

# 哪类个体网络借贷平台容易出问题？

## 对 3439 家平台特征的分析与对监管框架的思考

黄益平、沈艳、王靖一

(北京大学国家发展研究院和北京大学互联网金融研究中心)

(第一稿：2015 年 12 月 28 日)

**【摘要】**个体网络借贷(P2P)已经成为中国互联网普惠金融的一支重要力量,不过近期风险频发,甚至出现了加速与蔓延之势。为了深入分析 P2P 业务的风险因素,我们搜集了 3439 家 P2P 平台的信息,其中包括 1073 家问题平台。我们通过运用非参方法估计生存曲线和参数方法进行久期回归,获得了一系列相对稳定的结果:信息缺失严重、建立时间短、交易利率区间窄、出现极端利率水平、业务种类少和承诺保本保息等的平台,风险相对较大、预期寿命也较短。这些结论也令我们对最近刚刚公布的监管框架提出了一些反思。当前征信缺乏、诚信缺失,P2P 平台有没有做信息中介的基础条件?目前平台风险越演越烈而且涉及大量个体投资者,不设进入门槛的备案制是否会导致纵容诈骗的实际后果?多数 P2P 平台都有跨地区业务,地方金融办是否承担得起审批与监管职责?无论监管部门最后对 P2P 业务如何定位,设立基本的准入门槛、建立风险控制等监管要求以及实施信息披露标准等,既能打击诈骗行为,又能规范行业发展。

## 引言

互联网金融在我国的发展和创新不仅开始改变我国的金融生态,对于监管也提出了新的挑战。其中个体网络借贷(P2P网络借贷、俗称P2P平台)业务迅猛发展同时风险频发,已经成为备受关注的业务模式之一。从2012年到2015年11月,P2P平台总数从200家快速上升到3,769家;同期,成交量由212亿元飙升至8,486亿元,贷款余额也由56亿元上升到4,005亿元(表1),我们估计2015年P2P平台的贷款总额超过了1万亿元。虽然跟2015年6月末人民币贷款的89万亿余额相比,P2P平台贷款规模还很小,但是以P2P平台为代表的互联网金融产业的发展,对我国金融业的竞争格局、资本的配置效率以及利率的市场形成机制,都产生了重要的影响。在摆脱了早期的震荡之后,P2P平台的综合利率已经由2014年初的20%下降到2015年11月的接近10%,稳定地处于温州民间借贷利率和商业银行基准贷款利率之间(图1)。P2P平台业务比民间借贷更加正规化,比银行贷款更为市场化。因此,作为普惠金融的一种特殊形式,P2P平台的健康发展,对进一步推进利率市场化和求解中小企业“贷款贵、贷款难”问题,均具有重要的意义。

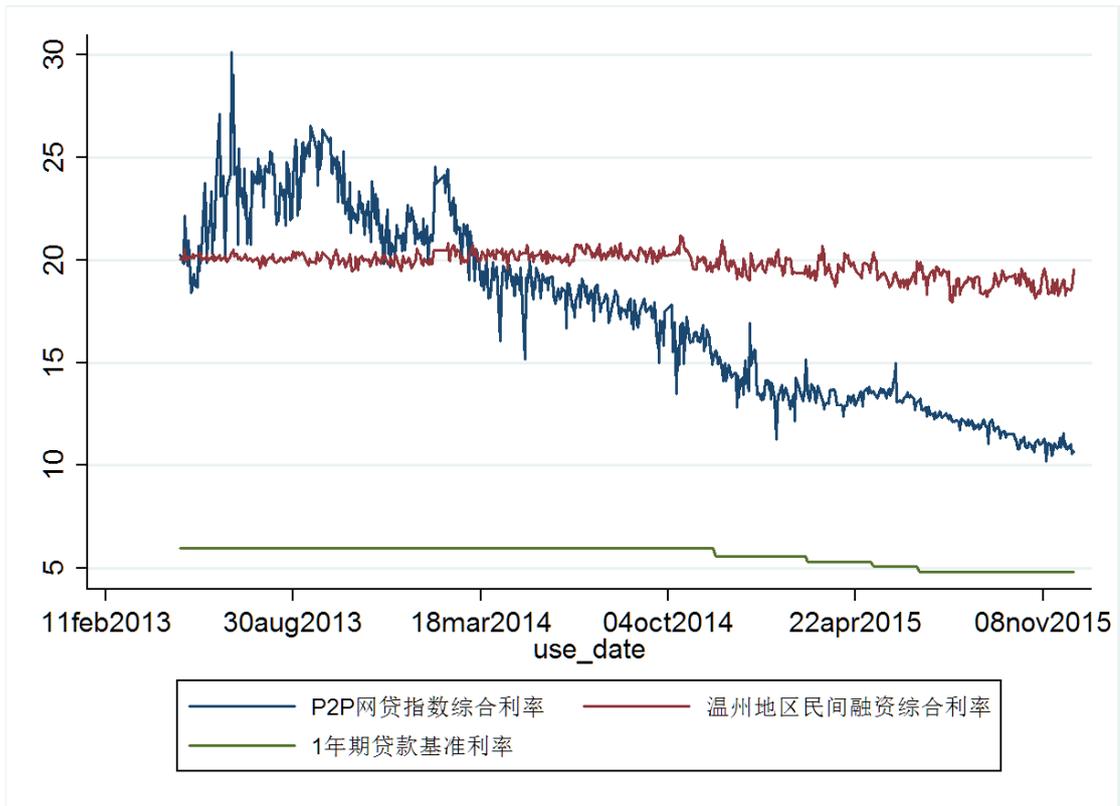
表1 2012年-2015年 P2P平台发展概况

年份	平台总数 (家)	成交量 (亿元)	贷款余额 (亿元)
2012	200	212	56
2013	800	1,058	268
2014	1,575	2,528	1,036
2015*	3,769	8,486	4,005
2015/ 2012	18.85	40.03	71.53

\*2015年平台总数和成交量为1-11月数据。

数据来源:网贷之家。

图 1 P2P 平台交易利率、温州民间借贷利率与商业银行基准贷款利率 (%)



数据来源：Wind 数据库。

与此同时，问题平台数量也出现了爆炸式的增长。在 2005-2012 年间，累计问题平台数只有 10 家。2012 年当年新增问题平台 6 家，占当年平台总数的 3%；在 2013-2015 年间，每年新增问题平台数分别是 76 家、275 家和 790 家。累计问题平台数占平台总数的比重，由 2012 年的 8%急速上升至 2015 年的 31%，几乎每三家 P2P 平台中就有一家出问题（表 2）。值得关注的是，虽然目前 P2P 涉及的贷款总额并不大，但其个体对个体借贷的特点，决定了这类业务涉及的人数广泛。P2P 平台的投资人数从 2012 年的 5 万人上升到 2014 年的 116 万人，再增加到 2015 年 9 月的 240 万人；同期借款人数也迅速增长。最近一些问题平台如 e 租宝等已经成为全国性的事件。

表 2 2012-2015 间 P2P 问题平台数和涉及人数

年份	问题平台数(家)		当期投资/借款人数(万)	
	当期	累计	投资	借款
2012	6	16	5	2
2013	76	92	25	15
2014	275	367	116	63
2015*	790	1,157	240	57
2015/ 2012	131.67	72.31	22.75	33.16

\*2015 年问题平台数 1-11 月数据，贷款余额为 11 月余额；当期投资/借款人数为 9 月数据。

数据来源：网贷之家。

由此可见，P2P 行业的健康发展，不仅有利于提高资源利用效率，对于维持金融、经济甚至社会稳定同样具有重要意义。过去几年，监管当局对于 P2P 业务这样的新生事物采取了相对宽松的容忍态度，新的监管框架也还在形成过程之中。在 2014 年 9 月 27 日举行的互联网金融创新与发展论坛上，中国银监会创新监管部主任王岩岫首次提出了对 P2P 平台监管的十大原则。2015 年 7 月 18 日，由央行会同有关部委制定的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》对外发布，首次明确 P2P 网络借贷业务由银监会监管。在监管思路，“要坚持平台功能，为投资方和融资方提供信息交互、撮合、资信评估等中介服务。个体网络借贷机构要明确信息中介性质，主要为借贷双方的直接借贷提供信息服务，不得提供增信服务，不得非法集资。”据此定位，对资金存管和注册资金门槛等没有明确要求。

多数权威专家似乎也倾向于赞同 P2P 平台作为信息中介的定位。银监会前主席刘明康提出，目前对于 P2P 平台采取严格监管是不必要、应避免的，因为 P2P 借贷造成系统性风险的可能性比较小。他建议实行灵活的监管方式，采用“分层管理”的思路，即信息中介平台几乎不需接受任何监管、但是提供存贷业务的平台应被视同为银行。<sup>1</sup>中国人民银行原副行长吴晓灵也认为“标准的 P2P 平台应该是一个点对点的信息平台，……，现在的一些 P2P 公司……先将资金集纳到自己手里，然后去投资。这就是没有金融业务的牌照，却做了金融机构的业务，这就是违法违规行”。<sup>2</sup>

2015 年 12 月底，银监会公布了《网络信贷信息中介机构业务活动管理暂行办法（征求意见稿）》，<sup>3</sup>监管的总体思路是：定位 P2P 平台为信息中介，严禁提供增信服务、设立资金

<sup>1</sup> 前银监会主席刘明康，“P2P 应采取灵活监管方式”。 [http://wangdai.ppmoney.com/news\\_15756.html](http://wangdai.ppmoney.com/news_15756.html)

<sup>2</sup> 吴晓灵，“监管互联网金融要做负面清单”，  
[http://news.xinhuanet.com/finance/2015-12/18/c\\_128543320.htm](http://news.xinhuanet.com/finance/2015-12/18/c_128543320.htm)。

<sup>3</sup> 国务院法制办，“银监会关于《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见的通知”， <http://www.chinalaw.gov.cn/article/cazjgg/201512/20151200479803.shtml>

池和从事非法集资，并给与了 18 个月的整改期；对 P2P 平台不设注册资本金门槛和杠杆率上限等要求；实行负面清单制，在严禁十几项业务的同时，也对符合法律法规的创新业务予以空间；遵循‘谁审批，谁监管’的原则由地方金融办负责风险防范与处置。”这意味着 P2P 将不发牌照，而是采取类似小贷协会的管理方式，由行业自查自纠。

监管框架出台，结束 P2P 行业野蛮生长的状态，具有积极意义。但这个不发牌照、不设门槛、不做监管的框架一旦落地，会对 P2P 平台、融资企业和个体投资者带来什么样的影响？为了回答这个问题，本文首先系统分析了公开可得的 3439 家 P2P 平台的数据。通过对正常平台与问题平台特征的刻画与识别，我们希望理解为什么近来问题平台的总数与比例都出现了加速的趋势？问题平台通常拥有一些什么样的典型特征？在定量分析的基础上，我们也尝试对监管政策提出了一些初步见解。

根据我们有限的了解，本文是第一个系统分析大样本 P2P 平台特征尤其是识别问题平台特征的研究。我们希望本研究能够对中国 P2P 行业的发展情况，帮助投资者有效甄别风险因素，同时帮助决策者进一步思考如何合理监管的问题。

本文的基本结论与观点可以归纳为如下几点：一，P2P 业务在中国市场的高速发展，主要得益于两个因素，一是正规部门无法满足绝大部分中小企业和个人对金融服务的需求，二是互联网技术的发展为解决金融交易中信息不对称问题提供了新的可能。因此，短短几年之内，P2P 行业的年贷款总额快速增长，已经突破 1 万亿元。如果能够健康发展，P2P 很有可能成为未来中国金融的一支重要力量。二，但由于缺乏有效的监管，目前不规范甚至诈骗行为确实很普遍，问题平台越来越多。本文的研究发现，那些成立时间晚、信息缺失严重、利率单一、项目单一、极端利率水平（低于 8%或高于 20%）和承诺 VIP 保本保息服务的 P2P 平台，通常出现问题的概率较大、预期寿命也较短。三，银监会刚刚公布的监管框架有利于 P2P 行业的健康发展，不过其中的一些思路可以进一步推敲，比如明确定位信息中介、不设门槛的备案制以及由地方政府承担监管责任等是否是最佳选择？我们建议监管部门充分考虑目前征信系统不发达、庞氏骗局普遍以及 P2P 跨区域业务等因素，设立基本的门槛与监管要求，尤其是信息披露标准，同时严厉打击诈骗行为。

