

互联网金融之辨析

王国刚 张扬；《财贸经济》2015 年第 1 期

2011 年以后（尤其是 2013 年以后），互联网金融在中国逐步走俏，成为一个引人注目的热点现象。一些地方政府将其列为发展地方金融的重点项目，积极予以推进；一些人甚至强调说，它将颠覆已有的金融体系，成为取代以银行信用为代表的间接金融模式和以资本市场为代表的直接金融模式的第三种金融模式¹。究竟该如何认识互联网金融，在理论面、政策面和实务操作面都是一个有待进一步探讨厘清的重要问题，鉴此，笔者不揣鄙陋，写下此文，以期为推进此方面研讨。

一、概念辨析：是互联网金融还是网络金融

从理论上说，互联网金融是依托于互联网（渠道和技术等）而展开的各种金融交易活动的总称。由于互联网最初发端于以美国为代表的西方发达国家，且这些国家普遍使用着互联网渠道和技术展开着各种经济和金融交易活动，所以，如果“互联网金融”是一个规范且普遍的国际用语，那么，英文中应有专门的词语予以表述。但从各种相关的英文文献中难以找到“Internet Finance”一语（更不用说普遍使用此语了）²，由此，可以判定“互联网金融”并非国际上带趋势性的普遍现象。在美欧等国，普遍使用的概念是“Network Finance”或“E-Finance”等。这些词语可翻译成“网络金融”、“电子金融”等。与此对应，借助 Network，它们自上世纪 90 年代初期起就发展了网络银行、网络证券和网络保险等。

网络金融和电子金融，在范畴界定和内涵上，与互联网金融有着明显不同。从网络金融角度看，这些不同主要表现在：第一，涵盖的范围不同。网络不仅包括了互联网，而且包括各种非互联网的网络。例如，在中国的各个交易所（包括证券交易所、期货交易所和产权交易所等）的交易网络、银行间市场网络、各种金融机构内部网络和支付清算网络等均非互联网。与此对应，在这些网络中展开的金融交易活动，不属于互联网金融，但属于网络金融。从这个角度看，使用“互联网金融”一词并不能代表网络金融发展的总趋势，它没有涵盖专有、非公众网络基础上的金融活动。第二，交易主体范围不同。在发达国家中，网络金融的交易主体涵盖了利用网络渠道和网络技术进行金融交易的所有主体，既包括中央银行、商业

¹ 参见谢平等《互联网金融模式研究》，“中国金融 40 人论坛”研究报告；余丰慧著《互联网金融革命-中国金融的颠覆与重建》，中华工商联合出版社 2014 年 6 月版。

² 以至于一些人用“Internet Finance”一语进行国际交流时，对方不知其所云何意。

银行、证券公司、基金公司和保险公司等金融机构，也包括政府财政部门、各种商业机构、实体企业和居民个人，还包括海外非居民。但在中国的互联网金融中，交易主体似乎只包括了利用互联网进行某些金融活动的网商和一部分介入其中的居民个人、小微企业等，由此，使用“互联网金融”一词，就将大多数运用网络进行金融交易主体排除在“互联网金融”范畴之外。第三，交易内容不同。网络金融涵盖了各种利用网络渠道和网络技术所进行的金融交易活动。由于在现代金融交易中，不利用网络展开交易的金融活动已经不多，所以，网络金融几乎涵盖了金融的所有种类交易活动，交易量占金融总交易量的绝大多数比重。但中国的“互联网金融”仅涉及到少数几种不占主要地位金融交易（如以支付宝为代表的第三方支付、余额宝为代表的基金单位代销、P2P网贷³和众筹等），不论是交易种类还是交易量占比都远低于网络金融。由此，不难看出，与“网络金融”相比，“互联网金融”一词有着极大的局限性，它并不代表金融在运用电子技术和网络渠道方面的总趋势。

电子金融是指运用现代电子技术所展开的各种金融交易活动的总称。由于各种网络建立在现代电子技术基础上并通过各种电子符号传递信息和实现交易，所以，电子金融包括了网络金融；但同时，它还包括运用各种电子产品（进行云计算的大型高速计算机等）、电子数据（如大数据）和电子金融符号（如电子货币、电子证券等）所展开的金融交易活动，因此，电子金融的范畴大于网络金融，更大于互联网金融。

由上不难看出，在电子金融、网络金融和互联网金融的三个概念中，互联网金融是内涵最小的概念。与电子金融和网络金融相比，“互联网金融”是否属于一种带有独立特征、发挥独立功能的金融运作方式，值得存疑。从国际交流角度看，如果需要强调“网络”效应，也许使用“网络金融”概念更加贴近实践状况。

在中国，人们热议的互联网金融，主要指的是由网商通过互联网上商品交易等所延伸推展的金融活动⁴。它最初产生和服务于互联网上的商品交易活动，此后，延伸到代理基金证券销售和P2P网贷等方面。网商所从事的金融活动只是各类主体（包括金融机构）运用互联网展开金融活动的一部分，由此，以“网商金融”加以界定可能更为准确，也不容易发生歧义。另一方面，需要清醒地看到，目前我国网商所从事的金融活动基本还局限于金融体系中的一些小额辅助性金融业务方面（如支付清算、协助基金证券销售和小额信贷等），就金融

³中文译为“人人贷”，又称网贷或P2P网络借款，其中“P2P”是“Peer-to-Peer”的简写。

⁴网商最初指的是网络服务提供商（例如，接入商、ISP、ICP、应用平台提供商等等），后来推展到各种运用电子商务机制在互联网上进行商业活动的机构和个人（如阿里巴巴、腾讯等）。电商，原本为“电子商务”的缩略语，是指在互联网、企业内部网和增值网等上以电子交易方式进行的商业交易活动和相关服务活动。不难看出，电商范畴大于网商，网商是电商的一部分。

