

蚂蚁上市折戟——“不合时宜”的马云，是如何引火烧身的？

蚂蚁成长到今天，本身就是中国金融监管“漏洞百出”的结果，意外扶持了创新，但也培育出了一头自己难以约束的“大象”。

11月5日，原本应该是2.1万亿元人民币估值的蚂蚁集团鸣锣上市的日子。

科创板股票代码688688，发行价68.8元，同步上市的H股代码6688，发行价80.00港元。定价并不便宜，但无论是A股市场还是港股市场，投资者都迸发出极大热情，超过515万户A股投资者参与蚂蚁集团网上打新，有效申购倍数为872.13倍；155万名H股散户参与认购，超过香港人口总数五分之一。

这一切在11月2日晚上戛然而止。晚8点53分，上交所发布消息，暂缓蚂蚁集团科创板上市。半小时后蚂蚁集团在港交所公告，暂缓H股上市。全球最大IPO戛然而止。这之后便是匆忙收拾的“一地鸡毛”：致歉、退股，蚂蚁此前通过支付宝平台大力叫卖的战配基金也遭到部分投资者声讨。与此前的一路绿灯、风头正劲对比鲜明。

究竟发生了什么？



一、祸从口出的外滩演讲

这一次，马云有点玩脱了。

“巴塞尔协议比较象一个老年人俱乐部，要解决的是运转了几十年的金融体系老化的问题，系统复杂的问题。但是中国的问题正好相反，中国不是金融系统性风险，中国金融基本上没有风险，是缺乏系统的风险。”

10 月 24 日，上海，外滩金融峰会。在中华人民共和国副主席王岐山一早发表了“中国金融不能走投机赌博的歪路，不能走庞氏骗局的邪路”演讲后，作为蚂蚁集团的实际控制人、临近午间发言的马云却唱起了反调，面对台下济济一堂的金融监管者们，来了一篇炮轰金融监管的檄文。

一只蝴蝶扇动了翅膀。

熟悉马云的人，知道他不是第一次发表如此大胆的挑战传统金融的言论。从“冒着坐牢的风险推出了支付宝”，到“银行不改变我们就改变银行”，连马云自己在演讲中都提到，2013 年陆家嘴的一次峰会上，他也曾“发表了一通互联网金融的异想天开的观点”。

但这一次，马云有点玩脱了。在最初一波对“敢言”的夸赞过后，舆论开始反噬，尤其是金融界舆论的强烈反弹：苦蚂蚁久矣的银行系统抨击蚂蚁监管套利，经历过周期的金融家们对马云批评巴塞尔协议大为不满，连普通用户也开始倒戈——在他们看来，蚂蚁的拳头产品“花呗”、“借呗”打着普惠的名义，部分成为鼓励年轻人寅吃卯粮的工具，撑起了它的万亿市值，如今又在这里大谈金融创新，实在是坐实了“披着羊皮的资本家”形象。

直到此时，这似乎还只是一场普通的舆论翻车事件。对于曾说过“996 是福报”、“工作强调 996，生活争取 669”的马云来说，情况还不算太糟。

在马云之后发言的中国金融监管者们并没有立即发出直接反弹的信号。除了下午发言的财政部副部长邹加怡在主题演讲中表示“要防止金融科技诱导过度金融消费，防止金融科技成为规避监管、非法套利的手段，防止金融科技助长‘赢者通吃’的垄断”。次日，无论是曾多次在公开场合点名批评蚂蚁的央行副行长范一飞，还是被马云在演讲中直接针对的研究数字货币的政策机构——央行数字货币研究所所长掌门人穆长春，都没有直接回应，或回应相当温和。虽然央行金融稳定局局长孙天琦做了一篇如何监管金融科技公司的报告，但不知出于何种原因，这一发言并未见诸报端。

可以说，25 日的外滩峰会气氛仍相当融洽，曾在 A 轮就投资蚂蚁的全国社会保障基金理事会副理事长陈文辉还在峰会现场喊话，表示正“积极参与蚂蚁 IPO”，希望蚂蚁能多给“额度和份额”；曾大力支持蚂蚁两家小贷公司的重庆市原副市长黄奇帆，也在发言中谈及了蚂蚁的资本金问题，不过他表示蚂蚁不太可能像传统金融机构一样缴足资本金，最好是和金融机构开放合作，将信息给到金融机构。上午会议的最后环节，原证监会主席肖钢发布了一份关于数字金融监管的报告，提出要仿照巴塞尔协议建立一套数字金融监管的新指标体系，在这一报告的课题组成员中，蚂蚁金服研究院院长李振华的名字也赫然在列。

