

中国互联网金融：模式、影响、本质与风险^{*}

郑联盛

目前国内存在传统金融业务互联网化、互联网支付清算、互联网信用业务以及网络货币等四大业务模式。互联网金融目前在各自业务领域的影响整体较小，对银行部门影响短期有限但长期可能较为深远，对金融体系整体的影响是综合性的但目前极为有限。互联网金融没有改变金融的本质，是传统金融通过互联网技术在理念、思维、流程及业务等方面的延伸、升级与创新。互联网金融风险具有两面性，目前不会引发系统性风险，主要风险环节在于强化了风险的内在关联性。互联网金融监管应兼具包容性和有效性，建立较为完善的互联网金融监管和发展框架。

关键词：互联网金融 传统金融 金融监管 金融风险

互联网金融是借助于互联网技术、移动通信技术实现资金融通、支付和信息中介等业务的新兴金融模式。互联网金融作为一种新兴的金融业务模式，其存在的意义、对传统金融行业的冲击以及对金融稳定甚至对货币政策等的影响存在重大的不确定性，学界对此亦众说纷纭。有观点认为，互联网金融将带来“颠覆性”的冲击^[1]，将彻底改变商业银行的经营模式^[2]；而有研究指出，目前中国所谓互联网金融业务更多是一种辅助性、补充性的金融业务，而涉及的实质性和主体性业务较少。^[3]互联网金融本质还是金融契约，不是新金融，而只是金融销售渠

郑联盛系中国社会科学院金融研究所副研究员。

^{*} 本文是国家社科基金重点项目：“我国金融体系的系统性风险与金融监管改革研究”（批准号：13AJY018）的阶段性研究成果。作者感谢匿名评审人的建设性评审意见。文责自负。

[1] 谢平、邹传伟：“互联网金融模式研究”，《金融研究》，2012年第12期，第11-22页。

[2] 牛锡明：“互联网金融带给未来银行业的机遇”，2013年2月24日在亚布力论坛上的演讲。

[3] 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，第9-13页。

道、金融获取渠道上的创新。^[1]

互联网金融正以其独特的经营模式和价值创造方式，影响着传统金融业务，逐步成为整个金融生态体系中不可忽视的新型业态。笔者认为，目前互联网金融存在三个重大的争论点：一是互联网金融对传统金融体系的影响问题，互联网金融是否具有“颠覆性”；二是互联网金融的风险问题，即互联网金融是否会引发系统性风险；三是互联网金融的监管问题，涉及是否需要监管、如何监管以及监管主体等问题。认识互联网金融的本质属性和相关影响、认清互联网金融的风险属性以及建立健全互联网金融监管框架是互联网金融发展的三大议题。

中国互联网金融的业务模式与运行机制

中国互联网金融发展历程要远短于美欧等发达经济体。截至目前，中国互联网金融大致可以分为三个发展阶段：第一个阶段是1990年代—2005年左右的传统金融行业互联网化阶段；第二个阶段是2005—2011年前后的第三方支付蓬勃发展阶段；而第三个阶段是2011年以来至今的互联网实质性金融业务发展阶段。在互联网金融发展的过程中，国内互联网金融呈现出多种多样的业务模式和运行机制。

在学术界，对国内互联网金融业务的分类并没有取得共识，谢平等认为互联网金融模式有三个核心部分：支付方式、信息处理和资源配置，^[2]在此基础上可以分为八种创新模式：传统金融互联网化、移动支付和第三方支付、互联网货币、基于大数据的征信和网络贷款、基于大数据的保险、对等联网（P2P）、众筹、大数据在证券投资中的应用等。^[3]有研究从业务角度出发认为，国内互联网金融大致分为五类：支付结算、网络融资、虚拟货币、渠道业务以及信息服务等。^[4]另有研究认为可分为六类：第三方支付、P2P、众筹、大数据金融、互联网金融门户以及金融机构信息化等。^[5]中国互联网金融快速发展的时间较短，国内对互联网业务模式分类并没有取得共识，结合美欧和国内互联网金融业务的发展经验，笔者认为互联网金融大致可以分为四个大类。

[1] 陈志武：“互联网金融到底有多新”，《新金融》，2014年第4期，第9~13页。

[2] 谢平、邹传伟：“互联网金融模式研究”，《金融研究》，2012年第12期，第11~22页。

[3] 谢平：“互联网金融的现实与未来”，《新金融》，2014年第4期，第4~8页。

[4] 艾瑞咨询集团：“互联网创新金融模式研究”，2013年7月。

[5] 罗明雄：“互联网金融六大模式解析”，《高科技与产业化》，2014年第3期，第56~59页。

（一）传统金融业务互联网化

传统金融业务互联网化也被称为金融互联网。这主要包括传统意义上的商业银行、证券、保险、个人财富管理、资产管理等金融机构通过互联网实现新的业务形态。传统金融业务互联网化主要包括三个方面：一是互联网技术与传统金融业务的融合，是对原有金融业务的信息化升级，比如网络银行、ATM业务、金融IC卡等；二是传统金融业务借助互联网技术实现金融业务的创新化发展，比如互联网货币基金（余额宝）等；三是为传统金融服务和新兴互联网金融业务提供服务的机构或平台，比如基金网、供应链金融等。

