内部资料　注意保存



中国社会科学院金融研究所支付清算研究中心
Research Center of Payment & Settlement, IFB

支付清算评论

2014 年第 9 期(总第 23 期)　　2014 年 12 月

目 录

电子支付发展对央行货币政策的影响简析..... 2
互联网支付手段及模式的文献综述 9
科技进步推动下的支付手段多元化 17
美国 P2P 网络借贷的监管简析 23
互联网保险在规范中迎来机遇 31

电子支付发展对央行货币政策的影响简析

现代中央银行制度的普遍建立至今不过百年的历史，中央银行的产生是货币逐渐走向信用货币的产物，也是客观经济发展的必然要求。央行的职能主要是解决银行券的统一发行问题、票据的统一交换和清算问题、保证商业银行支付能力问题以及对金融运行的监管和对宏观经济的调节问题，因此央行在当代各国金融体系中基本都处于核心地位。现在各国一般都是由央行垄断货币发行权，并通过对货币供给量和利率的调节对宏观经济进行调控，同时还对金融体系进行监管以保证其稳健运行。

电子支付方式的出现和迅速发展给中央银行的金融监管和货币政策实施提出了严峻挑战。央行作为法定货币发行者和货币政策实施者，主要关心的是：用作电子支付的电子货币会不会影响央行的货币发行权？电子支付的发展对货币政策的制定和实施会产生什么样的影响？央行如何应对电子支付带来的挑战？本文将在分析传统支付模式下货币政策运行机理的基础上，对电子支付发展可能给央行货币政策带来的冲击进行概要性论述。

一、传统支付模式下货币政策的运行机理

在纸币流通条件下，货币供给量需要靠中央银行进行调节，货币供给过多会引起通货膨胀，货币供给不足会引起通货紧缩，无论哪种情况都不利于经济增长和社会稳定，因此控制货币供给量使之与经济

社会发展需要相适应，就成为央行重要的职能之一。此外，央行还可以通过对短期利率的调节影响市场利率进而影响微观经济主体的投融资行为。通过调节货币供给量和利率水平来对宏观经济进行干预和调节，就是央行利用货币政策干预经济的具体体现。

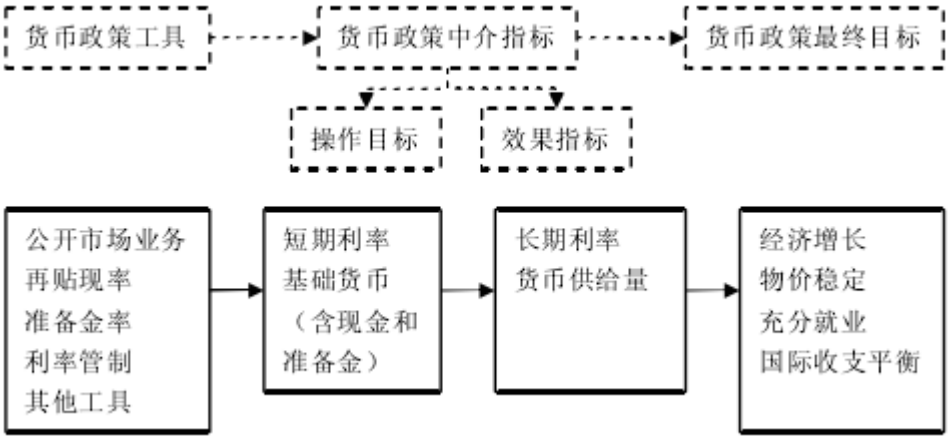
货币政策是由货币政策目标、货币政策工具、货币政策中介指标和货币政策传导机制构成的一个完整的体系。央行干预经济的目的，即货币政策最终目标，一般包括保持物价稳定、促进经济增长、保证充分就业和平衡国际收支四个方面。中国人民银行现阶段的货币政策目标是“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”。

中央银行调节货币供给和利率的方针和措施,即所谓的货币政策工具，主要包括：一般性货币政策工具，含公开市场业务、准备金政策、中央银行贷款；选择性货币政策工具，含消费者信用控制、证券市场信用控制、不动产信用控制、优惠利率等；直接信用控制，含设定利率最高限、信用配额、流动性比率和直接干预等;间接信用控制，指央行通过道义劝告和窗口指导等办法间接影响商业银行的信用创造。

央行通过上述货币政策工具的运用并不能直接实现货币政策调节的最终目标，而只能通过影响一些中间变量进而影响 CPI、GDP 等宏观变量来间接实现其宏观经济调节目标。从货币政策工具启动到宏观经济目标起反应，中间需要经过一系列过程，称为货币政策的传导机制。西方经济学家关于货币政策的传导机制有多种学说，但无论是哪种，都反映了央行主要是通过调节货币供给量作用于利率或直接调

节利率等手段来影响证券价格、银行信贷和企业投融资行为来间接干预经济。在纸币和硬币等为交易媒介的传统支付模式下，央行可以运用公开市场业务、法定准备金率、再贴现（再贷款）等工具通过调节基础货币进而影响货币乘数来控制货币供给量，或通过调节基准利率来影响其他经济变量来达到货币政策目标。因此可以把基础货币、利率、货币供应量作为央行货币政策操作的中介指标。

总体而言，传统支付模式下货币政策的运行是一个由货币政策工具、货币政策中介指标、货币政策目标共同构成的庞大体系，其结构和运作如图所示：



二、电子支付发展对货币发行权的影响

由上文可以看出，在传统支付体系下央行货币政策的顺利实施取决于几个方面：第一，如果央行通过调节基础货币进而影响货币供给量来实施货币政策，则要求从基础货币→货币乘数→货币供给量的传导机制是顺畅的，如果有另外影响基础货币及货币乘数的因素，那么货币供给量的变动将不符合央行的预期，致使货币政策出现偏差；第

二，要求从货币供给量到利率的传导机制是顺畅的；第三，如果央行通过直接调节短期利率的方式实施货币政策，要求微观主体具有利率敏感性，即随着央行短期利率的调整市场利率能进行相应变动。但是随着电子支付的快速发展，上述几个方面的要求可能都会受到影响，使央行货币政策的制定和实施面临越来越大的挑战。

央行之所以可以运用货币政策对宏观经济进行调节，就在于它垄断了货币发行权并在支付结算体系中起到主导作用。所以垄断货币发行权是央行得以制定和实施货币政策的基础，而电子支付所依赖的电子货币的出现和流通有可能使央行部分丧失对货币发行权的垄断。从目前各国电子支付所使用的电子货币来看，基本可以看成是传统通货（即央行发行的现钞和硬币）的替代品，尚不构成对央行货币发行权的实质威胁，但随着电子支付的进一步发展，人类社会真正进入完全的无现金社会，其时的货币是不是仍由央行垄断发行则难以预测。至少在最近几十年内，央行的垄断货币发行权是难以撼动的。

