

新互联网财富时代来临

2020 互联网金融年度报告

分析师：卫以诺

执业证书编号：S0890518120001

电话：021-20321014

邮箱：weiyinuo@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆2020年互联网金融年度报告分为三大部分，分别为2020年互联网金融发展回顾、互联网金融商业模式中的传统机构数字化和互联网财富新时代分析以及未来展望。

◆第一部分互联网金融发展回顾中，分析梳理了2020年互联网金融市场整体的发展概况，对互联网金融行业的两级分化以及强监管时代趋势进行了回顾，并指出当下行业变革的方向，即新互联网财富时代来临。同时，报告对全球互联网金融行业进行了简要分析。这一部分中，蚂蚁集团IPO事件、平台经济反垄断、央行数字货币以及海外SPAC发行模式等是行业的焦点。

◆第二部分互联网金融商业模式中，报告对传统金融机构数字化改革进行了剖析，尤其是对中国数字货币的两次试点、数字支付最新征求意见以及数字银行中的互联网存款和互联网贷款新政内容分析；在基于互联网开展金融业务的章节中，报告重点对互联网财富管理时代进行了全方位的分析，并对新时期的四个特征进行刻画。总体而言，各类型财富管理机构已经身处百舸争流，各显身手的互联网财富大浪潮中。

◆第三部分总结展望中，我们认为互联网金融与金融科技将从前期的概念混淆、彼此融合的阶段发展到今后定位清晰、业务回归本质的全新阶段。而所谓真正的互联网财富新时代，并不是传统机构以“客户、流量以及规模业绩为导向”的“新瓶旧酒”模式，而是一条规范与合理监管、理念转型、从营销到服务再到陪伴成长的新模式。

风险提示：宏观经济有下行压力，政策有变动风险，互联网金融以及财富管理行业监管趋严，创新力度减弱，发展不及预期，市场有风险，投资需谨慎！

内容目录

1. 2020 年互联网金融发展回顾：野蛮时代的落幕	4
1.1. 互联网市场发展概述：大分化与强监管	4
1.1.1. 回顾整体：分化的互联网金融第二个十年	4
1.1.2. 政策环境：严中有细 规范明确	4
1.1.3. 资本市场：蚂蚁集团暂缓 IPO 上市	6
1.2. 行业变革：新互联网财富时代的来临	8
1.2.1. 宏观因素：疫情后经济增长强力，居民可支配收入攀升	8
1.2.2. 配置因素：房地产限购政策持续，美国收收益率调控	9
1.2.3. 客群因素：互联网广泛普及，投资人群年轻化	10
1.3. 2020 年全球互联网金融行业：数字货币与 SPAC	11
1.3.1. 全球数字货币：2020 年加速推进	11
1.3.2. 海外互联网机构上市新模式：SPAC	12
2. 互联网金融商业模式：传统机构数字化与互联网财富管理新时代	15
2.1. 传统金融机构全面数字化改革：监管落地 平稳前行	15
2.1.1. 数字货币：中国 E-CNY 即将到来	15
2.1.2. 数字支付：新政欲来 后浪入场	17
2.1.3. 数字银行：互联网存款与互联网贷款新政落地	18
2.2. 基于互联网开展金融业务：新旧业务转型 面向新时代	22
2.2.1. P2P、网络小贷：穷途末路 旧时代终结	22
2.2.2. 互联网财富管理：荆棘载途 新时代格局初显	23
2.3. 互联网财富管理竞技大舞台：百舸争流，各显身手	27
2.3.1. 新互联网财富时代一：互联网平台开启财富管理新浪潮	27
2.3.2. 新互联网财富时代二：新媒体运营下的财富管理时代	27
2.3.3. 新互联网财富时代三：新互联网与平台公司加速入局	29
2.3.4. 新互联网财富时代四：财富管理玩转直播间	29
3. 总结	30
3.1. 金融科技发展未来：回归本质路漫漫	30
3.1.1. 金融科技不是互联网金融的外衣	30
3.1.2. 金融科技规范细则正落地实施中	31
3.2. 互联网财富新时代：机遇与风险并存	31

图表目录

图 1 2020 年互联网金融的两种分化	4
图 2 蚂蚁集团发展的三阶段关系	6
图 3 2013-2020 GDP 总量与居民人均可支配收入	9
图 4 中国个人可投资金融资产总量（万元）	9
图 5 银行理财平均收益率（%）	9
图 6 天弘余额宝七天年化收益率（%）	9
图 7 2016-2020 年网民规模及互联网普及率	10
图 8 2016-2020 年手机网民规模及普及率	10
图 9 截至 2020 年底我国网民年龄结构	10

图 10	截至 2020 年底我国网民收入结构	10
图 11	正积极探索 CBDC 的样本国家占比 (%)	11
图 12	两种研究类型结果样本国家比例 (%)	11
图 13	2020 年比特币价格走势 (美元/枚)	12
图 14	2017-2020 年比特币年交易量 (单位: 十亿美元)	12
图 15	SPAC 发展历程与三阶段	13
图 16	2009-2021 年 2 月美国 SPAC 的 IPO 数量以及平均规模 (右轴, 单位: 百万美元)	14
图 17	2010 至 2021 年 2 月美国 SPAC 公司发行状态最终情况	14
图 18	2020 年美国 SPAC 公司募集资金规模 (单位: %)	15
图 19	2020 年美国投行机构承销 SPAC 公司数量 (右轴, 家) 以及承销规模 (左轴, 百万美元)	15
图 20	支付宝 (左) 与滴滴金融 (右) 互联网存款产品	18
图 21	互联网存款的宣传亮点 (2020 年 11 月)	18
图 22	世界主要各国居民杠杆率水平 (%)	20
图 23	中国居民部门杠杆率 (%)	20
图 24	P2P 机构数量 (单位: 家)	23
图 25	小额贷款公司数量 (左) 与贷款余额 (右)	23
图 26	2015-2020 年公募基金数量与净值	24
图 27	2020 年公募基金产品按份额分布情况	24
图 28	公募基金产品销售四大渠道	25
图 29	2015-2020 年基金销售保有量比例 (%)	25
图 32	蚂蚁财富年龄结构	26
图 33	蚂蚁财富客群职业分布	26
图 34	天天基金年龄结构	26
图 35	天天基金 APP 月均安装量	26
图 36	哔哩哔哩 APP 基金搜索视频页面展示	27
图 37	虎扑股票热度 (访问日期: 2021-2-22)	27
图 38	2017-2020 年蚂蚁财富号上金融机构数量 (家)	27
图 39	蚂蚁财富号粉丝数量排名前十大基金公司 (万人)	27
图 40	支付宝直播宣传与页面展示	29
图 41	基金公司短视频领域粉丝数量和短视频数量 (右)	29
表 1	2020 年至今国内互联网金融行业相关政策文件/讲话/指导/标志性事件	5
表 2	蚂蚁集团的金融牌照梳理 (2020 年 12 月)	7
表 3	蚂蚁集团发展三阶段	8
表 4	北上广深一线城市购房条件	9
表 5	2020 年全球部分国家或地区央行数字货币的发行状态	11
表 6	2020 年中国数字货币相关大事件	15
表 7	数字支付业务的再分类	17
表 8	蚂蚁集团数字支付与商家服务子公司基本数据 (单位: 亿元, 1 美元=6.8 人民币)	18
表 9	互联网存款的基本概念	19
表 10	互联网贷款的基本概念	21
表 11	网络小贷、互联网贷款 (商业银行)、助贷和联合贷三者模式差异	23
表 12	天天基金、蚂蚁财富、蛋卷基金对比	25
表 13	2020 年 1 月支付宝理财直播基金直播观看量 TOP10	30

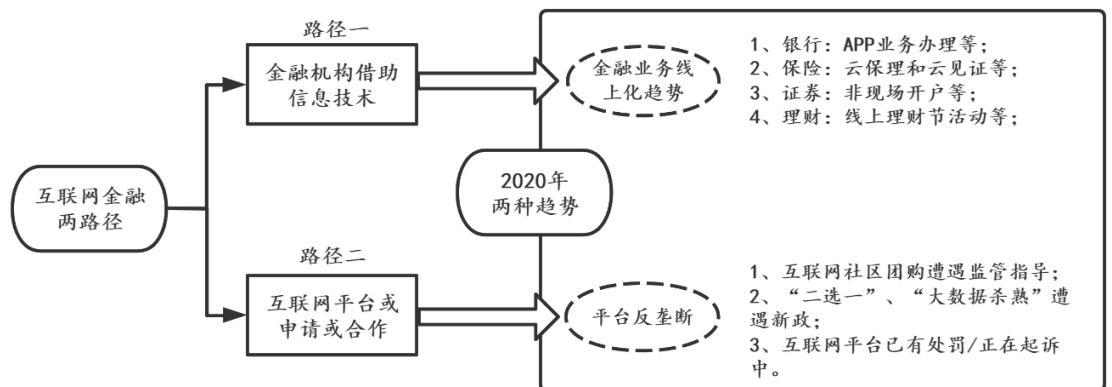
1. 2020 年互联网金融发展回顾：野蛮时代的落幕

1.1. 互联网市场发展概述：大分化与强监管

1.1.1. 回顾整体：分化的互联网金融第二个十年

回顾二十一世纪前二十年，第一个十年（2000-2010 年）是电脑时代因特网发展飞速的十年，第二个十年（2010-2020 年）毫无疑问是手机时代互联网发展的黄金十年。当基础设施逐渐完备、万物互联、信息技术不断更迭和升级，金融这个年轻的行业也呈现出其融合性、技术性的一面。借助互联网、数字化和信息化技术，互联网金融发展逐渐壮大，互联网金融呈现出两种路径：**路径一是传统金融机构借助互联网技术和信息通信技术，开展各类型的线上化金融业务与服务；路径二是互联网企业利用流量优势、技术积累或申请金融业务资格，或与金融机构开展合作，最终实现金融业务的覆盖。**一般意义上讲，全球各国的互联网金融大部分涵盖了资金融通、交易、支付、投资、理财、信息服务等内容，属于二十一世纪以来新型金融业务模式创新。

图 1 2020 年互联网金融的两种分化



资料来源：华宝证券研究创新部

早期，因信息化具有低成本、高效率、广覆盖、零等待、全服务等特点，互联网金融获得了快速发展：2000 年美国 PayPal 成立并完成了首笔交易、2004 年支付宝公司成立、2005 年英国诞生第一家 P2P 公司、2007 年 P2P 在中国出现、2013 年互联网网贷基金余额宝诞生、2015 年东方财富收购证券牌照、2017 年中国券商开启 818 理财节、2018 年互联网存款在京东金融上架等。在经历了对互联网金融的初识、学习和掌握运用之后，2020 年一场席卷全球的疫情加深了金融业务线上化程度，“无接触”、“云”技术等金融科技业务受到高度重视。

与此同时，对互联网在金融领域创新与探索的监管也在逐渐加强，尤其是路径二下互联网平台金融活动的发展与衍变，需要各方更加审慎。一方面加强规范与治理，反垄断、统一监管成为互联网平台 2020 年的关键词，年底的中央经济工作会议明确提出了要强化反垄断和防止资本无序扩张，金融创新必须在审慎监管的前提下进行；另一方面，P2P、第三方支付、互联网借贷、互联网保险、互联网存款等具体业务纷纷在 2020 年收紧、下架、叫停。总之，在经历了二十年的发展后，2020 年的互联网金融终于来到了泥沙俱下、褪去光环的一年。

1.1.2. 政策环境：严中有细 规范明确

2020 年，银行、证券、保险等传统金融机构开展的线上数字化业务逐步溯本正源，政策落地的同时，细则也逐渐清晰。互联网公司开展金融业务，即路径二下的金融模式，在 2020 年遭遇到了前所未有的监管风暴。无论是阿里巴巴 A/H 上市前的紧急叫停，还是对诸如网络

小贷、互助保险等业务的管理日益严苛化都能有所体现。除此之外，金交所的业务在 2020 年新一轮的监管环境中也发生了根本性的变化。

表 1 2020 年以来国内互联网金融行业相关政策文件/讲话/指导/标志性事件

领域	相关业务	时间	政策文件/讲话/指导/标志性事件	主要内容
金控	金控公司	2020.9	《关于实施金融控股公司准入管理的决定》	建立指导方针，弥补了监管漏洞，进一步深化金融改革
	金控人员	2020.11	《金融控股公司董事、监事、高级管理人员任职备案管理暂行规定（征求意见稿）》	金控人员的规范与规定
银行	互联网存款	2020.12	第四届中国互联网金融论坛	《第三方互联网平台存款：数字金融和金融监管的一个产品案例（续）》
		2021.1	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务
	互联网贷款	2020.7	《商业银行互联网贷款管理暂行办法》	明晰了互联网贷款主体与定义，对联合贷款、助贷业务作出规定
		2021.2	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	进一步细化了监管要求，包括落实风险控制、明确三项定量监管指标、严控跨区域经营等
保险	互联网保险销售	2020.6	《关于规范互联网保险销售行为可回溯管理的通知》	规范互联网保险销售行为，维护消费者合法权益
	互联网保险	2020.12	《互联网保险业务监管办法》	明确互联网保险定义、强调持牌经营，对互联网保险宣传进行严格的规范
证券	信息技术行业标准	2020.7/ 2020.12	《证券期货业移动互联网应用程序安全规范》、《证券交易数据交换协议》等	证券行业信息技术规范
	非现场开户	2021.2	《证券账户非现场开户实施细则》	允许券商自主选择开户方式
支付	第三方支付	2021.1	《非银行支付机构条例(征求意见稿)》	对非银行支付机构的分类、流程、门槛、责任以及支付领域垄断作出了明确规定
		2021.1	《非银行支付机构客户备付金存管办法》	规定集中存管业务，进一步细化了备付金存放、使用、划转规定
小贷	网络小贷	2020.11	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	提高了网络小贷公司注册资本以及业务要求
交易所及 产品	金融资产类交易场所	2020.9	《关于进一步做好金融资产类交易场所清理整顿和风险处置工作的通知》	清理与互联网合作的金交所产品，维持互联网金融的稳定性
	各类交易所	2020.12	清理整顿各类交易场所部际联席会议第五次会议	严控交易场所数量始终是清理整顿工作的重点之一
平台 垄断	平台经济	2020.11	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》	预防和制止互联网平台经济领域垄断行为
		2021.2	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	对大型平台类科技公司加强监管与反垄断的决心
P2P	网贷机构	2020.11	中国银行保险监督管理委员会首席律师刘福寿	全国实际运营的 P2P 网贷机构到 11 月中旬完全归零
		2020.12	2020 年新加坡金融科技节	中国银保监会主席郭树清再度表示，到 11 月中旬实际运营的 P2P 网贷机构已经全部归零
互助	互助保险	2021.1	美团关闭互助业务	银保监会首席风险官兼新闻发言人肖远

