

研究报告

2016年第32期

2016.03.28

执笔：詹向阳 李卢霞

li.luyan@icbc.com.cn

以邻为镜 知往鉴今

——理性看待中国互联网金融的发展及未来

要点

- 2015年以来互联网金融风险事件频发，充分揭示其风险，客观而冷静地研判其发展及未来，愈发必要。作为信息科技发展的先驱国家之一，IT技术在美国的应用具有丰富的实践路径和经验教训，为我们提供了完整、鲜活的案例借鉴和启示。
- 20世纪90年代美国IT泡沫很好地诠释了IT技术的“双刃剑”效应。相较之下，现阶段我国IT与金融融合的风险呈现出一些新特点：一是法律和监管套利风险；二是更加隐蔽的信用风险；三是更高的流动性风险；四是非合规运营风险；五是伴生的技术风险；六是舆论单向引导风险。
- 与90年代的IT泡沫不同，互联网金融在美国的发展呈现出平稳、健康、有序的特征，并最终成为传统金融体系的有益补充，根本原因在于几个方面：第一，严格的法律和监管约束；第二，完善的信用体系；第三，相对理性的投资者群体；第四，传统金融体系拥有较强的冲击反应能力。
- 尽管中美两国制度文化不同，但技术应用的本质和逻辑是相似的，辩证借鉴其经验教训，统筹完善互联网金融发展的顶层设计，一是要厘清市场对互联网金融本质的认识；二是要明晰互联网金融的发展定位和方向；三是加快构建完善的互联网金融监管体系；四是要深入推动传统金融体系改革转型；五是加快优化国家金融生态环境。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

以邻为镜 知往鉴今

——理性看待中国互联网金融的发展及未来

近两三年来，如火如荼的互联网金融几乎成为中国经济金融领域最热门的话题，不断刷新的交易盛宴，使得互联网金融的迅猛发展备受赞誉。然而 2015 年以来接踵而至的风险事件，特别是股权融资第一案和网贷评级第一案开庭、首家第三方支付机构倒闭、频频曝出的 P2P 平台跑路事件，市场的乐观预期开始与悲观阴影交织，客观而冷静地研判互联网金融的发展及其未来，充分揭示它的风险，完善对其的监管，变得愈发必要。事实上，互联网金融的本质即 IT 技术的产业应用，在欧美国家已经有完整的路径可循，回顾历史，比较分析，应该可以得到有益的结论。

一、IT 应用是一把“双刃剑”：20 世纪 90 年代美国 IT 泡沫的启示

自 1991 年 3 月到 2000 年 5 月，美国经济历经了历史上持续时间最长的增长周期，特别是 90 年代后期呈现出资本主义经济史上罕见的“两高两低”景象，即“高经济增长率、高劳动生产率、低失业率、低通货膨胀率”，被称之为“新经济”奇迹。IT 技术产业化应用不但是此轮持续高速增长的基本表现，也是直接引擎，通过优化资源配置、刺激和鼓励创新、平滑供需矛盾等多重机制，IT 技术应用使得美国全要素生产率大大提高。来自国际电信联盟的统计数据显示，1990 年信息技术产业对美国劳动生产率增长的带动作用为 1% 左右，而 1996 ~ 1998 年达到 2.1%，1999 年第 1 季度更是达到了 4%。

然而，紧随其后的 IT 泡沫却使得美国经济再次陷入衰退状态，2000 年 3 月 10 日 ~ 2002 年 9 月 30 日仅 30 个月时间内，纳斯达克指数就从 5049 点跌至 1172 点，暴跌达 77%（如图 1 所示），超过一半的公司直接退市或被兼并收购，家庭



