

互联网借贷研究框架：监管博弈 增持（维持）

2020年09月13日

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

引言：我们基于对消费金融的长期研究，发布互联网借贷研究框架，提出关键词“监管博弈”，看好产业前景的同时，认为可能制约产业发展的核心是监管压力。当前时点研究互联网借贷的背景：①金融科技巨头纷纷启动上市；②互联网消费金融产业高速发展的同时，监管政策不断革新。

投资要点

■ 互联网借贷市场高速成长！预计消费金融规模2023年达24.7万亿。

①互联网巨头近年来凭借流量/场景/数据/产品体验等优势快速切入零售信贷市场，目前已深度渗透到信用卡、消费贷和现金贷三类消费金融核心产品。我们在1.1中梳理了主流消费金融产品的市场玩家及盈利模式，其中信用卡以50%生息资产+15%年化利率赚取利息收入，现金贷则每日生息，利率定价范围非常广（对应不同层级的客群选择）。各类产品中，我们最看好以蚂蚁花呗为代表的“类信用卡”，这类产品扎根于真实的消费场景，用户体验卓越，未来成长空间非常广阔。

②我们所定义的消费金融市场2019年规模15.78万亿元，近三年受益于银行零售转型、居民加杠杆等因素快速增长。其中，信用卡为龙头市场，规模达7.59万亿元。展望未来，我们判断消费金融市场后续三年仍将实现12%~15%增速，2023年规模将达到24.7万亿元。其中，蚂蚁花呗为代表的互联网消费贷款是核心的增长驱动力；传统信用卡则保持10%平稳增速；同时，ABS/CLO等资产证券化出表的规模也将扩张。

■ 互联网借贷由联合贷款向数字助贷模式升级，技术输出成为新名片。

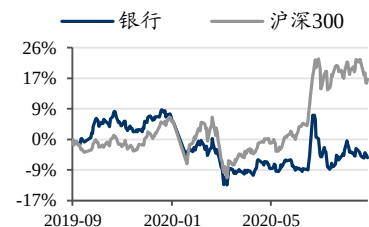
①早期互联网平台底层的放贷主体普遍为小额贷款公司（例如蚂蚁花呗与借呗），作为非持牌金融机构，杠杆比例受限制（蚂蚁所在的重庆为3.3倍上限），融资能力弱，且重资本模式也不利于估值。2016~2017年，蚂蚁为代表的互联网巨头大量发行ABS将信贷资产出表，规避杠杆限制的同时以低成本融资（优先级收益率通常4%~5%），但2017年现金贷新规要求表内外合并计算杠杆，限制了ABS出表的空间。

②近年来，互联网借贷商业模式由早期的自营放贷、ABS出表，向联合贷款模式转型（1.4详细介绍）。联合贷款由互联网平台和金融机构共同出资，比例不等（腾讯微粒贷以20%:80%居多）。联合贷款的优越性在于理论上跨过了“金融杠杆”限制，因为金融机构对出资自行负责，互联网企业不提供任何“兜底”，但由于掌握着流量、底层客户信息，在风控环节拥有绝对话语权，成为核心的资产输出方，进而分享远高于出资比例的利润。但是，模式优越性也带来了监管风险，2018年监管层就开始持续研究政策框架，2020年7月正式出台了《商业银行互联网贷款新规》。联合贷款模式在跨越金融杠杆限制后，隐含哪些潜在风险？我们重点在2.1、2.2中分析。

③我们认为当前互联网借贷产业中，蚂蚁所运用的数字助贷是最先进的商业模式，其核心是蚂蚁输出并管理资产，赚取“技术服务费”。基础的数字助贷模式中，客户先后通过蚂蚁、金融机构的风控审批，贷款资金大部分由金融机构出资，蚂蚁少量出资（自有资金的收益已经不是核心），同时蚂蚁负责贷后的实时监测、催收、互联网诉讼等环节，但并不对金融机构的资金信用风险“兜底”。

④未来更高层级的数字助贷模式中，蚂蚁进一步向广大中小金融机构输出金融云、数据库等金融科技服务，成熟的形态是构建互联网借贷产业的基础设施（而不再是共同放贷机构），即所谓的微贷科技平台。

行业走势



相关研究

1、《银行业行业点评：首份银行中报如何？聚焦资产质量波动》2020-08-17

2、《银行业行业点评：资管新规延期，不改零售理财变局》2020-08-03

3、《银行业行业点评：银行股中报盈利下滑？》2020-07-27

不过，中期内该模式的前景有待观察（互联网与各类传统金融机构的竞合关系演变具有不确定性）。但相比于联合贷款，数字助贷进一步跨越了“金融杠杆”限制，发展空间更高，同时轻资本、管理型的商业逻辑也更有利于市场估值。

■ 监管博弈：普惠贡献 Vs 资本风险，切中要害的互联网贷款新规影响几何？

我们强调，互联网借贷对普惠金融意义重大，促进消费的蚂蚁花呗、扶持小微的网商贷等都是卓越的产品代表，且目前头部互联网企业的信贷资产质量优异，依靠生态数据的风控能力明显优于商业银行平均水平，这也是监管鼓励产业发展的核心逻辑。但是，金融监管关键词在于“资本”，而互联网借贷以轻资本撬动金融机构的重资本，虽然金融机构“风险自担”，但从监管视角来看，当互联网信贷规模过于庞大时，未来会不会产生潜在的不可控风险？诸如：

- ✓ 如果实际的风控内核由互联网平台掌控，那么中小银行本质上成为单纯的“资金输出方”，却要承担信用风险“兜底”，对银行业的发展是否合意？
- ✓ 如果个别互联网平台规模过于庞大，市场集中度过高，假设未来其自身风控体系或能力出现波动、下滑，或被宏观环境冲击，是否会造成系统性风险？
- ✓ 大量中小金融机构借助互联网借贷实现跨区域放贷，是否削弱银行属地化经营、服务地方经济的能力？

这些风险隐患推动互联网借贷产业进入监管博弈阶段。《商业银行互联网贷款管理暂行办法》既有呵护的意图（从根本上认可了互联网借贷的合规性），也隐含了担忧和明显的管制，主要体现为三大核心：①金融机构是否做到独立风控？②金融机构是否过度集中于和个别互联网巨头合作？③中小金融机构借助互联网异地展业是否妥当？我们判断，互联网借贷产业的监管博弈将长期持续，不会出现“一刀切式限制”，但监管层可能长期通过窗口指引管控风险，落实独立风控、集中度管控、异地展业等核心要求。

■ 产业展望：看好数字微贷模式与头部银行共享零售红利，尾部市场将受到冲击。

我们仍然看好互联网借贷产业，以及产业中以蚂蚁为代表的先进数字微贷技术输出模式。从创收角度，我们判断过去助贷及联合贷模式中中与金融机构分享利差的模式将逐步退出，全面升级为通过微贷科技平台收取技术服务费的模式，短期的输出价值仍然围绕客户（资产）、风控、贷后管理等环节，中长期则向金融科技系统、数据库、云服务等方向延展。产品层面，反复强调未来扎根于真实消费场景的花呗、服务小微企业的网商贷规模将高速增长，而本质为现金贷的借呗业务增速可能趋缓。

不过，我们判断在逐步完善的监管框架内，头部互联网平台贷款规模也很难保持近年来的超高速扩张，主要考虑：①监管层对集中度的管控，实际上2018年10月版本的互联网借贷新规征求意见稿中，监管层就曾提出过严格的量化指标限制规模；②众多金融机构虽然短期内出于对资产的追求，难以摆脱对互联网平台的依赖，但从中长期角度仍然会强化表内自营贷款的能力和规模。此外，我们认为互联网借贷的尾部市场未来发展将困难重重，民间借贷利率新规等政策将明显冲击尾部市场格局（2.3中详细分析）。

对于传统金融机构，我们判断头部零售银行（国有大行、招商银行、平安银行、宁波银行等）仍将持续分享零售金融的发展红利，一方面受益于信用卡、消费贷等产品仍然有广阔的渗透空间，另一方面边际得益于监管层对互联网借贷产业的控制导向。中小金融机构短期内预计依然缺乏优质资产，对互联网平台依赖度难以减弱，但受制于监管要求，通过联合贷款模式扩张的步伐将放缓。参与信保业务的保险公司在经历2019年至今的信用风险冲击后，短期内也将大幅压降信保相关业务规模。

- 风险提示：1) 监管超预期收紧限制产业发展；2) 互联网借贷信用风险加速暴露；3) 互联网巨头持续冲击传统银行市场。

内容目录

1. 产业画像：互联网借贷的产品、市场与商业模式	6
1.1. 主流产品：消费金融=信用卡+消费贷+现金贷	6
1.1.1. 信用卡：生息资产 50%以上+年化利率约 15%	6
1.1.2. 消费贷：蚂蚁花呗领衔，扎根场景向信用卡演变	8
1.1.3. 现金贷：各类机构齐聚的高利润零售信贷产品	8
1.2. 市场蛋糕：消费金融规模 2023 年将达到 24.7 万亿	9
1.2.1. 金融机构表内：以信用卡为核心的主流消费信贷	10
1.2.2. 非金融机构：小额贷款仍有近 9000 亿，P2P 延续消亡	12
1.2.3. 表外资产证券化：信托规模较小，ABS/CLO 高速扩张	13
1.3. 牌照对比：商业银行龙头，消金公司强于小额贷款	14
1.3.1. 商业银行：高杠杆、最低融资成本的一级玩家	16
1.3.2. 消费金融：高杠杆、融资成本适中的二级玩家	17
1.3.3. 小额贷款：低杠杆、高昂融资成本的底层玩家	19
1.4. 商业模式：从自营、ABS、联合贷款向数字助贷升级	20
1.4.1. 阶段一：自营借贷模式——重资本、高利润、风险自担	20
1.4.2. 阶段二：ABS 出表模式——表外放量规避杠杆限制	21
1.4.3. 阶段三：联合贷款模式——拥抱持牌金融机构，输出资产	22
1.4.4. 阶段四：数字助贷模式——数字技术输出成为新名片	22
2. 监管博弈：互联网借贷未来面临怎样的政策风险？	24
2.1. 博弈焦点：互联网借贷的普惠贡献 Vs 资本风险	24
2.1.1. 普惠贡献一：扎根交易场景，促进个人消费	24
2.1.2. 普惠贡献二：互联网企业贷的普惠金融意义重大	24
2.1.3. 普惠贡献三：资产质量卓越，风控输出利好产业	25
2.1.4. 资本风险：高速扩张的互联网借贷隐患在哪里？	26
2.2. 政策热点：切中要害的互联网贷款新规影响几何？	27
2.3. 尾部风险：民间借贷新规冲击互联网借贷格局	28
2.3.1. 高利率产品失去保护，长尾互联网借贷市场供给收缩	28
2.3.2. 持牌金融机构不适用民间借贷新规，但难免潜在影响	29
3. 市场展望：数字微贷与头部银行共享产业红利	30
3.1. 微贷技术输出将成主流模式，但产业规模增速趋缓	30
3.2. 互联网借贷尾部市场将受冲击，格局利好头部集中	31
3.3. 头部银行享受零售金融红利，保险信保业务收缩	31
4. 风险提示	32