险

企表示，逆选择风险不断增加是主因

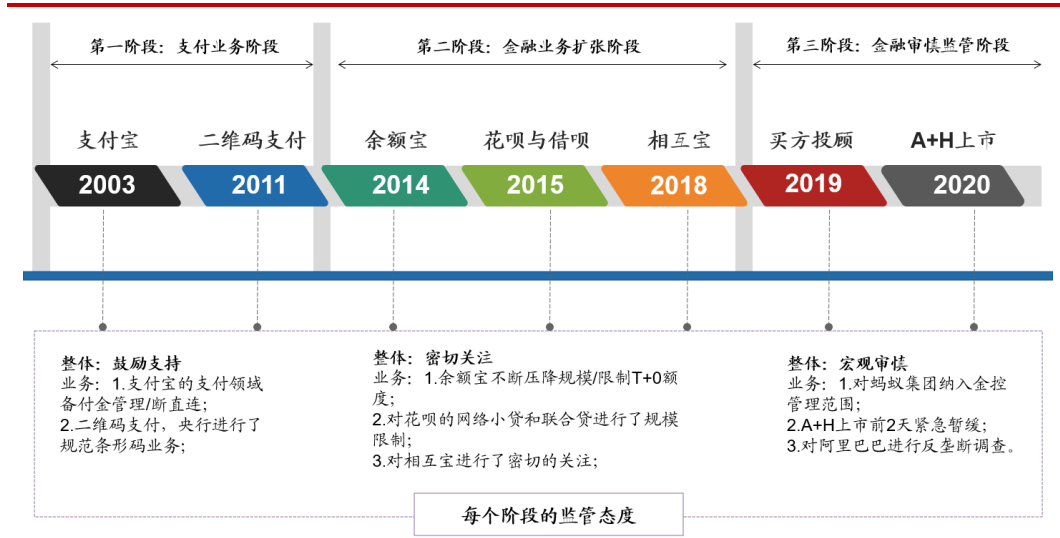
资料来源：国务院网站，证监会网站，银保监会网站，华宝证券研究创新部

1.1.3. 资本市场：蚂蚁集团暂缓 IPO 上市

2020 年，蚂蚁集团 IPO 事件是互联网金融乃至金融圈一大要事，尤其是上市前紧急暂缓和与之相关的监管政策的发布。2020 年 11 月 2 日晚，在蚂蚁集团临上市前 3 日，央行、银保监会就《网络小额贷款业务管理暂行办法》征求意见向社会公布，11 月 3 日上交所就紧急发布《关于暂缓蚂蚁科技集团股份有限公司科创板上市的决定》。关于蚂蚁集团 IPO 上市、互联网金融政策、普惠金融与小微贷等的讨论，是影响中国互联网金融乃至金融科技业态未来 3-5 年发展形势的大事件。有人说，蚂蚁集团的发展就是中国互联网金融发展的缩影，对蚂蚁集团 IPO 的态度即互联网金融监管的态度，因此，回顾蚂蚁集团的发展与监管政策的导向，才能真正读懂互联网金融在中国的发展趋势。

我们认为，蚂蚁集团发展有三大阶段。第一阶段：以支付宝为代表的支付业务阶段；第二阶段：以蚂蚁金服为代表的金融业务扩张阶段，以及第三阶段：金融审慎回归本质阶段。

图 2 蚂蚁集团发展的三阶段关系



资料来源：华宝证券研究创新部

第一阶段：支付宝支付业务阶段（2003 年-2011 年）

支付宝前身是服务淘宝网的支付结算部门。2003 年，C2C 概念的淘宝网上线后，为解决在线交易买卖双方的信任问题，第三方担保交易应运而生；2004 年，支付宝公司正式成立；2009 年，支付宝率先推出移动端支付宝 APP；2010 年，支付宝开启快捷支付，并在 2011 年推出了二维码支付。截止到 2020 年 6 月，支付宝占据第三方支付 55.6% 的市场份额，排名市场第一。

点评：第一阶段，支付业务是蚂蚁集团（支付宝母公司）重要的发展方向，期间推出的担保交易、快捷支付、二维码支付、脸部支付、声音支付、生物支付等都是金融支付领域的创新。初期，第三方支付所在的非银支付领域属于监管真空期，直到 2005 年 6 月，央行发布的《支付清算组织管理办法（征求意见稿）》才正式向符合条件的公司颁发《支付清算业务经营许可证》。2005 年 11 月，在央行首篇《中国金融稳定报告 2005》中提到“非金融类机构在支付服务市场中的作用日渐增强，成为支付服务市场的重要补充。”因此，在 2004 年-2010 年这 6 年时间，监管对于支付宝以及当时的金融创新处于鼓励支持阶段。但也需要关注，非银支付亦属于央行支付体系的重要组成部分，其规范管理一直由央行直接负责监管。2011 年 5 月央行正式开始颁发支付业务许可证，到 2015 年共发放约 300 张牌照。此后，央行停止颁发许可证，并开始进行强力的支付业务监管。2017 年至 2018 年间，“断直连”、“备付金集中

管理”等纷纷落地，众多支付机构由于各种问题遭到巨额处罚，行业进入规范有序发展的阶段。

第二阶段：蚂蚁金服为主的金融扩张阶段（2011年-2018年）

2010年1月，彭蕾兼任支付宝第三任CEO，支付宝的发展思路由原来的单一支付业务为主的产品逐渐演变成成为涵盖商品买卖、移动支付、金融服务的生态系统，尤其是金融服务，成为这一阶段的重要方向；2013年3月，支付宝的母公司宣布将以其为主体筹建小微金融服务集团，小微金融成为蚂蚁金服的前身；2014年10月，蚂蚁金融服务集团正式宣告成立，蚂蚁金服走上金融发展之路。根据统计，截至2020年12月，蚂蚁集团旗下拥有支付牌照、网络小贷、银行、保险、券商、基金、商业保理等众多金融/类金融业务资格，远超过多数金融持牌机构。

表2 蚂蚁集团的金融牌照梳理（2020年12月）

范围	资格/牌照	获得时间	获得主体	备注
第三方支付	支付业务许可证	2011年5月	支付宝（中国）网络技术有限公司	第一批获得
公募基金	基金销售支付结算业务资格（基金第三方支付）	2011年5月	支付宝（中国）网络技术有限公司	/
	公募基金业务资格	2013年10月	天弘基金管理有限公司	蚂蚁集团为第一大股东（持股51%）
	基金代销牌照业务资格	2015年4月	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	收购杭州数米基金销售有限公司
	公募基金投资顾问业务	2019年12月	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	第二批试点获得
银行	民营银行	2015年5月	浙江网商银行	第一批试点民营银行
小贷公司	网络小贷	2013年8月	重庆市蚂蚁小微小额贷款	花呗主体
	网络小贷	2011年6月	重庆市蚂蚁商诚小额贷款	借呗主体
消费金融	消费金融	2020年9月	重庆蚂蚁消费金融有限公司	第一大股东（持股50%）
保险	财产保险业务	2016年7月	国泰财产保险有限责任公司	第一大股东（持股51%）
	互联网保险	2013年10月	众安保险	第一大股东（持股19%）
	相互保险	2017年5月	信美人寿相互保险社	第一大股东（34.5%）
	保险代理	2016年9月	蚂蚁保保险代理有限公司	/
征信	百行征信	2018年3月	芝麻信用管理有限公司	持股8%
保理	商业保理	2012年12月	商融（上海）商业保理有限公司	/

资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华宝证券研究创新部

点评：对于2011年开启的金融扩张时代，监管部门对包括蚂蚁集团在内的互联网平台公司，采取的态度是在符合监管要求的前提下有条件地允许设立。2020年9月，蚂蚁集团就与多家企业联合获得了消费金融牌照。除了证券牌照外，蚂蚁集团囊括了大部分金融业务资格，面对互联网公司属性的金控集团，2018年5月市场传出的五家金融控股监管试点名单中，蚂蚁金服赫然在列。2020年9月，国务院印发了《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，央行也颁布了《金融控股公司监督管理试行办法》，因此在招股说明书中，蚂蚁集团表示，公司拟以全资子公司浙江融信为主体，申请设立金融控股公司并接受监管，并由浙江融信持有从事金融活动的子公司的股权。金融业务的纳入金控统一管理，将成为监管部门对互联网机构从事金融业务的主要态度。

第三阶段：金融审慎下回归本质阶段（2018年至今）

2017年，在监管趋严和竞争加剧的背景下，蚂蚁金服宣布由“FinTech”向“TechFin”转型，战略转向技术输出，为传统金融机构、互联网公司以及金融科技输出定制化解决方案。去金融化、去杠杆、发展技术为金融机构和政府赋能成为蚂蚁此后的主要思路。2018年5月，蚂蚁金服旗下花呗宣布向银行等金融机构开放，未来将与金融机构共同开拓更多服务场景，这也意味着蚂蚁金服的所有金融产品（财富号、车险、定损、互联网货币基金）均已实现开放。此外，在云计算、区块链等数字经济领域，以及互联网财富管理领域，蚂蚁集团顺应时代发展趋势不断探索，不断优化金融服务模式。在此阶段由于对网络借贷的强监管，蚂蚁集团也逐步重视金融产品代销尤其是公募基金为主的线上销售、服务与社区运营和直播。2020年7月，蚂蚁金服正式更名为“蚂蚁集团”，标志蚂蚁从金融服务业务战略转向金融科技业务领域，即实现由金融公司向科技公司的转型。拆分金融与科技业务，是当下以及未来蚂蚁集团的主要选择。

点评：在金融供给侧结构性改革、增强金融服务实体经济能力和打好防范化解金融风险攻坚战的大趋势下，蚂蚁集团较早启动转型（2017年），体现蚂蚁集团对政策的敏感性以及监管层对蚂蚁业态的关注。但蚂蚁集团的IPO紧急暂缓以及当下互联网平台重新审视金融业务与科技业务的界限，是整个互联网金融行业的新方向。2020年伊始，对于互联网平台金融的宏观审慎管理体现了监管部门对于新一轮互联网发展的重新思考与定位。2020年公募基金产品的热销，蚂蚁集团利用其扎实的财富业务基础和丰富的业务资源及时开启了全新的应对策略。

表3 蚂蚁集团发展三阶段

阶段	周期	代表业务	标志事件	监管态度
第一阶段	2004年-2011年	支付宝为主的支付业务	2011年，获得国内首批第三方支付牌照	2015年前：鼓励发展； 2015年-今：支付牌照暂停发放，对支付业务纳入全面监管
第二阶段	2011年-2018年	蚂蚁金服线上借贷业务	2013年，与天弘基金推出的余额宝货币基金产品	2017年前：符合要求允许申请； 2017年-今：金融供给结构侧改革
第三阶段	2018年-今	公募财富管理的全新业务（拆分金融与科技）	2017年底，蚂蚁金服宣布由“FinTech”向“TechFin”转型	2018年-今：《金融科技发展规划（2019-2021年）》、金控集团、小微小贷管理监管办法

资料来源：华宝证券研究创新部

1.2. 行业变革：新互联网财富时代的来临

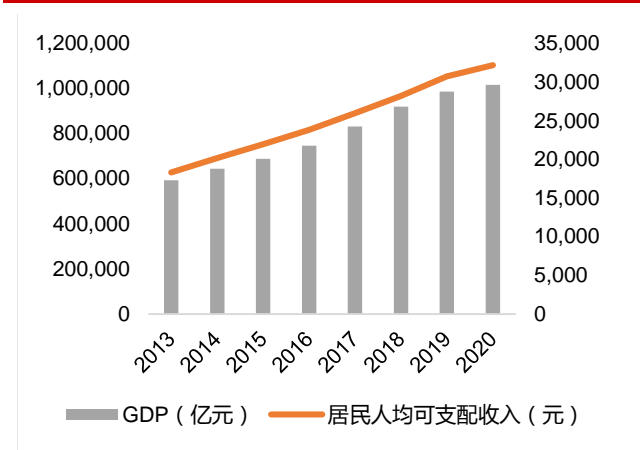
2020年，以财富管理为主线的线上化投顾与数字化财富大时代已拉开全面竞争的序幕。2021年1月和2月，公募基金连续2个月的开门红数据足以证明大财富管理市场的宽度和深度。以公募基金、标准化产品为主线，用数字化思维去营销的互联网金融一如当初的时代浪潮，大浪淘沙方见真。站在新的时间窗口下，互联网金融生态圈发生了根本性的变化。与2013年余额宝开启的第一轮财富运动不同，当下互联网财富管理面临的是更为成熟的投资市场、更为理性的宏观审慎监管以及投教更为全面的客户群体，经历了2020年互联网金融监管政策的层层加码后，全新的互联网财富管理新时代是各种因素叠加的必然。

1.2.1. 宏观因素：疫情后经济增长强力，居民可支配收入攀升

2020年全球经济遭受到新冠疫情的重创，作为全球第二大经济体，得益于互联网以及数字化经济思维，中国的经济表现强劲，中国个人可投金融资产总量也有显著提升，为互联网财富管理行业的发展奠定了客户需求基础。根据国家统计局公布的2020年经济数据：全年国内生产总值为1015986.2亿元，GDP总量突破百万亿元大关，从2013年到2020年，我国国内生产总值持续上升。截至2020年底，我国居民人均可支配收入达32189元，相比上年

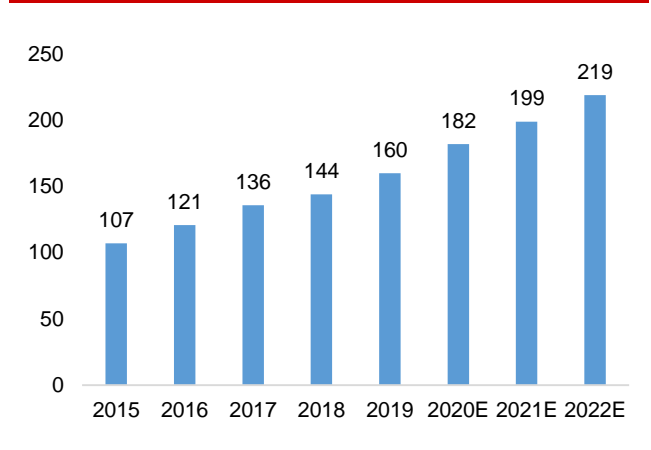
名义增长 4.7%，我国居民收入呈平稳增长趋势。随着个人财富的不断累积，我国个人可投资资产规模也将大幅度增长。根据 Oliver Wyman 的预测，中国个人可投资资产规模将从 2019 年的 160 万亿元以 10.3% 的年均复合增长率增长至 2025 年的 287 万亿元，至 2021 年底，这一规模将接近 200 万亿元。正是基于当前的大环境，互联网财富管理时代成为了为居民服务、为居民财富增值保值的大时代。

图 3 2013-2020 GDP 总量与居民人均可支配收入



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 4 中国个人可投资金融资产总量 (万元)



资料来源：Oliver Wyman，华宝证券研究创新部

1.2.2. 配置因素：房地产限购政策持续，类固收收益率调控

2020 年以来，房住不炒成为稳定我国房地产市场健康运行的主旋律。以上海为例，2021 年 1 月，上海市住建委等八个部门联合发布“沪十条”，分别从土地、限购、信贷等方面调控楼市，并指出若夫妻离异，任何一方自夫妻离异之日起 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。一线城市的房地产被锁定，财富需求导致居民需要更具有吸引力和流动性的金融产品去承担。

表 4 北上广深一线城市购房条件

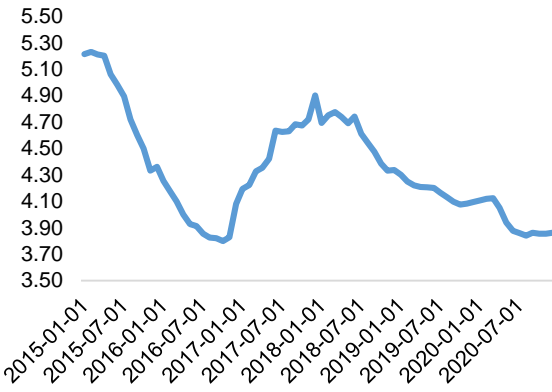
		北京	上海	广州	深圳
本地户籍限 购套数	单身	1	1	1	1
	已婚	2	2	2	2
非本地户籍 限购套数	购房 资格	有效暂住证和连续 5 年(含)以上在本市缴纳社会保险或个人所得税缴纳证明	连续 5 年及以上在本市缴纳社会保险或个人所得税	自购房之日前 5 年内在本市连续缴纳 3 年以上个人所得税缴纳证明或社会保险缴纳证明	自购房之日起计算的前 5 年及以上在本市连续缴纳个人所得税或社会保险
	单身	1	0	1	1
	已婚	1	1	1	1

