

## 金融韧性问题研究进展\*

徐浩 朱小梅

**摘要:**金融韧性指金融系统在压力态势下的风险抵御、适应调整及恢复能力,在一国(地区)防范和化解相关金融风险、维护金融安全的过程中具有重要作用。长期以来,各国金融体系频繁遭遇技术变革、气候变化等诸多不确定性因素冲击,如何提升金融系统对外部不利冲击的韧性水平成为近年来理论和实务界关注和研究的重要宏观经济问题。本文旨在对金融韧性的相关研究进展进行梳理和评述,着重分析了金融韧性的概念、测量方法、影响因素,以及金融韧性的经济效应问题,在此基础上探讨了现有研究的不足以及未来的研究方向。

**关键词:**韧性 金融韧性 实体经济 金融体系

韧性(resilience)是社会或生态系统所具备的抵御外部不确定性冲击并使其在压力态势下恢复到稳定或均衡状态的能力(Rifkin, 2023)。过去,韧性问题的研究多集中在生态韧性(ecological resilience)、城市韧性(urban resilience)、经济韧性(economic resilience)等领域。2008年国际金融危机的爆发使得宏观经济学界进一步反思金融体系的危机应对能力,如何重塑金融韧性(financial resilience)随之成为学界和金融监管当局讨论和研究的重要课题(BCBS, 2011; Cecchetti et al, 2010)。经验表明,增强金融韧性对于提高金融体系防范和化解重大金融风险的能力(Hynes et al, 2020)、发挥金融促进实体经济高质量发展的作用具有重要意义(Goldfajn et al, 2003; Chen & He, 2022)。在政策层面,金融韧性也对新形势下—国有效应对国际经济金融周期波动、适应相关国家货币政策调整、平滑金融技术变革及气候变化风险、提升金融安全的治理能力等具有较强的政策创新引导作用。

2018年以来,中国经济与金融发展面临的外部压力明显增大,新型风险因素不断增多,面对复杂局面,同年12月召开的中央经济工作会议提出要通过深化改革建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场的目标<sup>①</sup>。2019年2月中共中央政治局第十三次集体学习时,习近平总书记再次强调建设具有韧性的资本市场的重要性<sup>②</sup>。党的二十大报告也明确提出,必须坚定不移贯彻总体国家安全观,强化经济、重大基础设施、金融等安全保障体系建设,推进国家安全体系和能力现代化<sup>③</sup>。在此背景下,深化对金融韧性问题的研究对于丰富金融安全及金融治理的研究成果、发挥金融功能推动疫后中国乃至世界经济的恢复、维护国际金融体系的安全稳定都具有重要的理论与现实意义。

\* 徐浩、朱小梅,湖北大学商学院,邮政编码:430062,电子邮箱:401473445@qq.com。基金项目:国家社会科学基金项目(19BJL105)、教育部人文社会科学项目(19YJC790100)。感谢匿名审稿人的修改建议,文责自负。

①新华社:《中央经济工作会议明确资本市场改革方向》, [https://www.gov.cn/xinwen/2018-12/21/content\\_5350985.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2018-12/21/content_5350985.htm)。

②新华社:《习近平主持中共中央政治局第十三次集体学习并讲话》, [https://www.gov.cn/xinwen/2019-02/23/content\\_5367953.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2019-02/23/content_5367953.htm)。

③习近平:《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》,《人民日报》2022年10月26日。

鉴于此,本文就金融韧性的主要研究成果和发展脉络进行梳理和评述,着重从金融韧性的概念与测量、金融韧性的影响因素、金融韧性的经济效应四个方面进行分析,以期为我国金融韧性的理论研究和政策实践提供有益参考和借鉴。

## 一、金融韧性的概念研究

学术界已经对自然科学及经济领域的韧性问题进行过深入探讨,并形成了一定的研究成果(Serfilippi & Ramnath, 2018; Seville, 2008)。梳理相关文献发现,金融韧性的概念研究也是在此基础上进行的。但因金融韧性涉及多个主体,因而当前研究对金融韧性的概念界定并未形成一致意见。首先,对于什么是金融韧性,学者们尚无统一定义,金融韧性在有些文献中也被表述为金融稳定(financial stability)或金融稳健性(financial soundness)。其次,根据研究视角和主体划分不同,金融韧性又可以分为金融系统和个体(个人及家庭)的金融韧性两个方面。前者的研究内容包括整个金融体系或金融子系统,后者则涵盖个人及家庭的金融资产或金融行为对不利冲击的韧性。

### (一)金融体系韧性的概念研究

从金融体系整体角度看,金融韧性通常指金融系统对外部冲击的抵御、恢复能力及其对经济、社会、生态环境变化的适应调整与学习转换能力(Bailey, 2022)。文献对其内涵界定相对零散,但概括起来,金融韧性的概念具体包括三个方面:金融系统的稳定性韧性、适应性韧性和学习转换(转型升级)能力特性(Berry et al, 2015)。稳定性韧性反映的是金融系统在遭受冲击时的状态。此语境强调金融体系的低系统性风险,即金融体系遭受外部冲击时的不易动荡、维持均衡的一种状态,这种状态与金融稳定类似。事实上,金融稳定作为诸多国家(地区)的经济政策目标,也是金融韧性的重要组成部分之一。适应性韧性是金融体系对现实经济世界环境变化的适应调整能力,它进一步反映了金融体系在系统性风险中迅速恢复功能时所需的应对能力。当冲击(干扰)超过金融体系维持自身稳定的阈值时,金融系统的结构或功能就会发生改变,一般会呈现新的稳定或均衡状态;如果金融体系有足够的灵活性或保有一定的安全缓冲资源,其适应性韧性也会更强。学习转换特性反映的是金融体系的自我学习或转型升级能力。在经历危机后,金融系统进行自我革新的速度越快,就表明其韧性越强。这种特性也与2008年国际金融危机后各国积极推进的金融监管改革有着高度的逻辑一致性,其作为金融发展或金融体系是否具有韧性的重要评价标准之一,自然也就被学者们纳入金融韧性的概念研究框架当中。

在此基础上,后续研究根据不同的侧重点对金融韧性的概念进行了不同的界定,主要涉及银行和资本市场两个金融子系统。Chattha & Archer(2016)认为,银行系统韧性反映的是银行的资本充足程度及其损失吸收能力、偿付能力和提供融资能力的强弱。Bologna(2010)基于2008年国际金融危机的背景,分别从资产和负债端对银行系统韧性概念进行了界定。关于资本市场韧性,有学者将其定义为外汇、股票、债券三个子市场受到冲击后调整到初始状态的能力和实现新的增长路径所需要的平均时间(Tang et al, 2022)。也有学者从流动性的角度出发,将金融市场韧性定义为核心融资市场在冲击下的资源配置能力,即在短期流动性冲击下,金融市场能否安全发行或交易金融和非金融机构的证券并继续保持为实体经济投融资的能力(Anderson et al, 2015; Fontaine et al, 2009)。

### (二)个人及家庭金融韧性的概念研究

个人或家庭作为金融市场的重要参与者,其持有的金融资产及实施的金融行为会对整个金融体系的安全稳定产生重要影响。2007年美国次贷危机前夕,多数美国家庭因宽松的个人住房抵押和按揭条款过度负债,因而背负大量房地产债务。但当多数家庭因金融脆弱性或缺乏金融韧性而陷入金融困境时,就会出现大规模的住房债务违约情形。违约发生后,金融机构也因持有的天量房地产次级债务而蒙受巨额损失,从而直接导致次贷危机的爆发。因此,从个人或家庭的角度探讨金融韧性,也有助于我们进一步理解美国次贷危机爆发的深层次原因。

何为个体(个人或家庭)的金融韧性?这部分的概念涉及两个方面:一是个体对金融资源的控制能力;二是个体的金融行为能否使其在金融压力中重新获得生计,并恢复到稳定状态的能力。家庭的净金融资产保有量、健康的财务规划是家庭金融韧性的重要评判标准。当遭遇金融困境时,个人或家庭可以动用的金融资产(现金或流动性金融资产)越多,则越可以有效缓解因意外支出引起的不利金融冲击。当家庭成员凭借较高的金融素养做出正确的金融决策如保持适度储蓄率和家庭杠杆率时,家庭的金融资产或金融行为在不利冲击中的韧性会更强。基于这一认识,Jayasinghe et al(2020)、McKnight(2019)、Salignac et al(2019)和 Jacobsen et al(2009)将金融韧性定义为个体在金融困境中获取金融资源支持及其金融行为帮助个体恢复到稳定状态的能力。

## 二、金融韧性的测量研究

已有研究对金融韧性的测度主要有两种情形:第一是运用压力测试法和综合指标法对金融体系韧性水平进行测量;第二是运用问卷调查法对个人及家庭的金融韧性进行测量。在对金融体系韧性的测度方面,传统做法是使用压力测试法对金融系统在不同压力情景下的韧性水平进行分析。随着研究的深入,学者们对金融韧性的内在特性和影响因素有了进一步认识,构造金融韧性代理变量的综合指标法成为测度金融体系韧性的新手段,这也是目前金融韧性测度领域的主流研究方法。另外,随着数字技术的进步,使用网络问卷调查法对个体的金融韧性进行分析评价也是近年来韧性测度研究的新趋势。

