

# 多维视角下的金融危机：跨国实证<sup>\*</sup>

陈雨露 宋 科 李 濛

**内容提要：**金融体系的稳定性受到诸多复杂因素的影响，远非单一的经济因素所能全面解释。通过以全球范围内 55 个主要国家/地区的数据为样本，从宏观经济层面、产业结构层面、政治层面、制度层面和金融监管层面 5 个基本维度系统考察影响一国/地区金融危机发生概率的相关因素，实证结果表明：虽然经济因素确实在金融危机的发生过程中扮演着重要角色，但诸如政治、制度和监管等非经济因素同样是非常重要而不能忽略的。这意味着，全面审视金融危机和金融体系的稳定性，需要构建一个多维的视角。

**关键词：**多维视角 金融危机 跨国实证

**中图分类号：**F831 **文献标识码：**A

## 引 言

如何确保高效而稳定的金融体系一直是金融界长期关注的核心问题之一。大量的研究也表明，稳定的金融体系通过把资金导向更有效率的部门而促进了经济增长。而不稳定的金融体系所带来的问题是巨大的。

纵观过往关于金融危机（银行危机）的大量文献，分析经济层面者众，关注非经济层面者寡；基于国别案例研究者虽不乏其人，但基于全球样本的实证分析却相对匮乏。我们认为，金融体系的稳定性受到诸多复杂因素的影响，远非单一的经济因素所能全面解释，诸如政治、制度和监管等非经济因素可能是非常重要甚至是根本性的。此外，基于国别或者少数国家案例的研究虽然是有意义的，但由于个案研究固有的局限性，很难从更一般的层面上得出令人

信服的实证结论。

针对上述有待进一步解决和完善的问题，本文以全球范围内 55 个主要国家/地区的数据为样本，尝试在一个更全面和系统的层面上考察影响一国/地区金融危机发生的基本要素，这些要素不仅包括了一般意义上的经济层面，还对政治、制度和监管等层面的因素进行了系统的实证考察。

## 一、文献回顾

如前所述，对金融危机的研究之所以越来越受到学界和实务界重视，是因为金融危机造成的损失是巨大的。根据 Barth, Caprio & Levine (2000) 的研究，自 1980 年以来，130 多个国家/地区经历了不同程度的银行问题，既阻碍了经济的发展，也造成了巨大的经济损失。Kaufman (2004) 详细研究了 1975~1997 年间全球

**作者简介：**陈雨露，教育部人文社会科学研究基地中国财政金融政策研究中心教授、博士生导师，现任北京外国语大学校长；宋科，中国人民大学财政金融学院博士研究生；李濛，中国人民大学财政金融学院博士研究生。

**\* 基金项目：**教育部重大攻关课题“全球新型金融危机与中国外汇储备问题研究”（08JZD0011），北京市教育委员会共建项目“21 世纪全球金融竞争与危机控制战略研究”。

范围内的金融危机，发现金融危机带来的 GDP 实际损失和经济恢复所需要的时间成本都是巨大的（见表 1）。Allen & Gale（2004）在一项关于银行危机的研究中指出，银行危机带来的产出损失平均达到 GDP 的 27%左右。这种情况的出现，使得如何确保金融体系的稳定性成为世界范围内金融改革和发展的一个现实议题。

表 1    金融危机的成本：相对于趋势的产出损失

危机类型	损失情况 危机数量	经济恢复时间 (年)	危机的平均累计产出损失(%)	伴随产出下降的危机平均累计产出损失(%)	伴随产出下降的危机平均累计产出损失(%)
货币危机	158	1.6	4.3	61	7.1
工业国家	42	1.9	3.1	55	5.6
新兴市场	116	1.5	4.8	64	7.6
货币崩溃	55	2.0	7.1	71	10.1
工业国家	13	2.1	5.0	62	8.0
新兴市场	42	1.9	7.9	74	10.7
银行危机	54	3.1	11.6	82	14.2
工业国家	12	4.1	10.2	67	15.0
新兴市场	42	2.8	12.1	86	14.0
货币和银行危机	32	3.2	14.4	78	18.5
工业国家	6	5.8	17.6	100	17.6
新兴市场	26	2.6	13.6	73	18.8