风向的变化，始于 10 月 31 日这场由国务院副总理刘鹤主持的会议，提出要“依法将金融活动全面纳入监管，有效防范风险。监管部门要认真做好工作，对同类业务、同类主体一视同仁”。

风向的真正变化，起始于 10 月 31 日的国务院金融稳定发展委员会（下称“金稳委”）专题会议。在这场由国务院副总理刘鹤主持的会议上，提出要“依法将金融活动全面纳入监管，有效防范风险。监管部门要认真做好工作，对同类业务、同类主体一视同仁”。

金融监管部门开始密集发声。10月31日下午，央行旗下《金融时报》发表资深学者“张非鱼”的署名文章《关于金融创新与监管的几点认识》，随后，署名“周矍矍”、“时雨”的类似文章纷纷跟进。11月2日，银保监会消费者权益保护局局长郭武平发表署名文章，称“花呗”、“借呗”侵害消费者权益值得高度关注，这也是这一系列文章中唯一以真名出镜的金融监管者。

11月2日晚8点半，《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》突然挂网。这一办法从联合贷款出资比例、网络小贷杠杆率、跨省经营等问题上做出了从严规定，如若落地，蚂蚁的整体估值逻辑将发生改变。至此，即使是在普通观察者的眼里，蚂蚁上市一事，也开始有了悬念。

虽然有不少人猜测，马云是否早已知道监管部门即将重锤，所以才有在外滩发言之举。但从外滩峰会前蚂蚁上市进程的一路绿灯高歌猛进，与峰会结束沉寂数日之后突然收紧态度的对比来看，此次监管的表现颇有“应激反应”的感觉。内地媒体《财新》的一组封面报导也部分印证了这一观点，[报导](#)提到，外滩峰会的演讲稿由马云自己撰写，事先并未征求蚂蚁集团内部金融专业人士的意见，紧急出台的网络小贷新规虽然曾列于2019年银保监会的立法计划中，但并不在今年的工作计划内，而是应对马云演讲加班赶出的结果。

客观地说，如果不是联系到蚂蚁集团本身，马云的这番演讲只是作为一个金融界门外汉的“指点江山”，虽然对错参半，但在批评传统金融业的效率低下、和监管部门的官僚主义上，也颇有警醒意义。

然而，尤其是经历了2008年金融危机，和过去几年中国内地各种P2P式的金融创新乱象，外界对于“金融+创新”、“金融+互联网”的概念，已经是警惕大于兴奋。蚂蚁成长到今天，本身就是中国金融监管“漏洞百出”的结果，意外扶持了创新，但也培育出了一头自己难以约束的“大象”。在金融行业重归持牌机构、加强监管，和经济周期下行、居民杠杆率隐忧若隐若现的大背景下，马云这番不合时宜的演讲，在中国官方眼中显得尤为刺眼，也就可以理解了。



2017年11月7日中国香港，市场内的一个鱼摊上使用蚂蚁集团旗下的支付宝。摄：Anthony Kwan/Bloomberg via Getty Images

二、博弈监管的蚂蚁

虽然如今蚂蚁与传统金融业相爱相杀，在支付宝发展的早期，二者其实是有过一段不错的蜜月期的。

虽然如今蚂蚁与传统金融业相爱相杀，在支付宝发展的早期，二者其实是有过一段不错的蜜月期的。

多部有关蚂蚁的传记类书籍和文章都曾提及，支付宝最初可以破蛹成蝶，中国工商银行西湖分行功不可没。最初的合作方式是工商银行帮助淘宝网提供网上支付的接口，之后，为了解决几何级数增长的交易笔数和系统压力，虚拟账户体系应运而生；2005年，支付宝与工商银行签订战略合作协议，这也是支付宝首次与银行签订战略协议。在那样一个风气始开的互联网草莽年代里，不可谓不是银行系统的一次大胆跨界。

此后支付宝与银行系统的合作越来越紧密。据《蚂蚁金服：科技金融独角兽》一书的记载：2004-2006年，成立之初的支付宝和多家商业银行的网银系统进行了对接，使用户实现了电商平台的在线支付；2007-2009年，“出淘”阶段的支付宝作为多家银行网银产品的代理，给其他网络商家提供“插线板”式的一站式服务；2010年，支付宝用快捷支付将各家银行联系起来，建立了一个小额借记系统。

但其实，到了“快捷支付”的阶段，银行与蚂蚁已经火药味十足。2014年，四大行悉数降低支付宝快捷支付的额度，外界普遍认为这是为了限制余额宝的购买额度。到2014年春天仅成立8个月的余额宝，规模就冲破5000亿元，已经威胁到了商业银行的客户基础。

