

Regulation

CAIO
INSTITUTE

规制

第2辑

CAIO
INSTITUTE

SIFL
INSTITUTE

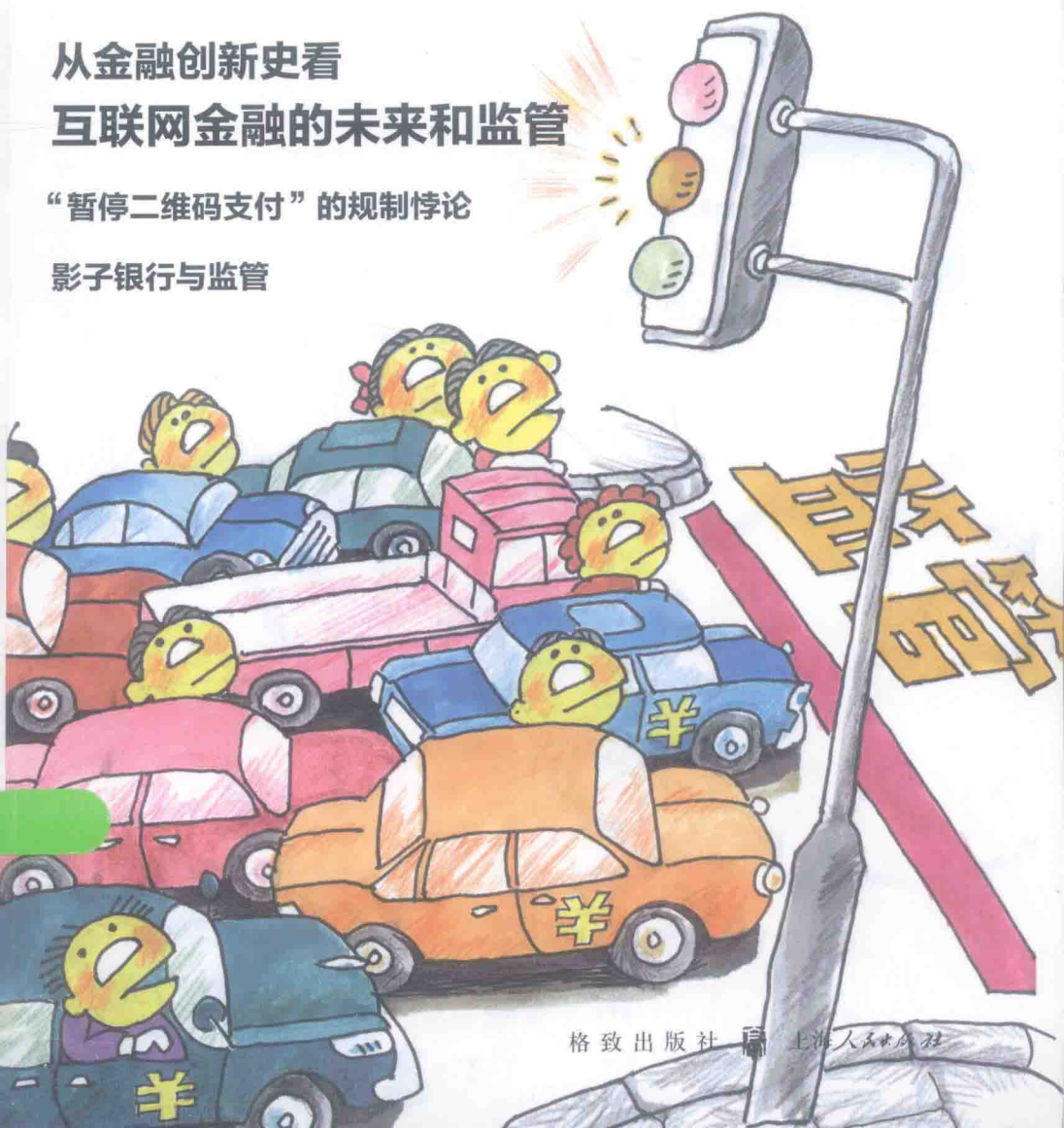


加图研究所
上海金融与法律研究院

从金融创新史看 互联网金融的未来和监管

“暂停二维码支付”的规制悖论

影子银行与监管



格致出版社 上海人民出版社

第2辑

CAIO
INSTITUTE

SIFL
INSTITUTE

编

加德研究所
上海金融与法律研究院

规制

格致出版社



上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

规制. 第2辑 / 加图研究所, 上海金融与法律研究院
编. —上海: 格致出版社; 上海人民出版社, 2014
ISBN 978-7-5432-2464-3

I. ①规… II. ①加… ②上… III. ①微观经济—经
济政策—中国—文集 IV. ①F123.16-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 278981 号

责任编辑 高璇
装帧设计 路静
封面插图 钱自成

规制(第2辑)