三、电子支付发展对货币政策工具组合的影响

在央行的货币政策工具篮里，一般金融市场发达、利率市场化的国家会优先使用公开市场业务来对货币供给量进行微调，而较少使用法定准备金政策。这是因为准备金调整的效果过于猛烈，对社会心理预期产生显著影响，而且往往由于“一刀切”的原因造成打击面过大，因而许多国家早就开始减少准备金政策的使用甚至完全放弃使用准备金政策。如加拿大银行早在 1992 年就取消了法定准备金要求，其他国家如澳大利亚、新西兰和瑞典的央行也先后取消了准备金要求。

电子支付的发展为取消准备金政策提供了更加有利的条件，在电子支付成为社会主要支付模式的情况下，准备金要求不仅起不到预期的货币政策实施效果，反而会成为货币政策实施的累赘。

就公开市场业务而言，一方面，电子支付的发展会使金融交易更快捷、成本更低、市场参与者更多，这样使央行在公共市场上的操作更加方便和灵活；另一方面，电子支付的发展会改变基础货币的结构和总量，并通过“贷款创造存款”机制“倒逼”央行增加基础货币供给，从而使央行的公开市场操作趋于被动和难于把握。

就再贴现政策而言，在传统支付模式下这种政策工具的主动权本来就不在央行手里，因为商业银行是否愿意到央行申请再贴现或再贷款，申请多少，完全取决于商业银行自身的决定。如果商业银行可以在金融市场上以更低的融资成本获得所需的资金，则不需要从央行融资，那么央行的这一政策就会失效，即起不到调节的效果。电子支付的发展恰恰为商业银行从金融市场融资而不从央行融资提供了可能，因为随着电子支付的发展，信息流、资金流将更加顺畅，商业银行有可能通过同业拆借等方式以更低的成本融得资金。

至于其他选择性货币政策工具，有的是针对特定市场、有的是金融市场不发达情况下的产物，都有可能会随着电子支付的发展或趋于消失、或作用趋于减弱。

总而言之，随着电子支付的发展，央行可选的货币政策工具将趋于减少，而剩下的货币政策工具的作用方式和使用效果也将和传统支付模式下有所不同。

四、电子支付发展对货币政策中介指标的选择及货币政策运行机制的影响

如上所述，中央银行一般会把货币供给量作为重要的中介指标，但在电子支付背景下，货币供给量的可控性、可测性和抗干扰性都将受到极大的挑战。首先，电子支付的现金替代效应会使流通中的现金减少，改变基础货币的结构，而其货币转化效应会使基础货币结构进一步改变，从而通过货币乘数的作用改变货币供给总量，使央行难以控制货币总量并使不同层次货币供给的界限趋于模糊。其次，电子支付的发展会通过改变通货存款比、定期存款比例、超额准备金率等影响货币乘数从而改变货币供给总量。再次，电子支付的发展会通过改变不同层次货币供给之间的结构及电子支付自身的特性影响货币流通速度从而使同等数量的货币供给产生不同的货币政策效果。从以上分析可知，央行在实施调节货币供给量的政策时会因种种干扰的存在而使其效果出现较大偏差，因而在电子支付背景下货币供给量这一中介指标的作用将大大下降。对于利率这一中介指标而言，在电子支付背景下反而更易为央行所调节并产生良好的操作效果。

就货币政策的传导机制而言，在电子支付背景下，金融市场的广度和深度都将得到很大的发展，市场对价格反应更加灵敏，因而货币政策通过利率传导机制和财富传导机制实现货币政策目标的可能性更大、效果更好。

综上所述，在电子支付背景下，货币政策操作的中介指标和运行机制都和传统支付模式下有所不同，对于像我国这种处于电子支付发

展初级阶段的发展中国家，更应该积极研究电子支付背景下货币政策的运行规律和特点，以便未雨绸缪，使我国货币政策的制定和实施能够与时俱进，发挥最佳调节效果，更好地为经济发展服务。

互联网支付手段及模式的文献综述

互联网信息技术的发展，不仅带来了以PC互联网和移动互联网支付所代表的支付工具创新，也带来了非银行支付组织和支付清算模式的变革。从手段角度来看，移动支付及在此基础上的金融服务创新，是最振奋人心的，除了第三方支付及各类信息企业之外，传统金融机构也参与其中；从模式角度来看，第三方支付所主导的互联网支付创新，则更加受到各界关注，也是更加积极的新支付技术运用者。因此为了集中研究主线，我们在讨论互联网对于支付清算的影响时，更多是从第三方支付组织所推动的互联网支付创新入手，尤其重视在移动支付领域的快速变革。

一、移动支付与移动金融

国外对于移动金融的研究焦点大多集中在较落后国家的移动金融实践，例如Ivatury和Mas（2008）对欠发达国家移动金融的发展现状及特征进行了总结，并对展望了其未来的发展；Tarazi和Breloff（2010）比较传统银行模式和移动金融模式；Mas和Ng'weno（2010）探讨了M-PESA如何在肯尼亚取得成功，他们认为其中三个关键因素是：品牌策略、渠道管理和定价；Mas和Radcliffe（2011）对M-PESA以及其在肯尼亚的发展作了详细介绍，并对未来发展作出展望。

此外，国外学者也从多个角度对移动金融进行研究。

第一，在技术层面进行探讨，如 Kalliola（2005）从技术角度分析了移动支付系统的设计要求；Chen，Woods，Curran 和 Doherty（2010）比较了 Windows mobile 6.0，JAVA ME 以及 Google Android 三个主要的移动设备平台在发展移动金融方面的优劣势，认为最适合的是 Google Android。

第二，探讨手机银行业务对银行本身的影响，如 Dandapani，Karels 和 Lawrence（2008）通过 1999-2006 年数据回归分析了有无手机银行业务对运营费用、资产增长及资产回报率的影响。

第三，在手机银行为用户提供的价值以及用户对手机银行的接受方面的研究，如 Laforet 和 Li（2005）认为，影响移动金融发展的两大阻碍因素包括：市场对这一服务方式不熟悉，以及政府对私营企业和个人进入这一领域的限制；Laukkanen（2007）认为，移动金融的最初使用者通常是那些有着很好的教育背景、收入、职业以及具有长时间、高频率的网络银行使用经验的用户群体；Barati 和 Mohammadi（2009）提出了一个用于改进客户对手机银行接受度的模型，将影响接受度的因素加以考虑，形成一个改进模型。

第四，从支付层面上对移动货币的探讨，如 Tarazi 和 Breloff（2010）对管理者如何降低非银行电子货币风险进行了探讨。

在国内，移动金融算不上是研究的热点，但仍有不少研究成果。一些研究主要关注移动支付，如陈华平和唐军（2006）通过问卷调查分析得出，社会影响、期望效用、风险认知对移动支付使用意愿有显著积极影响，而移动支付使用意愿对使用行为有显著积极影响；李凯、

