能增加的话）各利益方的资产价值。其次，创造出过分保护市场稳定并排斥任何风险的机制并非理想之举。

在一个连续带中设置金融稳定通道设想的指导下，对于确定框架并使其运行的自然初始点，将是对金融体系中的潜在风险和不确定性进行连续不断和综合的分析。然后，根据金融体系的状



况而采取相应的政策措施。如果金融体系总体上处于一种稳定的状态，并可能在可预见的将来仍然会保持这种状态，相应的政策则主要为预防性措施，目标设定在依靠市场约束和官方的监管与监督来维持稳定。第二种情形，金融体系可能仍然处于稳定通道，但已经开始滑向边缘，例如因为失衡问题已经开始聚积，或者因为金融体系外部情况起了变化。要维护体系的稳定可能需要采取补救性措施，例如，进行道义劝告和加大监管力度。第三种情形，金融体系可能处于不稳定的状况，或者已经不在金融稳定通道之内，因此，金融体系已无法充分地发挥其各项功能。在这种情况下需要采取积极的应对政策，主要是为了恢复稳定，并可以考虑使用危机解决措施。这一金融稳定框架的主要部分概括在图2中。显而易见，由于金融稳定的多面性，政策类别之间的区分难以十分明确。

潜在的问题可以归纳为下列一些主要的类型：

- 单个机构或市场的困难不太可能对银行或金融体系产生系统性的影响；
- 数个重要机构都遇到困难，并且这些困难有可能对其他机构或市场产生溢出效应；
- 可能会通过不关联的市场（远期市场、同业拆借市场以及股票市场）给大量金融机构造成困难。

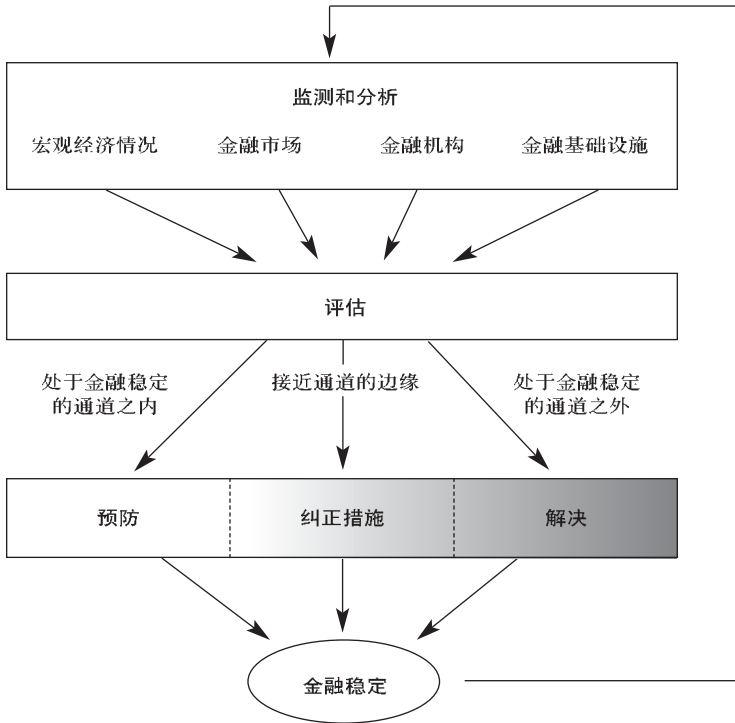
各种类型的问题需要采用不同的诊断办法和政策应对措施，从基本不用处理到加强对具体机构或市场的监管，从对市场注入流动性到化解紧张状况或者对具体机构进行干预。

## 防范

决策者对待稳定的金融体系的态度与医生对待健康的病人如出一辙。对待健康病人重在预防问题，和及早确定潜在问题，以免造成损害，比如可以通过免疫方法、定期检查等等。

在健康的金融体系中，防止潜在失衡问题积累并触发危机的主要工具是：市场约束；官方管制、监管与监督以及对话；加上

图2. 维持金融体系稳定的框架



稳健的宏观经济政策。当变化可能会影响到金融体系时，需要及时地调整对脆弱性的评估方法，以及政策工具的设计和执行。

### 补救措施

继续我们的医学类比：在一个病人尚未得病，但已显示出潜在问题的迹象，比如体重的增加或减少、气喘、血压高，这时就需要采取一些预防性措施。医生可能会安排进一步测试，增加检查频率，建议改变生活方式或者需要开出药物处方。

