

互联网时代的金融革命

■ 陈龙 长江商学院副院长、教授

去年互联网金融在中国是特别火的一年,具体表现在BAT三大互联网巨头几乎全牌照的做互联网金融。这对我做金融研究的教授也是非常大的刺激。但我来不想做很多的互联网的研究,但你会发现中国现在最大的基金已经不是华夏基金了。华夏基金从1998年到现在辛辛苦苦做了3000多亿,本来是中国的基金排头兵,在去年余额宝花了大概6个月的时间超越了华夏基金,成为中国最大的货币基金,余额宝现在也是世界排名前十的货币基金,只用了6个月的时间。所以,这对金融界的冲击非常大。阿里从支付宝开始到现在做基金、小贷、担保、保险、理财、网上银行,用马云的话说银行不改变,我们就改变银行。

阿里只是其中的一个例子,腾讯也是一样,它从事财富通、微信支付、保险、基金、股票、网上银行。百度也是从百宝箱、百度钱包、百度金融中心、百度理财、百度小贷和金融中心,我们可以看到BAT全牌照,它们大举进入金融行业。现在一个比较有意思的话题是BAT为什么可以做互联网金融,互联网金融能够走多远,边界在哪里?

这里有没有界了两种思路。一种思路是互联网也没有世界的了不起,因为在互联网大潮的今天,每个行业都要互联网化,为什么一定要在金融前面加互联网三个字呢?我们看一下国外没有互联网金融这个词。我在美国待了17年,国外互联网金融这个词不存在,他们很多人觉得这可能是说过头了,有点炒作的嫌疑,并且怀疑互联网公司能够在多大程度上能够动摇金融的根本。

另一种思路认为,互联网时代就像电商能够冲击我们的零售行业一样,可能互联网也会非常大地改变金融的未来。所以,我觉得大概是这两方面的思路。我认为可以从这样的角度来看,金融的本质在未来可能不会改变,但能够改变的是它的渠道、产品和品牌。几年前我们开始讨论电商对零售的冲击时,讲得最好的人是在讲历史。他们讲在上一次技术革命发生的时候,这样的技术革命如何冲击了它的渠道和产品。所以,我想对金融来说也是一样的,我在过去的大半年很仔细回头看了一下所有的金融机构和金融产品是如何诞生的。因为它们在当时诞生的时候都是金融创新,所以,我看到是他们这样的一些创新如何在当时影响了社会,改变了渠道,改变了产品,改变了风控,改变了服务。

对这个历史的回顾,让我对互联网金融有了一个比较有趣的体会。我特别切身的一个体会是我们如果越想知道未来,其实越需要去看过去,我们越过去看得越远,对未来越有了解。这是我对很多现在互联网金融的一个看法。有很多的文章介绍互联网金融哪家公司在做什么事情,但总体来说,它没有一个历史的深度,也不能讲到金融的本质和商业的本质,这样其实是没办法去预测未来的,因为它只能讲到现在在做什么事情,但没有讲

到能够走多远,它的边界是什么?当你讨论这些问题的时候,你必须涉及到金融和商业的本质。

金融的本质是什么

在我看来无论是金融机构、金融产品和金融服务,本质上都是把资金在借入者和投资者之间做一个有效率、低成本、风险可控的传导。金融机构就是在卖金融产品和服务的,从这个角度它和哇哈哈卖水没有本质的区别,它卖的是一个产品或者服务,所以从这个角度来说,互联网对卖产品的冲击是无可比拟的,金融的第一个本质还是卖服务和卖产品的,没有特别神秘的地方。

