

互联网金融的中国道路

虽然马云和马化腾提供的金融服务眼下还很有限，但是互联网支付(不含银行互联网业务)交易笔数已经占支付总笔数的30%。市场中看出了巨大的潜力，乐观者甚至认为其将颠覆传统金融。

未来金融企业和互联网企业谁能在数据为王的时代抢占制高点，还是个未知数。传统金融企业依然牢牢把握大客户、特许经营、长期的声誉、国家隐形担保等优势，可动用的资源还很多。如果能把握互联网大数据时代的机遇，通过创新释放改革红利，有望同时获得技术和制度双重红利，实现转型发展，重新获得活力。

温信祥

今年6月21日，《人民日报》发表马云的文章《金融行业需要搅局者》，马云喊出了要成为“金融业搅局者”的口号。建行、工行、民生银行等则陆续宣布发展电商平台，以实际行动展示应对“电商搅局者”的姿态。随后，国家七部委联合调查互联网金融，体现了国家对互联网金融的高度重视和谨慎态度。

一、网络改变金融

互联网金融中的一些主要模式包括P2P、众筹、移动支付、电商金融等。2005年，第一家互联网P2P公司Zopa在英国上线。在中国，以马云为代表的电商取得巨大成功，商户及相关活动在虚拟世界的商城中被互联网记录并形成大数据，这为分析商户行为特征、信用状况、金融需求提供了可能。以微信为代表的移动社交网络无时无刻记录现实世界人们的活动，这为记录微信使用者在现实世界的活动并形成大数据提供了可能。虽然马云和马化腾提供的金融服务眼下还很有限，但是互联网支付(不含银行互联网业务)交易笔数已经占支付总笔数的30%。市场中看出了巨大的潜力，乐观者甚至认为其将颠覆传统金融。电子商务在中国取得的成功甚至超过了美国，马云将其原因归结为中国的传统商务做得太差了。

马云作为一个外来者，成功进入金融领域，并开拓新的理念、模式和领域，在商业银行的薄弱领域小微贷款、消费贷款等方面积累客户优势、IT优势和大数据优势，必然引起关注甚至震动。马云模式独特之处在于以下几点：

首先建立了一个极其成功的电子商城，提高商业流通效率，促进生产，解决就业，方便老百姓。

其次，从服务电商出发，建立类似银联的支付平台。今年8月，阿里金融还推出支付宝透支消费服务。

第三，将贸易流和资金流结合，使用商城供应链(销售链)冲获得数据评价风险开展小微贷款，甚至能做到无抵押、无担保、快速审批。

第四，打造金融产品网上超市。6月中旬，支付宝携手天弘基金推出余

额宝。8月，支付宝和37家基金公司达成协议，拓展基金销售平台。

网络巨头腾讯公司旗下的微信，诞生仅2年半，就已经拥有4亿用户。最新推出的微信5.0新版本通过全新的“扫一扫”成为互联网超级移动入口。微信支付强调一键支付，绑定一张银行卡，设定微信支付密码，之后每次支付只要输入微信支付密码即可。

马云和马化腾的互联网金融尝试引起了金融业界广泛的关注。平安保险集团的马明哲认为，大数据和移动互联网将给金融业带来颠覆。马明哲在互联网金融的布局上大手笔不断。马明哲的目标是5年内平安的非传统业务跑赢阿里和腾讯，成为未来平安发展的新引擎。

除了上述所谓电商金融、金融电商之外，众多的网贷公司以P2P名义大量涌现，已达300多家。

二、创新释放红利

乐观者预测，互联网金融将颠覆银行。比尔·盖茨多年前关于传统银行是行将灭绝的“恐龙”的预言难道即将成真?短期来看，大型银行在金融业中的主体地位不会改变。互联网技术世界领先的日本，尽管互联网金融很发达，甚至还实行零利率政策，但是日本三大银行存款依然很多，地位并未降低。

目前，马云们给金融业带来的更多是启示和舆论压力，许多人通过支持阿里金融，来表达对金融改革的期待。对庞大的传统金融体系来说，这些外来者还只能算“小微”级别。以最具有代表性的阿里金融为例，马云从事的第三方支付和小微贷款业务还不能动摇银行的盈利基础。马云如果希望做大，将面临申请经营牌照以及资本充足率的约束。理论上，民间有足够的资本，但是与资产增加相伴的是风险的增加。马云的金融帝国还缺乏最为重要的商业银行、证券公司等牌照。即使获得牌照，还需要相应的人才、IT系统和经验。另外，品牌和口碑建立也非一日之功。

