

2016年03月8日

证券研究报告—互联网金融专题报告

告别蛮荒发展，回归金融本质

2015年互联网金融年度报告

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321304

◎投资要点：

- ◆如果将2013年定义为互联网金融的“元年”，那么2015，则是见证这股力量由边缘走向中心，正式迈向全民理财时代的关键之年。这一年，互联网征信、移动支付、金融云等基础设施建设迅速铺开，互联网再度诠释了低成本规模化复制的绝对优势，大幅降低了理财行为的参与成本；传统金融机构的互联网化驶向深水区，叠加中国证券市场迎来七年巅峰时刻，大量新鲜血液被纳入资本市场服务体系；呈现燎原之势的互联网金融，令我们看到一种社会生态的重构。
- ◆本报告包含三个部分，市场篇主要针对2015年互联网金融领域整体背景、创新业态以及监管情况进行了回顾和梳理；行业篇则依《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》提出的各个子行业，逐一进行了市场规模、商业模式、发展趋势方面的探究；在展望篇中，我们从产品创新、行业困境两个角度讨论了当下互联网金融自身存在的困局，结合对市场格局和监管思路的思考，我们预计，良莠分化与市场淘汰机制将在未来充分显现。
- ◆结合业已成型的互联网金融业态，基于日常观察和认知的需要，在本篇报告中，我们提出了互联网金融的观察体系，分为基础设施与生态、传统金融机构+互联网、互联网平台+金融以及原生互联网金融模式四大门类，进而向下细分出多级形态，帮助开展相关业务的机构和从业者，从全局和骨干上把握互联网金融的生态链。
- ◆在新的监管背景下，我们认为互联网金融领域将迎来结构性的深调，逐步回归金融的本质，进入新的发展阶段，互联网真正成为金融行业泛在的基础架构，渗透到其价值链的每个环节。

正文目录

(一) 市场篇：竞合格局复杂化，生态完善走向深水区	6
1. 互联网金融年度大事记	6
1.1. 互联网巨头抢滩个人征信市场，大数据重构金融风控	6
1.2. 微信红包引爆社交金融，移动支付持续渗透	6
1.3. 首批试点民营银行开闸，长尾市场蓄力待发	6
1.4. 华泰证券移动客户端用户破千万，证券行业显现马太效应	6
1.5. 互联网保险 2015 上半年规模接近 2014 全年，仍存巨大待开发空间	7
1.6. 蚂蚁金服完成 A 轮融资，年末估值超 500 亿	7
1.7. 京东白条 ABS 产品挂牌深交所，金融 IT 助推资产证券化	7
1.8. 互金指导意见发布，行业告别蛮荒时代	7
1.9. 网贷行业首份监管细则问世，严控网贷平台经营	8
1.10. 阿里力推金融云，持续关注基础设施变革下的“金融+互联网”	8
2. 行业业态：基于生态视角的互联网观察体系逐步形成	8
2.1. 产品收益率形成梯度，行业迈向精细化运作	8
2.2. 机构竞争格局复杂化，生态整合走向深水区	9
2.3. 监管元年，收放并重	10
2.4. 生态链视角下的互联网金融观察体系	11
3. 投资者画像：长尾用户理财意识觉醒	12
3.1. 人群特征：移动互联网持续渗透，投资者群体趋向年轻化	12
3.2. 投资需求：迅速向长尾市场蔓延	14
3.3. 投资者调查：风险意识有所改善，产品认知仍偏低	16
(二) 行业篇：传统金融业务与原生互联网模式的角力	17
1. 互联网征信：开启大数据时代的信用之窗	17
1.1. 为什么关注互联网征信？	17
1.2. 互联网征信的业务逻辑	18
1.3. 应用前景广阔，综合化与垂直化并存	20
2. 移动支付：金融场景泛在化的核心环节	20
2.1. 不可逆转的移动支付趋势	21
2.2. 第三方支付牌照的价值“围城”	22
2.3. 全时段、去中介的金融时代	23
3. 互联网银行：“慢”银行迎来“快”变革	24
3.1. 银行业面临资产负债业务体系重塑	24
3.2. 直销银行：分拆独立，百信银行引发新主流	25
3.3. 试点民营银行：积极补位，聚焦小微金融	26
4. 互联网证券：探寻“证券+互联网”的格局与路径	28
4.1. 格局：当金融创新遇到牛市	28
4.2. 路径：中国版“互联网券商”进入 2.0 时代	30
4.3. 投资社交：见证投资者行为模式的扭转	32
5. 互联网保险：从渠道反转到定价变革	34
5.1. 互联网保险保费收入激增，渗透率仍低	35
5.2. 行业集中度下降，互联网渠道占优	36
5.3. 对保险行业互联网化进程的信心来自大数据	37
6. 互联网基金销售：移动互联时代，资管正规军迎变局	38
6.1. 蚂蚁金服、陆金所加入渠道战局，网销基金成互联网金融平台标配	38

6.2. 牛市+移动互联，带来的不仅仅是公募扩容.....	39
7. 互联网信托：困局依旧，“小象”转身仍在探索初期	41
7.1. 借力互联网，信托业可以改造什么？	41
7.2. 中融金服：受益权对接大众投资需求，创新模式仍需时间考验.....	42
8. 消费金融：互联网巨头的下一个主战场	43
8.1. 当金融成为一种消费方式.....	43
8.2. 风险定价同样是消费金融最核心环节	45
8.3. 基于消费金融的业务创新案例.....	46
9. P2P 网贷：一个野蛮扩张时代的结束	47
9.1. 累计成交破万亿，收益率中枢持续下移	47
9.2. 重压之下，网贷平台亟待转型.....	48
9.3. 重新思考互联网金融的投资者适当性和信息披露制度.....	49
10. 股权众筹融资：静待下一轮资本盛宴.....	50
10.1. 国内外股权众筹市场发展概览.....	50
10.2. 股权众筹模式：“人人皆创投”	52
10.3. 股权众筹行业的“黎明之前”	53
(三) 展望篇：告别蛮荒时代.....	55
1. 产品创新：聚焦小额高频，偏高收益，强流动性.....	55
2. 行业困境：互金商业模式与风控能力仍待考	56
3. 趋势推演：告别蛮荒时代，分化与淘汰将成主题.....	57

图表目录

图 1 互联网支付用户规模变化.....	9
图 2 余额宝总规模变化.....	9
图 3 2011~2015H1 中国互联网金融行业投资情况.....	9
图 4 2015 全年 A 股互联网金融指数表现	9
图 5 传统金融思维与互联网思维的差异.....	10
图 6 生态链视角下的互联网金融观察体系	11
图 7 中国网民规模和互联网普及率.....	12
图 8 腾讯微信活跃用户数（含 WeChat）	12
图 9 深市新开户个人投资者学历分布	13
图 10 深市新开户个人投资者年龄分布	13
图 11 中国网民年龄结构.....	13
图 12 2014-2015 全球中产阶级特征对比	13
图 13 国内居民个人金融资产配置占比	14
图 14 2013 年各国按可投资金融资产划分的家庭数量占比.....	14
图 15 网贷投资者特征（抽样调查结果）	15
图 16 互联网理财用户规模	15
图 17 腾讯理财通用户特征统计	16
图 18 受访者互联网金融投资金额占总投资金额比例.....	16
图 19 受访者对于各类互联网理财方式的认知度.....	17
图 20 受访者认为阻碍其从事互联网金融投资的因素.....	17
图 21 近年来个人征信系统收录自然人数及信贷人数.....	18
图 22 中国人民银行个人征信系统资料来源.....	19
图 23 芝麻信用分的应用场景设想	20

图 24	电子支付笔数变化	21
图 25	电子支付金额变化	21
图 26	移动支付交易笔数变化	21
图 27	第三方互联网支付与移动支付交易规模变化（不含银行和银联）	22
图 28	第三方移动支付交易市场份额	23
图 29	第三方互联网支付交易规模结构（不含银行和银联）	24
图 30	2005 年以来居民活期存款增长变化	25
图 31	2012-2015Q3 国金证券收入结构变化及经纪业务市场占比	30
图 32	传统金融机构与互联网公司获取用户的不同路径	30
图 33	新时代证券与新浪理财平台的合作示意	31
图 34	关于“互联网+证券”路径的思考	32
图 35	雪球平台功能架构	33
图 36	“股票雷达”的产品逻辑	34
图 37	国内保险密度和保险深度变化	35
图 38	2014 年世界保险密度和保险深度	35
图 39	互联网保险保费收入变化	35
图 40	人身保险公司保费收入市场份额变化	36
图 41	大数据对核心保险职能的影响	38
图 42	基金公司客户维护费占管理费比例变化	38
图 43	东方财富网第三方基金季度销售额	39
图 44	牛市期间新增基金开户情况（2014.7-2015.7）	40
图 45	中国互联网基金交易规模	40
图 46	个人投资者有效基金账户年龄分布	41
图 47	2010-2015 年中国社会消费品零售总额与城镇居民人均可支配收入	44
图 48	网络购物规模及使用率	44
图 49	金融机构人民币消费贷款余额	44
图 50	互联网消费金融产业链	45
图 51	腾讯金融云平台的消费金融解决方案示意	46
图 52	网贷成交量和贷款余额	47
图 53	2014 年以来网贷各月活跃投资人数和借款人数	47
图 54	网贷平台综合收益率走势	48
图 55	网贷运营平台数量变化	49
图 56	全球众筹行业交易规模	51
图 57	CNBC Crowdfinance 50 指数表现	51
图 58	国内众筹平台家数变化	51
图 59	2015 主流众筹平台预期筹资金额与实际筹资金额	51
图 60	2015 年 9 月部分股权众筹平台预期筹资金额与已筹集金额	52
图 61	股权众筹项目运作流程示意图	52
图 62	“领投+跟投”模式标准流程	53
图 63	多层次资本市场结构	55
图 64	商业银行不良率季度变化	57
图 65	宜人贷（NYSE:YRD）上市两个月内股价变化	58
图 66	VC/PE 与二级市场的联动关系	58
图 67	2015 年 1-8 月风险投资获投项目数	59
表 1	2014-2015 年互联网金融重要监管文件一览	10
表 2	芝麻信用分和腾讯征信星级评估体系	19
表 3	直销银行客户数（单位：万人）	26

表 4	中国人民银行关于人民币电子账户开立的监管文件	28
表 5	2015 年证券公司互联网战略重要事件一览	28
表 6	已获保监会批准的 4 家互联网财产保险公司	36
表 7	2015 前三季度互联网保险保费收入分布	37
表 8	个人投资者开放式基金资产净值分布情况	40
表 9	中融金服互联网金融产品案例	42
表 10	京东白条 ABS 产品一期信息	46
表 11	分期乐 ABS 产品基本信息	46
表 12	宜人贷融资客户利率情况	58

(本报告共有图 67 张, 表 12 张)

(一) 市场篇：竞合格局复杂化，生态完善走向深水区

1. 互联网金融年度大事记

1.1. 互联网巨头抢滩个人征信市场，大数据重构金融风控

2015 年 1 月 5 日，央行印发《关于做好个人征信业务准备工作的通知》，芝麻信用、腾讯征信等 8 家机构获取资格进行个人征信业务准备工作。消息发布后不久，蚂蚁金服旗下芝麻信用即积极公测信用评分功能，将其作为独立模块设置在支付宝移动应用中，此后亦动作频频。

由于国内征信体系的不完善，互联网投融资活动的参与者，一方背负着巨大的信用风险，另一方却仅承担极低的违约成本。互联网征信将不仅仅用于识别金融活动参与者的信用风险，未来还将与其它互联网泛在数据接通，成为互联网时代无处不在的基础设施。

1.2. 微信红包引爆社交金融，移动支付持续渗透

2015 年 2 月 18 日，除夕之夜全民开启微信红包大战，当晚红包收发总数达到 10.1 亿次，微信红包两天绑定超过 2 亿张银行卡，微信支付（财付通）用户规模暴增。此后，蚂蚁金服国内事业群高层在公开场合表示，截至 2015 年 4 月 22 日支付宝钱包的活跃用户数已经超过 2.7 亿。

CNNIC 数据显示，截至 2015 年底，我国移动支付使用率（占互联网用户总数）已达到 57.7%，接近互联网支付 60.5% 的水平，仍保持较快增速。移动支付的渗透加速了互联网金融向跨设备、全时段的迈进，为创新型互联网企业提供以优化体验取胜的机会，也对传统金融机构的结算系统提出了更高要求。

1.3. 首批试点民营银行开闸，长尾市场蓄力待发

2015 年 5 月 27 日，浙江网商银行获浙江银监局正式批复开业，至此我国首批试点的 5 家民营银行：天津金城银行、前海微众银行、上海华瑞银行、温州民商银行和浙江网商银行全部获批。在 11 月 20 日召开的首届中国民营银行发展座谈会上，华瑞银行凌涛董事长透露，五家民营银行资产规模已突破 500 亿元大关。

在企业与个人金融需求的满足上，传统银行可以做到雨露均沾，而在小微金融市场里，需求与供给存在严重不匹配的问题。无论是零售市场，还是小微企业，面向巨大的长尾市场，民营银行皆能提供更具有竞争力的服务，与传统银行展开错位竞争。

1.4. 华泰证券移动客户端用户破千万，证券行业显现马太效应

2015 年 12 月 7 日华泰证券发布公告称，截至 12 月 4 日“涨乐财富通”下载安装运行设备量超过 1000 万台。作为国内最早全面转向互联网战略的券商之一，截至 2015Q3，华泰以 8.38% 的股票基金成交市场占有率稳居全市场第一，经纪业务的优势也带动了资管、利息等其它传统业务的协同增长。

2015 年是“证券+互联网”全面开花的第二个年头，证券公司互联网战略已经告别“传统业务线上化”的初级模式，部分券商开始深度牵手互联网公司，试图为经纪、投顾、资

管等多业务形态实现深度对接。此外，金融 IT 公司、BAT 同样觊觎分食证券行业互联网化的蛋糕，未来，监管思路的明确将对行业格局产生深远影响，强者恒强的局面将进一步显现。

1.5. 互联网保险 2015 上半年规模接近 2014 全年，仍存巨大待开发空间

2015 年 8 月 17 日，中国保险行业协会发布《2014 互联网保险行业发展报告》并公布 2015 年上半年互联网保险行业经营数据。根据该统计，2015H1 互联网保险市场累计实现保费收入 816 亿元，是上年同期的 2.6 倍，与 2014 年互联网保险全年总保费水平接近。

随着渠道拓展、产品创新的持续发力，互联网保险行业可观的增速，使之成为 2015 年互联网金融领域浓墨重彩的一笔。6 月，易安财险、安心财险、泰康在线相继获批设立互联网保险公司，打破众安保险“独一家”的牌照优势。由于产品创设的复杂性，目前仅有车险、万能险以及小额的场景类保险（如航空延误险）互联网化进展较快，在保险行业万亿规模的市场中，大数据驱动的定价模式仍有巨大的发挥空间。

1.6. 蚂蚁金服完成 A 轮融资，年末估值超 500 亿

2015 年 7 月 3 日，蚂蚁金服宣布完成 A 轮融资，规模达 120 亿元，此轮融资由全国社保基金领銜，包括国开金融、4 家保险公司、春华资本和上海金浦产业基金共 8 家机构投资者成为蚂蚁金服股东。蚂蚁金服 A 股上市消息频传，据 36 氪发布的《2015 年氪估值排行榜》，蚂蚁金服估值接近 520 亿美元。

截至 12 月底，蚂蚁金服旗下已形成完整的金融业务生态链，拥有征信、支付、银行、基金销售、股权众筹等多项业务牌照或试点资格，支付宝、金融云等基础设施享有互联网金融生态链的控制权，并源源不断地向其业务体系内的其它领域输送用户。

1.7. 京东白条 ABS 产品挂牌深交所，金融 IT 助推资产证券化

2015 年 10 月 28 日，“京东白条应收账款债权资产支持专项计划”在深交所挂牌，成为备案制实行以来深交所挂牌的第一个基于互联网消费金融的资产证券化项目。京东白条 ABS 采用内部分层的增信方式，将产品分为优先档、次优档和次级档，回流资金按优先顺序依次支付，优先档和次优档收益率分别为 5.1%、7.3%。

与阿里的 ABS 产品不同，京东白条资产支持证券的基础资产是 C 端的分期消费债权以及服务费，分散度极高，这对于京东的大数据和金融 IT 系统提出了颇高的要求。互联网金融的风控体系是过去一年中被频繁提及的问题，一套基于互联网的资产证券化基础设施建设，将在未来一年持续引发关注。

1.8. 互金指导意见发布，行业告别蛮荒时代

2015 年 7 月 18 日，央行等十部委联合印发《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，官方首次定义互联网金融的概念，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，落实监管责任，明确业务边界。

市场普遍将互金指导意见解读为支持和引导，我们更侧重推测监管层对于互联网金融各方参与者的认知与管理思路。意见中明确区分中介业务和金融业务，在后期的网贷行业、

支付行业相关管理办法中都有着明晰的体现，在未来，证券行业、股权众筹行业的相关管理办法或将沿袭这一思路。

1.9.网贷行业首份监管细则问世，严控网贷平台经营

2015 年 12 月 28 日，网贷行业首份监管细则《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）》问世。征求意见稿对于网贷平台的备案管理、机构义务、禁止行为、信息披露等多方面进行了规定，并要求网贷投资者拥有非保本类金融产品投资的经验。

2015 年，网贷行业成为互联网金融总类下最炙手可热的子领域，2015 年总成交额破万亿，相关概念一级、二级市场估值表现不俗；同时，陆金所剥离 P2P 业务、E 租宝等风险事件集中爆发，种种现象都在印证行业过热带来的隐忧。伴随着监管承压、利差缩窄，一大批网贷平台面临转型压力。

1.10.阿里力推金融云，持续关注基础设施变革下的“金融+互联网”

2015 年 10 月 16 日，蚂蚁金服总裁井贤栋宣布推出专门面向金融行业的云计算服务“蚂蚁金融云”，正式向金融机构开放积累多年的云计算能力和技术组件，服务对象包括银行、证券、保险、互联网金融等多行业机构。与之相应，阿里巴巴 2015Q3 季报也显示云计算业务单季度营收同比高增 127.7%，成为财报最大亮点。

随着小微金融需求的快速扩张，金融服务市场呈现随时在线、小额频发等特点，传统金融机构的技术架构由于运维成本高昂、迭代速度慢、并发能力弱等原因，效率问题日渐突出。基于基础设施变革的视角，我们同样关注三方服务（如大数据处理）、技术协议（如区块链）等对于金融行业的改造，其中不仅蕴含商业机会，在互联网与金融深度融合的趋势下，也必定对未来金融市场的全局生态产生深刻影响。

2.行业业态：基于生态视角的互联网观察体系逐步形成

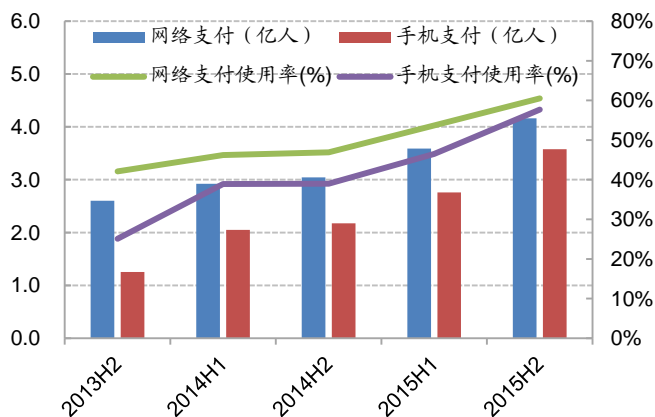
回溯 2015 年互联网金融，我们首先看到几个重要现象：由金融 IT 驱动的行业生态革新，传统金融机构谋求与互联网的深度融合，网贷等原生互联网金融业态的爆发式增长，以及监管力量的初步渗透。在金融从业者看来，整个领域也许从未如此贴近创新。

然而仔细翻阅过往大事记，我们至少发现三对重要矛盾：一是互联网思维与传统金融的价值链思维的差异；二是客户的高收益预期与低利率环境的矛盾；三是技术进步与监管思维的矛盾。基于这些认知，我们对于行业业态的把握，主要从产品形态创新、行业生态整合以及监管思路三方面入手。

2.1.产品收益率形成梯度，行业迈向精细化运作

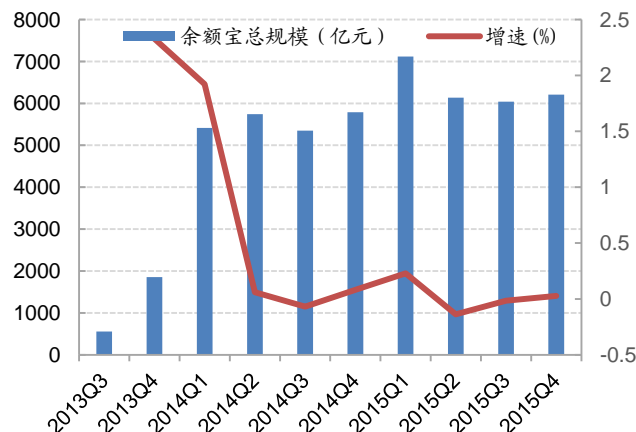
与 2013-2014 年的颠覆式创新相比，互联网金融在 2015 年的突破，更多体现在规模的变化上。由于政策准入，互联网巨头开始抢滩个人征信，并迅速打通应用场景，蚂蚁金服旗下芝麻信用通过嵌入支付宝实现基础用户的大规模覆盖；截至 2015 年底，手机支付用户规模达到 3.58 亿，使用率高增至 57.7%；首单消费金融 ABS 产品成功挂牌深交所，大数据结合资产证券化初战告捷，行业基础设施建设持续推进。而从金融产品角度，一个较为显在的现象是：余额宝等较为成熟的互联网金融产品的规模进入平台期，理财用户开始寻求更高收益的品种，挂钩股指、大宗商品的结构化场外期权产品频现于类 P2P 平台，不同形态的互联网金融产品之间形成梯度，网贷、互联网保险产品规模增长强劲。

图 1 互联网支付用户规模变化



资料来源: CNNIC, 华宝证券研究创新部

图 2 余额宝总规模变化



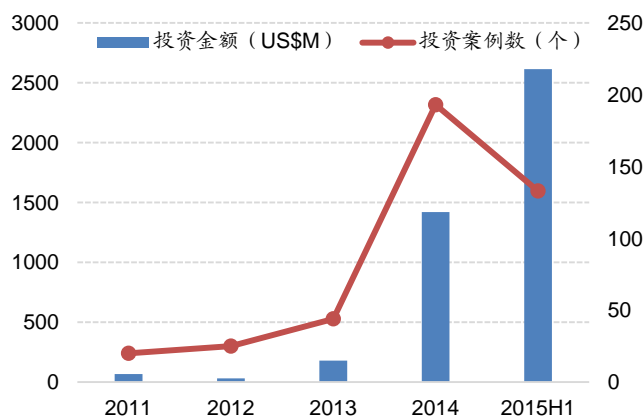
资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究创新部

对比此前两年, 2015 年互联网金融产品创新节奏有所放缓, 行业的进步主要体现于精细化运作, 这种精细化, 体现在互联网金融各子行业内的细分, 投资者人群的细分以及相应的需求细分等方面。消费金融、供应链金融与资产证券化产品从边缘向中心迈进, 网贷基金、综合搜索、投资社交使互联网金融的生态得到延展; 以真融宝为代表的互联网资产管理模式, 打破了传统金融市场与互联网金融的界限, 尽管这一模式尚存争议, 但它从侧面证明了互联网金融平台的运作思维正趋于成熟。

2.2.机构竞争格局复杂化, 生态整合走向深水区

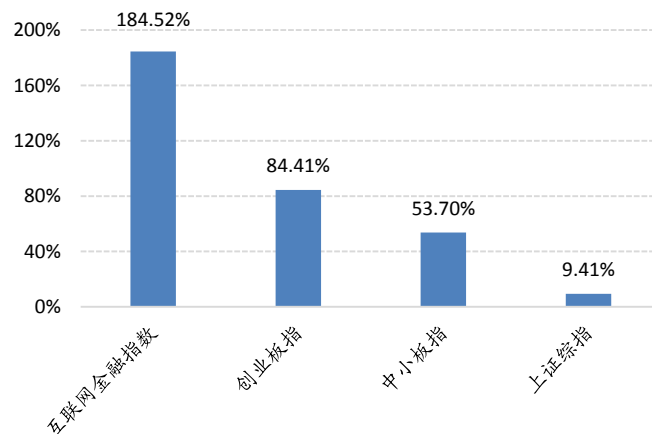
互联网金融概念作为投资题材, 无论在 VC/PE 市场还是二级市场, 近两年都表现出前所未有的热度。一方面, 互联网系主力军持续加码, 除 BAT 外, 京东、小米等公司动作频频, 重度涉足互联网金融; 另一方面, 传统金融机构加快创新转型, 自建互联网金融平台或牵手互联网巨头; 部分实业企业也多以供应链金融模式参与互联网金融。此外, 金融云、第三方评级、金融社交等细分领域也开始涌现出独角兽公司。

图 3 2011~2015H1 中国互联网金融行业投资情况



资料来源: PEDATA, 华宝证券研究创新部

图 4 2015 全年 A 股互联网金融指数表现

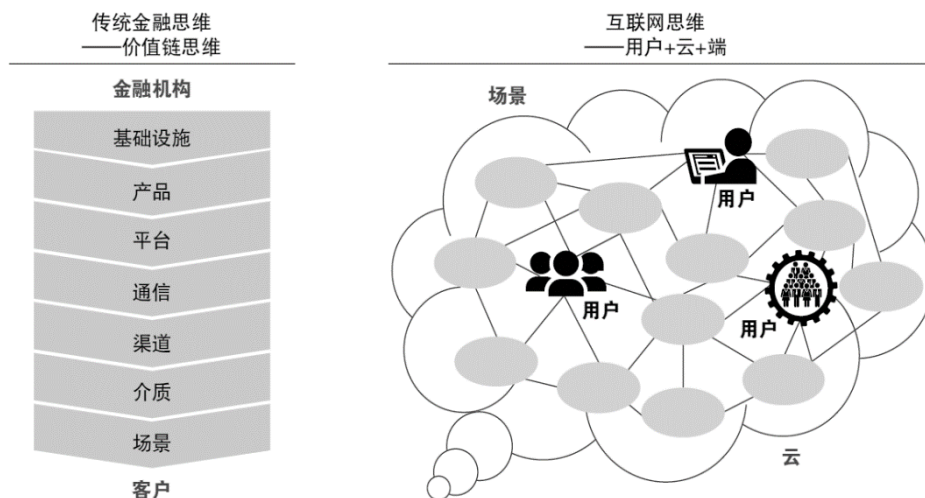


资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究创新部

牌照先行的传统金融机构, 和用户思维主导的互联网公司, 新旧两种金融思维的区隔依然明显; 而互联网作为基础设施的通用属性, 加之实力较强的互联网金融平台陆续领取牌照成功“转正”, 将使得两者的业务形态趋向一致, 行业竞争格局趋于复杂。虽然互联网