财富损失高达 6.2 万亿美元。这一“成也萧何败萧何”的经济景气图谱无疑是 IT 技术应用“双刃剑”效应的鲜明写照。总结起来，此次泡沫的生成机制主要包括：**第一，风险投资放大股市“博傻”效应。**风险投资是 IT 技术产业化应用的孵化器，但在上市过程中却有制造股价泡沫的天然动力和内在要求，当新经济成为圈钱利器的时候，股市的“博傻”法则就会愈演愈烈。**第二，企业并购热潮哄抬股价效应。**美国经济特别是信息技术产业持续增长激发资本市场狂热，美国及世界市场上大量股票被追高的企业掀起并购狂潮，强势企业借机拓展业务范围，弱势企业借此抬高股价，整体股价水平螺旋上涨。**第三，宽松资金环境引发资金追逐股票效应。**IT 应用提高劳动生产率，降低整体价格水平，提升美国经济景气指数，政府维持宽松货币政策，养老金、外资等资金大量涌入资本市场，导致过量资金追逐有限股票。**第四，舆论力量的推波助澜效应。**90 年代中后期，舆论和报告大力推崇科技服务引导的“新经济”，成为投机泡沫的重要参与者。正如耶鲁大学 Shiller 教授所言“一般来说，重要的市场事件只有在许多人形成同样想法时才会发生，而新闻媒体是传播想法的必要工具。”在近 10 年的时间内，这些泡沫生成机制相互作用，使得美股价格涨幅与企业盈利增长的分化程度出现了明显不匹配，纳斯达克股指涨幅高达近 900%，危如累卵，一旦导火索事件发生，市场预期逆转，泡沫破灭就是必然结果。

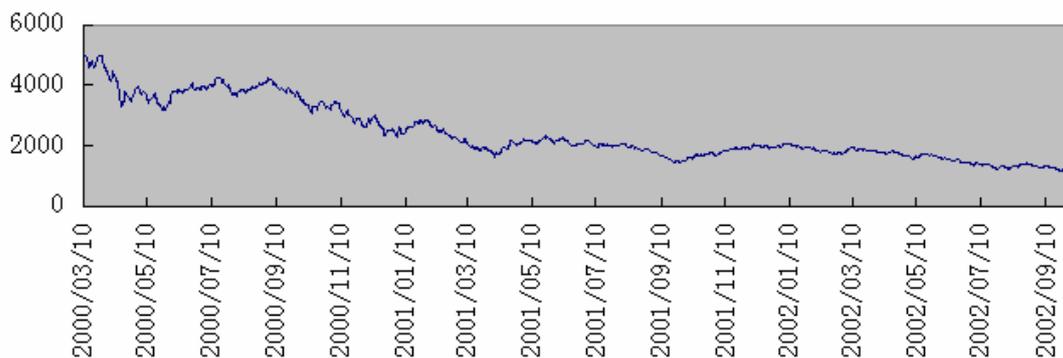


图 1 2000.3.10~2002.9.30 纳斯达克股指走势图

如果从更广义的视角来看，华尔街次贷危机的发生与 IT 技术的产业化应用

也不无关系。众所周知，过度衍生化是次贷危机的直接诱因，但如果不是 IT 技术应用为复杂的衍生工具建模提供计算支持，计算机编程和光纤网络为高频交易提供技术支撑，衍生金融工具不致复杂到“光怪陆离”，海量交易规模也很难实现。从这个意义上来看，IT 技术产业化应用的消极影响延续的时间周期则不止于 90 年代的 IT 泡沫，有鉴于此，加强衍生品市场立法和监管、限制过度创新成为危机后美国金融监管改革的重点内容。

二、如火如荼的中国互联网金融：多重潜在风险不容忽视

IT 技术应用的“双刃剑”效应在中国亦不例外。近几年，国内互联网金融迅猛发展，IT 技术在延长金融服务半径、提高金融服务效率、缓解金融信息不对称问题、降低金融服务准入门槛等方面的作用得到了普遍认可。但是，频频曝出的风险事件却同时揭示了 IT 与金融融合的多重风险隐患，在现阶段的金融生态环境中，部分风险呈现出一些新特点和新变化（如图 2 所示）：

