

# 制度变迁中金融风险转嫁的实证分析

蒋海<sup>1</sup>, 齐洁<sup>2</sup>

(1. 暨南大学金融系, 广东广州市 510632; 2. 中国农业银行广州市分行, 广东广州市 510180)

**摘要:**经济转轨时期, 由于微观经济主体的预算软约束, 我国金融风险表现出独特的运行特征。本文实证分析结果表明: 国有企业通过银行负债将风险集中到了金融部门, 商业银行又通过央行负债将风险转嫁给了央行, 而央行只能通过基础货币的发行暂时将风险隐蔽积累起来, 使我国金融风险表现出明显的隐蔽性、积累性和转嫁性, 并与通货膨胀高度相关。

**关键词:**金融风险; 负债; 基础货币; 通货膨胀

**中图分类号:**F830.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)02-0039-05

## 一、引言

经过近 20 年的经济体制改革, 我国的金融格局发生了显著变化, 传统计划经济体制下高度集中垄断的金融体系已被打破, 一个以中央银行为核心、国有商业银行为主体、多种金融形式并存的金融体系初见端倪。但是, 符合市场运行机制的现代金融制度还未真正建立, 引发了新旧体制的不断摩擦, 形成了转轨时期超常的系统性金融风险, 并呈现较大的隐蔽性和明显的积累性, 这是政府强调金融干预条件下金融风险转嫁的必然结果(蒋海, 1998)。金融风险的转嫁一方面造成微观金融风险的相对短缺, 使微观决策主体的风险与收益严重不对称, 产生金融过程中的过度风险行为; 另一方面又导致宏观金融风险的过分集中, 使整个金融体系潜伏着发生金融危机的可能, 形成较强的通货膨胀压力。由于通货膨胀式的风险化解方式未能真正化解日益积累起来并呈放大趋势的金融风险结果, 反而会进一步软化微观决策主体的预算约束, 增加金融过程的不确定性, 扩大金融风险(Roy, 1996), 从而使金融风险的防范和化解变得更加困难和复杂。因此, 系统研究我国金融风险的转嫁机理, 切断金融风险的转嫁通道, 实现金融决策主体风险与收益的对称, 对有效防范和化解积累起来的高风险是非常必要的。目前已有部分学者从不同的角度对该问题进行过研究, 如冯用富(1996), 陈学彬(1997), 张谦(1997), 周天勇(1995、1998), 但他们的分析结果仍缺乏实证研究的支持。

基于上述认识, 本文将运用计量经济学的基本方法对我国金融风险的转嫁过程进行实证分析, 其中主要分析间接金融过程中国有企业、国有银行和中央银行之间的金融风险转嫁过程。

**收稿日期:**1999-10-25

**作者简介:**蒋海(1967—), 男, 广东梅州市人, 暨南大学金融系讲师, 经济学博士;

齐洁(1974—), 女, 黑龙江哈尔滨人, 中国农业银行广州分行科员, 经济学学士。

关于货币供给量与通货膨胀之间的正相关性,易纲(1995、1996)、许健(1997)等已做过分析,这里不再重复。

研究表明,债务软约束条件下,国有企业通过银行负债将风险转嫁到了国有银行,而国有银行又通过央行负债把风险集中到了央行(或政府)身上,央行则以货币的超经济发行来暂时化解这些风险,形成通货膨胀,实际上消费者成为风险转嫁结果的最终受害者。

## 二、模型选择、变量解释与数据说明

在模型的选择上基于这样一个考虑,集中于央行或政府部门的金融风险的大小主要取决于国有企业的经营效率和银行信贷规模,企业经营效率越低,金融部门对其信贷量越大,转嫁到金融部门的风险就越高,商业银行对央行的负债也就越多,变量之间的关系可以看成是单调的、线性的,在其它条件不变的情况下,可以用线性回归模型建立变量之间的线性关系。因此我们选用线性回归模型,并用 OLS(普通最小二乘法)进行分析,一般表达式如下。

$$Y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_n x_n + \epsilon \quad (\text{式 } 2-1)$$

