

余额宝们不会抬升贷款利率

□安信证券首席经济学家 高善文

市场上有观点认为，余额宝等互联网金融产品的兴起会促使存款利率提升，进而抬高贷款利率，从而让老百姓贷不了款，买不起房。如果一夜之间，银行存款利率放开管制，这将导致存款利率迅速上升，直觉上这一点很容易被理解。但是我们通过微观理论模型推演存款利率放开的影响，得到的却是最为惊人和最为反直觉的推论：存款利率放开以后，贷款利率不升反降。给定短期内实体经济的信贷需求、给定银行贷款投放结构，在存款利率上升以后，银行获得的存款数量增加，贷款市场上可供投放的资金量更大，并驱动贷款利率下行。

存款利率放开 贷款利率不升反降

市场上有一种比较流行的看法，认为管制的存款利率是整个利率体系的“压舱石”。所谓“压舱石”，是指一旦存款利率放开管制，短期内银行存款利率和贷款利率都将大幅度上升，企业和住户利息收入增加的同时，也不得不忍受更高的贷款成本。这实际上也是直觉上很自然的想法。模型推论与直觉相反的原因是什么？我们认为有三点。

第一，一般的分析简单地认为，存款利率上升以后，银行为了维持利润，能够很便利地转嫁资金成本，提高贷款利率，但这实际上是缺乏微观理论基础的。

贷款利率早已市场化定价，其均衡水平由银行动员的存款数量和实体经济的信贷需求共同决定。银行动员的存款量越高，假定信贷需求曲线不变、银行信贷投放结构不变，那么均衡贷款利率将越低。放开存款利率管制以后，存款利率的上升，带来银行体系动员的存款数量增长，这是显然的。

那么，是否存在强有力的理由，认为存款利率放开以后，实体经济的信贷需求曲线会扩张呢？我们认为没有。这样存款数量的扩大将降低贷款利率。银行利差受到贷款利率下降和存款利率上升的双重压力，但短期内只能承受利差的收窄，而很难通过提升贷款利率的方法恢复利润。

第二，存款利率放开管制带来银行存款量的上升，进而驱动信贷利率下行，这样一种传导路径在理论上是正确的，但现实中很容易被掩盖。例如，当存款利率市场化改革遭遇实体经济信贷需求猛烈上升或银行信贷投放结构剧烈调整的时候，我们一方面看到市场化改革带来的存款利率上升，另一方面看到贷款利率的上升与此相伴，以至于一些研究者混淆了因果关系，得出存款利率放开推升贷款利率的结论。

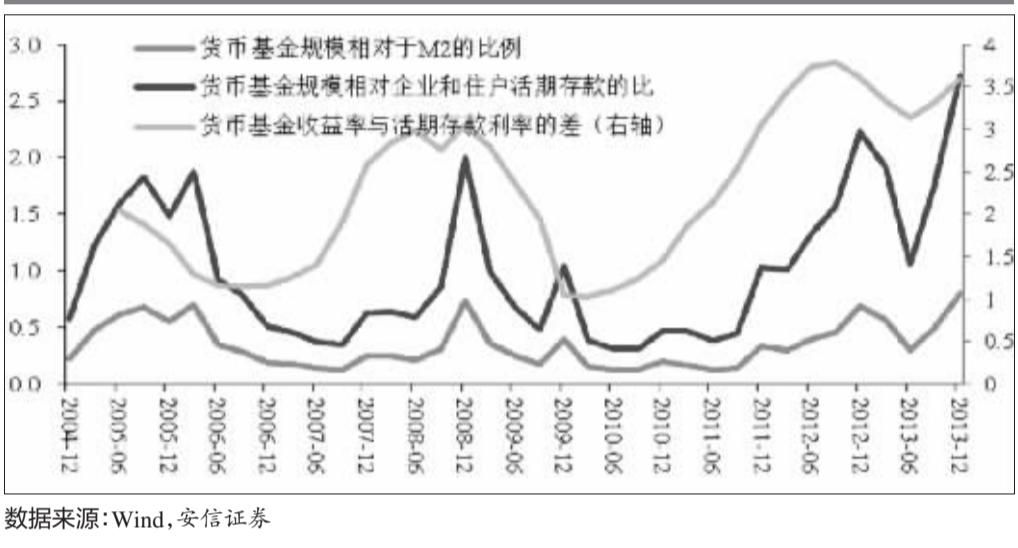
第三，一些国家存贷款利率的放开差不多同时进行，这确实会带来短期内存贷款利率的上升，但这与中国先完全放开贷款利率、再渐近放开存款利率的利率市场化路径是不同的，不宜简单类比。