图表目录

图 1: 2004/12~2020/06 金融机构居民贷款 (亿元)	11
图 2: 金融机构居民贷款中短期消费贷款以信用卡为主	11
图 3: 2017 年以来信用卡人均持卡数量持续提升	11
图 4: 海外信用卡发达市场的人均持卡数量超过 2 张	11
图 5: 信用卡授信额度提升但卡均信贷余额稳定	12
图 6: 信用卡卡均余额与单季度城镇居民收入已经接近	12
图 7: 中长期消费贷款中的非住房贷款持续增长	12
图 8: 信用卡、住房贷款以外的表内消费贷款近年来合计实现 20% 以上高增速	12
图 9: 2011/03~2020/06 全国小额贷款公司数量减少	13
图 10: 2012/03~2020/06 全国及重庆小额贷款余额	13
图 11: 2017 年以来全国大量 P2P 平台出现经营风险	13
图 12: 2018 年以来全国 P2P 规模及交易额快速萎缩	13
图 13: 2017 年现金贷新规后小额贷款 ABS 快速缩量	14
图 14: 银行间市场 CLO 以信用卡和汽车贷款为主	14
图 15: 2013/03~2020/06 商业银行资本充足率	16
图 16: 商业银行资产负债表权益乘数及 ROE	16
图 17: 2018 年以来网商银行表内贷款规模高增速	25
图 18: 2018 年以来网商银行净利润及 ROE 持续提升	25
图 19: 蚂蚁集团微贷平台的消费信贷资产质量表现与招商银行接近	26
图 20: 蚂蚁集团微贷平台的小微信贷资产质量表现明显好于全国普惠型小微企业不良率	26
图 21: 蚂蚁微贷科技平台信贷余额达到 2.15 万亿元	30
图 22: 蚂蚁微贷科技平台的收入及测算费率	30
图 23: 近年来主要零售银行的个人消费贷款 (不含住房贷款) 持续增长 (单位: 亿元)	32
图 24: 2019 年以来消费金融信用保险业务的综合成本率大幅上升突破 100%	32
表 1: 消费金融产品体系及放贷主体	6
表 2: 商业银行信用卡透支、分期的还款和计息模式	7
表 3: 招商银行信用卡经营数据 (母行口径)	7
表 4: 部分植根于场景的互联网消费贷产品概况	8
表 5: 各类机构的现金贷产品主要模式	9
表 6: 消费金融各子市场的规模测算及未来展望	10
表 7: 主要持牌金融机构分类及数量	15
表 8: 商业银行主要资产类别的 RWA 折算系数 (权重法)	16
表 9: 标杆商业银行 2020H1 计息负债结构及成本率	17
表 10: 全国 27 家消费金融公司经营状况 (单位: 亿元)	17
表 11: 商业银行、消费金融公司与小额贷款公司融资能力对比	18
表 12: 小额贷款公司监管体系	19
表 13: 2012 年重庆市小额贷款公司监管条例及核心内容	19
表 14: 小额贷款公司简易经营模型测算	21
表 15: 2015~2020H1 交易所 ABS 发行金额 TOP10 (单位: 亿元)	21
表 16: 《商业银行互联网贷款管理暂行办法》核心要点	27

表 17: 部分互联网借贷产品的还款模式及利率测算（以 1 万元为例）	28
表 18: 2018 年 10 月版本的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》征求意见稿核心内容	31

1. 产业画像：互联网借贷的产品、市场与商业模式

我们在本章节梳理了消费金融的主要产品和盈利模式，以及互联网借贷各类放贷主体的竞争优势和商业模式。我们看好消费金融市场 2023 年达到 24.7 万亿元，未来三年保持 12%~15% 增速，其中最看好以蚂蚁花呗为代表的场景类消费贷款。

1.1. 主流产品：消费金融=信用卡+消费贷+现金贷

互联网借贷属于消费金融范畴，消费金融是**无抵押、无担保的个人非经营性信贷**，主要三类产品：①信用卡；②消费贷；③现金贷（前几年野蛮发展的 P2P 逐渐消亡）。其中，消费贷和现金贷的差异在于，前者只在消费场景中使用（例如电商购物、线下购车等），而後者的场景属性弱，虽然申请时可供选择的借款用途主要也是装修、旅游等消费性开支，但实际上金融机构很难追踪资金流向（可能流入股市、楼市等）。

如果将借款场景分为线上和线下，可以看到目前三类产品实际上都已经覆盖了线上、线下。其中，消费贷中的蚂蚁花呗、京东白条等具有金融创新特色，因为此类产品虽然底层是小额贷款公司发放的消费贷款，但从用户使用角度却和信用卡类似：①只能在消费场景中使用；②使用后一段时期内无需支付利息，超过免息期后才计息，还可申请分期还款；③还款后额度恢复，可供循环使用。

表 1：消费金融产品体系及放贷主体

产品类别	场景模式	放贷主体	代表产品
信用卡	线上/线下	①商业银行	招商银行、平安银行等
消费贷	线上	互联网平台（底层为①商业银行、②消费金融公司、③信托公司、④小额贷款公司等）	蚂蚁花呗、京东白条、携程“拿去花”等（表 4 详细介绍）
	线下	②消费金融公司；⑤汽车金融公司	汽车金融、旅游/装修等大额消费支出
现金贷	线上	①商业银行；互联网平台（底层为①商业银行、②消费金融公司、③信托公司、④小额贷款公司等）	工商银行“融 e 借”、宁波银行“白领通”、蚂蚁借呗、腾讯微粒贷、360 借条等（表 5 详细介绍）
	线下	①商业银行；②消费金融公司；线下中介机构（底层为各类金融机构）	平安银行“新一贷”、兴业消费金融产品等

数据来源：公开资料汇总，东吴证券研究所整理

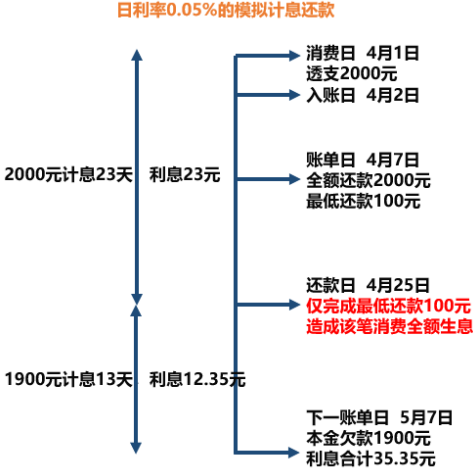
从用户角度，不同消费金融产品的利率定价、使用期限、还款模式有明显差异，对金融机构而言代表不同的盈利模式。

1.1.1. 信用卡：生息资产 50% 以上+年化利率约 15%

信用卡的盈利模式是**利息+手续费**。用户刷卡消费后免息期内（最长约 50 天）无需还款或支付利息，但超过免息期后仍未全额偿还的透支部分：①自然计息，日利率 0.035%~0.05%，按月计复利，可随时还款；②可申请分期还款（3 期、6 期、12 期等），年化利率通常约 15%，每月“等额本息”还款。此外，信用卡还贡献交易手续费，计入商

业银行的手续费净收入，但体量小于利息收入。

表 2：商业银行信用卡透支、分期的还款和计息模式

信用卡透支			信用卡账单分期			
按日计息、按月计复利、随时还款			等额本息（每期金额=本金/期数+本金*手续费率）			
日利率	0.035%	0.050%	分期数	12 期	6 期	3 期
还款日	-10000	-10000	手续费率	0.64%	0.70%	0.88%
日利率0.05%的模拟计息还款 			T0	-10000	-10000	-10000
			T1	897.33	1736.67	3421.33
			T2	897.33	1736.67	3421.33
			T3	897.33	1736.67	3421.33
			T4	897.33	1736.67	
			T5	897.33	1736.67	
			T6	897.33	1736.67	
			T7	897.33		
			T8	897.33		
			T9	897.33		
			T10	897.33		
			T11	897.33		
			T12	897.33		
年化 APR	12.78%	18.25%	年化 IRR	14.80%	15.23%	16.96%

数据来源：商业银行官方网站，东吴证券研究所汇总测算

备注：1）不同银行、不同产品在不同时期的费率不定期更新，本表仅为计算样本；2）央行对信用卡透支部分的日利率设定限制区间为【0.035%~0.05%】。

对于商业银行而言，将自然透支计息与主动申请分期的两类用户分别称为“循环族”和“分期族”，他们是信用卡利息、利润的主要贡献方。信用卡循环与分期余额，合计构成商业银行信用卡贷款的“生息资产”部分。

目前，财务报告中通常不披露信用卡贷款余额的生息资产比例，但根据招商银行财务报告单独披露的信用卡利息收入及贷款余额，再假设信用卡生息资产的平均收益率为15%，可以估算出生息资产比例约57%~60%。

表 3：招商银行信用卡经营数据（母行口径）

单位：亿元	信用卡 贷款余额	信用卡 利息收入	披露：循环 余额占比	估算：生息 资产占比	信用卡 交易额	信用卡 非利息收入	测算：非利 息收入费率
2015/12	3130.56	267.29	24.72%	57%	18195.00	95.98	0.53%
2016/12	4090.15	322.93	23.82%	60%	22748.00	113.19	0.50%
2017/12	4912.38	395.38	21.86%	59%	29699.92	149.13	0.50%
2018/12	5753.65	459.79	23.42%	57%	37938.36	207.22	0.55%
2019/12	6709.92	539.99	22.38%	58%	43486.15	259.89	0.60%
2020/06	6522.32	283.76	23.52%	57%	20356.57	125.96	0.62%

数据来源：招商银行财务报告，东吴证券研究所汇总

备注：估算生息资产占比=当期利息收入/15%/（期初&期末平均信用卡贷款余额）

1.1.2. 消费贷：蚂蚁花呗领衔，扎根场景向信用卡演变

我们所定义的消费贷，本质上介于信用卡和现金贷之间，和信用卡的相同点是只在真实消费交易场景中使用。其中，互联网平台运营的线上消费贷基本等同于信用卡，只是底层的放贷主体不一定只有商业银行，也可能是消费金融公司或小额贷款公司。

目前，最为经典的线上消费贷产品是**蚂蚁花呗**，与信用卡类似，底层放贷主体是蚂蚁旗下的小额贷款公司联合众多合作商业银行，免息期后日利率同样为 0.05%。

我们判断，此类产品兼具普惠金融和消费属性，且用户体验卓越，将是监管长期鼓励的金融创新产品，未来成长空间非常广阔。我们在章节 1.2 中将预测此类产品有望带动消费贷规模未来持续高增长。不过，考虑其对商业银行的信用卡存在替代效应，因此在与银行的合作中会有一定的阻力。

表 4：部分植根于场景的互联网消费贷产品概况

产品名称	使用场景	放贷主体	免息期	利率定价
蚂蚁花呗	绝大部分可使用支付宝付款的消费场景	重庆蚂蚁小微小贷及合作商业银行	最长 40 天	1) 最低还款：未偿还金额日利率 0.05%，日利率等同于信用卡，但综合成本低于信用卡 2) 账单分期：每月手续费率与银行信用卡分期接近
京东白条	京东商城各类产品购物	京东旗下小贷及合作商业银行、消费金融公司等	最长 40 天	1) 最低还款：未偿还金额日利率 0.05%，日利率等同于信用卡，但综合成本低于信用卡 2) 账单分期：每月手续费率均为 1%，高于多数银行信用卡分期
携程拿去花	携程旅行 APP 各类产品服务	尚诚消费金融、重庆趣携小贷等	最长 40 天	1) 最低还款：未偿还金额的日利率 0.05%，日利率等同于信用卡，但综合成本低于信用卡 2) 账单分期：每月手续费率约 0.99%~1.05%，高于多数银行信用卡分期

数据来源：互联网消费贷产品 APP 运营平台，东吴证券研究所汇总

传统的线下消费贷同样植根于交易场景，主要针对购车、旅游、教育等特定的大额、非常规性消费支出，放贷主体主要包括商业银行、消费金融公司、汽车金融公司等。不过，考虑我们的研究框架主要围绕互联网借贷，因此对于基本由商业银行、汽车金融公司提供的低利率汽车金融产品暂时不做详细讨论。

1.1.3. 现金贷：各类机构齐聚的高利润零售信贷产品

我们所定义的现金贷，核心在于个人用户申请成功后直接取得现金，并不强制嵌入消费场景，虽然名义用途也是各类消费，但实际流向难以追踪。近年来，各类放贷机构几乎都提供现金贷，对于银行而言，现金贷是信用卡之后又一深化零售金融的利器；对

于消费金融公司及互联网平台而言，高定价的现金贷利润丰厚。

从利率定价和风控审批角度，不同机构的现金贷业务差异很大，产品种类也非常繁杂，本质上对应着不同的客群层级和风险偏好。

表 5：各类机构的现金贷产品主要模式

机构产品	底层资金	还款方式	利率定价
工商银行“融e借”	表内信贷	先息后本	日利率 0.0121% APR 年利率约 4.52%
宁波银行“白领通”	表内信贷	先息后本、随借随还	年化利率 7.2%，近期八折
平安银行“新一贷”	表内信贷	等额本息为主	月利率 1.1%~1.45%
消费金融公司	表内信贷	等额本息	年化 IRR 可达 24%以上
蚂蚁借呗	重庆蚂蚁商诚小贷及合作商业银行、信托公司等 (自营/联合贷/助贷模式)	先息后本、等额本息 (不同产品存在差异)	日利率 0.015%~0.06% APR 年利率 5.475%~21.9% (日利率 0.04%居多)
腾讯微粒贷	微众银行及合作商业银行 (联合贷模式)	等本还款(按日计息)	日利率 0.02%~0.05% APR 年利率 7.3%~18.25% (日利率 0.05%居多)
百度有钱花	百度旗下小贷、百信银行及合作商业银行 (联合贷模式)	等本还款(按日计息)	日利率 0.04%~0.05% APR 年利率 14.6%~18.25%
360 信用钱包	合作商业银行、信托公司等 (助贷模式)	等额本息(每期包含本息及服务费)	每月综合成本 1.39% IRR 年利率 33.8%
小赢卡贷	合作商业银行、信托公司等 (助贷模式)	首期缴纳信用保险费， 每期等额本息(每期包含本息及服务费)	合计综合成本昂贵 IRR 年利率可能 40%~85%

