

互联网金融商业模式与发展格局

■ 廖理



廖理，清华大学五道口金融学院常务副院长，兼任清华大学互联网金融实验室主任、阳光互联网金融创新研究中心主任、《清华金融评论》主编

互联网金融在过去几年逐渐成为比较热的话题，其爆发点是2013年余额宝的爆发式增长。其实互联网和金融业的相互融合已经经历了很长的时间，虽然爆发有个时点，但是之前是经过了很长时间的酝酿。

我们切入这个领域，与2008年我们承接了美国花旗基金会的项目《清华花旗通过消费金融与投资者教育的调研》有关。当时消费金融还很少被人提起，做完这个项目之后，**我们有三方面比较重要的认识：**

第一是经济发展导致消费金融重要性的增加。以往在金融体系和资本市场中间，机构和公司起的作用比较大，家庭所起的作用相对比较小。随着经济发展，老百姓可支配收入增加，家庭财富不断积累，家庭资产负债表不断丰富，使得家庭在金融体系中比重逐渐增大。大概在90年代初期，美国家庭所持有的金融资产第一次在总量上超过了企业，这个变化实际上是对金融体系提出了一个挑战。长期以来金融体系都是面向机构和企业的，但随着家庭在金融体系中的比重逐渐增大，导致整个金融行业所服务的对象开始从机构、企业开始转向面向机构和家庭并重的局面。

第二是虽然经济在持续发展，但在发达国家和新兴市场国家，还没有一个机构能对家庭的资产负债表进行全面的了解。通常如果想知道一个家庭的股票账户，可以去相关的证券公司了解；如果想知道存款，可以去银行了解；想知道不同的资产需要去不同的机构。那么怎样取得一个家庭的资产负债表的总体情况呢？同时如何取得多个家庭的资产负债表的情况呢？其实这个困难在发达国家和新兴市场国家是一样的。从上世纪80年代初开始，美国美联储对美国家庭进行抽样，面向5000个家庭进行家庭金融方面的调查以取得整个家庭的金融情况，既包括资产情况，也包括负债情况。当时我们在中国做这个工作的时候也进行了大规模的调查，在24个城市进行了5000个家庭的抽样，形成了一批关于家

庭金融状况的调研结果和成果。

第三个重要的认识与互联网金融有关，我们考察消费金融商业模式的时候，发现越来越多的商业模式都是和互联网紧密结合在一起的，这个激发了我们极大的兴趣。比如当时我们看到一个网站，叫“credit card.com”，这个公司是帮助用户挑选信用卡的。因为每个信用卡公司能够提供的资源不同，因此积分所能换到的资源是不一样的，这个网站据此把人群区分开来，由于互联网的优势使得大家在风险鉴别、信用核查等方面获得一些前所未有的优势。

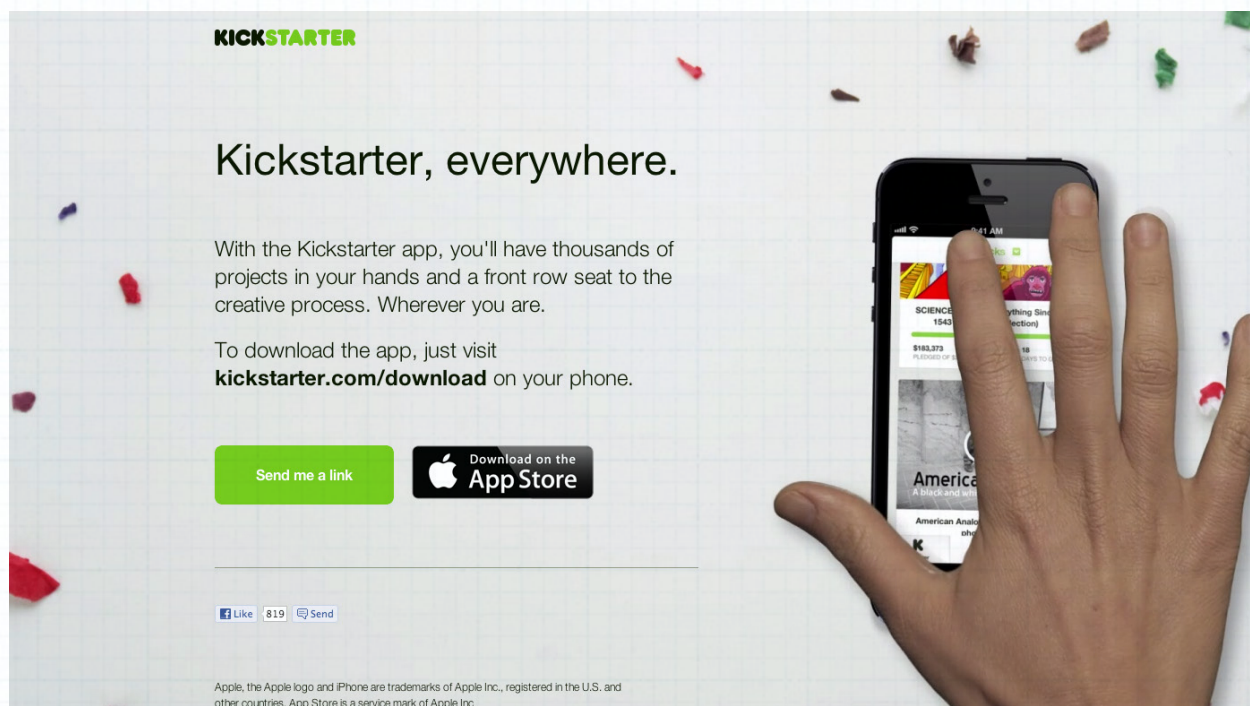
因此 2012 年 3 月份五道口金融学院成立，4 月份就建了互联网金融实验室，系统研究梳理全球范围内互联网金融的模式。这是我们为什么在前几年互联网金融还没有这么热的时候就进入了这样一个领域的原因，主要就是因为承担了消费金额的项目。

