

互联网金融商业模式 研究报告（2014年）（上）

Report

互联网金融商业模式研究报告（2014）



平安银行 | 北京大学汇丰商学院 | 中国互联网协会互联网金融工作委员会

创富志 | 深圳市元智商业模式研究院

联合出版 | 2015年1月

引子：移动互联网时代，金融创新波谲云诡

继农业时代、工业时代、信息时代之后，移动互联网推动了人类社会的又一次巨大变革。互联网悄无声息地从“云端”降临，影响改变了无数人的生活与消费习惯，并在众多看似不相关的行业中生根发芽，涤荡和改造着行业内在的基因和模式。

无论是衣食住行等生活的方方面面，还是像传统的批发、零售（阿里巴巴&淘宝）、传媒广告（自媒体&AdWords 精准投放）、旅游（去哪儿、携程等 OTA）等行业，都在“随风潜入夜”的移动互联网变革中悄然巨变，与此同时，新的需求、新的机遇和新的行业巨头随之产生。

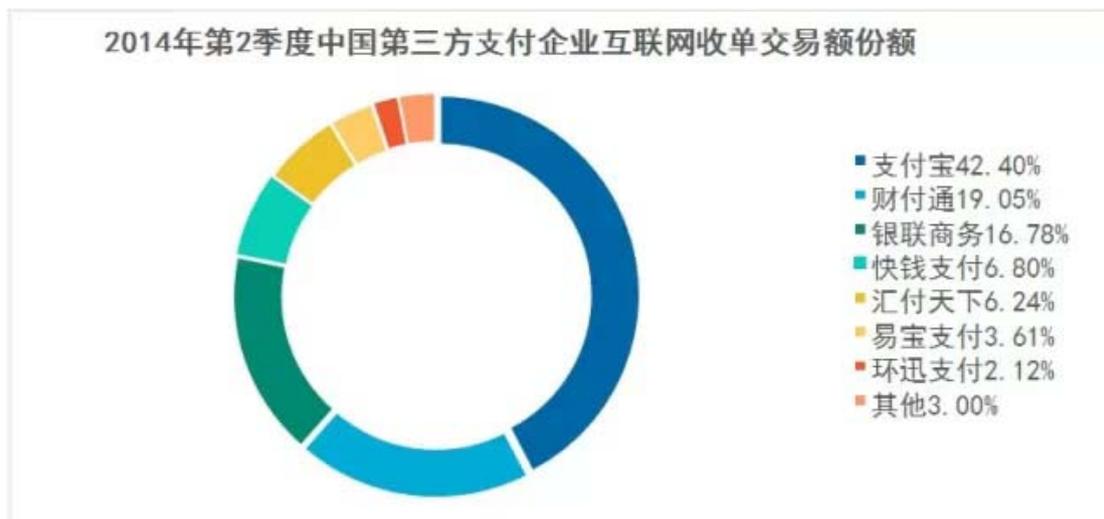
金融行业也随着互联网的发展和移动互联时代的到来掀起了惊涛骇浪。在互联网金融异常火爆的 2013 年，余额宝汇聚了民间碎片化的财富，将传统金融机构无暇关注的零碎资金汇聚在一起，让一支被全球同行仰视的货币基金拔地而起；随后腾讯、百度、新浪、网易纷纷介入金融领域，微信红包趁势而起，百度钱包也不甘落后；而如雨后春笋般涌现的 P2P 和众筹网站同样极力扩张，野蛮生长。

各方统计数据也证实了互联网金融对传统金融行业带来的巨大冲击。工信部赛迪研究院发布的《2015 年中国互联网发展十大趋势报告》称：在国内经济增速减缓的新常态下，互联网经济却逆流而上，以创新驱动变革，发展势头强劲。预计 2015 年电子商务交易额将超过 15 万亿元，网络零售交易额将超过社会消费品零售总额的 10%；在移动支付领域，2014 年第二季度，国内移动支付交易规模达到 16353 亿元，是上年同期的四倍多；同时，全国 P2P 网贷规模达到 381 亿元，环比增长 26%，平台交易愈发繁荣。



说明：第三方支付企业互联网收单交易额指从第三方支付企业为合作商户提供的互联网线上资金支付及结算服务的交易规模。以上数据根据厂商访谈、易观自有监测数据和易观研究模型估算获得，易观会根据最新了解的数据对历史数据进行微调。

来源：易观国际·易观智库 www.eguan.cn



说明：第三方支付企业互联网收单交易额指从第三方支付企业为合作商户提供的互联网线上资金支付及结算服务的交易规模。以上数据根据厂商访谈、易观自有监测数据和易观研究模型估算获得，易观会根据最新了解的数据对历史数据进行微调。

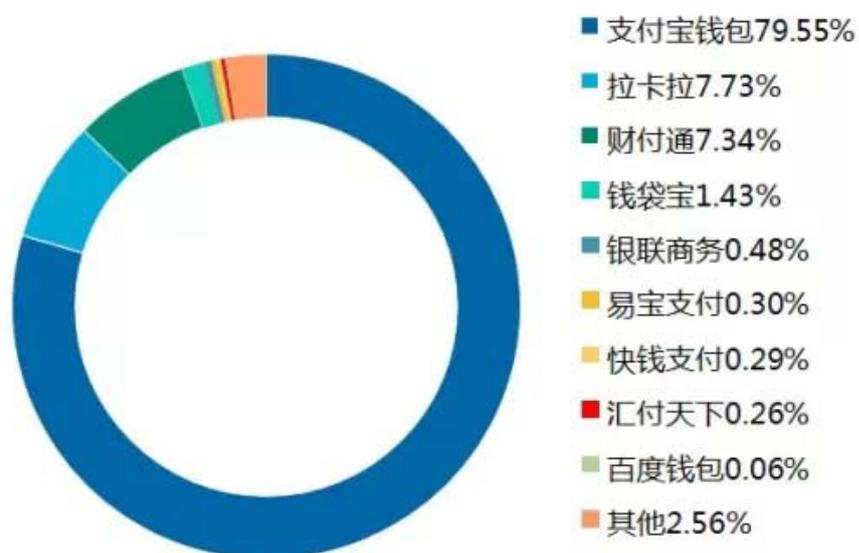
来源：易观国际·易观智库 www.eguan.cn



说明：以上数据根据厂商访谈、易观自有监测数据和易观研究模型估算获得，易观会根据最新了解的数据对历史数据进行微调。本报告所指移动支付指用户通过移动终端，借助互联网（3G、GPRS/WIFI 等）实现的交易资金支付、转账、收款等资金流转活动，包括手机客户端、应用内支付、刷卡器等各类型移动支付方式，不包括短信支付。

