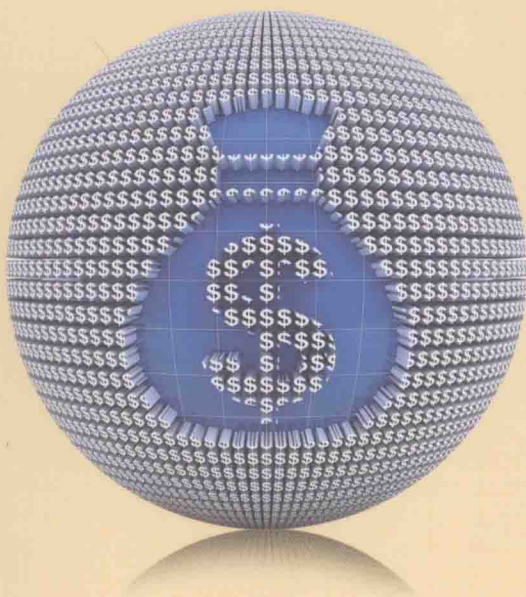


P2P

中国式高收益债券 投资指南

陈文◎等著

An Investment Guide to P2P
Lending in China's High
Yield Bond Market



在互联网金融纷繁复杂的当下，本书将引领读者看清迷局，穿越重重雷区，寻找高额回报的P2P投资机会！



机械工业出版社
China Machine Press



P2P

中国式高收益债券 投资指南

陈文◎等著

An Investment Guide to P2P Lending in
China's High Yield Bond Market



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

P2P: 中国式高收益债券投资指南 / 陈文等著. —北京: 机械工业出版社, 2015.4

ISBN 978-7-111-49756-1

I. P… II. 陈… III. 互联网络-应用-借贷-中国-指南 IV. F832.4-39

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 059225 号

P2P: 中国式高收益债券投资指南

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 董凤凤

责任校对: 殷虹

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2015 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 14

书号: ISBN 978-7-111-49756-1

定价: 39.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

消费者保护是互联网金融监管的重心

互联网金融是一个产业和金融的大融合，互联网金融产品创新会加剧金融混业和金融产品的复杂化。表面上看，互联网金融的兴起使金融产品更加简单，资金融通更加便利，但从深层次上看，互联网金融创新在促使资金融通服务于实体经济的同时，也带来了新的金融风险，互联网技术创新和资产证券化金融衍生产品创新的融合会产生较之传统金融而言更为复杂的双重风险。

陈文博士的这本新书在肯定 P2P 理财高收益的同时，也充分揭示了其较大的投资风险，消费者保护必须引起人们的充分重视。我很早就与法学界的朋友一起创办了金融 315 网站，致力于金融消费者保护的公益事业。而对于监管机构而言，在鼓励以 P2P 为代表的互联网金融创新的同时，必须从制度层面强化对消费者的保护。

对于互联网金融产品零售市场的监管，我的建议包括四点：一是风险提示，风险提示应与传统金融法保持一致；二是网上销售金融产品应采取适当性原则，将适当的互联网金融产品销售给合适的消费者；三是给予更多网上金融消费者以更多选择权及保护措施，特别是强化重点信息披露的有效性；四是导入冷静期制度。

除此之外，对消费者权益的保护还需要构建互联网金融产品的事后纠纷解决机制，关于这一问题，我重点谈以下两点。

推荐序

P2P

An Investment Guide
to P2P Lending in
China's High Yield
Bond Market

一是举证中充分的证据保障。这里重点要关注电子合同是否有效，是否具有法律依据。电子合同说起来是事后的纠纷解决，实际上事前就要做到充分的证据保障。由于电子合同是很容易被篡改和伪造的，消费者维权必须提供有效证据，包括时间戳。但是目前数字时间戳技术并未广泛展开，迫切需要进行推广。

二是互联网调解机制的完善。网络交易迅速、量大，但每笔交易金额可能非常小，如果靠法院判决，成本太高；如果靠集团诉讼必须有法定依据，否则难以实现；如果靠仲裁，则花费过高；从可行性看，只有靠调解。网上高效、快捷的调解机制是互联网金融创新纠纷解决机制的必然选择。我们可以借助金融督察员机制（FOS）的经验，在网上快速、高效地解决纠纷。需要强调的是，金融督察员的裁定应具有权威性，消费者也应保留再次起诉的权利。

