

■ 高端视野



●余额宝受到追捧，除了互联网营销的巨大效应之外，最根本的原因是由于目前我国的短期利率与长期利率倒挂，使得货币市场基金的收益率高于银行长期存款利率成为可能。

●不可否认的是，基金行业的互联网化无疑将成为未来发展的重要方向，互联网金融也将改变基金行业的竞争格局。

利率市场化将考验余额宝生命力



CFP图片

□ 招商证券首席经济学家 丁安华

截至2013年底，我国基金管理公司数量达到89家，证券投资基金数量超过1500只，资产管理规模接近3万亿元。这些统计数据一定程度上反映出，投资者对基金管理行业的认知度和认可度正在逐渐提高。

不可否认，中国的基金业正面临着发展速度放缓、基金持股规模占A股流通市值的比重逐年下降的困境。在市场准入放开和竞争日益激烈的大环境下，基金行业格局正在加速变化，各个基金公司都在审视自身的不足，积极探索创新与转型带来的发展机遇。

推动货币市场基金创新

2013年，天弘基金和支付宝合作的兼具理财和消费支付功能的余额宝正式上线，意味着基金业已经开始迈入互联网金融时代，而互联网企业的加入，也对基金业乃至整个银行体系的原有格局带来了巨大冲击。

余额宝实际上是将基金公司的基金直销系统内置于支付宝网站中，其底层基金为天弘货币基金，与其他货币市场基金并无太大分别。不同的是，余额宝取消了最低门槛的限制。相比传统理财产品关注有足够经济能力的用户，余额宝

的目标则是让零花钱也能获得增值机会，使得用户的闲散碎片资金都能理财。

除了门槛低，余额宝的另一个优势是操作简便。用户将资金转入余额宝内，既能像支付宝余额一样随时用于消费、转账等支出，还能享受基金公司提供的货币基金投资收益，获得增值。通过将天弘基金公司原有的直销系统嵌入到“支付宝”支付平台中，余额宝实现了用户、基金公司和支付宝的“三赢”，用户可以在使用原有支付功能的基础上享受增值理财服务；支付宝为天弘基金公司带来了巨大的客户资源；余额宝的增值功能有助于提高支付宝的客户黏性。

基于上述原因，余额宝成立半年多来规模已经飙升至数千亿元，而它背后的天弘增利宝货币基金也一跃成为目前国内规模最大的证券投资基金。互联网思维与技术改变了金融的传统模式，多家基金公司开始加快互联网应用的步伐，推出“余额宝”产品。

传统意义上而言，货币市场基金主要是针对机构和高净值客户的产品。而笔者认为，余额宝在产品设计层面的创新其实并不显著，而更多的是服务创新和渠道创新，通过与互联网企业合作，不仅较好地填补了低门槛理财需求的空白，而且通过互联网平台开拓了新的销售渠道，实现了基金业与互联网行业之

间的跨行业发展。余额宝正是抓住了普通居民理财“时间碎片化”、资金碎片化的特点，利用互联网渠道的独特优势，实现了基金公司在营销渠道和投资者增值服务上的重大突破。

实际上，创新的核心问题是挖掘和满足投资者的多层次需求，只有真正契合投资者需求的创新才能实现真正意义上的成功。历史上也曾出现过一些不合基金投资者胃口的创新，这些创新看似热闹，但最终都难有大的起色。

当然，创新能否取得成功的根本还取决于基金产品本身收益。拥有再好的渠道和包装，如果没有好的产品，也很难吸引投资者。以余额宝为例，它能够成功的重要因素之一，是其历史收益率比银行活期存款利率提高十几倍，而且收益每天发放，较高的收益性和便捷性为投资者带来了非常好的用户体验。

高收益率能否持续成疑

余额宝的成功，在很大程度上要归功于银行活期存款高出很多的收益率。而这种情况是否具有可持续性，值得深入思考。我国金融市场在很大程度上是以美国等成熟经济体为样本，通常可从国际经验中获得启示。困难的是，余额宝这种互联网金融创新，在国际上都难找到先例。

历史上，美国曾出现过与余额宝相似，但规模较小最终以失败告终的例子。1999年，全球网上支付公司Paypal设立了一只针对Paypal账户余额的货币市场基金，用户只需简单设置，存放在Paypal支付账户中不计利息的余额就将自动转入货币市场基金，从而获得收益。

这款基金产品与余额宝非常相似。该基金在2000年的年收益高达5.56%，当时也正值美国货币市场基金收益率的巅峰时期。2002年美国利率开始大幅下降，Paypal货币基金2004年的年收益仅为1.37%，基金运营出现困难。为了留住客户，Paypal主动放弃大部分管理费用来维持收益率。在2005年至2007年期间，货币市场基金的收益率大幅上涨，该基金从低谷时1.16%的年收益攀升至2007年的5.1%，管理规模也在2007年达到顶峰，攀升至10亿美元。