为什么经济周期上上下下，但中国银行业在过去七八年的时间里总能维持非常高的ROE，基本原因是贷款利率完全放开而存款利率受到管制，给银行业带来了过渡性高利差。随着存款利率市场化的逐步推进，银行利差大概率将出现阶段性的收窄，直到其成功地调整业务结构。



数据来源:Wind, 安信证券

数据说明:理财产品支数/M2,一定程度上能够反映理财产品余额相对于M2的比例。可以看到,2008-2010年,理财产品相对于M2的比例结束了此前的大幅攀升势头。这可能暗示,理财产品市场阶段性地发展成熟,失去了进一步扩张的动力,逐步地稳定了下来。2010年下半年以后,利差重新扩大,信贷类理财产品爆发式增长,理财产品相对于M2的比例才重新恢复猛烈的趋势性的上涨。



数据来源:Wind, 安信证券

余额宝对接的是天弘增利宝货币基金，货币基金是市场利率的接受者，而非市场利率的决定者。按照监管层释放的信息，人民币存款利率市场化也许能够在未来一两年内完全实现。但存款利率的放开并不会使贷款利率上升，相反，由于存款动员数量的上升，以及货币乘数的扩大，信贷市场上可得资金增加，贷款利率反而会面临下降压力。企业和居民将通过存款利率上升和贷款利率下降同时受益于利率市场化，而长期依赖行政保护的银行体系将不得不面对利差下降的局面，并只能通过更加商业化的手段和更好的客户服务来维持盈利。

余额宝带来了什么

第一，节约交易费用，打破金融市场分割。余额宝的前端是一个标准的货币基金，投资操作层面与其他货币基金没有特别大的不同。余

额宝的后端是互联网渠道，这是它与传统货币基金的重大差异。互联网渠道实现了交易费用的下降。

前面的讨论中，传统货币基金300元左右的交易费用，将大量的小额资金锁定在银行活期账户上。而余额宝的互联网渠道使得前面讨论的交易费用大幅下降至数十元甚至更低的水平，这使得小额资金的跨市场套利活动变得有利可图，从而降低了金融市场的分割。

2013年下半年在同业存款利率上升和交易费用大幅下降的刺激下，我们看到了银行活期存款的快速流失，以及包括余额宝在内的货币基金规模快速扩张。到2014年2月底，余额宝份额占全部货币市场基金的份额在短短半年多的时间里上升到了30%。余额宝用户数更是达到8100万户，户均余额约6000元人民币，远远低于传统货币基金的13.3万人民币（历史均值）。

对赌条款并不违反法律法规

□北京君泽君律师事务所 陶修明 邢玉晟

对实践中的各种争议观点，具体分析如下：

投资人从公司取得补偿是否构成侵犯公司法人独立财产权，违反《公司法》有关资本维持、资本减少限制的原则。

有人主张，投资人的投资款在投资后即成为公司资产，根据《公司法》第3条“公司是企业法人，有独立的法人财产，享有法人财产权”的规定，投资人作为股东应该认可和尊重公司对其实部资产包括投资人已经投资交付给公司的资金所享有的独立法人财产权利，非经法律认可的方式和原因，不得取得公司的任何资产。依据我国《公司法》的规定，公司股东只能通过以下法律途径取得公司资产：(1)股东与公司之间开展对价公平、程序正当、合法合理的关联交易；(2)股东依照《公司法》第167条第4款规定的利润分配顺序，依法取得公司分配的股利；(3)股东在公司清算时依照《公司法》第187条规定的公司剩余财产分配顺序，依法取得公司剩余财产；(4)股东在《公司法》第143条规定的法定股份回购的情形下，请求公司回购该股东所持股份。而对赌条款约定的给予投资人补偿不适用于上述合法途径的任何一种情形。因此，倘若公司股东在缺乏明确的对赌条款而获得投资补偿在法律上是不相干的两个问题。投资人与公司之间的投资交易包括投资估值的调整安排是在投资人成为公司股东之前即已达成的交易安排，性质上不适用于对赌条款。

但笔者认为，首先，公司与其股东之间是可以有交易来往以及发生金钱支付的，并不能泛泛地将股东从公司取得资产的行为一概界定为侵犯公司法人独立财产权，违反公司法有关资本维持、资本减少限制原则的行为。关键不在于公司的财产是否支出或减少，而在于这种支出或减少是否有正当合理的依据。就对赌条款而言，投资人要求公司支付投资补偿是有合约依据的，公司作为商业交易主体，基于交易定价调整机制而发生对外支付并导致资产减少是完全正常的，就好比货物买卖交易中事后根据货品的实际质量等级或数量与当初合同约定有差异而对实际合同价格进行调整一样。在此种情况下，公司因对赌而出现资产减少实质并非是其利益受到损害，而只是其向投资人补偿原先超

