



1.2.1 国外发展：针对特定市场范围，迅速稳健成长

(1)

2007年之前，

早期萌芽：互联网

创新发展和信贷需求多样化催生P2P。

全球首家P2P平台起源于英国，英国银行业由5家大型银行垄断，导致个人与企业信用贷款难度较大，手续繁琐、速度慢、门槛高，个人和企业资金的供需匹配效率低。2005年全球首家P2P网络借贷平台Zopa在英国诞生，其定位信息中介，通过向双方收取手续费实现盈利，随后该模式迅速在世界各国复制和传播。美国最具代表性的P2P平台也在这一阶段成立，2006年美国Prosper平台成立、2007年Lending Club成立。

(2) 2007-2015年，快速发展：1)

次

贷危

机爆发后

，银行信用收紧，

大量无法获取贷款的高风险借款人转

向P2P。2)

超宽松货币

政策对冲经济下行，部

分资金涌向P2P，推动其高速发展。

3) 监管加强，遏制乱象，促进有效竞争。

美国方面，次贷危机的破坏力引起美国证券交易委员会（SEC）对P2P行业警觉，

对行业进入的保证金和资质设置高门槛，一定程度上造成了Prosper和Lending

Club 寡头垄断的优势地位；英国方面，金融行为监管局（FCA）负责P2P监管，同

时行业协会于2011年成立，自律水平高。

这一阶段，虽然P2P获得较快发展，但由于美国金融体系发达，各类金融机构已满足大量不同融资需求，P2P的高速成长针对特定市场范围。具体来看，增速上，以美国为例，2012至2016年，Prosper和Lending Club贷款增速平均每年实现100%的增长速度。规模上，据费埃哲公司2016年报告，美国使用P2P贷款人群不到1%，远低于我国的3.8%。

(3) 2016年至今，生存难度增加：1)

政策收紧、资金面不宽裕，金融市场动荡导致机构投资者抛售P2P资产以避险，平台生存难度加大。2)2016年头部P2P平台Lending Club丑闻揭露，平台CEO篡改贷款信息违规促成交易，风险事件动摇投资者对P2P行业信心，行业整体规模迅速收缩。3)

金融巨头进军个贷市场挤占P2P空间，以高盛、花旗、富国为代表的传统银行进军，其拥有良好的品牌效应、较低的资金成本、成熟的风控等一系列支持机制。2016年，高盛上线个人无抵押网络借贷平台Marcus，花旗、富国先后开通了网上个人借款业务，进入新竞争领域。

1.2.2国内发展：快速扩张，暴雷潮频现

(1) 2006-2011年，萌芽期：行业发展缓慢，以借鉴国外模式为主，以信息中介模式存在。

随着英美P2P创新浪潮传入中国，2006年宜信首先实践，2008年拍拍贷首创国内小额信贷网站。这一阶段业务模式以信息中介模式存在，借款人基于授信额度在平台发布借款信息，投资人自行选择投资。据零壹数据的不完全统计，截至2011年末，我国网贷平台数量大约在60家左右，活跃的平台只有不到20家，平均月成交金额为5亿，有效投资人约为1万人左右。

(2) 2012-2015年，野蛮扩张期：市场需求激发高增长，但监管真空下，P2P异化为信用中介。

由于彼时我国金融市场尚不完善，且以间接融资为主，居民理财渠道有限，小微企业、个人融资难度大，P2P一定程度上弥补金融系统空缺，市场需求较大。2012-2013年，货币政策中性偏紧，部分信用资质较低的中小企业无法获得贷款，P2P平台结合民间借贷开始对中小企业融资，采用“线下审核+线上融资”模式，并要求借款方出具抵押物，同时平台承诺保障本金和利息，出现信用中介特点。2013-2014年，大量民间借贷、小贷公司、融资担保公司涌入P2P行业，自融、资金池、庞

