

# 金融风险的诱因及传导路径： 基于分析框架的视角

## An Analytical Framework for the Causes and Transmission Paths of Financial Risks

马 遥 乔国荣 毛婧宁

**摘 要：**本文结合实际案例，以市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险四类主要的金融风险为主线，系统梳理了引发这些风险的常见诱因，深入分析了风险在不同金融市场之间以及四类金融风险之间各种可能的交互传导路径，为金融风险监测预警工作提供了一个可供参考的分析框架。

**关键词：**金融风险 风险诱因 传导路径

**Abstract:** This paper examines practical cases to systematically review the four main areas of financial risk: market risk, liquidity risk, credit risk and operational risk. It makes a deep analysis of various possible interactive conduction paths between different financial markets and the four types of financial risks. In this manner it seeks to provide a comprehensive framework for financial risk monitoring and offer early warnings.

**Keywords:** Financial Risk, Causes of Risks, Conduction Paths

习近平总书记指出，“防范化解金融风险，事关国家安全、发展全局、人民财产安全，是实现高质量发展必须跨越的重大关口。”在金融体系日益复杂化的背景下，金融风险呈现点多、线长、面广等特点，给有效识别金融风险的源头和传染路径带来很大挑战。本文结合金融风险监测的理论与实践，从几类

马遥，中国财政科学研究院博士研究生；乔国荣，中国保险资产管理业协会研究规划部研究员；毛婧宁，中证资本市场运行统计监测中心市场分析部研究员。基金项目：广东省社科规划青年项目（GD21YYJ09）。作者感谢深交所博士后工作站设站20周年暨大湾区金融业博士后工作研讨会对本人的宝贵意见。本文系个人观点，与所在机构无关。



主要的金融风险出发，勾勒出从常见的风险诱因到风险传播渠道的“全景视图”，旨在通过构建一个相对完整的金融风险分析框架，为金融风险的预警和防范提供新的思路和视角。

### 相关研究文献评述

在金融风险的成因方面，Minsky（1992）指出，商业银行的信用创造功能使金融体系具有天然的内在不稳定性，金融风险积累到一定程度便会引发金融危机。Claessens et al.（2010）研究认为资产价格泡沫、信贷泡沫、监管放松以及公共债务激增是银行危机的共性成因。陶玲（2016）将金融风险的成因分为内部和外部原因。内部原因包括金融体系的脆弱性、顺周期性、关联性和复杂性及信息不对称；外部原因包括转轨体制缺陷、金融监管不足、宏观经济周期和政策失误、资产价格波动、市场主体有限理性和冲击事件。王朝阳和王文汇（2018）将金融风险的成因归纳为市场缺陷、周期变动、体制不健全和行为偏差。魏伟等（2018）认为当前我国的金融风险主要来源于房地产、地方债务和影子银行，三者又因为相互交织而错综复杂。

在金融风险的传导方面，最具代表性的一个理论是货币危机理论，该理论强调了金融中介机构对金融资产价格波动的影响，并逐步形成了道德风险、流动性危机

和资产负债表三个视角（Dooley，2000；Chang & Velasco，2000；Schneider & Tornell，2000）。卓娜和昌忠泽（2015）的文献综述表明已有研究主要从货币危机理论、国际传导、金融市场的关联性与互动性以及行为金融理论等层面分析金融风险的传导。王雯等（2018）采用复杂网络与DCC-GARCH模型研究发现，金融市场间的联动性有逐渐增强的趋势，风险的跨市场传导呈现出极强的时变性，极端金融风险的发生往往伴随着跨境、跨市场联动性的大幅增强。赵建等（2019）发现来自实体需求、银行信用和监管变化的内生和外生冲击，通过引发信贷结构的变动对金融市场形成较大的流动性冲击，冲击路线在我国特有的货币分割和信用分层的结构下表现出不一样的特征。

总体看，现有研究在金融风险的诱因上概念有所混淆、层次不够清晰，关于风险传导的分析侧重于对某一条或几条传导路径的研究，缺少对各种风险传导路径的完整描述。本文尝试提供一个金融风险诱因和传导路径的概览，通过机理和案例分析确认诱发和传导路径的存在，并通过常见的几类金融风险将其串联起来，更为具体细致的诱因和传导定量分析可基于此框架展开。