除了对个人投资者进行投资指导外，陈文博士的这本新书最有价值的一点在于对中国 P2P 机构投资人的未来做了有益探讨。事实上，债权融资的网络化必然导致投资者层次参差不齐，基于投资者的物力、财力、信息获取能力、知识水平以及投资经验的不同，其所能够承担的风险的能力也大有不同，监管机构对专业的机构投资者与缺乏经验的个人投资者的保护侧重点应当有所不同。

监管层对于 P2P 投资者进行分类差异化保护势在必行。不区分客户类型而一概给予相同程度的保护并不可行，因为如果 P2P 平台一概提供较高标准的保护，会给 P2P 平台带来大量不必要的支出，造成资源的浪费；而如果一概提供较低程度的保护，则会使得保护形同虚设，不利于整个行业的发展。对消费者进行分类保护是消费者保护政策制定中的重中之重。通过分类保护，鼓励有风险承担能力的机构投资人自行承担投资 P2P 的风险，也有助于 P2P 行业的整体去担保化。

我郑重向各位读者推荐这本新书！

中国人民大学法学院副院长、教授、博导 杨东

出于研究小额信贷市场的需要，我在 2012 年上半年第一次接触 P2P。那时，我对 P2P 行业的看法还很模糊，认为 P2P 只是民间借贷由线下搬到线上。而当时国内能够被叫得出名字的平台还只有个位数，我们很难预料短短几年后会有上千家平台诞生。随着 2012 年下半年与 P2P 业内人士的交流频率明显增加，我逐步看明白了 P2P 行业的商业模式，并形成如下认识：从为投资人提供更多低门槛、高收益的理财机会的角度看，以 P2P 为代表的互联网金融推进了普惠金融的进程。

2013 年下半年，随着互联网金融春天的到来，P2P 平台的数量迎来了爆发式的增长。作为一个 P2P 行业的长期观察者，我在为行业快速发展感到由衷高兴的同时，也为此起彼伏的平台跑路事件深感忧虑。从整体上看，P2P 行业的风险依然比较大，部分 P2P 平台的坏账率可能高达 10% 以上，但从个别平台来看，行业中则不乏较为优质的平台能够为投资人提供较为安全的投资回报。与 Lending Club 等美国平台不同，国内平台大多存在本息保障，平台的坏账并不会直接构成投资人的损失。这样，在国内进行 P2P 投资，选平台极其关键。单从数据上看，截至 2014 年年底，国内为人所知的 P2P 平台有 1000 多家，跑路或者出现提现困难的已经超过 200 家，P2P 投资的关键在于“避雷”。

在 P2P 网贷处于野蛮生长的阶段，散户投资人如何选

前言

P2P

An Investment Guide
to P2P Lending in
China's High Yield
Bond Market

择优质平台呢？衡量一个平台是否优质没有一套统一的标准，我在这里仅罗列几点个人投资的体会。第一，平台的收益率必须合理。骗子平台大多以高息或高额奖励吸引投资人，随时可能卷款潜逃，而真正打算持续经营下去的平台一定会有意识地控制资金获取成本。第二，平台的风控必须严格。绝大多数平台跑路并非是因为单纯行骗，而是由于风控不严、坏账过高而不得不跑路，严格的风控是平台持续经营的关键所在。第三，平台的经营模式必须清晰。衡量经营模式是否清晰的标准在于平台是不是足够的“本土化”，即能否把互联网的先进理念与民间金融的现实条件有机结合起来。由于国内平台在信贷项目获取上存在区域资源导向性，所以衡量平台是否足够“本土化”主要是看该平台在该区域的金融生态环境中是否足够“和谐”。