### (一)压力测试法

压力测试法(stress test)是衡量金融系统韧性的传统方法之一,通常被金融监管机构(中央银行)和金融公司(银行和保险公司)用于评估金融部门在压力期间的韧性表现(BIS, 2004; Galbusera et al, 2014)。压力测试法具体包括四个步骤:第一,设定风险敞口。金融系统面临的风险敞口包括系统性风险、流动性风险、银行传染风险等。第二,情景仿真分析。可以是单一风险冲击,也可以是多个风险因素同时变化的多变量情景分析。冲击水平的设定主要有最差情景法和给定阈值冲击法。第三,理论模型选择。通常要考虑风险冲击与测试对象间的相互关系。第四,结果分析。评估金融系统对冲击的抵御能力、遭受的潜在损失及在冲击过后的调整恢复能力(Galbusera et al, 2014)。

从操作实践看,银行系统的压力测试是通过信用风险、市场风险和流动性风险等情景设定来评估银行部门在不同压力条件下的韧性水平。Ghosh et al(2020)、Sarker & Nahar(2018)基于上述方法对孟加拉国银行系统的韧性水平进行了评估。美联储(FRS, 2021)使用压力测试法定期对美国23家大型金融机构的韧性水平进行测度并披露测试结果。2021年6月,美联储发布了“《多德-弗兰克法案》2021年压力测试”(Dodd-Frank Act Stress Test, DFAST)的阶段性报告,该报告的结果显示,即使在严重的全球经济衰退、资产价格大跌、失业率激增的极端压力情景下,美国的大型银行仍能保持较高的韧性水平。除了对银行韧性进行测度外,也有文献使用压力测试法对不同金融机构组成的金融系统网络韧性(Amini et al, 2012)、债券市场韧性(Baranova et al, 2017)进行测度,如Anand et al(2013)构建了由国内银行、国外银行和相关公司组成的金融系统网络模型并使用压力测试法度量了该系统网络在公司违约率急剧上升和资产价格下跌情景下的韧性水平。虽然压力测试法具有特定的操作流程,在评估金融机构对不同类型风险的韧性方面也具有较高灵活性,但因其属于人为设置的情景分析模式,难以反映真实变动的金融风险环境和高度不确定的外部金融冲击,容易造成测量误差问题。

### (二)综合指标法

综合指标法基于金融韧性的相关概念,首先构造出反映韧性内在特性的综合指标体系,随后再运用计量模型合成综合指数对金融体系韧性水平进行进一步分析和评价。这部分文献主要分为整

体视角下金融系统韧性测度和金融子系统(金融机构)韧性水平测度两个方面。

在对整个金融体系韧性进行综合评估时,Berry et al(2015)使用金融机构多样性、市场集中度、金融系统互联程度、金融系统规模、金融资产构成、金融体系的核心与非核心负债风险、金融系统透明度指数、银行业杠杆率等指标构造了韧性综合指数,用以衡量金融体系的整体韧性水平。Guettafi & Laib(2016)在 Berry et al(2015)研究的基础上,使用变量的几何平均方法构造了韧性综合指数,进而对阿尔及利亚金融系统韧性水平进行了测度分析。

金融子系统韧性测度研究主要集中在证券部门和银行领域。Wójcik & Cojoianu(2018)使用证券业就业人数、行业空间分布、薪酬变动、男性与女性从业人员数量比等指标对美国证券机构在 2008—2016 年间的韧性进行实证分析时发现,此期间美国证券业在就业、薪酬、卖方行业地位等方面经历了重大调整,证券部门的危机抵御能力高度不平衡,韧性水平较低。银行系统韧性测度指标则包括基于传统的财务会计指标和基于市场的度量指标两个方面。前者使用资本充足率(CAR)、资产回报率(ROA)、流动性覆盖比率(LCR)等指标构建银行韧性指数,对宏观经济不稳定期间的银行系统韧性进行分析和评价(Dovern et al, 2010; Swamy, 2013a)。但有学者指出,传统的财务会计指标可能无法衡量金融机构的增长潜力和行业面对混乱时的适应调整能力,从而错误估计金融机构韧性(Markman & Venzin, 2014),后续研究开始构建基于市场的综合指标用以衡量银行系统的韧性水平。MacDonald & Oordt(2017)在研究中使用银行日度数据构建了由资本比率、违约可能性、风险暴露水平、短期边际预期缺口和长期边际预期缺口 5 个指标构成的综合指数,对国际金融危机爆发以来加拿大、美国、欧盟、澳大利亚和英国的银行系统韧性水平进行了测量和比较。Ruza et al(2019)运用多因素分析法构建了一个由银行杠杆率、银行同业拆借依赖度、银行资产规模及其结构、国际风险敞口、市场集中度、所有权归属、银行部门证券化风险敞口和家庭债务水平等变量组成的韧性—稳定性综合指数(CI),进而对 G7 国家以及西班牙和葡萄牙 2004—2015 年间的银行体系韧性进行比较研究发现,相关国家银行体系韧性总体上虽有提升,但在国际金融危机前后的分化较为明显。从以上分析也可以看出,综合指标法不仅能客观反映金融体系的综合韧性及各个子维度的韧性水平和相互关联性,也能进一步就影响金融体系韧性的相关因素进行识别和检验,有利于研究者对金融韧性的测度和影响因素问题展开深入分析。但在实际应用中,学者们对如何构建科学全面的综合指标体系仍然存在一定分歧,这可能将导致金融韧性的测度结果存在巨大差异。

### (三)问卷调查法

问卷调查法主要用于对个人及家庭金融韧性的测量。得益于数字网络技术的发展,现有研究多以网络问卷调查的方式对受访者的金融韧性状况进行分析和评价,该方法是当前个体金融韧性测度领域新兴的最具效率的研究方法之一。其具体做法是,研究者首先设置衡量个体金融韧性水平的指标,接着在评价指标下设置若干问题,根据受访者回答问题的得分情况对个体的金融韧性水平进行测量和评价。Hamid et al(2023)基于个人金融韧性的构成要素,使用了财务预算、债务履约能力、财务缓冲、理财规划等指标对马来西亚 3395 名网络受访者的金融韧性水平进行了测量。他们在评价指标下设置若干问题,受访者先根据自身情况对各问题进行主观打分,之后调查者根据评价项目的重要性对各个项目赋予权重,最后再将各维度分值加总作为衡量个人金融韧性水平的变量。Salignac et al(2019)在对澳大利亚 1496 名成年人的金融韧性的测度研究中,设置的调查问卷包括个体获得经济资源支持的能力、金融服务可获得性、金融素养水平高低和社会关系构成的 4 个维度,他们在每个维度下设置 3~5 个问题,每个问题赋分 1~4 分,根据受访者主观打分值,将各维度项下的平均值加总得出最终的个人金融韧性得分。

此外,最近的研究也基于市场或官方调查机构设置的调查问卷,对一国家金融韧性水平进行测度分析。例如,Donaldson et al(2021)采用西摩金融韧性指数(Seymour Financial Resilience Index)跟踪和衡量了加拿大家庭在新冠疫情期间的金融韧性水平。西摩金融韧性指数是西摩咨询公司依据

家庭的金融资产或金融行为以在线问卷调查的方式构造的综合指数,由家庭的流动性储蓄缓冲、当前及未来可能面临的金融压力、实现短期储蓄目标的能力及信心、债务管理能力、家庭成员的信用评分等指标量化合成。依据该指数,研究者最后对加拿大家庭金融韧性水平的等级进行了划分。McKnight & Rucci(2020)认为,欧洲中央银行家庭金融和消费调查(HFCS)数据库使用的统计口径和相关数据也是家庭金融韧性的重要评价标准,利用这一数据库,他们选取家庭的负债收入比、消费信贷收入比、负债资产比和总储蓄率4个指标作为测度欧洲各国家庭金融韧性水平的变量。需要指出的是,虽然问卷调查法在测度个体金融韧性方面具有较高效率,但它对调查人员的专业性要求较高,同时也无法避免因受访者的主观随意性导致的问卷无效问题。

### 三、金融韧性的影响因素研究

金融韧性不仅与金融系统自身的结构特征有关,也与宏观金融环境、金融发展水平等外部因素有着密切关系。同时,经济干预政策对金融韧性水平也具有调节作用。现有文献主要是从金融因素和经济政策干预两个角度对金融韧性的影响因素进行探讨。

#### (一)金融因素

从现有研究来看,影响金融韧性的金融相关因素具体包括四个方面,分别是金融结构、金融环境、金融发展水平和金融素养因素。

1. 金融结构因素。金融结构(financial structure)是指构成金融总体的各个组成部分的分布、相对规模、相互关系与配合状态,包括金融部门设置比例及其构成的金融体系结构、金融机构不同资产及负债活动所形成的金融业务结构等。金融体系的韧性水平首先受自身结构组成及其差异的影响(Peron et al, 2012)。