本文总共包括四个部分。第二部分主要介绍数据的来源和清理方法，并对数据的做出基本描述。第三部分采用非参数方法估计生存曲线，对 P2P 网贷平台的风险影响因素作尽可能全面的分析与量化，同时使用用回归分析方法量化各因素对平台风险和平台预期寿命的影响。论文的第四部分首先总结了本研究的一些主要结论，然后在此基础上评述了现行的监管思路并提出了一些初步的建议。

## 数据来源、清理与基本特征描述

本报告的数据整合自四家“P2P 网贷门户网站”（网贷天眼、网贷之家、零壹财经、第一网贷）。在综合考虑了平台数量、指标维度丰富性及数据质量等因素后，我们采用网贷天眼为主要数据来源，同时使用另外三家平台作为校验、补充。我们排查清理了异常值，逐一复核了注册资金大于 5 亿元人民币、平台寿命大于 1000 天的平台的资料。我们采集的变量包括平台的成立时间、问题发生时间（精确到日）、平台背景、平台保障内容、平台借贷期限、平台交易利率、平台涉及项目、平台运营公司位置（省、市、区）、平台注册资本、问题平台问题类型以及客服电话、VIP 服务、证件信息等。

我们最终得到 3439 个平台的基本面数据，其中包括问题平台 1073 家。有注册资本信息的平台总数为 3407 家、问题平台为 1048 家。<sup>4</sup>问题平台是指出现过终止运营、提现困难、平台诈骗、平台失联、跑路、警方介入等六类问题中任意一种或者多种问题的平台。我们发现，虽然 2015 年新增平台数少于 2014 年，但从 2013 年起，平台总数和问题平台总数双双激增的大趋势没有改变；到 2015 年，问题平台占所有平台的比重为 31.2%（表 3）。可见数据清理并没有改变问题平台在总样本中的相对分布。

表 3 年度新建和累计平台数与问题平台数

年份	新增		累计		
	总平台数	问题平台数	总平台数	问题平台数	问题平台占比(%)
2005	1	0	1	0	0
2007	1	0	2	0	0
2009	3	0	5	0	0
2010	12	0	17	0	0
2011	30	0	47	0	0
2012	87	0	134	0	0
2013	463	69	597	69	11.56
2014	1571	236	2168	305	14.07
2015	1271	768	3439	1073	31.20

我们从平台存活天数、地理位置、注册资本、实缴资本、交易利率、交易期限分布、交

<sup>4</sup>数据清理步骤：(1) 去除平台导航列表中存在、但没有具体信息的 64 家；(2) 经过四家平台合并查找修正后，去除 83 家成立时间晚于问题爆发时间的问题平台；(3) 手工排查中清除重复、明显乱填的信息。因此，本研究最终使用的平台数据数量少于网贷天眼的总平台数。数据收集时间为 2015 年 12 月 1 日至 12 月 5 日，所采集项目均为公开可得的指标，程序访问频率控制在 10 秒每页。

易类型分布、平台保障类型等八个方面比较正常运转平台和问题平台的差异，再进一步分析问题平台的问题类型，以期对我国 P2P 平台目前的运转状况，做出比较全面的分析和描述。

**第一，按存活天数区分，八成问题平台活不到一岁，超过 60%的正常平台比半年大。**对问题平台，我们以其第一次爆发问题的时间作为其寿命终止期。<sup>5</sup>而对于暂未爆发问题的平台，我们使用样本采集截止时间即 2015 年 12 月 5 日来计算其寿命。在这个样本中，192 家问题平台的寿命小于 30 天，占全部问题平台数的 18%；575 家问题平台的寿命小于 180 天，占全部问题平台的 55%；共有 80%的问题平台的寿命低于 1 年。而在正常平台中，存活天数超过一年的占 38%，超过半年的则有 60%以上（图 2）。

图 2 网贷平台寿命分布



**第二，问题平台占平台总数之比并不存在特别明显的地域特征。**本研究的样本中除一个平台无法确定其地理位置外，其它平台的所在地可以精确到至少地市级。各省平台总数确实存在较大的地域差异，最多的是广东省（651 家），其次是山东省（459 家），紧随其后的是北京（427 家）。从问题平台数来看，问题平台最多的省份是山东省（228 家），其次是广东（169 家）和浙江（131 家）。但是看问题平台的占比，似乎并不存在十分明确的地域性规律（表 4、图 3、4）。问题平台占比并没有特别明显的地域特征这一事实，可能与 P2P 经营

<sup>5</sup>采用这种严格定义而不考察后续运营效果的原因如下：首先，严格区别问题种类存在困难，因为数据来源信息平台仅记录了网贷平台爆发第一次问题的种类。例如，有很多平台先爆发“提现困难”，后续发展至“平台失联”，但数据中对其问题描述依然是“提现困难”。其二，尽管有一些平台在出现“提现困难”后仍在运营，但我们很难通过访问其网站判断其真实的运营状况，而将这类平台与未暴露问题的平台混为一谈并不恰当。

的特点相吻合，比如，平台的注册地和平台实际运营时资金的来源和使用之间，也许并不存在一一对应的关系。

表 4 正常平台和问题平台的省级分布

省份	正常平台 (1)	问题平台 (2)	全部平台 (3)	问题平台 占比(%) (1)/(3)
海南省	4	7	11	63.6
甘肃省	4	6	10	60.0
山东省	231	228	459	49.7
内蒙古自治区	7	6	13	46.2
河北省	48	37	85	43.5
湖南省	45	34	79	43.0
安徽省	78	54	132	40.9
江苏省	86	58	144	40.3
浙江省	207	131	338	38.8
四川省	72	41	113	36.3
福建省	53	29	82	35.4
山西省	13	7	20	35.0
广西壮族自治区	31	16	47	34.0
吉林省	6	3	9	33.3
云南省	23	11	34	32.4
天津市	22	9	31	29.0
河南省	56	22	78	28.2
辽宁省	18	7	25	28.0
陕西省	35	13	48	27.1
广东省	482	169	651	26.0
上海市	222	70	292	24.0
贵州省	28	8	36	22.2
江西省	35	10	45	22.2
湖北省	96	22	118	18.6
重庆市	55	10	65	15.4
黑龙江省	12	2	14	14.3
宁夏回族自治区	12	2	14	14.3
北京市	369	58	427	13.6
新疆维吾尔自治区	13	2	15	13.3
青海省	1	0	1	0.0
西藏自治区	1	0	1	0.0

图 3 问题平台总数的地区分布



图 4 问题平台占比的地区分布



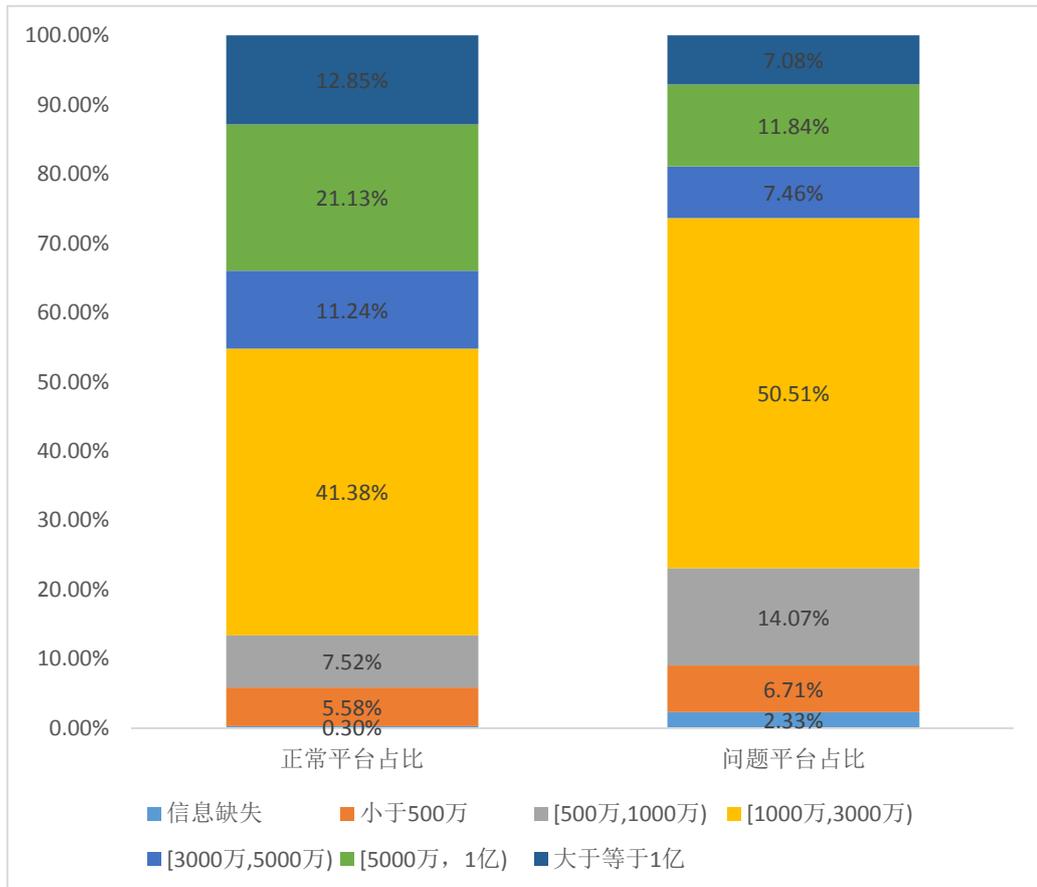
第三，近七成问题平台的注册资本少于三千万元。平台注册资本的信息揭示了三个有意思的发现(表 5、图 5)。第一，在 32 家缺失注册资本信息的平台中，有 25 家是问题平台，占比近八成。第二，注册资本越小的平台，成为问题平台的概率越大。比如，注册资本少于 500 万的平台出问题的概率是 35.3%。第三，从发生问题的角度看，注册资金超过 1 亿元的平台与注册资本处于 3000 万到 1 亿之间的平台没有明显差异。不过，我们在进一步的分析中发现，这主要是由于注册资本与实缴资本之间存在较大差距造成的，也就是说判断平台的

风险，光看注册资本规模不够，还得看实缴了多少。

表 5 正常平台与问题平台的注册资本分布

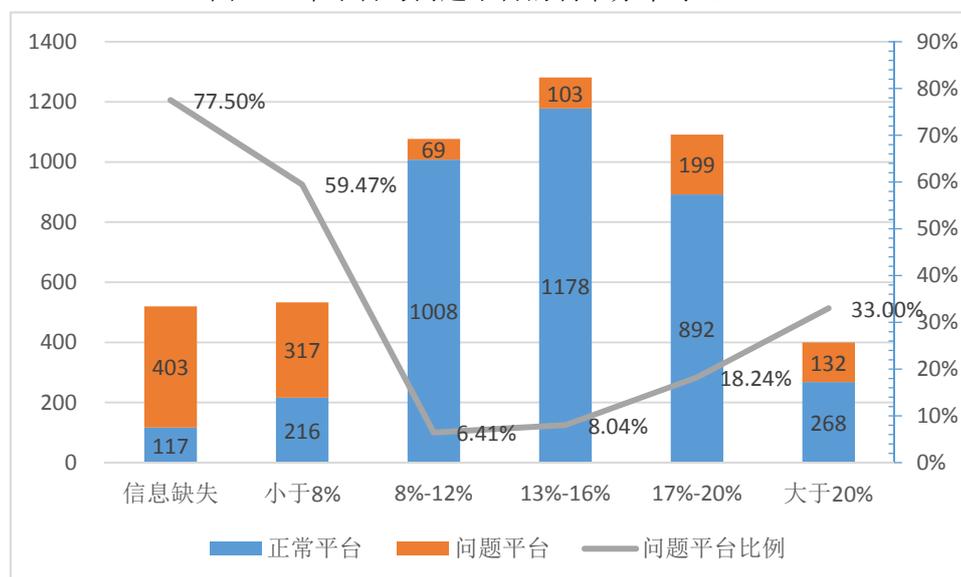
注册资本规模	正常平台	问题平台	平台总数	问题平台 / 平台总数(%)
	(1)	(2)		100*(2)/(3)
信息缺失	7	25	32	78.1
小于 500 万	132	72	204	35.3
[500 万,1000 万)	178	151	329	45.9
[1000 万,3000 万)	979	542	1,521	35.6
[3000 万,5000 万)	266	80	346	23.1
[5000 万, 1 亿)	500	127	627	20.3
大于等于 1 亿	304	76	380	20.0
总计	2366	1073	3439	31.20