其中,  $Y$  为被解释变量,  $x_i$  为解释变量,  $\beta_i$  为估计参数,  $\epsilon$  为扰动项或随机误差项。

企业将风险转嫁给金融部门,反映在风险结果上也就是将自己经营不善造成的损失通过商业银行的信贷资产转嫁给金融部门,最终以商业银行的央行负债和央行的货币供给增加反映出来,因而我们选择企业的银行负债作为解释变量(自变量),商业银行的央行负债和央行的基础货币供给量作为被解释变量(因变量)分别进行回归分析,最后再以商业银行的央行负债为解释变量,以央行的货币供给量为被解释变量,分析商业银行的央行负债与央行的货币供给量之间的关系。

本文所选数据为各年《中国人民银行年报》和《中国金融年鉴》的统计数据,由于 1985 年(拨改贷)以前,国有企业的资金注入主要来自国家投资,1985 年以后企业的资金来源才主要依靠银行贷款,因而未将 1985 年以前的数据作为观测值,见表 1。

表 1 各变量观测值 单位:亿元

年份	国有企业的银行负债 $x_1$	商业银行的央行负债 $Y_1$	基础货币供给量 $Y_2$
1985	4282.00	2248.60	2735.90
1986	5353.30	2681.60	3344.70
1987	6173.10	2756.50	3838.60
1988	7201.40	3364.40	4627.60
1989	8683.10	4209.50	5744.10
1990	10652.30	5090.70	7226.00
1991	12338.80	5911.80	9010.80
1992	15030.90	6780.20	10168.60
1993	17947.80	9625.70	13387.20
1994	19395.60	10451.00	17588.20
1995	23051.00	11510.00	20624.30

## 三、金融风险转嫁的结果分析

1. 以  $x_1$  为解释变量,  $Y_1$  为被解释变量,对观测值进行线性回归分析得:

$$Y_1 = -415.82 + 0.56x_1 \quad (\text{式 } 3-1)$$

(-1.171) (7.007)

$$R^2 = 0.986 \quad F = 280.119 \quad D.W = 2.022$$

括号中的数值为参数估计的 t 值,其中,  $\beta_1$  的 t 值  $7.007 > t_{0.01}^{(8)} = 2.896$ , 说明有企业的银行负债对商业银行的央行负债的影响是显著的, 即每增 1 元的国有企业的银行负债, 就会增加 0.56 元的商业银行的央行负债。回归结果完全支持了理论分析的推论。见图 1。

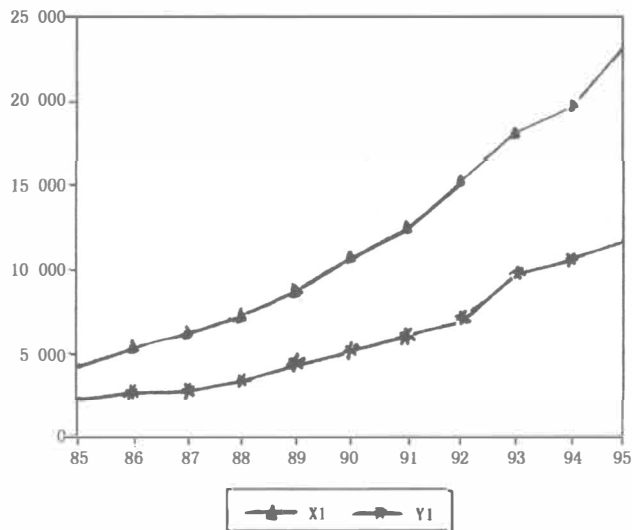


图 1 企业的银行负债与商业银行的央行负债的相关性分析

2. 以  $x_1$  为解释变量,  $Y_2$  为被解释变量, 进行回归后得以下结果

$$Y_2 = -2829.87 + 1.18x_1 \quad (\text{式 3-2})$$

(-3.46)    (6.46)