金融的服务对象更加偏重小微金融市场，但从长期看，传统金融机构的牌照价值将不可避免地遭到削弱。这与监管层强调的“区分中介业务与金融业务”思想，存在一定的矛盾。

图 5 传统金融思维与互联网思维的差异



资料来源：BCG，华宝证券研究创新部

蚂蚁金服的壮大，可以用来解释生态整合的趋势。截至目前，蚂蚁金服已经筑成了互联网金融的“泛在网络”，支付宝、金融云等基础设施享有互联网金融生态链的控制权，并源源不断地向其业务体系内的其它领域输送用户。虽然蚂蚁金服尚未深度介入金融产品的设计与开发，但事实上，它已经取代了传统金融机构的部分核心职能。

2.3. 监管元年，收放并重

2015 年被称为互联网金融的“监管元年”，主要源于行业首个纲要性监管文件出台，明确定义了互联网金融的概念，并对各互联网金融业态的监管职能部门进行了划分。正如业界观点所云，互联网金融的核心是金融，在通过信息技术重构金融逻辑的同时，忽视了传统金融行业长期以来建立的投资者适当性制度、信息披露制度等，在泡沫推升至高位之前，监管层需要对整个互联网金融市场，包括传统金融机构业务的互联网化进行思考和决策。进一步说，互联网金融的顶层设计，关系到整个资本市场的结构性调整，包括混业趋下的准入制度、市场经营主体、投资者构成等等要素，都需要在较短的时间内做出重新定义。

结合《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，以及近两年来发布的相关规定，我们最终读到一个中观、审慎的价值评判标准。市场普遍将指导意见解读为正面引导，而我们同时也应看到，监管层在肯定新金融业态的同时，重申了传统金融业务的核心地位。

表 1 2014-2015 年互联网金融重要监管文件一览

监管领域	发布机构	发布时间	文件名称
综合	央行等十部委	2015/7/28	关于促进互联网金融健康发展的指导意见
征信	央行	2015/1/5	关于做好个人征信业务准备工作的通知
		2015/12/1	征信机构监管指引
支付	央行	2015/12/28	非银行支付机构网络支付业务管理办法
网贷	央行	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
		2015/12/28	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）
众筹	证券业协会	2014/12/18	私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）
银行	银监会	2015/6/22	关于促进民营银行发展的指导意见

证券	证券业协会	2015/6/12	证券公司外部接入信息系统评估认证规范
	证监会	2015/7/12	关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见
保险	保监会	2014/4/15	关于规范人身保险公司经营互联网保险有关问题的通知(征求意见稿)
		2015/7/22	互联网保险业务监管暂行办法
		2015/9/30	互联网保险业务信息披露管理细则

资料来源：公开信息，华宝证券研究创新部

除了明确指向互联网金融监管的文件外，一些经济工作会议的常规文件或纲要性文件中也频繁出现互联网金融的内容，例如 2015 年 5 月发改委《关于 2015 年深化经济体制改革重点工作的意见》中即指出要出台促进互联网+金融健康发展的指导意见，探索建立多层次资本市场转板机制，制定出台私募投资基金管理暂行条例，开展股权众筹融资试点。这些意见都在其后不久得到落实。

在传统金融行业，互联网作为渠道的影响，也间接体现在相关管理细则中。12 月 16 日，《私募投资基金募集行为管理办法（试行）（征求意见稿）》发布，其中规定“任何机构和个人不得为规避合格投资者标准募集以私募基金份额或其收益权为投资标的的产品，或者将私募基金份额或其收益权进行拆分转让，变相突破合格投资者标准。”直接否定了私募基金与互联网金融向结合的一种常见做法，即拆分基金份额或者基金份额收益权。

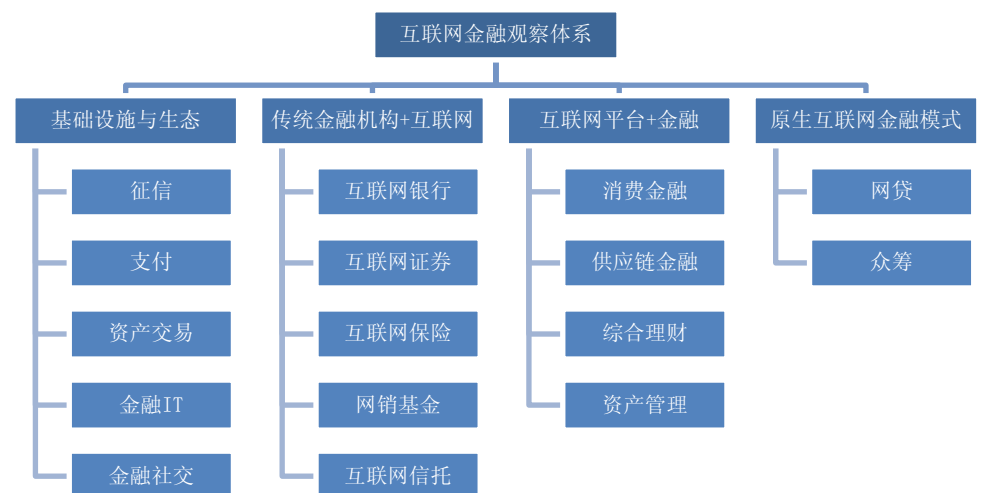
回到《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，我们认为其核心精神在于厘清边界，区分中介业务和金融业务。从定义上看，“互联网金融是传统金融机构与互联网企业利用互联网技术和信息通信技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式。”其中，互联网金融的信息中介只做信息平台与通道，互联网金融业务则接受同类监管原则。

分类监管、明确准入边界和业务管理条款，缩小了制度套利的空间；信息中介虽不实行牌照制度，却需要按照严格的金融标准来定位自身。尽管目前互联网金融领域仍存在较大的监管真空，指导意见的问世，至少令其就此告别蛮荒之路，风险管控变得有据可依。

2.4.生态链视角下的互联网金融观察体系

结合业已成型的互联网金融业态，基于日常观察和认知的需要，我们提出了互联网金融的观察体系，分为基础设施与生态、传统金融机构+互联网、互联网平台+金融以及原生互联网金融模式四大门类，进而向下细分出多级形态，帮助开展相关业务的机构和从业者，从全局和骨干上把握互联网金融的生态链。

图 6 生态链视角下的互联网金融观察体系



资料来源：华宝证券研究创新部

业界较为常见的互联网金融门类划分，或以《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》中提出的七类具体业态（互联网支付、网络借贷、股权众筹融资、互联网基金销售、互联网保险、互联网信托和互联网消费金融）为基础，或以渠道、产品为核心形态进行抽象概括。在与各细分行业结合的过程中，我们发现一个划分体系的建立，难度主要在于将较为复杂的业务形态进行一定程度的抽象，同时需考虑纳入未来可能衍生出的新业务形态；除此外，还需自上而下地将市场→机构→具体业务模式进行梳理，使其富于解释性和启发性。

我们对于互联网金融的整体观察，建立在互联网公司 and 金融机构两类主要参与者的业务逻辑之上，并充分关注征信、支付、资产交易等基础设施和外围生态的重筑对金融业带来的革新。对于该观察体系的阐述，将贯穿于《中国金融产品年度报告》的互联网金融部分。

3.投资者画像：长尾用户理财意识觉醒

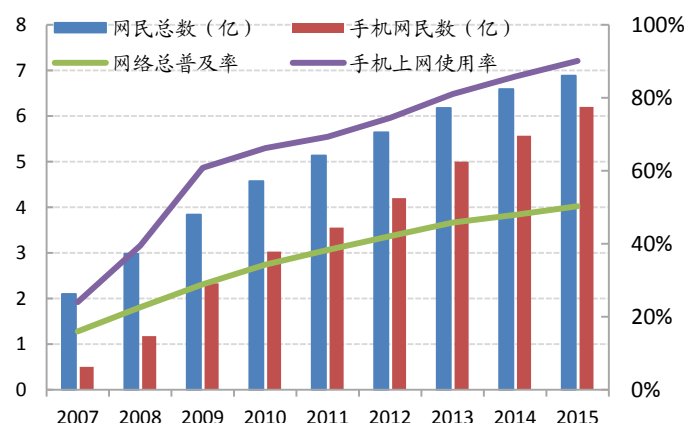
3.1.人群特征：移动互联网持续渗透，投资者群体趋向年轻化

除了技术革新、长期以来金融压抑环境的改善，互联网金融在 2015 年的狂飙突进，与投资者人群的特征有着密切联系。结合互联网和金融两个维度的线索，我们重点关注互联网与移动互联网的普及、投资者的年龄结构、中产阶级在社会人群结构中的占比等指标，借以观察互联网金融所根植的社会环境。

CNNIC 数据显示，我国网民规模在 2015 年底达到 6.88 亿人，普及率达 50.3%；手机上网使用率（手机网民数与网民总数之比）为 90.1%，移动互联网普及率较为可观。随着互联网基础设施铺设逐年完善，两项数据近两年增速有所放缓。我们认为，互联网总体普及率仍有较大上升空间，未来的天花板主要取决于教育普及程度和人口年龄结构的变化。

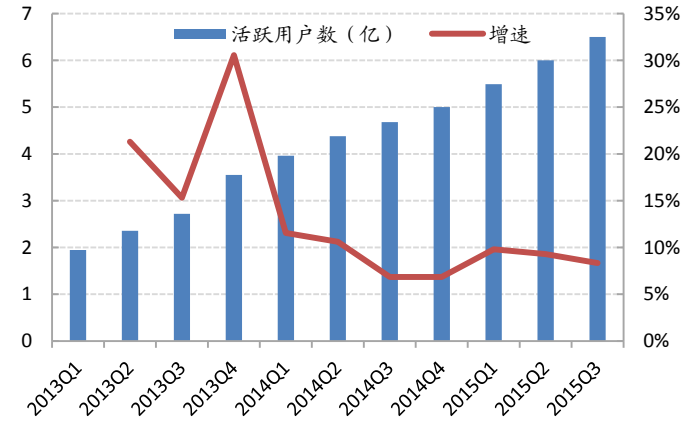
我们同样可以根据一个更为直观的指标来侧面了解移动互联网的普及程度，即微信的活跃用户数。根据腾讯财报，截至 2015 年三季度该应用的活跃用户数量为 6.5 亿（含海外用户的 Wechat 客户端）。应用市场上众多软件仅在移动端提供完整的服务，这将助推互联网金融活动向去物理化和全时性发展。

图 7 中国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC，华宝证券研究创新部

图 8 腾讯微信活跃用户数（含 WeChat）

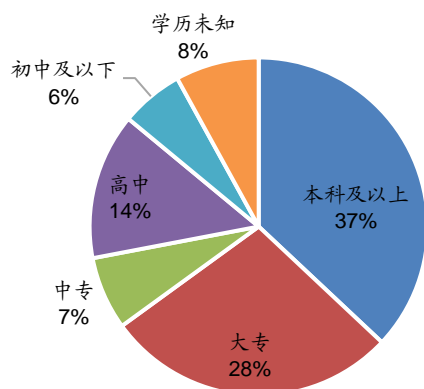


资料来源：腾讯财报，华宝证券研究创新部

从年龄结构来看，网民中年轻群体占据数量上的绝对优势，这类人群拥有更高的教育水平，对于新鲜事物的接受能力也更强。2015年10月腾讯发布的《微信生活白皮书》也显示，微信用户中15-29岁用户占比达到60%。

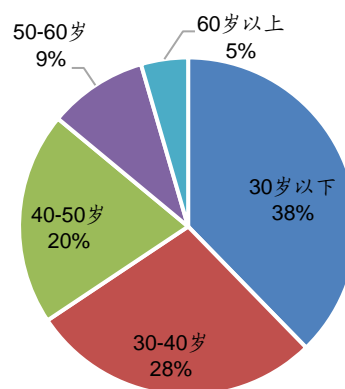
受过去一年A股高回报率驱动，在相对成熟的传统金融市场，新增投资者结构同样呈现年轻化特征。2014年初至2015年3月31日，深市新开户个人中30岁以下的股民占比达到37.7%，本科及以上学历者占37%。

图9 深市新开户个人投资者学历分布



资料来源：深交所金融创新实验室《深市新开户个人投资者学历分析报告》，华宝证券研究创新部

图10 深市新开户个人投资者年龄分布

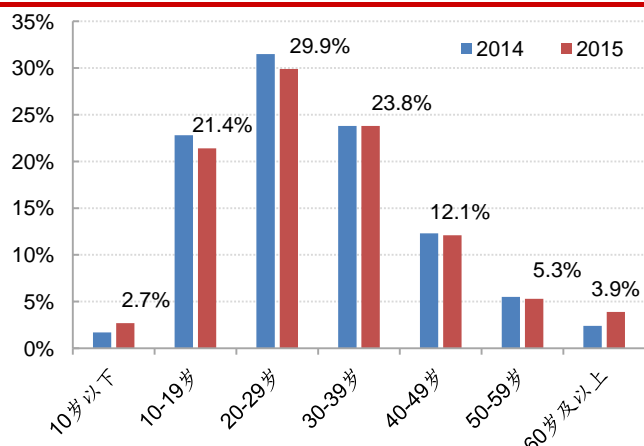


资料来源：深交所金融创新实验室《深市新开户个人投资者学历分析报告》，华宝证券研究创新部

瑞信发布的《2015全球财富报告》向我们展示了一种视角，即通过定义“中产阶级人群”来观察新兴的商业模式、消费趋势，他们是社会生产和消费的主力，也一定程度上反映了社会消费、投资和储蓄的潜力。根据该报告披露的数据，2015年中国的中产阶级人数已达1.08亿人，绝对数量居全球第一，拥有国内个人总财富的32.2%，对比海外成熟市场，这一比例仍将持续扩大。

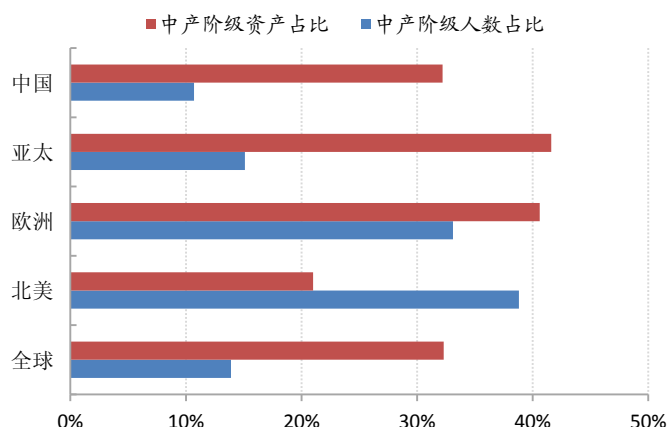
对特定人群特征的刻画，将有助于把握互联网金融参与者的投融资需求以及行业的发展态势。互联网普及率的提升，将有利于互联网金融活动突破时间、空间限制，逐层渗透；中产阶级的壮大、高学历人群的涌入，持续向互联网金融领域注入活力。

图11 中国网民年龄结构



资料来源：CNNIC，华宝证券研究创新部

图12 2014-2015全球中产阶级特征对比



资料来源：瑞信《2015全球财富报告》，华宝证券研究创新部

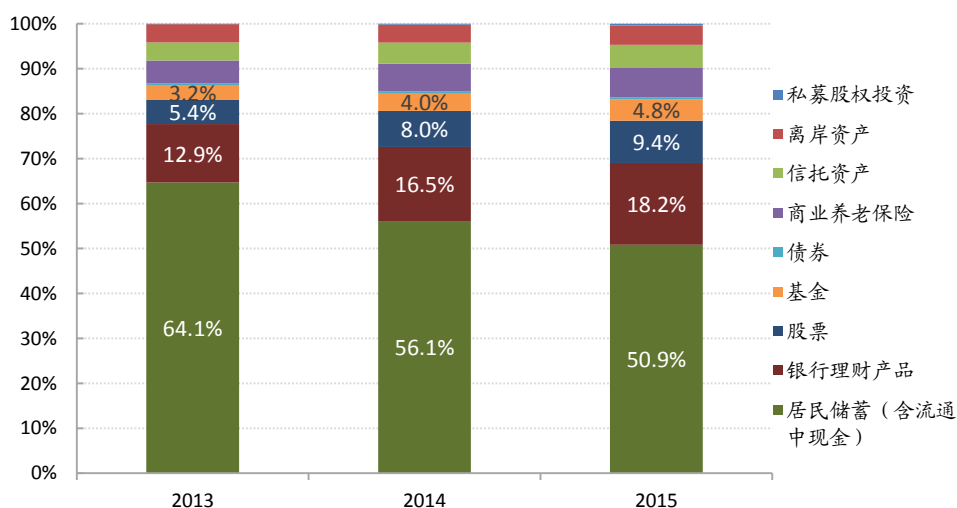
附注：瑞信对于“中产阶级人群”的定义在不同国家和地区标准不同，在中国，“中产阶级”被定义为总资产在2.8万至28万美元的个人

3.2.投资需求：迅速向长尾市场蔓延

2015 年，P2P 的野蛮扩生长促使我们思考一个问题：巨大的投资需求从何而来？是非标准化互联网金融产品扭曲的定价“生造”出来的需求，还是长期以来形成的金融抑制环境得以放宽后，持续的需求释放？

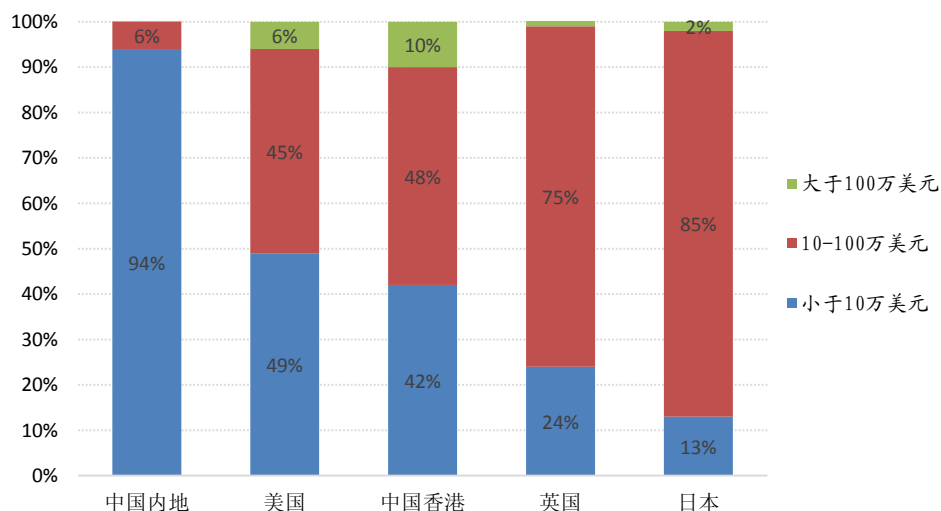
我们倾向于认同后一种观点。在余额宝等产品出现之前，由于长期缺乏稳定的投资渠道，大量资金滞留在银行体系，居民储蓄占比大于 60%。随着互联网金融产品的逐步渗入，越来越多的人开始直接或间接地接触金融服务，支付、征信等基础设施的建设逐步将长尾市场（体量巨大的小微投融资需求市场）纳入金融市场服务对象。数据显示，截至 2013 年中国内地居民财富水平较低的家庭数量占比超过 90%，家庭月收入较低的家庭，往往不是传统金融机构关注的对象。而低边际成本的特性，让互联网金融有能力服务于巨大的长尾市场，激发小额投资需求。

图 13 国内居民个人金融资产配置占比



资料来源：BCG，华宝证券研究创新部

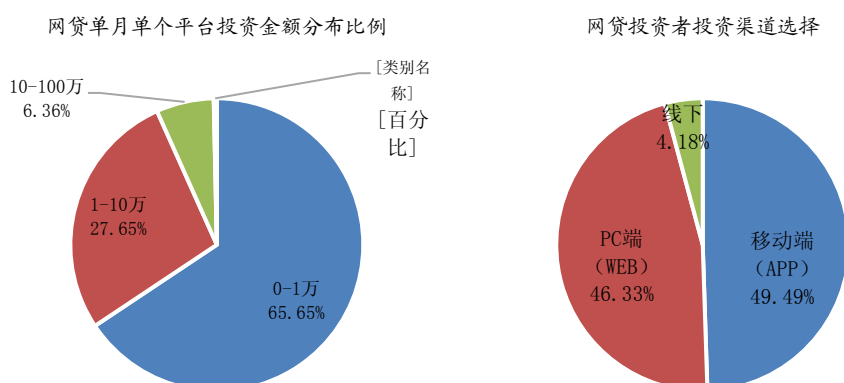
图 14 2013 年各国按可投资金融资产划分的家庭数量占比



资料来源：BCG，华宝证券研究创新部（由于取用约数，部分百分比之和不等于 100%）

小额分散是互联网金融投资偏好的核心特征。以网贷为例，选取过去一年运营较为稳定、成交量较为活跃的网贷平台，可以发现 2015 年单月单个平台投资金额介于 0-1 万的投资人数最多，占比高达 65.65%。

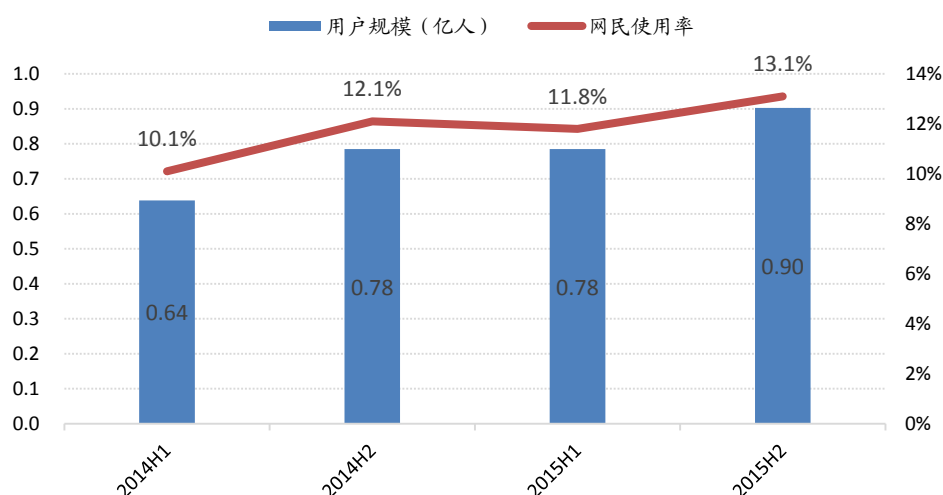
图 15 网贷投资者特征（抽样调查结果）



资料来源：网贷之家《2015 年网贷投资者调查报告》，华宝证券研究创新部

互联网的去中介化、去中心化思想，大幅降低了参与投资理财的物理成本与学习成本，从技术层面助推了终端用户理财意识的觉醒。据第三方移动数据平台 Talking Data 统计，综合计算银行、证券、保险、理财、支付、记账等应用分发数量，2015 年 Q1 我国移动金融应用覆盖终端数量达 7.6 亿台，同比增长 130.7%。

图 16 互联网理财用户规模



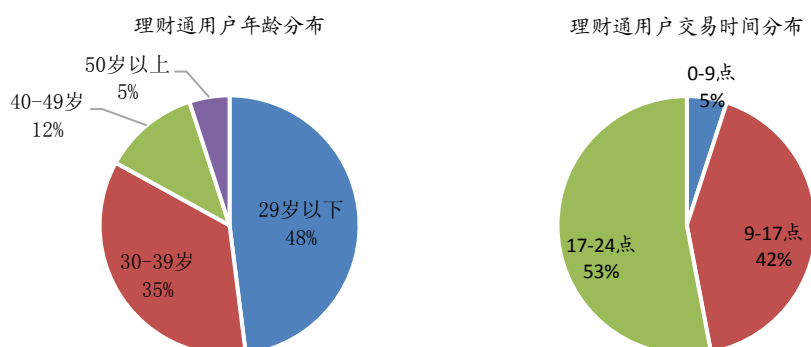
资料来源：CNNIC，华宝证券研究创新部

投资需求向长尾市场蔓延的一个重要表征，是地域分布上向欠发达地区的倾斜。“农村金融”在 2015 年成为热门话题，不仅因为受益政策驱动，更为深刻的原因在于欠发达地区资源错配、信息不对称的情况更加严重。互联网金融则绕过了人群分布不均、物理网点依赖等掣肘，对原有的低效率投融资模式进行改造。蚂蚁金服公布的数据显示，2015 年余额宝用户中，农村地区的用户规模同比 2014 高增 65%，数量占到整体的 15.1%，换句话说每 7 个余额宝用户中就有一个来自农村。

腾讯理财通公布的 2015 年度数据，集中反映了小额投资需求特征的几个侧面。该组数据显示，理财通用户的年龄分布呈现年轻化特点，29 岁以下理财用户占到 48%；区域

分布上，40%的客户来自金融欠发达的三四线城市；58%的交易发生在传统金融机构的非交易时段。

图 17 腾讯理财通用户特征统计



资料来源：腾讯理财通，华宝证券研究创新部

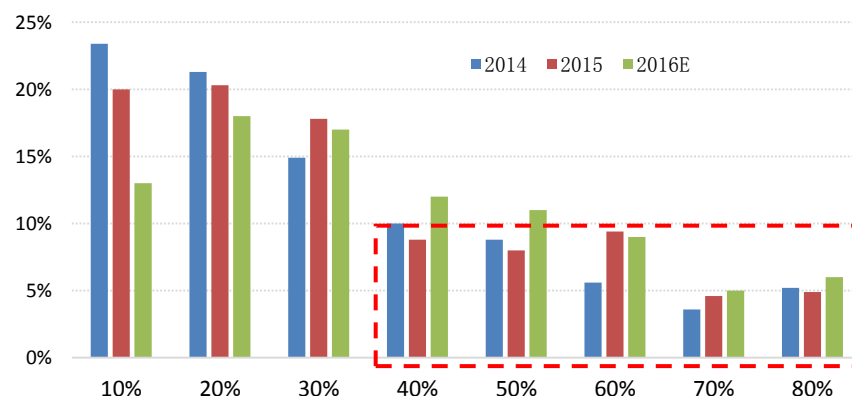
3.3.投资者调查：风险意识有所改善，产品认知仍偏低

2015年10月24日央行宣布年内第五次降息的同时，进一步放开了所有期限存款的利率上限，至此制度层面完成了利率市场化，未来标准化的金融产品收益率差异也将逐步缩小；从宏观角度看，2016年投资者关注的问题至少包括人民币贬值、房地产价格持续下跌、债券整体估值的下降等等。个人资产的“配置荒”，加之互联网金融产品形态的创新进入平台期，非标准化的金融产品对于投资者依然存在较大的吸引力。