当然金融确实和一般的产品是不一样的。它的第二个本质是它卖的这个产品是有风险的,表现在几个方面。一是它的产品本身代表了一个基本面,这个基本面有一个商业风险。二是在这个借入者和投资者之间有一种博弈,这在我们金融逻辑上叫做逆向选择的风险,其实最想借钱的人是最不应该借给他的人,大家都想借高利贷出去,但怕收不回来,这一点你要留心。所以,借入者和投资者之间有博弈性,它不是哇哈哈那种水,大家都知道它的质量。三是金融借入者借钱以后你就控制不住他了,他可能乱花钱。所以,金融这个产品不是一个标准化的产品,它是有风险、需要鉴定和风控的产品,所以,这种情况下互联网难以一下子取代金融的本质。

我说到几点:第一,金融产品和金融服务也是一种产品,和卖别的东西是一样的,所以渠道是可以革命的。第二,这种产品是有风险的,由于这种风险,金融中介机构有它自身的特别的职能,不可以被互联网轻易的代替。第三,即便是金融机构本身也有道德风险,它也是需要谋利的。由此,金融机构需要监管,否则可能会出事。这就是我对金融本质、金融创新的最大框架上的理解。

从历史角度看互联网金融

我最想给大家讲的是荷兰的历史,我们在高中的时候可能读过这个故事,但今天回头看这个故事觉得非常有意思。荷兰是16世纪哥伦布航海开启了国际贸易、全球化的大趋势。因为全球化就改变了欧洲的重要性,沿着大西洋海岸的一些国家,英国、葡萄牙、荷兰等国原来是不重要的,但现在重要了。所以,17世纪的时候荷兰兴起了。荷兰是怎么兴起的?它造了大肚船,在造船业上有一个技术上的创新和革新,船也很有效率,用的人比较多,造价低廉。荷兰在航运和物流上比较发达,这是它兴起的第一个根基。

有了很多的国际贸易和航运以后,还需要什么呢?很自然它需要支付和结算,你必须为贸易,尤其是国际贸易需要支付和结算。1609年阿姆斯特丹建立了阿姆斯特丹银行,它只做一件事情,就是在各个国家接受金属货币的存款,转过来发行一个银行的票据,这个票据可以在欧洲和世界流通,它解决了结

算和支付的功能。为了让这个支付中心能够运转,当时荷兰政府还提供了保证金,把钱存在阿姆斯特丹银行中,有了保证的功能。它第一步由于船运带来了贸易,有了贸易以后就有了支付,所以,银行的最重要的功能不是贷款,而是支付,我们把钱存在银行中第一功能不是为了赚利息,而是我们希望能够写支票,在支付的时候它很重要,这是银行的第一个基本的功能。

第一个功能有了以后,到1683年,阿姆斯特丹银行就开始做第二步,就是它的贷款与信托的服务,因为有了贸易,有了支付大量的钱就涌进了欧洲和荷兰,荷兰成为了一个很大的金融中心,你有了大量的钱,还要为你的这些商户和贸易做服务,你就会提供下一个服务——贷款和信托。到了17世纪的时候,荷兰成为了全世界最大的贸易中心,当时它占全世界贸易比重超过了50%,同时它也是全世界最大的金融中心,无论是支付还是信贷,它为它的商户做信贷,当时荷兰商人的利息是很低的,大概3.5%,其他国家是6%-7%的利息,所以,它有很大的金融优势,它的金融促进了它的贸易的成长,它也成了全世界最大的债权国。它的钱很多,除了贷给它的商户,还贷给别的国家。由于这样的情况,荷兰成为了当时的贸易和金融中心,也为了殖民地。在17世纪的时候是当时世界上最强盛的国家,当时有一万多艘船。现在我们知道的很多地方,我国台湾、好望角、巴西、纽约、新西兰等地都是当时荷兰占据和开拓的。