孙旭丽和严建援（2013）同样探讨了移动支付的使用意愿，不过他们不是从技术接受模型（TAM）而是从交换理论的视角出发，来分析感知风险和感知利益在用户行为决策中的作用机理，发现感知利益主要受系统方便性的影响，而感知风险则主要受系统安全性的影响；杨水清，鲁耀斌和曹玉枝（2011）通过对支付宝用户的数据的分析，发现用户的互联网支付信任显著影响其移动环境下的移动支付初始信任，而移动支付初始信任则通过提高感知相对优势和降低感知风险对用户使用意向施加了双重影响；张倩、李秀娟和夏芸（2013）则着重从全球和国内的角度分析了移动支付的关键技术（NFC 技术）的专利布局状况及知识产权风险。

另外一些研究则主要关注手机银行，如张纪（2006）认为手机银行存在技术风险、法律风险和信誉风险，并分别对其安全策略进行分析；谢滨，林轶君和郭迅华（2009）在问卷调查和访谈的基础上，通过结构方程模型（SEM）的构建分析，开发了手机银行用户采纳模型（TAM），发现有用性认知对手机银行的采纳行为有决定性影响，而风险因素则有负面影响；何光辉和杨咸月（2011）认为许多国家正有效利用手机银行渠道，为众多无法享有正规金融服务的低收入群体获取金融服务，其中非银行主导模式对金融包容性发展的贡献更大，中国应借鉴国际经验，将重心转向促进农村金融的包容性发展。

还有一些学者从整体上研究移动金融，如史成路（2011）分析了我国移动金融的发展前景及发展重点，重点对移动金融的网络安全与法律保障方面所存在的问题进行了分析；刘以研和王胜今（2013）认

为移动金融服务存在机动灵活、操作便捷以及安全可靠等特征，并且提出信息技术的变革、客户需求的变革和市场竞争及金融机构商业模式的变革是形成移动金融产业链的驱动因素。不过对我国移动金融介绍最为完整详实的当属李麟和钱峰（2012），他们从我国移动金融发展的外部环境、商业模式创新、客户定位创新、产品创新、渠道策略创新等方面进行了全面的介绍。但是诚如前文所讲，我国的移动金融虽然也已发展了许多年，但总体上看仍处于起步阶段，尤其是手机银行业务，基本上只是传统银行在移动终端上的业务延伸，算不上真正的互联网金融。但是许多学者将其归入互联网金融之列（谢平等，2012），主要是由于在国外许多国家，移动金融确实是互联网金融的重要分支，尤其是其能更好的促进普惠金融体系的发展。刘海二（2013）进一步指出，手机银行在提高金融包容性水平时关键在于定价。考虑到金融包容和手机银行网络规模经济效应，其定价不宜太高，考虑到风险补偿，其定价也不宜太低。此外，手机银行作为一种金融创新，蕴含一定风险，需要监管部门进行合理监管。

二、第三方支付模式

在上一节关于移动金融的文献当中，已经包含了研究移动支付的若干代表性文献。在本节中，我们将不再对该领域的文献进行讨论，而是集中梳理研究以第三方支付为代表的零售支付的文献。国内对第三方支付的研究很多，要集中在如下三个方面：

第一，性质界定，如宋仁杰和袁海威（2008）从暂留货款成为第三方支付性质界定的争论焦点入手，根据第三方支付的业务定位和商

业银行法规定，认为第三方支付应定义为非银行金融机构；而钟伟和顾弦（2010）则从第三方支付的服务创新出发，建议将第三方支付机构定位为从事“货币服务机构”的非存款性金融机构；任曙明、张静和赵立强（2013）则着重关注第三方支付产业的双边市场特征以及其他一些特有特征，如信用中介性等。

第二，安全监管，如巴曙松和杨彪（2012）在国际比较的基础上提出应从立法、分类、规范方面完善我国第三方支付监管，并且应建立相对灵活的备付金监管制度；黎四奇（2012）则基于买方市场、第三方支付行业自身的特点、技术与法律的关联等，提出要从实体与程序上标明第三方支付机构应对钓鱼欺诈事件的作为义务，同时需对相关法律进行适时创新；韩国红（2013）着重探讨了第三方支付的创新路径及其特征，他认为相应的监管政策也是随着其发展历程逐步地演进和完善，不过却难免具有滞后性；左力（2013）建立了一个“委托人—第三方支付机构—备付金存管银行”精炼贝叶斯博弈均衡分析框架，分析表明通过规定备付金实际所有人可以选择两家或以上银行作为主存管银行，可以增强主存管银行之间的制衡作用，减少委托人、机构以及监管银行之间信息不对称。

第三，市场环境，如谭润沾（2010）认为第三方支付机构通过近几年的发展，已对银行传统支付业务造成很大的冲击，随着利率市场部步伐的加快和银行业竞争的加剧，银行对非利息收入业务越来越看重；邱勋（2013）尤其分析了余额宝对商业银行在金融市场地位、银行活期存款、超短期理财产品和基金代销业务四个方面造成的影响，

同时探讨了余额宝对商业银行在重视互联网“长尾效应”、挖掘互联网渠道的潜力和制定大数据经营战略方面的三点启示；容玲（2012）认为第三方支付市场是具有特殊性的双边市场，并且对第三方支付的规制应对封闭式平台和开放式平台区别对待；陈曲和林凯燊（2013）以支付宝为例，探讨了第三方支付企业的跨境发展，他认为其独特优势促进了跨境发展，但也容易出现交易不真实等现象。

此外，也有学者从经济学理论的层面上进行分析，如李二亮和朱琦伟（2006）分析了第三方支付系统中在途资金的独特性，由于支付流程的特殊性，与银行相比第三方支付系统中的在途资金不可避免；于卫国（2008）从第三方支付的业务模式、产业价值链、竞争状况和市场概况等方面，对各家支付公司的特点进行比较分析，认为第三方支付平台的发展既要遵循双边平台的一般规律，又要找到细分市场、提供创新业务模式；徐超（2013）重点考察了第三方支付工具的货币性以及第三方支付机构的信用创造机制，并认为这将使得第三方支付体系具有类银行化的宏观效应；姜奇平(2013)同样关注了其货币性，不过与其他人往往对其持有某种恐惧心理不同，他认为第三方支付形成的虚拟货币实际上是恢复了支付的信息功能。

国外很早便有与第三方支付有关的文献，但直接针对第三方支付进行的研究很少，更多地会去探讨诸如双边市场之类的理论问题。对双边市场的界定主要集中在两个方面。一是从价格结构方面。Rochet 和 Tirole（2003）认为在平台向需求双方索要的价格总额不变情况下，若任何参与方面临的价格变化都会对平台总需求和交易量有直接

影响，平台市场是双边市场。二是从交叉网络外部性方面。Armstrong（2006）认为，当市场中存在通过平台连接的两组用户，一组用户加入平台的收益取决于另一组用户加入平台的规模时，平台市场是双边市场。双边市场基本特征主要有以下三个方面：（1）具有交叉网络外部性；（2）具有价格非对称性，即当平台企业可以通过调整对双边用户的收费实现利润最大化，此时平台企业对用户的定价不对称；（3）需求的互补性或相互依赖性，即双边用户同时对平台企业的产品有需求时，产品才有价值。