图 5 正常平台与问题平台的注册资本规模分布对比



第四，问题平台的交易利率要么缺失、要么在 8-16% 区间外。我们把交易利率分为小于 8%、在 8-16% 之间、17-20% 之间、大于 20% 和缺失五档，<sup>6</sup> 可以发现，不报告交易利率的平台发生问题的概率高达 77.5%，利率在 17-20% 之间的平台发生问题的比例是 18.2%，而许诺给予超过 20% 回报的平台中，有 33% 是问题平台（图 6）。许诺高额回报的平台，可能存在“逆向选择”问题，即那些原本就不想好好经营的平台，就越有可能用高额回报来吸引资金。值得注意的是，交易利率低于 8% 的平台发生问题的概率也高达 59.5%。最近被披露的 e 租宝是一个比较明显的例子，上市公司重庆建峰、包钢股份、恒源煤电均向 e 租宝借款人安徽钰诚融资租赁有限公司办理融资租赁业务，利率约 6%。<sup>7</sup>

图 6 正常平台与问题平台的利率分布对比



第五，不同项目期限、业务类别、平台保障方式的平台发生问题的概率大致相似。我们进一步从平台报告的项目期限、业务类型和保障方式三个维度来比对正常平台和问题平台。项目期限包括“天标、1-3 个月、4-6 个月、7-12 个月、12 个月以上”等五类，业务类型分“车贷、企业贷、票据、房贷、个人信用贷、理财产品、债券、其他”等八类，平台保障方式则分“小贷公司、第三方机构、银行、保险公司、平台风险准备金、融资性担保公司、平台自有资金、非融资性担保公司、其他”等九类。缺失信息的平台自成一类。从上述三个维度看，发生问题概率最大的总是信息缺失的平台，如不报告期限分布的平台中，83.7% 是问

<sup>6</sup> 由于同一平台不同项目的交易利率不同，同一平台可以有的交易利率可以同时出现在不同区间内，因此，图中显示的平台数目的加总会大于实际平台总数。

<sup>7</sup> 《e 租宝被查 “钰诚系” 版图起底》，[http://finance.caixin.com/2015-12-17/100889447.html?url\\_type=39](http://finance.caixin.com/2015-12-17/100889447.html?url_type=39)。

题平台（图 7）；不报告项目类型的平台中问题平台占比达 88%（图 8）；缺失保障方式信息的平台中问题平台占比达到 77%（图 9）。在三个维度内部，各个类别之间问题平台发生概率似乎并无明显的规律可循。

图 7 正常平台与问题平台的期限分布对比

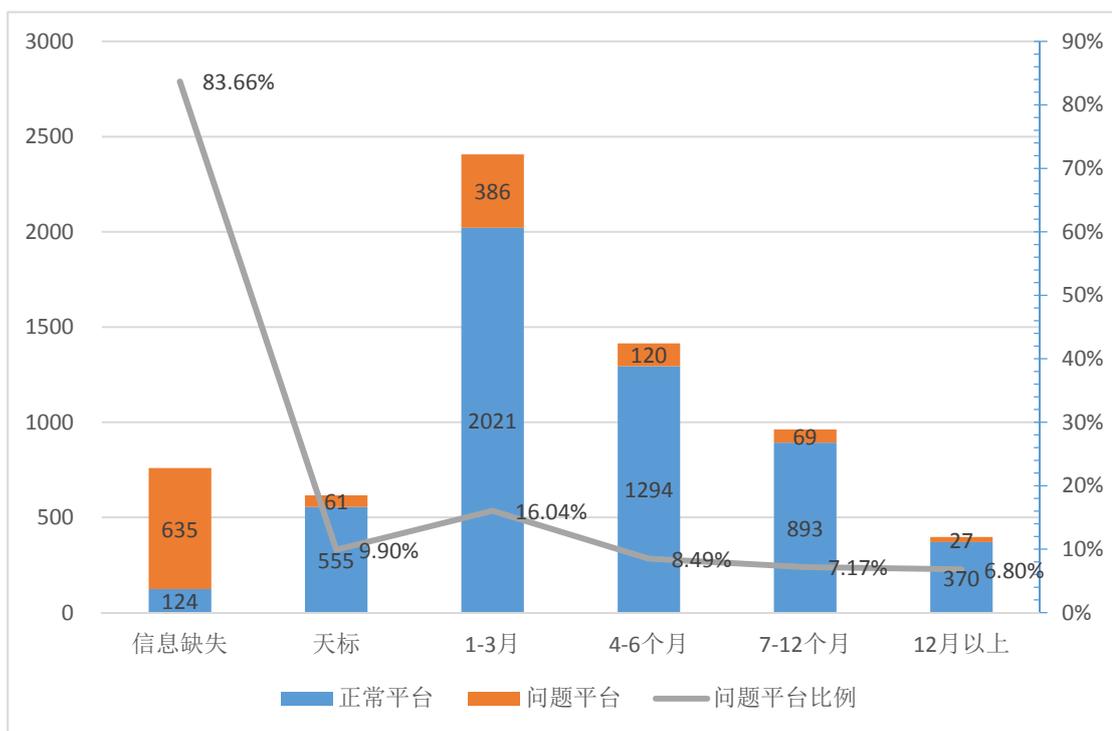


图 8 正常平台和问题平台项目类型分布对比

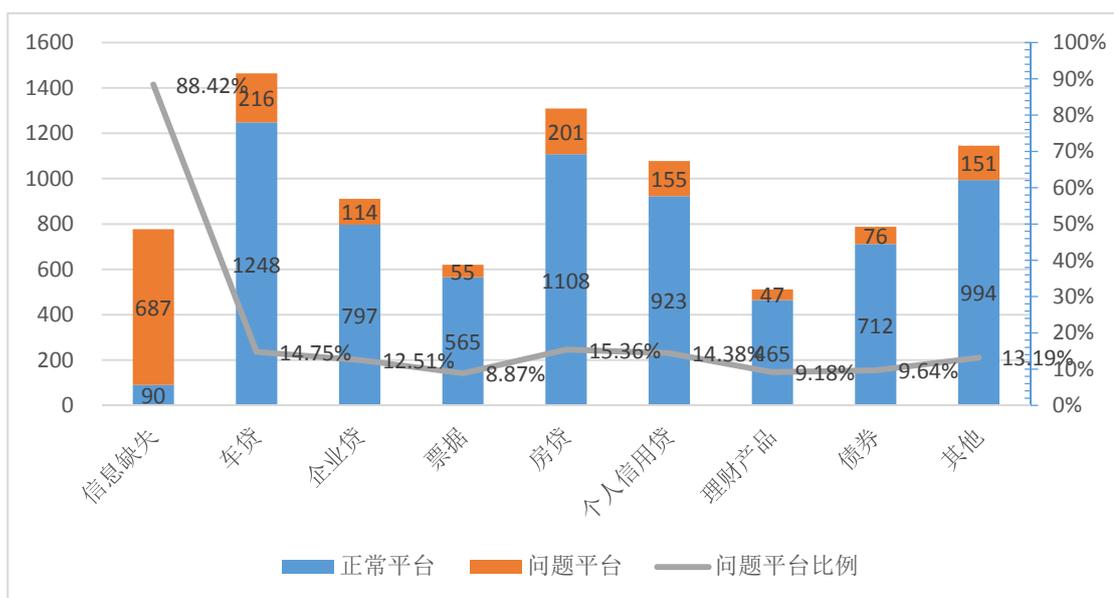
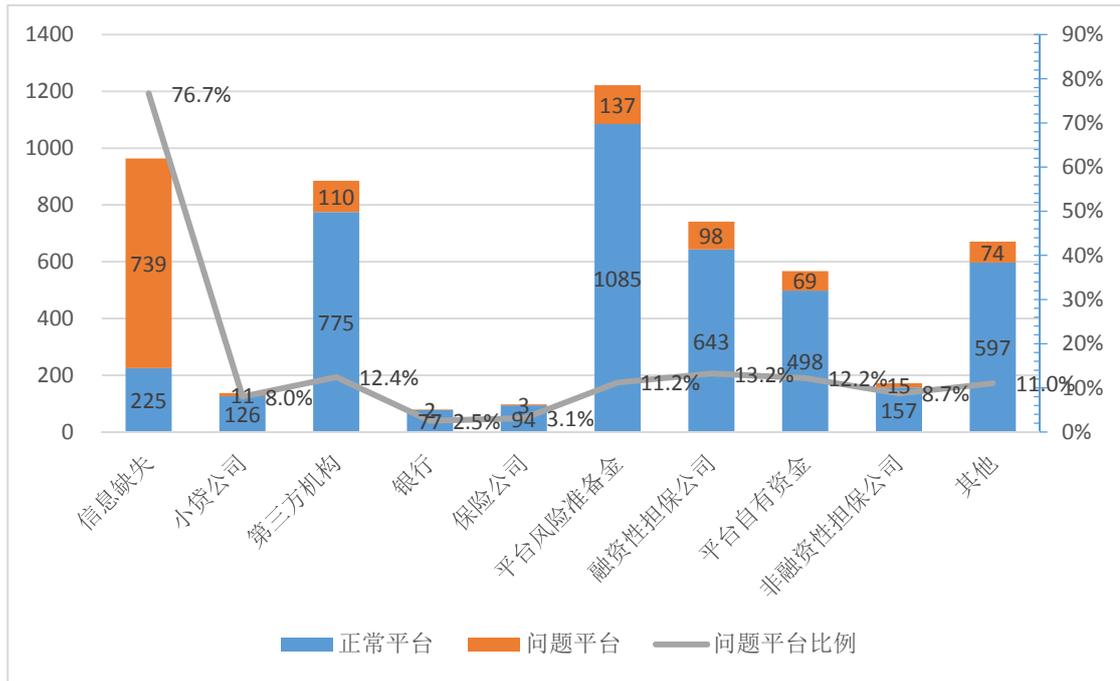


