

在中国互联网能够彻底 改变金融业吗？

黄益平 沈 艳 王婧一 郭 峰

引 言

在中国，“互联网金融”这一术语是谢平和邹传伟（Xie and Zou, 2012）在2012年的中国金融四十人论坛的年度会议上提出的。它与诸如“数字金融”和“金融科技”这类术语一样在公共话语中占据了一席之地，并经常在中国以外的地区被使用。然而，互联网金融的使用语境在某种程度上更为丰富，因为互联网金融既涉及信息技术（IT）公司提供的金融服务，如微信支付，也涉及金融机构将信息技术运用到自身的传统服务中，如中国工商银行（ICBC）的电子银行服务。狭义的互联网金融仍然包含广泛的活动，包括第三方支付、网上贷款、基金直接销售、众筹、网上保险、网上银行和电子货币等。本章的讨论更侧重于互联网金融在中国的潜力。

互联网金融已经在中国发展了超过10年。支付宝是在2004年被推出的，而宜信成立于2005年。然而，大多数人认为余额宝（一个由阿里巴巴的蚂蚁金服于2013年6月建立的货币市场基金的网上销售平台）的推出，是互联网金融最近在中国爆炸性发展的起点。公众对互联网金融发展的感受已经从狂热变为恐惧。从乐观到悲观，这种极端的感受在公众和市场中是普遍存在的。通常这种感受并不代表真实的情况。作为学者，作者有责任去研究这种创新，揭露它的关键风险，并且无论市场情绪怎样都应提出明智的政

策建议。

本章试图阐明中国新的互联网金融经济是否反映了真正的创新或者是否仅是表面的泡沫这一核心问题。本章首先使用北京大学新建的互联网金融发展指数（IFDI）中的一些发现来描述互联网金融领域的最新发展。然后通过吸取中国过去金融改革的教训来识别导致互联网金融激增的关键因素。本章也试图评估与互联网金融相关的潜在风险，并通过对一个点对点（P2P）贷款平台的案例研究来讨论互联网金融的潜在风险对指导监管框架的影响。

本章的主要观点可以概括如下。互联网金融在中国的兴起至少源于三个因素。第一，金融抑制政策造成了金融服务的供给不足，尤其是对小型和中型的企业（中小企业）和低收入家庭。这在金融市场上留下了一个空白。第二，监管容忍为互联网金融的出现和成长提供了空间。第三，信息技术工具，特别是移动终端和大数据分析，为互联网金融提升效率和控制金融风险提供了越来越有效的方法。简而言之，互联网金融的出现有许多合理的解释。

一些批评者对此表示担心，他们认为互联网金融是重写金融法律的一种尝试，并非一种仅仅利用新技术促进现有金融交易的工具。例如，李明顺——中国一家互联网金融公司的首席执行官——宣布他的企业将开始一场革命，因为他的企业可以安全地把钱借给升温市场中的每个部分^①。实际上，信息技术可能被广泛应用于所有类型的金融交易，但只有某些类型的互联网金融将生存下来。这些生存下来的企业是那些能有效解决金融交易中实际问题的企业，如芝麻信用，一个由蚂蚁金服成立的信用征信公司，建立了个人信用评价体系。

作者相信，互联网金融非但不是传统金融行业的威胁，而且将日益成为促进普惠金融发展、提升金融服务规模和范围的有效工具。也就是说，互联网金融可以起到补充作用，提升传统的金融交易，并把金融服务延伸至传统金融还没有涉足的领域。例如，互联网金融可以通过为缺乏财务服务的中小企业和低收入家庭提供市场服务来促进普惠金融的发展。迄今为止成功的案例包括利用大量移动终端的模式，如支付宝，或者利用可获得数据进行分析的模式，如微众银行的微粒贷。互联网金融本身也面临挑战和风险，包括严重的投资泡沫和大量的庞氏骗局。如果不加以控制，这些风险可能会摧毁整

^① 信息来源于 economy.gmw.cn/2016-05/13/content_20091004.htm。

个行业。作为回应，一些地方政府已经禁止注册新的 P2P 平台。

互联网金融的健康发展至少需要三个必要的条件。第一个条件是良好的基础设施，包括大数据、综合信用信息和有效的市场准则。第二个条件是拥有一批合格的金融专业人士。第三个条件是建立一个监管框架，在控制风险和鼓励创新之间保持平衡。

最新发展

互联网金融是一种相对比较新的发展事物，其影响已经在许多领域有所体现，并且已经出现了一些知名机构。使用最广泛的互联网金融服务可能是第三方支付。中国市场已经被两名“成员”——支付宝和微信统治了，它们在 2015 年年底分别拥有超过 2.7 亿和 2 亿的活跃用户。另一个活跃的领域是互联网贷款，包括 P2P 平台和在线微型信贷。宜信是世界上最大的 P2P 公司，它喜欢称自己是一个全市场公司，因为它的借款人包括中小企业以及个人。它的平台宜人贷于 2015 年年底在纽约证券交易所上市。就在同年，P2P 平台贷款量达到 1 万亿元人民币。蚂蚁金服的蚂蚁微贷和微众银行的微粒贷也都在迅速扩大网上借贷业务。

本章下面介绍一些优秀的互联网金融类型。第一，网上支付作为最发达的商业模式，具有 10 年以上的历史。由阿里巴巴集团创立的支付宝是一个在线支付服务提供商，可以保证个人和企业进行安全的在线支付。支付宝主要被进行电子商务交易的买家和卖家使用，是其姐妹网站淘宝网的主要支付方式。第二，货币市场基金或线上直投基金直接通过互联网公司的平台进行销售。这些公司只不过起中介的作用，钱实际上由传统的、严格的监管资金操控。在中国最有名的在线直投基金是阿里巴巴集团于 2013 年推出的余额宝。第三，P2P 自 2014 年以来成为互联网金融中最具爆炸性的领域之一。在中国，P2P 有超过 4000 个平台，吸引了近 300 万人借出他们的钱（Huang et al., 2016）。还有一些国外的著名的 P2P 平台，比如，Lending Club、Prosper 和 OnDeck。

在线直投基金销售也相当活跃，如著名的余额宝这类产品。天弘投资基金，为余额宝管理着一支货币市场基金，在余额宝推出一年内拥有了价值 5000 亿元人民币的资产，成为中国最大的投资基金。早期排名第一的公

司——中国投资基金，花了 17 年才达到相同的资产规模。随着银行间市场利率在 2014 年出现大幅下滑，蚂蚁金服成立了另一个平台——招财宝，目标是销售理财产品和投资基金。2015 年年底，这类投资产品的市场规模达到 1 万亿元人民币^①。也有大量的集体融资平台，其中最著名的是天使汇和点名时间。两个网上银行——微众银行和我的银行也在 2015 年获得了营业执照，但它们在中国的增长受到有关远程开设银行账户监管的限制。