氏融资等层出不穷，平台风险激增。

这一阶段，P2P行业出现两次暴雷潮：1) 2013年，宏观经济下行引爆部分平台风险。

2012年以来经济换挡趋势明显，信用风险压力提升，而此时野蛮生长的平台自融、假标

等乱象丛

生，因此集中违约

、资金抽离引发了部分平台卷款跑路

等问题。

2)2014-2016年，股市上涨导致流动性抽离，叠加监管政策落地，大量违规平台风险暴露。

流动性方面，2014年起股市持续上涨，大量P2P资金转向股市，流动性抽离；监管方面，政策陆续落地，2016年4月原银监会印发《P2P网络借贷风险专项整治工作方案》，要求成立网贷风险专项整治工作领导小组，全面排查。这一阶段跑路行为占问题平台比例达65%。

图表：网贷产品利率高于传统金融机构产品

		产品	年化利率	期限	额度 (美元)	借款人 平均信用分	借款费用
网贷平台	消费贷款	Lending Club	定期贷款 5.99%-35.90%	3-5年	最高4万	600	1%-6%
		Prosper	定期贷款 5.99%-36%	3-5年	0.2-3.5万	606	1%-5%
	小企业贷款	Funding Circle	定期贷款 6.98%-32.78%	1-5年	2.5-50万	NA	1.40%-4.90%
		OnDeck	定期贷款 7.3%-98.4%	3-36个月	0.5-50万	>500	2.5%
传统贷款	消费贷款	Bank Loan	定期贷款 9.66%-9.85%	2年	可变	NA	可变
		Consumer Credit Card	循环贷款 11.98%-19.22%	循环	可变	NA	可变
	小企业贷款	CDL Line of Credit	授信额度 联邦利率	约2年	可变	NA	可变
		Commercial Credit Card	循环贷款 可变	循环	可变	NA	可变
		SBA7(a) Loan	定期贷款 基准利率+2.25%-基准利率+4.75%	特定制建贷款最长10年；商业地产最长	最高500万	NA	0-3.5%

(二) 国内市场

我国P2P主要是无抵押消费贷款，此外也有企业贷款及以汽车和房产为抵押物的贷款。

据网贷之家统计，截至2019年，P2P累计成交量约为9万亿，行业总体贷款余额为4915.91亿元，同比下降37.69%，创近3年新低。贷款余额约占金融机构消费贷款规模的1.1%。

截至2020年11月中旬，我国网贷平台已完全清退。

截至2019年12月底，网贷行业正常运营平台数量下降至344家，相比2018年底减少了727家。2020年11月27日，银保监会首席律师刘福寿表示，“互联网金融风险大幅压降，全国实际运营的P2P网贷机构由高峰时期的约5000家逐渐压降，到今年11月中旬完全归零。”

P2P交易模式诞生于欧美，本仅是针对特定范围的小众交易模式，然而在短短不到10年时间里，在我国从遍地开花到一地鸡毛，大量平台涉及非法集资、诈骗等违法行为，导致居民财富流失，金融风险加剧，教训惨痛。究竟P2P在我国出现了什么问题？我们在下文从两个角度探究，一是我国特有的P2P商业模式，二是P2P商业模式存在的本质问题。