额收取的价款部分而已，这是最正当不过的商业行为和交易模式，是完全公平合理的。

其次，股东取得公司财产的原因可能是各式各样的，并不仅限于上述提到的公司法规定的几种情形。投资人依据对赌条款约定而取得公司资产（投资补偿）的方式确实不属于《公司法》项下股东取得公司资产的任何法律途径之一，即，支付投资补偿不构成一项关联交易（因为此估值调整安排在投资人成为股东之前就已达成），不是股东分配股利，也不是回购交易，更不是分配公司清算之剩余财产。但是，支付投资补偿构成一项交易，投资人作为交易主体一方，尽管其拥有投资补偿支付方即公司的股东身份，但其此时的具体交易身份并不是股东，而是投资合同的一方。投资人是基于投资合同约定的投资估值调整而取得被投资公司的资产，并不是基于《公司法》的规定，以股东身份或通过行使股东权利或滥用股东权利而获取公司资产。因此，《公司法》项下有关股东取得公司资产的法律途径与投资人依据投资合同中的对赌条款而获得投资补偿在法律上是不相干的两个问题。投资人与公司之间的投资交易包括投资估值的调整安排是在投资人成为公司股东之前即已达成的交易安排，性质上不适用于对赌条款。

故此，笔者认为，投资人取得公司投资补偿并不构成侵犯公司法人独立财产权，或违反公司法有关资本维持、资本减少限制的原则。

对赌条款是否构成抽逃出资

有人主张，投资人取得投资补偿将直接违反我国《公司法》第36条有关禁止股东抽逃出资的强制性规定。就抽逃出资，《最高人民法院关于适用中华人民共和国公司法若干问题的规定（三）》第12条以列举加兜底条款的形式，详细列明了抽逃出资的行为，包括：“……(1)将出资款项转入公司账户验资后又转出；(2)通过虚构债权债务关系将其出资转出；(3)制作虚假财务会计报告虚增利润进行分配；(4)利用关联交

在基金收益率大体相同的条件下，余额宝的扩张比传统货币基金的扩张猛烈得多，这显示了渠道差异和交易费用下降的巨大影响。

余额宝通过渠道变革实现了交易费用的大幅度下降，从长期来看将带来至少五个方面的影响。

第一，更多地让偏低收入者获益，从而改善收入分配。从前面的讨论可以看到，余额宝实现的交易费用下降的大部分收益，实际上被小额资金持有人所获得，可以相信这部分持有人主要是社会的偏低收入者。

第二，降低全社会的储蓄动员成本和全社会资金价格。传统银行网点的一个重要功能是收集零散的存款，余额宝通过虚拟网络渠道收集存款的成本要低很多，这在长期内有助于降低全社会资金价格。

第三，现有制度安排下提高货币乘数。余额宝将银行活期存款转换为非银行金融机构在银行的同业存款，节约了商业银行的存款准备金，增加了信贷市场可用资金量（通过非标和投资等业务形式，并同时转化为一般存款），降低了信贷和同业市场的利率水平，提高了货币乘数。这在当前基础货币供应下降，货币乘数下降的条件下意义更加明显。

第四，加速金融市场的融合，加剧利率市场化的紧迫性。余额宝通过降低交易费用，使得小额储户能够自由地在储蓄存款与货币基金之间跨市场套利，这加速了零售存款市场和银行同业市场的融合，并使得加速利率自由化更加迫切。

第五，削弱渠道垄断，促进大小银行更公平地竞争。传统上，大银行利用其更密集的网点获得成本更低并且稳定性更好的储蓄资金。中小银行网点少，高成本的批发存款占比高，存款稳定性差。大银行的渠道垄断，使得中小银行在竞争中处于不利地位。余额宝的出现，使得原先沉淀在大银行的小额储蓄，可以转而以同业存款的形式，被中小银行以竞争性的利率获得，这在客观上促进了金融体系的公平竞争。

银行如何应对余额宝们的挑战

银行如何应对余额宝等互联网金融产品的挑战？这无疑是一个开放性的问题，并且仍然在继续演化，但我们认为从根本上上看，也许需要从以下三个方向着手。

第一，重新定义和差异化银行的小额储蓄账户。小额储蓄账户与余额宝等产品的核心区别目前来看也许有两点，一是小额储蓄账户能提现而余额宝等产品暂且不能；二是小额储蓄账户的线上支付功能未必比支付宝等第三方支付机构强大，但其线下支付功能仍然更有优势。