### 金融风险的主要类型

经典金融风险理论从金融机构的风

险管理实践出发，将金融风险分为市场风险、流动性风险、信用风险和操作风险四类主要风险，此外还有战略风险、国别风险、声誉风险、法律合规风险等其他一些相对次要的金融风险类别。其中，前四类风险既是金融市场中微观主体所面临的风险，又是整个金融体系可能出现的风险；而战略风险、国别风险等只是微观主体所面临的风险，不具有传染性和全局性。因此，本文主要关注前四类金融风险。与之相关的一个概念是系统性金融风险。一般来说，当特定事件引发风险的扩散和蔓延，导致金融市场剧烈动荡、金融机构遭受重大损失甚至大量倒闭、金融体系崩溃、市场功能丧失，并对实体经济产生较为严重的负面影响时，可以认为爆发了系统性金融风险。从上述定义中可以看出，系统性金融风险强调的是风险的传染性、影响的严重性和全局性，是金融风险的极端情形和状态。本文所讨论的任何一种或几种诱因所引发的风险，通过风险传导，都可能形成系统性金融风险。系统性金融风险很少出现，一旦出现，破坏力是惊人的。如何有效防范和化解系统性金融风险一直是全球共同面临的挑战与考验，限于篇幅，本文不展开讨论，但本文的研究内容对于系统性金融风险的监测预警有一定借鉴意义。

### 市场风险

市场风险是指由于金融市场发生意料

之外的变动而使市场主体蒙受损失的可能性。简而言之，当金融资产价格出现大幅波动时，便可认为发生了市场风险。显而易见，各类金融市场，如股票、债券、货币、外汇、衍生品市场等，都会出现市场风险。需要指出的是，由于通常情况下做空不如做多顺畅，金融资产价格的大幅下跌往往导致投资者多数受损、少数受益；与之相对，金融资产价格的大幅上涨往往使投资者多数受益，少数受损。所以一般而言市场风险指的是金融资产价格下跌的风险。

### 流动性风险

流动性风险可进一步分为市场流动性风险和资金流动性风险。市场流动性风险是指金融资产在市场中不能以合理的价格迅速变现，从而使金融资产所有者蒙受经济损失的可能性。以最小的成本促成资产交易是金融市场最基本的功能之一，可以说，市场流动性是金融市场的生命力所在。市场流动性风险通常情况下与资产价格快速大幅下跌是高度关联的。资金流动性风险则是指金融机构等市场主体所持有或可筹措的资金不足以满足即时支付的需要，从而蒙受损失的可能性。例如，公募基金在面临投资者赎回压力时，若其持有的现金及可快速变现的资产不足以满足赎回的需要，便出现了资金流动性风险。

### 信用风险

信用风险是指债务人或交易对手未能



履行合约所规定的义务，或债务人信用质量发生变化而影响其债务市场价值，从而给债权人或另一方交易对手造成经济损失的可能性。信用风险最常见的一种表现形式是贷款等非标资产以及债券的违约。在股票市场，融资融券和股票质押违约（如无法追加保证金或补充质押、到期无法偿还等）也可认为出现了信用风险。此外，场外市场由于多为一对一交易，也存在交易对手无法履约的风险。

### 操作风险

操作风险是指金融机构、金融基础设施等市场主体在日常运营的过程中，因内部控制机制不健全、人员操作失误、技术系统出现故障等而可能遭受的损失。例如，英国老牌金融机构巴林银行由于内控制度不健全，给了其“明星交易员”里森投机和造假的机会。1995年，里森在日经指数衍生品和日本政府债券上的投机交易失败，产生巨额亏损，导致巴林银行破产。近年来，证券期货交易所的交易系统故障时有发生，导致交易暂停或取消，这也属于出现了操作风险。

### 金融风险的常见诱因

诱发金融风险的因素多种多样，可以按照金融体系的边界将其分为外部和内部两大类。金融体系由融资方、金融机构和投资方构成，在金融体系之外，政治经济环境的恶化、瘟疫等严重灾害的发生以及

政府的不当干预都会给金融体系的运行带来冲击；在金融体系内部，融资方的过度举债和不当经营、金融机构的不当经营以及投资者的过度投机行为带来的市场微观结构扭曲也是引发金融风险的重要原因。