通过公开资料和投资者调研，我们发现，与债券等传统固定收益品种不同，互联网金融投资者的需求更接近“保本基础上的较高收益”，其中包括大量从房市撤出的资金仍保有较高的收益预期，这在一定程度上体现了投资者对于金融产品定价认知的缺失。

基于抽样调查结果，新浪财经于2015年12月发布《2015国民理财投资行为差异研究报告》，对互联网金融投资者的部分特征进行了描绘。报告显示，受访者中40%人群已有互联网理财行为，互联网金融投资金额呈逐年抬升趋势；受访者对于网销基金、网上炒股及第三方理财产品认知程度较高，P2P等原生互联网金融业态认知相对较弱；互联网理财行为影响因素随着年龄的变化存在较大差异性，70后理财行为趋向稳定、长期化，看重理财操作的便捷性；80后资金增长与个人抗风险能力较强，对收益较为看重；而90后由于收入偏低、资金稳定性差，因此最为关注投资的自由度，等等。

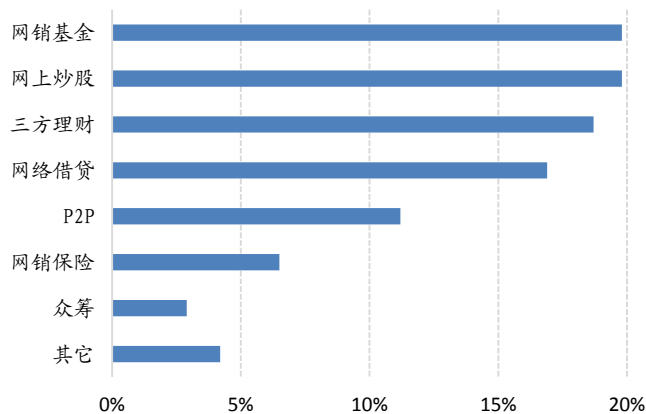
图 18 受访者互联网金融投资金额占总投资金额比例



资料来源：新浪财经，华宝证券研究创新部

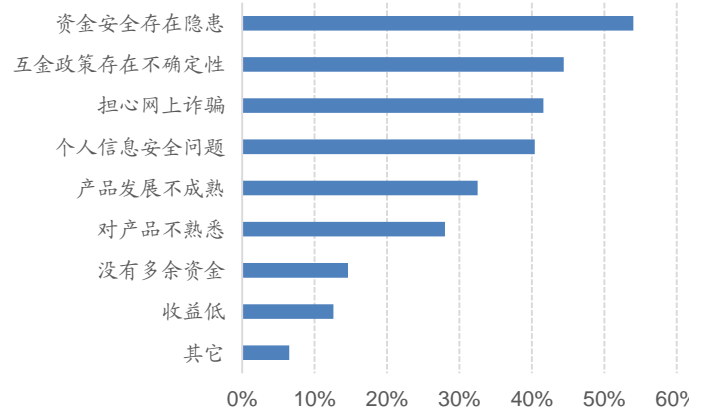
从风险认知的维度看,投资者最为关注的是相关平台在资金存管等方面的技术性风险,平台或项目的信用风险居其次。深交所 2015 年初发布的《2014 年个人投资者状况调查报告》显示了相似的情形,“对于互联网金融风险,投资者最担心的仍是网络信息安全风险(占受访者 40%),其次最虚假信息欺诈风险(占受访者 23%)。”总体看,互联网金融投资者对于风险的认识有所改善,但仍然存在明显的不足。

图 19 受访者对于各类互联网理财方式的认知度



资料来源: 新浪财经, 华宝证券研究创新部

图 20 受访者认为阻碍其从事互联网金融投资的因素



资料来源: 新浪财经, 华宝证券研究创新部

(二) 行业篇: 传统金融业务与原生互联网模式的角力

1. 互联网征信: 开启大数据时代的信用之窗

假如用户的芝麻信用分在 750 以上, 那么 2015 年的一定时间内, 在首都机场乘机时只要向工作人员出示评分界面, 就可以享受国内快速安检通道。尽管存在较大争议, 蚂蚁金服旗下的芝麻信用已开始着手将“个人征信”的应用场景拓宽至非信贷领域。

2015 年以来, 有关互联网征信的讨论甚嚣尘上。2015 年 1 月 5 日, 中国人民银行印发《关于做好个人征信业务准备工作的通知》, 芝麻信用、腾讯征信等 8 家机构获取资格进行个人征信业务准备工作, 准备期 6 个月。消息发布后不久, 芝麻信用即积极公测信用评分功能, 将其作为独立模块放在支付宝移动应用中, 此后亦动作频频。其后数月, 媒体称百度、京东金融、宜信等多家机构也已在积极申请第二批个人征信牌照。

1.1. 为什么关注互联网征信?

在互联网金融的认知框架中, 征信、支付以及大数据相关的服务属于基础设施, 是投融资活动正常开展的基本条件。若回归金融本质去探讨, 风险定价是金融活动的核心, 它意味着信用质量好的客户能以更低的成本融资, 信用质量较差者需要提供一定的风险补偿。而征信, 是风险定价的基础, 也是授信的前提。

由于国内征信体系的不完善, 互联网投融资活动的参与者, 一方背负着巨大的信用风险, 另一方却仅承担极低的违约成本。互联网金融极速膨胀, 泡沫之中存在巨大隐忧。

为了应对互联网业务的频发特点, 传统金融机构需要借助征信技术进行信贷可行性分析、反欺诈等操作。在信贷领域之外, 征信所得的综合信息, 还可用于多样化目的, 如市场营销、决策支持、宏观分析、行业分析等等, 用以加强互联网金融机构的软实力。

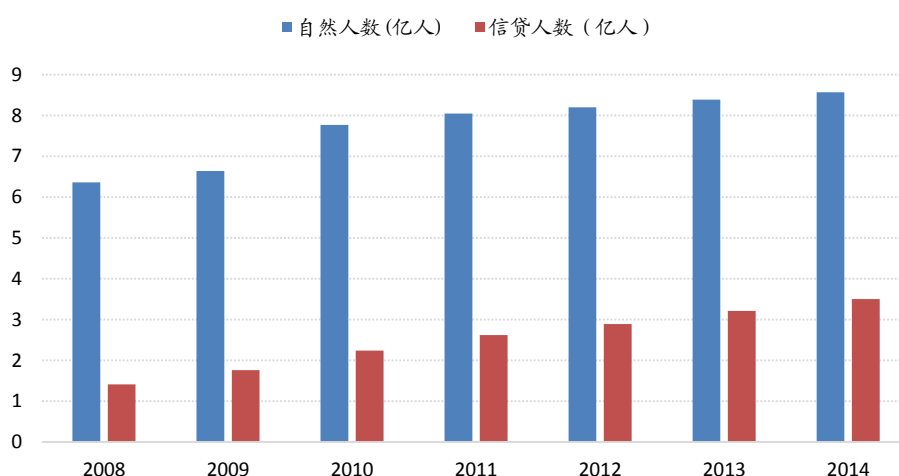
在国内, 征信体系由中国人民银行主导, 其下属的中国人民银行征信中心统一负责全国企业和个人征信系统的建设、运营和管理, 由征信中心运营管理的个人信用信息基础数

数据库,是我国社会信用体系的重要基础设施。个人征信业务的庞大体量和不透明特征,使得商业化机构较少涉足这一领域。

全国统一的企业和个人征信系统的前身是银行信贷登记咨询系统,也因此,中国人民银行个人征信系统的数据大部分来自商业银行等专业化信贷机构,以及个人住房公积金中心、个人养老保险金等,且不向非信贷机构(包括其它征信机构、互联网公司)直接提供查询服务。这使得征信系统未形成自我完善的“闭环”,换句话说,资料来源不够全面,外部信贷数据也无法形成良好的反馈和补充。

截至2015年4月,征信系统收录的自然人数量约8.57亿人,然而其中与金融机构有过贷款记录的人数仅为3.5亿人。这就意味着,大部分账户中并不存在信贷记录。这些无信贷记录的个人,很可能在民营征信公司、互联网金融平台等机构存在相应的信贷记录。

图 21 近年来个人征信系统收录自然人数及信贷人数



资料来源:中国人民银行《征信系统建设运行报告(2004-2014)》,华宝证券研究创新部

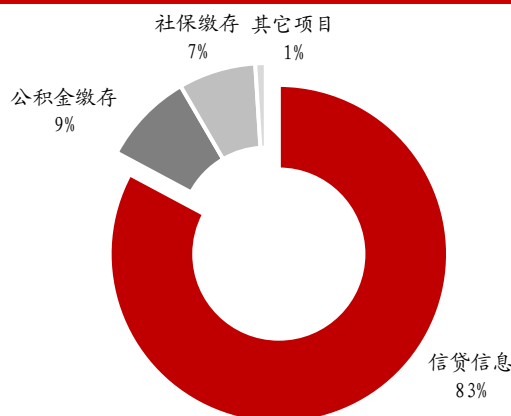
互联网金融的野蛮生长,使得市场化机构对于标准化的个人征信服务产生了强烈需求。宜信、陆金所等大型P2P平台均建立了基于自身数据库的客户信用评估系统;中国人民银行征信中心控股的上海资信有限公司也开发出网络金融信息共享系统(NFCS),号召行业内共享资信数据,向加入该数据库的信贷机构提供查询服务;类似的同业信息数据库还包括由北京安融惠众征信建立的小额信贷行业信用信息共享服务平台(MSP)等。由于这些征信系统都尚未统一为共用的“基础设施”,一位贷款者即使拥有多重负债,也不会各处反映出来。互联网征信可通过追踪个人在网络上的行为,对传统征信系统中不存在信贷记录、未完全记录的情形进行补充。

1.2. 互联网征信的业务逻辑

传统征信的业务逻辑是“数据采集—处理分析—产品和应用场景”,互联网征信则对整个业务链条的宽度进行了延伸,补充了社交数据等海量信息源,利用大数据重构分析模型,并将征信结果最终应用于更广阔的领域。

综合芝麻信用、腾讯征信等互联网系征信机构公布的个人信用评分模型,不难发现,传统征信中信贷数据、公共事业缴费等项目的权重受到很大程度的压缩,取而代之的是个人在互联网上的交易、支付、社交等数据。这样一套数据的合理性,在于从更全面、更碎片化的维度归纳个人的履约倾向。

图 22 中国人民银行个人征信系统资料来源



资料来源：中国人民银行，华宝证券研究创新部

表 2 芝麻信用分和腾讯征信星级评估体系

	芝麻信用	腾讯征信
评分制度	分数制度，350-950 分	星级制度，共 7 颗星
评分体系	1) 信用历史：过往信用账户还款记录及信用账户历史； 2) 行为偏好：在购物、缴费、转账、理财等活动中的偏好及稳定性； 3) 履约能力：享用各类信用服务并确保及时履约； 4) 身份特质：在使用相关服务过程中留下的足够丰富和可靠的个人基本信息； 5) 人脉关系：好友的身份特征以及跟好友互动程度。	1) 守约指数：平时是否守约，例如消费贷款、信用卡、房贷是否按时还款； 2) 安全指数：财付通安全设置是否到位，例如账户是否实名认证、数字证书，联系方式是否经常改变； 3) 财富指数：在腾讯产品内体现的个人资产情况，例如各类资产的构成、理财记录等； 4) 消费指数：用户微信、手机 QQ 支付行为如何，例如购物、出行、缴费、游戏等场景的行为及偏好。

资料来源：芝麻信用，腾讯征信，华宝证券研究创新部

传统征信中，主要基于信贷数据对个人进行评估的方式受到越来越多的质疑，原因在于：单一的资料来源使得征信机构不得不保持严苛的评估标准；征信行业公认有效的动态数据是从评估时起倒推 24 个月，如果一位征信对象保持较低的信贷行为频度，就会让信用数据的时效性变差。

而这些恰好是大数据的强项。海外知名互联网征信公司 Zest Finance 认为，信贷记录是一种强变量，假如这种强变量缺失，就可以利用弱变量进行辅助判断，这些弱变量，包括但不限于个人在互联网上的行为记录。此外，信贷数据仅代表一个人在信贷领域的信用历史。在互联网征信中，基于租房、租车、酒店预订等多维度的非结构化行为数据，大大拓宽了征信结果的应用范围，不再局限于金融领域。

在个人征信领域，比较常见的产品是信用评分、征信报告和反欺诈产品，由之衍生的服务包括个人信用监控、身份保护等。

信用评分通过评分机制来展示一个人的信用，直观有效，易于推广，且保护了个人隐私。首批获准开展个人征信业务准备工作的机构，多已推出信用评分产品，如芝麻信用分、腾讯信用星级、考拉信用分等；作为公共征信体系的一部分，中国人民银行征信中心提供的个人征信报告，被视为最权威的征信产品，由腾讯征信等互联网征信机构提供的同类产

品，未来将用于补充前者少记录或无记录的情形，不同机构基于自身数据和分析框架得出的结果，也将服务于不同的场景。

反欺诈产品主要用于身份验证、信息验证、潜在欺诈风险评测等。以腾讯征信为例，旗下反欺诈产品包括人脸识别和欺诈测评两个主要应用场景。人脸识别主要应用在身份核实的相应场景，目前已应用微众银行 APP 等产品上；欺诈测评是对客户的欺诈风险提供一个等级评估。

1.3.应用前景广阔，综合化与垂直化并存

报告起笔时我们提到的芝麻信用分，已经展示了征信在日常生活中的具体应用场景。“万物互联”使得生活在当代的个人与陌生人接触的可能性呈倍数增长，加之互联网巨头对于应用场景的推进和培养，在未来，征信产品或将演化成为每个人日常生活中的必需。

图 23 芝麻信用分的应用场景设想

未来的信用商业生态



资料来源：芝麻信用，华宝证券研究创新部

结合芝麻信用、腾讯征信、前海征信等 8 家互联网征信机构目前的业务开展情况，不难发现各家机构业务交集明显。个人征信领域最终会否出现市场份额过度集中的局面？我们认为，数据起点的不同，决定了产品和应用场景的差异，未来的互联网征信市场，将呈现综合化与垂直化并存的格局。

在国外，不同机构的征信产品各有“专攻”。例如美国三大征信局之一 Experian 的客户主要集中在金融、零售、汽车等行业，TransUnion 除金融服务外，则更偏向保险和医疗。在国内，综合实力较强的互联网征信机构也并非赢家通吃，首批 8 家征信机构差异化布局已成雏形，例如网贷平台接入较多的是有平安背景的前海征信，由于芝麻信用、腾讯征信信贷数据积累较弱，网贷公司尚不会首选它们的服务。

而在共同竞争的领域，芝麻信用、腾讯信用等平台将占据绝对优势地位。横向比较芝麻信用分、腾讯信用星级、万象分、猪猪分等同质化产品，阿里、腾讯等公司拥有更广阔的应用场景。在未来，一家企业将与多个信用评级机构合作，同时获取多种信用评分，最终基于数据、模型和产品的综合评定，侧重选择其中一到两家。

2.移动支付：金融场景泛在化的核心环节

2016 年初，蚂蚁金服对外公布了“2015 年支付宝全民账单”，显示出一系列移动支付数据背后，互联网经济的巨大活力。作为一种生活方式，支付宝的使用范围早已超出网购

范畴, 延伸至日常生活的方方面面, 实现转账、缴费、信用卡还款、O2O 线下消费, 餐饮、超市便利店消费、出行、理财、社交等全维度支付场景的覆盖。

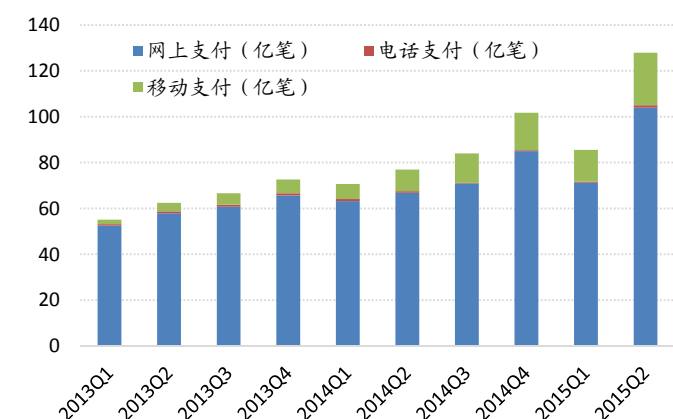
支付宝的地位, 得之于中国特殊的支付产业环境, 以及巨头阿里长期塑造的商业价值体系; 它所带来的不仅仅是交易介质的改变, 同时也是交易时间、交易场景以及交易频度的延展。可以说, 移动支付的发展水平, 决定了未来金融服务的泛在化程度。

2.1. 不可逆转的移动支付趋势

在互联网金融市场篇中, 我们引用了中国互联网络信息中心 (CNNIC) 的统计数据, 截至 2015 年底, 我国手机支付使用人数达到 3.58 亿, 使用率 (占互联网用户总数) 为 57.7%。中国人民银行支付结算司公布的季度数据将电子支付分为网上支付、电话支付和移动支付三个部分, 从交易笔数、支付金额两个角度刻画支付形态的变化, 总体看, 2014 年以来电子支付总体呈现较快增长趋势, 网上支付占据电子渠道支付的 90% 以上。

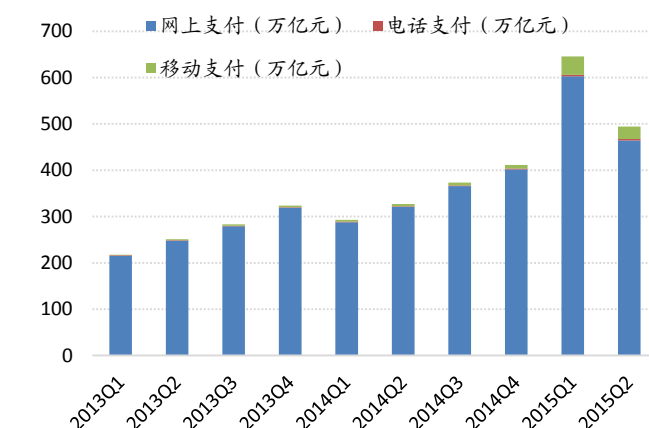
由于移动支付的小额、碎片化特征, 我们主要从交易笔数来观察这一细分市场的特征。移动支付自 2014 年起保持较快增速, 截至 2015Q2 支付笔数达到 22.86 亿笔。

图 24 电子支付笔数变化



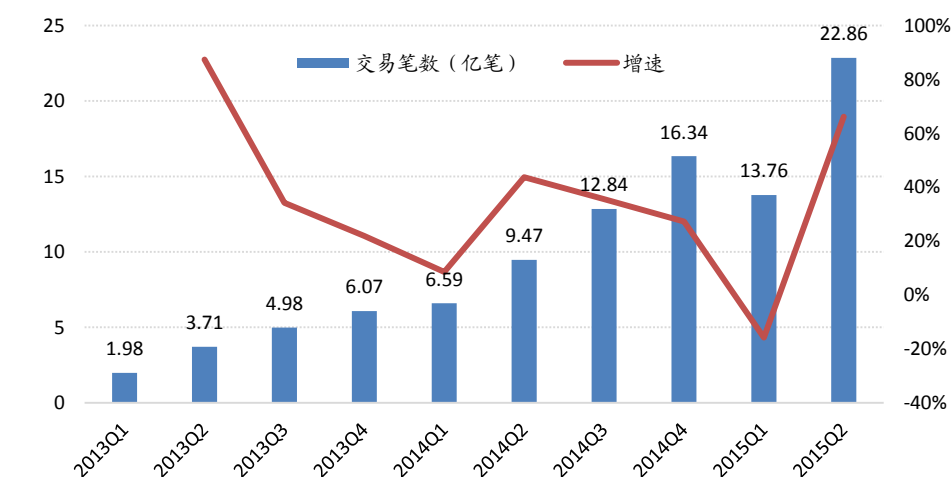
资料来源: 中国人民银行, 华宝证券研究创新部

图 25 电子支付金额变化



资料来源: 中国人民银行, 华宝证券研究创新部

图 26 移动支付交易笔数变化



资料来源: 中国人民银行, 华宝证券研究创新部

业界一般按实现方式将移动支付分为远程支付和现场支付。远程支付的实质是依靠运营商提供的网络服务来实现支付指令传输的动作，也即一般的账户支付体系，例如手机银行、支付宝转账等手段；现场支付则指的是通过 NFC（近场支付）模块、二维码、刷卡器等方式完成支付结算。

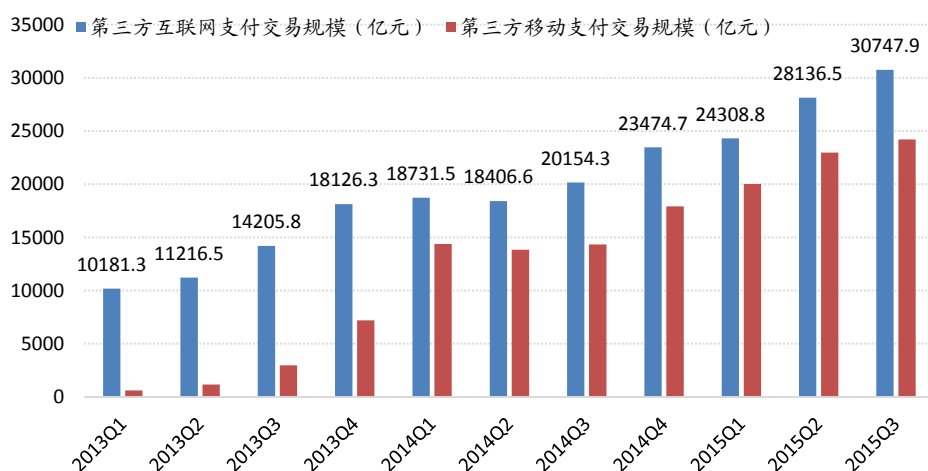
由于利益切割问题，我国现场支付发展一度处于滞后阶段，NFC 技术方案也久未落地，直到 2015 年，以支付宝、微信支付为主的二维码扫码方式开始快速普及，平台型互联网公司抢占了现场支付的先机。

2.2. 第三方支付牌照的价值“围城”

人们日常所称的“支付牌照”指的是第三方支付平台的支付业务许可证，源于电子商务资金存管需要，中国人民银行于 2010 年 9 月制定了《非金融机构支付服务管理办法》，其后分批次发放牌照。作为传统支付汇兑体系的补充，第三方支付平台可直接在银行开立账户，绕过银联等清算机构。

随着电子商务市场蓬勃发展，第三方支付逐渐显露出巨大的增长潜力，外卖、打车等 O2O 场景迅速铺开，支付宝、微信支付（财付通）等第三方支付机构确立了对线上支付市场的绝对控制地位，并通过优惠、补贴方式鼓励用户与商家通过 APP 进行收付，一定程度上对银联主导的线下收单市场构成威胁。互联网+支付牌照的巨大商业价值得以显现。

图 27 第三方互联网支付与移动支付交易规模变化（不含银行和银联）



资料来源：艾瑞咨询，华宝证券研究创新部

图 28 第三方移动支付交易市场份额



资料来源：艾瑞咨询，华宝证券研究创新部

而同时也需注意到，由于支付平台的通道特性，用户流量较低和场景构造能力不足的机构，牌照价值偏弱，整个第三方支付行业呈现出赢家通吃的局面。在第三方移动支付市场，支付宝和财付通的交易市场份额占到 90%左右。而根据中国人民银行、中国支付清算协会公开数据显示，截至 2015 年末全国两百多家第三方支付机构中，涉及网络支付业务的机构有 117 家，这意味着它们将分食这 10%的市场份额。

资源分配的不均衡使得作为基础设施的支付牌照具备一定的稀缺价值，但基础设施的另一个特征是需与其它业务产生协同，否则将面临无法盈利的尴尬境地。余额宝的出现，为三方支付平台提供了一个向增值服务转型的思路。由于连接大量的商家、用户和金融资源并具备数据基础，一批实力较弱的平台开始谋求发展综合金融服务业务，或逐渐演变为网贷的资金托管中介。

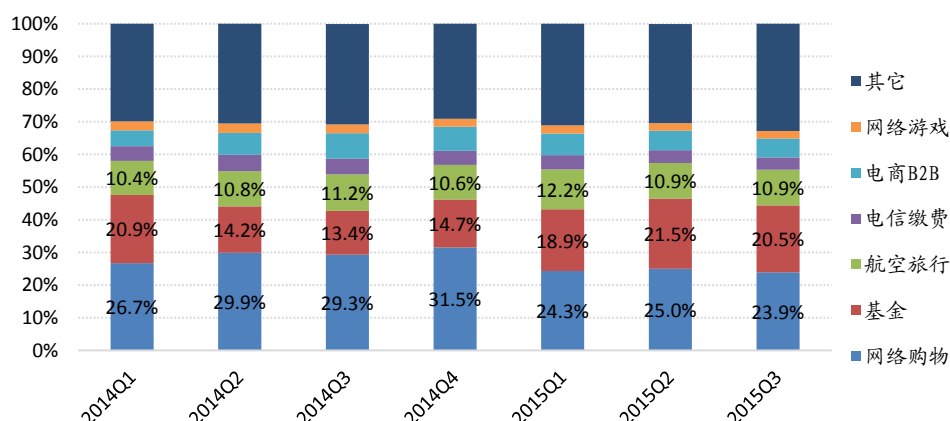
而 2015 年 7 月 31 日中国人民银行发布的《非银行支付机构网络支付业务管理办法(征求意见稿)》则扼断了第三方支付机构衍生业务的拓展路径，强调支付机构应回归支付结算基本功能，限制其吸收存款、沉淀资金，防范风险的累积与传导。12 月 28 日，《非银行支付机构网络支付业务管理办法》正式文件出台，将支付账户分为 3 类，对应不同层次的支付需求；对支付机构评出 A/B 两类进行分类监管。此外，2015 年中国人民银行依法吊销了浙江易士企业管理服务有限公司和广东益民旅游休闲服务有限公司两家机构的支付业务许可证。

作为互金指导意见的配套文件，《非银行支付机构网络支付业务管理办法》延续了监管层对于中介业务与金融业务的区隔，并促使支付机构退出资金托管业务，一些支付平台将有可能因业务凋零或违规操作而被洗出市场。

2.3.全时段、去中介的金融时代

尽管政策收紧，移动支付作为基础设施的价值，不应该被忽视，它所影响的不仅仅是转账支付、信用卡还款等基础业务，第三方机构借支付牌照来发展综合金融渠道业务，将弱化传统金融机构的渠道价值。数据显示截至 2015Q3 第三方互联网支付交易规模结构中，基金占比为 20.5%，仅次于网络购物，占比较为可观。

