

## 金融危机成因研究

### ——一般理论及对中国加入 WTO 之后的现实解释

王廷惠

(华南师范大学 经济与管理学院, 广东 广州 510631)

**摘要:**金融危机发生的原因具有复杂性和多样性。从不同角度对金融危机生成原因和演绎路径的研究,对不同经济体、不同时期的金融危机具有一定的解释力。第一代货币危机理论强调实际经济因素导致危机出现的关键作用,而第二代货币危机理论更注重危机的随机性以及不确定性。基于金融中介的危机理论解释了银行业危机生发、演化的具体机理。新兴市场经济国家的金融危机具有与发展的初始条件和选择的制度改革与演化路径有关的特定原因,在一定意义上也可称为外资导致的危机。金融市场全球化背景下的金融危机具有不容忽视的国际传递性。加入 WTO 之后,中国金融领域对外开放的深度与广度都将以不可逆转的方式进行,出现金融危机的可能性也比“入世”之前更大,危机的发生与演化将具有更为复杂的原因。

**关键词:**金融危机;货币;银行;国际传递

**中图分类号:**F820.59 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)08-0026-08

#### 一、金融危机原因:一般解释

金融危机是金融体系的严重紊乱,可能表现为金融机构因为种种原因出现挤提而破产,也可能表现为金融资产价格的剧烈动荡,在开放经济背景下可能表现为汇率的意外、异常波动,总之,是“市场出了问题”。如果金融危机确实是市场出了问题,那么产生问题的原因又是什么呢?对不同的金融危机种类及危机表现形式,不同的理论流派从不同角度精练出各具特色的模型,总结出自成体系的理论。各种解释金融危机的模型和理论,都从一定角度或者侧面探究了危机发生的本质和具体原因、危机发生与演化的机理及其路径,在一定意义上为认识、防范和化解金融风险提供了一些有益的思路。

##### (一)货币危机原因解释:第一代和第二代货币危机模型

###### 1. 第一代货币危机理论:经济实质因素和政策冲突——危机发生的必然性与可预见性

1970 年代后期发生的拉美危机引发了货币危机的理论研究。以 Salant 和 Herderson (1978)和 Krugman(1979)为代表的第一代货币危机模型,将货币危机看成是国内经济政策与固定汇率制度冲突的必然结果,认为国内经济政策之间的内在矛盾和基本宏观经济因素的恶化是引发货币冲突的根本原因。其基本结论是,实行固定汇率制度的国家存在内部均衡和外部均衡的冲突,通常很难实现外部均衡,而外部失衡的累积将持续消耗政府外汇储备,最终可能导致固定汇率制度崩溃。经济政策目标的内在不一致和经济基本面的恶化是引发危机的根本原因。