为了推进对中国互联网金融行业系统性的测度，北京大学的互联网金融学院在蚂蚁金服的协助下发展了北京大学互联网金融发展指数（IFDI）。互联网金融发展指数（IFDI）发布于 2015 年 12 月，是一个自 2014 年 1 月开始测量的月度指数，被分解到 31 个省份和 335 个地级市。它包含了针对互联网金融主要业务类别的六个指数的权重：投资（10%）、货币市场基金（25%）、保险（15%）、付款（30%）、贷款（15%）和信用评级（5%）（Guo et al. , 2016）。

这六个指数符合一般指数计算的原则，即代表性、可行性、可分性和可扩展性。2014 年 1 月的全国互联网金融发展指数被标准化为 100，而其他时间或地区的指数都基于这个指数。该指数的增加意味着地区或业务类别的发展（Guo et al. , 2016）。结果表明，2014 年 1 月至 2015 年 12 月，全国 IFDI 从 100 增加到 386（见图 1）。2014 年的月平均增长率为 5.8%，并且在 2015 年增加到 6.7%。在这六大业务类别中，分别由支付宝和余额宝所代表的付款和货币市场基金业务，经历了相对缓慢的增长，这可能是因为它们比其他公司更成熟。2014 年出现的 P2P 借贷热潮主要由投资这部分指数所驱动（见图 1）。保险指数的波动意味着它的驱动作用更加有限，而且深受电子商务销售的影响。

就互联网金融活动的水平和它们的增长速度而言，省份与省份之间也有非常大的差异（见图 2）。具体来说，按照人均国内生产总值（GDP）衡量，7 个相对较发达省份的活动水平超过了全国平均水平。然而，互联网金融活动水平相对较低的省份，在 2014 年和 2015 年均显示出相对更高的增长率，并且随着时间的推移呈现出可能收敛的趋势。

将指数分解到地级市水平，结果显示，大多数具有较高 IFDI 的城市分

^① 数据来源于中国一家领先的 P2P 贷款信息网站，网址为 wdzj.com。

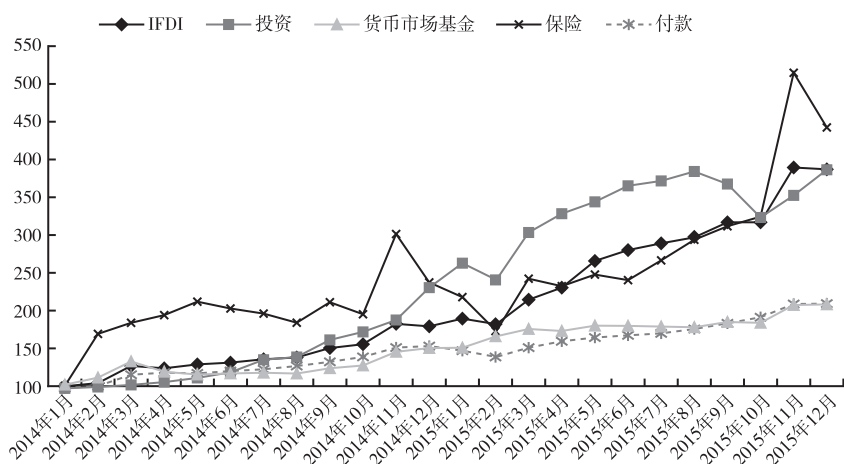


图1 IFDI：2014~2015年总指数曲线和各业务类别指数曲线

资料来源：Guo, F., Kong, S., Wang, J., Cheng, A., Yuan, F., Shao, G., Wang, F. and Yang, J. (2016), *Peking University internet finance development index*, May, Institute of Internet Finance, Beijing; Peking University.

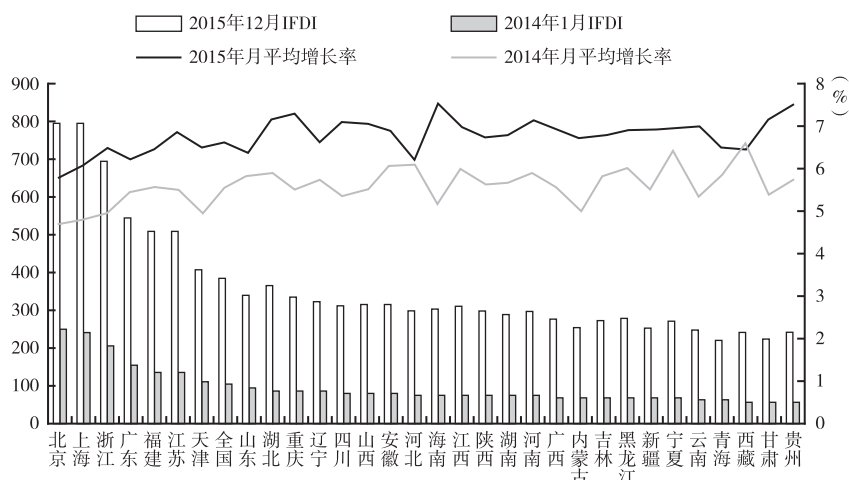


图2 IFDI：2014~2015年各省份指数情况和增长率

资料来源：Guo, F., Kong, S., Wang, J., Cheng, A., Yuan, F., Shao, G., Wang, F. and Yang, J. (2016), *Peking University internet finance development index*, May, Institute of Internet Finance, Beijing; Peking University.

布在东部沿海地区，特别是在长江三角洲和珠江三角洲（见图3）。这表明了互联网金融的水平和城市间的经济发展水平存在正相关的关系。但地市级IFDI增长的模式是不明确的。一般来说，沿海城市也经历了相对缓慢的增

长（见图4），这一趋势与显示沿海城市经济往往更加发达的省级数据是一致的。这是一个需要进一步实证检验的趋势。



图3 IFDI：2015年12月各地级市的指数分布情况

资料来源：Guo, F., Kong, S., Wang, J., Cheng, A., Yuan, F., Shao, G., Wang, F. and Yang, J. (2016), *Peking University internet finance development index*, May, Institute of Internet Finance, Beijing: Peking University.