的实质性业务（各种金融产品的开发和交易）和主体性业务（如存贷款、证券交易等）而言，迄今染指甚少，因此，它能否实质性地进入金融体系还取决于进一步的发展走向。

二、功能辨析：是颠覆金融还是提高金融效率

互联网金融依托于互联网而展开，有着开放、便捷和快速等特点。一些人强调，互联网金融颠覆了传统金融，是一种全新的金融运作方式。由此提出了三个问题：

第一，金融的实质是否发生了颠覆性改变？金融是以资产权益为基础为了获得这些资产权力的未来收益所展开的权益交易的总和。在现实的市场经济中，与商品交易和劳务交易等相比，金融交易的特殊性在于，进入交易的各种产品均为权益性产品（即非实物产品），交易各方的目的在于获得这些权益的未来收益。如果互联网金融颠覆了金融，它首先必须颠覆金融交易的对象（以及与此对应的制度和机制等，下同），那么，互联网金融的交易对象是什么呢？从第三方支付、余额宝、P2P 和众筹之中，人们可以看到，所交易对象除了以商品为基础外（如第三方支付），均以已有的金融产品为对象（如余额宝、P2P 和众筹），因此，互联网金融并没有改变金融的交易对象。自第一次产业革命以来，人类的科学技术快速发展，突破了原先一系列的自然性质，推进了商品交易的效率提高，但这并没有引致商品交易性质出现颠覆性的改变，商品交易的内在原理、规则和机制贯彻至今。这说明了载体、渠道和技术的变化，有利于提高对应的交易活动效率，但不可能改变交易活动的实质。

20 世纪 70 年代末，美国展开了金融创新，曾提出金融体系应由银行主导还是市场主导的问题，通过发展直接金融和市场信用，引致金融脱媒和银行信用的占比降低，重新构造了金融体系。但在这个过程中，始终没有人提出过“颠覆金融”的命题。20 世纪 90 年代以后，在美欧国家，网络金融快速发展，以至于绝大多数的金融交易都已通过各种网络所展开，但也没有人提出过“颠覆金融”的趋势。在中国，互联网上展开的金融活动还只是全部金融交易（每年的金融交易高达数千万亿元）中的很小一部分，在此背景下，使用“颠覆金融”一词是属于言过其实呢？

实际上，只要从逻辑关系角度分析，就不难看出“互联网金融”是否具有颠覆金融的功能，即如果“互联网金融”果真颠覆了金融，那么，它就不该在互联网之后再冠之以“金融”一词（它可冠之任何合适的概念，但不是“金融”一词）；既然它还要冠之以“金融”，也就意味着它属于“金融”范畴，金融的一般属性和功能没有改变，也就不可对金融起到颠覆性改变的作用。

第二，金融功能是否发生颠覆性改变？诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·C·莫顿曾强调指出：金融系统具有 6 项基本的核心功能，即在不同的时间、地区和行业之间提供经济资源

转移的途径；提供风险管理的方法；提供清算和结算支付的路径以完成交易；为储备资源和在不同的企业中分割所有权提供有关机制；提供价格信息，帮助协调不同经济部门的决策；当交易中的一方拥有另一方没有的信息，或一方为另一方的代理人时，提供解决激励的方法⁵。互联网金融建立在互联网基础上，与以往的金融活动相比，它增加了了一个互联网的载体、通道和技术。但不论这种载体、通道和技术怎么改变，它并不直接引致“功能”的改变。以货币为例，从以贵金属为载体转变为以纸张为载体再转变为以电子为载体，货币还是货币，货币的各种功能并不因载体变化了，否则，货币就不再是“交易媒介”、“支付手段”了。同理，在海外发达国家中，网络金融、电子金融已有 10 多年的发展历史，但它并没有改变莫顿所说金融系统的 6 方面功能，至多只是使这些功能的实现方式发生某些变化。例如，人们不再用支票、现金等进行金融交易，转为使用信用卡、网络支付等方式；各种金融产品不再以纸张体现，转而以电子凭证方式体现；如此等等。

一些人强调，互联网金融之所以对金融有着“颠覆”功能，是因为互联网可利用大数据、云计算等技术实现信息的对称性，克服金融活动中的信息不对称问题。这实际上把一系列问题弄混了：

首先，互联网只是一个运用电子技术和通讯技术所形成的通道性载体，它本身并不创造任何信息（信息是由进入互联网的各类主体提供的），也不整合任何信息（信息整合也是由进入互联网的各类主体进行的），因此，互联网本身既无识别信息真伪的能力，也无筛选信息和配置信息的能力，不具有解决信息不对称的功能。在经济和金融运行中，信息的不对称是一种客观存在（它的成因相当复杂）。这种不对称一方面主要靠法律机制（如通过法律强制要求相关主体公开披露信息和数据）、行政机制（如政务公开）和媒体机制（如公开报道）等予以减弱⁶，也可以通过调研活动（收集相关信息和数据）等进一步减弱信息不对称的程度；另一方面，利用一些技术手段，通过对各种信息的分析处理，以相关原理或逻辑关系为基础，对收集到的各种信息进行挖掘处置（包括某些推理），从非完整的信息中整理出可能的预期结果。但所有这些工作都需要相关的主体的活动（并投入对应的成本和时间），不是互联网所能替代的。在这方面互联网的功能至多在于，给相关主体提供了一个收集信息的快捷渠道。需要特别指出的是，由于各类主体都可以通过互联网发布所谓的信息，由此，互联网在加快信息传递的同时，也在加速引致信息的不对称。一个众所周知的事实是，一些人和

