

互联网金融：成长的逻辑

吴晓求

内容提要：互联网金融是一种新的金融业态。本文从互联网金融的基本内容、运行结构、理论基础、风险特点、监管标准以及替代边界等角度出发，探究其生存逻辑、理论结构及监管准则。本文认为，广阔的市场空间是互联网金融生存的必要条件，而金融功能与互联网技术特性在基因层面上的匹配是其生存和发展的充分条件，是其生存和发展的逻辑基础。在理论层面上，金融功能理论、“二次脱媒”理论、新信用理论、普惠金融理论、连续金融理论构成了互联网金融独特的理论结构。互联网金融的内核性风险更多地表现于透明度风险，外置风险则更多地表现于技术和系统安全性，风险的叠加性相对明显。因此，互联网金融监管准则的基石标准应是透明度，外置标准是平台技术安全等级。本文认为，互联网金融与传统金融的相互竞争，会推动金融结构变革和金融效率提升，完成从大企业金融、富人金融到普惠型金融的转型。

关键词：互联网金融 金融功能 理论结构 风险特点 监管准则

作者简介：吴晓求，中国人民大学财政金融学院教授，金融与证券研究所所长，教育部长江学者特聘教授，100872。

中图分类号：F831.5 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2015)02-0005-11

互联网金融对传统金融体系的撞击进而引发新的金融业态的出现，可能是未来若干年中国金融面临的现实。互联网金融对所有的研究者来说，都是一个全新的研究课题，是一个混沌而不太知晓的世界。互联网金融的基本内涵、运行结构、理论基础、商业模式、风险特点、替代边界、监管标准等，都需要我们作系统而深入地研究。

一、互联网金融：定义与形态

关于互联网金融内涵，虽然目前尚无十分准确的定义，但就其核心要素和基本属性而言，学者们的认识已渐近明朗。所谓互联网金融，是基于互联网平台的金融，互联网平台和金融功能是互联网金融最重要的两个要素。关于互联网金融的基本属性，我们同意谢平等的判断，即既不同于商业银行的间接融资，也不同于资本市场的直接融资，属于第三种金融融资模式（谢平、邹传伟，2012），因而，是一种新的金融业态（吴晓求，2014）。在本文的研究中，我们进一步把互联网金融定义为第三金融业态。

在对互联网金融作出准确定义之前，我们不妨对业已出现的互联网金融的形态或业务线进行适当归类。从互联网平台和金融功能两个核心要素出发，目前互联网金融大体可归于以下四类：（1）第三方支付，包括互联网支付和移动支付。（2）网络融资，主要包括三部分：一是基于平台客户

信息和云数据的小微贷款和消费贷款,二是 P2P (Peer to Peer) 平台贷款,三是众筹 (Crowd Funding) 模式。(3) 网络投资,主要包括两部分,一是 P2P 和众筹平台融资的资金提供者,二是网上货币市场基金。(4) 网络货币。

关于金融产品的网络销售及金融信息的整合、发布,可归类于互联网对金融业务的支持体系,其本质不属于金融业务。

有一种形态是否属于互联网金融形态,尚存争议,即传统金融业务互联网化。它指的是互联网替代金融中介和市场网点、人工服务,但产品结构、盈利模式并未发生根本性变化。谢平等学者将其纳入互联网金融的范围,吴晓求则将其定义为金融互联网而非互联网金融(蚂蚁金服,2014)。

据此,我们大体可以得出如下判断:从概念和内容看,互联网金融有狭义和广义之分。狭义的或严格意义上的互联网金融,是不包括传统金融业务互联网化,即金融互联网部分;广义的宽泛意义的互联网金融则包括金融互联网部分。

之所以要做这样的划分,是因为狭义的互联网金融与金融互联网在商业理念、盈利模式和金融产品的设计规则等“基因”层面存在重大差异,本文后面的研究对此会有深入分析。本文所指的互联网金融指的是狭义的、严格意义上的互联网金融。

大体看来,我们可以对互联网金融做如下定义:所谓互联网金融,指的是具有互联网精神、以互联网为平台、以云数据整合为基础而构建的具有相应金融功能链的新金融业态,也称第三金融业态。

二、互联网金融:生存的逻辑

分析互联网对金融的渗透,探讨互联网金融的生存逻辑,进而研究互联网金融对整个金融体系的影响,就必须研究互联网是如何渗透商业领域进而如何颠覆传统商业模式的。

1. 电子商务:互联网金融的一面镜子

互联网对传统商业模式的渗透乃至颠覆,对研究互联网金融的发展,有重要启发意义。要研究电商模式的形成,就必须了解互联网对产业整合所具有的特殊功能。

我们知道,互联网通过巨大的粘合作用和信息整合开创了一个无边界的社会,这个无边界的社会变得前所未有的复杂而富有生命力。它正在悄然无息而又以不可逆转的趋势创造出一种新的社会组织结构,形成新的社会存在形式,进而彻底改变了人的生存状态和生活方式。