双边市场受到重视的一个原因在于其“赢者通吃”的性质（Rochet and Tirole，2003）。由于交叉网络的外部性，一个网络中一组用户数量的增多会增加另一组用户的效用水平，并且其效用水平呈几何倍数增长，因此大网络给用户带来的效用也会远远高于小网络为用户带来的效用。这就造成新用户在选择网络时更易于选择规模较大的网络；同时，小网络中的用户很可能会逐渐向大网络转移，最终会形成“大者愈大，小者愈小”的结果。

国内文献中也已出现了根据平台经济理论分析第三方支付的文献。如程华（2014）认为我国第三方支付等行业的多边平台企业，其竞争表现出明显的双边市场特征，如不均衡的双边用户定价结构、集中度较高但不稳定的寡头垄断市场结构、企业间复杂的竞合关系等。蒋先玲等（2014）认为，在互联网金融兴起的背景下，我国第三方支付创新加速向资金配置等金融领域渗透，对其现行监管框架提出了挑战。

相形之下，对于依托第三方支付平台开展其它金融业务，则几乎不被国外经济学家们不看作是个问题,诚然,Paypal 于 1998 年成立，1999 年便推出货币市场基金，但也并未产生像支付宝推出余额宝时的那种轩然大波，或许在国外的内生型金融环境中，这本来就是很自然的事情。

科技进步推动下的支付手段多元化

新兴电子支付创新是互联网金融的起源和核心。对互联网金融而言，通过互联网方式所进行的第三方支付既是资金的入口，也是互联网金融业务的核心和发展的起点。近年来，得益于电子商务的蓬勃发展，全球非银行类第三方支付机构交易规模迅速增长。全球视角下，一方面，非现金支付在中低收入国家大幅扩张，而在发达国家增长相对缓慢（参见图 1）。[①]

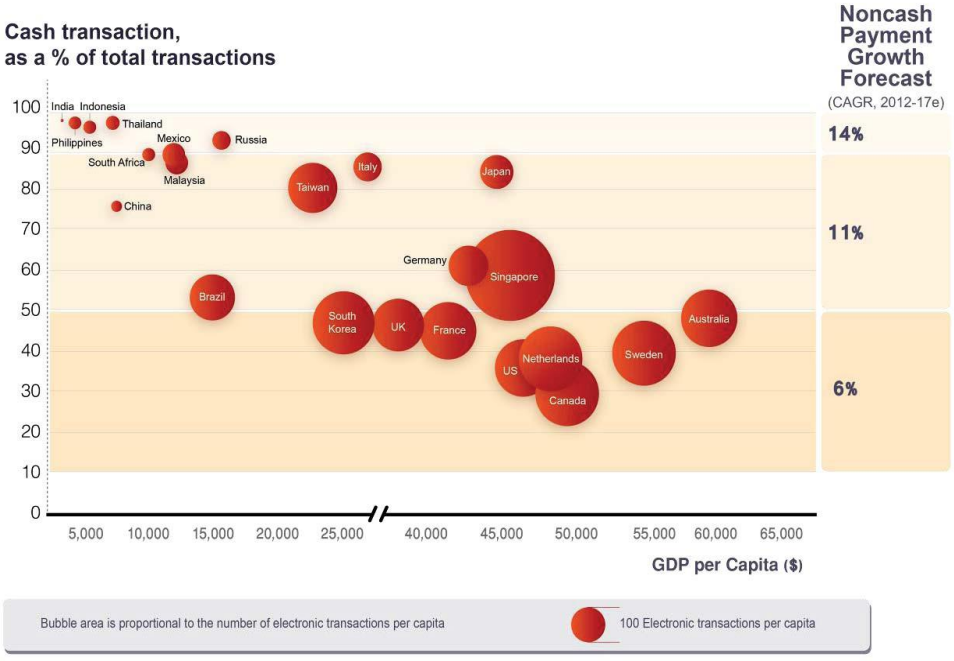


图 1 全球非现金支付占比与人均 GDP 及预期增速

资料来源：Menon et al.，2013

① Menon, N., Guedeney, H., Kittikhoun, K., & Narasimhan, S. (2013): “Cash Displacement: The Final Threshold. A.T. Kearney.” [Online] Available: http://www.atkearney.com.

另一方面，根据荷兰在线交易咨询公司 Innopay 所做的市场调查，2013 年全球电子商务活动使用的电子支付笔数已由2009年的151亿笔增长到313亿笔，而其中非银行类支付机构的交易笔数由2009 年的9亿笔增长到2013年的38 亿笔（其占电子支付总笔数的比例也由6.0%，上升到2013 年的12.1%)。通过提供增值服务，帮助商家网站解决实时交易查询和交易系统分析。

伴随科技的不断进步，科技在改变支付，而支付也在不断推动商业模式的创新。在互联网金融模式下，支付、科技和商业模式创新实现有机结合，支付系统表现为如下特点：第一，所有参与交易的个人和机构都在支付平台上有账户；第二，资金的支付和转移通过互联网来完成；第三，支付清算完全电子化，在整个流程中没有现钞流通。2012年Gartner公布了一份关于2012-2013年技术曲线成熟度(Hype Cycles）的报告，根据Gartner的预测（参见图2)，2011年至2015年都将是大数据蓬勃发展的时期。而第三方支付可谓是收集、管理数据和运用数据进行行业渗透的佼佼者。与Gartner预测的技术曲线成熟度相类似，艾瑞咨询集团给出了互联网金融主要模式在中国所处不同的时期（参见图3)，相比于其他模式，互联网金融中的支付结算部分已基本处于相对规范的运作期。

由于第三方支付平台可以对交易双方的交易进行详细记录，第三方支付利用其交易市场建立的用户数据，可以用支付的方式来收集各行业数据。除了一般的大网上购物，还扩展到福利管理，差旅管理、资金归集等现金管理业务，以及代扣保险费、“保理”、垫付式“流水

贷”等金融业务。另外，第三方支付利用其数据资源，通过与其他行业进行合作开发终端、入股其他行业等，深度接入行业，更可能加深行业合作，为其提供定制化行业解决方案。而在移动支付方面，各种技术呼之欲出，更是朝着便捷化、多元化的方向不断发展。以美国最大的支付公司 PayPal 为例，其坚定地支持 BLE 技术，并发布了利用 BLE 技术的移动支付硬件设备 PayPal Beacon——与其他产品不同，PayPal Beacon 连接到互联网，顾客支付全程不需要掏出手机，即使信号很差或没有信号也可完成支付。

