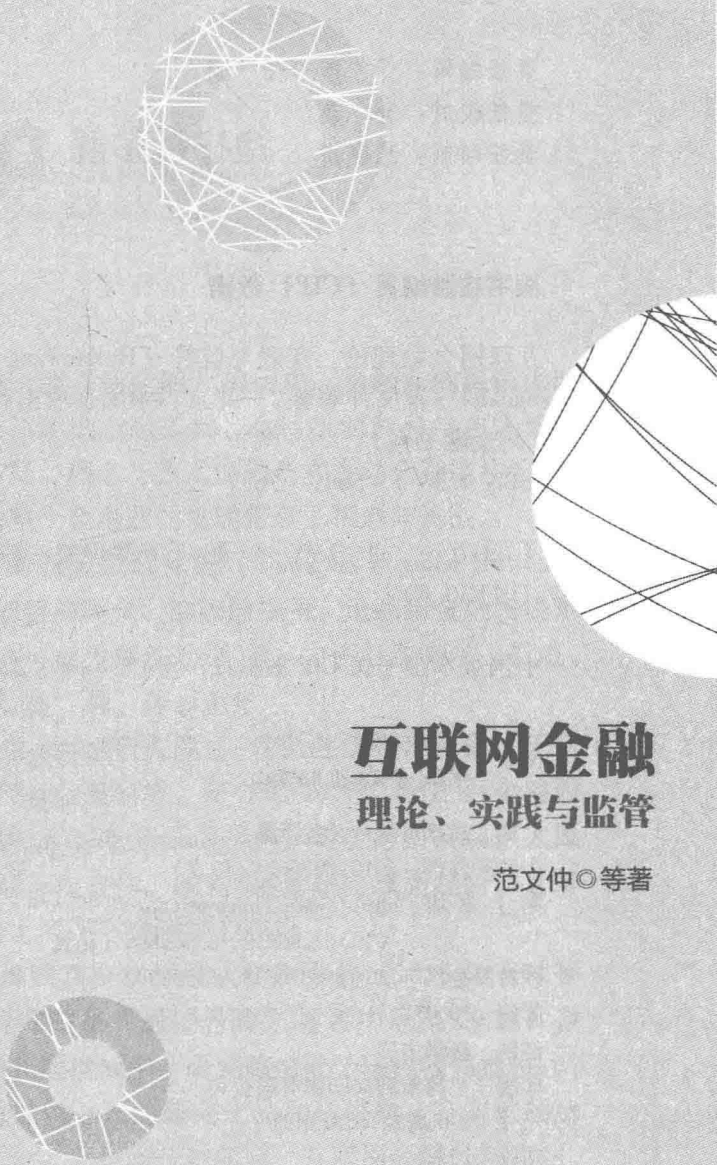


互联网金融 理论、实践与监管

范文仲◎等著



互联网金融

理论、实践与监管

范文仲◎等著

 中国金融出版社

责任编辑：亓霞任娟

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

互联网金融理论、实践与监管 (Hulianwang Jinrong Lilun、Shijian yu Jianguan) / 范文仲等著. —北京: 中国金融出版社, 2014. 10
(新金融书系)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7677 - 2

I. ①互… II. ①范… III. ①互联网络—应用—金融—研究
IV. ①F830.49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 223257 号



出版 中国金融出版社
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 三河市利兴印刷有限公司

尺寸 170 毫米 × 230 毫米

印张 16.75

字数 182 千

版次 2014 年 10 月第 1 版

印次 2014 年 10 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7677 - 2/F. 7237

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



中国的金融发展史就是一部“新金融”的历史，金融业的版图无时无刻不在演变、重塑。不断革新的金融工具、运行机制和参与主体塑造了不断变化的金融业态和格局。理念与技术的创新在推动金融结构演进、金融改革深化的同时，也为整个金融业的发展带来了机遇与挑战。