⁵ 引自【美】兹维·博迪和罗伯特·C·莫顿著《金融学》，中译本，第 24 页，中国人民大学出版社 2000 年版。

⁶ 就总体而言，信息不对称状况是不可能被消解的。即便不考虑解决信息不对称所需花费的巨额成本，人们可能解决的也只是在一个特定时间和特定空间针对某项具体事务的信息不对称程度，因此，信息不对称可以被“减弱”，但不可能被消解。

一些机构利用互联网散布了众多虚假信息，误导网民，给经济社会造成了严重的不良后果。

其次，大数据⁷、云计算只是一些新的数据处理方法和技术模式(与此相比，互联网提供的实际上是更有效利用海量信息、处理信息的渠道)。从大数据看，各种数据是各类主体在经济社会生活中创造的，由于格式、指标、口径和制式等一系列的差别，即便将它们集中到一起，也难以显示从而处理任何问题。只有在各种运用这些数据的操作者按照自己的意图编制相关对应的软件、模型和挖掘技术等条件下，且通过不断试错和修正，这些数据才可能生成合意的结果。因此，各种数据的集中和处理不是互联网与生俱来就有的功能，互联网只是为这些数据的集中提供了一个快捷的通道技术。另一方面，在经济社会生活中，也有大量的数据并不通过互联网传递。在这方面，互联网更是无能为力。从云计算来看，它强调的是可以同时处理如云状的众多信息，其主要装备是大型高速计算机或计算机组群。大型高速计算机和计算机组群本身并非互联网，它既可以与互联网相接（如阿里巴巴），也可以独立于互联网（事实上，出于保密及其他原因的考虑，大型高速计算机处理的众多信息和数据并不与互联网相接，如军工、资金清算系统和银行卡系统等）。显而易见，不能将大数据、云计算说成是互联网独有的能力。更准确地说，大数据、云计算是可以在互联网之外展开的，互联网更多的是提供一个信息集中传递的通道。

最后，从金融角度看，信息是否对称意味着金融产品的价格是否能够充分反映风险程度，它对金融交易的各方都是至关重要的。金融的运作建立在解决信息不对称基础上，它要求交易的每一方都应按照相关制度要求向对方披露信息，由此，不仅有了诸如资产负债表等财务制度，而且有了发债发股的公开披露信息制度，有了建立在信息公开披露基础上的金融监管机制和媒体监督机制。正是因为金融具有解决信息不对称的要求和财务能力、技术能力及工作程序，美欧国家的一些研究将金融划入了信息产业范畴。但强调互联网具有解决信息不对称能力的人，对此无视，将互联网解决信息不对称看作是引致金融颠覆的主要机制，似乎金融运作无力于解决信息的不对称。用个中国成语表述，这叫“本末倒置”。

第三，金融的精神是否发生了颠覆性改变？一些人强调：“互联网金融是传统金融业与互联网精神相结合的新兴领域，其是将互联网‘开放、平等、协作、分享’的精神往传统金融业态渗透，从而对人类金融模式产生根本的影响……，具备互联网精神金融业态统称为互联网金融”⁸。这一表述很容易给人以误导，有着一系列问题需要厘清：其一，且不论“开

⁷ 依照迈尔·舍恩伯格及库克在《大数据时代》一书中的描述，大数据被定义为不用随机分析法（抽样调查）而运用所有数据的方法。

⁸ 转引自百度文库：《互联网金融专题研究：美国互联网金融发展状况初探》，作者不详。

放、平等、协作、分享”作为互联网的精神只是某些人的一厢情愿还是已达成国内共识乃至国际共识（因此，是否可称为互联网精神），就四个词本身的含义在此也语焉不详（例如，“开放”对谁开放、开放什么、如何开放、开放是否需要遵纪守法？如此等等）。从整体上看，“开放、平等、协作、分享”既适用于道德领域也适用于文化领域还适用于社会领域等等，同时，在不同领域中这些词的含义也不尽相同，因此，它是否为互联网独有的精神？值得推敲。其二，“将互联网‘开放、平等、协作、分享’的精神往传统金融业态渗透”的潜台词是，传统金融业态是一个不开放、不平等、不协作和不分享的产业，这有何根据，又是否符合市场经济原则。换句话说，如果金融业本身已是一个“开放、平等、协作、分享”的产业，那么，还需要将这些所谓的互联网精神“渗透”到金融业吗（同时，“开放、平等、协作、分享”是所谓的互联网精神吗）？有人可能提出，这里讲的是中国金融业在这些方面的不足，即中国金融业还有需要进一步贯彻“开放、平等、协作、分享”的精神，但上述表述中说的是“对人类金融模式产生根本的影响”。所谓“人类”应包含中国和海外各国和地区，即美欧等发达国家的金融业也应囊括在内，由此，认为它独指中国，并不成立。其三，金融业属于市场经济的一部分，它应贯彻市场经济规则。但如果认为市场经济本身并不“开放、平等、协作、分享”，那么，一个简单的问题就发生了，即一个不开放的市场经济如何在配置资源方面起到决定性作用、一个不平等的市场经济如何能够形成等价交换、一个不协作的市场经济如何能够不断推进专业化发展、一个不分享的市场经济如何能够激励各类主体的参与？早在互联网形成之前的成百上千年，人类就已在推进市场经济的发展，相关市场规则也逐步趋于成熟，因此，与其说是金融业需要贯彻所谓互联网的“开放、平等、协作、分享”精神，不如说这些精神只是市场经济规则在互联网上的体现。其四，金融业如何贯彻“开放、平等、协作、分享”？以“开放”为例，如果“开放”指的是存款市场对城乡居民和各类企业开放，那么，中国的存款市场已经是如此，即已无进一步开放问题；如果指的是，设立吸收存款的银行机构对城乡居民和实体企业“开放”，即人人可设立金融机构来吸收存款、家家（企业）可设立金融机构来吸收存款，那么，且不说世界各国和地区从无此现象发生过，就以最基本的常识来说，两种现象就将发生，即在每个人、每家企业都将资金存入自己的“银行”（结果是谁也不可能吸收他人存款）的同时，全社会的金融处于一片混乱之中；经过众多折腾并付出惨重的经济社会代价后，再回到由专业化金融机构（如“商业银行”）来经营存款业务的起点。不难看出，金融业并不像互联网那样，人人可随时随地自由进入系统免费发送信息或收取信息，因此，也不可能像互联网那样的“开放”。不仅金融业是如此，几乎所有的产业也是如此。既然互联网不可能从所谓的“精神”层面上改变金融机构的