来源：易观国际·易观智库 www.eguan.cn

2014年第2季度中国移动互联网支付交易额份额



说明：以上数据根据厂商访谈、易观自有监测数据和易观研究模型估算获得。

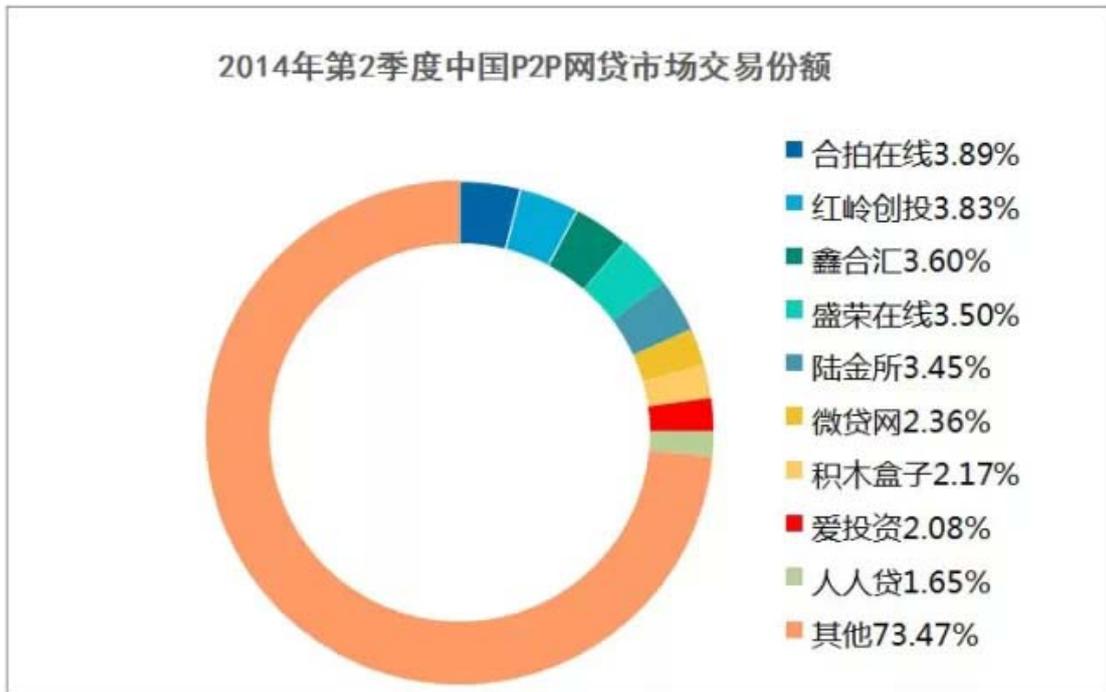
来源：易观国际·易观智库 www.eguan.cn

2013Q2-2014Q2中国P2P网贷市场交易规模



说明：P2P 网贷市场指 P2P 用户在线上实现交易的市场，具体数据据企业调研、访谈、二手资料及易观方法论估算获得，易观会根据最新信息对历史数据进行微调。

来源：易观国际·易观智库 www.eguan.cn



说明：具体数据据企业调研、访谈、二手资料及易观方法论估算获得，易观会根据最新信息对历史数据进行微调，温州贷超短期标的占比过大，暂不列入统计对象范畴。

来源：易观国际·易观智库 www.eguan.cn

图 1.中国互联网金融数据盘点（图表来源：易观智库）[1]

互联网与金融的结合并非偶然，两者和各行各业联系密切：任何行业任何个体，都要实现内外部信息流和资金流的相互融通。这种与各行业主体和消费者相互联系，利用数据提供服务的相近模式使得互联网服务业天生具备与金融服务业相互交融的基础，互联网企业通过各类金融创新，向金融行业渗透，打破不同金融业态界限，可以与金融行业相互交融，相互促进与发展。

正是基于互联网与金融融合发展的潜在可能性，可以预见，未来，互联网金融将继续进行行业细分和模式创新，O2O 金融服务、产融结合等领域的蓝海价值将会显现。互联网金融产业整体规模将持续走高，并不断涌现新业态和新商业模式，推动互联网金融走向应用和服务深化的发展新阶段。

想要在这片充满无限可能的领域取得成功，无论是互联网新贵，还是传统金融机构，都需要具备互联网思维，选择最适合自己的商业模式，合理组织金融服务的价值链。金融产品和服务从开始设计到最后到达客户，需要经历基础设施、平台、渠道、介质及场景等诸多环节，而金融市场竞争的关键则在于有效把控价值链上的核心环节，充分利用自身所拥有的资源和能力，在互联网金融动态、多维的生态系统中选择合理的交易主体，设计合理的交易客体和标的，并充分利用互联网大数据合理定价，进而设计出便捷、合理、风险可控的交易结构，从而在互联网金融的竞争中占得先机。

一、互联网金融：互联网技术革命与金融创新共舞下的商业变革

互联网金融是互联网技术革命与金融创新共舞下的深刻商业变革。互联网技术指的是新支付技术、云计算、社交网络、大数据、移动技术、搜索引擎等，传统金融业务则包括资金融通、信息中介、资产证券化等。在互联网技术下，这些金融业务会出现新的形态和创新的商业模式，比如 P2P、第三方理财、移动支付等，涌现出一系列的金融创新。对金融体系而言，互联网金融是新经济下的新金融，对传统金融的改造和革新更多来自于业务创新、模式创新、价值创新。

从广义上看，互联网金融包括一切以互联网为渠道、工具或流转平台的金融产品和服务，既包括银行等监管体系内传统金融机构通过互联网渠道销售传统金融产品和基于互联网技术进行金融创新，也包括监管体系外各种非传统金融机构依托互联网提供的金融产品和服务。换言之，传统金融机构和新型金融机构都可以从事和提供互联网金融业务。从狭义上看，多数时候提及互联网金融，我们指的是后者，即监管体系外各种非传统金融机构依托互联网提供的金融产品。本文主线采取狭义的定义，当然，在部分篇幅，本文也将涉及传统金融机构切入互联网的金融创新业务。

互联网对金融的突破，其根源来自于计算机技术和通讯技术的革新。工信部电信研究院最近发布的《移动互联网白皮书（2014）》披露，中国的移动端互联网用户超过 8 亿；2013 年我国的智能手机出货量高达 4.23 亿部，占全球份额的 50%；2014 年我国的移动应用端 APP 种类累计达 400 万种，下载次数超过 3000 亿次，96% 的 APP 还在使用当中。另一份由工信部电信研究院 TD-LTE 工作组最新发布的《4G 技术和产业发展白皮书（2014 年）》披露，截至 2014 年 10 月，全球 4G 用户超过 3.9 亿，我国建成全球最大规模的 4G 网络，4G 用户达到 5777 万，位居世界第二。这些产业消费数据反映了由底层计算机和通讯技术进步所带来的移动产业商业化繁荣。

日常消费场景的改变，智能手机和 4G 网络的普及逐步实现人类线上线下 O2O 生活的融合；信息数据 24 小时获取，连通人们以前下线后无法跟踪的行为断层；多样化的线上、线下行为数据能更好地描绘出不同主体的真实肖像。而这些改变都在倒逼着整个金融体系的革命，因为金融就是与各行各业不同经济主体的经济活动紧密相连的，当金融行业的参与者、参与内容、参与方式都发生改变时，金融必然要发生改变。

进入移动互联网时代，传统金融产业将发生哪些突破？如果从商业模式的分析视角来看，金融行业的价值空间、交易成本、驱动力、结构形态等都有可能产生突变。

（一）价值空间空前提升

价值空间提升主要包括两个方面：一是在用户规模和交易数量上，由于长尾市场的消费金融、大众理财、小微贷款的需求被激发，创造出许多以往没有的、小额、巨量的金融交易。比如，余额宝的出现让普罗大众唤醒理财意识，只需将支付宝上的资金余额购买货币基金，即可享受到最高 7% 的理财收益，而不必准备 5 万以上的存款到银行柜台签署多份理财协议，如此小的金额还可以随时调用，理财、消费两不误。还有，P2P 和众筹的发展，使长尾市场便捷、小额地出借高

息资金对自己的资产进行差异化配置成为可能。随着长尾市场金融品种的增多，各种为普通大众服务的第三方理财 APP 也相应推出市场，比如随手记、银率网、中民保险网都在长尾市场帮助客户进行产品筛选和资产配置。

二是在效率上，移动互联时代下现实与虚拟世界的真正融合创造出更高频次的交易，提升了交易效率。以往的线下网点受到银联 POS 机的数量约束；用户拥有多张银行卡，容易忘记密码，或者卡内余额不够，导致很多交易无法完成；同时 POS 刷卡手续费让许多商家仍愿意接受现金，接受现金便会产生验钞、清点、找零钱的时间损耗，造成许多交易频次被削减。而在移动互联时代，商家或者个人一个 APP，一个第三方支付账号只需二维码一个步骤即可完成支付全过程，免去所有手续费、装机费、设备维护成本，减少了现金或者银行卡交易的多种时间浪费，降低了长作业流程的人工干预风险，提升了交易效率。

2014 年 5 月 15 日中国互联网协会发布的《中国互联网发展报告（2014）》披露 2013 年我国网络经济整体规模达到 6004.1 亿元，其中移动互联网经济规模达 1083 亿元，成为互联网发展的重要助推力。预计到 2017 年，网络经济整体规模将达 17231.5 亿元。以互联网支付为例，支付手段的创新极大促进该领域发展。2013 年互联网支付交易规模 53729.8 亿元，移动支付交易规模达到 12197.4 亿元，约占互联网支付的两成。