$$R^2 = 0.977 \quad F = 170.488 \quad D. W = 1.595$$

该方程反映了企业风险转嫁与央行基础货币供给量之间的关系。从回归结果看, 国有企业的银行负债对央行基础货币的供给量的影响是显著的,  $t = 6.46 > t_{0.01}^{(8)} = 2.896$ , 即企业每增加 1 元的银行负债, 就会增加 1.18 元的基础货币发行。方程的拟合度  $R^2 = 0.977$ ,  $F = 170.488 > F_{0.01}^{(2,8)} = 8.65$ ,  $D. W = 1.595$ , 说明了方程的拟合程度较好, 通过了显著性检验, 见变量之间的相关分析图。从图 2 中可以看出, 国有企业的银行负债与央行基础货币的供给量存在很高的相关性, 几乎是同步增长的, 说明国有企业通过银行信贷资产基本上把风险集中到了央行或政府部门, 并以货币发行(通胀)的形式暂时化解。

3. 以  $Y_1$  为解释变量,  $Y_2$  为被解释变量, 回归结果如下

$$Y_2 = -1552.18 + 1.79Y_1 \quad (\text{式 3-3})$$

(-2.506)    (19.239)

$$R^2 = 0.976 \quad F = 320.016 \quad D. W = 1.506$$

此方程反映了商业银行的央行负债与央行基础货币供给量之间的线性关系, 从回归结果看, 商业银行的央行负债对央行基础货币供给量有非常显著的影响,  $t = 19.239 > t_{0.01}^{(8)} = 2.896$ , 每增加 1 元的商业银行的央行负债, 就增加 1.79 元的基础货币供给。实证结果完全支持了理论分析的推断, 即集中到央行的金融风险结果完全是以货币供给的增加暂时化解了。从两者的相关分析图也可看出这一结果。图 3 反映了商业银行的央行负债与央行的基础货币供给量之间的相关关系, 从图中可以看出商业银行的央行负债与央行基础货币供给量存在很高的相关性, 两者的增长几乎是同步的, 说明了负债倒逼货币发行的风险转嫁机制是存在的, 这一理论推断是成立的。