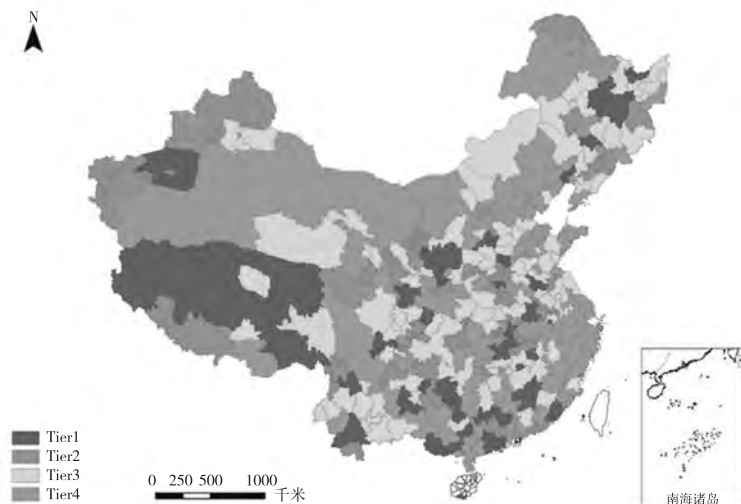


图4 IFDI：2014~2015年各地级市的增长率分布情况

资料来源：Guo, F., Kong, S., Wang, J., Cheng, A., Yuan, F., Shao, G., Wang, F. and Yang, J. (2016), *Peking University internet finance development index*, May, Institute of Internet Finance, Beijing: Peking University.

一个有趣且重要的问题涉及互联网金融与传统金融之间的关系，以及前者在多大程度上补充或替代了后者。本章将金融机构贷款余额占 GDP 的比例作为传统金融发展的指标。利用地市级数据，发现传统金融和 IFDI 既定指标之间的相关系数是 0.59（见图 5）。还发现，较高的移动电话普及率增加了地市级水平的 IFDI，而且相关系数变为了 0.74（见图 6）。

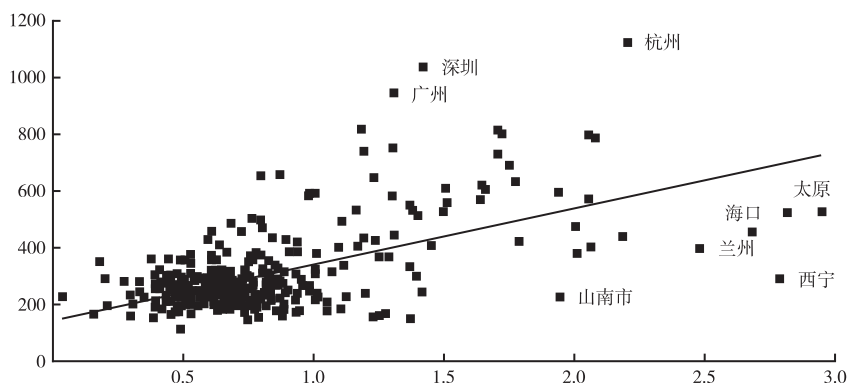


图 5 2015 年 12 月地级市水平上传统金融和 IFDI 的关系

注：横轴表示金融机构贷款余额占 GDP 的比例，纵轴表示 IFDI。

资料来源：Guo, F., Kong, S., Wang, J., Cheng, A., Yuan, F., Shao, G., Wang, F. and Yang, J. (2016), *Peking University internet finance development index*, May, Institute of Internet Finance, Beijing: Peking University.

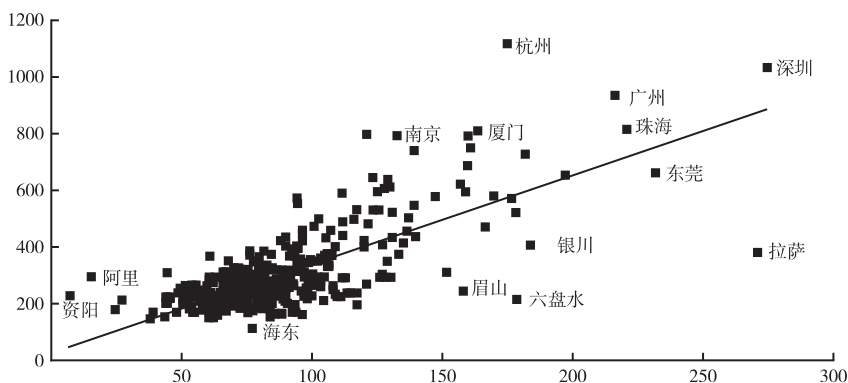


图 6 2015 年 12 月地级市水平上移动电话普及率与 IFDI 的关系

注：横轴表示每 100 人拥有的移动电话数量，纵轴表示 IFDI。

资料来源：Guo, F., Kong, S., Wang, J., Cheng, A., Yuan, F., Shao, G., Wang, F. and Yang, J. (2016), *Peking University internet finance development index*, May, Institute of Internet Finance, Beijing: Peking University.

将指数分解到不同的年龄段，结果表明互联网金融主要由年轻人推动，特别是在 20 世纪 90 年代和 20 世纪 80 年代出生的年轻人（见图 7）。一般来说，那些出生在 20 世纪 90 年代、使用互联网金融的人比那些出生在 20 世纪 80 年代的人稍微超前一些。然而，一个例外是后者在使用互联网金融投资方面超过了前者。

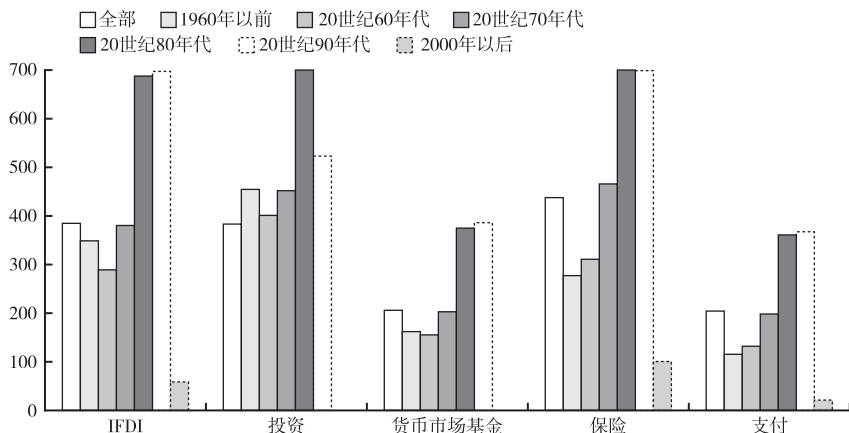


图 7 IFDI: 2015 年 12 月年龄段的分布情况

创新还是泡沫？

尽管互联网金融在过去的几年中发展迅速，但对其未来发展的讨论从来没有停止。乐观主义者如谢平认为，互联网金融代表了直接和间接融资之外的金融中介第三种类型，它可以完全改变传统金融行业。其他人指出，互联网金融主要是一种中国式的现象，实际上是一种监管套利的产品，一旦金融监管收紧至发达经济体的水平，这种现象可能就会消失。从 2015 年中期开始，互联网金融的增长和相关的风险升级被越来越多有问题的 P2P 借贷平台证实，这些悲观的评估在金融行业从业人员、学者甚至政府官员中产生了影响。吴其伦，一位在中国的微博网站——新浪微博上著名的金融评论员，写了一篇文章说 P2P 贷款是一个庞氏骗局。很多人分享了吴其伦的观点，但他们可能很少主动发声^①。互联网金融真的只是一个泡