加图研究所 上海金融与法律研究院 编

出版 世纪出版股份有限公司 格致出版社
世纪出版集团 上海人民出版社

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)



编辑部热线 021-63914988
市场部热线 021-63914081
www.hibooks.cn

发行 上海世纪出版股份有限公司发行中心

印刷 上海图宇印刷有限公司
开本 787×1092 1/16
印张 15
插页 2
字数 210,000
版次 2015 年 1 月第 1 版
印次 2015 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5432-2464-3/D·76

定价: 38.00 元

本书由美国华盛顿特区加图研究所（Cato Institute）首次在美国出版。中文版本已授权。保留所有权利。

www.cato.org

目录

专 题

- 从金融创新史看互联网金融的未来和监管 陈龙 1
- “暂停二维码支付”的规制悖论 傅蔚冈 16
- 影子银行与监管 周莉萍 28

评 论

- 是票贩子遭殃还是消费者受害? 大卫·E. 哈林顿 埃玛·K. 哈林顿 46
- 发薪日贷款市场有竞争力吗? 维克托·斯坦戈 69
- Facebook、《创业企业扶助法》以及对 IPO 的废除 亚当·C. 普里查德 87
- 解除本地通话管制之后会怎样? 杰弗里·A. 艾森纳克 凯文·W. 凯夫斯 102
- 市场化公共品生产 皮埃尔·勒米厄 120
- 监管模式的冲突 克里斯托弗·S. 尤 129
- 最高法院如何注定了平价医疗法案的失败? 托马斯·A. 兰伯特 147

对恐怖主义的扫描检查

G. 斯图尔特·门登霍尔 马克·施密德霍弗 162

墓地和殡仪馆, 分还是合?

大卫·E. 哈林顿 贾里特·特里伯 173

书 评

聪明的哲学家与人民 皮埃尔·勒米厄 190

对破碎系统进行改革的陷阱 艾克·布兰农 196

惩罚成功 大卫·R. 亨德森 202

一次精彩的修正 大卫·R. 亨德森 208

简 评

出轨的高速铁路 艾克·布兰农 伊丽莎白·洛厄尔 214

小型企业规制: 一项案例研究以及为改革提供选项

萨姆·巴特金斯 艾克·布兰农 219

委员过剩? 南希·A. 诺德 224

存有缺陷的农业生物科技规制的涟漪效应

格雷戈里·康柯 亨利·I. 米勒 230

从金融创新史看互联网金融的未来和监管*

陈龙**

无论是阿里巴巴、腾讯还是百度，在可能的情况下它们都是全牌照进军金融业，能做什么就做什么。马云曾说过，“银行不改变，我就改变银行”。互联网公司全力进军金融行业衍生出三个重要的话题：为什么互联网公司能做金融？互联网金融能走多远？如何监管互联网金融？

对这三个问题，目前有很多不同的观点，这些观点可以归纳为四类。

第一类是新闻报道派。关于互联网金融的媒体报道有很多，比较典型的是：某互联网公司做了金融的事情，或者某金融企业互联网化了。新闻报道派的问题是讲不清楚逻辑关系，深度不够。

第二类是互联网吓死人派。这类观点认为互联网金融不得了，可能会颠覆很多东西，至于为什么会吓死人，会在哪几个地方颠覆则讲得不太清楚，总之互联网金融很厉害，就像电商很厉