(1)金融系统网络结构因素。金融系统网络结构依赖于网络或复杂系统分析,将金融系统描述为不同金融行为者构成的复杂动态网络。通常,这些动态网络由节点和链接路径构成,节点代表金融行为者,链接路径代表合同或其他类型的债权债务关系。这些金融行为者通过在金融市场的相互敞口直接连接,并通过持有相似的投资组合而间接连接。金融系统网络结构理论提供了一个工具来记录金融体系对风险传染的韧性以及这种韧性如何受金融结构的影响(Anand et al, 2013; Bardoscia et al, 2021)。

当前的金融系统网络结构研究主要涉及两种类型,第一类是具有“核心—外围”特征的金融系统网络。例如,Alves et al(2013)使用53家欧盟大型银行之间的风险敞口数据构建了一个具有“核心—外围”特征的金融网络动态模型,通过模拟不同类型的风险冲击后发现,在负面冲击较小的情况下,这种结构的金融系统网络有助于提高银行的韧性水平。然而,此种结构也可能导致银行体系更加脆弱,因为处于中心地位的银行是作为减震器还是作为风险传染源的角色是不确定的。Berry et al(2015)对这一问题进行了进一步探讨,认为具有“核心—外围”特征的金融网络结构在2008年国际金融危机爆发之前被认为是具有韧性的,但随着核心金融机构的债权和复杂衍生工具膨胀至某一临界点上,这些中心机构就会成为风险传染源而不是减震器,当危机发生时,它们作为金融风险的“超级传播者”,会加速降低整个金融体系的韧性。Nier et al(2007)和Gai & Kapadia(2010)的观点与Berry et al(2015)类似,认为金融系统网络结构与金融体系韧性之间存在非线性的关系,在金融系统资本状况较好的情况下,更大更复杂的金融系统网络结构会降低系统内风险传染的可能性,但当金融系统的资本状况恶化时,它会放大风险传播效应,并对整个金融体系韧性产生不利影响。第二类研究则探讨了具有“多中心”特征的金融系统网络结构如何影响金融体系韧性的问题。Allen & Babus(2008)、Salter & Tarko(2017)认为,具有“多中心”特征的金融结构有助于金融体系韧性提升。这是因为,多中心系统保留了机构的多样性,使得金融体系往往具有更高的风险分散和风险吸收能力。而且,由于金融机构异质性的存在,风险冲击不会以同样的方式同时影响整个网络系统。在这

种情形下,机构间的联系越紧密,金融系统网络韧性越强。

(2)其他金融结构因素。Selmier(2016)以澳大利亚、巴西、加拿大和中国作为考察对象进行研究,相较于银行主导型的金融体系,市场主导型的金融系统对外部不利冲击的韧性更强。Allen et al(2012)对市场主导与银行主导型的金融体系及其韧性问题也进行了详细探讨。与 Selmier(2016)不同,他们使用具有广泛代表性的 69 个国家的跨国面板数据对两种类型的金融体系的韧性水平进行实证检验时发现,在 1970—2009 年间的历次银行业危机和市场崩盘事件中,以银行为主导的新兴经济体的金融韧性显著低于以市场为主导的发达经济体。此外,也有学者聚焦于不同国家的银行体系结构差异对股票市场韧性的影响。Danisman et al(2021)使用 2020 年 1 月至 2020 年 7 月间 66 个国家的样本数据,研究新冠疫情期间不同的银行业结构对股票市场韧性的影响,结果发现,在银行系统更加集中、外资银行及外币计价资产占比较大的国家,其股票市场对疫情冲击的韧性更强。

金融机构不同的业务类型也会对金融韧性产生影响。现有文献多从银行系统的收入和融资来源角度进行分析。从当前的研究结论看,学者们普遍认为收入结构多元化有利于提升银行系统的韧性水平。Vallascas & Keasey(2012)在以欧洲上市银行作为样本的实证研究中发现,银行系统的韧性水平与其非利息收入份额间存在显著的正相关性。相应地,Baselga Pascual et al(2018)使用 GMM 动态面板数据模型实证分析了收入来源多元化对欧元区银行韧性的影响。他们基于利息、净佣金交易和其他营业收入构建了收入多样化指数以表征银行不同类型收入的构成,结果表明,收入多样化显著提高了欧元区银行体系的韧性水平。在融资来源对银行体系韧性的影响方面,Hawtrey(2009)和 White et al(2008)一致认为,多元且稳定的融资来源可以提升银行体系的韧性水平。

2. 金融环境因素。金融环境因素主要包括金融监管环境和国际金融合作环境两个方面。后危机时代的金融改革及强金融监管、危机反思中愈加紧密的国际金融合作是提升金融体系韧性的重要外部环境因素(Allen et al, 2017)。

(1)金融监管及改革因素。Maxfield & Magaldi de Sousa(2014)认为,对相关国家系统重要性银行开展的风险业务进行严格监管有利于提升其银行体系的韧性水平。Allen et al(2018)认为,2010 年 7 月实施的《多德—弗兰克法案》是大萧条以来规模最大的金融改革,这项改革改善了所有大型银行所处的金融环境,并将金融监管的重点从微观审慎扩展到宏观审慎领域。改革提出的资本、流动性要求以及新的金融业复苏计划对美国金融系统韧性产生了重要影响。Bruni & Lopez(2019)、Bailey(2022)指出,二十国集团(G20)及金融稳定委员会(Financial Stability Board)在 2008 年国际金融危机后推动的金融改革是金融系统实现和保持韧性的重要制度性因素。

(2)金融合作因素。国际金融合作对建立更具韧性的金融体系具有重要作用(Narain et al, 2012)。Guinigundo et al(2021)探讨了在经济金融快速发展和技术突变的背景下,如何通过区域金融合作增强东亚“10+3”国家(东盟 10 国和中日韩 3 国)的金融韧性问题。他们认为亚洲金融危机后,“10+3”国家首次通过携手对话建立的区域金融安全网在帮助该地区渡过 2008 年全球金融危机,以及在经历金融稳定后不久便爆发的欧洲债务危机的过程中发挥着重要的缓冲作用。

作为更大范围内国际金融合作的产物,全球金融安全网(GFSN)的架构安排也有助于国际金融体系韧性水平的提升(Eguren Martin et al, 2020)。具体来看,国际货币基金组织、货币互换协议、区域金融协调机制、中央银行间额度互换等都是国际金融安全网的重要组成部分。在当前的金融环境中,减少危机对国际金融体系所造成的损害以及维护宏观金融稳定的职能由全球金融安全网承担,反映这一事实的是,过去十年中全球金融安全网内的可用融资额增长了 10 倍,达到全球 GDP 的 4%,这些融资额度为相关经济体金融韧性的提升提供了必要的流动性支持和安全缓冲资源(Svirydzenka, 2016; Vinokurov & Levenkov, 2021)。

3. 金融发展因素。可以从宏观和微观两个视角对影响金融韧性的金融发展因素进行梳理。从宏观层面看,金融市场发展对金融体系韧性有重要影响;微观层面的文献则关注普惠金融发展对个

人及家庭金融韧性的影响。

(1)金融市场发展因素。Wooldridge(2020)指出,过去二十年内新兴经济体的金融市场变得更大、更广、更具流动性,其发展有利于增强新兴经济体金融体系的整体韧性。具体来看,金融市场的发展不仅有利于解决新兴经济体的融资问题,也有利于降低其货币错配风险。如本币债券市场的发展使各国政府能够以本币借款,从而部分解决之前加剧新兴经济体危机的货币错配问题。与此同时,金融市场发展只是改变而不会消除新兴经济体金融系统的脆弱性,若国内资本市场一直发展缓慢或缺乏透明度,也可能降低其金融体系的韧性水平。Svirydzenka(2016)、Tang et al(2022)认为,金融市场发展的广度和深度、金融机构的准入是影响金融韧性的两个关键因素。Cecchetti et al(2010)、BIS(2020)指出,金融市场的发展一方面可以促进金融资源的有效分配,为借贷双方及投资者适应并调整投资决策提供有用的价格信号;另一方面可以促进风险分担并降低资产价格的不透明性,从而有助于降低金融市场的脆弱性水平。

(2)普惠金融发展因素。普惠金融,也称金融包容性,指不同收入水平或社会地位的个人获得高效和可供选择的金融服务的机会及可能性。相关研究认为,普惠金融发展不仅能促进金融资源的有效分配,为弱势群体提供平等的储蓄、借贷及参与金融市场的机会,提升他们的收入水平(Bruhn & Love, 2014),也有助于抑制部分人群的非正规信贷来源的增长,改善个体的金融韧性水平(Gash & Gray, 2016; Kass Hanna et al, 2022)。Belayeth Hussain et al(2019)利用世界银行全球普惠金融数据库的数据,探讨了普惠金融发展对孟加拉国相关人群金融韧性的影响。他们将普惠金融定义为金融账户的渗透率及不同群体、不同区域的人群获取储蓄和借贷的便利程度,实证研究发现,接触到普惠金融的人群比未接触到普惠金融服务的人群在金融上更具韧性。从数值看,银行账户持有人的金融韧性是未拥有账户人群的1.4倍。