互联网最基础的功能是对信息的整合,从而形成了价值无尽的信息流。人类社会的粘合剂实际上是信息。信息的贯通使众人形成了社会,单片的信息只有零碎的价值,信息的粘合则具有社会价值。当众多信息的粘合被一种机制进行有序地整合而形成了巨大的、无穷无尽的然而又是结构清晰的信息流时,一种无边界的平台就在眼前。人与人之间的关系不再被物理空间所约束,社会的存在方式悄然发生了革命性的变化。这种巨大变化体现在人的生存状态、生活方式、文化观念、消费模式等诸多方面。这个对信息进行有序整合而形成巨大信息流的机制就是互联网。

互联网不仅实现了信息流在时间和空间上的整合,从个体到整体的整合,由局部到无边界的整合,而且以此为基础,推动着物流的整合,进而以其巨大的成本优势实现对已有产业的系统整合,重塑新的竞争格局。互联网既是传统产业的重构者,又是大众消费模式的牵引者,它在结构层面推动着经济增长模式的转型。

如果说互联网的信息整合功能对社会组织结构和生活方式的变革具有重大影响,那么在信息流基础上的对物流的牵引,进而对已有产业进行重构,则是其具有的巨大经济意义。

互联网进入商业流通后对传统商业模式的颠覆,进而重构一种全新的商业运行结构即电子商务(电商模式)就是一个经典案例。在这方面,阿里巴巴所建构的新的商业运行结构则是诸多经典案例中的精品。

实际上,以阿里巴巴为代表的电商模式除了创造无边界的合作平台外,以信息流的整合牵引物流聚合是其成功的关键点。无边界的平台,克服了传统商业的物理空间、局域和时间约束,人们的消费(购物)过程可随时随地完成。基于信息流基础上的物流聚合,使消费者具有无限广阔的选择权,而分工基础上的协作以及无物理空间约束的特点,则极大地降低了商业成本。电商特别是像淘宝网这样的纯平台电商所具有的的这些优势或特点,正是传统商业模式根本缺陷所在。互联网之所以成为传统商业的重构者甚至是颠覆者,是因为他们是大众消费习惯的牵引者、变革者,是一种新的消费模式和商业文化的创造者。

互联网在攻克了传统商业帝国这个古老的产业后,下一个要渗透的一定是金融服务业,要改变的是传统金融体系。这是因为金融产业与商业一样同属服务业,且幅员辽阔、利润丰厚,舞台之大比商业有过之而无不及。电子商务是互联网金融的一面镜子。

2. 广阔的市场空间为互联网金融生存和发展提供了肥沃的土壤

从商业的角度看,互联网所要重构的产业一定是“产业帝国”:规模大、服务面广、利润厚、具有统一的标准,对经济活动具有广泛的影响力。显然,金融业具备所有这些要素。

第一,从世界范围看,截至 2011 年底,全球金融资产规模达到 218 万亿美元,其中,全球银行业资产规模约占全球金融资产的 39%,约 85 万亿美元。人的一生或多或少都会与金融诸如支付、清算、储蓄、融资、投资、保险、理财等金融服务相关联。金融和商业一样,无孔不入地渗透到人们的生活和经济活动中,金融是名符其实的“产业帝国”,是产业链中的“皇冠”。

第二,就中国的情况而言,金融更像一个臃肿的“产业帝国”。到 2013 年底,中国金融资产规模达到 192.89 万亿元人民币,利润达到 1.87 万亿元人民币;其中银行业金融机构资产 151.35 万亿元人民币,占金融业总资产的 78.46%,利润 1.74 万亿人民币,占金融业利润的 92.94%。银行业中 16 家上市银行实现的净利润占沪深两市 2513 家上市公司的 51.42%。总体而言,中国金融特别是商业银行由于缺乏外部的系统性竞争者,高额利润有较大的垄断性,创新动力不够,内部竞争虽然相对充分,但外部压力则明显不足,迫切需要来自于体系外部的系统性压力和战略竞争者。互联网金融是中国现行金融体系的战略竞争力,也是中国金融变革的推动者。

第三,金融这个传统的“产业帝国”,在中国需要新的活力。新的活力来源于基因式的变革,来源于体系外部的系统性压力,这种外部的和系统性压力的重要来源就是互联网,就如同传统“商业帝国”需要互联网焕发新的生命力一样。

无比广阔的市场空间为互联网金融的发展提供了比商业更加绚丽的舞台,是互联网金融生存和发展的肥沃土壤。

3. 金融与互联网在功能(基因)上是耦合的

广阔的市场空间,是互联网金融生存和发展的重要外部条件;金融功能与互联网技术的耦合,或者说金融功能与互联网技术特性在基因层面上的匹配,则是互联网金融生存的必要条件,是互联网金融生存的逻辑基础。

按照现代金融功能理论的划分,金融系统具有六项基本功能(博迪、默顿,2013):跨期、跨区域、跨行业的资源配置;提供支付、清算和结算;提供管理风险的方法和机制;提供价格信息;储备资源和所有权分割;创造激励机制。在上述六项基本功能中,一般认为,“资源配置”和“支付结算”是金融最基础的两大功能,通常主要由商业银行来承担,在中国尤为明显;后四种功能,在不同金