该报告表明中国移动互联的经济规模正在逐步追赶上桌面互联时代的规模，其增长空间来源于原有的线下交易规模以及以往被效率束缚的交易。

（二）交易成本下降

交易成本下降除了得益于上面提到的技术进步带来的支付方式便捷化，节约了各种交易过程的显性成本，同时还得益于多网融合加速，违约逃逸成本增加，降低了违约失信所带来的隐性成本，而这种成本正是约束着中国金融无法高效运作的深层次原因。

违约成本的增加主要是由于政府、商界、民间都意识到只有将信息孤岛链接起来才能对那些交易不诚信的主体进行惩罚，也只有当不诚信之举有了便捷、低成本的跟踪技术渠道，才能回到金融的信用本质，实现整体交易成本的下降。

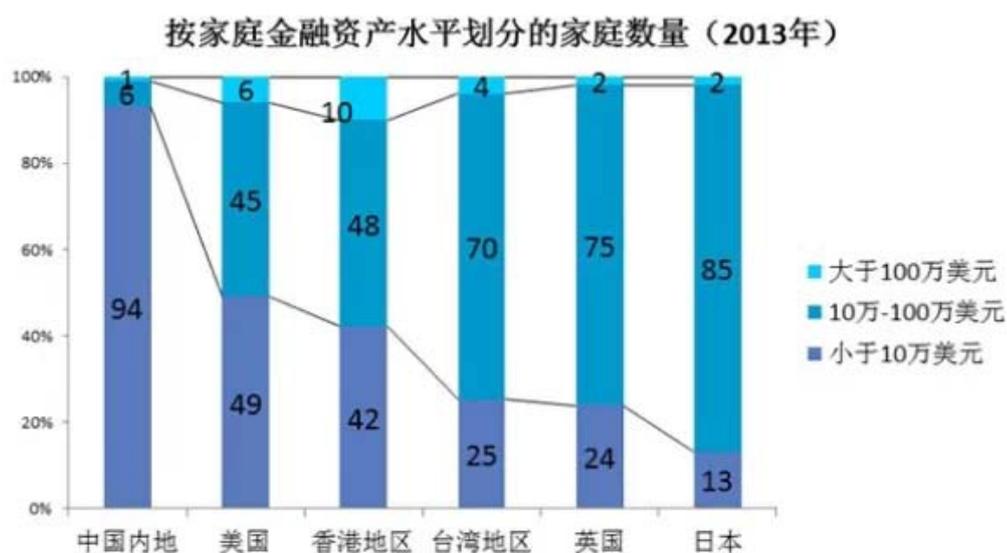
互联网技术的进步不仅让交易过程和交易体验在人性化方面得到大大的提升，同时还因在交易过程中记录下了人们线上线下交易行为的数据，使得现实世界与虚拟世界不再泾渭分明，每个人都更真实地被数据监测跟踪还原了其最真实的整体肖像。

（三）行业商业模式驱动力改变

过去由于技术成本限制，导致长尾市场服务受到限制，长尾群体的长期金融需求被压抑，互联网金融的介入使长尾市场得到解放并发展迅猛，金融服务由 20%高净值的高端市场走向普惠金融。

而由于高额的交易成本，国内金融市场难以顾及小额“长尾”投融资方。据统计，对于多数商业银行，当单笔贷款小于一定额度和期限时，银行信贷审查成本是要高于贷款收益的。由于居高不下的人力和渠道成本约束，银行所覆盖的客户群体较小，无法满足广大的中低端客户需求。

传统金融机构的网点都是围绕优质客户群体展开，市中心布局私人银行服务网点，中央居住区布局贵宾客户和理财客户服务网点，但这些金融服务很难真正惠及到普通大众家庭，刚入职的白领、学生以及三四线城市中低收入居民和广大农村居民很难享受到金融服务。波士顿咨询公司（BCG）提供的 2013 年全球消费者信心调查显示，由于金融产品和投资渠道匮乏，将 20%以上收入进行储蓄的中国消费者超过 30%，远远超出其他国家多数不到 10%的比例。中国新兴金融行业发展缓慢，不少金融机构投资门槛较高（如信托的准入门槛是 100 万人民币），从而造成了国民普遍的金融服务需求压抑。



来源：BCG全球财富管理数据库。
注：由于取用约数，部分百分比之和可能不等于100%。
金融资产包括现金与储蓄、货币市场基金、债券、股票、另类投资等。

图 2.中国内地财富水平较低的家庭数量占比超过 90%

同样，小额融资需求因收益难以覆盖成本，也受到传统金融领域的忽视，尤其是各种中小微企业。在中国 5600 万小微企业及个体工商户中，有近三分之一存在借债行为，但其中能从银行获得贷款的仅占 11.9%。[3]

低廉的移动技术交易成本，日益改进的用户交易体验，足够大的长尾空白市场，形成一股新的驱动力改变着整个传统金融的商业模式。

在新的互联网金融模式里面，金融体系的盈利不再单一依靠融资利息收入，与此同时，金融机构还会付给资金投资者更高、更有吸引力的利息成本。因此，其盈利驱动力不再来自息差，而是来

自其他附加价值的盈利。而对不同附加价值驱动力的设计，就构成了不同的新商业物种。比如，移动第三方支付，降低了手续费，却能通过其入口效应获得不菲收入。

（四）商业模式管道形态改变

价值空间提升、交易成本下降、商业模式驱动力改变的综合结果，就是出现了独立于传统金融机构的、纯中介的、不承担风险的去中心化金融撮合平台，如 P2P、众筹等。

简单来讲，金融业态可以分为投资端、融资端以及中间各个金融主体提供的金融产品三大版块。融资端是拉动整个金融行业创新的动力。随着时代的发展，融资端衍生出新的需求，为满足客户需求，金融行业必须进行创新，从而拉动投资端。

如果把所有的金融产品比喻成连通投融资端的管道，那么金融机构则是管道铺设者，投资资金相当于管道里的水，由于投资者不同的风险偏好以及不同的风险承受能力，在进入市场时就带上了不同的标签，相当于液态分层，这就决定了投资者的资金会进入不同的管道，而管道的另一端接通的是融资端，融资端不同的融资需求决定了资金的收益和风险。可以将融资端比喻成一片“农田”，不同层次的资金灌溉不一样的农作物，而农作物的类型自然就决定该笔资金可以获得的收益以及需要承担的风险。这种“资金池模式”所带来的固有问题就是金融机构成为中心节点，大部分风险需要自己来调查、审核、承担，尤其在金融市场仍处于初级阶段的中国，“刚性兑付”、“政府兜底”是许多大众投资者根深蒂固的风险理念，这也是许多高风险高收益的金融理财产品无法拆开为小份在大众层销售的原因。

但在网上如火如荼的 P2P 和众筹正在逐渐打破这些管道和池子的现有格局，搭建更为透明化、一对一、去中心化的金融中介平台。银行借贷采取的资金池方式，信息完全不透明，借款人既不知道自己的钱借给了谁，贷款人也不知道资金的来源。而新的平台则与银行借贷平台不同，在平台上，投融资双方可以清楚知道钱的来源和去向，同时把投资决定和风险承担交回给投资人。必须指出的是，这种管道变革只是商业模式的变革，而并非必然意味着企业的更迭。银行也同样可以切入 P2P（据公开消息已有 9 家银行系 P2P，分别是平安集团的“陆金所”、国开金融的“开鑫贷”、招商银行的“小企业 E 家”、包商银行的“小马 Bank”、民生银行的“民生易贷”、齐鲁银行的“齐乐融融 E”、江苏银行的“融 e 信”、兰州银行的“e 融 e 贷”、宁波银行的“白领通”）[4]、众筹，与已有的管道形态形成补充。关键仍在于，传统金融机构是否充分认识并全身心拥抱这种新商业模式的变化。