2我国P2P商业模式：偏离信息中介，乱象丛生

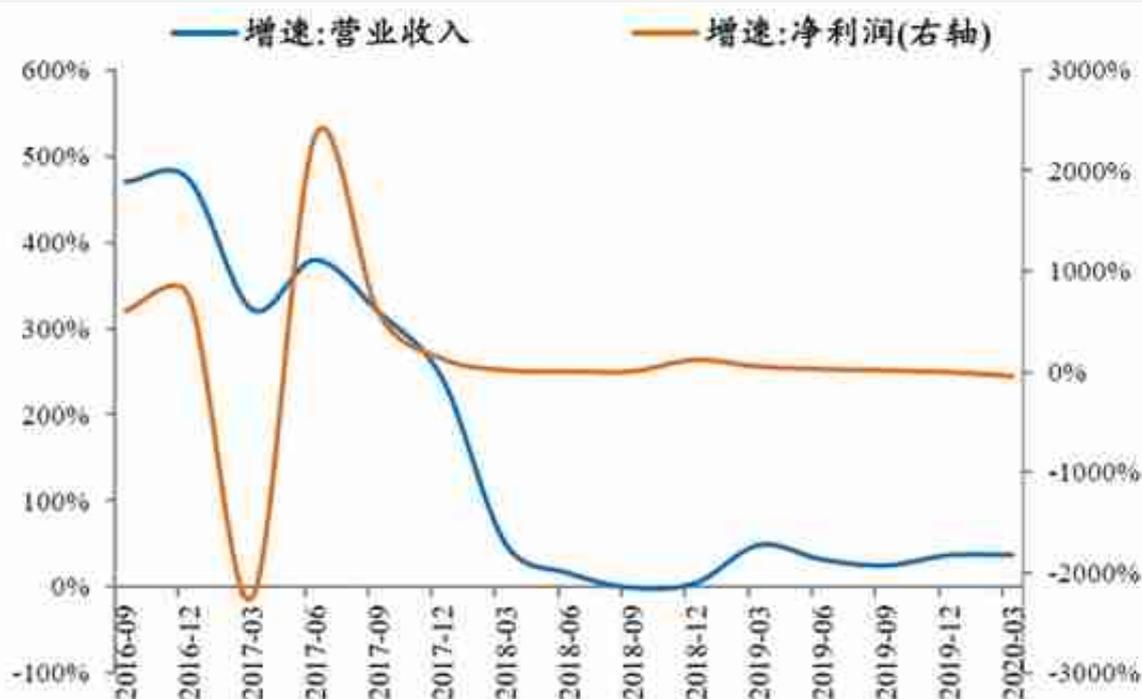
2.1典型商业模式

2.1.1信息中介：平台模式（个人-个人）

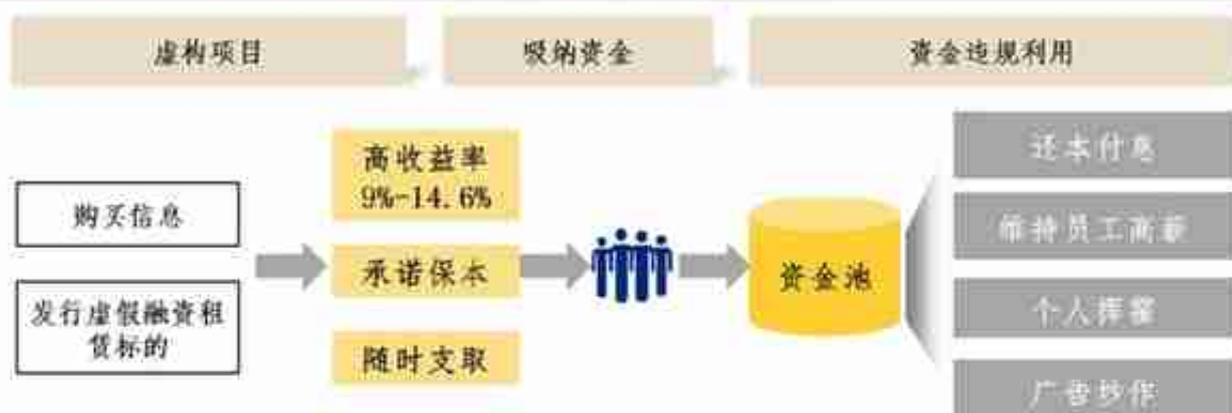
纯粹的P2P平台只进行信息匹配，不参与担保。

平台利用自身的大数据风控能力，筛选出资质及信用较好的借款人，并将其信息发布在投资平台上，投资人根据自身需求选定相应额度和期限的标的，借款合同双方直接为借款人和投资人。平台作为信息中介只负责审核借款人资质、信息披露、撮合交易、协助投资人追索违约债权，并且收取部分服务费。

图表：2016年以来，盈利增速下滑



图表：e租宝运营模式



3.营销模式：抓住老百姓金融知识匮乏弱点，承诺保本及高预期年化收益

据中金网资料显示，2014年起，e租宝在各大知名媒体上进行广告宣传，总计规模超过1.4亿元，为e租宝打造了良好的商业形象。e租宝一方面用较高的收益率吸引眼球，旗下6款产品预期年化收益率达到9%-14.6%，远高于银行理财产品，另一方面通过庞大的代销公司和推销人员贴身推销，承诺保本和灵活支取，抓住老百姓对于金融知识了解不多的弱点，集资规模迅速扩大。