融模式中,在不同程度上分别由商业银行和资本市场来承担,其中风险管理(财富管理)是现代金融最核心的功能。从基因的匹配性上看,互联网与金融的前四种功能,即“资源配置(融资)”、“支付清算”、“风险管理(财富管理)”、“提供价格信息”,具有更高的耦合性。后两种功能的实现更多地是基于一种制度结构和产品设计,但互联网平台的植入,与此两种功能的实现并无冲突,一定意义上说亦有利于这两种功能效率的提升。

三、互联网金融:功能耦合性分析

1. 互联网金融可以进一步优化金融的“资源配置”功能

金融学意义上的“资源配置”,是指资金的供给方通过适当的机制将其使用权让渡给资金需求方的过程。这种资源配置过程通常分为两类,一是吸收存款和发放贷款的过程,主要由商业银行作为中介来完成;二是资金供给者与需求者以市场为平台直接进行交易的过程,这个市场平台主要是资本市场。我们约定俗成地把前者称之为“间接融资”,后者称之为“直接融资”。

在这两种融资形式中,间接融资的基础风险是信用风险,直接融资的基础风险是透明度。传统上,在间接融资中,信用风险评估的主要测度除信用记录和信誉等级外,更多地侧重于现金流、利润等财务指标和资产(含不动产)规模等指标,缓释信用风险的机制大多数都是抵押、质押和担保。在直接融资中,透明度的风险主要表现于上市公司的信息披露是否真实、及时、完整。两种融资模式对风险的定义在自身逻辑范围内没有问题,但前者即商业银行对信用风险的定义多少有点“富人好信用,穷人差信用”的逻辑;后者则把信用的履约置于法律和道德两重约束下的“自觉之中”。实际上,个人或企业信用的优劣,是否存在履约风险,在实际交易行为中是最能体现出来的。持续性地、高频率地、以信用为担保的交易,更能真正地、动态地反映交易主体的信用和履约能力。互联网与生俱来的信息流整合功能,创造了云数据时代,它显然区别于以抽样统计为基础的小数据时代。互联网通过对云数据的处理,使人们能够清晰地看到抽样所无法描述的细节信息。显然,现在的计算机完全具备了这样的大计算能力。

在互联网所创造的云数据时代,首先是如何获取数据,其次是互联网“开放、平等、协作、分享”的精神,为数据的获得创造了天然的平台,从而较好地解决了经济活动中信息不对称性问题。或许在这个时代,仅仅云数据的处理就可能形成新的“金融中介”,个人或企业的信用信息无一不体现在其中。这些云数据中所体现的信用信息,其实比传统的信用识别标志要准确得多。所以,互联网在现行主流金融最关心的信用风险识别技术上,显然更进了一步,使金融识别风险的能力更具时效性、准确性,进一步完善了金融识别风险的能力。

互联网既然可以更有效地识别信用风险,又解决了经济活动中信息不对称性问题,那么,以互联网为平台的金融显然更利于金融的“资源配置”即融资功能的实现。

2. 互联网金融可以进一步改善现行的以商业银行为主体的支付体系,更便捷地提供支付清算服务,使金融的支付清算功能效率大幅提升

在不同的金融结构中,支付清算体系的构建有较大差异。在大多数国家,商业银行承担着社会经济活动中支付清算的功能,在中国尤为如此。中国的商业银行构建了形式多样的基于实体经济交易和少量金融交易的支付清算系统,在全社会支付清算功能中占居绝对主导地位。

就占主导地位的银行支付清算系统而言,由于更多地吸收和运用了现代信息技术,支付清算的技术手段和工具不断创新,效率有较大提高。这实际上就是互联网的巨大作用。这说明,基于互联网平台的金融,在克服了时空约束的基础上,加快了资金的流动速度,克服了支付清算资金的“存量化”,最大限度地保证了交易双方特别是资金接收方的利益。

除了商业银行运用互联网技术改进或创新支付工具和支付体系,从而大大提升银行体系的支付效率外,以互联网为平台游离于银行体系之外的第三方支付以及相关支付工具是真正意义上的互联网金融核心元素之一,是互联网金融的重要形态。这种具有互联网金融基因的支付工具和支付体系,开始具有“脱媒”的某些特征。它与商业银行运用互联网技术所创新或所改进的支付工具和支付体系相比,貌似一样或相近,实则有较大差异,这种差异来自于基因的不同。因此,不可将两者混为一谈。

基于互联网金融平台的支付工具和支付体系,或许由于其“脱媒”和高技术的特性,其灵活、便捷、快速、高效是传统金融支付工具和支付体系所难以达到的。所以,基于互联网金融的支付工具和支付体系,显然既是现有金融包括商业银行支付工具和支付体系的重要竞争者,也是现有社会支付系统进一步升级的推动者。