资料来源：见参考文献 [7]。

注：“经济恢复时间”是指危机后 GDP 增长重回趋势所需要的时间长度；“危机的平均累计产出损失”通过将危机开始后直至年产出重回趋势这之间的趋势增长和产出的差额加总而得，是所有危机的均值；“伴随产出下降的危机”是指危机开始后，产出低于趋势值的危机所占的比重；“伴随产出下降的危机平均累计产出损失”是指在产出低于趋势值的危机中，通过将危机开始后直至年产出重回趋势这之间的趋势增长和产出的差额加总而得，是所有危机的均值；“货币崩溃”（Currency Crashes）是指当指数进行危机报警后，外汇市场压力指数中的货币成分占到 75%以上的那些危机；“货币和银行危机”（Currency&Baking Crises）是指在货币危机发生 1 年内同时发生银行危机的情况。

对于导致金融危机的原因的研究，应该说

①该样本参考了世界银行（World Bank）跨国数据分析的常用代表性国家样本，涵盖了全球各大洲的主要发达国家与发展中国家/地区，包括：亚洲国家/地区 14 个（日本、韩国、新加坡、中国香港、泰国、马来西亚、印度、印尼、菲律宾、以色列、约旦、尼泊尔、巴基斯坦、斯里兰卡），欧洲国家 18 个（英国、法国、德国、意大利、奥地利、比利时、丹麦、芬兰、希腊、爱尔兰、荷兰、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其、冰岛、挪威），美洲国家 13 个（美国、加拿大、墨西哥、哥伦比亚、阿根廷、巴西、智利、秘鲁、厄瓜多尔、洪都拉斯、牙买加、千里达、委内瑞拉），非洲国家 8 个（南非、埃及、加纳、肯尼亚、毛里西斯、尼日利亚、突尼斯、津巴布韦），大洋洲国家 2 个（澳大利亚、新西兰）。样本数据区间定位在 1980~1999 年，这一方面便于和同时期一些主要研究成果作比较，另一方面，更为重要的是，从金融研究的角度看，1980~1999 这一时段是一个极富代表性的研究样本区间；在这一时间跨度里，不仅大部分国家完成了向现代金融体系的过渡，而且各国/地区基本上都经历了不同形式的金融稳定和效率的变迁，这使得该区间/地区跨国/地区比较分析具有较强的可比性和说服力。

由来已久。遍观金融危机理论的相关文献，早期的研究主要集中于实体经济层面。例如，Fisher（1933）的“债务-紧缩”理论认为，投资的增加在经济扩张过程中主要通过银行信贷来实现，当银行信贷持续扩大到“过度负债”状态后，通缩将抑制进一步的投资和消费，经济和金融危机持续加深。在 Fisher 的理论基础上，很多学者从不同侧面发展了 Fisher 的“债务-通缩”理论，其中较有代表性的有：Minsky（1986）的“金融不稳定”理论、Tobin（1965）的“银行体系关键”理论、Kindleberger（1978）的“过度交易”理论等。

近年来，随着全球范围内金融危机的频繁发生，越来越多的学者开始重视对金融危机进行研究，相关理论也渐成体系。Krugman（1979）提出了第一代金融危机模型，该模型由黄金投机理论发展而来，经由 Flood & Garber（1984）完善，集中讨论了宏观经济政策和汇率制度之间的不协调对金融危机的诱发作用。第二代金融危机模型通过引入预期因素，强调金融危机的自促成性质以及经济基础变量对于发生金融危机的重要作用，主要的代表人物是 Obstfeld（1996）。第三代金融危机模型逐渐在宏观经济分析的基础上拓展视野，开始利用金融中介理论、信息不对称理论甚至行为金融学理论分析金融危机，如羊群行为模型、流动性危机模型、道德风险模型等。

二、研究样本与模型设定

本研究选取了全球范围内一个具有代表性的样本，共包括 55 个主要国家和地区的金融和相关数据。<sup>①</sup>在模型变量的选取上，作为金融危机指标的被解释变量主要包括“系统性银行危

