

非银金融行业专题报告

监管强化+流动性紧缩 重塑 P2P 行业发展格局

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*非银金融*保险负面因素持续改善 继续看好保险股估值修复》
2018-07-22

《行业周报*非银金融*保费数据持续回暖 证监会拟放开外国人 A 股证券账户开立》
2018-07-09

《行业周报*非银金融*股权质押风险相对可控 保险股短期关注利率趋势》
2018-07-02

《行业周报*非银金融*创新企业从严审核 审慎定价 股权质押遭密集排查》
2018-06-25

《行业周报*非银金融*场外股权质押持续收紧 险资获准进入长租市场》
2018-06-04

证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

赵耀 一般从业资格编号
S1060117090052
010-56800143
ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **我国 P2P 网贷市场发展较为混乱，平台鱼龙混杂且超六成停业或存在问题：**我国 P2P 网贷行业起步于 2007 年，目前以线上+线下模式为主，累计平台数量超过 6000 家，其中目前仅 2000 家左右仍在正常运营，有累计超过 2100 家问题平台及超过 2200 家平台停业，其中民营系 P2P 平台成为重灾区。17 年下半年以来行业整体开始步入下坡，当前来看借款趋向小额，期限不断延长，收益率 10% 左右。虽然整体行业发展较为混乱，但是仍有一些向好的趋势，行业集中度及透明度稳步提升，优质 P2P 平台盈利向好。
- **本轮风险爆发主要是受监管及流动性收紧影响：**行业 6 月以来频频爆雷，7 月单月问题平台 163 家，达到历史峰值，停业及转型 53 家。流动性收紧是本轮风险爆发的导火索，M2 及社融同比持续下降，中小企业及个人融资困难，市场流动性收紧，大量 P2P 平台资金链断裂出现提现困难。此外很重要的原因在于监管的备案要求，当前运营平台中有半数以上尚未备案，备案正式落地以后大量平台或将被市场清出。同时资金池业务、行业担保模式、债权转让的期限错配、政策的不确定性以及市场舆论和投资者挤兑同样使行业风险不断堆积。在行业初步形成的“1+3”监管框架以及备案要求之下，牌照价值将凸显。
- **我国是全球最大的 P2P 市场，但运作模式和英美有所差异：**截止 17 年我国 P2P 市场贷款规模大约 4300 亿美元，而第二三大市场美国和英国总贷款规模也只有 500 亿美元左右，互联网金融的发展、传统金融渠道融资不足、监管真空、投资者缺乏风险意识以及平台风控等诸多原因使得我国作为全球最大的 P2P 市场有其必然性。相比英国纯线上撮合借贷交易模式和美国撮合证券交易模式，我国的线上线下模式又有一定差异，主要体现在违约责任、投资者结构、经营成本等方面，此外英美市场集中度更高、监管及执行更为完善。
- **海外上市 P2P 平台股价表现并不理想，行业风险对 A 股整体影响有限，但需关注个股潜在风险，未来行业发展格局将重塑：**无论是美国的 Lending Club 或是中国在美国上市的 P2P 平台，股价整体表现都并不理想，主要是出于对业绩、风险和行业发展的担忧，目前 A 股有 21 个行业的 69 家上市公司参控股正在运营的 P2P 平台，虽然此轮风险对整个 A 股影响有限，但是也需要关注个股的潜在风险。未来来看平台数量将大幅下降，监管层扶优限劣，优质平台将逐步脱颖而出。
- **投资建议：**我们认为我国 P2P 网贷市场仍然处在风险爆发和市场清理整顿阶段，并且这一时期预计将持续至 19 年备案完全落地。但是行业仍然有其存在的必要性及价值，同时我国 P2P 网贷市场的发展空间也远大于发达国家。我们认为在行业整顿完成以后市场将进入良性的稳健发展阶段，技

术和风控具备优势的优质平台也将享受更高的行业集中度和规模优势,出于对行业当前风险以及政策不确定性的考虑,我们对网贷行业持谨慎态度,需关注参控股 P2P 平台上市公司的潜在风险。

■ 风险提示

1) 监管不确定性风险:当前市场高度关注备案的政策以及期限,前期备案截点已过,行业中大量平台仍未实现备案,而新政策尚未发布,对于后续备案的要求、时间安排以及未能备案平台的退出机制等仍具有不确定性。

2) 市场流动性持续收紧风险:本轮 P2P 平台频繁暴雷的主要导火索为流动性收紧,如果流动性持续收紧,仍会有大量的 P2P 平台出现资金链断裂、提现困难等问题。

3) 平台经营不合规风险:目前行业平台数量众多,即使已经完成备案的平台,仍然有可能在担保模式、运作模式上存在违规行为,隐藏潜在的风险。

4) 投资者挤兑及舆论风险:由于当前平台风险频发,虽然理论上仅提供信息中介服务的 P2P 平台不存在流动性风险,但是行业中普遍存在期限错配或者资金池业务,舆论风险及投资者的挤兑会给平台带来极大风险。

正文目录

一、 P2P 的由来及运作模式	6
1.1 P2P 的运作模式	6
1.2 P2P 的发源	6
二、 我国 P2P 市场发展现状	7
2.1 平台鱼龙混杂且超六成停业或存在问题	8
2.2 银行系平台量少质优，民营系成重灾区	12
2.3 行业仍有可喜之处，集中度提升龙头盈利向好	13
三、 流动性及监管之下 P2P 的风险暴露	14
3.1 流动性收紧是本轮 P2P 爆雷的导火索	14
3.2 行业风险堆积，严监管下风险暴露	15
3.3 行业监管持续加强，初步形成“1+3”监管框架	16
3.4 备案一再延期，牌照价值凸显	19
四、 海外 P2P 行业发展情况	21
4.1 中国是全球最大的 P2P 市场	21
4.2 海外 P2P 市场发展情况	22
4.3 主要市场的运作模式存在明显差异	22
4.4 海外上市 P2P 平台股价表现不理想	25
五、 A 股整体受行业风险影响有限	26
六、 P2P 行业未来发展趋势	29
七、 投资建议	30
八、 风险提示	30

图表目录

图表 1	P2P 运作的核心模式	6
图表 2	格莱珉银行成员数及贷款数持续增长	7
图表 3	格莱珉银行人均贷款额较低	7
图表 4	Zopa 官网	7
图表 5	Zopa 保持较好的增速和较高市占率 (亿英镑)	7
图表 6	P2P 累计正常运作平台和问题平台 (家)	8
图表 7	P2P 新增平台数量情况 (家)	9
图表 8	6 月以来问题平台数量显著增加 (家)	9
图表 9	18 年 7 月平台停业或转型平台数量显著增长 (家)	9
图表 10	15-16 年行业出现大量问题平台	10
图表 11	问题平台类型由跑路转向提现困难	10
图表 12	P2P 成交额自 2017 年下半年开始逐渐萎缩	10
图表 13	网贷指数在 17 年下半年开始呈现下降趋势	10
图表 14	P2P 投资及借款人数情况	10
图表 15	P2P 平均借款期限不断延长	11
图表 16	P2P 人均投资与借款金额 (元)	11
图表 17	P2P 综合参考收益率基本维持在 10% 左右	11
图表 18	P2P 收益率主要集中在 8-12%	11
图表 19	不同类型 P2P 平台贷款余额情况 (亿元)	12
图表 20	不同类型 P2P 平台贷款余额占比情况	12
图表 21	不同类型 P2P 平台数量情况 (家)	12
图表 22	不同类型 P2P 累计问题平台占比情况	12
图表 23	银行系主要的 P2P 平台信息	13
图表 24	17 年末累计贷款余额前十的平台运营信息	13
图表 25	17 年累计贷款余额前十的平台净利润情况	14
图表 26	M2 同比增速明显下降 (%)	14
图表 27	新增委托贷款及信托贷款均持续为负值 (亿元)	14
图表 28	社融规模存量同比不断下降 (%)	14
图表 29	信用利差不断扩大 (%)	14
图表 30	18 年以来行业资金净流入明显下降 (亿元)	15
图表 31	P2P 网贷行业的主要监管文件	17
图表 32	P2P 网贷平台的牌照价值将会凸显	20
图表 33	我国是全球最大的 P2P 市场 (贷款额, 亿美元)	21

图表 34 英美对 P2P 行业监管的情况	22
图表 35 不同国家对网贷行业的定义有所差异	22
图表 36 英国 P2P 模式	23
图表 37 美国 Lending Club 的 P2P 模式	23
图表 38 中国线上+线下的 P2P 模式	24
图表 39 Lending Club 十分注重对成本的控制	25
图表 40 英国 P2PFA 会员累计发放贷款情况（截止 17 年，亿英镑）	25
图表 41 Lending Club 借款资金用途（截止 18Q1）	25
图表 42 Lending Club 股价在 15-16 年中下跌超过 80%	26
图表 43 17 年末开始美股上市的内地 P2P 平台股价整体下跌	26
图表 44 上市公司系 P2P 平台情况（家）	27
图表 45 P2P 上市公司股东行业分类（家）	27
图表 46 A 股上市公司参控股的问题平台或停业平台情况	27
图表 47 A 股上市公司控股的运营中 P2P 平台情况	27
图表 48 A 股上市公司参股的运营中 P2P 平台情况	28

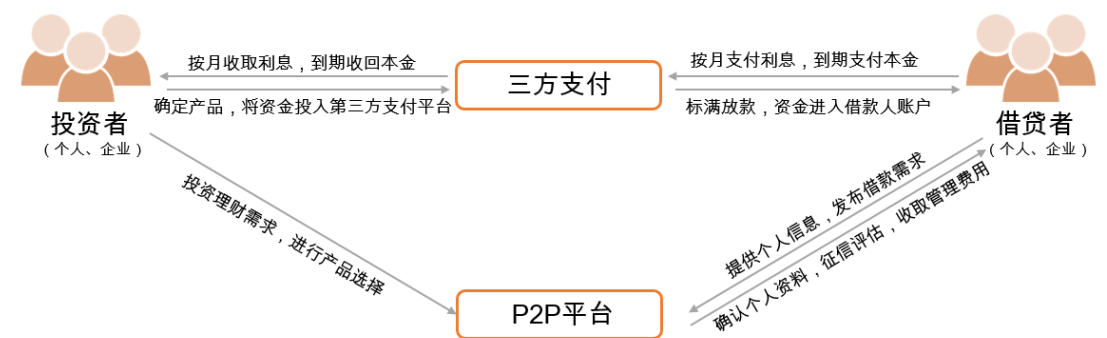
一、P2P 的由来及运作模式

1.1 P2P 的运作模式

P2P 网络借贷是网络借贷的主要形式之一

P2P 即 peer-to-peer lending，意为个人对个人的网上借贷模式，借贷者和投资者通过线上交易市场完成借贷，P2P 平台仅为投资方和借贷方提供信息交互、撮合、资信评估等中介服务。P2P 网络借贷是网络借贷的主要形式之一，此外网络借贷还包括了网络小额贷款，即互联网公司通过其控股的小贷公司，利用互联网向客户提供小额贷款。

图表1 P2P 运作的核心模式



资料来源：平安证券研究所

目前在我国国内最常见的主要是纯线上模式、线上+线下模式以及纯线下模式三种，线上+线下模式由于在线下资金获取方面更具优势以及风控方面更为完善而发展更快。

➤ 纯线上模式

纯线上模式就是传统的民间借贷线上化，典型公司为 2007 年成立的拍拍贷，只定位为信息中介进行线上无担保的信息撮合，投资者及借贷者均在线上获取，同时投资者自行承担坏账逾期风险。由于我国整体的征信体系以及市场环境的特点，2015 年以前此类规模均较小。

➤ 线上+线下模式

即通过线上获取投资者并在线下进行借贷者获取及征信的模式，又可分自身线下模式或者合作线下模式两种，典型公司为成立于 2010 年自身线下模式的人人贷以及成立于 2012 年合作线下模式的有利网。由于纯线上的模式风险需要投资者自行承担，同时征信体系方面的不完善以及部分小微企业融资贷款的需求，网贷类公司开始逐渐在线下设立门店并建立营销团队（直接债权）、与小贷及保理公司合作导入债权（间接债权），线上筹集资金，线下开发贷款端客户、强化信用审核和风险控制。

➤ 纯线下模式

典型的即为宜信，14 年就在全国 133 个城市设立门店、员工数量超过 2.5 万人，但 2012 年宜信也推出了其线上平台宜人贷。

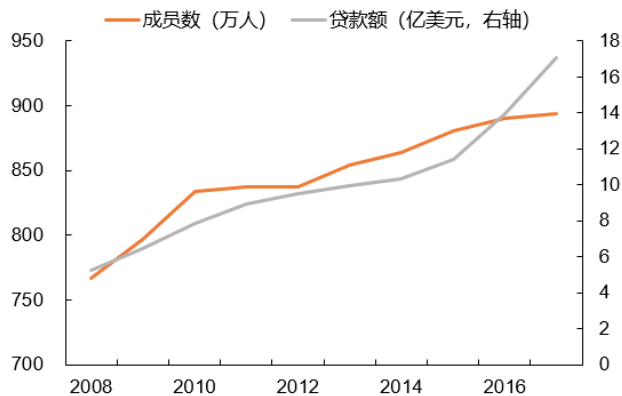
1.2 P2P 的发源

P2P 模式的雏形产生于 80 年代的孟加拉乡村银行

通常 P2P 模式的起源可以追溯到 1983 年尤努斯创立的格莱珉银行（孟加拉乡村银行），初衷是解决贫困问题，通过无抵押的小额信贷等创新类金融业务以达到扶贫并创造利润的双赢效果，并且至今