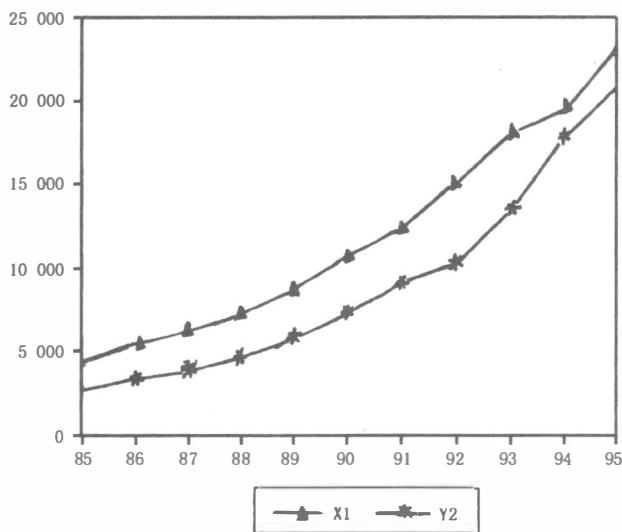


图2 企业的银行负债与央行基础货币供给量的相关性分析

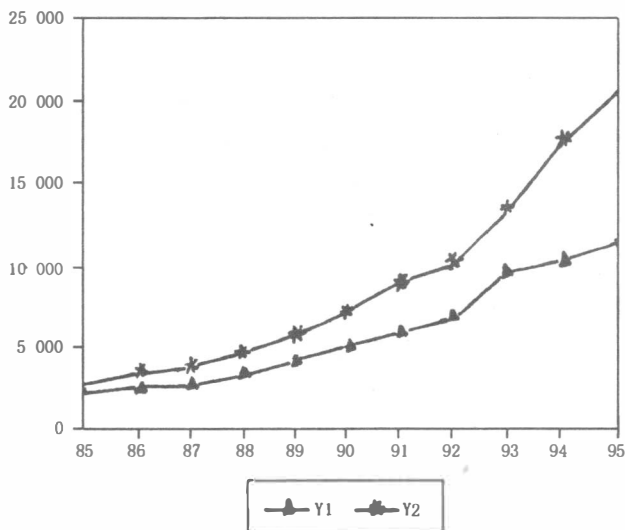


图3 商业银行的央行负债与央行基础货币供给量的相关性分析

#### 四、初步结论

统计结果表明,国有企业的银行负债、商业银行的央行负债和央行基础货币供给量之间存在显著的相关性,每增加一个单位的国有企业的银行负债,就会增加 0.56 个单位的商业银行的央行负债和 1.18 个单位的基础货币供给,这一实证结果完全支持了我们的理论分析和推断,即国有企业通过银行信贷资产将风险转嫁给了商业银行,商业银行又以央行负债的方式将风险集中到了央行和政府身上,而央行最终又以货币供给的增加(形成通货膨胀)暂时化解了集中起来的风险,但这种化解方式并没有消除金融过程的高风险,而是将其暂时隐蔽和积累起来了,并且增加了国有企业和商业银行对这种制度安排的路径依赖,为有效规避、防范和化解金融风险设置了更多障碍,目前银企间巨额不良债务的化解和重组所面临的众多困难就说明

了这一点。因此,金融风险的控制与化解,必须首先建立微观金融决策主体的债务硬约束,实现风险与收益的对称,切断金融风险的转嫁通道。

---

**参考文献:**

- [1]陈学彬. 银行不良资产与金融风险和通货膨胀关系博弈分析[J]. 经济研究 1997,(7).  
[2]冯用富. 国有专业银行资产负债经营风险转嫁的理论证明[J]. 金融研究,1996,(9).  
[3]蒋海,温思美. 制度变迁中的金融博弈与金融风险转嫁[J]. 金融研究,1998(9).  
[4]许健. 中国经济转轨中的货币控制[M]. 北京:中国金融出版社,1997.  
[5]易纲. 中国的货币供求与通货膨胀[J]经济研究,1995,(5).  
[6]易纲. 中国的货币、银行和金融市场:1984~1993[M]. 上海:上海三联书店,1996.  
[7]张谦. 我国银行不良贷款的转轨性质及界定标准[J]. 金融研究,1997(10).  
[8]周天勇. 国有企业与银行债务危机及其解决思路[J]. 经济研究,1995(8).  
[9]周天勇. 高负债发展模式的金融风险[J]. 经济研究,1998,(5).  
[10]Michael, D. and Ronald, G., 1996, *Econometric Models, Techniques, and Applications* [M]. Prentice-Hall International Inc.  
[11]Roy, B. and Pami, D., 1996, *Empirical Measures of Inflation Uncertainty: A Cautionary Note* [J]. *Journal of Applied Economics*, 28:333~341  
[12]William, H. G., 1993, *Econometric Analysis* [M]. Prentice-Hall International Inc.

## Empirical Analysis of Financial Risks Shife In The Institution Change of China

JIANG Hai<sup>1</sup>, QI Jie<sup>2</sup>

(1. *Department of Finance, Jinan University Guangzhou Guangdong, China, 510632;*  
2. *Guangzhou Branch, Agricultural Bank of China Gnanzhon Guangdong, China, 510180*)

**Abstract:** Under soft budget constraint on microeconomic agents, financial risks in China show special characteristics during transitional period. Our empirical analysis result indicats that state—owned enterprises shift financial risks to commercial banks by means of bank loans, and from the commercial banks to central bank in the same way. Finally, the central bank has just to issue basic money to bear the financial risks. Therefore the liabilities of state—owned enterprises are highly correlated with infiation in China.

**Key words:** financial risks; liability; basic money; inflation