最近我们看到由于互联网使得数据的采集得到了极大的丰富，互联网金融作为一个特别独特

的金融学领域出现了。而且出现以后其相关学术论文的发表不仅仅限制在金融领域，在经济学、营销战略等在各个顶级学科中都出现了与互联网金融相关的论文，主要的原因就是数据的可获得性极大地提高与改善。它不仅仅是一个产业现象，在学术界也得到了极大的关注。

互联网金融发展的背景

互联网金融发展的背景简单来说，第一个就是智能终端极大地使用，另外一个就是市场。目前为止，互联网金融大部分业态都是面对小微企业和家庭的。原因在于家庭资产负债表的极大丰富之外，老百姓对金融市场的认知在不断增加。因此金融认知不断提高也是互联网金融发展的一个驱动力。还有就是制度方面的原因，互联网金融的发展既有技术方面的原因，也有市场方面的原因。在新兴国家特别是在中国还有制度方面的原因，包括“互联网+”的政策、佣金市场化、利率市场化等等。



如果要给互联网金融一个具体的定义，是使用互联网的重要的思维方式和手段来进行金融服务，由此产生的新的金融产品、业态和商业模式。它的特点是去中心化，资金使用方和提供方直接对接、方便快捷、参与门槛低。

互联网金融分成四个方面，第一个是传统金融业务的互联网化，第二是基于互联网平台开展金融业务，第三是全新的互联网金融模式，第四种是互联网金融信息服务，它本身不是金融业务，但它是围绕互联网金融提供信息的模式。因此互联网金融发展的基本格局可以定义为这四种模式。

第一大类，是传统金融业务的互联网化，主要是指银证保——互联网银行、互联网券商和互联网保险。

互联网银行的发展情况

互联网银行在美国目前有 20 家，我们将其定义为互联网银行的依据第一是独立法人，它不是传统银行的附属机构和子公司；第二它几乎没有营业部，如果有一家营业部也是公司总部所在地。第三，加入了美国存款保险，我们能够在美国 FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation 联邦存款保险公司) 的数据库里面找到这样一家银行。我们把这样的银行叫做“互联网银行的 1.0”，包括 Ally Bank, ING Direct, BOFI 等。

比如 Ally Bank 的前身是美国通用汽车金融公司，早期是为通用汽车销售汽车服务的金融公司，后来和其他金融公司一样进入按揭市场。但很不幸它进入的主要是次贷市场，后来在金融危机的时候出现了问题，美国财政部就施之援手。之后为了与原来的业务做切割，美国通用汽车金融公司就改名为 Ally Bank，现在成为一家非常著名的互联网银行。改成互联网银行之后，其业务还是与车相关，提供面向个人购车和企业经销商的业务。它的特点是提供比传统银行高出将近 1% 的存款利率。这 1% 足以将对存款利率敏感的客户全部拉走。因此其模式可叫“高息揽存、专业放贷。”