金融机构的形态变异本质是整体交易结构的改变，因为其中的交易主体、客体、方式、定价都在被移动互联网颠覆。

二、商业模式视角看互联网金融：交易主体、交易客体、交易方式、交易定价都已经或将要被互联网技术深刻改变

本研究报告的核心议题，是从商业模式的分析视角出发，研究互联网金融对传统金融体系的变革。

按照魏炜、朱武祥、林桂平的论著《商业模式的经济解释》[5]所定义：商业模式是利益相关者的交易结构，包括交易主体、交易客体、交易方式、交易定价等四个方面。而正如上文所述，从宏观视角来看，互联网金融是互联网从根本上对传统金融行业的一场颠覆性的改革，通过对传统金融行业交易主体、交易客体、交易方式、交易定价等四个方面的改进与提升。

互联网金融创新，融入和改造了银行、券商、保险、信托四大传统金融体系，实现了业务创新、模式创新、价值创新，有效改善了国内原有金融产品供给不足的现状，同时促进金融理财需求的快速发展。而受益于智能移动终端和 4G 通讯网络等互联网基础设施的普及与推广，互联网征信的逐步发展，以及多维度数据的低成本归集，互联网行业将与金融行业进一步融合沟通，最终会促使互联网金融继续拓展其边界，为金融改革带来更为深远的影响。

互联网，尤其是移动互联网，为金融行业引入大量新的利益相关者和交易主体，定义了新的交易方式和定价方法，从而产生了新结构、新模式和新金融业态。在我们看来，在这一系列颠覆和创新中，交易结构的改变是互联网金融与传统金融最根本的不同，无论是新的参与方、新的投资标的，还是新的交易方式、交易定价，都在交易结构中一览无遗。因此，从商业模式视角出发，能够较为完整看清移动互联网对金融业态的改变，进而帮助互联网公司和传统金融机构对产品、对用户、对市场、对价值链乃至对企业整体所处商业生态进行新的审视、设计与改造。

以下将分析商业模式交易结构的四个交易维度，窥探互联网对金融行业的再造。

（一）金融体系的参与主体得到拓展，金融业态更为丰富

互联网“开放”、“平等”、“协作”、“分享”的精神促使万物互联，你我同在，而借助互联网的力量，金融机构能够更强力将其金融服务渗透到人们生活的每一个场景，将金融服务交易主体扩展到更为广阔的人群。

在客户方面，互联网技术使服务长尾客户成为可能，余额宝借助支付宝的强大黏性，将货币基金客户范围由高净值机构或个人拓展到规模更大的长尾客户，让普罗大众也可以享受到金融的个性化服务，同时也让阿里巴巴和支付宝转身一变，成为金融服务提供方。

在金融业态方面，借助互联网的平台构筑能力，P2P，众筹等新的金融业态纷纷涌现，原先与金融行业无甚关联的企业也参与到互联网金融的大潮之中。

（二）交易客体形式多样化，信息多维度、多频次化

互联网金融背景下，主要的交易客体仍是资本、资产和信息，而由于互联网技术所带来的变化，使得资本、资产与信息切割、转化更为方便快捷且容易定价（各种新型的证券化、资产包分割）进而使交易资产类型、交易资金额度范围和交易频次得到极大的丰富和发展。小额长尾资金的利用，小额支付的运用在低成本甚至零成本的互联网交易过程中取得长足发展。

在交易信息方面，互联网时代的信息呈多维度、多频次变化，社交信息、支付信息等传统金融行业中无法充分利用的行为数据在互联网时代备受重视，成为征信的重要依据。互联网金融丰富了交易客体，更让原先不被重视的数据等资源被重新发现和重视。

（三）交易模式和风险控制手段创新，交易时间和交易场所拓展

互联网有效降低了传统金融行业的信息不对称，改变以往投融资两端的信息封闭性，让投融资方自由交流，定价，进而自主进行资金融通。这些改变促使了金融交易模式的创新。比如绕开金融中介的 P2P 模式，创造了银行之外的借贷新渠道新平台；而众筹模式则构建了交易所外的股权融资平台。

此外，互联网金融对交易方式的改变还体现在交易时间，场所和风险控制等多个方面：在交易场所上，原先只能在交易所或银行柜台的交易转移到 PC 或移动端，交易方式更为灵活多变；在交易时间上，很多金融交易可以随时随地发生，更高频次的资金流动更有利于金融“融通你我”的功能；在交易风险控制上，由于互联网的去中介化，更多的交易倾向于投资者风险自担；而信息共享，则让交易更趋透明化和低风险化。

（四）交易定价的变革，改变交易双方的议价力量格局

基于互联网所产生的全面数据，金融行业定价的关键因子不再拘泥于以往的借贷风险模型，而是更多地基于交易主体、客体全面的信用评级和风险信息数据。

与此同时，互联网金融中很多定价不是基于结果（抵押、利润等），而是基于过程（交易过程信息、现金流融资等）或者过程的积累（过去的信息实时的更新到最新的征信体系中），这进一步控制了交易中的风险，能够及时监督和控制资金的流动和流向。

此外，互联网金融也改变了交易方的议价能力，长尾客户利用群体的力量完全可以和金融机构议价，改变了弱势客户被动接受定价的局面。

综上，移动互联网时代下的金融业的交易结构有了巨大改变，而这种改变也正是互联网对于金融行业的价值提升和模式改造的核心点。在后面的章节中，本文将继续从商业模式分析视角出发，梳理互联网金融带来的新金融业态的交易主体、交易客体、交易方式、交易定价变革，通过比较传统金融和互联网金融的商业模式，以此发现互联网带来的创新业务和创新模式，进而分析互联网还可以从哪些渠道切入到金融行业，带来新的商业模式。

三、互联网金融的变革与演化：基础设施层、接入系统层、应用层与渗透、打通、交融

为了更清晰地反映金融体系交易结构所出现的新改变，我们从宏观到微观，从基础到应用，将产业体系的交易结构分为三层：基础设施层、接入系统层、应用层。

（一）金融产业体系：基础设施层、接入系统层、应用层

基础设施层——互联网金融建立和进一步发展的基础，是相关交易结构赖以存在的基本要素。互联网金融的基础设施具体来说包括了支付清算体系、征信系统、交易平台、金融信息安全系统等“硬件”，也涵盖了整体金融法制环境、市场服务体系、社会信用环境、各类规则标准等“软件”，进而构成了整个金融基础设施体系。[6]下面我们对互联网金融的基础设施层进行简要介绍。

支付清算体系：支付清算是所有金融交易乃至所有交易行为的必需环节，也是互联网金融最早取得突破的区域。而便捷、安全、畅通的支付清算过程也是互联网金融时代的必要条件。在第三方支付、银行、银联的竞争与合作下，愈发畅通无阻的支付结算通道，更高频次的支付和交易以及更多便利的支付方法将继续颠覆原有的支付结算体系，创造安全与便捷兼具的支付渠道、工具与方法。

征信体系：在中国，正在进行着多网融合的系统工程，包括政府、公共部门、第三方评价等非借贷信息开始汇入征信系统，尤其是以 BAT 三家为代表的互联网数据正在成为中国政府与外资巨头企业的争抢合作对象。一些利用自身先进精准搜索技术的大数据创业公司，如百分点科技就与上千家媒体、电商平台合作，搜集个人的行为数据出具相关信用及营销报告给多行业使用，其客户中包括多家上市银行。非银行借贷数据（P2P、小额借贷、担保公司）也逐步纳入征信体系，修正信贷风险概率。互联网时代下新的信用风险模型正在改写定价。

资产交易平台：近年资产交易平台的兴起促进了以标准化和证券化产品为主的金融创新产品的发展。资产交易平台可有效促进金融产品的流动性和可交易性，推动金融交易规模的扩大和交易频次的增长。

以天津特区为试点的全国性应收账款债权流转平台工程正在启动，这一标志着 20 万亿元存量资产被盘活的举动，表明了通过学习美国等发达国家，完成金融基础设施的搭建工作，中国中小企业融资难现状正在逐步改善。