^① 信息来源于 weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309403966351516530359。

沫？在下结论之前，应该首先理解这种趋势和该行业在中国繁荣发展的逻辑基础。

三个重要因素：宽松的监管、服务的缺乏和交易的便利

本章认为至少存在三个重要的因素。第一个因素是监管机构采用了一种宽松的方法。评论家指出，国际范围内，贸易和制造企业在许多国家被授予金融相关的营业执照几乎是不可能的，包括美国在内。然而在中国，选择性的网上购物的公司如阿里巴巴、京东以及社交媒体平台如腾讯，都获得了提供金融服务的许可。如果没有这个宽松的监管，互联网金融在中国达到目前的活跃水平将是不可能的。

第二个因素是金融性服务的缺乏，尤其是中小企业和普通家庭。在改革开放前，中国只有一个垄断性的金融机构：中国人民银行（PBC）。它既是中央银行，也是商业银行。资金的运转和分配主要受中央计划的指导。金融机构只起补充的作用。然而，改革开放三十多年来，我们已经见证了金融业的重大发展和金融部门的转换。现代中国拥有一个重要的、相对健全的金融行业，并有一系列完整的金融机构和大量的金融资产（Huang et al., 2013）。

然而，政府仍继续干预金融体系的功能，像许多发达国家一样。采用国际货币基金组织的金融抑制指数衡量关于限制利率市场化、汇率和资金的政策扭曲程度，发现中国金融政策的扭曲程度在全球范围内是最严重的（Abiad et al., 2008）。一个直接的后果是金融业偏向某些（潜在的）客户群体。例如，国有企业（SOEs）由于所有权的偏见，仍然能够获得相对更高的银行信用和更多的其他资金。融资约束对全球中小企业而言是普遍的，但这个问题在中国被放大了。大约 70% 的中小企业和相似比例的个人不能获得适当的金融服务（Zhang, 2014）。一般来说，为了获得融资，中小企业必须去非正规市场，而非正规市场的融资成本通常至少是诸如商业银行这种正规部门的 4 倍。

互联网金融的监管宽容可能涉及诸如对中国某些群体的金融服务供给不足等问题。它可能是测试提供金融服务新模式的一种途径。普惠金融的发展多年来一直是中国政府的主要政策目标，旨在增加市场化的、商业可持续

的、面向缺乏服务的企业和个人的金融服务供应。然而，发展普惠金融是非常困难的。决策者可能看到了将互联网作为一种工具来促进普惠金融发展的希望。当然，许多中小企业和低收入个人乐于接受诸如微信支付、余额宝和宜人贷等互联网金融的新形式。举例来说，因为大学生很少使用商业银行（因为他们存款水平相对较低），而且他们对移动技术比较熟悉，因而他们已经成为互联网金融服务非常忠诚和有能力的用户。

第三个因素是互联网技术促进金融交易的巨大潜能。从本质上讲，任何金融交易面临的核心挑战都可以被概括为信息不对称。因此，金融中介最重要的功能是风险定价。从这个意义上说，金融行业歧视某些客户群体的原因以及为什么普惠金融的发展如此困难，都可以在一个成本效益分析框架下得到解释。例如，中小企业融资困难是很常见的，因为它们通常较少有硬性数据和用作抵押的资产，并且经营失败的概率也更高，这些尽职调查的成本可能过高。许多商业银行和其他金融机构发现服务这些企业的成本是无效的。如果它们为中小企业提供服务，融资成本会高到令人望而却步，这可能违背某些规定或者可能会抑制中小企业的借贷。

互联网可能会改变这些信息不对称情况，因为它有两个传统金融机构通常不具备的重要特性：移动终端和大数据分析。中国有 7.85 亿的智能手机活跃用户（中华人民共和国国家统计局 2015 年统计）。这为互联网公司或金融机构识别潜在客户提供了一个有效的手段。第三方支付服务和基金业务的直接销售主要建立在智能手机的网络连接基础上。

大数据分析如果能被有效地应用，可以帮助减少信息不对称，并且也可以在一定程度上取代劳动密集型的尽职调查。例如，蚂蚁金服的在线贷款基于对大约 100 万个的在线商店和其母公司的购物平台——阿里巴巴的 3 亿个人账户的数据分析。商店的业务和现金流，个人的消费行为和其他习惯提供了可靠的信用风险信息，特别是已经使用阿里巴巴的平台好几年的个人。通过这些数据的分析，蚂蚁金服能够快速高效地提前批准合格商店和个人的贷款配额。得到预先批准贷款配额的商店或个人如果激活应用程序，蚂蚁金服只要不到三分钟的时间就可以把借来的资金转到申请人的支付宝账户。面对面的会谈是不需要的（见图 8）。

除了主要依赖微信社交媒体的数据，微众银行本质上为它的服务平台——微粒贷做了同样的事情。通过分析微信用户的地址、活跃聊天组、微

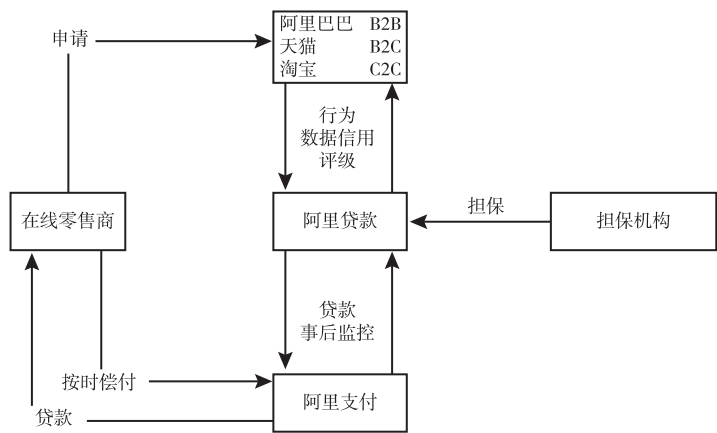


图 8 蚂蚁金服在线贷款的流程

资料来源：Xie, P. (2015), Fundamental theory of internet finance, Lecture notes, November, Institute of Internet Finance, Peking University, Beijing。