2014年3月还发生了一件事，即央行暂停二维码支付、虚拟信用卡等业务，原因是将条码（二维码）应用于支付领域有关技术，终端的安全标准尚不明确，虚拟信用卡则突破了现有信用卡业务模式，在落实客户身份识别义务、保障客户信息安全等方面尚待进一步研究。

但这两项暂停实则并未影响到蚂蚁业务的发展，反而扼住了持牌金融机构的手脚。在不少老银行人看来，这一阶段因央行禁令，银行错失了发展二维码支付的良机，支付宝和微信支付明修栈道暗渡陈仓，二维码业务反倒是风生水起，最终做到了今天占据九成以上移动支付市场的格局。

等到监管部门再次对蚂蚁和腾讯的支付业务出手，已经是从2017年开始着手的“断直连”和备付金集中存管。所谓断直连，指的是第三方支付机构切断之前直连银行的模式，接入清算组织网联或银联，以消除直连模式下潜在的信息不安全、信息不透明、重复投入等风险；备付金，则指的是第三方支付机构为办理客户委托的支付业务而实际收到的预收待付货币资金，属于支付过程中产生的沉淀资金，其所有权属于客户。但在很长一段时间里存在着管理不规范、支付机构携巨额资金与银行谈判议价、赚取备付金利息收入等问题。支付宝和腾讯财付通最多时曾在上百家商业银行开设了备付金账户，沉淀备付金总额超过万亿元，2019年1月才全部集中交存至央行。

然而这也已无法撼动两大巨头的地位。目前，央行着力推行的“条码互通”和数字人民币，也被外界认为是监管进一步制衡两大巨头支付业务的手段，前者可以实现一码通用，避免市场分割，给予中小支付机构公平竞争的机会，后者则至少可以实现对资金全链路的追踪，避免支付宝和微信支付的数据黑洞，也给了阿里、腾讯系以外互联网平台以及商业银行又一个在数字货币时代支付赛道弯道超车的机会——如果它们可以把握住的话。



2018 年 1 月 21 日中国三亚，阿里巴巴集团创始人兼董事长马云在“马云农村教师奖”颁奖典礼。摄：Wang He/Getty Images

支付是蚂蚁的基础，但不是它的利润核心，虽然监管与其在这一领域的博弈已经足够激烈。蚂蚁利润的主要来源是其信贷产品。

支付是蚂蚁的基础，但不是它的利润核心，虽然监管与其在这一领域的博弈已经足够激烈。蚂蚁利润的主要来源是其信贷产品，支撑这一信贷产品的两家网络小贷公司均重仓在重庆。今年，蚂蚁联合几家股东设立消费金融公司，仍然落在重庆。

在中国的金融体系中存在这样一类机构，大约从本世纪初开始，它们作为类金融机构开始试点，由地方进行审批，名义上由商务部或国务院分管，在一段时间内野蛮生长至数千家，随后又急剧减少或“空壳”。随着近年来金融监管收紧，这些牌照的管辖权逐渐转移至银保监会，但由于体系积重难返、官僚机构推诿塞责，直到今日，这些机构得益于各地监管宽严不同，成为民间金融得以在金融体系中分一杯羹的抓手。

小额贷款公司正是这批被称为“7+4”的类金融机构（注：“7”指的是小额贷款公司、融资担保公司、区域性股权市场、典当行、融资租赁公司、商业保理公司、地方资产管理公司，“4”指的是投资公司、农民专业合作社、社会众筹机构、地方各类交易所）中的一员，而得以借助互联网在全国范围内展开小额贷款业务的网络小贷，是小额贷款公司的衍生品，可以称为“试点的试点”，在全国范围内有 200 多家，其审批权和实际管辖仍然落在地方，直到此次网络小贷新规要将其监管“提格”至银保监会。

那么为什么蚂蚁的两家小贷会落在重庆呢？黄奇帆在一次演讲中提到，马云曾跟他说想注册个小贷，但是批不出来，各个地方都没有批，“我恰恰对网络小贷 P2P 是最反对的，一概禁止，我在重庆没有批过一个。但是互联网金融网络正常的搞贷款业务，实际上既有互联网基因、又有合理的小贷公司的基因，做得好就是真正的普惠金融。”他还表示，像马云这种方案，资金链不是乱集资的，投向是在网上的产业链、网上的这些小的企业，“所以他是合理的。所以当时我们把阿里、京东、腾讯他们都在我这儿搞小贷，搞的都风声水起，做得比较规范。”实际上，当时，重庆金融办对小贷的杠杆要求在各省份中放得最宽，即融资总额不超过公司资本净额的 2.3 倍。