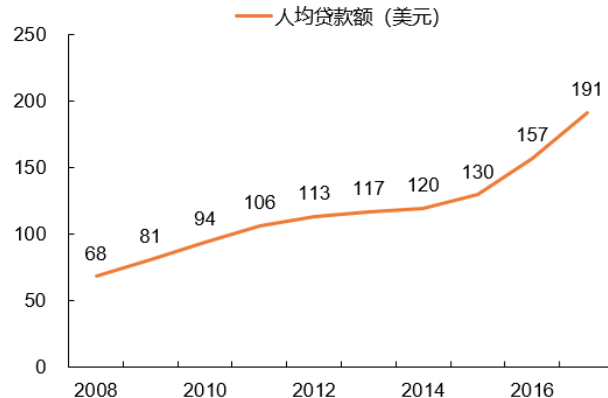
格莱珉银行依然定位于“穷人的银行”，截止 17 年贷款人数已经接近 900 万人，人均贷款额仅为 191 美元。

图表2 格莱珉银行成员数及贷款数持续增长



资料来源: Grameen Bank 官网、平安证券研究所

图表3 格莱珉银行人均贷款额较低

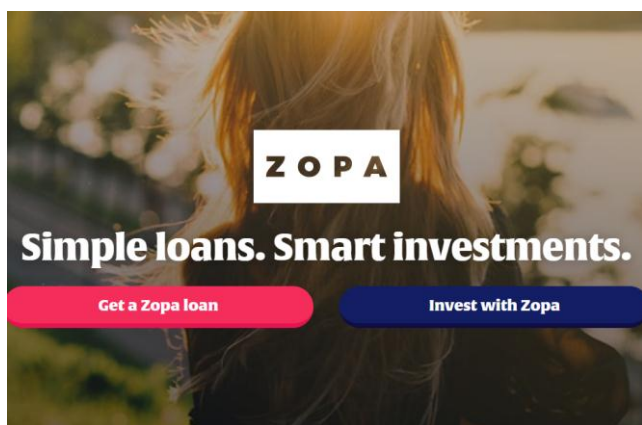


资料来源: Grameen Bank 官网、平安证券研究所

2005 年英国诞生首个真正意义上的网贷平台：Zopa

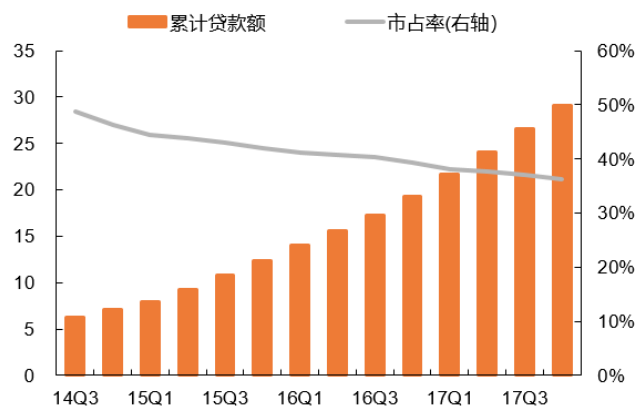
全球首个真正意义上的 P2P 公司 Zopa 在 2005 年于英国成立，也是英国 P2P 金融协会（Peer-to-Peer Finance Association, P2PFA）的创始成员之一。成立十余年时间里 Zopa 在英国累计给超过 31 万借款人借出 34.9 亿英镑。Zopa 完全遵循了信息中介的定位，将寻求低利率的贷款人与高回报的投资者进行匹配，同时通过贷款手续费、贷款服务费以及投资者提前变现的费用三种渠道收取费用，并将借款人分成不同的信用等级，投资者可以根据借款人的信用等级、借款金额和借款期限进行选择。

图表4 Zopa 官网



资料来源: Zopa 官网、平安证券研究所

图表5 Zopa 保持较好的增速和较高市占率（亿英镑）



资料来源: P2PFA、平安证券研究所

二、 我国 P2P 市场发展现状

- **起步阶段（2007-2012）：**我国最早的网络借贷平台出现在 2007 年，拍拍贷、人人贷、红岭创投等平台相继在这一时段出现，以原始信贷模式为主，整体发展速度相对较慢，市场也并不活

跃。后期随着对民间借贷风险的认知，按地域划分的线下模式更为普及，要求对抵押物等进行实地考察。

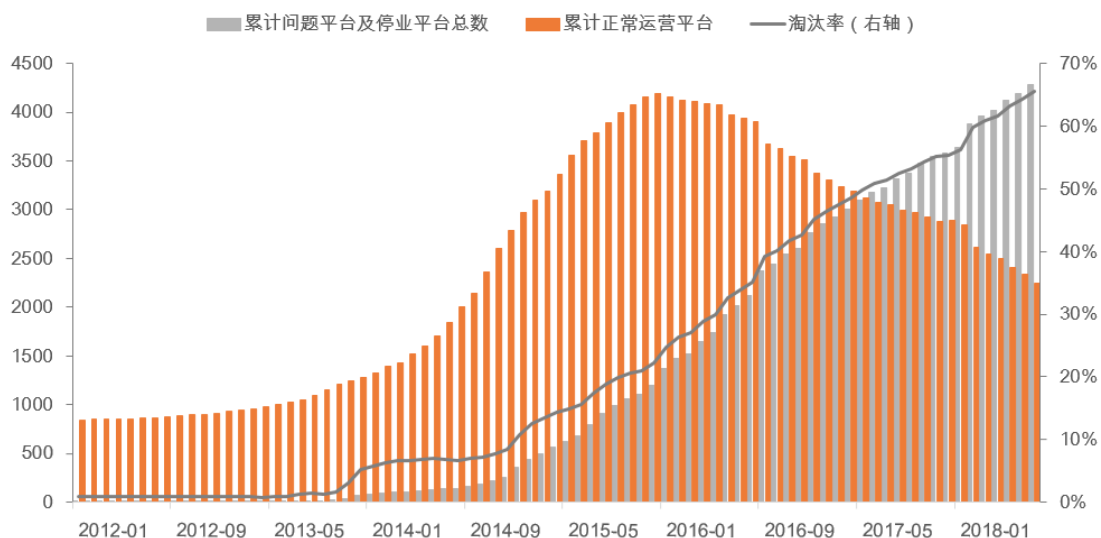
- **快速混乱发展及风险初现阶段（2012年末-2014）**：从2012年末开始P2P网络借贷平台发展明显加速，受到企业及个人贷款需求的增长并无法得到银行满足的影响，新增平台数量持续增长并在14年开始爆发式增长，同时在这一快速发展阶段行业风险也不断累积，13年末行业首次出现集中挤兑，不少平台因无法给付选择跑路。
- **风险爆发（2014年末-2016年）**：行业风险爆发，大量P2P平台跑路或停业，同时新成立的平台开始有明显下降，监管也开始逐步注意到网络借贷领域的风险并逐步推出了一些指导性的监管文件，但实际执行力很有限。
- **行业整顿（2016年下半年至今）**：各地在行业监管制度的基础上出台了配套细则予以落实，行业风险明显有下降趋势，平台数量、交易额等也呈较为明显的回落趋势。

2.1 平台鱼龙混杂且超六成停业或存在问题

累计平台数量超6000家，目前正常运作的仅四成左右

依据第三方平台的统计数据，截止2018年7月行业累计P2P平台数量超过6000家，其中14年末到15年为爆发式增长期，每月新成立的P2P平台有200家左右，而当前仍在正常经营运作的平台仅2200家左右，有累计超过2100家问题平台以及超过2200家平台停业，当前新增平台数量已经十分有限。

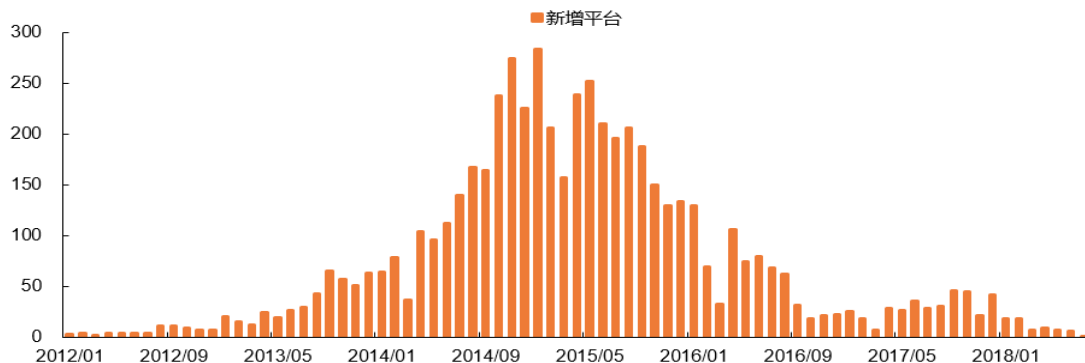
图表6 P2P累计正常运作平台和问题平台（家）



资料来源：网贷之家、网贷天眼、平安证券研究所

注：网贷行业数据来源主要为网贷之家和网贷天眼，两者数据统计存在一定差异，网贷天眼的数据期限更长，而如果两者数据存在明显差异我们选择网贷之家数据。

图表7 P2P 新增平台数量情况（家）

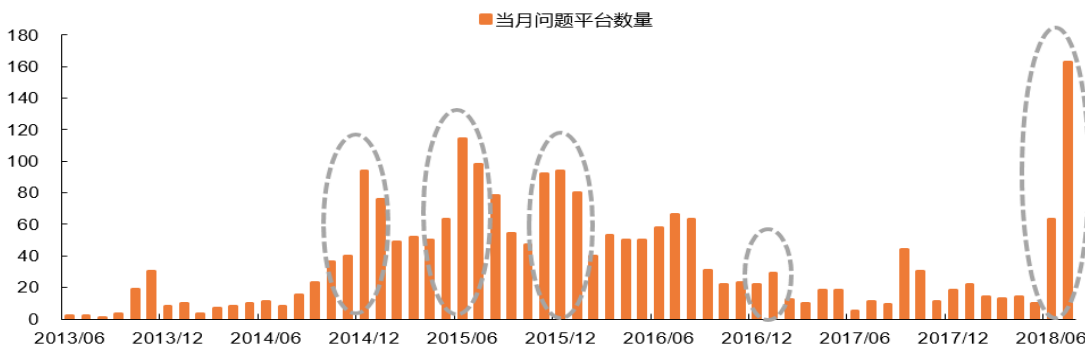


资料来源：网贷之家、网贷天眼、平安证券研究所

问题平台由跑路转向提现困难，同时行业退出者明显增加

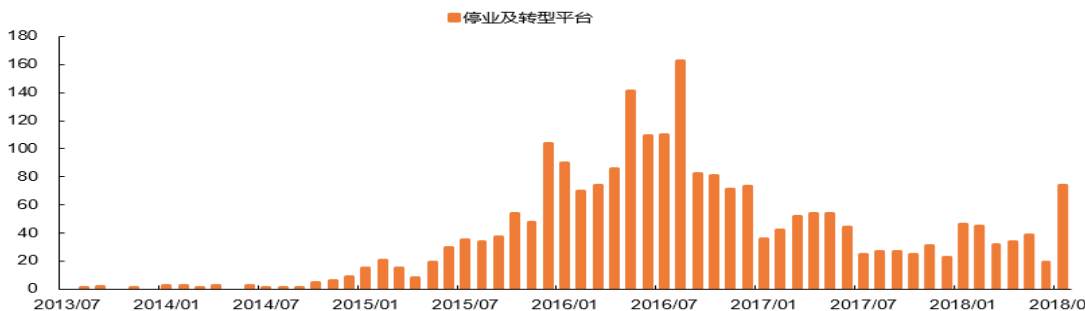
今年7月单月行业问题平台数量163家，达到历史峰值，从问题平台的类型来看，主要为三类：跑路、提现困难和经侦介入。从趋势上来看主要呈现两个特点，一是通常在年中及年末流动性相对紧张的时期问题平台数量会有较为明显的增加，二是17年以后尤其是18年以来跑路平台的数量有明显下降，提现困难成为问题平台的主要类型。同时由于备案问题以及流动性等因素影响，7月以来停业及转型平台数量也出现明显的增加，停业与转型以良性退出为主，行业正常运营平台数量持续下降。