金融信息安全体系：互联网金融的飞速发展也使其面临愈发严峻的信息安全风险受到挑战。而金融信息安全体系作为互联网金融的重要基础设施也值得重视。按照中国金融认证中心总经理季小杰的观点，网络信任体系、数据安全保护和电子凭证的推广是互联网金融大厦不可或缺的三块基石，而针对互联网金融的监管和准入法律法规条例却仍不完善，政府在整体上持保护创新的态度，不过这也让一些机构和个人钻了空子，借互联网金融之名来行非法集资和欺骗公众投资之实。以 P2P 网贷为例，截止到 2014 年年底，网贷运营平台已达 1575 家，2013 年同期为 800 家。其中，2014 年存在问题的平台为 275 家，远远超出 2013 年同期的 76 家。各种 P2P 平台踩雷、跑路、涉嫌非法集资、监管缺位的消息造成了 P2P 平台的公信力危机，也使得正处于蓬勃快速成长期的 P2P 平台增速过早呈现出放缓的趋势。这一系列基础设施的缺失使得互联网金融的发展大受影响。

[7]在当前存在多个金融基础设施主体以及主体间处于割裂状态的大背景下，只有搭建起基础体系和平台，打通底层基础设施，才有望把我国金融生态引向真实信用风险定价的轨道上来。

接入系统层——第三方支付便捷高效地满足了移动互联生活交易场景的多样性需求，是互联网金融基础设施层互相连接的通道，也是各应用层主体最重要的接入端口。

第三方支付有效连接了互联网金融的基础设施层。首先，作为支付结算体系中的重要工具，第三方支付有效增强支付结算体系的运作效率，提高支付结算领域的竞争性；同时，作为交易过程中的信用中介，第三方支付在其虚拟账户累积了交易过程中的信用数据，可有效融入征信体系中；此外，其资金安全保护系统也是金融信息安全体系的重要组成部分。

另外，第三方支付是应用层至关重要的接入端口。无论是面向商户还是面向个人，无论是投资平台还是融资平台，都可以利用第三方支付虚拟账户的入口效应有效导流，从而使第三方支付平台成为潜在的连接投融资端的通道甚至平台。

目前来看，第三方支付已经开始试图渗透到金融产品销售平台、投资渠道、信用卡和消费信贷等领域；同时，部分第三方支付公司也开始利用积累的企业采购、支付、结算等信息，逐步将业务范围扩展至 B2B 的企业流动资金管理需求，成为供应链金融提供商。

而作为第三方支付的重要组成部分，移动支付可以和线下收单业务结合，其为 O2O 交易模式引入了丰富的生活场景，促进了 O2O 闭环的过程，从而把营销、交易、服务体验三个部分灵活应用在线上线下，把商家和用户真正连接起来，进而推动线上交易与线下交易的融合。

应用层——各种金融机构实施其资本市场作用的层面，主要连接融资端与投资端。传统金融的整体架构就是我们上文所描述的“农田”、管道、资金池的系统，下面我们将按融资端、各金融机构、投资端具体展开说明，同时分析在传统金融体系下应用层的现存矛盾，并通过商业模式工具分析各融资渠道的开闭模式（图 3）。

从融资需求的角度，融资需求可以分为个人融资需求和机构融资需求。在中国，个人融资需求相对比较简单，消费融资占比份额很小，大部分个人融资为房屋等抵质押类贷款，基本上通过银行获取贷款；部分额度较小的贷款，也可以通过小贷公司获取资金。

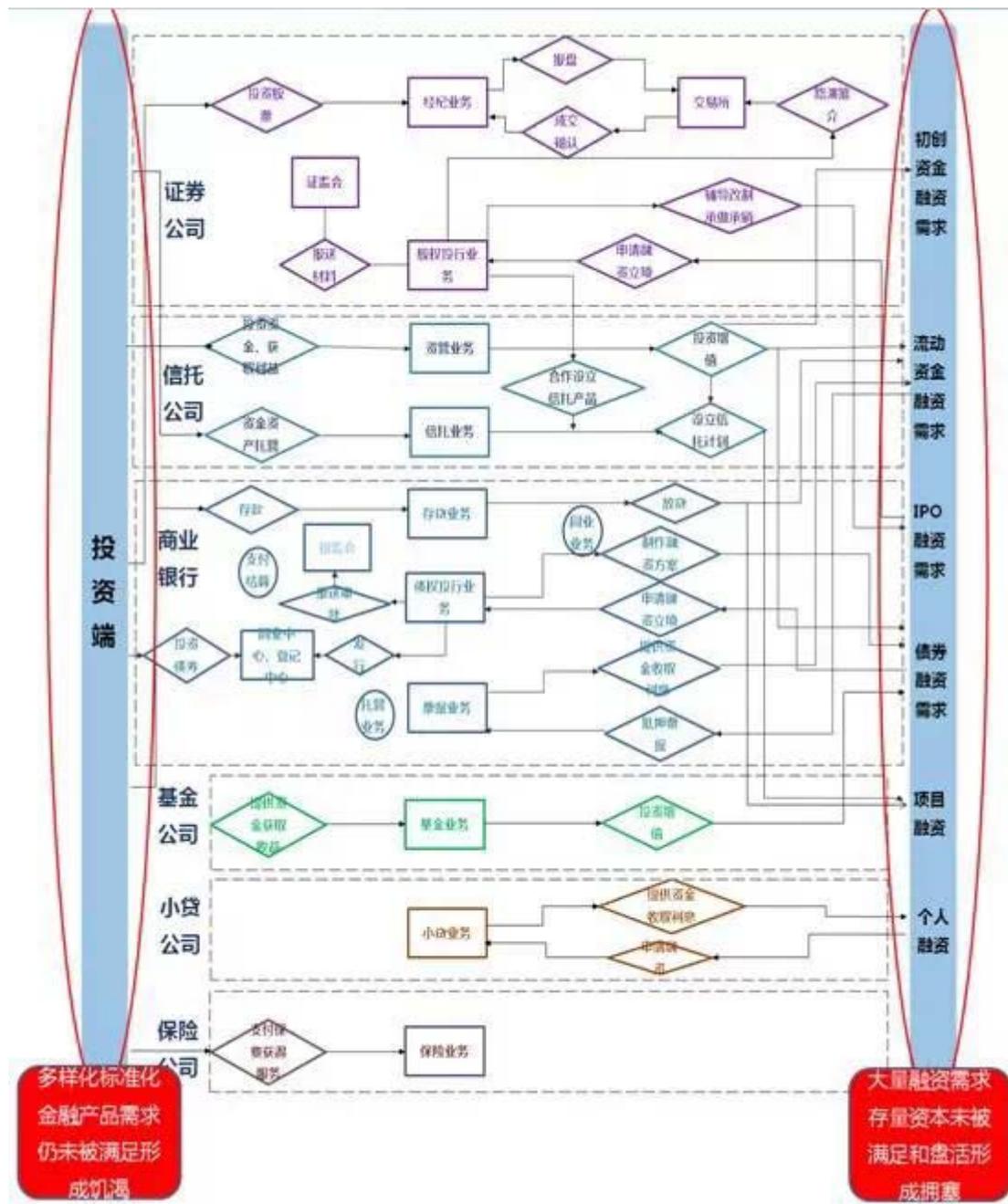


图 3.应用层现状与传统金融机构闭合模式图

(为行文方便，本报告采取统一图例标示企业的业务系统，下同)

企业在其不同发展阶段，会有不同的融资需求。在企业发展初期，由于企业未来发展前景未卜，风险较大，只有小部分初创型企业能够从银行处获取资金，大多数初创企业的资金源于 VC/PE 或者自有资金。而当企业业务成型，壮大到一定程度后，企业会选择通过 IPO 募资或者采用发债的方式获得资金支持，由于两者有特定的流程和法律规定，因此其对应的管道类型是固定的，仅能由券商或者银行投行部门提供的管道获取资金。流动资金需求则伴随着企业发展的各个阶段，并依企业本身的风险程度具体分析可对接的管道，对于风险较低的流动资金需求可以通过银行借

款的方式获得，或者采用票据贴现等其他方式实现；风险度稍高的流动资金需求，则可以在小贷市场上比较便利地获取融资服务，同时付出稍高的利息成本。项目融资因特定项目发起，资金风险直接与项目风险强相关，而与企业财务风险弱相关或无关，因此多采用银行、银团或信托计划的方式获得资金。