第一，法律和监管套利风险。互联网金融在中国的发展创新之所以能够呈现如此迅猛态势，重要原因之一在于法律和监管体系尚不完善，大量的互联网金融产品创新、交易方式创新游走于“灰色”地带，监管套利空间广阔。以 P2P 平台为例，虽然被外界视为信息中介，事实上却扮演着金融中介的角色，比如分拆借款标的、提供增信支持、从事代理销售和经纪业务，但并不受一般金融机构的监管约束，包括内控合规、风险拨备、信息披露等在内的管理治理机制大都缺失，风险频发也是必然的结果。根据中申网《2015 年 P2P 网贷问题平台数据监测报告》，2015 年 P2P 行业共出现 868 家问题平台，较 2014 年（261 家）的数量增幅达 233%。

第二，更加隐蔽的信用风险。互联网金融的本质是依托网络平台和大数据技术降低信息形成、传递和利用成本，理论上能够有效提高信用风险跨主体、跨时空配置、转移和定价的成本。但实践中由于网络信息甄别能力差、征信体系不健全、投资者教育不足等问题，信息失真、“逆向选择”等问题事实上可能



变得更加隐蔽、影响更加广泛。大量退休职工盲目投资于 P2P 平台项目，使得信用风险在大量不具备相应风险承受能力的人群中广泛传播，不但扰乱了金融业正常的风险转移定价秩序，甚至可能会因为投资损失引致局部社会问题。

第三，更高的流动性风险。期限配置和缺口管理是商业银行基本盈利机制之一，但由于遵循存款准备金、风险拨备、资本充足率、存款保险等审慎监管规定，风险缓释空间较大，流动性风险不可控的几率很小。比较而言，互联网企业不受上述制度约束，实质性流动性风险也就更大。同时，互联网金融业务一般以实时交易作为比较竞争优势，流动性管理压力特别是当日流动性风险管理压力进一步加大。此外，大量同质化互联网金融产品基于同样运作原理，也会在一定程度上增加市场变动的趋同性，一旦发生“小概率”流动性风险事件，市场恐慌情绪传染蔓延的速度也会更快。

第四，非合规运营风险。由于进入门槛低，缺乏严格监管，互联网金融机构数量迅速膨胀，其中大部分机构并不具有规范的治理架构和运营机制，严重背离金融业审慎经营的理念和文化，风险隐患普遍存在于业务流程各个环节，最典型的例子就是关联交易普遍存在，一些网贷、众筹平台事实上是机构自融的利器；各种形式的加盟门店层级蔓延，不具备金融从业能力的工作人员违规招揽业务；一些机构“委托”商业银行网点代售产品，假借商业银行“背书”兜售产品，使得上述风险呈现向传统金融体系蔓延的态势。究其本源，合规运营风险与专业人才供给不足密切相关，互联网金融的比较优势在于普惠金融，但绝不意味着互联网金融从业门槛低，恰好相反，互联网金融的从业者特别是管理者，不但需要由坚实的传统金融知识经验积淀，也要兼具前瞻性的互联网创新思维模式，但目前行业的飞速发展显然远超出市场人才供给节奏。

第五，伴生的技术风险。技术风险是金融与信息技术结合的必然产物，与传统金融机构相比，互联网金融由于更加依托于计算机和网络技术，天然就具有更高的技术风险。参考银监会《电子银行业务管理办法》，互联网金融业务的 IT 技术衍生操作风险至少包括设施设备运营中断风险、互联网恶意入侵风险、交易数据传输泄密风险、员工不当操作风险、客户信息安全经验不足等。实践

中，由于进入门槛低、急于跑马圈地等原因，互联网企业在系统设计时普遍存在重交易、轻风控的问题，技术、开发、安全保障等投入非常有限，加之缺乏足够的风控合规经验积累，IT 技术衍生操作风险发生的概率就可能更高。