放大核心区别，并对其收费，就是差异化。银行如何实现对差异化服务收费？举例来说，商业银行可以规定，对年均余额低于某一水平的账户，关闭ATM提现服务和银联线下支付服务、只开放指定网点的柜台提现功能，或者直接收取年度管理费等等。

第二，重新定义和挖掘物理网点的价值。结合实业领域应对互联网竞争的经验来看，在面对互联网金融的激烈竞争时，银行物理网点需

要且能够做到的是：从客户界面转变为服务中心，从提供标准化产品转变为提供定制化服务，从坐商转变为行商，从存款归集者转变为社区金融服务的提供者，从被动负债管理逐步过渡到主动负债管理。如果说互联网渠道的优势目前主要集中在标准化产品领域，那么物理网点的优势则在于定制化产品，这取决于渠道对客户更差异化的理解。

第三，进一步聚焦于核心能力与核心客户。一定程度上，银行放弃与余额宝等产品在小额储户标准化产品市场上的争夺，专注于为企业和高净值个人等核心客户提供差异化的定制服务，也是可以考虑的战略路径。

至少目前来看，银行对于风险的定价、管理和控制，仍然是其核心能力之一，短期很难被互联网企业所取代。以此为基础，通过发掘和进入更多的信贷领域（例如个人消费贷款、中小企业信贷等），并通过批发市场筹措部分资金来满足这些信贷需求，就可能形成银行与互联网金融之间的双赢选择。

此外，在高端客户的零售市场和企业市场上，由于交易金额巨大，交易费用的节约是可以忽略的，而银行对客户需求的理解也可能更加深入，这意味着以余额宝为代表的互联网金融很难渗透到这一市场，也意味着银行更好地维护这一市场最终是有利可图的。

互联网金融产品的演化和监管应对

关于互联网货币基金是否应该缴纳存款准备金，这一问题最近引起了一些争论。问题的关键是互联网基金是否与普通的货币基金存在本质的差异？余额宝的创新到底是渠道的创新还是产品本身的创新？更一般地看，货币基金到底是否属于直接融资工具？其在银行的同业存款与一般存款是否存在重要的差异？此外，为了鼓励直接融资体系的发展，以前政府采取了一些鼓励性的措施，这些措施是否需要进行广泛的调整？

例如，未来支付宝等第三方支付机构是否可能设法补充取现功能（例如通过收购或入股银行）？或者快速发展独立的线下支付业务？一旦具备了提现和便捷的线下支付功能，第三方支付账户将与银行储蓄账户更加接近，对银行表内负债产生的冲击将更明显。

再如，以支付宝为代表的互联网渠道未来是否可能演化成网上金融超市，使得账户持有人能够即时方便地线上购买各种标准化金融产品？例如定期存款、股票指数基金等是否可能直接网上销售？是否可以实现金融产品的团购，例如团购大额定期存款，或者信托产品？

随着货币市场基金规模的进一步扩张，考虑到大量小额资金持有人的现状，从稳定的角度出发，监管机构是否会对体量巨大的货币基金特别是互联网基金施加特别监管，在长期管理和服务方面提出更加严格的要求？面对第三方支付对银行体系的冲击，以及以此为基础的互联网金融产品对银行存款市场的影响，监管机构如何定位和监管第三方支付市场？时间将会提供对这些问题的最终答案。（安信证券高级宏观分析师尤宏业、宏观分析师姚学康对本文亦有贡献）

对赌条款或对赌安排是私募股权投资领域投资估值调整机制的俗称，这类条款和安排在实践中有很多形式，其法律有效性是目前我国私募股权投资领域最具争议，也是最受关注的问题。笔者认为，通常的对赌条款约定本身及其履行均不违反我国合同法律、公司法律及其他法律和行政法规的任何强制性规定，更不违反社会公共利益，应是合法有效的，其在争议解决的过程中应当得到支持。

对赌条款的基本内涵

对赌条款实质是股权投资实践中的估值调整机制，一般在投资人和被投资公司之间以及投资人和被投资公司主要股东之间设定。

估值调整条款产生是由于在投资实践中，对被投资公司的价值和盈利能力因受多种因素的影响而存在很大的不确定性，投资人、公司及公司的实际控制人站在不同角度有不同的估值判断，公司及其实际控制人作为“卖方”经常偏向激进，对公司估值充满信心，或者为了成功吸收投资并将公司股权卖出高价，向投资人承诺其提出的业绩目标都能实现；而投资人作为“买方”则相对保守，希望买到物美价廉的股权，担心投资价格偏高。为了弥合投资交易双方这种差异，提高交易达成的效率，并尽可能地实现双方的利益公平，估值调整即“对赌”安排应运而生。对赌条款本质上是附条件的公司估值及其补偿和调整安排，是投资价格的“多退少补”机制。