在融资端，目前存在融资需求的多样性和利率机制不够灵活之间的突出矛盾。在利率市场化完成之前，信用风险溢价作用无法全面发挥，从而导致金融机构对客户逆向选择，具体表现为特定阶段（如初创期）、特定规模（主要为中小微企业）或特定行业的企业融资困难。

从投资者的角度，按照投资者的资产规模及风险承受能力可划分为不同层次，并决定该类型投资可选择的投资渠道。传统的保险业务针对风险规避者，投资者选择将风险转嫁给保险机构。银行及债券类产品则是适合稳健性投资者选择。券商渠道服务于有一定风险抵抗能力的个人和机构。信托则对投资者的资产规模有着较高的要求。实际上，银行、券商、信托等主体也是投资者，其一方面作为金融机构为投资者提供金融服务，另一方面也作为一个市场主体进入到不同的投资渠道。

目前投资端存在的重要矛盾在于投资门槛较高。传统金融机构出于成本控制考量，无论是银行理财产品还是信托产品，都存在较高投资门槛，使得大量长尾客户受限于资金规模而缺乏丰富的投资渠道。

从金融机构本身（管道）角度来看，各类金融主体发挥自身资源能力优势，各自占据投融资领域的一个或数个细分市场，在利润丰厚的领域或存在业务上的交叉。不过由于监管机构的引导，各类金融机构在融合发展趋势下，仍基本处于分业经营的状态。金融机构本身存在的矛盾是金融产品无法全面覆盖所有投融资端的需求，仍有部分市场亟待满足。

还有一个重要的发现，是各个投融资渠道的开闭模式。具体而言，虽然我们将图分成三大版块，分别代表资金池的投资端、管道的金融产品以及“农田”的融资端，但是实际上，并不是所有的金融产品都连接了投资端和融资端，比如说银行的票据业务，小贷公司的小额贷款业务等。这就出现了没有打通的链条，从投资、融资价值链的角度可以很容易理解没有打通的链条是不稳定的。虽然可以认为没打通链条的存在是因为金融机构将自己作为投资者参与到该链条中，但是封闭主体资金的可持续性与直接连通整个资金池管道资金的可持续性是有差别的，这样就存在打通或者被打通的可能性。再者，从纵向上看，不同金融主体间必然存在一定的业务往来，而这些业务往来会受到法律或者主体形态等客观条件的限制，不同主体间交易顺畅程度的不同必然会影响金融市场的效率。而在这需求决定供给的市场，该种需求必然和提高不同主体间交易往来效率的金融工具出现，比如银联的出现提高了不同银行间的资金划转的速度。因此，可以说从纵向上看，金融业态也存在着打通的可能性和必要性。

系统稳定是系统持续发展的必要条件，一旦存在不稳定点必然会有外界对其造成冲击，对原有体系推倒重来并达到新的稳定状态。近十年来，互联网对工作方式、生活方式、消费方式都产生极大的冲击；金融行业作为经济运行的中枢更是难免，而根据自然界规律，这种冲击必然从最不稳定点入手。比如 P2P 影响了小贷公司的小额贷款业务、众筹改变了传统的股权融资，第三方支付冲击了移动支付形式，这些刚好都与图中反映的不稳定点，也就是非连通点相吻合。同时 P2P、

众筹、第三方支付、移动支付均是对传统金融体系长期存在的矛盾的一种释放，这种互联网金融模式让高端金融走下神坛，逐渐回归到长期以来被抑制的大众投资理财融资需求中。

此外，金融交易是不确定环境下跨时间、跨空间的关于价值、风险和未来现金流的契约行为，而金融机构在契约签订的过程中应充当着中介人的角色，风险由契约直接参与的双方承担，金融机构仅仅起到一个风险缓释的作用，并不能代为承担风险。但是我们目前看到的依然是以刚性兑付为主的投资意识，金融机构在这个过程中直接参与到契约的制定。而随着金融行业逐渐成熟，必然要求金融机构逐渐转变其角色定位，从参与者的身份回归到中介人的身份，这些在受到互联网冲击下的社会里，其转变速度将有可能大大加快。

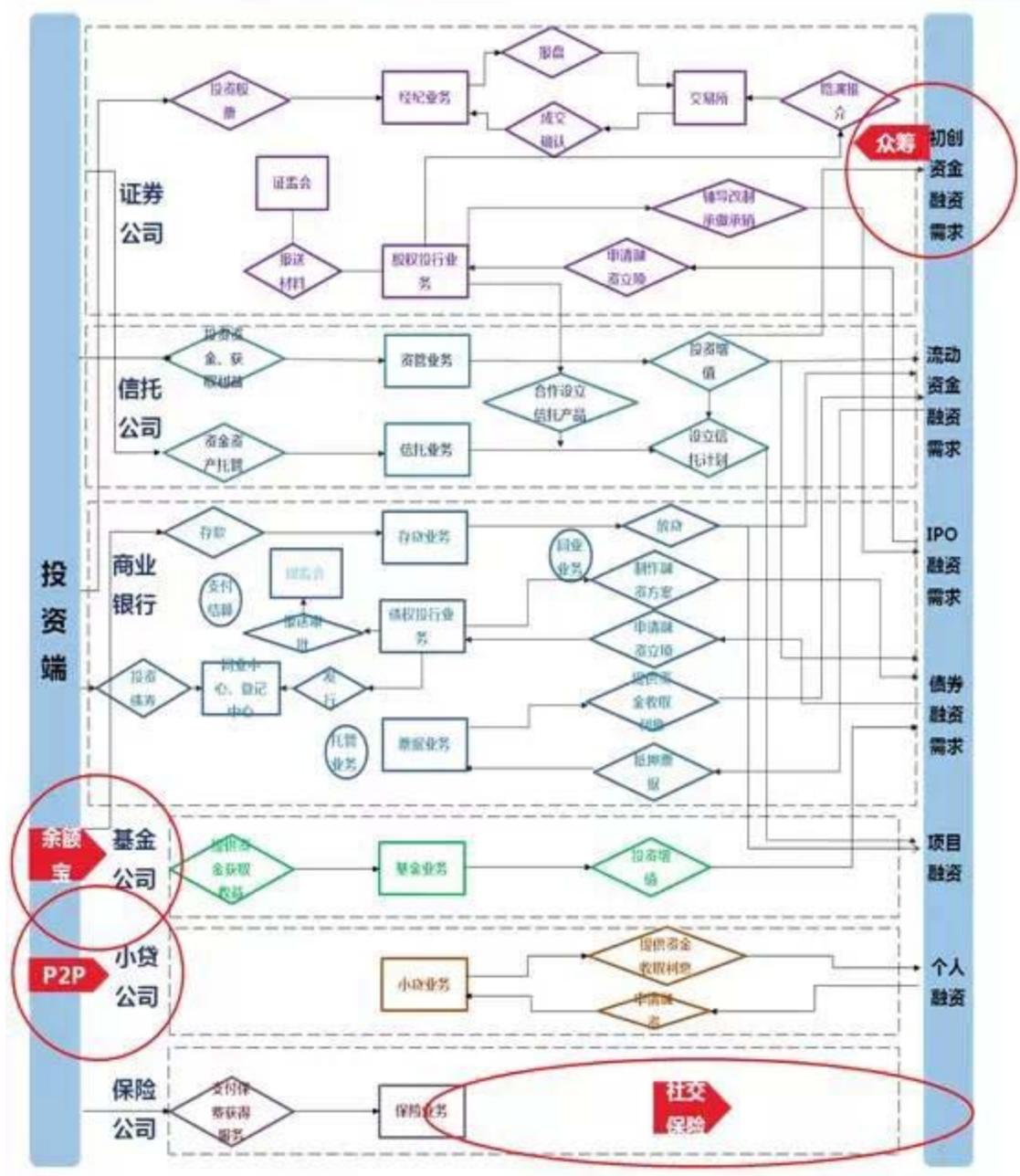


图 4. 互联网时代下应用层金融管道闭合模式状态

（二）传统金融与互联网融合的三种形态：渗透、打通、交融

不管是基础设施层、接入系统层还是应用层，这三层金融体系都将会经历与互联网的渗透、打通、交融。

渗透是指金融参与主体利用互联网“开放、平等、协作、分享”的精髓和各类互联网工具，改造传统金融业务，使其成本更低，操作更便捷，透明度更强、协作性更好、参与度更高，从而实现互联网渠道对金融领域原有业务的渗透。渗透侧重互联网金融在渠道上的低交易成本优势，典型案例为第三方支付对商业银行及银联原有支付结算渠道的颠覆。