必须强调的是，P2P本质上可以视为一种违约风险较大的高收益债券，即使是优质平台也存在远高于银行理财产品的违约风险。我们对本书正文中提及的众多P2P平台不做任何倾向性的推荐，仅出于研究需要做了一些简单介绍，投资者必须自行判断平台是否足够优秀。而在正式开始投资P2P之前，投资者还需要自行衡量P2P较高的投资风险是否能够承担，选择优质P2P平台过程中的心力憔悴是否愿意承受。单纯从其金融理财产品的属性看，任何金融产品的投资决策无非是风险与收益的权衡，P2P理财的高风险客观存在，但其高收益也实实在在，就2014年行业平均17%~18%的收益率水平来看，P2P相较其他理财产品而言，具有较大的吸引力。要知道，巴菲特、彼得·林奇等投资大师的年化收益也只有14%左右，单从投资收益率角度来看，P2P投资界已经有无数位投资大师。除此之外，我通过微信与P2P创业圈和投资圈内的各种人士进行充分交流，以投资理财为契机与优质平台共同成长过程中的乐趣也颇值得回味。

尽管个人投资者目前主导了中国的 P2P 投资市场，但长期看来，P2P 投资最后将是机构投资人的游戏，散户参与 P2P 理财必将经历一个“再中介”的过程。继美国兴起一些 P2P 投资基金代替个人投资人进行 P2P 理财后，国内也出现了一些 P2P 集合理财产品。这些 P2P 集合理财产品在为个人投资者提供了低成本、分散化的 P2P 理财渠道之余，还通过“随时赎回”的设置提高了 P2P 理财的流动性。但目前国内运作这些产品的机构并不规范，相关的法律问题仍有待探索。

最后需要向读者介绍的是，本书的主要撰写人均均为百舸金融论坛成员。百舸金融论坛是我与一些志同道合的博士共同发起的青年学术研究组织，计划团结 100 名优秀的年轻人共同推进对于新兴金融业态的研究。我们在互联网金融尤其是 P2P 网贷领域已经取得了一些研究成果，近期我们在推进由互联网金融反思传统金融的研究。我们恳请广大读者提供更多的研究素材，让我们有能力为中国普惠金融的明天贡献更多的智力支持。谢谢！