机”(Systemic Crisis)和“较大的银行危机”(Major Crisis),这两组数据分别取自 Barth, Caprio & Levine (2004)。在解释变量方面,根据本研究的考察目标,主要纳入了 5 个不同维度的影响因素:(1)宏观经济层面:具体使用的解释变量包括人均 GDP、通货膨胀、资本项目开放度和对私人部门信贷等;<sup>①</sup>(2)产业结构层面:具体使用的解释变量包括金融体系结构、<sup>②</sup>银行集中度、<sup>③</sup>政府银行占比、外资银行占比、银行规模、银行资本等;<sup>④</sup>(3)政府层面:具体使用的解释变量包括政府纪律及管理能力和<sup>⑤</sup>政府质量、司法效率和政府廉洁程度等;<sup>⑥</sup>(4)制度层面:具体使用的解释变量包括存款保险制度、<sup>⑦</sup>制度发展状况、<sup>⑧</sup>银行腐败程度和公共信息披露限制程度等;<sup>⑨</sup>(5)金融监管层面:具体使用的解释变量包括银行业务范围管制、<sup>⑩</sup>官方监管强度水平和市场监管强度水平。<sup>⑪</sup>

本研究的模型设定如下:

$C_i = c_i + \alpha X_i + \varepsilon_i$

其中,  $C_i$  作为金融危机的替代变量,主要采用 3 个具体指标:一是“系统性银行危机”(记为  $C_1$ ),用以概括一个国家/地区在样本区间是否发生过系统性的银行危机;二是“较大的银行危机”(记为  $C_2$ ),它将那些“非系统性”但“较大的”银行危机也包括了进来,因此是一个更广泛的危机定义指标;三是“双重

金融危机”(记为  $C_3$ ),用以表示一个国家/地区在发生银行危机期间或者危机前后 1 年内同时发生了货币危机(或债务危机)的情况。上述指标均采用虚拟变量赋值:如果一个国家经历了相应类型的危机,则赋值为 1,未经历则赋值为 0。

在解释变量方面,除了前述的 5 个不同维度的影响因素外,一般地,我们还纳入了经济增长率作为模型的基本控制变量。根据被解释变量的二元性质(取值 0 或 1),我们采用 ML-Binary Probit 技术进行回归分析,其主要目标在于通过相关系数的符号判断变量之间的相关关系。

上述模型设定旨在探求以下问题:(1)在我们考察的 5 个不同维度的影响因素中,诸如经济、政治、制度、监管等因素中,哪些因素会对一国/地区金融危机的发生概率产生显著影响以及有何影响?(2)在我们考察的相关因素中,哪些因素相对更重要、对金融危机的影响更为稳定?(3)在一般性的银行危机演变为系统系的金融危机的过程中,哪些因素起到了显著的作用?

三、实证分析与检验

(一) 基于宏观经济层面的实证分析结果

运用 ML-Binary Probit 方法,我们首先对

①宏观经济数据和银行层面的样本数据主要来源于 IMF 发布的国际金融统计数据 (IFS),相关数据均取样本区间均值。

②作为金融体系结构的替代变量,我们用银行资产与金融市场市值之比表示。显然,该数值越大,表示该国/地区的金融体系结构越偏向于“银行主导型”。

③银行集中度指标是一个对银行产业结构特征进行概括的替代变量,该数值越大,表示该国/地区的银行集中度越高,市场结构越趋向垄断。

④产业层面的样本数据主要取自 Bankstat 数据库。

⑤政府纪律及管理能力指标主要取自 LLSV (1998)。

⑥政府质量、政府腐败程度指标根据 Demirguc-Kunt & Ross Levine (2000),政府廉洁程度指标取自 Edward J. Kane (2004)。

⑦存款保险指标取自 Demirguc-Kunt, Karacaovali & Laeven (2005)。若一个国家/地区建立了显性的存款保险,则赋值 1,否则赋值 0。

⑧制度发展指标取自 Beck, Demirguc-Kunt & Maksimovic (2004)。制度发展指标是一个包含了腐败控制、监管质量、政治稳定性、法律规则、行政效率等内容的综合指标,该值越大,一般认为该国的制度发展越健全。