ING 是总部位于荷兰的一家主营业务为保险

的金融集团，为了交叉销售，首先在加拿大进行了互联网银行的试验，一举成功后在美国复制互联网银行的模式。也是没有营业部。它的经营模式是“高息揽存，低息放贷。”这会造成其利差特别低，但正因低息放贷，它找到的都是一些优质客户，因此在 2008 年的金融危机中躲过一劫。但很不幸的是 ING 的总部因为次贷危机出了问题，2008 年就将 ING 直营银行卖给了美国一家非常蓬勃发展的金融集团 Capital One。目前其商业模式为“薄利多销”，面对好的资产低息放贷。

一个比较有意思的情况是，ING 在进军美国市场的过程中，遇到了直营银行都会遇到的问题。就是一对夫妇问说“你们又没有营业部，利息又这么高，你们是不是骗子呀？我们存钱到底存哪去了？”后来这个事情给了其很大的启发，虽然是互联网银行，但是线下的互动还是必要的，所以他们又在全美开设了很多咖啡馆，没有营业员，全是自助设备，提供价格低廉的咖啡。主要用来做投资者教育、客户沟通、新产品发布。

这些互联网银行 1.0 的特点是在利率市场化的条件下，提供比传统大银行更多的存款利率。目前全美 20 家互联网银行大概占全部六、七千家银行的市场份额 3%~5% 之间。

互联网银行 2.0 是指这两年出现的一大批和银行紧密高度合作的创业公司。这些创业公司本身没有银行牌照，但是能利用高技术特点提供一些无比优越的技术体验。比如 Simple、Atom、Number26，他们主要是与传统银行合作，提供一些优越的体验，从而使得这些公司像银行。比如存款到 Simple，其实是存款到和 Simple 合作的一家银行了。而它能够提供什么样的体验呢？比如自动记帐，自动打账单、分析账单，提现的时候告诉你离你最近的 ATM 机，能帮你积分且自动转化成你的信用值等等。这些体验现在传统银行做得都不是很方便，所以出现了一大批附着在传统银行的高科技公司，这些公司利用大数据来做一些创新型的体验。

这是互联网银行发展的情况。我要反复澄清的是，我们所说的互联网银行，都是独立法人的，

没有营业部的，利用利率市场化的优势提供了优于传统银行的存款利率。

互联网券商的发展情况

互联网券商在美国的情况分为三类，第一类叫在线折扣经纪券商。以往券商经纪业务收费很高，大概1手股票最早收300~400美金。这个费用都是纽约股票交易所定的，用来提供一揽子证券交易服务，包括做分析、下单等。纽约股票交易所长期以来是会员制，曾被称为美国资本主义制度下最顽固的垄断堡垒。后来随着交易水平的提高，很多投资人说不要，你只要帮我下单，其他的股票我自己选。这样一来拆分费用佣金自由化的呼声就变高了，终于在1975年美国券商实现了佣金自由化，之后立刻出现了一批折扣经纪券商，至此第一轮佣金大战就开始了。

90年代后期，随着互联网技术的应用，又出现了利用互联网在线折扣佣金的经纪券商，比如Charles Swabs, ETRADE, TD Ameritrade等。他们的特点是提供极低的交易佣金，但是他们怎么赚钱呢？他们的策略是用极低的价格吸引客户，来给客户做全面的财富管理，提供一揽子服务。从收入结构来看，佣金收入占比不到1/3，另外有1/3是财富管理的收入，还有1/3是互联网银行的收入。

社交性券商有Motif, eToro等。最近股票市场不太好，大家都有切身体会，不管市场好不好，我们都希望找到一个靠谱的人去问应该买什么股票。我们随机的问周围同事买股票的决策依据是什么？很多人会说都是听朋友推荐，很少有人说靠自己看研报。这样一来，人们都希望身边有一个真正的高手给自己提供决策咨询。Motif就是根据这样的理念建了一个社交网站，在网站上提供上万种投资组合，这其中大概有1%~2%是由专家提供的。98%~99%是由民间投资高手提供的。

众筹型券商比如我们来看Loyal3。美国有些股票比较贵，在资金缺乏的情况下比较难买。这个网站做的是让投资者10元钱就能买一只股票，100元就能投资IPO。它如何挣钱呢？实际