“新金融书系”是由上海新金融研究院（Shanghai Finance Institute, SFI）创设的书系，立足于创新的理念、前瞻的视角，追踪新金融发展足迹，探索金融发展新趋势，求解金融发展新问题，力图打造高端、权威、新锐的书系品牌，传递思想，启迪新知。

上海新金融研究院是一家非官方、非营利性的独立智库，致力于新金融领域的政策研究。研究院成立于2011年7月14日，由中国金融四十人论坛（China Finance 40 Forum, CF40）举办，与上海市黄浦区人民政府开展战略合作。研究院的宗旨是：探索国际金融发展新趋势，求解国内金融发展新问题，支持上海国际金融中心建设。

2014年1月22日，在美国宾夕法尼亚大学发布的《2013年全球智库报告》中，上海新金融研究院在“最佳管理”排名中居第29位，是该榜单中国区第一。在其他几项指标中，研究院也处于国内领先地位。

上海新金融研究院努力提供一流的研究产品和高层次、有实效的研讨活动，包括举办闭门研讨会、上海新金融年会、互联网金融外滩论坛，开展课题研究，出版《新金融评论》、“新金融书系”等。

中国金融四十人论坛是一家非官方、非营利性的独立智库，专注于经济金融领域的政策研究。论坛由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。本智库的宗旨是：以前瞻视野和探索精神，致力于夯实金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

新金融书系编委会

主 任：屠光绍 上海市委常委、常务副市长
万建华 国泰君安证券股份有限公司董事长
钱颖一 上海新金融研究院院长

副 主 任：周 伟 上海市黄浦区区委书记
许 臻 上海清算所董事长

主 编 （按姓氏拼音排序）：

李迅雷 连 平 廖 岷 马 骏
缪建民 张 春 郑 杨 钟 伟

执行主编：王海明 上海新金融研究院常务副院长

编 委：廉 薇 马冬冬

前 言

互联网金融发展迅速，引起了监管层、学术界和业界的广泛关注与讨论。虽然社会上针对互联网金融出现了不少理论阐述，但是多数分析仍倾向于从机构角度对互联网金融进行分类。本书从金融功能属性出发，从空间维度和时间维度对金融功能进行划分，并将除此之外的金融功能归为第三方金融服务。这种研究思路不仅将互联网金融顺理成章地纳入金融功能分析框架，更能够从历史上看到金融发展沿革的轨迹，从而揭示金融创新与金融风险并存的深刻道理。这一思考对金融监管的运用也具有启发性，从金融功能出发的监管思路可能会突破现有监管框架，实现更有效的监管。

本课题组成员来源广泛，既有监管层的前沿工作者，又有业界的实际创新人，还有学术界的博士生。可以说，本书在立题之初就希望对互联网金融的观察取得全面多元的视角。本书的作者分别为范文仲、蒋则沈、周特立、郭宇航、董辰珂。

感谢各位作者对本书的贡献，也希望本书对互联网金融发展产生些微贡献。

范文仲
二〇一四年九月

目 录

第一章 金融创新与金融制度的演进	1
第一节 金融支付体系的发展	3
第二节 间接融资和风险管理制度发展	21
第三节 直接融资和资本市场的演变	37
第四节 第三方金融服务	52
第五节 金融监管和宏观经济管理的启示	59
本章小结	68
第二章 国际互联网金融行业发展现状	73
第一节 互联网支付	73
第二节 互联网投融资——P2P 借贷	85
第三节 互联网投融资——众筹融资	100
第四节 第三方金融服务	110