经营运作规则和金融市场的内在机制，也就不可能具有“颠覆”金融业的功能。

毫无疑问，对金融业的发展来说，充分运用互联网是重要的（但不是唯一重要的），主要成因在于，一方面可利用互联网的快速便捷功能，降低经营运作成本，提高金融交易效率；另一方面，可利用互联网上免费（或低价）的各种信息来弥补自己的信息不足（或降低信息收集成本），弱化信息不对称引致的各种金融风险。因此，对金融业发展来说，互联网的功能不在于“颠覆”，而在于提高效率。

三、机制辨析：是新型金融运作方式还是体制性监管套利

在中国，迄今屡屡被人们提及的互联网金融运作方式主要由以支付宝为代表的第三方支付、余额宝和 P2P 网贷等几种。由于在中国境内原先的金融交易中没有这些方式，就此而言，它们的问世似乎属于金融创新范畴；但在美欧等发达国家中，自上世纪 80 年代以后，这些方式（或类似方式）的金融交易就已陆续形成，因此，从全球金融发展看，它们并无创新可言。重要的问题不在于是否“金融创新”，而在于这些金融交易方式在中国境内的运行机制是什么，即它们为何能够在中国境内发展？要弄清它们的运行机理，就要逐一进行运作分析。

1. 支付宝等第三方支付企业

从支付宝的形成发展看，它建立在网上购物的基础上，因此，需要从购物入手进行分析。几千年来，人们在线下进行的商品交易主要有两种情形：其一，在商品零售中，购买者在挑选好欲购商品并与商家讨价还价后，通常采取的是“一手交钱一手交货”（即钱货同时两讫）的方式完成商品交易。其二，在企业之间的大宗商品交易中，对手企业间先就货物的品种、规格、数量、价格、交货时间和交货地点等一系列事项进行商讨，在达成交易意向后签订购货合同，随后，供货企业按照合同约定将货物发给对方，付款企业在接到货物后，通知其开户行将货款付给供货企业（这种方式也可以反过来，即由付款企业先将货款通过其开户银行预付给供货企业，然后，再由供货企业将货物发给付款企业）。但在互联网的线上交易中，要直接采取这两种商品交易方式比较困难。

从大宗商品交易看，厂商之间的批发性交易具有资金较大（与此相比，交易费用所占比重较低）、合同事项约定较多和需要当面签署等特点，因此，交易的对手方一般选择直接见面商谈，不走互联网路径。网商要由此打开一条有利于自己的商业之路、扩展线上销售，很难有充分的空间，因此，迄今此类销售依然不是网商经营运作的重心。

从零售商品交易看，如果网上销售的商品与商店中销售的商品在价格上相等，则对消费者缺乏吸引力，也就难以有效扩展销售。为了克服这一难点，网商从商品零售链条中薄弱环节寻求突破，即零售商品从厂家到零售商之间存在着多次批发到零售的转手，期间，每次

转手都需要付出相应的成本（包括批发商和零售商的仓储成本、人工成本、各种税收和经营利润等等），由此，与出厂价格相比，零售商品的销售价格较高。网商通过直接销售，舍弃了从批发商到零售商的这一系列成本，从而，可以大幅降低零售商品的价格，对消费者有着较强的吸引力。但网商通过互联网进行的此类销售，遇到了一个货款支付清算环节的障碍：从付款方看，消费者在网上（即线上）购买了消费品并利用银行卡支付了货款后，担心由于多种原因收不到所购货物，所以，不愿或不敢通过互联网购物；从供货商家看，如果不能保证货物销售后收到货款，也不愿意或不敢向购货的消费者发货。这一瓶颈如果不能打破，那么，通过互联网进行的消费品交易就将难以展开。从上世纪 90 年代初期开始，众多介入互联网销售的网商就在不断探索如何突破这一瓶颈，期间，大部分网商在付出了惨重代价后，还是没有找到破解之策。在十多年不断试错的实践总结且借鉴美欧国家的成功经验基础上，2003 年之后，中国的一些网商探索出了一个对消费者、供货商均为有利的线上购物模式，其程序大致为：消费者在网上认购所需消费品并利用银行卡将对应货款划汇给第三方→第三方按照消费者的要求通知供货方向消费者供货（并向第三方提供发货单）→消费者收到所购货物后通知第三方（或由供货方告知第三方，消费者已收到货物）→第三方向供货方汇划相关款项。这一程序克服了线上交易中钱货时空分离的限制，满足了线上交易各方的需要，有力推进了网上交易规模的快速扩展。但由于消费者将购物款汇划给第三方与第三方将这些购物款汇划给供货方之间存在着明显的时间差，在这个时间差内，购货款实际上沉淀于第三方账户之中，由此，第三方便可利用这一沉淀资金展开其他各种金融活动。在网上交易总规模不大的条件下，沉淀于第三方的资金有限，并没有引起金融监管部门的高度关注。但在网上交易规模突破万亿元之后，第三方所拥有的沉淀资金就已不再是一个小数目。在此背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 21 日出台了《非金融机构支付服务管理办法》，据此对从事网商活动的相关企业进行了资质认证，于 2011 年 5 月 26 日向包括支付宝在内的 27 家网商发放了“支付业务许可证”（即“第三方支付牌照”）；到 2014 年 7 月，中国人民银行先后五次向 269 家网商发放第三方支付机构的牌照。