第六，单向舆论引导风险。互联网金融在中国的迅猛发展获得了“普惠金融”、“草根金融”等诸多美誉，新闻媒体、社交杂志基本也以正面宣传为主，潜在风险鲜少提及。在投资者教育不足的市场环境中，倾向性、单一性舆论氛围更容易激发盲目的“羊群效应”，使得理性预期得不到正确引导。比如，很多人对 P2P 的认知仍停留在余额宝时代，而事实上 P2P 产品与余额宝的运作原理、风险水平迥然不同。于是，在大量长尾人群不切实际地拥抱所谓的“低风险、高收益”互联网金融业务机会的过程中，就必然潜藏更大的信用风险、操作风险，风险隐患上升为群体性事件进而加剧流动性风险和声誉风险的可能性也更大。

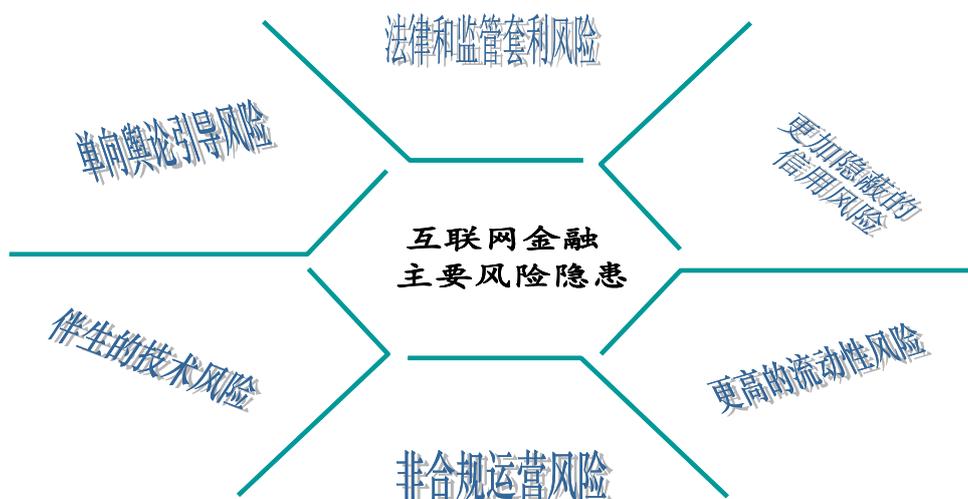


图 2 当前中国互联网金融主要风险隐患

在互联网金融上述风险被有意无意淡化的背景下，业务规模增长越快、参与人群越广泛、市场氛围越热烈，就越可能积累起更大的风险隐患和金融泡沫。短短几年时间，互联网支付、P2P 平台的规模已接近万亿规模，大量低风险偏好



的弱势群体普遍参与，互联网金融泡沫无形中发酵积累，如不尽快规范治理，一旦泡沫持续扩大至不得不破灭，不但会危及金融秩序、实体经济，甚至可能带来局部社会问题。

三、他山之石，可以攻玉：美国互联网金融平稳健康发展的路径考察

相较于 90 年代的 IT 泡沫，互联网金融在美国的发展呈现出平稳、健康、有序的特征，时至今日，已经成为传统金融体系的有益补充。同样的逻辑、相异的结果，恰为我们厘清迷雾、前瞻布局提供了更丰富、更清晰的视野。