本章小结	116
第三章 互联网金融的国际监管实践	121
第一节 互联网支付	121
第二节 互联网投融资——P2P 借贷	130
第三节 互联网投融资——众筹融资	142
第四节 第三方金融服务	146
本章小结	151
第四章 国内互联网金融发展实践	154
第一节 互联网支付与理财风起云涌	154
第二节 互联网信贷——P2P 方兴未艾	157
第三节 众筹任重道远	184
第四节 比特币风声鹤唳	190
本章小结	191
第五章 国内互联网金融监管探索与实践	194
第一节 网络支付与结算	197
第二节 P2P 网络借贷	216
第三节 众筹融资	221
第四节 网络销售金融产品	223
第五节 比特币等虚拟货币	227
第六节 地方政府的互联网金融产业政策	228
本章小结	235

第六章 中国互联网金融创新前景展望	237
第一节 中国互联网金融发展面临前所未有的机遇	237
第二节 推动金融创新应防范金融风险	239
第三节 互联网金融监管的基本原则	240
第四节 未来世界	244
附录一 作者简介	248
附录二 上海新金融研究院简介	250
附录三 上海新金融研究院组织架构与成员名单 (2014 年)	254

第一章

金融创新与金融制度的演进

金融的核心功能是对经济风险进行定价和交易，从而有效分配经济要素资源，实现社会效益的最大化。金融活动既可以表现为从空间维度、时间维度来直接分配经济资源的交易和投融资活动，也可以体现为通过咨询和代理销售等第三方服务来促进社会资源更优化的分配。20 世纪 90 年代以来兴起的互联网科技正在深刻地改变着人类社会的形态。近年来，互联网金融业务在空间和时间等多个维度创新发展了传统金融的功能。

首先，信息和通讯科技的发展显著降低了空间距离对资源交换的影响，金融支付体系出现了革命性变革，商品交换在更广阔的范围内实现。互联网大大加强了人类个体之间的社会联结，物理空间的距离对信息交换的限制已经基本消除，社会群体在虚拟空间可以长时间共同生活，商品经济的社会化程度急剧提高。在空间资源分配方面，由于网络平台技术的应用，金融支付范围突破了空间与地域的限制，金融资源的流动可以实现点对点的实时分配，进一步降低了交易成本，商品交换的广度和深度大大加强。

其次，“大数据”的发展大幅降低了金融信息的搜索和撮合成本，

间接融资的中介特性发生变化，直接融资的社会化程度大大加强。计算机科技的发展，使信息传播、储存、分析的成本大幅下降，从而对经济人的行为特征、财富需求、风险偏好有更为清晰的了解。在时间维度的投融资方面，互联网技术的应用促使资金供需方的信息交换更加便利，降低了信息搜寻与撮合成本，互联网投融资由单纯的交易撮合衍生出互联网存贷与众筹投融资等创新方式。商业银行实体分支机构的功能逐渐被网络平台取代；众筹将投资风险在广大的投资者群体中分散，使高风险的项目融资成为可能。

最后，互联网的大平台特性使得微量的个性化金融服务成为可能，增强了金融的普惠化。现代金融体制帮助削弱了阶级的划分，缺乏资金者只要能提供良好的投资回报，就可以通过互联网平台获得资金，资金富余者可以通过放贷和投资分享收益，全社会的资金回报率提高；与此同时，“私人产权”的观念渐渐被共享收益的方式所取代。第三方金融服务借助互联网强大的数据处理功能，及时应用大平台与“大数据”技术为客户提供更便捷、更优惠的增值金融服务。金融产品销售的范围大大扩展，金融咨询服务的成本显著降低。金融服务不再是富人的专利，中产阶级甚至低收入家庭也可以享受到基本的金融服务。金融行业的神秘性降低，金融服务的普惠化加强。

毋庸置疑，互联网金融提供了更加便利的方式和更加社会化的交易平台，正在深刻改变传统金融活动，具有伟大的创新意义。但是，历史告诉我们，每一次重大的金融创新都会带来前所未见的金融风险。11世纪纸币的出现曾触发了中国宋朝第一次通货膨胀，西方股票市场的出现也曾导致密西西比和南海泡沫事件，各国总是在饱尝危机教训之后才开始补救、完善金融制度。针对新的金融风险，大明王朝采取的措施是取