第一代货币危机理论强调经济基本面(Economic Fundamentals)和经济运行的实际状况对

收稿日期:2002-05-10

作者简介:王廷惠(1968—),女,贵州铜仁人,华南师范大学经济与管理学院博士生,广州市行政学院特聘教授。

金融面的影响,将金融危机的原因归为经济过热、结构失衡等实质因素。经济基本因素决定了货币对外价值是否稳定,也决定了货币危机是否会爆发、何时爆发及影响力与渗透面。

## 2. 第二代货币危机模型:危机的随机性与不可预见性

1992—1993年发生的欧洲货币危机,危机发生国家拥有大量的外汇储备,且宏观经济政策和固定汇率基本协调,很难用第一代货币危机模型进行令人信服的解释。以 Obstfeld(1994、1996)、Drazen 和 Masson(1994)、Sachs, Tornell & Velasco(1996)为代表的第二代货币危机理论开辟了货币危机的自我实现(Self-fulfilling)机制研究,借以描述政府政策合理和经济状况良好背景下危机的起源和传导机制。根据第二代货币危机理论,危机的发生与作为经济人的政府的行为有关<sup>①</sup>,取决于政府对捍卫固定汇率制和放弃固定汇率制成本与收益的权衡。市场对货币贬值的预期会导致政府放弃固定汇率制,预期贬值是货币危机的直接因素。当人们预期货币贬值时,政府发现维持固定汇率制的成本将上升,并有可能超过维持固定汇率制的收益,政府因此会放弃固定汇率制,货币危机因此会在政府不作为的信息传导和市场环境下完成自我实现的过程。在第二代货币危机理论看来,政策和经济之间的互动关系(Masson, 1998)导致不同行为主体的多种行为选择,进一步导致经济中存在多维均衡点,即使经济基础没有意外的干扰因素并发生太大的变动,经济也有可能从一个平衡点转移到另一个平衡点。如果投资者的情绪和预期发生了变化,就会产生盲从行为和羊群效应,引发危机。第二代货币危机理论更注重将行为主体的主观心理因素,强调经济主体的预期和心理对危机发生的关键作用。然而,市场预期和人们的心理变化不可能完全是空穴来风,货币危机与基本经济面和政府的宏观经济政策之间确实存在一定的联系,在经济的基本因素和经济政策那里仍然可以找到蛛丝马迹。

## 3. 固定汇率制度:诱导危机的制度安排

实际上,第一、第二代货币危机模型都是以固定汇率制为基本前提。固定汇率制人为确定货币兑换比率,不能反映实际经济变动对实际汇率造成的影响,当内、外部经济条件发生变化时,名义汇率和实际汇率的差距增大,而名义汇率向实际汇率回归的性质要求可能就会以货币危机的形式得以满足。就本质而论,固定汇率制更易诱发货币危机,政府承诺的固定汇率通常等于诱惑外汇投机。同时实行资本项目开放和固定汇率制的国家最易遭受国际投机性资金的冲击。

### (二)银行业危机:资产泡沫和道德风险——基于金融中介的解释

第一代货币危机理论和第二代货币危机理论能够较好地解释大量货币危机现象,从内生、外生的角度以及内、外生因素之间的关系等方面较为全面和深刻地探讨了发达国家、发展中国家以及转轨国家在不同时期出现的各种类型货币危机。然而,对1997年的亚洲金融危机,金融危机、货币危机的有关理论仍然无法提供具有足够说明力的解释。一些学者开始从金融中介角度分析了危机产生的根源及其演绎机理与路径。基于金融中介的危机模型与理论从不同角度和侧面分析了缺乏谨慎监管背景下由于资本结构不合理、资本充足率太低造成的银行业信用过度扩张、过度风险投资以及资产的泡沫化,引发银行业危机并进一步诱发货币危机,两种危机的自强化作用又进一步导致严重的金融危机,进而威胁整个经济体系的稳健运行。正是建立在对金融中介关键地位认识的基础上,基于金融中介的危机理论才有理由强调把金融中介看作是金融全球化下金融危机的根源。

托宾的“银行体系关键论”,对银行体系在金融危机中的关键作用进行了分析。托宾的分析实际上更注重实际经济运行以外的因素对金融危机的诱发作用。Blandchard 和 Watson(1982)、Allen 和 Gale(1998)构建的资产泡沫化(Asset Bubbles)模型强调两个正反馈的自强化过程。一是预期经济增长导致缺乏谨慎监管的金融中介信用过度扩张,二是泡沫崩溃,资产价格暴跌使得金融中介财务状况恶化,导致银行业危机发生。在这两个过程中,自我实现的因素起到了很大作用。实际上,1907年美国银行危机、1929年美国股票市场崩溃以及1990年代的日本经济危机,