3. 互联网金融进一步完善了“财富管理(风险配置)”的功能

互联网金融对金融之“财富管理(风险配置)”功能的贡献主要表现在三个方面:一是向下延伸客户群链条,进一步丰富财富管理的功能;二是提供成本低廉、快捷便利的基于财富管理的金融产品营销网络;三是推动余额资金的财富化,有效扩大了财富管理需求者规模。在诸多金融功能的实现过程中,财富管理的需求具有较大的隐性特点,格式化或标准化产品及服务对个性化的财富管理影响甚微,因为对个性化的财富管理者来说,对“人”的认同远高于对“平台”的认同。

在目前的金融状态下,互联网金融平台对潜在的非个性化的财富管理需求者来说,具有巨大吸引力。其基本表现形式是,在基于优化资源配置的前提下,追求余额资金的财富化。“余额宝”是一个有价值的案例。“余额宝”类型的、基于互联网金融平台的财富管理工具最大的贡献在于,突破了商业银行余额资金储蓄化的格律,实现了余额资金的财富化。在这里,客户的余额资金不再是无任何收益的闲置资金,也不是低利率的储蓄产品。这一功能的突破,极大地延伸了财富管理的客户端,并对商业银行固有的储蓄产品特别是活期储蓄产品带来重大挑战,进而客观上推动了商业银行传统业务的竞争和转型。所以,互联网金融在“财富管理”功能的拓展上,具有积极的推动作用。

4. 互联网金融对改善金融之“提供价格信息”的功能有积极影响,从而使价格信息更丰富、更及时、更准确

一般认为,金融提供的价格信息包含两类:一是资金价格即利率,二是资产价格,通常由股票价格及其指数来表示。前者主要由货币市场和银行体系提供,后者则由资本市场动态即时发布。互联网平台的引入,提高了动员资金的能力和资金的使用效率,加快了资金流转速度,促进了互联网金融与现行主流金融特别是商业银行的竞争,将使利率这一资金价格更及时、准确地反映资金供求关系,进而引导资金的合理流动。在资本市场上,由于交易系统和实时报价系统充分采用了先进的计算机技术和信息技术,股票价格及其指数已经充分体现了动态及时的特点,这与互联网的技术基础是一脉相承的。

在电商模式中,基于互联网平台的竞价机制,是一个很好的案例。互联网所创造出的无边界平台,为众多厂商和消费者以及厂商之间的竞价提供了最优的机制。在这里,价格没有外部力量的约束,所有价格都是厂商之间、消费者与厂商之间竞价的结果。所谓互联网对信息流的整合,一个重要内容就是推动竞争价格的形成。这种价格形成机制远比传统市场结构下的价格形成机制合理而透明,互联网平台解决了传统市场结构下所存在的信息不对称性和成本约束问题,所以,互联网金融不仅进一步改善了传统金融之“提供价格信息”的功能,而且也使这个“价格信息”的内涵得以扩充、丰富。

四、互联网金融的理论结构

互联网金融既有传统金融相近的理论基础,更有自身独特的理论结构。

1. 金融功能理论

与传统金融相比较,互联网金融并不突出金融组织和金融机构,而是基于金融功能更有效地实现而形成的一种新的金融业态,其基础理论仍是金融功能理论。

如前分析,互联网金融的出现和蓬勃发展,一方面使金融功能的实现越来越不依赖于特定的金融组织和金融机构,另一方面又使金融功能的效率在成本大幅降低的同时大大提升。金融功能的内涵得以深化,金融服务的对象大大拓展。

关于金融功能效率的提升,首先是突出表现在金融的支付结算功能上。互联网金融提供的支付结算服务,具有灵活、便捷、快速、安全的特点,这是传统金融支付结算所难以达到的。其次,表现在资源配置或融资功能上。互联网金融的资源配置功能或提供的融资服务,是对传统金融融资功能的结构性补充,更有效地解决了某些特定的资金供给与资金需求的匹配性,完成了在传统金融结构下所难以完成的某些特定的资金供求的撮合,使金融资源配置功能的实现更丰富、更结构化。第三,表现在金融的财富管理或风险管理功能上。互联网金融实现了财富管理的大众化,这显然是对传统金融财富管理富人化观念的一种颠覆,使财富管理功能的内涵和外延得到极大深化与延伸。第四,在金融其他功能的实现过程中,互联网金融要么降低了成本,要么扩展其内涵,要么提升了效率。

2. “二次脱媒”理论

一般认为,信息不对称、市场不确定性以及由此引发产生的风险管理之需求,是金融中介存在的重要原因,也是金融中介理论形成的基础。然而,互联网金融所具有的特点正在侵蚀着金融中介赖以存在的基础,从而使金融中介正在经历历史演变中自资本市场“脱媒”以来的第二次“脱媒”。如果说资本市场是金融第一次“脱媒”的推手,那么互联网金融就是金融第二次“脱媒”的催化剂。正是基于这种理解,笔者始终认为,互联网金融是一种新的金融业态,即第三金融业态。

