

传统金融风险与互联网金融风险的共振机理及应对[※]

内容提要：中国当前的金融风险隐患点，既包括传统的金融风险，也包括互联网金融背景下的新型金融风险，二者同根同源、相互交叉、同步出现，使中国处在金融“双风险”的聚集期、散发期，也容易产生共振效应，增加触发系统性金融风险的可能性。传统金融风险与互联网金融背景下新型金融风险理论基础一致，基因耦合度较高，传导载体、传导链条和节点传染模式一致。金融“双风险”共振对传统金融监管造成冲击，使其应对乏力。金融“双风险”共振会倒逼科技驱动型金融监管崛起，在传统金融监管维度之外，加之以科技维度，形成金融监管的双维体系。

关键词：传统金融风险 新型金融风险 共振 金融监管

中图分类号：F832.5;F830.9

文献标识码：A

文章编号：1009—2382(2022)04—0061—09

DOI:10.13891/j.cnki.mer.2022.04.001

一、引言与文献综述

防范化解金融风险，是金融工作的永恒主题，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，是经济平稳健康发展的重要基础，是关系中国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事。中国要集中力量，优先处理可能威胁经济社会稳定和引发系统性金融风险的问题，既要有防范风险的“先手”，也要有应对和化解风险挑战的“高招”。任何领域都存在着不可预知的风险，风险与金融活动和科技创新更是相伴相随。大数据、区块链、人工智能和云计算拓宽了金融业务的渠道，但没有改变金融行业的本质、基本的业务模式和风险特征。正如一句法国谚语所说：“某一事物变幻越多，其本质就越难改变。”现象变幻无穷，本质却始终如一。金融业的本质依旧是资源的配置和信用的转换；基本的业务模式依旧是存款、贷款、支付、证券承销、保险等；风险特征依旧是高杠杆和期限错配。当前，所谓最具“创新”色彩的大型平台金融机构，所开展的业务仍然是支付、吸收存款、发放贷款、货币市场基金、代

销金融产品、保险业务等，所不同的是扩展成了综合金融服务平台，混业程度更高，引发系统性金融风险的可能性更大。传统金融风险具有的隐蔽性、突发性、传染性和负外部性等特征依旧存在，技术性风险、操作性风险等新型金融风险已经出现，并在金融、网络和技术的作用下与传统金融风险产生聚合效应和共振效应，使金融风险的涉及面更广、传递速度更快。互联网金融背景下新型金融风险凸显，扩大了金融市场的波动，增加了爆发“黑天鹅”风险的概率。通过互联网节点的连接，金融和科技处在深度融合的过程中，传统金融风险和新型金融风险产生共振效应。

中国当前的金融风险隐患点，既包括传统的金融风险，如金融机构面临的流动性风险、影子银行风险、非金融企业高杠杆风险、不良贷款和债券违约引发的信用风险、房地产泡沫风险、地方政府隐性债务风险、外部冲击风险以及金融腐败风险等；也包括互联网金融背景下的新型金融风险，如平台垄断引发的金融风险等。21世纪是互联网时代，互联网深刻改变了人们的生产和生活方式，互联网金融为中国的金融创新

[※] 基金项目：国家社会科学基金重大研究专项项目“重大国际和地区金融危机发生机理、预警机制和防范政策研究”（编号：18VFX004）。

作出了巨大的贡献。然而,互联网金融是传统金融的升华和演进,沿袭了金融的所有特征,一方面提高了配置金融资源的效率,另一方面借助互联网的力量使金融风险通过传导效应呈现放大趋势。互联网金融行业泥沙俱下、鱼龙混杂,客户资金管理混乱、风险提示不充分、信息披露不完善,平台安全性及平台垄断问题突出,更有“P2P 平台”严重损害金融消费者利益、影响社会稳定的恶性事件,“互联网+”背景下的新型金融风险引起广泛关注。互联网金融是在传统金融基础上借助互联网技术发展起来的,互联网金融背景下的新型金融风险与传统金融风险“同根同源”,二者相互交叉、同步出现,使中国处在金融“双风险”的聚集期、散发期,更容易产生共振效应,增加触发系统性金融风险的可能性。