图 9 正常平台和问题平台保障手段分布对比

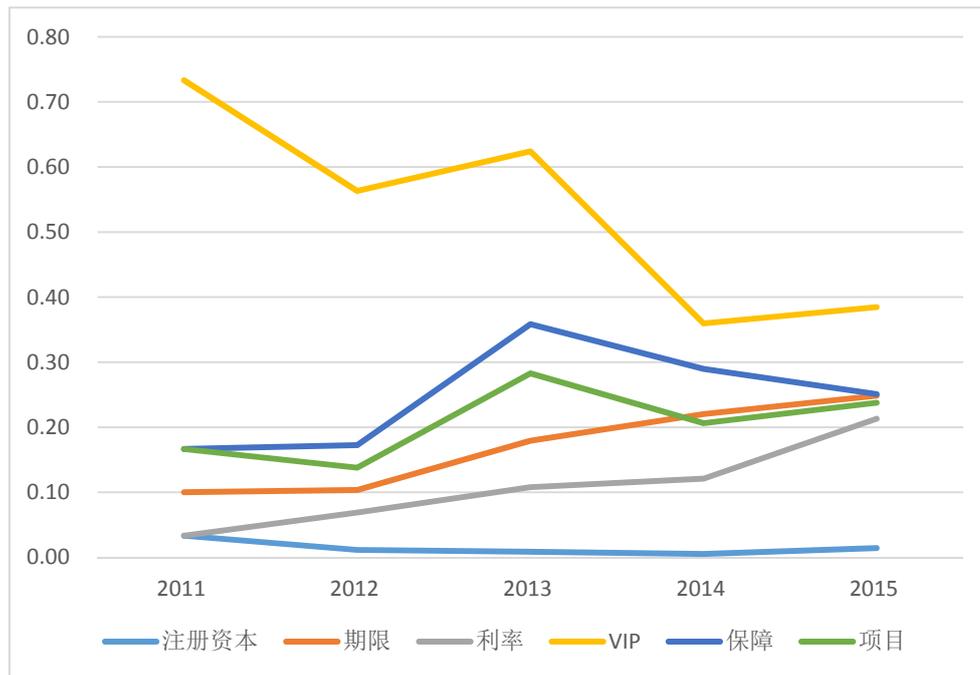


最后，从信息缺失的程度看，最严重的VIP保本报息服务，最少的是注册资本。但近年来利率、期限、保障方式、项目类型等信息缺失的平台呈现上升趋势（表6、图10）。

表 6 各年度成立平台信息缺失程度

成立年份	总数	缺失项					
		注册资本	期限	利率	VIP	保障	项目
2005	1	0	0	0	0	0	0
2007	1	0	0	0	0	0	0
2009	3	0	1	1	1	1	0
2010	12	0	1	1	7	3	3
2011	30	1	3	1	22	5	5
2012	87	1	9	6	49	15	12
2013	463	4	83	50	289	166	131
2014	1571	8	346	190	565	455	324
2015	1271	18	316	271	489	319	302
总计	3439	32	759	520	1422	964	777

图 10 缺失信息平台占比：2011 - 2015



## 平台寿命与风险的影响因素分析

上面的数据描述从静态的角度揭示了区分问题平台和正常平台的一些标准，现在我们将结合非参方法和参数回归分析，来研究不同的平台特征指标对于平台风险与寿命的影响。如前所述，问题平台的寿命是实际健康生存时间，但尚未出现问题的平台的寿命计算截止到数据采集时点，这就产生了右归并的问题。假设我们观察到两个平台 A 和 B 都生存了 180 天，但是 A 平台的生存时间是在 2012-2013 年间，而 B 平台则是因为它在样本截止时才成立了 180 天，B 平台究竟能活多久我们还不清楚。目前正常的平台既包含了可以一直正常运转的平台，又包含了未来的问题平台。

我们采用久期分析方法来处理右归并的问题。具体而言，我们先采用 Kaplan-Meier 生存曲线来描述不同角度下，平台生存概率的不同；之后再回归分析方法，综合考察各种因素的作用下，平台风险和预期寿命如何发生变化。

### 非参分析：Kaplan-Meier 生存曲线

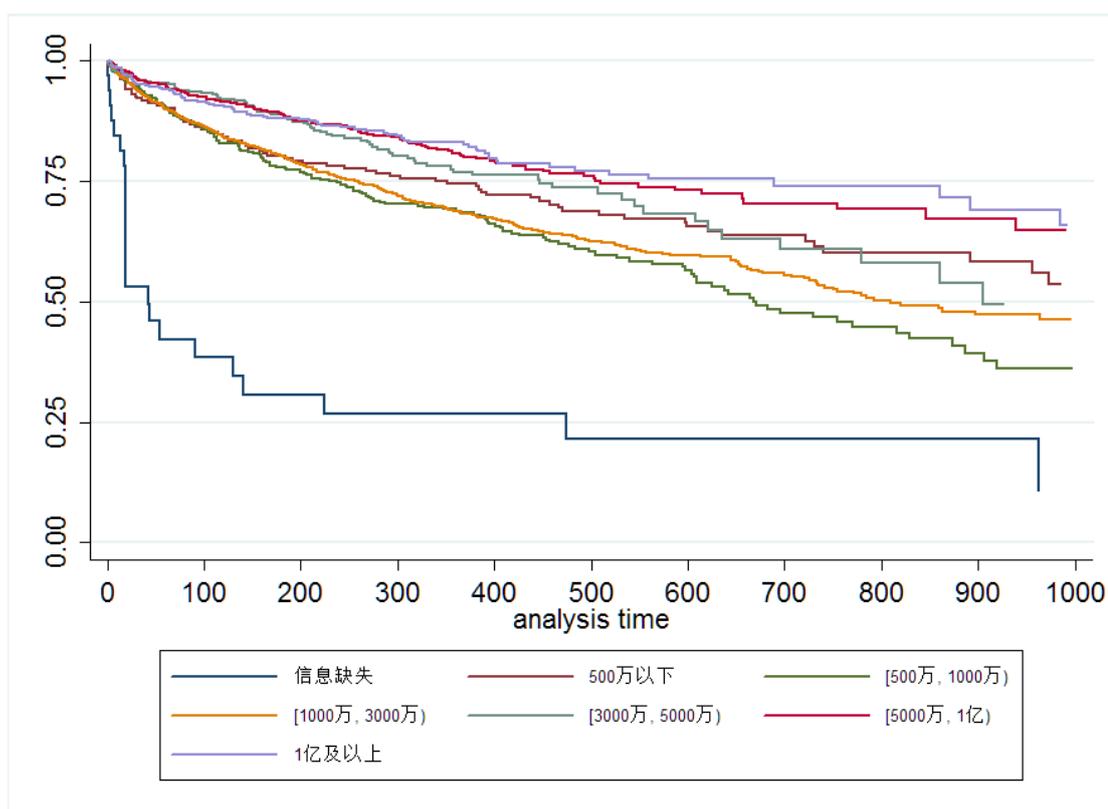
Kaplan-Meier（下简称 KM 方法）是一种被广泛采用的非参数分析方法，该方法在计算生存概率时，对存在右归的情况仍然稳健。当然，使用该方法需要满足一些假定，如“独立

归并”：即归并时间（样本截止时间，在本文中为 2015 年 12 月 5 日）的分布不包含任何有关个体寿命分布的信息，也就是说，那些存在有归并的平台的寿命和能够观察更久时间的平台的寿命没有本质的差别。由于本文中的归并时间仅为研究者无平台信息依据的前提下主观定制的数据采集时间，故而我们认为独立归并的假设应当成立，即 KM 方法可以被有效使用。

我们将从注册资本量、实缴资本、利率、项目期限、项目保障方式、是否承诺 VIP 保本保息等角度来刻度不同组别生存概率的不同。

首先，我们考察注册资本金和生存概率的关系。图 11 中横轴是生存天数、纵轴则为生存概率。为节约篇幅与更加清晰地展现结果，我们仅展示前 1000 天的情形。图中不同的线条代表不同注册资本金的平台的生存概率。如果在短时间内倾斜程度越大，则表明平台预期生存概率越低，也就是平台成为问题平台的风险越大。

图 11 注册资本金对平台寿命的影响

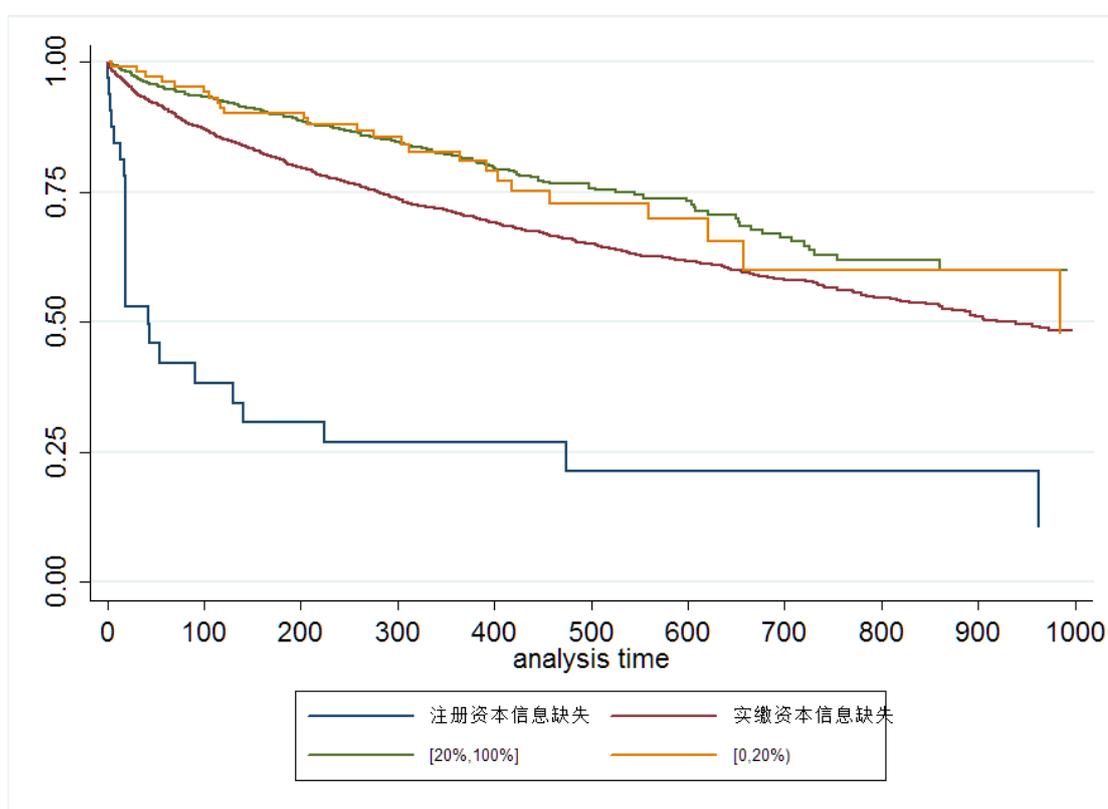


显然，缺失注册资本信息意味着着极大的风险，此类平台生存概率在一个月就下降到只有 50%，换句话说，在每两家缺失注册资本金信息的平台中，会有一家成立的头一个月内跑路。能够活到半岁的平台的生存概率已经下降到接近 25%，即每四家不报告注册资本金信息的平台中，只有一家可能活到半年以上。另外，注册资本较高的几组平台比较低注册资

本的几组平台的生存概率相对高一些。这一点，在注册资本 3000 万上下似乎更为明显。我们将平台重新分为缺失信息、注册资本在 3000 万以下和 3000 万以上三组计算生存概率，证实了上面的猜测：注册资本在 3000 万以上的平台发生问题的概率是 20.9%，而 3000 万以下的概率却高达 37.2%。

很多平台的注册资本和实缴资本之间存在明显差距，因此我们进一步分析了实缴资本与生存概率之间的关系（图 12）。缺失实缴资本信息的平台的生存概率，要显著低于有实缴资本信息的平台。但实缴资本比例对生存概率影响的差别不是特别明显。

图 12 实缴资本比例对平台寿命的影响



直观地考察实缴资本与问题平台的关系，我们也可以发现，缺失实缴资本信息的平台有三分之一是问题平台，而实缴资本越高，问题平台的比率就越低（表 7）。

表 7 实缴资本比例与问题平台比例

实缴资本比例	正常平台	问题平台	平台总数	问题平台 / 平台总数(%)
	(1)	(2)	(3)	100*(2)/(3)
注册资本信息缺失	7	25	32	78.13
实缴资本信息缺失	1718	856	2574	33.26
实缴 20%及以上	563	166	729	22.77
实缴 20%以下	78	26	104	25.00
总计	2366	1073	3439	31.20

其次，我们考察交易利率与平台生存概率之间的关系，分别从利率种类、利率最大值、利率最小值等几个角度展开分析。我们将交易利率分为 8%以下、8-16%、17-20%和 20%以上几个组，如果网贷天眼报告一个平台的交易利率处在 9-21%的区间，我们就认为该平台有 3 个利率种类：8-16%，17-20%，20%以上。运用 KM 方法分析的结果表明，一个平台的利率种类增加，有利于提高其生存概率（图 14）。这里所说的利率种类多，其实主要是指交易利率区间比较宽，可能意味着融资项目更加多样化。通过直观地考察基本数据，我们也可以发现，使用单一利率或者利率区间窄的平台发生问题的比例确实比较高（表 8）。