在互联网金融中,信息的不对称性,有了更大的、根本性的改进。互联网平台具有信息发布及时、信息探索快速且具有强大的信息流整合能力以及对云数据的有效处理能力,在解决信息不对称方面,互联网金融与传统金融相比较,向前迈出了根本性的一步。传统金融中介存在的经济性和必要性受到了严重冲击。金融中介的组织形态亦将发生重要变化。可以预期,基于云数据的发掘和处理,可能是互联网金融时代新的金融中介的重要形态。这或许是金融第二次“脱媒”的重要副产品。

在金融形态结构化演进过程中,资本市场对商业银行而言,是金融的第一次“脱媒”,脱媒的重点在“资源配置”即融资功能上。这次“脱媒”推动了金融结构的变革,因而无疑是一次历史性跨越。之所以是历史性跨越,是因为金融的第一次“脱媒”推动了金融资源的自由流动和市场化配置,促进了金融体系风险定价机制的形成,完成了信息从点对点到点对多、多对多的转变,从信息封闭到信息公开的转型,实现了资金所有者由储蓄者到投资者角色的转换,进而建立了财富增长的市场机制。

然而由于信息技术等因素的约束,金融的第一次“脱媒”并不彻底。互联网平台的植入势必推动金融的“二次脱媒”。金融的第一次“脱媒”,从现象看,似乎是为了规避利率管制,但其实质是金融功能演变使然,是商业银行提供的金融服务满足不了资金持有者对高收益然而也是高风险产品的需求。同样,互联网金融推动金融“二次脱媒”,虽然也可以找到绕开管制的某种痕迹,但其实质

也是现行金融体系满足不了日益多样化的金融服务需求。

与金融的第一次“脱媒”主要是推动金融活动的市场化不同,互联网金融推动的金融“二次脱媒”,主要是解决金融的效率和金融服务的结构性匹配问题。这里说的金融效率主要表现于灵活、快捷、低成本、相对安全和信息对称性。金融服务的结构性匹配,则主要指的是金融服务的广泛性或普惠性问题。所有这些问题都是金融的第一次“脱媒”所没有解决或没有很好解决的问题。

3. 新信用理论

信用是金融的内核和基石,也是金融的生命线。信用风险是传统金融三大风险中的基础风险。如何评估信用等级,如何观测、缓释和对冲信用风险,在现行金融运行框架中已有相对成熟的理论、技术和方法。一般而论,在现行信用评级理论和方法中,信用的优劣、高低通常与企业的资产规模、财务状况、资金流量和个人的身份地位、收入水平、资产规模等有密切的关系,资产抵押或质押通常也是缓释风险的主要机制。在这里,信用与收入、财富、名誉、地位几乎是同义语。基于云数据的互联网金融,从根本上颠覆了传统金融关于信用的定义和观测信用的视角。

实际上,经济主体(企业和个人)的信用状况,最后都要通过其经济行为特别是市场交易行为来体现。在金融活动中,金融交易行为是经济主体信用表现的最好检验。互联网平台所产生的云数据,客观地描述了相关交易主体的履约状况和信用水平,真实展现了他们的商业行为轨迹。基于对云数据的挖掘、整理、计算而形成的信用观测结果,显然比传统金融对信用的“先验”评估要真实得多、准确得多、客观得多。在这方面,阿里小贷低不良率就是一个很好例证。

所以,互联网金融通过云数据来观测实际交易行为的履约状况,进而判断相关经济主体的信用能力,显然大大推进了信用理论的内涵。如果说重财务指标、重资产指标等硬指标的信用理论是工业社会的信用理论,进而称之为传统信用理论,那么,基于云数据大计算、侧重于观测实际交易行为轨迹的信用理论就是互联网时代的信用理论,进而也可以称为新信用理论。新信用理论是互联网金融存在和发展的重要理论基石。

4. 普惠金融理论

2005 年,联合国提出普惠金融(inclusive financial system)的理念,希望推动建立为社会各阶层所有成员提供公平、便捷、安全、低成本服务的金融体系。普惠金融的实质就是将需要金融服务的所有人纳入金融服务范围,让所有人得到适当的与其需求相匹配的金融服务。普惠金融理念应当是金融服务的最高准则,也是衡量一国金融体系公平性的最高标准。

中国金融体系经过多年的改革,在诸多方面取得了巨大成就,但一些深层次的结构性问题仍然相当严重,其中金融服务的广度和深度存在明显的不足。有调查数据显示,中国大多数有信贷需求的家庭只能通过民间借贷来满足,3/4 的农村家庭借贷更是依赖于非正规的民间渠道(西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心,2014)。大多数小微企业难以从正规金融渠道获得贷款。在中国,金融体系资金配置更多地倾向于大中型企业特别是国有企业,财富管理的重点则主要在高收入群体,对数量众多且十分活跃的小微企业和中低收入阶层的金融服务被严重忽视。从这个意义上说,中国现行的金融体系本质是一种大企业金融和富人金融。金融服务的严重不平衡性,推动了社会贫富差距的扩大,背离了普惠金融的基本理念。