系统性金融风险是指由于个别金融风险的扩散和蔓延,使整个金融体系遭受大规模冲击而无法正常运转,这种冲击表现为大量金融机构破产倒闭、金融市场崩溃、资本外逃以及货币贬值等。系统性风险处在复杂网络中,具有较强的复杂性,学界对系统性金融风险的定义各有侧重。Kaufman(1996)基于风险关联性特征给出的定义,认为系统性金融风险是指单个金融机构破产给其他金融机构和全部金融市场带来的风险。Kupiec 和 Nickerson (2004)认为,经济社会领域的意外冲击会引起资产价格的大幅波动,进而影响整个金融市场的流动性,增加企业破产和金融机构倒闭的风险,最终引发系统性金融风险。从系统性风险的成因来看,部分学者从经济周期的视角进行了探讨。Goodhart(2009)认为过度顺周期性是引发系统性金融风险的主要因素。更多学者从风险的传染性研究系统性金融风险,既有沿着资金链的传染,也有沿着信息链的传染。Memmel 和 Sachs(2013)认为金融风险的传染速度符合幂律分布。He 和 Manela (2016)认为流动性不足导致的挤兑是引发系统性金融风险的重要因素。在系统性金融风险测度的研究领域,多数学者运用了“在险价值方法”(value-at-risk, VaR)。在此基础上,Adrian 和 Brunnermeier (2016)提出使用条件在险价值之差(ΔCoVaR)来对系统性金融风险进行衡量。Acharya 等(2017)借助了边际期望损失来考察单个金融机构对金融体系系

统性金融风险的贡献程度。

国内学者的研究结论普遍认为,互联网金融背景下新型金融风险与传统金融风险的交叉效应增加了爆发系统性金融风险的概率。张晓朴(2014)的研究认为,互联网金融可能会通过一些渠道放大系统性金融风险,互联网金融平台机构与传统金融机构之间因业务关联、声誉风险等会引发风险传染。杨东(2015)认为,中国现行管制型立法对互联网金融信用风险规制失灵,催生刚性兑付,加剧信息不对称。李文红和蒋则沈(2017)认为,一些“互联网+金融”模式存在忽视金融本质、风险属性和必要监管约束的现象,出现了风险管理不到位、业务运作不规范等问题。杨子晖和李东承(2018)通过考察银行的个体风险、传染性风险以及系统性金融风险的影响因素,证明了传染性风险在系统性金融风险中的占比逐步增加。马理等(2019)的研究认为,如果互联网金融业面临极端风险,其对银行业、证券业和保险业均存在明显的风险溢出效应。从对互联网金融风险的监管来看,谢平等(2014)认为,互联网金融监管的基础理论和传统金融监管理论没有显著差异,审慎监管、行为监管和金融消费者保护等监管方式在互联网金融领域同样适用。高惺惟(2021)的研究指出垄断性平台机构的出现对现行金融监管构成挑战,需要完善平台机构从事金融业务的监管制度体系。

当前的研究侧重于分析和验证新型金融风险是否对传统金融风险产生影响,较少解释前者为何会对后者产生影响,以及这种影响背后是否存在一致的理论基础、共同的风险“基因”、共同的传导链条、传导载体以及传染模式?金融“双风险”的生产机制和传染机制又是什么?本文试图对这些问题给予回答。

二、“双风险”理论基础一致

1. 基于金融脆弱性理论

金融业比其他行业更容易出“故障”,其根源在于金融系统本身具有不稳定性、脆弱性,金融脆弱性一旦累积到一定程度,极易爆发金融或经济危机。货币脆弱性和信用脆弱性共同构成了金融脆弱性,金融脆弱性与系统性金融风险相伴而生。第一,高负债经营的行业特点决定了金融行业与生俱来的脆弱性。金

融机构普遍具有“硬负债、软资产”的特征,即负债是实实在在的、随时可能被要求履约的,但资产却可能发生损失甚至根本无法偿还。因此,判断金融机构脆弱程度的清偿力就成为一个未知数。第二,金融创新增加了金融脆弱性程度。随着新市场和新技术的不断开发,各式各样的“伪装”掩盖了传统的和新出现的金融风险,掩盖了日益增长的金融脆弱性。甚至用不着来分析金融机构本身,仅仅金融层次的增多以及撇开流动性的新金融工具的发明,就是金融体系脆弱性增加的明证。第三,信贷固有的不稳定性加剧了金融脆弱性。从明斯基危机模型能够看出,银行信贷具有顺周期性,在经济繁荣时期,银行会增加信贷投放;在经济衰退时期,银行会减少信贷供应,信贷规模的顺周期性加剧了金融体系的脆弱性。第四,金融领域的个体理性与合成谬误共存的问题。合成谬误是指每一个参与者都是理性的,仍可能导致疯狂和恐慌,总体并不等同于所有个体的简单加总。出现个体理性和群体非理性的原因在于投资者容易陷入“领头羊”盲从模式,而群体恐慌心理是对理性的偏离。

2. 基于金融风险传染性理论

传染性是金融风险的基本特征之一,是系统性金融风险的驱动因素。金融风险传染也可称为金融波动溢出效应,指某一金融机构或金融市场遭受冲击导致整个市场波动,传染性就是用来强调不同机构和不同市场发生的共同变动,风险的溢出会产生连锁反应,引起金融机构的倒闭潮。牛顿曾讲到:“我可以预测天体运行,却无法估计人性疯狂。”金融体系的联动性在“多米诺骨牌”效应的推动下,单个金融机构的风险会使整个金融系统陷入到系统性金融风险中,从而引发全面的金融危机甚至经济危机。从金融风险传染源来看,金融脆弱性是系统性金融风险传染的前提。从金融风险的传染媒介来看,金融机构间的关联性就是风险传染的载体,这种关联一方面来自于资产负债表的关联,即同业业务的关联,包括同业存放、同业拆借等;另一方面来自于信心的关联,即单个机构的风险会改变投资者的心理预期,进而导致整个金融领域投资者信心危机。互联网金融的主体更加多元,服务对象更加下沉。互联网金融颠覆了传统金融中的“二八定律”,将金融服务延伸至80%的“长尾客

