数字金融追踪

互联网贷款有没有系统性风险？监管逻辑是什么？

增持（维持）

2020 年 11 月 01 日

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

观点：近日，外滩金融峰会上围绕“新旧金融”的观点交锋，引发全社会对互联网贷款产业的讨论。针对商业模式复杂、创新性强的互联网贷款，我们前期发布的研究框架已从产业角度进行了梳理。但对于监管仍值得更深入探讨，我们认为：

① 首先，无论互联网贷款是否真正“普惠”，都要看到互联网巨头的“数据资产”对信贷商业模式的效率优化，集中体现在获客&风控两大核心环节。数字金融实实在在赋能了与之合作的中小金融机构，尽管这种赋能“很贵”，而且互联网巨头不会“授之以渔”，那么合作机构的自身能力可能逐步弱化。

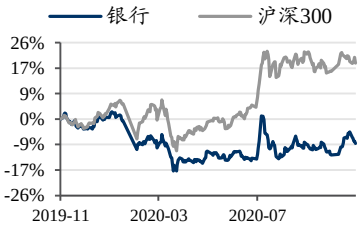
② 其次，信贷业务天然要敬畏风险与周期。我们认为目前互联网巨头以“火车头效应”带动下沉市场信贷规模过快增长，确实存在一定的风险压力。从监管者视角来看，核心在于规模庞大、风控过于集中，更重要的是，互联网主导风控、传统金融机构承担资本的模式下，客观上形成风险转移。

③ 如果只从微观商业逻辑出发，联合贷能否继续扩张取决于与互联网合作的中小金融机构能否持续获利，而目前大部分机构该项业务的 ROA 非常可观。但监管关注系统性风险也无可厚非，在此背景下，我们判断明年针对产业的监管政策可能边际收紧，头部平台的信贷规模可能降速。

投资要点

- **产业回顾：互联网贷款模式不断创新迭代，监管政策滞后反应。**近十年来，我国互联网贷款存在两类模式，一是 P2P 模式（发展周期 2012~2017 年）；二是互联网平台通过旗下小贷公司或与持牌金融机构合作放贷模式（发展周期 2015 年至今）。不考虑已被全面否定的 P2P，目前第二类模式中主流的互联网贷款产品，包括花呗/借呗、微粒贷、京东白条/金条等，基本都于 2014~2015 年推出。受监管影响，商业模式有过几轮变化：
  - ✓ 早期花呗/借呗以蚂蚁旗下小贷公司为主体自营放贷，但小贷公司规模受杠杆约束（各地金融办要求不同，蚂蚁小贷所在的重庆为 3.3 倍杠杆上限）。尽管可以补充资本，但仍然难以满足业务放量的需求。
  - ✓ 2016~2017 年，蚂蚁旗下小贷公司大量以表内消费贷款在交易所发行 ABS，一方面腾挪出表内额度，另一方面相当于低成本获取表外融资（ABS 优先级收益率通常低至 4%~5.5%）。但是，2017 年末出台的“现金贷新规”封堵了通过表外 ABS 规避杠杆限制的路径（因为新规要求表内融资与表外 ABS 合并计算杠杆并满足监管要求）。
  - ✓ 在此背景下，2018 年以来联合贷/助贷模式放量，信托及大量中小银行成为贷款主要出资方（通常出资比例 80%~100%），这种模式撬动了金融机构资金，再次规避了杠杆约束。其中，助贷又存在多种模式，包括单纯引流、引流叠加初步风控、信贷超市，以及已被认定为“不合规”的担保兜底等。盈利分配层面，由于互联网平台掌握着获客&风控两大核心环节，实质上负责贷款的全程管理，必然要分享金融机构出资部分一定比例的利息，但头部互联网平台并不承担“本金兜底风险”，商业模式相当优越。当前，互联网信贷的主流模式就是联合贷+助贷，而监管政策主要围绕联合贷展开。
- **互联网贷款有没有风险？核心在于规模过大、风控集中、风险转移。**基于调研反馈，拥有大数据的互联网巨头对信贷的实时风控能力显然强于传统金融机构（其中两大巨头又明显强于其他互联网平台）。因此，从某一家中小金融机构的角度，与互联网合作是合意的，尽管必须切分一部分利息，但仍有可观的剩余 ROA 和高速扩张的业务规模，正好解决“资产荒”，信贷质量又显然好于自营业务。但从监管者的全局视角，却并不合意：