### 外部因素

**地缘政治冲突。**地缘政治冲突会通过引发恐慌情绪、促使资本外流、导致基本面恶化等渠道诱发金融风险。例如，2018年以来，美国对华战略由竞合转向全面遏制，在经贸、科技等诸多领域挑起事端，资本市场特别是A股市场的走势对此较为敏感。每当冲突升级时，A股往往出现较大幅度调整；每当冲突缓和时，A股又会企稳反弹。地缘政治冲突演化到极端情况便是爆发战争。2022年俄乌冲突爆发以来，俄罗斯股市已累计下跌40%；二战爆发后，美国股市持续下跌，直到战争的转折点出现才触底反弹。政治因素对经济基本面的影响相对温和，因此除了在冲突爆发初期引发市场风险外，一般不会引发其他类型风险。

**瘟疫。**大流行病的暴发使经济活动陷入停滞，这将直接动摇金融资产估值的根基，进而从基本面、资金面和情绪面给金融体系带来较大冲击。2020年2月下旬，新冠肺炎疫情开始在全球蔓延，各国相继出台的隔离和封锁政策使投资者对全球经济陷入衰退的担忧情绪骤然升温，纷纷抛售各类金融资产换取现金以应对未来

的不确定性。这导致主要金融资产价格在短时间内出现了前所未有的剧烈波动，同时还伴随着严重的流动性危机，出现了全球范围的“美元荒”。若非各国政府应对得当，全球金融体系很可能出现系统性风险。1918—1919年暴发的西班牙大流感，也使美国股市陷入了长达两年的熊市。从可能引发的风险类型看，考虑到疫情对经济金融体系影响的严重性，除操作风险外的其他类风险都可能发生。

**经济下行周期。**经济运行有其自身的周期律，周而复始地经历“繁荣-衰退-萧条-复苏”的轮回。目前学者们已经识别出的经济周期包括制造业库存周期、制造业设备投资周期、房地产及建筑业周期、技术创新周期，特别是当多个经济周期进入叠加共振的下行阶段时，往往会使经济陷入深度衰退，进而给金融体系运行带来较大下行压力。1929—1933年美国大萧条便是由一系列经济周期同时触底所致，这场经济危机导致美股崩盘，美国数千家银行倒闭，给美国金融体系带来严重冲击。经济下行周期中金融市场一般呈现“阴跌”走势，因此虽然会引发市场风险，但一般不会导致市场流动性风险；同时，实体企业陷入经营困境会引发信用风险和资金流动性风险。

**不当的经济金融政策。**政策决策失误会严重干扰经济和金融体系的运行，进而可能引发除操作风险外的各类金融风

险。1997年亚洲金融危机的爆发便与一些东南亚国家不当的外汇政策有关。彼时这些国家为了吸引外资，一方面保持固定汇率，另一方面又扩大金融自由化，使短期资金流动畅通无阻，给国际炒家提供了可乘之机。1990年日本经济的崩盘，固然与经济周期相关，但日本货币政策的失误也脱不了干系。“广场协议”之后，为对冲日元大幅升值对本国出口行业的影响，在国际热钱大量涌入的情况下，日本央行依然实行了扩张性的货币政策，将贴现率降至2.5%的历史低位，结果催生了资产价格泡沫；随后为了抑制泡沫，又“用力过猛”，在一年多的时间内分五次将贴现率上调至6%，同时要求商业银行大幅削减贷款，导致经济和金融体系“硬着陆”。此外，金融监管也呈现松紧交替的周期性，当监管放松时，金融创新活跃、投机活动盛行，从而埋下了风险隐患。美国早年的金融监管极为宽松，银行大量挪用储户资金炒股，在1929年美股崩盘后血本无归，引发了银行挤兑破产潮。这促使美国金融监管收紧，实施分业经营，成立证监会并完善相关法律法规。1999年，美国再度允许金融混业经营，监管远远滞后于金融创新，为国际金融危机的爆发埋下了伏笔。