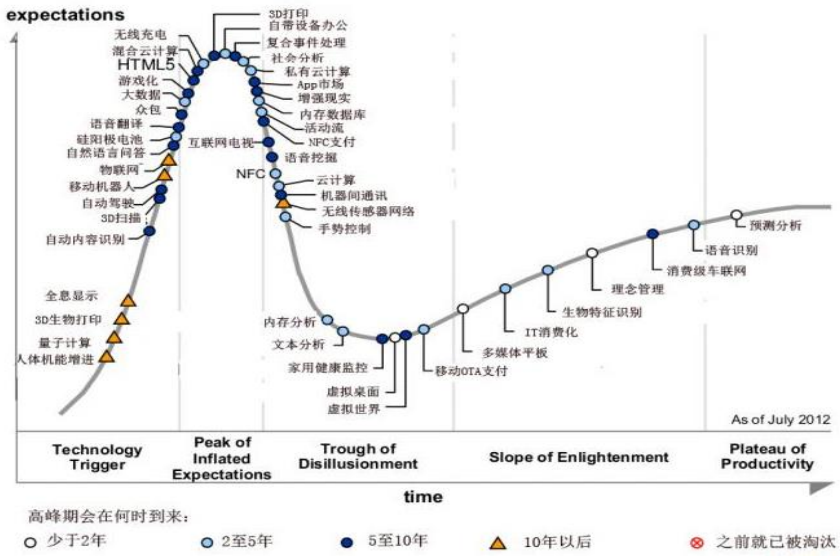


图 2 Gartner 预测互联网的发展前景

资料来源：Gartner

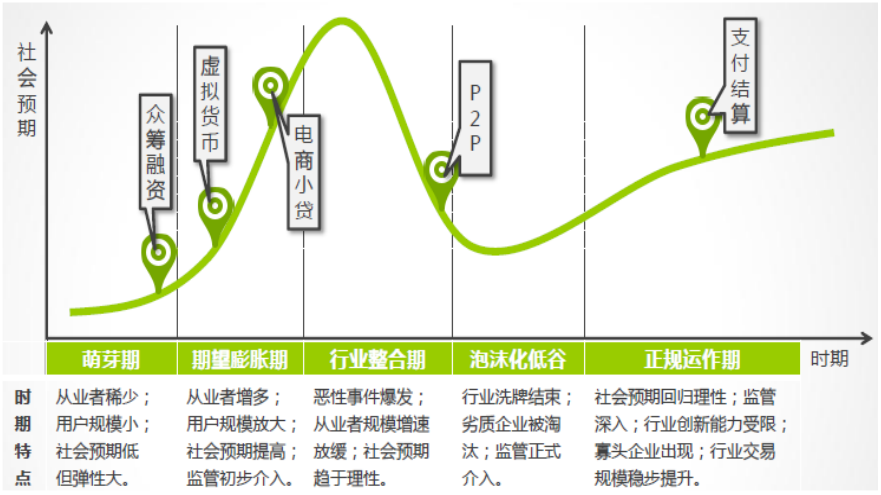


图 3 互联网金融主要模式在中国所处不同时期

资料来源：iResearch

在互联网支付的创新与发展中，最令人振奋的是移动支付领域的革命性变化。移动支付与移动金融的高速发展，主要还是始于移动互联网时代。随着移动智能设备的普及、移动通信网络的升级以及移动信息技术的发展，移动金融开始在世界范围内迅速推广。虽然韩国、日本由于在电子、通讯产品方面的先发优势使得其手机银行业务发展较好，而欧洲、美国由于技术上比较成熟也有着长足发展，但是真正的手机银行创新模式却是在非洲，尤为突出的是人们多次提到的、肯尼亚的 M-Pesa。

M-Pesa 于 2007 年 3 月由肯尼亚移动运营商 Safaricom 推出，之后迅速发展，到 2009 年底已有 65%的肯尼亚家庭通过 M-Pesa 获得金融服务。虽然在技术上 M-Pesa 只是基于比较落后的 SMS 短信形式，但是对于银行网点覆盖面小、基础设施建设落后的肯尼亚来说，M-Pesa 可以极大地扩展金融服务的覆盖面，因为它使得向广大拥有

手机却没有银行账户的人提供金融服务成为可能。从中我们也可以看到，对于经济增长与金融发展而言，最先进的技术未必是最适宜的技术，只有成功地运用符合本国要素禀赋结构的适宜技术，才能真正地推动实体经济的持续发展。从这个意义上说，发展中国家在发展互联网金融时，不必盲目引进发达国家的所有业态，而应从实际出发，寻找那些看上去未必很美，但却能够以较低成本普及推广的适宜技术形态。

除此之外，与虚拟货币相关的支付清算模式创新，对于 SWIFT 等传统的跨境银行间清算结算组织的模式也可能产生深远的冲击。我们看到，OpenCoin 公司（现改名为 Ripple Labs）创建的 Ripple 协议是世界上第一个开放的支付网络，通过这个支付网络可以转账任意一种货币，包括美元、欧元、人民币、日元甚至比特币，简便易行快捷，交易确认可在几秒以内完成，交易费用几乎是零，没有所谓的跨行异地以及跨国支付费用。Ripple Labs 力压 Lending Club、Bitcoin 等广为人知的互联网金融巨头获得了 2014 年 PYMNTS 创新大赛“最具颠覆性公司”和“最佳新科技”大奖。此外，Ripple Labs 还和特斯拉、谷歌、三星等大公司一同入选了 MIT Technology Review 评选的 2014 年全球 50 大最智慧的公司。按照其联合创始人和 CEO 拉森的话说，Ripple 支付协议使得金融交易如同收发电子邮件一样简单。在 Ripple 协议中，有两个核心概念，一是扮演终端的“网关”，可以是银行、货币兑换商乃至任何金融机构，实际上任何访问 Ripple 网络的商家同样可以成为网关。目前全世界仅有 15 家 Ripple 网关。除网

关外，Ripple 网络还需要 Ripple 币将各种货币和等价物串在一起。此外，Ripple 网络还是一个共享的公开数据库，数据库中有记录着账号和结余的总账，任何人都可阅读 Ripple 网络中的所有交易活动记录。

美国 P2P 网络借贷的监管简析

从定义上讲，在美国，互联网金融并没有明确的概念，但从发展经验看，美国实质上是互联网金融发展的鼻祖。目前，美国基于互联网的新型支付体系、新型贷款模式以及新型筹资模式等都已蓬勃发展起来。但是，从美国互联网金融的发展历程及其与传统金融业务的关联上来看，互联网金融并没有完全成为一个独立的金融业态，也没有改变美国金融体系的架构及功能。

互联网金融发展离不开法律的保障。美国联邦政府对互联网金融产业进行有效监管的前提是其善于顺应金融市场的变化，审时度势，适时出台法案，为互联网金融产业的发展保驾护航。

美国的法律对金融产品尤其是金融创新产品的规制相当完善极其严苛，这保证了行业主体的规范运作以及行业整体的稳健发展。根据我们所关注的互联网金融形态和要素，美国对于互联网金融的主要监管法律有《债务公平催收法案》[①]、《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》[②]、《金融服务现代化法案》[③]、《公平信用卡支付法案》[④]及《企业振兴法案》[⑤]等。