* 本文改编自陈龙教授 2014 年 4 月 16 日在刘鸿儒金融教育基金会和上海金融与法律研究院主办的“鸿儒论道”上的同名演讲。

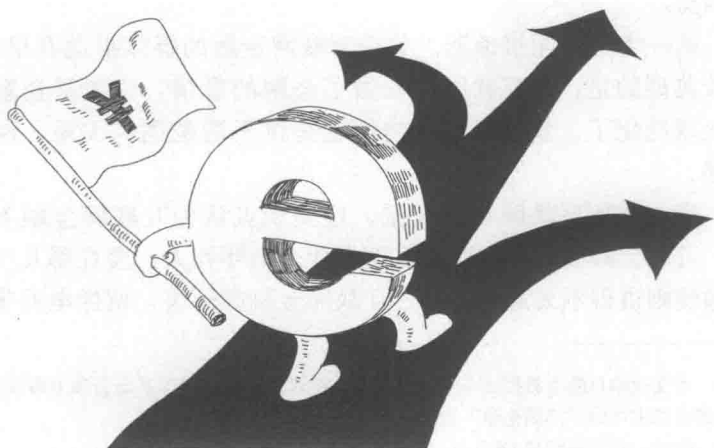
** 陈龙，长江商学院 DBA 项目和校友事务副院长。

害一样。

第三类是互联网金融噱头派。这类观点认为互联网金融也就这么回事。总体上是以一些银行行长为主,持怀疑态度。不过现在这个声音相对低调一些了,因为银行感觉到互联网的竞争力了。

第四类是鸡同鸭讲派。关于互联网金融,马云会说“我们追求的是用户体验至上”,但银行说“我们追求的是用户安全至上”。两边说得都很有道理,但这是鸡同鸭讲,因为它们是两个根本没有交集的东西。所以,尽管可以吵到天黑,但实际上沟通效率非常低。

与以上四类不同,笔者从金融本质、金融发展历史等角度梳理和分析互联网金融的逻辑。首先,对互联网金融最正确的思考方法是从金融的本质去思考。其次,分析互联网金融需要建立互联网金融的历史观。有一种说法是,互联网金融太新了,没有历史可供借鉴。这种说法是错误的,金融和商业的本质是不能改变的。越想知道未来,就越需要了解过去。为什么现在的报道不够有深度?因为对历史了解得还不够多。要知道互联网对金融的冲击,需要先了解以前技术革命是如何冲击其他行业的,历史上的创新是怎么开始的?然后,对互联网金融一定要有理性监管的框架,否则就是鸡同鸭讲。马云和银行讲的都有道理,但都不全面,沟通效率低下,政策也很容易被利益集团绑架。



一、从金融的本质解构互联网金融

金融可以简单定义为，金融机构通过金融平台、金融产品和服务，把资金在借入者和投资者之间有效率、低成本、风险可控地进行传导。

（一）互联网金融：金融本质和商业本质的共存

从金融的功能角度来说，金融有三个功能。第一个是支付功能。全世界最古老的金融产品是什么？是钱，所以支付的功能是金融的第一个功能。第二个是融资和投资功能，就是之前定义的传导。第三个是金融机构匹配金额、期限、风险、流动性等约束条件的功能。尽管如此，金融最重要的功能是支付，然后才是融资和投资。如今银行可能忘记了这一点，所以犯了比较大的战略错误。

换一个角度看，金融也有它的商业本质。金融的第一个商业本质是金融机构是卖产品和服务的，跟普通商品没有本质上的区别。只要是卖东西的，就会有产品、渠道和品牌。目前的一个共识是，互联网对金融业的冲击首先就是从渠道开始的。

需要注意的是，金融产品和一般产品不太一样，金融产品是信息产品，有风险、不定性：（1）它有商业风险，就像我们去投资可能会亏钱；（2）借贷双方实际上有一个博弈关系，用经济学的话来说，会产生“逆向选择”的风险，也就是最想借钱的人，实际上你不应该借钱给他，他只想骗你的钱；（3）它会产生道德风险，你把钱给了他以后，你就控制不住他了，他可以乱花钱。由于这几个原因，借贷双方有一个博弈，产品有一种不定性，所以需要金融中介做一个风险的鉴定，在此基础上做定价和风控。这是金融机构最核心的一个职能，不容易被互联网轻易代替。

另外，卖金融产品的中介——金融机构本身也有道德风险。对金融创新而言，很重要的一点是它导致的风险往往是滞后的，可能是要过好几年，甚至是十年以后才爆发。但是，金融机构只要卖掉产品就赚到钱了，所以这有一个道德风险。因此金融机构

本身是需要被监管的，监管的程度也取决于产品的风险程度。

（二）理解互联网的创新内涵先于监管的内涵

什么是创新？用熊彼特的话来说，创新有四种。第一种叫产品创新。第二种叫流程创新，比如说在1908年，福特生产了很有名的T型汽车，最有名的创新不是汽车本身，而是对流水线的创新，开启了现代工业生产的先河，所以不是说产品创新才是最重要的。第三种创新是营销或者是渠道的创新，比如互联网带来的渠道创新。第四种是组织架构的创新。这四种创新都很重要。