资料来源：华宝证券研究创新部

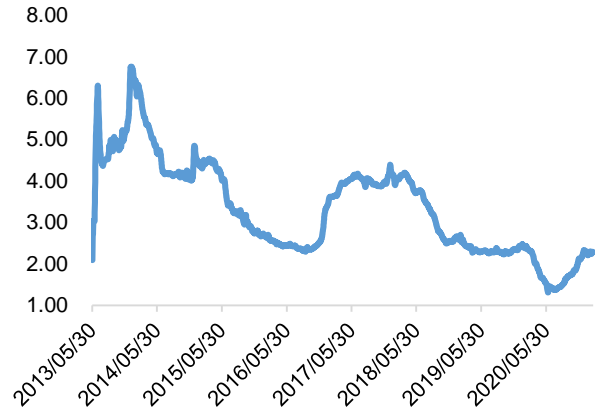
在宽松货币政策的引导下，全球市场处于资金面宽松的局面。2018 年以来，我国银行理财及货币基金收益率大幅下降。根据 iFind 数据，2015 年初，银行理财收益率为 5.23%，到了 2020 年 12 月底，银行理财产品平均收益率为 3.85%，同比下降 1.38%。此外，红极一时的“天弘余额宝”货币基金产品七日年化收益率也逐年下降。自 2013 年 5 月该基金成立以来，其收益率最高值可达 6.76%，而截至 2020 年底，其七日年化收益率仅为 2.34%，减少近 4.42%。

图 5 银行理财平均收益率 (%)

图 6 天弘余额宝七天年化收益率 (%)



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

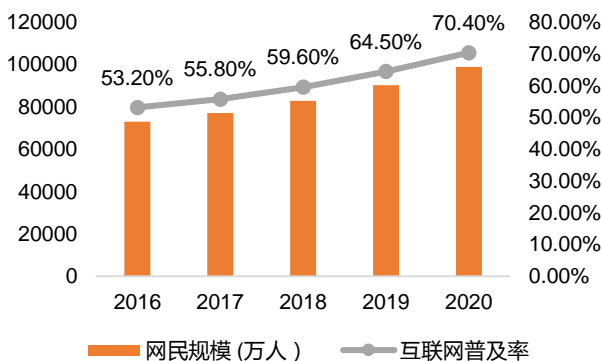


资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

1.2.3. 客群因素：互联网广泛普及，投资人群年轻化

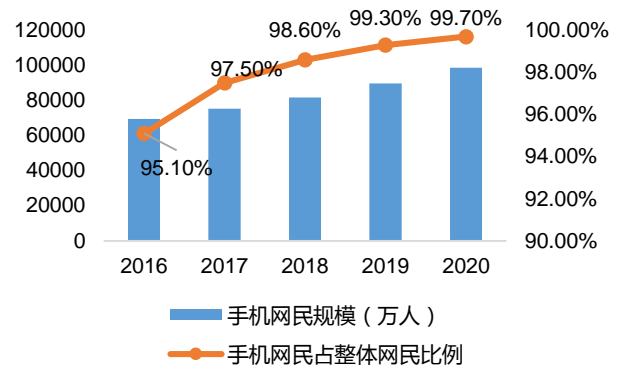
根据互联网络信息中心 2021 年发布的第 47 次《中国互联网发展状况统计报告》显示，至 2020 年 12 月底，中国网民规模达 9.89 亿人，互联网普及率达 70.4%，我国网民总体规模已占全球的五分之一左右。与 2020 年 3 月相比，仅六个月新增网民就高达 8640 万人次，互联网普及率提升 5.9%。智能手机的普及进一步提升了我国互联网的普及率，截至 2020 年底，我国手机网民达 9.86 亿人，占总体网民的 99.7%。

图 7 2016-2020 年网民规模及互联网普及率



资料来源：中国互联网络信息中心，华宝证券研究创新部

图 8 2016-2020 年手机网民规模及普及率

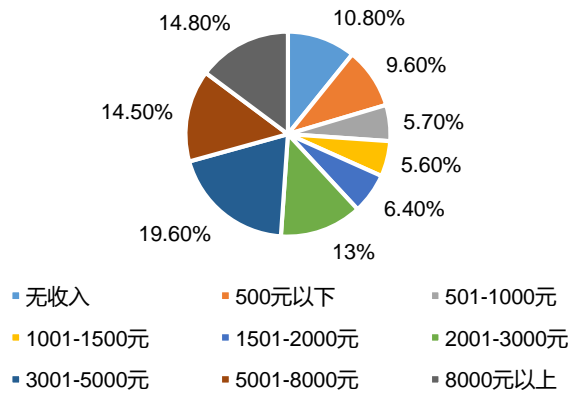
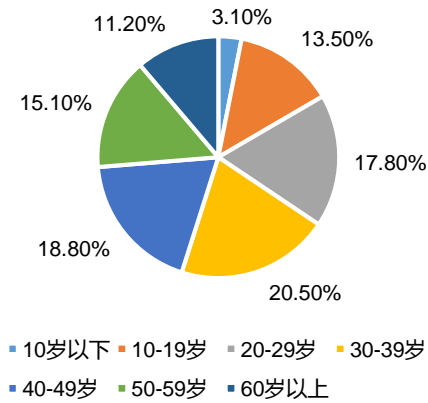


资料来源：中国互联网络信息中心，华宝证券研究所

根据中国互联网络信息中心调查的数据显示，我国 20 至 60 岁的青壮年占据了我国网民规模的 72.2%。根据安永等机构的报告显示，年轻一代的客户对未来财富管理最关注的前三名：全面数码生态系统/多渠道服务、自助投资平台、即时通信应用程序（微信、WhatsApp 等）。开展互联网财富管理业务是吸引新时代年轻人的重要方式。此外，根据中国互联网络信息中心调查的数据显示，在我国，互联网客群的收入普遍在 8000 元以下，月收入在 8000 元以上的网民仅占到整体的 14.8%。而开展互联网财富管理业务，其目标群体也足够单一即使用智能手机的互联网长尾客户。

图 9 截至 2020 年底我国网民年龄结构

图 10 截至 2020 年底我国网民收入结构



资料来源：中国互联网络信息中心，华宝证券研究创新部

资料来源：中国互联网络信息中心，华宝证券研究创新部

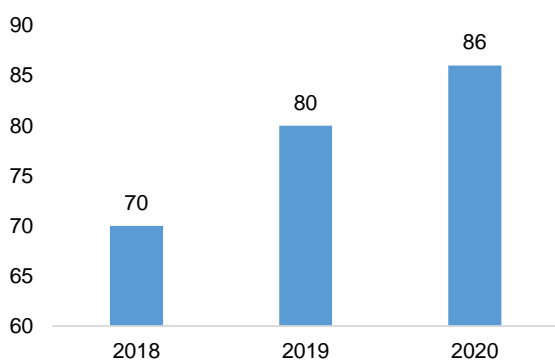
1.3. 2020 年全球互联网金融行业：数字货币与 SPAC

1.3.1. 全球数字货币：2020 年加速推进

(1) 全球央行数字货币进程加速

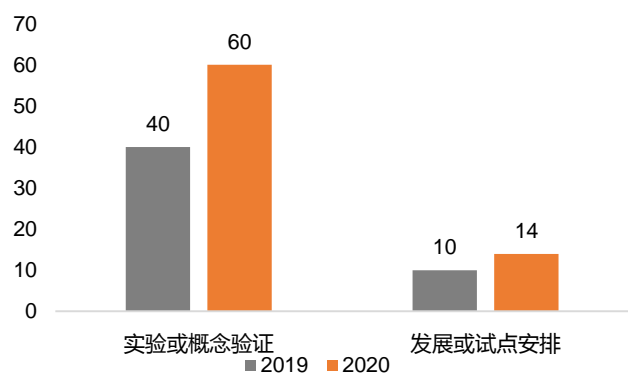
2020 年，央行数字货币成为了全球各国央行竞相关注的焦点。与 2019 年多数国家在基本概念、发行类型以及社会价值贡献等方面存在巨大分歧不同，从 2020 年开始，各国央行对数字货币形态的认可以及付之实践成为大趋势。2021 年 1 月，国际清算银行（BIS）的工作论文《Ready, steady, go? – Results of the third BIS survey on central bank digital currency》显示，目前全球有 86% 的中央银行正在致力于推出自己的数字货币 CBDC，大约 60% 的中央银行在进行 CBDC 的实验或概念验证(Experiments or proofs-of-concept)，这一数字相比于 2019 年增加了近 20%。而 2020 年，有近 14% 的央行已经发展或试点安排 (Development or pilot arrangements)。

图 11 正积极探索 CBDC 的样本国家占比 (%)



资料来源：国际清算银行，华宝证券研究创新部

图 12 两种研究类型结果样本国家比例 (%)



资料来源：国际清算银行，华宝证券研究创新部

2020 年，少数国家诸如巴哈马、柬埔寨等已经发行了央行数字货币，包括中国在内的一部分国家正处于测试环节。其他发达国家诸如美国和俄罗斯都已经不局限于概念与理论研究，进入高阶的准备阶段。当然，传统的欧洲地区，尤其是英国等国家目前进程稍慢处在初期的研究阶段。

表 5 2020 年全球部分国家或地区央行数字货币的发行状态

状态	国家/地区	内容	备注
发行中	巴哈马	2020 年 10 月，巴哈马中央银行宣布 Sand Dollar	成为世界上首个正式推出 CBDC

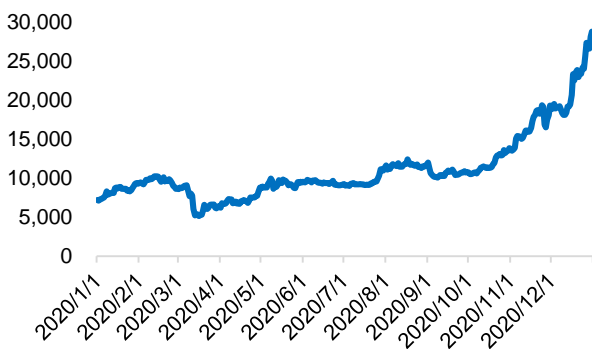
		作为一种国家支持的虚拟货币现在可在全国范围内使用	的国家
	柬埔寨	2020年10月,正式推出由柬埔寨央行支持的数字货币 Bakong	Bakong 支持美元和里尔(柬埔寨货币)的交易
试点中	中国	2020年10月和12月,深圳和苏州进行试点	中国的 DCEP 数字人民币试点
	瑞典	2020年2月,宣布实行数字货币“e 克朗”试点	或将成为全球首个无现金国家
准备中	美国	2021年2月,美联储主席鲍威尔认为,不需要成为开发数字货币的第一人	之前谨慎,进入2020年态度转变,不再仅限于研究,2021年开始试验
	俄罗斯	2020年10月,俄罗斯央行于正式发布了 CBDC 咨询报告	至少有五家俄罗斯银行,有意参与2021年上半年俄罗斯非公开的数字货币卢布试点项目
研究中	欧盟	2020年10月,欧洲央行发布一份关于可能发行数字货币的综合报告。欧洲央行计划于2021年年中就是否启动数字欧元项目做出决定。	欧洲央行于2020年10月12日启动公共咨询
	英国	2020年初,英格兰银行(央行)发布的报告显示“如果英国要引入 CBDC,它将以英镑计价。但英国央行尚未决定是否引入 CBDC,并打算广泛考虑这样做的好处、风险和实用性。”	2020年7月,英国央行行长贝利表示“正在研究是否应该创建英格兰银行数字货币”。

资料来源:新华社网站, Wind, 搜狐网, 华宝证券研究创新部

(2) 比特币震荡中单价屡创新高

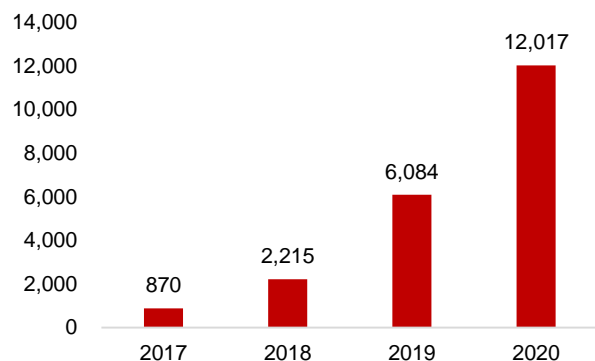
2020年,是比特币诞生的第12年,也是比特币发展历程中波动最为剧烈的一年。年初受到疫情影响比特币悬崖式跌到3800美元/枚,但随着夏天疫情有所好转以及比特币每四年一次的减半机制,比特币随之上涨并在10000-12000美元/枚附近震荡。进入10月份,华尔街投资机构诸如 ARK Invest 等纷纷公布比特币持仓,比特币迎来一波快速的大涨行情。2020年最后两月,比特币接连突破关键价位,毫不费力刷新19000美元/枚的历史记录,并在年末突破29000美元/枚的大关。此外,比特币的年交易量又一次刷新记录,其加密货币的地位已经稳固。2017年比特币仅有约0.87万亿美元交易量,2018年翻倍为2.21万亿美元,2019年比特币全年交易量为6.08万亿美元,2020年再次翻倍达到12.01万亿美元,高于前三年交易量之和。

图 13 2020 年比特币价格走势 (美元/枚)



资料来源: QKL123 官网, 华宝证券研究创新部

图 14 2017-2020 年比特币年交易量 (单位: 十亿美元)



资料来源: Bitcoinvisuals 官网, 华宝证券研究创新部

1.3.2. 海外互联网机构上市新模式: SPAC

2020年,海外证券市场 SPAC (特殊目的收购公司, Special Purpose Acquisition Company) 上市模式骤然兴起。以美国为主的资本市场通过 SPAC 上市的企业数量和募资规

模皆创历史新高，尤其是互联网类、科技类、新技术类以及新能源企业，通过 SPAC 上市成为了它们的首选。国内的众多新业态机构，诸如在线教育、医美等机构也通过 SPAC 形式登陆美股证券市场。

（一）SPAC 基本概述

（1）SPAC 定义：为收购未上市公司而设的特殊形式公司

SPAC 的英文全称为 Special Purpose Acquisition Company，译为特殊目的收购公司，为海外（主要是美国、加拿大）特有的一种上市形式。根据美国证监会官网的介绍，特殊目的收购公司被定义为一家没有具体业务的公司，其设立目的是通过首次公开发行（IPO）来募集资金以收购合并另一家私有公司，即 SPAC 并购交易（De-SAPC Transactions）可使得该私有公司快速上市。因此，特殊目的收购公司也被称为空头支票公司(Blank-Check Company)。

（2）SPAC 性质：另类 IPO 模式

SPAC 并不完全是一种传统的 IPO，它的性质像是一种另类的 IPO 模式。与传统的买壳上市不同，SPAC 是由发起方（或者投资人）自己造壳，其自身并没有实际业务，公司账户里只有募集的现金，并根据上市的规则要求在一定期限内通过并购非上市公司来实现业务注入和价值增值。SPAC 募集的资金需要全数存放在托管账户，日后用作合并或收购。寻找到合适目标后，须聘请承销商等专业机构为合并或收购的项目进行一系列尽职调查及财务审计等，并需要通过股东大会决议进行收购或合并。若公司在限期内成功实现并购上市，股价和市值与其他上市公司表现并无差异，若公司未能觅得收购目标，则面临清盘风险。

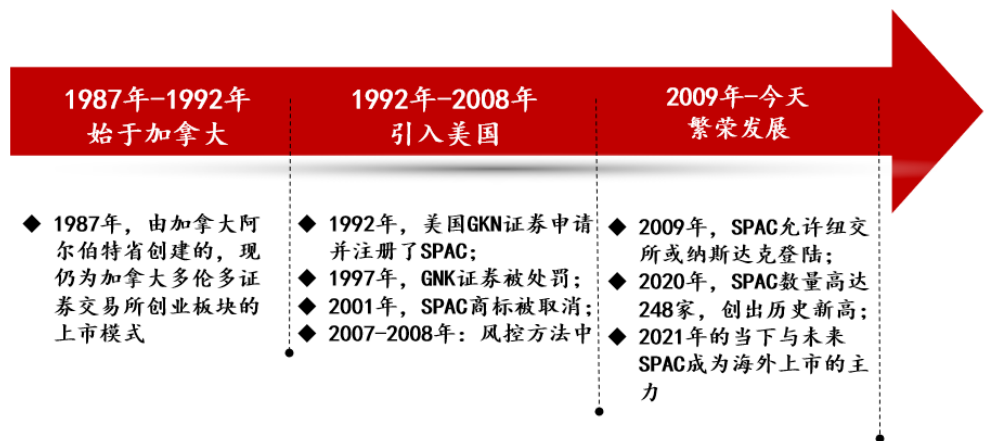
（3）SPAC 参与方：华尔街与硅谷大佬

SPAC 发起人一般为有相关行业背景和经验的管理团队，通常有以下几类：1、能力突出的管理人员；2、资金充沛的人员；3、另类资产管理公司；4、上市公司；5、投资银行。目前美国的 SPAC 主要是由基金、著名投资人、华尔街以及硅谷公司大佬等出资作为发起人成立空白支票公司后，于纳斯达克或纽约证券交易所上市集资，其任务是一至两年内集中收购具前景，但尚未上市的公司。