户”,风险传导对象更加广泛。一旦传统金融机构或互联网金融机构发生风险,风险就会沿着传导链条扩散至全部用户。

3. 基于复杂网络理论

传统金融机构和互联网金融机构组成的系统本质上是一个复杂网络,每一个机构都是复杂网络上的一个节点。传统金融和互联网金融的发展可以看作是复杂网络中节点的延伸,而风险源自复杂网络的脆弱性。系统性金融风险可以看作是金融系统中机构和节点脆弱性以及关联性引发的复杂网络风险。在研究金融“双风险”共振机理的过程中,应在复杂网络的框架下,分析风险的生成和传染机制。首先,复杂网络由节点和连线组成,且节点众多,节点之间的连线代表关联性。复杂网络中节点相互叠加,相互影响,使节点之间的关系从物理变化转为化学变化。复杂网络中的个别关键节点发挥着中心角色的作用,这些节点聚集度高,连接频繁。其次,复杂网络具有自组织、自相似的特征。自组织是指各节点不断提高其关联的复杂度和精细度的过程;自相似是指各节点在结构和性质上具有极强的相似性。再次,复杂网络具有“二八效应”。不同的节点影响力不同,少数节点影响力大,大多数节点影响力小。影响力小的节点出问题之后不会影响网络整体结构和秩序,但影响力大的节点出问题之后,整个网络将不堪一击,表现出脆弱性。最后,在互联网金融出现之后,复杂网络转为“新复杂网络”。互联网金融与传统金融两个网络系统中各个节点既相互融合,又相互影响,由此产生了“新复杂网络”,表现出了结构复杂性、融合性和网络进化性特征。结构复杂性表现为新网络中存在新节点与旧节点之间的新网络结构;融合性表现为新节点和旧节点之间的相互补充;网络进化性表现为各节点之间由于竞争、合作,相互冲击,进而出现复杂融合性的风险。

三、“双风险”基因耦合度较高

传统金融风险与互联网金融背景下新型金融风险的共振机理还体现在风险基因的耦合性上。对于传统金融风险而言,互联网金融背景下的新型金融风险是一个“异物”,但这个“异物”与传统金融风险具有

共同的“基因”,因此互联网金融背景下的新型金融风险和传统金融风险共同构成的金融“双风险”会产生共振效应,这种共振源于“双风险”在基因上具有极强的耦合性。嫁接在互联网平台上的金融,就如同“马车变汽车”,将使金融的功能效率大幅提升。同样,嫁接在互联网平台上的金融风险,扩散速度大幅加快,影响力成倍增加。因此,互联网金融并没有改变金融风险的本质和特征,但互联网技术运用于金融活动时放大了系统性金融风险的强度,强化了金融的高杠杆性,加快了金融风险的传染速度,增加了发生系统性金融风险的可能性。

共同“基因”之一:信用风险基因。风险管理是金融业的根基,信用风险管理又是金融业风险管理的核心之一。信用风险是指在约定日期交易对手无法履行部分或者全部义务所导致的风险。信用风险伴随着信用活动而产生,金融机构就是经营信用风险的企业。在经济下行的背景下,信用风险会沿着产业链逐步蔓延扩散。任何金融交易都是建立和履行合约的过程,如果合约不能够得到如期执行,就会存在信用风险。信用风险是金融领域最古老的风险,其内涵正在从传统走向现代。随着网络信息技术在金融业中的应用,交易信息的传递、支付结算等均通过网络进行联系,一方面克服了地理空间的障碍,但另一方面加剧了对交易者身份、交易真实性的验证难度。同时,由于缺乏抵押和担保,互联网金融进一步放大了信用风险。互联网金融突破原有线下和物理空间的局限,延伸到线上和虚拟空间,拓宽了信用风险的边界。互联网金融信用风险既包括个人信用风险,表现为个人及企业征信在互联网金融领域并没有得到很好的普及和应用,主要靠线上考核,影响贷款质量;也包括平台信用风险,表现为平台本身的恶意欺诈、跑路等风险,如果控制不当会对投资者造成严重损失。以第三方支付机构为例,平台机构持有规模庞大的沉淀资金,利用沉淀资金及利息从事其他营利活动的过程伴随着较大的风险隐患。一旦获利失败,平台机构无法履行约定,就会面临信用风险。同时,部分平台金融机构大多数业务量都在平台内部封闭循环,其中存在的信用风险隐患是巨大的。