图 13 平台利率种类对平台寿命的影响

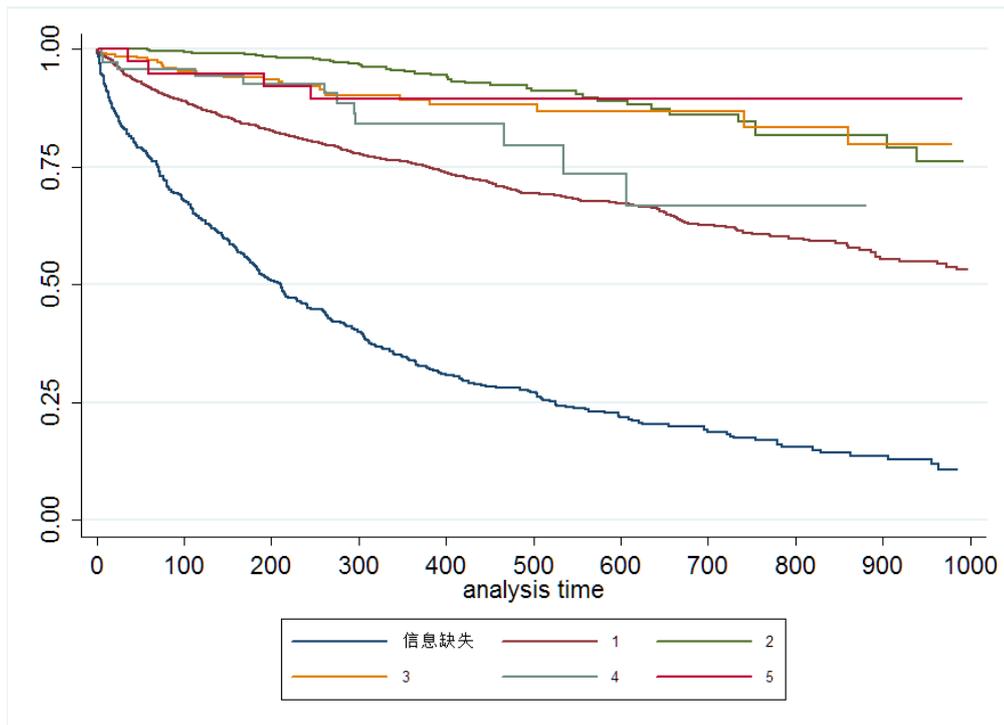


表 8 利率种类与问题平台的关系

利率种类	正常平台	问题平台	平台总数	问题平台 / 平台总数(%)
	(1)	(2)	(3)	100*(2)/(3)
信息缺失	117	403	520	77.50
1	1389	585	1974	29.64
2	535	41	576	7.12
3	233	27	260	10.38
4	56	13	69	18.84
5	36	4	40	10.00
总计	2366	1073	3439	31.20

有意思的是，如果一个平台的最高利率水平小于 8%，那么这类平台的预期寿命甚至低于信息缺失的平台（图 13）。从原始数据看，在最高利率低于 8%的平台中，确实已经有 84%的平台出了问题。与此同时，如果最低利率高于 20%，平台的生存概率也比较低，这可能跟金融交易中的逆向选择问题有关（图 14）。综合起来看，交易利率在 8%-16%之间的 P2P 平台的风险相对较低。

图 13 最高利率水平对于平台生存概率的影响

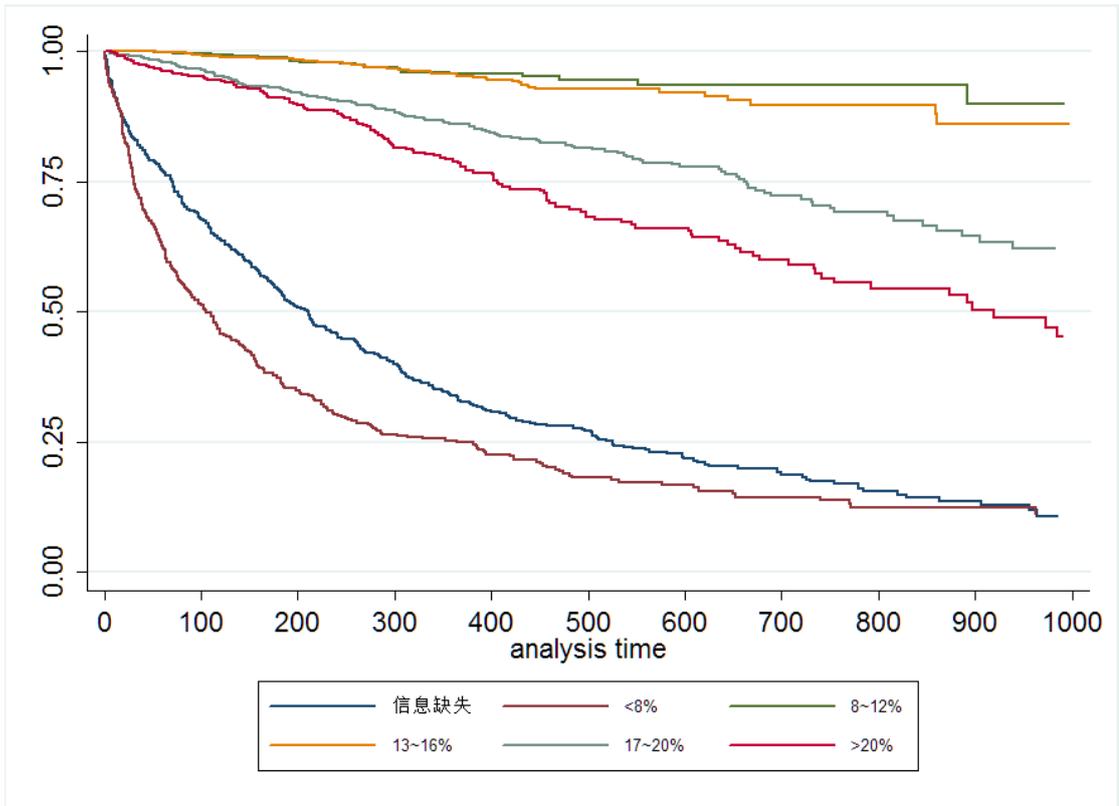
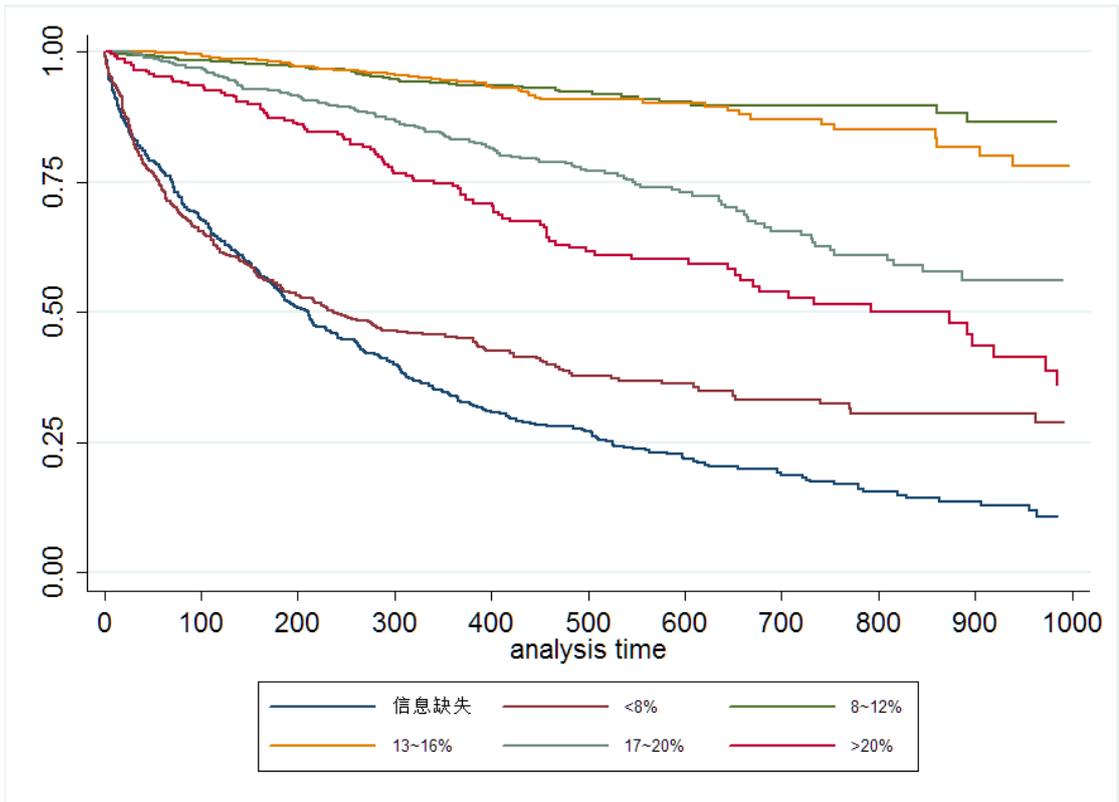


图 14 最低利率水平对于平台生存概率的影响



为了进一步验证上述关于极端利率水平导致风险上升的结论，我们特意对包含低于 8% 利率的平台及高于 20% 利率的平台与其它平台做对比分析。分析结果表明，如果平台的交易利率包含小于 8% 或者大于 20% 的极端水平，其生存概率确实要低于其它平台（图 15、16）。相比较而言，包含低利率的平台的风险更大一些。直观地看基础数据，我们发现包含小于 8% 的交易利率的平台发生问题的概率接近 60%。