行业走势



相关研究

1、《银行行业点评：商业银行法的修订有哪些影响？》2020-10-18
2、《数字金融专题系列一：互联网借贷研究框架：监管博弈》2020-09-13
3、《银行行业点评：首份银行中报如何？聚焦资产质量波动》2020-08-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- ✓ 规模：定位于下沉市场的消费信贷体量过大时，本身就是风险敞口，毕竟信贷业务本质上不可能脱离周期波动，金融科技也无法摆脱金融规律。近年来不同类型的非银机构大范围切入信贷市场的结局并不好看，敬畏风险是银行所谓“当铺文化”的基石。
- ✓ 集中度：尽管依托于数据科技的风控能力很卓越，但大量贷款集中在某几家头部平台的风控体系上，高集中度也令监管者担忧（所以互联网贷款新规强调金融机构要控制与互联网平台的合作集中度）。
- ✓ 风险转移：最关键的是，当前互联网贷款模式中，风控实质性由大型互联网平台掌握，尽管监管反复要求金融机构独立风控，但“是否独立”难以界定，而且受制于数据资源也没有“独立能力”。然而，无法独立风控的金融机构却是大部分贷款的出资方，承担风险、消耗资本，这形成了互联网贷款对传统金融体系的风险转移。
- ✓ 此外，大量中小金融机构通过互联网贷款异地展业，但相比于上述三个全局性问题，异地展业已不算核心要点，尽管前期修订的商业银行法再次强调了商业银行不得跨区域经营。

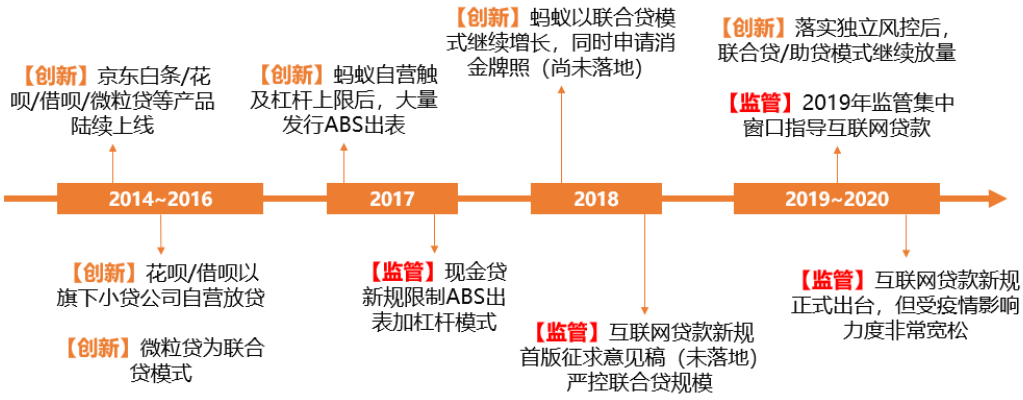
实际上，上述监管要点在 2020 年 7 月正式发布的互联网贷款新规中已明确列式，新规本质上是监管层近两年持续调研互联网贷款的政策成果。

- **预计监管未来边际收紧，可能的逻辑包括管资本和管业务两个方向。**实际上 2019 年以来，监管层已经对互联网联合贷及助贷业务重点关注并大范围窗口指导，上海等部分地方监管局甚至叫停联合贷。不过，互联网贷款新规虽然梳理了核心监管点，却没有设置具体的约束性量化指标，我们判断可能源于疫情影响。但后续随着金融政策常态化，同时互联网贷款规模进一步扩张，我们判断明年监管可能从业务或资本两个方向收紧：
  - ✓ 业务层面：互联网贷款新规重点强调的要点包括出资金融机构独立风控、控制与单一互联网平台的合作集中度、不鼓励异地展业等，未来有可能围绕上述要点设置量化指标，同时也可能对联合贷出资比例进行限定。对业务层面的监管思路建议参考 2018 年 10 月网传版本的互联网贷款新规征求意见稿（未落地），但我们认为不会像当初版本那样严苛。此外，也可能通过地方监管部门窗口指导与互联网平台合作的中小金融机构，但这种方式沟通成本高、效果有限。
  - ✓ 资本层面：互联网巨头的联合贷/助贷中大量资金由金融机构提供，对应消耗金融机构的资本，由于模式创新，目前并没有有效的监管逻辑能要求互联网平台对这部分资金提供资本。但考虑互联网平台确实参与并掌控了信贷的核心环节“风控”，未来监管也可能以某种形式要求互联网平台提供一定的资本作为“安全垫”。不过，我们判断这不影响业务的盈利能力，且头部互联网平台拥有充足的资本实力。