共同“基因”之二:信息不对称风险基因。信息不

对称问题是导致传统金融风险的重要因素,金融领域出现的逆向选择、道德风险以及庞氏骗局都与此有关。庞氏骗局中,欺诈者利用信息的不对称性,向客户承诺高额回报。资产价格上涨时,每个设局者都会精心编造一个“故事”,虚构美好的盈利前景;资产价格泡沫破裂往往会揭穿欺诈骗局。金融市场的欺诈现象包罗万象,有代理人对委托人的欺诈,有经纪人、银行家和承销商对投资者的欺诈,等等。传统金融市场中存在的信息不对称问题,互联网金融领域同样存在,信息不对称所引发的逆向选择和道德风险等隐患在互联网金融领域同样存在,甚至更为突出,产生了新的由于信息不对称带来的道德风险,而大数据技术无法真正解决逆向选择和道德风险问题。不论是传统借贷还是互联网借贷,资金需求方总比供给方掌握更多的风险信息,以信用担保为基础的互联网借贷并不能完全反映借款人的风险状况,互联网信贷的信息风险更加突出,信息透明度也更低。从技术上来看,互联网金融服务在虚拟世界中进行,资金流向难以把握,加剧了信息不对称导致的风险。互联网金融机构会利用其技术优势形成“技术黑箱”,形成更大的不透明空间。同时,由于互联网金融是新事物,监管部门尚未形成明确的信息披露标准,容易造成“灰色地带”。虽然个别平台机构借助大数据收集和分析,能够对贷款人的信用状况作一个基本的判断,但数据信息无法实现有效合理的共享,容易造成不同平台下的信息套利。另外,信息不对称问题也存在于金融机构和监管部门之间。以影子银行的风险为例,影子银行具有流动性和信用转换功能,游离于正规银行体系之外,存在监管套利、逃避监管并引发系统性金融风险的可能。互联网金融中的一部分模式与影子银行极为接近,如网络借贷、众筹融资等。

共同“基因”之三:流动性风险基因。流动性指金融机构满足存款者的提现需求和借款者的正当贷款需求的能力,流动性风险可以理解为金融机构没有足够的资金履行其支付业务。流动性风险一旦发生,往往猝不及防,并可能迅速蔓延;流动性风险容易引发挤兑,并从一家向另一家的传染,加剧银行间市场、股票市场、债券市场、外汇市场等整个金融市场流动性紧张程度。引发流动性风险的因素包括市场主体流

动性风险意识不强、货币政策或监管政策的变化、市场发育程度等。互联网金融与传统金融相比,公众信任度是其最大弱点,其交易的虚拟性容易引发用户的不信任感。不确定性是造成流动性风险的重要原因,互联网金融增加了不确定性。对于互联网金融机构而言,资金来源稳定性是主要挑战之一。互联网金融机构难以吸引企事业单位和高净值客户,其主要客户群体电商企业也不会长期将资金存放在互联网金融机构。因此,互联网金融更具传染性,流动性风险更具爆发性。一些互联网平台机构以互联网金融创新为名,行“庞氏骗局”之实,一旦资金链紧张就会出现流动性问题。

共同“基因”之四:系统性风险基因。“大而不能倒”的金融机构放大了风险,对金融市场的稳定性带来巨大冲击,不能任其倒闭,目的是为了保护存款人和债权人的利益,根源在于金融危机具有极强的传染性。近几年,国内一些大型平台机构在金融领域独占鳌头。垄断性平台机构市场覆盖面广,接受服务的群体主要是传统金融机构覆盖不到的长尾客户,有较强的从众心理,风险识别能力较弱,损失承受能力有限,存在着更为严重的潜在社会危害。一旦风险暴露甚至机构倒闭,影响会非常广泛,形成系统性金融风险,使得国家不得不救。随着信息技术的发展,金融机构内部的信息不对称随之减少,为混业经营创造了条件,互联网金融下的混业经营模式迅速发展。金融混业经营已经增加了风险传染的可能性,互联网金融下混业经营的风险更大。一方面,互联网金融的出现打破了金融领域的行业壁垒,拓展了金融行业的边界,甚至打着金融创新的“旗号”从事未经监管部门批准的业务。另一方面,互联网的跨界和混业属性加剧了金融行业混业经营的格局。互联网金融机构长期游离于监管视野之外,其混业经营导致的金融风险更具隐蔽性和不确定性。互联网金融混业经营涉及多元业务领域,不仅具有传统混业经营的风险特点,还新增了各种信息、技术、安全等与互联网技术相伴而生的风险。互联网金融在业务操作和风险管理方面依托互联网金融平台机构,在网络安全、信息管理等方面风险更为突出,这些风险对传统的混业经营风险产生放大效应。