数据来源：各机构 APP 或官方网站，东吴证券研究所汇总

备注：各类机构的底层资金、利率定价、还款方式可能不定期更新，本表仅不完全梳理主要产品模式

1.2. 市场蛋糕：消费金融规模 2023 年将达到 24.7 万亿

我们定义的消费金融市场，包括：①央行统计口径中，金融机构（表内）短期消费贷款（以信用卡为主），及剔除住房贷款的中长期消费贷款；②未纳入央行统计口径的小额贷款公司贷款及少量 P2P 未偿还余额；③通过资产证券化出表的消费金融资产。

截止 2019 年，我们所定义的消费金融市场规模为 15.78 万亿元，且 2017 年以来快速增长，其中信用卡为龙头市场，规模达到 7.59 万亿元，占总市场规模的 48%。商业银行零售转型、居民加杠杆的趋势在数据中体现得非常明显。

展望未来，我们判断消费金融市场未来三年仍将实现 12%~15% 增速，2023 年市场规模有望达到 24.7 万亿元。

1) 最看好金融机构表内的消费贷款高增长，主要驱动力是蚂蚁花呗等互联网平台

基于真实交易场景发放的消费贷款（底层模式是与金融机构的联合贷款，章节 1.4 详细介绍），当然也包括现金贷。我们预计表内消费贷款市场未来三年将实现 16%~18% 高速增长，2023 年有望达到 10.92 万亿元，规模接近信用卡市场。

2) 传统信用卡市场继续保持 10% 左右增速，驱动力是人均持卡数量的提升，主要推动力是商业银行继续深化零售转型，但一定程度上受到蚂蚁花呗等用户体验更优异的互联网消费贷制约。预计 2023 年规模有望达到 11.52 万亿元。

3) 小额贷款规模继续下降，牌照杠杆约束下，头部互联网企业逐步向联合贷款和数字助贷模式发展，预计 2023 年规模降至 7653 亿元。P2P 继续快速收缩清退，预计 2023 年剩余规模 2717 亿元。

4) 各类放贷主体通过 ABS、CLO 等资产证券化方式转出存量贷款将成为更加常规的操作，预计随着消费金融市场扩张，资产出表比例将提高至 5% 以上。我们预计，2023 年转至表外的消费金融资产证券化规模约 1.26 万亿元，增速达到 20%~30%。

表 6：消费金融各子市场的规模测算及未来展望

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
①信用卡贷款余额	40600	55600	68500	75900	81629	93417	104353	115190
增速		36.9%	23.2%	10.8%	7.5%	14.4%	11.7%	10.4%
人均持卡数量（张）	0.31	0.39	0.49	0.53	0.57	0.65	0.72	0.78
卡均信贷余额（元）	8731	9456	9985	10174	10200	10200	10250	10400
②表内信用卡以外的短期消费贷款+住房贷款以外的中长期消费贷款	30658	40594	51903	63069	67799	80139	94163	109229
增速		32.4%	27.9%	21.5%	7.5%	18.2%	17.5%	16.0%
③小额贷款公司贷款	9273	9799	9550	9109	8562	8134	7809	7653
增速		5.7%	-2.5%	-4.6%	-6.0%	-5.0%	-4.0%	-2.0%
④P2P 待偿还余额	6795	10418	7890	4916	4179	3552	3197	2717
增速		53.3%	-24.3%	-37.7%	-15.0%	-15.0%	-10.0%	-15.0%
⑤通过 ABS、CLO 出表的消费金融资产	1411	5347	3782	4851	6406	8323	10449	12618
增速		279.0%	-29.3%	28.3%	32.0%	29.9%	25.5%	20.8%
合计	88736	121758	141625	157845	168574	193564	219970	247407
合计增速		37.2%	16.3%	11.5%	6.8%	14.8%	13.6%	12.5%

数据来源：中国人民银行，网贷之家，Wind，东吴证券研究所汇总、测算、预测

备注：考虑 ABS、CLO 等资产证券化产品通常由发行机构表内自持 5%，因此以 Wind 统计实际规模的 95% 计算

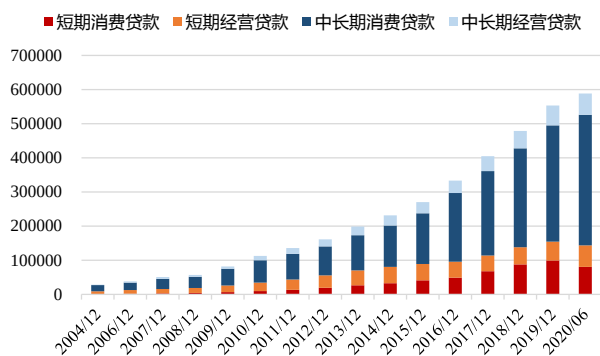
1.2.1. 金融机构表内：以信用卡为核心的主流消费信贷

金融机构表内贷款数据源于央行每月统计的金融机构人民币信贷收支表，2020 年 6 月末，居民贷款规模合计 58.88 万亿元，其中 65% 为中长期消费贷款（主要住房贷款），

另外还包括个人经营性贷款。我们所讨论的消费金融市场，主要是指居民贷款中的短期消费贷款（信用卡为主），以及中长期消费贷款里剔除住房贷款的部分。

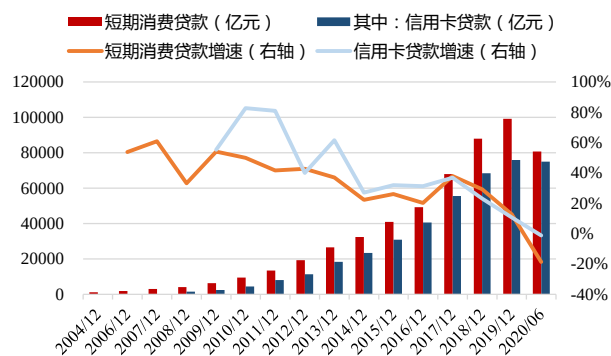
截止 2020 年 6 月末，短期消费贷款规模 8.08 万亿元，结合央行披露的信用卡数据，信用卡贷款余额约 7.5 万亿元。

图 1：2004/12~2020/06 金融机构居民贷款（亿元）



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 2：金融机构居民贷款中短期消费贷款以信用卡为主

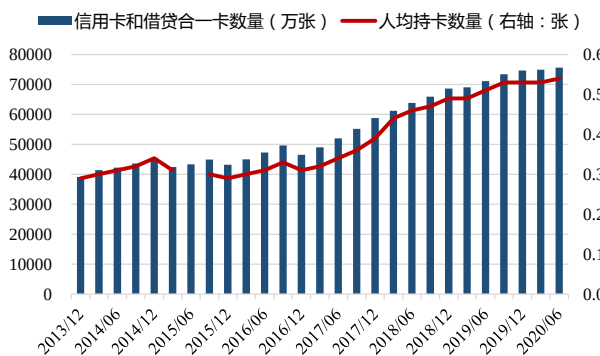


数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

1) 对于商业银行的信用卡市场，我们依然看好其成长空间，中期的成长逻辑在于人均持卡数量继续提升，核心驱动力在于商业银行仍然在深化零售转型，而信用卡是主流的业务抓手。2020 年 6 月末，国内共有 7.56 亿张信用卡，人均持卡 0.54 张，2017 年以来许多银行发力零售业务，从供给端推动了居民信用卡使用率快速提升。

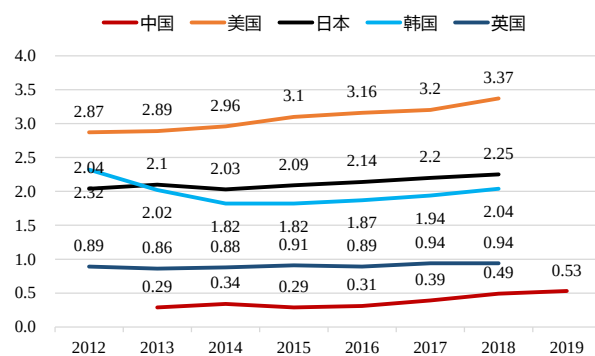
虽然 2019 年下半年以来人均持卡数量的上升放缓（我们判断是因为近年来个人共债风险上行，银行审批更审慎），但如果参考海外市场，同时考虑商业银行对零售业务的持续追逐，我们判断国内信用卡人均持卡数量仍将向 0.8 张迈进。

图 3：2017 年以来信用卡人均持卡数量持续提升



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

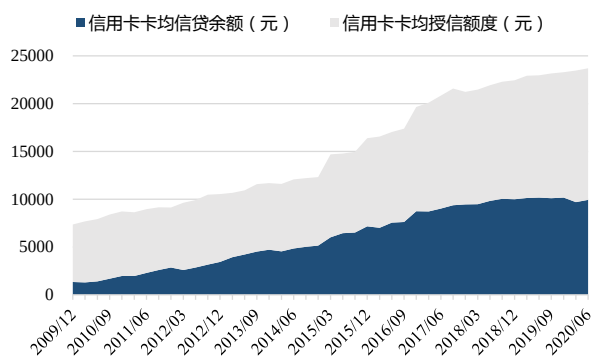
图 4：海外信用卡发达市场的人均持卡数量超过 2 张



数据来源：国际清算银行，中国人民银行，东吴证券研究所

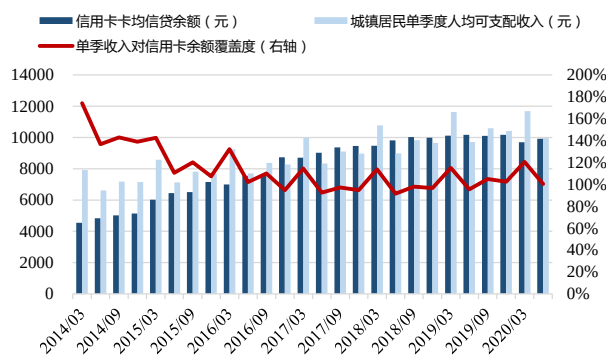
不过，也要考虑到类似蚂蚁花呗等用户体验更卓越、场景属性更强的互联网消费贷产品（类信用卡）对传统信用卡的制约，替代效应非常明显，这可能压制未来卡均信贷余额的提升。因此，我们判断国内信用卡的人均持卡数难以完全对标美国等信用卡发达市场，且中期内卡均信贷余额预计不会再明显提升，保持目前约 1 万元水准。

图 5: 信用卡授信额度提升但卡均信贷余额稳定



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 6: 信用卡卡均余额与单季度城镇居民收入已经接近

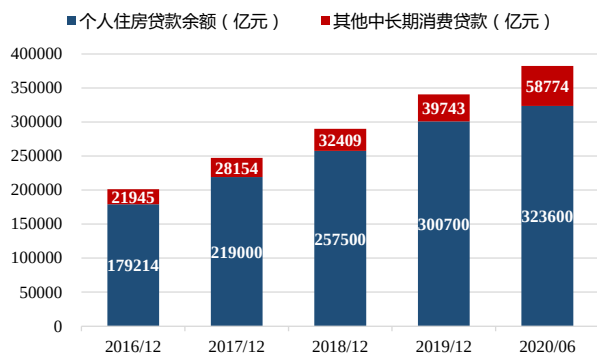


数据来源：中国人民银行，统计局，东吴证券研究所

2) 对于信用卡以外的金融机构表内消费贷款，我们将中长期消费贷款中的住房贷款部分剔除，再加上信用卡以外的短期消费贷款，合计得到总规模。这部分贷款中预计汽车消费贷款是主要品种，但总体上都属于消费金融范畴。

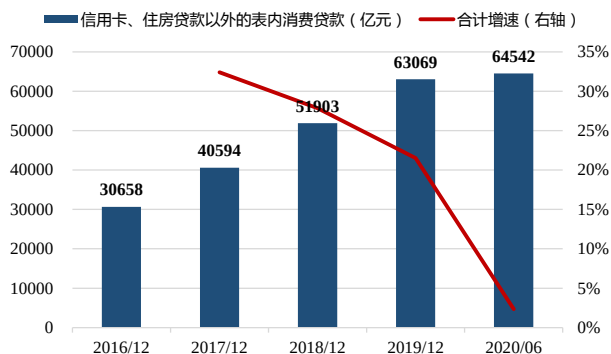
近年来，这部分市场实现 20%~30% 高增速，主要受商业银行零售转型以及互联网平台与金融机构的联合贷款高增长驱动。今年疫情冲击下，上半年增速大幅降低至 2.34%，但随着经济修复，我们认为未来中期仍将保持 16%~18% 高增速，构成信用卡以外的第二类主要消费金融市场。

