中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地主办 2019 年 8 月 国际研究镜鉴 No.201916

本期提示

▶Çağatay Bircan 和 Orkun Saka（2019）通过土耳其信贷领域的数据来记录政治贷款周期。与同一省份的私人银行相比，国有银行系统地调整地方选举贷款。由于信贷约束对初始效率较高的省份和行业影响最大，因此财政资源严重错配。

▶Fernando Duarte，Collin Jones 和 Francisco Ruela（2019）认为在金融危机期间，有关哪家金融机构将成为下一个对债权人违约的金融机构，以及在那之后又会出现哪家机构违约的猜测，主导了新闻周期。试图理解并量化违约溢出效应的研究随之呈现爆炸式增长，而违约溢出效应可能会因交易对手风险而产生。该文主要分析金融网络是通过这种溢出渠道传染的。

目录

1、信贷周期和实际后果：政治错位的成本..... 3

2、评估金融网络中的蔓延风险..... 7

1、信贷周期和实际后果：政治错位的成本

作者：Ç ağ atay Bircan；Orkun Saka，陈书菲 编译

导读：该文通过土耳其信贷领域的数据来记录强大的政治贷款周期。与同一省份的私人银行相比，国有银行系统地调整地方选举贷款。国有银行增加了政治竞争力较强的省份的信贷，这些省份的现任市长与执政党保持一致，但在类似的省份与反对党的现任市长一起减少。这种影响仅存在于企业贷款而非消费贷款中，这表明战术再分配的目标是创造就业机会以增加选举的成功率。政治贷款影响实际结果，因为受信贷约束的反对地区的就业和公司销售下降。由于信贷约束对初始效率较高的省份和行业影响最大，因此财政资源严重错配。

政府对银行的所有权有助于解决信贷市场失灵问题，稳定整个商业周期的信贷供给。然而，它也可能最终服务于政治利益并导致财政资源的错配。这一专栏提供了新的证据，证明国有银行系统地按照当权者的政治动机进行战略性信贷再分配。分析了土耳其所有借贷和经济活动的地域分布，表明中央政府可以利用国有银行的商业借贷来支持地方选举中的盟友。

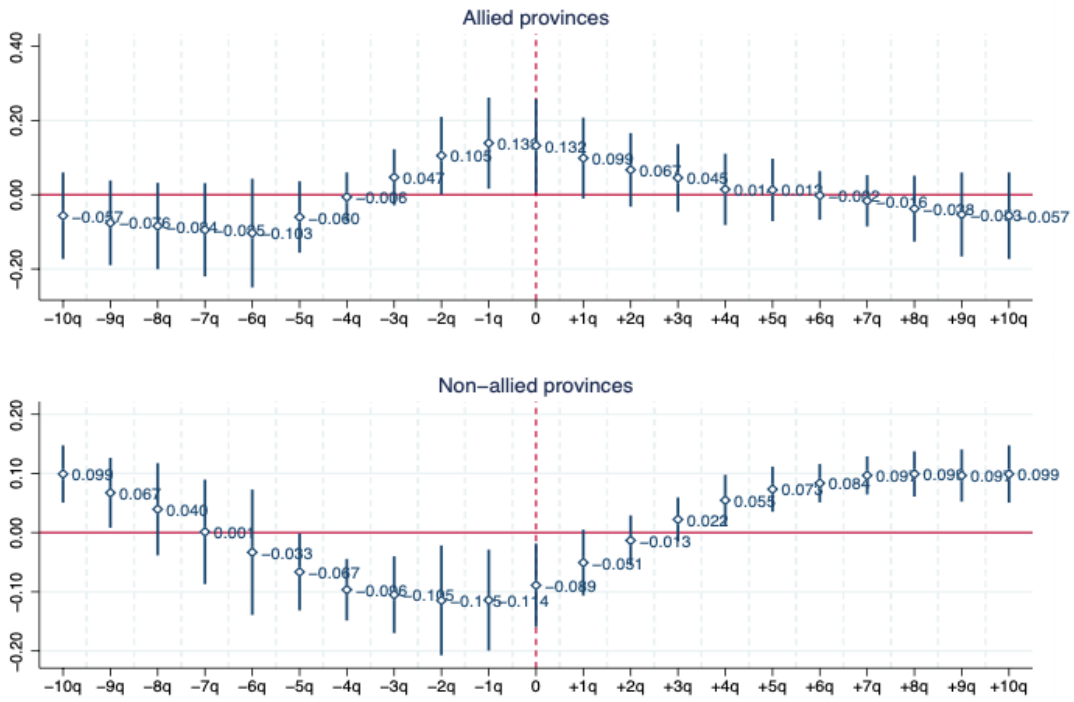
2008-2009 年的大衰退导致欧洲和其他地方的政府对银行进行救助，从而增加了金融部门的国有银行。这引发了关于国家银行贷款的经济成本和效益的新一轮辩论。一方面，建立在 La Porta 等人（2002）、Mian（2003）和 Dinç（2005）基础上的大型文献认为，国有银行的贷款效率低下，受制于政治，并与经济增长放缓有关。另一方面，国有银行可以帮助解决由于信息不对称而导致的信贷市场失灵（Stiglitz，1993），并可能在整个商业周期，特别是在金融危机期间，带来更稳定的信贷收益（Bertay 等，2015）。