（4）SPAC 发展历史

SPAC 的整体发展历史可概括为始于加拿大兴于美国。但细分来看，SPAC 整体发展有三大阶段。

图 15 SPAC 发展历程与三阶段



资料来源：华宝证券研究创新部

（二）回顾 2020 年 SPAC 发展情况

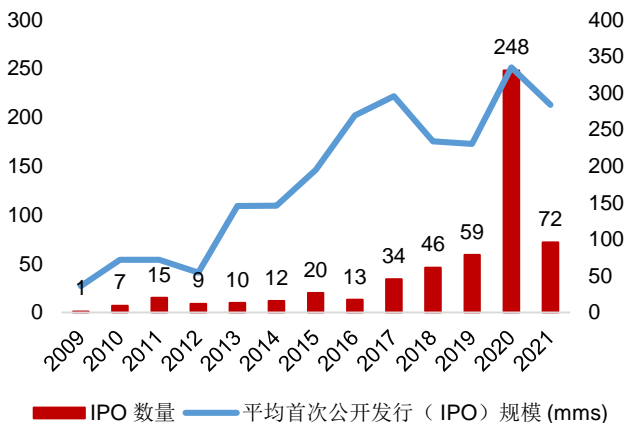
(1) SPAC 数量：井喷增长

根据 SPAC Insider 数据显示，近十年来，美国 SPAC 首次公开发行（IPO）数量及平均 IPO 规模均呈上升趋势。受到 2020 年新冠疫情的冲击，市场的不确定性使得传统 IPO 表现疲软，更多企业将目光转向 SPAC 上市模式，并将 2020 年 SPAC 发行数量及规模都推至近十年新高，分别为 248 家与 3.348 亿美元。相比于 2019 年的 59 家 SPAC 公司，2020 的 IPO 数量翻了近三倍多，平均 IPO 规模也增长了 45%，由此可见，2020 年是 SPAC 公司蓬勃发展的一年。截至 2021 年 1 月 26 日，2021 年 1 月 26 日前的两个月的 SPAC IPO 数量已达 72 家，平均 IPO 规模达 2.839 亿美元，进而推测，2021 年 SPAC 的规模将进一步扩大。

(2) SPAC 成功上市率：仅一成

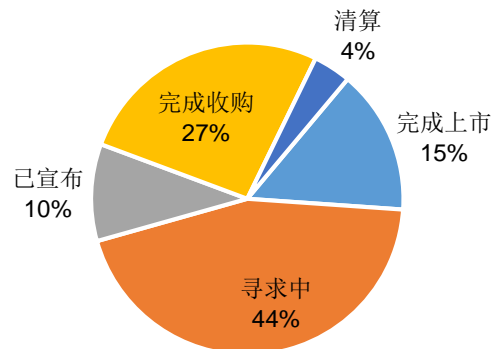
根据 SPAC Insider 的数据显示，从 2010 年至 2021 年 2 月，共有 667 家 SPAC 公司发起上市，其中约 297 家即总数的 45% 目前仍在寻求（Searching）合并目标企业；完成收购（Completed）即完成合并的 SPAC 公司数量为 177 家，占比 27%；已宣布（Announced）并购目标的企业占总数的比例为 10%；最终完成注册上市（Filed for IPO）的 SPAC 公司目前仅 100 家，占据总数的 15%。另外，26 家即约 4% 的 SPAC 公司未在规定时间内完成并购，则被清算（Liquidated）。

图 16 2009-2021 年 2 月美国 SPAC 的 IPO 数量以及平均规模（右轴，单位：百万美元）



资料来源：SPAC Insider 网站，华宝证券研究创新部

图 17 2010 至 2021 年 2 月美国 SPAC 公司发行状态最终情况



资料来源：SPAC Insider 网站，华宝证券研究创新部

(3) SPAC 公司发行规模：5 亿美元以下

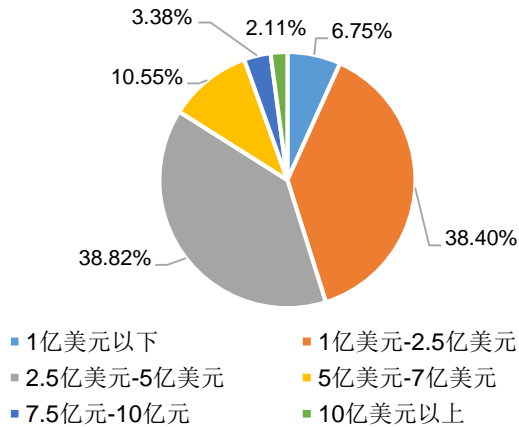
根据 SPAC Track 数据，2020 年 SPAC IPO 发行规模集中在 1 亿美元至 5 亿美元的区间，占据发行总体的 77.22%，其中发行规模在 2.5 亿美元至 5 亿美元的 SPAC 公司占总体的 38.40%，发行规模在 1 亿美元至 2.5 亿美元的 SPAC 公司占总体的 38.82%。其次，规模在 5 亿元至 7.5 亿元的公司占总体的十分之一，上市规模大于 7.5 亿美元以及小于 1 亿美元的公司则只分别占有总数的 5.49% 及 6.75%。其中，值得一提是对冲基金经理比尔阿克曼（Bill Ackman）于 2020 年 7 月创立的 SPAC 公司潘兴广场唐亭控股有限公司（Pershing Square Tontine Holding，代码 PSTH）共募集了 40 亿美元，创造了 SPAC 募集规模的新高。

(4) SPAC 市场中介：涵盖传统大部分投行

根据 SPAC Research 数据，2019 年参与 SPAC 承销的券商共 32 家，而 2020 年这一数据激增到 71 家，接近原先的一倍。2020 年，美国上市的 SPAC 公司的承销商不仅包括传统大型投行，例如瑞士信贷集团（Credit Suisse）、花旗集团（Citi group）、高盛（Goldman Sachs）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、摩根大通（JP Morgan）等，还包括 Early Bird Capital 此类主营 SPAC 上市的专业投行。从承销额和承销数量上看，瑞士信贷集团（Credit Suisse）以

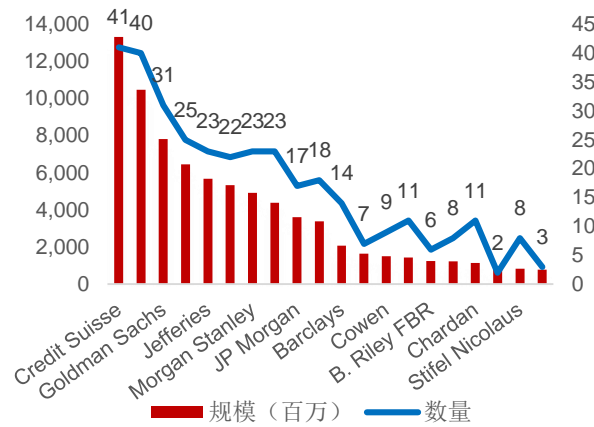
41 家 SPAC 上市公司以及 133.239 亿美元的承销规模占据榜首，相比 2019 年，承销数量及承销额俱佳的康多尔（Cantor Fitzgerald）仅为 14 家及 30.76 亿美元。

图 18 2020 年美国 SPAC 公司募集资金规模（单位：%）



资料来源：SPAC Track 网站，华宝证券研究创新部

图 19 2020 年美国投行机构承销 SPAC 公司数量（右轴，家）以及承销规模（左轴，百万美元）



资料来源：SPAC Research 网站，华宝证券研究创新部

2. 互联网金融商业模式：传统机构数字化与互联网财富管理新时代

2.1. 传统金融机构全面数字化改革：监管落地 平稳前行

进入 2020 年，面对疫情带来的新变化，传统的金融机构加速优化手机 APP 等“非接触式”服务，提供“云”保障和线上服务，保障了基本金融业务不中断。经过前几年的摸索式发展，监管部门对于金融机构业务互联网化发展态度更为明确，那就是在统一的业务规则管理下，明确金融机构开展互联网业务、数字化业务的边界、理清机构的权利和义务、规范行业健康发展。传统的金融机构纷纷放弃“互联网金融+”概念，全面拥抱并开启数字金融。

2.1.1. 数字货币：中国 E-CNY 即将到来

2020 年，中国的央行数字货币 DC/EP（中文全称“数字货币电子支付”，对应的英文名“Digital Currency/Electronic Payment”）经过 6 年多的研究、测试与顶层设计，最终于 2020 年 10 月和 12 月分别在深圳、苏州两地进行了红包试点并与世人见面。回顾 2020 年全年，中国在数字货币上位法规范制定以及领导人定调方面，发展蓝图逐渐清晰。通过对 2020 年中国数字货币重要事件的梳理，中国数字货币的发展脉络和趋势跃然纸上。

表 6 2020 年中国数字货币相关大事件

时间	事件/人物/制度	内容	意义
2020.01	央行官方微信公众号发布《盘点央行的 2019：金融科技》	内容指出：在坚持双层运营、MO 替代、可匿名的前提下，基本完成法定数字货币顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作	研发工作基本完成
2020.04	央行数字货币研究所发布	数字人民币正在稳妥推进，先在深圳、苏州、雄安新区、成都及未来的冬奥场景进行内部封闭试点测试	“4+1”试点提出
2020.05	央行行长易纲表示	数字人民币目前的试点测试，还只是研发过程中的常规性工作，并不意味着人民币正式落地	暂无推出时间表

		发行，何时正式推出尚未有时间表	
2020.08	商务部印发《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》	在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点。人民银行制订政策保障措施；先由深圳、成都、苏州、雄安新区等地及未来冬奥场景相关部门协助推进，后续视情扩大到其他地区	再次明确 4+1 试点
2020.10	深圳试点	深圳市人民政府联合中国人民银行开展了数字人民币红包试点	国内首次试点
2020.10	《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》	规定人民币包括实物形式和数字形式，明确任何单位和个人禁止制作与发售数字代币	上位法修订
2020.10	央行行长易纲发表《建设现代中央银行制度》	指出稳妥推进数字货币研发，有序开展可控试点，健全法定数字货币法律框架	法律框架再提出
2020.10	第 21 期《求是》杂志发表习近平的重要文章《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》	文章指出，我们要乘势而上，加快数字经济、数字社会、数字政府建设，推动各领域数字化优化升级，积极参与数字货币、数字税等国际规则制定，塑造新的竞争优势	国家领导人定调
2020.11	央行行长易纲	央行数字货币仍处于初始阶段，还需复杂而完善的法律和监管框架辅以支撑；	法律和监管框架
2020.11	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	建设现代中央银行制度，完善货币供应调控机制，稳妥推进数字货币研发	写入十四五
2020.11	中国金融学会会长、央行原行长周小川	DC/EP 是一个双层的研发与试点项目计划，并非一个支付产品。DC/EP 项目计划里可能包括着若干可以尝试并推广的支付产品，这些产品最后被命名为 e-CNY，即数字人民币	DC/EP 与 e-CNY 区分
2020.12	苏州试点	苏州市联合中国人民银行开展数字人民币红包试点	苏州试点

资料来源：央行网站，商务部网站，华宝证券研究创新部

通过梳理，2020 年中国央行数字货币呈现出几个明显的趋势：

第一，从代币到央行主权币：央行数字货币在中国地位逐渐提高、影响力日益变大。虽然金融从业人员以及投资者对数字货币的大部分记忆都还停留在 2017 年，央行等七部委停止了 ICO（Initial Coin Offering，首次代币发行）和比特币的国内交易，普通数字货币遭遇强力监管。但是，央行数字货币却成为全球各国在新一轮数字经济领域竞争的制高点，尤其是我国央行，早在 2014 年组织专家成立了专门的研究团队，2016 年成立数字货币研究所并取代纸币印制研究所，再到 2020 年全年，国家主席领导习近平关于数字货币的讲话、数字货币写进十四五规划、《银行法》的修订以及两个试点城市的推广，央行数字货币在中国地位逐渐提高、影响力日益变大。

第二，从央行数字货币到数字人民币：中国央行数字货币在名称、定义和性质等领域认知逐渐统一。从央行数字货币名称方面，可以清晰看出数字货币在中国的进化：中国央行数字货币是从加密货币/虚拟货币+区块链技术逐渐开启的，经历了海外公有链私人货币诸如比特币的发展以及 CBDC（Central Bank Digital Currencies，央行数字货币）的兴起，2018 年，DC/EP 也即中国版本的 CBDC 被时任央行行长周小川首次提出。2020 年 11 月，周小川再次深度解读 DC/EP 和数字人民币 e-CNY 概念，认为 DC/EP 是一个双层的研发与试点项目计划，并不是一个支付产品，而 e-CNY 是 DC/EP 最终的一个支付产品。从英文 DC/EP 到 e-CNY，再到中文央行数字货币这个专业名称逐渐变为通俗易懂的数字人民币，我国央行数字货币在名称、概念、定义和性质上逐渐明晰。

第三，从运营组织设计到法律+监管框架设计：我国数字人民币顶层设计更加宏观审慎。2020年以来，央行行长易纲多次提到我国数字人民币设计还处于初始阶段，需要制定复杂而完整的法律和监管框架，中国央行期待与国际清算银行（BIS）和全球金融稳定委员会（FSB）展开讨论和合作，让央行数字货币稳步发展。2020年，数字人民币更加关注法律制度的完善以及监管框架的配合，2020年10月《中国人民银行法》征求意见稿中关于数字货币的描述为未来发行数字人民币提供了法律依据。

第四，从理论模型到试点城市运行：我国数字人民币即将大范围推广。2020年10月和12月，我国的深圳市和苏州市分别开启了我国数字人民币红包试点公司。在2020年央行数字货币/数字人民币重要事件中，我们也多次看到，不同领导和政策文件反复强调了4+1试点，即深圳、成都、苏州、雄安新区等地及未来冬奥场景试点。我们有理由相信，大范围推广试点或是2021年的常态。

2.1.2. 数字支付：新政欲来 后浪入场

中国数字经济之所以在全球领先，离不开中国数字支付行业，尤其是第三方支付行业的繁荣发展。2020年11月，银保监会主席郭树清在2020年新加坡金融科技节上提到，“随着电子支付特别是移动支付的普及，中国已实现基本金融服务城乡全覆盖。即使在最偏远的农村地区，每个成年人也都有自己的银行账户。中国的移动支付普及率和规模位居全球首位，存款、取款和汇款几乎都实现了实时到账。网上消费蓬勃发展，城乡居民生活更加方便。”2021年1月，中国人民银行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，央行重新定义了支付业务，《非银支付条例》将原来的“三分法”（预付卡、银行卡收单、网络支付），变为“两分法”（储值账户运营和支付交易处理）。强化支付领域反垄断监管措施，明确界定相关市场范围以及市场支配地位认定标准，维护公平竞争市场秩序。

表7 数字支付业务的再分类

分类		描述	机构以及产品
有清算业务和支付资格	银行等支付机构	内资机构	清算业务许可以及支付均需要有业务资格
		外资机构	
	非银行等支付机构	储值账户运营	根据《非银行支付机构条例（征求意见稿）》
		支付交易处理	
无清算业务和支付资格	硬件以及场景支付	硬件：可穿戴设备、手机入口	苹果 ApplePay, 三星 SamsungPay
		软件：各类支付软件	
	聚合支付	收单外包服务机构（备案约61家）	过技术手段将银行、第三方支付机构的多种支付服务整合于一体
		非银支付机构（如美团钱袋宝）	