4.资金用途：大部分集资款用于肆意挥霍、赠予他人、走私等犯罪活动

据警方调查结果显示，“钰诚系”除了将一部分吸取的资金用于还本付息外，相当一部分被用于个人挥霍、维持公司的巨额运行成本以及广告炒作。据总裁张敏交代，整个集团拿百万年薪的高管有80人左右，再加上数以万计的员工，仅2015年11月，钰诚集团发给员工的工资就有8亿元，因此这方面的支出保守估计数十亿元。此外，丁宁赠与他人的现金、房产、车辆、奢侈品的价值达10余亿元。仅对张敏一人，丁宁除了向其赠送价值1.3亿的新加坡别墅、价值1200万的粉钻戒指、豪华轿车、名表等礼物，还先后“奖励”她5.5亿元人民币。

2017年9月12日，北京市第一中级人民法院公开宣判。

对被告人丁宁以集资诈骗罪、走私贵金属罪、非法持有枪支罪、偷越国境罪判处无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处没收个人财产人民币50万元，罚金人民币1亿元。同时，分别以集资诈骗罪、非法吸收公众存款罪、走私贵金属罪、偷越国境罪，对被告人张敏等24人判处有期徒刑3年至15年不等刑罚，并处剥夺政治权利及罚金。

2.1.3类信用中介之二：超级债权人模式（个人-平台-个人）

平台实控人直接向借款人借款，再通过平台将债权拆分、组合、转让给投资者，完全背离信息中介职能，存在期限错配、资金池、债权转让有效性等一系列潜在风险。

典型案例：善林金融——超级放贷人，虚构债权

2013年10月，周伯云在上海创立善林金融公司，主要从事互联网金融信息服务、借贷咨询、投资管理等业务。初期，公司通过线下门店的方式向社会不特定公众销售债权转让理财产品，在不到两年时间门店扩展至1000家。2015年转向线上，公司先后设立“善林财富”、“善林宝”、“亿宝贷”、“广群金融”四大理财平台，销售非法理财产品。

2018年4月9日，其实际控制人投案自首，经公安机关调查，非法集资共计人民币736亿余元，涉及全国62万余人，其中实际未兑付投资人本金共计217亿余元。

1、公司背景：以自身融资为目的设立平台

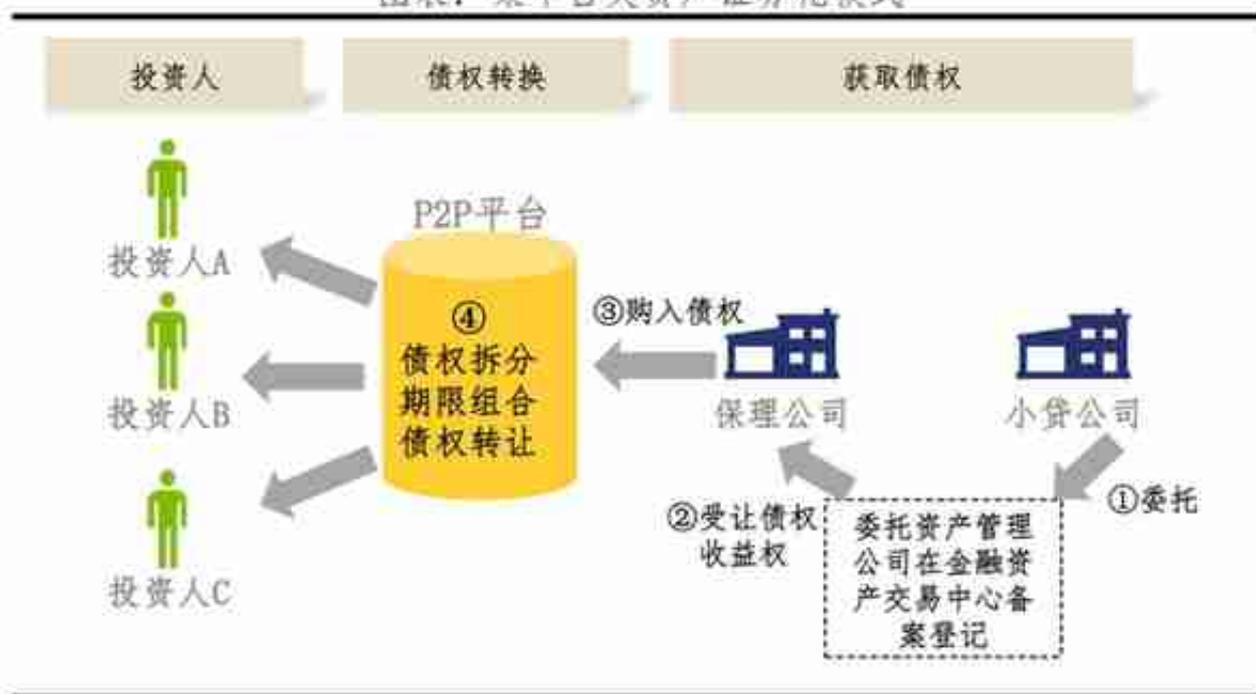
周伯云被抓后主动向公安机关坦白，成立善林金融的目的之一就是填补个人投资房地产项目的资金漏洞，为其名下高通盛融投资实体经济输送资金。经营动机不纯必然导致网贷平台的经营模式有较大风险。