在最近的一篇论文（Bircan，Saka，2019）中，我们研究了过去 15 年政治影响对土耳其国家银行信贷的存在和后果。这一时期的特点是中央政府中只有一个政党，它对三家国有银行拥有直接的权力，这些银行在全国范围内运营，控制着大约三分之一的银行资产。在我们的方法中，我们利用各省在地方选举期间执政党面临的政治竞争中的差异以及新的银行贷款季度数据集来确定政治性贷款的确切时间。

我们记录了两组研究结果。首先，与私人银行相比，国有银行围绕地方选举进行战

略贷款。与早期文献相比，我们发现在地方选举之前，国有银行抑制了该国的总信贷，之后又增加了总信贷。然而，这一结果是由政治联盟所定义的选区之间的跨部门信贷再分配和选举竞争程度所驱动的。

特别是，与私营银行相比，土耳其的国有银行在现任市长隶属于执政党的省份放贷更多，并且在地方选举的筹备过程中面临来自反对者的强烈政治竞争。相比之下，同样的国有银行却减少了在竞争同样激烈的省份的放贷，但现任市长来自反对党（见图 1）。



图一

资料来源：Bircan 和 Saka（2019）。

注：该图显示了按银行类型和省份对季度银行信贷数据估计的三重差异回归结果。每个绘制的系数来自单一回归。估计值周围的条形图显示 90%的置信区间。每个小组分别报告政治上结盟和不结盟省份的估计数。红色虚线表示地方选举季。

这两种影响（盟国地区国家银行信贷的相对增加以及反对地区的减少）都发生在地方选举日期之前，并且在选举季度或之前的四分之一之前达到峰值，然后在选举后迅速消散。这为战略再分配理论提供了支持，该理论预测政府将公共资源（在这指国有银行的贷款）作为一种战略工具用于连任（Dixit 和 Londregan，1996）。

与通常以地方经济表现来评判地方政治家的论点相一致，我们发现信贷周期主要是

由企业贷款驱动的，而不是出现在消费者信贷中。这符合这样一种观点，即选民对经济增长的驱动力信息不完全，他们将经济表现的波动主要归因于现任市长。因此，我们的研究结果表明，通过在选举前战略性地重新分配公司信贷，政客们间接地将创造就业机会和投资作为目标，以增加他们自己市长候选人的选举机会。

各省贷款行为的这些系统性差异意味着政府可能会对国有银行施加影响，以根据执政党的目标确定信贷的地理分布。如果借款人无法转换贷方，这种重新分配可能会产生实际后果，这意味着政治诱导贷款可能会缓解对结盟省份的信贷约束，并加剧不结盟省份的信贷约束。

我们的第二组研究结果提供了当地经济活动受这种再分配影响的证据。我们利用从土耳其所有正式注册公司收集的行政数据，汇总到行业和省一级，以记录这些研究结果。尤其是，如果现任市长来自反对党，那么在地方选举之前，在政治上有争议的省份中，国有银行贷款份额较高的行业的就业、销售和资产都会大幅减少。如果现任市长来自执政党，我们会发现各省的情况完全相反。

根据这种经济活动的重新分配是由政治借贷周期驱动的解释，我们发现向企业部门提供的信贷遵循相同的模式。在政治上不结盟的省份，企业似乎无法围绕地方选举转换放贷机构，并受到财政约束，尤其是在获得长期信贷方面。相比之下，在地方选举之前，与执政党结盟的省份的企业更容易获得信贷。

政治性贷款是否会导致资源配置不当？我们的研究结果表明，在地方选举前的信贷增长受到反对省份的影响，特别是那些最初效率较高的行业，以其资产回报率来衡量。随着各行业通过减少就业和资产来应对紧缩的财政约束，政治性贷款可能会对这些地区的总生产率和增长产生长期的不利影响。

