

金融治理水平、金融压力指数与金融脆弱性

——基于SVAR模型的分析

宋玉茹

(中共中央党校 研究生院, 北京 100091)

摘要:十九大以来,加快推进金融治理体系与治理能力现代化建设已经成为新时代我国金融发展的重要任务。完善金融治理体系、推动金融治理现代化进程、不断提升金融治理能力是维护中国金融稳定性以及金融市场良性发展的必经之路,也是新时期中国经济健康发展的重要保障。本文借鉴前人研究,构建我国金融治理水平、金融压力指数以及金融脆弱性指数评价指标体系,运用主成分分析法,测算出近十三年来我国金融治理水平、金融压力指数以及金融脆弱指数的走势水平,并基于SVAR模型探究了三者的动态相关关系。实证研究表明,金融治理水平的提升能有效缓解我国金融市场压力、抑制金融体系的脆弱性。

关键词:金融治理水平;金融压力指数;金融脆弱性;结构向量自回归模型

DOI: 10.3969/j.issn.1003-9031.2022.02.002

中图分类号: F830.2

文献标识码: A

文章编号: 1003-9031(2022)02-0018-14

金融治理是国家治理体系的重要组成部分,不断提升金融治理水平是加快推进我国金融治理体系与治理能力现代化进程的关键一环,对我国金融业的发展具有重要意义。本文对金融治理、金融压力指数以及金融脆弱指数的内涵进行阐述,对近十三年来我国金融治理水平、金融压力指数以及金融脆弱性指数进行了测算,并基于结构向量自回归模型,进一步探析了三变量的动态关系。

一、金融治理的内涵与历史沿革

金融治理包含金融管理以及金融监管的范畴,金融治理主要是指通过金融市场的规则、

基金项目: 本文系国家社科基金重大项目“健全国家金融安全体系研究”(18VSJ036)阶段性研究成果。

收稿日期: 2021-11-10

作者简介: 宋玉茹(1997-),女,山东郓城人,中共中央党校研究生院博士研究生。

制度和机制等对一般金融活动进行有效的管理。金融治理与传统的政府管制不同,它具有社会化、专业化、透明化特征和要求。而金融治理的模式也并没有普世的范式,各国实施金融治理关键在于摸索出一套适合本国的治理体系。目前各国的金融治理体系之间也存在着诸多的差别,举例而言,传统的英美法系的国家侧重于金融市场方面的治理,中央金融治理与地方金融治理之间存在普遍的分权现象,而大陆法系的国家则更加注重于对金融机构自身的治理,侧重于中央对整个金融体系统一的领导与治理。

金融治理在国外历经了长期的发展,1944年,布雷顿森林体系成立,建立起了以美元为中心的 international 货币金融体系,国际货币基金组织、世界银行相继成立,全球金融治理初具规模;20世纪70年代初,布雷顿森林体系瓦解,美元与黄金脱钩,西方主要发达经济体之间成立了“七国集团(G7)”,本意上想替代布雷顿时期的“硬制度”,以一种“软制度”来协调管理国际金融体系。在此治理模式下,全球性的金融危机并未爆发,但各种区域性金融危机,如拉美主权债危机、墨西哥金融危机、亚洲金融风暴等层出不穷,到了20世纪90年代,新兴市场经济体接连崛起,G7模式的金融稳定器作用日渐式微;1999年,二十国集团(G20)在柏林成立,G20模式为应对1997年亚洲金融危机与俄罗斯金融危机而促成,成员国中吸纳进了中国、印度、巴西、澳大利亚等新兴经济体;2008年,G20部长级会议被发达经济体升格为首脑峰会,2010年,首脑峰会又在匹兹堡峰会上被确立为国际经济合作的核心平台,由此,当前的国际金融治理体系正式落成。

在我国,从新中国成立以来,金融治理的演进主要表现为金融监管体制的变革,而且每一次金融监管的重大变革总是与人民银行职能或机构的调整息息相关。自1949年新中国成立以来,我国的金融监管历经了五个阶段的发展历程。在改革开放之前的计划经济时代,金融监管集中统一;改革开放之初,中央银行制度正式确立,全国金融宏观调控体系逐渐形成;1993—1997年,南方谈话后,国内市场经济体制改革运动如火如荼,经济发展与金融稳定之间的关系被得到了全新认识,金融体系开始独立于地方政府的行政干预,中央银行货币政策的权威性正式确立,现代金融监管制度初具雏形;1998—2003年,中国分业监管体制正式落成,金融监管得到了质的转变和飞跃;2004年至今,随着全球化、信息化时代的到来,金融体系创新能力不断被拓展,金融机构混业经营成为大势所趋,在中国经济持续稳定发展的客观要求下,金融监管体制领域不断改革,构建现代化的金融治理体系逐渐成为整个时代的需求。

二、文献综述

(一) 金融治理

党的十九届四中全会聚集国家治理体系和治理能力现代化建设,就我国金融领域,从中央银行制度、资本市场基础制度、现代金融体系建设、金融风险防范机制、基础货币投放机制的完善、普惠金融、绿色金融的发展等角度做出要求,为新时代的金融领域建设工作以及金融治理体系和治理能力现代化建设点亮了灯塔。