2、运营模式：虚构债权、打包发售

周伯云等直接向借款方提供资金，再将自身债权项目打包、分拆成产品供投资者选择。平台以高收益等诱惑性条件吸引投资者，介绍项目资金已投向新零售、房地产、汽车制造、基础设施建设类等多个资金密集型项目，而借款信息大多属于伪造。汇集用户资金后，私设资金池，实际投资至实体标的的资金占总募集额的5%以下，其余资金进入善林及其关联方。

高额收益背后缺乏真实资产支撑、投资项目也无盈利能力，只能靠借新还旧维持运作，资金缺口不断增大，运营风险日益增加。

图表：某平台类资产证券化模式



2.2总结：乱象丛生背后是征信体制不完善、监管缺位、投资者专业性不足、资产池不透明

P2P原本是一个显著区别于传统金融机构的信息平台，一定程度上对金融体系融资职能进行补充。但我国P2P发展未有配套的基础设施、长期处于监管真空等，导致大面积风险乱象，易引发系统性风险。

2.2.1监管制度：金融创新过度却监管真空，导致乱象频发

我国P2P长期处于监管真空，缺乏部门、法律具体直管。2016年监管出台文件后，也仅注重“事中事后”监管，准入门槛低，大量违法违规、恶意集资、卷款跑路的行为屡见不鲜，并且违法成本低。2017年以来强监管下，网贷风险专项整治工作领导小组统领路线，具体整治由地方金融办负责，开始出现P2P清退潮。2019年互金整治办、网贷整治办出台175号文，提出坚持以机构退出为主要工作方向，加大整治工作的力度和速度，P2P监管走向正轨。

2.2.2商业模式：投资者专业性不足、资产端不透明

资金端

方面，1)我

国居民理财渠道有限，P2

P投资端以自然人投资者为主，

而P2P投资门槛低，往往百元千元即可起投，导致众多不具备有效辨别风险能力的自然人进入，难以以专业的尽职调查有效识别健康资产，以陆金所为例，截至2019年6月，其平台最大十户出借余额

占比为0.33%；2)投资者习惯于刚性兑付

，刚性兑付是我国资管行业此前长期的通病，也是风险积累的主要原因之一。投资人一方面希望通过P2P平台获得高额收益，另一方面仍然存在刚性兑付的固化思维，而新成立的P2P平台为吸引客户、增加流量、迅速做大做强，均有承诺刚性兑付的动机，逐步积累风险。

资产端方面，1)资金池模式下，平台操纵资产端，无法做到资金与资产一一对应，资金使用由平台控制，

一是平台容易短期快速集资后卷款跑路，二是平台重复发行虚假标的维持平台关联方项目，三是或会非法集资用于返还集资本息、支付员工工资、支付宣传成本，或随意挪用资金炒股、炒房，形成庞氏骗