图表8 6月以来问题平台数量显著增加（家）



资料来源：网贷之家、平安证券研究所

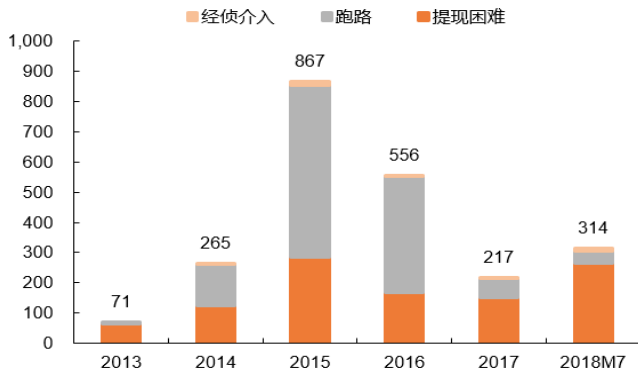
图表9 18年7月平台停业或转型平台数量显著增长（家）



资料来源：网贷之家、平安证券研究所

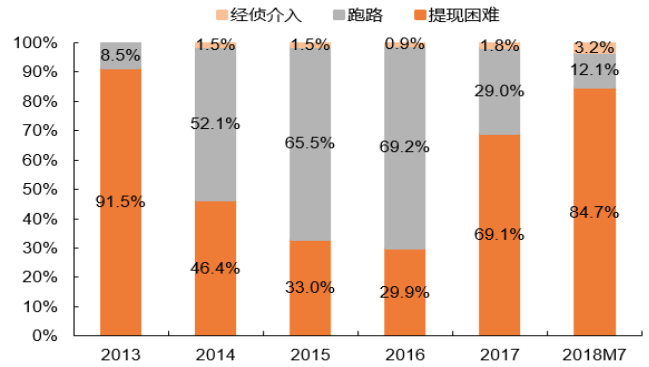
注：基本以停业为主，转型平台数量极少；

图表10 15-16年行业出现大量问题平台



资料来源:网贷之家、平安证券研究所

图表11 问题平台类型由跑路转向提现困难

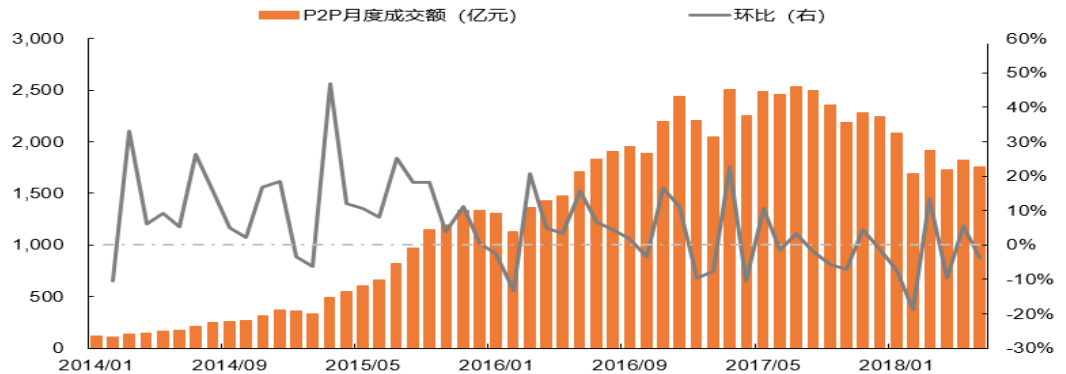


资料来源:网贷之家、平安证券研究所

17年下半年开始网贷市场步入下坡

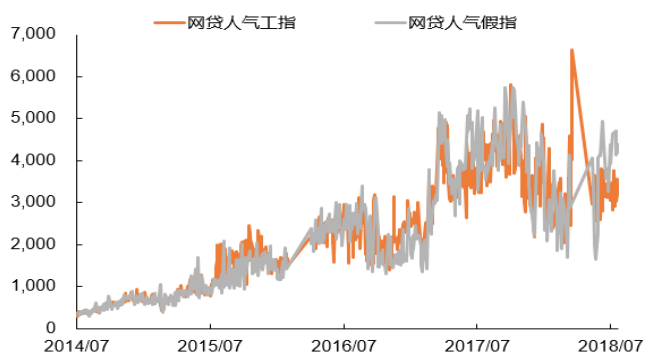
从17年下半年开始,整个网贷市场开始步入下坡,成交额由高点的月均2500亿元逐渐下降至1800亿元,同时网贷人气指数也出现了较为明显的下降。投资者人数在17年11月达到峰值454万人,随后显著下降至400万人左右;而由于消费金融等小额贷款、现金贷的发展,借贷者人数在17年中大幅提升并超过投资人数,同样是在17年11月达到峰值后明显下降。

图表12 P2P成交额自2017年下半年开始逐渐萎缩



资料来源:Wind、网贷之家、平安证券研究所

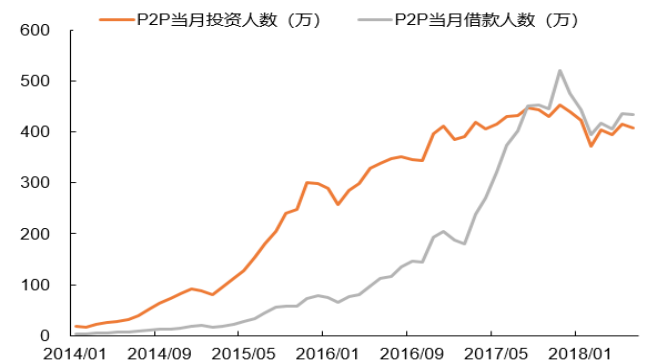
图表13 网贷指数在17年下半年开始呈现下降趋势



资料来源:Wind、深圳市电子商务协会、平安证券研究所

注:工指和假指分别为工作日及双休节假日指数,人气指数按人次及人数综合计算;

图表14 P2P投资及借款人数情况



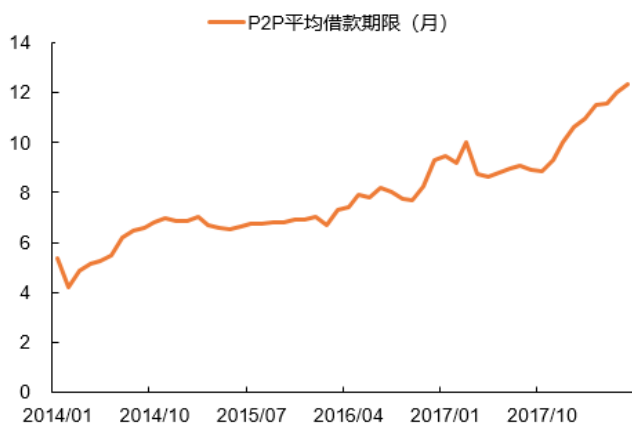
资料来源:Wind、网贷之家、平安证券研究所

借款趋向小额，期限不断延长，收益率 10%左右

我国 P2P 网络贷款的平均贷款期限从 14 年初的 5 个月左右持续延长，17 年末以来趋势更为明显，截止 18 年 6 月平均期限已经超过 12 个月并创新高。从借贷情况来看小额化更为明显，人均投资金额保持在 4-6 万元的水平，但是人均借款金额在 14 年初高达 30 万元以上，随后持续下降至人均 4 万元左右，主要是行业监管办法的出台规定了个人及企业小额贷款额度的上限，同时越来越多的纯线上平台的上线以及门槛不断降低，平台及借贷人数持续增加，而纯线上的征信模式单一，产品端只能落地到金额小、期限短的信用贷款产品，并且往往无法确定现金的真实用途，大量的现金贷、校园贷产品出现。

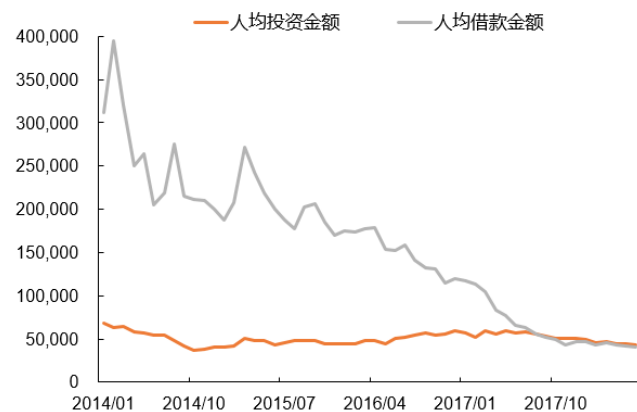
结合 P2P 目前的收益情况，13-14 年由于行业规模相对较小，平均借款期限多为 6 个月以内的短期，同时无风险利率相对高位，整体行业的综合收益率较高，而近年来整体的收益率下降至 10% 左右，逐步符合监管政策要求，并且大平台相对期限较长收益率相对较低，后续来看可能还有一定的下降空间。

图表15 P2P 平均借款期限不断延长



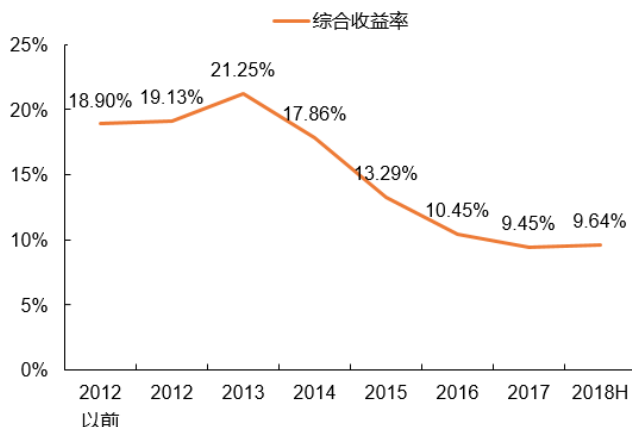
资料来源: Wind、网贷之家、平安证券研究所

图表16 P2P 人均投资与借款金额 (元)



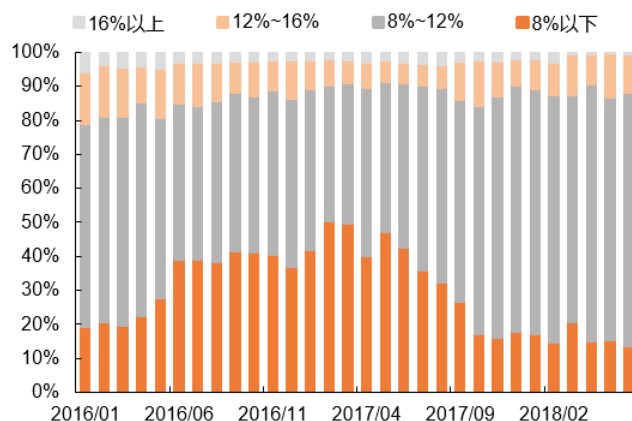
资料来源: Wind、网贷之家、平安证券研究所

图表17 P2P 综合参考收益率基本维持在 10% 左右



资料来源: 网贷之家、平安证券研究所

图表18 P2P 收益率主要集中在 8-12%

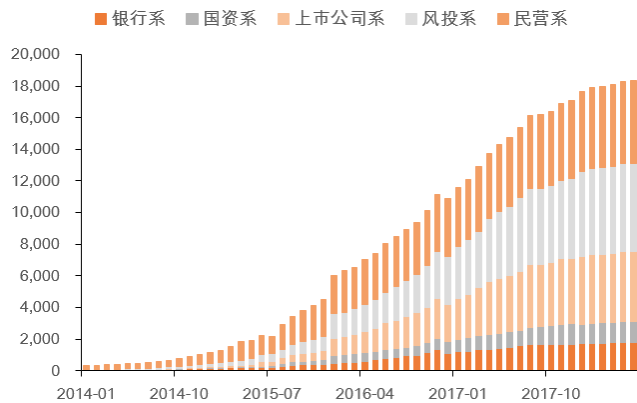


资料来源: 网贷之家、平安证券研究所

2.2 银行系平台量少质优，民营系成重灾区

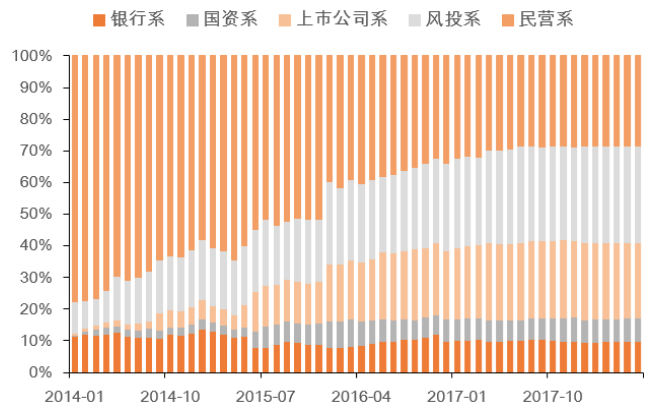
从平台类型来看，大致可以分为银行系、国资系、上市公司系、风投系和民营系，从数量情况来看民营系占据绝对优势，当前运营的 1883 家平台中有 1376 家为民营系，占比为 73%；贷款余额来看由民营系独大逐渐转变为民营系、风投系和上市公司系三足鼎立的局面，14 年初民营系贷款余额占比接近 80%，而到 18 年 6 月民营系、上市公司系及风投系贷款余额占比分别为 28.5%、24.0%和 30.5%。