上其理念是将粉丝变为股东。它的收入主要是发行股票的公司提供的。这些公司希望客户能用比较低的价格购买其股票，既是客户又是股东，增加了其忠诚度。

互联网保险的发展情况

互联网保险分成三块，第一块为传统保险的互联网化，主要为产品、渠道和服务。

第三方互联网保险比如Oscar，是位于波士顿的一家互联网保险公司。最近刚刚完成4亿美元的融资，估值将近30亿美金。创业时间很短。美国奥巴马政府医改以后催生了一大批互联网保险公司，它有几个特点：一是免费发放穿戴设备提取健康信息，进行健康险的差异化定价。第二是正向激励，你越健康我收费越低，鼓励大家健身，注重身体状况。另外可以用位置信息根据用户简单的病情描述，给客户推送距离最近的医生，从而从整体上降低保险费用。它是基于大数据运营的互联网保险创业公司。

另外，有一部分互联网保险都在做一些比价网站。我们发现有趣的情况是，一家互联网经纪保险公司创新性的产品可以和多家保险公司进行合作，利用保险公司牌照进行金融创新。随着互联网技术的发展，基于场景的保险产品越来越多。前一段，我的学生创办了一家公司，一个厨房分享网站，名叫“回家吃饭”。但很多人第一反应就是出问题怎么办？家庭做饭没有许可证。有一个最简单的办法，就是保险。这就是基于场景设计的险种。我问他们出险多么？他说不多，因为总体家里的卫生条件比餐馆要好。未来基于场景的保险产品会越来越多，而且目前看来，总体上大家对于互联网银行、互联网券商关注较多，但我个人认为，互联网保险是一个巨大的蓝海，值得我们去尝试。

第二大类，是基于互联网平台开展金融业务。包括互联网基金销售，如天天基金网等。还有在美国出现了一大堆互联网资产管理公司，这里包括主动型、被动性、O2O和账户智能管理平台。另外还包括互联网小额商业贷款和互联网消费金融。

资产管理通常针对于高净值人群，但是互联网使其改变，比如 Wealthfront、Betterment、covestor 等一大批公司出来后，降低了私人银行服务的门槛。他们将这些服务分成两个部分，一类是标准化的利用互联网实现了免费；一类是个性化，依然收费。所以这个发展特别快。另外由于美国有大量的标准化的 ETF，就可以将投资者的资金根据其风险偏好自动通过机器进行投资，配置到众多的 ETF 之中，这样就没有选股的问题存在了，实现了机器人理财。这一类在美国逐渐火起来了，在国内虽然看到一些苗头，但是没有形成规模。

我有一个学生在美国，最近回来后我问他美国的互联网金融到底发展到什么程度了？他说半年前大的投行、银行还不太看得起 P2P、特别是只能资产管理等。半年之后，都在找标的投资。因此美国传统金融终于开始大规模进入互联网金融了。

互联网小额商业贷款包括电商小贷，比如蚂蚁微贷、Amazon Lending；第三方小贷，比如 Kabbage、OnDeck 等；第三方支付，比如 Square capital、Paypal working capital 等；以及 P2P 网贷。其中 Kabbage 完全利用大数据建模，给第三方放贷，你只要提供了所要求提供的数据，几分钟之内就能放贷，而且能确定放贷的规模和利率水平。

互联网消费金融是一个巨大的领域，目前在国内的业态也非常多，针对的细分市场也非常多。在美国有发薪日贷款，根据发工资日期不做信用调查，直接把钱给你，其年化利率可以达到 400%，因为借款期限比较短，因此这个市场依然很大。谁会用这个呢？一般都是无银行账户的人群。根据美国联邦存款保险公司的报告，美国至今还有大约 1/4 的人口没有享受到传统银行的服务，这也是美国高利贷横行的一个重要原因。另外一个分期付款消费贷款公司，比如京东白条、花呗、分期乐、趣分期等。还有大数据消费贷款公司，比如 Zestfinance、Kreditech。其中 Zestfinance 是根据大数据进行放贷的公司。

针对小微企业和个人消费者的互联网金融在 P2P 中都有，所以 P2P 也是其中一个很重要的分支。

第三类是全新的互联网金融业务，主要是 P2P 网贷，如 Prosper、lendingClub、Sofi、人人贷、拍拍贷、道口贷等；还有众筹，包括产品众筹如 Kickstarter、Indiegogo、众筹网、点名时间；股权众筹，如 Angellist、Wefunder、Circleup、36 氪、京东众筹等；捐赠众筹，如 Youcaring、Gofundme 等，与房地产众筹，如 fundrise、Hetal Investor 等。