图 15 平台利率包含<8%对平台寿命的影响

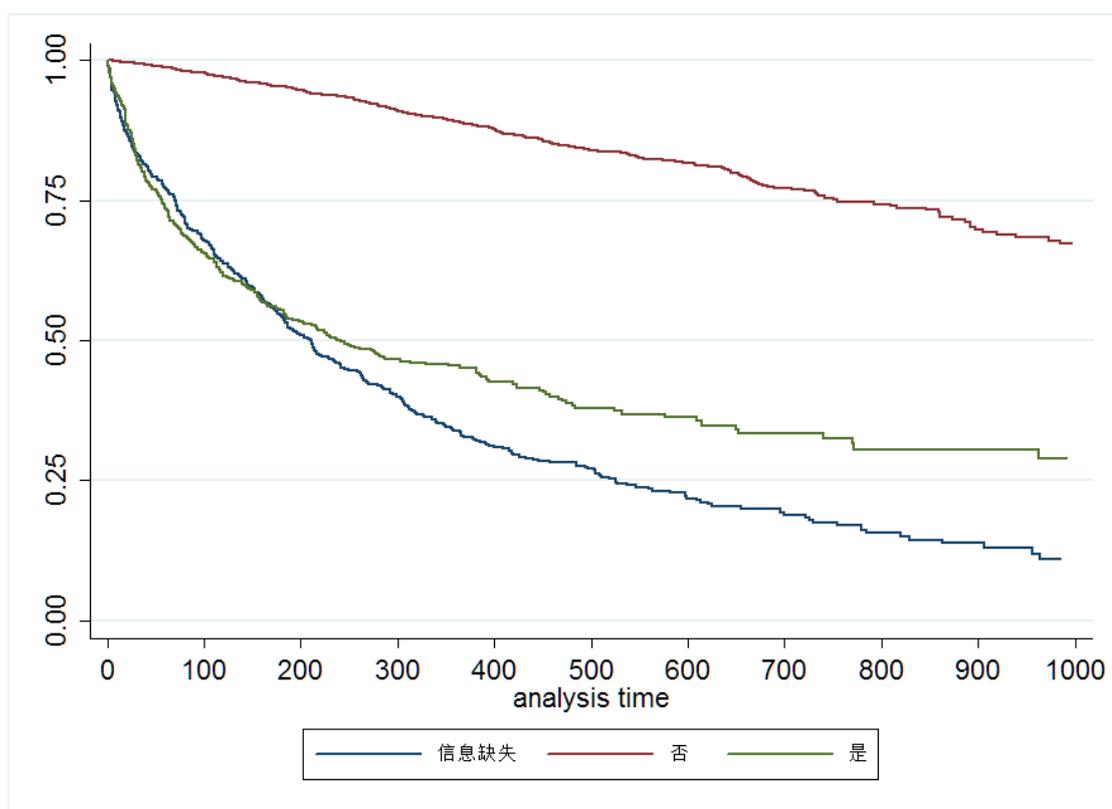
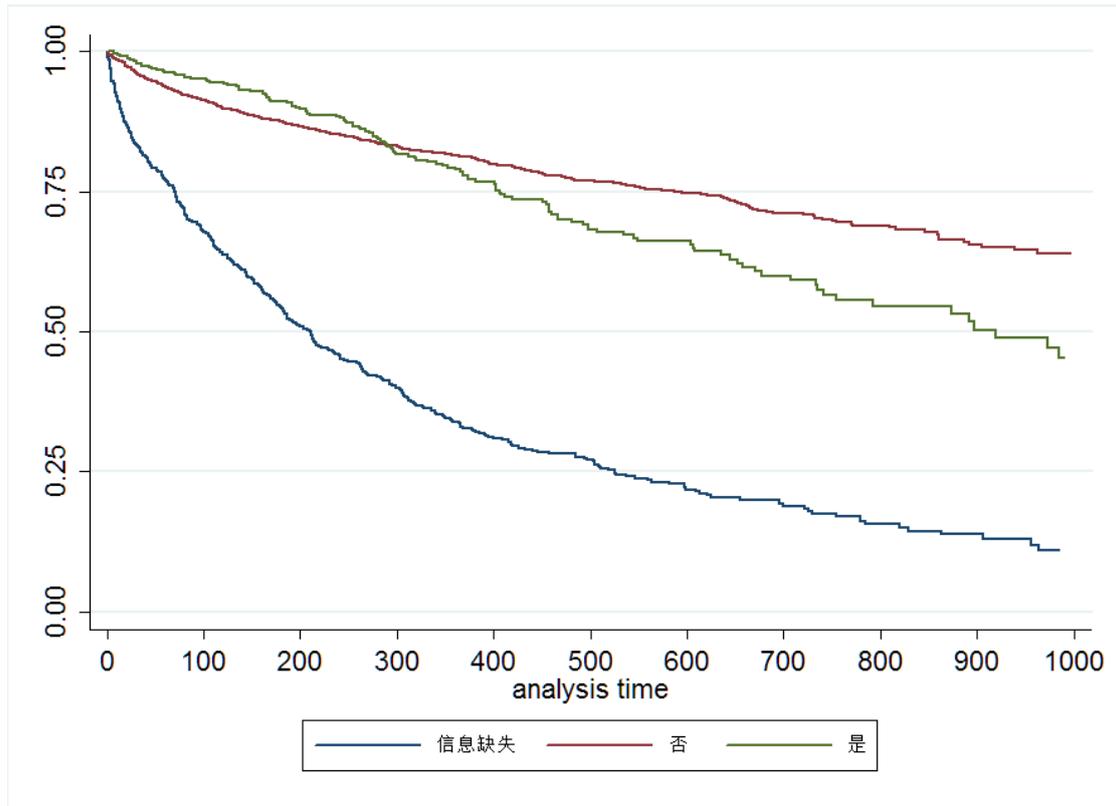


图 16 平台利率包含>20%对平台寿命的影响



再次，我们考察平台期限种类与平台生存概率之间的关系。数据表明，如果平台项目只有单一期限，平台发生问题的概率（26.1%）就远远高于多期限项目的平台（问题平台的比例一般都在 10%以下）。运用 KM 方法的分析结果也证实，只有单一期限项目的平台的生存概率明显要低于其它平台（图 17）。如果按最长期限分类，问题平台最高的是那些做短期项目的平台，半年以上项目的平台的风险明显降低（表 9）。但最短期限平台的风险差别不是很大，虽然从数字看 1-6 月期限项目的问题平台比例相对较高一些。

图 17 平台期限种类对平台寿命的影响

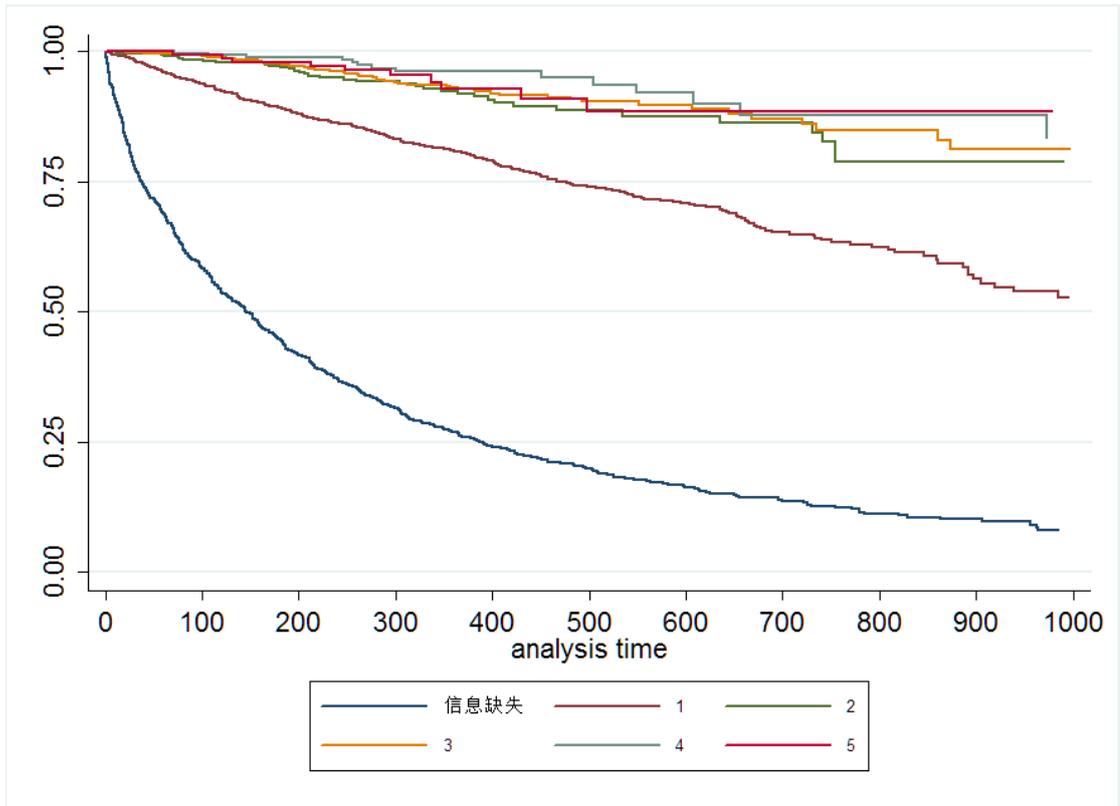
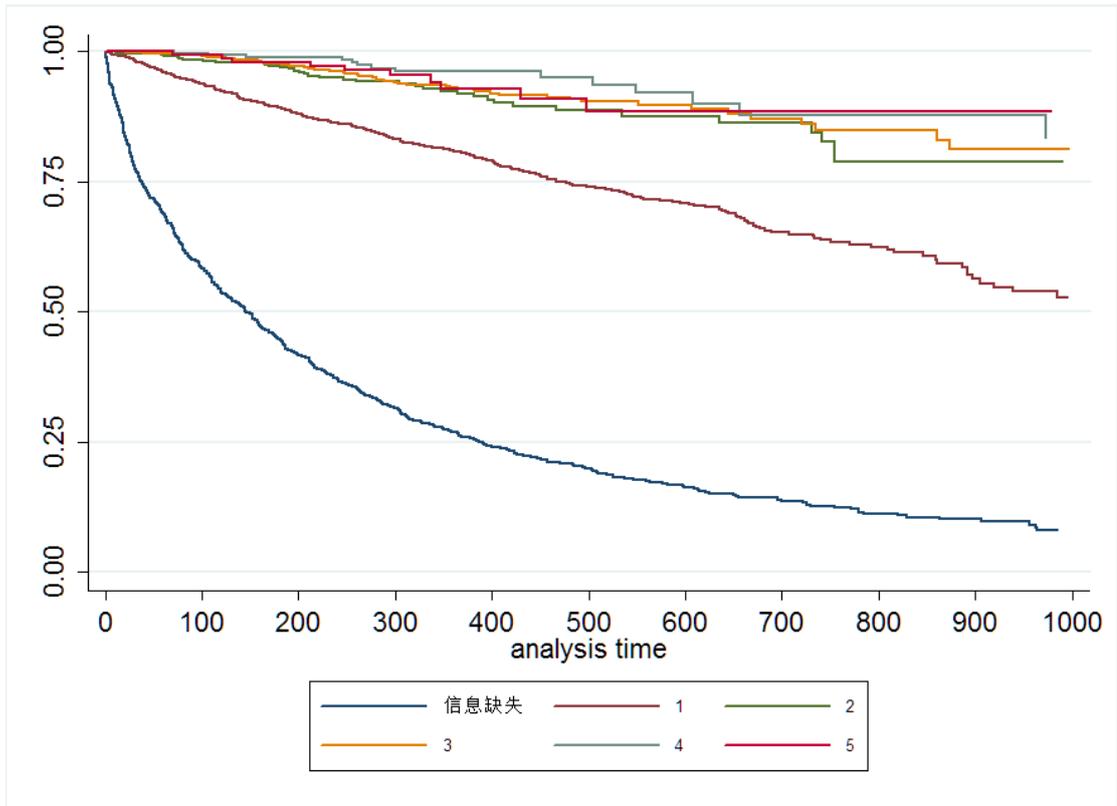


表 9 最长、最短期限与问题平台比例

	最长期限			最短期限		
	平台总数	问题平台 总数	问题平台 比例 (%)	平台总数	问题平台 总数	问题平台 比例 (%)
信息缺失	759	635	83.7	759	635	83.7
天标	101	23	22.8	616	61	9.9
1-3 月	1116	290	26.0	1892	348	18.4
4-6 月	452	51	11.3	123	24	19.5
7-12 月	614	47	7.7			
12 月以上	397	27	6.8	49	5	10.2
总计	3439	1073	31.2	3439	1073	31.2

第四，我们考察平台项目种类与生存概率的关系。不过，除了单一项目的平台生存概率较低之外，其他项目种类数量间的生存概率和问题平台比例，并没有明显的差别。

图 20 项目种类对平台寿命的影响



第五，我们分析平台保障方式与生存概率的关系。现有的平台保障常有以下几种模式：第一，金融机构信用+担保机构担保模式，即平台本身有金融机构背书，由金融机构旗下的担保公司进行担保，一旦借款人违约，提供全额代偿。第二，平台保证模式，即平台本身不参与借款交易，但对VIP级的投资人提供本金担保。如借款人出现违约，逾期30天后由平台垫付本金还款，债权转让为平台所有。或者，由担保人垫付本息还款，债权转让为担保人所有。第三，风险备用金模式，即平台每笔借款成交时，都提取一定比例金额放入“风险备用金”账户；当借款出现严重逾期时，则根据规则通过“风险备用金”向投资人垫付此笔借款剩余出借本金或本息。第四，担保机构担保模式，即担保机构通过出具“担保函”的方式保障投资人本金安全。一旦借款人违约，则由担保机构代偿或者进行债权收购。第五，房产抵押+第三方兜底，即借款人将自己名下优质房产向投资人提供抵押担保，并经公证处公证。一旦借款人违约，投资人则以该房产实现抵押权。第六，小额贷款担保，即平台本身不参与借款项目的开发而只承担项目销售平台的角色，并将全部项目的开发和初级审核外包给合作的小额贷款机构，一旦借款人违约，则由小贷机构及担保公司直接代偿。