纸币币，扼杀了中国领先 600 年的金融创新；而西方在数次资本市场危机之后，在罗马契约法理的基础上不断推动制度创新，提倡平等合规的契约精神，实现了金融创新与制度创新的平衡发展。

我们应该认识到，科技进步和金融创新并不必然降低风险，互联网金融并没有改变金融业务具有收益不确定性的本质特征，更加社会化的平台也会扩大金融外部性的负面效应。如果没有审慎明确的风险管理制度，新的金融危机将有可能在更大范围、更加快速地扩散。我们真诚地希望，在中国互联网金融兴起之时，全面了解其创新意义和内在风险本质，积极推动建设与之相适应的金融契约制度，抓住这次历史机遇，不重蹈历史覆辙，找寻到一条金融创新与制度创新的平衡之路。

第一节 金融支付体系的发展

金融活动在空间维度分配资源的功能集中表现为商品交易支付媒介的不断发展。从社会发展史的角度看，支付媒介的产生使商品交换成为可能，导致了商业分工的出现和远距离交易的实现，从而在一定的空间范围内更有效地组合使用生产要素。随着科技的发展，支付和结算手段不断发展，商品交换的空间范围不断扩大，可以在更大的范围内实现生产要素的最优分配。金融活动成为商品经济的重要推动力，在支付方式演变的过程中，金融创新和制度创新并行发展，互为因果。

一、商品支付媒介的演变

（一）近距离商品交换：从自给自足到易货贸易

人类社会发展的早期，群居部落的经济方式以自给自足为主，为了



满足对内部无法生产的特殊物品的需求，偶尔进行商品交换。随着生产效率的提高，不同个体和地区发展出了自己的生产专长，自给自足的小农经济形式被打破，逐渐过渡到进行大规模商品交换的社会形态。大卫·李嘉图在其代表作《政治经济学及赋税原理》中提出了比较成本贸易理论，认为擅长生产葡萄酒的人应该和擅长生产羊毛的人进行交换，在此基础上，经济资源得到更优化的使用，全社会的经济效益都会上升。但是，在实践中，通过贸易交换实现生产的比较优势面临很多困难，因为交易对象的搜寻成本、磋商成本和运输交换成本都很高。在人类文明发展的初期，商品交易以易货贸易为主，交易的时间比较长，交易地域很小。与此相对应，易货贸易对交易契约制度的要求不高，交易双方可以看到葡萄酒和羊毛，交易风险和交易对象的人品关系不大，即使没有法律制度安排也可以进行交易。

（二）长途贸易：从金属货币到纸币

在商品交换发展的第二个阶段出现了标准化的交易媒介。中国的货币文化灿烂辉煌，有文字记载的货币史长达 3500 多年。先秦时期，牲畜、兽皮、珠玉、贝、布帛及金属都充当过货币。《周礼·载师》云：“凡宅不毛者有里布”，里布就是以布为材料制成的交易媒介物，里布上有币名、年月、地址、钱数、发行人印信。《诗经·氓》云：“氓之蚩蚩，抱布贸丝。匪来贸丝，来即我谋。”其中的“布”指布币。周代 800 年的币制，一直以布帛为本位。其他东西虽然也被用做币材，但使用总不如布帛来得广泛，这可以说是我国货币史上的一大特色。中国也是世界上以铜铸币最早的国家，公元前 1500 年，商代已有铜贝币，是世界上最早的金属货币之一；公元前 800 年，春秋初期已有青铜铸造的刀币。

标准化交易媒介的出现，降低了搜寻成本和磋商成本，扩大了交易

地域，缩短了交易时间，社会经济活动的支付成本不断降低。当社会公众通过一般等价物进行商品交换时，商品交易的范围逐渐扩大，从而可以在更大的空间范围内实现资源分配。虽然青铜币在早期商品交换中扮演了重要的角色，但由于青铜的价值低，携带不便，后期逐渐被金银等贵金属所取代。