从第三方支付形成到第三方支付牌照的发放看，有两个相关但又不同的问题需要厘清：其一，第三方支付的发展。由于第三方支付主要是顺应和服务了电子商务所代表的网络经济发展，并且可以从支付交易中发掘有价值的金融信息，所以，随着网上商品交易乃至金融交易的进一步发展，第三方支付还将继续发展且有着广阔前景。其二，第三方支付牌照发展。美欧等发达国家同样存在着第三方支付的快速发展且规模巨大，但它们并没有发放第三方支付牌照，一个主要成因在于，它们有着坚实的商业信用基础和社会信用体系（包括制度、机

制和历史)。与此相比，中国之所以要对第三方支付发放如此之多的牌照，主要成因在于缺乏良好的商业信用基础和社会信用体系不完善。这实际上意味着，随着信用制度、信用机制和信用体系的完善，第三方支付牌照的发放势头将受到明显的遏制。

需要指出的是，目前中国的第三方支付牌照发放已经过多，且缺乏有效的退出机制。虽然整个第三方网络支付业务还将快速发展，但它还不足以支撑几百家牌照企业的经营运作达到盈亏平衡点之上的水平，为此，应避免第三方支付牌照发放过多引致第三方支付泡沫。另一方面，以支付宝为代表的第三方支付一旦介入到资金清算环节，也将受到中国国内清算市场的制度和机制等因素的严重制约，它们实际上仍然属于制度原因导致的过渡性模式。

2. 余额宝等的销售平台

既然互联网上的网商可以代理销售各种商品，那么，从销售产品的机理出发，它们也自然可以代为销售金融产品。2013年6月13日，支付宝与天弘基金合作推出余额宝。从天弘基金角度看，试图借助支付宝的互联网平台渠道销售货币市场基金证券，以扩大销售规模、降低销售成本。但未曾想到，余额宝一上线就在金融投资中引起了个人投资者热捧。到2014年2月底，余额宝的用户量（即投资者）已突破8100万户。利用互联网机制销售证券投资基金早已有之，但以往的效果均不太理想。与此相比，余额宝的特点包括：投资者的支付宝账户认购天弘基金的增利宝货币基金不需缴纳任何手续费；余额宝与对应的天弘基金“增利宝”之间存在着T+0转换机制，客户可根据自己在支付宝中的购物需要，将资金从余额宝中调出或将支付宝中的闲置资金转为增利宝；由此，客户在支付宝中的闲置资金可以间接获得较高的收益，其收益水平大大高于活期存款利率（例如，目前活期存款利率为0.35%，但余额宝7日年化收益率在2014年1月2日达到最高点时为6.763%，是活期存款的19.32倍）。

余额宝在销售天弘基金的过程中，所实现的是将支付宝上活期存款账户与天弘基金的货币基金账户相连接。这一机制，在上世纪80年代末期之后，美欧等发达国家中已普遍实行。在这些国家中，当客户（包括个人和机构）在商业银行开立活期存款账户的同时，可再开立货币市场基金（及其他证券投资基金）账户。由于活期存款没有利息，所以，客户大多将资金投入货币市场基金账户中。当客户需要支付日常款项时，商业银行可按照T+0转换机制，及时将其货币市场基金账户的对应基金数额“卖掉”，然后，再把资金调入客户的活期存款账户用于支付。与此相比，由于中国境内严格实行所谓的证券业与银行业分业经营、分业监管，各家商业银行不能将客户的活期存款账户直接与货币市场基金账户对接，所以，留下了余额宝的操作空间。这实际上意味着，一旦中国境内的商业银行也可将客户活期存款账户与货币市场基金账户相连接，以余额宝为代表的网商平台销售的货币市场基金数额就将大幅减

少。果不其然，2014 年 3 月以后，工行、交行等各家银行陆续推出了 T+0 产品，使得余额宝的增长势头急速下落。余额宝销售的天弘基金总份额增长率，从 2013 年 9 月 30 日和 12 月 31 日的 1211.3% 和 233.03% 分别下落到 2014 年 3 月 31 日和 6 月 30 日的 192.04% 和 6.08%，随着“高增长”成为历史，所谓的“发展趋势”一词也淡出人们的视野。

需要特别指出的是，余额宝的一时高增长不仅在于它有效利用了 T+0 转换机制，更重要的是，它充分利用了天弘基金通过协议存款所带来较为稳定的高利率预期对广大消费者的投资吸引力。货币市场基金本是投资于货币市场金融产品的资金，应集中投入货币市场金融产品的操作。但天弘基金利用相关规定中的漏洞，通过三个相互关联的环节实现了基金销售数额快速扩大：其一，将通过余额宝销售基金单位所获得的资金，集中用于协议存款；其二，在与各家商业银行商谈协议存款利率中，利用商业银行对巨额存款资金的饥渴需求和在存款市场上的相互竞争机制，抬高协议存款的利率；其三，以协议存款的高利率为诱饵，提高广大投资者通过余额宝购买天弘基金份额的热情。由于中国证监会和中国人民银行于 2004 年 8 月 16 日联合出台的《货币市场基金管理暂行规定》（证监会、人民银行证监发〔2004〕78 号）第三条中明确规定：货币市场基金可以投资于 1 年以内（含 1 年）的银行定期存款、大额存单；同时，在第五条中又规定，货币市场基金的投资组合中“存放在具有基金托管资格的同一商业银行的存款，不得超过基金资产净值的百分之三十；存放在不具有基金托管资格的同一商业银行的存款，不得超过基金资产净值的百分之五”，所以，天弘基金将资金集中用于协议存款并不违反相关规定。但货币市场基金并非协议存款基金（全球也没有协议存款基金），毕竟违背了货币市场基金设立的本意。从这个角度看，余额宝和天弘基金的连接所引致的基金销售火爆，实际上是钻了制度空子，具有明显的监管套利特点。