图 29 第三方互联网支付交易规模结构（不含银行和银联）



资料来源：艾瑞咨询，华宝证券研究创新部

BATJ（百度、阿里、腾讯和京东）的移动支付切入方式均基于日常消费场景，打破时间、地域的限制，从硬件设备到软件流程，都秉承了互联网去中介化的思想。在这样一个全局战略下，金融活动也正在突破原有的时段、中介限制，例如微信红包，通过将转账支付与移动社交相结合，表面上淡化了银行、支付平台所起到的中介作用，这样的使用体验对于用户的影响是潜移默化的。

以腾讯理财通为例，该平台自 2014 年 1 月 15 日起正式在微信上线，同年 12 月 12 日在手机 QQ 客户端上线，到 2015 年底用户总数超过 3000 万，资金保有量破千亿，大致相当于余额宝同期规模的 1/6（截至 2015Q4，余额宝总规模为 6207 亿元）。2015 年以来，理财通陆续引入了保险理财、指数基金等多款金融产品，平台本质上所起到的作用，即为支付渠道。

3. 互联网银行：“慢”银行迎来“快”变革

回顾 2015 年银行业+互联网的重要事件，我们首先看到微众银行等一批纯互联网银行的落地，短期看，它们对于传统银行并未构成实质性的威胁，人们更多将其解读为两者在业务逻辑和客户群体上的差异化定位；其次，是以百信银行为代表的新型直销银行的设立，与屡见不鲜的各家商业银行内设直销银行不同，百信银行的出现意味着传统银行的分支业务开始走向独立化运作道路。

从传统银行的视角来看，一方面其金融中介地位正在被基于互联网的类银行模式（网贷、第三方支付等）所侵蚀，另一方面，银行作为金融管制与政策对冲的核心部门，业务转型面临着环境抑制和利益阻隔，新趋势下资产端配置压力增大，负债端扩张进程缓慢。而站在当前时点展望，我们将有望看到银行业迎来诸多政策宽松与创新驱动的机会，包括获批证券牌照，不良资产证券化试点，以及互联网+银行带来的业务增量。

3.1. 银行业面临资产负债业务体系重塑

与互联网所颠覆和影响的其它领域类似，银行也受到来自行业外围的诸多压力。互联网金融带来的首要冲击，是银行表内存款分流的增强，这使得银行被动提升负债成本，通过理财产品等表外方式将资金留在自身体系内；而在资产端，银行面临着较大的配置压力，主要归因于偏债的配置结构和较低的基础资产收益率。结合 2016 年《中国金融产品年度报告》银行理财部分的数据，银行理财发行规模在过去一年中保持快速增长势头，并未受

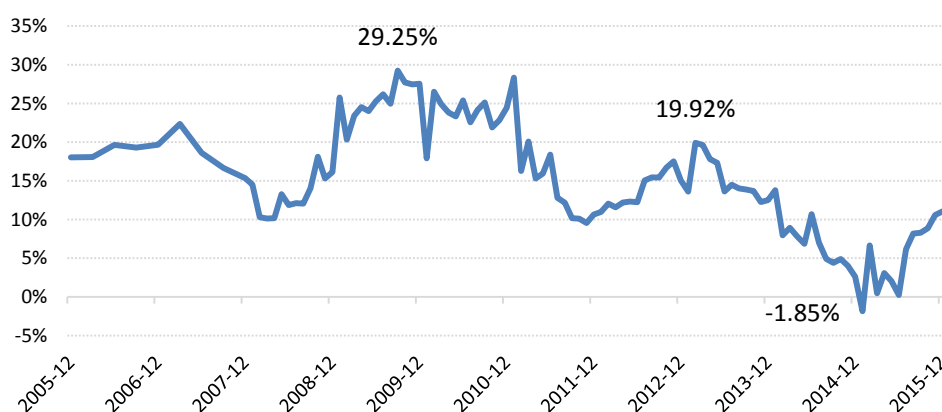
到高收益的类固收型互联网金融产品，以及牛市背景下开放式基金的显著影响，这突显出银行的资金成本与配置压力之间的矛盾。

从理财资金的配置上看，目前仍以债券及货币市场为主；同时，基础资产收益率逐步走低，非标依赖性减弱，银行对于权益类资产的配置需求明确显现。2014 年 12 月银监会下发的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》也明确银行理财业务的代客资产管理属性，明确银行理财产品主要类型包括结构性理财产品、开放式和封闭式净值型产品、预期收益率产品、项目融资类产品、股权投资类产品、另类投资产品以及其他创新产品，尽管净值型产品短期难占主流，但在政策引导和居民资产配置变化的预期下，全面转型财富管理将成为银行理财业务的重点方向。

在这个大背景下，互联网对于银行带来的重要影响，是在混业经营之路上扮演了重要的催化剂角色。为应对利率市场化，增强抵御经济周期的能力，银行自身需要向一站式、综合化的金融服务转型；互联网金融模式下的一体化综合账户思维，也迫使金融机构思考如何主动打破分业经营造成的资源错配和业务隔离的现状，以谋求更全面的竞争实力。事实上，银行、券商、保险机构在实际操作层面已充分推进混业经营业务，例如新型互联网银行在产品端的跨业整合。

此外，我们对于传统银行从业者的调研反映出一个情况，银行业的盈利状况逐步恶化，在此背景下国有大行对于存贷款息差收窄的压力小于股份制银行和城商行，对于稳定负债成本，寻求业务增量有着更强烈的诉求。以直销银行为代表的纯线上运营模式，更加强调通过场景导入用户，弥补传统银行在服务效率和服务对象上的不足。参考海外经验，次贷危机后 2012 年美国银行业 ROE 为 8.7%，而直销银行业则达到 11.4%，低成本、高效率的新模式带来的活力得以充分显现，国内股份制银行对这类新业务也表现出颇为积极的态度。

图 30 2005 年以来居民活期存款增长变化



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

3.2. 直销银行：分拆独立，百信银行引发新主流

2015 年 11 月 18 日，中信银行公告披露了关于与百度合作设立百信银行的议案，注册资本暂定为 20 亿元现金，中信银行计划绝对控股，具体细节待定。此外计划成立资产管理公司，注册资金暂定为人民币 20 亿元，该计划尚待监管机构批准。百信银行的设立具有一定的战略性意义，它意味着商业银行对于纯线上运营模式的探索步入了新的阶段。不同于已有的各家依附于母行架构的直销银行，百信银行属于拥有独立法人资格的合资公司。

直销银行概念起于 20 世纪 90 年代，支持它出现的要素首先是互联网的日趋成熟。直销银行不设营业网点，而是通过电话、网站、手机客户端等媒介开展业务；同时，它又与商业银行的电子银行不同，并非是物理网点业务的线上化，而仅限于存款、支付、理财等特定的业务，通过标准化的产品与服务流程设计，来实现轻型化运作。进一步说，直销银行具备以下几个重要特征：1) 脱离物理网点，减少人力成本，采用纯线上运营方式，在覆盖增量客户的同时降低成本；2) 与传统零售业务错开定位，服务特定客户群体，以高存款利率、低贷款利率、免手续费、无最低存款限制等优惠条件来吸引客户；3) 为实现更轻的运作形态，一般采用独立事业部制，甚至成为独立法人。荷兰 ING 集团依靠旗下直销银行 ING Direct 成功将集团零售业务推广至全球，成为此类业务模式最为成功的案例；直销银行在全球银行业的占比大致为 10%，且呈不断扩大之势。

截至 2015 年底，国内已有超过 30 家银行成立了直销银行，多为体量中等偏上的股份制银行在机构内部设立的事业部，代表性机构包括民生银行直销银行、兴业银行直销银行以及平安银行的橙子银行等，业务品种集中在理财和小额融资范围内。较为简单清晰的业务形态为这些银行争取到了可观的业务量，客户数、账户资金均已初具规模。直销银行业务推进较早的民生银行截至 2015 年年中客户规模达到 215.59 万户，如意宝（对接几款场外货币基金）申购总额 5129.10 亿元。

表 3 直销银行客户数（单位：万人）

银行	设立时间	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
民生银行直销银行	2014-2	67.46	N/A	146.8	174.5	215.59	249.2
兴业银行直销银行	2014-3	N/A	N/A	58.5	N/A	81.63	N/A
平安银行橙子银行	2014-8	N/A	N/A	51.4	70.0	120.0	381.0

资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

从目前已开展直销银行业务的机构来看，各家对于直销银行内涵的理解不尽相同，兴业、平安的直销银行为综合理财产品超市，民生直销银行主打储蓄类产品，而包商银行旗下的有氧金融（原“小马 Bank”）则将其诠释为互联网金融品牌，发展 P2P 业务。除个别直销银行拥有独立的品牌形象和产品线以外，多数直销银行都是简单地复制了电子银行的产品和服务，与母行业务区隔不够明显，这一定程度上受制于直销银行在原有银行体系中的地位，即使是事业部制，也存在团队构建、部门间业务趋同的问题。

回到百信银行，单独设立子公司的形式属国内首例，这有望改变直销银行依附于母行的情形，为创新业务带来更多的可能性，这种可能性不仅来自于百度的流量，同样体现在灵活的管理方式和激励机制上。借助中信银行的信贷资产和百度的互联网资源，资产管理公司的后续运作同样值得关注。

2015 年百度切入金融行业的动作可圈可点。不同于阿里、腾讯、平安和京东，过去两年百度在构建 C 端金融平台和申领各类互联网金融牌照上显得相对滞后，在 2014 年仅有与基金公司合作推出的大数据基金，以及网销金融产品渠道的构建，相对乏善可陈。而到了 2015 年下半年，先是与国金证券达成战略合作，成立资产管理业务子公司，并于年底推出了首款大数据量化资产管理产品；其次是与中信银行合作成立百信银行，并成立资管公司；随后又宣布与安联保险、高瓴资本联合发起成立一家全新的互联网保险公司。这些合作均选择与成熟的金融机构展开，且具有排他性，在具体的业务模式上，也更注重利用传统金融机构的客户资源和风控经验，我们认为，这种合作模式的独特性在于偏重技术（大数据模型、场景化应用）向金融领域的深度覆盖，不同于其它以渠道（平台）为重的业务模式，更加符合当前的金融创新环境。

3.3. 试点民营银行：积极补位，聚焦小微金融

2015年8月15日微众银行APP上线,备受瞩目的试点民营银行业务进入落地阶段。直观上看,微众银行呈现给我们的是理财和转账功能,理财界面类似腾讯理财通,引入了国金基金旗下的货币基金、太平洋保险的预期收益型定期理财产品;受弱实名账户限制,转账功能仅限本人名下微众银行账号与其它商业银行之间互转,尚不支持向他人转账和刷卡消费。结合公开资料,天津金城银行、前海微众银行、上海华瑞银行、温州民商银行和浙江网商银行等五家试点民营银行均拥有一般存贷业务资格,与传统银行相比,缺少部分中间业务(投行、托管等)资质。业内呼声较高的纯互联网银行似乎并未引发预期中的“变革”,物理网点的弱势,倒让不少从业者对于民营银行的发展模式产生了质疑。

基于前文中我们对于银行资产负债业务变化趋势的一些分析,我们对于互联网银行的思考,首先从负债成本的角度入手。由于微众银行缺乏物理网点和长期存贷业务带来的客户支撑,一般存款不能构成其稳定负债的来源,我们看到它通过引入期限不同的金融产品来吸引客户,相应地,微众需要承担更大的负债成本,而上线初期存款负债体量有限,互联网渠道的优势,也一定程度上减轻了这种成本压力。微众的早期负债更多来自于同业资金,即主动负债,如华夏银行给予了微众银行20亿元的同业授信额度,双方在小微贷款、消费贷款、信用卡、理财、同业授信、资源共享领域建立合作;基于微信的巨大商业价值和用户体量,微众银行也得以吸收一定的同业存款,从而建立自己的稳定负债。

从腾讯已推出的纯信用互联网小额贷款服务“微粒贷”来看,基于腾讯征信的精准化小额贷款业务将成为微众银行在资产端的拳头项目。借鉴京东消费金融业务的模式,不难发现互联网系金融机构对于小额分散的债权拥有更强的处理能力,其优势主要体现在风险分散和周转效率两个方面。利用这些贷款,微众银行可以设计出相应的资产证券化产品,从而获取中间业务费用。因此,基于存贷利差的盈利模式,暂时并不适合用于评判互联网银行的价值。

微众银行目前共有消费金融、财富管理和平台金融三大业务线,根据深圳银监局披露,截至2015年12月底:1)消费金融业务:微粒贷贷款余额74.95亿元,共开通白名单客户2034万人,授信客户352万人,授信金额757亿元,累计66万人在线贷款128.17亿元;2)财富管理业务:目前主要从事代销业务,产品涵盖货币基金、保险、股票基金等,微众银行APP客户数累计逾32万人,产品代销规模接近150亿元;3)平台金融业务:与多家O2O生活服务平台合作,将银行金融产品嵌入至服务场景中。目前该行合作的互联网平台包括:二手车电商平台“优信二手车”、家装平台“土巴兔”、生活消费平台“大众点评+美团”、物流平台“汇通天下”等。该行已共为平台完成商户资金清算94万笔、总交易金额19亿元,为近两千万平台消费者提供小额贷款逾2亿元。

对于蚂蚁金服的网商银行,2015年11月起蚂蚁小贷(原阿里小贷)被并入网商银行的“网商贷”业务,相较于微众银行,多年的淘宝商户信贷业务积累,以及蚂蚁金服完善的征信、支付及金融云服务生态体系,使得相同模式下,网商银行的业务开展拥有更多有利条件。

综合以上,我们对于微众银行、网商银行等互联网银行模式的定位判断,首先是未突破传统银行的价值链,仍以存贷业务为基础,同样追求稳定的资产负债来源;其差异化不仅体现在信贷业务的小额、分散,产品引入与设计上更具创新思维,同时,依靠征信实力把握风险定价,定位上成为连接同业与商户、C端用户的“连接器”。

对于业内讨论较多的互联网银行“面签”问题,从中国人民银行发布的关于实名电子账户的相关文件来看,账户管制的核心思维是分层、递进,这一点与移动支付的监管新规类似。微众银行推出之时,可开设的账户属于弱实名电子账户,仅能购买该行发行、合作发行或代销的理财产品,不能进行转账结算、交易支付和现金收付操作(根据年底的银行账户分类,属于II类银行账户,增加了小额消费和缴费支付功能),这一点确实限制了互联

网银行零售业务的开展,但我们认为未来中国人民银行对于新技术下身份验证方式的确认,仅仅是时间问题。

表 4 中国人民银行关于人民币电子账户开立的监管文件

发布时间	文件名称	远程开户相关主要内容
2014/3/14	关于规范银行业金融机构开立个人人民币电子账户的通知（讨论稿）	对于未在银行柜台与个人见面认证开立的电子账户为弱实名电子账户，只能用于购买该行发行、合作发行或代销的理财产品，不能转账结算、交易支付和现金收付；对于银行与其他银行合作进行了身份认证，或通过柜台认证，以及电子账户和绑定银行结算账户的开户行为同一银行的，为强实名电子账户，强实名电子账户可为银行的结算账户、活期或定期存款账户，银行要为该账户设定业务种类、支付结算限额等管理要求。
2015/5/15	关于银行业金融机构远程开立人民币银行账户的指导意见（征求意见稿）	坚持银行账户实名制；坚持以柜台开户为主、远程开户为辅；实施客户身份识别机制的自证。银行办理远程开户业务范围仅限于单位定期存款、通知存款等非结算账户，以及个人结算和非结算账户。远程开户模式下，同一法人银行只能为单位和自然人开立一个同类账户。结算账户可转账汇款、刷卡消费、投资、贷款等各项支付结算业务；非结算账户只能在同户名账户间进行转账。
2015/12/25	中国人民银行关于改进个人银行账户服务加强账户管理的通知	存款人可通过柜台、自助机具和电子渠道开立Ⅰ类银行账户、Ⅱ类银行账户或Ⅲ类银行账户。Ⅰ类户是全功能的银行结算账户（需要银行工作人员现场核验身份信息），存款人可通过Ⅰ类户办理存款、购买投资理财产品等金融产品、支取现金、转账、消费及缴费支付等。存款人可通过Ⅱ类户办理存款、购买投资理财产品等金融产品、办理限定金额的消费和缴费支付等。存款人可通过Ⅲ类户办理小额消费和缴费支付。

资料来源：银监会，华宝证券研究创新部

4. 互联网证券：探寻“证券+互联网”的格局与路径

回望 2015 年，中国资本市场经历了一轮风云突变，利率市场化、人民币国际化、国企改革、注册制改革、传统金融“+互联网”等多重利好叠加，将证券市场推至 7 年高点，随后又见牛市行至中途形势出现逆转，证券行业翘首企盼的十年长牛遇冷；与之相应，互联网颠覆金融行业基础设施和底层思维的变革仍在继续，嫁接资产端与资金端的媒介中涌现出强有力的竞争对手，证券公司投融资、支付、结算等核心价值面临替代考验，受此影响，券商自我变革进程加快。

结合我们提出的互联网金融观察体系，变革时代的技术优势和流量入口正由“门外汉”掌握，东方财富、大智慧等金融服务商正觊觎重新书写证券行业游戏规则，在外部力量的共同作用下，传统券商价值趋同，牌照成为最重要的护城河。

4.1. 格局：当金融创新遇到牛市

2013 年起，华泰证券深度涉水互联网，突破金融行业自上而下的价值链，推行低佣金策略，以价换量；次年国金证券推出“佣金宝”，与腾讯达成战略结合，实现渠道与产品的双重创新，此举对于经纪业务脉冲效果明显。此后“证券+互联网”成为共识，行业创新从传统线下业务互联网化的简单模式，一路演进到战略联盟、股权合作的深水区。

表 5 2015 年证券公司互联网战略重要事件一览

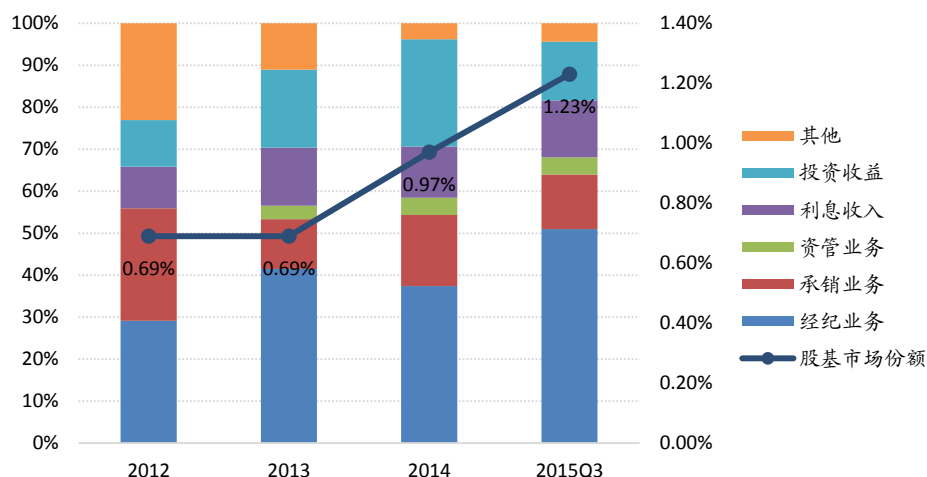
时间	事件
1 月	中山证券宣布推出“互联网财富管理合伙人”，探索实行类合伙人制度。具备投资顾问资格的“互联网财富管理合伙人”，可依托中山证券互联网展业平台，发布投资理念、投资方法、投资建议、组合收益，向客户推送信息，并与潜在客户进行交流。

3月7日	国信证券与海外知名交易软件服务商 TradeStation 联手推出交易平台“国信 TradeStation”，紧扣交易本质，丰富交易工具、品种和策略。
4月7日	东兴证券与新浪达成战略合作，具体业务涉及客户服务、业务创新、品牌推广、资源共享、网络建设、大数据挖掘等领域。
4月8日	海通证券旗下海通创新资本斥资 8.7 亿元战略投资麦子金服，后者为个人和企业提供财富管理、股权投资、投融资咨询等综合资产管理服务。4月21日，海通证券直投子公司海通开元参与网贷平台积木盒子 C 轮融资。5月7日，零壹公司理财类问答平台“爱有财”宣布获得海通创意资本战略投资。
5月19日	财富证券“投顾创客空间”揭牌成立，该券商利用定向资管推行的“投顾经营体”，个体投顾（财富证券员工）不仅参与交易佣金的分成，客户资产增值部分也有合理比例的分成。
6月8日	新时代证券与新浪正式启动战略合作，双方以客户体验最优化、财富管理专业化、客户服务数据化、金融产品互联网化为合作中心，通过理财师平台一键下单、移动端资讯流量合作、全国投顾大赛、大数据产品合作等形式全方位推进，共同构建互联网财富管理的生态体系。随后，新时代证券集体入驻新浪理财师平台，将开户、交易与新浪的投顾服务相结合，为客户账户管理谋篇布局。
6月	东吴证券设立一家独立运营的互联网财富管理平台“东吴在线”，由东吴证券旗下东吴创新资本、赢时胜、奥飞动漫共同出资，注册资金 2 亿元人民币。该平台所售理财产品预期收益率普遍在 5%~8%之间，100 元起投。
7月9日	恒泰证券旗下“恒普金融”上线，主营互联网借贷业务，项目来源包括恒泰先锋相关债项以及恒泰推荐的机构融资主体。
7月15日	广发证券与投哪网宣布启动战略合作，旗下广发信德拟向投哪网分批注资近亿元，持股比例超过 30%。投哪网主要业务为车辆抵押、不动产抵押借贷，衍生发展标准化理财产品、金融产品代销等个人理财服务。
8月31日	国金证券公告与百度签署战略合作协议，双方将围绕大数据和人工智能技术建立长期的产品研发及合作机制，共同探讨金融业务合作的应用及落地，并尝试基于移动终端的证券业务领域进行合作。国金证券资管部门主要参与此次合作，双方计划成立资产管理业务子公司，将其全部资产管理业务交由该子公司运营，百度优先投资入股该资管子公司。
11月16日	平安证券宣布与投资社交平台 eToro 达成战略合作。eToro 是海外知名的“跟随交易”平台，该平台允许投资者观察、跟踪、复制其它人的交易，受欢迎投资者可借此盈利。目前 eToro 中文版已上线，预计 2016 年将有进一步的大动作。
11月30日	诚浩证券更名网信证券，随之启动与网信金融旗下“网信理财”的战略合作，后者拥有 P2P 理财、资管产品拆分和契约型私募基金销售三类业务。网信证券“互联网券商”意味甚浓，公司控股股东为联合创业集团有限公司，此举被业内解读为“先锋系”对旗下证券业资产的运作。
12月4日	首创证券与知牛财经正式签署战略合作协议，升级“互联网+金融”合作模式。知牛财经前身为 YY 财经（欢聚时代旗下），通过视频直播方式向个人投资者提供投资顾问服务。

资料来源：公开资料，华宝证券研究创新部

较早采取全面互联网化战略的券商，已经开始显现出“Early Adopter”的先发优势，借力牛市，收入结构和市场份额变化显著，与之对应，创新滞后者面临佣金率与市占率双降格局。以国金证券为例，截至 2015Q3，公司经纪业务占比大幅提升，股基市场份额跃升至 1.23%。2015 年 2 月初，国金证券上线“佣金宝”2.0 版本，重点指向完善交易模块，产品思维不再局限于导流，进一步助推客户交易。12 月，国金证券与百度合作的首款大数据量化资管产品“国金慧泉百度大数据量化对冲 5 号”面世，百度与国金证券资产管理分公司紧密合作的成果初步显现。展望未来，证券行业低佣金策略继续向下空间有限，这意味着更多的创新形态将不再局限于流量导入，转而着眼于差异化的产品创新以及增值业务的推进，为客户提供更全维度的价值。

图 31 2012-2015Q3 国金证券收入结构变化及经纪业务市场占比

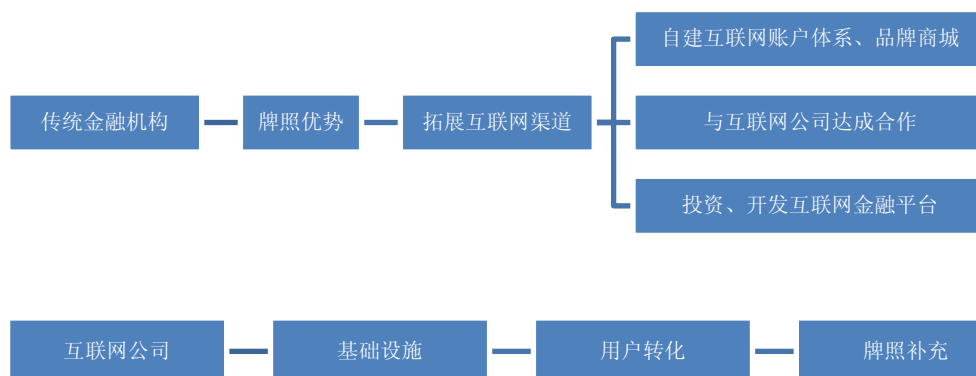


资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

4.2. 路径：中国版“互联网券商”进入 2.0 时代

当我们站在相对成熟的互金业态下重新思考互联网带来的变革，首先想到传统金融机构与互联网公司构筑业务生态的路径差异。传统金融机构的获客基础在于牌照，在“互联网+”时代铺设全面的引流渠道吸引新客户，进而提供差异化服务，形成自我体系内的业务闭环，代表机构有华泰证券、国金证券等。而互联网巨头的获客优势在于提供“互联网+”时代的基础设施，诸如支付、金融云、行情应用等，进而从海量用户中细分出互联网金融用户，代表机构如蚂蚁金服、东方财富。