熊彼特说的创新，是“创造性毁灭”（creative destruction），它是市场经济的核心，即通过创造去毁灭现有的东西，通过创造去竞争。所以在谈监管的时候，不能忘记创新政策和竞争激励政策是不可分的。不能只讲创新，它可能有风险，也一定会动现有体系的“蛋糕”，因此，必须首先需要确立监管的目的是什么，以及对监管而言，什么样的创新是好的创新。

在谈互联网金融创新时，首先要了解互联网金融是一个什么样的创新？是产品的创新、流程的创新、渠道的创新，还是组织的创新？然后再判断它是一个好的创新还是坏的创新？好坏的标准在于是不是能够促进经济的增长，能不能提高社会的福利，这是任何创新的两个基本标杆，也是监管的两个标杆。任何金融产品都是有风险的，连国家发的国债都可能违约，如果只是因为一个东西有风险而监管，那就是为风险而监管，为监管而监管，容易走偏。

只有问创新好不好、给予好处之后才可以讨论经济体能够承受多大的风险，如此才能去讨论监管。这是笔者对互联网金融监管的框架性理解。

二、从金融历史观看互联网金融

商业和金融的本质其实是没有改变的，尽管很多人认为互联网创新非常不得了，但每次技术革命都很伟大。回看历史对理解互联网金融会很有帮助，历史能让我们看清未来。

（一）荷兰、英国与晋商的故事

笔者先讲三个具体的故事。

首先是荷兰。荷兰是17世纪最强大的国家，是“海上的马车夫”。荷兰是怎么兴起的？在16世纪时，哥伦布航海把整个欧洲格局改变了，欧洲的中心从地中海移到了大西洋海岸，原来几个根本不重要的国家，包括西班牙、葡萄牙、荷兰、英国，突然有了一个先机。荷兰兴起的起点是船造得好，由此物流就做得好。有物流就有贸易，很多的贸易从阿姆斯特丹走。有了贸易之后，尤其是国际贸易，就需要支付和结算，支付和结算是金融的第一个功能。1609年，阿姆斯特丹银行成立，这是世界上第一个现代意义上的银行，尽管最早的银行是在意大利产生的，但是它只承担一个简单的借贷功能，不是现代意义上的银行。现代意义上的支付、清算、结算等功能是从阿姆斯特丹银行开始的。

阿姆斯特丹银行只做一件事情，就是接受存款，把各个国家的金属货币收进来，然后发行它的银行票据，这个票据就像钱一样可以到处流通，承担了支付、结算的功能。同时，为了让银行运营下去，政府提供保证金做担保。因为有了贸易和支付，大量的钱就进入了阿姆斯特丹银行，于是它在1683年之后就开始提供信贷服务。我们可以看到，首先有物流和贸易，其次才有支付、信贷，这个结合让荷兰在17世纪成为了全世界最大的贸易中心和金融中心，占了全球贸易的50%以上，是当时全世界最强劲的国家。

荷兰是怎么衰弱的呢？因为贸易平台由荷兰更替到了英国。与荷兰借助物流兴起不同，英国兴起的关键是工业革命。有了发明就有了贸易的基础，有了贸易以后，英国就学荷兰做金融。英格兰银行取代了阿姆斯特丹银行成为全世界的结算中心，而且英格兰银行模仿荷兰也做交易所和金融。与此同时，英国在17世纪与荷兰有过三次战争，打击了荷兰船运，通过贸易禁令把荷兰排挤出贸易圈。荷兰在鼎盛的时候曾经有上万艘船，后来只剩几十艘船。也就是说，荷兰首先失去贸易，再失去物流和金融，荷兰衰弱，英国变强。

中国晋商的兴起和衰落也是一样的道理。山西是资源大省，曾经是中国金融做得最好的省。晋商是从贩盐开始起家的，贩盐以后就开始有贸易，有了贸易就要解决支付的问题，所以山西人发明了山西票号。山西票号改变了中国几千年商业现银结算的方式。所以，支付是银行的第一个功能，支付之后再去做信贷，这跟荷兰的兴起是类似的。

因此，商业和金融的逻辑本身是不变的，变的只是形式。山西票号到1920年以后纷纷倒闭，这主要是因为当时的战乱，但更核心的原因是清政府成立了户部银行，把最重要的清算和支付的功能拿过去了。