图表19 不同类型 P2P 平台贷款余额情况 (亿元)



资料来源:网贷之家、平安证券研究所

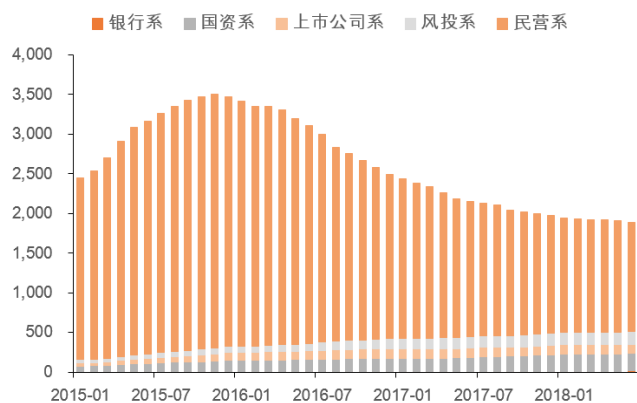
图表20 不同类型 P2P 平台贷款余额占比情况



资料来源:网贷之家、平安证券研究所

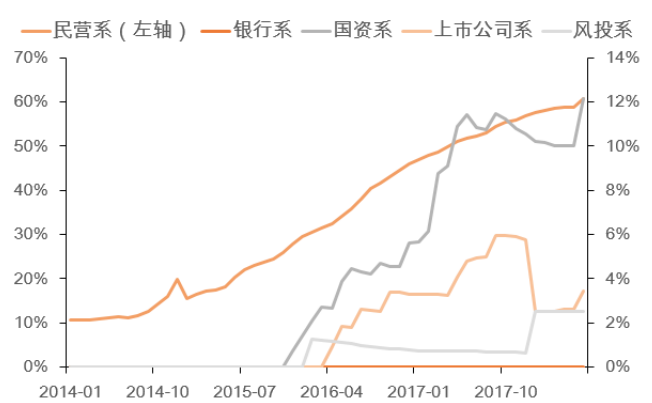
从问题平台的情况来看，民营系成为绝对的重灾区，我们测算：累计问题平台数量/（累计问题平台数量+运营平台数量）来看问题平台占比，民营系问题平台占比为 60.7%，而即使是国资系问题平台占比也有 12.6%，上市公司系及风投系相对较好，问题平台占比分别为 3.5%和 2.5%，而银行系目前尚未出现问题。

图表21 不同类型 P2P 平台数量情况 (家)



资料来源:网贷之家、平安证券研究所

图表22 不同类型 P2P 累计问题平台占比情况



资料来源:网贷之家、平安证券研究所

银行系的 P2P 平台成立时间整体较早，同时数量很少，参考收益率明显低于行业的平均水平，并且更多的是作为银行旗下的互联网投融资平台，因此整体风险可控，至今也尚未出现重大风险事件。

图表23 银行系主要的 P2P 平台信息

平台	银行背景	注册资金	上线时间	收益参考利率
开鑫贷	国开行	1.40 亿元	2012 年 12 月	7.70%
小企业 e 家	招商银行		2013 年 10 月	6%
e 融 e 贷	兰州银行		2014 年 6 月	
有氧金融	包商银行		2014 年 6 月	8%
民生转赚	民生银行	1 亿元	2014 年 12 月	7.50%
小苏帮客	苏州银行		2015 年 7 月	

资料来源：网贷之家、平安证券研究所

2.3 行业仍有可喜之处，集中度提升龙头盈利向好

行业集中度稳步提升

随着行业逐步规范，大量平台良性退出或者因存在问题逐渐被市场和投资者淘汰，行业集中度将会有持续提升。17 年贷款余额前十的平台市占率虽较 16 年的 32% 有一定提升，但是仍仅有 34%，在各金融子行业中明显偏低，未来行业集中度仍将稳步提升。

图表24 17 年末累计贷款余额前十的平台运营信息

平台名	省市	17 年末贷款 余额 (亿元)	2017 年 总成交量 (亿元)	综合收益率 (%)	借款期限 (月)
陆金服	上海	1602.16	约 1344	7.48	25.14
宜人贷	北京	515.82	386.03	11.54	30.59
爱钱进	北京	370.09	673.87	10.77	29.57
拍拍贷	上海	约 310	约 650	—	—
人人贷	北京	302.58	220.63	9.97	35.09
聚宝匯	北京	226.01	242.93	7.71	7.41
你我贷	上海	213.18	343.59	10.83	16.36
红岭创投	广东	199.72	1115.26	8.31	2.12
有利网	北京	185.82	474.89	9.93	22.14
团贷网	广东	177.31	607.93	9.59	5.71
行业整体	-	12245.87	28048.49	9.45	10.02

资料来源：网贷之家、平安证券研究所

透明度持续提升，优质 P2P 平台盈利向好

17 年 6 月由中国互联网金融协会发起的“互联网金融登记披露服务平台”正式上线，各会员单位也陆续接入，17 年末共有 116 家平台接入；此外银监会出台了《网络借贷信息中介机构业务活动信息披露指引》也对信息披露做了具体要求，越来越多 P2P 平台开始在官网上进行信息披露。

此外从平台的盈利性来看，也出现了较为明显的好转。我们依据三方平台的统计数据来看，16 年披露信息的 118 家平台中实现盈利的有 58 家，占比为 49%，净利润超过 1 亿元的仅有 5 家；而到 17 年依据信息披露统计的数据实现盈利的平台为 71 家，而净利润超过 1 亿元的有 13 家。17 年贷款余额规模前十的平台有 8 家已经发布了 17 年财报，其中 6 家净利润实现大幅正增长，1 家同比扭亏为盈，仅 1 家同比负增长。主要是在整个监管不断加强的背景下行业发展趋于稳定，相对优质的平台在获客成本方面将有一定下降，并且规模效应凸显。

图表25 17年累计贷款余额前十的平台净利润情况

平台名	2017年 营收(亿元)	营收同比	2017年 净利润(亿元)	净利润同 比增幅	2016年 营收(亿元)	2016年净 利润(亿元)
陆金服	38.21	429174%	0.06	扭亏为盈	0.01	-0.11
宜人贷	74.47	86%	3.72	45%	39.99	2.57
爱钱进	-	-	-	-	4.33	1.06
拍拍贷	38.96	222%	10.82	115%	12.09	5.02
人人贷	4.71	49%	0.88	123%	3.15	0.40
聚宝匯	-	-	-	-	1.61	0.14
你我贷	15.01	127%	4.03	487%	6.61	0.69
红岭创投	5.50	61%	1.10	267%	2.15	-1.83
有利网	2.87	-10%	0.11	178%	3.19	0.04
团贷网	6.00	62%	0.47	-24%	3.70	0.62

资料来源: 网贷之家、公司官网、平安证券研究所

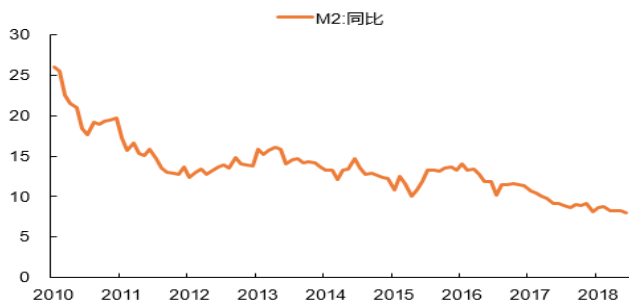
三、流动性及监管之下 P2P 的风险暴露

3.1 流动性收紧是本轮 P2P 爆雷的导火索

市场流动性紧张成为本轮频繁爆雷的导火索

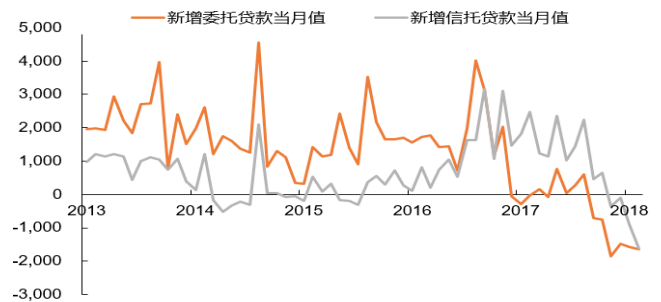
从今年年初以来信用债爆雷事件频发, M2 及社融同比增速持续下降, 新增委托贷款及信托贷款持续负值且不断扩大, 信用利差也在明显扩大, 中小企业融资困难, 市场流动性紧张成为此次 P2P 平台频频爆雷的导火索, 这也是本轮问题平台更多表现为提现困难而非跑路的主要原因。

图表26 M2 同比增速明显下降 (%)



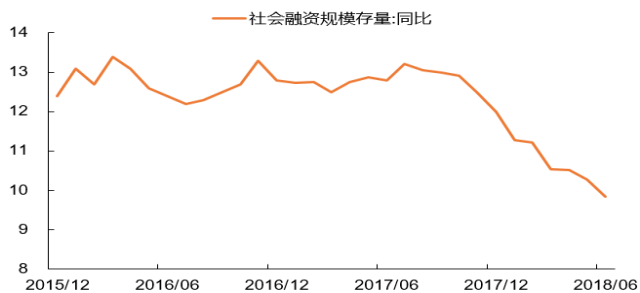
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表27 新增委托贷款及信托贷款均持续为负值 (亿元)



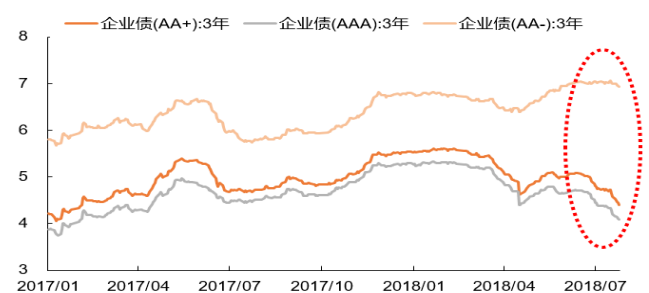
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表28 社融规模存量同比不断下降 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表29 信用利差不断扩大 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

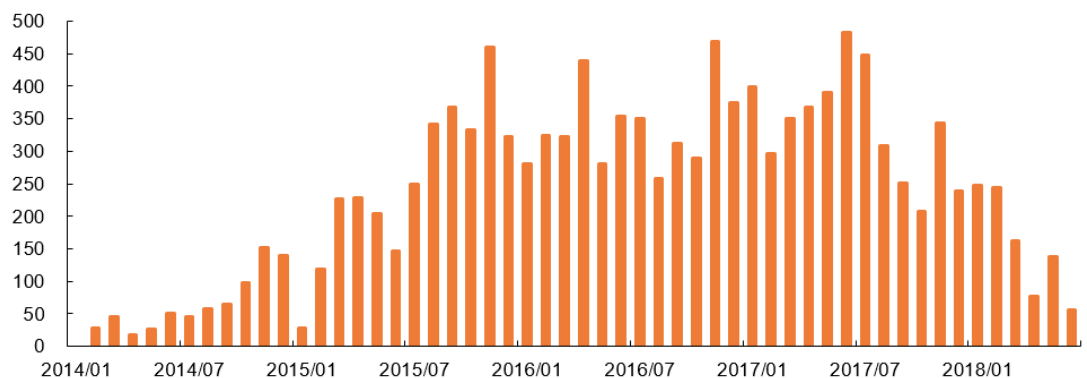
3.2 行业风险堆积，严监管下风险暴露

监管意图及定位已经十分明确，P2P 网贷平台定位仅能作为信息中介，进行交易的撮合，而在实际操作中不少平台的业务已经明显超过了信息中介，带来极大的风险隐患。

平台鱼龙混杂，借新还旧的资金池等违规行为普遍存在

从当前行业情况来看鱼龙混杂，大量平台违规经营。目前正常运营的将近 2000 家平台中只有 40% 左右实现了银行存管，这就意味着绝大部分的平台仍然存在资金池业务并且尚未获得备案，依靠借新还旧的方式延续资金链。但是在流动性收紧的大环境下，容易出现资金链断裂的风险。

图表30 18 年以来行业资金净流入明显下降（亿元）



资料来源：网贷之家、平安证券研究所

普遍开展债权转让业务，存在期限错配风险

在 P2P 平台上普遍存在着大量的债权转让业务，从投资者角度来看就是起投额低、锁定期短的类活期产品，主要为专业放贷人模式（也即债权转让模式，区别于个人投资者之间的债权转让），通过平台的专业放贷人先行放贷给借款人同时获得债权，再将所获债权进行整体规划设计，并通过打包、分割、证券化等方式转让给投资者，这一模式在行业内非常普遍。从 P2P 平台的角度来看该业务能够提升资金撮合效率，但是将面临严重的期限错配风险，即借款人的资金需求往往期限较长，而投资者更多希望短期获利，因此平台往往将借款人的标的进行拆分，并在此期间不断通过融资来兑付上一批投资人的资金，一旦其中有环节出现问题必然会使整个资金链断裂，引发风险。