图 32 传统金融机构与互联网公司获取用户的不同路径



资料来源：华宝证券研究创新部

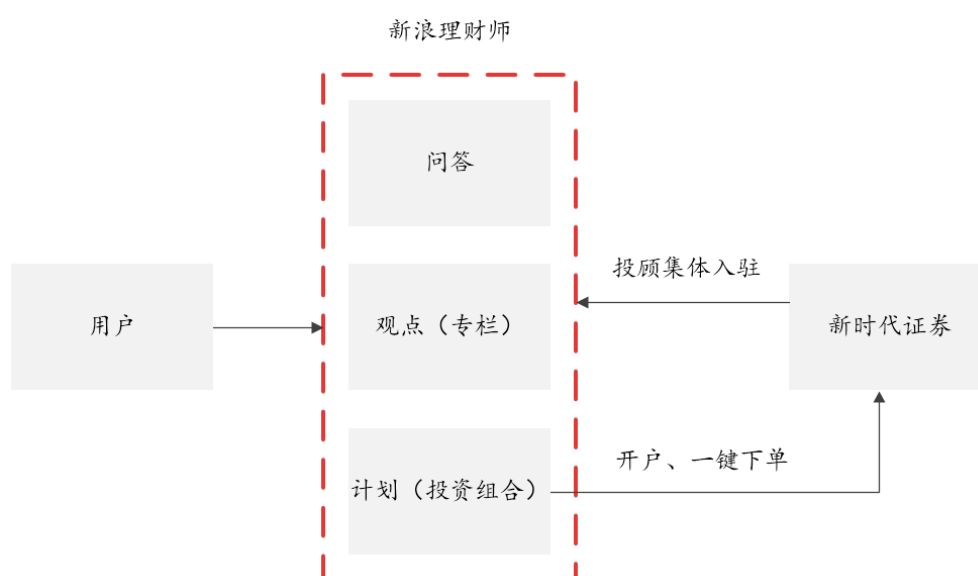
证券公司互联网金融业务的构筑，一般可分为 3 条具体路径：1）线下业务线上化，实现形式通常是创建互联网品牌、打造综合金融账户、开发层次丰富的金融产品条线；2）与互联网公司达成合作，实现用户导流，或在战略合作框架下，就特色业务进行产品化包装；3）全面一体化，综合实力靠前的券商自主构建全面的互联网金融体系，包括参与互联网金融公司股权投资，而传统金融业务整体偏弱的券商则选择向东方财富、同花顺等互联网公司出售股权。

2015 年各家券商互联网化战略中最为常见的，是寻求分支业务与互联网的深度结合。开户、交易只是服务零售类客户的基本形式，咨询、投顾、资管等业务也开始寻求乘上互

联网快车的机会。在这背后，是一整套客户服务思维的转型。在“新时代-新浪”、“平安-eToro”等一系列战略合作案例中，互联网公司提供的是“平台”，是面向终端用户的标准化方案；券商贡献的是基于研究、投资咨询、资产管理等方面的价值，是“内容”，两者的匹配，更好地体现了各自的核心价值。

2015 年 6 月，新时代证券与新浪财经达成战略合作，新浪方提供对接的产品是“理财师”平台。“理财师”只吸纳具备证券投资顾问资格的认证从业者，向一般用户提供付费咨询服务。其主要产品形态包括问答、观点（专栏）和计划（投资组合），比较全面地覆盖了个人投资者的需求；在跟踪理财师的“计划”时，投资者可以通过绑定新时代证券的账户，直接在理财师平台上实现交易。国金证券目前与其战略投资的仙人掌股票亦有类似合作，后者是一家专业投资社区和投资组合平台，知名股票大 V 入驻仙人掌股票，由其所引导开户的客户，产生交易后将直接获得国金证券的返佣。

图 33 新时代证券与新浪理财师平台的合作示意

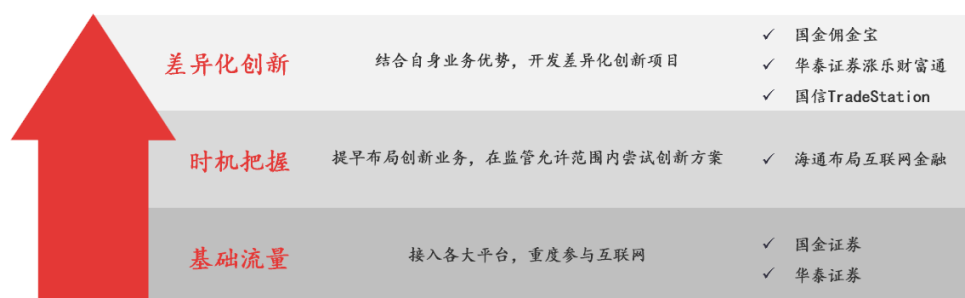


资料来源：华宝证券研究创新部

此外，在 2015 年的“证券+互联网”大事件中，有一个现象值得注意，即券商通过直投子公司参股或设立互联网金融平台，以网络信贷、互联网财富管理等面向中小投资者的平台为主，这些动作的直接目的是在证券业务体系外培育新的增长点，形成互补的格局，如海通旗下直投子公司先后投资了 91 金融、麦子金服、积木盒子、爱有财等多家平台。新三板、注册制的放开均有利于券商打通创投项目退出渠道，这将充分利好券商直投业务。在此前提下，券商间接参与证券体系外的互联网金融，或成为一种常见现象。

综观多种“互联网+证券”的创新方案，如果将其比作金字塔，那么最基础的是流量的宽度；创新时点或机遇的把握，居于其上；站在两者的基础上，产品或项目最终成功与否，取决于“+互联网”策略自身对于客户的差异化价值。

图 34 关于“互联网+证券”路径的思考



资料来源：华宝证券研究创新部

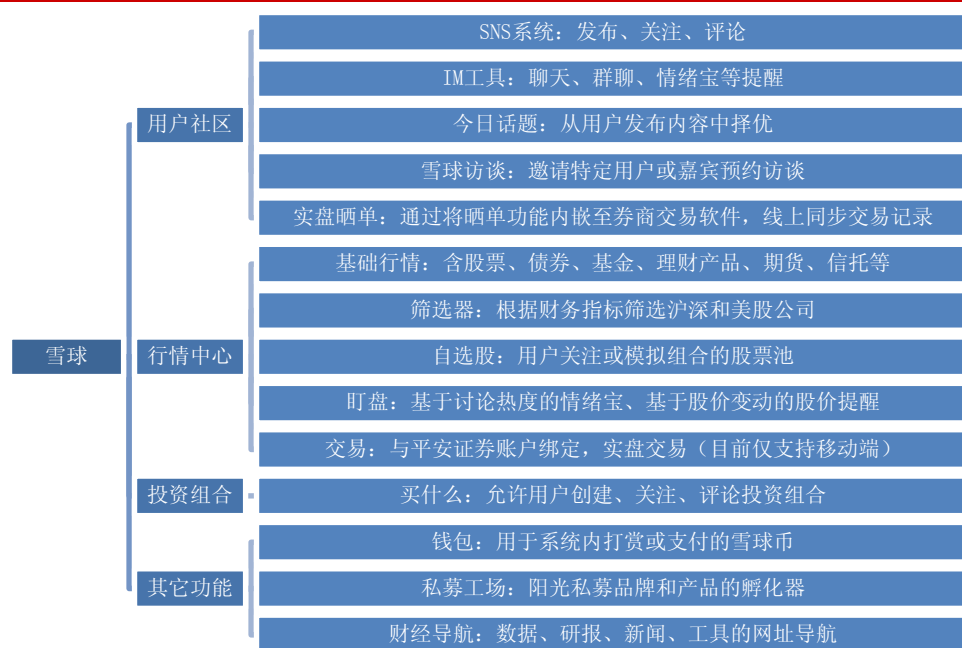
4.3.投资社交：见证投资者行为模式的扭转

起于 2014 下半年的牛市，让我们看到一批新兴互联网投资工具的兴起，包括以雪球为代表的综合投资社区，以及牛股王、股票雷达等跟随交易工具，它们将特定投资需求进一步细分，并通过社交机制加以明确和强化，一定程度上，也取代了传统券商在信息和投顾价值上的地位。在互联网证券部分，我们增加了这一部分论述，试图助力从业者和投资者增进对于互联网证券领域生态环境的认识。

如果将社交的本质定义为人际间的信息互换和资源共享，那么网络社交时代，信源与舆论中心的多极化、传播能力的分众化则是必然的趋势。信息需求、情感归属、决策需求，是投资社交的隐含前提，也成为诸多基于互联网的产品和服务的出发点。我们看到，1)“意见领袖”们在引导社交，2)而大众在跟随的同时，也在“共创”趋势，向互联网贡献行为数据。“内容众包”（Crowd Sourcing）和“策略共享”（Investment Strategy Sharing）是两种由意见领袖主导的投资社交模式。

1) 内容众包。以 Seeking Alpha、雪球为代表的新兴投资社交平台，正重新定义媒介内容的产出方式。和维基百科、知乎一样，UGC（User-generated-content，即用户生成内容）的模式使得这些平台不再需要大量雇佣撰稿人，转而将精力花在提取优质内容，以及培养本平台特有的“大 V”上。雪球是一个集功能与社交于一体的综合社区，从产品形态来看，它目前具备传统股吧、行情软件以及投资组合类工具的多种综合特征；其竞争力立足于对用户社区和行情中心（两种高频需求）的整合。雪球平台的核心架构，在于以标的代码和社交 ID 建立起的多维关系。标的代码是一个重要联接点，它将用户社区和基础行情打通，吸引大批投资者参与讨论。

图 35 雪球平台功能架构

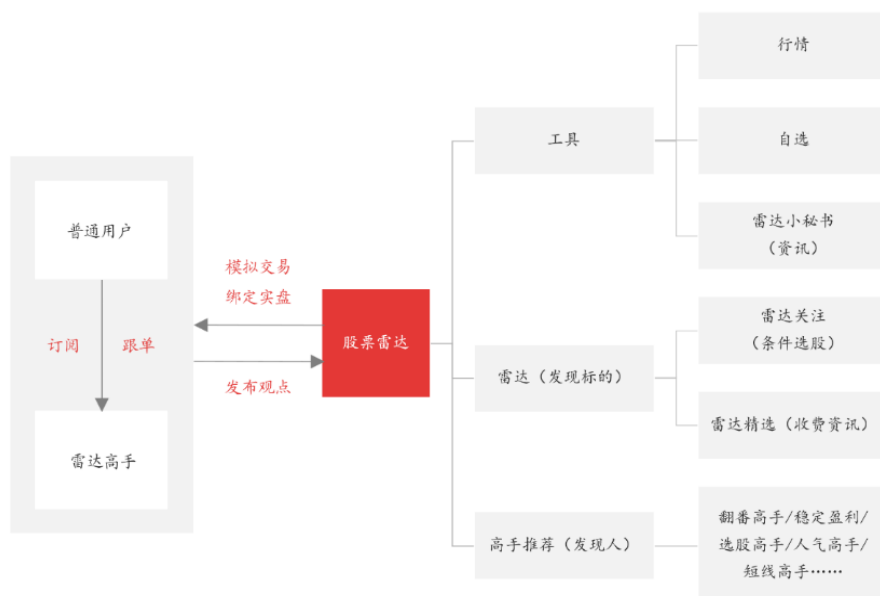


资料来源：华宝证券研究创新部

2) 策略共享。对于一位个人投资者，如果他认为自己不具备专业投资的能力，除了将资金交给专业资管机构打理以外，还可以在投资社交平台中直接复制自己认可的杰出交易者的策略，跟随下单。通过这种方式，初级投资者可以找到“追求投资收益”与“保持决策自主性”两者之间的平衡。而对于资深投资者，社交的需求来源于关注其它高手的交易动态，改进自己的策略。以上就是全球最大的社交投资平台 eToro 的基本产品思维。在 eToro 的社交投资（Social Trading）模式下，初级投资者（Beginner Traders）可以观察、跟踪、复制其它人的交易；受欢迎投资者（Popular Investor）不但有机会被平台重点推荐，还可每月获得 50 到一万美元不等的收入。

基于社交账号的关注机制，“跟随交易”（Copy-trading）变得更容易，它将用户引入真实的交易场景。这同样是打破传统证券交易中的信息不对称，降低成本的办法。在“股票雷达”这样的社交应用里，你可以先尝试使用虚拟资产跟随“高手”交易，熟悉玩法后绑定实盘账户。

图 36 “股票雷达”的产品逻辑



资料来源：华宝证券研究创新部

我们对于投资社交的思考包括且不限于：

其一，投资社交的发展，根植于网络化金融场景下，信息不对称情况的逐步打破。传统金融场景下，金融机构资管、投研的价值在于站在“知识鸿沟”的控制端；有能力的投资者，往往需要站在信息通道的前沿。移动互联网彻底逆转了这一形态，信息分布更碎片，一位投资者如果希望市场中占据有利位置，需要更强的信息处理和整合能力，这种能力的培养，不再是简单地读财报，更需要社交来补充。

其二，投资社交的根本，依然在于通过投资实现财富增值。平台需要考虑的问题是，对于同一体系下投资能力不同的个人，如何整合双方，匹配彼此的需求，让用户各取所需，生态圈继续扩大。eToro、Seeking Alpha 给我们的启示是：学习机制（关注和复制）、社交激励、金钱激励。

其三，在投资社交中，我们需要关注几种关系：个人与个人的关系、个人与意见领袖的关系、个人与平台的关系。就金融机构而言，传统的营业部、客户经理等“基础设施”将变成基于互联网的工具和服务，这意味着对于互联网基础设施的重建（包括工具的研发、用户体验的优化等），以及对于意见领袖行为的引导，将变得极为重要。

5. 互联网保险：从渠道反转到定价变革

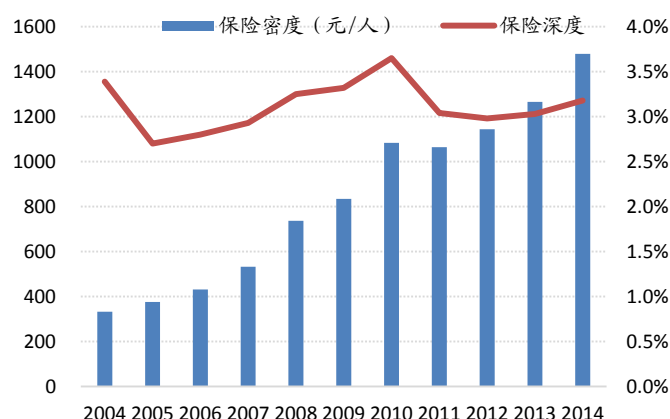
就规模而言，2015 年互联网金融产品中除 P2P 网贷以外，互联网保险增速最为突出。除了基数较低，这种情形还源于互联网保险产品在灵活性和收益率梯度（理财型）上的优势。而相较于万亿级别的保险市场，互联网保险带来的保费收入占比尚不足 10%。

从商业模式角度出发，我们更愿意将互联网保险视为新生的、有强劲增长潜力的领域，而非传统保险产品在销售渠道上的翻新。对于传统保险公司，互联网保险业务首先带来了竞争格局的变化，一批中小保险公司得以迅速提升市场份额，改变了同质化经营模式下赢家通吃的状况；对于销售渠道，第三方平台成为最大获益者，完全区别于线下代理人模式；投资者群体也与传统保险存在差异，80% 的互联网保险客户在 40 岁以下；大数据在客户画像、风险评估、产品设计、理赔预防中的运用，也将改变互联网保险产品的定价模式。

5.1. 互联网保险保费收入激增，渗透率仍低

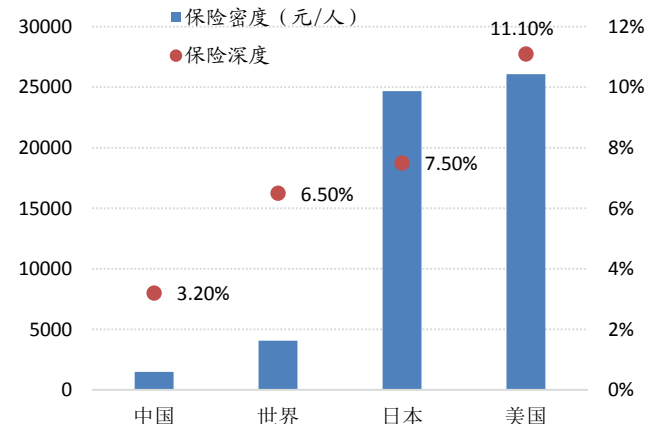
2015 年中国保险业共实现保费收入 24282.52 亿元，同比增长 20%，规模增势显著。根据保监会《2015 中国保险市场年报》，截至 2014 年底国内保险深度为 3.18%（保费收入/国内生产总值），保险密度为 1479.3 元（保费收入/总人口），对比海外保险行业数据，但保险深度和保险密度依然较低。受制于需求的被动，国内保险业整体普及率低，互联网保险存在较大的待开发市场空间。

图 37 国内保险密度和保险深度变化



资料来源：保监会，华宝证券研究创新部

图 38 2014 年世界保险密度和保险深度

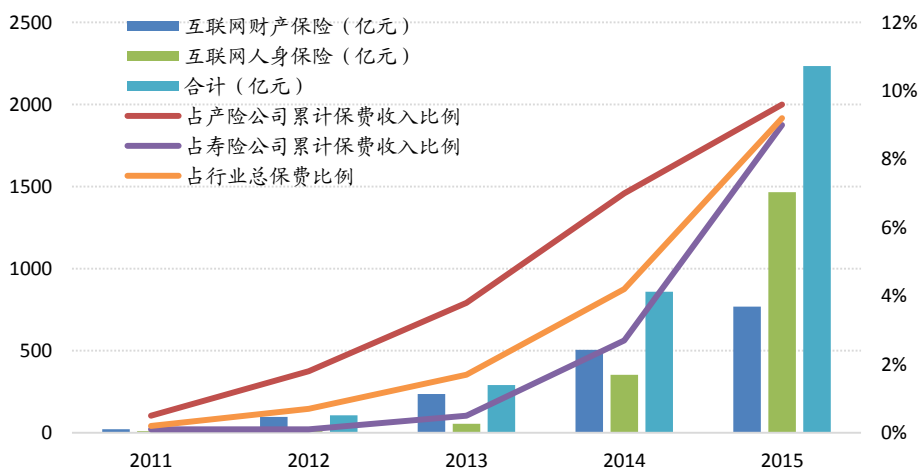


资料来源：易观智库，华宝证券研究创新部

截至 2015 年底，互联网保险累计实现保费收入 2233.96 亿元，占行业总保费收入比例增至 9.2%，对全行业保费增长的贡献率达到 33.97%，成为拉动保费增长的重要驱动力。其中互联网人身保险（包括万能险和投连险）规模在 2015 上半年首次超过互联网财产保险，占寿险公司累计保费收入的比例提升至 3.5%，对互联网保险保费增长的贡献率突破 70%。

综合 21 世纪经济报道、中国保险业协会和保监会披露的 2015 年数据，互联网财产保险保费收入为 768.36 亿元，占财险公司保费收入比例达到 9.61%；互联网人身保险保费收入为 1465.60 亿元，同比增长了 3.15 倍，占寿险公司保费收入比例达到 9.0%。

图 39 互联网保险保费收入变化



资料来源：中国保险业协会，华宝证券研究创新部

根据中保协披露的 2015 年上半年互联网保险业务的最新经营数据来看,截至 2015 年 6 月,全行业经营互联网保险业务的产寿险公司达到 96 家,较 2014 年年底新增 11 家,市场经营主体进一步扩容。过去一年中,共有易安财险、安心财险、泰康在线等 3 家互联网财产保险公司获批筹建,京东也于 10 月成立京东互联网财产保险公司(区别于其现有的代理经纪业务)。

表 6 已获保监会批准的 4 家互联网财产保险公司

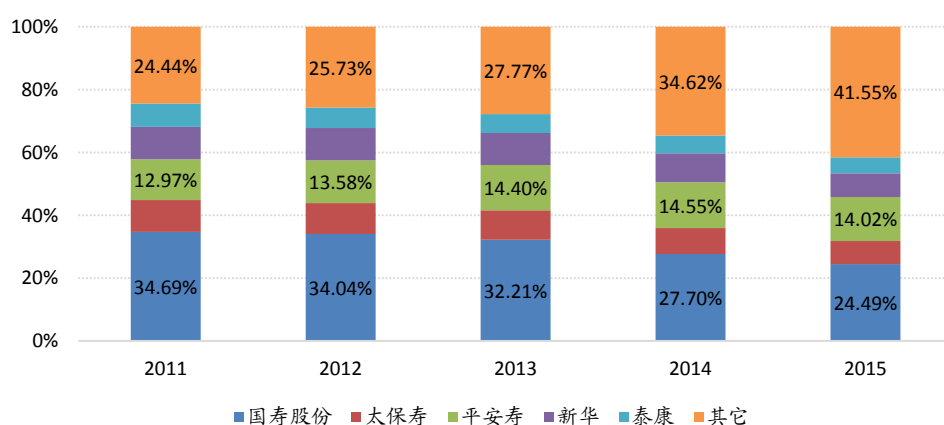
公司名称	获批时间	股东背景
众安在线财产保险股份有限公司	2013/2/17	浙江阿里巴巴电子商务有限公司、深圳市腾讯计算机系统有限公司、中国平安保险(集团)股份有限公司、优孚控股有限公司、深圳市加德信投资有限公司、深圳日讯网络科技股份有限公司、北京携程国际旅行社有限公司、上海远强投资有限公司、深圳市日讯互联网有限公司
易安财产保险股份有限公司	2015/6/24	深圳市银之杰科技股份有限公司、深圳光汇石油集团股份有限公司、上海银必信资产管理有限公司、北京富邦恒业科技发展有限公司、北京恒屹鑫源科技有限公司、山东达能工贸有限公司、深圳锦久辰商贸有限公司
安心财产保险股份有限公司	2015/6/25	北京玺萌置业有限公司、北京洪海明珠软件科技有限公司、北京通宇世纪科技有限公司、中诚信投资有限公司、辽宁银珠化纤集团有限公司、北京翰海轩文化传播有限公司、北京众邦盛通计算机系统集成有限公司
泰康在线财产保险股份有限公司	2015/6/25	泰康人寿保险股份有限公司、泰康资产管理有限责任公司

资料来源:保监会,华宝证券研究创新部

5.2.行业集中度下降,互联网渠道占优

传统保险市场二八效应明显,大公司市占率偏高,这种情况在互联网保险中有所改观,主要源于传统保险机构自身渠道能力的弱化,以及中小保险公司创新发展的力度较大。以人身保险为例,2011 年前五大寿险公司占据市场份额的 75.56%,到 2015 年降至 58.45%。互联网保险市场的快速增势,将助推行业集中度进一步下降。

图 40 人身保险公司保费收入市场份额变化



资料来源:保监会,华宝证券研究创新部

互联网保险的另一个影响在于,理财通、招财宝等平台搭售的理财型互联网保险产品,推升了保险公司的负债成本。由于客户群体区别于传统保险业务,年轻群体对于销售渠道的认知水平和依赖程度远高于保险公司,这使得保险公司原有的多维价值体系收窄,关注点集中于产品的预期收益率上。相较于银行理财产品、证券公司收益凭证以及开放式基金,保险产品受互联网渠道的冲击更为直接和明显。

至于渠道的反转是否造成保险业生态格局的重构，目前尚不足以给出定论。保险行业渠道入口复杂，涵盖代理人、银保、电话营销渠道，以及基于互联网的官网直销、专业代理和兼业代理平台，而从产品角度看，互联网保险产品形态依然较为简单，标准化程度较低的保障性和长期型产品仍以代理人渠道为主。

5.3.对保险行业互联网化进程的信心来自大数据

保监会办公厅发布的《2014 年互联网保险行业发展形势分析》中提出，互联网保险产品种类呈现单一化特征，以条款简单、费用小额的险种为主。车险是互联网财产保险的重头戏，2015 前三季度互联网财产保险保费收入 557.85 亿元，其中车险占比 93.99%，非车险仅占 6%；而人身保险中寿险为主力险种，占比高达 96.7%，其中万能险和投连险占比为 87.9%。

表 7 2015 前三季度互联网保险保费收入分布

险种		保费收入	总占比
互联网财产保险	车险	524.31	30.14%
	非车险	33.53	1.93%
互联网人身保险	健康险	6.6	0.38%
	意外险	32.7	1.88%
	寿险：万能险	496.7	28.55%
	寿险：投连险	542.8	31.20%
	寿险：其它	103.1	5.93%
累计		1739.74	100%

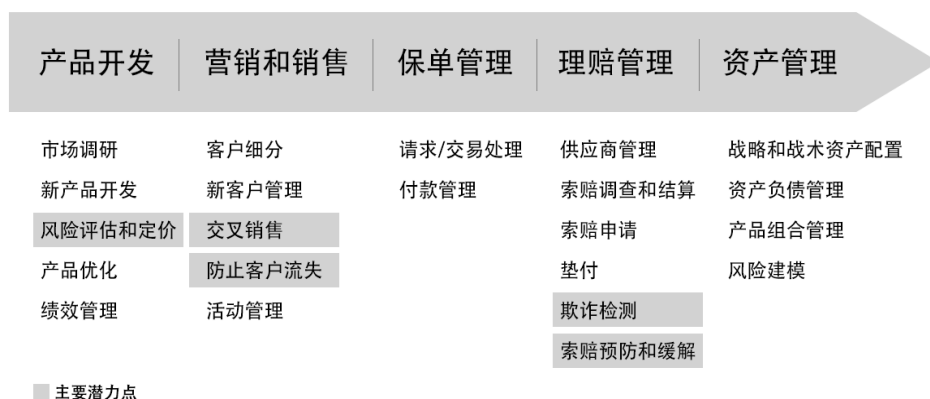
资料来源：21 世纪经济报道，中国保险行业协会，华宝证券研究创新部

就互联网保险产品的最新发展态势，标准化、场景化的产品占据主流，万能险、投连险以及创新型互联网财险产品符合互联网金融用户理财需求；意外险、家财险等险种不断细化，甚至出现了各种“奇葩”产品如扶老人险、充电宝及手机爆炸险等。短期来看，这些条款简单的险种仍有巨大市场空间，也是各家保险公司打通互联网渠道的发力点。

2015 年 10 月 20 日，保监会批复众安保险试点经营四款投资型财险保险产品，其中包括一款投资型航空综合保险，保障部分扩展为航空延误、航空意外伤害以及 2.5% 的年化收益，兼具理财和保障特性，1 万元起购，总规模不超过 30 亿元。这是首次保监会批准网销投资型财险，总量不大但开创性意义突出。

总体看，互联网撬动保险业万亿规模市场仍处在开篇阶段，车险等标准化险种的互联网化已基本完成，加之财险行业综合成本率提升，这类产品的增速将放缓；未来更多的看点一方面来自理财型险种的持续升温，另一方面来自大数据定价驱动的创新型险种，以及与之对应的一套全新的保险价值链。显然，后者更接近保险行业互联网化的实质意义。大数据将首先改造基于大数理论的传统精算方法，通过新的模型来测算风险，进而影响保险费率确定方式，同时也有利于保险公司开发出更为个性化、差异化定价的产品。