传统金融业务互联网化之所以深入发展主要是适应金融服务的便利性、高效性和安全性等需求。在这一业务模式中，传统金融业务依靠互联网技术对业务流程进行升级甚至重构、对服务模式进行完善优化、对风险模块强化专业管理，从而使得金融服务覆盖面更广、便利性更高、效率和安全得到更好的保障。在这一机制运行过程中，金融机构实现了信息化、集约化和流程化管理，互联网成为金融业务完善的基础设施。

（二）第三方支付及其运行机制

基于互联网的支付清算体系，是以第三方支付、移动支付为基础的新型支付体系在移动终端智能化的支持下迅猛发展起来的。特别是非金融企业利用互联网积极推进业务支付的网络化，第三方支付和移动支付等极大地促进了支付体系与互联网的融合，并已成为金融体系基础设施的重要组成部分。比如支付宝、快钱等第三方支付机构都是典型的代表。

在第三方支付体系中，包括网关支付、账户支付、电话支付、移动支付等模式，核心的业务模式主要是：网关支付模式（独立第三方支付模式）和账户支付模式（综合第三方支付模式）。^[1]前者的运行机制较为简单：第三方在线支付平台前端连接客户，后端连接银行或客户，在集合多个银行提供的基础支付统一平台和接口上，为客户和商户提供统一线上支付接口，通过第三方支付账户实现前端客户向后端客户的银行账户或同类第三方支付账户的支付，实际上是替代了银行的支付功能，国内快钱、汇付天下、易宝等是该模式的代表。而综合第三方支付模式则依靠自身的电子商务平台，这种模式除完成第三方支付功能之外，还提供担保功能，更为重要的是，在将银行体系部分资金“抽取”出来置于第三方支付的备付金账户之后还可以多样化使用备付金账户中的资金，比如购买货币基金，

[1] 易观国际：“中国第三方在线支付市场年度综合报告2011”，2012年3月。

支付宝和财付通是典型代表。

（三）互联网信用业务及其运行机制

互联网信用业务，主要包括网络贷款、众筹等新兴互联网信用业务，大致分为网络债券融资和网络股权融资两个领域。网络债权融资典型代表是P2P（人人贷）和大数据金融（比如阿里小贷）。通过P2P网络贷款平台，资金供给方和资金需求方基于网络信任机制直接完成信用交易。^[1]而以阿里小贷、百度小贷等为代表的运作机制则是利用自身网络和数据优势，直接介入信贷市场。网络股权融资的典型代表是众筹平台，通过众筹平台中小企业或个人某项业务或活动将可能获得“众人”资金筹集支持。

互联网信用业务使得资金需求和供给双方基于网络信任机制在互联网上就完成资金融通，是金融脱媒的重要推手。^[2]以P2P为例，国外P2P的运作坚持信息中介原则和线上业务原则，P2P平台作为信息中介向借贷双方提供交易完成的服务，收取一定的服务费，而不以自有资金介入到借贷关系之中，同时，所有的信息披露、销售交易和风险管控等全部在线上实现，从而实现了脱媒。^[3]众筹、网络小额贷款等也是典型的脱媒业务。以阿里小贷为例，实际上是将前端（淘宝、天猫、阿里巴巴等）供应商及其客户的商品流、资金流转化为中端（支付宝与阿里云）的信息流，再通过终端（阿里金融）将信息流转化为资金流，并进入前端的供应商，从而实现了商品流、信息流和资金流的融合与循环，并完成贷款业务。整个业务过程与商业银行并无实质关系，即所谓脱媒。

但是，不同商业模式中互联网信用业务与传统金融机构的关系存在重大差异。英国的Zopa平台其实是典型的纯平台模式，借贷业务完成之后向贷款人收取一定费用用于建立安全基金以保障资金出借人的本息安全；而美国的Lending Club和Prosper则依靠商业银行来完成借贷业务，是“P2P+银行”的模式：出借人通过P2P平台选择贷款人，并向平台购买相应的收益权凭证；同时，依靠WebBank向贷款人发放贷款，WebBank将贷款卖给P2P平台收回本金，而平台通过之前的收益权凭证将本息及相关风险转移至出借人。^[4]国内P2P业务由于纯平

[1] 王曙光、孔新雅、徐余江：“互联网金融的网络信任：形成机制、评估与改进”，《金融监管评论》，2014年第5期，第67~76页。

[2] 龚明华：“互联网金融：特点、影响与风险防范”，《新金融》，2014年第2期，第56~59页。

[3] 叶湘榕：“P2P借贷的模式风险与监管研究”，《金融监管研究》，2014年第3期，第71~83页。

[4] 陈敏轩、李钧：“美国P2P行业的发展和新监管挑战”，《金融发展评论》，2013年第2期，第1~34页。

台模式已经成为少数派，更多的业务模式实际上与传统金融机构的关联性更为紧密，比如陆金所实际是一个信贷资产证券化平台，平安担保公司履行担保责任；而国内占主流的保证金模式亦需要由传统的担保机构来实现担保业务。