图 7: 中长期消费贷款中的非住房贷款持续增长



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 8: 信用卡、住房贷款以外的表内消费贷款近年来合计实现 20% 以上高增速



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

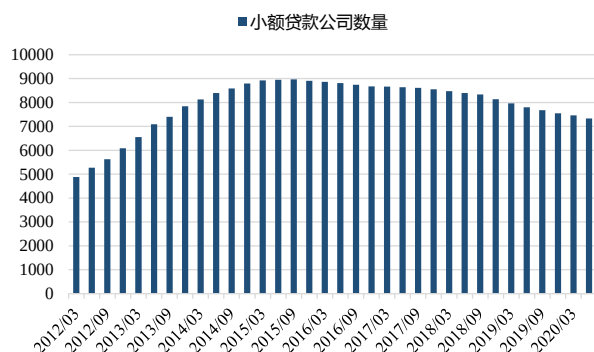
1.2.2. 非金融机构：小额贷款仍有近 9000 亿，P2P 延续消亡

小额贷款公司由地方金融办监管，**不属于持牌金融机构**，机构数量繁多且监管规则适用各地方单独发布的政策。目前，央行每季度单独统计发布各省市的小额贷款公司机构数量和贷款余额，截止 2020 年 6 月末，全国共有 7333 家小额贷款公司，贷款余额合计 8841.25 亿元。

全国各省市中，我们重点关注重庆的小额贷款产业，因为蚂蚁集团旗下的蚂蚁小微小贷（对应花呗）、蚂蚁商诚小贷（对应借呗），以及互联网巨头京东、百度旗下的小额

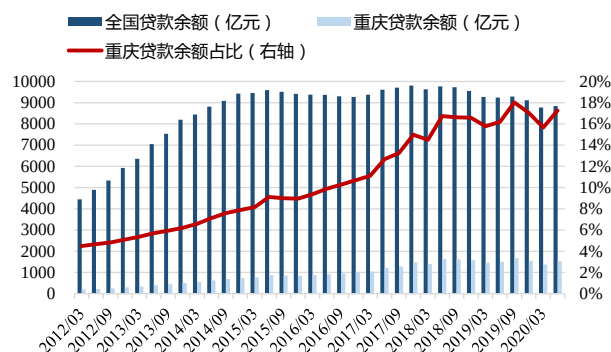
贷款公司都设立在重庆。重庆是我国小额贷款产业龙头，贷款余额达到 1526.53 亿元，在全国的市占率高达 17%~18%。

图 9：2011/03~2020/06 全国小额贷款公司数量减少



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 10：2012/03~2020/06 全国及重庆小额贷款余额

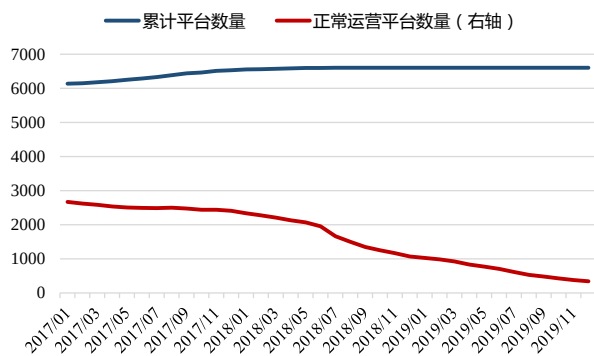


数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

P2P 经过近年来持续整顿后逐步走向消亡。根据网贷之家统计，目前国内仍正常运营的 P2P 平台仅剩 344 家，待偿还余额已快速降低至 4916 亿元。按照 2019 年 75 号文要求，P2P 应逐步向小额贷款公司转型（符合要求的机构将获得小额贷款资质），或者单纯为具备放贷资质的机构引流、服务，但不得再吸收公众资金。我们判断，绝大部分 P2P 机构将逐步退出市场，少部分转型为区域性小额贷款公司。

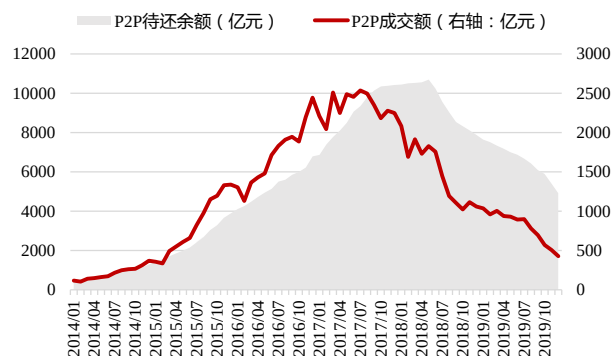
对于 P2P 市场的需求，我们认为这部分客群本质上属于民间借贷客群，对应互联网借贷产业的尾部市场，判断未来少部分客户会流向金融机构或头部互联网借贷市场，但考虑客户资质问题，预计对市场的总量影响有限。

图 11：2017 年以来全国大量 P2P 平台出现经营风险



数据来源：网贷之家，东吴证券研究所

图 12：2018 年以来全国 P2P 规模及交易额快速萎缩



数据来源：网贷之家，东吴证券研究所

1.2.3. 表外资产证券化：信托规模较小，ABS/CLO 高速扩张

信托公司作为拥有放贷资质的金融机构，参与消费金融及互联网借贷的模式主要包括通过信托贷款为消费金融公司或小额贷款公司提供融资（间接参与）、发行以消费金融为底层资产的信托计划（直接参与）、作为管理人（通道业务）参与互联网借贷主体发行的 CLO、ABN 等。

对于间接参与的市场规模，已经反映在实际放贷主体的统计口径中，信托公司并不直接对接底层用户，本质上还是传统的企业融资业务。对于直接参与的消费金融信托贷款业务，信托业的统计中没有明细，不过预计总规模有限，消费金融对信托机构而言属于创新业务，目前资金信托主要投向仍然是工商企业、基础产业、房地产等。

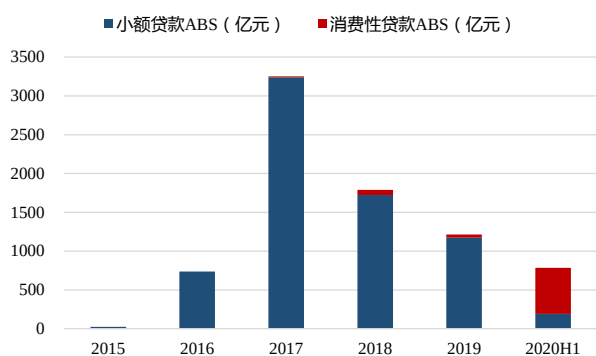
对于最近几年蓬勃发展的消费金融资产证券化，互联网借贷对该业务的崛起贡献显著，我们根据发行模式的不同将此类业务分类三类：

①证监会主管的交易所企业ABS市场：信托公司或小额贷款公司作为原始权益人，将表内的消费金融资产（互联网借贷产品为主）通过发行ABS出表，基础资产的分类通常为小额贷款、消费性贷款，也有部分产品分类为应收账款（例如京东白条等）。这部分市场中，蚂蚁花呗的底层主体“重庆蚂蚁小微小贷公司”是规模龙头，2018、2019年发行规模分别达到1169、1053亿元。

②银保监会主管的银行间市场信贷资产证券化（CLO）：持牌金融机构（银行、消费金融公司和汽车金融公司）通过发行CLO实现表内消费金融信贷资产出表，基础资产类型包括信用卡贷款、消费性贷款、汽车贷款。

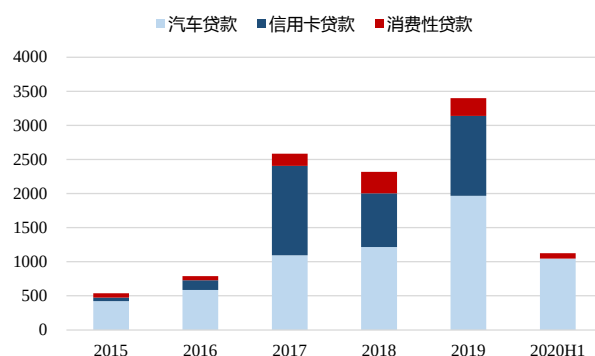
③交易商协会创新的资产支持票据（ABN）市场：信托公司、小额贷款公司、保理公司等发行ABN出表，基础资产的分类通常为消费性贷款及部分应收账款，不过ABN发行规模相对较小。

图 13：2017 年现金贷新规后小额贷款 ABS 快速缩量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：银行间市场 CLO 以信用卡和汽车贷款为主



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截止 2020 年 9 月 10 日，消费金融相关的 ABS、CLO 存量规模分别为 2522、2813 亿元。随着未来消费金融市场规模的扩大，我们判断通过资产证券化出表将成为放贷机构的常规操作。预计出表的资产比例将持续提升至 5% 以上，预计 2023 年消费金融资产证券化出表规模有望达到 1.26 万亿元。

1.3. 牌照对比：商业银行龙头，消金公司强于小额贷款

如表 1 总结，消费金融及互联网借贷的放贷主体主要包括：①商业银行、②消费金

融公司、③信托公司、④小额贷款公司、⑤汽车金融公司。

具体对应到互联网借贷主要玩家，可以看到蚂蚁集团旗下的放贷主体主要为重庆两家小额贷款公司，而腾讯微粒贷的放贷主体则是民营银行——微众银行。不过，蚂蚁集团实际上也拥有民营银行牌照——网商银行，但网商银行自成立以来定位服务普惠小微企业，因此并没有参与到消费金融的互联网借贷市场。此外，百度旗下放贷主体丰富，同时拥有小额贷款公司、参股百信银行（本轮增资后持股约 31%）、参股哈银消费金融公司（作为第二大股东持股 30%），京东旗下则只有小额贷款公司。

不同的放贷主体适用不同的监管框架，因此竞争优势差距显著。如何对比互联网借贷产业中各类放贷主体？

传统金融行业的监管体系，关键词在于“资本”，即“有多厚的资本金，做多大的生意规模”，资本是金融机构抵御风险的安全垫，监管用资本来管控杠杆。因此，对于不同的放贷主体，资本的“加杠杆”空间，以及“加杠杆”过程中的融资能力、融资成本、融资便利性等问题，是对比各类机构的核心框架。

从结论上来看：

1) 商业银行、消费金融公司（包括汽车金融公司）、信托公司属于持牌金融机构，受银保监会监管；而小额贷款公司不属于持牌金融机构，由各地方金融办管理。

2) 商业银行、消费金融公司作为持牌金融机构，杠杆比例上限很高，同时融资方式更多、融资成本很低；而小额贷款公司杠杆比例很低，融资成本也比较高。

表 7：主要持牌金融机构分类及数量

银行业金融机构（合计 4607 家）			
开发性金融机构	1	民营银行	18
政策性银行	2	消费金融公司	24
国有大型商业银行	6	金融租赁公司	70
股份制商业银行	12	信托公司	68
城市商业银行	134	企业集团财务公司	258
农村商业银行	1478	金融资产管理公司	4
村镇银行	1630	贷款公司	13
农村信用社	722	住房储蓄银行	1
农村合作银行	28	汽车金融公司	25
农村资金互助社	44	货币经纪公司	5
外资法人银行	41	其他金融机构	23
保险业金融机构（合计 240 家）			
保险集团（控股）公司	14	再保险公司	12
财险公司	88	资产管理公司	26
出口信用保险公司	1	外资保险公司分公司	5
健康险公司	7	外资保险公司支公司	2
寿险公司	74	其他	3

养老保险公司	8		
证券期货业金融机构（合计 411 家）			
证券公司	133	期货公司	149
基金管理公司	129		

数据来源：银保监会，证监会，东吴证券研究所汇总

1.3.1. 商业银行：高杠杆、最低融资成本的一级玩家

商业银行的资本监管核心工具是“**资本充足率**”，国际上由巴塞尔协议制定规则，国内根据银保监会 2012 年发布的《商业银行资本管理办法（试行）》考核。商业银行资本管理体系是：①将资本划分为核心一级资本、一级资本、普通资本三个递进层级；②将商业银行表内、表外不同类型的资产分别按照一定系数比例折算为 RWA（风险加权资产）；③资本充足率=各层级资本/RWA，要求普通资本、一级资本、核心一级资本充足率分别不得低于 10.5%、8.5%、7.5%。