⑨各国/地区的法律传统及渊源主要参考了 LLSV (参考文献 [15]) 的分类体系。我们主要将其分为两个大的体系,即以英美为代表的普通法系 (Common Law) 和以德日为代表的民法法系 (Civil Law),并分别用变量 1 和 0 加以描述。公共信息披露限制程度指标取自 Edward J. Kane (参考文献 [14])。

⑩银行业务范围管制指标取自 IMF 发布的国际金融统计数据 (IFS)。

⑪显示不同国家/地区监管强度水平的变量取自世界银行数据库。

可能影响金融危机的宏观经济因素进行回归分析。当解释变量分别为“通货膨胀”、“人均GDP”、“资本项目开放度”和“对私人部门信贷”时，各个回归结果如表2所示。

从表2的实证分析结果很容易看出，我们纳入的宏观经济层面的4个基本指标均对金融危机的发生有显著影响。根据系数符号，上述结果表明：（1）通货膨胀率对一国/地区金融危机的发生有正影响，即在平均通货膨胀率较高的国家，发生银行危机的概率较大，但通货膨胀率对双重金融危机的发生概率没有显著影响；（2）人均GDP对一国/地区金融危机的发生有负影响，即在经济发展水平较高（人均GDP较高）的国家，发生金融危机的概率较小；（3）资本项目开放程度主要作用于系统性银行危机：在那些资本项目开放程度较高的国家/地区，发生系统性银行危机的概率较小；（4）对私人部门的信贷量对系统性银行危机和双重金融危机的发生有负影响，即一个国家/地区对私人部门的信贷量越大，其发生系统性银行危机和双重金融危机的概率均显著降低。值得注意的是，资本项目开放程度主要作用于系统性的金融危机，对一般性的银行危机没有显著影响；而通货膨胀率对系统性银行危机的影响较之一般性的银行危机更为显著。这说明在宏观

经济不稳定的国家/地区，其一般性的银行危机转化为系统性银行危机的概率增大。

（二）基于产业经济层面的实证分析结果

下面我们对可能影响金融危机的产业经济层面的各种因素进行回归分析。当解释变量分别为金融体系结构、银行集中度、政府银行占比、外资银行占比、银行资产/GDP和银行资本时，各个回归结果如表3所示。

从表3的实证分析结果可以看出，在我们纳入的众多产业层面的因素中，真正对金融危机产生系统性显著影响的只有金融体系结构和银行业规模（银行资产/GDP）这两个指标：如果一国/地区的金融体系越趋向于“银行主导型”或者其银行业的规模越大，那么金融危机的发生概率会越低；反之，如果一国/地区的金融体系结构越趋向于“市场主导型”，那么其发生金融危机的概率会相应升高。此外，银行集中度、政府银行占比、外资银行占比和银行资本这些指标在回归分析中均不显著，这表明一国/地区银行业的产业结构特征、所有权结构特征和银行资本充足情况和金融危机发生率之间不存在系统的相关关系（银行资本充足性仅对双重金融危机在10%水平上产生影响，但符号与一般的预期相反：在资本充足性较高的银行体系中，发生双重金融危机的概率反而增加了）。

表 2 金融危机与宏观经济层面因素

	通货膨胀	人均 GDP	资本项目开放度	对私人部门信贷
系统性银行危机	0.078472	-1.170014	-0.363901	-1.693722
	(0.0041) ***	(0.0004) ***	(0.0080) ***	(0.0117) **
样本国家/地区数	55	55	55	55
Probability (LR stat)	0.000109	0.000899	0.017982	0.023717
较大的银行危机	0.060475	-0.897804	-0.204571	-0.995094
	(0.0158) **	(0.0069) ***	(0.1165)	(0.1023)
样本国家/地区数	55	55	55	55
Probability (LR stat)	0.002343	0.019481	0.283592	0.257603
双重金融危机	0.000426	-1.258832	-0.259197	-1.995920
	(0.7904)	(0.0016) ***	(0.0855) *	(0.0324) **
样本国家/地区数	55	55	55	55
Probability (LR stat)	0.955833	0.002413	0.203763	0.048433