脱媒程度较高的阿里小贷，在整个业务发展中实际上也是与传统金融业务相互联系在一起的。前期阿里小贷曾经探索与商业银行合作的放贷模式，由于申贷通过率太低而失败。后来通过阿里金融下属的三家小贷公司作为贷款资金来源，而小贷公司则以资本金150%为最高限向银行借贷，这是阿里小贷前几年业务模式的基础支撑，形成“商户—电商平台—阿里小贷—小贷公司—银行”的运作机制，实际上也和商业银行连接起来。2013年由于资金来源受到限制（阿里三家小贷公司自有资金仅18亿元，最高贷款额度为27亿元），阿里通过资产转让的方式获得更多资金，主要是与证券公司合作并在深交所挂牌交易，形成了“商户—电商平台—阿里小贷—资产转让”的运作机制，主要是和证券公司及交易所关联，2013年此渠道募集90多亿元。^[1]

（四）互联网虚拟货币

最后是互联网虚拟货币。美国eBay、Facebook、Google等都在提供虚拟货币，而且网络虚拟货币存在与真实货币的转换可能性，^[2]美国Target等连锁超市销售Facebook虚拟货币卡。此外，一种新型电子货币——比特币（Bitcoin）脱离了中央银行，甚至都不需要银行系统参与，成为互联网虚拟货币的典型。但是，由于国内对虚拟货币控制严格，此类业务在国内发展极其有限。

（五）互联网金融异化业务

值得特别注意的是，除了上述四种典型互联网金融业务模式之外，国内部分互联网金融业务（特别是互联网信用业务）借助互联网而将常规金融业务“异化”，从而出现一类异化型互联网金融业务。在异化型互联网金融业务中，互联网金融的本质已经改变，成为传统信用业务的“外衣”。

以P2P为例，传统的P2P平台实际上是一个信息平台，美国两大P2P平台Lending Club和Prosper主要是作为信息中介存在，^[3]但是，国内P2P很大一部分异

[1] 娄建勋：“阿里小贷即将签约银行直投项目”，《中国经营报》，2014年3月1日。

[2] 杨晓晨、张明：“比特币：运行原理、典型特征与前景展望”，中国社会科学院世界经济与政治研究所RCIF工作论文，No.2014W06，2014年2月17日。

[3] 王朋月、李钧：“美国P2P借贷平台发展：历史、现状与展望”，《金融监管研究》，2013年第7期，第26-39页。

化为其他模式，甚至是非法集资。^[1]目前，国内 P2P 主要有纯平台模式、保证金模式、债权转让模式以及信贷资产证券化模式，^[2]原本应该占主导地位的纯线上模式却成为少数派，而其他模式实际上已经将信息中介异化为“信用中介”，即以互联网作为依托异化开展传统信用业务。众筹融资亦有大量异化的案例，原本应该以股权众筹为主的模式，已经逐步演化为项目众筹和债权众筹为主，甚至异化为非法吸收公众存款而以极高利率发放贷款的“互联网高利贷”。

互联网金融对中国金融体系的影响

互联网金融作为中国新型金融模式的典型代表，在过去短短几年蓬勃发展起来，并对相应的金融业务、金融子行业、市场以及整个金融体系都带来了不同程度的影响。但是，通过对相关互联网金融业务的研究，互联网金融目前对传统金融领域的“颠覆性”冲击以及对金融体系的实质性影响整体是有限的。

（一）互联网金融各业务模式在相关领域的影响

互联网金融各业务模式在相关领域的影响较为有限，互联网货币基金因跨界问题引发的影响较为明显。

1. 传统金融业务互联网化的升级作用

在传统金融业务互联网化方面，互联网技术更多是支持、升级、融合、弥补作用，而非替代作用。互联网技术与传统金融业务的融合以及传统金融业务的信息化服务基本是夯实传统金融发展的基础，有利于传统金融的可持续发展和竞争力的保持，互联网金融仍然是传统金融的一种完善和补充。而传统金融业务借助互联网技术实现金融业务的创新化发展本质上也是促进传统金融发展的重要方式，只是部分创新业务对传统金融具有替代性或带来跨界冲击，对传统金融具有一定的冲击，比如余额宝。

以余额宝为代表的互联网货币基金影响极其深远，主要在于该业务极大地促进了货币基金的发展，同时跨界影响了银行部门的活期存款和协议存款。此前国内货币基金发展缓慢，截至 2013 年年中货币基金资产总规模仅为 3040 亿元，^[3]但是，自 2013 年 6 月余额宝推出以来，仅其一家规模就超过 5000 亿元，2014 年 1 季

[1] 彭冰：“P2P 网贷与非法集资”，《金融监管研究》，2014 年第 6 期，第 13~25 页。

[2] 叶湘榕：“P2P 借贷的模式风险与监管研究”，《金融监管研究》，2014 年第 3 期，第 71~83 页。

[3] 惠誉：“2013 年 2 季度中国货币市场基金现大规模流出”，2013 年 7 月 25 日。

度末，货币市场基金规模超过了1万亿元。不到一年货币基金增长规模是过去数年发展规模的两倍多。同时，互联网货币基金的影响不仅局限于货币市场，更多在于影响活期存款和协议存款，实现了跨界冲击，特别是对银行业的冲击较为明显。