这种状况与金融体系临近稳定通道边缘的状态颇为相似。例如，信贷快速增长加上资产价格膨胀以及银行体系资本金下降就会导致失衡问题；尽管当时没有直接的风险，如果不加以控制，问题可能会恶化。其他风险因素还包括国内或国外环境的意外变化。

实际上，这第二个中间阶段是三个阶段中最不明确的。尚未明显展现的脆弱性本来就难以估计，更难以确定或施行相应的补救性措施，而且在没有出现明显的金融不稳定情况下，难以确定问题或启用适当的补救工具让市场参与者更加审慎。然而，决策者在这个阶段可通过道义劝说去影响或调整发展趋势，同时可以加大金融监管与监督的力度。应该要加强安全网，避免挤兑和问题蔓延；或者调整宏观经济政策。

### 解决方法

尽管采取了上述种种措施，而病人仍然得病了，这时就可以采取一些比较严厉的干预措施（密切观察、动手术），金融当局的政策则要随着金融体系滑向金融稳定的边缘或最终跨越稳定的边缘而加大政策力度。

在这种情况下，银行可能就不愿意或没办法对有利可图的项目进行融资，资产价格可能不再反映出自身固有的价值，或支付可能就无法及时地结算，或者根本就无法结算。在极端情况下，金融不稳定可能导致对金融机构的挤兑或引起严重的通货膨胀、货币危机或股市崩溃。这时候应该采用更强势的政策，以求恢复稳定并化解危机。监管和监督的力度应该要进一步加强，同时，还要采取更加强有力的措施恢复体系的能力并提高信心。比如，此时可以采取一些事先无法具体讲明的随机措施；有时这些措施因策略原因不可明示。例如，决策者可能会认为需要保持“建设性的模糊”，这就是说决策者们不对债务展期提供不成熟担保，或不启用金融安全网，或不向单个机构注入流动性以及向更广泛的金融体系注入流动性。这样就不会鼓励市场参与者轻率地承接

风险。另外，官方的对话和宏观经济政策能够有助于遏制金融市场动荡。



## 为何金融稳定是一项公益产品

现代融资通常被认为完全是私人活动，收益主要（如果不是全部）归个人和私人企业所有。但是，一国的金融市场与法定货币及其实际经济之间的依存度十分密切。

通过将愿意延迟消费的储蓄人以及需要资金投入到市场活动的投资人撮合到一起，融资创造了一直可以交换的法定货币的替代品。融资通过在不同的活动和地点之间促成了更加有效的实际经济资源分配，尤其是持续不断的活动，扩大并增加了法定货币的收益。实际上，融资会有风险，但它使风险能够被定价，并且能够不断地将其分别发售给融资市场里能够承受风险的参与者。鉴于融资具有这些特性，它能够创造出比法定货币独自无法支持的、规模更大的经济活动。

但是，融资还会产生大量潜在的对纯流动性的要求，这种要求是现有法定货币远远无法满足的。这种杠杆作法的内在风险是，融资数量过大，以至于人们不相信所有的金融合同都能够得到履约。这种情况可能会带来的一个问题是，对法定货币的合法债权得不到及时履行或交易无法结算。这种失败将会导致不小的经济损失。

因此，尽管现代金融最初而且最重要的就是由数量众多的单个私人融资合同所组成的动态网络，但是，要想实际获得这些私人收益，仍需要有获得公众所认可的一些安排。例如，私人融资合同通常按照法律认可的计量单位书写，并根据法律认可的会计准则进行计算，而结算和支付交割则以法定货币进行。另外，在合同不能进行的情况下，还有假定的法律追索权。其他方面的公

共政策也对私人融资的效率和效力有支持作用，其中包括睿智的微观和宏观经济政策。

而且，很多实际经验表明，仅仅依靠市场力量，融资不会自动地产生有效率的结果。首先，融资应该被视为是一项公益产品，可能出现不足或过多的情况。信息不完整或不对称会引致价格错配和逆向选择。私人团体收集与分析对手方信息的成本可能过高，而公共部门对金融机构的监管有着明显的规模经济效应。金融市场不完善；某些流动性风险难以保险；而且竞争也不完善。由于货币和金融管理不善而引起的金融稳定性损失会对实际经济造成严重影响，其状况就像在大萧条年代一样。相反，健康的金融体系能够促进个人、企业和政府的财富积累，这是一个社会发展、增长的基本要求，也是一个社会能够抵御恶劣事件的基础。