由于商业规则和运行平台的约束,传统金融难以实现普惠性理念。互联网金融十分有效地弥补了传统金融的内在缺陷。它以互联网为平台,以信息整合和云数据计算为基础,开创了一个自由、灵活、便捷、高效、安全、低成本、不问地位高低、不计财富多少、人人可以参与的新的金融运行结构。在这里,小微企业可以获得相应贷款,低收入群体可以享受财富管理带来的喜悦,消费者可以体验快捷支付带来的时间效率,需要资金周转的小微企业可以找到手持盈余资金但却投资无门

的投资者,虽然他们可能面临比传统金融更高的风险。这些被传统金融所忽视的企业、个人终于在互联网金融上获得了适当的金融服务。金融服务第一次摆脱了对身份、地位、名望、财富、收入的依赖,显然它是对普惠金融理念的践行,而这正是互联网金融具有强大生命力的源泉。

5. 从离散金融到连续金融

金融工具是金融服务的载体,传统金融本质上是离散金融。离散金融最显著的特征就是几乎所有的金融工具的服务功能都是断裂的,或者说离散的,它们之间在功能上难以自动或不可能无成本转换,金融服务或金融工具之间存在一条人为的巨大沟壑,要跨越这一条条沟壑,消费者即金融服务的需求者,必须付出不应该由他们付出的成本。这些成本正是传统金融巨额利润的组成部分。这些沟壑的存在与传统金融的内在结构浑然一体。

传统金融为了防范风险,通常都会设立诸多条条框框,至于这诸多条条框框给客户带来多大的效率损失,带来多大的成本付出,通常不在其视野之中。在传统金融的运行框架内,为防范风险设立诸多条条框框当然无可非议,但当这些条条框框给社会带来的巨大效率损失大大超过了其所获取的利润时,就不得不反思其存在的经济性。所以,传统金融这种离散金融的服务特点不仅常让人有不便和僵化之感,还有某种置客户利益于不顾而追求自身利益最大化的利己主义倾向。要知道金融要盈利,但金融的本质不是追求利润最大化,通过为社会提供恰当的金融服务而盈利,追求全社会的福祉和效率,才是最高境界。从这个意义上说,传统金融的确背离了金融的本质。

与传统金融不同,互联网金融是一种连续金融。互联网金融的所有工具创新都源自于客户的需要而不主要是自身利润的需求。第三方支付、基于互联网金融平台的财富管理等显然都有这些特点。互联网金融的工具可以自由通畅转换,没有障碍,没有沟壑,甚至没有成本。这就是为什么互联网金融在中国有广阔发展前景的原因。连续金融的服务是无缝隙的,工具是自动转换的,体现了互联网精神,即以客户为本,为客户创造价值,为客户提供便利,进而为社会带来效率。这当然不是说互联网金融不需要利润,而是说这种利润的获取是以客户价值的提升为前提的。这与金融的本质是匹配的。互联网金融的这种理论和精神,代表的是金融的未来。

五、互联网金融的风险特点

分析、了解互联网金融的风险,是制定互联网金融监管准则的前提,也是提高监管有效性的重要基础。互联网金融作为互联网与金融之间跨界融合的产物,其形态虽然发生了重大变异,但其本质仍是金融,这就如同汽车和马车都是交通工具一样,虽然外部形态已完全不同。所以,互联网金融存在着与商业银行相类似的操作风险、技术风险、信用风险、政策风险和流动性风险等,也存在与资本市场相似的透明度风险。不同的在于,由于互联网金融的运行平台和运行结构发生了根本性变化,业务形态较之现行金融存在基因上的差异,故而风险的形式亦有自己的某些特点。互联网金融的风险因其形态或业务线的不同而有所不同。

本文第一部分对互联网金融的形态或业务线做了如下四个部分的划分,即第三方支付、网络融资、网络投资、网络货币。除网络货币本文暂不涉及外,前三种形态所隐含的风险实际上有较大差异,这些风险共同构成了现实的、多样化的、复合性的互联网金融风险类型。

1. 第三方支付

支付是金融的基础功能。第三方支付是互联网金融中最具核心竞争力的功能,也是对传统金融最具挑战性的功能。人们通常说的互联网金融对传统金融具有颠覆性作用,通常指的都是互联网金融的第三方支付功能。

互联网金融中的第三方支付,按照使用终端形态的不同,通常又分为互联网支付和移动支付。

互联网支付基于个人电脑(PC)终端,移动支付基于手机和平板电脑移动终端。随着移动终端的不断普及,移动支付正在成为第三方支付的发展趋势。无论是互联网支付还是移动支付,第三方支付都存在技术风险和操作风险,这一点与传统金融的卡支付所存在的风险相近似。第三方支付所存在的技术风险主要指,所信赖的信息系统的技术安全和技术容量、黑客攻击、账户资金被盗等。这里说的操作风险指的是支付人的操作失误。从已有的实践和案例看,不能得出第三方支付所存在的技术风险和操作风险比传统金融高的结论,但如何提高第三方支付的技术保证,增厚其技术盾牌,改善操作上的灵活性、便捷性和安全性,仍是互联网金融防范风险的重要内容。