2. 第三方支付体系并未脱离传统支付清算体系

在支付清算领域，第三方支付和移动支付占支付体系约1.7%，对传统支付体系的影响整体并不是冲击性而是补充性的。第三方支付对银行支付体系是具有替代性的，但是对金融体系基础设施完善整体却是一种有益补充。2013年，支付系统共处理支付业务为235.8亿笔，金额为2939.57万亿元，包括网上支付、电话支付以及移动支付在内的电子支付业务全年规模为1075.16万亿元。^[1]2013年互联网支付的规模约为5.4万亿元^[2]，则其占整个支付体系的比重约1.8%，占电子支付的比重约5%。

值得注意的是，第三方支付只是代替客户与以商业银行为核心的支付清算体系建立关联性。第三方支付机构代替客户成为商业银行支付清算的对手方，并通过在不同银行开设中间账户来实现资金轧差，是在传统的“客户—银行—央行”三层支付清算体系中嵌入新一层级，实现“客户—第三方支付—商业银行—央行”四层支付清算体系，第三方支付体系并没有本质脱离传统支付体系并要最终依靠传统支付清算体系。^[3]由于第三方支付机构集约化处置资金流和支付清算业务使得支付清算体系的效率和便利性有所提高，起初对银行是一个较好的共赢合作机制，对支付体系亦是一种完善机制。^[4]

但是，随着第三方支付快速发展起来，由于第三方支付机构部分替代了银行的支付业务及相关业务（比如支付账户沉淀资金使用），其备付金账户资金大多来自银行体系的存款，而且第三方支付机构对银行的相关中间业务也不断侵蚀，从而对银行体系反而呈现竞争多于合作的格局。

3. 互联网信用业务影响多元但整体有限

互联网信用业务对现有信用业务的影响是多元的，但整体仍然有限。人人贷整体规模不大，互联网小贷规模提升较快，但整体对融资体系的影响较小；而

[1] 中国人民银行：“2013年全国社会融资规模统计数据报告”，2014年1月15日。

[2] 赛迪顾问：“中国第三方支付行业研究报告（2012）”，2013年1月31日。

[3] 谢平、刘海二：“互联网金融的核心：移动支付与第三方支付”，《博鳌观察》，2014年4月。

[4] 吴晓光、陈捷：“第三方支付机构的市场细分浅析”，《武汉金融》，2011年第2期，第26~28页。

“网络投行”众筹整体处在初步发展阶段，更多是概念性的。

P2P虽然发展迅猛，但是在社会融资体系中的作用十分有限。截至2013年底，全国范围内活跃的P2P网络借贷平台已超过350家，贷款规模略超600亿元。^[1]但是，2013年全国全年社会融资规模为17.29万亿元，人民币贷款增加8.89万亿元^[2]，网络贷款占整个社会融资的比重不足0.35%，占人民币贷款的比重约为0.675%。网络贷款虽有蓬勃发展之势，但在整个社会融资和贷款体系中的比重更为轻微。由于人人贷的利率水平非常之高，截至2013年底，加权平均利率约22%，收益率过高使得资金所有人高度警惕风险，限制了人人贷的发展步伐。

网络小贷是对传统信贷体系的有益补充。以阿里小贷为代表的网络小额贷款在最近几年快速发展起来，特别是2013年阿里小贷通过资产转让方式获得了更大的资金来源，截至2013年末，阿里小贷累计发放贷款1500亿元，其中2013年累计发放贷款超1000亿元，累计客户数超过65万家，贷款余额超过125亿元。^[3]网络小额贷款最为突出的特征是无担保、无抵押、流转快、数额小，阿里小贷以不到130亿元资金、以每笔贷款平均约4万元在2013年全年实现累计超过1000亿元的网络小额贷款，较大地支持了其电商平台上的商户。从本质上，网络贷款对现有融资体系亦是一种补充和完善，原本实体小贷公司、资产转让的资金来源亦可以用于信用业务，但是，效率、分布、便利、功效等远不及网络小额贷款。部分网络贷款可能取代了商业银行体系的传统借贷，但由于此前阿里小贷初期与商业银行合作模式证明网络小贷在银行的通过率只有2%~3%甚至更低^[4]，因此对于信贷体系而言，网络小贷更多是弥补商业银行体系信贷的不足。

在众筹方面，其规模极其有限，基本是一个理念“炒作”。众筹发展速度迅猛，但整体的规模仍然有限，2012年全球众筹融资增长81%，规模为26.6亿美元，亚洲大致占比仅为1.2%。2013年预计全球众筹筹资50亿美元。^[5]不管是从全球还是从中国来看，众筹融资更多是一种理念创新，业务整体规模有限。目前国内众筹平台上项目融资基本是数万元至十几万元，仅有少数案例融资超过百万元。特别在中国由于证券法规定，股权众筹一旦超过200人则可能成为非法集