行业担保模式存在风险

在 2014 年互联网金融迎来分工监管之后，P2P 网贷行业归入银监会监管，监管的原则为去“担保”，因为平台自身担保的模式受到监管层的质疑，此后担保的主要模式可以分为三类：风险准备金担保、担保平台的三方担保、保险公司担保。

- **风险准备金担保：**平台将借款中提取一定比例加上自身部分资金组成风险准备金，当面临较大风险或逾期时，将利用风险准备金现行赔付。但风险准备金涉及到平台自保的问题，同时很多中小平台利用风险准备金概念进行增信宣传，误导投资者。因此从 17 年开始的监管及地方整改文件中也明确了禁止变相承诺保本保息、取消风险准备金，从 17 年下半年开始不少平台也陆续取消了风险准备金担保。
- **三方担保：**在风险准备金取消的情况下，不少平台引入第三方担保，相对于风险准备金模式更安全规范，并且监管层目前认可该模式，但是关联担保等问题也存在。同时担保公司分为融资

性担保和非融资性担保，非融资性担保机构往往实力有限，而融资性担保以自身资本金 10 倍为上限进行担保，对于潜在风险较大的 P2P 平台担保意愿往往有限。

- **保险公司担保：**即保险公司的信用保证保险，担保模式相较于三方担保会更好，但 17 年 7 月原保监会印发《信用保证保险业务监管暂行办法》，重点提及了网贷平台信保业务，列示了保险公司禁止为类资产证券化业务和债权转让行为进行担保，并明确保险公司不得与不符合互联网金融相关规定的网贷平台开展信保业务，并且确定了自留责任余额。

监管整体执行力弱，政策变化不确定性强

监管问题同样也是此轮风险的重要原因。16-17 年行业层面已经形成了顶层的监管制度框架，并且由各地区金融监管机构进行落实，但监管的执行力较弱，过半数仍在运营的平台并没有取得经营执照，而备案登记不断推进之下，如果平台不能在规定日期之前备案，则属于违法经营，因此大量未备案或未能通过备案的平台将可能会良性退出、被收购或者跑路。

市场舆论导向，投资者失去信心发生挤兑

在整个市场舆论风向的引导之下，投资者可能会对行业失去信心，部分经营相对较为稳健的平台同样可能会面临投资者短期内大量挤兑的风险，会给行业带来极大风险。

3.3 行业监管持续加强，初步形成“1+3”监管框架

2014 年及以前网贷行业监管处于真空期，监管层对互联网金融整体呈支持态度

对于网贷行业的监管，2014 年以前基本处于真空状态，监管层对互联网金融整体表现支持态度。但 14 年开始监管层逐渐强调 P2P 平台的红线，主要包括中介性质、不得提供自身担保、不得搞资金池业务及非法集资，并在 15 年确定了网贷行业的监管机构为银监会，同时明确了 P2P 网络借贷属民间借贷，受相关法律及司法解释规范，而网络小额贷款应遵循小额贷款公司监管规定，但整体看来并未发布具体网络借贷相关的监管细则。

15 年末开始，互联网金融获得更高层面重视的同时开始加强监管

15 年 11 月的十三五规划中明确提及了规范发展互联网金融业务，叠加 15 年全年有超过 500 家 P2P 平台跑路、接近 300 家平台提现困难以及各类校园贷、现金贷的逐渐出现，16 年对 P2P 网络借贷领域的风险监管得到重视，8 月银监会联合工信部、公安部等联合发布的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》成为了对网贷行业的首个监管办法细则，10 月互金协会也发布了行业自律性文件《互联网金融信息披露个体网络借贷》标准和《中国互联网金融协会信息披露自律管理规范》。

此后银监会牵头陆续发布了《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》、《网络借贷资金存管业务指引》等，各地遵照出台了相关文件，主要对网贷平台的合规备案以及商业银行的存管模式进行了明确。

17 年开始各地陆续对 P2P 网贷行业出台具体细则并加大整治清理力度，同时行业层面初步形成了较为完善的“1+3”的监管制度框架

17 年开始各地在银监会发布的各类监管指引的基础之上，陆续出台了本地的具体监管及清理整顿细则，加强了备案登记管理，开展“现金贷”清理整治工作。而整个行业层面从 16 年到 17 年中建立起了“1+3”（一个办法三个指引）的制度框架设计，即《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》、《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》、《网络借贷资金存管业务指引》和《网络借贷信息中介机构业务活动信息披露指引》，初步形成了较为完善的制度政策体系。

18 年中以后，各地陆续出台 P2P 平台流动性风险提示及退出工作指引

18 年中期以来由于持续加强的监管以及流动性收紧等影响，出现了大量 P2P 平台提现困难甚至跑路的事件，各地的互金会也陆续开始发布相关机构的退出指引，建立统一的退出机制和方案，保障投资者的利益，加强规范管理。

图表31 P2P 网贷行业的主要监管文件

时间	监管文件	机构	主要内容	影响
2014.4.21	《关于办理非法集资刑事案件适用法律若干问题的意见》	银监会	指出 P2P 平台业务的四条红线：一是要明确 P2P 平台的中介性质；二是要明确平台本身不得提供担保；三是不得将归集资金搞资金池；四是不得非法吸收公众资金	监管层首次对网贷行业发声，针对网贷行业的乱象提出了四点明确的红线，但是并没有配套具体措施文件，当时监管层对互联网金融行业整体支持态度。
2015.7.18	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	中国人民银行等十部委联合发布	按照“依法监管、适度监管、分类监管、协同监管、创新监管”的原则，确立了互联网金融主要业态的监管职责分工，落实了监管责任，明确了业务边界。明确了个体网络借贷平台上发生的直接借贷行为受合同法、民法通则等法律法规以及最高人民法院相关司法解释规范， 个体网络借贷机构要明确信息中介性质，不得提供增信服务，不得非法集资；网络小额贷款应遵守小额贷款公司监管规定，且网络借贷业务由银监会负责监管。	互联网金融监管的“基本法” ，在鼓励创新的同时对包括 P2P 网贷在内的互联网金融进行原则上的规定，并明确监管机构和使用的有关规定。
2015.8.6	《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》	最高法院	民间借贷利率在 24% 以下受法律保护，24%~36% 为双方自愿协商区域，高于 36% 可向法院申诉追回	对民间借贷做出了明确的司法层面的规定，P2P 网贷作为民间借贷同样适用。
2015.11.4	《关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	国务院	首次提到“坚持创新发展，着力提高发展质量和效益，规范发展互联网金融”。	互联网金融首次纳入国家五年规划，在获得更高层面重视的同时强调规范发展。
2016.2.4	《关于进一步做好防范和处置非法集资工作的意见》	国务院	国务院要求地区及相关部门坚决依法惩处非法集资违法犯罪活动，密切关注投资理财、非融资性担保、 P2P 网络借贷等新的高发重点领域 ，加快民间融资和金融新业态法规制度建设， 尽快出台 P2P 网络借贷等监管规则 ，促进互联网金融规范发展。	强调关注网络借贷尤其是 P2P 领域的高发风险，敦促监管细则的出台。
2016.4.28	《关于加强校园不良网络借贷风险防范和教育引导工作的通知》	教育部办公厅、中国银监会办公厅联合发布	加大不良网络借贷监管力度 ，地方金融办（局）要对网络借贷信息中介机构开展虚假片面宣传或促销活动、误导出借人或借款人的行为进行密切跟踪，针对网络借贷信息中介机构向不具备还款能力的大学生群体开展营销宣传活动、对借款人资格审查失职失当等行为加强监管和风险提示，建立校园不良网络借贷日常监测机制。	针对 P2P 网络借贷平台不断向高校拓展业务，部分不良网络借贷平台采取虚假宣传的方式和降低贷款门槛、隐瞒实际资费标准等手段，诱导学生过度消费的情况进行大力监管，限制不良网贷平台在高校的扩张。
2016.8.24	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》	银监会联合工信部、公安部和互联网信息办公室联合发布	以负面清单形式划定了网络借贷信息中介机构业务边界 ，明确提出不得吸收公众存款、不得归集资金设立资金池、不得自身为出借人提供任何形式的担保、不得代销各类金融产品等内容， 要求对客户资金实行第三方存管，规定网贷具体金额应以小额为主 ，意在打打着网贷旗号从事非法集资等违法违规行为，坚	正式发布的网贷监管办法细则，规范网络借贷信息中介机构业务活动，保护出借人、借款人、网络借贷信息中介机构及相关当事人合法权益，促进网络借贷行业健康发展。

			决实施市场退出，此外本办法专门列述了备案管理、信息披露等相关内容。	
2016.10.13	《互联网金融专项整治工作实施方案》	国务院	P2P 网络借贷平台应守住法律底线和政策红线，落实信息中介性质， 未经批准不得从事资产管理、债权或股权转让、高风险证券市场配资等金融业务 ，严格落实客户资金第三方存管要求。	P2P 网络借贷列为重点整治问题 ，再次强调相关法律和政策，鼓励和保护真正有价值的互联网金融创新，整治违法违规行为，切实防范风险，建立监管长效机制，促进互联网金融规范有序发展
2016.10.28	《互联网金融信息披露个体网络借贷》标准和《中国互联网金融协会信息披露自律管理规范》	中国互联网金融协会	《互联网金融信息披露个体网络借贷》标准；定义并规范了 96 项披露指标，其中强制性披露指标逾 65 个、鼓励性披露指标逾 31 项。涉及从业机构信息、平台运营信息与项目信息等三方面， 资金存管、逾期率、财务报表等指标均被列入强制披露指标 。	增强了社会对平台的监督职能，有利于强化平台的合规发展意识。 但是本文件为行业自律性文件，协会会员按照要求进行信息披露 ，同时鼓励非会员机构主动开展信息披露，申请入会需遵循规范内容并开展信息披露三个月以上。
2016.10.28	《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》	银监会联合工信部、工商局联合发布	为新注册及已经设立并开展经营的网贷平台备案登记给予指引，并明确由地方金融监管部门依申请对辖内网络借贷信息中介机构的基本信息进行登记、公示并建立相关机构档案，备案登记不构成对机构经营能力、合规程度、资信状况的认可和评价，但备案成资金存管及增值电信业务许可（ICP 证）前提。	为网贷平台的合规建设厘清了路径。
2017.2.4	《网络借贷信息中介机构备案登记管理暂行办法》	厦门市金融办公室	整体与银监会指引相一致，同时要求网贷机构将合同业务数据和资金流数据实时上传并进行匹配比对，得出监管企业的综合分值，并根据企业的分值进行分级处理，加强对网贷机构的监测预警和风险提示。	《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》以来全国首个地方网贷备案登记监管办法面世，此后各地也出台相关的具体细则；11 月厦门金融办公示 5 家拟备案网贷平台名单；
2017.2.23	《网络借贷资金存管业务指引》	银监会	明确了由商业银行独立开展资金存管的业务模式，同时也明确了业银行作为存管人开展网贷资金存管业务，并不视为对网贷交易行为提供的保证或担保， 存管人不承担借贷违约责任 。	意味着，此前不少平台采用“银行+第三方支付”联合存管模式未能得到监管的认可。
2017.3.22	《网络借贷信息中介机构事实认定及整改要求》	北京监管部门	不得任何形式的自我增信、不得证券化及打包债权、不能销售理财产品；不得设立风险保证金、准备金、备付金等提供担保，或者以此进行宣传、明令禁止 P2P 对接金交所、小贷公司、保理公司和典当行等的资产。	在前期银监会牵头的各类规范文件上出台相关细则， 整体看北京地区的执行标准更为严格 。
2017.8.24	《网络借贷信息中介机构业务活动信息披露指引》	银监会	明确了网络借贷信息中介业务活动中应当披露的具体事项、披露时间、披露频次及披露对象等，并且给予 6 个月整改期。	P2P 网贷行业银行存管、备案、信息披露三大主要合规政策悉数落地。网贷行业“1+3”（一个办法三个指引）制度框架基本搭建完成，确立了网贷行业监管体制及业务规则，明确了网贷行业发展方向，为网贷行业的规范发展和持续审慎监管提供了制度依据
2017.12.1	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	互联网金融风险专项整治、	明确统筹监管，开展对网络小额贷款清理整顿工作。	