近年来,我国学者多角度聚集金融治理相关研究。陈四清(2020)认为,金融治理本身就是一个互为支撑、处处衔接的系统。以国有大型银行为代表的金融机构在完善国家金融治理的进程中发挥正向的作用,通过不断完善自身治理体系、提升自身治理能力为提升国家金融治

理水平添砖加瓦;陆岷峰(2020)考察了地方金融所存在的问题,提出强化党委对地方金融机构全面领导的治理,推进依法治理、市场机制治理、科技治理、组织管理、金融教育治理六大体系建设,推进政策制度执行、重大风险事项处置、金融服务实体经济和履行社会责任四个现代化是当前提升地方金融治理水平的主要路径;王小艳(2020)指出我国目前应通过均衡发展直接和间接融资、平衡金融防控风险与服务实体经济运行之间的关系、精确匹配金融市场供需等举措来推进金融治理体系与治理能力现代化,推动我国经济的高质量发展;冯永琦和于欣晔(2020)认为,中国应积极参与后疫情时代全球金融治理体系的构建,如积极倡导“命运共同体”理念、推进国际金融机构的改革与新兴国际金融机构的兴起等;李宏瑾和孙丹(2015)系统梳理了金融治理的内涵,创新性地构建起了我国金融治理水平评价指标体系,从宏观、中观、微观三个层次上进行综合评价,证实了 2007 年到 2015 年之间我国金融治理总指数大体上升的趋势。

综上可知,我国关于金融治理的研究主要多集中在理论的层面上,对此做出实证分析的成果凤毛麟角。故本文借鉴前人研究,对我国金融治理水平进行量化分析,并探讨其对金融压力以及金融脆弱性的影响。

(二) 金融压力指数

“金融压力”既来源于内部结构,也来源于外部的冲击。研究“金融压力”问题实际上也就是在研究金融风险的形成、累积、转化与扩散。金融市场所承受的压力是实时变化的,这也催生了金融状态从均衡到失衡再到均衡的演变与探索。研究金融压力也是在从另一个角度来研究金融体系所面临的风险。

目前国内外一般通过构建金融压力指数的方法来反映一国金融体系由于不确定性以及预期损失变化而承受的总风险压力水平。当金融压力指数出现极端值时,也可以对金融危机进行预警。金融压力指数是在 2008 年全球金融危机爆发、美联储出台大规模刺激计划的背景之下所风靡学界的,但这一概念最早由加拿大央行学者 Illing & Liu(2006)所提出。当前,我国关于金融压力指数的度量方法各有建树,陈忠阳(2016)等人基于货币市场、债券市场、股票和外汇市场所涵盖的 12 项金融压力基础指标数据为我国构建了周度金融压力指数(FSI)指标并对此深入分析;徐国祥(2017)首次构建起了中国日度金融压力指数(CFSI),对我国金融体系的风险压力状况进行了准确测度;姚晓阳(2019)等人贡献出了具有时效性的考虑市场相关性的中国金融压力指数的构建方法;而本文研究所采用的金融压力指标体系主要参考于清华大学国家金融研究院金融与发展研究中心课题组(2019)所构建的描述中国金融市场系统性压力的指数——中国 CISS,该指数精准、严密,并且峰值与历史上的金融风险事件呈现出高度吻合的特征,分析结果高度稳健,可以很好地对我国金融市场的压力进行监测。

金融压力指数是目前来看最有效的对一国金融市场的风险压力进行测度的指标,对于金融风险的防范与化解,研究金融风险压力的测度在当下具有相当的意义。

(三) 金融脆弱性

金融脆弱性(financial fragility)这一概念诞生于 20 世纪 80 年代初,但对其研究的根源却可以追溯到费雪和凯恩斯,费雪的金融机构脆弱性理论曾认为,过度负债是导致金融动荡的

根本原因,而凯恩斯于1936年也曾提出过金融脆弱性的“不稳定性”模型。1982年,Minsky提出了“金融脆弱性假说”,他所构建的分析框架也成为了理论界开始系统研究金融脆弱性的起点。金融脆弱性不同于金融风险,它是一种更加强调“内生性”的概念,也分为狭义和广义两个范畴。狭义的金融脆弱性有时也被称为“金融内在脆弱性”,由于金融业本身具有高杠杆率经营的特征,所以伴随而来的是更易经营失败的本性,这就是狭义的金融脆弱性;而目前所通用的研究对象则是“广义金融脆弱性”的概念,广义的金融脆弱性泛指趋于高风险的金融状态,简称为“金融脆弱”。金融脆弱性也可以理解为金融部门与生俱来的一种特性,国内外常常用金融脆弱性指数来衡量一国金融体系的脆弱程度。

目前,我国关于金融脆弱性的研究主要分为微观和宏观两种角度,从微观层面上出发的对家庭金融脆弱性的研究林林总总,而宏观上关于国家金融脆弱性指数的衡量也各有千秋。谢正发(2016)运用因子分析法测算了中国金融脆弱性指数,并将其与金融风险预警结合到一起;刘叶(2016)也基于因子分析法,横向比较了金砖五国的金融脆弱性指数;张怡(2019)不仅测度了我国金融脆弱性指数等指标,还通过研究发现了金融监管对于金融脆弱性的抑制性作用,而金融改革对金融脆弱性的影响的则存在阈值效应,短期内有可能放大金融脆弱性,长期则会带来积极作用。金融脆弱性是衡量金融市场风险程度的重要指标,从另一个方面来看,也可以检验一国金融领域的制度设计状况以及金融市场运行的安全性与稳定性。金融体系脆弱性的存在,也印证了政府对金融领域干预的必要性。