最近 P2P 出了一系列的问题，造成了不好的社会影响，处置起来占用的社会资源也非常大。这其实有一个非常简单的办法可以解决，我们可以看美国 P2P 出现得早，为什么规模不是很大，而且没有出现跑路呢？美国 2006 年成立了 Prosper，2007 年成立了 lendingClub，这两个 P2P 经营不久就收到了美国证监会的禁止函，要求立刻停业，并要求其像上市公司一样在美国证监会注册。注册意味着这两个 P2P 必须像上市公司一样做全面的披露。包括高管、每笔交易细节、公司本身财务报表等。美国证监会下发的禁止函中写的很清楚，美国是判例法，根据证券市场两个著名的判例，认定借款的单子是证券，因此必须得到证监会注册，第一年需要交几百万的注册费，而且第一年不一定能注册成功。注册完之后还得做全面的信息披露，其监管非常严格。

大家可设想，这几千家 P2P 平台，如果披露高管情况，披露每笔资金细节，然后再披露财务报表，大家在挑选 P2P 的时候就能做到心中有数，就能淘汰一大批，逐渐改变目前中国 P2P 行业鱼龙混杂的局面。

还有一类没有在美国证监会注册的，比如 SOFI，也是人人网投资的。SOFI 最早是斯坦福的校友向在校学生放贷，现在资金提供方仅限于合格投资者，根据美国证监法有关规定，就不需要向证监会注册。SOFI 目前已经变成了美国学生贷款的再贷款公司。在美国考大学一般都能申请到助学贷款，因此这个总量非常大，

美国大学生政府贷款的规模存量 1 万亿美金，超过信用卡和车贷。但是美国政府放贷比较粗放，比如一个学校都是一样的利率，这就给再贷款的 P2P 公司提供了空间。比如学生 8% 贷款，P2P 公司 7% 就可以给学生，所以基本上再贷款就可以将贷款置换出来，同时，贷款以后资产型资产立刻证券化。

我们再说下众筹，小额资金集中起来办大事。比如产品众筹，做的最好的是 Kickstarter 这个平台。它现在成交量上升特别快，产品分成十五个大类，全是创意产品。苹果手表的全球第一款其实就是在这个平台上众筹成功的。目前为止，Kickstarter 撮合交易额超过 20 亿，40% 的项目在这个平台上拿到了钱，包括出版、音乐、舞蹈、游戏、电影、视频、摄像、写书等。股权众筹就是大家出钱投资一个公司，全球做的是最好的是 Angellist，其投资者需要是合格的投资者，所以它不需要注册和披露，就是比较富有的个人和机构投资与创业企业。这个平台大概有几十万家企业，3000 家孵化器，6000 家 VC，每天有大量的创业公司在上面融到钱。而 Angellist 全公司大概就 20 多个人。这就是互联网的威力啊！

第四类是互联网金融信息服务，其本身不是金融业务，但是其提供信息，这种信息提供的角度和模式都非常独特。包括在线投资社交，比如美国著名的 Seekingalpha、Zulutrade、东方财富吧等；还有金融产品搜索，比如 Bankrate、Lendingtree、融 360 等；还包括个人财务管理，比如 Mint、Saveup、挖财网、随手记等；还包括在线金融教育、个人信用管理等。

个人信用管理、在线金融交易、金融产品搜索都将成为一个推送金融产品的新入口。从创业的角度来看，前三类都是需要金融牌照的，第四类并不需要金融牌照，所以更适合创业。因此在不远的将来我们可以看到互联网金融信息服务在国内会有有一个大幅的发展。如果展望未来创业的机会，我认为互联网保险是一个领域，另外的机会在于互联网金融信息服务。

在美国考察的过程中，我们认为很牛的企业，



宜信公司旗下的网络 P2P 平台宜人贷美国时间 2015 年 12 月 18 日 9:30 分在美国纽交所上市（纽交所股票代码：YRD），成为纽交所中国互联网金融第一股

让我们很兴奋的企业却不被人们所关注。后来我们慢慢自己找到了答案，美国 1933 年出台了《证券法》，1934 年出台了《证券交易法》，1940 年出台了《投资公司法》、《投资顾问法》，其规范是从刚开始就有的。同时从促进互联网金融发展的制度因素来看，美国 1975 年实现了佣金自由化，1986 年利率市场化，1999 年公布《金融服务现代化法案》，其解除管制的能量是逐步释放的。再加上互联网金融发展比较早，因此大家都不觉得吃惊。可是在中国这些因素集中在一起，所以呈现了爆发式的发展。

未来随着制度红利的逐渐消失，中国互联网金融也会进入新常态，即整个金融业在使用互联网的思维方式和技术手段去从事金融服务的提供。❷

（本文转载自微信公众号《清华金融评论》）