		P2P 网贷风险专项整治工作领导小组办公室		
2017.12.8	《小额贷款公司网络小额贷款业务风险专项整治实施方案》	银监会 P2P 网络借贷风险专项整治工作领导小组办公室	重点排查和整治网络小贷公司的十一个领域，涉及小贷审批管理、经营资质、股权管理、融资端及资产端等全方位	对网络小贷业务进行整顿 ，要求重新审查网络小额贷款经营资质，规范网络小额贷款经营行为，严厉打击和取缔非法经营网络小额贷款的机构，在 2018 年 1 月底前完成摸底排查。
2017.12.13	《关于做好 P2P 网络借贷风险专项整治整改验收工作的通知》(57 号文)	P2P 网贷风险专项整治工作领导小组办公室	对下一步的整改验收阶段做出了具体、详细的部署， 要求各地在 2018 年 4 月底之前完成辖内主要 P2P 机构的备案登记工作、6 月底之前全部完成 ；并对债权转让、风险备付金、资金存管等关键性问题作出进一步的解释说明。	
2018.7.13	《关于积极稳妥应对当前 P2P 行业流动性风险及做好退出工作的通知》	深圳互联网金融协会	要求不符合政策要求的 P2P 平台和会员企业，在强监管政策之下拟主动清盘转型或退出的 P2P 平台，应建立退出领导小组，退出中定期向监管部门报送业务数据、退出计划执行情况和资金清退进度，并及时安抚投资人情绪。	
2018.7.20	《北京市网络借贷信息中介机构业务退出指引(草案)》	北京互联网金融行业协会	分为 7 章共 30 条，适用于网贷机构主动终止网贷业务、退出网贷行业，包括业务转型、依法解散、依法破产等。	建立统一的退出机制，防止不理性出借人的恶性行为带来的社会不稳定因素，能保障出借人利益，对资产处理、重组变卖更加规范化。

资料来源：政策文件，平安证券研究所

注：本表只包含主要的行业监管文件以及具有一定代表性的地方监管文件；

3.4 备案一再延期，牌照价值凸显

P2P 平台需要坚持持牌经营

在我国对于金融机构而言，如果存在风险外溢则一定需要持牌经营，并接受审慎监管。对于 P2P 平台的备案在 16 年 10 月的《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》中已经列示，明确由地方金融监管部门依申请对辖内网络借贷信息中介机构的基本信息进行登记、公示并建立相关机构档案，同时强调备案登记不构成对机构经营能力、合规程度、资信状况的认可和评价。

平台备案一再延期，预计将持续至 2019 年

在 16 年 10 月的《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》之下，部分地区出台配套政策要求区域内相关平台在 17 年 6 月之前进行备案，但实际执行力度并不理想。17 年 12 月《关于做好 P2P 网络借贷风险专项整治整改验收工作的通知》提出五大原则：

- 验收合格的 P2P 平台，予以备案登记，确保其正常经营；
- 积极配合整改验收工作但最终没有通过的平台，可据具体情况，或引导其逐步清退业务、退出市场，或整合相关部门及资源，采取市场化方式，进行并购重组；
- 对于严重不配合整改验收工作，违法违规行为严重甚至已有经侦介入或已失联的平台，应由相关部门予以取缔；

- 对于逃避整改验收，暂停自身业务或不处于正常经营状态的机构，需予以高度重视，此类机构恢复经营后也需酌情予以备案；
- 对于行业中业务余额较大、影响较大、跨区域经营的机构，由机构注册地整治办建立联合核查机制，向机构业务发生地征求相关意见。

同时对 2016 年 8 月 24 日之后新设立的网贷机构原则上不予备案登记，时间点上要求 2018 年 4 月底之前完成辖内主要网贷机构的备案登记工作；对于违规存量业务较多，难以及时完成处置的部分网贷机构，应当于 2018 年 5 月底之前完成相应业务的处置、剥离以及备案登记工作；对于难度极大、情况极其复杂的个别机构，最迟应当于 2018 年 6 月末之前完成相关工作。

但是从实际情况来看，到目前为止备案问题将持续延期，并且预计可能将会延期至 2019 年 6 月，主要一方面是当前市场主体仍有 2000 家左右，同时整个市场环境面临极大风险，一旦备案完全落地，大量未获备案的平台可能将被迫退出，给行业造成极大冲击；另一方面还需要对银行存管、信息披露、存量业务处置、两证等多方面进行核实，工作量同样很大。

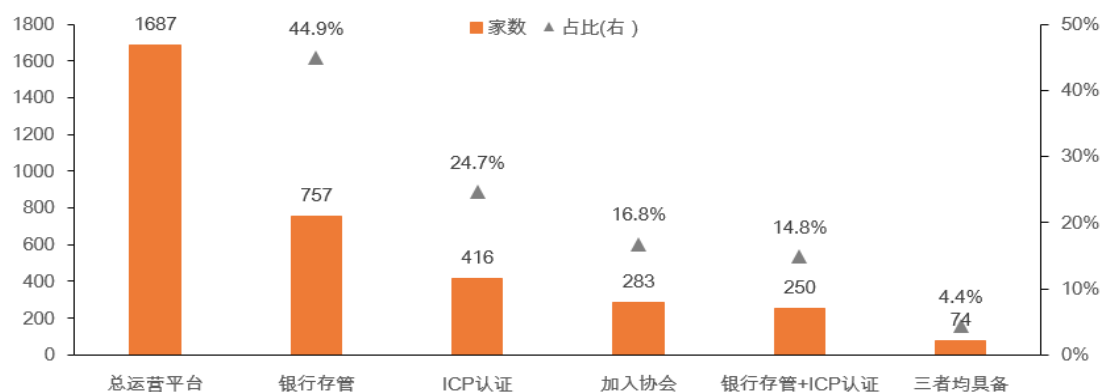
风险之下牌照价值将会相对凸显

从目前 P2P 网贷平台的主要监管的模式上来看，银行存管、ICP 证及加入协会等条件将会成为未来投资者优先考虑的要素。

- **银行存管：**银行的三方存管能够使得投资人资金和平台自有资金分开，杜绝了资金池风险，平台跑路的风险基本降为零，同时存管银行定期会出具存管报告，交易量、待还余额、投资人数、不良率等指标更为公开，并且银行存管也是备案的前提，但是银行并不承担违约责任。
- **ICP 证：**ICP 经营许可证是经营性网站办理的增值电信业务经营许可证，相对而言认可度更高，也是企业网站合法经营的基础。
- **加入协会：**加入互联网金融协会前需要各种审核，互金会制定的各类规则 and 标准会员需要遵照执行，具有相对的经营规范性。

但是无论是上述哪一类条件，均不能作为平台的背书，仍然有出现跑路或者提现困难等潜在风险存在。同时从第三方数据来看当前在统计的 1687 家运营平台中，银行存管的平台占比仅 44.9%，而 ICP 持牌运营的平台数占比仅 24.7%，同时满足三项条件的占比仅为 4.4%，行业备案及监管仍然有很长的路要走。

图表32 P2P 网贷平台的牌照价值将会凸显



资料来源：网贷之家、平安证券研究所

注：加入协会包含各区域的互金会

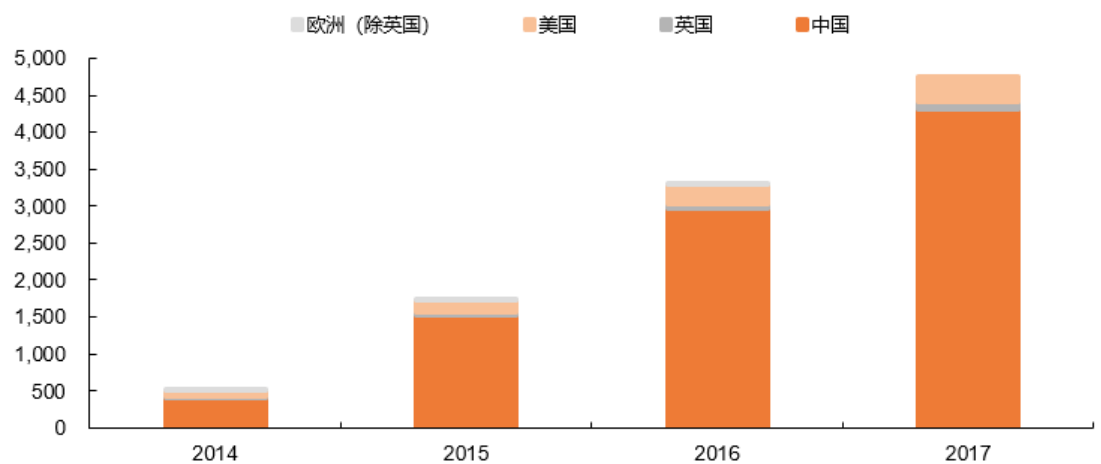
四、海外 P2P 行业发展情况

4.1 中国是全球最大的 P2P 市场

中国是全球最大的 P2P 市场，市场份额占据绝对优势

从全球 P2P 行业发展的情况来看,中国虽然起步略晚于发达国家,但是 P2P 行业规模发展十分迅速,目前已经是全球最大的 P2P 市场,贷款规模远远超过其他主要国家,17 年我国 P2P 市场贷款总规模大约为 4300 亿美元,英美两国总贷款规模不过 445 亿美元左右,其中美国为全球第二大 P2P 市场,其次为英国,此外印度、德国等发展也相对稍好。

图表33 我国是全球最大的 P2P 市场（贷款额，亿美元）



资料来源：P2PFA、KPMG、TWINO、平安证券研究所

注：美国数据仅为 Lending Club，欧洲（除英国）2017 年数据暂缺失；

中国发展成为全球最大 P2P 市场有其合理性

- **互联网金融在我国发展迅速以及中产阶层和年轻群体扩大：**互联网金融在我国的快速普及发展成为 P2P 市场发展的重要前提,而中产阶级以及对互联网更为熟悉的年轻群体成为了 P2P 的主要投资者,大量投资者也是通过互联网移动端进行资金的投资与借贷。
- **信贷紧缩的大环境下传统金融渠道不能满足贷款需求：**我国人均信用卡数量仅为 0.36 张(17Q3 数据),而美国人均 3 张左右,同时 13 年银行全面收紧贷款的审批发放,在当时信贷紧缩的大环境下,个人及中小企业的借款和融资需求难以得到传统金融机构的满足,大约有 4 亿群体被排除在银行体系之外,这成为 P2P 平台爆发式增长的主要原因。
- **投资者缺乏风险意识及更为有效的投资渠道,同时平台为了吸纳更多资金忽略风险提示：**由于 P2P 对于投资人来说本来就是高风险的投资渠道,但大量缺乏风险意识、被片面的高收益吸引、习惯刚兑的投资人并不能意识到这些,同时国内整体投资渠道相对有限,很多平台在操作及风险意识方面并不合规,忽略对投资者风险提示。
- **我国 P2P 爆发式增长期间监管相对处于真空状态：**从监管角度来看,16 年下半年监管层才陆续出台相关的监管办法,17 年以后各地才陆续出台配套的执行细则。监管的缺乏使得行业门槛较低但是可以吸收大量资金,利益驱使之下大量不合规者进入。
- **英美 P2P 平台注重控制风险,前期对借款者筛选非常严格：**由于英美的征信体系更为完善,且平台注重风险控制,前期对借款者筛选非常严格,通过征信数据以及平台自身模型确定借贷者的风险等级,造成整体放贷规模明显较小。

4.2 海外 P2P 市场发展情况

海外 P2P 市场高度集中化

美国最主要的 P2P 平台为 Lending Club 和 Prosper，以个人贷款为主，两者合计占有美国超过 90% 的市场份额，其中仅 Lending Club 一家市占率就超过 70%；英国 17 年末有 129 家 P2P 平台，其中 P2PFA 中的 8 家会员基本占据了市场上 90% 以上的份额。而我国即使 17 年行业集中度已经有持续提升，贷款余额前 10 的 P2P 平台市占率也仅 34%，主要原因在于：首先进入行业门槛低、大量平台鱼龙混杂，同时由于投资人缺乏对行业的有效认知以及普遍的线上+线下模式的存在，投资者更愿意选择在本地设有销售网络的机构，公司也利用销售机构扩展当地借款人，而美国及英国则基本为纯线上模式。

海外国家的市场监管及执行更为完善

英美的监管相较国内仍然相对完善，目前国内的监管主要是针对网贷平台，而对于投资者和借贷者的相关监管文件仍然缺乏。英国 2011 年在法律缺乏的情况下由三家大型平台成立了行业自律协会：网贷行业协会（P2PFA），并规定了会员准则和运营规则等，以规范行业发展。此后在 2013 年发布网贷行业相关监管意见的征求意见稿并于 14 年正式发布，并明确在 16 年开始实施，英国政府也要求各平台要同时符合法律以及行业自律的标准。

美国监管更注重平衡监管效用与效率，2008 年就要求 P2P 公司将发标作为证券进行登记，并对出借人与借款人进行一致的权益保护。

图表34 英美对 P2P 行业监管的情况

国家	监管机构	监管概况
英国	英国金融监督局（FCA）、行业自律组织 P2PFA 等	对出借人、借款人及平台提出了不同的监管要求，同时法律以客户资金保护、信息披露与报告、信用风险管理、投诉与解决争议和破产安排为关键。如平台需取得 FCA 授权；客户资金需要三方银行存管；平台停止运营以后合同仍有效并需要得到有效管理；
美国	美国证券交易委员会（SEC）、消费者金融保护局（CFPB）、联邦贸易委员会（FTC）、州证券监管部门等大量的监管机构	P2P 公司需要在 SEC 注册成为证券经纪商，并在州证券监管部门登记以获准发放收益凭证；平台采取破产隔离机制以保护出借人。