(四)金融治理水平、金融压力与金融脆弱性

当前,我国国内关于金融治理水平对金融压力、金融脆弱性的影响的研究还存在着较大的空缺,国外也几乎难以找到相关的成果,但从政策层面以及理论层面上出发,也不难发现三者之间的联系。我国金融治理是从制度层面上出发,不断加强金融管理、完善金融监管,改革金融体系的不足之处。从目的上来看,金融治理本身就是为了优化金融体系、维护国家金融安全,保障金融业的良性、健康发展,那么缓解金融压力、抑制金融脆弱性必然也涵盖在其中。金融治理水平的提升能够有效缓解我国金融市场压力、抑制金融脆弱性这一命题具有深远的现实意义。本文根植于我国当前理论于实践的政策背景,提出以下假设。

假设1:我国金融治理水平的提升能够有效缓解我国金融市场压力。

假设2:我国金融治理水平的提升能够有效抑制金融脆弱性。

三、实证分析

(一)相关指标的构建与测度

本文借鉴李宏瑾(2016)的研究方法,从宏观、中观、微观三个层面出发,构建我国金融治理水平评价指标体系,以宏观层面的物价和经济稳定、中观层面的金融发展水平、微观层面的个体金融风险防范等多个角度对我国的金融治理能力进行全面评估。在金融压力指数的构建上,本文主要参考清华大学国家金融研究院金融与发展研究中心课题组(2019)所构建的描述中国金融市场系统性压力的指数——中国CISS;关于金融脆弱性指数,本文综合前人研究,从金融杠杆、金融地产以及国家债务三个角度出发对其进行系统评价。指标的构建如表1所示。

表 1 中国金融治理能力评价指标体系

层面	总体指标		分指标	具体指标	属性
宏观	物价和经济稳定 (货币政策)		经济增长	GDP 增长率	负向
			通货膨胀水平	CPI 增长率	正向
			货币供应量	M2 增长率	负向
中观	金融发展水平	金融市场 化程度	政府对金融机构的管制	大型存款机构存款准备金率	负向
			利率市场化程度	金融机构存款基准利率占比	负向
			资本自由流动水平	对外直接投资额占 GDP 比重	正向
		金融组织 体系的发育 程度	金融部门的市场集中度	大型商业银行总资产占银行业总资产比重	正向
			金融机构贷款投向集中度	人民币贷款余额中主要金融机构房地产贷款占比	正向
		金融市场 体系的完善 程度	社会融资总规模中直接融 资占比	(企业债券+非金融企业境内股票融资)/社会融资 总规模	正向
			金融发展的深度	货币化率:M2/GDP	正向
			金融发展的广度	资本化率:股票、基金累计成交金额/GDP	正向
微观	个体金融风险 防范(基于巴塞 尔协议的微观 审慎监管)		资本充足率	资本充足率	正向
			不良贷款率	不良贷款比例	正向
			拨备覆盖率	拨备覆盖率	负向
			流动性比例	流动性比例	正向

表 2 中国金融市场压力指数评价指标

综合指标	一级指标	二级指标	属性
金融压力指数	货币市场状况	3 个月银行间同业拆借加权利率	正向
		3 个月基于 FR007 的利率互换	正向
	债券市场状况	1 年期国债到期收益率	正向
		5 年期国债到期收益率	正向
	股票市场状况	上证综指涨跌幅	负向
		上证 A 股市净率	正向
		上证 A 股滚动市盈率	正向
	外汇市场状况	人民币实际有效汇率指数	负向
		美元兑人民币 NDF	负向
		欧元兑人民币汇率	正向
	金融地产状况	房地产业 GDP 同比增幅	正向
		金融地产市净率	正向
	保险市场状况	保险赔付金额	负向

表 3 中国金融市场脆弱性评价指标

综合指标	一级指标	二级指标	属性
金融脆弱性指数	金融杠杆	居民部门资产负债率	正向
		非金融部门企业杠杆率	正向
		政府部门杠杆率	正向
		金融部门杠杆率	正向
		实体经济部门杠杆率	正向
		短期外债与外汇储备之比	正向
	金融地产	房地产贷款	正向
		房地产 GDP	正向
		住宅价格指数	正向
	国家债务	财政缺口	正向
		M2/GDP	正向
		新增贷款	正向

资料来源:笔者根据 Wind 数据库(<https://www.wind.com.cn/>)相关资料整理得出。

本文截取 2008 年 1 月至 2020 年 12 月以来的经济数据,为了提高分析的准确程度,首先对各变量的时间序列数据进行定基化处理以使各个变量在量纲上统一;采用 eviews10 对所有指标进行季节性检验,并对相关指标进行了 Census-X12 季节性调整,以剔除季节性因素的影响;统计方法采用主成分分析法,由于数据的区间存在差异,导致不同变量的起始日期有所不同,因此不能在全部的时间区间上来进行一次主成分分析,为了使各个指标的有效信息尽可能多地在降维分析时被囊括,本文借鉴张晓晶和刘磊(2020)的研究方法,首先根据不同时间段分开分别进行主成分分析,再将指标的一阶差分进行合成,将不同时间段的指数,合并成为同一个指数。为方便观测,本文分两张图表汇报分析结果,将我国金融压力指数、金融脆弱性指数与金融治理水平的走势对比分别呈现。