陈文

中国人民大学财政金融学院

推荐序 消费者保护是互联网金融监管的重心
前 言

第一章

高收益债券：一笔好的投资 / 1

第一节

何谓高收益债券 / 1

第二节

国外高收益债券的发展简史 / 8

第三节

高收益债券的投资机会 / 12

第二章

P2P：中国式高收益债券的兴起 / 16

第一节

何谓 P2P 网络借贷 / 16

第二节

国内 P2P 网络借贷的兴起 / 21

第三节

P2P 与中国高收益债券市场的萌芽 / 27

第三章

行业现状：P2P 行业现状分析 / 33

第一节

排查摸底：P2P 行业数据 / 33

第二节

草莽英雄：P2P 从业队伍 / 39

第三节

夹缝生存：灰色地带的 P2P / 47

第四章

模式分析：P2P 模式分析 / 53

第一节

模式剖析：P2P 的主流模式 / 53

第二节

发展软肋：P2P 的风控体系 / 61

第三节

转型思考：P2P 的傍大款路线 / 69

第五章

收益分析：P2P 理财收益知多少 / 74

第一节

P2P 平台的运营成本与收益分析 / 74

第二节

P2P 平台的投资标的分析 / 78

第三节

P2P 平台给投资人的回报分析 / 82

第六章

投资风险：P2P 平台跑路 / 89

第一节

P2P 投资的安全系数 / 89

第二节

P2P 平台何以频频跑路 / 96

第三节

P2P 跑路与维权处理 / 102

第七章

甄别评价：识别好的 P2P 平台 / 109

第一节

项目质量最关键 / 109

第二节

管理层素质与平台实力 / 112

第三节

第三方资质 / 119

第八章

投资决策：散户如何进行 P2P 投资 / 123

第一节

P2P 投资的基本功课 / 123

第二节

P2P 投资策略攻略 / 129

第三节

个人投资的财富投资组合建议 / 135

第九章

组团投资：P2P 机构投资者的前奏 / 140

第一节

P2P 组团投资的运行模式及参与策略 / 140

第二节

P2P 组团投资对行业的影响及其发展方向 / 147

第三节

P2P 平台内的组团投资 / 151

第十章

P2P 评级: P2P 投资基金运作的前提 / 158

第一节

P2P 评级对 P2P 投资基金的意义 / 158

第二节

国内 P2P 评级的一些尝试 / 160

第三节

对现有 P2P 评级的评价 / 170

第十一章

P2P 投资基金: 更有效率投资 P2P 的选择 / 174

第一节

海外 P2P 投资基金发展现状 / 174

第二节

国内准 P2P 投资基金发展现状 / 179

第三节

国内 P2P 投资基金运作模式的法规探析 / 185

第十二章

未来展望: P2P 投资的未来 / 190

第一节

风口中的中国 P2P / 190

第二节

未来的 P2P 市场格局演变 / 197

第三节

P2P 投资基金的发展展望 / 206

后 记 / 212

第一章 P2P

An Investment Guide
to P2P Lending in
China's High Yield
Bond Market

高收益债券

一笔好的投资

在债券投资领域，很多人虽然对高收益债券还依然很陌生，但对国债已经较为熟悉。很多关于债券的字眼，人们已经耳熟能详，如国家开发银行、进出口银行、农业发展银行发行的政策性金融债。这里，政策性金融债和国债我们统称为利率债，它因为有政府信用作为背书而属于无信用风险债券。此外还有许多不同的有信用风险的债券，包括上市公司发行的公司债，发改委审批发行的企业债等。高收益债券就像债券领域的新人，大家还不是很熟悉，因此，要做一笔好的投资，就必须了解高收益债券，包括它的本质、发展历史和当前的投资机会。在这一章，我们将娓娓道来。

第一节 何谓高收益债券

知己知彼才能百战百胜，买商品我们要货比三家，买股票我们必须看看基本面和K线，也要看看政策。我们只有了解所投资的标的，才能明白个中的逻辑关系，才能做一笔好买卖。因此，要想做一个明明白白的投资者，我们就必须先了解下什么才是高收益债券。

一、高收益债券的定义

“高收益债券”诞生于 20 世纪 70 年代初。在 1974 年前后，受石油危机的冲击，美国国内外的政治与经济状况不佳，导致美国第二次世界大战（以下简称二战）后的经济繁荣戛然而止。受房地产和股票市场资产价格不断下跌的影响，银行的资本金普遍不足，因此银行开始大幅缩减信贷量并减少信贷范围，新增贷款只流向那些规模最大、评级最高的公司。1974 年，美国商业银行的信贷规模缩减到 160 亿美元，减少了 20%。对于绝大多数评级一般的企业而言，即使愿意付出较高的资金成本，也难以获取融资，由此不得不降低经营杠杆，取消扩张计划，这导致美国私人企业部门就业率出现二战后的最大降幅。在银行信贷紧缩的时代，信息技术、保健、娱乐等新兴行业的企业为了发展壮大迫切需要补充资金，而汽车、采矿、钢铁等传统行业的企业也需要大量资金进行重组与改造，因此企业融资方式的创新迫在眉睫。而股票指数和房地产价格的不断走低，也使得投资者需要资产管理人能够设计出一种新的金融产品，为投资者提供较为稳定的投资收益。

在这一时代背景下，迈克尔·米尔肯提出了高收益债券的概念。发行企业债券不再是大公司的专有权，无论是大型还是小型的，新成立的还是老的企业都能够通过发行债券获取融资。高收益伴随着高风险、高违约率，因此高收益债券又被称为“垃圾债券”。高收益债券发行的实践表明，高收益债券提供的高收益足够弥补其潜在的高违约率，这样之前被隔离在金融市场尤其是企业债券市场的一些企业，慢慢成为金融市场的主流融资群体。

“垃圾”一词最早被用于股票，对于米尔肯创造的另类债券而言，“垃圾债券”的称呼晚于“高收益债券”。对于证券市场上的专业人士而言，“垃圾”一词是对那些之前拥有较高信用等级但评级遭到下调的公司的简称，对应一个非常形象的词就是“堕落天使”。自 20 世纪 50 年代开始，《福布斯》就推出一个专栏，列出这些信用评级表现落后的公司，当时指的是股票。垃圾股票的投资者赌的是堕落天使重返天堂的一天，即企业通过优化经营与资产负债表，能