局；2)借款人信用风险，

未接入央行征信下，借款人道德风险，容易出现多头借贷、大量违约。

2.2.3基础设施：征信体系体制不完善

我国征信体制仍在推进，大数据风控能力较弱。

公开数据显示，截至2017年8月，人行个人征信系统收录自然人数9.3亿，而其中仅有4.6亿人有信贷业务记录，征信数据覆盖度较低。此外，全国首家持牌个人征信机构“百行征信”于2020年1月上线公测，效果仍待观察。如果平台自身不具备大数据收集能力，同时难以获得外部数据库，则很难形成有效的信用评估数据，平台风控能力差，易出现借款人多头借贷、大量违约情形。

担保模式受限，难以弥补风控不足。

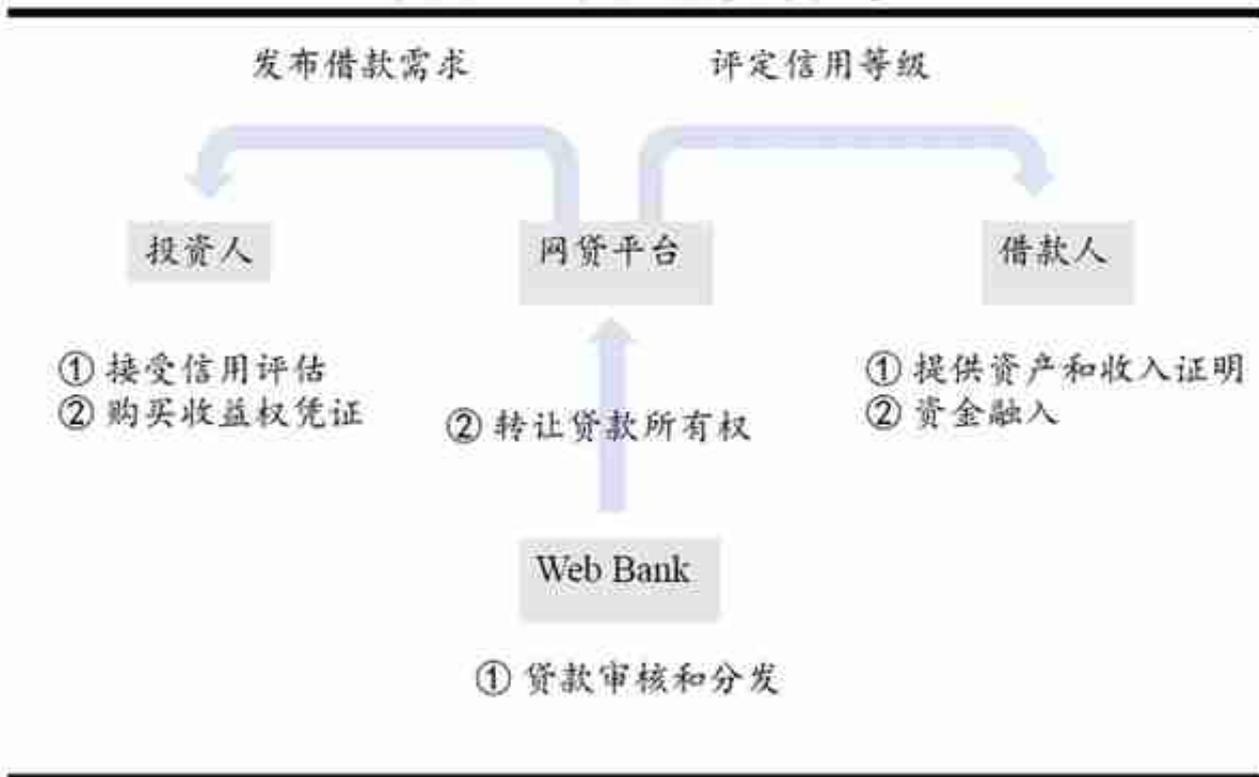
此前P2P平台出现过各类自行担保、提取风险备付金等模式，但这一模式违背信息中介本质。2016年《暂行办法》、2017年底《关于做好P2P网络借贷风险专项整治验收工作的通知》完全禁止此类模式。自担保模式受监管后，P2P机构能够选择的担保机制仍非常有限。