[1] 李静瑕：“刘士余：互联网金融不搞一刀切”，《第一财经日报》，2014年2月21日。

[2] 中国人民银行：“2013年支付体系运行总体情况”，2014年2月17日。

[3] 投中研究院：“2014年互联网金融模式现状专题研究”，2014年5月。

[4] 娄建勋：“阿里小贷即将签约银行直投项目”，《中国经营报》，2014年3月1日。

[5] 中国人民银行西安分行课题组：“众筹融资的发展与规范问题研究”，《金融时报》，2013年12月16日。

资。截至2014年4月底，中国众筹平台已超30家，中国互联网金融领域共发生90起投资事件，涉及企业78家，其中约有40家企业为天使投资或首轮融资。^[1]

4. 互联网虚拟货币基本没有影响

虚拟货币目前对中国金融体系基本没有影响。从逻辑上，互联网金融既然能影响到传统金融体系，那么就一定会影响到通过传统金融体系发挥作用的货币政策。互联网金融从供需两端对货币政策的影响都较大，加之货币的虚拟增创，均导致央行在制定货币政策的时候，可能要更多考虑控制基础货币增长的影响，^[2]货币供给和需求两端都应该考虑在内。^[3]互联网金融对货币政策的影响也受到货币管理当局的密切关注，货币当局认为过去的政策、监管、调控等各个方面不能完全适应互联网金融的发展，需要有进一步完善。^[4]但是，由于目前国内货币金融监管当局严控互联网虚拟货币的发展和使用，国内互联网虚拟货币的影响极其有限。

(二) 互联网金融对银行部门的影响

互联网金融对银行部门直接冲击较为有限，但长期的潜在影响将可能较为深刻。互联网金融作为金融脱媒的典型代表，将使得支付清算、资金流动、金融产品和服务市场格局发生一定程度的变化，最为直接的影响对象将是传统金融部门，特别是银行部门。短期内，由于中国仍然是银行主导的金融体系，互联网金融的直接冲击整体较小，但长期而言，互联网金融可能全面深刻地影响银行部门。

首先，第三方支付不仅影响银行的服务渠道，最终还可能与银行在信用创造和融资服务上直接竞争。第三方支付蓬勃发展使得存、贷、汇等服务的渠道多元化，是支付结算体系的一个竞争者，同时第三方支付将逐步向主体性和实质性金融服务渗透，将在信用创造和融资服务等领域与银行等展开正面竞争。^[5]

其次，银行业面临着金融体系“资本性”脱媒和互联网“技术性”脱媒的双重冲击。伴随着中国利率市场化进程的不断推进和互联网金融的发展，中国银行

[1] 陈有天：“众筹将成为互联网金融主角”，《信息时报》，2014年5月19日。

[2] 马蔚华：“互联网金融监管需考虑基础货币影响”，在博鳌论坛上的讲话，2014年4月10日。

[3] 屈庆、陈黎、余文龙：“互联网金融发展对金融市场及债券市场影响分析”，《债券》，2013年10月，第29~35页。

[4] 周小川：“互联网金融应正确理解货币政策”，2014年4月8日赴中国人民银行嘉兴市中心支行调研时的讲话。

[5] 梁璋、沈凡：“国有商业银行如何应对互联网金融模式带来的挑战”，《新金融》，2013年第7期，第35~39页。

业面临着金融体系诸如影子银行业务的“资本性”脱媒和互联网金融业务“技术性”脱媒的双重冲击，而且互联网的发展和普及放大了金融脱媒的冲击。^[1]

再次，银行目前遭受互联网金融业务发展最为直接的压力是存款吸收能力下降及存款成本上升。互联网金融产品高息吸收的资金最终也是要投放到货币市场的，即两个去向：委托银行做资产管理或拆借给商业银行，带来的结果就是减少了银行获取低成本资金的来源，倒逼银行高息揽储，提高了融资成本。^[2]

最后，互联网金融可能深刻改变银行的服务思维及经营模式。从银行客户的交易端、电子商务端衍生的互联网金融，迫使银行在理念上必须重新审视被割裂的资金流、物流和信息流，并进行整个商务链条的整合^[3]，银行部门将不得不重塑其服务体系和经营模式^[4]。

（三）互联网金融对整个金融体系的影响

互联网金融作为新兴的一种金融业务模式，甚至被称为第三种金融业态，其演进和发展必将导致整个金融体系主体、结构、市场、产品和风险分布等发生变化。互联网金融对金融创新、金融要素价格市场化、金融服务思维与模式，以至于货币政策等都可能有一定程度上的影响。但是，这些多元化和综合性的影响仍然是十分有限且初步的。

一是互联网金融一定程度上将加速金融体系的创新步伐。互联网金融产品可得性强、公平性高、便利性好，是非常好的创新性金融服务。比如余额宝推出之后，绝大部分国有商业银行、股份制银行都推出了相似的竞争性产品，这对于加速金融创新的步伐，对于满足居民和企业多元化的金融需求，对于在供给层面扩大金融服务的可得性、便利性和低价化都是具有创新推动意义的。

二是互联网金融有利于传统金融行业的加速转型。互联网金融作为“野蛮人”，将迫使传统金融机构加快创新步伐。互联网金融并不是零和博弈，互联网每进入一个行业就会带来这个行业的深刻改变和转型，提高该行业的运营效率，