总体而言，互联网金融在美国的发展可以分为三个阶段：即：20 世纪 90 年代初期的迅猛发展、90 年代末到次贷危机前的平稳发展以及次贷危机以来的创新竞合阶段（如图 3 所示）。从 1992 年首家互联网经纪商 E-trade 成立，到 1995 年全球首家网络银行 SFNB、首家网络保险公司 INSWEB 成立以及 1999 年 Paypal 发行互联网货币市场基金，美国基本形成了成熟和完善的互联网金融模式。20 世纪初 IT 泡沫的破裂使得互联网金融发展进入一个相对平稳期，在此期间，传统金融机构的信息化、网络化转型成为互联网金融发展主流，比如，1998 年 SFNB 被加拿大皇家银行收购，1999 年底摩根银行集团启动耗资达 10 亿美元的 E-Finance 战略。2007 年前后，美国互联网金融迎来新一轮创新热潮，业态更加丰富，市场竞争格局也更加复杂，以 Prosper 和 Lending Club 为代表的 P2P 借贷平台、以 Kickstarter 为代表的众筹平台相继上线，但同时，以 Paypal 为代表的货币市场基金因收益下跌、优势丧失逐渐退出市场，至此，互联网金融与传统金融的竞合基本完成，互联网金融机构作为特殊的金融中介存在，成为美国传统金融体系的重要补充力量。

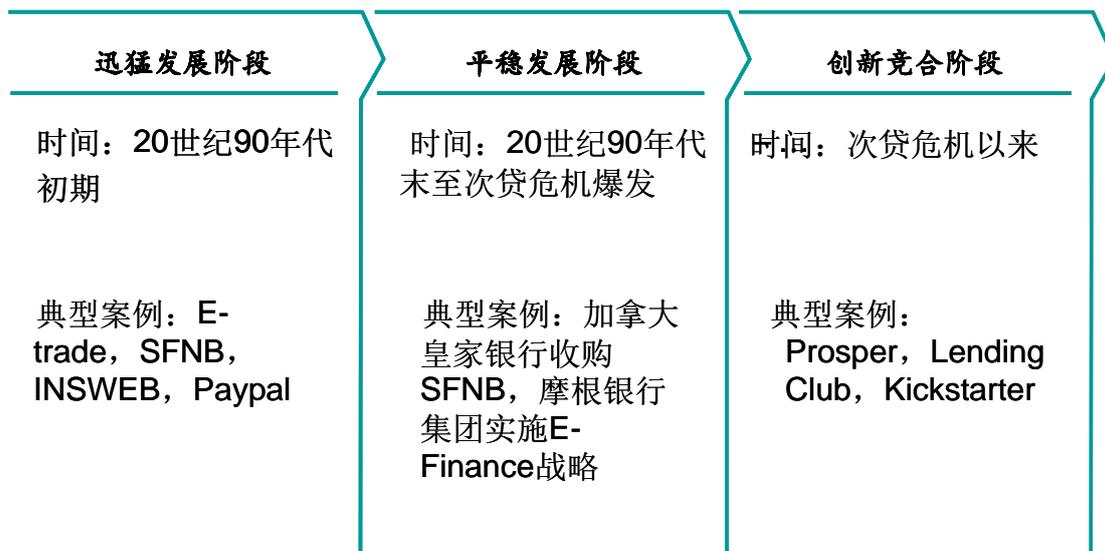


图 3 美国互联网金融发展变迁路径

纵观互联网金融在美国的发展，尽管业态丰富、历经变迁，但始终未曾对美国金融体系造成明显风险冲击，并最终成为金融体系的有机组成部分，根本原因在于几个方面：**第一，严格的法律和监管约束。**在美国的功能监管框架下，互联网金融创新从一开始就不存在“监管套利”的空间，比如第三方支付纳入货币转移业务监管、互联网理财遵循货币市场基金业务规则，适时出台的《JOBS法案》为众筹业务提供了基本法律准则。此外，在行业标准、技术等领域的自律管理也相对完善。**第二，完善的信用体系。**相对于传统金融活动，互联网金融交易的信息传输主要在网络空间完成，更需要诚信的文化和环境，而美国早已建立起相对完善的信用体系，失信违约成本很高；同时，完善的信用体系也为产品创新、风险控制提供了更加坚实的数据基础，互联网金融产品创新、客户营销的精准化程度高、业务风控能力强。**第三，相对理性的投资者群体。**经过近百年的发展变迁，美国的金融市场相对成熟，形成了良好的投资者教育环境，历经金融市场跌宕洗礼的普通民众的投资能力和风险意识也普遍较强，在资产配置和财富管理中盲目跟风、投机赌博的心态较少。**第四，传统金融体系**