电商发展推动贸易脱媒，贸易脱媒推动金融脱媒。未来金融企业和互联网企业谁能在数据为王的时代抢占制高点，还是个未知数。传统金融企业依然牢牢把握大客户、特许经营、长期

的声誉、国家隐形担保等优势，可动用的资源还很多。如果把握互联网大数据时代的机遇，通过创新释放改革红利，有望同时获得技术和制度双重红利，实现转型发展，重新获得活力。

互联网金融为金融企业特别是大型金融企业克服大企业病提供了技术基础。大企业病的本质是企业的管理能力和管理幅度之间不匹配、信息不对称和信息传导不畅。在金融业信息化初始的时候，系统之间的专业分割、标准不一、流程过长，运行成本高；部门各自为战，信息传导迟缓，市场反应迟钝。这些大企业病随着信息化建设的推进，有望得以缓解。看看微信对现有大型电信运营商带来的挑战和威胁，在互联网和大数据时代继续依靠跟随战略也是危险的，传统金融应当增强紧迫感 and 主动性。

互联网金融为发展农村金融、社区金融、普惠金融提供了技术手段。由于居住分散、收入较低等原因，虽然国家已经采取了大量的支持措施和政策倾斜，但是针对广大的农村地区、数量众多的农民工的金融服务依然供给不足。由于手机在农村地区的广泛使用，基于手机支付的互联网金融可为解决农村和农民的普惠金融需求提供解决手段。柬埔寨和非洲一些国家已在实施推广这一模式。

互联网金融为民间金融阳光化、规范化提供了新途径。我国的民间金融一直存在，而且规模相当可观。民间金融为老百姓的生活和生产所需要，但是由于长期处于地下，加之权力介入，时常爆发危机。规范运作的网络贷款公司由于网络的特性具备更高的透明度、能够详细记录借贷行为，有助于民间金融阳光化规范化运作，也有可能实现技术和制度双重红利。

互联网金融为改善客户服务提供了新的解决方案，特别是在小微企业贷款和消费贷款方面。金融机构可以通过数据挖掘和分析，提前发现潜在客户和潜在需求，开发满足客户需求的金融产品和服务，主动向客户提供信息和服务。保险公司、证券公司、基金公司可以通过网络销售产品，避免开设实体店的大量投入和运行成本。互联网时代自组织的特征有助于客户直接参与金融产品设计。

互联网银行和大数据技术为风险管

理提供了新的工具和相关数据。互联网供应链融资由于实现信息流、物流和资金流的高度融合和在线控制，贷款效率和安全性大大提高。随着信用数据化，传统抵押贷款模式将越来越多被信用贷款模式取代。互联网技术有效突破地理距离限制，构建了一个庞大的网络“熟人社会”，并通过互联网记录形成大数据，违约者将受到网络社会和现实社会的“社会制裁”。互联网银行和大数据技术为降低风险管理成本提供了可能。有人估计，互联网业务的成本只有传统业务成本的百分之一，甚至千分之一。采用互联网金融降低成本，也是传统金融机构自身发展所必需的。

三、应对互联网金融挑战

互联网金融的主要技术特征是使用移动支付、社交网络、搜索引擎、大数据和云计算等。有平台才有大数据，有数据才好做金融。马云们从建立平台出发，积累数据，进军金融。传统金融机构纷纷进军电子商务，就是希望通过交易平台获得数据。

作为侵入者，互联网企业气势逼人，在个人客户、小微企业、渠道、跨界等方面具备优势。马云、马化腾在渠道上优势明显，保险、基金及其他金融产品将越来越多通过网络销售。传统金融机构原有的网点、人员优势将逐渐消失，最终可能成为包袱。一些发达国家90%的金融业务通过互联网办理了。

但是，传统金融机构对客户粘性还是很高，在客户心中的信誉高，马云们等外来者面临建立可信度的挑战，这在重视人际关系和关系型融资的地方并不容易。通过互联网办理的业务笔数虽然占30%，但是金额只占0.5%。这说明，大额支付还主要通过传统金融机构进行，其中也有客户信任度和消费习惯因素。