信支付的消费行为和节日期间发红包的习惯（春节期间，微信支付允许用户使用相同的社交媒体服务立即发送电子现金礼物），微众银行也提前批准个人贷款配额。如果个人决定激活应用程序，微众银行将与商业银行合作进行贷款，因为在这个阶段，微众银行还没有自己的银行客户。为了增加商业银行对这种类型风险评价的信心，微众银行通常贡献这种贷款资金的 20%。

蚂蚁金服和微众银行通过分析潜在客户的内部数据评估信用风险。位于浙江的佐力科创小额信贷，是一家在香港证券交易所上市的公司，也提供在线贷款，但没有相同的客户数据库。相反，它依靠三个外部数据集：潜在客户的主要银行账户交易；具有详细通话记录的电话账单；申请人打印的中国人民银行的个人信用信息。

换句话说，互联网金融相对传统金融的一个明显的优势是它大大降低了尽职调查成本。因此，互联网金融可以使原本在传统的金融行业中不可能的金融交易商业化变得可能。更重要的是，互联网技术的长尾效应意味着，一旦系统被建立，服务额外顾客的边际成本接近于零。因此，在中国，互联网与更具包容性的金融发展之间有一种天然的契合。从这个意义上说，互联网金融确实是一种真正的创新，而不是像一些人担心的只是一个正在消失的泡沫。

这表明，互联网金融有增加金融交易真正价值的潜力，特别是使从之前无法被商业化的信贷需求实现交易商业化并盈利。然而，这种潜力是否会成为真正的业务依赖于几个条件，其中最重要的是互联网继续减少金融交易信息不对称的能力。为使互联网金融发挥作用，市场参与者需要对金融有足够的了解，能接触互联网渠道，具备一个有质量的数据库和数据分析的能力。相对这些简单的标准，本章得出这样的结论：当今很多中国互联网金融的从业者可能不是理想的合格者。除此之外，这一事实并非行业本身的核心，是互联网金融行业目前正遭受泡沫和丑闻的原因。

P2P 的案例研究

P2P 信贷过去几年在中国发展迅速。如表 1 所示，2012 ~ 2015 年，P2P 平台的数量增长了 18 倍，从 2012 年的 200 家增长到 2015 年的 3858 家。同一时期，P2P 交易量从 212 亿元飙升至 9823 亿元，对外贷款从 56 亿元上升到 4395 亿元。2014 年年底，美国的 P2P 贷款机构创造了 66 亿美元的贷款，而在欧洲这个数字是 39 亿美元（BI Intelligence, 2015；Wardrop, 2015）。相比之下，中国 P2P 贷款机构创造了 413 亿美元的贷款。换句话说，中国已经拥有世界上最大的 P2P 行业交易量。

尽管 P2P 行业交易量与正规银行余额（2015 年年底为 93.95 万亿元）相比仍然是很小的，但它影响了大量的投资者和借贷者。2016 年 4 月，中国的 P2P 平台有 298 万个活跃的投资者和 80 万个借款人（见表 1）。因此，P2P 平台金融崩溃数量的大幅增加已经使普通大众产生了巨大的担忧。具体地说，有问题的 P2P 平台的数量从 2012 年的 16 家飙升至 2016 年 4 月的 1598 家（见表 1）。换句话说，约 40% 的 P2P 平台是有问题的。一个平台如果记录了至少一个如下的困难，那么它将被界定为有问题的：终止操作、取现失败、舞弊、失去联系、警方干涉或平台关闭。

另外，P2P 贷款在中国确实为投资者获得更高的回报率、借款人获得更低的资金成本提供了空间。在图 9 中，作者比较了中国的几种利率，“P2P 贷款”表示所有 P2P 平台的组合投资者的利率。在经历前期的振荡后，P2P 贷款利率从 2013 年的 20% 以上下降到 2015 年年底的 10% 左右。与所有波动均在 5% 左右的在线投资基金如余额宝、一周的上海银行间同业拆放利率

表 1 中国 P2P 平台一览

年份	平台(个)		交易量 (亿元)	对外贷款 (亿元)	投资者 (个)	借款人 (个)
	全部	有问题				
2012	200	16	212	56	51000	19000
2013	800	92	1058	268	250000	150000
2014	1575	367	2528	1036	1160000	630000
2015	3858	1263	9823	4395	2980000	780000
2016 *	4029	1598	5228	5478	2980000	800000

注：* 2016 年的数据仅包括 1 月至 4 月。

资料来源：wdzj.com/。

(Shibor) 和中国人民银行 3 个月期限的票据贴现率的回报相比，P2P 平台似乎能给投资者提供一个更高的回报率。对借款人来说，这与非正规金融机构收取的 20% 的贷款利率形成了鲜明对比（如图 9 所示的温州民间贷款利率）。

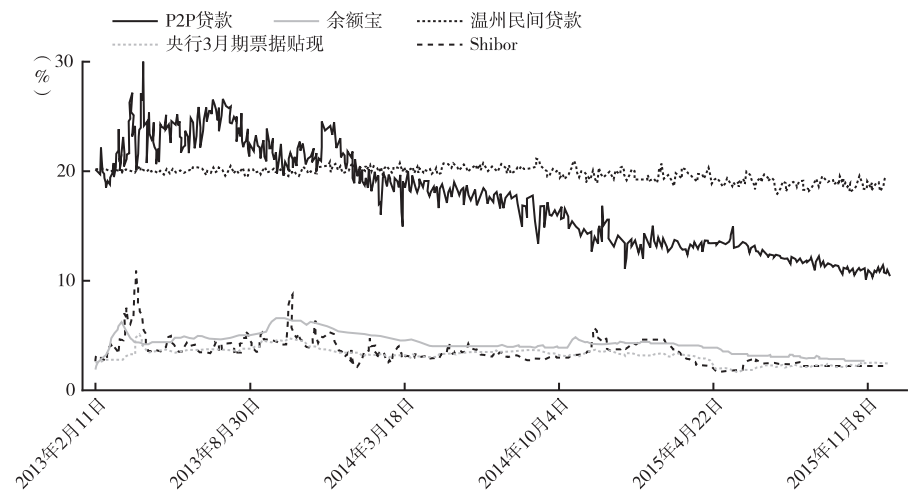


图 9 P2P 平台复合利率与其他平台的比较

注：P2P 贷款 = 所有 P2P 平台的组合投资者的利率；余额宝 = 阿里巴巴管理的在线投资基金利率；温州民间贷款利率为中国非正规金融贷款利率的代表；央行 3 个月期限的票据贴现 = 中国人民银行的 3 个月期限的票据贴现利率；Shibor = 一周的上海银行间同业拆放利率。

资料来源：Huang, Y., Shen, Y. and Wang, J. (2016), Analyses and thoughts on individual online lending and its regulatory framework, [in Chinese], *Comparative Studies*, 2 (2016)。