[1] 郑联盛、刘亮、徐建军：“互联网金融的现状、模式与风险：基于美国经验的分析”，《金融市场研究》，2014年第2期，第41~49页。

[2] 张建国：“互联网金融提高了社会融资成本”，2014年4月2日在中国建设银行业绩说明会上的讲话。

[3] 姜建清：“互联网金融时代，传统银行不变革就被淘汰”，2013年8月24日亚布力中国企业家论坛夏季高峰论坛上的讲话。

[4] 牛锡明：“互联网金融带给未来银行业的机遇”，2013年2月24日在亚布力论坛上的演讲。

加剧竞争。^[1]以银行为例，互联网金融改变了银行独占资金支付和传统信贷单一的信贷供给格局，互联网技术改变并动摇了银行的传统客户基础，银行必须加速转型才能应对。否则，银行将被互联网改变。^[2]

三是互联网金融将加速利率市场化步伐，有效推进金融要素价格市场化。在互联网货币基金和网络贷款上，互联网金融对利率市场化的推动作用实质性的。以余额宝为例，它深刻改变了中国银行主导的资金供求模式和定价机制，削弱了银行长期享受低资金成本的制度性优势，打破了银行长期享受较高利差收益的格局，确立了资金供给者提供资金定价的新机制，而这种改变最后的结果就是资金价格的定价更加市场化。互联网金融对利率市场化的影响还在于倒逼政策尽快放开银行存款利率，以使银行通过市场化和互联网金融竞争。^[3]余额宝相当于加速了存款端的利率市场化水平，而存款利率市场化是利率市场化改革最核心且最难的环节之一。

四是互联网金融将加速金融行业内外融合，金融体系横向综合化和纵向专业化的趋势将更加明显。在横向上，互联网金融使得金融行业内部以及金融行业与其他行业之间的界限日益模糊，金融行业内部混业经营或综合化经营的趋势将更加明显，金融体系的参与主体将更加多元化，金融服务业的生产边界进一步扩大。在纵向上，相似的金融服务和业务单元的专业化将更为重要，比如支付、清算、托管、信息处理、定价等。金融体系将演变为横向综合化、全能化、一站式，而纵向专业化、定制化、一体化的“矩阵结构”。^[4]

五是互联网金融可能对货币政策框架造成一定的潜在影响。互联网金融从供需两端在较大程度上影响到货币政策，央行在制定和执行货币政策时，可能要更多考虑控制货币增长的影响。^[5]在供给方面，互联网金融可能提高货币供给；在需求方面，互联网金融发展可能导致货币需求整体下降。虽然目前由于受到严格控制，虚拟货币对中国金融体系和货币政策基本没有冲击性，但其仍是货币政策框架实质的潜在冲击因素。

[1] 李彦宏：“互联网金融肯定不是零和游戏”，经济之声2014两会高端访谈，2014年3月10日。

[2] 马云：“如果银行不改变，我们就改变银行”，2008年12月8日在中国企业领袖年会上的讲话。

[3] 单建保：“对互联网金融应该合作共融”，在网易经济学家年会上的讲话，2013年12月16日。

[4] 陶娅娜：“互联网金融发展研究”，《金融发展评论》，2013年第11期，第58~73页。

[5] 郑联盛、刘亮、徐建军：“互联网金融的现状、模式与风险：基于美国经验的分析”，《金融市场研究》，2014年第2期，第41~49页。

中国互联网金融的本质属性

基于对中国互联网金融业务模式、运行机制及其影响的分析，可以发现，从目前发展状况来看，互联网金融在本质上并没有摆脱金融的特征，而是传统金融通过互联网技术在理念、思维、流程及业务等方面的延伸、升级与创新。互联网金融的发展趋势不是对传统金融的实质颠覆，没有脱离金融的本质，更多是理念和思维的创新，更多依靠互联网技术来完善金融服务及其渠道，是金融服务提供的多元化。

之所以出现互联网金融具有“颠覆性”本质的判断，是因为对国内互联网金融发展存在特定的制度、体制和市场基础等的分析相对不足。以余额宝为例，第一，余额宝高收益和高增长具有特定的制度基础，特别是中国利率没有市场化以及存贷比要求等；第二，余额宝爆发式的增长具有特定的市场结构基础，余额宝使得普通大众成为资金市场中的真正供给者，获得了资金所有人应有的收益回报；第三，余额宝的发展具有特定的金融产品竞争基础，中国金融市场一直缺乏具有稳健性的固定收益类产品，余额宝为普通投资者提供了流动性和收益性都具有优势的货币基金。

互联网金融的发展在一定程度上克服了中国金融深化不足和存在金融抑制的制度弊端，未来持续发展的趋势是确定的，但也需要基于互联网金融的本质，客观、冷静认清互联网的未来发展趋势。一是互联网金融未来发展空间大小取决于金融体系市场化改革的速度和深度。互联网金融爆发式增长具有特定制度性基础，随着市场化改革深入，制度基础将逐步削弱。二是金融脱媒的程度不仅受制于风险收益关系调整，更受制于实体经济需求，互联网金融未来发展必须向实体经济回归。三是互联网金融监管将日益强化，互联网金融发展将有序化、平稳化。四是互联网金融与传统金融一定程度上是竞争关系，传统金融的应对将冲击互联网金融发展的体制、市场以及客户等基础。五是互联网金融内部将有一个优胜劣汰、自我竞争的过程。