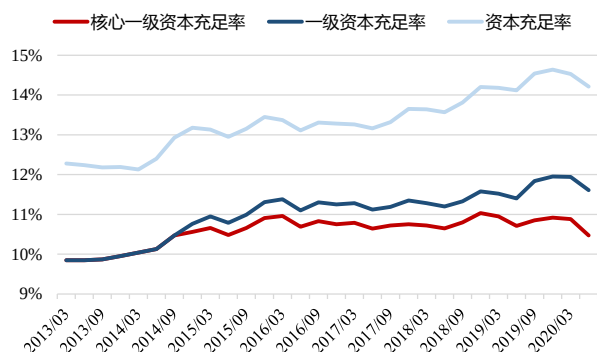
表 8：商业银行主要资产类别的 RWA 折算系数（权重法）

资产类别	权重系数	资产类别	权重系数
中央政府及央行债权	0%	其它个人贷款	75%
政策性银行债权	0%	小微企业债权	75%
财政公共部门及省级政府的实体债权	20%	其它金融机构或一般企业债权	100%
其它商业银行债权	25%	金融机构股权投资	250%
按揭贷款	50%	工商企业一般股权投资或非自用不动产	1250%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

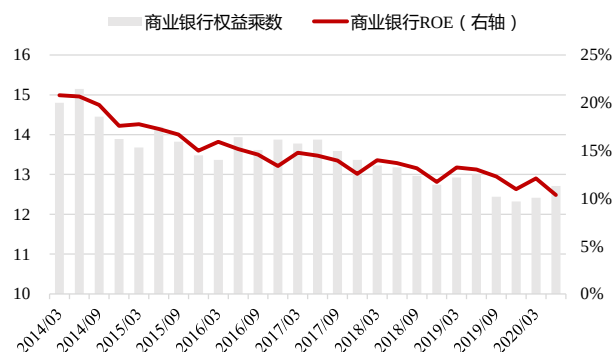
1) 从杠杆角度，商业银行表内、表外合计的风险加权资产 RWA 最高能达到普通资本的 9.5 倍，考虑不同加权系数，实际上资产负债表的权益乘数通常达到 12~14 倍。较高的杠杆倍数为商业银行带来高 ROE 回报，不过近年来在巴塞尔协议 III 约束下，商业银行杠杆倍数趋势性走低，对资本的需求更旺盛，因此 ROE 也持续走低。

图 15：2013/03~2020/06 商业银行资本充足率



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图 16：商业银行资产负债表权益乘数及 ROE



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2) 从融资能力角度，商业银行（及信用社）是唯一有资质吸收公众存款的金融机构，即所谓的“存款类金融机构”，而公众存款基本是金融体系中成本最低的融资方式

(尤其活期存款)。我们看到,主流商业银行负债结构中,存款占比通常达到 70%~85%,头部银行的存款付息率通常在 1.6%附近(与活期存款占比相关)。此外,商业银行拥有最强的信用背书,因此在金融体系中的各类融资方式成本都更低(同业负债、发债等),头部商业银行的综合负债成本目前低于 2%,融资优势远超其他放贷主体。

表 9: 标杆商业银行 2020H1 计息负债结构及成本率

计息负债	平均金额(亿元)	占比	计息成本率
工商银行			
存款	218,812.54	83.57%	1.63%
同业和其他金融机构存拆放款项	32,842.37	12.54%	1.82%
已发行债务证券	10,184.14	3.89%	3.21%
合计	261,839.05	100.00%	1.71%
招商银行			
存款	52,461.37	75.17%	1.61%
同业和其他金融机构存拆放款项	8,892.74	12.74%	1.68%
应付债券	5,250.46	7.52%	3.28%
向中央银行借款	3,028.86	4.34%	3.04%
租赁负债	155.28	0.22%	4.07%
合计	69,789	100.00%	1.81%

数据来源: 商业银行财务报告, 东吴证券研究所

1.3.2. 消费金融: 高杠杆、融资成本适中的二级玩家

我们认为消费金融公司竞争优势弱于商业银行、但明显强于小额贷款公司, 因为杠杆高、融资成本相对低。消费金融牌照审批严格, 目前全国只有 27 家, 且第一大股东多为商业银行, 很多消费金融公司本质上是商业银行体系内的消费金融专业平台。主要互联网企业中, 目前只有百度、携程参股消费金融牌照, 分别作为第二大股东持有哈尔滨银消费金融公司 30% 股权、上海尚诚消费金融公司 37.5% 股权。

表 10: 全国 27 家消费金融公司经营状况(单位: 亿元)

消费金融公司	注册资本	第一大股东及持股比例	总资产	净资产	净利润
北银消费金融	8.50	北京银行 35.29%	63.69		0.42
四川锦程消费金融	4.20	成都银行 38.86%	73.43	10.26	1.66
中银消费金融	15.14	中国银行 42.80%	312.17	80.42	6.59
捷信消费金融	70.00	Home Credit N.V. 100.00%	1045.36	113.09	11.40
兴业消费金融	19.00	兴业银行 66.00%	373.52	35.58	10.31
海尔消费金融	10.00	海尔集团+海尔财务 49.00%	102.90		2.05
招联消费金融	38.69	招商银行+招商永隆 50.00%	926.97	93.60	14.66
湖北消费金融	9.40	湖北银行 31.91%	88.61		1.11
苏宁消费金融	6.00	苏宁易购集团 49.00%	38.50		0.10
马上消费金融	40.00	重庆百货 30.00%	548.15		8.53
中邮消费金融	30.00	邮政储蓄银行 70.50%	306.54	34.34	3.49

杭银消费金融	12.60	杭州银行	41.67%	156.71		1.15
华融消费金融	9.00	中国华融	55.00%	51.08		-2.63
晋商消费金融	5.00	晋商银行	40.00%	65.17		0.52
盛银消费金融	3.00	盛京银行	60.00%	33.53		0.68
陕西长银消费金融	10.50	长安银行	51.00%	122.62		3.56
包头市包银消费金融	5.00	包商银行	44.16%			
河南中原消费金融	20.00	中原银行	49.25%			
湖南长银五八消费金融	9.00	长沙银行	51.00%	103.81	9.88	2.10
哈尔滨哈银消费金融	15.00	哈尔滨银行	53.00%	73.88		1.07
河北幸福消费金融	6.37	张家口银行	47.10%	72.28	6.37	0.50
上海尚诚消费金融	10.00	上海银行	38.00%	125.47	10.68	0.61
厦门金美信消费金融	5.00	中国信托商业银行	34.00%			0.26
中信消费金融	3.00	中信公司+中信信托	70.00%	27.51		-0.64
小米消费金融	15.00	小米通讯	50.00%			
平安消费金融	50.00	平安系	100.00%			
北京阳光消费金融	10.00	光大银行	60.00%			

数据来源：各消费金融公司官方网站，东吴证券研究所汇总

1) 从杠杆角度，消费金融公司的资本监管完全等同于商业银行，共同适用银保监会 2012 年发布的《商业银行资本管理办法（试行）》。因此，消费金融公司理论上资本的杠杆也能达到 10~13 倍，只是业务规模不一定能做到，从财务数据来看不少消费金融公司资产负债表的权益乘数约 7~11 倍。

2) 从融资能力角度，作为持牌金融机构，消费金融公司的融资方式明显比小额贷款公司更加优越，但由于不能吸收公众存款，因此依然明显弱于银行。具体来看：

根据 2013 年《消费金融公司试点管理办法》，消费金融公司可以通过**股东存款、同业拆借、发行金融债**等成本适中的融资方式获取负债，融资成本跟评级也相关。

小额贷款公司则只能通过**股东借款、银行业金融机构融资和资产转让回购、小额贷款公司同业借款**等高成本方式融资，综合融资成本通常超过 6%。

表 11：商业银行、消费金融公司与小额贷款公司融资能力对比

商业银行		消费金融公司		小额贷款公司	
融资方式	融资成本	融资方式	融资成本	融资方式	融资成本
存款	1.5%~2.5%	股东存款	4.0%~6.5%	股东定向借款	5.0%+
同业拆借	1.5%~3.0%	同业拆借	3.0%~5.0%	金融机构融资	6.0%+
债券融资	3.0%~4.5%	金融债	3.5%~6.5%	小贷同业借款	6.0%~9.0%
央行借款	2.0%~3.0%				
综合融资成本	1.5%~2.5%	综合融资成本	4.0%~6.0%	综合融资成本	6.0%~9.0%

数据来源：东吴证券研究所汇总

备注：不同资质的金融机构融资成本存在差异，同时受市场利率环境影响，本表仅列式中性假设下主要融资工具的普遍定价水平，仅供参考

1.3.3. 小额贷款：低杠杆、高昂融资成本的底层玩家

前文提到，小额贷款公司并不属于持牌金融机构，自 2008 年启动试点以来便一直由各地方金融办管理，因此杠杆限制严格、融资能力弱。根据央行披露数据，全国小额贷款公司的贷款余额仅略高于注册资本，也可以看出小额贷款公司杠杆比例低。

表 12：小额贷款公司监管体系

时间	政策稳健	政策要点
2008 年	关于小额贷款公司试点的指导意见	小额贷款基础性监管框架
2017/11	关于立即暂停批设网络小贷公司的通知	不得新批网络小贷公司或新批小贷公司跨省展业
2017/12	关于规范整顿“现金贷”业务的通知	小贷公司以信贷资产转让、资产证券化等融入资金应与表内融资合并后计算杠杆水平
2019/01	关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见（75 号文）	提出引导部分网贷机构（P2P）转型小贷公司、助贷机构或只为持牌金融机构导流，转型后资金来源不再是公众，同时杠杆受限制。
2019/11	关于网络借贷信息中介机构转型为小额贷款公司试点的指导意见（整治办函【2019】83 号）	明确 P2P 转型路径及方案，可选择转型为单一省级区域经营的小贷公司（注册资本 5000 万）或全国经营型小贷公司（注册资本 10 亿）
2020 年	各省市为支持复工复产，适度临时性放款小额贷款杠杆的监管限制	河南融资余额上限放宽至净资产的 3x 深圳/广东/山东融资余额上限适度放宽至净资产的 5x

数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

1) 杠杆比例：由于各地方的小额贷款公司监管规则存在差异，我们以重庆作为研究样本。根据重庆市 2012 年发布的一套小额贷款公司监管规则，包括银行业金融机构融资、资产转让回购、主要股东定向借款、小额贷款公司同业借款几项方式获取的融资金额不得超过资本净额的 2.3 倍，意味着重庆小额贷款公司权益乘数上限为 3.3 倍。

表 13：2012 年重庆市小额贷款公司监管条例及核心内容

政策稳健	政策要点
重庆市小额贷款公司融资监管暂行办法	1) 融资方式包括：①从银行业金融机构融资；②通过金融资产交易平台（包括银行机构、信托机构、资产管理公司、专门从事金融资产交易的机构等）开展回购方式的资产转让业务；③向主要股东定向借款；④小额贷款公司的同业资金借款；⑤经批准的其他融资方式。 2) 融资比例限制：①银行业金融机构融资和回购方式开办资产转让业务的，两项融资余额之和不得超过资本净额的 100%；②主要股东定向借款的融资余额不得超过资本净额的 100%；③同业资金借款的融资余额不得超过资本净额的 30%。
重庆市小额贷款公司主要股东定向借款操作细则	1) 主要股东是指持股比例 5%以上的法人股东或持股比例 10%以上的自然人股东。 2) 借款利率参照同期银行贷款利率，最高不得超过同期同档次贷款基准利率的两倍。
重庆市小额贷款公司同业借款操作细则	1) 规则适用于本市范围内小额贷款公司之间的同业资金借款业务。 2) 原则上同业借款期限不得超过 6 个月，借款利率参照同期“上海银行间同业拆放利率”为基准加点确定。

数据来源：重庆市金融工作办公室，东吴证券研究所汇总

需要特别注意的是：

①参考商业银行监管体系，“资本净额”并不只是注册资本，而是类似于经调整净资产的概念，因此持续经营并积累利润的公司资本净额会明显高于注册资本。

②2016~2017 年，蚂蚁集团旗下两家小额贷款公司大规模发行 ABS 将表内贷款的主要部分转出至表外金融机构（自持次级部分），本质上相当于通过表外融资绕过 3.3 倍杠杆比例的限制。由于蚂蚁集团的贷款业务资质优异，因此转出表外的优先级收益率都较低（通常 4%~5%），相当于低成本融资。不过，随着贷款规模增长，ABS 发行量加速扩大（2017 年成为交易所 ABS 龙头），监管层也注意到这种“规避杠杆限制”模式。因此，2017 年《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》明确“小额贷款公司通过信贷资产转让、资产证券化等融入资金应与表内融资合并后计算杠杆水平”。自此，小额贷款公司通过 ABS 实现“表内转表外、规避杠杆限制”的路径被限制，牌照劣势再次显现。

2) 融资能力：可以看到，小额贷款公司可行的融资方式大多是非标准化融资，资金价格肯定高于在银行间市场运行的消费金融公司（表 11），而且融资动作要持续向地方金融办报备，综合融资成本显著高于持牌金融机构。

