

第十二章 金融市场风险与金融监管

一、金融市场风险及其度量

金融市场风险是指由于金融市场因子波动而形成的未来资产发生损失的可能性。在金融市场上资产证券化、可交易化和市场波动加剧的条件下，金融市场风险已成为金融机构承担的主要风险之一，也是众多金融风险中影响较大的一种风险。

金融市场风险度量是金融市场认知的重要环节，也是本章的一个难点。根据金融市场风险大小采取相应的措施是一种一般性的金融风险治理逻辑，也是防范和化解金融市场风险的前提条件。从理论上说，金融市场风险的基础原因是金融价格因子不稳定而引起的金融资产价值减少。当金融资产价值损失超过一定限度时，会将金融机构的风险资本消耗殆尽，从而引发信用危机，形成信用风险。

金融市场风险的大小通常决定于两个主要因素，即金融价格因子波动程度以及金融资产价值与这种波动的相关度。金融理论认为，基础性金融市场因子有利率、汇率、股票价格和商品价格等。几乎所有金融资产的价值，直接或间接地都可以表示为这几个因子的函数。价格因子的波动程度越大，金融资产价值波动也就越大。通过分析价格因子的变动，才能推测金融资产的价值变化，从而估计金融市场风险的大小。

造成金融市场因子变动的因素很多，首先，金融竞争加剧、全球市场自由化一体化程度提高，是市场因子自由度增加的主要原因。其次，金融创新和技术进步，尤其是金融衍生产品的迅猛发展，使金融市场变得更加敏感动荡。

影响金融资产价值与市场因子相关度的主要是新金融工具的大量涌现。新金融工具一方面为金融风险的分解转移创造了条件；另一方面又加重了各种市场因子的相互影响，使它们的波动更加复杂，增强了金融市场因子变动的不确定性。

二、金融市场风险管理

金融市场风险管理是随着市场风险的扩大而产生和发展起来的，它通过对金融市场风险进行适当的处理，达到转移、分散、控制和防范风险的目的。

金融市场风险管理由于依据的理论，存在不同的管理方式和方法。从风险处

理的角度看，金融市场风险管理的内容不外乎两个方面，即转移风险和控制风险。

转移市场风险就是将无法回避的市场风险通过分散化、套期保值和保险等方式，转嫁到其他金融机构或产品上。套期保值又称对冲，是指根据已有资产的金融市场风险之特点建立相反的头寸，以抵消或降低金融市场风险的不利影响。对冲的思路是在准确解析市场暴露的构成、分布和随机特征的基础上，进行反向工程，构造满足对冲目标的具有相反风险特性的新的资产组合。对冲有完全对冲和部分对冲之分，理论上，完全对冲后资产组合的风险为零，但实践中却几乎不可能。对冲必须结合对冲者预期、风险偏好及交易成本，选择某些市场风险因子才能实现。

控制市场风险则是把风险保持在可以承受的水平并保证风险处于可控状态，这通常是针对那些为获得风险收益而必须保留的市场风险的一项管理内容。

三、金融市场监管的理论

金融监管依据两大理论：金融脆弱说和公共利益说。它们都是建立在新古典微观经济理论基础之上的理论学说。

金融脆弱说起源于米什金 1982 年提出的“金融不稳定假说”。米什金及其追随者认为，银行的利润最大化目标促使它们在系统内增加风险性业务和活动，从而导致了系统的内在不稳定性，因而需要对银行的经营行为进行监管。金融脆弱性一般由三个方面的原因造成：

一是短借长贷和部分准备金制度导致了金融机构内在的非流动性；

二是在资产负债表中，主要是金融资产而不是实物资产，主要是金融负债而不是资产净值，这在金融机构之间存在着相互依赖的网络；

三是存款合同的等值和流动性形成了在萧条时期提取存款的激励。

公共利益说基于市场失灵的理论，认为金融市场同样存在失灵，从而导致金融资源的配置不能实现“帕累托最优”，具体表现为自然垄断、外部效应和信息不对称等方面。

关于自然垄断，一些学者认为，规模经济可能存在于银行业。银行在经营管理过程中的规模越大，则成本越低，收益越高，意味着它具有一定的自然垄断倾向。而金融部门的垄断可能造成价格歧视、寻租等有损资源配置效率和消费者利

益的不良现象，对社会产生负面影响，降低金融业的服务质量和有效产出，造成社会福利损失，理应通过金融监管以消除垄断。

外部效应是指提供一种产品或劳务的社会费用（或利益）和私人费用（或所得）之间的偏差。金融中介过程中存在风险与收益的外部性，存在监督、选择信贷的外部性，存在金融混乱的外部性。银行业作为一个特殊行业，其破产的社会成本明显地高于银行自身的成本。个别银行的破产因多米诺骨牌效应，有可能导致整个银行系统的崩溃而引发金融危机。通过金融监管消除外部性，就能有效防止金融风险的发生。

从理论上说，金融市场上由于银行等中介机构能有效解决信用过程中授信主体之间信息严重不对称的问题，信息应该是完全的，资金盈余者可以判断潜在的借款人是否值得信任、他们将资金投入运作后是否能产生预期的效益、到期归还本息是否有保障等。但在现实中，金融市场的表现则是一个信息不对称、不完全的市场，形成了存款人与银行、银行与贷款人之间的信息不对称，存在逆向选择和道德风险问题，使市场失灵更加明显。不完全信息的第二个结果是，价格体系不再有效地传递有用信息，从而引起市场参与者较高的信息成本，无法实现信息效率市场的均衡，造成金融市场的低效率；不完全信息引起金融市场失灵的第三个重要方面是信息具有公共产品的性质。解决上述问题的有效途径，只有加强金融监管。