荷兰是怎么衰落的呢?是由于另外一个贸易平台的兴起——英国。英国由于它的工业革命,对制造业的革命产生了出口贸易,它有了国际贸易,所以英国的起点是不同的,但它也是有了贸易。有了贸易以后,它就有了支付和信贷的需求。当时英国是在荷兰之后的一百年,所以,它也学习荷兰建立了自身的金融中心,慢慢地英格兰银行替代阿姆斯特丹银行成为世界的金融中心,英国还通过战争打击了荷兰的船运,慢慢地荷兰失去了贸易,失去了金融,慢慢就衰落了。英国和荷兰这两个平台是排他的,当时英国兴起的时候是不让荷兰参与它的船运和贸易的,这是两个平台。

这个历史我们在中学的时候可能就学到了,但回过头来看,我们发现商业的本质是不变的。这让我想到了两个东西,一个是上海自贸区,我们刚才讲的是一个国家的兴衰,现在讲一个地方的愿景。上海自贸区想做什么?无非它想做一个当代的荷兰。上海自贸区去年夏天公布它的愿景的时候,当时它还不是一个国家战略,当时它最想做国际航运的中心,保税区的升级,在后面的几个月它很快上升了金融的功能,因为你有了贸易和航运必须有最发达的金融来为其服务,所以上海现在想做有贸易流、资金流和物流的国际贸易和航运的中心,它就是想做一个现代的荷兰。所以,我们可以看到商业的本质是不变的。

以上介绍了一个国家和一个地区,现在介绍一个公司——阿里巴巴。它首先是有了贸易,淘宝和淘宝商城是网上开的一个商店,这和原来荷兰的贸易、英国的贸易没有本质的区别,它不过是开到天上去。当你有了贸易以后,它需要结算和支付为其服务,所以它就有了支付宝。在当时阿里巴巴想做支付的时候,它请教过大的商业银行和银联与它合作做这件事情,但当时大家看不到这个商业的本质,看不到未来,拒绝了它。它必须要为商户做服务,它就有了支付,当它有了支付以后,它想做信贷,为你的商户和客户做服务,所以,慢慢有了余额宝和阿里小贷。

阿里巴巴什么时候会衰落呢?如果有一天它要被取代的话,那应该是另外一个很大的排他的贸易平台的崛起,我们可以从一个角度把腾讯想象成一个贸易的平台,腾讯的平台也是排他的,有一天腾讯如果能够替代阿里的话,一定是通过移动的端口。它的贸易大大超过了阿里,它有自己的支付和金融的体系,有一天慢慢阿里可能会被取代,也许是这样。从一个商业的本质上去看,我们可以去这样理解这个东西,从这个角度你也可以理解为什么腾讯会对大众点评、对京东感兴趣,因为腾讯的格局是社交的格局,总体它的贸易做得还不多,所以如果它想做做大需,要一个贸易的基本面来支持它,这是我从历史的角度来理解互联网金融。

下面介绍一下晋商的故事。晋商是从经营边防军需物资起家的,由此它得到了明朝贩盐的特许证。山西也是有盐的,当时它由这样一个盐的贸易起家做得非常好。后来做盐的特许证慢慢也给了徽商和别家,但一开始有了贸易的这样一个支点,山西的贸易就做起来了,所以,山西有了物资,它是第一个做贸易的,有了贸易以后,它需要做结算和支付,所以,从19世纪开始,山西人开始做日升昌票号,取代了中国用现银结算的贸易方式,有了结算方式的创新,这就是山西票号。后来我们知道的乔家大院、曹家大院等等做的是类似的事情。1904年山西票号在中国一百多个城市开设了450家分号,经营7.8亿万的白银,利润非常丰厚。慢慢它有了支付就开始做信贷的贸易。

山西票号怎么没落呢?一个是战乱,它对国家的依赖太大了,它是清政府融资的渠道。另外,清政府成立了户部银行,取代了山西当



时做票号的收承和承贷的业务。现在为什么讲山西票号?如果荷兰人从船运开始慢慢做成了全世界最大的贸易中心,山西人从贩盐开始慢慢变成了中国最大的金融中心,所以说,互联网金融有了它的贸易基础的,不是说你生下来一定要有金融的DNA才能做金融,所以,这是商业的本质告诉我们很多的东西。