（二）互联网金融兴起的逻辑：贸易在前，金融在后；支付在前，信贷在后

虽然我们在高中、大学时就读过这些历史，但其中的逻辑耐人寻味。互联网金融兴起，如荷兰、英国和晋商的道理是一样的，在拥有贸易的基础上，推出了支付功能。

阿里巴巴一开始做淘宝和淘宝商城时做了一个线上贸易。有了贸易以后需要做的就是像荷兰一样，需要支付。这是阿里巴巴当时在完全没有任何胜算的情况下超越易趣的决定性原因。当时易趣已经占了95%的C2C市场，但是用支付宝的几位老总的话说，支付宝成就了今天淘宝的繁荣。因此，支付和贸易的结合造就了阿里巴巴今天的地位，这跟荷兰的兴起非常像，这也是历史给我们的启示。

实际上，银行最重要的功能不是借贷，而是支付。如果让渡了支付功能，实际上等于把命根子让给了别人。别人做支付以后，慢慢还会做信贷，基本上就有了银行最重要的功能。阿里巴巴的发展历程就是这样，先是做贸易，因为有了商业的需求，自然产生了对金融的需求，金融的第一个需求是支付结算的需求，其次才是信贷的需求，这就是为什么互联网公司要做金融的商业逻辑。

现在，随着阿里巴巴的发展，在支付的基础上还有了信贷。我们如果把钱存在余额宝里面，就会有一个很高的利息，我们还

能够很快地拿出来做支付。这对银行造成了最直接的打击，银行也对余额宝真正有了痛感。

那么，阿里巴巴什么时候会被替代呢？当另外一个贸易平台能够替代它的时候，它就会被替代，所以商业逻辑是第一位的。

现在阿里巴巴比较担心的一个竞争对手是腾讯。阿里巴巴做的是天上的贸易，是大卖场，人与人之间的关系不强。腾讯的微信打造了一个天空城市，让大家免费搬进去，人与人之间关系密切，而一旦大家都搬进去，就很难出来了。阿里巴巴推出的“来往”功能可以比微信好，但是很多用户并不使用，除非把你的亲朋好友全部搬过去，但这样成本太高了，根本做不到。

微信把天空城市搭起来，大家住进去以后，就可以关注所有的东西。所以，现在腾讯和谁合作谁就火，虽然它做的是一个最不商业的东西，但是我们搬进去之后，它就成了天空城市的开发商，什么东西都可以加。如果加了足够商业的东西，商业的基础足够大了，就可以对阿里巴巴造成一个严重的威胁。腾讯自己有微信支付，如果加上贸易，就会对阿里巴巴产生一个冲击。

现在的互联网公司非得移动支付者得天下。腾讯做的很多收购都是增加它的贸易，包括大众点评、京东，历史再一次验证了这个逻辑。

总而言之，虽然现在还是有很多人说马云做不了金融，但从历史中可以知道，荷兰人做船能够做成全世界最大的金融王国，山西贩盐的人做成了中国当时的金融之王，那么互联网公司肯定也是可以做金融的。做金融需要具备两个条件：第一是有商业的基础。为什么阿里巴巴的估值那么高？阿里巴巴现在的估值有1 000多亿美金，跟工商银行差不多。阿里巴巴是商业和金融的结合，有巨大的想象力。第二，如果对金融有需求，那现有的金融体系能不能满足这一需求？只要不满足，就给这些互联网公司提供了一个巨大的进入金融行业的准入机会。

互联网当然是可以去做金融的，而且这是中国的故事。为什么互联网金融这个词在国外不存在？因为国外的金融体系相对比较发达，所以互联网公司不容易进入金融行业，中国的金融实际上是非常落后的，是相对不具竞争力的行业。技术革命与金融自

由化的结合，给很多非金融机构进入金融业提供了一个巨大机会。

三、互联网金融的未来

怎么去理解不同的互联网金融产品的未来呢？根据金融产品的特点，越是标准化的、不定性的、比较小的产品，越容易金融脱媒，脱离原有的金融机构；而越是不定性的、大的产品和行业，发展越慢，而且越需要被监管。

无论是谈监管，还是谈互联网金融的未来，都必须在还原金融创新本质的基础上，我们才能知道它能够走多远，如此才能知道该如何进行监管。

（一）P2P

P2P 是通过网络平台的撮合方式把借贷双方联合起来。所以，P2P 的第一个创新就是渠道的创新，即通过网络渠道降低融资成本，并给予投资者新的投资机会。同时，它也是一个产品的创新，因为它绕过传统的金融中介把借贷双方连接起来。这种金融产品是传统的金融体系所没有的，与传统金融不是竞争关系，而是补充关系。