鉴于 P2P 贷款的发展已经加快了金融创新、提高了资本配置效率和鼓励了竞争，这几年中国的监管机构已经对该行业采取了宽容的态度。实际上，迄今为止仍不清楚哪个监管机构应负责 P2P 平台的管理。第一个有关该行业的官方文件是《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，它于 2015 年 7 月发布。这个文件指定中国银行业监督管理委员会（以下简称“中国银监会”）作为主要的监管机构。2015 年 12 月 28 日，监管机构公布了对 P2P 行业进行监管的试行规则征求意见稿。意见稿中明确了银行是信息中介机构而不是信用中介机构，禁止利用外部资金。但没有规定 P2P 平台的最低注册资本。地方金融部门将成为主要的监管机构，并将对 P2P 贷款实行登记和监督制度。在这种监管方案下，P2P 平台不需要特殊的执照，也不需要考虑对存款或资金管理的具体要求，对 P2P 平台的监督将依靠微型贷款协会等组织。

有些人可能会质疑在这种没有许可要求、没有最低准入要求和行业协会作为主要监督管理机构的宽松的监管方案之下，P2P 行业将走向繁荣还是误入歧途。为了阐明这种不确定性，本章使用所有公开可用的 P2P 平台的数据来研究问题平台的特征、识别这个行业的风险因素。

运用大数据的方法，本章提取和整合了来自四大 P2P 信息平台 2015 年年底的所有公开可用的 P2P 平台数据集。清理掉异常值和重复值后，我们获得了一个包含了有注册资本的 3439 家 P2P 平台的数据集，其中 1048 家是有问题的平台。采集的数据点包括成立日期，注册资本，成为问题平台的日期、问题的性质或类型，是否有担保投资者，贷款期限结构，投资者的利率，平台投资的项目、地址，平台是否提供客户服务、VIP（非常重要的人）服务、免费电话服务等。因为所有的数据是在 2015 年 12 月 8 日采集的，因此一些平台的寿命可能被缩减。换句话说，当我们观测到寿命仅为 30 天的平台时，可能有两个原因：一个是按照该平台首次上线到成为问题平台的期限计算，该平台只保持了 30 天的活跃度；另一个是该平台是 2015 年 11 月 8 日上线的，一直活跃到 2015 年 12 月 8 日，我们并不知道它将生存多久。本章采用的评估方法需要小心地处理这些问题。本章使用 Kaplan-Meier 非参数估计来研究具有不同生存概率的各种平台，然后使用持续时间估计来综合考虑所有的风险因素。

本章的分析发现了很多重要的问题。

第一，问题平台的生存时间越来越短。在图 10 中，我们比较了正常的平台和有问题的平台的生存时间。总体来看，18% 即 192 家问题平台存活了不到 30 天；55% 的问题平台持续了不超过半年时间；80% 以上的问题平台在这个行业待了不到一年的时间。相比之下，38% [$(979 + 215 + 118) / 3439$] 以上的正常平台存活了超过一年，而 60% 以上的正常平台持续了半年多。特别是，本章的时间分析表明，与成立于 2012 年以前的平台相比，平均而言，最近成立的平台具有更短的寿命，成为问题平台的概率也更高。

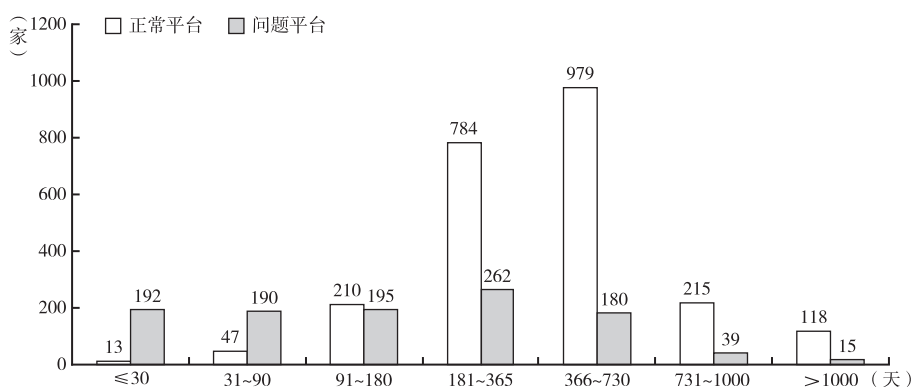


图 10 不同存活天数下正常平台和问题平台的平均数量

资料来源：Huang, Y., Shen, Y. and Wang, J. (2016), Analyses and thoughts on individual online lending and its regulatory framework, [in Chinese], *Comparative Studies*, 2 (2016)。

第二，有问题的平台并不集中在特定的地区。如果只研究图 11 中具有更多问题平台的深色区域，就会得出这样的结论：有问题的平台主要集中在沿海地区，特别是山东、广东和福建。考虑到沿海地区比内陆地区有更多的问题平台这一事实，从图 11 (b) 中，我们可以推断，问题平台的分布不存在特定的区域模式。这是符合互联网金融特点的，因为交易通过互联网进行操作，地区差异对那些将业务聚焦在当地的企业来说比较小。因此，应将问题平台的分布与其占有所有平台的比例结合起来研究。

第三，低注册资本或注册资本的信息缺失意味着高的平台风险。图 12 比较了 3 种平台类型的存活概率，即注册资本信息缺失的平台、注册资本小于 3000 万元人民币的平台和注册资本等于或超过 3000 万元人民币的平



(a) 所有 P2P 问题平台的区域分布

资料来源：Huang, Y. , Shen, Y. and Wang, J. (2016), Analyses and thoughts on individual online lending and its regulatory framework, [in Chinese], *Comparative Studies*, 2 (2016)。



(b) 问题平台区域分布的比例

图 11 P2P 问题平台的地区分布示意

资料来源：Huang, Y. , Shen, Y. and Wang, J. (2016), Analyses and thoughts on individual online lending and its regulatory framework, [in Chinese], *Comparative Studies*, 2 (2016)。

台。图 12 的横轴表示的是生存天数，纵轴表示的是概率。注册信息缺失的平台风险非常高，如已经生存 200 天的平台的存活概率会急剧下降至 25% 左右。换句话说，如果平台缺失有关注册资本的信息，那么给定 4 个新成立的平台，其中 3 个存活不会超过 200 天。具有更少注册资本的平台也倾向于一个更低的存活率。1/5 的注册资本超过 3000 万元的平台是有问题的平台，但这个比例对注册资本小于 3000 万元的平台而言就恶化为 37.2%。同样的，缺失实际资本信息或相较于注册资本实际资本较低的平台生存概率较低。