3从国外巨头发展看P2P商业模式的本质问题

3.1典型商业模式：纯信息中介

美国的网贷平台主要有以下模式：1) 直接借贷模式，即机构投资人或者合格投资人，通过平台直接出借款项给借款人，我国的平台模式与这一模式相类似；2) 平台借贷模式，首先合作银行发放贷款，P2P平台直接受让债权，或按对应的贷款进行资产证券化，再将债权或证券出售给投资者。美国的P2P模式与我国模式类似，但其坚守了信息中介的职能，借款人和投资人没有直接的联系，平台不担保、不承担信用风险，因此较少出现风险事件。

图表：平台借贷模式



3.2美国P2P巨头Lending Club案例

3.2.1 商业模式演变

全美第一的平台Lending Club的商业模式经历3个时期：

1) 直接借贷模式 (2007年6月至2007年12月)

在此模式下，借款会员向Lending Club申请贷款，Lending Club向借款会员发放贷款，然后再将借款会员贷款转让给投资者。Lending Club实际上充当了贷款的中介转让方并为贷款业务提供后续服务，但不承担贷款风险。

2) 平台借贷1.0：贷款转让模式 (2008年1月至2008年3月)

，由于直接借贷模式中，平台向借款人发放贷款成为资金出借方，因此Lending Club需要取得各个州的借贷牌照，极大限制其业务版图拓展。为避开贷款牌照申请以及避免各州利率上限限制，Lending Club与具有牌照的WebBank合作实现业务全国市场化。这一模式下，借款会员的贷款由WebBank发放，并将借款会员申请的贷款以无追索权的方式平价转让给Lending Club。Lending Club在获得转让后的借款人贷款后，再直接将贷款或以其债权收益凭证的形式出售给投资者。

3) 平台借贷2.0：资产证券化模式 (2008年10月之后)

，2008年10月SEC加强监管，要求P2P经营必须遵守证券业相关法律标准，Lending Club通过在SEC注册，正式进入资产证券化模式。这一模式与平台借贷模式差别在于，投资人购买的是平台向其发行的“会员偿付支持债券”，投资人是Lending