尽管如此，P2P 贷款有一个很大的挑战，它没有解决金融产品的本质所带来的问题，即金融产品的不定性。P2P 贷款是“高风险、高收益”的借贷，需要专业的金融中介评估风险和降低信息不对称。这个本质使得脱离金融中介的 P2P 贷款难以做大，也难以对传统金融提出挑战。所以，P2P 注定不会发展得非常快，而且需要比较早地进入监管，因为这种产品是有风险的，不是每个人都能做的，同时卖这个产品的金融中介本身也有道德风险。

弄清了 P2P 的本质后，从发展前景来看，P2P 肯定是可以做的。现在很多 P2P 是消费信贷，是无抵押的小额贷款，跟信用卡没有本质的差别。当年银行做信用卡是在征信系统不发达的情况下把征信系统做起来，然后再慢慢把信用卡做起来。当年信用卡都能做起来，现在的 P2P 通过网络的消费信贷有了大数据的基础，肯定可

以做得起来。但不是每个人都能做的，因为它有很大风险。

就 P2P 的发展而言，有两个方向是可以看好的：第一是有一支专业度比较好的团队，像陆金所这种方式，虽然它自己没有贸易，没有数据平台，但是它有一个比较专业的团队。第二，在机构拥有大数据的平台后，比如阿里巴巴、腾讯，通过担保发展 P2P。这两种方向的 P2P 都比较有前途，而一般人去做 P2P 会有比较大的风险。

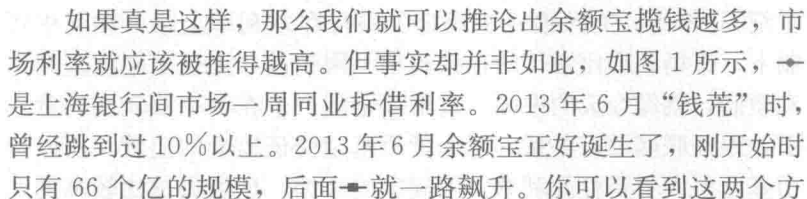
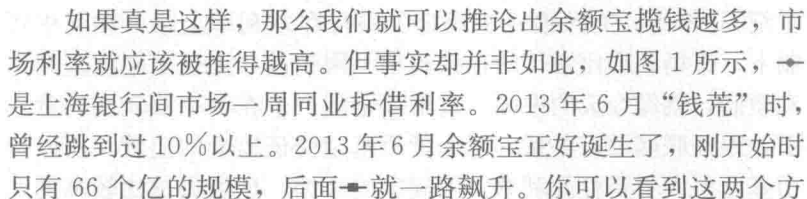
（二）余额宝

余额宝是当下金融互联网中最重要的产品。关于余额宝，有几个很流行的说法。（1）认为余额宝只是把金融产品和互联网架在一起，所以它算不上是创新。（2）余额宝推高了民间利率和企业的融资成本，对中国经济不利。（3）余额宝是监管套利的产物，等到利率自由化之后，它就没有生存空间了。（4）美国版的余额宝 Paypal 的货币基金在 2001 年就关闭了，说明余额宝的日子长不了。笔者认为，这四个说法都是错的，是对事实的误读。

1. 余额宝是不是创新？

如前所述，创新可以体现在产品、流程、渠道和组织架构四大方面，余额宝是货币基金和支付宝的结合，货币基金本来和互联网没有关系，但是支付宝给了它网络渠道，使得余额宝以几乎零成本接触到了支付宝和淘宝的几亿用户。这是一个创新，是最简单的创新。创新虽然简单，但不容小觑。最简单的创新可能最有冲击力。天弘基金本来是一个亏钱的、排名倒数的基金，现在成为中国最大的、全世界前十名的基金，其规模是第二名基金的 2 倍，它花了半年的时间就做到了这一点。

2. 余额宝真的推高了市场利率吗？

如果真是这样，那么我们就可以推论出余额宝揽钱越多，市场利率就应该被推得越高。但事实却并非如此，如图 1 所示，是上海银行间市场一周同业拆借利率。2013 年 6 月“钱荒”时，曾经跳到过 10% 以上。2013 年 6 月余额宝正好诞生了，刚开始时只有 66 个亿的规模，后面就一路飙升。你可以看到这两个方向南辕北辙，中国的利率从 2013 年 6 月以来越来越低，但是余额宝