相当大程度上都是资产泡沫化的结果。

Akerlof 和 Romer(1993)、Krugman(1998)提出的道德风险(Moral Hazard)模型,则强调金融中介的道德风险在导致银行过度风险投资既而形成资产泡沫化中所起的核心作用。Krugman 认为,由于政府对银行和金融机构的隐性担保或显性担保以及监管的不力,使得金融机构存在严重的道德风险问题。由于存在政府公开的或隐性的担保,资本实力有限和监管乏力的金融机构往往倾向于投资高风险领域,导致资产泡沫化。资产泡沫化的微观机制在于金融中介将投资集中在股票、债券和房地产市场,而宏观经济态势及微观经营主体经营前景的错误预期以及各种基金、保险和投资银行机构的大量出现,以及全球电子交易系统和国际游资跨越国界的迅速移动,都在一定程度上助长了资产泡沫的生成、积累与演化。当资产泡沫化破灭时,金融机构的财务状况恶化,陷入困境,而政府因援救倒闭或濒临倒闭的金融机构而导致巨大的财政开支,从而诱发货币危机,这样就出现银行业危机与货币危机的伴生以及相互加强、交织,加剧危机演化进程并恶化演化的性质。当商品市场出现总需求不足的失衡矛盾时,资金会从商品市场向货币市场转移,这种转移会通过资产价格上涨出现累积性加速过程。Andy Naranjo 和 M. Nimalendran (2000)研究了外汇市场上政府干预与逆向选择成本的有关问题,认为“政府的干预加剧了信息不对称的矛盾”,“政府干预导致较高的交易成本具有十分重要的意义。”

Caprio 将银行体系的净资产降为零或为负值作为判断银行业危机发生的标志,并认为自 1970 年代以来有近 70 个国家出现过银行业危机。由 Diamond 和 Diabvig(1993)提出, Radelet 和 Sachs(1998)以及 Miller 和 Luangram(1998)加以对亚洲危机现实解释的金融恐慌(Financial Panic)模型,强调金融恐慌等预期心理因素导致银行业的流动性(Illiquid)危机,而政府与国际金融机构的不适当政策将银行业的流动性危机促成为清偿性(Insolvent)危机,导致货币与金融危机。D-D 模型可以用博弈论中的纳什均衡理论得以解释。经济中存在两个纳什解,即(存款人不提款,存款人均提款),好的均衡点(不提款)是亚稳定解,而坏的均衡点是稳定的——所有的存款人从个人理性出发必将导致坏的均衡点(均衡款),结果所有人都从个人理性出发导致集体的非理性,既而出现最坏的结果(Kindleberger, 2000 中文版)。D-D 模型用于解释金融危机时指出,国际投资者出于对新兴市场缺乏充分信息,在一定条件下,投资者的信心突然改变,当看到或预期到其他债权人将要撤离资金时,自己的最优理性选择就是抢在其他投资者撤资前撤资,结果导致迅速撤离的集体行为。国际投资者的这种集体行为使新兴市场产生流动性危机,并最终导致清偿性危机。

Dinç(2000)分析了“银行在面对债券市场竞争时,不仅保持对优质客户的贷款承诺,还对资信欠佳的借款人发放贷款”的普遍情况。在 Dinç 看来,来自贷款市场的竞争也许会使银行对处于困境中的借款人发放贷款,以维持良好声誉。

### (三)孪生危机(Twin Crisis):危机的伴生性与相互促进

结合 1980 年代以后银行业危机与货币危机的伴生性,Kaminsky 和 Reinhart(1998)分析了银行业危机与货币危机之间的关系以及两者间的自强化机制。Stoker(1995)认为,货币危机导致了银行业危机。在固定汇率制下,最初的外部冲击(如国外利率水平的提高)导致国际储备下降,信用收缩,破产增加,银行业危机发生。Minshkin(1996)指出,如果银行的债务中有大量是由外币计值,当货币危机发生时,银行业面临着严重的问题。而 Velasco(1987)认为,银行业危机导致货币危机,当中央银行为援救困难的银行业或其他金融机构而印制大量钞票时,导致财政赤字的货币化,根据第一代货币危机模型,将导致货币危机的发生。Mckinnon 和 Pill(1996)提出的“金融自由化——外资流入——信用扩张——经济脆弱、衰退——银行业危机——货币危机”模型中,认为金融自由化以及一些扭曲的激励机制(固定汇率、政策担保、道德风险等)导致外资大量流入,从而导致信用扩张和消费过度以及经常项目恶化,多数情况下伴随着股市和房地产