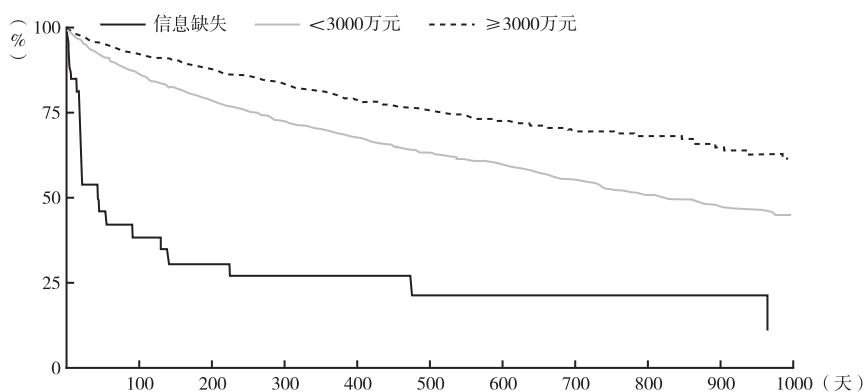


图 12 生存概率和注册资本

资料来源：Huang, Y., Shen, Y. and Wang, J. (2016), Analyses and thoughts on individual online lending and its regulatory framework, [in Chinese], *Comparative Studies*, 2 (2016)。

第四，高风险的平台通常缺少利率信息、有一个狭窄的交易利率范围或提供异常高或异常低的利率。77.5% 的问题平台缺少关于投资者利率的信息。如果一个平台只提供一个利率，它极有可能是一个有问题的平台。问题平台承诺向投资者提供高于 20% 的利率也就不足为奇了。然而在图 13 中，我们发现平台提供的利率不足 8% 也非常危险。大约 60% 的问题平台提供低于 8% 的利率。例如，在 2015 年，E 租宝平台被指控非法筹集约 76 亿美元资金。数据显示，E 租宝在受到调查前的确为它的金融租赁项目提供了 6% 的利率。由于投资者可以很容易购买年收益率不到 8% 的财富管理产品，当 P2P 平台承诺提供 6% 的利率时，很可能其提供的保证是假的，而且平台将承担高风险。同样的，只提供一个利率的平台也不可信。

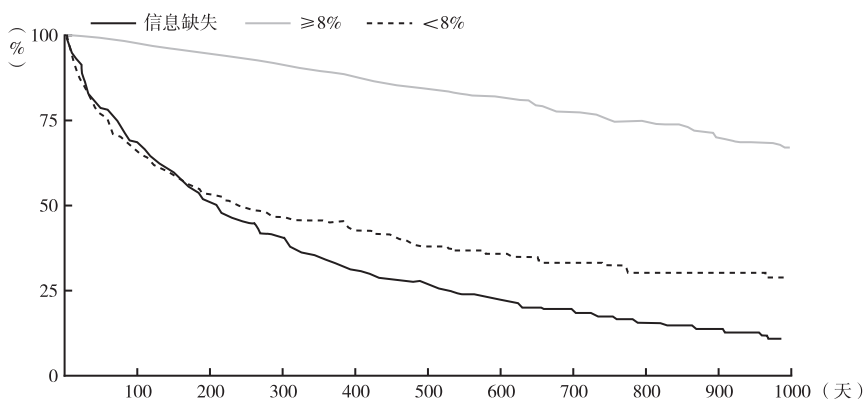


图 13 低于或高于 8% 的利率的平台生存概率

资料来源：Huang, Y., Shen, Y. and Wang, J. (2016), Analyses and thoughts on individual online lending and its regulatory framework, [in Chinese], *Comparative Studies*, 2 (2016)。

第五，没有可靠的第三方保证的平台是有极大风险的。一个平台的可靠性不在于它有多少类型的保证，而是它能否被一家可靠的保险公司或银行所保证。对于那些有（没有）这样的保证的平台，3%（14%）是出现问题的临界值。

第六，既保证本金又保证回报率的平台都是有高度风险的。如果一个平台向它的投资者承诺本金和利息都是 100% 安全的，那么它成为问题平台的概率为 20.7%——一个比没有提供这种保证的公司高出 12% 的比率。当然，这样的保证将增加 P2P 平台的成本。这也有可能是一个逆向选择问题，也就是说，有财务困难和对资金极度渴望的平台倾向于向投资者提供这种承诺，从长远来看这是不可持续的。

上述的研究结果对理解与 P2P 平台相关的风险是重要的。例如，投资者应该远离高风险的平台，并且应当意识到当平台有较长的生存时间、采用完善的信息披露策略、提供适当的利率、维持利率期限结构多元化并从银行或保险公司获得保证时，它是低风险的。一个投资者应该规避缺失关键信息的平台，如缺失注册资本、利率和期限结构，并且提供对本金和利息的全保证。

对监管的影响

本章的回顾和分析揭示了中国互联网金融发展的两个重要特征。第一，它

通过把金融服务对象延伸到那些传统金融行业服务不足的客户，填补了重要的市场空隙。第二，它通过更好地分析利用客户信息——减少信息不对称，降低了成本并且减少了风险，促进了金融交易。我们看到，在这两个方面，互联网金融提供了真正的创新。如果这些特征得到进一步改进和加强，互联网金融作为一种更具包容性的金融形式将能够生存，而无论监管是否严格。实际上中国很可能在全球的这个开拓性领域领跑新产品周期。

与任何年轻但有前途的新行业相比，中国互联网金融行业的风 险是比较高的。例如，许多投资者通过盲目的乐观主义或庞氏骗局追逐热钱。在 20 世纪末，美国也经历了互联网泡沫的崩溃，但是其中有真正且持久的创新：大量的全球领导者，如谷歌和亚马逊从废墟中成长起来。在这个阶段，没有人保证互联网金融将最终生存下来，正如 15 年前基于互联网的 IT 平台所面临的情形。

为了确保互联网金融的健康发展，至少需要满足三个方面的重要条件。第一个条件需要有一系列的“基础设施”建设。至少需要具有移动终端网络或分析可用数据的能力，或两者兼而有之。严格地说，大数据在中国仍然是不存在的。政府可能需要引入一个政策框架，使公众既能获得有用的数据，又能保护个人的隐私。可靠的和综合的个人及中小企业信用报告制度对互联网金融信贷分配决策也是有价值的。

第二个条件加强对金融行业合格参与者的监管。目前，在这个领域有三组专业的从业人员：金融专业人士、IT 专家和其他人。互联网金融的本质是与金融相关的事务。因此，互联网金融专业人士对金融，尤其是相关的风险有很好的理解是至关重要的。根据我们有限的观察，互联网金融行业的许多问题是由不了解或不尊重基本金融规则和原则的专业人士造成的。