资料来源：华宝证券研究创新部

《非银支付条例》虽然目前只是征求意见稿，但是央行对支付行业的规范整治与管理已经日趋明确。目前，支付行业约有200多个支付业务牌照，2016年至今，央行未曾发放新的支付牌照，反而却接连注销与惩罚行业中的违规第三方机构。根据统计，2020年第三方支付机构已收到百余张罚单，罚金总额接近3亿元，远超2018年的罚金2亿元以及2019年的1.5亿元。数字支付业务盈利能力并未如市场预期一样好。根据蚂蚁集团在招股说明书上披露的子公司的财务数据显示，以及“蚂蚁旗下重要子公司2020年1-6月净利润合计占公司合并报表净利润的比例达到88.45%”，我们可以推测出蚂蚁集团数字支付业务的发展情况。根据蚂蚁集团的招股说明书显示，支付宝（中国）网络技术有限公司和Alipay Singapore是蚂

蚂蚁集团旗下“数字支付与商家服务”的重要子公司，通过下表可知，截止到2020年上半年，蚂蚁集团该板块总资产约为705亿元，净资产为203亿元，而净利润仅有2.7亿元。2019年，蚂蚁集团数字支付业务净利润总和甚至为-0.16亿元。

表8 蚂蚁集团数字支付与商家服务子公司基本数据（单位：亿元，1美元=6.8人民币）

板块	公司	业务描述	2020年上半年			2019年			备注
			总资产	净资产	净利润	总资产	净资产	净利润	
数字支付与商家服务	支付宝(中国)网络技术有限公司	主要向商家和消费者提供数字支付及相关业务	558.58	127.18	3.13	476.16	118.5	1.20	人民币
	Alipay Singapore	从事国际数字支付与商家服务业务	21.6	11.29	-0.05	24.08	4.35	-0.2	美元
			146.88	76.77	-0.34	163.74	29.58	-1.36	人民币
合计			705.46	203.95	2.79	639.9	148.08	-0.16	人民币

资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华宝证券研究创新部

尽管市场监管趋严、利润微薄，但作为互联网金融最为重要的入口，数字支付依旧是2020年众多互联网新兴“后浪”们都瞄准的业务方向。2020年1月，拼多多收购获得“付费通”的支付牌照。2020年9月，字节跳动收购合众支付、携程收购东方汇融、小米100%控股了捷付睿通支付。2020年11月，快手收购易联支付获得支付牌照。2020年11月，B站开始在其官网以及多家招聘网站上招募支付业务相关岗位，并对“biliblipay.com”、“biliblipay.cn”等多个域名备案。除互联网公司外，科技硬件公司也纷纷入局。

2021年初，曾宣称不会进入支付领域的手机硬件公司华为通过收购深圳市讯联智付网络科技有限公司获取了支付牌照，国内手机厂商中小米则是第一家获得支付牌照的公司，OPPO以及VIVO等也在互联网金融布局中有所突破。当下的小米集团，通过整合支付业务为入口，成立以天星金融（即原小米金融）为主体的金融业务版图，业务覆盖了小微贷、三方支付、互联网理财、虚拟银行等金融业务。无论是传统的互联网电商平台，还是硬件商、在线旅游公司甚至是视频网站，都逐步通过“支付业务”搭建自己的金融通道和差异化应用场景以获得客户流量以及全流程管控的业务闭环。这一运作模式已成为行业众多机构的金科玉律。

2.1.3. 数字银行：互联网存款与互联网贷款新政落地

(1) 互联网存款

互联网存款始于2018年，由国内的民营银行率先尝试。当年5月，互联网金融平台京东金融与民营银行重庆富民银行合力打造的第一款互联网存款产品“富民宝”正式上线京东金融平台。随后的一年时间，微众银行的“智慧存款+”、蓝海银行的“蓝宝宝”、三湘银行的“灵活存”、众邦银行的“众邦宝”等互联网存款产品上架各类互联网金融平台，互联网存款成为民营银行“揽储”的重要利器。当然除了民营银行外，国内的城商行、农商行、村镇银行、外资银行纷纷开始利用各类互联网平台揽存，获客的力度不断加大，吸收存款的方式从传统的网上银行、手机银行等逐步拓宽到第三方互联网平台以及基于互联网开发平台的自营渠道（如公众号、小程序等）。

互联网存款最初是由无法设立线下分支机构、负债端考核压力较大且业务较为薄弱的民营银行率先推动。银行提供产品和服务，通过第三方互联网金融平台销售存款产品，平台提供存款产品的信息展示和购买接口（债权债务关系方为存款人与银行）。通常平台会展示银行名称、产品期限、起存金额、存款利率、计息规则等信息，突出50万元内存款保险保障的信息。

图20 支付宝（左）与滴滴金融（右）互联网存款产品

图21 互联网存款的宣传亮点（2020年11月）



资料来源：支付宝，滴滴金融APP，华宝证券研究创新部

资料来源：滴滴金融APP，华宝证券研究创新部

随着业务的发展，互联网存款的问题也日益暴露，根据央行金融稳定局局长孙天琦的报告显示，在有的第三方互联网平台存款业务中，一些强势平台介入银行产品和服务的管理，限制客户在银行渠道（如网银、手机银行等）对存款账户和产品进行查询、交易，只允许在平台操作存、取、转账、查询等，平台已成为银行网点服务的线上延伸。互联网平台合作通过发放加息券、现金奖励等方式，进一步提高存款产品利率，有些产品的实际利率早已突破央行制定的利率自律定价机制的上限，风险进一步暴露。

表 9 互联网存款的基本概念

互联网存款	内容	备注
起源时间	2018年5月	京东金融与民营银行重庆富民银行合力打造的第一款互联网存款产品“富民宝”
参与主体	银行、互联网金融平台	银行：国有银行、股份制银行、城商行、农商行、村镇银行、外资银行等 100 多家 ；互联网金融平台：京东金融、苏宁金融、小米金融、度小满等外部 第三方互联网平台 为主
参与方式	互联网三方合作/自主平台	主要通过与互联网金融平台合作展示，少部分在自有 APP、公众号以及小程序中
参与门槛	10-100 元	大部分参与互联网存款为 100 元起
业务规模	1-2 万亿（2020 年底）	数据根据互联网金融平台数据和银行端大致测算
业务本质	一种互联网“揽储”模式	帮助部分地方中小银行、民营银行突破地域约束，其本质依旧是银行存款，借助的渠道是互联网平台
业务特征	支取灵活、利率高、门槛低	客户可以随时支取，部分银行宣传有 50 万存款保险保障
产品形式	活期存款靠档计息、定期存款提前支取靠档计息、周期付息、存单质押贷款等	互联网存款最开始产品形式主要是结构性存款，后期发展成为多类型的业务，包括最新的存单质押贷款
产品逻辑	高利率的互联网贷款覆盖存款的高利息	支取灵活主要因为互联网的存款其实是将部分定期存款进行收益权转让，即定期存款“活期化”；高利息的主要逻辑在与中小银行和民营银行参与互联网公司的小贷放款业务，即高贷款利率覆盖高存款利息
监管关注	人行窗口指导	2019 年 1 月，部分银行收到人行窗口指导整改靠档计息存款产品，诸如微众银行下降了智慧存款+产品
	央行金融稳定局局长孙天琦的讲话或者最新文章	2020 年 11 月，《线上平台存款——数字金融和金融监管的一个产品案例》
		2020 年 12 月，《第三方互联网平台存款：数字金融和金融监管的

	一个产品案例（续）
	2021年3月，《互联网存款业务的国内外监管新进展》
监管制度	2020年3月，央行《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》，要求整改定期存款提前支取靠档计息等不规范存款产品
	2021年1月，银保监会、央行《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务的通知》明确商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务

资料来源：华宝证券研究创新部

2020年12月，中国人民银行金融稳定局局长孙天琦在第四届中国互联网金融论坛上发表题为《第三方互联网平台存款：数字金融和金融监管的一个产品案例（续）》的演讲，直指第三方互联网金融平台销售银行存款产品的业务属于“无照驾驶”的非法金融活动，应纳入金融监管范围，随后几天互联网金融平台诸如京东金融、支付宝、苏宁金融等纷纷下架各种存款创新产品。2021年1月，银保监会、人民银行正式发布《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务的通知》，对通过第三方互联网平台开展的定期存款和定活两便存款业务予以规范，存量业务持有到期后自然结清，对其中商业银行、互联网平台及第三方支付机构涉及的各项违法违规行为依法采取监管措施。2021年2月初，人民银行召开加强存款管理工作电视电话会议，研究部署加强存款管理工作。2021年2月底，人民银行发布《2020年第四季度中国货币政策执行报告》将存款以“专栏1”的形式进行全面分析，报告要求加强对不规范存款创新产品、结构性存款、异地存款的管理。

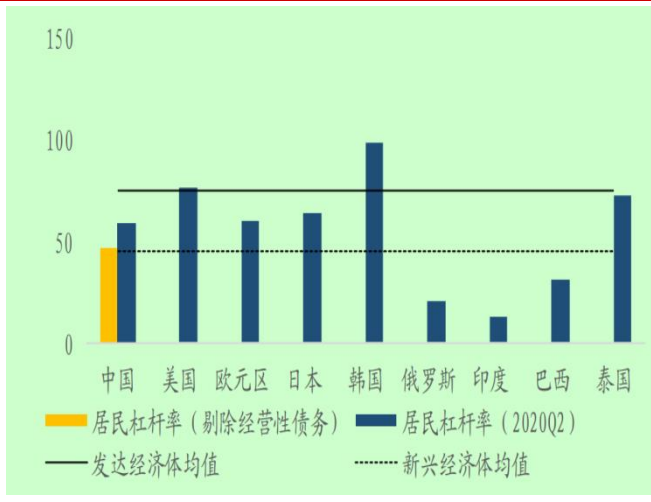
至此，中国发展仅2年时间的互联网存款产品正式成为历史，银行作为金融系统中重要的责任机构，承担了防范化解金融风险的重要作用，而存款基准利率作为我国利率体系的“压舱石”，是市场各方主体尤其是居民百姓长期关注的资产价格锚定物。互联网存款所谓的创新背后依旧是“高息揽储”、“期限错配”。一旦资产风险增加，对依赖度较高的地方银行、民营银行而言，负债偿还压力相应增加；同时高息揽储、期限错配进一步推升银行负债端资金成本，将刺激银行寻求高收益资产，将资金投向高风险领域。互联网技术本是中性的，但在未来，金融机构的任何创新都必须符合客观规律、符合监管要求，甚至是符合金融为民的初心使命。

（2）互联网贷款

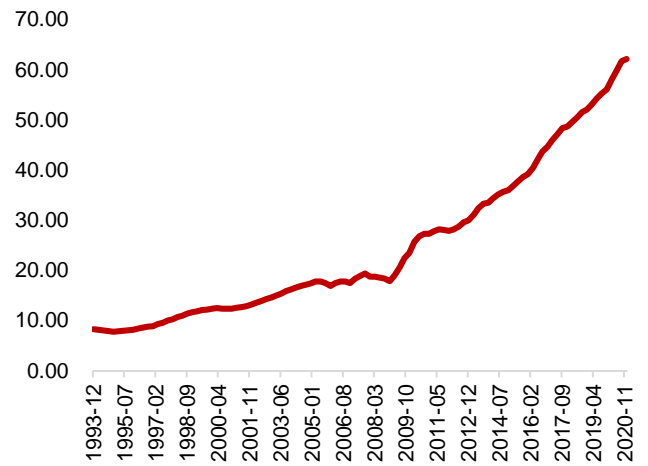
对于广义的互联网贷款业务而言，目前市场上参与者众多，传统的持牌金融机构，诸如银行、消费金融公司，往往布局消费贷款线上化转型，新兴互联网机构则多与传统金融机构展开合作，通过联合贷款或助贷模式展业。根据《2020年第四季度中国货币政策执行报告》的数据显示，2020年上半年末，BIS统计口径的我国居民杠杆率为59.1%，与欧元区和日本基本相当。剔除经营性居民债务后，居民杠杆率约为46%，我国居民整体杠杆率处于中高位水平。尤其是2011年至今，我国居民部门杠杆率持续走高，根据Wind的统计显示，2011年1月至2020年12月，我国居民部门杠杆率从27.8%上升至62%，上升幅度超过30个百分点。究其原因，除了房贷之外，这与2010年开始的互联网金融时代，尤其是线上借贷业务的高速发展有着较为密切的关系。

图 22 世界主要各国居民杠杆率水平（%）

图 23 中国居民部门杠杆率（%）



资料来源: BIS, 央行, 华宝证券研究创新部



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

互联网贷款于中国发展的显著特征之一为商业银行借助互联网平台开展联合贷和助贷。根据蚂蚁集团的招股书显示,截至2020年6月30日,蚂蚁集团是中国最大的线上消费信贷和小微经营者信贷科技服务商,蚂蚁集团微贷科技平台促成的信贷余额不断创新高。从2017年的6475亿元至2018年1.04万亿,2019年末达到2.01万亿。截至2020年6月30日,蚂蚁集团微贷科技平台信贷余额2.15万亿,其中消费信贷约1.73万亿,小微经营者信贷4217亿元。而万亿规模的信贷业务中,金融机构合作伙伴(约100家银行)进行实际放款或已证券化的比例合计约为98%。也就是仅2%是由蚂蚁集团提供。此外,某北方地区的银行中小城商行年报显示,其消费贷接近70%的比例来自外部合作互联网平台。2020年蚂蚁集团招股说明书披露的联合贷和助贷“亮眼”数据以及风险承担机制的“失位”,让互联网贷款成为新的监管风口,互联网监管风暴随之而来。

2020年7月,银保监会正式发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》(以下简称《办法》),2021年2月,银保监会印发《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》(以下简称《通知》)。《通知》虽然只有短短的不足1000字,但在政策导向、监管力度上更加明确,不仅提出了互联网贷款指标的三条红线,还明确将信托公司、消费金融等纳入互联网贷款监管范围,进一步细化了对商业银行互联网贷款业务的审慎监管要求。然而,对于互联网贷款的政策收紧还远未结束。2021年3月,中国银保监会办公厅等5部门联合发布了《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》,通知中明确禁止小额贷款公司向大学生发放互联网消费贷款,禁止非持牌机构为大学生提供信贷服务,避免大学生过度借贷。

表 10 互联网贷款的基本概念

互联网贷款	内容	备注
定义	商业银行运用移动互联、大数据分析等IT新技术,基于风险数据和风险模型进行交叉验证和风险管理,线上自动受理贷款申请,实施客户信用评级和贷款风险评估,并完成授信审批、合同签订、放款支付、贷后风险管理等核心业务环节操作,为符合条件的借款人提供的用于消费或日常生产经营周转等的个人贷款以及小额的流动资金贷款	《办法》第三条,这里的互联网存款为狭义的商业银行互联网贷款业务
展业主体	《办法》仅约束商业银行;《通知》新增:外国银行分行、信托公司、消费金融公司、汽车金融公司	小贷公司的互联网贷款要求以2020年11月银保监会发布的《网络小额贷款业务管理暂行办法(征求意见稿)》为准
合作机构	包括但不限于银行业金融机构、保险公司等金融机构和小额贷款公司、融资担保公司、电子商务公司、非银行支付机构、信息科技公司等非金融机构	《办法》第四条
贷款授信额	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	《办法》第六条