市场繁荣;信用过度扩张导致汇率升值,竞争力下降,经济增长下降;当经济进入衰退期,过度扩张的银行业由于不良资产比率上升,特别是贷款过度投向股市和房地产市场等高风险领域,当资产泡沫崩溃时,银行业陷入危机;由于经常项目恶化,投资者信心改变,外资撤离,加上金融机构资本实力薄弱,难以捍卫本币,导致货币危机的发生;货币危机进一步加重银行业危机。Goldfin和Valdes(1995)指出,本国金融中介对外资波动和商业周期的放大作用最终将导致银行业危机和货币危机。Kaminsky和Keinhait的相关实证研究表明,银行业危机往往先于货币危机,货币危机又会加重银行业危机,形成恶性循环。而银行业危机和货币危机孪生的危机通常具有共同的宏观经济特征:金融自由化、外资大量流入、信用扩张、汇率升值以及经济衰退。

## 二、新兴市场经济国家的金融危机:外资引发与传导

对于亚洲金融危机,Radelet和Sachs(1998)认为“核心是在1990年代被吸引到该地区的大量的资本流动”。世界银行(1997)和Calvo(1989)的有关研究讨论了由外资导致(Capital flow-induced)的金融危机。金融自由化与外资的流入在导致金融中介信用扩张、资产泡沫化以及产生和放大商业周期中的关键作用。外资流入潜在的不确定性与不可持续性,对发展中国家的金融体系、宏观经济政策提出了严峻的挑战。

另外,由于新兴市场经济国家市场发育本身欠完善,银行体系薄弱,“金融部门的脆弱和政策缺陷”,加上政府在资金配置中不忽略的干预深度和广度,在国际资本自由流动的体制背景下,出现金融危机的可能性非常大。世界银行研究了1980年代以来27例发展中国家私人非直接投资大量流入与危机发生的相关性,认为大量私人非直接投资流入后,大部分国家出现了银行业危机、货币危机或孪生危机。

即便是推崇金融自由化改革的肖和麦金农,也对新兴市场经济国家的金融自由化不敢持绝对乐观和肯定的态度。肖在《经济发展中的金融深化》一书中指出,“在落后经济中由于环境混乱,金融自由化战略到底能有何作为和效果是很难预料和测定的”,“金融自由化和经济发展之间的关系只是充分的,不一定是必要的”。麦金农也在《经济市场化的次序》中指出了金融自由化改革必须具备严格的条件,否则,金融自由化进程将是不确定的。实际上,金融深化和金融自由化过程本质上是发达国家金融结构在发展中国家的克隆。亚洲国家1980年代初期就开始进行了金融自由化改革,由于这些国家未能适时调整宏观经济政策、经济结构以及产业结构,加上布雷顿森林体系之后的国际货币制度存在不可克服的矛盾,新兴市场经济国家自身金融体系不健全,经济波动使得问题凸现,既而出现金融危机。Stiglitz就认为亚洲金融危机的根源在于国内金融自由化脆弱的机制与不健全的国际资本市场之间的不良互动。因此,金融自由化必须结合改革的初始条件,必须结合经济运行与金融体系的总体状况,寻找适当的时机推行。