### 内部因素

**沉重的债务负担。**过度举债会让融资方背负沉重的还本付息压力，透支其未来的发展活力，最终陷入资不抵债的困境。





丧失偿债能力直接对应着信用风险和资金流动性风险的暴露，同时相关证券价格也会出现大幅波动，形成市场风险。近年来，全球宏观杠杆率持续攀升，全球经济只能“负重前行”。2007年，美国居民部门杠杆率（债务余额/GDP）达到了99.4%的历史峰值，随着房地产泡沫的破灭，居民无力偿还负债，次贷危机也随之而来。为了应对2008年国际金融危机的冲击，部分欧洲国家举借了大量外债，希腊、爱尔兰等国的政府部门杠杆率超过了110%，远超其清偿能力，加之欧洲各国缺乏独立的货币政策予以应对，导致欧债危机爆发。在我国，2009年“四万亿”刺激后，地方政府和非金融企业部门的债务水平上升较快，目前包括隐性债务在内的地方政府杠杆率已达67%，债务率（债务余额/综合财力）为250%，远超100%的警戒线；非金融企业部门杠杆率达160%，明显高于主要经济体平均水平。随着近年来我国经济下行压力加大，地方政府和企业的偿债能力弱化，风险也逐步暴露出来。地方融资平台的贷款和非标违约、民企和国企的债券违约都已是屡见不鲜。

**借款人和发行人的不当经营。**借款人和证券发行人作为资金融入方，其经营状况直接决定了对应的资产质量。除了因经济大环境恶化导致的经营困难外，个体的不当经营会直接引发信用违约或者股价的波动，更有甚者会铤而走险，在经营中

触碰法律的底线，造成更为严重的后果。2001年美国安然公司造假事件导致投资者对美国上市公司的财务质量失去信心，是美股陷入两年多熊市的重要原因之一。2020年永煤集团和华晨集团涉嫌欺诈发行和恶意逃废债，打破了地方国企刚兑的“信仰”，债券市场一度风声鹤唳，信用风险激增。近年来，一些“资本系”经营模式激进，在资本市场盘根错节，涉嫌利益输送等违规行为，风险隐患巨大。在对其进行处置的过程中，相关股票和债券价格也时有波动。此外，房地产与金融业深度关联，历史上的金融危机多与房地产有关。目前，我国房地产贷款约占银行贷款的四成，还有大量债券、信托、股本等进入房地产业。而我国房地产业近年来盲目扩张，粗放经营，走多元化路线，出现泡沫化迹象。2020年下半年至2021年上半年，以“三道红线”为代表的房地产调控措施密集出台，房地产行业的风险得到了相当程度的释放，但也出现了银行坏账增加和债券违约的信用风险、房企资金链断裂的资金流动性风险以及房企股票债券价格下跌的市场风险。

**金融机构的不当经营。**金融机构是金融体系的枢纽和核心，相互之间的业务往来和风险敞口错综复杂，一旦其经营状况出现问题，可能会引发包括操作风险在内的各类金融风险。1998年，对冲基金长期资本管理公司因对国债利率走势错误的押

注而濒临破产，由于该机构从多家国际投行借入了大量资金，如果任其倒闭，这些投行将遭受巨额亏损，好在美联储及时组织14家投行联合向其注资，才避免了系统性风险的爆发。2008年，美国第四大投行雷曼兄弟在次贷危机已蔓延多时的情况下仍然借入资金大量增持住房和商业抵押贷款，最终拖垮了其业绩。美联储出于防范道德风险的考虑，任其破产而没有对其进行救助。雷曼兄弟是美国国债一级市场交易商和二级市场做市商，它的机构经纪业务服务了大批对冲基金，同时也是证券借贷市场的主力军；涉及雷曼兄弟的衍生品合约有数百万份，此外，众多金融机构都持有雷曼兄弟的债券。如此重要的一家金融机构的倒闭引发了金融系统的混乱，使美国次贷危机演变成了国际金融危机。在我国，2016年国海证券“萝卜章”事件及2019年包商银行被接管均导致银行与非银行金融机构间流动性传导链条出现梗阻，并加剧了债市的波动；2016年以来，互联网借贷激进、不规范甚至违法经营模式的弊端逐渐暴露出来，大量P2P平台爆雷并出现支付危机，给广大投资者造成了重大损失。