拥有较强的冲击反应能力。经历了 20 世纪 70 年代的混业经营改革、80 年代的利率市场化冲击，以商业银行为代表的美国传统金融机构已经具有了较强的应对金融脱媒的反应能力和竞争实力。比如，《格拉斯-斯蒂格尔法》之后金融机构实现了综合化经营，互联网金融的跨市场创新已不足以对其造成威胁。正如相关研究指出的那样，互联网金融对于美国传统金融机构而言，不过是一场足以应对的技术脱媒。

四、统筹完善顶层设计：推动中国互联网金融健康发展的思考与建议

尽管中美两国制度文化不同、发展阶段相异，但互联网金融的本质并无不同，其创新和发展逻辑亦应相似，而中国互联网金融“风生水起”却又“险象环生”的背后，恰好揭示了当前金融改革一些亟待解决的问题。前车之鉴，他山之石，美国 IT 泡沫的发酵及破灭、互联网金融的健康发展，为我们提供了鲜活的、完整的案例，能够为我们规范互联网金融发展、推动金融深化改革提供基本的启示和思路。

（一）厘清市场对互联网金融本质的认识

有观点认为，互联网金融是一种可能与银行金融、资本市场融资并列的第三种人类金融模式，是一种颠覆式创新。然而，从实质上看，在互联网金融的浪潮下，金融和金融中介的功能和性质并没有发生变化，资金融通依然是金融的基本功能，经营风险也是金融中介的基本特征，与早期金融信息化的显著不同在于，金融中介的形态从传统银行、保险、证券扩展至非金融企业。

因此，应以平常心看待互联网金融创新，其本质不过是信息技术在金融领域应用的新阶段，是利用信息技术实现资金融通及其衍生金融功能的更加高效的业务模式。面对当前的市场非理性狂热，尽快厘清对于互联网金融本质及其潜在风险的认知尤为重要。实践中，既离不开政策层面积极引导和宣传，也需要舆论力量纠偏扶正，避免以讹传讹，人为制造金融泡沫。

（二）明晰互联网金融的发展定位和方向

互联网金融虽非颠覆性创新，但信息技术在金融业的深层次应用的确在便捷、低成本方面具有突出优势，这一特征与普惠金融的服务诉求天然吻合。正如国内有些学者指出的那样，普惠金融和廉价金融才是互联网金融的真正使命（我们认为，廉价金融是普惠金融的应有之义）。对于中国这样幅员辽阔、人口众多的国家而言，普惠金融市场空间广阔、大有可为。

境外互联网金融变迁的历程也已说明，传统金融机构由于在金融领域的专业积淀、在信息化领域的持续积累，最终会成为互联网金融业态的主体力量，而新兴互联网金融主体则因为差异化竞争优势成为特定细分领域的有益补充力量。在我国，这一变化正在发生。传统金融机构加速信息化、网络化转型步伐，互联网金融发展已经由初期的非金融企业跨界逐步进入传统金融机构主导的阶段，传统金融机构提供普惠金融、服务实体经济效能持续提升。跨界经营金融业务的互联网企业在历经经营规范、竞争淘汰的多重洗礼后，有望呈现分化态势，个别规模小、风控能力弱的机构可能被淘汰或兼并，那些经营基础扎实、风控能力较强的机构则逐渐形成独特的市场定位，在服务小微群体、拓展普惠金融方面发挥独特竞争优势。