注：（1）Probit 回归分析中包含了一个常数项并对不同国家/地区的经济增长率水平进行了控制（此两项表中省略），Probability (LR stat) 是假设检验所有回归系数（除常数外）为零的 P 值；（2）括号内为回归系数为零的 P 值，\*\*\* 表示回归系数在 1%置信水平上显著，\*\* 表示回归系数在 5%置信水平上显著，\* 表示回归系数在 10%置信水平上显著（下同）。



表 3 金融危机与产业经济层面因素

	金融体系结构	银行集中度	外资银行占比	政府银行占比	银行资产/GDP	银行资本
系统性银行危机	-0.253238	-0.284102	0.433266	0.450184	-2.210459	0.043275
	(0.0297) **	(0.7538)	(0.5831)	(0.3464)	(0.0004) ***	(0.3774)
样本国家/地区数	55	55	49	48	55	43
Probability (LR stat)	0.045626	0.752341	0.700415	0.630346	0.000304	0.639664
较大的银行危机	-0.317257	-1.230857	-0.238463	0.307297	-1.839823	0.026482
	(0.0076) ***	(0.1963)	(0.7625)	(0.5214)	(0.0012) ***	(0.5830)
样本国家/地区数	55	55	49	48	55	43
Probability (LR stat)	0.012081	0.424721	0.337410	0.813382	0.001991	0.804952
双重金融危机	-0.294859	-1.224649	0.702377	-0.339279	-1.982653	0.121797
	(0.0672) *	(0.2151)	(0.3871)	(0.5630)	(0.0121) **	(0.0620) *
样本国家/地区数	55	55	49	48	55	43
Probability (LR stat)	0.099162	0.456668	0.576862	0.707259	0.012276	0.049528

注：表中不同的回归方程中，“样本国家/地区数”存在差异，主要是因为交叉数据的可获得性不同，本文作者并没有对数据进行任何人为的筛选和增减（下同）。

（三）基于政府层面的实证分析结果

为了考察一国/地区政治层面因素对金融危机发生概率的可能影响，我们尝试性地纳入了 4 个指标：政府纪律及管理能力、政府质量、司法效率和政府廉洁指数。具体的回归结果见表 4。

显而易见，根据表 4 的结果，政府纪律及管理能力、政府质量、司法效率和政府廉洁指数这 4 个指标均对金融危机的发生有显著影响；在那些政府纪律及管理能力、政府质量或者司法效率较高的国家/地区，发生金融危机的概率明显降低；在那些政府的廉洁程度较高的国家/

地区，金融危机的发生概率显著降低。值得注意的是，随着被解释变量从“较大的银行危机”变为“系统性的银行危机”时，“司法效率”和“政府廉洁指数”这两个变量的显著性程度明显提高，这似乎意味着，司法效率和政府廉洁程度的高低在一般性银行危机向系统性银行危机的转化过程中，其重要性程度明显增加了。

（四）基于制度层面的实证分析结果

一国/地区制度层面因素对经济金融发展的影响已经在很多相关研究中被提及，但如何选择合适的替代变量来显示不同国家/地区的制度

表 4 金融危机与政治层面因素

	政府纪律及管理能力	政府质量	司法效率	政府廉洁指数
系统性银行危机	-0.420853	-0.186568	-0.032704	-0.369688
	(0.0001) ***	(0.0001) ***	(0.0025) ***	(0.0029) ***
样本国家/地区数	48	48	45	53
Probability (LR stat)	0.000137	0.000198	0.004847	0.007978
较大的银行危机	-0.319769	-0.153008	-0.023511	-0.264981
	(0.0024) ***	(0.0015) ***	(0.0237) **	(0.0293) **
样本国家/地区数	48	48	45	53
Probability (LR stat)	0.006107	0.003580	0.058536	0.085551
双重金融危机	-0.441828	-0.181692	-0.036566	-0.463531
	(0.0020)	(0.0031) ***	(0.0032) ***	(0.0047) ***
样本国家/地区数	48	48	45	53
Probability (LR stat)	0.001198	0.003048	0.004228	0.007054