**脆弱的市场微观结构。**（1）过高的估值水平。资产价格围绕资产的内在价值上下波动是价值规律的体现。在牛市中投资者过度乐观的情绪往往会使资产价格短期内严重偏离内在价值，但“均值回归”

迟早会兑现。1720年，在相关利好政策的刺激下，南海公司的股价在半年内由128英镑涨至1 000英镑；2000年美国互联网泡沫破灭前，纳斯达克市场的市盈率高达150倍。这些估值泡沫无一例外都以惨痛的下跌收场。（2）过多的杠杆资金。交易型杠杆资金的特性决定了其赌性很强，一有“风吹草动”便会大进大出，进而加大资产价格波动。2014年下半年至2015年上半年，大量杠杆资金通过融资融券、场外配资、结构化资管产品等渠道涌入A股市场，随后又大规模离场，成为A股异常波动的重要推手。（3）过于集中的持有结构。当一只证券被一个或若干行为趋于一致的投资者集中持有时，其可供交易的筹码变得很少，此时少量的交易便可造成资产价格的大幅波动。造成这种现象的常见原因有两个：一是专业机构在特定市场环境下的趋同交易行为，如公募基金的“抱团”等；二是个别投资者的“坐庄”和市场操纵，涉嫌违法违规。上述市场微观结构的扭曲经常会导致市场急跌，在出现市场风险的同时伴随着市场流动性风险。

## 金融风险的传导路径及机理

金融市场体系非常庞杂，按交易品种可分为股市、债市、期市、汇市等，按地域可分为境内市场和境外市场。市场风险会在不同市场之间传播，而市场风险、流动性风险、信用风险与操作风险之间也存



表 1 金融风险的常见诱因及其可能诱发的风险类型

| 诱因类型   | 风险诱因         | 可能诱发的风险类型 |         |         |      |      |
|--------|--------------|-----------|---------|---------|------|------|
|        |              | 市场风险      | 市场流动性风险 | 资金流动性风险 | 信用风险 | 操作风险 |
| 金融体系外部 | 地缘政治冲突       | ✓         |         |         |      |      |
|        | 瘟疫           | ✓         | ✓       | ✓       | ✓    |      |
|        | 经济下行周期       | ✓         |         | ✓       | ✓    |      |
|        | 不当的经济金融政策与监管 | ✓         | ✓       | ✓       | ✓    |      |
| 金融体系内部 | 沉重的债务负担      | ✓         |         | ✓       | ✓    |      |
|        | 借款人和发行人的不当经营 | ✓         |         | ✓       | ✓    |      |
|        | 金融机构的不当经营    | ✓         | ✓       | ✓       | ✓    | ✓    |
|        | 脆弱的市场微观结构    | ✓         | ✓       |         |      |      |

资料来源：作者整理。

在着复杂的传导关系。

### 市场风险之间的传导

**股市与债市之间的风险传导。**股市和债市之间的波动可能会相互传导，这往往是由资管产品的赎回压力导致的。对于同时持有股票和债券的资管产品而言，单一市场的价格下跌便足以引发产品净值的大幅回撤，进而促使投资者大量赎回。为了应对赎回压力，产品经理不得不抛售流动性较好的资产。一般而言，股票的流动性好于债券。所以较为常见的传导情形是“债市下跌→产品净值回撤→投资者赎回增多→产品经理抛售股票→股市承压”。2017年4月，我国金融去杠杆、严监管的政策密集出台，债券市场首当其冲，出现较大幅度下跌，随后A股市场在无其他明显利空的情况下也出现了一定调整，这在一定程度上是资管产品被迫卖出股票应对

赎回压力所致。

**期货与现货市场间的风险传导。**由于期货与相应现货价格受共同的影响因素驱动，二者的走势是较为一致的，特别是对金融期现货而言，二者都有高效的定价市场，金融期货价格一般只在分钟级别对现货价格有一定领先和引导作用。换言之，期货相对于现货的基差通常维持在一定范围内。尽管如此，两个市场一些特有的博弈因素有时会让基差偏离正常范围，特别是期货市场高杠杆的特点使得其相对于现货市场容易出现过度投机的现象，价格波动时常高于现货市场。此时，投资者的跨期现套利行为会让基差恢复至正常区间，进而将一个市场的波动传导至另一个市场。例如，当期货市场突然大幅下跌，从而使期货价格显著低于现货价格时，套利者将会买入期货，卖出现货，在促使基差恢复正常的同时，也将下跌压力传