蚂蚁却将这一杠杆放到了将近百倍。在 2017 年现金贷整改要求以前，蚂蚁两家小贷公司通过在场内外发行资产支持证券（ABS）开展融资，到 2017 年底规模总计约 3500 亿元，占到中国消费类资产证券化市场的九成，而在 2017 年底注资以前，两家小贷公司的注册资本金加在一起仅为 38 亿元。

根据 2017 年现金贷的整改要求，小贷公司以信贷资产转让、资产证券化等名义融入的资金，与表内融资合并计算后的融资总额与资本净额的比例，如果超过当地监管规定，应制定压缩规模计划，在限期内达到相关比例要求。蚂蚁只好作出两手反应，一是将注册资本增资到 120 亿元，二是开始压降 ABS 规模，直至此次上市，蚂蚁场内 ABS 的余额已将降至 1700 亿元，如果以此次网络小贷新规对 ABS 杠杆率的要求，基本已经达标。

但是 ABS 规模限制并不能挡住蚂蚁业务扩张的步伐。实际上到此次上市，蚂蚁的消费信贷余额达到 1.7 万亿，小微信贷余额达到 4000 亿，这 2.1 万亿的巨量信贷又是靠什么高杠杆魔术变出来的呢？答案是，联合贷款。通过小贷公司与商业银行联合出资，前者出 10%、1% 甚至不出资金，撬动银行 9 倍、99 倍的信贷联合发放，随后二者对收益进行分成。

对监管部门来说，如此大规模的信贷余额牵系于一家机构之身，银行却实质上不能掌握风控，无异于一颗不定时炸弹。

乍一看这种合作模式下，蚂蚁为银行导流了新客户，银行系统内的信贷资金有资本金支持，二者共享收益，应当是一个两全其美的事情。但实际上，蚂蚁在合作中的强势地位，以及银行本身受制于监管，使得银行既不能获得用户过多信息，也不能对客户进行二次营销，虽然蚂蚁强大的流量和数据可以迅速帮助银行增加个贷余额，进而增收，甚至可以以此作为契机，撬动零售部门的互联网转型，但多数银行实际上是“躺在上面赚钱”，还逐渐自废内功，基本沦为资金批发商。

对监管部门来说，如此大规模的信贷余额牵系于一家机构之身，银行却实质上不能掌握风控，无异于一颗不定时炸弹。今年 7 月，央行曾经对各银行做过一次调研，要求单独上报“借呗”“花呗”的信贷余额及不良率情况，足见央行也并不掌握这一数据。即使是在蚂蚁的上市招股书中，对此的介绍也是含糊不清，仅有一个总量数据，甚至不区分“花呗”和“借呗”产品，更无从谈及披露和各银行的合作情况。

此次网络小贷新规祭出的杀手锏，就是要求网络小贷公司与银行进行联合贷款业务时，出资比例至少要达到 30%。如果按照这一要求，蚂蚁至少要将其资本金提高到 900 亿左右。蚂蚁的整体杠杆倍数将会被限制在 16 倍左右。

当然，仍然有分析认为，即使是网络小贷新规也挡不住蚂蚁，因为联合贷款之外，还可以以“助贷”的形式去合作，管辖这一合作方式的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》并未对出资比例进行约束；蚂蚁手上还有消费金融牌照可以做文章，完全可以抛弃网络小贷牌照。可以说，只要中国金融监管体系还没有做到封堵所有漏洞，蚂蚁等民间金融就总是还能找到突围的办法，正如此前每一次监管部门的封堵措施都不能得偿所愿一样，最终只是逼出了蚂蚁在另一个地方的大体量创新。

但是，此次的暂缓上市，其严厉程度和影响还是超出了此前所有，加之 11 月份金融控股公司监督管理试行办法的即将落地——也许这一次等待蚂蚁的会是分拆，不再是过关斩将的好运气了。



2016 年 10 月 12 日杭州，双胞胎女孩在蚂蚁集团的摊位通过面部识别付款。图：Visual China Group via Getty Images

三、透支未来的消费贷

当马云说中国没有系统性金融风险的时候，可能恰恰忘记了，蚂蚁自己，也可能变成那个系统风险。

2009 年，刚刚成立的“阿里金融”团队曾和马云开过一次战略规划汇报会，汇报一开始，阿里金融团队的负责人、如今蚂蚁集团的 CEO 胡晓明说团队梦想是要以格莱珉银行为榜样拿诺贝尔奖，希望改变中国小微企业借钱无门的困境。但是看到方案的马云给他们当头浇了一盆冷水：“诺贝尔奖？你要是放几百万的贷款，还谈什么诺贝尔，如果能解决一二十万、三五万的贷款难题，诺贝尔还有那么点可能，因为那才是无解的难题。”