1.4. 商业模式：从自营、ABS、联合贷款向数字助贷升级

互联网借贷 2015 年以来陆续借助互联网金融崛起、P2P 野蛮生长、居民加杠杆、商业银行加速零售转型等不同的时代及产业机遇，实现高速增长。如果我们将发展历程中非常混乱、不规范的 P2P 业务剔除，可以将正规的互联网借贷商业模式分为四个阶段：自营贷款、ABS 出表、联合贷模式、技术输出为核心的数字助贷模式。

在四个阶段中，蚂蚁集团等互联网巨头都是典型代表，引领商业模式迭代创新，与监管机构共同推动了产业发展，这也是我们提出关键词——**监管博弈**的底层逻辑。

1.4.1. 阶段一：自营借贷模式——重资本、高利润、风险自担

自营借贷模式是蚂蚁花呗、借呗业务早期的商业模式，基本类似于商业银行或消费金融公司的表内零售信贷业务，互联网企业依托旗下的小额贷款资质或消费金融牌照**放贷款赚取利差**。

我们以最简易的模型测算，如果以 100 亿资本启动，自营模式理论营业利润可达到接近 16 亿元，ROE 达到 15%以上。虽然在资产质量可控、具备足够流量基础的假设下，小额贷款公司 ROE 可以超过普通商业银行，但受制于杠杆限制，规模无法扩张。此外，这种模式与传统银行的重资本模式一致，风险自担，长此以往也不利于估值。

表 14：小额贷款公司简易经营模型测算

单位：亿元	金额	备注
资本净额	100	假设启动资本 100 亿元
融资余额	230	假设按（重庆）监管杠杆上限融资
贷款余额	297	假设 90%资产配置于零售贷款
资产利率	16%	假设客户平均年化利率为 16%
负债成本	6%	高于商业银行，中性假设 6%
利息净收入	33.72	贷款余额*资产利率-融资余额*负债成本
信用成本	9.50	考虑客户资质弱于商业银行，中性假设信贷成本 3.2%
业务管理费等	8.43	考虑小贷公司运营范围较小，成本收入比明显低于商业银行，假设 20%
营业利润	15.79	
ROE	15.79%	ROE 高于商业银行平均水平

数据来源：东吴证券研究所测算

1.4.2. 阶段二：ABS 出表模式——表外放量规避杠杆限制

前文已述，小额贷款公司通过 ABS 出表是蚂蚁集团等互联网巨头 2016~2017 年规避监管对表内杠杆限制所采取的创新措施，同时也构成一种更便捷、成本更可控的融资方式（相对标准化）。追溯蚂蚁集团发行的消费金融 ABS，优先级收益率通常 4%~5%，次级部分自持，持有 ABS 优先级的金融机构相当于间接投资了消费信贷类资产，虽然收益率比较低，但资产质量安全性相对有保障。

2016~2017 年，蚂蚁集团在很短的时间内便成为 ABS 发行龙头，全年蚂蚁花呗（底层蚂蚁小微小贷）和借呗（底层蚂蚁商诚小贷）分别发行 1656、1434 亿元交易所 ABS，大幅超过其他金融机构。不过，2017 年末出台的“现金贷新规”封堵了通过表外 ABS 规避杠杆的路径。此外，目前交易所也不鼓励底层为现金贷资产的蚂蚁借呗发行 ABS 出表，上半年蚂蚁花呗尚且发行 150 亿元，但借呗的发行量并未进入前十。

表 15：2015~2020H1 交易所 ABS 发行金额 TOP10（单位：亿元）

2015		2016		2017	
发行人	金额	发行人	金额	发行人	金额
恒丰银行	66.77	蚂蚁小微小贷	375.00	蚂蚁商诚小贷	1656.41
蚂蚁商诚小贷	60.00	远东租赁	201.15	蚂蚁小微小贷	1434.00
民生银行	59.41	蚂蚁商诚小贷	185.00	兴业银行	356.50
远东租赁	58.17	华能信托	147.35	恒丰银行	250.18
云南城建	58.00	商融商业保理	102.80	渤海国际信托	250.08
远东租赁	50.00	京东世纪贸易	101.00	前海一方恒融保理	222.99
汇通信诚租赁	49.75	平安租赁	99.49	前海一方商业保理	199.60
陕西交通建设集团	46.30	民生银行	96.91	京东世纪贸易	170.00
金美融资租赁	45.00	国元信托	95.38	远东租赁	138.92
广州快速交通建设	44.00	增城市碧桂园物业	93.30	申万宏源证券	105.50

合计	537.40	合计	1497.38	合计	4784.16
2018		2019		2020H1	
发行人	金额	发行人	金额	发行人	金额
蚂蚁小微小贷	1169.00	蚂蚁小微小贷	1053.00	中国信达	299.90
蚂蚁商诚小贷	555.00	中国信达	655.74	前海联捷商业保理	276.35
中国信达	549.90	前海联捷商业保理	484.67	华能信托	262.72
前海一方商业保理	354.95	前海一方商业保理	383.63	东方资产	189.29
前海联捷商业保理	248.54	柏霖汇商业保理	321.17	前海一方恒融保理	169.56
东方资产	231.17	前海一方恒融保理	314.19	京东世纪贸易	160.00
前海一方恒融保理	210.00	平安租赁	297.43	蚂蚁小微小贷	150.00
浦发银行	199.87	远东租赁	232.57	前海联易融保理	138.29
京东世纪贸易	155.00	金光纸业	228.10	前海一方商业保理	127.13
厦门国际银行	132.66	京东世纪贸易	185.00	柏霖汇商业保理	117.88
合计	3806.10	合计	4155.50	合计	1891.12

数据来源：Wind，东吴证券研究所汇总

1.4.3. 阶段三：联合贷款模式——拥抱持牌金融机构，输出资产

ABS 出表模式受到限制后，互联网巨头发挥创新能力，互联网借贷的联合贷款模式应运而生。联合贷款由互联网平台和持牌金融机构按一定比例联合出资，出资比例的理论范畴可能从 1%:99%至 50%:50%不等（腾讯微粒贷以 20%:80%模式居多）。联合贷款模式有两大优越性：

①理论上跨过了“金融杠杆”限制，因为金融机构的出资由金融机构自行负责，互联网企业不提供任何“兜底”。但由于掌握着流量、底层客户信息，在风控环节拥有绝对话语权，因此成为核心的资产输出方，可以分享远高于出资比例的利润。

②近年来中小金融机构本身面临“优质资产荒”，因此与互联网流量巨头的合作意愿非常强烈。我国目前有 4607 家银行业金融机构，对于蚂蚁集团、腾讯等兼具数字风控能力和流量源泉的互联网巨头，实践中有足够多的潜在合作金融机构来创设资产。

但是，正因为上述模式优越性，也带来了监管风险，2018 年四季度监管层已经针对联合贷款下发了新规征求意见稿，首版新规的要求非常严苛。2020 年 7 月，监管层正式出台了对互联网借贷产业影响深远的《商业银行互联网贷款新规》。

联合贷款模式跨越金融杠杆限制后，隐含哪些潜在风险？互联网巨头与监管层的博弈会如何发展？我们将重点在章节 2.1、2.2 中分析。

1.4.4. 阶段四：数字助贷模式——数字技术输出成为新名片

实际上，传统助贷（引流）模式的兴起是早于联合贷款模式的，本质上都是互联网

平台与金融机构的合作放贷，所以可以认为联合贷款是助贷模式的一种演变。我们梳理认为，当前互联网借贷产业中，蚂蚁集团所运用的数字助贷模式是产业中最先进的商业模式，而目前很多互联网平台所运用的传统助贷模式也有一定的生存空间。

1) 以蚂蚁集团为代表的数字助贷模式

数字助贷模式的核心是蚂蚁集团输出并管理资产，赚取“技术服务费”。

①基础的数字助贷模式：贷款需求被激活的客户经过蚂蚁集团的风控筛选，再进入金融机构的内部风控体系，通过审批则拿到贷款。贷款资金大部分由金融机构出资，蚂蚁集团少量出资，但自有资金的收益已经不是核心。同时，蚂蚁集团需要负责客户的引流、筛选、实时监测、催收等管理环节，但并不对金融机构资金的信用风险“兜底”。

②未来更高层级的数字助贷模式：蚂蚁集团在输出并管理资产的基础上，进一步输出金融科技（主要针对中小金融机构），诸如金融云、更先进的数据库、借贷管理系统等产品及服务，以 SaaS 模式将广大中小金融机构纳入服务体系。未来，这一商业模式的成熟形态是构建互联网借贷产业的基础设施（而不再是共同放贷机构），即所谓的微贷科技平台，广大中小金融机构则成为平台上的 B 端用户。不过，中期内该模式的发展仍有待观察，毕竟当前阶段中小金融机构的核心需求仍是资产，而大型金融机构（国有大行、股份行等）则有充足的诉求、资本、能力来自行打造金融科技体系。

但必须强调，数字助贷模式相比于联合贷款，更进一步跨越了“金融杠杆”的限制，发展空间更高，同时轻资本、管理型的商业逻辑也更有利于市场估值。

2) 其他互联网企业运用的引流助贷模式

相比之下，360 信用钱包、小盈科技等其他互联网平台所运用的助贷模式更传统，核心职能围绕“引流”，叠加部分“风控输出”。不过，这些互联网科技平台与金融机构合作的助贷或联合贷模式中，客群更为下沉、利率也更高（表 5 梳理），通常会在高昂的利率定价中引入担保公司或保险公司来共同“兜底”信用风险。本质上，我们认为这一类助贷模式属于互联网借贷产业的“尾部市场”。

对于这一类助贷模式，很多经营风格相对激进的中小银行业金融机构存在合作的意愿，因为单个资产的利润足够厚，同时存在保险或担保机构“兜底”。不过，对于这一类市场我们并不看好其发展前景，后续在 2.3 章节中会有所分析。

2. 监管博弈：互联网借贷未来面临怎样的政策风险？

我们强调互联网借贷对普惠金融意义重大，促进消费的蚂蚁花呗、扶持小微的网商贷等都是卓越的产品代表，这也是监管层鼓励产业发展的核心逻辑。但无论联合贷款还是助贷模式，规模过于庞大时的潜在风险是无法忽视的，监管博弈将长期持续。

2.1. 博弈焦点：互联网借贷的普惠贡献 Vs 资本风险

我们在研究框架开篇明确提出，未来制约互联网借贷发展的核心在于监管风险，而监管博弈是研究互联网借贷产业的核心。

从结论上，我们明确认为未来互联网企业与金融监管机构的政策博弈将长期持续，而“明确鼓励”或“一刀切式限制”两种情形的概率都非常低，头部互联网企业将在监管博弈中继续切分消费金融市场，尾部机构则将被逐步挤出市场。

围绕这一判断，我们暂时搁置互联网借贷产业的潜在风险，先梳理互联网借贷对普惠金融带来的卓越贡献，因为这是监管层呵护、规范化互联网借贷产业的核心原因，也是互联网借贷明确区分于 P2P 的关键点。

2.1.1. 普惠贡献一：扎根交易场景，促进个人消费

从表 1 可以看出，目前大部分线上的互联网消费贷产品，都非常牢固地扎根于真实消费场景，蚂蚁花呗、京东白条、携程拿去花等产品都与电商交易场景完全捆绑，尤其蚂蚁花呗的适用范围已突破了电商，向线下全面渗透。

从用户体验角度，此类消费贷产品已经全面向信用卡演变，实质上成为用户体验更优异的信用卡。前文也讨论到，目前我国信用卡的人均持卡数仍然比较低，未来仍有很高的提升空间，而开通、使用更便利的互联网信用卡无疑将增速更高。

从国内宏观经济角度，后疫情时代，高层反复强调以国内大循环为主的双循环发展格局，国务院等 23 个部门也提出《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，激发新消费需求成为未来发展的首要任务。这个背景下，有利于促进消费的金融创新是监管非常鼓励的方向。

因此，我们长期非常看好以蚂蚁花呗为代表、扎根于真实消费场景的消费金融信贷产品，我们判断这将是监管层呵护互联网借贷产业的着力点之一。

2.1.2. 普惠贡献二：互联网企业贷的普惠金融意义重大

本篇研究框架重点讨论个人消费金融领域的互联网借贷，但实际上，服务小微企业、提供个人经营性贷款的互联网借贷也在蓬勃发展。蚂蚁集团旗下的网商贷便是标杆性产品，根据招股说明书披露，蚂蚁微贷科技平台总计 2.15 万亿贷款余额中，有 4217 亿元是小微经营者信贷，其中网商贷是拳头产品。