此外，前期最高法院出台的民间借贷利率新规下调了利率司法保护上限至 LPR 的 4 倍（目前对应 15.4%），市场担心将影响互联网贷款甚至持牌金融机构零售业务的定价。但我们认为，对于头部互联网平台及大部分金融机构，定价超标的规模占比并不高，且目前并不一定会随即下调定价，该政策本身的适用性、可持续性也存在不确定性，预计目前影响有限。

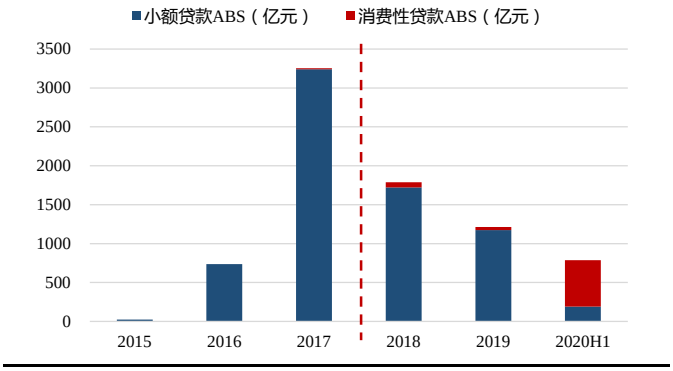
- **投资建议：**长远而言，我们依然看好中国零售金融市场的发展空间，包括其中消费金融市场的扩张。不过，我们判断未来市场格局将更鲜明，服务于优质客群的零售银行（国有大行/招商银行/平安银行/宁波银行等）及服务于海量 C 端、小 B 端用户的头部互联网平台将共同切分产业红利。
- **风险提示：**1）对互联网贷款的监管政策超预期收紧；2）互联网贷款信用风险爆发；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。

图 1：2014 年以来互联网借贷发展历程及主要监管政策



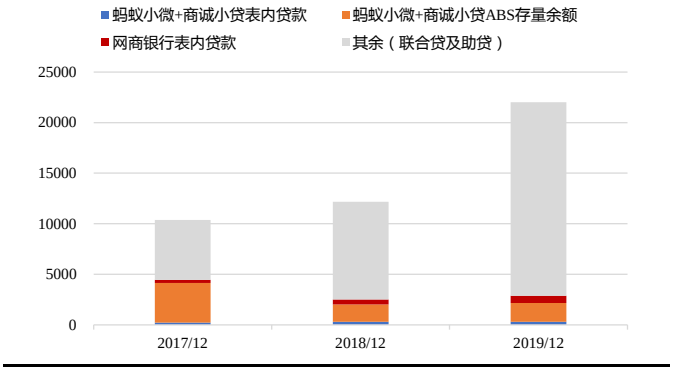
数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

图 2：2017 年“现金贷新规”后消费类小额贷款 ABS 的发行规模快速缩量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

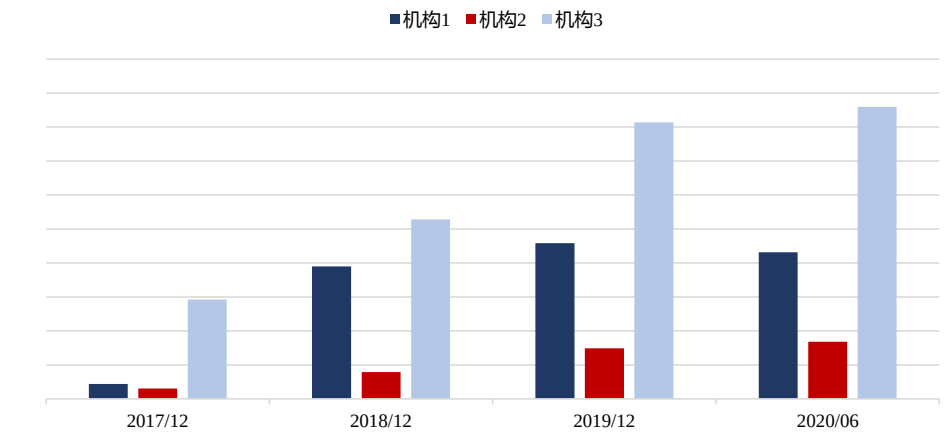
图 3：蚂蚁集团微贷平台促成的信贷规模资金结构拆分



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，网商银行财务报告，Wind 统计 ABS 发行数据，东吴证券研究所