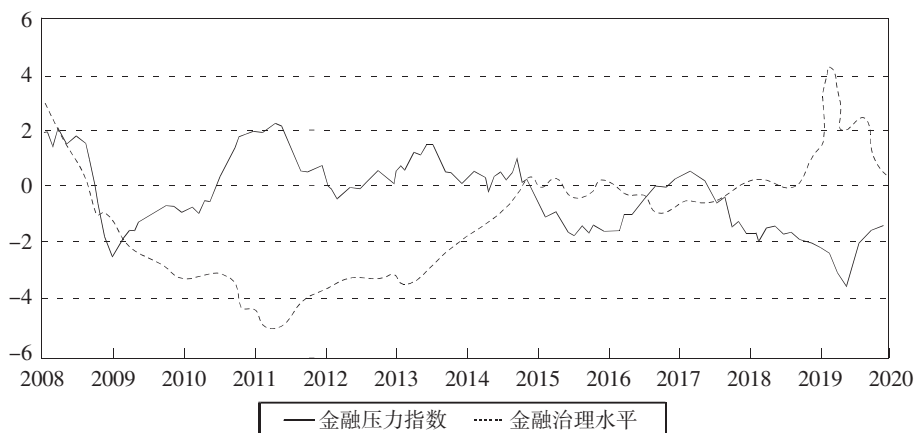


图 1 中国金融治理水平与金融压力指数总得分走势图

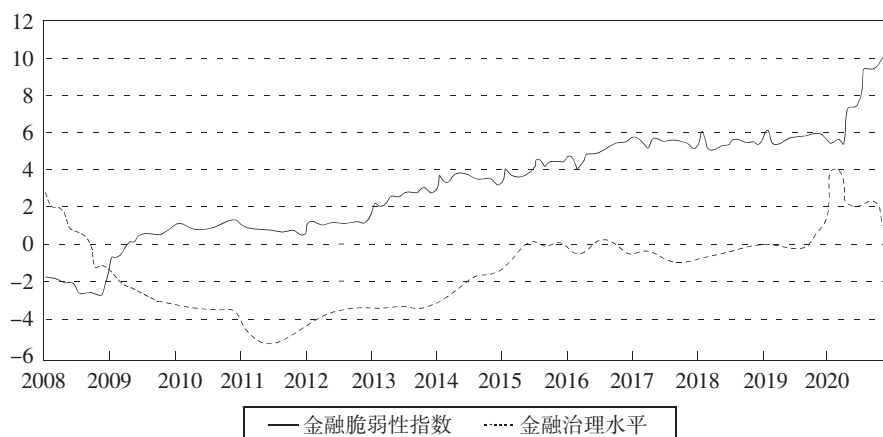


图2 中国金融治理水平与金融脆弱性指数总得分走势图

对于金融治理水平而言,总体来看,在这13年之间,金融治理总指数呈现出先下降后上升的趋势。从2008年年初到2011年年中,金融治理水平持续走低,历经2008年国际金融危机之后,我国金融治理体系一直在积极做出调整,随着金融监管体系的不断完善,我国金融治理水平也不断回升;2011年之后,金融治理总指数一直呈现出波动上升的态势,并于2015年之后开始逐渐回正。2015年我国股市大起大落、跌宕起伏,同时暴露出了种种问题,2015年11月3日,国务院办公厅印发了《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》,此后,金融市场上的消费者权益保护得到了进一步加强,在全球金融危机之后我国逐渐在金融行业建立起完善且健全的法律法规以及金融治理相关政策制度。2015年12月,人民币加入SDR,这是人民币国际化进程中的重要一步,是我国金融体系改革的重要推动力;2020年新冠疫情爆发之后,我国金融治理水平出现了一定的抬升,这与疫情冲击之下我国积极采取应对措施,加强金融监管力度、主动防范化解潜在危机密切相关。

由图1可知,金融压力指数与金融治理水平明显呈现出了相反的走势状态,这与理论研究是大体相符的,随着金融治理的不断完善,金融市场压力不断得到舒缓,近年来金融治理水平不断提升,与之对应的是金融压力指数的下降;对金融脆弱性指数而言,图2中金融脆弱性指数明显与金融治理水平呈现出了相反的趋势,但不难发现我国金融脆弱性指数近年来在不断抬升,究其原因,我国金融业飞速发展,而与此相关的制度建设不够完善,巨大的发展潜能会为一国经济带来重要的推动力以及相对应的潜在风险,因此我们要高度重视金融发展背后的安全与稳定。

(二)结构向量自回归模型的分析

为了进一步探究金融治理水平对我国金融市场压力、金融脆弱性的影响,本文引入结构向量自回归模型(SVAR)进行实证分析,检验结果如下。

1.描述性统计

在实证分析时,时间序列数据的月度观测值常常会呈现出月度循环变动,这就往往会掩盖住经济变化的客观规律。因此在分析之前,要对数据进行季节调整。但本文的三项时间序列数据均由主成分分析计算而来,且在进行主成分分析前已经对原始数据进行季节调整,因此