从国际经验看，互联网金融没有成为一个独立的金融生态体系，未对传统金融体系产生颠覆性冲击，反而促进金融与互联网的融合创新。随着中国金融体制改革的深化，互联网金融更多回归于对传统金融体系的补充上，更多回归至对现有信用体系的弥补上，更多回归至对实体经济的服务上，而不太可能会成为一种

“颠覆性”力量。

互联网金融的风险

互联网金融的本性还是在金融，而金融的核心是处理风险。同时，互联网金融作为一种金融创新，相应的金融风险是相伴而生的。互联网金融由于其创新性、综合性、复杂性等特征更为明显，其风险比传统金融可能更加复杂。

（一）互联网金融风险的两面性

互联网金融由于融合互联网技术和金融业务的更高耦合性^[1]，存在特定的风险环节和跨界的关联性，风险不容忽视。金融管理当局认为互联网金融存在三大风险：一是机构法律定位不明，可能“越界”触碰法律“底线”；二是资金的第三方存管制度缺失，存在安全隐患；三是内控制度不健全，可能引发经营风险。^[2]

笔者认为，互联网金融的风险属性本质上具有两面性。一方面，互联网金融通过引入大数据、云计算等先进技术，有助于强化数据分析，部分克服信息不对称问题，提高金融风险管理效率。另一方面，作为一种金融创新，互联网金融具有互联网、金融以及二者合成之后的三重风险，特别是其碎片化、跨界性和传染性，可能导致新的金融风险。^[3]

（二）互联网金融的风险剖析

从目前互联网金融典型业务模式来看，互联网金融有其特定的风险：

一方面，互联网金融有其基于技术层面的相关风险。一是信息泄露、身份识别、信息掌控与处理等互联网金融特有风险。二是第三方资金存管及其可能的资金安全问题。三是潜在的重大技术系统失败及其可能引发的金融基础设施风险。四是潜在的操作风险，基于人为和程序技术的操作风险更为凸显。五是人数巨大的消费者利益侵犯与权益保护问题。^[4]

另一方面，互联网金融仍然没有脱离金融的本质，存在发生严重金融风险的可能。

[1] 吴晓求：“中国金融的深度变革与互联网金融”，2014年中国资本市场论坛报告。

[2] 刘士余：“秉承包容与创新的理念，正确处理互联网金融发展与监管的关系”，《清华金融评论》，2014年第2期，第1~6页。

[3] 王汉君：“互联网金融的风险挑战”，《中国金融》，2013年24期，第54~55页。

[4] 商建刚等：“互联网金融创新法律风险与防范研讨会综述”，《上海律师》，2013年第9期，第21~25页。

可能性。一是信息不对称风险。互联网金融的虚拟性使得身份确定、资金流向、信用评价等方面存在巨大的信息不对称，甚至所谓的大数据分析可能导致严重的信息噪音。^[1]二是信用风险。由于国内互联网信用业务目前整体没有受到全面有效的监管，亦没有健全的消费者保护机制，互联网信用业务引致的信用风险程度更高。比如P2P网贷公司“跑路”就是典型的信用风险。三是流动性风险。由于互联网金融的技术性、联动性、跨界性和资金高速运转可能引发资金链条断裂，导致流动性风险。比如互联网货币基金将九成资金配置于协议存款，而部分银行又将协议存款获得的资金用于风险性更高的信托收益权买入返售，而信托项目可能将资金配置于地方融资平台或房地产部门，一旦其中一个环节出现问题，流动性风险就将成为显性风险，甚至引发系统性风险。^[2]四是法律与政策风险。由于互联网金融的创新步伐较快，同时部分业务是在现有政策、法律和监管体系之外，政策调整和法律完善将是一个必然过程，互联网金融将面临日益严重的法律与政策风险问题。^[3]特别是以互联网作为“外衣”的传统金融异化业务受到的政策、法律以及金融风险将更为凸显。^[4]

（三）互联网金融风险的整体判断

目前互联网金融各项业务的风险整体是可控的。第三方支付已经纳入到支付清算体系的监管之中，虚拟货币受监管部门严控风险极其有限，众筹风险更小。目前存在较大风险的业务领域是人人贷（P2P）和互联网货币基金。P2P由于具有民间借贷的性质，存在欺诈、高利贷等相似风险。互联网货币基金对银行的存款吸收、资产负债、期限和流动性管理等带来一定的风险。

整体而言，目前互联网金融的风险是可控的，不会发生系统性风险。其一，互联网金融的影响更多是理念和思维模式的改变，而非业务模式或金融本质的改变。其二，互联网金融的发展处于起步阶段，整体规模极其有限，五种典型业务模式目前都不具有实质性影响。其三，监管当局对互联网金融的监管基本是有效的，比如规模略大的第三方支付已被纳入到监管体系之中。其四，互联网金融发展具有特定的基础，这些基础将随着改革的全面深化而弱化。