4. 金融素养因素。根据经济合作与发展组织(OECD, 2005)的定义,金融素养是指个体为提高自身金融福利水平而必须具备的一种综合素质,这种综合素质既包括个体对专业金融概念的认知与理解能力,也包括其选择金融产品和服务、识别金融风险与投资机会的能力。一般来讲,拥有较高金融素养的人群在金融信息获取、解读与处理方面具有一定优势。另外,在对未来的收支规划、资产配置及金融风险管理方面,他们也更倾向于做出正确的金融决策。相应地,当遭遇外部不利的金融风险冲击时,这类群体的金融韧性也会更强。为便于比较个体金融素养差异所对应的金融韧性水平,Hamid et al(2023)在研究中将个人金融素养分为低、中、高三个等级,并使用logit模型对个人金融素养与金融韧性的关系进行回归分析发现,相对于较低的金融素养水平,具有中等和较高金融素养的个人金融韧性更强。Lusardi et al(2021)探讨了美国相关人群的金融素养与金融韧性之间的关系。他们使用2020年全球金融素养卓越中心(GFLEC)的相关数据进行研究发现,金融素养高的人群更有可能在未来做出最优的金融决策。换言之,他们更倾向于为应对不确定的金融困境而提前储蓄,这会降低他们未来债务约束的可能性,增强这部分人群的金融韧性水平,而那些缺乏金融素养的群体在未来可能会面临陷入金融困境的风险。不同于上述研究的做法,Kass Hanna et al(2022)关注了消费者数字金融素养的改善对其金融韧性的影响问题,认为近年来消费者数字金融素养的提升增加了个体通过网络终端获得金融服务和其他社会支持的可能性,在随后使用南亚和撒哈拉以南非洲的7个样本国家跨媒体普惠金融数据进行实证研究发现,个体数字金融素养的提升显著提高了这些国家相关群体的金融韧性水平。

## (二)经济政策因素

经济政策在调节金融体系韧性的过程中发挥着重要作用。随着国际金融一体化程度的加深,一国金融体系极易遭受来自内外部金融风险的冲击,实施相应类别的经济干预政策可以有效提高实施主体的金融系统对不利冲击的韧性水平。从现有文献分布来看,经济政策因素共分为三类:宏观审慎政策因素、宏观审慎政策与货币政策协调因素和外汇干预政策因素。

1. 宏观审慎政策因素。宏观审慎政策(macroprudential policy)可以解决因金融体系自身不足而产生的外部性问题来增强金融韧性(Galati & Moessner, 2013, 2018)。这一政策共分为三类:资本限制措施、流动性限制措施和对资金需求者(通常为借款人)的限制措施(Galati & Moessner, 2018; Shin, 2013)。也有机构认为,当前一些欧洲经济体使用的与外汇监管或国际资本流动限制有关的措施也属于宏观审慎政策范畴(BIS, 2022)。现有文献在研究宏观审慎政策与金融体系韧性之间的关系时共分为两种情形:第一是直接考察宏观审慎政策对金融体系韧性的影响;第二是将金融韧性作为中间变量,探讨由宏观审慎政策引致的金融韧性对金融效率产生的影响,有关后者的评述将在“金融韧性的经济效应研究”一节中进行。

研究普遍认为,巴塞尔银行监管委员会(Basel Committee on Banking Supervision)制定和实施的宏观审慎政策对金融系统尤其是银行韧性有重要影响。如《巴塞尔协议Ⅲ》提出的国际银行业最低资本要求、流动性覆盖比率及风险监管标准改善了银行体系资产质量,提高了银行经营透明度并强化了银行对关键信息披露的责任,从而有助于银行业整体韧性提升(Taskinsky, 2013; BCBS, 2022)。Giese et al(2013)、Budnik & Bochmann(2017)、Castro(2021)的研究也发现,作为宏观审慎政策重要支柱的逆周期资本及流动性缓冲措施、动态贷款损失准备金要求等对提升银行系统韧性具有帮助。Giese et al(2013)认为,当市场处于繁荣时期,金融机构可能会过度依赖廉价但不稳定的短期资金,以便为其长期和缺乏流动性支持的投资组合提供融资来源,过度加杠杆和流动性期限错配会使得金融体系更加脆弱,从而削弱其韧性水平。而宏观审慎政策可以改变金融机构在经济繁荣时期持有的、在受到冲击时可供使用的资本或流动性缓冲规模,直接影响金融体系韧性。例如,要求银行增加 20% 的资本,在重大危机事件中则可以降低 20% 以上的风险。但也有学者对此表示质疑,Krug et al(2015)在对新《巴塞尔协议Ⅲ》实施的宏观审慎政策如何影响金融体系的研究中发现,相关政策工具的应用不仅存在成本,还提高了金融监管的复杂性,似乎无助于增强金融韧性。

部分文献研究了宏观审慎政策对宏观金融韧性的影响。Forbes et al(2013)使用倾向得分匹配法对 60 个国家(地区)在 2009—2011 年间实施的宏观审慎政策的经济效应进行了探讨,研究发现,宏观审慎政策能稳定公众对通货膨胀的预期,抑制相关国家银行信贷的非理性增长并降低银行业杠杆率,从而有利于宏观金融韧性的提升。Liu & Chen(2021)基于方差分解的网络拓扑方法考察了宏观审慎政策的国际协调对跨境金融网络韧性的影响,结果表明,国家间宏观审慎政策的协同使用可以增强国际金融网络的韧性水平。

2. 宏观审慎政策与货币政策协调因素。宏观审慎政策与货币政策的协调搭配可以发挥相互强化或补充作用,减轻单独实施货币政策对金融体系产生的负面影响,从而实现增强金融体系韧性的目的。特别是 2008 年国际金融危机后,各国经济政策改革呈现出货币政策与宏观审慎政策更加紧密结合的趋势,旨在增强金融体系对各类风险及冲击的适应调整能力。通常,货币政策主要用于解决经济总量(增长)和物价稳定的问题,货币政策是否应当将金融稳定纳入其政策目标以及相关政策工具对金融体系产生的影响一直存在争议。在不同情况下,扩张或紧缩型的货币政策对金融体系防范风险的能力的影响结果存在不确定性。反观宏观审慎政策,不仅带有逆周期调控的性质,而且可以直接作用于金融体系,有助于减缓金融体系顺周期波动和跨市场风险传染对宏观金融稳定造成的冲击。关于这两类政策的协调效果,Apergis(2017)使用全球 127 个经济体的样本数据建立了一个货币政策与宏观审慎政策组合的二维分析框架,分别研究了单独政策和综合政策组合对经济产出和金融稳定的影响。结果表明,货币政策和宏观审慎政策的搭配使用可以减少价格、产出和金融稳定间的冲突,在抑制宏观经济不稳定的同时,增强金融体系韧性。Bussière et al(2021)以负利率政策和外汇市场的波动为冲击背景,对相关国家的货币政策与宏观审慎政策的协调效果进行了评估,研究发现,无论是新兴经济体还是发达经济体,两类政策的搭配使用均能增强实施国的金融系统对溢出政策冲击的韧性水平。



3. 外汇干预政策因素。在开放经济条件下,一国的金融系统会频繁遭受来自外部金融风险的冲击。从外部角度看,金融危机的溢出很大程度上也是通过汇率渠道进行的。尤其对新兴经济体来说,它们的金融体系更容易受到汇率波动及国际资本异常流动的影响,从而极易触发货币危机和引起金融市场动荡。而外汇干预可以为其建立相应的安全缓冲,有利于新兴经济体吸收一部分不利的金融冲击。反映这一事实的是,在过去二十年里,新兴经济体的外汇储备规模大幅增加。外汇干预也为实施主体应对未来潜在的货币大幅贬值提供了自我保险,从而成为一国金融安全网的组成部分(BIS, 2022)。通过外汇干预减轻因汇率传导渠道对金融体系造成的损害、增强金融体系对金融危机溢出的韧性是学者们关注的重要问题,这部分研究主要从相关国家中央银行的外汇冲销操作和外汇储备功能两个角度展开。