不需再次调整。各个变量的描述性统计结果如表 4 所示,三变量时间序列数据偏度两正一负,均并未表现出明显的尖峰分布特征,异常值不明显。

表 4 描述性统计

统计量	金融治理能力水平	金融压力指数	金融脆弱性指数
平均值	-1.219779	-0.301830	3.264661
中位数	-0.781564	-0.234063	3.708340
最大值	4.170431	2.240126	10.17443
最小值	-5.055233	-3.450966	-2.574322
标准差	2.002370	1.266397	2.751717
偏度	0.188450	0.032305	-0.012792
峰度	2.440004	2.287729	2.689326
Jarque—Bera 统计量	2.961717	3.324779	0.631624

2.平稳性检验

由于大部分经济变量几乎都具有不平稳的特征,因此,为了避免对分析的结果造成影响,本文采用 eviews 对三变量进行 ADF 检验,检验结果如表 5 所示。三项时间序列数据均表现出非平稳特征,但一阶差分均平稳。因此,本文此后分别采取金融治理水平、金融压力指数与金融脆弱性指数数据的一阶差分继续进行分析。

表 5 平稳性检验

变量	ADF 统计量	P 值	结论
金融治理水平	-1.896304	0.3334	非平稳
金融治理水平一阶差分	-11.18004	0.0000	平稳
金融压力指数	-2.178911	0.2149	非平稳
金融压力指数一阶差分	-9.485572	0.0000	平稳
金融脆弱性	-0.165009	0.9390	非平稳
金融脆弱性一阶差分	-5.568560	0.0000	平稳

3.协整检验

为了验证金融治理水平、金融压力指数与金融脆弱性指数三个时间序列数据之间是否存在长期稳定的关系,本文引入 Johenson 协整检验方法对其进行协整检验,检验结果如表 6、表 7 所示。

由表 6、表 7 的 Johenson 协整检验的结果可以发现,原假设“不存在协整关系式”“最多 1 个协整关系式”“最多 2 个协整关系式”的 p 值大小要么接近于 0,要么为 0。也就是说,在 5% 的显著性水平下,上述假设均被拒绝。这就表明,金融治理水平、金融压力指数、金融脆弱性指

数三个变量的时间序列之间,只存在两个协整关系。

由此可以得出结论:金融治理水平,金融压力指数以及金融脆弱性指数之间存在长期稳定的均衡关系,故可以用以上三个时间序列数据来构造 SVAR 模型。

表 6 迹统计量检验结果

假设存在协整关系式的数量	特征值	迹统计量	5%显著性水平下	概率
不存在协整关系式	0.185941	73.04428	29.79707	0.0000
最多 1 个协整关系式	0.173261	42.18587	15.49471	0.0000
最多 2 个协整关系式	0.086958	13.64595	3.841466	0.0002

表 7 最大特征值统计检验结果

假设存在协整关系式的数量	特征值	最大特征值统计量	5%显著性水平下	概率
不存在协整关系式	0.185941	30.85841	21.13162	0.0016
最多 1 个协整关系式	0.173261	28.53992	14.26460	0.0002
最多 2 个协整关系式	0.086958	13.64595	3.841466	0.0002

4.SVAR 模型参数估计

传统的 VAR 模型实用且有效,广泛应用于众多领域。但其不能测算出当期变量之间的相关关系,只能将这些当期相关关系隐藏于误差项的相关结构之中,从而无法进行解释。本文引入结构向量自回归模型(SVAR)进行实证分析,将变量之间的当期影响包含在模型之内,更加符合当下的经济金融环境的境况。在设定结构向量自回归模型之前,首先要确定模型所需的最优滞后阶数(见表 8)。考虑到本文所选取进行回归的是月度数据,因此本文选取 3 期为结构向量自回归模型的最优滞后长度。

表 8 最优滞后阶数的选择

滞后期数	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	0.001912	2.254283	2.315313*	2.279080
1	35.11346	0.001691	2.131184	2.375301	2.230371
2	30.89090	0.001533	2.032983	2.460188	2.206561
3	33.33819	0.001359	1.912088	2.522380	2.160056*
4	17.75714	0.001347	1.902021	2.695401	2.224380
5	17.17116	0.001337	1.893392	2.869860	2.290142
6	16.64201	0.001329*	1.885826*	3.045381	2.356966

SVAR 模型的设定如下:

$$AX_t = C_0 + C_1 X_{t-1} + C_2 X_{t-2} + C_3 X_{t-3} + B_0 Y_t + B \varepsilon_t \quad (1)$$

其中,可逆矩阵 A 代表着三个内生变量当期的互相影响; X_t 则表示着由此三个内生变量构成的列向量; C 为系数矩阵;而矩阵 B 则反映着三个内生变量对于当期冲击的反应; ε_t 则为模型中的随机扰动项列向量。将上述方程两侧同时以矩阵 A 的逆相乘,可以得到:

$$X_t = D_0 + D_1 X_{t-1} + D_2 X_{t-2} + D_3 X_{t-3} + D Y_t + \mu_t \quad (2)$$