打通是指互联网金融利用其渗透性和开放性，用更低成本服务于更多原本被忽略的长尾用户，打通原本不连通的投融资渠道，创造新的金融产品和金融平台的过程，比如余额宝，打通长尾用户与货币基金的隔绝状态，为广大用户提供新的投资渠道。打通侧重新渠道、新平台的建立和新商业模式的产生，P2P、众筹等新型互联网金融商业模式是其典型代表。

交融是指互联网金融发展更深层次后，资金在各个主体之间直接自由地游走，各金融机构中介作用不断被弱化，最终转变为数据中心和风控匹配中心，进而导致各金融主体和互联网企业商业模式趋向融合的状况，交融阶段只是笔者预估的理想状态，目前尚无典型代表。

上面阐述到当前整个金融体系的现状和断点，会随着互联网技术的兴起而得到改变。正是因为银行存在种类繁多的账户体系，这才孕育了第三方支付的市场；正是因为中小微企业无法通过抵押获得融资，80%的低净值个人投资需求无法得到满足，这才催生了如火如荼的P2P风暴；正是因为创业团队得到天使基金和VC机构投资的机会有限，才使众筹成为了大家最时髦的社交参与。但是，如何让互联网金融真正从“点状闪现”到“完全交融”，还是要依靠金融基础设施的完善和发展，如果征信、支付清算、网络安全、资产流转的体系建设问题不能得到解决，互联网金融仍然只能在局部绽放，不能真正实现普惠大众的金融。

（三）互联网金融主流创新商业模式简述

从渗透到打通再到交融，互联网对金融行业的改造循序渐进，在每个阶段，都会有相应的模式大放异彩。

本研究报告先后研究了八个互联网金融创新领域，研究了超过30个案例，涉及到前文提到的基础设施层、接入系统层和应用层。以下是部分案例清单。

表 1.本课题研究案例清单

互联网金融创新领域	产业交易结构分层	部分案例列举
第三方支付	接入系统层	PayPal, 快钱, 易宝支付等
P2P 借贷	应用层	Zopa, Lending Club, 拍拍贷, 开鑫贷, 陆金所等
产融结合	接入系统层	日本乐天, 海尔采购自由贷, 京东供应链金融等
征信体系	基础设施层	Experian, 穆迪, 11315 企业征信, 11315 企事业信用管理, 阿里, 百分点等
众筹	应用层	Kickstarter
第三方理财	应用层	Mint, 东方财富、晨星等
互联网巨头切入金融	应用层	余额宝、百发、娱乐宝、微信支付等
传统金融机构介入互联网	应用层、接入系统层	橙 e 网, 国金证券, 平安直通车险等

下面，本报告将依次介绍目前互联网金融的主流模式，简单概述其发展历程、特点和未来展望。

1、第三方支付

所谓第三方支付，就是一些和产品所在国家以及国外各大银行签约、并具备一定实力和信誉保障的第三方独立机构提供的交易支持平台。支付是银行系统存、贷、汇三大业务中市场化程度最高、受互联网影响最早的领域，目前第三方支付的发展在互联网金融各领域中也最为成熟。

与第三方支付相比，传统支付的定位是凭借强大的信用能力及资金优势，服务于普遍的商户和个人，提供的是标准化的基础支付服务，支付场景和介质都单一化，比如：银行卡。与之相反，第三方支付主要服务于碎片化的客户群体，提供的是个性化、定制化服务，且偏重于增值服务。这些支付公司通过建立一个兼容多银行支付方式的接口平台，与用户低成本、高效率地连接，以应对客户需求的多样性、市场的高风险性、小而零散的支付额以及琐碎频繁的交易纠纷。

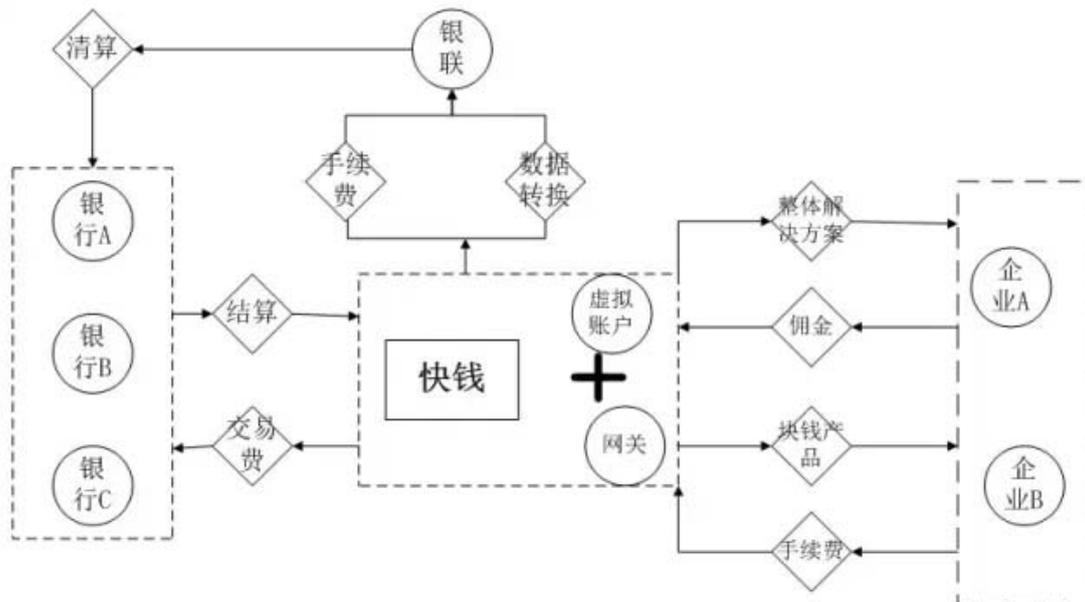


图 5.第三方支付业务系统图（以快钱为例）

不同的市场、不同的模式导致不同的业务结构，第三方支付与传统支付业务系统的差别就在于，与下游用户相连的链条上多了第三方支付公司这一利益相关者。其他主要利益相关者并没有太大改变，只是因为第三支付的介质、场景更加多样，可以与更多的商家进行合作，因此交易结构更加复杂，与上下游产业链各利益相关者的交易方式也更加多样和翻新。就传统支付而言，主要涉及银联和银行。银联作为传统支付体系的布局者，通过跨行交易清算系统，确保不同银行之间互联互通，银行卡可跨行使用。而第三方支付因其特点，可以更灵活地为企业用户量身订造支付方案，同时与更多商家合作为个人用户创造更加丰富的支付场景。总而言之，作为基础设施的第三方支付有很多接口，每一个接口都能创造性接入新的利益相关者。

第三方支付在蚕食传统支付市场份额的同时也创造了新的渠道，作为支付场景的主要入口，第三方支付可以囊括进更多的利益相关者，提供的服务更加丰富，其盈利来源也更加多样。

表 2.第三方支付与传统支付的盈利模式比较

第三方支付	传统支付
<p>手续费</p> <p>为商家提供支付方案所收取的费用以及其他增值服务费</p> <p>沉淀资金利息</p>	<p>手续费</p>

当第三方支付数据积累到一定程度，便不只是提供新的渠道和入口，还能利用交易数据拓展更多想象空间和盈利机会。

首先，支付流水被加工处理后，可以形成征信数据，成为政府征信体系的有益补充，直接服务于银行、P2P 等。

其次，第三方支付能成为精准营销的数据来源和销售渠道，并最终承担私人理财师的角色。一者可以根据消费者的交易数据向他推荐适合的产品；二者可以根据其收支情况，为其量身定制最优的理财计划。