图 41 大数据对核心保险职能的影响



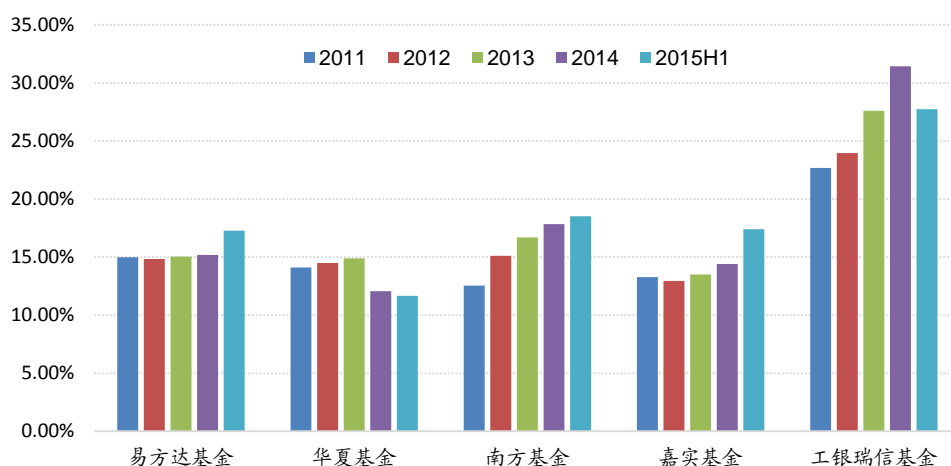
资料来源：BCG，华宝证券研究创新部

6. 互联网基金销售：移动互联时代，资管正规军迎变局

公募基金行业在 2015 年迎来一波强烈震荡，年初涌现基金经理离职潮，年中遭遇分级频繁下折、流动性危机，随后打新基金由盛转衰、公募清盘常态化。与这种局部的“冷遇”形成强烈反差的，是渠道竞争的热化。互联网金融托起了公募基金业正规军的领先地位，同时又让基金公司对于渠道的依赖程度进一步加强。

根据中国基金业协会数据，截至 2015 年底公募基金机构非货币管理规模排名的前五家分别是易方达、华夏、南方、嘉实和工银瑞信。通过统计过去几年这五家机构客户维护费（尾随佣金）与管理费的比例，不难发现渠道所蚕食的利润空间呈现逐年上升态势。第三方销售的分成比例略低于银行，但随着移动互联网的逐层渗透，它们的高议价能力将逐步得到体现。

图 42 基金公司客户维护费占管理费比例变化



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

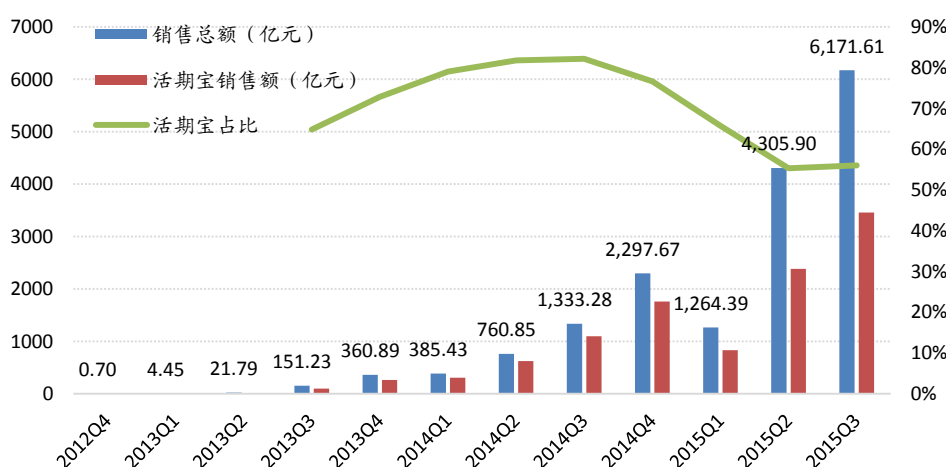
6.1. 蚂蚁金服、陆金所加入渠道战局，网销基金成互联网金融平台

标配

从 2013 年宝宝货基快速上量，居民储蓄资产向公募基金转移的脚步就未曾停歇，到 2014 年末，互联网金融平台用户争夺大战遭遇 A 股久违牛市，带动了网销基金规模井喷，

较早引入基金销售业务的互联网平台受益明显。东方财富网财报数据显示，2015 年前三季度旗下基金销售平台天天基金网销售额达到 6171.61 亿元，挂钩一系列货基产品的活期宝销售额 3456.18 亿元，占整体销售额比重降至 56%。

图 43 东方财富网第三方基金季度销售额



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

回顾互联网基金销售渠道的格局变化，不得不提蚂蚁金服和陆金所两大流量主的介入。2015 年 8 月 18 日，蚂蚁金服推出一站式移动理财平台蚂蚁聚宝，以独立业务分支形式进军网销基金市场，上线初期代销 900 只公募基金产品。来自支付宝的庞大用户体量，为蚂蚁聚宝带来充分的业务支撑，据悉，2015 年双十一易方达聚盈 A 当日销售额超过 3.8 亿元。就蚂蚁金服而言，基金销售业务是一个自我生态构建的补充版块，通过完善业务条线满足用户不同层面的理财需求，同时做到用平台思维连接传统金融机构。这种“生态”思维还体现在蚂蚁聚宝推出全民基金养成计划，联合众基金公司组织线上投资者教育，培养用户的理财意识。

陆金所于 2014 年起逐步剥离 P2P 业务，向开放与跨业转型，业务重心转向面向机构的金融资产交易服务平台 Lfex；面向中小企业及个人金融服务的 Lufax 则转型为一站式线上财富管理平台，经营票据业务、信托产品、公募基金和保险产品等。2015 年 9 月，陆金所取得基金销售业务资格，上线三个月后代销产品数达到 2000+，年底陆金所基金频道单日基金销量超 10 亿元。据陆金所董事长计葵生披露，2015 年 Lufax 平台上个人购买的产品大致分 P2P、公募基金等标准化产品以及固收类产品三类，分别占到 8%-10%，15%-20%，70%-80%。

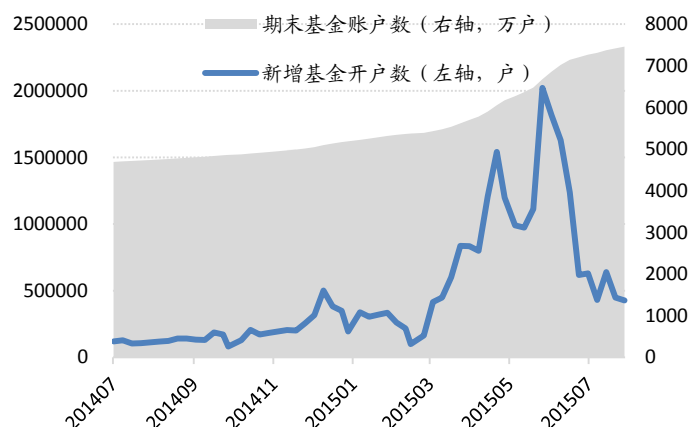
同样地，基金销售牌照成为众多 P2P 网贷平台转型的要件。早在 2014 年，就有不少平台通过引入货币基金解决客户账户滞留资金问题，监管收紧后，网贷平台纷纷思忖借用用户资源搭建综合理财平台，试图将用户引至基金领域。然而竞争对手过于强劲，且标准化的公募基金产品往往难以体现互联网金融平台的差异化价值，这些因素都让转型网销基金的小平台难成大器。

6.2. 牛市+移动互联，带来的不仅仅是公募扩容

上一轮牛市对于公募基金行业扩容影响几何？我们统计了 2014 年 7 月至 2015 年 7 月间 A 股新增基金账户情况，累计基金账户数由期初的 4691.64 万户升至期末的 7460 万户，增幅 59%；新增基金开户数在 2015 年 5 月末的一周达到峰值 202 万余户。与之相应，公募基金行业资产管理规模由 37655.47 亿元扩至 65099.73 亿元。移动互联网对于基金申赎金额、频率乃至运作机制（例如宝宝货基）影响深远，据艾瑞咨询测算，互联网基金的

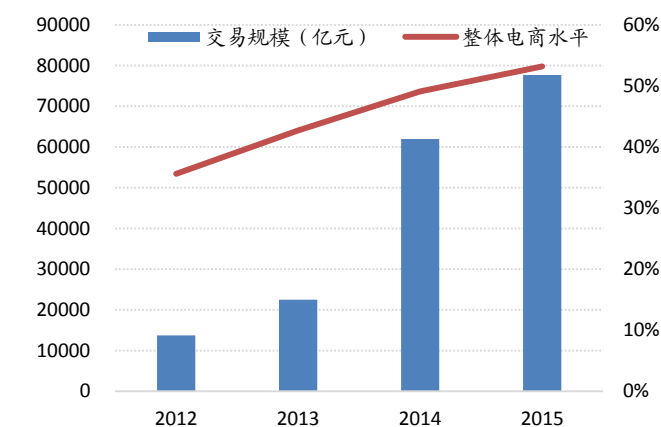
交易规模（区别于净值规模）在 2015 年达到 77673.3 亿元，基金行业整体电商水平超过 50%。

图 44 牛市期间新增基金开户情况（2014.7-2015.7）



资料来源：中国结算，华宝证券研究创新部

图 45 中国互联网基金交易规模



资料来源：艾瑞咨询，华宝证券研究创新部

附注：互联网基金交易规模指用户通过互联网和移动互联网渠道认申购基金产生的交易规模

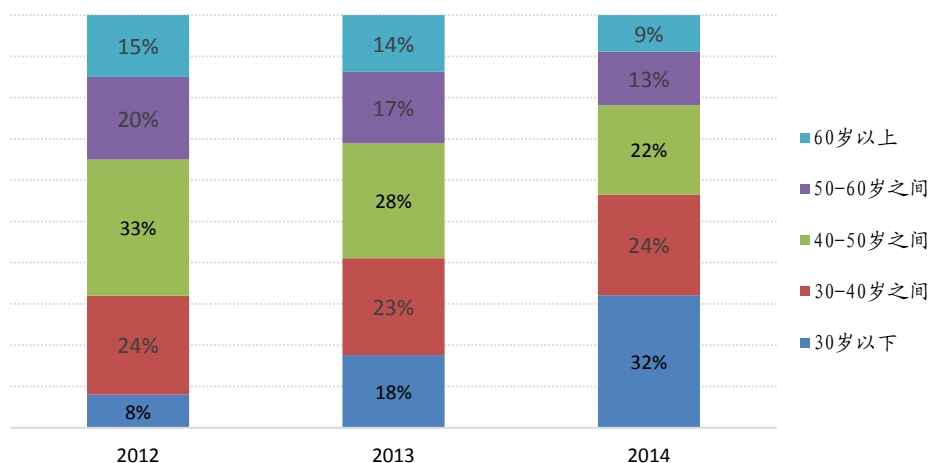
综合基金业协会历年发布的《基金投资者情况调查分析报告》，个人投资者开放式基金资产净值在 1 万元以下的占比在 2014 年发生了较为显在的变化，由上一年度的 60.68% 上升至 67.17%；个人投资者有效基金账户的年龄分布中，30 岁以下人群逐渐取代 40-50 岁的投资者，在绝对账户数量上成为主力，而从持有市值占比来看，30 岁以下人群仅占 11.48%，40-50 岁人群仍占 28.91% 居首。这些现象符合互联网金融投资者年轻化以及小额零散的特征，基金公司和销售渠道更需要重视这些特征的变化对于产品设计和营销策略制定的启示意义。

表 8 个人投资者开放式基金资产净值分布情况

	2011	2012	2013	2014
1 万元以下	61.73%	58.67%	60.68%	67.17%
1-5 万元	30.69%	32.00%	29.82%	23.53%
5-10 万元	4.50%	5.15%	5.31%	5.01%
10-50 万元	2.77%	3.66%	3.72%	3.78%
50 万元以上	0.31%	0.52%	0.47%	0.51%

资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

图 46 个人投资者有效基金账户年龄分布



资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

与公开透明的公募基金网销不同，资本市场的机遇性时刻也带动私募产品销售“+互联网”的热情。而天然的投资者适当性屏障，让这股洪流只得在暗中涌动。首先，基金销售业务资格是针对公募的，对于注册资本、人员配置、软硬件设施的要求偏高，不具备资质的小型销售机构只能出让一定的通道费用，将客户导流至大平台；其次，即使获得了基金销售资格，百万起投的设定也与互联网金融的小微思维相悖，一些销售平台以“大拆小”的形式对产品的收益权进行拆分，起点降至万元，变相降低了私募基金的投资门槛。

2015年12月16日，基金业协会发布《私募投资基金募集行为管理办法（试行）（征求意见稿）》，意在规范私募基金募集、销售行为，防范虚假宣传、非法集资等风险事件。意见稿发布后，一些平台主动关闭了拆细类产品的募集。我们认为，按现行的监管思维，互联网金融将被赋予一套完整的投资者适当性制度，暂时的“缺失”不意味着“解绑”，这类倒行逆施的创新并不值得鼓励。

7. 互联网信托：困局依旧，“小象”转身仍在探索初期

如果说互联网金融的核心思维在于瞄准长尾市场，那么信托产品与这种处处强调小额分散的思想存在着天然的背离。尽管在资产配置端享有独特优势，囿于投资者适当性的限制，信托业主动结网的前景也不甚明朗。早先基于收益权分拆的“信托100”模式宣告终结后，集合资金信托产品的互联网化进程似乎成为天堑。即使抛开产品创新来谈，互联网金融的全时、高效也令“大客户”思维主导的信托业难以迅速转身。

在2015年度的《中国金融产品年度报告》中，我们探讨了信托公司的转型困局，并对互联网信托等相关创新业务给予了点评。时隔一年，信托业转型仍缺乏实质性要素支撑，随着非标时代落幕，国内信托业赖以生存的主体业务显露出衰退迹象，外部环境压力下的创新业务探索已成当务之急。

7.1. 借力互联网，信托业可以改造什么？

当我们讨论信托业转型，我们讨论什么？答曰：制度红利的终结，以及大资管时代的到来。2015年三季度信托业资管规模出现负增长，通道类业务持续萎缩（2015Q3仍占比62.37%）。2014年中诚信托“诚至金开1号”的矿产信托兑付风波，就已显露出通道业务快速飙升背后的问题，与海外相比，国内信托业业务倒置的情况颇为严重，资产管理、社会投资、公益事业等本源业务存在明显不足。寻求业务多元化，成为信托行业共识。除了

转向综合资产管理，过去一年中，信托公司对于私募投行、家族信托、资产证券化、互联网业务的参与度逐步提升。

与互联网对其它金融板块的改造类似，信托产品开发、营销和销售、客户管理，以及后端资产管理均能利用大数据、云计算带来的技术支持。互联网+信托的初级模式即是，投资人通过互联网平台预约产品服务，信托公司派出业务员进行线下交流，需求的提前把握，有利于信托公司调整产品开发与营销策略。

在产品创设上，消费信托模式屡见不鲜。2014 年中信信托与百度金融合作推出“百发有戏”，推升了一波消费金融小高潮，延展了客户对于单一事务管理型信托的认识；2015 年合作升级，双方继续推出互联网消费众筹平台，由产品服务商在众筹平台提供实体或虚拟商品，用户通过购买消费券的方式获得该商品提货权。在这种合作模式下，互联网平台掌握着主要的技术要素和用户资源，信托公司更多地扮演着“来料加工”的角色。

尽管互联网金融与信托行业之间存在较大的思维差异，目前落地产品的创新价值也有限，我们却认为，转型背景下拥抱互联网依然是一个重要命题，高端私人财富管理市场也终将受其影响。作为基础设施的互联网，其颠覆性意义并不仅仅在于产品维度上的革新，而是一整套业务模式的改变，体现在客户服务流程、资产配置理念等方方面面。

以平安信托旗下“平安财富宝”为例，该平台定位于高净值客户专业财富管理，上线了产品预约、存量资产查询、组合收益率查询及现金流预测等服务，后续将增加资产配置服务，综合比较同类型客户收益率得出客户收益率水平，继而通过产品组合方式，让客户更好地把握其资产配置情况。其核心优势在于为不同类型客户提供差异化的投融资服务，借助大数据手段和挖掘技术，对客户和产品进行精细的分级、匹配、撮合，满足不同客户的个性化金融服务需求。数据显示“平安财富宝”上线不到一年累计注册用户超过 160 万人，累计交易量超千亿元，较为可观。

7.2.中融金服：受益权对接大众投资需求，创新模式仍需时间考验

2015 年 6 月 15 日，中融金服上线，信托业涉足互联网业务探索涌现新模式。中融金服全称深圳中融融易通互联网金融服务有限公司，控股方为北京中融鼎新投资管理有限公司，后者正是中融信托旗下专业从事股权投资的全资子公司。这一路径与部分证券、银行等金融机构切入互联网金融的角度类似，子公司运作模式渐成金融行业热潮，依存于原有的一系列要素禀赋，创设出差异化的互联网金融形态和产品。

截至 2015 年底，中融金服网站共有两类产品上线，一类是理财计划，一类是增信产品。理财计划由广东金融高新区股权交易中心（广交所）发行，中融金服平台合格投资者认购，募集资金投向首创证券设立的“创金”系列定向资产管理计划，募集足额（大于资管计划要求）则成立。中融金服网站在借款流程中标示的借款申请资格为：1）持有未到期的中融信托发行的信托计划。2）所持有信托计划为固定收益且集合类。因此，理财计划的创设目的之一在于为信托产品持有人提供流动性，产品成立后，券商资管最后整体受让信托受益权。

增信产品的融资方同样为持有信托公司发行的集合资金信托计划产品的高净值客户，他们将信托受益权“质押”给中融金服，作为产品的补充还款来源。就这类产品而言，信托受益权作为增信手段并未改变其 P2P 产品的本质，而对于融资人来说，则实现了信托产品的流转。在下表案例中，融资人将 90 万元的信托产品受益权出让，换回流动性。

表 9 中融金服互联网金融产品案例

产品名称	金融产品增信项目第十期		
预期年化收益率	8.80 %	预计借款期限*	286 天

起投金额	1 万元	借款总额	90 万元
产品简介	金融产品增信项目是中融金服推出的个人投融资服务产品，借款人均为合法购买信托公司发行的集合资金信托计划产品的高净值客户（自然人或机构），并以其持有的信托计划受益权作为增信措施进行融资。		
风控措施	一、对借款人资料进行全面审核，降低信用违约风险。 二、评估借款人所持有的信托计划运作情况及资产价值，借款人持有的金融产品到期可获得的本金及收益金额大于借款应还款本息总额。		
还款来源	一、借款人自有资金； 二、借款人持有的信托计划受益权作为补充还款来源。		

资料来源：中融金服，华宝证券研究创新部

附注：*实际借款期限为该笔借款的满标放款日至借款到期日的天数

需要补充说明的是，在增信产品的创设中，另外针对债权人架设了财产管理型信托（单一资金信托），使其不受《信托公司集合资金信托计划管理办法》约束，也借此绕开了集合信托受益权拆分和转让的问题。这种模式下，中融金服扮演着 P2P 财产权项下的债权人和质押权人角色，假如基础资产存在违约情况，只需运营方保证多笔债权偿付率一致。由于 P2P 债权与集合资金信托计划的期限并不要求一致，这类产品对中融金服的考验，更多在于对两种期限的把握。

由于信托登记制度迟未落地，信托产品的转让仍然需要线下完成，在以上两种模式中都存在此问题，一定程度上拖慢了效率（也存在各类合同面签合规性的瑕疵）；此外，这种子公司的运作模式，让资产、撮合、风控、交易的整个流程均控制在金融机构手中，难以完全摆脱“非独立平台”的质疑。

总体看，与全时、高效的互联网金融相比，“小象”的转身依然显得步履缓慢。中融金服的尝试，更多应该看作信托公司涉足互联网的尝试，而非纯粹意义上的“互联网信托”。回到本文开篇时的立意，不仅限于互联网领域，转换思维、回归客户价值，将在未来几年的信托业发展中全面、持续地得以体现。

8.消费金融：互联网巨头的下一个主战场

基于生活消费目的的金融服务，在过去一年频繁见诸于新闻媒体的显要位置。“消费金融”一词并不新鲜，然而人们更倾向于将其理解为“消费信贷”，对应分期付款、提前消费等概念，以致于蚂蚁花呗等产品的出现，都被认知为信用卡的互联网版本。事实上，基于互联网的消费金融在内涵上发生了迁移，其目标客群、消费场景、服务体验乃至由之衍生出的创新业务空间，都与传统意义上的消费信贷有所不同。

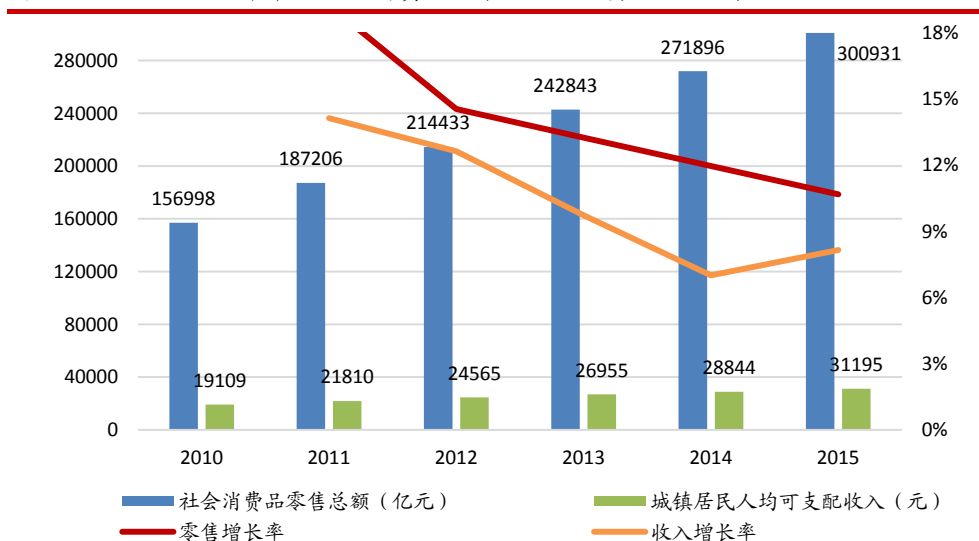
居民可支配收入逐年增加，年轻消费势力崛起，配合互联网征信的落地，消费金融作为一种全新的信用形态，在未来数年将得到稳步推进，并与网购、理财等其它领域充分结合。据第三方机构预测，2017 年国内互联网消费金融交易规模将达到 1368 亿元。在消费金融的实际业务领域，我们更看好 BAT 的场景构建、体验优化以及数据风控能力。

8.1.当金融成为一种消费方式

如果从概念上拆解消费金融，进而估算其市场空间，则首先需要了解国内居民的消费增长潜力，以及用信用方式替代现金支付的意愿，也即跨期消费的培养水平。从数据来看，经济下滑趋势下中国社会消费品零售总额依然保持快速增长势头。2015 年中国社会消费品零售总额为 300931 亿元，同比名义增长 10.7%（扣除价格因素，实际增长 10.6%），远高于 GDP6.9%的增速。2015 年全年，全国网上零售额为 38773 亿元，较上年增长 33.3%。2015 年城镇居民人均可支配收入达到 31195 元，同比增长 8.2%（扣除价格因素，实际增

长 6.6%)，这为居民消费需求和消费支出增长提供了事实上的基础。互联网元素的渗入，也为消费金融创造了足够有利的条件。

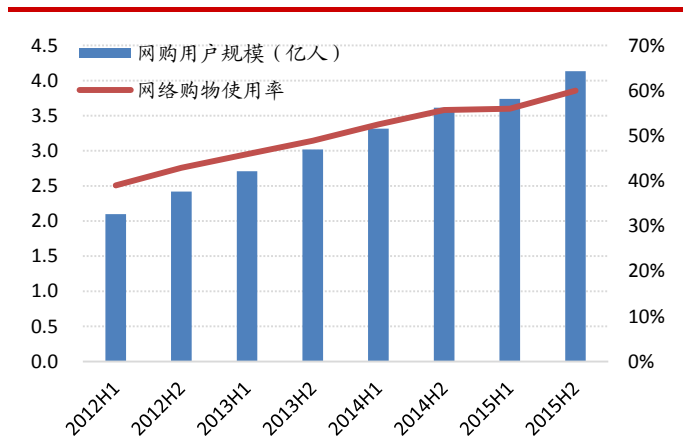
图 47 2010~2015 年中国社会消费品零售总额与城镇居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，华宝证券研究创新部

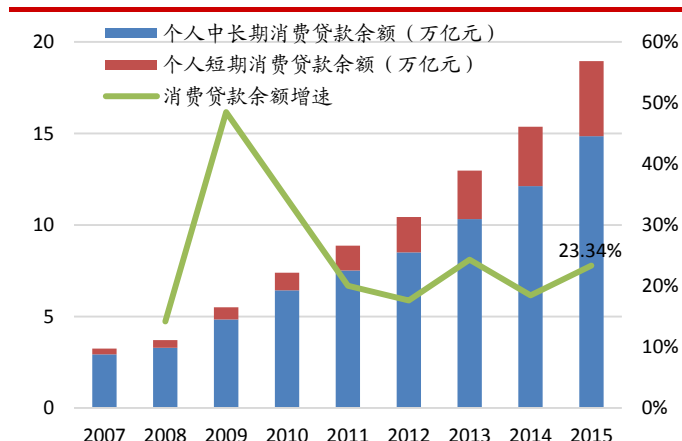
伴随经济结构调整的深化，以及一系列政策对消费需求的刺激，国内金融机构人民币消费贷款余额快速攀升，从 2007 年的 3.3 万亿增长到 2015 年的 18.952 万亿，同一报告期内占本外币各项贷款余额比例由 12% 上升至 19%。颇为值得一提的是，其中的个人短期消费贷款余额占比也从 2007 年的 10% 上升到 2015 年底的 21.64%。

图 48 网络购物规模及使用率



资料来源：CNNIC，华宝证券研究创新部

图 49 金融机构人民币消费贷款余额



资料来源：国家统计局《国民经济和社会发展统计公报》，华宝证券研究创新部

根据银监会 2013 年《消费金融公司试点管理办法》的释义，消费金融公司是指经银监会批准，在中华人民共和国境内设立的，不吸收公众存款，以小额、分散为原则，为中国境内居民个人提供以消费为目的贷款的非银行金融机构。该文件所称的消费贷款是指消费金融公司向借款人发放的以消费为目的的贷款，不包括购买房屋和汽车。从这里可以看出，消费金融公司的业务覆盖范围与传统消费信贷业务有一定区别，锚定的客户群体也更偏向于前者较难惠及的领域。截至 2015 年底，国内已开业和筹备中的消费金融公司数量为 13 家，包括 2009 年首批 4 家试点公司（北银、中银、捷信、锦程），第二批扩大试点公司（招联、兴业），以及新近获批的 7 家（海尔、苏宁、杭银、徽银等）。