我们对实施小贷公司、第三方机构、银行、保险公司、平台风险准备金、融资性担保公

司、平台自有资金、非融资性担保公司、其他等保障方式的平台进行分析，没有发现不同保障方式与生存概率之间的关系存在显著的差别（图 21）。值得注意的是，凡是由银行或者保险公司提供担保的平台，发生问题的概率就明显低很多（表 10）。

图 21 保障种类对于平台寿命的影响

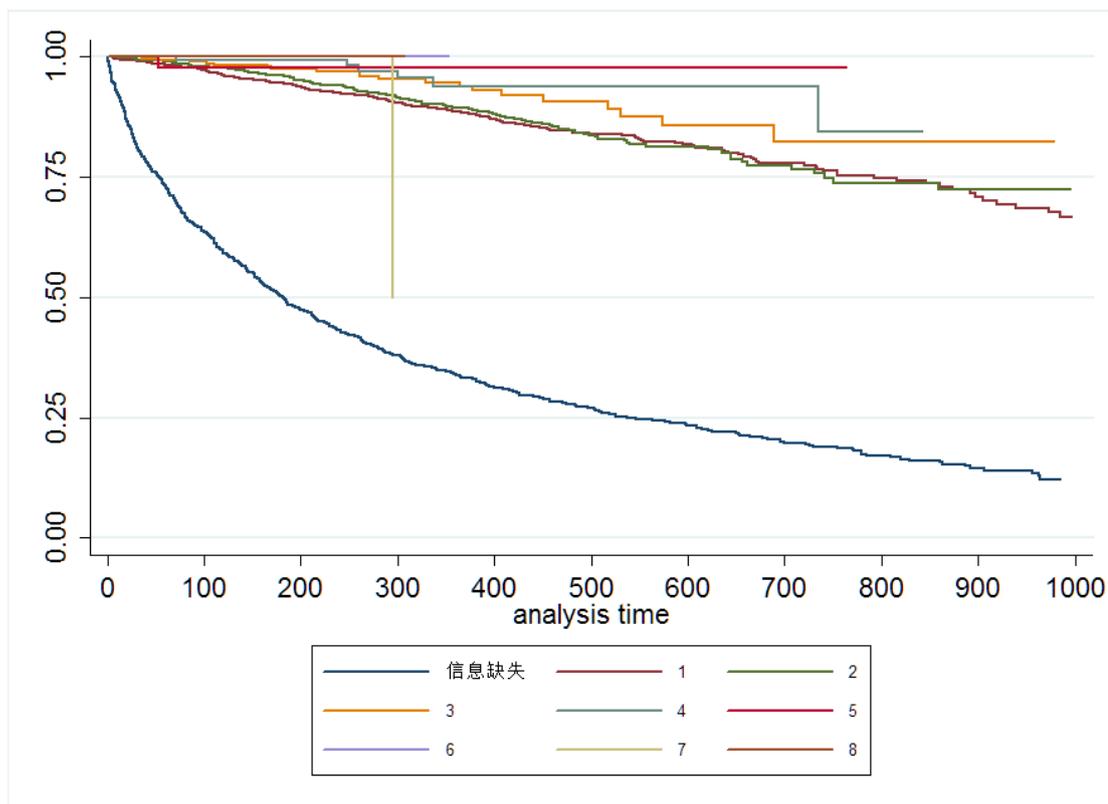


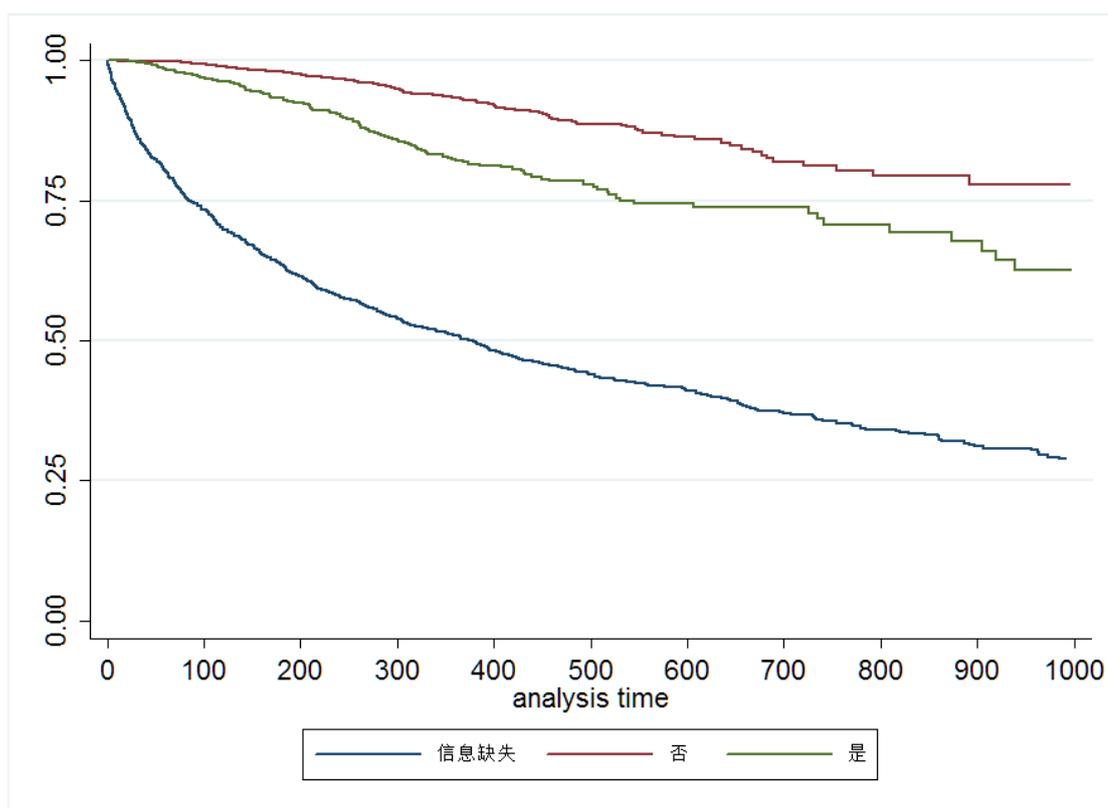
表 10 第三方保障与问题平台的关系

第三方保障	正常平台	问题平台	平台总数	问题平台 / 平台总数(%)
	(1)	(2)	(3)	100*(2)/(3)
信息缺失	225	739	964	76.66
无第三方保障	299	51	350	14.57
其他第三方	1687	278	1965	14.15
银行	61	2	63	3.17
保险公司	94	3	97	3.09
总计	2366	1073	3439	31.20

作为担保的一种特殊形式，一部分 P2P 平台推出了 VIP 服务，其为缴纳一定金额的年费

或投资金额大于一定阈值的客户提供特别的服务，特别是对于本金和利息提供保障。这类服务显然是违反监管部门对 P2P 平台的信息中介的定位的，运用 KM 方法的分析结果恰恰表明，凡是承诺了 VIP 保本保息服务的平台，生存概率要低于没有提供服务的平台（图 22）。<sup>8</sup>直观地看，承诺保本保息的平台发生问题的比例是 20.7%，而不承诺的平台发生问题的比例是 8.7%。

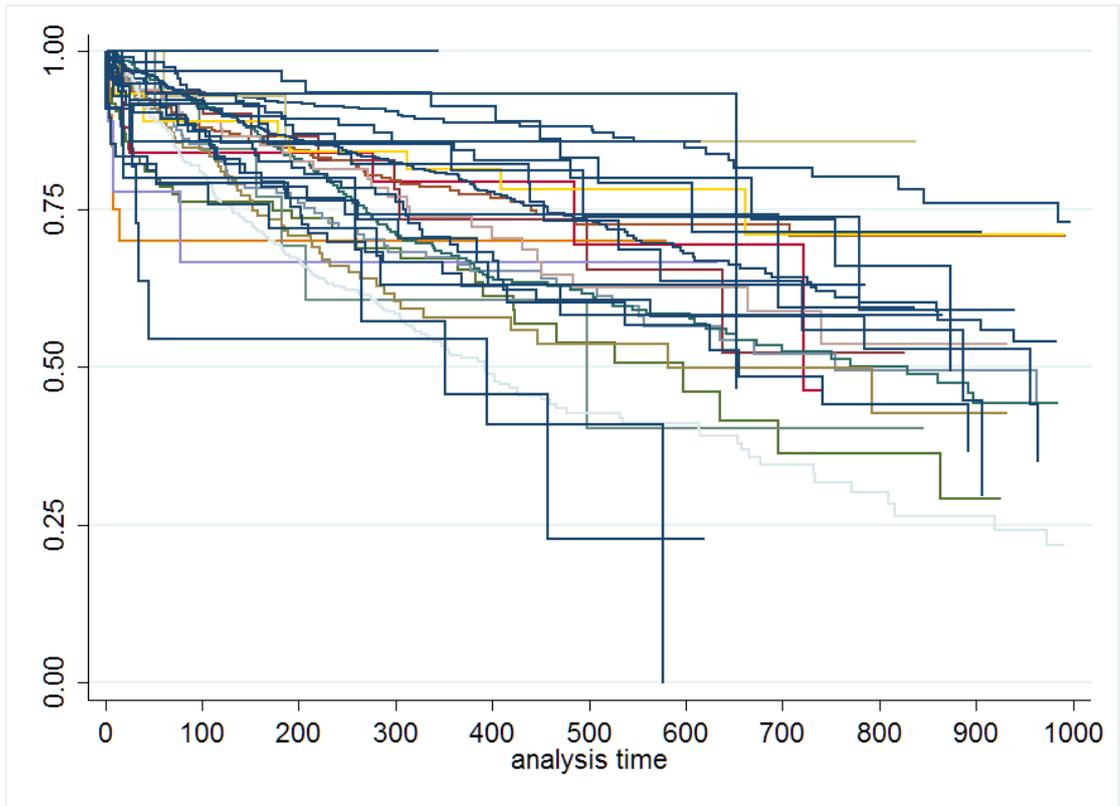
图 22 VIP 保本保息业务和平台寿命的关系



最后，我们分析平台所处省份与平台生存概率之间的关系。运用 KM 方法分析的结果不支持 P2P 问题平台的出现在地域上存在重要特征的假设（图 23）。这一点与之前在数据描述中的发现是完全一致的。

<sup>8</sup>在本研究中，我们不能通过平台的宣告来确定保本保息的承诺是否真的被兑现。但是，我们认为，P2P 网贷平台对身份定位的自我认知与宣示本身就包含了对监管机构和投资人都很重要的信息。

图 23 平台所在省份对于平台寿命的影响



### 久期分析：多因素的共同作用

生存分析的基本特点是二元角度，只能考察两个变量之间的相对关系，无法综合考量所有要素作用在一起的效果。现在我们采用久期分析方法，综合考虑各要素对生存概率和预期寿命的影响。

为保证分析的稳健性，我们采用比例风险模型，分别对平台的风险影响因素和预期寿命影响因素作了分析。其中，对于风险和预期寿命，我们分别采用常见的六种不同分布来估计，由于结论大同小异，为节约篇幅，这里我们分别展示三种分布的估计结果。表 11 的前三列是对风险的估计（比例风险模型），如果则变量的参数值为正，则表示该变量的增加会加剧平台爆发的风险，反之则反之。后三列是对预期寿命的分析（加速失效模型），此时参数值为正意味着变量的增加则预期寿命变长，反之则反之。