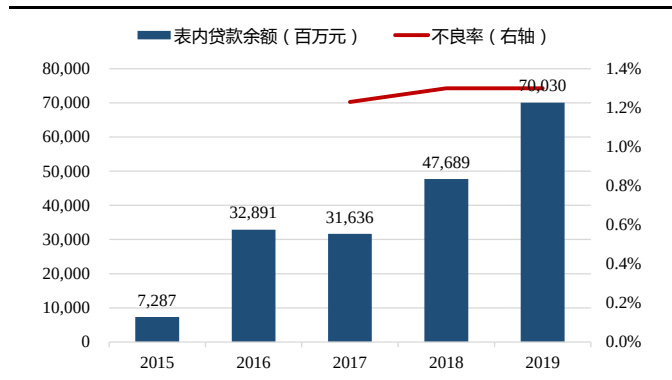
从产品模式角度，网商贷目前采用与蚂蚁花呗、借呗相似的联合贷款模式：

①用户申请环节，网商贷的申请入口包括支付宝 APP 和网商银行 APP，对于支付宝 APP 用户而言，如果被系统认定为个体工商户、个人经营者，则借呗入口将关闭并转变为网商贷入口。

②对于底层的自营放贷主体，借呗是蚂蚁商诚小贷，而网商贷则是网商银行。我们可以看到，网商银行表内贷款余额 2019 年末达到 700.3 亿元。

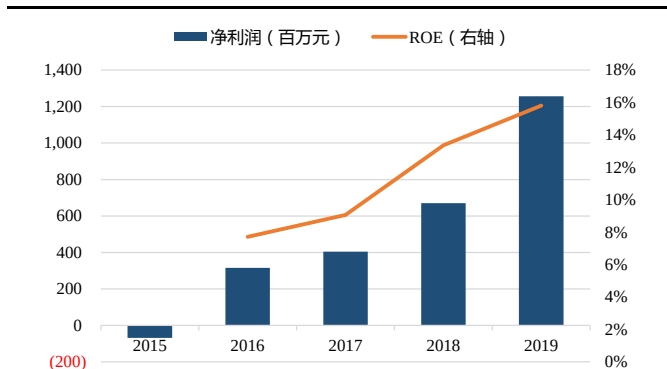
③对于联合贷的授信环节，网商贷与借呗略有差异。一方面，网商银行的自有资金出资比例相比借呗略高一些；另一方面，网商贷定位小微企业贷款，定价也明显低于作为个人现金贷的借呗。同时，对于企业贷款的授信审批会相对严格。

图 17：2018 年以来网商银行表内贷款规模高速增长



数据来源：网商银行财务报告，东吴证券研究所

图 18：2018 年以来网商银行净利润及 ROE 持续提升



数据来源：网商银行财务报告，东吴证券研究所

需要强调的是，我们认为网商贷为代表的互联网小微企业贷款产品，是监管层呵护互联网借贷产业的最核心着力点，未来长期看好此类产品高速扩张。

从普惠金融角度，网商贷核心亮点在于对小微个体工商户的认定范围远远大于传统金融机构，因为蚂蚁集团是通过交易行为来判定用户是否属于商户的。例如，当用户在线下的经营场景中，产生集中收款行为，系统马上会识别、认定为商户，这种通过科技带来的普惠金融效力是传统金融机构难以媲美的。

2.1.3. 普惠贡献三：资产质量卓越，风控输出利好产业

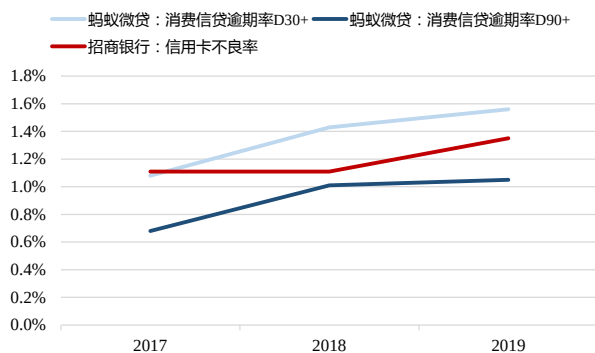
无论对于五年前野蛮生长的 P2P，还是近年来加速向零售转型的金融机构，资产质量或信用风险始终是监管层及金融机构自身最担忧的掣肘。但在互联网借贷产业中，我们看到蚂蚁集团等头部互联网企业促成的信贷资产质量表现明显强于传统金融机构的平均水平，这对于未来深化发展普惠金融意义重大。

从信用风险指标来看，我们将蚂蚁集团促成的贷款对标最优秀的传统金融公司——零售龙头招商银行：

①对于消费类贷款，2019 年蚂蚁集团逾期 30 天+、90 天+的比例分别为 1.56%、1.05%，通常不良率指标位于这两项逾期率指标区间内，而招商银行信用卡不良率为

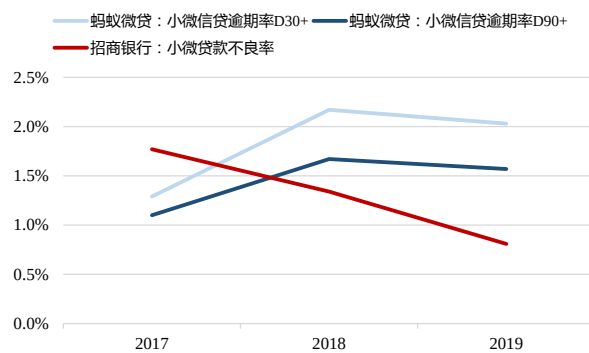
1.35%，可以看出资产质量指标旗鼓相当。然而，考虑招商银行所圈定的是相当优质的白领客群，而蚂蚁集团的客户范围更广、客群资质明显更下沉，可以看出蚂蚁集团依托于生态数据的风控能力非常卓越。

图 19：蚂蚁集团微贷平台的消费信贷资产质量表现与招商银行接近



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，招商银行财务报告，东吴证券研究所

图 20：蚂蚁集团微贷平台的小微信贷资产质量表现明显好于全国普惠型小微企业不良率



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，招商银行财务报告，东吴证券研究所

②对于小微企业贷款，蚂蚁集团的逾期率要明显高于招商银行，但这两者的客群层级差异更加显著，指标并不适合对比。实际上，根据银保监会、央行发布的《2019 年中国普惠金融发展报告》，2019 年 6 月末全国普惠型小微企业贷款不良率 3.75%，由此可以看出蚂蚁集团的小微企业贷款同样优质。

风控如同普惠金融的羽翼，我们认为蚂蚁集团卓越的风控能力将持续，因为其底层优势是长期积累的个人用户、个体工商户、小微企业的海量真实交易数据，基于这些数据资产形成的数据语言，丰厚程度明显胜于相对单薄的传统征信数据。

不过，对于互联网借贷产业仍然需要强调，我们虽然看好头部市场的卓越风控、适度定价模式，但对于尾部市场的“以高额定价覆盖高风险”模式比较悲观。我们认为这种商业模式本质上只是将传统的民间高利贷“搬到互联网上”，商业前景非常有限。

2.1.4. 资本风险：高速扩张的互联网借贷隐患在哪里？

尽管头部互联网借贷平台对普惠金融贡献卓越，但我们也要看到高速扩张的联合贷、助贷等模式带来的潜在风险隐患。我们在章节 1.3 对比金融牌照时已经提及，金融行业的监管关键词在于“资本”，即“有多厚的资本金，做多大的生意规模”，资本是金融机构抵御风险的安全垫。

目前，头部互联网企业借助联合贷、数字助贷模式高速扩张，虽然出资金融机构“风险自担”，且目前贷款总体资产质量表现优异，但从监管者的视角来看，当互联网平台促成的信贷规模过于庞大时，未来会不会产生潜在的不可控风险？诸如：

如果实际的风控内核由互联网平台掌控，那么中小银行本质上成为单纯的“资金输出方”，却要承担信用风险“兜底”，对银行业的发展是否合意？

如果个别互联网平台规模过于庞大，市场集中度过高，假设未来其自身风控体系或能力出现波动、下滑，或被宏观环境冲击，是否会造成系统性风险？

大量中小金融机构借助互联网借贷实现跨区域放贷，是否削弱银行属地化经营、服务地方经济的能力？

这些风险隐患推动了互联网借贷产业进入监管博弈阶段。

2.2. 政策热点：切中要害的互联网贷款新规影响几何？

我们认为，当前阶段对互联网借贷产业影响最为深远的政策是银保监会今年7月发布的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，以及此后监管层对产业相关机构长期的窗口引导（我们反复强调监管博弈将长期持续）。

《商业银行互联网贷款管理暂行办法》经过多次征求意见并修改，体现了监管层积极探索互联网借贷这一新兴产业的态度，政策内容既有呵护、规范的意图，也隐含了担忧和明显的管制。

我们梳理认为，政策首先从根本上认可了互联网借贷产业的合规性（包括联合贷款、助贷等模式），同时对产业风险隐患的管制主要体现为三大核心点：①联合贷或助贷模式中，金融机构是否做到独立风控？②金融机构是否过度集中于和个别互联网巨头合作？③区域性中小金融机构借助互联网平台异地展业是否妥当？

表 16:《商业银行互联网贷款管理暂行办法》核心要点

政策要求	实践情况
单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币 20 万元，到期一次性还本的，授信期限不超过一年。	此前存在互联网平台对单户授信超过 20 万元的情形，新规后授信额度都调至 20 万元以下。
互联网贷款业务涉及合作机构的，授信审批、合同签订等核心风控环节应当由 商业银行独立有效开展 。	目前实践中，名义上互联网平台与放贷金融机构分别独立进行风控审批，但部分中小金融机构实质上完全依托于互联网企业的风控输出，自身并不具备风控能力，本质上沦为单纯的出资方。
商业银行应当按照适度分散的原则审慎选择合作机构，制定因合作机构导致业务中断的应急与恢复预案， 避免对单一合作机构过于依赖而产生的风险 。	指向性非常明确，主要针对个别联合贷及助贷业务规模庞大的互联网巨头。但考虑到有合作需求的金融机构众多，未来也可以通过大量增加合作机构的方式规避监管。
地方法人银行开展互联网贷款业务，应主要服务于当地客户， 审慎开展跨注册地辖区业务 ，有效识别和监测跨注册地辖区业务开展情况。	中小金融机构本身要求属地化经营，但互联网借贷帮助机构跨出辖区，未来异地展业大概率将受限。

数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

我们看到，对于独立风控、合作互联网平台集中度管控、异地展业等问题，虽然《商业银行互联网贷款管理暂行办法》都有所提及，但并没有明确设置量化指标或具体要求加以管控限制。这就是我们强调监管总体上呵护互联网借贷产业的依据所在。

但是，我们再次强调未来产业的监管博弈将长期持续，监管层可能通过窗口指引的方式管控风险。我们关注到，7月银保监会要求部分中小金融机构上报联合贷款余额、利率、不良率，及与头部互联网平台的合作数据。我们判断，监管层未来将继续研究落实独立风控、互联网合作集中度管控、中小金融机构异地展业等要求，或对部分中小金融机构实行更严格的窗口指导，这可能对互联网借贷产业的增长产生一定影响。

2.3. 尾部风险：民间借贷新规冲击互联网借贷格局

8月20日最高人民法院发布新修订的《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》，大幅降低民间借贷利率司法保护上限至借款当期LPR报价的四倍（当前为15.4%），取消原规定中以24%、36%为基准的“两线三区”。

我们分析认为：①对于民间高利贷及长尾的互联网借贷市场，利率保护上限下调至15.4%将产生深远影响；②对于银行、消费金融公司等持牌金融机构，民间借贷新规也可能产生有限的间接影响。

2.3.1. 高利率产品失去保护，长尾互联网借贷市场供给收缩

对于民间高利率以及“高利率覆盖高风险”模式的长尾互联网借贷市场，我们首先需要明确不同的利率计算方式及借贷业务还款方式。

①实操层面，多数借贷产品（包括信用卡）通常采用到期利随本清、等本付息、先息后本等相对简单易懂的方式还款，因此采用APR方式计息，即以日利率*365计算年化利率，在司法实践中也是如此。

②但同时，市面上也存在很多实际利率非常高的产品，采用比较复杂的等额本息还款方式，这种还款方式会造成APR计息与实际IRR差异巨大。我们查询以往的司法实践案例发现，IRR计息在司法层面并不经常使用，但对于约定采用等额本息还款的债务纠纷，法院会计算IRR来评估真实利率水平。