发展情况，一直未有定论。这里，我们尝试性地纳入了 4 个指标：制度发展程度、显性存款保险、银行腐败程度和公共信息披露限制程度。如前所述，“制度发展”是一个衡量一国/地区总体制度发展状况的综合指标，“是否建立显性存款保险”作为金融体系中常见的制度性安排存在，“银行腐败指数”可以间接衡量一国银行业的制度完善情况，<sup>①</sup>而“公共信息披露限制”则反向代表了一国/地区金融体系信息透明度水平。上述变量的回归结果如表 5 所示。

从表 5 回归结果所提供的信息来看，一国/地区总体制度的发展与金融危机的发生概率呈现出显著的负相关关系（显著性水平 1%）：在那些制度发育程度较高的国家/地区，金融危机的发生概率显著降低。同时，银行腐败程度与一国/地区金融危机的发生概率显著正相关（显著性水平 1%），这意味着，在那些银行业腐败程度较高的国家/地区，金融危机的发生概率大大增加——这与我们一般的预期是高度一致的。“显性存款保险”指标在回归分析中并不显著，这表明，在我们的样本国家/地区中，一个国家/地区是否建立了显性存款保险制度，对金融危机的发生概率并没有统计上显著的影响。值得注意的是，公共信息披露限制程度对一国/地区金融体系的稳定性有负面影响：随着信息披露限制程度的加大，发生金融危机的概率显著增加了。此外，随着被解释变量从“较大的银行危

机”变为“系统性的银行危机”时，“公共信息披露限制”的显著性程度明显提高，这可能表明，一个国家/地区金融体系透明度的高低在一般性银行危机向系统性银行危机的转化过程中发挥着重要影响。

（五）基于金融监管层面的实证分析结果

作为直接影响金融业发展的金融管制和监管（regulation and supervision），其对金融稳定的可能影响至少在逻辑上是直观的。作为一国/地区金融管制的替代变量，我们选择的替代变量是“银行业务范围管制”；作为一国/地区金融监管的替代变量，我们选择的替代变量包括两个：“官方监管强度水平”（official supervision）和“市场监管强度水平”（private monitoring）。具体的回归结果如表 6 所示。

根据表 6 的实证结果，我们看到：一国/地区对金融业经营的管制程度越大，发生金融危机的概率越高（显著性水平 1%），这与先前诸多研究的结果完全一致。有意思的是，作为金融监管的替代变量，“官方监管强度水平”和“市场监管强度水平”对系统性银行危机的作用虽然都在 5%水平上显著，但系数符号截然相反：虽然系统性银行危机的发生概率确实随着市场监管强度水平的提高而降低，但官方监管强度水平的提高不仅无助于降低系统性银行危机，反而还会增大危机的发生概率。值得注意的是，当被解释变量从“较大的银行危机”变

表 5 金融危机与制度层面因素

	制度发展	银行腐败指数	显性存款保险	公共信息披露限制
系统性银行危机	-1.017561	1.831222	0.446444	0.030478
	(0.0002) ***	(0.0020) ***	(0.2623)	(0.0014) ***
样本国家/地区数	51	47	55	53
Probability (LR stat)	0.000258	0.000966	0.418299	0.002922
较大的银行危机	-0.830975	1.673353	0.593835	0.022171
	(0.0017) ***	(0.0066) ***	(0.1320)	(0.0168) **
样本国家/地区数	51	47	55	53
Probability (LR stat)	0.003677	0.004905	0.318365	0.045119
双重金融危机	-0.906606	1.424099	0.174468	0.023354
	(0.0046) ***	(0.0032) ***	(0.6849)	(0.0170) **
样本国家/地区数	51	47	55	53
Probability (LR stat)	0.006803	0.005320	0.910289	0.047940