表 11 对风险和预期寿命的比例风险模型、加速失效模型的回归分析

	因变量为风险值			因变量为预期寿命		
	Weibull	Gom	Cox	Logn	Logl	Gamma
成立于2013年	0.950*** (-5.13)	1.547*** (-7.18)	1.429*** (-6.38)	-0.867*** (-4.75)	-0.871*** (-5.04)	-0.838*** (-5.11)
成立于2014年	1.582*** (-8.65)	2.323*** (-10.21)	2.296*** (-10.28)	-1.456*** (-8.2)	-1.434*** (-8.45)	-1.394*** (-8.74)
成立于2015年	2.838*** (-14.45)	3.637*** (-14.77)	3.648*** (-15.76)	-2.595*** (-14.29)	-2.575*** (-14.76)	-2.505*** (-15.13)
缺失期限	1.490*** (-8.02)	1.534*** (-8.33)	1.530*** (-7.13)	-1.328*** (-7.71)	-1.201*** (-7.22)	-1.301*** (-7.99)
缺失利率	0.0574 (-0.26)	-0.0171 (-0.08)	-0.00523 (-0.02)	0.127 (-0.66)	0.0166 (-0.09)	-0.0309 (-0.16)
缺失VIP保本保息	0.287* (-2)	0.269 (-1.87)	0.239 (-1.65)	-0.350** (-3.15)	-0.263* (-2.33)	-0.256* (-2.08)
缺失客服电话	1.429*** (-8.85)	1.501*** (-9.26)	1.508*** (-8.76)	-1.460*** (-10.15)	-1.363*** (-9.81)	-1.278*** (-8.9)
单一利率	0.508*** (-3.52)	0.483*** (-3.34)	0.504** (-3.22)	-0.370*** (-3.44)	-0.431*** (-3.79)	-0.440*** (-3.57)
利率包含低于8%	0.842*** (-6.47)	0.854*** (-6.61)	0.864*** (-5.77)	-0.735*** (-6.22)	-0.794*** (-7.05)	-0.745*** (-6.53)
利率包含高于20%	0.908*** (-8.15)	0.926*** (-8.29)	0.909*** (-7.52)	-0.726*** (-7.31)	-0.743*** (-7.66)	-0.783*** (-7.88)
单一期限	0.695*** (-5.27)	0.707*** (-5.4)	0.703*** (-5.03)	-0.612*** (-6.12)	-0.597*** (-5.76)	-0.606*** (-5.34)
期限包含天标	-0.232 (-1.51)	-0.262 (-1.71)	-0.228 (-1.36)	0.168 (-1.43)	0.199 (-1.62)	0.203 (-1.54)
期限包含12月+	-0.445* (-2.1)	-0.448* (-2.12)	-0.454* (-2.1)	0.297* (-1.98)	0.352* (-2.16)	0.375* (-2.08)
注册资本	-0.0667 (-0.9)	-0.0522 (-0.71)	-0.0566 (-0.79)	0.107 (-1.51)	0.0969 (-1.4)	0.0643 (-0.97)
VIP保本保息	0.626*** (-4.75)	0.641*** (-4.86)	0.623*** (-4.62)	-0.515*** (-4.96)	-0.525*** (-5.03)	-0.541*** (-4.75)
客服为400	-0.431** (-3.27)	-0.413** (-3.13)	-0.431** (-3.21)	0.281** (-2.63)	0.314** (-3)	0.365** (-3.19)
第三方保障:	-0.383*** (-3.57)	-0.403*** (-3.76)	-0.395*** (-3.38)	0.259** (-3.02)	0.275** (-3.14)	0.322*** (-3.46)
银行或保险公司	0.188 (-0.52)	0.211 (-0.59)	0.186 (-0.47)	-0.217 (-0.73)	-0.202 (-0.68)	-0.172 (-0.56)
客服为手机	0.0769 (-0.3)	0.0429 (-0.17)	0.0479 (-0.18)	-0.0735 (-0.32)	-0.107 (-0.48)	-0.0734 (-0.33)
支持自动投标	0.0623 (-0.25)	0.0849 (-0.35)	0.0585 (-0.24)	0.0258 (-0.13)	-0.00185 (-0.01)	-0.0425 (-0.2)
支持债权转让	-1.645 (-1.64)	-1.629 (-1.62)	-1.647 (-1.62)	1.044 (-1.89)	1.155 (-1.64)	1.351 (-1.64)
政府背景	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
省份固定效应	-8.788*** (-8.47)	-9.282*** (-9.03)		9.808*** (-6.22)	9.695*** (-7.95)	9.753*** (-7.51)
截距	3406	3406	3406	3406	3406	3406

上述回归分析证实了以下几个主要结论：

第一，越是最近成立的平台，成为问题平台的可能性越大，预期寿命也越短。这一结论十分稳健，在控制了其他关键变量之后依然显著。这主要是从成立年份的虚拟变量中看出来的。我们以 2012 年及以前的平台为基准组，发现成立于 2013 年、2014 年和 2015 年的平台，风险逐年升高、预期寿命逐年变短。这可能跟经济增长不断下行、融资竞争日益激烈甚至诈骗动机有所加强等因素有关。

第二，存在大量信息缺失的平台，风险较大、预期寿命较短。缺失利率、期限、是否有 VIP 保本保息信息和客服电话等，是平台风险的重要指征。目前监管机构没有对 P2P 的信息披露做硬性要求，但健康运营的平台更有动机公布自己的信息增强投资者的信心。

第三，单一利率或者利率处于低于 8%或高于 20%区间的平台，风险更大、预期寿命更短。这一现象十分稳健，无论采用什么分布做回归，都得到同样的结果。

第四，单一期限的平台比多重期限的平台的风险更大、预期寿命更短。有天标的平台有很弱的增大风险的特征，但是这一特征并不显著。而能够提供项目期限长于 12 个月的平台，则风险较小、预期寿命也长。

第五，提供 VIP 保本保息服务的平台的风险更高、预期寿命更短；有 400 电话服务的平台可能因为更有服务客户的诚意而风险更低。

第六，有银行或者保险公司作为保障方式的平台，其风险更低、预期寿命也 longer。有银行这样的第三方作为平台的保障，对于投资人而言是提升信心的重要利好信号。

最后，在控制了平台项目的一些具体特征，如是否缺失信息、利率相关信息、期限相关信息之后，注册资本量是否在在三千万元及以上这一原本十分显著的变量就不再显著。这表明，注册资本高的平台，更愿意披露自己的信息、提供多样化服务，因此在控制了信息披露和具体服务有关的信息之后，规模本身不再重要。

## 主要结论与对监管政策的建议

快速发展的 P2P 平台业务是互联网金融创新的一个重要形式，已经在竞争格局、利率形成、资本配置和投资渠道等方面对中国金融发挥了积极作用。P2P 行业能够快速发展，除了监管环境比较宽松，其实还得益于两个重要因素，第一，在正规系统金融服务供给不足，绝大部分中小企业和个人对金融服务存在强烈需求。第二，互联网技术的发展，无论是建立交易平台还是进行大数据分析，都为解决金融交易中的信息不对称问题提供了新的可能。不过

最近 P2P 平台风险频发，而且越演越烈，引起了各界的高度关注。一旦风险扩散，不但会造成巨大的财务损失，有可能危及 P2P 行业甚至整个互联网金融业的发展。因此，认真理解问题平台的成因并识别其特征，可以为投资者甄别风险、从业者设计平台和决策者构建监管提供有益的参考，从而促进 P2P 行业的健康发展，支持中国经济可持续增长。

本研究利用从公开信息源获得的一个较大样本的数据，应用非参数和参数分析的方法，在识别可能引发问题平台的一些基本特征方面获得了比较稳健的结果。简单地说，平台信息缺失越严重、建立时间越晚、注册资本越少、利率种类越少（其实是交易利率区间约窄）、交易利率越极端化（即小于 8%或者大于 20%）、产品期限越单一、业务种类越单一以及越是承诺 VIP 保本保息服务，平台的生存率越低，发生问题的风险越大，预期寿命也就越短。

需要指出的是，本研究只是识别了与高风险度和低生存期高度相关的一些平台特征，并未真正揭示因果关系，这也许可以作为未来研究的方向之一。不过，被识别的典型特征与问题平台之间的逻辑关系大多也是显而易见的。比如，信息缺失多的平台往往不正规，经营不规范，甚至本来就存在欺诈动机。再比如，一个平台的利率区间窄或者产品期限单一或者业务种类单一，可能表明业务少、实力弱甚至短期行为。至于承诺 VIP 保本保息服务或者提供超高回报率（大于 20%），本来就是违反金融规律的做法，经营者要么实在是没有别的选择，只好冒风险，要么从一开始就没准备兑现承诺，也就是典型的逆向选择问题。

本研究的发现对于理解 P2P 平台的风险具有十分重要的意义。比如，投资者在选择 P2P 平台做投资决策的时候，可以考虑避免那些具有具有高风险典型特征的平台，尽量选择建立时间比较长、信息披露完整、利率水平适中、产品期限多样化、甚至有银行或者保险公司做担保等的平台项目，尽可能地回避那些规模小、时间短、信息披露不完整以及主动提供过高回报承诺的平台。

更重要的是，本文的结论也可以促使我们认真评估刚刚公布的监管框架。第一是对 P2P 平台只能做信息中介的定位。在国外，无论是美国的 Lending Club 还是英国的 Zopa，确实都是按照信息中介来定位的，但问题是绝大部分中国的 P2P 平台都不是单纯的信息中介，这显然与我国目前征信系统不发达、诚信缺失大环境有关。在 P2P 平台上融资的主体与正规的资本市场存在较大差别，投资者也是以个体为主。在这种情况下，指望投融资双方仅仅依靠平台提供的一些信息降低信息不对称的程度、从事金融交易，难度很大。说实话，绝大多数平台很难在给定的 18 个月的期限内成功转型。因此，期限过后监管部门就可能面临一个两难的问题：要么把大部分平台清理掉，要么默许很多平台违法者违规经营，直到司法介入。

第二是对 P2P 业务监管实行不设门槛的备案制。既然监管部门不准备审查 P2P 平台的

资格，我们猜想大部分不符合监管定位的平台将会继续运作。但麻烦的是，近年来问题平台的比例不断攀升，每三个平台就有一个出问题，而且很多问题平台只存活不到三个月，明显不全部是由经营不善引起的，诈骗的嫌疑非常大。无论定位信息中介还是信用中介，平台上所发生的就是金融交易，金融交易需要监管，这似乎没必要争议。当然发现了骗局可以请司法介入，甚至可以将其作为投资者教育的必要过程。问题是 P2P 行业不像资本市场，没有对公司治理、交易条件和信息披露等方面的监管要求，况且 P2P 投资者判断风险的能力也明显更弱。如果会造成损失却不管，在情理上说不过去。

第三是由地方金融办负责的属地管理模式。这个模式与小贷公司的管理模式十分类似，但 P2P 与小贷业务存在较大差别。首先，小贷公司的业务基本不跨区域，而 P2P 业务跨区域却是正常现象，目前一些问题平台派人员赴全国各地法庭应诉，就是一个佐证。第二，小额贷款公司的主要资金来源为股东缴纳的资本金、捐赠资金，以及来自不超过两个银行业金融机构的融入资金。而 P2P 平台的资金大多来自个体投资者，他们判断、自担风险的能力要弱许多。虽然一般认为 P2P 业务规模还比较小，不致造成系统性风险，但互联网平台和个体投资者的介入也许意味着风险的扩散会更快、更广。事实上，一些地方政府的金融办并不具备金融监管的能力。

鉴于本文所发现的不规范 P2P 平台相对普遍而且风险爆发愈演愈烈的事实，我们认为不管最后将 P2P 平台定位为信息中介还是信用中介，适当的进入门槛和基本的监管程序还是必要的，这样起码可以帮助个体投资者过滤掉那些明显缺乏资质甚至动机不良的平台。金融交易需要监管，对那些涉及风险承受力低的主体和风险扩散度高的渠道的交易尤其如此，P2P 恰恰属于这类业务。我们认为可以从如下三个方面考虑改进监管框架，一是由银监会负责制定、协调并实施 P2P 业务的监管政策，责任到机构。现在的管理办法看上去很多部门参与监管，容易造成或者三不管或者重复管的现象。二是设立最低门槛制度，审查平台的经营者、资本金和业务能力等方面的基本资质。同时对也可以对业务集中度包括融资主体、投资分布、项目种类、融资期限和利率分布提出一些要求。对于定位信用中介的平台的要求应该更高一些。三是建立严格的信息披露制度，鼓励对平台公开、公正的评级。对于信息缺失严重、不能及时准确披露的平台，应该限制其业务直至取消从业资格。