1990年代的金融发展理论突破了麦金农一肖的框架,建立了各种各样具有微观基础的模型,解释了金融中介体和金融市场内生形成过程。1990年代的金融发展理论强调政府在流动性提供方面发挥的特殊作用<sup>②</sup>,金融自由化需要一些先决条件,发展中国家和转型经济更适合于走“金融约束”的金融发展道路。由于发展中国家和转型国家通常不具备金融自由化所需宏观经济环境和微观基础等先决条件,故托马斯·赫尔曼(Hellmann)、凯文·默多克(Murdock)和约瑟夫·斯蒂格利茨(Stiglitz)提出的金融约束,是指专门对一组金融政策,如对存款利率和贷款利率加以控制,对进入加以限制和对来自资本市场的竞争实施限制等,目的在于为金融部门和生产部门制造租金机会,以提供这些部门成长必要的激励,促使他们在追逐租金机会的过程中将私人信息并入资源配置决策中去,进而缓解不利于完全竞争和与信息有关的问题(谈儒勇,2000)。不难看出,1990年代的金融发展理论强调结合金融自由化的初始条件推崇渐进路径的改革思路。

## 三、从一国到多国:金融危机的国际传递

Kindleberger 认为经济繁荣、经济危机和经济恐慌通过套利、货币的流动及转换、纯粹的心理等等一系列因素在各国经济间传递,尤其强调国际范围内“金融市场之间的心理关联程度”及联系机制,但又承认“泡沫与崩溃的国际传递似乎不是一个经济法则,而更像是一种趋势”。Krugman 甚至认为“所有的金融危机都具有国际性的传播影响”。IMF(1999)对国际金融危机的扩散效应也十分关注,分析了单个国家或局部地区的金融危机所产生的国际溢出效应,并认为“危机的溢出效应和蔓延似乎已变得更明显、更为广泛”。

一国或一个地区发生的金融危机尤其是严重的金融危机,可能通过其国际贸易、国际资本流动等种种渠道传播到其他经济体,甚至引发国际范围的金融危机,即出现国际金融危机。IMF(1999)认为,亚洲、俄罗斯和巴西危机的经验表明,金融市场动荡和扩散的“严重程度不仅取决于与危机源的经济和金融联系的密切程度,而且取决于最初危机的根源和性质——包括对危机严重程度的预期——以及受冲击国家的经济基本面和政策是否稳健”。金融市场国际化是金融危机国际传播的基本前提。1980 年代全球金融一体化之前,金融危机的爆发通常是个别国家的个别现象,危机一般没有在国际间传递的效应。1990 年代以来的金融危机更是经常通过传染(Contagion)和蔓延(Propagation)传递到相关国家和地区。亚洲金融危机进一步显现金融全球化和市场一体化下金融危机国际间传播的特点。由于货币危机、银行业危机、债务危机本质上往往密切相连,当一国国内经济状况恶化或金融体系欠稳定时,比如出现银行业危机或股市危机,开放经济背景下必然会导致其经济实力、相对价格的变化甚至比较优势的逆转,最终都会影响国际储备(实际上是一个经济体在特定时期所有对外经济活动动态过程的最终静态表现形式)的不利变化。如果一个经济体资本项目中外资流出额超过国际储备,加上来自投机势力的冲击,政府维持固定汇率制的努力可能归于失败,货币危机的爆发自然水到渠成。当国际间金融市场一体化使得投资行为和预期在国际范围内传递时,金融危机能以极快的速度和极强的渗透力蔓延开来。在相当大程度上,可以认为不同表现形式的金融危机可能会出现时间上的相互交叉、空间上的连锁反应以及传导机制方面传染与渗透。Eichengren、Rose、Wyplosz、Glick 等学者的有关研究表明,危机在国际间的传递是因为危机发生国家之间存在较为密切的贸易政策,危机初始国与传入国贸易关系越紧密,危机的传递越有可能。实际上,金融危机国际传递和扩散的关键和主导机制是资本项目的资金流动,“日益强化的金融市场的一体化意味着危机比以前更多地涉及资本项目。预期或者投资者情绪的变化会导致资本流动发生急剧的逆转,从而使一国货币陷入危机。伴随着大量的资本流动,危机会比以前发生得更迅速。由于溢出效应和扩散性更强,危机变得更严重、更难以预测,并且呈波浪式出现”。根据 IMF 的有关研究,“当预期是在一种不完全信息及信息不对称的情况下形成时,金融市场的全球化会降低信息收集的动力而加剧从众效应”,导致私人资本流动波动剧烈。国际金融危机的主要表现形式就是汇率危机。当金融危机在国际范围内传递时,最主要的传播机制就是汇率水平的急剧变化以及由此引发的一系列其他问题。货币危机的出现,使得政府为维持汇率不得不提高利率,同样会导致股市大跌和本国企业与银行的大量破产、倒闭。