我们还发现证据表明，选民会对经济活动的变化做出反应，特别是在地方选举前制造业就业方面。这意味着，尽管信贷周期可能产生扭曲效应，但这些政策最终可能会与选民产生良好的共鸣。

这些发现对国有制在银行业中的作用具有重要意义。特别是，新兴民主国家（如土耳其）的中央政府有强烈的动机通过国家银行贷款影响实际的经济活动，以支持政治盟友或阻碍反对者。这种扭曲效应可能会加剧经济不平等，并在政治偏好不同的地区造成结构性分歧。在缺乏适当的制衡措施的情况下，处于政治权力者的错误立场的代价可能超过危机期间更大程度的贷款稳定带来的优势。

原文链接：https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3321599

作者单位：欧洲复兴开发银行；苏塞克斯大学，伦敦经济政治学院

2、评估金融网络中的蔓延风险

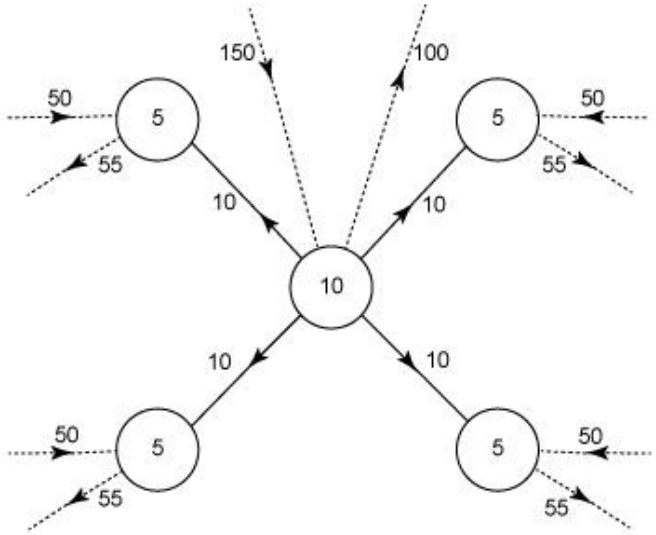
作者：Fernando Duarte；Collin Jones；Francisco Ruela，陈书菲 编译

导读：在编制 2008 年金融危机的关键措施清单时，交易对手风险是最危险的。金融危机期间，有关哪家金融机构将成为下一个对债权人违约的金融机构，以及在那之后又会出现哪家机构违约的猜测，主导了新闻周期。自那以来，试图理解并量化违约溢出效应（the default spillover）的研究呈爆炸式增长，而违约溢出效应可能会因交易对手风险而产生。这是两篇分析金融网络通过这种溢出渠道传染的文章中的第一篇。本文介绍一个框架，最初是由 Eisenberg 和 Noe 开发的。

具有传染性的金融网络

我们首先把金融公司想象成网络中的节点。节点之间的连接表示企业之间的净借贷（即借款减去贷款）。如果 A 是 B 的净借贷者，那么节点 A 和节点 B 之间存在联系。此外，节点可以向更广泛的经济体借款和放贷，我们称之为外部部门。下图取自 Glasserman 和 Young（这里是非官方版本），展示了一个简单网络的示例。起源于中心节点并指向四个外围节点的四个箭头表示中心节点欠每个外围节点 10。换句话说，中心节点是其他每个节点的净借贷者。外围节点之间没有净借贷。对于这个网络，我们说中心节点的内部负债为 40，而每个外围节点的内部资产为 10。

A Simple Network



Source: Glasserman and Young. 2015. "How Likely Is Contagion in Financial Networks?" *Journal of Banking and Finance* 50: 383-99.

除了在网络内部的借贷外，中心节点还从外部部门借入 100，并向外部部门借出 150，这些外部部门由虚线表示，虚线上的箭头指向中心节点内外。因此，中央节点有 100 的外部负债和 150 的外部资产。所有资产和所有负债之间的差额给出了每个节点的净资产。中心节点的净值为 10，显示在表示该节点的圆圈内。每个外围节点的外部资产为 50，外部负债为 55，相对于中心节点的内部资产为 10，净资产为 5。