其中, $\mu_t = A^{-1} B \varepsilon_t$ 。

同样,为了使建立的结构向量自回归模型能够得到识别,本文继续对模型中的矩阵 A 和矩阵 B 进行条件约束。设置条件约束时需要考虑到各个变量之间关系的理论根基。尽管关于我国金融治理水平对金融压力指数、金融脆弱性指数影响的定量研究没有先例可参考,但根据我国国情,提升金融治理水平是一个由上及下的过程,是一个复杂且稍显漫长的过程,并且,当期金融治理水平的提升往往意味着金融监管政策的变迁、金融管理方式的改变,因此当期的金融压力指数以及金融脆弱性的变动不会影响到当期的金融治理水平;而从性质上来讲,当期的金融压力指数与当期的金融脆弱性指数也不会互相影响。因此,本文假设条件如下:金融治理水平的波动不受当期金融压力指数以及金融脆弱性指数变化的影响;且当期的金融压力指数波动也不会与金融脆弱性的变动互相影响。由此,生成本文的约束条件和 SVAR 模型的结构扰动项以及冲击项的关系式。

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & a_{13} \\ 0 & 1 & a_{23} \\ 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mu_t \text{fragility} \\ \mu_t \text{pressure} \\ \mu_t \text{govern} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_t \text{fragility} \\ \varepsilon_t \text{pressure} \\ \varepsilon_t \text{govern} \end{bmatrix}$$

其中:

$$A = \begin{bmatrix} 1 & 0 & a_{13} \\ 0 & 1 & a_{23} \\ 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \quad B = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} \end{bmatrix}$$

本文要建立起三变量 SVAR 模型,至少需要施加 $k(k-1)/2=3$ 个约束条件,模型的估计结果经计算后可以表示为以下各式:

$$\varepsilon_t \text{govern} = 2.636345 \mu_t \text{govern} \quad (3)$$

$$\varepsilon_t \text{pressure} = 3.462819 \mu_t \text{pressure} \quad (4)$$

$$\varepsilon_t \text{fragility} = -0.557978 \mu_t \text{govern} + 2.783344 \mu_t \text{fragility} \quad (5)$$

本文分析 SVAR 模型的回归结果后发现,金融治理水平的波动对当期金融压力指数变化并无显著的影响,所以式中不做体现。而当期的金融脆弱性指数会得到金融治理水平的显著影响,且表现为负向。也就是说金融治理水平的向上调整反而会有效缓解当期金融市场的脆弱性。而这种波动对各个变量未来值的影响由进一步的研究由后文的脉冲响应分析来继续说明。

5. 格兰杰因果关系检验

本文采用格兰杰因果关系检验来验证各个变量之间的相关性是否存在因果关系,检验结果如表 9 所示。由表 9 可知,格兰杰因果关系的检验结果表明,金融治理水平是金融压力指数的格兰杰原因,也是金融脆弱性的格兰杰原因。所以从统计学上出发,金融治理水平的波动会直接影响到我国金融市场压力以及金融脆弱性。本文继续通过脉冲响应分析,进一步探讨各个变量之间的变化关系。

表 9 格兰杰因果关系检验结果

原假设	F 统计值	5%显著性水平下拒绝原假设的概率	检验结果
金融治理水平不是金融压力指数的格兰杰原因	3.06628	0.0495	拒绝
金融压力指数不是金融治理水平的格兰杰原因	0.99879	0.3708	不拒绝
金融治理水平不是金融脆弱性的格兰杰原因	4.63474	0.0112	拒绝
金融脆弱性不是金融治理水平的格兰杰原因	1.59641	0.2061	不拒绝

6. 脉冲响应分析

本文以结构向量自回归分析的结果为基础,构建起正交化的脉冲响应函数,分析金融治理水平的扰动项变动一个单位对金融市场稳定性以及金融韧性的当期值以及未来值的动态交互影响。

由图 3 可知,就金融治理水平的扰动项对其自身的影响而言,在第 1 期呈现出最大的正向影响,此后逐渐减弱,到第 6 期趋近于 0;由图 4 可知,给金融治理水平一单位正向的冲击,在第 1 期时对金融压力指数的影响不明显,到第 2、3 期时则表现为显著的负向影响,虽然这种影响不大,但足以看出提升金融治理水平能够有效缓解金融市场的压力,这种作用直到第 6 期逐渐减弱平息,归于零值,总体而言,虽然当期影响不显著,但可以通过提升金融治理水平来缓解金融市场压力;由图 5 可知,给金融治理水平一单位正向的冲击,在第 1、2 期就对金融脆弱性产生了显著的负向影响,此后上升为正值,但数值很小,且很快在波动中平息,在第 6 期接近零值。因为尽管当期的金融治理水平的调整能够立竿见影地起到对金融脆弱性的缓解作用,但金融治理水平的提升往往意味着规章政策的改变,这种规则层面上的变化往往会对金融市场原有的运行秩序产生一定冲击,从而可能暂时放大金融市场的脆弱性,但这种放大并不明显,一般而言,从一个旧秩序到新秩序的探索的进程之中也有可能暂时出现整个体系的脆弱性被削弱的情况,这也是我们应当注意的问题。至此,前文所提出的两假设均得证实。