[①]《债务公平催收法案》自 1978 年 3 月 20 日正式生效该法案旨在规定和约束债务追讨和催收行为，保护消费者信贷的合法权益。

[②]《多德－弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》于 2010 年通过，被认为是 20 世纪 30 年代以来美国改革力度最大影响最为深远的金融监管改革法案。

[③]《金融服务现代化法案》规定，金融机构应当确保客户数据安全，将数据保存在隐蔽的媒介中，必须采取特定的安全措施来保护数据存储以及传输安全。

[④]《公平信用卡支付法案》旨在保护消费者在信用卡消费中的一些合法权益在网络金融消费者保护方面，该法案起到了巨大的作用。

[⑤]《企业振兴法案》于 2012 年 4 月，由美国总统奥巴马签署。该法案基于美国强大的征信系统和良好的证券监管机制，划定众筹融资参与各方的权利与义务，以达到保护投资者和促进投融资的双向平衡。

互联网金融具有主体多元性、业务交叉性、技术依赖性、缺乏稳健性的特点，风险方面具有瞬时爆发性、极度渗透性、交叉感染性、隐蔽性的特点，这使得互联网金融不仅存在传统金融的各类风险，如信用风险，流动性风险，政治风险，操作风险，还具有特殊的技术风险和业务操作风险以及法律风险。虽然，互联网金融在美国没有成为真正独立的业态，但是，美国金融监管当局仍然对互联网金融相关的业务进行较为规范的监管。我们以互联网金融的业务模式为主线，对美国互联网金融相关的监管体系进行梳理。

一、美国对 P2P 网络借贷平台的监管

（一）P2P 网贷的风险问题

从网络借贷平台发展模式看，基于互联网的信用媒介及其活动有其特定的风险：一方面，网络借贷有其基于技术层面的相关风险。一是信息泄露、身份识别、信息掌控与处理等互联网金融特有风险。二是第三方资金存管及其可能的资金安全问题。三是潜在的重大技术系统失败及其可能引发金融基础设施风险。四是潜在的操作风险，基于人为和程序技术的操作风险更为凸显。最后是人数巨大的消费者利益侵犯与权益保护问题（商建刚等，2013）。

另一方面，网络借贷仍然没有脱离金融的本质，存在发生重大金融风险的可能性。一是信息不对称风险。互联网金融的虚拟性使得身份确定、资金流向、信用评价等方面存在巨大的信息不对称性，甚至所谓的大数据分析可能导致严重的信息噪音（许荣等，2014）。二是信用风险。虽然 P2P 平台具有信用风险识别功能，但是，与传统金融

机构相比较而言，其信用风险识别和管理能力要差。三是流动性风险。由于互联网金融的技术性、联动性、跨界性和资金高速运转可能引发资金链条断裂，导致流动性风险。四是法律与政策风险。由于网络借贷等创新步伐较快，同时部分业务是在美国现有政策、法律和监管体系之外，政策调整和法律完善将是一个必然过程，网络信用业务将面临日益严重的法律与政策风险问题（冯娟娟，2013）。为此，美国亦对 P2P 网络借贷进行相应的适度监管。

表 1 美国主要营利性 P2P 风险状况

风险	特征	表现
信用风险	由于借款人违约而导致的潜在财务损失	放款人在 P2P 平台上购买的收益权凭证没有第三方抵押、担保或保险
		如果对应的借款人贷款违约，由于追偿费用及其他交易成本，放款人很难足额索回本金和预期利息，很可能无法收回期初的所有投资
		如果放款人决定将其投资全部集中在单一收益权凭证上，其投资回报将完全依赖于单个贷款的信用表现
操作风险	由于平台内部程序、人员、系统等的不完善、失灵或外部事件冲击导致的潜在财务损失	P2P 贷款平台一般难以核实借款人提供的全部信息，而信息不准确或没有正确反映借款人的信用水平
		P2P 贷款平台运作时间短，掌握的贷款历史数据极为有限，平台的信用评级系统可能无法全面准确滴预测贷款的真实信用水平，实际贷款违约情况和违约率可能与预期水平不相符合。
		一旦借款人违约，放款人职能依靠 P2P 平台或其委托的第三方收款机构来索取款项，自身难以亲自追索权益
		借款人持有的收益权凭证一定意义上不是对应贷款的债权证明和利息收入票据，贷款人拥有的权利存在重大不确定性。如果 P2P 平台违约破产，收益权凭证的兑付可能受到限制、暂停甚至终止。
流动性风	由于无法及时变现资产而导致的潜在	收益权凭证对应于每个 P2P 平台，不同平台之间的收益权凭证无法流通，同一个平台亦限于放款人之

险	财务损失	间流通
市场风险	金融市场相关价格大规模变动造成的资产或负债的价值变化，从而导致的损失	金融市场的利息变动会导致借款人行为变化，比如利息降低，借款人将可能提现还贷，贷款人收益降低；利率大幅提高会导致贷款人所持有的收益权凭证的价值受损。
法律风险	由于对相对法律的理解或遵守存在偏差而导致的风险	P2P 贷款是一种新兴的贷款和投资模式，如果监管机构或者法院对收益权凭证及其税收政策存在不同的解释，贷款人可能会面临不同的税负。以及其他的相关法律风险。

资料来源：GAO（2011）、陈敏轩等（2013）

（二）美国对网络借贷平台的监管框架

美国 P2P 的发展被业界视为典范，在行业发展历程中，监管当局较早重视并介入，此后相继完善了行之有效的法律规则和规范。美国 P2P 借贷行业保持了很高的活跃度，但并没有乱象丛生。美国对 P2P 网贷模式的监管，主要集中在金融消费者权益保护上。联邦政府主要通过现有的、较为完善的法律规范对 P2P 平台进行监管，以充分保护金融消费者的合法权益，规避潜在的系统性金融风险。

P2P 网贷在美国最主要的监管主体是美国证券交易委员会(SEC)。在美国，一般的信贷业务监管主体主要是美联储和联邦储蓄保险公司（FDIC)。基于互联网的 P2P 网贷业务的监管主体与一般信贷业务不一样，却主要是由美国证券交易委员会来监管。这其中的原因，在于美国两大网络借贷公司 Prosper 和 Lending Club 的运作模式。

收益权凭证是两家大型网络借贷平台运作的核心要件，这决定了网络借贷平台的监管主体归属。Prosper 和 Lending Club 组建 P2P 平台，该平台具有两大功能：一是对借款人进行筛查和信用等级评定，