2013 年中期之前，货币市场基金并不热销。试想一下，如果不是天弘基金以 6% 以上的年化利率为卖点，如何能有 2013 年 9 月份以后的销售高潮？如果在天弘基金的资金集中用于协议存款时，相关金融监管部门及时出手予以限制，又如何能有余额宝和天弘基金销售的持续热销？

3. P2P 网贷运作企业

互联网上既然可以展开商品交易，理所当然地也就可以展开金融交易，由此，在借鉴海外运作模式的基础上，2007 年以来，P2P 方式的金融交易在中国境内应运而生。P2P 网贷，是指个人（或机构）通过互联网平台直接展开资金借贷的金融交易现象。其运作的大致程序是，资金借入者通过网商平台申请在互联网上发布资金需求信息（通常包括用途、数额、利率水平和期限等）→网商平台对资金借入者的资信进行审核后在互联网平台上发布这一资金

需求信息→资金借出者通过网商平台签署资金借贷合约并汇划资金到网商平台账户→网商再将资金汇划给资金借入者→到期时资金借入者将资金本息汇划给网商平台账户→网商平台再将资金本息汇划给资金借出者。不难看出，P2P 网贷实际上是线下日常生活中所发生的个人之间和个人与机构之间的资金借贷通过网商平台和公开信息机制得以实现的一种表现方式。

网商建立的 P2P 平台属于信息平台，要进行 P2P 网贷运作中有两个难点：其一，信用机制，即资金供给者如何能信任网商平台上资金需求方信息的真实性，从而，勇于通过网商平台向资金需求方提供资金？为了克服这一难点，网商一方面求助于担保公司等金融机构，在线下与这些金融机构签署相关协议；另一方面，要求资金需求方提供尽可能详尽的各种信息资料，加大了相关资信审核的成本。其二，资金价格。如果 P2P 网贷的资金价格与网下的存款利率、金融产品收益率等相仿的话，对资金供给者缺乏吸引力，那么，P2P 难以展开，网商也就难有如意的收入。鉴此，P2P 网贷的资金供给价格较高（P2P 网贷的资金供给利率大约在 6%-10%之间）。同时，在资金供给利率之上，网商和担保机构再加上它们的预期收入，由此，使得 P2P 网贷提供给资金需求者的利率达到 18%-25%左右（也还有更高的利率）。且不说，P2P 网贷的运作实际上与银行贷款并无太多的差别，仅从资金需求者承担的利率水平看，这种运作方式是否属于金融创新就值得探讨。

金融创新的方式多种多样，因此，可以从多角度分析。但不论何种金融创新，判别标准均应是提高了金融运作效率。金融运作效率的提高，不应以金融媒介机构的收入增加或收入水平提高为标准，而应以资金供给者的收入水平提高的同时资金需求者的资金成本降低为标准。从 P2P 网贷的运作看，它虽然提高了资金供给者的收入水平，但引致资金需求者的资金成本更加严重地提高，不过是商品经营中“高进高出”的一种表现方式，因此，并没有提高金融效率，也没有降低实体企业的融资成本。另一方面，高达 18%-25%的资金利率，有多少实体企业能够承担？在中国经济增幅下落的背景下，众多小微的利润水平都远低于 18%，由此，在正常经营运作条件下，实体企业是不会借入利率 18%以上资金的。只有那些经营运作陷入极度困难的实体企业为了“救命”才可能不惜血本地借入利率高达 18%-25%资金。这样一来，不仅 P2P 网贷的运作存在着极大风险，而且 P2P 网贷的可运作空间也受到了严重限制。

2013 年 9 月以后，招商银行、中国银行等通过“小企业 e 家”、“中银投融资服务平台”等平台，号称介入到了 P2P 网贷运作方式之中。这是一个很奇怪的现象。在 P2P 网贷运作中，商业银行处于何方？如果是处于资金供给方，放贷本身就是商业银行的一项主要业务（且有着一整套放贷机制和早已熟练的技术），那么，它们为什么需要通过 P2P 网贷方式放贷？如

果是资金需求方，吸收存款本就是商业银行的一项主要业务（也有着一整套吸收存款机制和早已熟练的技术），同时，商业银行也不缺通过 P2P 网贷所借入的小额资金，那么，它们为什么要利用 P2P 网贷方式吸收资金？答案也许只有一个，即争取客户。但即便如此，P2P 网贷运作方式的借用，对商业银行的总体业务运作业务多大实质性意义依然值得推敲。

网商通过互联网平台展开 P2P 网贷运作，在美英等发达国家中早已有之。由于网商建立的 P2P 平台只是一个信息平台，并无信用功能。试想一下，在中国，如果没有网商与金融机构在线下签署的担保协议支持，还会有如此众多的个人通过 P2P 网贷方式提供资金吗，由此，还会有 P2P 网贷的火爆状况吗？

综上所述不难看出，不论是支付宝还是余额宝或是 P2P 网贷，它们的运作主要建立在中国金融体制机制尚有缺陷的基础之上或建立在相关监管机制尚未有效协调的基础上。这意味着，在深化金融体制机制改革过程中，一旦这些缺陷得到改变或相关金融监管措施落实到位，则这些类型的互联网金融运作方式的进一步发展就将处于“堪忧”境地。因此，互联网金融的各种运作方式对中国金融体制机制有着挑战之义，但对中国金融体系却无颠覆之能。

四、发展辨析：是金融的主流方式还是拾遗补缺方式

第三方支付牌照、余额宝和 P2P 等运作方式有着快速增长的势头，将成为金融运作的主流方式，是一些人之所以强调互联网金融具有颠覆性功能的一个主要根据。在他们看来，势头（增长率）似乎意味着规模和主流。但事实恐怕并非如此。