互联网金融带来的挑战非常严峻，其中，有一些挑战是共性的，有一些是独有的。

首先，建立大数据时代互联网金融的理念的挑战。互联网金融和传统金融具有颠覆性的区别。面对未知的未来，习惯了传统模式的金融企业和互联网企业首先遇到的是观念转变的挑战。旧的观念将制约新的模式产生。习惯了传统金融服务的客户在迈入大数据时代时，有的可能不具备相应的自学自适应能力，需要进行引导和需求创造。传统金融企业内部金字塔型的组织结构和层级管理体系也和信息化时代“世界是平的”所要求的信息结构和管理要求不相适应，需要消除信息屏障，建立扁平化的层级结构和立体多维的信息交流机制。

其次，胜任互联网金融的人才不足的挑战。互联网金融不但需要熟悉金融业务、熟悉新技术运用的人才，更需要具有创新能力、敢为天下先的人才。在传统金融业中，稳健和循规蹈矩是行业文化，遵守习惯和流程是基本要求，长期在传统模式下工作的管理人员缺乏面向未来的创新精神和能力。IT人员重要性提高，系统开发要从原来长周期转向短周期迭代模式。在实现技术替代的同时，传

统金融企业原有的人员如何安置也是巨大挑战。阿里金融是在和传统金融合作过程中通过学习借鉴成长起来的，其管理层主要人员均有银行工作经历。面对未来，他们也和传统金融机构的人员一样需要探索和实验，无人能够保证比别人更有远见。

第三，建立适应互联网金融所需要的激励约束机制的挑战。互联网金融更加鼓励创新，需要因时而变；更加注重客户服务，需要及时响应；更加依靠智力，需要高级人才。这些都要求企业的激励与约束机制作出相应调整，调整的过程将会比较困难。机制不到位，新的模式难以建立；模式不到位，激励机制难以建立。开发模式从领导交办过渡到3I模式，需要更加以人为本，关怀和信任员工，提高创新差错容忍度，创建鼓励尝试和创新的的企业文化和激励机制。在这方面，新兴的互联网企业具有明显的优势。激励约束机制的调整将是衡量传统金融机构转型决心的重要指标，也是决定其转型能否成功的重要保障。

第四，风险的挑战。金融业在大数据时代，面临机构相互之间的竞争，还面临互联网企业的竞争。面对竞争和大趋势，墨守成规是最大风险。但是急于求成，也面临翻车的风险。在创新过程中，如果人才、机制和管理跟不上，更容易出现风险。在大数据和互联网时代，还面临IT风险、客户隐私保护风险等，这些新的风险需要新的管理手段。表面上生机勃勃的互联网企业隐藏大量的失败案例。互联网公司若做不到最好，失败的可能性更高。新兴的网络借贷公司无门槛、无标准、无监管，许多公司名义上是网贷，实际上以线下为主，客户征信资料不存。这些问题不解决，和传统的民间金融比较优势不明显，失败的可能性就很高。

当前消费者对传统金融机构服务的要求较高，差错容忍度低，而对新兴的互联网企业的容忍度相比较较高，这从微信因系统故障不能正常使用和银行因系统故障不能正常使用后消费者和公众的不同反应就可看出来。随着互联网企业涉足金融业务，消费者和公众对他们的要求也会越来越高的，消费者权益保护的任任务会越来越重。因此系统的稳定性和安全性也是互联网金融共同面临的课题。看看那么多的手机短信诈骗、信用卡盗刷等案件，就知道面临的安全问题不容低估。

四、推动互联网金融发展

信用数据化，数据资产化。大数据和移动互联网技术正在影响着个人和企业需求并对金融业产业巨大冲击。

互联网技术是发挥后发优势的重要机遇，为追赶者弯道超车提供了可能。互联网技术被银行发展出网银、被主流媒体做成网红，被中国移动做成动感地带、被商场当做电子化铭牌，近几年又诞生了支付宝、微博、微信和京东商城。民间的创新活力是经济发展和转型的希望所在。在旧的红利逐步消退，亟须挖掘新的红利情况下，中国一定会把握互联网金融的历史机遇，以技术变迁推动制度变迁，以制度变迁迎接技术变迁，争取获得