外汇干预在三个方面有助于实施主体增强金融韧性:第一,汇率波动会对金融稳定、物价水平及经济增长产生不利影响。通常,中央银行会实施诸如利率政策等措施以维护宏观经济平稳运行。外汇干预通过与货币政策的协调搭配,可以为货币政策创造额外的自由度,确保利率政策有着更大程度的自主权,增强其对外部金融环境变化的适应能力(BIS, 2022)。第二,外汇干预为外汇市场应对金融波动提供了安全缓冲空间。Basu et al(2016)、Blanchard et al(2015)在对新兴经济体外汇干预效果进行研究时发现,外汇市场干预尤其是外汇冲销操作在抑制全球资本流动冲击给一国汇率带来的升值与贬值压力、提高外汇市场对冲击的适应调整能力方面是有效的。Disyatat & Galati(2005)指出,2000—2004年间主要新兴经济体的中央银行,尤其是亚洲国家的中央银行的大规模外汇干预显然没有产生大的负面影响,事实上,实施外汇干预的国家通货膨胀率一直很低,金融体系也似乎更具韧性。第三,外汇储备作为重要的资本缓冲资源,为相关国家金融市场抵御潜在的不利冲击提供了自我保险,从而有利于增强一国金融体系对资本异常流动及汇率波动的韧性。Aizenman & Lee(2008)、Jeanne & Ranciere(2011)认为亚洲新兴经济体积累的一定规模的外汇储备有助于增强储备国金融体系在危机期间的韧性水平。Aizenman & Hutchison(2012)、Aizenman & Sun(2012)等研究发现,外债总额较高的新兴经济体在美国次贷危机期间主要依靠动用部分外汇储备来吸收因汇率波动而对金融体系造成的损失。

#### 四、金融韧性的经济效应研究

本部分主要从实体经济和金融体系两个角度对金融体系韧性的经济效应文献进行梳理。

##### (一)金融韧性对实体经济的影响研究

关于金融韧性与实体经济间的关系,学者们普遍认为较高的金融韧性更有利于金融支持实体经济发展。Bailey(2022)、McDonald & Morling(2011)、Triggs et al(2019)认为,如果事前金融体系基本面良好,即金融体系韧性充足,那么外部干扰或风险冲击将更容易被吸收和管理,从长远来看,这将有助于实体经济实现更有效率和更强劲增长的目标。Chen & He(2022)利用2009—2020年间中国省际面板数据进行实证研究发现,在金融韧性强的省份,金融系统配置资源的效率更高,服务实体经济的能力也更强。这些区域在面对实际经济风险时能够迅速发挥防御作用并吸收经济波动风险,从而有助于本区域实体经济的高质量发展。Goldfajn et al(2003)认为,在经济下行时期,更具韧性的金融体系将改变投资者的风险偏好,提升金融市场参与者对金融投资的信心。而投资者风险观念的改善能为金融系统带来更多稳定和廉价的长期资金来源,这将使金融系统即使在金融不稳定时期仍拥有充足的资本金为实体经济的发展提供融资支持。

最近的部分研究聚焦于新冠疫情期间金融韧性对实体经济的影响。Cunliffe(2020)认为,如果银行体系韧性充足,那么面对疫情冲击,银行体系足够的资本储备可以增强自身对冲击的抵御能力。当市场出现流动性危机时,银行不至于因资本或流动性不足而去杠杆化,或者说,需要临时保留提升韧性的资本而减少信贷供应。总而言之,更具韧性的银行体系将更有能力为受疫情影响的实体经济

提供逆周期的信贷支持,促进实体经济的恢复和发展(BCBS, 2021)。

## (二)金融韧性对金融体系的影响研究

1. 金融韧性对金融体系风险防范能力的影响研究。金融韧性为金融风险的处置与应对提供了新的政策思路,以韧性为中心,为金融体系留足安全缓冲,不断增强金融系统对各类风险的适应性,对于提升金融体系防范和化解重大风险的能力、并在未来促进金融体系转换到新的增长路径具有重要意义(Hynes et al, 2020)。Nidhiprabha(2011)采用向量自回归模型实证检验了2008年国际金融危机对泰国房地产和金融部门的影响,研究发现,在亚洲金融危机后,泰国的金融改革提高了本国金融体系的韧性水平,而这种变化显著降低了国际金融危机对泰国金融体系的影响程度。Aikman et al(2019)基于面板数据使用分位数回归方法对16个发达经济体金融体系韧性和宏观经济尾部风险(中期增长的下行风险)之间的关系进行研究,发现银行资本增加会提高金融系统韧性,并降低宏观经济尾部风险。据估计,2.5%的逆周期资本缓冲会使得宏观经济尾部风险下降四分之一,当金融体系韧性逐步提高时,这类风险会进一步降低。Sugarda & Wicaksono(2017)、Swamy(2013b)的研究也支持了新兴经济体银行系统韧性的提升能够降低其金融体系面临的相关风险并维护本国金融稳定的结论。

现有研究认为,外汇储备对新兴经济体增强金融韧性具有重要作用。不过也有学者指出,部分新兴经济体在增持外汇储备提升其金融韧性水平的过程中存在着超额储备的倾向,而超额外汇储备会引起储备资产回报率低和估值风险问题(Arslan & Cantú, 2019; Dominguez et al, 2012),增加储备国金融系统遭受风险冲击的可能性。通常,新兴经济体为提高金融市场对汇率波动及国际资本异常流动的适应能力而持有大量外币储备资产,这也使得相关储备国更容易受到外部金融环境变动的影响,究其原因,这与其国家资产负债表上未对冲的货币错配问题有关(Bruno & Shin, 2015a, 2015b)。在现行国际货币储备体系以美元为主导的背景下,汇率波动特别是美元汇率的变化,会通过汇率—金融渠道叠加货币错配问题深度影响储备国家金融体系的资产负债表,引起更大的外汇储备资产估值风险(Hofmann et al, 2020, 2022),从而削弱相关国家金融体系的风险防范能力。

2. 金融韧性对金融效率的影响研究。现有文献在分析二者之间关系时的做法是将金融韧性作为中间变量,探讨因宏观审慎政策引致的金融韧性对金融效率产生的影响。

金融效率指金融资源的投入与产出比率及其相互关系,是金融部门对经济增长贡献和服务实体经济能力的重要评价标准。金融效率要求金融系统能最优化配置资源,并为实体经济发展创造最大价值。相关研究认为,金融韧性对维护金融体系的安全稳定具有重要意义,重塑金融韧性也是学术界和金融监管当局长久以来的重要政策关切,但也有学者指出,过度强调金融韧性或在某些情形下的金融韧性水平提升,会对金融支持实体经济发展的效率产生不利影响(Baily et al, 2017; Moudud Ul Huq, 2021)。换言之,金融监管政策如宏观审慎政策的实施虽有利于金融体系韧性水平提升,但相关政策工具会限制金融自由配置资源的能力,可能会降低金融效率并阻碍经济增长。此外,金融韧性理论强调,金融体系增加资本储备来预防或吸收可能发生的干扰或冲击也可能产生一定的机会成本,对金融效率产生负面影响,这就涉及金融韧性与效率之间的权衡问题。

Belkhir et al(2022)认为,当使用宏观审慎政策工具时,银行部门韧性水平的提升可能会对信贷供应和投资产生负面影响,从而降低金融效率,抑制经济增长。Ma(2020)将内生增长模型引入小型开放经济体,考察了金融韧性增强与金融稳定、经济增长之间的关系。其分析认为,在危机时期,宏观审慎政策的实施有利于金融体系韧性水平提升,相应地,金融体系的这一变化会对经济增长产生积极影响,因为它降低了金融脆弱性风险。但在经济景气时期,实施宏观审慎政策增强金融韧性的过程会阻碍提高生产率的资本投资,从而损害繁荣或正常时期的长期经济增长趋势。其实证结果显示,金融体系韧性水平的提升将金融危机发生的可能性由6.2%降至1.9%,代价是经济平均增长率降低0.01个百分点。不过,这也从侧面说明了增强金融韧性的政策干预成本较小。Elliott & San-

tos(2012)评估了《巴塞尔协议Ⅲ》实施的资本和流动性要求、衍生品改革以及对金融机构相关行为征收更高的税费对欧洲、日本和美国金融效率的影响。研究结果显示,三个国家(地区)金融韧性水平的提升虽然伴随着贷款利率上升,但总体来看,这项协议改革对GDP增长限制产生的负面影响很小。

综合学者们的观点,金融韧性与金融效率间并不是对立关系,在一定条件下,韧性与效率之间不需要权衡取舍,更具韧性的金融体系可以减少金融风险(危机)对金融体系造成的损害并在危机期间促进金融功能的正常发挥,加快经济复苏进程。从长期看,增强金融韧性所产生的净收益将大于实施成本,也就是说,更具韧性的金融体系可以提升金融效率并促进经济增长(Angelini et al, 2015; BCBS, 2010),但这取决于增强金融韧性政策的正确实施,也取决于一个国家的金融发展阶段和开放程度(Boar et al, 2017)。