Krugman 还将汇率不稳定与世界经济不完全一体化联系起来,认为世界经济的不完全一体化既是汇率不稳定的根源,又是汇率不稳定的结果。对麦金农、蒙代尔和其他全球货币主义者的有关理论,Krugman 认为从完全一体化的简单模型中推倒出的政策建议失之简单化。当然,Krugman 也认识到经济政策和其他潜在力量的不稳定同样是造成汇率波动的重要原因,认为“汇率的不稳定不仅是市场对政策和潜在条件的合理反应,而且也是由国际金融市场失灵造成的”。从不同角度对国际金融危机原因的有关研究,在特定情形下具有特定意义,具有一定的解

释力。

#### 四、中国金融领域扩大开放的风险分析

##### (一)金融危机原因:复杂性与多样性

历史上每一次金融危机发生都有具体背景和特定原因,但是,金融危机出现的反复性与必然性也揭示出危机发生的某些共同方面。1990年代以来较大规模和影响深远的金融危机,欧洲货币危机、墨西哥金融危机和亚洲金融危机,虽然危机表现形式各异,危机的直接原因和导火线各不相同,危机的演绎过程与影响也不尽一致,然而,这些金融危机确实也存在着共同的因素。首先,相关国家的宏观经济状况都存在某种或某些问题,宏观经济层面上的问题都有着深刻的微观经济基础。其次,僵化的固定汇率制度是危机压力积聚和沉淀的外部条件。欧洲货币体系中的各成员国实际上实行的是钉住复合货币——ECU的固定汇率制度;墨西哥以及泰国、韩国、印尼等亚洲国家和地区实行的是钉住美元的固定汇率制度。分析发展中国家的金融危机,则很难将这些国家的初始条件、改革过程中的相关制度安排与战略选择等等因素排除在外,更不能脱离全球视野分析开放因素与内生演化相对缓慢的非正式制度之间的冲突来研究问题。至于金融危机的国际传递,由一国现象演变成为多国现象,更是有着复杂的机理与路径。有关金融危机原因的研究,还有其他思路,例如,在非线性经济学看来,经济运行是在一个有限的分布域中,存在无数个可能的解,具有不确定的本质特征。

一些学者认为“市场中出现的问题是对过去过度投资的惩罚”,“恐慌犹如不健康的热带气候中的雷雨,会使空气变得清新”,能够“纯洁商业与金融中的要素,使它们恢复活力与健康,促使交易规范,市场发展和市场的永久繁荣”(金德尔伯格,2000)。实际上,金融恐慌很难自生自灭,政府总会感到有干预的必要。只要承认市场存在缺陷,研究金融危机的原因就有乐观的政策意义。

##### (二)中国加入WTO之后的金融风险

上述从不同角度对于不同国家和地区不同时期出现的金融危机成因的解释,对于加入WTO之后的中国的金融开放、改革与发展具有非常重要的现实意义。与一般的发达国家和发展中国家相比,我国还有着极其特殊的具体国情,在金融风险问题上,表现为我国金融体系的潜在风险更多地具有制度性风险的特点,我国金融风险的根源是制度原因,信息结构不对称等问题在欠规范的制度背景下得以放大(王廷惠,2001)。实际上,我国当前存在的金融风险的制度特征以及由制度特点所决定的金融风险的系统性特点,要求在防范和化解金融风险时必须从制度基础着手,消除金融风险的制度性因素(王廷惠,2000)。只有这样,才能防止在加入WTO之后,在制度转轨、对外开放、经济发展以及信息革命叠加与相互作用的背景下,出现不可收拾的金融危机。