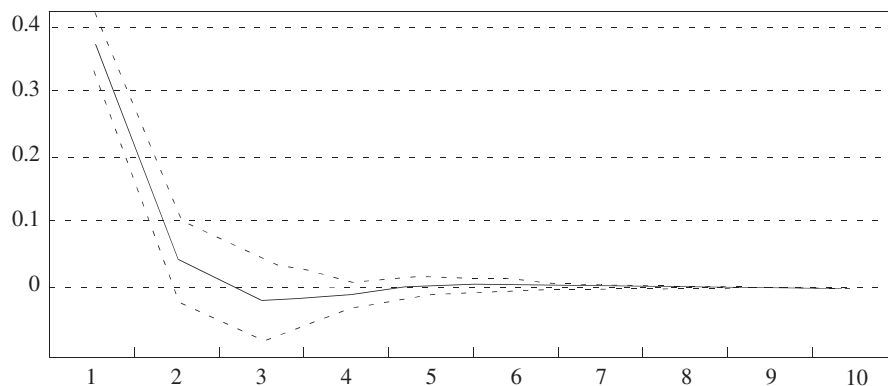


图 3 金融治理水平对自身的响应

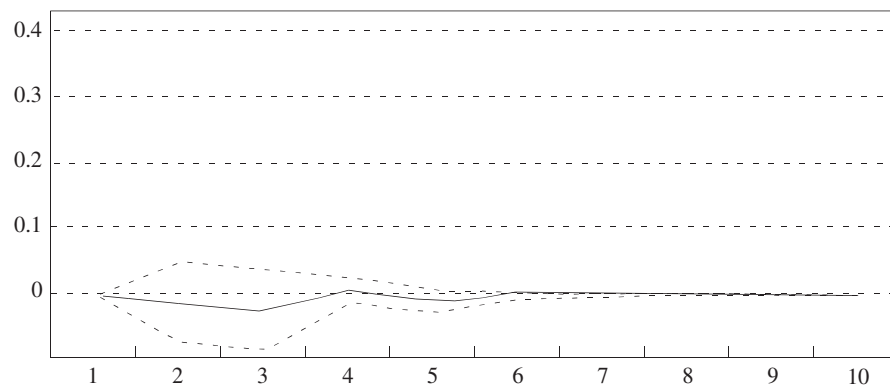


图4 金融压力指数对金融治理水平的响应

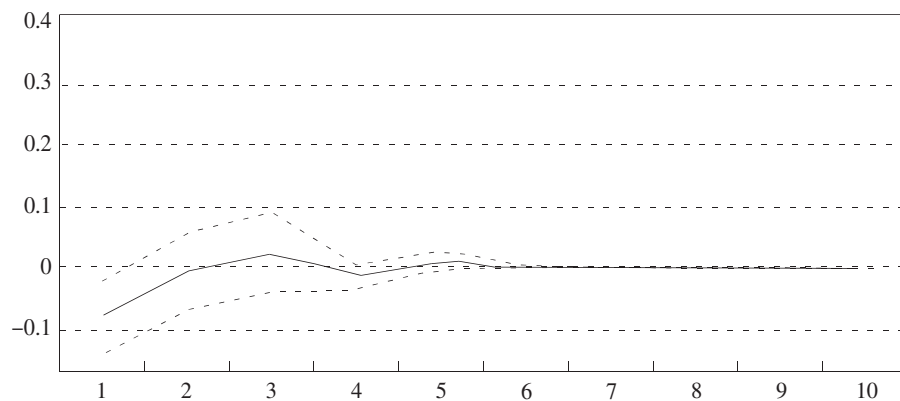


图5 金融脆弱性指数对金融治理水平的响应

四、对策建议

本文立足于我国金融治理、金融压力指数以及金融脆弱性的内涵与发展,构建起了我国金融治理水平、金融压力指数以及金融脆弱性指数评价指标体系,运用主成分分析法,基于月度数据,对我国13年来的金融治理水平、金融压力指数以及金融脆弱性指数进行了测度;并基于结构向量自回归模型,进一步探究了三变量之间的相关关系,实证得出我国可以通过提升金融治理水平来缓解金融市场压力、减轻金融脆弱性。由此,本文提出以下对策建议。

一是进一步加快推进我国金融治理体系与治理能力现代化建设,不断提升国家金融治理水平。金融治理是国家治理体系的重要组成部分,提升金融治理水平是缓解我国金融压力、抑制金融脆弱性的关键途径,所以应将加快提升我国金融治理水平上升为新时代金融体系建设的重中之重。继续坚持党对金融工作的集中统一领导不动摇,完善金融领域基础设施与制度建设,完善我国金融治理体系的顶层设计、立法框架以及政策传导机制,深化金融供给侧结构性改革,坚持金融服务实体经济,积极发展金融业的普惠性,发挥市场在配置金融资源时的决定性作用,更好地发挥政府的指导、管理作用。

二是积极参与全球金融治理,警惕后疫情时代的潜在金融风险。2008年爆发的国际金融危机对世界各国的金融体系都造成了巨大的冲击,我国国内金融运行也深受影响。2020年新冠疫情爆发之后,世界经济形势复杂严峻,国际金融市场面临进一步调整,全球金融治理工作