## 五、评价与展望

如何重塑金融韧性已经成为学术界和金融监管当局关注和研究的重要宏观经济问题。从起源看,韧性问题的研究源于生态、工程和社会经济领域,其理论的完善和发展为学术界探讨金融韧性提供了重要思路和理论基础。关于金融韧性的研究对象和概念界定,依据研究视角的不同,目前形成了金融系统韧性和个体金融韧性的二维分析框架。对于什么是金融韧性,现有研究并未形成一致定义,但学者们普遍认为,风险抵御能力和适应调整能力是金融韧性概念的题中之义。金融韧性的测量主要涉及三种方法,其中压力测试法和综合指标法是对整个金融体系及其子系统韧性的测量,问卷调查法用于对个人及家庭金融韧性的测量。从已有研究看,金融韧性测度指标的综合性存在不足,如金融体系韧性的评价指标仍对稳定性韧性有所侧重,对金融体系的适应性韧性仍缺乏规范的度量标准。关于金融韧性的影响因素,现有研究主要从经济政策和金融因素方面对其进行探讨,但仍不全面,如忽略了气候变化对金融体系和个体金融韧性的影响,当前气候金融风险正成为影响金融安全的新风险因素之一。Bolton et al(2021)、Collier & Skees(2012)在研究中指出,气候变化风险正侵蚀金融机构的资本储备,这会损害金融体系对相关风险的抵御能力,而目前学术界对这一问题的关注仍稍显薄弱。最后,金融韧性的经济效应研究几乎均是从宏观角度分析金融韧性与实体经济发展和金融体系风险防范能力间的关系,从微观层面出发的个人及家庭金融韧性的经济效应却鲜有文献提及。Salignac et al(2019)、Zebua et al(2021)、Nguyen et al(2022)指出,个体金融韧性与家庭应对金融困境的能力有关,家庭的金融韧性至关重要,因为它可以在微观和宏观两个层面上影响资源配置效率和金融稳定。但目前仅有少量文献对个体金融韧性的经济效应问题展开研究,如Drake(2019)认为,在社会层面,如果部分人群缺乏金融韧性,就会放大最初收入或支出冲击的不利影响,导致更为严重的经济后果——从居民心理健康到债务可持续性,再到受影响者的子女福利问题。此外,个体金融韧性的变化会改变居民消费与支出行为,间接影响企业的生产决策,进而对经济、金融和社会稳定产生潜在影响。Jayasinghe et al(2020)也指出,家庭的金融韧性关乎家庭成员对未来金融资产的评价和满意度,较高的金融韧性意味着家庭具有更高的金融福利水平,而家庭金融福利的改善又会对家庭消费及投资决策产生重要影响。最后需要指出的是,现有金融韧性的经济效应很多都是定性研究,实证方面的文献则稍显不足。

尽管金融韧性研究迄今有争鸣扩大之势,且已形成了金融体系韧性和个体金融韧性的二维分析框架,但两个研究对象之间缺乏一定的内在联系和启承关系,相应的研究成果存在相互孤立的情形。也就是说,金融韧性的学术探索还处在不断完善当中。基于以上综述与研究结论,本文对后续金融韧性研究做出以下展望:

第一,在拓展个体金融韧性研究成果的同时,进一步识别金融体系和个体金融韧性之间的关联性问题,为二者间的内在联系构建完整统一的理论分析框架。第二,金融韧性的测度方面,应构建更

加科学全面的韧性评价指标体系,不仅要衡量金融系统及个体的稳定性韧性,也要兼顾适应性韧性,寻找合适的代理变量测度相关主体的适应调整能力和学习转换能力。第三,进一步拓展金融韧性的影响因素及经济效应的实证研究成果。一方面,气候风险因素对金融体系及个体金融韧性的影响问题应引起足够重视;另一方面,还要进一步实证研究金融体系韧性、个体金融韧性与金融系统风险防范能力及实体经济发展之间的相互关系。

在我国金融开放愈加深化的背景下,中国金融体系已经深度嵌入国际经济金融环境中,这也意味着我国将面临更加复杂和多变的外部风险冲击,如何提升我国金融韧性水平,增强金融体系对重大风险事件的适应调整能力,是中国金融开放下半场面临的重大现实性问题。近年来,这一问题已经引起我国金融监管当局的高度重视(中国人民银行金融稳定分析小组,2020),学术界也对这一问题展开探讨,并取得了一定的研究成果。关于金融韧性的概念界定,李彤玥和朱太辉(2019)在追溯韧性理论与经济韧性研究成果的基础上,将其概括为金融体系(金融机构、金融市场和金融基础设施)防范吸收外部冲击、有效发挥金融功能和持续推进改革转型的能力。曹强等(2021)、张海龙和梁艺(2022)在运用综合指标法对中国宏观金融韧性进行测度的基础上,探讨了金融韧性与中国经济周期及区域经济发展之间的关系,学者们的研究表明,中国金融体系韧性表现对实体经济发展具有重要影响。微观层面,王进会等(2021)采用中国家庭金融调查(CHFS)2015年和2017年的两轮调查数据,研究了收入冲击背景下家庭金融韧性对家庭消费行为的影响。需要指出的是,资本市场在金融运行中具有“牵一发而动全身”的作用,继2018年12月中央经济工作会议明确提出通过深化改革建设有韧性的资本市场的目标后,胡海峰和宋肖肖(2022)、胡海峰等(2020,2021)、汤淳和刘晓星(2022)、温军等(2023)对资本市场韧性的概念、测度和影响因素等问题也进行了进一步的探讨,其研究结论和政策建议对提升我国资本市场韧性具有相应的启示意义。总体来看,我国金融韧性问题的研究仍然集中在宏观层面的金融体系韧性方面,对个人及家庭层面的金融韧性问题关注明显不够。此外,与国外相比,国内学者对金融韧性问题的研究起步较晚,无论是理论还是实证方面的研究均稍显不足。因此,国内后续研究应建立一个完善的金融韧性理论分析框架,厘清金融体系韧性、个体金融韧性的概念内涵及其相互关系,进一步丰富金融韧性的理论研究成果。在实证方面,可以从多角度对我国金融韧性进行测度,并积极开展关于金融韧性的影响因素、经济效应的研究,以期为我国金融韧性水平提升并以此促进金融支持实体经济高质量发展提供有针对性的政策建议。

#### 参考文献:

- 曹强 杨修琦 田思雨, 2021:《中国金融韧性、叠加效应及其与经济周期的交互分析》,《财经科学》第6期。
- 胡海峰 宋肖肖, 2022:《投资者保护制度对资本市场韧性的影响——基于国际资本市场的经验证据》,《亚太经济》第5期。
- 胡海峰 宋肖肖 窦斌, 2020:《金融危机以来全球资本市场韧性的表现及特征》,《郑州大学学报(哲学社会科学版)》第5期。
- 胡海峰 宋肖肖 窦斌, 2021:《打造有韧性的中国资本市场》,《理论探索》第2期。
- 李彤玥 朱太辉, 2019:《如何重塑金融韧性?——危机后国际金融监管改革的分析框架》,《金融监管研究》第3期。
- 汤淳 刘晓星, 2022:《中国金融市场韧性研究——基于风险冲击视角》,《金融经济研究》第3期。
- 王进会 吴达 王惠, 2021:《收入冲击、家庭金融韧性与消费行为》,《上海金融》第8期。
- 温军 李凌霄 Zhou Xiaozhou, 2023:《股票市场韧性与企业技术创新》,《数量经济技术经济研究》第10期。
- 张海龙 梁艺, 2022:《中国金融韧性与区域经济水平耦合协调发展研究》,《关东学刊》第5期。
- 中国人民银行金融稳定分析小组, 2020:《中国金融稳定报告(2020)》,《时代金融》第34期。
- Aikman, D. et al(2019), “How do financial vulnerabilities and bank resilience affect medium-term macroeconomic tail risk”, Bank of England Staff Working Papers, No. 824.
- Aizenman, J. & M. M. Hutchison(2012), “Exchange market pressure and absorption by international reserves: Emerging markets and fear of reserve loss during the 2008–2009 crisis”, *Journal of International Money and Finance* 31(5):1076–1091.