共同“基因”之五:市场风险基因。市场风险是由于利率、汇率、股票、商品等价格变化导致银行损失的风险。无论是传统金融机构还是互联网金融机构,只要参加市场交易,就会承担市场风险。在传统的货币政策传导机制中,中央银行通过调整货币政策工具间接影响中介目标并实现最终目标,所以中介目标的可测性、可控性和相关性至关重要。随着金融创新的快速发展和企业融资渠道的日益多元化,央行货币政策中介目标的选择面临严峻挑战。互联网金融实现了投资者和融资者的直接匹配,形成了一个新的场外交易市场,中央银行对其融资规模进行监测的难度更大,增加了市场风险。

共同“基因”之六:技术与操作风险基因。技术与操作风险基因是传统金融机构和互联网金融机构都会面临的共同威胁,但后者更为突出。互联网金融业务的安全性、稳定性和可操作性至关重要,服务器、数据库、网关接口极易受到来自网络病毒和黑客的攻击。金融科技安全问题直接关系到资金安全、网络安全和用户信息安全,尤其是增大了支付风险演变为系统性金融风险的可能性。传统的金融脆弱性包括金融工具脆弱性、金融机构脆弱性和金融市场脆弱性,互联网金融使金融工具、金融机构和金融市场紧密地结合在一起,某一环节的风险会通过互联网的加速效应传导给整个金融体系。一是金融资金安全风险。信息技术的快速发展提升了金融行业的效率,但同时也带来了风险隐患,金融欺诈问题变得更为突出。二是用户信息安全风险。当前的智能化数据为平台金融机构的相关业务提供了便利条件,但风险也伴随而来,存在大量的不确定因素,稍有不慎就会出现漏洞,极有可能造成难以挽回的损失。三是金融机构的网络安全风险。金融机构对互联网的依赖程度逐步增加,但互联网极易受到攻击的“软肋”并未得到根本性改变,金融网络一旦遭到攻击就无法向用户提供正常服务。

四、“双风险”传导载体、传导链条和传染模式一致

1. 传导载体一致

互联网金融没有改变金融的本质。互联网金融是新兴业态,源于金融业与互联网信息技术的结合。本质上看,互联网金融发展过程就是将互联网思维融

入金融业的过程。因此,互联网金融背景下的新型金融风险与传统金融风险之间本就存在共同的传导载体。一是客户载体一致。互联网金融与传统金融的业务与覆盖人群相近。传统金融以证券业、银行业和保险业为主,解决投融资和财富管理的需求。互联网金融没有改变金融的根本属性和风险基因,为企业和居民提供了更大的便利性,吸引了大量的“长尾客户”。无论是互联网金融领域还是传统金融领域,投资者主体高度重合,一旦市场出现利空信息,两个市场会出现风险共振效应。二是资金载体一致。金融的本质就是资金融通,机构和个人的资金联系依靠金融活动产生,互联网金融没有改变金融的本质。传统金融风险 and 新型金融风险在传导的过程中,最重要的依赖载体就是资金。互联网金融提升了资金使用的效率,但同时也将更多的交易主体链接到资金链条中,资金流一旦陷入危机,会产生明显的连锁效应和放大效应。三是信息载体一致。金融活动离不开对数据信息的使用和分析。互联网金融发展起来之后,数据信息的作用更加重要,大数据、云计算等科技手段降低了信息收集和分析的成本,互联网金融对数据信息的依赖程度更深。同时,在互联网介质的帮助下,新金融风险的传播速度更快、传播范围更广。四是产品载体一致。传统金融产品基本由银行、证券、保险、基金、信托等机构提供,行业壁垒较高,创新型产品较少,风险基本可控。互联网金融的发展使金融产品的创新日新月异,“去机构化”的金融创新产品使金融行业边界日益模糊,风险隐蔽性加剧。五是预期载体一致。传统金融模式中,非理性决策、羊群效应等心理因素直接影响金融投资者和消费者的心理预期,预期的变动直接关乎金融稳定。互联网金融具有信息传播速度快的特点,能够将风险更快速地传导出,羊群效应更加明显。

2. 传导链条一致

顾名思义,金融的主要功能就是“资金融通”,金融风险同样聚焦在资金流动上。无论是传统金融还是互联网金融,都是为了实现资金从供给方向需求方转移。风险传导机制通过描述风险如何从源头产生,之后通过金融中介,由单一机构向外溢出,最终传导到整个市场。传统金融风险与新型金融风险共同的