我国P2P平台资产证券化模式与此类似，但我国类资产证券化过程平台承担信用风险，偏离信息中介本源。

图表：营业收入主要来自于交易收入



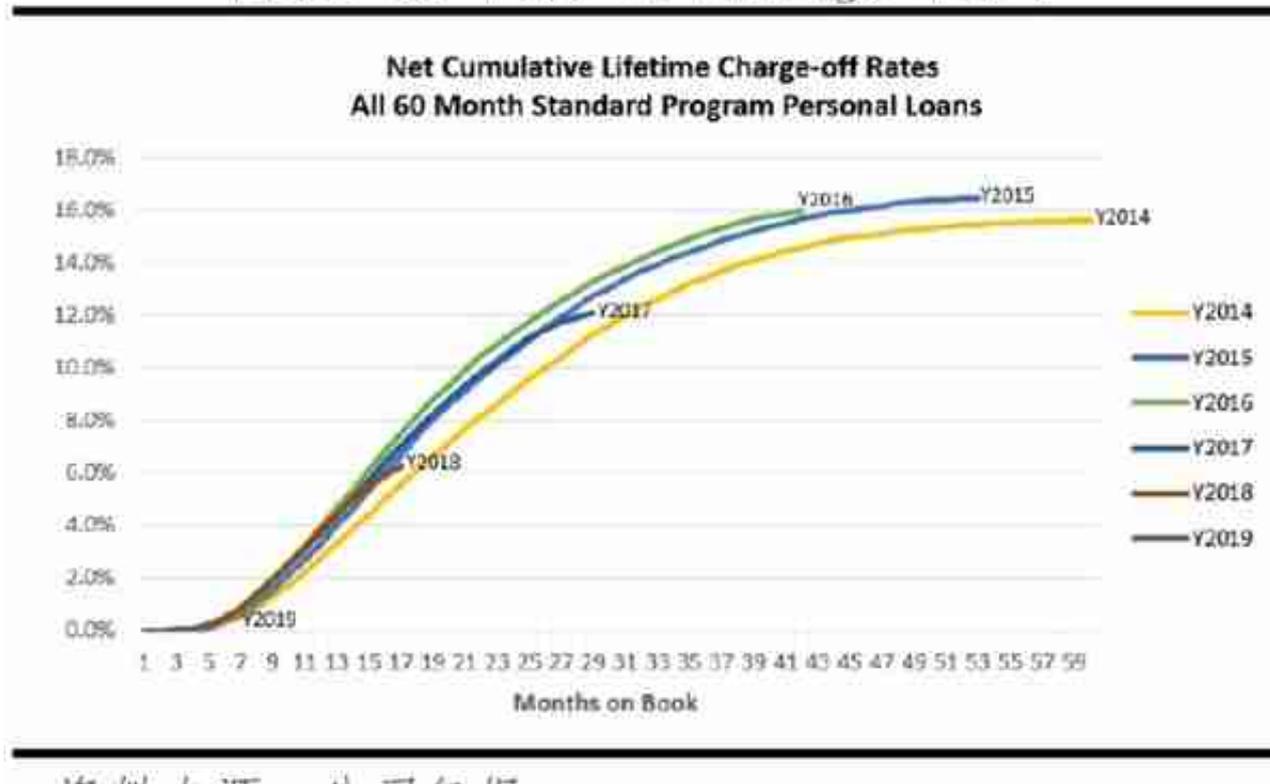
3.2.3 风控模型领先，有效控制坏账率

平台风控模型成熟，分级制度有效区分信用级别。

美国征信体制相对成熟，其三大征信局根据FICO公司提供的算法、利用各自数据库计算出相应的FICO个人信用评分。Lending Club在FICO评分的基础上设置了更严格的准入条件,包括FICO评分高于660、至少有三年信用记录等，再根据借款人的评分、信用数据等通过内部模型算法分成7级，等级越高，利率越低。Lending club风控体系有效，坏账率严格按照评分级别递增。

逾期率和坏账率处于下降区间。Lending Club的逾期率2012年起持续下降，并持续低于美国银行业消费贷款平均逾期率。但2015年风险事件发生后，逾期率迅速由2%以下升至3%以上，此后虽维持在3%以上，但逾期率和坏账率仍处于下降区间，2016-2019年，票据、凭证类产品的逾期率由3.3%降至3.1%，标准产品的坏账率由8%降至7%。

图表：60个月产品 Vintage 坏账率



3.2.4尚未实现盈利，营收增长疲弱

Lending

Club上市后未实现盈利。

2013年首次实现盈利731万美元，但2016-2018年每年亏损1亿美元以上，2019年亏损有所收缩，然而2020年一季度亏损已超过2019全年。究其原因，通过交易收取手续费的盈利模式可持续性较差，需保持贷款交易规模高速增长，且手续费收入难以覆盖高昂的管理费用和产品开发成本，导致盈利难度较大。

2016年丑闻暴露后，营业收入增速

持续下滑。

P2P商业模式的本质驱使平台持续扩大业务规模，2016年平台CEO拉普兰切为实现业绩目标，通过篡改两笔总额2200万贷款的申请日期、违规出售给部分投资者提升利润。事件揭露后，投资者大量撤离，平台营收增速、利润、资产质量、股价全线下滑，5月9日平台CEO因风险事件辞职后，四日内股价下挫36.5%。

图表：风险事件后，营收增速、贷款规模持续下滑



3.2.5 P2P巨头谋求转型

Lending Club风险事件爆发动摇P2P行业信用根基，2016年后行业整体规模迅速收缩。Lending Club的风险事件动摇投资者对美国P2P行业的信心，行业的交易量自2016年违规事件爆出后，贷款规模出现显著滑坡，除Lending Club外，Prosper、OnDeck等行业龙头的营收和贷款交易规模也出现明显收缩。