2. 网络融资

互联网金融概念中的网络融资,指的是以互联网为平台的融资。本文定义的网络融资主要有三种形式:一是基于平台客户信息和云数据的网络贷款,基本形式是小微企业贷款和消费贷款。二是基于 P2P 平台的借贷。P2P 本身是连接投资者和融资者的平台,通过这个平台实现个人对个人的借贷,也有个人对企业的借贷。三是众筹模式,主要利用互联网让小企业或个人展示创意或创业项目,以获取外部资金支持。众筹模式通常有债权式众筹和股权式众筹等形式(蚂蚁金服,2014,第 23 页)。

互联网金融中的基于平台客户信息和云数据的网络贷款与传统金融的贷款一样,也存在信用风险。不同的是,这种不进行实地面对面征信的贷款,是以平台客户信息和云数据为基础的,侧重于贷款人的行为数据而不是先验的资质条件。从已有的相关数据看,基于云数据的网络贷款不良率不比商业银行贷款不良率高,甚至更低。

P2P 平台融资的风险主要表现在三个方面:一是借款人的信息披露是否充分,这是 P2P 最大的风险源;二是缺乏有效的、可持续的风险对冲机制,不存在类似于商业银行的贷款风险拨备机制,一旦出现借款人较大规模的违约,就有可能出现“跑路”现象;三是政策边界风险,从形式上看,P2P 融资模式离非法集资只差一步,如果存在“资金池”则可能出现严重的政策法律风险。

3. 网络投资

主要有两种形式:一是 P2P、众筹模式的资金提供者,其投资收益表现为利息、项目或产品回报、股权等。二是网上货币市场基金,如余额宝。从已有数据看,其收益率明显高于商业银行活期储蓄,甚至高于商业银行定期储蓄利率。它与互联网金融的支付体系,有自动衔接的功能。

对 P2P 贷款的投资风险,主要来源于借款人的信息披露是否充分,企业或项目经营状态,风险对冲机制是否具备。对众筹模式的投资风险,则主要集中在项目或产品是否盈利或是否有良好的市场预期。投资于网上货币市场基金的风险,主要是流动性风险,但由于其基础资产主要表现为同业存款和流动性较好的货币市场产品,所以风险一般很低。但如果这种投资产品与支付工具是自动转换,在支付脉冲高峰期(如每年 11.11 时期),不排除存在流动性风险的可能性。

综上所述,可以得出如下初步判断:其一,互联网金融本质上仍是金融,其不同形态所隐含的风险与现有商业银行和资本市场等所隐含的风险相类似;其二,互联网金融是一种基于“二次脱媒”后的新的金融业态,其风险源发生了某种转型或变异,风险类型更加复合。

概括而言,第三方支付中的技术风险更加敏感,脉冲式风险更加突出;网络贷款和与此相对应的网络投资中的信用风险同时叠加了透明度风险,或者说这种信用风险的生成源是透明度风险。敏感度很高的技术风险和作为风险生成源的透明度风险,可能是互联网金融中最值得关注的风险,而如何构建适当的风险对冲机制,保持互联网金融融资功能的可持续性,是互联网金融未来面临的一大难题。

六、互联网金融的监管准则

理清风险类型和风险源的重要目的之一是制定相应的监管准则。无论是商业银行,还是资本市场,其所确立的监管准则,其本质都是试图对冲潜在的有可能发生的风险。商业银行存款准备金制度,试图对冲货币无限创造所带来的信用的无边际扩张;资金充足率标准所要对冲的风险主要是试图收缩不良资产率上升引发的金融外部负效应;存贷比的限定是商业银行资产规模和结构流动性安全的重要阀门;拨备覆盖是商业银行资产风险的事后补偿机制;透明度则是资本市场“三公”原则实现的基石。由此可见,无论是第一金融业态的商业银行,还是第二金融业态的资本市场,为了维持运行的常态化,各自基于自身的风险特点,都制定了一套与其风险结构相匹配的监管准则。作为第三金融业态的互联网金融,必须找到并制定与风险结构相匹配、能有效约束或对冲风险的监管准则。互联网金融的这套监管准则,显然与商业银行的监管准则有较大差异,也与资本市场的监管准则有所不同。

那么,互联网金融的监管准则是什么呢?我们认为,互联网金融监管准则的基石标准或核心标准是透明度,外置标准或进入标准是平台技术安全等级,目的主要是保证互联网金融体系内资金的安全、信息的真实和运行的有序。

从业务线形态看,互联网金融与商业银行功能相似。从基因匹配性看,互联网金融与资本市场更接近。互联网金融的“二次脱媒”更多地指向商业银行,或者说互联网金融主要是继资本市场之后对商业银行的“再脱媒”,而对资本市场的“脱媒”作用相对较弱,仅限于资本市场交易环节的“脱媒”而已。正因为对商业银行和资本市场的这种“二次脱媒”的差异,互联网金融的风险基因与资本市场更相近。这就是为什么互联网金融的监管准则从形式上更接近于资本市场的原因所在。