宝反而在飙升。所以不能认为余额宝推高了利率。

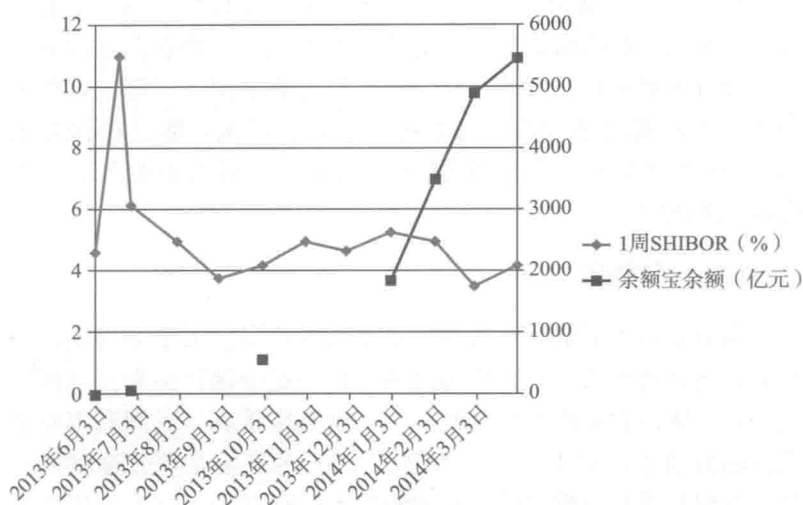


图1 余额宝余额与1周SHIBOR

货币基金的总量不到整个银行存款的1%，不成为利率的决定因素。更合理的解释是，余额宝的利率取决于市场利率，市场利率高时，余额宝利率就高，市场利率低时，余额宝利率就低。那种认为余额宝推高了市场利率的观点颠倒了因果关系。

3. 余额宝是监管套利的产物，利率自由化之后就没有生存空间了吗？

余额宝不能简单用监管套利这四个字来形容。余额宝的本质是一个货币基金和支付宝的结合，货币基金不是银行，不能用银行的方式监管它。货币基金的本质是什么？这就要追溯货币基金形成的金融历史。

看图2，浅灰色线是美国的名义利率，黑线是实际利率。20世纪70年代，美国银行法规定了银行存款利率上限，在利率管制下，市场利率比银行的存款利率上限要高，表现出来就是利率双轨制，就像今天的中国。货币基金就产生在利率双轨制的背景下，跟互联网没有关系。因为货币基金受证监会的监管，所以货币基金可以不受存款利率上限规定的束缚，把钱通过比较高的利率揽进来然后借贷出去。



图2 美国利率波动 (1953—2011年)

无论在中国还是美国，证券法规定货币基金只能投放于最安全的机构（拥有最高评级）的短期融资。由于货币基金的投资标的已经做了一个最严格的限制，是最好的商业机构短期的借款，所以不确定性是最低的。这就意味着，一方面，货币基金所需的存贷差是最低的，现在货币基金可能只需要千分之五就活下来了。另一方面，这一本质决定了货币基金不是银行，由于它的投资标的已经受到了严格监管，所以货币基金是不需要准备金的，监管的方式也是不一样的。

货币基金是如何做起来的呢？美国20世纪70年代初有了货币基金，到1977年的时候，货币基金正好是银行存款总量的1%，跟中国现在很像。中国现在是100万亿的银行存款，大概是1万亿的货币基金，占银行存款总量的1%。银行可能会觉得货币基金的数量已经够大了，过几年利率市场化之后，货币基金不会再增加了。其实不是这样的。图3显示美国货币基金越做越大。到2001年时，货币基金揽存的总量是银行活期存款总量的4倍，大量的存款搬家会非常普遍。所以，以美国货币基金的发展来看，中国的货币基金才刚刚开始。

从美国的例子我们可以看到，金融自由化、利率市场化之后，货币基金并不会走向消亡。中国的货币基金未来也是如此。由于互联网的揽存成本很低，在今后的10—15年，大部分银行的揽存可能被互联网公司包揽，技术革命和金融自由化对银行的冲击更大。以后即使银行依然做投资，揽存也可能就包给或者部分包给互联网，因为互联网有很大的优势。