度	20 万元	
联合贷比例	商业银行与合作机构共同出资发放互联网贷款的，单笔贷款中合作方的出资比例不得低于 30%	与 2020 年 11 月发布的《征求意见稿》相一致，在单笔联合贷款中，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的出资比例不得低于 30%
集中度指标	商业银行与单一合作方发放的本行贷款余额不得超过本行一级资本净额的 25%，商业银行与合作机构共同出资发放的互联网贷款余额，不得超过本行全部贷款余额的 50%	/
跨地域经营	地方法人银行不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务；无实体经营网点、业务主要在线上开展，且符合银保监会其他规定条件的除外	《办法》第九条明确“地方法人银行应审慎开展跨注册地辖区业务”； 《通知》严控地方法人银行跨地域经营，民银银行影响较小； 《征求意见稿》“小额贷款公司不得跨省级行政区域开展网络小额贷款业务”
大学群体	1.小贷公司禁止向大学生发放贷款； 2.金融持牌机构不得针对大学生群体线上精准营，线下营销需报备； 3. 还款能力需有父母等书面担保材料	2021 年 3 月新规要求
过渡期安排	对于出资比例和跨地域经营的要求自 2022 年 1 月 1 日起执行，其他规定过渡期为《暂行办法》实施后两年，即 2022 年 7 月	/

资料来源：华宝证券研究创新部

2.2. 基于互联网开展金融业务：新旧业务转型 面向新时代

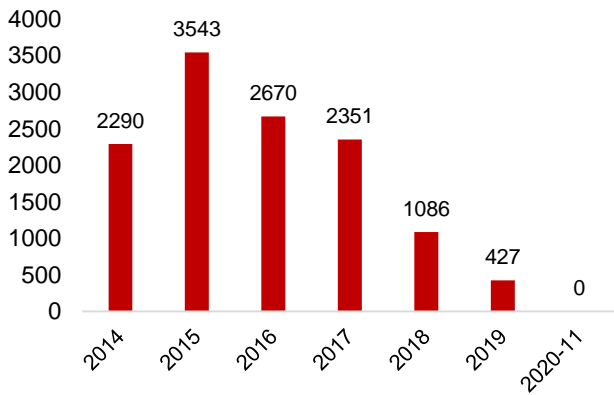
2.2.1. P2P、网络小贷：穷途末路 旧时代终结

2007 年，中国 P2P 第一家网贷公司--拍拍贷正式开展线上借贷业务，行业从此诞生。在“互联网+”、宽松的经济环境以及监管对创新的包容等红利因素叠加下，中国先后有 1 万多家 P2P 平台上线，高峰时同时有 5000 多家运营，年交易规模约 3 万亿元。好景不长，2015 年，泛亚事件、e 租宝等 P2P 平台跑路以及爆雷事件对全社会影响极大，P2P 行业在 2018 年迎来爆雷大潮，中国开启了对 P2P 的全面整治规范之路。近两年，监管、学者与行业专家开启了对 P2P 转型摸索的讨论，期间有过备案制、发放试点牌照、转型小微小贷等声音，部分机构不断申请资格希望监管予以备案合法展业，但等来的终究是一场空。2019 年 7 月，陆金所宣布停止网贷业务，而其他一些传统巨头如拍拍贷等机构全面转型为助贷平台。2019 年底监管对 P2P 治理思路逐渐统一，全国各省地方金融监督管理局纷纷发布《网络借贷行业风险提示函》，对辖区内的 P2P 网贷业务全部予以取缔。2020 年 11 月中旬，中国实际运营的 P2P 网贷机构已经全部归零，历时 13 年的 P2P 最终湮灭。

除了 P2P，网络小贷也成为互联网平台最喜欢的金融业务。2020 年在规范互联网贷款业务的同时，规范网络小贷的《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）也在 2020 年 11 月向全社会征求意见。《征求意见稿》明确了网络小贷的监管主体、监管规则和措施，并对网络小贷公司在经营过程中的风控体系、单户上限、信息披露等问题作出详细规范，规定了限制跨省展业、联合贷款出资不低于 30% 的若干红线。对于蚂蚁集团这种大量依靠联合贷以及 ABS 等外部方式进行放贷的企业，《征求意见稿》同样也明确了网络小贷公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的 1 倍；通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得

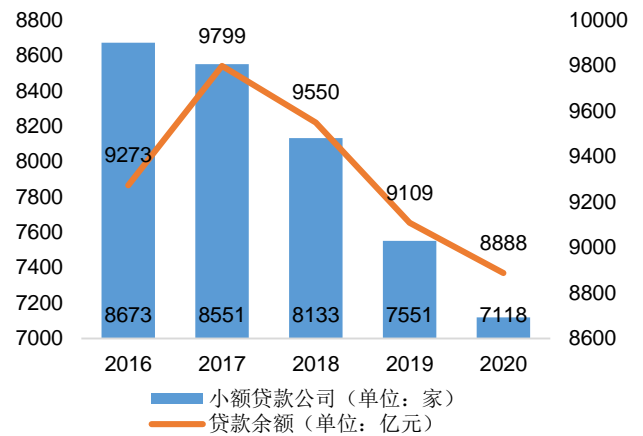
超过其净资产的4倍。根据央行数据显示，截至2020年12月末，全国共有小额贷款公司7118家，贷款余额8888亿元，前四季度减少203亿元。中国的小贷公司数量也从2016年的8673家减少1645家至目前的约7100余家。

图 24 P2P 机构数量 (单位: 家)



资料来源: 网贷之家网站, 央行, 华宝证券研究创新部

图 25 小额贷款公司数量 (左) 与贷款余额 (右)



资料来源: 央行, 华宝证券研究创新部

作为大众心中互联网金融的典型代表, P2P 和高息现金贷 (2016 年被叫停) 两种完全无金融牌照的业务在中国已经完全覆灭。而游离在灰色空间的网络小贷、联合贷以及助贷, 分别受到《网络小额贷款业务管理暂行办法》(2020 年 11 月发布征求意见稿)、《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》(2021 年 2 月新规)、《征信业务管理办法 (征求意见稿)》(2021 年 1 月, 央行发布征求意见稿) 的约束, 传统互联网借贷和资金业务落下时代帷幕。

表 11 网络小贷、互联网贷款 (商业银行)、助贷和联合贷三者模式差异

内容	网络小贷	互联网贷款	助贷和联合贷
实施主体	小额贷款公司	商业银行	互联网平台机构
监管部门	金融监管部门	银保监会	/
代表机构	重庆市蚂蚁小微小额贷款 (花呗)	宁波银行“白领通”等产品	信业科技 (原拍拍贷转型助贷公司)
贷款余额	0.8 万亿	42.7 万亿 (小微企业的贷款)	/
放款来源	自有资金/ABS/商业银行联合贷款	储户资金/自有资金	/
放款依据	平台数据 (电商为主)	金融数据 (央行征信)	平台数据
目标客户	个人/小微企业	个人/小微企业/其他机构	小贷公司/商业银行/线下民间借贷机构
客户来源	自身培养/助贷	自身培养/助贷+联合贷	自身平台 (多数为 P2P 时期积累)
风控措施	大数据	前中后审批、抵押担保等	大数据
监管制度	《商业银行互联网贷款管理暂行办法》、《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》、《网络小额贷款业务管理暂行办法 (征求意见稿)》、《征信业务管理办法 (征求意见稿)》		

资料来源: 华宝证券研究创新部

P2P 和网络小贷对于中国互联网金融的发展与启示具有里程碑意义, 诸如关于创新与金融的本质、普惠金融与违法借贷、资金池业务与非标规范等金融业务的厘定与分析都是围绕线上借贷业务的讨论, 也有人说 P2P 引发的金融乱象与资管新规的发布也有一定的关联。总之, 2020 年 P2P 产品最终湮没于时代长河, 它的兴亡是对金融行业创新的一次重大警醒, P2P 和疯狂的网络小贷给全社会上了一堂重新认识金融的课程。

2.2.2. 互联网财富管理: 荆棘载途 新时代格局初显

2020 年, 传统的 P2P、互联网存款等产品纷纷下架, 互联网金融领域似乎正面临一场动

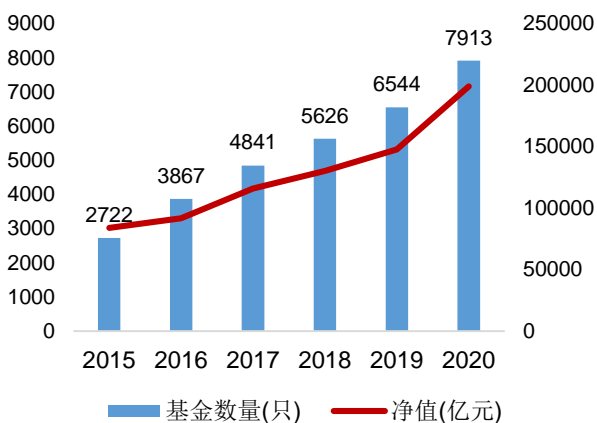
荡与危机，互联网平台与机构都在寻找新的发力点。但无论是资管新规，还是互联网平台经济反垄断治理，对于互联网机构通过线上销售公募基金产品、开展互联网财富管理却没有受到任何影响。在政策层面，监管部门一直致力于推动居民财富进入资本市场。2020年12月，证监会提出的2021年六大工作部署中，明确提到着力加强资本市场投资端建设，增强财富管理功能，促进居民储蓄向投资转化，助力扩大内需。推动加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场的衔接，继续大力发展权益公募基金，推动健全各类专业机构投资者长期考核机制，进一步加强投资者保护，增强投资者信心。作为一个明确的大方向，互联网理财从代销“宝宝类”货币基金、互联网存款、非标产品等到全面、净值化产品以及综合服务平台的转型正在开启中。

(1) 互联网财富管理新方向：公募基金产品

纵观国内财富管理市场，公募基金因其突出的主动管理能力以及严格风控系统已成为财富管理市场的重要产品。互联网金融平台主推的金融产品也经历了从早期的P2P产品—类私募产品—互联网存款产品—银行理财产品—互联网货币基金—各类型公募基金产品的发展之路，互联网真正意义上的财富管理大时代正在来临。根据《2020职场人年终奖真相调研》报告数据显示，有40.58%的职场人拿到年终奖后，最想做的是“拿去投资理财钱生钱”，面对“更倾向于用哪种理财方式让年终奖增值”的选项，有39.09%受访者职场人选择了基金，比例远超复合型理财、存银行、买股票。毫无疑问，以公募基金为主要产品方向的互联网财富管理将成为各家机构（无论是互联网机构还是传统金融机构）在未来几年甚至是几十年重点开拓的领域。

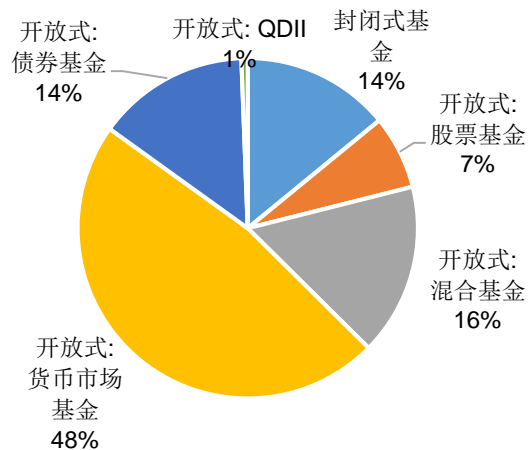
截至2020年底，我国有146家基金管理人管理7913只公募基金，涵盖股票基金、混合基金、货币市场基金、债券基金、QDII等主流产品。2020年，基金总规模猛增三十五个百分点，达到19.89万亿元。受股市的影响，2020年股票基金增长近60%，净值规模达到2.06万亿，混合基金也达到4.36万亿元。此外，虽然银行理财产品在市场上拥有较高的人气，但货币基金依旧吸引银行理财、券商资管计划等机构选择持有。2020年，货币基金在公募基金中占据份额最大，净值规模为8.05万亿元，占总规模的40%。

图 26 2015-2020 年公募基金数量与净值



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

图 27 2020 年公募基金产品按份额分布情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

(2) 公募基金销售新格局：独立基金销售机构正崛起

根据中国证券投资基金业协会官网的数据显示，公募基金市场上有四大主要销售群体，分别是规模最大的销售保有量渠道--基金公司的直销，银行、证券公司代销以及独立基金销售机构。其中，基金公司直销的基金销售保有量，在最近5年呈现出连续下降的趋势，从2015年的62%下降至2019年的57%，银行和证券公司代销基金保有量5年呈现出上下波动现象。而唯一呈现出上涨局面的是以互联网机构为代表的独立基金销售机构以及其他，基金销售保有量从2015年的2.87%上升至2019年的11.52%，并远超证券公司7.59%的基金销售保有量。

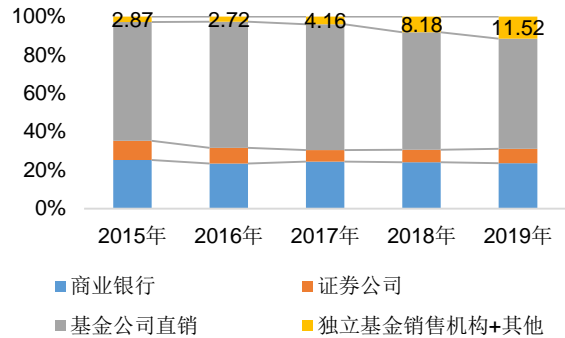
量。由此可见，结构性的互联网线上销售格局转型之势已经悄然来临。

图 28 公募基金产品销售四大渠道



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

图 29 2015-2020 年基金销售保有量比例 (%)



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

(3) 互联网财富内部格局：分化明显 机构入局

我们根据客户体量与专业度两个维度细分互联网财富机构，并最终分为以下四类：

1、互联网一站式财富服务平台，例如腾讯理财通、蚂蚁集团，其特点是客户数量极多。互联网企业进入金融服务领域的门槛不高，但在服务的专业性、产品运维的深度性等方面与传统的金融机构依旧有较大的差距；

2、专业互联网金融企业平台，例如天天基金，其特点是行业专业深度高，客户数量也较多，由于其股东东方财富是综合型专业咨询机构，因此，专业性和流量方面具有双重优势；

3、类金融互联网转型新平台，例如陆金所、诺亚、恒天等，其特点是前期曾开展非标及 P2P 等业务，高净值客户数量相对较多，目前已经开展转型。但在大财富管理领域中，长尾客户以及普通客户数量少，专业程度有待考验；

4、小而美的互联网财富管理平台，例如蛋卷基金、且慢基金等，其特点是提供绝对差异化的服务，专业水平能力极强，在买方投顾领域具有一定的业务能力，但目前依旧是小而美，客户数量与天天基金、蚂蚁相比相差甚远。

表 12 天天基金、蚂蚁财富、蛋卷基金对比

对比项目	天天基金	蚂蚁财富	蛋卷基金
代销基金只数	5,814	5301	4665
代销基金家数	150	134	110
产品分类	活期宝、稳健理财、高端理财、定投专区、指数宝、组合宝、新发基金、定开债基、黄金、保险理财、固收+、养老投资、东财基金、保险、目标盈	余额宝、理财产品、定投基金、新发基金、目标投、黄金、股票、保险、养老金、帮你投、相互宝、高端理财	现金宝、指数估值、指数选基、高端理财
咨询服务	基金学堂、财经专栏、热点专题、热门活动、直播间、资讯专栏（焦点、专注、学堂、推荐、视频、观点）、基金财富号	财富有料、基金财富号、直播广场	市场热点、大 V 咨询

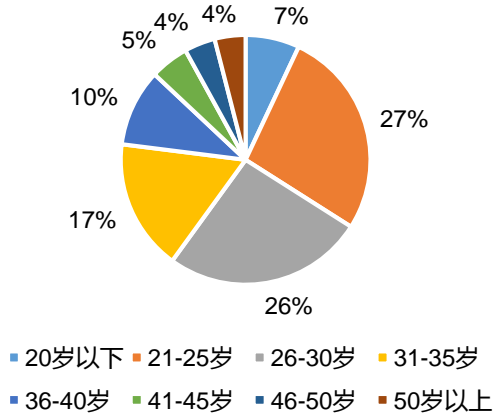
资料来源：Wind，各平台 APP，华宝证券研究创新部

代表平台：蚂蚁财富

作为蚂蚁集团旗下逐渐从支付宝中分化出的独立财富管理工具，在母公司的流量与客户黏性的影响下，蚂蚁财富在互联网财富管理平台中月度活跃用户的数量较高。其核心优势在于赛道选择上提前布局基金代销，产品涵盖股票、混合、QDII、债券、指数、FOF、养老等基金产品。根据蚂蚁集团招股书显示，截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团的理财平台上资管