下面我讲一个货币基金的故事。我其实想讲余额宝,大概在一两个星期前,我写了一篇文章《余额宝的未来》,讲的就是这样一个故事。当时货币基金产生的背景,在上个世纪七十年代的时候,美国的利率一直到60年代相对来说是比较低和稳定的,到70年代开始美国利率大幅度攀升,是因为利率自由化,这和中国非常像。在70年代的时候,美国的利率是非自由化的,当时美国银行法律规定了银行存款利率的上限,大家听起来觉得似曾相识,活期存款也不能有利息,在这样的背景下货币基金应运而生。

货币基金是做什么的?它就是通过基金揽存,它能投资的是AAA最高评级的票据,也有一些国库券,还有一些银行间的存款,也就是它风险最低的一部分存款。金融的本质是两个,一个是卖东西,另一个是这个东西其实是有风险的,有一部分银行的产品是风险最低的,那就是最好的公司的发行的短期票据。在美国就是最好的评级公司发的平均期限低于60天的票据,由于它的风险是最低的,它的期限是最短的。所以,它的不确定性是最小的,这部分金融产品其实可以脱离原理,渠道可以取代它,这就是货币基金的原理,货币基金应运而生,把这个钱收过来,贷给这些最好的公司,这些公司就不通过银行去融资了,而通过货币基金去融资。

可以想象一下,这种盈利模式和银行是非常不一样的。银行一般要收大概3%的存贷差,要覆盖它的揽存成本,同时把钱放出去是各种各样的贷款,可能是有风险的。而货币基金贷出去的是最好的短期流动性需求的客户,所以,它的存贷差需要的是非常低的,千分之几就可以活下来。所以,货币基金和银行不一样,即便在利率自由化下也可以活下去,因为它不是银行,它也不需要准备金,因为它的贷款对象已经有了监管的规定,这是它产生的背景。

货币基金产生后在1971年就发展的很快,但是到1975年后这些投行就有了商业创新,它可以发支票,你买货币基金除了能够获得利息,还可以以这个基金为基础写支票做支付,这个时候开始货币基金就有了两个功能,一个是支付的功能,一个是存款利率的功能,有了这两个功能以后对银行的存款户来说这就是它所需要的银行做的所有的事情,因为它完成了,它把钱存在货币基金里能够获得一个安全的支付,所以,这是有了这个以后它就动摇了银行的根本。

在七十年代有了这样的革命以后,因为货币基金是基金,而不是银行口的,所以它不受《银行法》限制,它可以支付利息,当时银行大额度抗议觉得它动了他们的奶酪,但美国监管机构支持了这样的创新,没有干预它,它就发展的非常快。它的发展是惊人的。它从1971年开始,美国所有的存款的总量,这个红线是货币基金的总量,它一开始就到了1%,就是中国现在总体货币基金的总量,这个数量占到了银行存款的总额,所以,现在银行看他们是觉得小房子,觉得没有什么问题,对它是一个补充,我们如果看一下余额宝的本质不是互联网,而是货币基金,它的盈利模式不是银行。

所以,它从开始的1%——你看一下美

国,到了2011年的时候,美国的货币基金总量大概是2万亿,当时它和银行总存款相比是1比7的关系,和银行已经分庭抗礼,接近一半的银行存款分流出去给了货币基金里,给了最好的企业短期流动性需求的货币,这些最好的企业也脱离了银行;它们不需要银行借钱给它们,它们通过货币基金也可以融资,这种金融不确定性最小、质量最好的产品就脱离了银行进入了货币基金,脱媒了。所以,它在一个高点的时候和银行存款的比例是0.77比1,基本是分庭抗礼,货币基金的总量远超过了银行存款的总量。