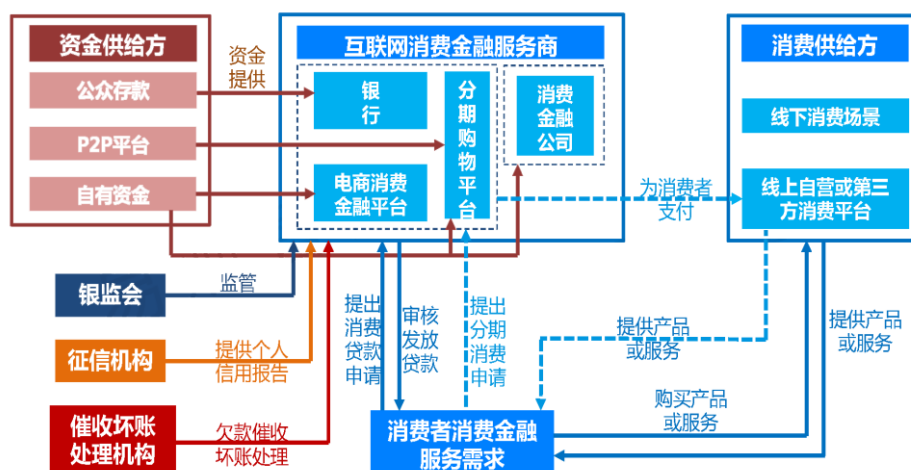
除了商业银行的信用卡和消费信贷业务以外，事实上经营消费金融业务的公司不仅包含持牌公司，还包括依托征信、支付、电商等业务发展起来的新型消费金融服务模式，如蚂蚁花呗、京东白条、分期乐等，我们预计这些平台后期也需要补充申领消费金融牌照。

8.2. 风险定价同样是消费金融最核心环节

无论外在形式如何，消费金融业务的实质是经营主体通过信用下沉、流程简化等方式，去争取需求曲线中的长尾客户，这些小微甚至“小小微”的零散业务存在较大的风险定价难度，坏账率估测难度更大。同时由于消费金融公司发放的贷款是无担保、无抵押贷款，加强了业务的经营风险。

如下图所示，互联网消费金融服务商联结着资金供给和消费的需求方。消费需求方向银行、消费金融公司、分期购物平台或电商消费金融平台提出贷款申请，互联网消费金融服务商通过审核后向消费供给方为消费者支付借款，消费者通过线下消费场景，以及电商自营或第三方消费平台购买产品或服务。在这一产业链地图中，监管、征信以及坏账处理机构（或部门）承担着重要的业务引导和评估、追踪作用。

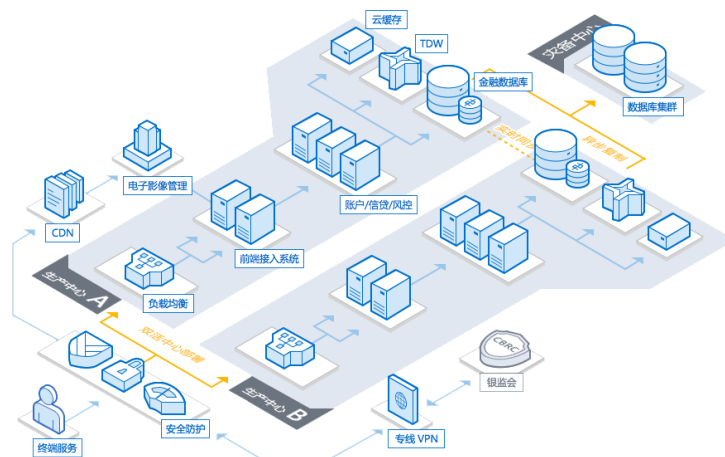
图 50 互联网消费金融产业链



资料来源：易观智库，华宝证券研究创新部

数据体量、信用评估模型的客观要求，决定了互联网消费金融的技术投入大、创新业务成本偏高，相关平台长足发展的根基在于综合生态的支撑，因此总体上我们更看好BAT、京东金融、平安普惠的业务前景，同时对垂直需求领域的创新持乐观态度，如趣分期定位大学生消费信贷。目前，腾讯云、蚂蚁金融云均已推出相应的整体解决方案，为企业提供中后台支持，这将进一步强化它们的数据积累、场景延伸和事件应对能力。

图 51 腾讯金融云平台的消费金融解决方案示意



资料来源：腾讯云，华宝证券研究创新部

8.3. 基于消费金融的业务创新案例

2015 年 10 月 28 日，京东金融发起资本市场上第一个基于互联网消费金融的资产支持证券（京东白条 ABS），并正式登陆深交所挂牌交易。资产证券化与消费金融领域的结合，打通了消费金融公司负债渠道的堰塞湖，将缺失流动性的资产转化为在资本市场上自由流通的金融产品，电商平台的现金流得以释放。

京东白条 ABS 产品由华泰证券资产管理有限公司代理发行，首次融资总额为 8 亿，分为优先 1 级（75%，AAA 评级）、优先 2 级（13%，AA- 评级）、次级（12%）资产支持证券。区别于阿里 ABS 针对企业贷款债权进行资产证券化，并通过外部担保和差额补足承诺为项目增信，京东白条 ABS 产品针对互联网个人消费应收账款债权进行资产证券化，并主要通过内部增信方式（次级档证券为优先档和次优档证券提供 12% 的信用支持，次级档和次优档证券为优先档证券提供 25% 的信用支持）为项目提供担保。

表 10 京东白条 ABS 产品一期信息

债券名称	发行日期	评级	发行金额（万元）	票息	期限（年）	分层比例
京东优 01	2015/9/15	AAA	60,000	5.10%	2.03	75%
京东优 02	2015/9/15	AA-	10,400	7.30%	2.03	13%
京东次级	2015/9/15		9,600		2.03	12%

资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

京东白条 ABS 产品的基础资产更加小额、分散，投资风险相对较低；而对于京东来说，分散的小额债权定价和风险管控在整个产品设计过程中起着牵动全局的作用。

其后，基于消费金融的资产证券化产品陆续涌现。2016 年 1 月 19 日，“嘉实资本-分期乐 1 号资产支持专项计划资产支持证券”（分期乐 ABS）正式在上交所公开发售，首期融资总额 2 亿元，上交所共批准了 10 亿元，90% 以上的优先级证券由中合担保对其增信。

表 11 分期乐 ABS 产品基本信息

债券名称	发行日期	发行人	发行金额（万元）	票息	分层比例
分期乐优	2016/1/19	嘉实资本	18,000	预期收益率 5.05%	90%
分期乐次	2016/1/19		2,000		10%

资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

此外，传统金融机构背景的消费金融公司也开始试水信贷资产证券化。2016年1月，中银消费金融公司在银行间市场发行6.99亿元个人消费贷款资产支持证券，成为传统消费金融公司的首单ABS产品。总之，消费金融与资产证券化手段的结合，让我们看到互联网金融更丰富的延展性，毫无疑问，拥有超强技术能力的互联网公司在这一业务形态创新中起到了不可低估的示范作用。

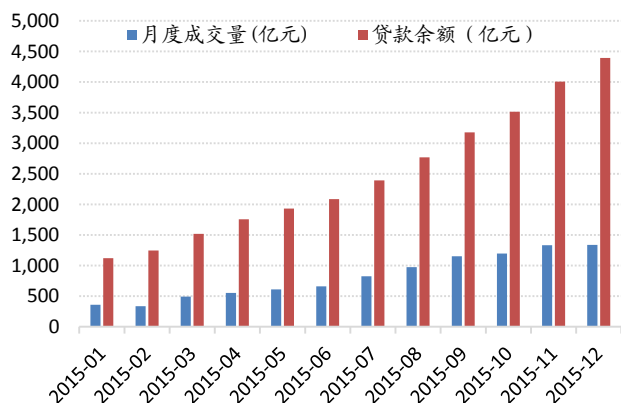
9.P2P 网贷：一个野蛮扩张时代的结束

2015年网贷行业迎来一波快速升腾，互联网金融产品收益率普降格局下，网贷产品优势凸显，月度成交突破千亿。在金融市场资产荒背景下，这种高溢价更多由经营运作手段支撑，难以长期维持。我们认为，一系列信用风险事件的集中爆发，以及暂行办法影响下监管套利空间的迅速缩窄，标志着网贷平台的野蛮扩张时代宣告结束。未来网贷行业仍将发挥重要投融资中介作用，而网贷平台在未来经历则会一个良莠分化的过程，一轮集中淘汰之后，网贷累计成交量上行趋于平缓。

9.1.累计成交破万亿，收益率中枢持续下移

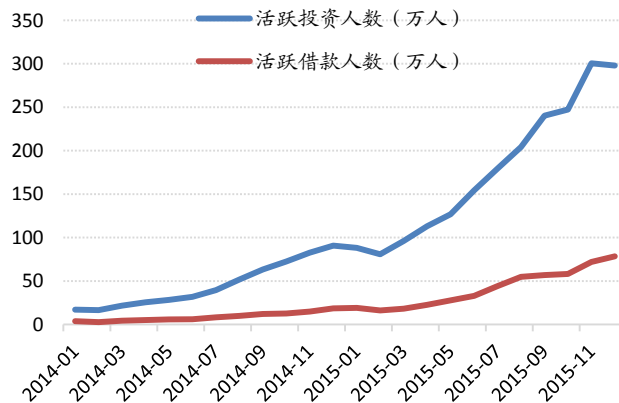
网贷之家数据显示，截至2015年12月底，网贷行业历史累计成交量达到13652亿元，贷款余额4394.61亿元。9月起网贷月度成交量超千亿，保持较快增速，12月当月成交量为1337.48亿元。网贷活跃投资人数从年初的88.22万人增至11月300.62万人，年末因素及E租宝等风险事件暴露共同作用下，12月投资人数略有下降，为298.02万人；12月借款人数增至78.49万人。

图 52 网贷成交量和贷款余额



资料来源：网贷之家，华宝证券研究创新部

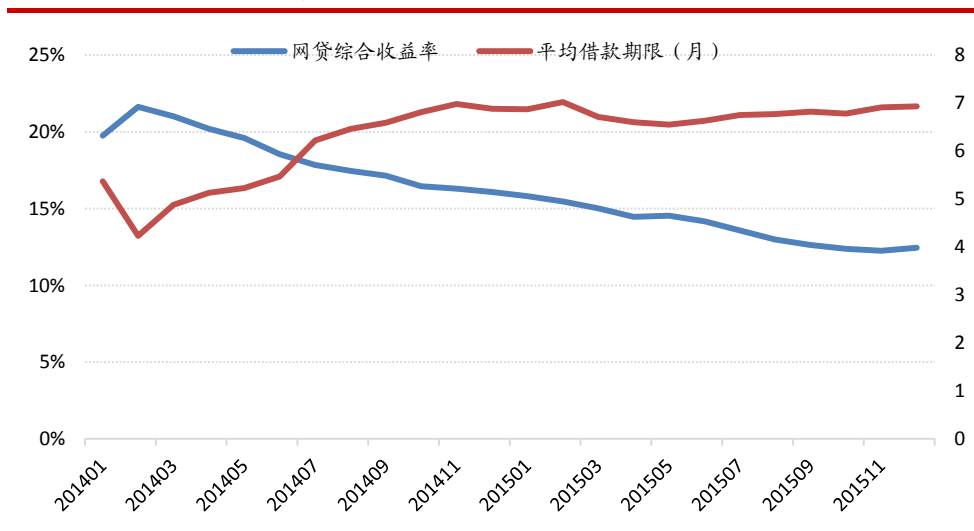
图 53 2014 年以来网贷各月活跃投资人数和借款人数



资料来源：网贷之家，华宝证券研究创新部

2014年以来网贷平台综合收益率走势呈明显下降趋势，中途偶有反复，11月末为12.25%。这里需要注意，网贷之家提供的数据并非所有平台统一上报并经跨期统计得来，因此收益率数据忽略了借贷坏账率，仅供时间纵向参考；据我们调研，成交量较大的主流网贷平台半年期以下产品综合收益率多在6%-8.5%之间。

图 54 网贷平台综合收益率走势



资料来源：网贷之家，华宝证券研究创新部

2015 年监管政策出台前，网贷平台交投空前活跃。基础利率下行趋势下，投资者对于偏高收益的类固定收益产品存在配置需求，资本兜底、平台担保，让 P2P 网贷的系统性风险未完全暴露；在项目端，企业融资需求和不良资产处理正经历一个互联网化的过程。由于项目资产的产业分散性，网贷运作流程难以迅速标准化，存在较大的信息不对称空间，这些都是阻碍网贷综合收益率平滑向下的因素。这种情形与我们在大事记中提出的观点一致，即理财用户的高收益预期，与标准化金融产品收益逐级下降的矛盾，这为行走在创新前沿的互联网企业创造了吸纳用户的机会，促进各类互联网金融产品拉开矩阵，收益率形成梯度，同时也是泡沫产生的内在原因。

为争取成交市场份额，部分网贷平台运作模式存在恶性循环（收益倒挂现象），具有不可持续性：盈利依靠赚取息差→制造信息不对称→投资者信用成本提高→平台提供风险溢价→利差居高不下。尽管交投火热，在海外二级市场，无论是 Lending Club 还是宜人贷，均未受资本市场充分认可，股价表现惨淡，投资者对于这类公司的现有商业模式、变现能力和垄断溢价信心不足。

9.2. 重压之下，网贷平台亟待转型

2015 年 12 月 28 日，网贷行业首份监管细则《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）》（下称“暂行办法”）问世。暂行办法的出台标志着网贷平台野蛮扩张时代的结束，未来网贷行业仍将发挥重要投融资中介作用，但伴随着监管承压、利差缩窄，一大批网贷平台面临转型压力，行业进入洗牌期。2015 年底，网贷行业的规模暴增进入平台期，在运营平台数量和活跃投资人数都呈现收缩迹象。

图 55 网贷运营平台数量变化



资料来源：网贷之家，华宝证券研究创新部

延续《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》区分中介业务和金融业务的精神，暂行办法进一步明确网贷平台定位，确认其作为平台和通道的作用，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。与之相应，开展相关业务的机构名称中须标明“网络借贷信息中介字样”，备案管理上实行先领取营业执照，后向地方金融监管部门备案登记的制度。

此外，暂行办法的适用范围值得关注。暂行办法所称的网络借贷指的是“个体和个体之间通过互联网平台实现的直接借贷”，个体包含自然人、法人和其他组织；文件第四十三条补充，“银行业金融机构及国务院银行业监督管理机构批准设立的其他金融机构和省级人民政府批准设立的融资性担保公司、小额贷款公司等投资设立具有独立法人资格的网络借贷信息中介机构，设立办法另行制定。”

需要指出的是，暂行办法并不适用于所有创新形态的互联网金融模式，一些基于互联网的供应链金融、资产证券化、收益权与基础资产分离的网贷基金等，包括传统金融机构通过旗下子公司开展的类 P2P 业务，由于业务的界定，和风险隔离措施的实施都较为复杂，相应的监管手段还需进一步完善。

除了所列各项“负面清单”以外，我们同样关注网贷平台在营收模式、信息披露、数据报送等各方面面临的压力。

自网贷行业监管有规可循以来，“转型”一直是重中之重，一些平台率先提出了向一站式投资理财转型的想法，并引入货币基金等传统金融产品，而“负面清单”在禁止自融、拆标、资金池等模式的同时，明确提出网贷信息中介机构不得发售银行理财、券商资管、基金、保险或信托产品，这意味着，非集团化运作的平台或死守信息中介业务，接受标准化的服务收费模式，或另设独立的业务条线，开展其它渠道类业务。

网络借贷有关债权债务信息被要求接入中央数据库，以及严格的信息披露和风险揭示制度，两者的直接作用在于增加网贷各参与方、所披露项目的透明度，使平台与借款人自主定价空间缩窄。从网贷行业生态来看，近两年风生水起的网贷评级、债权交易、网贷基金等也面临业务标准化，勾兑空间收窄的问题。

9.3.重新思考互联网金融的投资者适当性和信息披露制度

借普惠金融的概念，互联网金融向巨大的长尾市场覆盖，网贷等行业经历了一个“重新发明轮子”的过程：回到金融行为发生的原点，试图绕开传统金融长期以来形成的投资

者适当性、信息披露等限制性条款，一些平台将风险水平不确定的资产打包销售给不具备相应风险承受能力的投资者，或盲目地将金融产品拆分销售，事发后往往对投资者造成不可挽回的伤害。

暂行办法的出台，再次依金融的本质规则对“轮子”的适用性进行打磨，要求网贷出借人拥有非保本类金融产品的投资经历；要求地方金融监管部门建立舆情制度，对可能存在的违法违规行为金融监测。

另外，暂行办法中前后有五处提及“网络借贷行业中央数据库”，分别对应网贷机构业务、中央和地方金融监管部门职责等，要求建立网络借贷信息中介机构及其股东、合伙人、实际控制人、从业人员的执业记录，建立并管理行业有关数据信息的统计，实现网贷与银行业、地方与中央共享，这意味着网贷行业的信息孤岛问题有望得到解决。

10.股权众筹融资：静待下一轮资本盛宴

股权众筹（互联网非公开股权融资），一场“大众创业、万众创新”在股权投资领域的深度实践，驾着“互联网+”的快车，成为 2015 年资本市场的一笔浓墨重彩。它的含义足够简单：不特定的大众群体，通过互联网出资入股目标公司，享有股东权益，获得未来收益。这种新型的融资革命，为创新创业公司找到商业借贷、VC/PE 等传统融资渠道之外的全新通道，也让大众实现了直接分享大众创业成果、掘金“互联网+公司”的梦想。

近两年，新三板肩负起发展建设多层次资本市场的重任，极大丰富了股权投资的生态圈。股权众筹则作为新三板的补充手段，与之互相结合，前后贯通，为创业时代有增长潜力的公司输血。

10.1.国内外股权众筹市场发展概览

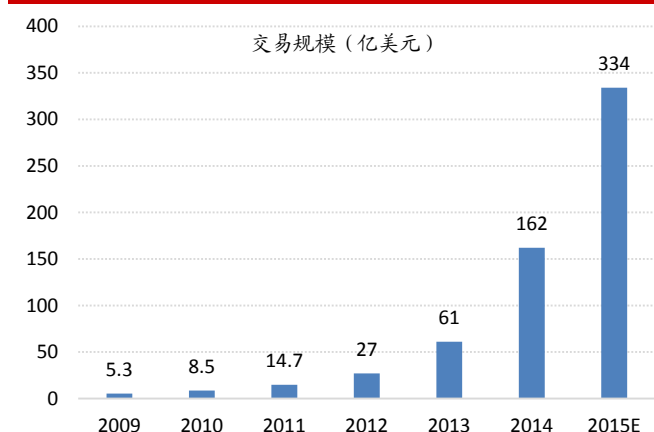
2015 年股权众筹领域的最大新闻来自海外。10 月 30 日，美国证券交易委员会（SEC）通过一项重要法案，大大降低了投融资两端的限制，被视为美国正式开放公募众筹的标志性事件。该法案被称为《创业企业融资法案》（Jumpstart Our Business Startups Act），简称“JOBS 法案”，2012 年由美国国会审议通过。该法案共分 7 个章节，其中第二章是对合格投资者的众筹，被视为“大私募”，即突破传统私募的限制，让项目发行人有机会公开宣传众筹计划，又可以享受证券发行豁免注册的待遇。

此外，股权众筹立法在其它发达国家都取得了不错的进展，加拿大、英国、法国、德国、韩国等近两年均有针对股权众筹的法律推出，普遍将其视作证券发行，并设立了小额融资审批豁免制度。

海外众筹研究机构 Massolution 调研了全球一千多家活跃的众筹平台，发现 2014 年众筹市场增长强劲，众筹总融资金额从 2013 年的 61 亿美元增加到 162 亿美元，并且亚洲市场正在成为一支重要力量。该机构预测 2015 年全年众筹金额将比 2014 年增长 2 倍多，总额达 344 亿美元。

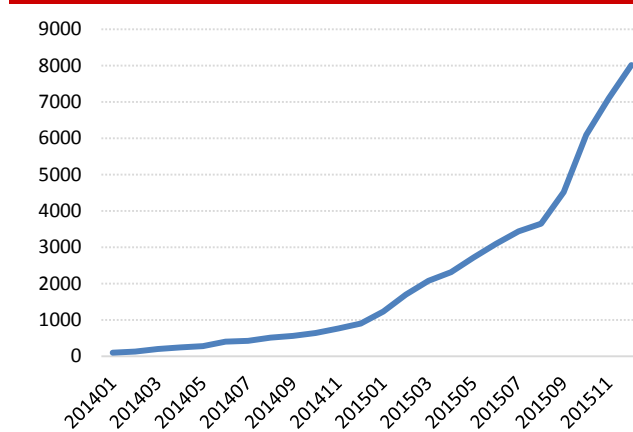
美国市场股权众筹交易热度空前。由 CNBC 冠名的 Crowdfinance 指数数据库统计了含 AngelList、WeFunder 在内的 18 家代表性证券众筹平台的实时募资情况，涵盖 50 个主要众筹项目。该指数发布于 2014 年 1 月 29 日，基点为 100 点，截至 2015 年底已攀升至 8016.59 点。

图 56 全球众筹行业交易规模



资料来源：Massolution，华宝证券研究创新部

图 57 CNBC Crowdfinance 50 指数表现

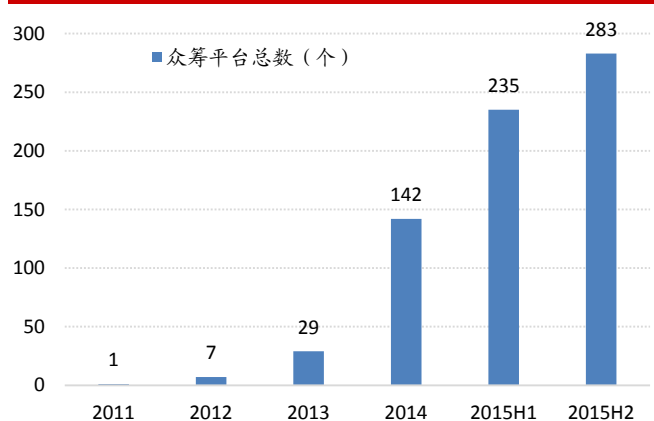


资料来源：CNBC，华宝证券研究创新部

2011 年，中国第一家互联网股权众筹平台“天使汇”上线，该平台帮助一批优秀的创业企业完成了首轮融资，其中包括滴滴打车、下厨房等知名应用。一般认为中国众筹行业起步于 2013 年，这一年国内众筹平台总数不超过 30 家，短短两年已增至两百余家。根据网贷之家不完全统计，2015 年国内主流众筹平台共发生股权众筹事件 7532 起，实际募资金额 51.9 亿元人民币，有 10.21 万人次参与股权众筹投资。

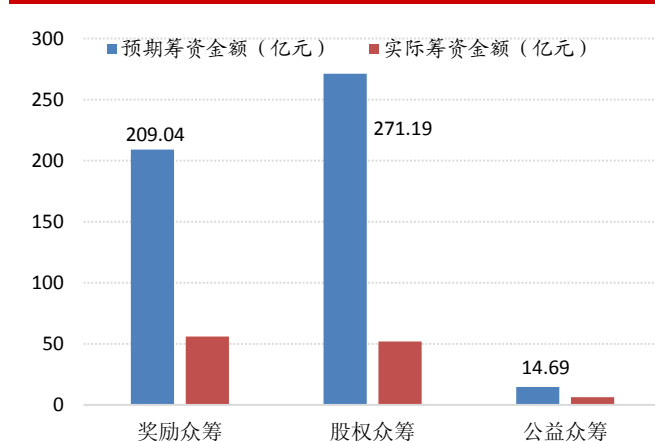
结合预期募资金额与实际募资金额两个数据，比较奖励众筹、公益众筹与股权众筹，不难发现股权众筹的融资需求（市场空间）更大，同时又存在着巨大的资金缺口。这从侧面反映出我国初创企业融资需求强烈，但融资渠道有限。

图 58 国内众筹平台家数变化



资料来源：网贷之家，华宝证券研究创新部

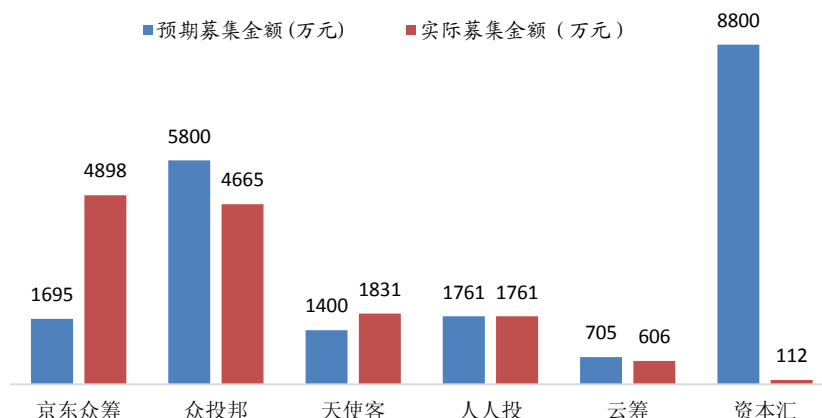
图 59 2015 主流众筹平台预期筹资金额与实际筹资金额



资料来源：网贷之家，华宝证券研究创新部

2015 年，京东金融正式加入股权众筹布局战，迅速打开市场空间。京东众筹板块分为奖励众筹和股权众筹（“京东东家”）两类，其中，京东东家过去一年成功筹资金额超 7 亿，在各类股权众筹平台位列第一。数据显示，2015 年 9 月京东众筹新增已筹集资金高达 4898 万元，超过预期近 3 倍。巨头的参与，使得众筹行业格局立显马太效应，项目和资金集中度急升。

图 60 2015 年 9 月部分股权众筹平台预期筹资金额与已筹集金额



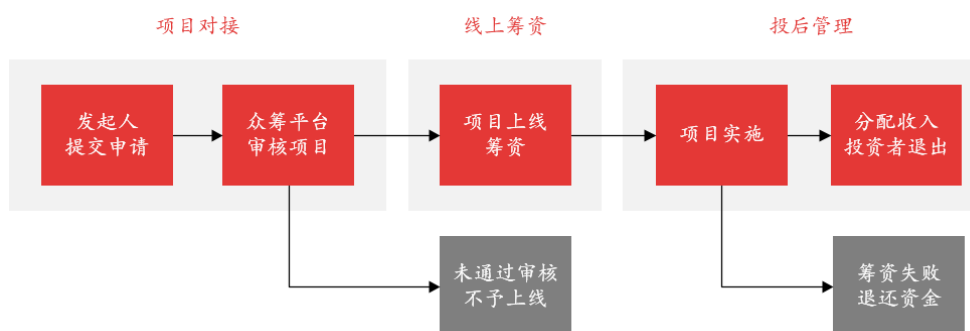
资料来源：网贷之家，华宝证券研究创新部

10 月 15 日，蚂蚁金服宣布战略投资 36 氪，后者是一家专注于创业孵化的新媒体和融资平台，拥有超过 4 万家合作企业作为现成的项目库，在蚂蚁金服支付、技术和云计算上的支持，有望发展成为中国最大的股权类互联网金融平台，未来支付宝的用户也能以股权众筹的形式，成为 36 氪平台上创业公司的股东。巨头的参与让股权众筹市场吸睛效应明显，但需要指出的是，行业规范和生态链建设并未及时跟上，截止目前众筹项目资金顺利退出的案例为数寥寥，可以说，国内股权众筹市场仍在培育初期，未来充满变数。