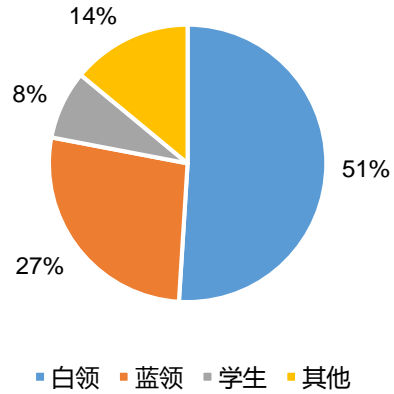
机构的交易规模达到 4.1 万亿，是国内最大的线上理财平台。截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团的理财科技平台为该公司贡献的收入为 112.83 亿，在该集团的总收入中占比为 15.6%；去年同期，该业务板块的收入在总收入中的占比为 13.7%，蚂蚁的财富管理转型已经成为其他互联网平台学习的典范。目前，蚂蚁集团的主力客户密集的分布在 30 岁以下的白领和学生，这也表明年轻群体对支付宝进行的财富管理业务的认同。

图 30 蚂蚁财富年龄结构



资料来源：蚂蚁集团，华宝证券研究创新部

图 31 蚂蚁财富客群职业分布

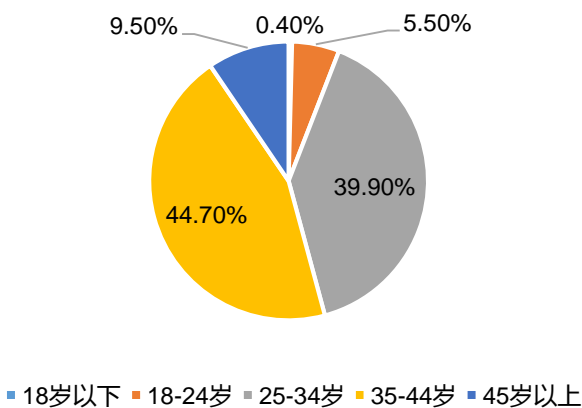


资料来源：蚂蚁集团，华宝证券研究创新部

代表平台：天天基金

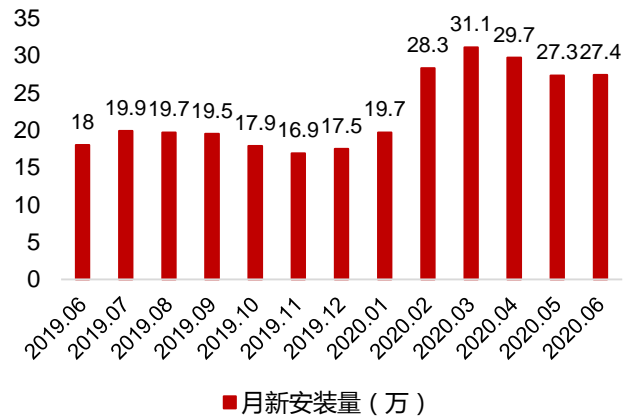
天天基金的特点是专业能力极强。由于其股东东方财富是综合型专业咨询机构，因此，专业性和流量方面具有双重优势。根据 Mob 研究所数据，2020 年上半年天天基金 APP 月均安装量为 27.25 万，相比于 2019 年下半年的 18.49 万人次，同比增加 47.41%。作为资深互联网财富管理平台，如今仍有如此迅猛的增长主要受益于东方财富财经资讯背景和用户基金互动吧的建设，相比于其他平台，天天基金网可以为用户提供更全面、有效、及时的基金资讯、披露及数据资源。相较于蚂蚁财富的客群，天天基金网的用户平均年龄偏大以 35-44 岁为主，对基金理财知识有更广泛与深入的了解。除此以外，根据深交所数据，2019 年股民中参与公募基金交易比例为 45.8%，较 2018 年上涨 17.2%，可见随着投教的深入，越来越多的股民转向基民，而东方财富证券作为股票交易平台将为天天基金提供流量，进而提升用户规模。

图 32 天天基金年龄结构



资料来源：Mob 研究院网站，华宝证券研究创新部

图 33 天天基金 APP 月均安装量



资料来源：Mob 研究院网站，华宝证券研究创新部

除以上平台外，从 2020 年开始，短视频平台诸如快手、抖音、弹幕平台网站 B 站以及聚焦潮流的生活类平台小红书、知乎等平台虽暂无基金代销业务资格但也在大力布局财富管理业务。与此同时，京东金融、苏宁金融、度小满等已获得代销业务资格的互联网平台也正

在全力挖掘大财富管理市场的业务机会，而后期的诸如字节跳动、美团等互联网“新贵”后浪也不会放弃任何一个业务机会，互联网财富管理将成为下个阶段的新风尚。此外，2020年初，第二批和第三批基金买方投顾试点资格纷纷落入互联网平台、证券公司以及银行，互联网财富管理将极有可能代替互联网金融成为互联网公司追逐和竞争的新战场。目前，根据客户体量与专业度的双重分类方法，蚂蚁集团和天天基金毫无疑问是互联网财富管理行业中的优秀代表。

2.3. 互联网财富管理竞技大舞台：百舸争流，各显身手

2.3.1. 新互联网财富时代一：互联网平台开启财富管理新浪潮

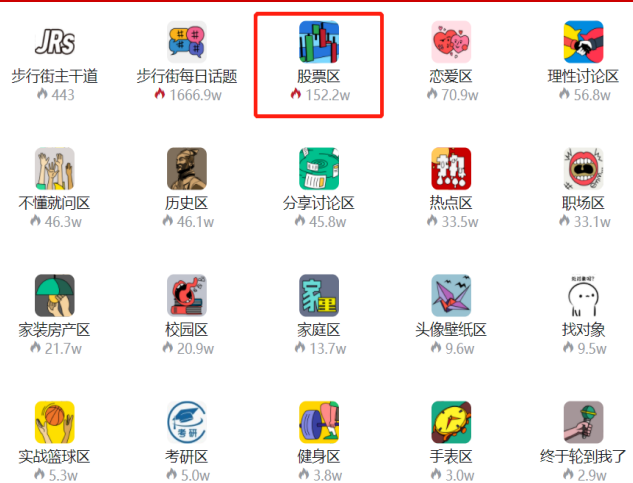
2020年，各互联网平台争相推出基金相关的栏目，抖音、快手和Bilibili平台中关于“基金讲解”、“财富课程”的短视频数量陡然增加，全职UP主、财富讲师与各类的理财师数量激增，虎扑BBS论坛关于“股票”（“基金”话题含在其中）的论坛热度高达百万，B站、小红书、抖音、快手等平台也成为基金“带货”的渠道之一，新互联网财富管理时代已经来临。

图 34 哔哩哔哩 APP 基金搜索视频页面展示



资料来源：哔哩哔哩 APP，华宝证券研究创新部

图 35 虎扑股票热度（访问日期：2021-2-22）



资料来源：虎扑网站，华宝证券研究创新部

2.3.2. 新互联网财富时代二：新媒体运营下的财富管理时代

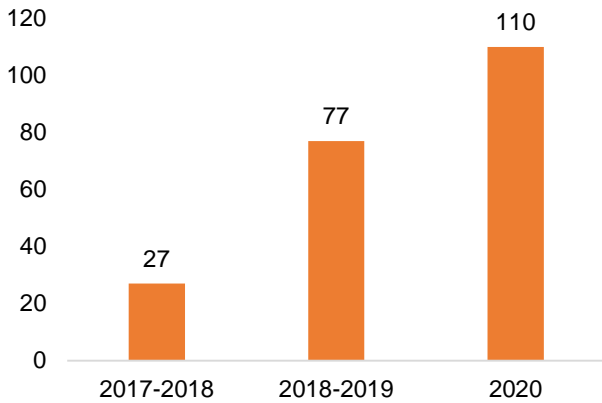
目前，国内的互联网公司都将自己的金融业务转向以公募产品代销的线上财富管理业务。互联网公司运用新媒体思路，开展的各式产品与服务营销活动，或许成为今后各基金公司以及互联网平台的首选。

(1) 以蚂蚁财富号和产品讨论区为代表的新媒体运营

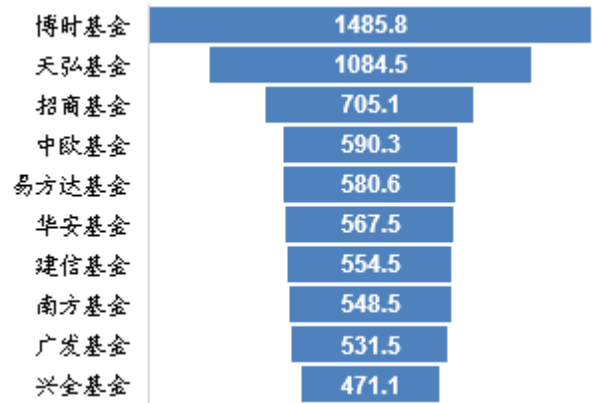
蚂蚁财富是蚂蚁集团目前在互联网金融领域中投入最多、倾斜支持力度最大的核心业务，其提供包括定投、基金、年金险、高端理财、黄金等在内的多种金融服务，其商业模式主要是为各金融机构提供销售渠道，增加金融产品的销售量。为了提升客户服务粘性，增加金融机构与平台用户的互动，2017年，蚂蚁财富开始提供财富号平台服务，由金融机构（主要为基金、券商及其他）和金融大V组成并提供产品交易、展示互动、产品宣传、基金经理讲解与直播等内容。

图 36 2017-2020 年蚂蚁财富号上金融机构数量（家）

图 37 蚂蚁财富号粉丝数量排名前十基金公司（万人）



资料来源：证券时报网站，道乐研究院网站，华宝证券研究创新部



资料来源：蚂蚁财富，道乐研究院网站，华宝证券研究创新部

2018年，蚂蚁的财富号仅有27家基金公司入驻，但是到2019年，这个数字就增加到了77家。截止到2021年2月，已经有近110家金融机构入驻蚂蚁财富号。蚂蚁财富号成为连接金融机构与客户的主要平台渠道，如同之前“基金超市”、“基金淘宝店铺”的概念，投资者可以通过浏览各家的财富号获得福利和优惠券，也可以与基金经理互动留言产生较好的沟通反馈。根据统计，截止到2021年2月，博时基金和天弘基金两家公司的财富号粉丝数量已超过1000万人，而大部分头部基金公司也有近百万的关注人数。除了财富号，蚂蚁财富下的基金产品讨论区也成为新的“基金聊天吧”，如证券“股吧”一样，蚂蚁基金讨论区里汇集了大量“基友”讨论投资心得。随着基金投资者的年轻化，基金社区也逐渐出现饭圈文化以及社交属性，基金话题也频频登上微博热搜榜。2021年1月27日，微博话题“基金圈饭圈化是好现象吗”登上热搜，话题阅读量高达1.8亿，讨论次数5609次。明星基金经理张坤通过微博、微信公众号等社交媒体成功成为“顶流爱豆”，更有追随的投资者打出“坤坤不老，蓝筹到老”、“坤坤勇敢飞，ikun永相随”等口号。不仅仅是投资者的狂热追捧，支付宝等平台也在为基金经理极力宣传。在“基金背后的故事”的活动中，支付宝平台通过微博推广了刘彦春、葛兰、傅友兴三位明星经理的故事，为其能走入大众视野铺设花路。

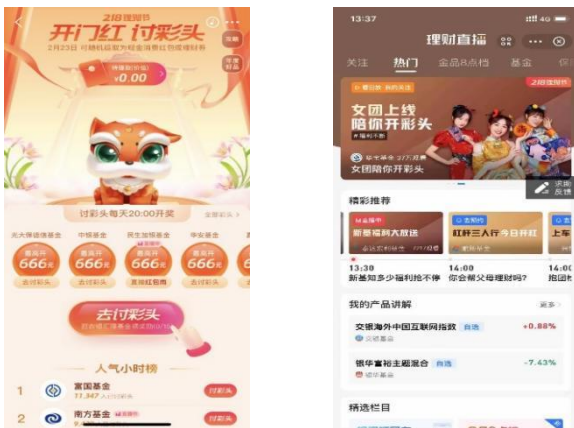
此外，基金也逐渐成为90后社交谈论最多的话题之一，春节期间由于基金休市，支付宝的理财社区发展成线上相亲角。第一批出现在招商中证白酒指数基金的热门讨论区中，随后，易方达、诺安等多个热门基金讨论区也沦陷。在晒出基金持有收益率的同时，也附加类似于“93年，坐标北京，打算买房，工科硕士，京沪，身高163，有上进心，爱好广泛”等个人基本条件。从“白酒型女友”、“诺安人只找诺安人”到“心碎基金女孩男孩”等互联网词汇可看出，新一代互联网财富管理更具娱乐性，一扫以往对财富管理严肃的刻板印象，促使理财理念更能深入人心。根据支付宝平台的数据，2020年1月，易方达基金经理张坤搜索量增长300%、中欧基金经理葛兰的搜索量增长了七倍，在少数热门基金产品的讨论区中，除了正常投资心得外，晒收益、个人相亲介绍亦成为火热话题，基金讨论区变相亲角也为互联网金融“社区化”、“社文化”营运带来新思路。

(2) 以粉丝经济为主的新媒体运营

当下以及今后的很长一段时间，财富管理行业的粉丝运营成为了行业大势所趋。粉丝经济主要依靠曝光度，直播和短视频成为两大抓手。以支付宝直播为例，2021年以来，蚂蚁财富陆续推出“218”理财节、新年“讨彩头”等活动，用户完成浏览直播间一定时长或者关注直播间等任务后，即可领取随机金额的红包，红包可以提现或购买产品时减免申购费用。金融机构的直播已经不是简单的基金经理在线带货模式，大部分金融机构的电商部门和市场部门，甚至是后台的研究部门积极参与各有分工，理财直播初具规模。根据数据显示，仅2021年2月春节期间，支付宝理财直播观看人次同比上涨超10倍，其中大年三十当晚，支付宝理财直播观看人次首次超过60万。

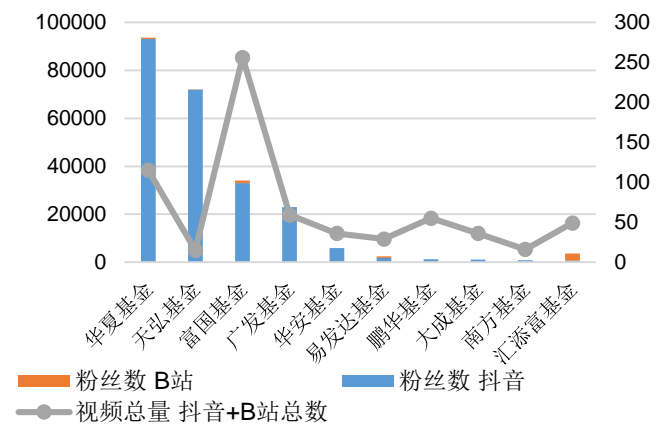
除了直播外，短视频也成为金融机构拓展业务版图、提升影响力的重要手段。除了原有的抖音、快手外，2020年以来，哔哩哔哩、微信视频号、小红书等受到更为年轻群体喜爱的短视频平台亦成为金融机构重视的载体。这与年轻的90后、00后纷纷加入购买基金队伍密不可分。2020年6月，由蚂蚁集团研究院发布的《疫情下中国家庭的财富变动趋势-中国家庭财富指数报告》显示，中国新增基民中，30岁以下的年轻人占到一半以上，而年轻人对短视频的接受程度也远高于其他群体。统计发现，在短视频方面，部分具有特色的金融机构已经在数量上远超对手，粉丝数量也有了近万人的累积，截止到2021年2月，华夏基金的抖音和B站粉丝数量接近10万人，天弘基金排次之；在短视频数量方面，富国基金抖音和B站平台上传的视频数量超过250个，位列第一。短视频就如同当年的微信公众号、微博认证号一样，成为各金融机构宣传展示的新窗口。