资料来源：罗兰贝格、平安证券研究所

4.3 主要市场的运作模式存在明显差异

各国的 P2P 模式存在一定差异

全球来看 P2P 的主要市场如中国、美国和英国，由于各国经济及行业发展水平、监管环境等的差异，对于 P2P 的运作模式也在发展中逐渐产生分化。

图表35 不同国家对网贷行业的定义有所差异

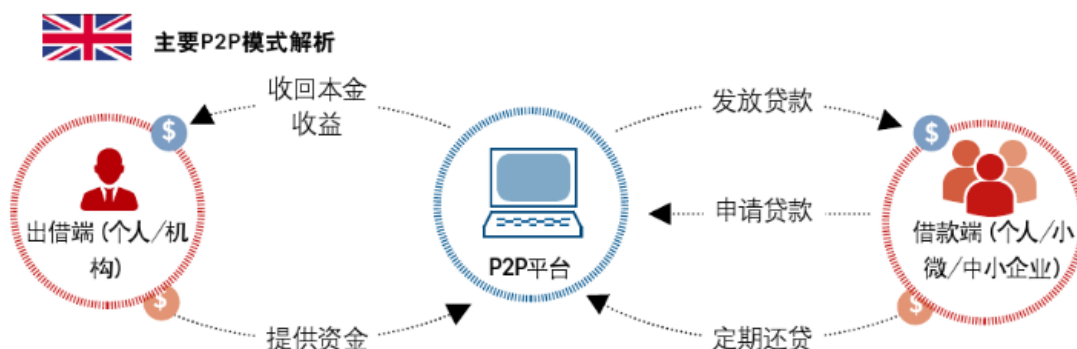
国家	网贷定义
中国	个体和个体之间通过互联网平台实现的直接借贷，网络借贷信息中介机构是指依法设立，专门从事网络借贷信息中介业务活动的金融信息中介公司。该类机构以互联网为主要渠道，为借款人与出借人（即贷款人）实现直接借贷提供信息搜集、信息公布、资信评估、信息交互、借贷撮合等服务。
美国	利用投资资金和数据驱动的在线平台将资金直接或者间接借给用户或者小企业，雏形是 P2P

	公司，使个人投资者够借钱给个人，后期用户逐渐扩展包括了机构投资者和对冲基金等。 直接借贷： 平台发行贷款并将贷款作为公司投资组合的一部分； 平台借贷： 平台与发放贷款的存款性金融机构合作，平台购买贷款并整体或进行资产证券化后出售给投资者；
英国	技术驱动的在线渠道或平台，扮演中间人角色，为传统金融之外的个人或企业募集或提供资金。

资料来源：美国财政部、剑桥大学、Nesta、芝加哥大学、盈灿咨询、网贷之家、平安证券研究所

- **英国：撮合借贷交易模式：**英国遵循平台作为撮合服务的中介定位，并通过客户资金存管、风险准备金剥离、保险产品引入以及公开信息披露等手段进行风险控制，网贷市场平稳增长并有效地对传统金融进行了补充。市场上除了几家大型平台以外，还有专注细分领域的平台不断涌现。

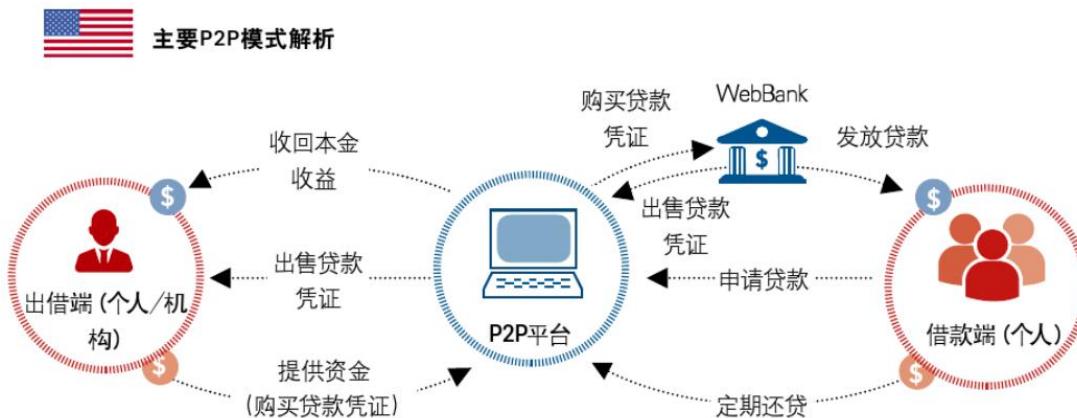
图表36 英国 P2P 模式



资料来源：罗兰贝格、平安证券研究所

- **美国：撮合证券交易模式：**由于美国的资本市场更为发达，美国模式与英国模式的差异在于以证券（贷款凭证）的方式进行撮合交易，以 Lending Club 的模式来看，由 Web bank（一家实体银行）向借款者发放贷款，再将债权转给 LC 平台，同时平台将债权收益凭证出售给投资者（即平台借贷模式）。由于该模式可以公开发发行收益凭证，因此监管要求较严格，受到 SEC（美国证券交易委员会）的监管，同时门槛也较高，此外还有少数在各州内专注于细分网贷市场的直接平台，通过资产证券化等方式向个人及机构投资者募集资金，但直接平台并不符合美国主流的 P2P 监管定义。

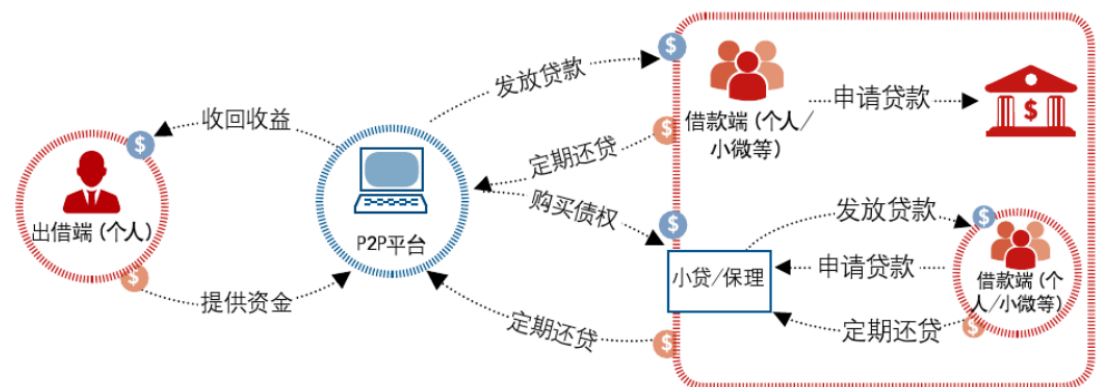
图表37 美国 Lending Club 的 P2P 模式



资料来源：罗兰贝格、平安证券研究所

- **中国：主流的为线上+线下模式。**中国一度最主流的线上获取资金线下获取投资者及征信模式与英美均存在一定差异，这一模式我们在开篇已经进行了详细的讲解。我国的纯线上模式与英国模式基本一致，这也将是我国 P2P 平台未来的发展方向。

图表38 中国线上+线下的 P2P 模式



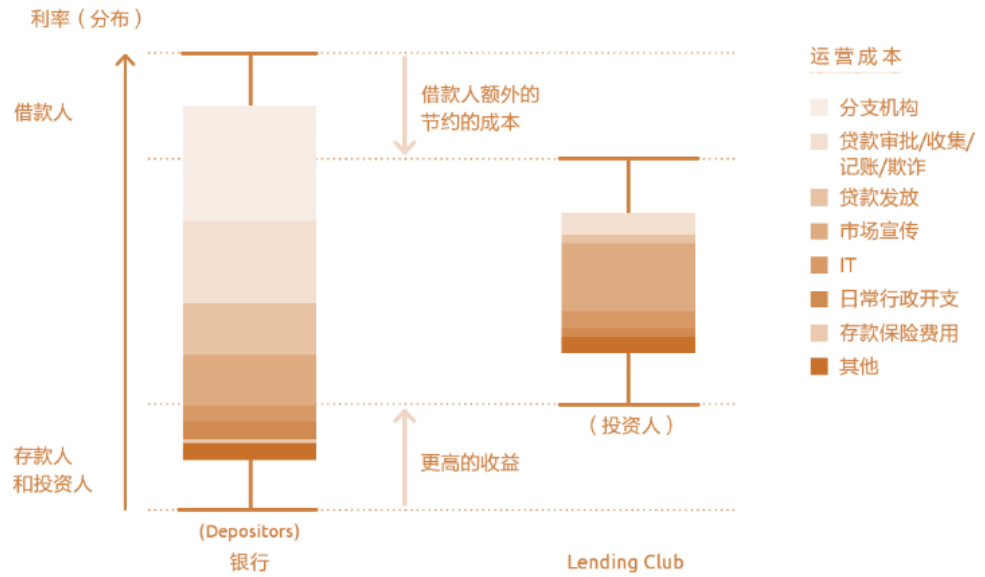
资料来源：罗兰贝格、平安证券研究所

发展模式的差异使得平台经营运作有所不同

由于我国 P2P 发展模式的不同，因此主要的 P2P 平台经营运作方面也与英美有所不同，主要体现在：

- **平台作为信息中介，理论上对违约风险不承担责任：**P2P 平台无论在国内或者国外基本上都被定义为信息中介平台，即只提供投资者和借款人之间的信息撮合，因此如果借款方到期不能偿还本金及利息，构成违约，投资者将承担相应的损失，而中介平台往往会通过严格的审核标准对投资者予以保护。而在我国由于征信体系的不完善、投资人的风险意识缺乏等原因，国内平台普遍采用的各类担保模式，或出现了违约以后平台承诺先行垫付以及国内很多平台并不合规的操作，使得难以对违约责任撇清关系，破刚兑仍然未能有效执行。从国外的情况来看少数平台如英国的 Squirri 和美国 eBay 旗下的 MicroPlace 倒闭后仍然协助投资者收回款项，但绝大部分如 Quackle 等是由投资者自行承担风险，包括 Lending Club 以及 Web Bank 均是不承担违约风险的。
- **发达国家的大型 P2P 平台开始开展证券化业务，投资者中也包含大量的机构投资者，而此在我国不符合监管要求：**我国监管层及相关法律中明确了平台只能从事网络借贷信息中介业务，证券化、债权转让等模式虽然仍普遍存在但是不符合监管的要求，而美国龙头的平台在其监管之下逐渐开展证券化相关业务。此外有统计美国机构投资者投资了 Prosper66%的信贷资产和 Lending Club60%的信贷资产甚至更多，英国也有大约 30%以上的投资资金来自于机构，而我国显然还是以个人投资者为主体。
- **英美国家注重信用评价和风控体系的运用，而国内更多关注满足借贷双方的资金需求，我国 P2P 平台经营成本远高于英美国家：**英美国家的 P2P 平台注重强调对于技术的运用和数据的处理，比如对个人信用的审核、借贷需求和投资需求之间模型的匹配等，甚至使用各类另类数据来优化审核，并通过纯线上运作等方式降低成本并提高效率，注重利率模型使得利率水平更具优势。而我国更多以线下的销售网络拓展借款人需求，关注将借贷双方的资金更快匹配，营业成本明显高于发达国家的 P2P 平台。

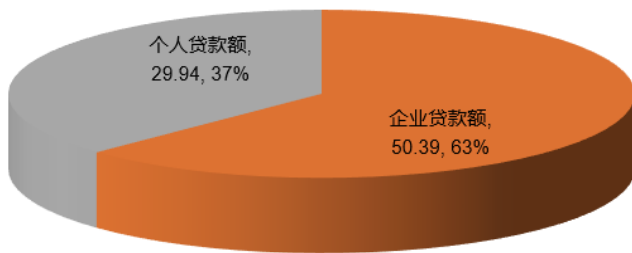
图表39 Lending Club 十分注重对成本的控制



资料来源: Lending Club Prospectus、平安证券研究所

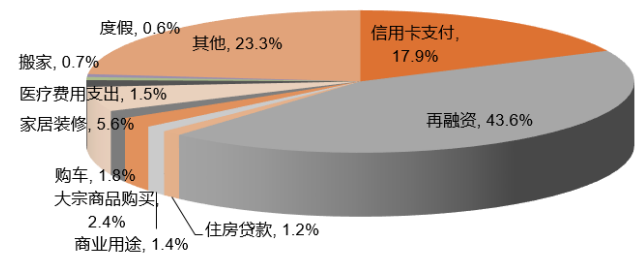
- 从借款方的情况来看，英美企业借款占比更高，中国更多为个人借款：从借款方的情况来看，英国 P2PFA 会员平台发放贷款中 63% 为企业贷款，美国 Lending Club 在 14 年才开始企业贷款业务，而如今接近一半的借款资金为企业的再融资。相比我国披露用途的 P2P 贷款额中，信用贷占比超过 34%，个人车房贷占比超过 35%，而企业贷仅为 7%。

图表40 英国 P2PFA 会员累计发放贷款情况 (截止 17 年, 亿英镑)