导至了现货市场。同样的，当现货市场意外下跌时，套利者会买入现货、卖出期货，从而令期货市场承压。此外，商品期货价格如果大幅下跌，会影响到相关行业上市公司的业绩，进而导致这些上市公司的股价下跌。

**汇市与资本市场间的风险传导。**汇率与股票、债券和期货价格之间也存在一定的相互引导关系。在我国，境外投资者的汇兑需求只占外汇交易的很小一部分，所以资本市场价格波动引发外资流出进而使人民币汇率承压的情形不太可能出现。较为常见的是汇率贬值引发资本市场价格下跌，因为汇兑损益是境外投资者投资我国资本市场的重要考量之一，人民币大幅贬值将侵蚀境外投资者的投资收益，促使其抛售股票、债券或期货，并将资金转移出境，进而给我国资本市场带来下行压力。2015年“8·11汇改”可能是汇率波动引发股市下跌的一个例子。对人民币定价机制进行市场化改革后，人民币贬值压力一次性释放，短期内的贬值幅度超过3%，同期外资阶段性流出A股，从而使A股在8月下旬出现了一轮较大幅度的调整。此外，由于美元是大宗商品贸易结算的主要货币，美元升值会令商品期货价格承压。

**境内与境外市场间的风险传导。**在全球热钱高效流动的今天，一国金融市场的波动很容易通过资金面和情绪面传导至其他国家。由于我国金融市场“引进来”的力度总体上要大于“走出去”的力度，

跨境联动主要表现为境外市场波动向境内市场的传导。从资金面看，外资中很多在全球范围内配置资产的机构都采用了风险平价策略，当一国金融市场（例如美股）出现大幅波动时，该策略将会压降其在包括A股在内的各个权益市场的风险敞口，进而给A股带来资金外流压力。从情绪面看，美股是全球股市的“风向标”，一旦其出现大幅波动，也会使包括A股在内的其他股票市场投资者产生一定的恐慌情绪，进而阶段性的抛售A股避险或选择离场观望，令A股承压。中美两国的债市也有一定的联动现象。外资投资中国债市的一部分收益来自中美利差。当美债收益率大幅上行、中美利差迅速收窄时，外资的投资回报下降，会阶段性撤离我国债市，进而使我国国债收益率也面临上行压力。

### 不同类别金融风险之间的传导

#### 市场风险与流动性风险之间的传导。

市场风险和市场流动性风险经常是相伴相生的。当市场剧烈波动时，往往意味着多空力量的失衡和市场流动性指标的恶化；反之，市场流动性下降往往是筹码分布不均的信号，市场潜在波动性也会上升。股票市场的结构性分化是较为明显的，很多股票常年处于“无人问津”的状态，市场流动性较差，股价也长期低迷，还不时出现“闪崩”。2015年A股异常波动是市场风险与市场流动性风险交互传导的典型例子。彼时停复牌制度还不尽完善，随意停



牌的现象较为普遍。当6月中旬市场开始快速下跌后，很多上市公司选择停牌避免股价遭受冲击，这使得急于变现的投资者只能卖出那些没有停牌的股票，加速了市场的下跌。于是出现了“千股停牌、千股跌停”的罕见一幕，A股的流动性一度近乎枯竭。市场风险与资金流动性风险之间也会相互传导。在2020年3月新冠肺炎疫情全球蔓延导致的金融市场波动期间，债券市场价格一度快速下跌，全球债券型基金在一周内净流出创纪录的1 090亿美元，遭受了巨大的赎回压力；同时，货币市场融资也变得异常困难，那些仰仗融资加杠杆进行“短借长投”或者基差交易的投资者被迫斩仓，反过来加剧了债市的调整。

**市场风险与信用风险之间的传导。**市场价格的波动可能会削弱一些市场主体的偿付能力，从而产生信用风险。例如，股票价格的下跌可能会使融资融券和股票质押的担保质押品价值缩水，当融入方无力补充担保质押品或偿还负债时，便出现了信用风险。此时，作为资本中介的证券公司为了确保自身不遭受损失，往往会进行强行平仓。2018年A股“阴跌”期间，股票质押频频“爆仓”，成为当年一个显著的风险隐患。市场风险向信用风险传导的另一个典型案例是20世纪80年代美国的储贷危机。彼时美联储为了治理滞胀而实施了紧缩性货币政策，市场利率持续走高，抬升了储贷机构的负债（吸储）成本。而储贷机构的资产主要是房