初始损失和传播

当一些损失发生时，行动就开始了。我们假定最初的损失发生在外部部门。此类损失的一个例子是银行持有的住宅抵押贷款违约率上升。

对于足够高的初始损失，网络中的一些节点将无法全额偿付其债权人（其他节点和外部部门）。第一张多米诺骨牌已经倒下。违约节点的所有债务，包括网络之外的节点，都按比例减记，债权人只收到他们承诺支付的一小部分。注意，在按比例分配的情况下，节点要么对所有债权人违约，要么不违约。当某个节点的债权人没有得到全额偿付时，他们自己可能无法偿付自己的债权人。违约交易对手方的损失反过来可能引发其他机构进一步违约，引发违约级联。因此，初始损失在网络内部得到传播和放大。

为了理解这是如何工作的，让我们看看当第一个图中中心节点的外部资产损失为 94 时会发生什么。这个中心节点的外部资产从 150 减少到 56。负债总额最初为 140。在初始损失之后，按比例分配，每个负债被削减到 40%，因为中心节点只剩下 56。每个外

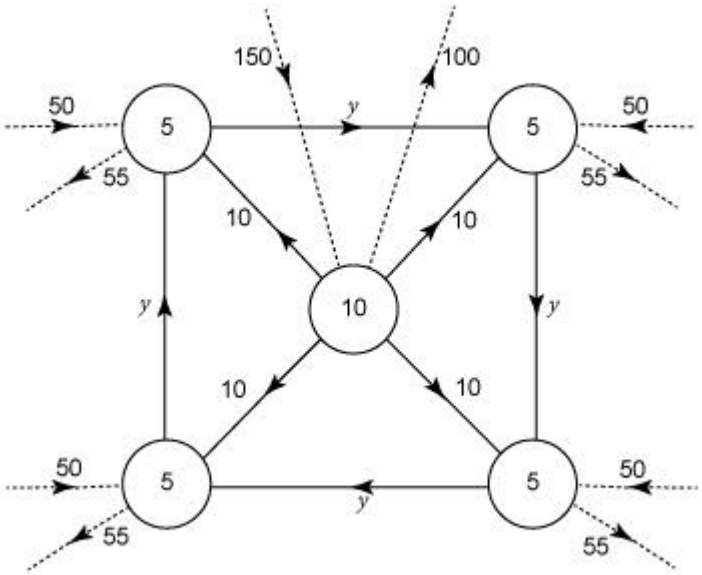
围节点还剩下 54 的资产和 55 的负债，足以支付它们的大部分负债，但不足以避免某些债务违约。

我们按照 Glasserman 和 Young 提出的“系统性损失”的定义，即“系统中所有实体的资产价值损失总和”。在此计算中，总损失为 182（94+84+1*4）。请注意，任何大于 80 的冲击都会导致违约级联，但任何大于 10 的冲击都会导致放大损失。

连接和放大

下一个图显示了一个更复杂的网络，描述了与之前相同的网络，只是现在有一个大小为 y 的义务循环连接外围节点。现在，如果中央节点在遭受冲击后损失了 80 多的外部资产，就会出现更严重的违约级联。每个外围节点不仅对其网络外的债权人违约，而且对其一个外围邻居违约。假设对中心节点的初始冲击为 94 且 y = 10，则当冲击完全通过网络传播后，可以计算出外围节点内部负债的最终值。所有外围节点系统总损失为 182.73，再次大于初始冲击值。

A More Complicated Network



Source: Glasserman and Young. 2015.

除了简单的多米诺骨牌违约溢出效应之外，还有其他几个因素可能加剧违约级联的经济损失，包括延迟支付、低效清算、罚款、法律费用，以及更广泛地说，对实体经济提供金融中介服务的中断。

