

金融危机的根源、定性与处置

► 朱民

近日，全球财富管理论坛(GAMF)举办“金融危机的经验教训与未来应对”专题研讨会，邀请中外专家学者、市场机构代表、相关政府部门领导共同交流探讨，为当前形势下的外部风险形势研判和应对策略提供决策参考。国际货币基金组织(IMF)原副总裁、中国人民银行原副行长朱民出席会议并作点评发言。

朱民认为，讨论金融危机这一话题，首先要结合现实环境对危机进行定义，因为金融危机的形态是在不断演变的，应对危机的关键在于找到危机发生的实体经济根源，从而把握住危机背后的传导脉络。在对危机进行清晰定义之后，就要对危机进行定性分析。朱民指出，当金融危机来临时，判断救与不救的主要标准，在于需要鉴别是流动性危机还是资不抵债的破产性危机。同时，朱民认为，要警惕危机的溢出效应，理解危机和救助的传导机制。这样才能找到效果最好、成本最低的应对方法，上述工作对信息的透明度和监管的穿透能力提出了更高要求。此外，随着金融体系越来越复杂，金融危机的理论研究也要进一步向前推进，包括危机的关联性理论、溢出效应理论、系统重要性定义等。

金融危机的定义

应对金融危机，首先要找到危机的根源，判断好金融危机的类型。实际上，金融危机的形态是在不断演进的。1929年美国发生股市危机，1980年北欧发生银行危机，1990年拉美和俄罗斯发生债市危机，1997年亚洲发生货币危机和其他股市危机，2008年全球金融危机则是房地产抵押债券的衍生产品引起的全面金融危机。随着金融越来越复杂，目



朱民，曾任清华大学国家金融研究院院长，国际货币基金组织原副总裁。

前看来，金融危机越来越多地表现为货币危机、股市危机、债市危机等多形态的交织。

金融危机或多或少与实体经济相关联，很重要的问题，是要弄清楚危机的实体经济根源。比如2008年金融危机就是居民无力偿还住房贷款，进而对次级贷款组成的衍生产品市场的底层资产和基础构成冲击。房地产危机引发的金融危机最为频繁，比如美国上世纪九十年代的房贷危机，再比如拉美的货币危机和亚洲金融危机，它们虽然主要由股市和货币危机引发，但背后的根本驱动因素，仍是股市泡沫、楼市泡沫以及背后的宏观经济泡沫。

当前金融危机的一个重要特征，就是关联性和溢出效应非常强。一国或一个区域的危机很容易演变为全球性危机。此外，还出现了新的危机形态——外部冲击危机。比如美元波动使很多国家成为“无辜的受害者”。如果本国宏观经济较弱，就会被美元波动所击垮，从而形成危机。

总结来看，危机的形态是在不断演变的。透过各种形态，要找到危机发生的实体经济源头，把握住背后的传导脉络。判断危机的类型，找出危机发生的根源和基础，是应对危机的第一步，对于维护

金融稳定、救助金融机构至关重要。

金融危机的定性和处理

在深刻理解危机定义的基础上，还要对危机进行定性，即判断到底要不要救、怎么救。2008年金融危机伊始，当时被定义为房贷危机，误认为它与上世纪九十年代的美国房贷危机相似。美联储最早认为只有800亿规模，以后又调整到2,000亿，但都认为能控制，直到流动性紧张时，才意识到这是一场由衍生品危机引发的系统性金融危机。由此可见，一开始就抓住问题的核心至关重要。

判断救与不救的主要标准，早期是判定其属于流动性危机还是资不抵债的破产性危机。如果是流动性危机，就要进行救助，如果是破产性危机，就不进行救助。但这又会引发新的问题：救助是否会带来道德风险？所以道德风险也成为救助的重要标准。目前看来，判断政府是否救助企业的核心标准，就是该企业是否具有系统重要性。如果可能引发系统性风险，就必须对其进行救助。历史上对于雷曼倒台的争议很多。如果将雷曼理解为系统重要性金融机构，当初就不应该任其倒台。但由于当时的决策者没有认识到雷曼的衍生产品规模如此庞大，特别是没有看到雷曼在伦敦的操盘规模，危机定性出了问题，做了错误决策。

强化金融监管，把握危机和救助的传导机制

这就体现了监管的重要作用。随着金融创新不断发展，金融产品的嵌入性特征愈加明显。如果无法做到穿透式监管，就很难掌握全局，也就很难判断它是流动性还是破产性危机，自然也就无法预判是否会引发系统性风险、救助是否存在道德风险等问题。因此危机定性与信息透明度和监管的穿透能力密切相关。

判断危机的溢出效应很重要，溢出效应往往是无形的，需要对行为进行研究。目前看来，由于全

球关联程度不断加深，危机的溢出效应要远远超过羊群效应，很多危机几乎是在瞬间同时发生，因此要格外警惕溢出效应。

要深刻理解危机的传导机制，这样才能找到堵点，找到效果最好、成本最低的应对方法。与此同时，理解救助的传导机制也十分重要。如果仅从末端进行救助，覆盖面过广，市场范围过大，操作难度较高。2008年以来的很多危机，末端规模急剧扩大，救助难度很大。这也是为什么现在央行释放了这么多流动性，实施了前所未有的量化宽松政策。在这一过程中，最重要的传导环节就是商业银行。宽松的货币政策会影响商业银行资产负债表的结构，并进一步影响金融机构和企业资产的流动性。因此理解传导机制特别重要。

金融危机的理论研究需要不断向前

过去的金融危机理论研究更多关注银行危机、挤兑和股市的羊群效应。但随着金融风险和金融危机的形成越来越复杂，理论也要进一步向前发展，包括危机的关联性理论、溢出效应理论等。信息的全球同步性使得羊群效应已不再是最关键的问题。金融危机不再是领头羊的问题，而是一只蝴蝶引起的全球性变化。在这种情况下，如何研究市场的波动、行为的变化？如何做到穿透式监管、提高信息透明度？这方面需要加大研究力度。

在当前背景下，如果仍用资产规模来定义系统性、重要性，可能并不准确。因为资产负债规模与金融机构的实际市场影响力、杠杆规模并不是相同的概念。这些方面都需要理论研究的不断深入推进。

当前，全球金融市场乌云密布，山雨欲来风满楼。但无论如何，有金融市场，危机总会发生。我们能做的就是更好地武装自己，从血的教训中找到未来的应对方法。