贷，久期长、重定价慢，这使得储贷机构的净息差不断收窄，进而陷入了经营困境。据统计，危机期间，破产或被接管的储贷机构约1 300家，总资产达6 200亿美元，严重冲击了美国的金融体系。信用风险向市场风险的传导也较为常见。发行主体出现信用风险事件（如评级下调、债务违约等）后，投资者预期其基本面将会恶化，从而加大抛售力度，其股票和债券价格往往因此大幅下跌。

**信用风险与资金流动性风险之间的传导。**信用风险与资金流动性风险之间也存在相互传导的路径。在我国，信托产品持有了大量的非标资产，穿透看主要投向工商企业、房地产、基建等领域。近年来，随着我国经济下行压力加大及相关行业的政策调整，非标资产的信用风险逐步暴露，也增加了信托产品兑付的难度。据统计，2020年有310只集合信托产品未能按时兑付，涉及金额1 600亿元。保险公司美国国际集团（AIG）的激进经营是资金流动性风险向信用风险传导的一个例子。2005—2008年，其持有的信用违约互换（CDS）规模不断扩张，一度达到5 000亿美元，已远超其资本规模。国际金融危机爆发后，CDS价值急剧缩水，给AIG造成了巨额亏损，并迫使AIG不断追加现金充当抵押品，令其现金流捉襟见肘。这导致AIG的信用评级被下调，并被要求追加更多的保证金，而此时AIG已无力完成该义务，陷入破产危机。

**操作风险向其他风险的传导。**由于产生的机理较为特殊，操作风险一般不会被其他风险所引发，但可能会向其他风险传导。“8·16光大乌龙指”事件是操作风险引发市场风险的典型案例。2013年8月16日上午，光大证券自营业务套利系统由于存在设计缺陷，在2秒内发出了大量错误订单，导致上证综指在1分钟内上涨超5%，随后又快速回落，严重扰乱了市场运行。在引发市场波动的同时，操作风险也可能带来市场流动性风险。2012年8月1日，美股做市商骑士资本由于指令传送系统故障，在开市后的45分钟内发出来数百万个订单，导致37只股票波动幅度超过10%，其成交量的一半来自骑士资本，这些股票的市场流动性迅速耗尽。

## 结论与相关建议

本文从几类主要的金融风险出发，梳

理归纳了引发这些金融风险常见的金融体系内外部诱因，分析了这些金融风险之间可能的传导路径。该框架简洁明了，据此可对潜在的风险隐患和可能的传导路径形成预先判断，在此基础上，可进一步对风险传播的具体载体——市场主体及相关的产品、工具和业务做细致分析，从而完成对金融风险的准确定位和识别。控制风险源和切断传导渠道对于防范化解金融风险至关重要，据此提出以下建议。

对政府部门而言，应做好政策的逆周期调节和跨周期调节，尽可能熨平经济周期，平抑金融市场波动。金融监管机构应加快市场投资端改革，引导更多中长期资金入市；丰富金融衍生品，为市场提供多样化的风险管理工具；加大对违法违规行为的打击力度，维护公平公正的市场环境；把握好金融监管与金融创新之间的平衡，避免陷入“一放就乱，一乱就收”的怪圈。此外，应