够使评级上调，从而使得股价能够上涨。可能由于1974年被列为“垃圾债券”发行人的那几家公司恰好都是1973年被《福布斯》杂志称为“垃圾股”的公司，“垃圾债券”这一提法逐步与“高收益债券”通用。这两个说法各侧重一方面，“高收益”强调的是这类债券能够给投资者带来较高的期望收益，其一般年化票面利率能够高达12~14个百分点，同时其价格本身的波动性也能够带来较高的资本利得收益；而“垃圾”强调的是这类债券给投资者带来的高风险，垃圾债券的违约率显著高于信用等级较高的企业发行的债券且垃圾债券的价格波动幅度也非常大。垃圾债券有时候也被称为“投机型债券”，“投机”二字突出说明了垃圾债券的价格波动中的投资机会。

在《福布斯》杂志1974年4月1日关于“垃圾债券”的第一篇文章中，福布斯杂志对于垃圾债券的定义进行了探讨，认为垃圾债券通常指的是出于兼并或者置换股权的目的而发行的债券。我们将此定义进行延伸，也可以把一些信用资质不佳、杠杆率非常高的公司发行的债券包含进来。表1-1给出了穆迪和标普对投资型和投机型债券的划分。

表 1-1 穆迪和标普对投资型与投机型债券的划分

类 别	信用等级	穆迪	标普	解 释
投资型债券	信用极高	Aaa	AAA	最高等级，基本没有违约风险
		Aa	AA	较高等级，只有较低的违约风险
	信用较高	A	A	中等偏上等级，风险比较小，但是有可能出现问题
		Baa	BBB	中等等级，现在问题不大，未来可能有问题
投机型债券	信用较低	Ba	BB	有一定的投机成分，长期会有比较大的问题
		B	B	现在可以支付利息，但违约风险较高
	信用极低	Caa	CCC	质量较差，违约可能性很高，对经济环境依赖性高
		Ca	CC	投机成分大，可能已经违约，到期偿还的可能性不大
		C	C	最低的等级，偿还全部债券的可能性基本没有
	D	D	已经违约	

资料来源：王巍，施迈克，等. 高收益债券与杠杆收购 [M]. 北京：机械工业出版社，2012.

二、高收益债券的主体分类

20世纪80年代末，高收益债券的发债主体主要集中于募集资金用于杠杆收购的公司。随着市场的发展和扩大，进入21世纪以后，高收益债券的发债主体已经完全多样化。目前高收益债券的发债主体主要可分为以下几类。

(1) 中小微企业。此类公司刚刚起步，没有很长的经营历史，其中很多获得评级公司投资级别的评级较低或者还根本没有评级，在高收益债券市场得以发展之前，往往只能向银行获得短期的流动贷款或者向财务公司筹措短期资金，甚至可能被贷款机构拒之于门外。这些制约了这些中小微企业的发展壮大。高收益债券市场为那些没有足够长的发展历史或者资信评级不够的公司提供了一条获得长期资金的机会。

(2) 信用评级恶化的公司。信用评级恶化的公司又被称为“堕落天使”，此类公司原来投资级别、信用评级较高，但由于公司经营状况的恶化，导致信用资质下降至较低的投机评级。在之前的资本市场，这类企业往往成为市场的弃婴，被贷款机构所抛弃，但是这类企业的经营发展不善往往是暂时的，通过高收益债券的发行抑或会使公司发展重新走上正轨。

(3) 高负债水平公司。此类发债主体因为高于平均水平的负债率而被评级机构所关注。它们通常通过发行高收益债券来偿还银行贷款，或者通过募集资金来进行收购或者抵御恶意收购。

(4) 杠杆收购公司（LEBO）。杠杆收购是一类特殊的类型，通常是公众公司通过发行高收益债券募集资金来收购股东的股份，收购完成后公司的部分资产和部门将被出售用以偿还债务。

(5) 资本密集型企业。资本密集型企业发行高收益债券主要是因为其利润积累和银行贷款无法满足自身的资金需求，如公司需要大量资金进行收购资产和扩大产能。