表 17：部分互联网借贷产品的还款模式及利率测算（以 1 万元为例）

产品名称	蚂蚁借呗	滴滴金融	360 金融	小赢卡贷
实质出资	某信托公司	某消费金融公司	某中小银行	某中小银行
还款方式	先息后本	等本还款	等额本息	等额本息
日利率	0.040%	0.050%	综合费用成本	综合费用成本
年利率 APR	14.600%	18.250%		
T0	-10000.00	-10000.00	-10000.00	-10000.00
T1	124.00	988.37	972.36	1448.51
T2	124.00	975.45	972.36	1104.17
T3	124.00	962.54	972.36	1104.17
T4	124.00	949.62	972.36	1104.17
T5	124.00	936.70	972.36	1104.17

T6	124.00	923.78	972.36	1104.17
T7	124.00	910.87	972.36	1104.17
T8	124.00	897.95	972.36	1104.17
T9	124.00	885.03	972.36	1104.17
T10	124.00	872.11	972.36	1104.17
T11	124.00	859.20	972.36	1104.17
T12	10124.00	846.28	972.36	1104.17
年化 IRR	15.94%	20.28%	33.82%	83.90%

数据来源：各产品官方 APP，东吴证券研究所汇总测算

备注：各类机构的底层资金、利率定价、还款方式可能不定期更新，因此本表仅不完全梳理部分产品模式

因此，未来对于年利率超过 15.4% 的债务诉讼，法院都不会提供保护。考虑到高利率产品对应的客群层级非常低，我们判断借款人受新政策影响，可能产生难以预估的道德风险，这会导致民间借贷供给收缩，同时高利率互联网借贷业务中的担保、保险机构也可能相继退出（担保费、保费与风险无法匹配）。

2.3.2. 持牌金融机构不适用民间借贷新规，但难免潜在影响

从法理角度，民间借贷新规明确规定通过金融监管部门批准设立的从事贷款业务的金融机构及其分支机构不适用新规，因此银行、消费金融公司等持牌金融机构不受影响，但蚂蚁、京东等底层为小额贷款公司（非金融机构）的平台将受到影响。

但是，从我国过往的司法实践角度来看，法院对于持牌金融机构的债务纠纷，同样会参考民间借贷利率上限审理（隐含逻辑是认为持牌金融机构的利率天然不应该高于民间借贷利率上限）。近期地方法院最新的一起案例中，法院对于某商业银行的消费贷业务超过 15.4% 利率部分不予以保护。

如果延续过往的司法实践，持牌金融机构的借贷超过 15.4% 的利率部分也将不受法院保护，那么金融机构未来是否会主动调低零售信贷产品定价？对此，我们判断：

①首先明确，实践中很多持牌金融机构（银行、消费金融公司）的信用卡、消费贷年化利率的确超过 15.4%。例如，信用卡透支后生息的日利率为 0.05%，则对应 APR 年利率 18.25%（即 $0.05\% \times 365$ ）。

②目前信用卡定价有法可依，2016 年《中国人民银行关于信用卡业务有关事项的通知》明确规定，信用卡透支的日利率区间为 0.035%~0.05%。因此，目前信用卡业务不会调价。对于消费贷，判断超过 15.4% 的利率部分法院可能确实不再保护。

③总体来看，我们判断短期内金融机构不会调整相关零售产品的定价，毕竟违约客户涉及到法院诉讼是个别情况，但调价却会影响全盘收益率。中长期角度，金融机构仍有待和监管沟通，未来的确存在下调以规避法律风险的可能性。

3. 市场展望：数字微贷与头部银行共享产业红利

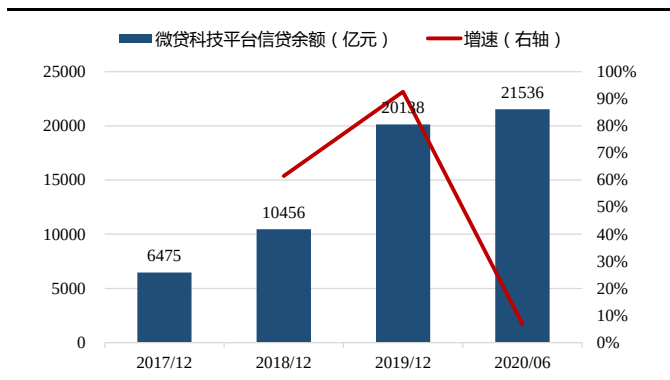
以蚂蚁集团为代表的互联网借贷龙头逐步由联合贷款、助贷模式向更先进的数字微贷平台迭代升级，当前以技术服务费为核心，未来可能进一步输出金融云、数据库等科技服务，成为数字微贷的基础设施平台。不过，监管博弈可能在一定程度上制约信贷规模的增速并适度控制互联网平台的集中度问题。

3.1. 微贷技术输出将成主流模式，但产业规模增速趋缓

如前文所述，我们仍然看好互联网借贷产业，以及产业中以蚂蚁集团为代表的先进数字微贷技术输出模式。从创收角度，我们认为过去助贷及联合贷模式中金融机构分享利差的模式将逐步退出，全面升级为通过微贷科技平台收取技术服务费的模式，而短期的输出价值仍然围绕客户（资产）、风控、贷后管理等环节，中长期则向金融科技系统、数据库、云服务等方向延展。

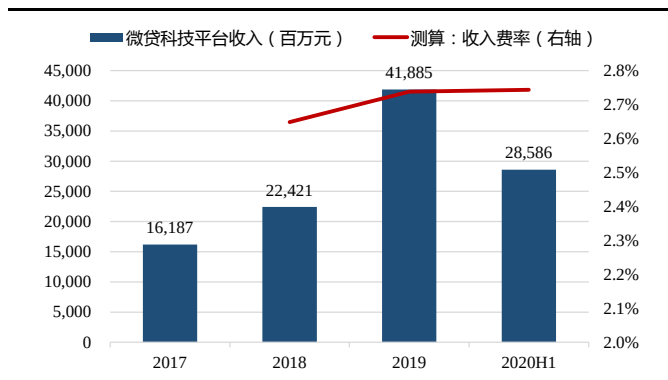
具体产品层面，我们判断未来扎根于真实消费场景的花呗、服务小微企业的网商贷规模仍将保持高速增长，而本质为现金贷的借呗业务增速可能趋缓甚至收缩。

图 21：蚂蚁微贷科技平台信贷余额达到 2.15 万亿元



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

图 22：蚂蚁微贷科技平台的收入及测算费率



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

不过，我们判断在逐步完善的监管框架内，蚂蚁集团的平台贷款规模增速将有所放缓，很难保持近年来的超高速扩张，主要考虑：

①监管层对头部互联网平台贷款集中度管控的导向，实际上在 2018 年 10 月版本的 互联网借贷新规征求意见稿中，监管机构曾经提出过对互联网联合贷款非常严格的量化指标限制。我们判断，该版本征求意见稿的量化指标在正式新规中被删除，但在未来可能长期存在的窗口指导中，相关规模、比例的限制对金融机构仍然有指导意义。

②众多金融机构虽然短期内出于对优质资产的追求，仍然难以摆脱对蚂蚁集团等头部互联网平台的依赖，但从中长期角度仍然会追求分散盈利、强化表内自营贷款的能力和规模，这也是未来制约微贷平台扩张的因素。

表 18: 2018 年 10 月版本的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》征求意见稿核心内容

监管目标	核心要求
限制规模	作为客户推荐方的商业银行全部联合贷款余额不得超过互联网贷款余额的 50%；接受客户推荐的商业银行全部联合贷款不得超过全部互联网贷款余额的 30%。
出资比例	单笔联合贷款中，作为客户推荐方的商业银行出资比例不得低于 30%，接受推荐客户的商业银行出资比例不得高于 70%。
本地经营	要求地方商业银行开展互联网贷款业务，主要服务当地客户，向外省客户发放的互联网贷款余额不得超过其互联网贷款总余额的 20%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

3.2. 互联网借贷尾部市场将受冲击，格局利好头部集中

如章节 2.3 所述，我们认为互联网借贷的尾部市场未来发展将困难重重，而尾部市场的主要特征是客群资质比较下沉、利率定价非常高（例如年化利率超过 30%）、合作金融机构通常以长尾中小银行及小额贷款公司为主。

事实上，近年来监管限制“暴力催收”已经对民间高利贷及长尾互联网借贷市场造成压力，甚至影响到部分银行信用卡业务的坏账回收。我们判断，民间借贷新规将会进一步冲击长尾互联网借贷市场，未来尾部市场的资金供给将收缩，不少机构可能被迫退出，同时长尾客户的融资难度也将大幅上升。

据此判断，互联网借贷的市场格局将进一步向头部集中，龙头互联网平台及传统金融机构都将受益。

3.3. 头部银行享受零售金融红利，保险信保业务收缩

对于传统金融机构，我们判断头部零售银行、中小金融机构、涉足信用保险业务的保险公司未来在互联网借贷产业链中的发展前景将明显分化。

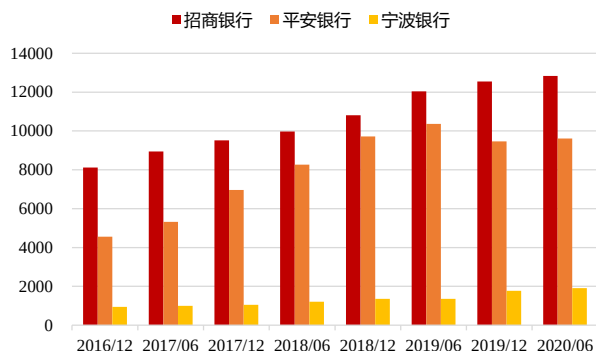
1) 头部零售银行（国有大行、招商银行、平安银行、宁波银行等）仍将持续分享零售金融市场的发展红利，一方面受益于信用卡、消费贷等消费金融产品仍然有广阔的渗透空间，另一方面边际得益于监管层对互联网借贷产业规模增长的控制导向。毕竟，具备品牌优势、客户服务能力和获客渠道的头部零售银行，并不会依赖于互联网平台，因此在严监管环境中反而有利于通过传统方式扩张份额。

2) 中小金融机构短期内预计依然缺乏优质资产，因此对资产丰富的互联网平台依赖度难以减弱，但受制于监管对独立风控、集中度管控、异地展业的要求，我们判断通过联合贷款模式扩张资产的步伐将减缓。

3) 对于参与信保业务的保险公司，在经历 2019 年至今的信用风险冲击后，信保业

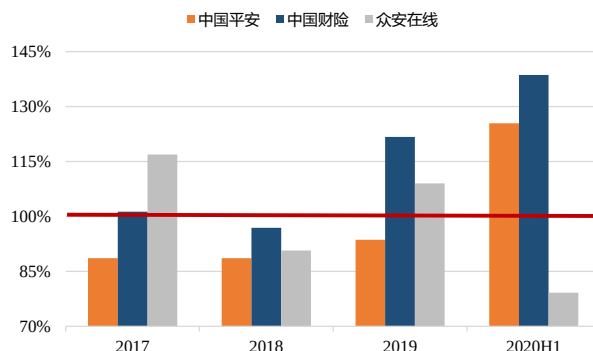
务综合成本率已全线超过 100%。我们判断，短期内保险公司将大幅压降信保相关业务规模，毕竟当前阶段保险公司实际上普遍不具备充足的数据风控能力来评估、掌控信用风险。从历史经验来看，非银行金融机构贸然切入信贷业务往往会低估信用风险的不确定性，2018 年股权质押风险暴露同样对券商造成损失。不过，从长期角度，我们认为头部保险公司随着数据体系不断丰富、扩容，未来仍有希望凭借更精准的风险定价能力重新切分互联网借贷及消费金融市场。

图 23：近年来主要零售银行的个人消费贷款（不含住房贷款）持续增长（单位：亿元）



数据来源：商业银行财务报告，东吴证券研究所

图 24：2019 年以来消费金融信用保险业务的综合成本率大幅上升突破 100%



数据来源：保险公司财务报告，东吴证券研究所

4. 风险提示

1) 监管超预期收紧限制产业发展：如果监管层发布新的监管政策或通过窗口指导金融机构，对互联网借贷产业的信贷规模、独立风控、平台集中度、异地放贷等问题严格管控，可能会制约产业规模的增长，尤其对头部互联网平台造成不利影响。

2) 互联网借贷信用风险加速暴露：宏观下行周期，虽然目前头部互联网借贷平台的资产质量表现稳定，但如果未来居民收入波动压力加大，或者互联网平台的风控体系稳定性出现波动，可能造成信用风险加速超预期暴露。

3) 互联网巨头持续冲击传统银行市场：互联网借贷产业发展的过程中，虽然与传统金融机构广泛合作，但处于强势合作方的互联网巨头客观上持续冲击着传统商业银行的市场，部分中小银行客观上成为“资金通道”。如果未来这一趋势持续，可能影响中小金融机构的发展前景。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