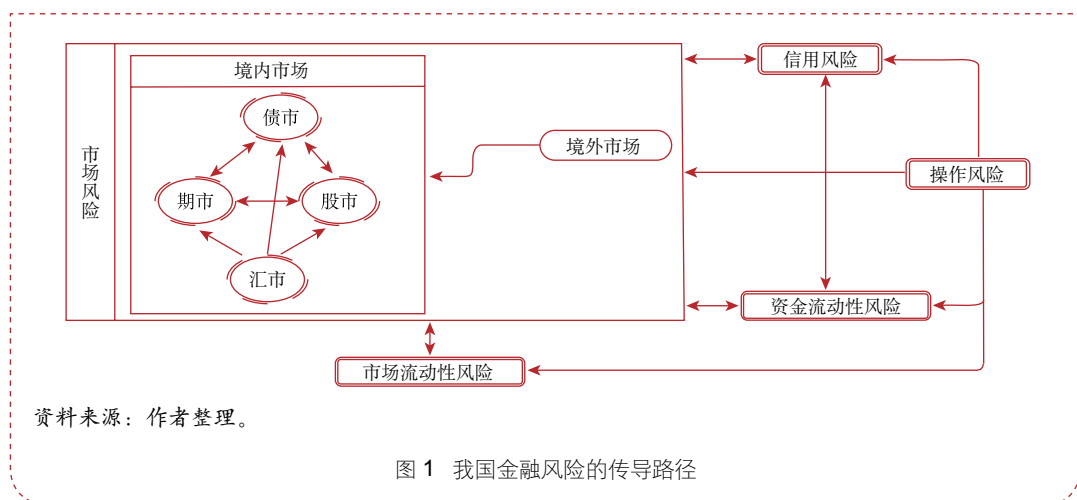


图1 我国金融风险的传导路径



不断完善部际和央地协调机制。强化国务院金融稳定发展委员会的决策议事、统筹协调和监督问责职能,形成监管合力;把握好政策出台的节奏与力度,协调好多部门监管政策,防止发生“合成谬误”和“处置风险的风险”;加强对地方金融风险防控的指导、协调和监督,强化央地金融监管协调机制,有效发挥中央和地方政府积极性,形成全国“一盘棋”;以功能监管为导向,减少监管真空和监管重叠,消除监管套利;统筹推进全国统一的监管大数据基础仓库规划建设,加强数据交换和信息共享,高效实现“穿透式”监管,及时准确掌握风险底数。

对市场主体而言,实体企业应聚焦主责主业,坚守依法合规底线,推动业务发展由高负债驱动的粗放式外延型增长模式向集约式内涵型增长模式转变。金融机构应坚持稳健合规经营,完善全面风险管理体系,健全内控机制,培育合规文化,加强信息化建设,通过“人防+技防”提升风险管控效能。强化投资者保护和教育,引导投资者特别是广大中小投资者积极践行价值投资、长期投资的理念,避免盲目追随市场热点、跟风炒作。**[N]**

学术编辑: 韦燕春

### 参考文献:

- [1]胡颖毅,周嘉伟.基于相互关联性视角的我国金融体系系统性风险和体系内风险传导的时变研究[J].南开经济研究,2018(03):117-135.
- [2]江红莉,刘丽娟,程思婧.系统性金融风险成因、测度及传导机制——基于文献综述视角[J].金融理论与实践,2018(11):49-55.
- [3]刘亚.金融风险管理学[M].北京:中国金融出版社,2017.
- [4]陶玲.系统性金融风险的传导[J].中国金融,2016(13):19-21.
- [5]王朝阳,王文汇.中国系统性金融风险表现与防范:一个文献综述的视角[J].金融评论,2018,10(05):100-113+125-126.
- [6]王雯,张金清,李滨,田英良.资本市场系统性风险的跨市场传导及防范研究[J].金融经济研究,2018,33(01):60-71.
- [7]魏伟,陈骁,张明.中国金融系统性风险:主要来源、防范路径与潜在影响[J].国际经济评论,2018(03):125-150+7.
- [8]杨子晖,陈雨恬,陈里璇.极端金融风险的有效测度与非线性传染[J].经济研究,2019,54(05):63-80.
- [9]赵建,李奇霖,冯素玲.货币供给、流动性波动与系统性金融风险——微观行为、宏观结构与传导机理[J].金融评论,2019,11(06):15-35+120-121.
- [10]卓娜,昌忠泽.金融风险的成因、传导与防范:国内外研究述评[J].技术经济,2015,34(03):112-122.
- [11]Chang R,Velasco A.Exchange Rate Policy for Developing Countries[J].The American Economic Review,2000a,90(2).
- [12]Claessens S,Kose M A,Terrones M E.The Global Financial Crisis: How Similar? How Different? How Costly? [J]. Journal of Asian Economics, 2010,21(3).
- [13]Dooley M P.A Model of Crises in Emerging Markets[J].The Economic Journal,2000,110(460).
- [14]Minsky H P.The Financial Instability Hypothesis[R].The Jerome Levy Economics Institute Working Paper,No. 74,1992.
- [15]Schneider M,Tornell A.Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises[R].NBER Working Paper,No.8060,2000.