技术和制度双重红利。

目前的金融监管都是针对传统金融模式，面对互联网金融时代出现的新的风险行为，监管也面临挑战。由于互联网金融模式尚未确定，建立新的金融监管模式的难度极大。要把握好创新风险容忍度，给互联网金融创新空间，同时还要守住风险底线。在互联网金融兴起时要保护创新和创业热情，又要注意防止新的泡沫和短期行为，坚决打击网络诈骗行为。互联网金融实现底层跨业经营，分业监管的模式需要央行的顶层牵头协调。

按照国家鼓励发展民营银行的计划，可以择机给部分优秀互联网企业发放银行牌照，按照巴塞尔原则严格监管，并鼓励其大力发展，特别是向农村地区和农民工等弱势群体发展普惠金融服务，实现其服务80%“群体和长尾”的愿望。

银行“太大以致不能倒”的危害性，已经成为业内共识。但是，目前大型银行依然是国民经济的稳定器。在大型银行改革方面，政府选项不多，当务之急还是尽快发展民营银行，特别是承接大型银行主要功能的民营银行，从而在增量改革方面取得进展。实际上，目前我国银行并不少，想办银行的人也不少，但是不论从投资人资格、还是业务相关性来看，马云和马化腾都是排在前列的，他们在获得银行牌照后，有机会、有能力成功发展出能够承接大型银行部分功能的互联网银行。

检讨监管和管制措施，果断放松或取消限制新技术使用、妨碍互联网金融发展的管制，引导互联网金融满足普惠金融需求。根据功能监管的原则，对同样的业务采用相同的监管标准。按照“重监管、轻税费”的原则，在监管上一视同仁，但是在税费方面适当给予减免和鼓励；鼓励地方政府出台优惠税收政策，减轻互联网金融企业负担。按照“严资产、宽服务”的原则，对涉及信用风险的网贷业务，要在落实自担风险、规范透明的前提下严格监管，控制其封闭的外部性影响；对网络销售、支付类业务重点监管操作风险，保护客户信息安全和隐私，尽量实行客户资金第三方存管。

和现在的民间金融相比较，P2P网贷公司至少采用公司制和互联网进行经营活动，在阳光化和规范性方面有所进步。P2P网贷公司应该成立行业协会，进行自律，中央监管部门应按照国家一致原则，授权地方进行监管；如果跨区域经营，则确定主监管者，并接受更严监管。明确登记、IT标准、风控体系、信息披露制度等方面。为限制其外部性，可考虑在发展初期或对刚开办的公司统一制定总资产上限、总客户数上限、不允许吸收存款、向客户充分揭示风险等全国统一规定。

目前，各地争相引入互联网金融企业，要避免重引入、轻引导；重发展、轻规范；切实落实地方政府在互联网金融监管方面的责任。进一步加强全国统一的征信数据建设，打破数据孤岛和信息屏障；加快建立存款保险制度，加强金融消费者权益保护，为互联网金融提供支撑。大力发展移动支付，特别是针对农村地区的移动支付。鼓励传统金融和互联网企业合作共赢，共同开辟互联网金融的中国道路。

(作者系经济学博士，高级会计师)

中国对冲基金应当用好后发优势

夏阳 陶昕翊

中国对冲基金处于发展的最初阶段，应当用好后发优势，学习海外同行在风险控制方面的优秀经验，为自身生存赢得更为安全的环境。

在风光无限的对冲基金世界背后唯一适用的是强者生存的丛林法则。笔者查阅的一些统计数据显示，全球管理规模大于50亿美元的对冲基金掌控了约60%的业内资本，体量在10亿到50亿美元之间的对冲基金占比大约在30%，其余规模较小的仅占10%左右。由此可见，规模优势在对冲基金领域的体现是十分明显的。

通常来说，一家新成立的对冲基金有6个月左右的时间来筹备和募集足够的资金(约3000万美元)，以便达到初步平衡，否则很快便会陷入亏损，继而消亡。由于国内相关的统计数据较少，因此国内对冲基金的初始平衡

点相对难以测算(笔者估计大约为4000—5000万元人民币)，但规模必定是每家对冲基金都极为重视的关键因素。对于处于萌芽阶段的中国对冲基金来说，急需总结海外对冲基金成长和没落的经验教训，找到发展壮大至合理规模的路径。