第三方支付作为互联网金融生态中的基础设施，就好比信号传输线路，一旦将触角伸向四面八方，就有能力传递各类信息，当信息积累到一定程度，经过后台计算处理，就可据此推出定制化的功能和服务。支付业务本身虽不能直接盈利，但它能将流量和数据引入到其他能够创造收入的地方，这便是它的魅力所在。所以，无论阿里巴巴，还是腾讯，业务虽大相径庭（阿里专注于电商平台，腾讯专注于社交平台），但最终也免不了相互竞争抢占支付端口，因为作为基础设施的支付系统和作为接入层的第三方支付蕴含着无限可能。

目前，国内第三方支付格局初定，第三方支付的发展已经由通用的标准化服务逐步渗透到各个细分领域，向定制的差异化服务过渡，增长迅速。第三方支付通过创造更加丰富的支付场景，增加了用户的粘性和依赖度。首先，基于日常生活的支付服务，如网购、信用卡还款、日用缴费、手机充值等；其次，基于金融理财的支付服务，如余额宝、理财通等；基于公益捐赠的支付服务，如腾讯公益、支付宝的爱心捐赠等；基于社交的支付，如 AA 收款、微信红包、支付宝最近推出的亲密付等。用户只需注册一个第三方支付账号，几乎任何支付需求都可以得到满足。

2、P2P 借贷

中小企业由于缺乏有效质押物和信用记录，加上融资需求量小、频率高的特点，很难从银行处获得贷款。因此，从融资者的角度，P2P 的出现为中小企业找到了新的、快捷的融资渠道。正因为融资需求巨大，P2P 在互联网一推出，便开始如野草般疯长。

根据第一网贷 2015 年最新发布的《2014 年中国 P2P 网贷年度报告》的显示，2014 年全国 P2P 网贷成交额为 3291.94 亿元，较 2013 年增长 268.83%，月复合增长率 12.50%。同时截止到 2014 年 12 月份成交额超过 5 亿元 P2P 网贷平台的，全国有 11 家；1 至 5 亿元，73 家；1000 万元至 1 亿元的，467 家；100 万元至 1000 万元的，729 家；100 万元以内的，400 家；合计 1680 家，占中国 P2P 网贷指数样本 94.29%。

传统银行借贷定位于贷款给信用记录良好、账户余额高的客户，以期将风险和成本控制到最小。囿于银行自身运营体系的限制，服务那些单笔借款额小或信用记录缺失的客户，所要动用人力物力成本可能远远超过从单笔借款中获取的利差。如果进一步分析各银行披露的年报信息，多数国有及股份制银行的小微企业贷款户均余额均在 300 至 500 万元之间，个别银行小微企业贷款户均余额甚至超过 1000 万元。也就是说，银行关注的仍然是规模较大的小企业，微小企业和个体工商户的融资很难达到成本收益合算的平衡点。[8]在中国 5600 万小微企业及个体工商户中，有近三分之一存在借债行为，但其中能从银行获得贷款的仅占 11.9%。[9]因应如此大的需求，电商网络贷款、P2P 这类新型互联网金融主体应运而生。电商网络贷款、P2P 的定位就是服务于那些无法从银行获得足够贷款的小微企业、个体户以及消费者。例如，阿里小贷就主要服务于

淘宝上的网店店主，并将这些网店的交易流水等数据作为放贷依据。这些店主银行账户余额通常只有几万元，而借款额也常常低于 1 万元。

简言之，P2P 就是 A 付出相应费用前提下，通过第三方平台向 B 提供小额借贷的金融模式。P2P 作为一种双边平台，其服务对象主要有两方面，一是借方，另一个是贷方，二者相互促进，形成良性循环。

P2P 与传统银行借贷涉及的利益相关者其实基本一致（包括银行、担保公司、出款人、贷款人等），除了 P2P 公司取代了银行中介。虽然，利益相关者相同，但业务实现途径完全不一样。

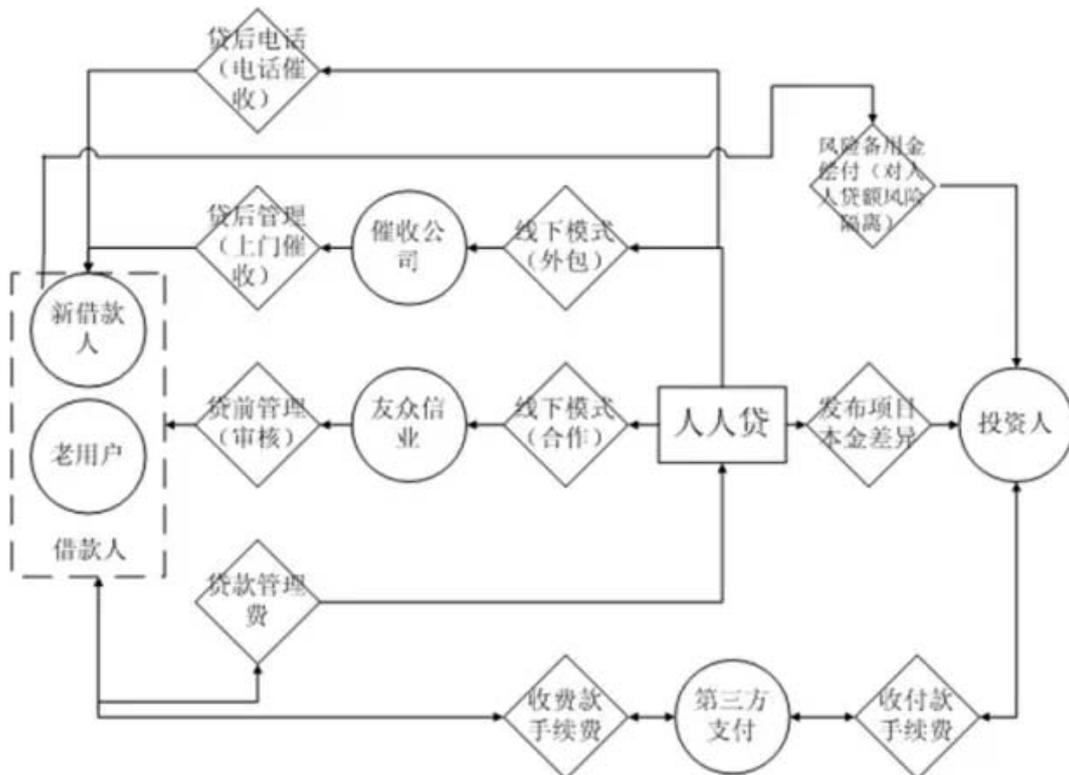


图 6.P2P 借贷业务系统图（以人人贷为例）

P2P 作为纯粹的中介平台，实现的是点对点完全透明的交易：借款人在平台发放相应借款标的，投资者通过竞标向借款人放贷。在整个借贷过程中，借贷方资料与借贷相关资金、合同、手续等全部通过网络实现。然而传统银行借贷采取的是资金池的方式，信息完全不透明：借款人既不知道自己的钱借给了谁，贷款人也不知道资金的来源。

P2P 充分利用社会闲置长尾资金对接小微企业和个人信用贷款，打通原本彼此隔绝的投融资端，为投资方带来更高交易价值，为融资方带来更充足的资金。在欧美，P2P 公司主要基于借款人公开的信用信息来做出信用评级、贷款定价和平台收费标准，投融资双方在 P2P 平台网络上撮合交易，借款标发布、投资和资金汇划、到期还款的全过程均在线上进行。在中国，由于信用体系不够完备，许多 P2P 公司采用了“线上+线下”协同模式，如人人贷就与友众信业合作委托后者进行贷前审核管理，同时将催收环节外包给第三方进行；同时很多平台充当了借款方的担保者，承诺“本息安全”，充当了信用中介的角色。

P2P 的未来发展亟需厘清其在金融体系中的角色定位，而非在银行、小贷公司、保理公司、融资租赁公司或担保公司等既有主体中选择一种或多种功能，再叠加线上发布和撮合的户交易模式。监管部门也已在不同场合多次强调 P2P 是信息中介而非信用中介的政策底线。那些在实体经济或生活场景的互联网化过程中，找到深度融合并从中发现风险、有效管控风险的工具与方法，并以纯线上信息中介、线上作业降低成本、与既有金融主体区隔发展的新锐 P2P，将赢得未来。