道阻且长。我国在积极推进复工复产、稳步实现经济复苏的同时,踊跃参与后疫情时代的全球金融治理工作,推动全球金融治理体系的不断改革和完善,更好地整合国内外市场金融资源,统筹国内外两方经济环境因素,进一步提升中国经济的国际地位。

三是推进金融领域改革的进程中应格外注重抑制金融体系的脆弱性。金融治理进一步推进的过程中可能会蕴含着暂时放大金融脆弱性的因素。或许这种影响在整个金融体制改革的进程之中难以避免,但值得我们在今后的金融工作中高度重视。在我们进一步实施金融治理工作,尤其是在推进金融领域的改革之时应慎之又慎,主动采取相关措施来监视、抑制金融市场的脆弱性因素,维持金融市场的稳定运行,降低发生金融风险的概率。■

(责任编辑:孟洁)

参考文献:

- [1]徐忠.新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化[J].经济研究,2018,53(7):4-20.
- [2]陆岷峰,徐博欢.金融乱象与金融治理——基于改革开放40年金融整治经验[J].财经科学,2018(10):60-72.
- [3]魏革军.金融治理若干问题的思考[J].中国金融,2020(9):21-23.
- [4]崔鸿雁.建国以来我国金融监管制度思想演进研究[D].上海:复旦大学,2012.
- [5]王小艳.金融治理体系和治理能力现代化与高质量发展[J].岭南学刊,2020(3):124-128.
- [6]陈四清.完善金融治理体系提升金融治理能力[J].中国金融,2020(1):14-16.
- [7]陆岷峰.关于新时期地方金融治理体系和治理能力现代化研究[J].区域金融研究,2020(6):15-21.
- [8]王小艳.金融治理体系和治理能力现代化与高质量发展[J].岭南学刊,2020(3):124-128.
- [9]冯永琦,于欣晔.后疫情时代全球金融治理体系建构与中国策略选择[J].东北亚论坛,2020,29(6):51-64+124-125.
- [10]李宏瑾,孙丹,苏乃芳.我国金融治理能力:评价模型与应用[J].宏观质量研究,2016,4(4):88-100.
- [11]Illing M, Liu Y. Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada[J]. Journal of Financial Stability, 2006, 3(2): 243-265.
- [12]陈忠阳,许悦.我国金融压力指数的构建与应用研究[J].当代经济科学,2016,38(1):27-35+125.
- [13]徐国祥,李波.中国金融压力指数的构建及动态传导效应研究[J].统计研究,2017,34(4):59-71.
- [14]姚晓阳,孙晓蕾,李建平.考虑市场相关性的中国金融压力指数构建方法与实证[J].管理评论,2019,31(4):34-41.
- [15]清华大学国家金融研究院金融与发展研究中心课题组.中国系统性金融压力的监测[J].国际金融研究,2019(12):3-12.
- [16]王玉静,王亚楠.金融脆弱性理论研究综述[J].经济研究导刊,2019(23):152-154.
- [17]Hyman P M. Can "it" Happen Again?: Essays on Instability and Finance[J]. Journal of Economic Issues, 1984, 18(4).
- [18]王朝阳,王文汇.中国系统性金融风险表现与防范:一个文献综述的视角[J].金融评论,2018,10(5):100-113+125-126.
- [19]孟德锋,严伟祥,刘志友.金融素养与家庭金融脆弱性[J].上海金融,2019(8):1-13.

- [20]陈池波,龚政.数字普惠金融能缓解农村家庭金融脆弱性吗?[J].中南财经政法大学学报,2021(4):132-143.
- [21]谢正发,饶勋乾.金融脆弱性指数构建的测度与实证分析[J].统计与决策,2016(5):152-156.
- [22]刘叶,贺培.金砖国家金融脆弱性的跨国比较研究——基于因子分析方法[J].经济经纬,2016,33(4):62-67.
- [23]张怡,张栋.金融改革、金融脆弱性与监管优化[J].金融发展评论,2019(4):1-18.
- [24]李宏瑾,孙丹,苏乃芳.我国金融治理能力:评价模型与应用[J].宏观质量研究,2016,4(4):88-100.
- [25]张晓晶,刘磊.宏观分析新范式下的金融风险与经济增长——兼论新型冠状病毒肺炎疫情冲击与在险增长[J].经济研究,2020,55(6):4-21.
- [26]王海雷.面向高维数据的特征学习算法研究[D].北京:中国科学技术大学,2019.
- [27]张晓晶,刘磊.宏观分析新范式下的金融风险与经济增长——兼论新型冠状病毒肺炎疫情冲击与在险增长[J].经济研究,2020,55(6):4-21.
- [28]任行伟,邢天才,张鑫.影子银行、货币政策与房地产价格[J].经济与管理,2019,33(4):58-64.
- [29]房林,邹卫星.多种单位根检验法的比较研究[J].数量经济技术经济研究,2007(1):151-160.
- [30]高铁梅.计量经济分析方法与建模:Eviews 应用及实例(第二版)[M].北京:清华大学出版社,2015.
- [31]龙田华.金融机构行为监管的内涵、国内外经验及建议[J].海南金融,2021(8):41-46.
- [32]高一铭.我国高频金融压力指数构建及风险识别研究[J].金融经济,2021(12).