传导链条表现在以下五个方面。

一是信用风险传导链条。信用核查薄弱→违约可能性加大→信用风险→声誉风险→投资人损失。

二是市场风险传导链条。经济衰退→市场风险→持续积累→经济危机。

三是流动性风险传导链条。中央银行调整货币政策→影响银行、证券资产结构→流动性风险和政策性风险→市场风险。

四是金融内部风险传导链条。金融结构风险、操作风险、技术风险→部门间传导→机构间传导→市场风险、流动性风险。

五是信息技术风险传导链条。技术漏洞或病毒攻击→系统瘫痪→信息技术风险→挤兑风险→系统性风险。

不论是传统金融还是互联网金融,都是为了实现资金从供给方向需求方的转移。但这种转移是双向的,一旦转为单向的,就会发生信用风险(如图1所示)。与传统金融相比,互联网金融具有实时在线、跨界和技术集成的特性,互联网的一个个节点为金融风险的迅速蔓延添加了助推器。在蔓延的过程中相互交叉,对传统金融风险形成几何级数的放大。

3. 传染模式一致

在金融体系的复杂网络中,节点深度融合极易造成风险的共振,某个节点自身携带的风险能够通过资金往来和信息传播的渠道传染给其他节点,单个节点的脆弱性很快转变为复杂网络的脆弱性。在互联网金融和传统金融组成的复杂网络中,互联网金融是中心节点,与其他节点联系紧密,互联网金融风险会以极快的速度传导给传统金融机构。金融“双风险”的共振机制可以分为接触式节点传染模式和非接触式节点传染模式。

(1) 接触式节点传染模式。共振强调的是一种金融风险是另一种金融风险的导火索,本文特指传统金融风险 and 新型金融风险之间的风险共振。复杂网络中节点之间的深度融合极易造成风险在中心节点之间共振,中心节点的脆弱性很快转变为整个网络的脆弱性,引发系统性金融风险。部分互联网金融创新突破监管区域,逃避监管,导致行业混乱,损害金融秩序。互联网金融平台与传统金融机构的资金合作,将

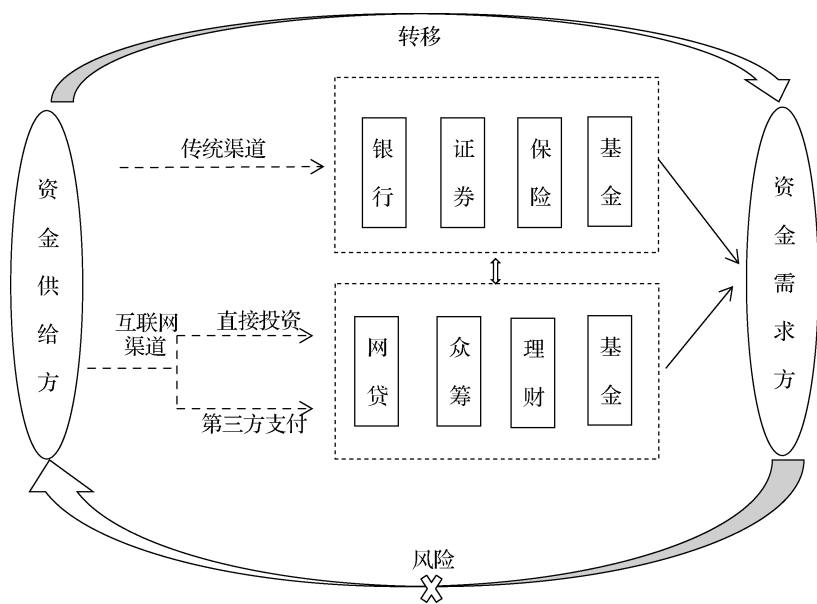


图1 传统金融和互联网金融的资金传导链条

互联网金融信用转化为银行信用,将互联网金融背景下的新型金融风险与传统金融风险绑在了一起。一旦互联网金融平台机构出现问题,传统金融机构就会受到“共振波”的冲击,风险从互联网金融领域传到传统金融领域。互联网金融平台机构与传统金融机构之间的资金往来渠道,经由共振效应的催化,演变为新型金融风险与传统金融风险的传染渠道。

(2) 非接触式节点传染模式。新型金融风险与传统金融风险之间的信息传播还存在非接触式共振机制。风险信息充斥着整个金融市场,投资者通过产生、传播、获取、交换等各种渠道将风险信息从互联网金融端传导至传统金融机构端。一是传媒性渠道。由于网络技术的快速发展,不同机构投资收益率的波动实时更新,网络等新媒体加快信息传播速度,信息传播对金融市场的影响迅速。二是从众性渠道。从众性模仿行为使投资者运用相同的方法处理信息,用相同的模型和经济学方法分析信息,进而采取相同的风险防控策略,结果就是不同的金融市场也表现出相似特征,一个市场的危机会引发另一个市场相同的危机。另外,大量的广告吸引了从未涉足投资领域的初级投资者加入互联网金融投资大军。由于信息不对称,金融领域的契约关系比普通契约关系更加不稳定。新型金融风险与传统金融风险之间存在信息传

播渠道,互联网金融平台机构投资者的损失会加剧传统金融机构投资者对投资标的的安全性的担忧,恐慌情绪在投资者之间的蔓延会冲击金融市场,影响投资者对整个金融市场的信心,最终引发系统性金融风险。