- Aizenman, J. & J. Lee(2008), “Financial versus monetary mercantilism: Long-run view of large international reserves hoarding”, *World Economy* 31(5):593—611.
- Aizenman, J. & Y. Sun(2012), “The financial crisis and sizable international reserves depletion: From ‘fear of floating’ to the ‘fear of losing international reserves’”, *International Review of Economics & Finance* 24: 250—269.
- Allen, F. et al(2012), “Financial crisis, structure and reform”, *Journal of Banking & Finance* 36(11):2960—2973.
- Allen, F. et al(2017), “Financial resilience revisited: Why consistency in regulation is now paramount-across sectors and regions, and over time”, SAFE Policy Letter, No. 55.
- Allen, F. et al(2018), “The interplay among financial regulations, resilience, and growth”, *Journal of Financial Services Research* 53(4):141—162.
- Allen, F. & A. Babus, (2008), “Networks in finance”, <http://anababus.net/research/survey.pdf>.
- Alves, I. et al(2013), “The structure and resilience of the European interbank market”, Available at SSRN: <https://papers.ssrn.com/abstract=3723333>.
- Amini, H. et al(2012), “Stress testing the resilience of financial networks”, *International Journal of Theoretical and Applied Finance* 15(1), 1250006.
- Anand, K. et al(2013), “A network model of financial system resilience”, *Journal of Economic Behavior & Organization* 85:219—235.
- Anderson, N. et al(2015), “The resilience of financial market liquidity”, Bank of England Financial Stability Papers, No. 34.
- Angelini, P. et al(2015), “Basel III: Long-term impact on economic performance and fluctuations”, *Manchester School* 83(2):217—251.
- Apergis, N. (2017), “Monetary policy and macroprudential policy: New evidence from a world panel of countries”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 79(3):395—410.
- Arslan, Y. & C. Cantú(2019), “The size of foreign exchange reserves”, Available at SSRN: <https://papers.ssrn.com/abstract=3497858>.
- Bailey, A. (2022), “A resilient financial system”, <https://www.bis.org/review/r220211b.pdf>.
- Baily, M. N. et al(2017), “The impact of the Dodd-Frank Act on financial stability and economic growth”, *Russell Sage Foundation Journal of the Social Sciences* 3(1):20—47.
- Baranova, Y. et al(2017), “Simulating stress across the financial system: The resilience of corporate bond markets and the role of investment funds”, Bank of England Financial Stability Papers, No. 42.
- Bardoscia, M. et al(2021), “The physics of financial networks”, *Nature Reviews Physics* 3(7):490—507.
- Baselga Pascual, L. et al(2018), “Toward a more resilient financial system: Should banks be diversified”, *Sustainability* 10(6), 1903.
- Basu, S. S. et al(2016), “Managing capital outflows: The role of foreign exchange intervention”, [https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2016/arc/pdf/Basu\\_et\\_al\\_Session3.pdf](https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2016/arc/pdf/Basu_et_al_Session3.pdf).
- BCBS(2010), “An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements”, Basel Committee on Banking Supervision, <http://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>.
- BCBS(2011), “Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems”, Basel Committee on Banking Supervision, <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.
- BCBS(2021), “Early lessons from the Covid—19 pandemic on the Basel reforms”, Basel Committee on Banking Supervision, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d521.pdf>.
- BCBS(2022), “Evaluation of the impact and efficacy of the Basel III reforms”, Basel Committee on Banking Supervision, [https://www.bis.org/bcbs/publ/d544\\_annex.pdf](https://www.bis.org/bcbs/publ/d544_annex.pdf).
- Belayeth Hussain, A. H. M. et al(2019), “Does financial inclusion increase financial resilience? Evidence from Bangladesh”, *Development in Practice* 29(6):798—807.
- Belkhir, M. et al(2022), “Macroprudential policies, economic growth and banking crises”, *Emerging Markets Review* 53, 100936.
- Berry, C. et al(2015), *Financial System Resilience Index: Building A Strong Financial System*, New Economics

Foundation.

- BIS(2004), “Stress-testing financial systems: An overview of current methodologies”, BIS Working Papers, No. 165, Bank for International Settlements.
- BIS(2020), “Financial market development, monetary policy and financial stability in emerging market economies”, BIS Working Papers, No. 113, Bank for International Settlements.
- BIS(2022), “Macro-financial stability frameworks and external financial conditions”, Report submitted to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- Blanchard, O. et al(2015), “Can foreign exchange intervention stem exchange rate pressures from global capital flow shocks”, NBER Working Paper, No. 21427.
- Boar, C. et al(2017), “What are the effects of macroprudential policies on macroeconomic performance”, Available at SSRN: <https://papers.ssrn.com/abstract=3042014>.
- Bologna, P. (2010), “Australian banking system resilience: What should be expected looking forward? An international perspective”, IMF Working Papers, No. 228.
- Bolton, P. et al(2021), *Resilience of the Financial System to Natural Disasters*, CEPR Press.
- Bruhn, M. & I. Love(2014), “The real impact of improved access to finance: Evidence from Mexico”, *Journal of Finance* 69(3):1347—1376.
- Bruni, F. & C. Lopez(2019), “Monetary policy and financial system resilience”, Available at SSRN: <https://papers.ssrn.com/abstract=3356888>.
- Bruno, V. & H. S. Shin(2015a), “Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics* 71:119—132.
- Bruno, V. & H. S. Shin(2015b), “Cross-border banking and global liquidity”, *Review of Economic Studies* 82(2): 535—564.
- Budnik, K. B. & P. Boehmann(2017), “Capital and liquidity buffers and the resilience of the banking system in the Euro area”, ECB Working Papers, No. 2120.
- Bussière, M. et al(2021), “The interaction between macroprudential policy and monetary policy: Overview”, *Review of International Economics* 29(1):1—19.
- Castro, M. F. E. (2021), “A quantitative analysis of the countercyclical capital buffer”, Available at SSRN: <https://papers.ssrn.com/abstract=3858301>.
- Cecchetti, S. G. et al(2010), “Financial system and macroeconomic resilience: Revisited”, Available at SSRN: <https://papers.ssrn.com/abstract=1699600>.
- Chattha, J. A. & S. Archer(2016), “Solvency stress testing of Islamic commercial banks: Assessing the stability and resilience”, *Journal of Islamic Accounting and Business Research* 7(2): 112—147.
- Chen, X. H. & Y. Q. He(2022), “The impact of financial resilience and steady growth on high-quality economic development—Based on a heterogeneous intermediary effect analysis”, *Sustainability* 14(22), 14748.
- Collier, B. & J. Skees(2012), “Increasing the resilience of financial intermediaries through portfolio-level insurance against natural disasters”, *Natural Hazards* 64:55—72.
- Cunliffe, J. (2020), “Financial system resilience: Lessons from a real stress”, <https://www.bis.org/r-eview/r200610a.pdf>.
- Danisman, G. O. et al(2021), “Financial resilience to the Covid—19 pandemic: The role of banking market structure”, *Applied Economics* 53(39):4481—4504.
- Disyatat, P. & G. Galati(2005), “The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries”, BIS Working Papers, No. 24.
- Dominguez, K. M. E. et al(2012), “International reserves and the global financial crisis”, *Journal of International Economics* 88(2):388—406.
- Donaldson, K. et al(2021), “The financial resilience and financial well-being of Canadians during the COVID—19 pandemic”, [https://epe.lac-bac.gc.ca/100/201/301/weekly\\_acquisitions\\_list-ef/2021/21-37/publications.gc.ca/collections/collection\\_2021/statcan/75f0002m/75f0002m2021008-eng.pdf](https://epe.lac-bac.gc.ca/100/201/301/weekly_acquisitions_list-ef/2021/21-37/publications.gc.ca/collections/collection_2021/statcan/75f0002m/75f0002m2021008-eng.pdf).
- Dovern, J. et al(2010), “How resilient is the German banking system to macroeconomic shocks”, *Journal of Bank-*

ing & Finance 34(8):1839—1848.

- Drake, B. (2019), “Measuring household financial resilience”, UK: The Report of the Financial Resilience Task Force.
- Eguren Martin, F. et al(2020), “Capital flows during the pandemic: Lessons for a more resilient international financial architecture”, Bank of Italy Occasional Paper, No. 589.
- Elliott, D. & M. A. Santos(2012), “Assessing the cost of financial regulation”, IMF Working Papers, No. 2012/233.
- Fontaine, J. S. et al(2009), “Improving the resilience of core funding markets”, <https://elischolar.lib-rary.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=12293&context=yafs-documents>.
- Forbes, K. J. et al(2013), “Capital controls and macroprudential measures: What are they good for”, MIT Sloan Research Papers, No. 5061—13.
- FRS(2021), *Dodd-Frank Act Stress Test 2021: Supervisory Stress Test Results*, Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Gai, P. & S. Kapadia(2010), “Contagion in financial networks”, Bank of England Working Papers, No. 383.
- Galati, G. & R. Moessner(2013), “Macroprudential policy: A literature review”, *Journal of Economic Surveys* 27(5):846—878.
- Galati, G. & R. Moessner(2018), “What do we know about the effects of macroprudential policy”, *Economica* 85(340):735—770.
- Galbusera, L. et al(2014), *Developing Stress Tests to Improve the Resilience of Critical Infrastructures: A Feasibility Analysis*, Luxembourg: European Commission.
- Gash, M. & B. Gray(2016), “The role of financial services in building household resilience in Burkina Faso”, <https://www.cgap.org/sites/default/files/researches/documents/Role-of-FS-Burkina-Faso.pdf>.
- Ghosh, R. et al(2020), “Assessing the resilience of the banking system of Bangladesh: A micro stress testing approach”, *European Journal of Applied Business and Management* 6(2):1—34.
- Giese, J. et al(2013), “How could macroprudential policy affect financial system resilience and credit? Lessons from the literature”, Bank of England Financial Stability Papers, No. 21.
- Goldfajn, I. et al(2003), “Brazil’s financial system: Resilience to shocks, no currency substitution, but struggling to promote growth”, Central Bank of Brazil Working Papers, No. 170.
- Guettafi, S. & Y. Laib(2016), “Resilience and stability of Algeria’s financial system towards - resilience versus stability - approach”, *Journal of Economics and Development Studies* 4(1): 78—90.
- Guinigundo, D. et al(2021), *Redefining Strategic Routes to Financial Resilience in ASEAN + 3*, Asian Development Bank Publications.
- Hamid, F. S. et al(2023), “Determinants of financial resilience: Insights from an emerging economy”, *Journal of Social and Economic Development* 25:479—499.
- Hawtrey, K. (2009), “The global credit crisis: Why have Australian banks been so remarkably resilient”, *Journal of Policy Analysis and Reform* 16(3):95—114.
- Hofmann, B. et al(2020), “Bond risk premia and the exchange rate”, *Journal of Money, Credit and Banking* 52(S2):497—520.
- Hofmann, B. et al(2022), “Risk capacity, portfolio choice and exchange rates”, Available at SSRN: <https://papers.ssrn.com/abstract=4028446>.
- Hynes, W. et al(2020), “Resilient financial systems can soften the next global financial crisis”, *Challenge* 63(6):311—318.
- Jacobsen, K. et al(2009), “Increasing the financial resilience of disaster-affected populations”, Washington, DC: Feinstein International Center.
- Jayasinghe, M. et al(2020), “The financial resilience and life satisfaction nexus of indigenous Australians”, *Economic Papers* 39(4):336—352.
- Jeanne, O. & R. Ranciere(2011), “The optimal level of international reserves for emerging market countries: A new formula and some applications”, *Economic Journal* 121(555):905—930.
- Kass Hanna, J. et al(2022), “Building financial resilience through financial and digital literacy in South Asia and sub-Saharan Africa”, *Emerging Markets Review* 51, 100846.