以金银作为支付媒介，交易对手信用风险比较小，无须辨别对手是何人，只要能够钱货匹配且足额，“一手交钱，一手交货”就可以进行正常交易。但是，贵金属媒介依然面临运输成本高的问题，远距离的贸易面临巨大的操作风险，交易的规模和地域范围依然受到很大限制。由于路途不便，盗匪猖獗，长距离的运输如何保证金银的安全成为主要的问题。为了减少运输中的操作风险，中国古代产生了镖局等商业护运的行业，虽然部分减少了运输途中的操作风险，但交易成本显著上升。找到一种简便、快捷的长距离支付方式，使经济资源能够在更大的空间里分配，成为金融创新发展的必然需求。

首先实现这一金融创新的是中国。在唐朝，经济社会活动和长途贸易日益发达，唐宪宗元和初年，朝廷鼓励商人在京城把金银财物交给各地方（“诸军、诸使或诸道”）设于京城长安的“进奏院”（驻京办），换取兑换券，即“飞钱”，后携券到其他地区的指定地方凭券取钱；与此同时，部分商人也在各地区或主要城市有联号或交易往来，代营“便换”，以此牟利。一方面，这种汇兑方式降低了对金银铜钱的需求，缓和了钱币的不足；另一方面，商人前往各地进行贸易活动时，也减少了携带大量钱币的不便。正是由于实现了金融支付工具的创新，唐朝的商业活动极度繁荣，丝绸之路成为联系东西方贸易的枢纽，商品和金融资源实现了在欧亚大陆广阔空间内的优化配置。

中国的北宋时期，出现了世界上第一个由政府信用支持的纸币——交子。唐宋时期四川盆地经济很发达，丝绸和盐铁交易非常兴旺，但是由于历史原因，四川的金属货币以铁钱为主，重则 20 多斤，轻则十几斤，携带十分不便利。北宋初年，四川成都出现了为不便携带巨款的商人经营现金保管业务的交子铺户。存款人把现金交付给铺户，铺户把存款数额填写在用楮纸制作的纸卷上，再交还存款人，并收取一定的保管费。这种临时填写存款金额的楮纸券被称做交子。

纸币由于其便携性，显著降低了长距离交易的成本，解决了很多贵金属作为交易媒介的麻烦。在以贵金属作为交易媒介的时期，由于贵金属产量有限而经济活动对货币的需求不断增长，容易出现通货紧缩。在以纸币为交易媒介的金融体系中，货币供应量是可以调节的，这是历史的进步。但与此同时，纸币的创新也带来了新的弊端——交易对手风险和支付媒介的价值风险显著增大。一方面，交易对手是否会接受交子具有不确定性；另一方面，交子本身的价值也有波动性。例如，北宋时期，交子铺户在经营中发现，只动用部分存款，并不会危及交子信誉，于是他们便开始印刷有统一面额和格式的交子，作为一种新的流通手段向市场发行。纸币的出现放大了借贷的杠杆行为，金融风险随之而生。市场逐渐意识到这项业务有利可图，不久在四川便出现了很多的交子铺户，交子的发行数量大增，信用大减，价值暴跌，引发了地区性金融危机。北宋景德年间（1004—1007 年），益州知州张泳对交子铺户进行整顿，剔除不法之徒，交子铺户专由 16 户富商经营，至此交子的发行正式取得政府认可。宋仁宗天圣元年（1023 年），政府设益州交子务，以本钱 36 万贯为准备金，首届发行官交子 126 万贯，准备金率为 28%。