加入WTO之后,我国经济、金融活动与世界经济和国际资本流动更加紧密地融合,金融开放力度的加大与开放深度的扩展,一方面有助于通过允许外资金融机构进入中国市场而改善全国金融市场的市场结构,提高金融体系配置资源的效率。另一方面,进一步开放后的金融市场市场选择的丰富化与多元化也意味着金融监管的制度安排必须相应进行科学、合适的调整,否则,由于国内金融市场有了更多的国际资本的因素,或者国内的金融资本有了更多地向外扩张的业务,而国内外市场又通过贸易、投资以及其他渠道与途径相互联系与渗透,一旦其中一个市场的某个环节出现问题,在现代信息技术迅速传递与推波助澜的放大作用下,潜在的金融风险转变成现实的金融危机只有一步之遥。随着我国综合国力的进一步增强,在深化和扩大金融领域的对外开放过程中,我国会加大对外资金融机构进入金融市场的力度,放宽对内资和外资金融机构的管制,加快实施利率市场化改革的进程,并实现人民币完全可自由兑换。这样,开放过程中必然伴随着更多的风险,而国内经济改革中尚未完成的硬核以及以前潜在的风险因素都有可能在

新的形势和背景下得以积累并最终在危机的形式加以释放。资本市场的对外开放与复杂的经济改革同时进行,本身就有着难以控制的风险,尤其是在缺乏发育成熟的、规范的金融市场和有效的监管体制、监管手段和监管经验的情况下,国内潜在的风险因素在来自国外短期游资的冲击下极有可能演化成为现实危机,而通过国际贸易和国际直接投资等等危机的国际传递渠道与机制,危机更是具有多重生发和演化的形式与路径。总之,加入WTO之后,随着我国金融领域与其他经济领域的全面、深入开放,开放的潜在负面效应可能会以前述货币危机理论、银行危机理论以及金融危机的国际传递理论所讨论的方式与路径显现出来,宏观经济层面结构失衡、市场微观基础的缺乏以及市场化取向改革过程的不确定性,都有可能最终导致各种形式危机的发生,甚至出现孪生危机或多种危机同时发生的情况。

加入WTO后,我国经济改革和经济发展都将沿着不可逆转的方向进行,我国市场经济制度基础的变革在内生和外生因素的共同作用下也会呈现加快态势,这在相当程度上有利于从根本上化解金融风险,特别是银行体系的不良资产。但是,金融市场的开放在制度转轨的背景下同样有着相当大的不容忽视的不确定性,利率、汇率的市场化改革以及金融市场的扩大开放一方面有助于推动我国金融市场的完善与统一,另一方面也有着不可轻视的风险。所以,在加快改革开放的同时,必然针对具体制度背景下金融风险的种种可能成因,有针对性地采取有效防范措施。在积极加大、加快金融开放的同时,必须合适控制金融改革的节奏,完善现行金融监管体制,为经济改革与发展创造良好的金融环境和条件。

注释:

①这与主流模型对金融危机的解释不一致,主流模型认为金融危机是政府公共部门的错误所致。

②特殊服务指不能由金融体系取代,是只能由政府提供的公共服务。

参考文献:

[1]Diamond D, Dybvig P. (1983), Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity[J]. Journal of Political Economy, 91:401—419.

[2]Dinç, I. S. (2000), Bank Reputation, Bank Commitment, and the Effects of Competition in Credit Markets[J]. Journal of Financial Studies, 13(3):781—782.