当然，由于道德危害和利用监管制度的差异来谋取利益的做法，在设计公共政策时要考虑到未来私人市场反应和公共政策调整相关的成本问题。决策者必须认识到为了短期稳定和为更长期稳定而必须让不健康的机构破产之间潜在的利弊权衡问题。他们还必须要努力掌握好比较微妙的平衡点，确保市场既有活力与效率，又有弹性。政策设计要保障金融稳定，但不必对风险谈虎色变。过度的谨慎则有碍金融的健康发展，阻碍工业国家的增长，并误导新兴市场经济体的发展。各个国家必须要选择最佳的方案以提高本国的福利。



## 展望前景

自90年代以来所屡屡发生的动荡、扰乱和危机是否意味着未来的金融市场就一定也会往事重现？或者那些只是一种过渡阶段的产物，今后的金融市场将会有更加平稳的天地？

我们还是有一定理由比较乐观的。全球的大型金融机构好像已经

从90年代的种种危机中汲取了深刻的教训，而且已经引进了新的风险管理和控制的机制，这些金融机构还进一步增加了其金融投资及其业务活动的多样化。虽然国家当局在原先危机涌现时多数都显得毫无准备，现在也都开始改革本国的银行机构和监督的框架，而国际社会也发出了种种倡议，要加强跨境金融架构。

这些公共和私人部门的改革看来均有所见效。工业经济体虽然历经1990—2000年间IT股票泡沫突然破裂、公司债券在过去十年间屡屡违约以及2001年9月11日恐怖主义袭击造成的金融后遗症，但是它们仍然具有弹性。这表明工业经济体已经充分地提高其化解私人和国家风险的能力，并能够将金融损失降低到可控制的程度。然而，金融活动仍然将继续变得更加复杂，而且透明度在降低，使得金融过度在汇聚成势并要造成波动和扰乱之前更加难以遏制。

许多新兴市场国家则似乎并没有获得同等程度的抵御能力和弹性。它们虽然拥有全球融资的渠道，但还不能够控制内在的风险。它们尚不能跟上结构性的变化，也没有为参与到现代金融世界做好准备，尤其是在实现透明度以及实施有效法律体系方面；新兴市场国家在保障合同履行和一旦违约则收取抵押物方面、建设金融构架方面（其中包括监督和管理工作、设计完善、有监督以及实施完善的安全网）；以及提高公司治理标准方面仍有不完善之处。对于许多新兴经济体而言，金融全球化就是一把双刃剑。在好年景期间，新兴经济体的经济和金融发展能够从健康的资本流入中获得收益，但是，由于没有必要的改革，这种流动一旦发生逆转变化，它们则身处险境，难以安然化解金融和经济危机。



## 未来的战略

总而言之，朝着更大、更一体化、更有杠杆作用的、更趋错综复杂的、以市场为导向的金融体系发展，就有可能继续改变金

融风险的性质。工业国家和新兴市场经济体同样都需认识到，虽然现在的国际金融体系比20年前更有效率和弹性，但它也更有可能遭遇剧烈的资产价格和资本的波动、市场的扰乱以及可能危及全球经济的危机。

从审慎角度可以提出三管齐下的战略：加强国家监督与监管框架，对国家和国际市场加大约束力度，以及采用全球化的理念。

### 加强国家框架

那些自90年代起曾经震撼金融市场的扰乱表明，需要消除现有监管工作中的一些漏洞，并加强公共部门对金融公司内部风险管理和控制系统的监督，以及对这些系统中高级管理层的能力和总体公司治理机制的监督。另外一种既可以维护金融稳定，又可以保持金融效率好处的途径是，通过要求一些有问题的机构提高新巴塞尔协议的资本充足率框架所规定的最低资本金比率而对其进行惩罚。这是创造一种激励机制的第一步，目的在于鼓励单个金融机构和投资人，对他们所承担的集体风险细化成内部的责任制。如果能够激励所有机构都能按照国际准则、标准和最佳方式进行操作，金融稳定就能够得到加强。

### 增强市场约束

本战略的第二个措施是要更好地发挥市场约束的作用。拥有一种完善的、尽量不出差错的基础设施（也就是实时大额支付体系）的重要特征是，不论大小金融机构都应该允许它们倒闭，而且能够在不影响国家支付体系稳定甚至不影响效率的情况下进行清理。

因此，提高透明度和加大监管及公共披露力度的好处是，市场参与者与监管人均能够在酿成危害之前，发现有问题的投资战略迹象或金融问题。加大透明度和披露的力度还能够促使监管人和决策者在允许一个机构退出时对其他机构所能够造成的潜在损害做出更加明细的判断。透明度和披露、有效监管及市场约束结