首先，从第三方支付牌照来看，它建立在网上零售商品的销售额基础上，以网上支付为特征。从表 1 看，假定表中“网上支付跨行清算系统”业务量均为网上商品交易的金额（实际上，它包括了众多城乡居民利用互联网通过相关银行缴纳水、电、手机和燃气等费用的支付），那么，2013 年的业务量也仅为 6.45 万亿元⁹，占支付清算总额 2934.997 万亿元比重仅为 0.22%；如果按照中国互联网协会报告的 1.8 万亿元计算，则 2013 年通过互联网零售商品支付的资金数额占支付清算总额的比重就只有 0.061%；如果按照《中国支付清算行业运行报告(2014)》显示，2013 年第三方支付市场规模达到 16 万亿元计算，它占支付清算总额的比重也就 0.55%。由此不难看出，网络支付是金融发展的必然趋势，但互联网只是网络中的一种形式，并没有取代其他网络的必然趋势，也就不具有颠覆金融的发展趋势。这同时意味着第三方支付牌照的发放缺乏无限量扩展的趋势。另一方面，在拿到第三方支付牌照的网商中，因运作不规范和合谋套取信用额度等行为而遭受央行处罚的现象也屡屡发生。2014

⁹根据中国互联网协会报告显示，2013 年全年，中国境内网络零售交易额达到 1.8 万亿元，占社会消费品零售总额的 10%以上。远小于表 1 中的“网上支付跨行清算系统”业务量。

表 1 2013 年中国支付系统业务统计表(单位: 百万笔、千亿元、%)

系统类别	业务量		同比增长	
	笔数	金额	笔数	金额
中国人民银行大额支付系统	595	20607.60	26.33	16.30
中国人民银行小额支付系统	1040	203.20	37.78	9.52
网上支付跨行清算系统	476	64.50	79.02	81.30
同城票据交换系统	419	682.90	7.09	2.660
境内外币支付系统	1.39	31.14	25.57	-5.99

全国支票影像交换系统	11	4.02	-5.99	-2.16
银行业金融机构行内支付系统	10758	7452.30	20.13	19.32
银行卡跨行支付系统	9914	278.10	19.84	40.88
城市商业银行支付清算系统	0.84	2.81	85.16	21.82
农信银支付清算系统	120	23.40	38.10	16.33

注: 境内外币支付系统金额由美元折算得; 数据采用四舍五入原则录入。

数据来源: 中国人民银行支付结算司, 2013 年支付体系运行总体情况, 中国人民银行网站。

年 3 月, 中国人民银行《关于银行卡预授权风险事件的通报》中, 就未落实特约商户实名制、交易监测不到位和风险事件处置不力等问题, 对银联商务、广东嘉联等 10 家机构进行了通报批评, 其中 8 家机构在全国范围内停止线下收单接入新商户。2014 年 9 月, 中国人民银行又对汇付天下、富友、易宝和随行付 4 家第三方支付机构进行了处罚¹⁰。不论是受处罚的机构数还是处罚的频率都超过了正规金融机构。这也反映了第三方支付的经营运作难以代表金融发展的“主流方式”。

表 2 天弘基金份额变化情况(单位: 亿份、%)

日期	期间申购	期间赎回	期末总份额	总份额变动率
2013-9-30	1028.50	514.41	556.53	1211.30%
2013-12-31	3215.15	1918.27	1853.42	233.03%
2014-3-31	9297.83	5738.50	5412.75	192.04%
2014-6-30	7101.01	6772.16	5741.60	6.08%

资料来源: 天弘基金网站。

其次, 从余额宝来看, 在经历了几个月的火爆以后, 不论是增长率还是年化利率都已明显下降。从表 2 中可见, 天弘基金的份额增长率在 2013 年底达到 233.03%以后, 就急速下落了, 到 2014 年的第二季度仅为 6.08%了; 与此同时, 天弘基金的收益率也快速降低, 从

¹⁰ 引自《传央行再开罚单 4 家第三方支付遭罚》,《第一财经日报》2014 年 9 月 12 日 A10 版。

2014 年 1 月 8 日的最高点 6.761%下落到 2014 年 10 月 7 日的 4.089%（参见图 1），明显低于同期推出的各款银行理财产品的年化收益率。这意味着，以余额宝为代表的网上基金销售与银行理财产品销售之间的竞争已无多少优势可言，也就很难谈得上，它是否代表证券投资基金销售发展的主流趋势和金融业发展的主流趋势（更不用说，具有颠覆“金融”的功能了）。

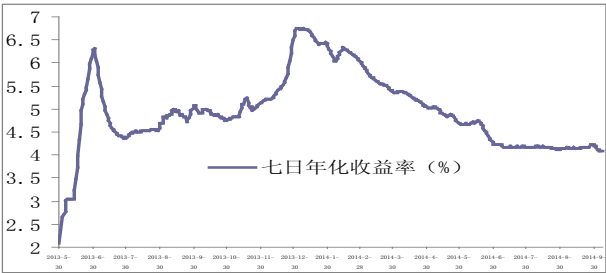


图 1 天弘基金收益率走势

资料来源：天弘基金网站

最后，从 P2P 网贷来看，一些人屡屡以英国的 Zopa 和美国的 Proper 为例来强调 P2P 网贷的长远发展和主流趋势。但这些例举有着过分夸大之嫌。

英国的 Zopa 于 2005 年 3 月投入营运，截止 2013 年底累计成交 4.7 亿英镑，其中，2013 年成交 1.9 亿英镑；与 2012 年相比，2013 年的成交额增长了 131.5%¹¹。此外，英国还有 Funding Circle、RateSetter、MarketInvoice 和 Lending Works 等从事 P2P 业务的平台机构。这些机构通过 P2P 运作在 1 年内累计成交额不过百亿英镑、余额不过十几亿英镑，与英国金融体系中每年累计交易额数千万亿英镑、余额数十万亿英镑相比，在规模上几乎可以忽略不计。