资本市场的基石监管准则所要求的透明度,更多地强调上市公司的信息披露。与此不同,互联网金融所要求的透明度,则更多地指向借款人的信息透明度,而这正是所有互联网平台的核心职责所在,也是互联网金融有序运行最重要的基础。

技术安全是互联网金融的另一条生命线。如果说借款人足够的信息透明度是互联网金融存在和发展的内核,那么技术优势和技术安全则是互联网金融有序运行的外部保障。所以,对互联网平台的技术等级要求,显然也是制定互联网金融监管的重要标准。

七、互联网金融的替代边界

互联网金融的发展趋势不可逆转,其所具有的云数据、低成本、信息流整合、快捷高效率,无疑会对传统金融业态特别是资产收益率较高的银行业带来严重挑战。但是,应当清晰而客观地看到,这种挑战有的是带有颠覆性的、此长彼消式的竞争,具有替代性趋势;有的是彼岸相望、相互促进式的竞争,彼此难以替代。互联网金融与传统金融特别是商业银行的相互竞争,客观上会推动金融结构的变革和金融功能效率的提升,拓展金融服务的范围,推动金融产品的创新。

大体而言,互联网金融将在支付功能上具有明显的优势;在资源配置或融资领域,基于平台客户信息和云数据的网络贷款特别是小微贷款,亦具有较明显优势;P2P、众筹等模式由于满足了传统金融难以企及的客户群即所谓的长尾客户的融资需求,使金融服务的普惠性和结构化得到大幅提升,因而亦有较大空间;对非个性化资产管理,虽然受到感知认同某种程度的约束,但仍有一定的生存空间。在这些领域,互联网金融会在不同程度上挤压传统金融特别是商业银行的生长空间。面对这种蚕食式的竞争,传统金融特别是商业银行必须调整策略,广泛运用互联网技术,加快改革和创新,进而在客观上推动银行业的技术进步,加快互联网与金融的全面融合。

与互联网金融一样,商业银行显然有自身的比较优势,例如个性化服务、高度的专业性、较高的感知价值、对冲风险的能力、雄厚的资本实力以及线下大客户的垄断等。这些比较优势,使传统金融特别是商业银行在大额贷款、个性化财富管理、投资咨询、资源储备等方面有难以替代的优势。资本市场在财富管理、资产证券化等领域的地位则难以撼动。

在互联网金融的渗透、竞争和撞击下,中国金融将呈现如下基本趋势:现行金融模式和运行结构会发生巨大变革,金融功能的效率会大大提高,金融服务的结构化功能将不断完善,金融将从大企业金融、富人金融向普惠型金融转型。

参考文献:

1. 金麟:《史上最有深度互联网金融研报——互联网金融》,百度文库,2013 年。
2. [美]克莱·舍基:《人人时代》,胡泳、沈满琳译,中国人民大学出版社 2012 年版。
3. 刘积仁、[美]史蒂夫·佩珀马斯特:《融合时代》,中信出版社 2013 年版。
4. 蚂蚁金服:《基于互联网的普惠金融实践》(第二版),研究报告,2014 年 10 月。
5. 吴晓求:《中国金融的深度变革与互联网金融》,《财贸经济》2014 年第 1 期。
6. 西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心:《中国农村家庭金融发展报告 2014》,西南财经大学出版社 2014 年版。
7. 谢平、邹传伟:《互联网金融模式研究》,《金融研究》2012 年第 12 期。
8. [美]兹维·博迪、罗伯特·C·莫顿:《金融学》,中国人民大学出版社 2013 年版。

Internet Finance: The Logic of Growth

WU Xiaoqi(Renmin University of China, 100872)

Abstract: Internet finance is a new kind of finance format. This paper analyzes the survival logic, theoretical structure and supervision rules of internet finance from the perspectives of its basic contents, operation structure, theoretical foundation, risk characteristics, supervision standard and substitution boundary. Broad market space is the necessary condition of internet finance, and the match of financial function and technological characteristics of internet is the sufficient condition and logic foundation of internet finance. Financial function theory, “second disintermediation” theory, new credit theory, inclusive finance theory and continuous finance theory constitute the unique theoretical structure of internet finance. The risks of internet finance may appear in the forms of operation risk, technological risk, credit risk and liquidity risk, but the intrinsic risk is in the form of transparency risk while the external risks lie in the safety of technology and system. The additivity of risks is relatively obvious. Based on above risk characteristics, this paper holds the opinion that the basic standard of internet finance supervision is transparency, while the external standard is technological safety level of platform. The competition between internet finance and traditional finance will promote the reform of financial structure and the improvement of financial efficiency, and help complete the transformation from finance for big enterprises and finance for the rich to inclusive finance.

Keywords: Internet Finance, Financial Function, Theoretical Structure, Risk Characteristics, Supervision Rules
JEL: G10, G20

责任编辑:康 邑