五、“双风险”共振对传统金融监管的挑战

金融的发展必然伴随着科技创新,但科技创新无法代替金融的基本功能,也无法改变金融的高风险性和高传染性,只会让其更加隐蔽,更具突发性。

1. 科技创新带来金融风险的量变乃至质变

科技变革正在改变金融的交易规则,与此同时,新型金融风险不断涌现。大数据、人工智能、云计算和区块链催生金融新产品、新平台、新组织和新业态,监管部门缺乏技术手段对金融科技企业进行监督和约束,监管漏洞已经出现,大型科技企业挑战金融监管体系、威胁金融稳定。一方面,科技手段使金融风险更加隐蔽复杂。互联网科技本身的专业性和金融的专业性结合在一起,使金融的科技风险和操作风险更为突出、更难评估,任何的技术漏洞和管理失误都会导致灾难性后果。另一方面,“金融脱媒”的风险进一步加大。科技手段使资金流动绕开现有的金融机构,直接完成资金在供给方和需求方之间的循环,导致金融交易脱离金融监管。

2. 传统金融监管应对乏力

金融监管的目标是有效应对外部性,保护消费者。面对互联网金融出现之后的“双风险”,传统金融监管面临应对乏力的问题。第一,信息不对称成为传统金融监管的固有困局。由于监管部门和市场主体存在信息不对称性,监管部门无法全面评估从业机构的实际运行情况,尤其是部分机构向监管部门提供的虚假片面数据,会引发逆向选择风险和道德风险。第二,技术短板制约金融监管。科技创新对监管部门提出了挑战,监管部门对新事物的理解总要比金融创新者慢一步。在金融风险没有爆发之前,监管部门缺乏

充分的技术手段对互联网金融风险进行监测和预警,更无法出台有效的、有预见性的监管方案。第三,传统金融监管理论失灵。互联网平台机构的双边或多边市场特性,使金融消费者和平台之间的法律关系变得模糊,隶属关系被弱化,对金融消费者的保护更加复杂,传统的监管方式能力不足。

3. 金融科技监管滞后效应明显

中国现行法律体系无法满足日益发展和创新的互联网金融模式,这就导致无法将新型金融风险关在制度的笼子里。金融科技行为的复杂性和交叉性与“块状式”金融监管不相适应,在很大程度上形成监管真空地带,导致监管滞后效应明显。这种滞后效应造成个别金融业态的野蛮生长和泡沫化,P2P平台就是例证。监管部门在金融科技发展初期往往持有包容态度,在新兴金融业态发展到一定阶段、风险充分暴露之后,监管部门才会主动介入。在经过“吃一堑长一智”之后,当前针对网络支付和网络借贷领域的监管规则已初步建立,但随着人工智能和区块链技术的快速发展,新的滞后效应又在产生。

六、“双风险”共振的应对方略

人民银行等监管部门对互联网金融的思路是明确的,既要鼓励金融创新,又要做到防范风险、依法监管,金融“双风险”共振下的金融监管需要创新。

1. “双风险”共振倒逼科技驱动型金融监管崛起

监管科技就是将人工智能、大数据、区块链、云计算等科技手段用于金融监管中,提升监管的效率和能力,减少监管“盲区”,降低监管成本。引入监管科技来防范和化解金融风险,是破解互联网金融风险和传统金融风险共振的应有之策。一方面,监管科技能够突破传统监管瓶颈。随着互联网金融与传统金融的深度融合,传统金融监管在对金融机构、金融市场和平台机构进行监督和管理的过程中面临挑战,既存在明显的时滞性,又无法穿透表象准确识别跨领域嵌套风险。监管科技能够借助技术手段对金融机构进行主动监管,提升监管的时效性、准确性和穿透性,为有效识别和防范金融风险、整治金融乱象提供支撑。另一方面,监管科技具有敏捷性、及时性和数据驱动性的特征。监管科技通过整理无序、杂乱和紧密结合的

数据,能够进行实时的交易分析和财务健康检查,充分利用人工智能强大的计算能力和数据分析能力,建立更智能的监管模型,发现更多人工监管发现不了的漏洞、不合规情况以及金融交易中的不当行为,做到依据监管规则随时、自动地对被监管者进行监管。

2. 金融“双风险”需要金融监管的双维逻辑

基于传统金融风险的金融监管是在技术相对固定的基础上形成的,是一种总结经验教训型的监管模式,已经无法适应金融创新频发的市场环境,日新月异的金融科技新业态使传统金融监管应接不暇。在传统金融风险和互联网金融风险的共振下,需要在传统金融监管维度之外,加之以科技维度,形成金融监管的双维体系,以互联网和科技创新驱动的监管思路应对金融“双风险”的挑战。传统金融监管维度包括微观审慎监管和宏观审慎监管,前者关注单个金融机构资本充足率、流动性、资产质量和盈利能力等指标,后者关注对金融体系的逆周期管理和对系统重要性金融机构的监管。科技驱动型金融监管维度是以技术支撑为核心、通过科技手段获取信息的透明监管体系,推动实时监管工具的发展来提高监管效率、降低监管成本、缩短决策时间,最大限度解决信息不对称的弊端。