由于美国信用体系发达，而且两个平台都要求借款人必须实名认证，P2P 平台可以容易地获得借款人的信用信息，并据此进行信用等级的评定，以筛选出信用风险较好的借款人。二是对放款人进行基本的身份确认以及相关的资产及收入证明，同时对放款人发放与贷款申请相对应的收益权凭证（Notes）。有了这个收益权凭证，放款人实际上并不是直接向借款人发放贷款。放款人在获悉借款人信用信息及借款信息之后，可以购买基于特定借款人贷款相对应的收益权凭证。放款人确定了可以贷出的规模并购买相应的凭证之后，将凭证转让给一家实体银行（WebBank），该银行会及时核实、备款和放款给对应的借款人。这个过程相当于 WebBank 收购了 P2P 平台发行的收益权凭证，将贷款卖给了 P2P 平台中的放款人，而实现了放款人通过 P2P 平台对借款人的贷款。WebBank 是 FDIC 体系下的犹他州银行，但是，本质上，WebBank 银行并没有拥有对借款人的权益，亦不承担违约风险。这两个平台的核心在于收益权凭证，而收益权凭证类似于债券，具有证券的本质属性，为此，接受美国证券交易委员会的监管（陈敏轩等，2013）。Prosper 和 Lending Club 在美国证券交易委员会进行登记，属性为证券经纪商。[①]但是，两家机构刚开始并没有对其收益权凭证进行注册登记，其后被美国证券交易委员会认定为非法，即违法证券交易法第五章，出售未经注册的证券产品。2008 年 9 月 Prosper 的业务被暂停，直到 2009 年 7 月产品登记生效才重新开始进行网贷业务。同样，Lending Club 在 2009 年 4 月至 10 月亦暂停出售收益权凭证。（GAO，2011）

[①] 美国这两家主要 P2P 平台公司的登记是在金融监管部门完成的，而国内目前主要是以信息中介平台的性质出现，注册登记是在工商部门完成。

在联邦层面，联邦存款保险公司和联邦贸易委员会（FTC）[①]对 P2P 业务亦存在一定的监管或管理职能。FDIC 的监管主要是通过对 WebBank 的监管实现的。由于网络借贷平台涉及到借款人和贷款人的海量私人信息，FDIC 还要求 WebBank 银行要遵循金融隐私条例。同样，联邦贸易委员会指出，Prosper 和 Lending Club 所进行的金融活动尚未确定是否为《金融服务现代法案》中的金融机构活动，但是，如果这两家公司没有被其他监管部门管辖，那么根据联邦贸易委员会法案他们就归 FTC 管辖，主要需观察其是否涉及不公平交易。

联邦层面针对 P2P 网贷的监管框架实际上也在动态变化之中。根据 GAO 的报告，在《多德-弗兰克法案》实施之后，美国消费者金融保护局（CFPB）将逐步履行其消费者保护职能，可能通过现有法律或者新的法律规范来监管 P2P 平台及其贷款。消费者金融保护局将会根据《多德-弗兰克法案》对网络借贷平台所提及的“受保护人群”和“其他消费者金融产品和服务市场的大型参与者”进行界定，未来 P2P 平台和放款人等可能将是消费者金融保护局的监管对象。这样，将形成一个美国证券交易委员会为主要监管者，FDIC、FTC 和 CFPB 共同参与、协同监管的局面。[②]

P2P 网贷的监管同样是一个双层监管体系，与美国整个金融监管架构相一致。在美国证券交易委员会登记之后，网络借贷平台公司还必须在特定的州政府进行登记，并申请营业许可，特别是发售收益权凭证的业务许可。在州政府监管层面，主要遵循《1933 年证券法案》，

[①] 实际上，FTC 并不是一个金融监管机构，而是一个执法机构。
[②] 这个方案也是 GAO 向国会提交的建议之一，且为倾向性建议。

如果不是在全国证券交易所上市的公司所发行的债券，就不能免除在各州登记的义务。由于两大网络借贷平台公司所发行的收益权凭证实际上是一个基于交易便利而创新出来的一种证券，必须在要开展业务的各州逐一进行登记。当然，遵循 1997 年克林顿政府对于促进电子商务发展的法案精神，两大网络借贷公司在各州的登记基本是程序性的。

持续信息披露机制是美国网络借贷平台监管的核心机制。作为 P2P 网贷的监管主体，美国证券交易委员会坚持动态信息披露原则，并依此作为监管的核心机制。

第一，SEC 要求 P2P 网络借贷平台要对所发行的收益权凭证和对应的借款信息做全面的披露，并且信息变更需要进行动态披露，从而形成一种“持续的信息公开披露机制”。这使得网络借贷平台业务透明化、规范化和合规化，从而提高了信用风险的定价基础，以利于放款人进行较为充分的风险识别。第二，美国证券交易委员会对 P2P 网络平台的发行说明书及其相关的材料进行审核，以保障投资者能够获得决策的信息。如果网络借贷平台发行说明书的遗漏、错误、误导等引致损失，投资者可以对其进行追责（沈良辉等，2014）。最后，监管部门要求借款人的信息真实性要高，同时，要求交易必须公平。

表 2　美国 P2P 相关的消费者保护法律

法律名称	相关条款
Truth Lending Act 诚信信贷法案	贷款人就贷款的条件和信贷交易提供统一、可理解的信息披露；监管贷款宣传，给予借款人及时获知信息披露和信

	贷处理方式等权利
Equal Credit Opportunity Act 平等信用机会法案	禁止债权人基于信贷申请人的下列信息而歧视对待：种族、肤色、宗教、国籍、性别、婚姻状况、年龄、申请人是否根据联邦消费者信用保护法或任何国家适用的法律真诚行使权利、申请人的收入是否来自公众援助计划等
Service Members Civil Relief Act	给予在军队服务的借款人一个利率上限,运行现役军人和有任务的预备役军人暂停或推迟某些民事义务
Fair Credit Reporting Act 公平信用报告法案	贷款人必须处于经许可的用途才能获得消费者的信用报告，要求个人向信用部门提供正确的信息；贷款人拒绝信贷申请人的话，必须根据信贷报告中的公开信息披露进行；贷方被要求发展和落实一套防盗窃信息程序
Federal Trade Commission Act 联邦贸易委员会法第 5 条	第五节：禁止不公平或者欺诈性的条款和做法
Gram-Leach-Bliley Financial Modernization Act 金融服务现代化法案	限制金融机构将消费者非公开个人信息透露给非关联第三方，要求金融机构知会客户其信息共享机制，并且告知客户如果客户不希望他们的信息被无关联第三方机构获知，他们有权选择退出。
Electric Fund Transfer Act 电子资金转账法案	给予消费者在使用电子转账从银行账户中汇入或者汇出资金的权利
Electronic Signature in Global and National Commerce Act 全球及国内电子签名商业法案	允许使用电子记录或电子签名来创设有法律约束力或执行力的协议,要求在消费者交易总使用电子记录或电子签名的商业行为必须预先征得消费者同意
Bank Secrecy Act 银行保密法案	要求金融机构执行反洗钱程序，使用消费者身份确认程序,筛选个人财产被冻结或其公司被禁止进行交易的个人名单
Fair Debt Collection Practice Act 公平债务催收法案	对涉及消费者债务的第三方债务收款机构提供了指引和做出了限制，禁止在催收过程中使用威胁、骚扰和侮辱性行为