- Krug, S. et al(2015), “The impact of Basel III on financial (in)stability: An agent-based credit network approach”, *Quantitative Finance* 15(12):1917—1932.
- Liu, X. Y. & X. L. Chen(2021), “Can ‘concerted’ macroprudential policies mitigate cross-border contagion of financial risks? Evidence from China and Its financially connected economies”, *China & World Economy* 29(3):26—54.
- Lusardi, A. et al(2021), “Building up financial literacy and financial resilience”, *Mind & Society* 20:181—187.
- Ma, C. (2020), “Financial stability, growth and macroprudential policy”, *Journal of International Economics* 122, 103259.
- MacDonald, C. & M. R. Oordt(2017), “Using market-based indicators to assess banking system resilience”, <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2017/06/fsr-june17-macdonald.pdf>.
- Markman, G. M. & M. Venzin(2014), “Resilience: Lessons from banks that have braved the economic crisis—And from those that have not”, *International Business Review* 23(6): 1096—1107.
- Maxfield, S. & M. Magaldi de Sousa(2014), “The global financial crisis and banking sector resilience”, *Journal of Banking Regulation* 16(4):265—288.
- McDonald, T. & S. Morling(2011), “The Australian economy and the global downturn Part 1: Reasons for resilience”, *Economic Round-up* 2:1—31.
- McKnight, A. (2019), “Financial resilience among EU households”, <https://www.sipotra.it/wp-content/uploads/2020/01/Financial-Resilience-among-EU-households.pdf>.
- McKnight, A. & M. Rucci(2020), “The financial resilience of households: 22 country study with new estimates, breakdowns by household characteristics and a review of policy options”, CASE Paper, No. 219.
- Moudud Ul Huq, S. (2021), “The impact of business cycle on banks’ capital buffer, risk and efficiency: A dynamic GMM approach from a developing economy”, *Global Business Review* 22(4):921—940.
- Narain, A. et al(2012), “Building a more resilient financial sector: Reforms in the wake of the global crisis”, International Monetary Fund Publications.
- Nguyen, M. H. et al(2022), “Mindsponge-based reasoning of households’ financial resilience during the COVID—19 crisis”, *Journal of Risk and Financial Management* 15(11):1—18.
- Nidhiprabha, B. (2011), “The global financial crisis and resilience of the Thai banking sector”, *Asian Development Review* 28(2):110—132.
- Nier, E. et al(2007), “Network models and financial stability”, *Journal of Economic Dynamics and Control* 31(6): 2033—2060.
- OECD(2005), “Improving financial literacy: Analysis of issues and policies”, *Financial Market Trends* 11(2):109—123.
- Peron, T. K. D. et al(2012), “The structure and resilience of financial market networks”, *Chaos* 22(1), 013117.
- Rifkin, J. (2023), *The Age of Resilience: Reimagining Existence on a Rewilding Earth*, St. Martin’s Press.
- Ruza, C. et al(2019), “Banking system resilience: An empirical appraisal”, *Journal of Economic Studies* 46(6): 1241—1257.
- Salignac, F. et al(2019), “Conceptualizing and measuring financial resilience: A multidimensional framework”, *Social Indicators Research* 145:17—38.
- Salter, A. W. & V. Tarko(2017), “Governing the financial system: A theory of financial resilience”, Available at SSRN: <https://papers.ssrn.com/abstract=3084352>.
- Sarker, N. & S. Nahar(2018), “The vulnerability trends of the banking sector of Bangladesh: A stress testing approach”, *International Journal of Economics and Financial Issues* 8(3):75—85.
- Selmier, W. T. (2016), “Design rules for more resilient banking systems”, *Policy and Society* 35(3): 253—267.
- Serfilippi, E. & G. Ramnath(2018), “Resilience measurement and conceptual frameworks: A review of the literature”, *Annals of Public and Cooperative Economics* 89(4):645—664.
- Seville, E. (2008), “Resilience: Great concept but what does it mean?”, Paper presented at the US Council on Competitiveness Workshop, Risk and Resilience, Wilmington, USA.
- Shin, H. S. (2013), “Adapting macro prudential approaches to emerging and developing economies”, [https://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/Poverty%20documents/EMERGING\\_WB\\_CH01\\_17-56.pdf](https://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/Poverty%20documents/EMERGING_WB_CH01_17-56.pdf).
- Sugarda, P. P. & M. R. Wicaksono(2017), “Strengthening Indonesia’s economic resilience through regulatory reforms



- in banking, investment and competition law”, *International Journal of Economic Perspectives* 11(3):1093—1103.
- Svirydzhenka, K. (2016), “Introducing a new broad-based index of financial development”, IMF Working Papers, No. 2016/005.
- Swamy, V. (2013a), “Banking system resilience and financial stability”, MPRA Working Papers, No. 47512.
- Swamy, V. (2013b), “Banking system resilience and financial stability: An Evidence from Indian banking”, MPRA Working Papers, No. 49597.
- Tang, C. et al(2022), “Financial market resilience and financial development: A global perspective”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 80,101650.
- Taskinsoy, J. (2013), “Basel III: Road to resilient banking, impact on Turkey’s financial sector”, Available at SSRN: <https://papers.ssrn.com/abstract=3274876>.
- Triggs, A. et al(2019), “Risks, resilience, and reforms: Indonesia’s financial system in 2019”, *Bulletin of Indonesian Economic Studies* 55(1):1—27.
- Vallascas, F. & K. Keasey(2012), “Bank resilience to systemic shocks and the stability of banking systems: Small is beautiful”, *Journal of International Money and Finance* 31(6):1745—1776.
- Vinokurov, E. & A. Levenkov(2021), “The global financial safety net: Evolution of the anti-crisis function in the global financial architecture”, *Voprosy Ekonomiki* 5:26—42.
- White, W. R. et al(2008), “Financial system and macroeconomic resilience”, BIS Papers, No. 41.
- Wójcik, D. & T. F. Cojoianu(2018), “Resilience of the US securities industry to the global financial crisis”, *Geoforum* 91:182—194.
- Wooldridge, P. (2020), “Implications of financial market development for financial stability in emerging market economies”, <https://www.bis.org/publ/othp32.pdf>.
- Zebua, S. et al(2021), “The household financial conduct and its impact on stability financial system”, *Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis* 9(2):200—212.

## Research Progress on Financial Resilience Issues

XU Hao ZHU Xiaomei

(Hubei University, Wuhan, China)

**Abstract:** Financial resilience refers to the financial system’s ability to resist, adapt and recover from risks under stressful situations, and plays an important role in a country’s (region’s) process of preventing and resolving related financial risks and maintaining financial security. For a long time, the financial systems of various countries have frequently confronted the shocks from technological change, climate change and other uncertainties, and how to improve the resilience of the financial system to external adverse shocks has become an important macroeconomic issue that has been the focus of attention and research in recent years in both theoretical and practical circles. The purpose of this paper is to sort out and review the relevant research progress of financial resilience, focusing on analyzing the concept of financial resilience, measurement methods, influencing factors, and the economic effects of financial resilience, and exploring the shortcomings of the existing research as well as the direction of future research on this basis.

**Keywords:** Resilience; Financial Resilience; Real Economy; Financial System

(责任编辑:刘洪愧)

(校对:李仁贵)