对赌条款是否侵犯法人独立财产权

根据《合同法》规定，合同（包括合同的具体条款）有效需具备三个基本条件：(1)缔约各方有相应的民事行为能力；(2)合同内容是各方的真实意思表示；(3)合同约定不违反法律强制性规定或者损害社会公共利益。就对赌条款的效力问题，主要争议出现在第(3)点上，即当履行对赌条款时，投资人要求公司支付投资补偿是否与公司法律中的强制性规定直接相冲突，从而导致该条款无效。就此问题，笔者将

易将出资转出；(5)其他未经法定程序将出资抽回的行为。”

笔者认为，对照该最高法院司法解释，因履行对赌条款而支付投资补偿显然不构成其中的前四项抽逃出资行为的任何一种，因此，支付投资补偿是否构成抽逃出资行为，关键在于其是否属于上述第五项兜底性约定的范围。笔者的理解是，支付投资补偿不应被认定为抽逃资本行为。

首先，向投资人支付投资补偿是以投资协议中的对赌（估值调整）条款为依据的，具有交易合理性和平正性。而且，投资人按投资协议向公司进行投资（增资），公司是需要经股东会批准的，因此可以说，支付投资补偿作为整个投资安排的一部分（尽管其发生是有条件的）也是经过公司批准授权的。

其次，尽管从交易方面看，投资人要求支付投资补偿是要求公司退还投资人当初的部分溢价投资款且该溢价投资款很可能已计入公司的资本公积金，成为公司资本，但是仍不应认定支付投资补偿就是抽逃资本行为。投资人实际要求的是金钱补偿，构成公司的一项对外支付义务，至于其具体来源或性质并不重要，更何况，金钱是等同资产，公司进行对外支付时，无需也没有任何意义去界定这个金钱支付的来源、会计科目和属性。

此外，一个构成抽逃资本的行为，行为人一定有抽逃资本的意图，无视公司独立法人财产权利，或虚构交易，或故意无对价或低对价地获得公司财产等等，以致损害公司的利益。而支付投资补偿的约定是有正当合同依据、真实交易背景和公平对价基础的，投资人只是在取得其应得的投资补偿，并没有违反法律抽逃资本损害公司利益的意图存在。综上，笔者认为，投资人从公司取得投资补偿不构成法律所禁止的抽逃资本行为。

对赌协议是否损害公司及债权人利益

有人主张向投资人支付投资补偿属于投资人滥用股东权利，损害公司利益、公司债权人利益的行为。基于对赌条款，如果公司对赌失败，其在争议解决的过程中应当得到支持。

给公司带来非正常经营的大额债务，将损害公司利益及其背后的利益相关者包括债权人的利益。这违反了根据我国《公司法》第20条的有关规定：股东不得滥用股东权利损害公司、其他股东利益和公司股东不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人利益的规定。

投资人在初始投资时支付给公司的溢价投资款是在特定条件下可以调整的款项，并不存在在投资人滥用股东权利，损害公司、债权人利益的情况。投资估值调整本质上就是一个交易定价安排。在投资交易中，各交易主体的法律地位是平等的，没有需要法律特殊保护的利益方。投资人依据投资协议的公平约定要求公司支付投资补偿款，是其正当权利所在，不构成滥用股东地位的行为。

有人主张，对赌条款违反了“投资领域风险共担”的原则。笔者认为，投资领域风险共担不是《公司法》确立的刚性原则，甚至都不成为一个法律原则。一般情况下，《公司法》是允许公司股东在章程中投资收益分配和风险分摊进行具体约定的。

更何况，在投资人溢价投资的情况下，投资人和原始股东的入股价格显然不一样，同样的资金所占有的股份也自然不一样，使得收益分配和风险分摊的公平基础都不存在。

综上，笔者认为，对赌条款是投资市场常见的估值调整安排，已构成投资市场的商业模式和交易惯例，本质上属于商人基于自愿平等协商处置和调节相互商业利益的约定，具有经济上的正当、合理和公平性。该等条款约定首先应当适用合同法来判断其效力，投资人（乃至公司本身）在要求行使对赌安排时，是以投资合同主体一方的身份而不是股东的身份进行的，不宜将公司法的一些对股东的限制性规定简单地进行套用或扩大适用。总之，笔者认为，通常的对赌条款约定本身及其履行均不违反我国合同法、公司法律及其他法律和行政法规的任何强制性规定，更不违反社会公共利益，应是合法有效的，其在争议解决的过程中应当得到支持。