资料来源:P2PFA、平安证券研究所

图表41 Lending Club 借款资金用途 (截止 18Q1)



资料来源: Lending Club 官网、平安证券研究所

4.4 海外上市 P2P 平台股价表现不理想

Lending Club 上市一年半股价跌去 80%

Lending Club 不仅是美国 P2P 市场的绝对龙头，同样也是全球首个 P2P 上市公司，但是从 14 年 12 月上市到 16 年中，仅仅一年半的时间股价跌去 80%，如今市值不到 20 亿美元。导致股价持续下跌的主要原因包括了：

- 持续亏损的净利润：公司仅在 13 年实现了 730 万美元的净利润，而其他所有年份均为亏损状态。

- **对公司风险的担忧：**16年5月公司被曝出两笔总额2200万美元的贷款违规出售，包括擅自修改贷款日期、高额优质贷款出售给存在利益关系的单一投资者，导致股价在5天时间内跌幅超过50%，同时由于P2P的运作模式就是主要覆盖未被银行接纳的群体，投资者也担心公司潜在的借款违约风险。
- **17年末开始行业逐渐遇冷：**公司17年末开始营收持续出现较大幅度的负增长。

图表42 Lending Club 股价在15-16年中下跌超过80%



资料来源：Wind、平安证券研究所

国内部分P2P平台先后在美股上市，但17年末以来走势整体不好

宜人贷是首家在美股上市的国内P2P公司，上市前两年股价一度上涨近10倍。但是17年包括信而富、和信贷、拍拍贷等P2P平台陆续登陆，股价持续走低，主要还是受到国内监管政策的影响，17年末对“现金贷”的整顿以及对行业整治整改拖累了公司的股价。

图表43 17年末开始美股上市的内地P2P平台股价整体下跌



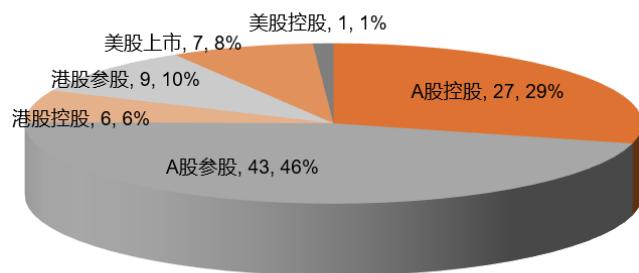
资料来源：Wind、平安证券研究所

五、A股整体受行业风险影响有限

当前A股有69家上市公司参控股正在运营的P2P平台

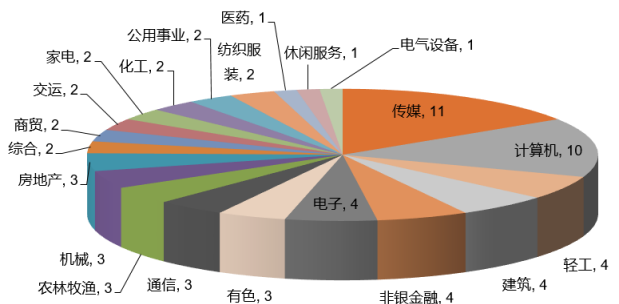
目前正在运营的P2P平台中有70家由A股上市公司参控股，我们剔除重复股东共有69家A股上市公司参控股了P2P平台，涉及了超过20个行业，其中传媒及计算机行业总占比超过30%。

图表44 上市公司系 P2P 平台情况 (家)



资料来源: P2PFA、平安证券研究所

图表45 P2P 上市公司股东行业分类 (家)



资料来源: Lending Club 官网、平安证券研究所

A 股上市公司整体受行业风险影响有限，但需警惕个股风险

由于我国 A 股上市公司尚没有纯 P2P 平台标的，多为公司参控股，公司理论上不承担平台的违约风险，且参控股公司的行业分布相对较为分散，因此 P2P 行业风险对 A 股整体影响十分有限。

但是我们也需关注个股潜在的风险。除了目前正在运营的平台，有三家 A 股上市公司参股的 P2P 平台出现提现困难的问题，其持股比例在 10%–15.8% 不等，均为财务投资，目前两家为 ST 公司一家处在停牌状态，我们尚不能完全判断此财务投资问题对公司股价造成的影响，虽然上市公司参控股 P2P 平台即使出现风险事件也并不会对公司主营业绩产生影响，但是从市场舆论的角度来讲需要关注潜在的风险。

图表46 A 股上市公司参控股的问题平台或停业平台情况

平台	上市公司	持股比例	问题类型	问题时间	所属行业 (申万一级)
钱满仓	ST 天马	15%	提现困难	2018/6/14	机械设备
合拍贷	ST 运盛	10%	提现困难	2017/5/22	医药生物
掌悦理财	吉药控股	15.80%	提现困难	2018/7/11	医药生物
东方金钰	东方金钰	100%	停业	2018/4/24	轻工制造
力帆善融	力帆股份	49%	停业	2018/5/14	汽车
54 贷客	金固股份	-	停业	2017/12/1	汽车
随时融	智慧能源	20%	停业	2017/6/1	电气设备
江粉金服	领益智造	100%	停业	2018/3/26	电子
前海航交所	海南航空	13.61%	停业	2018/7/27	交通运输
天加利	拓日新能	100%	停业	2016/4/23	电气设备
中财所	东方财富	100%	转型	2018/1/16	传媒

资料来源: wind、平安证券研究所

图表47 A 股上市公司控股的运营中 P2P 平台情况

平台	上市公司	持股比例	待还余额 (亿元)
投哪网	巨人网络	35.71%	59.91
	大金重工	4.54%	
惠投无忧	赛为智能	100%	0.78
友金服	用友网络	53.89%	—
黄河金融	祥源文化	71.00%	5.43

腾邦创投	腾邦国际	100%	—
银湖网	熊猫金控	100%	33.20
海吉星金融网	农产品	24.00%	—
陆金服	中国平安	49.98%	1587.60
招商贷	中天金融	55%	18.87
万商贷	鸿达兴业	100%	—
希望金融	新希望	40%	—
饭米粒理财	诺普信	35%	—
广电财富	广电网络	100%	—
悦享金服	天神娱乐	51%	0.59
紫金聚宝	紫金矿业	70%	—
丰收贷	康达尔	51%	—
亿钱贷	深南金科	51%	—
安家贷	三六五网	100%	—
天壕普惠	天壕环境	51%	—
萤光金福	达安基因	40%	—
普邦金控	普邦园林	100%	—
鼎有财	汉鼎宇佑	100%	—
宇商有财	怡亚通	100%	—
久金所	久其软件	70%	—
熊猫金库	熊猫金控	70%	—
好贷宝	奥马电器	100%	—
钱包金融	奥马电器	100%	—

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表48 A股上市公司参股的运营中P2P平台情况

平台	上市公司	持股比例	待还余额(亿元)
珠宝贷	金一文化	4.66%	0.98
中瑞财富	瑞茂通	20%	—
浙金网	银江股份	7%	—
掌存宝	报喜鸟	10%	—
粤盛金融	华侨城	2%	0.34
远尚金融	宝鹰股份	25%	—
易港金融	科达股份等	9.41%	4.66
信通袋	中青宝	22%	—
信融财富	凯瑞德	5%	21.17
鑫合汇	美都能源	34%	—
微金所	宝新能源	5%	—
微贷网	汉鼎宇佑	15.54%	180.13
网利宝	鸿利智汇	10%	29.37
网金社	恒生电子	19.19%	—
投资去	中威电子	20%	—
铜掌柜	中来股份	28.50%	12.50
商赢金服	商赢环球	20%	—
杉易贷	杉杉股份	23.34%	3.07

晴天助	华扬联众	4%	—
皮城金融	海宁皮城	40%	—
鹏金所	海能达	13.33%	15.79
米庄理财	神州泰岳	9.47%	21.67
隆金宝	京粮控股	10.96%	6.33
隆筹金融	海南瑞泽	4.76%	—
联连普金	中路股份	19%	2.12
联金所	赫美集团	10.20%	6.65
理想宝	中捷资源等	22%	12.49
理财农场	诺普信	35%	14.95
口袋理财	报喜鸟	10%	19.38
聚宝普惠	渤海金控	9.50%	33.70
金融湾	宜华生活	24.99%	—
今日捷财	西藏珠峰	25%	3.76
互融 CLUB	号百控股	—	—
合众易贷	TCL	4%	12.81
好又贷	勤上股份	4.67%	—
广州 e 贷	达意隆	10%	2.64
福利金融	广发证券	—	—
贷投乐	洲明科技	10%	—
抱财网	凯乐科技	10%	21.78
包公有财	达华智能	20%	—
爱达财富	华闻传媒	40.50%	—
e 融所	方大集团	10%	11.94
51 人品	新湖中宝	23.14%	—
	沃尔核材	13.33%	
	兴森科技	13.33%	
	银鸽投资	10%	

资料来源: wind, 平安证券研究所

六、 P2P 行业未来发展趋势

对于我国 P2P 网贷行业的未来发展, 我们认为将会出现以下趋势:

整体来看未来平台数量将持续大幅下降, 预计在 19 年备案完成以后下降至 1000 家以内, 行业发展将逐步规范, 而再拉长期限来看集中度仍将不断提升, 行业马太效应将逐渐明显。

当前备案管理虽然一再延期但是持续推进, 考虑到目前对接银行存管以及已经认证的情况, 行业接近 2000 家运营平台中预计最终能够备案的不超过 1000 家, 其余平台则为非法营运, 必然会被市场清出, 届时行业参与者数量将明显下降。当前监管制度已经相对规范, 行业层面形成“1+3”体系以及各地区相应的配套细则, 并且地区监管机构的执行力也将有明显加强, 备案完成后行业发展将初步走上正轨。而此后我们预计龙头的平台优势将有凸显, 行业集中度将不断提升, 马太效应逐渐明显。

在行业监管不断推进执行的同时，监管边际改善迹象有所体现，在行业逐步规范的前提下企业借贷占比将逐渐提升，同时行业分层更加明显，监管层扶优限劣，优质平台将逐步脱颖而出

在行业监管框架之下，地方监管机构不断推进执行，备案虽然一再拖延但是是确定性事件。同时行业也已经出现了监管边际改善的趋势。7月17日银保监会召开疏通货币政策传导机制做好民营企业和小微企业融资服务座谈会，会议提及深刻认识做好民营企业和小微企业融资服务的意义，积极推动降低小微企业融资成本，要分类施策，坚决摒弃“一刀切”的简单做法。19日北京市互联网金融行业协会发布《北京加快推进六大机制建设——网贷专项整治有序展开》公告，加快推进行业风险缓释机制建设和“白名单”机制建设。监管层有意图扶优限劣，但又担心目前尚未完全整治完的市场上众多其他平台的风险继续爆发。待后续行业整顿逐渐落地，行业分层会更加明显，未来优质平台将脱颖而出。随着行业发展逐渐稳健，小微企业融资占P2P网贷行业的比例也将有所提升。

行业仍然有存在的必要性，未来风控管理、技术支持将成为P2P平台的核心竞争力

我国由于传统金融机构能满足的融资需求仍然有限，大量未能被覆盖的群体及小微企业仍然有资金需求，并且P2P行业也践行普惠金融的原理，相较于传统金融更为快速高效，因此从行业属性来说有存在的必要性，且市场空间一定超过发达国家。而由于P2P贷款的对象是传统金融机构不能覆盖的个人及企业，因此其风险必然相对较高，我们参考海外上市P2P企业的发展及股价情况，能否执行严格的风控标准以及数据和技术的支撑将会成为P2P平台的核心竞争力。

七、投资建议

我们认为我国P2P网贷市场仍然处在风险爆发和市场清理整顿阶段，并且这一时期预计将持续至19年直至备案完全落地。但是行业仍然有其存在的必要性及价值，同时我国的P2P网贷市场的发展空间也远大于发达国家。我们认为在行业整顿完成以后市场将进入良性的稳健发展阶段，技术和风控具备优势的优质平台也将享受更高的行业集中度和规模优势，出于对行业当前风险以及政策不确定性的考虑，我们对网贷行业持谨慎态度，需关注参控股P2P平台上市公司的潜在风险。

八、风险提示

1) 监管不确定性风险

当前市场高度关注备案的政策以及期限，前期备案截点已过，行业中大量平台仍未实现备案，而新政策尚未发布，对于后续备案的要求、时间安排以及未能备案平台的退出机制等仍具有不确定性。

2) 市场流动性持续收紧风险

本轮P2P平台频繁爆雷的主要导火索为流动性收紧，如果流动性持续收紧，仍会有大量的P2P平台出现资金链断裂、提现困难等问题。

3) 平台经营不合规风险

目前行业平台数量众多，即使已经完成备案的平台，仍然有可能在担保模式、运作模式上存在违规行为，隐藏潜在的风险。

4) 投资者挤兑及舆论风险

由于当前平台风险频发，虽然理论上仅提供信息中介服务的P2P平台不存在流动性风险，但是行业中普遍存在期限错配或者资金池业务，舆论风险及投资者的挤兑会给平台带来极大风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033