①一般的逻辑认为，在那些制度不完善的国家/地区，由于约束机制不健全，银行业的腐败程度较高。

表 6 金融危机与监管层面因素

	银行业务范围管制	官方监管强度水平	市场监管强度水平
系统性银行危机	1.089585	0.399591	-0.563248
	(0.0017) ***	(0.0290) **	(0.0385) **
样本国家/地区数	54	48	48
Probability (LR stat)	0.002435	0.072456	0.089165
较大的银行危机	1.248293	0.212905	-0.443966
	(0.0009) ***	(0.2044)	(0.1024)
样本国家/地区数	54	48	48
Probability (LR stat)	0.000979	0.439042	0.231707
双重金融危机	0.711779	0.328718	-0.902784
	(0.0377) **	(0.1120)	(0.0039) ***
样本国家/地区数	54	48	48
Probability (LR stat)	0.095352	0.207386	0.004540

为“系统性银行危机”时，“官方监管强度水平”和“市场监管强度水平”均从不显著变得显著，这似乎表明一国的金融监管在金融危机的蔓延、传播和扩散过程中扮演着重要角色。此外，在那些“市场监管强度水平”较高的国家/地区，发生双重金融危机的概率显著降低。

四、结论性评价

作为本研究的初衷和出发点，我们认为，金融体系的稳定性可能受到诸多复杂因素的影响，远非单一的经济因素所能全面解释。基于此，通过对全球范围内具有代表性的 55 个国家/地区的跨国/地区数据进行实证分析，我们从宏观经济层面、产业结构层面、政府层面、制度层面和金融监管层面 5 个基本维度系统考察了影响一国/地区金融危机发生概率的相关因素。实证结果表明，虽然经济因素确实在金融危机的发生过程中扮演着重要角色，但诸如政府、制度和监管等非经济因素同样是重要而不能忽略的。具体而言，通过实证分析，我们得出了以下基本结论：

(1) 宏观经济的基本状况对金融稳定是极为重要的。根据实证结果，在那些平均通胀率较高的国家/地区，发生金融危机的概率较大，这表明金融危机的发生与宏观经济的稳定性密切相连；随着经济的发展和人均GDP 的提高，金融危机的发生概率呈现出下降趋势，这表明坚实的经济基础和“厚度”可以有效地缓冲金融风险；对私人部门的信贷量对一国/地区金融

危机的发生有缓释作用，即一个国家/地区对私人部门的信贷量越大，其发生金融危机的概率越小。值得注意的是，资本项目开放程度主要作用于系统性的金融危机，对一般性的银行危机没有显著影响。

(2) 在我们纳入的众多产业层面的因素中，对金融危机产生显著影响的因素是金融体系结构和银行业规模（银行资产/GDP）。实证结果表明，过往研究中被广泛提及的银行资本充足性、银行业的垄断性以及所有权结构特征（外资占比、国有银行占比）在金融危机的发生机制中事实上都不是那么重要（至少统计不显著）。此外，与陈雨露和马勇（2009）的发现相同，如果一国/地区的金融体系越趋向于“银行主导型”或者其银行业的规模越大，那么金融危机的发生概率会越低。很明显，这一结论对所谓“银行主导型金融体系容易导致风险集中，市场主导性金融体系能更好地配置和分散金融风险”这一常见理论命题提出了深刻的实证质疑。

(3) 政府层面相关因素对金融稳定的影响是非常重要的。在我们的实证分析中，政府纪律及管理能力、政府质量、司法效率和政府廉洁程度这 4 个指标均对金融危机的发生有显著影响：在那些政府纪律及管理能力、政府质量或者司法效率较高的国家/地区，发生金融危机的概率明显降低，而一国/地区政府的廉洁程度的提高，亦有助于降低金融危机的发生概率。

(4) 制度层面因素对一国/地区金融危机的发生具有显著影响。根据实证结果，在那些

制度发育程度较高的国家/地区，金融危机的发生概率显著降低；而在那些银行业腐败程度较高的国家/地区，金融危机的发生概率则明显增加。此外，对公共信息披露的限制对一国金融体系的稳定性有负面影响：随着信息披露限制程度的加大，发生金融危机的概率显著增加。相比之下，在我们的研究中，一个国家/地区是否建立了显性存款保险制度，对金融危机的发生概率并没有统计上显著的影响。