对冲基金存续和成长都依赖于投资者的信任，因此维持投资者对于基金产品收益能力的信心就显得尤为重要。在海外，很多FOF(投资于对冲基金的母基金)和其他机构投资者都有各自判断对冲基金优劣的标准。而笔者认为最核心的是三个方面：治理水平、投资业绩，以及风险控制。

治理水平最核心的体现，是一家对冲基金的内部人员结构是否明晰，管理权的分配是否合理，以及是否严格按照章程办事。通常来说，规模尚小的对冲基金仅有1到2名投资经理，因此很容易区分投资管理权限的划分情况，并且

也容易体现出基金经理的投资风格。但风险也是显而易见的。一旦市场形势不利于基金经理的风格，或是基金经理的主观判断出现偏差，就很容易出现大额亏损。而一些规模较大的对冲基金，投资管理权的分配相对复杂，可能出现若干基金经理按照不同比重共同管理某一基金产品的情形。这种模式尽管降低了主观判断风险，但由于投资者难以判断基金经理的话语权是否严格按照各自比重而定，以及人员变动可能带来的投资风格偏移，也常常令投资者无从定位其具体风格。严格按照制定的章程办事也是对冲基金赢得投资者信赖的重要因素，尤其体现在是否切实遵守基金产品发行时设定的投资范围。客户在认购对冲基金产品时，往往是出于资产配置考量，一旦投资范围超出产品说明书的限制范畴，可能会给客户造成配置偏差，进而可能影响到客户自身投资策略的总表现。

投资业绩是对冲基金最直接的名

片。而策略选择是影响投资业绩的重要因素。按照目前国际比较通行的分类标准，对冲基金的投资策略被分为四大类，即多空策略、宏观走势策略、事件驱动策略，以及相对价值策略。其中多空策略是运用时间最久、范围最广的策略，其操作方式是在两项资产上(通常有较高的相关性)多头、空头同时建仓，最终形成的轧差头寸如果为多头，则构成偏多对冲策略，如果为空头，则称为偏空对冲策略，如果多空正好相抵，则形成市场中性策略。然而，通过对冲降低风险的同时，该风险可能带来的增值空间也被抹杀了。因此对冲基金经理通常会选择将超出掌控的风险对冲掉(比如市场风险)，而留下其认为能够把握的风险因素(比如个股风险)，以期获得超额收益。宏观走势策略是指基于对某个市场宏观形势的判断而进行投资，以获得预期中宏观事件被触发后产生的收益。伴随着过去几年间新兴市场的繁荣，专注

于中国、印度等国的新兴市场走势策略开始崛起，逐步成为对冲基金重要的策略选择。但是由于此种策略通常需要使用高额杠杆，因此对于策略的起始、终止时点的把控极为重要，也对基金经理的个人能力提出了较高的要求。与宏观走势策略相比，事件驱动策略显得更加微观。这类策略主要关注公司的交易性事件，比如重组、收购、破产等，并通过预判事件中相关证券价格走势变化，或影响事件进程而获取收益。相对价值策略主要适用于证券价格出现高估或低估的情形。基金经理可以通过数学统计、技术或基本面分析的方法寻找证券间的不合理价差带来的套利机会，并且往往追求多、空头寸相抵来屏蔽风险，同时锁定收益。从近年来的对冲基金资产分布情况看，宏观走势策略增幅较大，而多空策略出现了明显的下降。从历史投资收益情况看，偏多策略表现优于偏空策略，宏观走势策略强于保守型

的市场中性策略。

良好的风险控制是对冲基金生存的必要条件。除了市场风险、证券发行公司营运风险、流动性风险等，对冲基金还特别需要关注监管规则的变化。目前海外市场的监管对于对冲基金的透明度要求日益提高，而投资者也在不断推动对冲基金加强内部风控建设。另外，在评价对冲基金风控能力时，越来越多的投资者将快速撤出能力作为重要的参考，以便在出现风险事件时能够尽可能撤出投入的资金，降低损失。

当然，除了以上提及的三大核心因素，对冲基金的收费标准、人员素质、服务水平等各方面都会影响投资者对于对冲基金的评价。只有全方位提高自身能力，在各方面都符合甚至超出投资者预期的对冲基金，才能在金融丛林中脱颖而出，成为中国对冲基金的领军者。

(作者分别为瑞银中国证券部总监和瑞银证券业务研究员。)