货币基金可以脱媒,它把银行的最好的金融产品脱出来,让货币基金的人做,这样对存款的人来说是好消息,对最好的公司也是好消息,这就是丰富金融体系的一个过程。慢慢的因为银行失去了最大的、最好的客户的短期关注,中小企业一直傍大款,它就必须更多的关注中小企业,银行就慢慢地去更多的尝试风险相对更大的这样一些贷款,所以,它最后长期的结果,对美国来说,这已经是历史事实,它的金融体系更丰富的发展,大的企业很大一部分离开了银行,中小企业又得到了银行更多的关注,这对金融体系长期来说是好消息。就是这样一历史,所以我现在讲余额宝就是货币基金。首先天弘基金提供了货币基金这个东西,所以从历史告诉我们,即便没有互联网它也可以走得很快,而余额宝做的事情——我们知道互联网第一个革命是渠道的革命,它就是把渠道的革命和货币基金结合起来,它的革命是更大、更快的这样一个革命,所以,它能够在半年之中就取代了华夏基金,成为中国最大的基金,这是它的本质。所以我觉得这是余额宝的本质。

现在很多人在讲余额宝的时候,老觉得中国的互联网金融没有足够的监管,他们讲这块的时候没有足够重视商业本质。其实,它首先是一个货币基金,而不是互联网,大家大关注的是互联网。因为前段时间P2P的问题使大家太关注互联网,其实它本质是货币基金,其次才是互联网。货币基金在中国也是有监管的,当然我也欢迎更多的监管。但大家要知道它和银行是不一样的,所以,在这个声音很乱的时候,我们要懂得互联网金融的本质。

最后我想讲一点,做一个评论。对传统金融的冲击不是互联网,我看过了过去半个世纪的历史,它是利率自由化和金融自由化的冲击。在八十年代的时候,美国有3000多家信用社,可以想象成我们的村镇银行。这3000多家信用社中后来有700多家倒闭了,因为市场利率翻倍了,银行都是做短融长投的。当利率自由化以后不懂得如何应对风险,所以大量的银行倒闭了,有这样一个过程。对商业银行来说,最大的敌人是商业自由化,不是互联网。当然互联网也是一个敌人。

我总结一下,互联网金融在这个大变革的时代,第一最重要的是金融自由化,大家对它的关注还不够。第二是技术革命,互联网带给我们的革命,第三是全球,很多行业产业整合与并购。中国很多是银行、投行、券商、基金、评级机构、财经媒体,都是非常大的挑战和机遇,这是中国金融的未来。

(根据作者在“第二届诺贝尔奖经济学家中国峰会”发言整理,未经其本人审阅。)

热视线



数据显示 4月中国服务业增长放缓

汇丰银行(HSBC)日前公布的中国服务业采购经理人指数(PMI)显示,4月份中国服务业增长速度低于3月。这凸显出中国政府面临的一大挑战,就是在经济放缓的同时,推动中国经济从信贷推动的投资型增长转型为消费型增长。

该指数从3月份的51.9下滑至4月份的51.4。高于50的PMI指数表示相关产业处于扩张之中。

这一由汇丰银行及其数据收集合作伙伴Markit支持的调查以服务行业的经理人为对象。这些经理人来自旅馆、餐饮及电信等行业,他们被问及新订单及聘用员工数等方面的问。

示,服务业就业率正处于7个月内的最低点,衡量就业状况的子指标低于50这个荣枯线。

他补充说,中国服务业“扩张的速度不足以”弥补制造业的放缓。此前,汇丰银行对制造业的调查表明中国制造业正在放缓,不过官方数据则较为乐观。

历届中国政府一直在致力于使中国更多地从消费开支中获得增长动力,而不是通过政府对新兴基础设施的投资获得增长。然而,根据世界银行(WB)的数据,中国的福利制度不够完善,而计划生育政策又导致很多年轻人需要为赡养父母存钱,这些原因都令中国继续成为全球家庭储蓄率最高的国家。(FT中文网)