3. 构建以数据驱动为核心的金融监管

科技驱动型金融监管以数据监管为核心,围绕数据采集、处理、建模和分析开展监管,实现监管模式从“紧盯机构”向“紧盯数据”的转变,由规则治理走向科技治理。通过机器学习和人工智能技术,做到数据整合、情景分析和实时监控,以此构建大数据分析模型和风险预警机制,既能够提前防范金融风险的发生,又能实现同步监管跟踪。数据不会骗人,也不会被“围猎”,更不需要被激励,既能够降低人工成本,又能够对被监管者进行自动监管,发现传统监管发现不了的问题。尤其是系统性金融风险的识别和度量,一直是金融监管领域的一个难题,在这方面基于人工智能技术的数据监管更具优势,能够更有效地预判系统性金融风险。

4. 科技驱动型金融监管的实现路径

“监管沙盒”是由英国金融行为管理局提出的,目的是既鼓励金融创新,又要对创新的范围加以限制,以确保风险可控,类似于中国的“改革试点”。创新业

务通过申请进入“监管沙盒”后,就可以在现实环境中进行产品测试,整个测试过程是在监管部门的监督之下进行的。与此类似,美国货币监理署提出了“负责任创新”的监管框架,即在风险可控的前提下创新金融产品,优化金融服务,以更好满足消费者的需求。对中国而言,随着互联网金融以及金融科技快速发展,需要一个科技驱动型金融监管的试验区。对未通过试验区测试的业态,可以直接退出,或者调整后重新进行试验。中国版的监管沙盒需要处理好金融创新和金融风险之间的关系,以更好地推动金融供给侧结构性改革。

参考文献:

1. Acharya, V. V., L. H. Pedersen, T. Philippon, and M. P. Richardson. Measuring Systemic Risk. *Review of Financial Studies*, 2017, 30(1): 2—47.
2. Adrian, T., and M. K. Brunnermeier. CoVaR. *American Economic Review*, 2016, 106(7): 1705—1741.
3. Goodhart, C. A. The Regulatory Response to the Financial Crisis. Edward Elgar Publishing, 2009.
4. He, Z. G., and A. Manela. Information Acquisition in Rumor Based Bank Runs. *The Journal of Finance*, 2016, 71(3): 1113—1158.
5. Kaufman, G. G. Bank Failures, Systemic Risk and Bank Regulation. Working Paper Series, Federal Reserve Bank of Chicago, 1996.
6. Kupiec, P., and D. Nickerson. Assessing Systemic Risk Exposure from Banks and GSEs under Alternative Approaches to Capital Regulation. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 2004, 28(2): 123—145.

7. Memmel, C., and A. Sachs. Contagion in the Interbank Market and Its Determinants. *Journal of Financial Stability*, 2013, 9(1): 46—54.

8. [美]海曼·明斯基著,石宝峰、张慧卉译:《稳定不稳定的经济——一种金融不稳定视角》(中译本),清华大学出版社 2015 年版。

9. 高惺惟:《平台垄断与金融风险问题研究》,《现代经济探讨》2021 年第 7 期。

10. 李文红、蒋则沈:《金融科技(FinTech)发展与监管:一个监管者的视角》,《金融监管研究》2017 年第 3 期。

11. 马理、彭承亮等:《互联网金融对传统金融业风险溢出效应研究》,《证券市场导报》2019 年第 5 期。

12. 汪洋、刘腾华:《中国宏观调控的政策性目标利率选择——基于美联储的经验》,《江西师范大学学报(哲学社会科学版)》2021 年第 5 期。

13. 谢平、邹传伟、刘海二:《互联网金融监管的必要性与核心原则》,《国际金融研究》2014 年第 8 期。

14. 杨东:《互联网金融的法律规制——基于信息工具的视角》,《中国社会科学》2015 年第 4 期。

15. 杨子晖、李东承:《我国银行系统性金融风险研究》,《经济研究》2018 年第 8 期。

16. 张少军:《中国经济安全的风险识别与保障之策》,《江苏行政学院学报》2021 年第 3 期。

17. 张晓朴:《互联网金融监管的原则:探索新金融监管范式》,《金融监管研究》2014 年第 2 期。

18. 张瑜、朱衣豪:《短期跨境资本流入、资产价格与系统性金融风险》,《世界经济与政治论坛》2020 年第 3 期。

作者简介:高惺惟,中共中央党校(国家行政学院)经济学教研部副教授(北京 100091),中国人民大学国际货币研究所研究员(北京 100872)。

[责任编辑:张震]