资料来源：陈敏轩等（2013）

互联网保险在规范中迎来机遇

2014 年 12 月 10 日，保监会公布了《互联网保险业务监管暂行办法(征求意见稿)》,成为国内首份针对互联网金融领域的监管文件。

我们看到，互联网保险在国外早已有之，主要包括两种大模式：一种是保险公司自建渠道,或成立网上保险商城,或设立电商子公司;另一种则是借助现有第三方的网上保险平台。网络保险最早出现在美国，例如，美国国民第一证券银行首创通过因特网销售保险单。1997 年初，81%的美国保险公司至少有一个网址。同年，美国加利福尼亚州的网络保险服务公司 INSWEB 用户数是 66 万,1999 年增加到了 300 万。时至今日，国外保险电商发达国家已经发展较为成熟，比如美国部分险种网上交易额已经占到 30-50%。

在我国，2000 年 8 月，太保和平安几乎同时开通了自己的全国性网站，从此专业保险电子商务网站纷纷涌现。据统计，2011 年至 2013 年，国内经营互联网保险业务的公司从 28 家上升到 60 家，年均增长达 46%；保费规模从 32 亿元增长到 291 亿元，呈现快速发展态势。特别是在被称为互联网金融元年的 2013 年，互联网保险取得了跨越式发展,以万能险为代表的理财型保险引爆第三方电子商务平台市场。2013 年“双十一”当天，寿险产品的总销售额超过了 6 亿元，其中国华人寿的一款万能险产品在 10 分钟内就卖出 1 亿元。

与此同时，互联网保险带来的风险也值得关注，其潜在风险有两大方面。一是技术层面的风险，如信息保护与数据安全的风险，再如互联网领域的风险形态与传统风险有一定差异，缺乏历史精算数据，因此影响到产品定价。二是信用层面风险，尤其在互联网环境下不仅投保人的信用可能难以甄别，而且投保人准确获知产品内涵的程度也可能受限，也难以充分保护作为弱势一方的客户利益。

正是由于风险控制的缺失，进入 2014 年以来，多家保险机构推出的互联网保险产品不够规范，被中国保监会叫停。综合来看，出现问题的互联网金融产品，往往都有几方面表现。一是预期收益过高，很可能是“不赚钱赚吆喝”，甚至是保险机构进行的虚假承诺。二是风险提示不清晰，信息披露不完善。三是产品的流动性不足，可持续性存在问题。四是消费者保护做得不够，尤其是网络环境下的合同有效性可能存在瑕疵。五是某些甚至具有博彩性质，距离保险的本质越来越远。

我们知道，保险的基本功能有两方面，一是对于风险的社会化分散与保障，二是有效的财富管理。由于保险机构往往依赖于后者获取高额利润，因此在现实中，对于前者的重视程度可能会弱化。这其实是一种“双刃剑”的现象，也无助于维持保险业的正面价值取向。无论保险在财富管理方面有何创新和突破，风险管理都应该作为其“安身立命之本”。互联网时代进一步打破了传统业务模式的局限，甚至出现更多保险与投资、融资的跨界融合，此时更需要在把握互联网保险“蓝海”的同时，避免迷失于短期的“噱头”和战略扭曲。

对于监管者来说，一方面是对于互联网保险创新需要包容和支持，另一方面则要进一步明确游戏规则，确定互联网保险业务的“底线”，同时促使互联网保险机构加强风险控制，把保护消费者放到更高的地位上。此外，还需对于线上、线下的保险业务协同，制定更加高效、规范的规则，最终是为了促使互联网保险回归保险业的价值所在。

【新书推荐】《互联网金融理论与实践》

内容摘要：迄今为止，关于互联网金融的研究对象、思路与范式的混乱和无序，实际上已经影响了互联网金融实践创新的可持续发展。有鉴于此，我们试图从概念分析和理论框架设定入手，以国内外的发展状况及监管特征比较考察为补充，以国内外的典型案例分析为点缀，努力使互联网金融的研究线索更加清晰一些，使互联网金融在人们脑海中有更明晰的“镜像”。

本书共分为八章，其中前三章是理论分析部分，包括：互联网金融的概念辨析与研究背景；互联网金融的发展探究：基于文献综述的视角；互联网金融的理论基础。其后的两章是基于全球和海外视角进行比较分析的部分，包括：全球互联网金融发展的状况考察；国外互联网金融的法律基础与监管模式。最后三章则是围绕我国的现实展开研究，包括：中国互联网金融发展的基本格局；中国互联网金融的监管现状及改革方向；互联网金融发展的历史趋势与前景展望。

编者：本书系中国社科院金融所支付清算研究中心文库系列之一，主编为杨涛研究员，副主编为程炼副研究员，由经济管理出版社出版。

注明：由于研究储备和时间准备不足，本书可能会出现一些不足或需完善的地方，提出的一些观点和认识也可能值得商榷。但我们期盼来自于各界同仁的批评和建议，并希望以此书来“抛砖引玉”，促使互联网金融研究的学术氛围更浓些，从理论层面、宏观层面、制度层面来多考虑问题，而不仅是限于技术层面和商业模式层面，从而使得相关学术研究能对互联网金融在我国的持续健康发展更有所裨益。

研究团队主要成员

杨涛 支付清算研究中心 主任 研究员

程炼 支付清算研究中心 副主任 副研究员

尹中立 支付清算研究中心 副主任 副研究员

费兆奇 支付清算研究中心 秘书长 副研究员

董昀 支付清算研究中心 副秘书长 助理研究员

周莉萍 支付清算研究中心 副秘书长 助理研究员

经邦 支付清算研究中心 特约研究员

宗涛 支付清算研究中心 特约研究员

徐超 支付清算研究中心 特约研究员

郭强 支付清算研究中心 特约研究员

李鑫 支付清算研究中心 博士研究生

主 办： 中国社会科学院金融研究所支付清算研究中心

主 编： 杨 涛 （ytifb@cass.org.cn）

副主编：程 炼 （clifb@cass.org.cn）

声 明

《支付清算评论》为内部交流刊物，其中的文章除非经特别注明，均由中国社科院金融所支付清算研究中心（以下简称“研究中心”）的研究团队完成，研究报告中的观点、内容、结论仅供参考，研究中心不承担任何单位或个人因使用本信息材料而产生的任何责任。本刊物的文字内容归研究中心所有，任何单位及个人未经许可，不得擅自转载使用。

研究中心是由中国社会科学院批准设立的所级非实体性研究单位，由中国社会科学院金融研究所作为主管单位，专门从事支付清算理论、政策、行业、技术等方面的重大问题研究。

研究中心的名誉理事长、学术委员会主席为中国社科院副院长李扬研究员，理事长为中国社科院金融所所长王国刚研究员，常务副理事长为中国社科院金融所副所长殷剑峰研究员，主任为中国社科院金融所所长助理杨涛研究员。

地址：北京市朝阳区曙光西里 28 号中冶大厦 11 层中国社会科学院金融研究所

邮编：100028

电话：010-59868209，59868204

传真：010-59868203

E-mail：rcps@cass.org.cn

网址：www.rcps.org.cn

联系人：齐孟华

手机：13466582048