(5) 就金融监管和管制层面的因素而言，对金融业经营的过分管制不利于金融稳定（更容易发生金融危机），而对金融业的监管强度是否有利于防范金融危机要视监管力量的来源和性质而定：一般地，金融危机的发生概率随着市场监管强度水平的提高而降低，但随着官方监管强度水平的提高而增大。这些事实说明，官方不恰当和过度的金融监管（管制）可能是金融不稳定的重要诱因。这一发现与马勇、杨

栋和陈雨露（2009）的结论类似。

(6) 纵观我们纳入实证分析的诸多因素，以下因素在金融危机的蔓延、传播和扩散过程中可能扮演着重要角色：通货膨胀水平、资本项目开放程度、司法效率、政府廉洁程度、公共信息披露限制。具体而言，实证结果倾向于表明，在宏观经济不稳定（通货膨胀水平较高）的国家/地区，其一般性的银行危机转化为系统性银行危机的概率增大；在资本项目开放程度和司法效率较高的国家/地区，其一般性的银行危机转化为系统性银行危机的概率减小；在政府廉洁程度较高的国家/地区，一般性的银行危机转化为系统性银行危机的概率减小；而在那些对公共信息披露施加更大限制的国家，一般性的银行危机转化为系统性银行危机的概率增大。

（责任编辑：刘墨海）

## 参考文献：

- [1] 陈雨露，马勇.现代金融体系下的中国金融业混业经营：路径、风险与监管体系 [M]. 北京：中国人民大学出版社，2009.
- [2] 陈雨露，马勇. 金融体系结构与金融危机[J]. 金融评论，2009，（创刊号）.
- [3] 陈雨露，马勇，李濛. 金融危机中的信息机制：一个新的视角[J]. 金融研究，2010，即出.
- [4] 马勇，杨栋，陈雨露. 信贷扩张、监管错配与金融危机：跨国实证[J]. 经济研究，2009:（12）.
- [5] Beck, Thorsten; Levine, Ross and Loayza, Norman. Finance and the Sources of Growth[J]. World Bank mimeo, 1999.
- [6] Barth, James R; Caprio, Gerard Jr. & Levine, Ross. Banking Systems around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?[J]. The World Bank Working Paper, 2000.
- [7] Kaufman. Macro-Economic Stability and Bank Soundness[J]. Multinational Finance Journal, Revised Draft, 2004.
- [8] Allen, Franklin, and Douglas Gale. Financial Intermediaries and Markets[J]. Econometrica 72, 2004, pp.1023~1061.
- [9] Fisher, I. 1933. The Debt - Deflation Theory of Great Depressions[J]. Econometric 1 (1) , 1933, pp.337~357.
- [10] Minsky, H. Stabilizing an Unstable Economy[M]. Yale University Press, 1986.
- [11] Tobin, J., 1965. Money and Economic Growth[J]. Economica 33, 1965, pp.671~684.
- [12] Kindleberger. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises[M]. John Wiley: New York, Chapter 3, 1978.
- [13] Krugman, Pau. A Model of Balance-of-Payments Crises [J]. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11 (3) , 1979: 311~25.
- [14] Flood, R. and P. Garber. Gold Monetization and Gold Discipline[J]. Journal of Political Economy, 92, 1984: 90~107.
- [15] Obstfeld, Maurice. Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Feature[J]. European Economic Review, Vol. 40, 1996: 1037~48.

**Abstract:** The stability of financial system is affected by various factors which cannot be solely attributed to economic influence. Based on the sample data of 59 countries, this paper investigates the related factors that may affect the probability of financial crisis from 5 dimensions: macro-economic aspect, industrial structure aspect, political aspect, institutional aspect and regulatory and supervisory aspect. The empirical results show that though economic factors play an important part in financial crisis, other non-economic factors such as political, institutional and regulatory factors are equally important thus cannot be simply ignored. Therefore, in order to ensure the stability of financial system, we need a more comprehensive framework of multidimensional perspectives.

**Keywords:** Multidimensional Perspectives; Financial Crisis; Cross-country Evidence