10.2. 股权众筹模式：“人人皆创投”

股权众筹的核心创新点在于对筹资渠道的革新，结合互联网去中心化的特征，突破传统融资渠道对于投资者门槛、人数的限制。与一般众筹模式类似，股权众筹涉及项目发起人（筹资人）、项目出资人（大众投资者）以及中介机构（众筹平台）。项目发起人通常是寻求融资的小微企业，面向不特定投资者，通过独立的众筹平台发起项目。中介机构职能复杂，不仅仅提供公平交易的技术平台，还需要对项目进行审核和监督，维护投资者利益。完整的股权众筹项目运作流程，大致包括项目对接、线上筹资、投后管理三个阶段。

图 61 股权众筹项目运作流程示意图



资料来源：华宝证券研究创新部

在项目对接阶段，项目发起人将项目策划方案或商业计划书提交至众筹平台，设定拟筹资金额、可让渡的股权比例及筹款的截止日期等。众筹平台对提交的材料进行审核，确定材料及项目的真实性、完整性、可执行性以及投资价值。审核通过后即可展开项目上线准备工作。

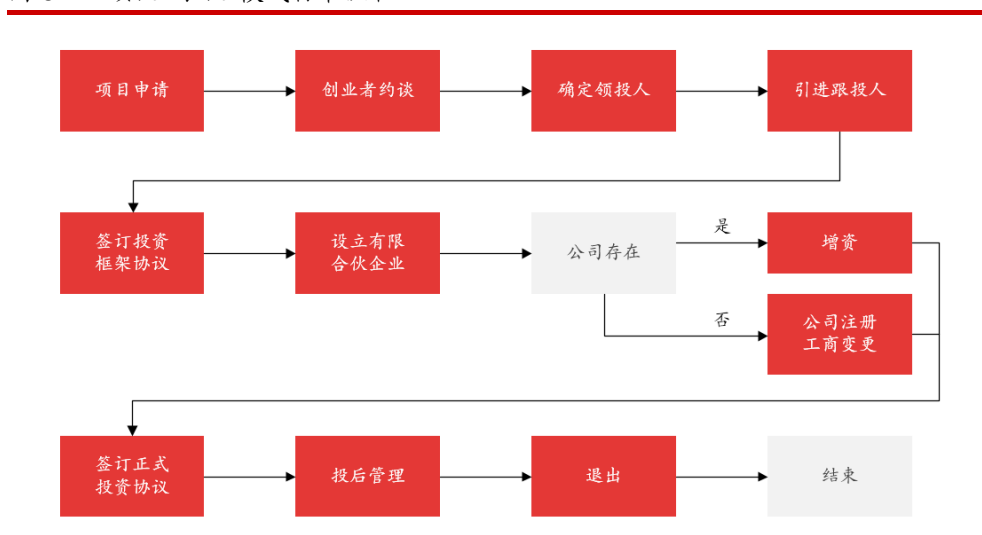
线上筹资阶段，众筹平台为具体项目创建展示页面，包含项目信息、融资信息等，质地较好的项目将有机会得到集中推广。有意向的投资者可在规定期限内认筹，承诺或实际交付一定数量资金。目标期限截止后，若筹资未达预期，资金退还给各出资人。若顺利完成筹资，则进入投后管理阶段。

项目进入投后管理阶段，依据具体操作模式的不同，众筹平台以成立基金或有限合伙企业的方式落实项目，众筹平台建立信披制度，及时沟通项目信息。由于本质上仍属于私募股权，投资者可通过并购、IPO、协议股份转让等方式退出，实现收益。

由于监管要求不同，国内的股权众筹平台并未完全照搬海外主流模式，而是在与监管层、行业协会、创投机构等长期磨合下，基于“联合投资”（即“领投+跟投”）的基本模式衍生出特有的发展路径。官方文件对于股权众筹的定义为“通过互联网形式进行公开小额股权融资活动”，但公开、小额仍无明确界定，国内当下不存在纯粹意义上的股权众筹，体现在对众筹项目参与人数、投资门槛依然与“公募”的形式有较大差异。“领投+跟投”模式的兴起甚至带动了大量传统股权投资机构

构转型到股权众筹平台担任领投人，对于它们来说，这无疑是摊低成本、分散风险的办法。

图 62 “领投+跟投”模式标准流程



资料来源：华宝证券研究创新部

作为新型中介主体，股权众筹平台起到了类似传统投行的作用，通过资源对接、产品设计、线上推广帮助融资需求方成功实现募资。结合国内外案例来看，众筹平台的收入来源主要有三种：佣金、增值服务费和项目分成。收取融资佣金是国内外股权众筹平台普遍采取的收费方式，一般在项目融资成功后，平台收取融资额的 3%~5%，其中包含了项目筛选、指导、上线过程中产生的费用，由于争夺项目的需要，佣金的比例逐渐下滑。增值服务费由平台向融资方收取，涉及投后管理环节，主要包括创业孵化、财务和法务咨询等，对于综合实力较强的平台，这一收入逐渐成为重要增长点；当资金顺利退出清算时，平台获得 10%~25% 的项目分成，被称作“Carry”，创业公司较低的存活率，以及项目质地的不同，决定了这项收入尚不能为众筹平台创造稳定收入。

10.3. 股权众筹行业的“黎明之前”

在国外，P2P 网贷行业被归为“债权众筹”，因为行业监管先行、项目投资期限相对较短，网贷快速崛起，经历了一轮又一轮迭代，站稳脚跟。而股权众筹发展到今天，依然

处在无序生长的阶段，行业监管时紧时松，平台盈利微薄，投资者获取回报和退出机制不完善，都限制了这个行业的发展壮大。

随着“十三五规划”发布，互联网金融首次被纳入国家五年规划建议。在积极推动互联网金融建设的同时，官方也逐步加强对该市场的规范。在股权众筹平台兴起之前，已有法律规范中只能参考《证券法》、《公司法》、《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发[2014]17号）等，其中涉及股权众筹业务主要有《公司法》对于公司人数的限制、《证券法》企业对于公开发行股票的规定等。2014年以来，监管层面的法规条文中有几次提到股权众筹，我们在此逐一梳理。

1) 2014年12月18日，中国证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法(试行)》，这是官方第一次出台针对股权众筹的法规。其中提到“由于缺乏必要的管理规范，众筹融资活动在快速发展过程中也积累了一些不容忽视的问题和风险：一是法律地位不明确，参与各方的合法权益得不到有效保障；二是业务边界模糊，容易演化为非法集资等违法犯罪活动；三是众筹平台良莠不齐，潜在的资金欺诈等风险不容忽视。”但是试行办法出台后，正式版却迟迟没有出台，涉及一些关于股权众筹安排，包括投资者的门槛、众筹平台的门槛等，依然存在方向性的争议。

2) 2015年7月18日，央行牵头出台《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，被业界称之为“互联网金融基本法”，其中明确股权众筹定义为“通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动”。

3) 2015年8月3日，证监会发布《关于对通过互联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》，证监会此次对股权众筹平台的意图明确，即对当前股权众筹行业进行摸底调查，对监管细则的出台做前提调研。

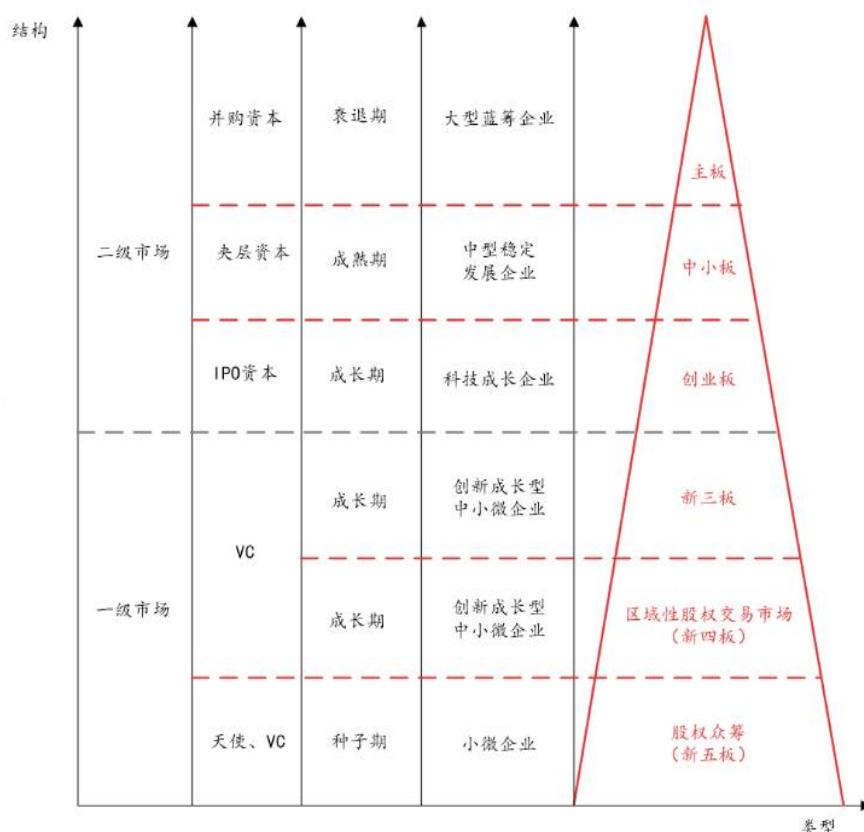
4) 2015年8月10日，中国证券业协会发布了关于调整《场外证券市场业务备案管理办法》个别条款的通知，将“私募股权众筹”修改为“互联网非公开股权融资”，这个文件明确了官方对于股权众筹业态的界定。除了阿里巴巴、京东和平安取得股权众筹试点资质外，包括中证报价系统旗下“中证众创”在内的其他大部分的互联网股权融资平台的业务将归属于“互联网非公开股权融资”的范畴。

综合以上，几次有关名称和定义的修改，表明监管部门的政策制定意图主要在于风险防范和方向指引，未来股权众筹平台将以牌照资质经营。截至目前，“公募版”股权众筹依然未获实质性落地。

而阿里、京东等巨头的加入，则让“互联网+公司”这场游戏变得活跃，它们对于试错成本有着更高的承受力，并且在未来有望树立行业标准。阿里、京东和平安已取得股权众筹试点资质，其中京东东家的表现可圈可点；平安金融旗下“平安众+”平台的“项目推荐人模式”允许自证券公司、投资公司以及有资质的个人发布项目信息，但不参与投后管理，留给投资者较大的自助决策空间。

我们对于股权众筹行业存在一个基本认知，即主板、中小创、新三板、区域性股权交易市场分别对应着不同发展阶段的公司，股权众筹将有望成为天使、VC阶段的“交易市场”，助力更多小微企业成功实现融资，发展壮大。

图 63 多层次资本市场结构



资料来源：华宝证券研究创新部

(三) 展望篇：告别蛮荒时代

1. 产品创新：聚焦小额高频，偏高收益，强流动性

综合我们在市场篇和行业篇中的论述，长尾市场特征、投资者偏好以及金融机构与互联网公司在业务模式上的差异互补，使得互联网金融产品总体呈现出三个主要特征：1）低门槛高频率，2）偏高收益以及 3）强流动性支持，各类平台在售的“爆款”金融产品，至少具备其中两项。透过这种现象，我们可以推演未来互联网金融产品的设计、运作趋势。

首先，低门槛、高效率源自小微金融的小额零散特征。传统金融机构擅长深挖中高净值客户潜在价值，其自身价值链的构建模式，决定了五万元以下理财需求的小额客户，难以支撑起高昂的运作成本，服务效率上也不足以应对。而无差别地对待用户，则是互联网的强项。互联网金融对于传统金融机构的冲击，绝不仅仅来自产品的颠覆，更在于通过追求极致的用户体验，让金融机构与客户之间的关系被弱化。对于小白用户来说，他们或许仍不知道天弘基金，但一定更了解支付宝、余额宝。据腾讯官方数据，2016 年春节除夕当天微信红包收发总量 80.8 亿，超上一年 8 倍，共有 4.2 亿人参与，收发峰值出现在年初一凌晨 00:06:09，那一秒钟有 40.9 万个红包发出，如此高的并发数，显然远超传统金融机构 IT 系统的吞吐量。

过去两年中，私募性质的产品（私募基金、信托）基于收益权拆分的尝试有所抬头，但最终都被掐断，显示出这类产品与互联网精神的天然背离。短期内，这些机构无法直接满足客户对于小额产品的需求，或因此流失了部分客户，未来将寄望于监管层对于创新产品的容许。混业趋势下，各类资管机构的界限被打破，不同性质的产品最终都外化为固定收益、浮动收益，跨业竞争的趋势将更为显著。

其次，投资者对于偏高收益产品的追求短期内将延续。结合国内居民个人金融资产配置数据，股票、基金、银行理财产品配置比例逐年升高，从楼市中挤出的资金仍在寻找出路。P2P 网贷、部分理财型互联网保险产品的火热销售情况，很大程度上源于它们在收益率梯度上的优势。低利率与高收益预期的矛盾，促使互联网金融平台寻求差异化产品创设和引入，过去一年中，ABS、场外期权引入互联网金融产品池，贡献了相对较高的收益率，此后，将有越来越多的衍生金融工具运用于互联网金融领域。但以动态眼光看，互联网金融产品在收益率上的绝对优势难以长期维持。

从余额宝时代起，金融产品与支付、消费手段紧密结合，此起彼伏的促销手段让互联网金融投资者对于单一品种不再存有高忠诚度，流动性的约束，越来越成为传统金融产品的掣肘。我们看到诸多互联网金融产品的创新均基于流动性展开，如信托产品受益权的流转，网贷项目在同一平台内的转让，等等。即使是一些天生存在较强流动性制约的产品也越来越强调“改造”空间，例如股权众筹。2015 年 12 月底，36 氪推出股权投资退出机制“下轮氪退”，选择采用“下轮氪退”机制的融资项目在正式交割完成后，在该公司随后两年内的两次正式融资中，本轮股东均有选择退出的权利，而不用等到公司上市（若随后的 2 年内该公司未发生正式融资，则将退出期延长至正式交割后的 3 年内）；美国 CFXMarkets 则推出了一个次级转让平台，使众筹投资者可以在网上出售自己的股份。

征信体系的完善，将进一步帮助解决金融产品在局部范围内的流动性难题。以民生直销银行推出的“定活宝”为例，投资者可以本人名下未到期产品作为质押品，向民生银行直销银行申请个人贷款，贷款期间仍享有产品收益。银行根据所质押产品的风险水平，设定区间为 70%~90% 的最高质押率。质押贷款利率略高于预期收益率，这样一来投资者仅损失这部分利差。据悉，只要投资者未在人民银行征信系统被列为失信执行人，均可成功获得质押贷款，且手续较为便利。

对以上几种特征的追求，将持续在今后的互联网金融产品创新中得以体现。而相应地，这些创新举措背后往往牵扯着复杂的市场机制与运作模式，对创设产品的机构提出了高于传统金融业务的能力要求，风险也在其中蕴藏。

2. 行业困境：互金商业模式与风控能力仍待考

互联网金融领域收获了诸多的探索成果，但就各个细分模式而言，尚未出现足够有说服力的、可持续的商业模式。如果将蚂蚁金服视作当下互联网金融的巨擘，那么支撑其估值的要素，更多在于其用户体量、生态圈层乃至垄断价值。显然，这种估值逻辑依然是针对互联网，而不是互联网金融的。无论资产、平台还是用户，长尾市场均存在高度分散化的特征，这决定了短期内蚂蚁金服、陆金所、京东金融都难以做到赢家通吃，各种垂直细分的平台都能找到自己的用户群体。然而，在政策方向不甚明晰、同质化竞争引发的转型难题下，后者的未来具有更大的不确定性。

就传统金融机构而言，互联网尚不足以颠覆其核心商业模式，但“门口的野蛮人”的强势地位和第三方渠道议价能力的提升，让它们的动作显得被动；而对于原生互联网金融平台（各种类网贷平台）来说，监管套利空间的迅速收缩，让原先基于存贷利差的盈利手段受阻，只能诉诸于服务费用，极大地抑制了它们的变现能力。

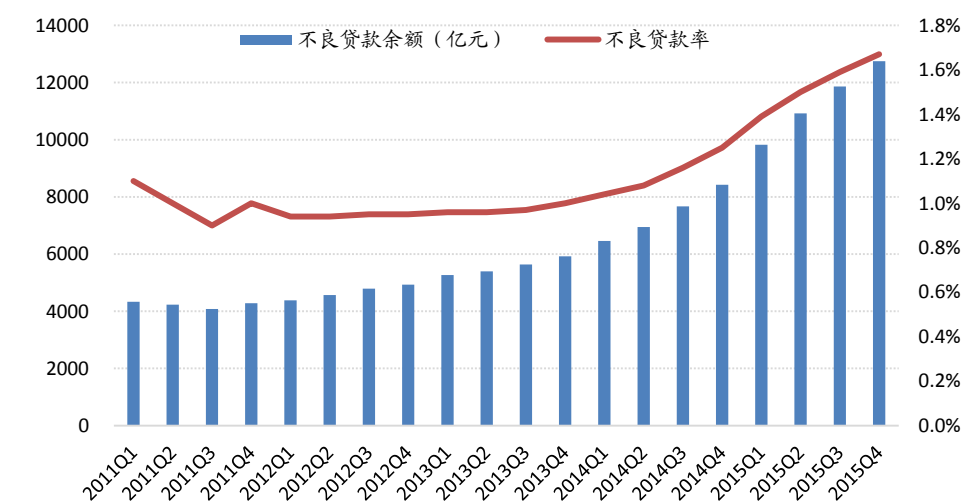
经历了灿烂如火火般的一年，国内互联网金融的发展迎来变局。基础利率拾级而下，而部分互联网金融产品依然试图维持较高的预期收益率。传统金融机构的高收益产品往往通过掏钱补贴来实现，网贷行业则面临着“抢资产”和“去担保”的困局，都是难以长期维持的现状。吸金效应背后，互联网金融产品的成本压力与产品收益之间的矛盾愈加显著。

除了商业模式上的问题，实操过程中的风控难度也成为制约互联网金融平台无畏前行的阻拦。这一方面缘于经济下行导致商业银行不良率攀升，资产质量下降，小微企业债务

风险不断累积，成为信用风险高发区；另一方面，大部分互联网金融平台并不具备风险控制能力，基于大数据的风控模式是否足够成熟，都有待验证。

过去一年中，商业银行不良率由 1.25% 上升至 1.69%，关注类贷款和逾期贷款也有所抬头，预计未来一年不良贷款将维持快速增势。经济转型周期中，小微企业盈利不稳定性更强，抗风险能力弱，同时，这些企业之间存在联保互保的情况，单个风险点的爆发可能引发裙带效应。对于积极开展小微融资业务的互联网平台而言，资产端的风险管理难度不容小觑，一些基于供应链金融模式的互联网平台，事实上是将风险极大的地下市场带到线上，把未经验明风险的资产以“众包”形式卖给了投资者。

图 64 商业银行不良率季度变化



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

局部风险暴露引起的违约事件在过去几年接踵而至，对于互联网金融，业内暂且寄望于平台自身的约束，以及基于大数据的事前风控模式。差异化的市场定位决定了互联网金融会涉足偏高风险的领域，坏账率水平也远高于银行体系内的融资活动，而大数据在风控过程中起到的作用能有几何，当下还难以给出乐观的估测。

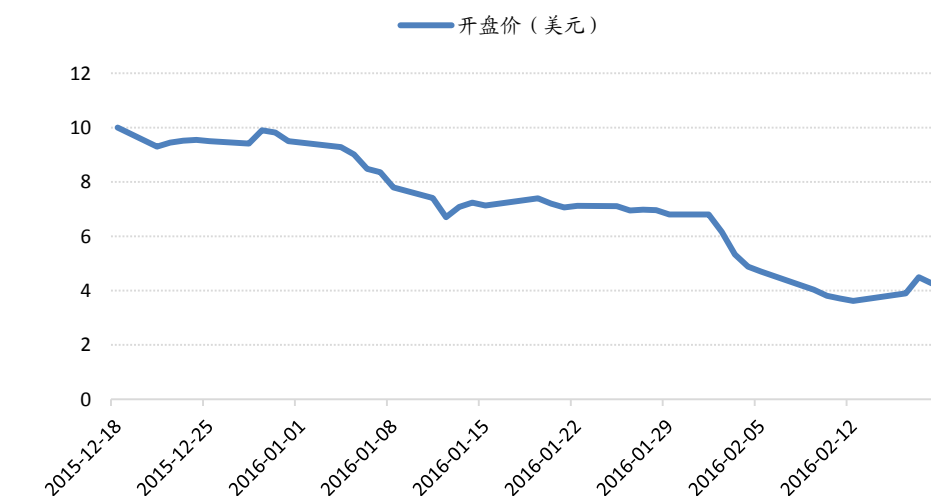
3.趋势推演：告别蛮荒时代，分化与淘汰将成主题

《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》发布后，有关互联网金融发展方向的讨论不绝于耳。指导意见重申了传统金融机构的核心地位，更多着眼于约束那些脱离现存金融规则的模式。尽管网贷等平台不实行牌照制度，但在相关配套文件的落实过程中，许可经营的意味甚浓。一定意义上，互联网金融平台进入了存量整合模式，在“信息中介”的基本定调下，一批原生互联网金融企业将面临转型无路的局面，基于金融产品代销的路径既受到行政施压，又无力与蚂蚁金服、陆金所等坐拥流量入口的渠道争夺市场。我们预计，良莠分化与市场淘汰机制将在未来充分显现。

除了监管加码的原因以外，市场自发的调整也不可避免。前文中我们对互联网金融的商业模式问题进行了讨论，收益补贴、本金担保以及过高的获客成本都成为互金经营主体难以摆脱的压力。目前已有的互联网金融公司上市案例并不多，其中，宜人贷在二级市场的短期表现，印证了投资者对于国内 P2P 网贷商业模式存疑的事实，而这家公司上市时被市场解读为中国 P2P 网贷行业的写照。宜人贷的 IPO 招股说明书中透露出很多问题，例如借款客户中 D 类的年化成本高企至 39.5%，同时这类客户在 2015 上半年借款总额比例达到 77.41%；宜人贷用风险准备金的方式来维持保本保息，截至 2015 上半年风险准备金

的总额已经达到 3965.8 万美元（对比借贷资产 5.98 亿美元），事实上经营着类银行的业务，与“信息撮合平台”的定位相去甚远。

图 65 宜人贷（NYSE:YRD）上市两个月内股价变化



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

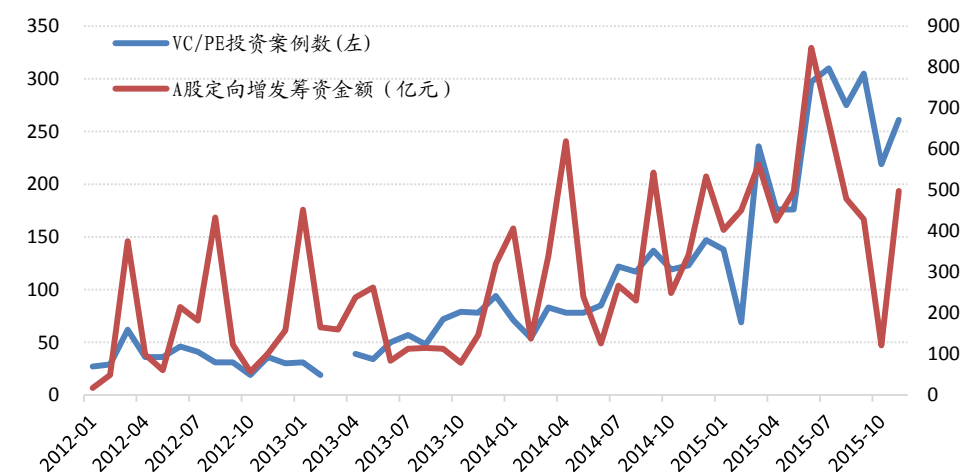
表 12 宜人贷融资客户利率情况

信用资质	年化借款成本	年化投资利率	平均交易费率	2015 上半年借款总额 (亿元)
A	16.9%	10~12.5%	5.6%	5.75
B	27.4%	10~12.5%	18.5%	1.42
C	33.5%	10~12.5%	26.4%	1.42
D	39.5%	10~12.5%	28.2%	28.45

资料来源：宜人贷招股说明书，华宝证券研究创新部

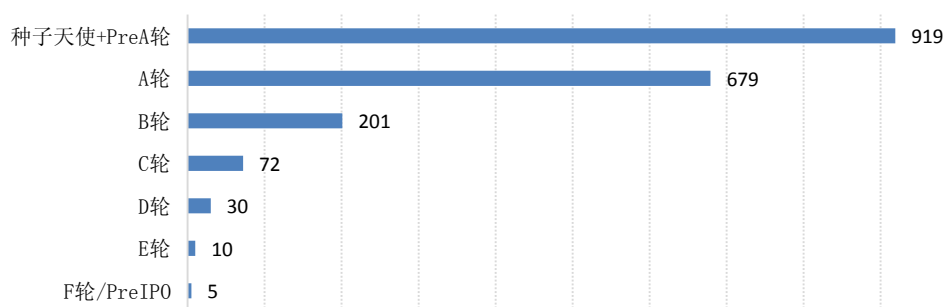
从另一个角度看，“烧钱”模式总有人埋单，一轮集中清退后，市场将更理性地对待互联网金融概念。通过观察 VC/PE 投资案例数与 A 股定向增发筹资金额，不难发现两者之间存在较高相关性，近两年定增募资积极的时候，往往也是创业投资、股权投资的高潮期，大量一级市场的创业项目，最终也都以并购等形式被二级市场吸收。这就意味着，当这些项目的变现模式逐渐被证伪，可比公司在二级市场延续弱势表现，互联网金融大概率会迎来 VC/PE 资本的退潮。

图 66 VC/PE 与二级市场的联动关系



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

图 67 2015 年 1-8 月风险投资获投项目数



资料来源：京东金融，华宝证券研究创新部

对于传统金融机构的互联网业务，我们真正希望看到的是，互联网成为金融行业泛在的基础架构，渗透到其价值链的每个环节，这个过程难以一蹴而就。多数语境下，我们宁称互联网金融为“业态”而非“行业”，因为它并未脱离金融的本质。在可预见的未来，金融业务、信息中介乃至两者兼具的模式，各自定位都会更为清晰，届时人们或许也不再将“互联网金融”一词作为具有针对性内涵的提法。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

风险提示及免责声明：

★市场有风险，投资须谨慎。

★本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。