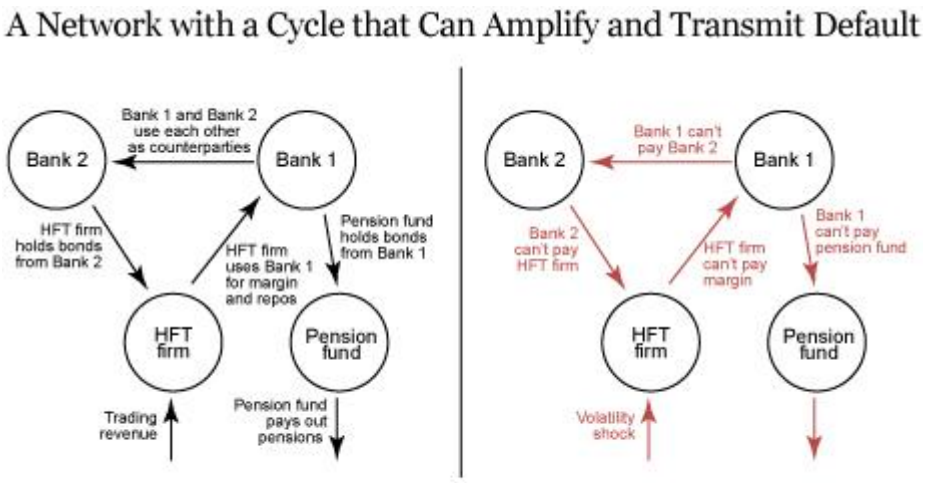
断开的网络

为了量化来自网络结构（而不是初始损失）的损失，我们将系统（网络加上外部部门）的损失与假设系统（其中网络内部的所有连接都已断开）的损失进行了比较。这个假设的断开连接的系统删除了原始网络中所有节点之间的连接，但与外部扇区的连接完好无损。我们还假设，通过为每个节点创建一个对外部部门的虚拟索赔，该索赔的价值等于被删除的所有连接的净值，从而保持每个节点的净值不变。根据已删除连接的净值符号，新的虚构索赔可以是资产或负债。如果它是一项资产，我们假设它不受影响外部资产的初始冲击，保持初始损失与原始网络相同。如果新的虚构索赔是一项负债，我们假定它与所有其他负债具有相同的优先级。在违约的情况下，新的虚拟负债与所有其他非虚拟负债一样按比例扣减。

如果初始冲击值为 94，则只有中心节点会在断开的网络中违约，这意味着系统的损失将等于初始冲击值（94）加上冲击值减去违约节点的原始财富（94-10），总计 178（94+84）。连接系统下的损失与断开系统下的损失之比为“网络有多重要”这个问题提供了一个自然的答案。我们可以看到，在第一个示例中，这个比率等于 2.3%（(182-178）/178），在第二个示例中，这个比率等于 2.66%（(182.73-178）/178）。在第二种情况下，较高的损失率反映了这样一个事实，即它涉及更多连接网络的实施。

假设情景

我们还可以使用这个框架来考虑未来的假设场景。下一个图展示了一个场景，其中银行、高频交易（HFT）公司和养老基金交易对手方是潜在交易网络的一个例子。我们选择这个例子是为了强调金融系统中非常不同的部分，它们之间没有直接的联系，看起来也没有关联，比如神秘的高频交易公司和数百万人使用的养老基金，它们之间甚至会有超过两个或两个以上程度的分离，也会产生溢出效应。假设我们观察到股票价格的意外下跌，这给高频交易公司造成了巨大的初始损失，但在网络的其他节点上没有损失。如果损失足够大，这家高频交易公司将被迫对 Bank1 违约。如果对 Bank1 的违约足够严重，那么 Bank1 也一定违约，从而给 Bank2 和养老基金造成损失。Bank2 的损失反过来又会给这家高频交易公司带来进一步的损失，引发新一轮违约。这也意味着，由于该网络的结构，养老基金的损失继续扩大。



Notes: Initial default by the high-frequency trading (HFT) firm can create losses at "far away" nodes, like the pension fund, and even increase the HFT firm's losses further through a chain of defaults.

人们可以看到，金融冲击是如何轻易地在整个体系中蔓延，并影响到那些“远离”最初冲击的企业。但这些违约级联在实践中会有多糟糕呢？在我们的下一篇文章中找到答案，这篇文章的特色是对美国金融体系违约溢出的界限进行实证分析。

原文链接：https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/06/assessing-contagion-risk-in-a-financial-network.html

作者单位：纽约联邦储备银行

声　明

国际研究镜鉴

主编：胡滨

本期责编：刘亮

本期编译：陈书菲

《国际研究镜鉴（Financial Regulation Research International）》为内部交流刊物，报告中所引用的信息均来源于公开资料，中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地（以下简称“研究基地”）对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。文中的观点、内容、结论仅供参考，研究基地不承担因使用本信息材料而产生的任何责任。本刊物的文字内容归研究基地所有，任何单位及个人未经许可，不得擅自转载使用。

中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地是由中国社会科学院批准设立的院级非实体性研究单位，由中国社会科学院金融研究所作为主管单位，专门从事金融法律与金融监管领域的重要理论和实际问题研究。

地址：中国北京朝阳区曙光西里 28 号中冶大厦 11 层 1101 室

邮编：100028

网址：http://www.flr-cass.org

电话：+(8610)59868205

E-mail: flr-cass@cass.org.cn