合在一起，将会大大有助于维护国家金融体系，这样还会有利于维护国际金融体系的效率和平稳的运作。公共部门还可以支持私人部门的其他倡议，促进通过诸如内部监管自律或改善金融基础设施而提高稳定性。设立“不间断结算银行”即为近期的一个例子，这明显地降低了外汇交易相关的风险。

### 采用全球化的理念

第三个战略是要让所有国家都要认识金融全球化已使国际金融稳定成为超越国家目标和利益的全球化公益产品，并能积极参与。虽然所有国家都能够通过获得并维持本国的金融稳定，对国际金融稳定做出贡献，但是，如果一国完全只按照自身的目标而设计其金融政策，这种情况则将会对其他国家或国际金融市场造成一定的问题。

正如提供私人融资服务的国际公司要求全球化的风险控制和与管理一样，决策者需要采用国际化的措施，对金融活动实施有效的监督、监管和管制。实际上，金融全球化的主要含义是，在缺乏一些获得充分承认的、且对业务有约束性的国际协调机制的情况下，偏重国家情况的金融体系可能无法提供全球性办法来保障国际金融长期稳定。为监管银行和保险公司以及为支付体系制定国际标准和准则等跨境合作正在受到相当多的关注。像巴塞尔核心原则这样的国际标准和准则（由巴塞尔银行监管委员会制定），可以创造更加公平的竞争环境并提高效率，并能够在跨行业及跨境的一体化中维护稳定。

在这种情况下，图2中概述的拟议框架可被视为解译变化并将其融入政策的灵活方法。主要的挑战在于进一步认识不同方面的金融稳定相互间以及与经济实体如何交叉作用，以及政策措施如何影响这些交叉作用。具体而言，工作重点要集中到博采现有数据、改进实证工具、制定决策者能够发现潜在问题的指标，并将这些指标运用到具体的政策工具上。这是一项艰巨的任务。毫无疑问，实践经验也将指明道路。



## 经济问题丛书

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade.* Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.

20. *Job Creation: Why Some Countries Do Better*. Pietro Garibaldi and Paolo Mauro. 2000.
21. *Improving Governance and Fighting Corruption in the Baltic and CIS Countries: The Role of the IMF*. Thomas Wolf and Emine Gürgen. 2000.
22. *The Challenge of Predicting Economic Crises*. Andrew Berg and Catherine Pattillo. 2000.
23. *Promoting Growth in Sub-Saharan Africa: Learning What Works*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis, and Dhaneshwar Ghura. 2000.
24. *Full Dollarization: The Pros and Cons*. Andrew Berg and Eduardo Borensztein. 2000.
25. *Controlling Pollution Using Taxes and Tradable Permits*. John Norregaard and Valérie Reppelin-Hill. 2000.
26. *Rural Poverty in Developing Countries: Implications for Public Policy*. Mahmood Hasan Khan. 2001.
27. *Tax Policy for Developing Countries*. Vito Tanzi and Howell Zee. 2001.
28. *Moral Hazard: Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?* Timothy Lane and Steven Phillips. 2002.
29. *The Pension Puzzle: Prerequisites and Policy Choices in Pension Design*. Nicholas Barr. 2002.
30. *Hiding in the Shadows: The Growth of the Underground Economy*. Friedrich Schneider with Dominik Enste. 2002.
31. *Corporate Sector Restructuring: The Role of Government in Times of Crisis*. Mark R. Stone. 2002.
32. *Should Financial Sector Regulators Be Independent?* Marc Quintyn and Michael W. Taylor. 2004.
33. *Educating Children in Poor Countries*. Arye L. Hillman and Eva Jenkner. 2004.
34. *Can Debt Relief Boost Growth in Poor Countries?* Benedict Clements, Rina Bhattacharya, and Toan Quoc Nguyen. 2005.
35. *Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?* Abdul Abiad and Ashoka Mody. 2005.
36. *Preserving Financial Stability*. Garry J. Schinasi. 2005.

Garry J. Schinasi于1979年从哥伦比亚大学获得经济学博士学位，现为基金组织财务部顾问。在加入基金组织之前，他从1979至1989年是美联储理事会的工作人员。从1992至2001年，Schinasi先生在基金组织的研究部从事多项工作。他为《世界经济展望》撰稿，是基金组织资本市场监督工作的协调人之一，并合作出版了《国际资本市场：发展、前景和主要政策问题》。Schinasi还在《经济研究评论》、《经济理论杂志》、《国际货币和金融杂志》以及其他学术和政策杂志上发表文章。他的著述《维护金融稳定：理论与实践》将由基金组织在2005年12月出版。



**Preserving Financial Stability (Chinese)**