第三个条件与一个监管框架有关，即在鼓励创新和控制风险之间保持平衡。互联网金融也是金融，而金融交易需要被适当地监管。过少或者过多的监管都可能阻碍互联网金融的发展。

在这里，本章对中国银监会 2015 年 12 月提出的 P2P 行业监管的试行规则征求意见稿做一个初步评估，这个意见稿本身主要对前文中描述的关于有问题的 P2P 平台的研究。第一个涉及管理基于互联网形式的新的民间借贷机构这一动态实务的宏观方面。第二个涉及管理这些机构的微观方面，并确保它们拥有必要的资格和体系，能够采取适当的风险控制措施。

第一，以基准衡量，信用报告体系在中国正处于初级发展阶段，而且社会信任仍然较低。在这种环境下，将中国的 P2P 平台看作纯粹的信息中介，这种对 P2P 平台价值的认定尚未被确认。作为信息中介，P2P 平台不应该参与信用中介机构的活动。然而，P2P 平台上大多数的借款人是个人和中小企业，并且多数投资者是个人投资者。事实上，大多数互联网金融平台无法提供足够和准确的信息来帮助投资者做出投资决策，因此它们实际上是信用中介机构。只要信贷报告系统没有显著的提升，这种情况就不会有任何变化，即使所有平台在监督管理机构的要求下把他们的名字改成“信息中介”。此外，监管机构如果坚持将 P2P 平台看作信息中介，将不得不实施两种可选策略中的一种。第一种是打击所有不是信息中介的平台，实际上也就是要终止整个产业；第二种是允许大多数从事非法交易平台的继续运行，直到出现大量的金融崩溃，之后对这个行业实施相对简单和必要的法律约束。

第二，因为大多数 P2P 贷款平台是不合格的信息中介，而且这样的平台有很多，所以在一个没有最低资本要求的框架下，只要求平台在当地监管部门登记、被类似行业协会这样的组织监管，这可能是不适当的。另外，如果监管机构不检查那些 P2P 业务从业者的资格，大多数平台将会继续运行下去，直到他们成为有问题的平台。

2016 年前 4 个月的数据显示，互联网金融行业的风险似乎出现上升，尽管监管草案计划的公告在 2015 年 12 月出台。Huang 等（2016）发现最近出现的平台具有更高的失败概率。除了糟糕的平台管理，平台的增多和明显的回报率承诺都可能引诱他人参与庞氏骗局。虽然有些诈骗会被揭露并被法律制裁，但投资者的损失往往难以挽回。考虑到这些潜在的损失，把这种情况视为教育投资者的机会是不合适的，因为 P2P 行业不像资本市场。也就是说，关于合作治理、交易条件和信息披露，目前还没有一个确定的和完整的监管框架。从这个角度看，对可感知的和可能的损失不采取预防性监管措施和策略是很难被公众认同的。

第三，如果当地金融部门成为主要的监管机构，投资者将承担什么样的后果？这样的安排可以用来管理微型贷款公司，然而，P2P 平台在以下几个方面是不同于微型贷款公司的。其一，微型贷款公司通常不跨区域运营，但是 P2P 平台通过互联网操作，通常在多个地区进行交易。图 11（b）表明，有问题的平台没有显示出地域差异。此外，当平台与投资者之间产生纠纷并

且投资者通过法律渠道来解决时，如果原告是跨省分散的，那么互联网平台需要面对一系列不同省份的法院。其二，正式的微型贷款公司的资金来源是公司股东的资本和捐赠，并且资金来源通常不会超过两家银行。相比之下，对于 P2P 平台而言，多数投资者是那些金融教育不足的个人，他们无法应对面临的风险，无论是单独的还是系统性的风险。互联网和个人投资者的交互影响可能会使风险的规模变大。进一步讲，地方金融部门可能没有合适的设备、知识或足够的资源来有效管理其管辖范围内的平台。

如果这个分析能够被认同，本章建议相关部门在以下方面修改互联网金融法规。第一，建议银监会负责制定、协调和实施相关的监管政策。第二，P2P 平台最低准入要求应该被确定下来——例如，应该对新的 P2P 进入者规定一个注册资本的临界值。这样的要求与鼓励金融创新的政策并不矛盾，但将为保护脆弱的投资者提供必要的审查。限制不合格的平台进入市场，将帮助该行业向健康的方向成长。如果互联网金融平台被认为是信用中介，相关部门应该对其设定更高的资本标准，并且平台应该被监督是否有实际资本注入。监管机构还应该禁止某些交易，并为规范借款资格、项目类型、贷款期限结构、利率范围等设置准则。第三，应该建立严格的信息披露规则。对于那些无法提供关键信息或未能及时更新信息的平台，政府应该限制它们的业务或撤销其运营资格。

参考文献

- Abiad, A., Detragiache, E. and Tressel, T. (2008). *A new database of financial reforms*, No. 2008–2266, Washington, DC: International Monetary Fund.
- BI Intelligence (2015). Peer-to-peer lending markets: The leading countries for alternative finance and the next high-growth markets, *Business Insider*, 16 May.
- Guo, F., Kong, S., Wang, J., Cheng, A., Yuan, F., Shao, G., Wang, F. and Yang, J. (2016). *Peking University internet finance development index*, May, Institute of Internet Finance, Beijing: Peking University.
- Huang, Y., Shen, Y. and Wang, J. (2016). Analyses and thoughts on individual online lending and its regulatory framework, [in Chinese], *Comparative Studies*, 2(2016).

- Huang, Y., Wang, X., Wang, B. and Lin, N. (2013), Financial reform in China: Progress and challenges, in Y. C. Park and H. Patrick (eds), *How finance is shaping the economies of China, Japan, and Korea*, 44–142, New York: Columbia University Press.
- National Bureau of Statistics of PRC (2015), Statistical Communiqué of the People's Republic of China on the 2015 National Economic and Social Development.
- Wardrop, R., Zhang, B., Rau, R. and Gray, M. (2015), *Moving mainstream: The European alternative finance benchmarking report*, Cambridge: University of Cambridge.
- Xie, P. (2015), Fundamental theory of internet finance, Lecture notes, November, Institute of Internet Finance, Peking University, Beijing.
- Xie, P. and Zou, C. (2012), Research on business models of internet finance, [in Chinese], *Financial Research*, (12).
- Xie, P., Zou, C. and Liu, H. (2014), *Handbook of internet finance*, Beijing: Renmin University Press.
- Zhang, W. (2014), Study on Chinese commercial bank credit financing problem on small and micro enterprises, [in Chinese], Doctoral dissertation, University of International Business and Economics, Beijing.

(鹿月宁 译)