在纸币本位下，中央政府为了增加财政资源，倾向于通过扩大货币

发行量解决燃眉之急，如果没有严格的金融制度约束，金融危机在纸币本位下将更为频繁。北宋最初对于交子的发行确立了一系列的规则。交子采取分届发行的办法，每届到期时，用新发行的交子替换旧发行的交子。交子的发行原需备有金属货币作为“钞本”，依惯例每造一届交子（钱引）需准备铁钱 36 万缗作为钞本。但是，这些规范交子发行、稳定交子发行量的规则并没有能够维持太长时间。首先是交子分界发行规则被破坏，交子开始新旧两界并行，发行量倍增，后来因对辽、金长年征战，供应军需超额发行，北宋和南宋政府大量超限发行官交子，导致交子严重贬值，出现了全社会性的通货膨胀。可以说，中国是世界上第一个使用法定纸币的国家，也是世界上第一个经历纸币类型通货膨胀的国家。尽管宋朝灭亡后，元朝和明朝先后发行了“中统钞”和“大明宝钞”，但在金融制度上却没有能够完善宋朝的纸币制度，通货膨胀愈演愈烈。明末张萱在《西园闻见录》中对此有生动的描述：“钱者，特天子行权之物耳，上之威令果行者，虽沙砾可使趣于珠玉，桑楮可以肩于锦绣，片纸只字飞驰于天下而无凝滞。”永乐年间，明朝政府被迫取消了大明宝钞，中国的货币支付退回到了白银支付。戈兹曼和罗文霍斯特在《价值起源》一书中，对这一悲剧过程进行了详尽的描述。

（三）国际贸易：国际货币体系的发展

西方文艺复兴之后，伴随着航海和天文技术的发展，商品交换的方式从陆上交通拓展到海上贸易，交易的地域也从欧亚大陆扩展到了全球。为了拓展国际贸易，西方的金融支付体系迅速演变。欧洲各国在商业私人机构发行“银行券”的基础上，逐渐出现了以政府信用为基础的纸币，但在商品交换中白银和黄金依然扮演着不可替代的角色。18 世纪 40 年代，世界白银产量的增加使白银价格不断下跌，削弱了白银作为货币

的能力。因此，许多国家逐步过渡到了金银复本位制。平行本位制下金银币可以自由兑换、自由铸造、自由熔化、自由输出入。复本位制下，由政府规定的银币作为货币的价值高于其作为普通商品在市场上的价值，套利的结果使劣币驱逐良币，银币充斥流通。

1816年，英国颁布了《金本位制度法案》，开始实行金本位制，促使黄金转化为世界货币。随后，德国于1871年宣布实行金本位制，丹麦、瑞典、挪威等国于1873年也相继实行金本位制。到19世纪末，资本主义各国已经普遍实行这一货币制度。金本位制是指以黄金作为本位货币的货币制度，其主要形式有金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制。金币本位制是以黄金为货币金属的一种典型的金本位制。金块本位制是指由中央银行发行、以金块为准备的纸币流通的货币制度。金汇兑本位制是指以银行券为流通货币，通过外汇间接兑换黄金的货币制度。

第一次世界大战期间以及1929—1933年资本主义经济危机期间，各主要资本主义国家为筹集资金以应付战争和刺激经济，大量发行纸币，导致纸币与黄金之间的固定比价无法维持，金汇兑本位制在几经反复后终于瓦解，各国普遍实行纸币本位制度。在与黄金脱钩的纸币本位制度下，纸币不再代表或代替金币流通；相应地，金平价（铸币平价和法定平价）也不再成为决定汇率的基础。由于这种纸币，不论对内或对外，皆不能要求政府兑换成金银，故又称为不兑换纸币制度。

从20世纪30年代到第二次世界大战前，国际贸易体系进入了长达十几年的混乱时期，其间形成了以英、美、法三大国为中心的三个货币集团（英镑集团、美元集团、法郎集团），三大集团以各自国家的货币作为储备货币和国际清偿力的主要来源，同时展开了世界范围内争夺国际货币金融主导权的斗争，这种局面一直持续到第二次世界大战结束。