美国的 P2P 平台主要由 Lending Club 和 Prosper 两家构成。其中，Prosper 于 2006 年 2 月上线投入营运，Lending Club 于 2007 年投入营运。2013 年，它们合计的交易额大约为 24 亿美元，与 2012 年的 8.7 亿美元相比，增长了 176%。就增长率而言，这两家机构的扩展引人注目，但就成交额而言，相对于美国每年金融成交额高达数千万亿美元，24 亿美元实在太不起眼，缺乏纳入金融主流视野的理由。

在中国，2013 年底，营运 P2P 网贷平台的机构已达 800 多家，贷款余额大约为 268 亿元，与 2012 年的测算值相比，增长了 3.78 倍；到 2014 年 9 月底，网贷余额为 646.03 亿元¹²。中国金融每年的成交额高达数千万亿元，贷款数额高达数十万亿元、贷款余额已达 78.72 万亿元（2014 年 8 月），与此相比，P2P 网贷的几百亿元余额实属小数，无论从哪个角度看都

¹¹ 数据来源：王家卓、徐红伟主编《2013 中国网络借贷行业蓝皮书》，第 5 页，知识产权出版社 2014 年版。
¹² 数据来源：《P2P 网贷市场将进入洗牌期》，《中国证券报》2014 年 10 月 10 日 A06 版。

很难用“金融主流方式”予以界定。另一方面，中国的P2P乱象丛生，2013年累计有74家P2P机构出现提现困难、倒闭或跑路等现象，占P2P机构数的比重约10%¹³；据网贷之家统计，2014年前7个月，又有超过60家的P2P平台出现提现困难、跑路和关闭现象，投资者的损失惨重¹⁴。与金融的其他运作方式相比，这些数字表明，P2P网贷已是中国金融风险产生的重灾区，它不可能成为金融运作的“主流方式”。

由上不难看出，第三方支付、余额宝和P2P网贷等互联网金融的运作方式，虽然在一定时间内有着高幅增长，但在金融体系中，它们运作的金融资产规模不大，因此，不可能成为金融运作的主流方式。当然，这一判断并不否定，这些互联网金融的运作方式，在起到拾零补遗的作用方面，有着积极效应。

五、若干简要结论

2014年3月，李克强总理在《政府工作报告》中指出：要“促进互联网金融健康发展，完善金融监管协调机制”。互联网金融对弥补正规金融的不足、通过拾零补遗满足更广大的城乡居民和小微企业的金融需求等，有着积极的作用。但互联网金融的发展关键在于“健康”。从金融运作角度看，“健康发展”有着三层含义：其一，在为广大城乡居民和小微企业服务过程中，既提高资金供给者收入水平又降低实体企业的融资成本，从而，提高金融运作效率。其二，在提高金融服务的便捷快速程度的同时，严格遵守相关制度规定，强化和完善金融监管机制，有效防范和化解金融风险，降低不良资产数额和比率，以充分保障交易各方的权益，增强可持续发展的能力。其三，切实落实市场机制的决定性作用，正确认识互联网金融运作的长处和短处，根据各方面条件，选择适当的方式展开运作，避免地方政府部门运用行政机制强力推动互联网金融运作的发展，以贯彻优胜劣汰的原则。

进入21世纪之初，中国境内曾掀起过一阵“网络经济”的热潮。在所谓的高科技背景下，一些人花费1万元左右资金注册1家网络公司，租用1条通讯线路、1个服务器和买上1个盗版光盘，就可以开展所谓网络服务了。上市公司一旦触网，股价就直线上行。结果是，好景不长，网络经济泡沫破灭，相当多冲此浪潮的弄潮儿血本无归。这一历史教训，也许值得已成为（或拟成为）互联网金融热潮中弄潮儿们深思。

中国金融体系发展有赖于体制机制改革的深化，应改变以单一的银行信用为基础的金融体系，建立商业信用、银行信用和市场信用等多种信用机制相互协调、相得益彰的现代金融体系。这一改革的基本取向是，使金融回归实体经济，建立直接金融为主的金融市场格局，

¹³数据来源：王家卓、徐红伟主编《2013中国网络借贷行业蓝皮书》，第74页，知识产权出版社2014年版。

¹⁴数据来源：《P2P“坏消息”频出 民间机构评级净化秩序》，《第一财经日报》2014年9月9日B01版。

充分发挥金融市场在配置金融资源方面的决定性作用。这一改革可选择突破口是,使债券(尤其是公司债券)回归直接金融。

在债券回归直接金融的过程中,利用互联网展开债券的发行销售、信息公开披露和债券交易,既有利于推进金融回归实体经济,也有利于降低债券发行成本和交易成本,还有利于推进相关金融创新的展开,因此,是互联网金融发展的方向性选择。

主要参考文献

1. 王家卓、徐红伟主编《2013 中国网络借贷行业蓝皮书》,知识产权出版社 2014 年版。
2. 罗明雄、唐颖和刘勇著《互联网金融》,中国财政经济出版社 2013 年版。
3. 谢平、邹传伟《互联网金融模式研究》,《金融研究》2012 年第 12 期。
4. 万建华《金融 e 时代——数字化时代的金融变局》,中信出版社 2013 年版。
5. 王国刚《从互联网金融看我国金融体系改革新趋势》,《红旗文稿》2014 年第 8 期。
6. 温信祥、叶晓璐《法国互联网金融及启示》,《中国金融》2014 年第 4 期。
7. 许荣等《互联网金融的潜在风险研究》,《金融监管研究》2014 年第 3 期。