（三）加快构建完善的互联网金融监管体系

2015年以来，国家连续出台多项政策法规，对互联网金融发展予以规范引导，已经在引导业务规范发展、推动市场优胜劣汰方面逐步发挥作用。然而，总体来看，相关政策法规的法律位阶不高，原则性、指导性规范较多，同时地方政府仍然存在较大的政策相机抉择空间。当前及未来一段时间，仍需强化底线监管、分类监管、立体监管、协同监管的思维和理念，完善监管政策的顶层设计，细化监管政策并落地实施，具体而言：

一是明确最低注册资本、高管从业经验、IT安全技术能力、信息披露等最低监管要求，设置与业务复杂程度、风险水平匹配的行业准入门槛。

二是引导部分经营规范、风控能力强的机构转型为持牌金融机构并接受统一监管，妥善引导和安排问题平台有序退出，尽快改变行业主体良莠不齐、无序竞争的现状。



三是结合多地竞相发展互联网金融产业、业务跨境经营便捷的现状和特点，增强地方政府在防范区域互联网金融风险方面的责任，并推动国家间建立国际统一的互联网金融监管规则，避免区域经营套利成为行业异化发展的新空间。

四是探索比照金融控股公司监管规则，规范引导大型互联网企业在金融领域的跨界混业经营，避免体制套利成为新的金融风险源头。

（四）深入推动传统金融体系改革转型

与 20 世纪 90 年代的美国比较，当前中国传统金融体系正好处于综合经营、利率市场化、技术脱媒“三重冲击”的叠加影响周期之内，受限于制度约束和经营惯性，竞争反应能力难以适应市场需要。在此背景下，互联网金融的竞争冲击极易产生客户和资金不完全理性的迁徙和抽离，因此互联网金融健康发展的解决之道并不完全在互联网金融自身。互联网金融冲击至少反映出传统金融体系若干关键改革亟待深化推进：

一是逐步扩大业务创新权限。在互联网金融竞争发展中，传统金融机构产品创新迟缓、市场反应滞后的问题凸显，优化产品创新监管授权、推动产品创新体制改革应成为深化传统金融机构改革的重要方向。

二是优化完善人才激励机制。对传统金融机构而言，互联网金融竞争冲击的另一直接影响是，高端专业人才加速流失。金融业竞争关键在于人才竞争，在传统金融体系深化转型的关键时刻，如何优化激励机制、留住和吸引人才已经成为当务之急。

三是适度放开综合经营限制。适时修订相关金融立法，完善现行金融监管框架，为传统金融机构提供综合经营创新的适宜空间，是支持传统金融体系走出当前“三重冲击”困境的必要政策工具，也是欧美金融体系变迁的一般逻辑。

（五）加快优化国家金融生态环境

美国互联网金融发展的经验也表明，良好的金融生态环境是互联网金融健康发展不可或缺的土壤，中国互联网金融的种种乱象，症结之一也归咎于缺乏和谐、规范的市场环境。正是由于机构缺乏市场纪律，投资者缺乏投资技能、融资者失信成本低，使得目前互联网金融成为部分人投机的场所。因此，应从攸

关互联网金融健康发展的关键点着力优化金融生态环境，为规范和引导互联网金融理性健康发展提供基础和保障：

一是加快国家征信体系建设。如果能尽快实现各互联网平台信息的互联互通，并实现与国家征信系统的有效对接，则不但能为互联网金融产品创新、风险控制提供关键支持，国家信用体系建设也将借此取得重大进展。

二是推动行业自律体系建设。在监管资源有限、行业主体众多的市场环境中，行业协会在组织、协调、服务、监管等方面的作用更为值得重视。除了支持和鼓励在互联网平台聚集区域成立协会外，要切实加强各协会之间的沟通交流，在制定行业技术标准、规范市场竞争秩序等领域发挥切实作用。

三是加强金融投资者教育。考虑到当前互联网金融参与群体金融知识、信用文化水平参差不齐的状况，既要明确互联网金融平台在投资者教育、风险评级方面的责任，也要通过各种媒体和舆论渠道普及金融知识，使互联网金融知识、普惠金融理念真正深入人心。