图 38 支付宝直播宣传与页面展示



资料来源：支付宝 APP，华宝证券研究创新部

图 39 基金公司短视频领域粉丝数量和短视频数量(右)



资料来源：B 站官网，抖音 APP，华宝证券研究创新部

2.3.3. 新互联网财富时代三：新互联网与平台公司加速入局

2020年，除了天天基金和BATJ（百度、阿里、腾讯、京东）等传统互联网平台拥有早期申请的基金销售业务资格开展线上财富管理业务外，更多的互联网新兴“后浪”也在努力探寻市场结合点入场新互联网财富时代。之前，传统的第三方销售机构，诸如诺亚财富、宜信财富等公司，在2020年也加大资源投入从事公募基金业务的推动与销售工作，原本做P2P和非标业务的陆金所也在2020年加大对旗下陆基金的宣传与投入，上海地铁中可以看到大量的陆基金宣传广告。此外，蛋卷和且慢等具有特色的独立销售机构，在2020年深耕拓客与获客渠道，完善产品图谱体系。传统与新兴互联网平台毫无疑问在2020年都将手上的流量、资源倾斜到以公募基金为主的财富管理领域。

2020年，互联网平台在财富管理领域中最重要的事件就是腾安基金、蚂蚁基金、盈米基金（且慢）三家代销机构获得了基金买方投顾业务资格。虽然各家的买方投顾业务试点还在不断探索中，但新的模式必然会带来全新的财富管理生态。传统的互联网机构俨然获得了牌照带来的先发优势，后来的诸如美团、滴滴、字节跳动等机构虽然暂未获得基金销售业务资格，但是2020年8月，证监会发布了最新的《公开募集证券投资基金销售机构管理办法》及配套规则，并于2020年10月1日起施行，相信随着公募基金行业的赚钱效应和居民财富搬家的大趋势，不看重尾佣分成更在乎流量与客户体验的互联网新平台将会获得基金销售入场券，新互联网财富管理机构也将重新洗牌。

2.3.4. 新互联网财富时代四：财富管理玩转直播间

2021年2月18日，支付宝在牛年开市第一天就推出218理财节，吸引了33家金融机构在财富号开展投教及理财产品的直播。根据支付宝的数据显示，春节期间，理财直播观看

人数较 2020 年春节增长近十倍。而微信方面也不甘示弱，腾讯高级副总裁、微信事业群总裁在 2021 年微信之夜上提出，时代是朝着视频化内容方向发展的。新年作为流量的黄金期，通过微信短视频和红包发送祝福已成为新热潮，基金公司通过在视频号中发送祝福、采用带有自家基金品牌的图片作为红包封面等方式为各自视频号注入流量。有理由相信，短视频及直播形式将持续助力互联网财富。财富管理机构在直播形式上大致可分为四种，包括：音频直播、实时嘉宾 PPT 直播、嘉宾主持人直播和录播内容转直播。而实时嘉宾 PPT 直播是最受财富管理机构青睐的直播形式，其原因在于互联网财富管理的营销推广与投资者教育方面需有数字与文字相结合的可视化、直观性强的输出形式。此外，小部分具有品牌效应的财富管理机构会采用“嘉宾主持人直播”的直播形式，此类嘉宾包括机构核心领导人、机构品牌代表人物及受机构邀请的行业代表人物。在直播内容方面，由于合规及风险披露等监管要求，几乎没有在直播中涉及自身产品与服务细节，主要以经济与投资类知识的分享以及高净值客户的综合服务为主。

表 13 2020 年 1 月支付宝理财直播基金直播观看量 TOP10

排序	基金公司	主题	观看量(万)
1	招商基金	如何大额定投白酒	118
2	银华基金	金牛大咖新基来了	111
3	易方达基金	答题玩游戏赢大额福利	89
4	易方达基金	冯波新发火爆进行	86
5	招商基金	白酒医药一场讲透	83
6	易方达基金	冯波新基 0 点开售	78
7	前海开源基金	哇！曲扬真的来了！	77
8	富国基金	如何布局春季行情？	74
9	中信保诚基金	带你入门蓝筹股	73
10	易方达基金	新基开门红！冯波来了	62

资料来源：道乐研究院网站，华宝证券研究创新部

不同的财富管理机构对投资者吸引力也不尽相同，各家机构依据自身竞争优势从内容与形式上各放异彩、推陈出新。根据道乐互联网金融研究数据显示，1 月支付宝平台直播单场观看量前十的机构有招商基金、银华基金、易方达基金、前海开源基金、富国基金、中信保诚基金等。其中，招商基金围绕其专注度较高的招商中证白酒指数展开“如何大额定投白酒”及“白酒医药一场讲透”专题直播，紧跟市场热度。易方达基金和前海开源基金通过资深明星基金经理参与直播的方式提高基金关注度。除此以外，易方达基金此前在有关化工基金的直播中邀请到化学博士杨宗昌讲解化工行业牛基，资深专业大咖的深度讲解吸引了大量投资者的关注。

3. 总结

3.1. 金融科技发展未来：回归本质路漫漫

3.1.1. 金融科技不是互联网金融的外衣

2019 年 9 月，中国人民银行正式印发了《金融科技(FinTech)发展规划(2019—2021 年)》(简称“三年规划”)，金融科技成为互金市场的新风口，各式各样互联网企业以及平台纷纷对外声称自己是金融科技企业。2021 年，是金融科技规划的最后一年，关于金融科技发展的未来，我们始终认为，金融科技不是互联网金融的外衣。2020 年，金融科技这件外衣的信仰终被打破，而挑破这件外衣的事件就是蚂蚁集团 IPO 事件。

2020 年 7 月 20 日，支付母公司蚂蚁集团正式对外宣布，启动在上交所科创板和港交

所主板同步发行上市计划，最终的结果大家都知道，受到监管大环境的影响，蚂蚁集团已暂缓了上市计划。值得注意的是，蚂蚁集团最终的招股意向书显示，蚂蚁集团将自己上市后的分类最终定为互联网和相关服务，具体的是根据证监会《上市公司行业分类指引》（2012年修订），蚂蚁集团所属行业为“信息传输、软件和信息技术服务业”中的“互联网和相关服务”。再看三年规划中，对金融科技的定义为技术驱动的金融创新，强调技术为先。通过拆分蚂蚁集团收入，数字支付与商家服务、数字金融科技平台、创新业务及技术基础设施的业务三大类收入，真正与科技、技术相关的创新业务及技术基础设施仅占总收入1%。关于蚂蚁集团是否能在再次重启上市，现阶段主流的观点是拆分金融与科技板块，实现蚂蚁集团分开上市。首先是金融板块，方向很明确就是依照规定成立金融控股公司，将现在蚂蚁集团的支付、小微贷款、保险、理财等金融牌照业务由蚂蚁金控公司统一管理。目前，金控公司有成熟的设立标准和具体监管要求，A股也有不少上市金控公司，蚂蚁金控上市并非难事。另一个板块，就是真正的科技板块，新成立或者重组科技公司成为新的方向，通过云计算、大数据、智能风控等科技业务整合，新的科技属性公司上市更符合科创板的定位。

金融科技中另一家巨头京东数科也受到了蚂蚁集团事件影响，虽然在2020年9月11日被上交所科创板正式受理，但目前的流程已基本处在停滞状态。2021年1月，京东集团宣布，将京东的云业务与AI业务与京东数科整合并正式成立京东科技子集团。新成立的京东科技，与京东健康、京东物流一样，为京东系的子集团，将组成新的京东“三驾马车”，京东科技子集团名字已不见金融。

两家金融科技巨头公司在当下的大环境下纷纷剥离金融业务，回归科技服务本质，这也印证了中国金融科技进入发展的第二阶段。在第一阶段，互联网巨头公司押注金融业务，不断向金融业务和行业渗透，出现诱导过度负债消费、“赢家通吃”垄断与不公平竞争、交叉金融业务风险传染以及过度采集客户数据等风险，而真正的数据底层支持、云服务以及算法AI运用等明显不足。当前，金融科技步入第二阶段，蚂蚁、京东、腾讯等规范或剥离金融业务，拆分金融归金融、拆分科技归科技成为当前这一阶段最主要的特征。

3.1.2. 金融科技规范细则正落地实施中

2020年，除了金融科技信仰外衣被打破外，规范金融科技的监管政策正逐一落地实施。首先，中国各地金融科技应用纷纷落地，特别是金融科技创新监管的试点落地即行业所说的“金融科技监管沙盒”。2020年，央行在北京、上海、重庆、深圳、雄安新区、杭州、苏州、成都、广州等9个地区开展金融科技创新监管试点。

其次，金融科技更为细分领域的监管细则发布。2020年以来，央行分别发布《金融科技创新应用测试规范》（JR/T 0198-2020）、《金融科技创新安全通用规范》（JR/T 0199-2020）、《金融科技创新风险监控规范》（JR/T 0120-2020）等多项金融行业标准，从不同的角度对金融科技创新进行管控，金融科技今后的本质化道路最终有了全面的监管顶层设计。

总之，金融科技在未来一定是服务金融的科技业务，互联网金融在本质上更强调金融借助互联网渠道，两者虽然在概念、范围有交叉与重叠，但在2020年去伪存真后，金融科技将真正成为提供底层技术支持、云技术以及算法相关的有力武器。

3.2. 互联网财富新时代：机遇与风险并存

伴随着中国居民财富的持续积累，全市场对于规范、健康和全面丰富的财富管理的呼声不断增加，众多机构也将未来展业的方向押注在互联网财富管理的蓝海市场。同时，在资管新规打破刚兑、全市场利率下行、传统互联网金融产品纷纷下架、房地产调控的时代大背景下，居民的财富管理需求正在逐渐释放和转变，这为互联网财富管理行业的发展带来了机遇和挑战。

在新一轮互联网财富运动，获得“客户与流量”依然是各方机构展业的第一任务。随着互联网财富进程的加深，市场上依旧会有众多投资经验不足、缺乏金融知识的理财小白和新客户。除了银行、券商等传统机构线上线下的推荐外，大V、UP主、公众号、微博的推文以及小红书视频等依然是巨大流量的入口。互联网机构以及财富管理机构如何“留存”新客户，而不是“收割”新韭菜，就成为行业需要面临的一大课题。根据Bilibili(B站)公布的最新数据显示，较2019年，2020年投资理财类视频播放量增长464%，出现了大量UP主为网民进行基金知识的科普，更有甚者，直接指导视频观看者如何购买基金，创建付费社群和付费QQ群引导客户开户、跟投，导致财富管理市场信息存在误导性。此外，毫无金融背景的博主、UP主也受到利益的驱使，跟风推荐基金。然而，基金推荐的背后可能藏有利益输送的链条，曾有小红书和B站UP主爆出有金融机构希望与其达成分销基金合作。渠道方为UP主提供公募基金新发上市产品的清单，UP主可选择性推荐给粉丝，从而进行分成，如何规范与合理监管就成为行业需要解决的第一大问题。

好在2021年3月份以来权益市场的波动平抑了大部分小白理财客户的非理性需求，针对乱象，不少平台诸如知识星球、小红圈等知识付费平台以及小红书、B站等媒体平台都已提高审核标准，严禁出现荐股荐基等行为，以防止投资者盲目跟投，造成损失，进一步保障投资者权益。针对基金饭圈化、娱乐化现象，监管部门诸如中基协也提出了基金公司不得开展、参与娱乐性质的相关活动的要求。但可以肯定的是，新客流量依旧是各机构追逐的重点，全面规范的互联网财富管理整治浪潮也将伴随着流量竞争的日益加剧随之而来。

除了面对市场的不确定性以及未来的监管确定性，如何长期陪伴互联网财富管理客户，为长尾以及普通客户提供符合其需求的财富管理业务，不仅是行业的一大难题，更是部分机构突出重围实现弯道超车的一大机遇。尤其是未来十年，财富管理客群以及技术发展都会呈现巨大的变化，如何顺势而为把握财富管理行业的新路径，是包括互联网机构在内的众多财富管理机构需要应对的新问题。根据麦肯锡的报告显示，未来十年，财富管理市场的客户“面貌”、客户需求、客户期望以及数据技术将发生根本性的变化，十年后财富管理行业将会是全新的面貌。首先，是财富咨询业务方面。第一变化是财富咨询将“网飞化”(即服务由数据驱动、具有高度个性化、持续性且既定即用的模式)；第二变化是财富咨询“健身追踪设备化”；第三变化是投资咨询“科技巨头效应”，麦肯锡认为，未来领先的大型技术生态企业已经成为财富管理行业核心的基础设施提供者，这些企业通过数据分析与云技术产品积累了大量经济效益，而其影响力只会与日俱增，但监管环境会影响科技巨头入局。其次，是财务顾问方面。第一，是顾问中将会有更多的“共同语言”，知道如何获取客户信任；第二，是顾问将拓展业务工作范围，从当前的“财富业务指导”变成“综合生活/财富教练”；第三是咨询服务透明化，用户评分愈加重要。

面对新一轮财富行业的大变革，财富管理机构需要做好相应的准备，明确自身发展定位，选择相应的业务模式。首先，是在人才方面，财富管理机构应当高度重视技术人才的吸收与培养；其次，是积极的成本管理措施，利用人工智能和机器人等技术优化经济效益，将行政工作减半。在这个高度透明、低费率的时代，这些措施将是保持盈利的关键。此外，是两种路径的选择，第一种是少数大型机构将尝试打通全客群，第二种则是行业中大多数机构走的“专属”路线。最后，我们认为，买方投顾业务资格是今后各家从事财富管理业务的敲门砖。2021年3月，监管部门已经开启了第二批买方投顾业务资格的申请工作。

最后，是行业财富理念的转变，以证券公司开展互联网财富管理业务为例。以往，证券公司主要依靠佣金和代销手续费获得中间业务收入，尽管中间业务不占用资本金属于轻型业务，但各证券公司往往是以经纪业务佣金和两融息差为考核，倒逼一线员工以开户数量和交易体量获得提成收入。即便是2021年，翻看各券商公司年报，对财富管理业务和经纪业务概念介绍和发展描述基本采用融合不分家。不可否认，财富管理业务是一套综合、全面的业务统称，涵盖了客户的交易、投资以及资产配置，交易服务是其中的一个重要服务内容。但是，证券公司依旧对财富管理理解处在传统的、粗放阶段，部分机构将金融产品推广和销售，

机械地以考核和中收为指标，包括银行和券商在内的大部分网点依旧靠送大米、送油的形式吸引客户购买，这与财富管理尤其是买方投顾的逻辑背道而驰。那该如何开展所谓新的财富管理业务，我们认为根据不同金融机构的资源禀赋和业务实力，侧重点和路径应有所不同，但步骤和方法论可以总结出一般结论。第一步，是从传统财富业务到投资咨询业务的转型。这需要在投资能力、投顾服务配置以及产品研究能力方面拥有积累、储备和投入，但核心是储备投资顾问员工、研究（产品）人才以及综合服务性人才；第二步，是从产品销售到产品配置的转型。这需要在投资者交易、投资、融资、资产配置、财富规划等一系列进行全面介入；第三步，是从投资指导到投资陪伴的转型。这一点，中金公司提出的理念就具有极强的代表性。中金公司基金投顾业务的四点理念为：第一，相信复利，做时间的朋友，相信复利的价值；第二，相信配置，做一定的分散投资，让整体资产在资本市场下跌的时候，尽量少跌一点，让投资者少恐惧一点；第三，相信专业，从内部分析的数据表明，买产品的客户平均来看跑赢了买股票的客户，做配置的客户平均又跑赢了买单产品的客户；第四，相信应对，中金财富根据市场的情况和客户账户中资产涨跌的情况做相应的调整，没有一招鲜，只有不断应对市场的变化，才有可能长期获得一个好的回报。当从我给客户送米送油，到我为客户资产服务，再到客户与我、我与客户互相为伴，这是一条明确但又艰难，新瓶但不装旧酒，走的与原来财富管理模式不一样的路。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 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独立判断。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，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。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。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 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。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。