备注：蚂蚁小微/商诚小贷及网商银行的表内贷款数据均为资产负债表中贷款净额

图 4：2018 年以来与头部互联网平台合作的样本银行消费贷款规模超高速增长



数据来源：金融机构财务报告，东吴证券研究所汇总

表 1：《商业银行互联网贷款管理暂行办法》核心要点

政策要求	实践情况
单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币 20 万元，到期一次性还本的，授信期限不超过一年。	此前存在互联网平台对单户授信超过 20 万元情形，新规后授信额度都调至 20 万元以下。
互联网贷款业务涉及合作机构的，授信审批、合同签订等核心风控环节应当**由商业银行独立有效开展**。	名义上互联网平台与放贷金融机构分别独立风控，但大量中小金融机构实质上完全依托于互联网企业的风控输出，自身并不具备风控能力。
商业银行应当按照适度分散的原则审慎选择合作机构，制定因合作机构导致业务中断的应急与恢复预案，**避免对单一合作机构过于依赖而产生的风险**。	指向性明确，针对个别联合贷及助贷业务规模庞大的互联网巨头。但考虑有合作需求的金融机构众多，未来也可以通过增加合作机构规避。
地方法人银行开展互联网贷款业务，应主要服务于当地客户，**审慎开展跨注册地辖区业务**，有效识别和监测跨注册地辖区业务开展情况。	中小金融机构本身要求属地化经营，但互联网借贷帮助机构跨出辖区，未来异地展业大概率将受限。

数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

表 2：2018 年 10 月版本的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》征求意见稿核心内容

监管目标	核心要求
限制规模	作为客户推荐方的商业银行全部联合贷款余额不得超过互联网贷款余额的 50%；接受客户推荐的商业银行全部联合贷款不得超过全部互联网贷款余额的 30%。
出资比例	单笔联合贷款中个，作为客户推荐方的商业银行出资比例不得低于 30%，接受推荐客户的商业银行出资比例不得高于 70%。
本地经营	要求地方商业银行开展互联网贷款业务，主要服务当地客户，向外省客户发放的互联网贷款余额不得超过其互联网贷款总余额的 20%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：针对互联网贷款业务的监管政策核心要点

政策文件	监管要点	核心内容及影响
【2017/11】关于立即暂停批设网络小贷公司的通知	限制机构	不得新批网络小贷公司或新批小贷公司跨省展业
【2017/12】互联网金融风险专项整治工作小组印发《关于规范整顿“现金贷业务的通知》	限制杠杆	小贷公司以信贷资产转让、资产证券化等融入资金应与表内融资合并后计算杠杆水平
	强调独立风控、禁止隐性担保	银行业金融机构不得将授信审查、风险控制等核心业务外包，不得接受无担保资质的机构提供增信服务及兜底承诺等
【2018/04】上海监管部门下发《关于规范在沪银行业金融机构与第三方机构合作贷款业务的通知》	强调独立风控	上海本地中小银行基本暂停“联合贷”业务，转向由银行独立风控的合规型“助贷”业务。
【2018/10】网传版本的银保监会《商业银行互联网贷款管理暂行办法》征求意见稿（最终未落地）	限制规模、出资比例及属地化经营	参考表 2
【2019/01】关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见（75 号文）	P2P 转型	提出引导部分网贷机构（P2P）转型小贷公司、助贷机构或只为持牌金融机构导流，转型后资金来源不再是公众，同时杠杆受限制
【2019/01】浙江监管下发《关于加强互联网助贷和联合贷款风险防控监管提示的函》	强调独立风控、属地化经营	核心风控环节不得外包，立足当地不垮区域
【2019/10】银保监会印发《融资担保公司监督管理补充规定》	禁止隐性担保	为各类放贷机构提供客户推介、信用评估等服务的机构，未经批准不得提供或变相提供融资担保服务
【2019/11】关于网络借贷信息中介机构转型为小额贷款公司试点的指导意见（83 号文）	P2P 转型	明确 P2P 转型路径及方案，可选择转型为单一省级区域经营的小贷公司（注册资本 5000 万）或全国经营型小贷公司（注册资本 10 亿）
【2020/07】银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》正式稿	独立风控、集中度管控、属地化经营	参考表 1
【2020/08】最高人民法院关于审理民间借贷事件适用法律若干问题的规定	利率保护管制	民间借贷利率的司法保护上限为借款当期 LPR 报价利率的四倍

数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