应该说，时至今日，蚂蚁做到了这一点。蚂蚁旗下的网商银行专注小微融资，笔均贷款仅为 2 万元左右，累计发放小微贷款超过 3 万亿元，余额达 4000 亿元，做到了传统银行无法做到的毛细血管融资，正如马云在外滩峰会上所说，“大银行更像是大江大河和血液的动脉，但是我们今天需要湖泊、需要水塘，需要小溪小河，需要各种各样的沼泽地”。

然而，与 1.7 万亿余额的消费贷比起来，4000 亿的小微贷款也相形见绌了。阿里巴巴的创始宗旨是让“让天下没有难做的生意”，配合网商银行的业绩，可以说仍然是一个受人尊敬的愿景，但是如果蚂蚁最终成长为一个给年轻人放消费贷，鼓励年轻人透支明天的巨兽，无论用什么样的外衣包装自己，“普惠金融”也好，“美好生活”也罢，恐怕都很难获得外界长久的信任。

10 月份，一则 37 岁施工队队长借“花呗”给女儿过生日的广告曾引发争议。“一家三口的日子，再精打细算，女儿的生日，也要过得像模像样。”这其实是蚂蚁计划上市前铺天盖地花呗广告中的一例。此外，还有年轻情侣用花呗在四个城市之间漂泊，大学毕业生用花呗环球旅行看世界，丈夫用花呗请妻子的父母吃饭，年轻人用花呗支付聚餐等等，在马云外滩峰会前已经引起了一轮舆论翻车。

有网友如此评论：“这十个广告连在一起环环相扣，从上学到毕业，从打工到养家，从租房到在各个城市之间漂泊。花呗在每一个不那么成功的人生中间塑造虚假的美好，鼓励不现实消费。丑陋，险恶且虚伪。”还有网友给花呗设计了广告词：“用花呗，让你还债一辈子，让你到了 37 岁给女儿过生日都过不起，还要靠向花呗借钱。”

这固然有调侃的成分在，但背后民意可见。2008 年金融危机以后，中国居民杠杆增速全球最快，主要原因是四万亿大放水，但“互联网+金融”也为此推波助澜。中国居民信用卡余额大约 7 万亿元，除此之外，蚂蚁携手商业银行贡献了将近 2 万亿元的余额，P2P 差不多掠夺走了居民 8000 亿的财富，还有其他互联网公司与银行通过助贷累计了几千亿余额，叠加消费金融公司余额大约 5000 亿。

与近 30 万亿元的个人房贷余额相比，个人消费贷短贷的规模仍不算大，但它借助互联网等手段向次贷人群的逐步扩散，一旦发生经济危机债务链条开始传导，对处理企业破产经验有余、处理个人破产毫无经验的中国政府来说，绝对是一个烫手山芋。

这些年如果生活在中国内地，会有一个普遍的感受，就是借钱太容易了。蚂蚁集团的造富神话启发了一批互联网公司，诸如腾讯、京东、百度、360、美团、滴滴、小米、头条都纷纷进入借贷领域，与国际同行相比，中国互联网企业进入金融行业的门槛实在太低。

美国四大科技巨头 FAAG，目前仅有苹果和高盛去年 8 月发行了虚拟信用卡，苹果以导流为主，亚马逊与高盛旗下 Marcus 平台合作为中小企业提供贷款以外，基本很少涉足金融尤其是个人金融业务。Facebook 倒是有做 Libra 的野心，但仅发布了一个白皮书就遭到全球金融监管的弹压，至今泥足不前。这其中原因多样：既有欧美国家传统金融和征信体系较为发达，互联网金融机会较少的原因，也有对个人信息和数据保护更加严格、行为监管更加完善、金融消费者保护更为严格有关。

被马云抨击的源自欧美的“老年人俱乐部”，以及欧美在金融数字化创新上受到的限制，一方面的确让金融消费者少了很多便利，但也保护了终端脆弱的消费者，免受互联网金融过快、过于无孔不入的收割。

毕竟，在经济上行期，蚂蚁等互联网巨头的资产质量可能并不会出问题，但一旦经济步入下行周期，它们的大数据风控真的有它所宣扬的那么可靠么？这可能也是中国监管所担心又无法回答的问题。当马云说中国没有系统性金融风险的时候，可能恰恰忘记了，蚂蚁自己，也可能变成那个系统风险。

（惟庸，数字金融研究者）