（四）互联网金融对监管体系的挑战

目前，监管体系已经针对互联网金融出台了针对第三方支付、二维码支付和

[1] 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，第40~56页。

[2] 龚明华：“互联网金融：特点、影响与风险防范”，《新金融》，2014年第2期，第56~59页。

[3] 冯娟娟：“我国互联网金融监管问题研究”，《时代金融》，2013年第10期，第20~24页。

[4] 彭冰：“P2P网贷与非法集资”，《金融监管研究》，2014年第6期，第13~25页。

虚拟信用卡等的监管举措，但是，互联网金融对监管体系仍有诸多挑战：一是互联网金融深化了金融业综合化和混业化经营趋势，而现有监管体系是分业监管模式，且以机构监管作为基础，从而可能呈现混业经营趋势和分业监管体系的制度性错配。二是互联网金融由于其创新性强，可能存在较为明显的监管漏洞和监管空白。三是互联网金融的信息化程度和科技含量高，跨界特征明显，对现有监管体系的及时性、针对性、有效性和完备性提出了挑战。四是互联网金融的虚拟性导致监管的稽核审查或现场取证等面临技术性困境。在鼓励互联网金融发展的同时，互联网金融监管缺位应该得到正视。^[1]

对互联网金融发展与监管的建议

互联网金融作为所谓的第三种金融模式，存在着金融机构信息网络化、第三方支付、网络信用业务以及虚拟货币等四大类业务模式。互联网金融目前整体对相关业务领域、银行部门以及金融体系的影响整体较小，整体仍然是弥补现有金融体系的不足。但是，作为新的金融风险点，互联网金融可能引发技术失败、监管失效、消费者保护等风险。结合国外对互联网金融的监管实践，在规范引导和适度监管的基础上，互联网金融才可能走上可持续发展的道路。^[2]

一是互联网金融监管应该是以包容、鼓励、规范互联网金融长期可持续发展作为基础原则，鼓励发展与风险防范相结合。第一，“包容、鼓励、引导、规范”是互联网金融监管的基本原则，互联网金融监管应具有包容性。第二，确实做到“及时、专业、有效”监管，防范系统性和区域性风险。第三，严防互联网金融监管泛化，按照互联网金融业务模式进行分类监管，明确互联网金融的监管主体、监管对象和监管范围，区分原则性监管和限制性监管对互联网金融不同业务模式的适用性。

二是建立健全互联网金融监管框架。第一，在国家层面出台互联网金融监管的制度法规，明确互联网金融监管的框架、原则、目标及总体措施。第二，基于目前分业监管和机构监管的格局，明确相关部门职责，相关部门应出台具有针对

[1] 安邦坤、阮金阳：“互联网金融：监管与法律准则”，《金融监管研究》，2014年第3期，第57~70页。

[2] 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，第6~17页。

性的互联网金融监管的规范或条例。^[1]第三，建立互联网金融监管协调机制，注重功能监管和综合监管，特别是一行三会和工信部的协调。第四，加强信息技术非现场监管和协调，建立有效的风险监测、预警和应急处理机制。

三是互联网金融监管在防范互联网金融自身的特定风险之外，更要防范互联网金融对传统金融体系的风险外溢效应，守住不发生区域性和系统性风险的底线。互联网金融自身存在操作风险、技术风险、法律风险以及监管失效等风险，需要监管机构出台相应的政策措施加以防范，杜绝监管漏洞和监管失败。互联网金融从数量上看仍然是金融体系的一个小部分，对传统金融的影响十分有限，但是，其内在关联性和空间传染性很强，将与银行主导的传统金融联系在一起，互联网金融的风险可能成为一个触发机制或者是“蝴蝶效应”的起点，最终导致重大风险。

四是互联网金融监管需要防范混业经营模式与分业监管模式的制度性错配。互联网金融自身的综合混业经营趋势已经非常明显。比如余额宝发展起来之后，银行机构也纷纷创设了银行类“宝宝”产品，这实际上使得银行的混业经营边界进一步扩大，同时银行等金融机构亦更加依赖短期资金市场，期限错配和管理压力更为巨大。而现有监管体系则是分业监管模式，在面对互联网金融产品可能涉及多个分业领域时，监管缺陷、监管漏洞就可能出现，需强化功能监管。

五是互联网金融监管的落脚点应该是消费者保护和信息安全。由于互联网金融服务在需求方和供给方之间可能存在更为明显的委托代理问题或道德风险，只有通过更为完善的强制性信息披露机制才可能保障消费者的利益。强制性信息披露机制和消费者保护机制是监管当局强化互联网金融监管最为急迫的任务之一。

六是全面深化改革，完善金融市场体系。互联网金融蓬勃发展的背后反映了中国金融体制深层次的制度弊端，主要包括：金融要素价格没有市场化；信用体系不健全，尤其缺乏市场信用；资金供给和配置机制中银行独大；小微企业主、个体工商户融资需求无法有效满足，资金可得性差；稳健型、固定收益类投资工具少，投资渠道缺乏；银行等机构在收费和服务质量方面存在诸多问题。中央政府更要全面深化中国金融体制改革，特别是金融要素价格市场化、金融基础设施建设、金融监管机制和消费者保护机制等的完善。■

[1] 安邦坤、阮金阳：“互联网金融：监管与法律准则”，《金融监管研究》，2014年第3期，第57~70页。