[3]Drazen A, Masson P R. (1994), Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers[J]. Quarterly Journal of Economics, 3:735—754.

[4]Flood R, Garber P. (1984), Collapsing Exchange Rate Regimes: some Linear Example[J]. Journal of International Economics, 17:1—13.

[5]Flood R, Garber P, Kramer C. (1996), Collapsing Exchange Rate Regimes: another Linear Example, [J]. Journal of International Economics, 41:223—234.

[6]Krugman, Paul. (1979), A Model of Balance-of-Payment Crises[J]. Journal of Money, Credit, and Banking, 11: 311—325.

[7]Lawrence H. White. (1999), Why Didn't Hayek Favor Laissez Faire in Banking[J]. Journal of Political Economy 31(4):751—769.

[8]Obstfeld, Maurice. (1996), Models of Currency Crises with Self-fulfilling Feature[J]. European Economic Review, 40:1037—48.

[9]Salant S. Henderson D. (1978), Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold[J]. Journal of Political Economy, 86:627—648.

[10]Velasco A. (1987), Financial and BOP Crises[J]. Development Economics, 27.

[11]王廷惠. 信息结构不对称与银行体系的不良资产[J]. 广西经济管理干部学院学报, 2001, (3):22—27.

[12]王廷惠. 国有企业资本结构与金融风险[J]. 经济研究参考, 2000, (38):9—15.

[13]王春峰. 金融危机——理论与模型[J]. 天津大学学报(社会科学版), 2000, 2(3):171—177.

- [14]张幼文,周建明. 经济安全:金融全球化的挑战[M]. 上海:上海社会科学院出版社、高等教育出版社,1999.
- [15][美]查理斯·P·金德尔伯格(朱隽,叶翔译). 经济过热、经济恐慌及经济崩溃——金融危机史[M]. 北京:北京大学出版社,2000.
- [16][美]保罗·克鲁格曼(张兆杰译). 汇率的不稳定性[M]. 北京:北京大学出版社,中国人民大学出版社,2000.
- [17]凯文·多德、默文·K·刘易斯(陈雨露,王芳译). 金融与货币经济学前沿问题[C]. 北京:中国税务出版社、北京腾图电子出版社,2000.
- [18][英]约翰·伊特韦尔、[美]艾斯·P·泰勒(成家军,郑薇译). 全球金融风险监测[M]. 北京:经济科学出版社,2001.
- [19]国际货币基金组织(杨芳,陈劲,李宁辉等译). 世界经济展望(1999年5月)[M]. 北京:中国金融出版社,1999.
- [20]国际货币基金组织(王彘,郑伍富,曹莉等译). 世界经济展望(1998年5月)[M]. 北京:中国金融出版社,1998.

## A Study on the Causes of Financial Crisis

—General Theories and an Explanation on the Reality in China after Entering WTO

WANG Ting-hui

(School of Economics and Management, South China Normal University, Guangzhou 510631, China)

**Abstract:** The causes of financial crisis are both complicated and diversified. Studies on the causes and evolving path of financial crisis from different angles do have certain explanations for financial crisis in different economic entities and in different periods of time. The first-generation currency crisis models lay stresses on the key role of actual economic fundamentals in causing the crisis, while the second-generation models put more emphasis on the randomness and uncertainty of financial crisis. The crisis theories based on financial intermediaries explain the specific mechanism of the occurrence and evolution of banking crisis. Financial crisis in the countries of emerging market economy carries the characteristic causes which are relevant to the initial conditions and the selected institutional reform as well as the evolving path. To some extent it can also be called foreign capital flow-induced financial crisis. In the era of the globalization of financial market, the international transfer of financial crisis cannot be ignored. After entering WTO, the depth and scope of opening financial markets to foreign countries will continue in irreversible ways, the possibility of occurrence of financial crisis will increase, the appearance and evolution of crisis will have more complicated causes.

**Key words:** financial crisis; currency; bank; international transfer