金融危机爆发后，美联储开始实行超低的利率政策，美国货币市场基金2008年的平均收益率降至0.04%，远不如储蓄账户2.6%的收益，导致Paypal货币基金的收益率逐步丧失，规模不断缩水，最终因为高收益不能持续而在2011年7月关闭。可见，Paypal货币基金的成败关键取决于基金本身获取收益的能力。

改变金融中介利益格局

最近，有观点认为余额宝冲击国家经济安全，应予以取缔。这种观点源于对余额宝这类货币市场基金的误解。余额宝的产品特性，创新在于服务和渠道。因此，它对实体经济没有什么较大的影响，这类基金产品和互联网技术的联手，改变的是金融中介的利益格局，其中受伤最大的莫过于银行体系。

从美国货币市场基金的发展来看，对银行体系的存款流失也造成一定冲击。但美国的利率环境，总体上没有我国市场这么大的套利空间。目前美国的货币基金收益率，大多在0.02%以下，与银行存款的利差可以忽略不计。而在我国，由于存款利率管制，加上对贷款投向的行政干预，导致“影子银行”体系的出现。在这个寄生于传统银行体系之下的影子银行体系中，短期资金的来源（类存款）和投向（类贷款）的利率水平高居不下，从而出现一个货币市场基金疯狂滋长的可乘之机。

归根结底，余额宝受到追捧，除了互联网营销的巨大效应之外，最根本的原因是由于目前我国的短期利率与长期利率倒挂，使得货币市场基金的收益率高于银行活期存款利率成为可能。

目前，美国的货币市场基金规模将近3万亿美元，占整个公募基金的比重约20%。美国的银行体系为应对货币基金发展的冲击，也做了相应的产品创新，其中最主要的是开设“货币市场存款账户”，作为银行储蓄账户的一种，以防止存款流失。

随着我国利率市场化的推进，以及央行利率调节手段的完善，余额宝的生息力无疑将会受到考验。但不可否认的是，基金行业的互联网化无疑将成为未来发展的方向，互联网金融也将改变基金行业的竞争格局。

不能简单打击“余额宝类”产品

□ 中国国际经济交流中心高级经济师 张影强

近日，规模4000亿元的余额宝引发一场取缔与否的争论，有观点认为余额宝是趴在银行身上的“吸血鬼”。余额宝具体的利润无从得知，但互联网企业、各类金融机构纷纷加入互联网金融大战，足见互联网金融是一块大蛋糕。

我国互联网金融快速增长是由于以阿里巴巴为代表的互联网企业推出的余额宝等货币市场基金远远高于银行的活期存款收益，产生了快速的吸金效应。相对高额的收益率引发各界对支付宝获得高利润的猜想，认为余额宝产品谋取了高利润。在互联网金融产品发展初期，余额宝类产品确实有不错的收益率，也在逐步瓜分银行的活期存款和储户。但是，随着越来越多的企业推出类似的互联网金融理财产品，各大商业银行也推出了余额宝类产品，竞争者加入必将会拉低行业收益率，使得余额宝类产品收益率和利润回归正常。互联网金融的发展倒逼金融体制改革，对我国金融市场的开发将产生不可低估的作用，因此应继续鼓励互联网金融的创新发展。

有观点指出，余额宝类产品90%以上的资产配置在银行协议存款，最终银行是以较高成本获得存款，贷款给实体经济，提升了实体经济的融资成本，降低了我国经济的竞争力。这样的逻辑表面看起来有道理，但并没有看清楚问题本质。一是银行可以主动为降低融资成本服务，不必抱怨互联网企业提高其融资成本。传统金融机构可以与互联网企业推出的余额宝类产品竞争，利用自身优势降低融资成本，从而降低实体经济的融资成本。二是银行靠垄断依然获得高额利润。即使在整体经济增速下滑、实体经济经营困难的情况下，2013年我国银行业的净利润为1.38万亿元。2013年中国企业500强中，268家制造企业创造利润4382.4亿元，还不及五大国有商业银行利润总和的57%。

关于互联网金融发展抬高实体经济融资成本的本质，是由于我国金融体制改革滞后导致资金的错配和空转。即使没有余额宝类产品，我国现行的金融体制也使得资金在银行空转，推高虚拟资产的价格，实体经济仍然是“供血”不足。要真正降低融资成本，笔者认为不能简单地打击余额宝类产品，而应真正地推进银行体制改革，推进利率市场化。

目前余额宝类产品的高预期收益率，也确实让很多投资者淡化了对互联网金融产品的风险意识。其实，各类余额宝类产品的风险主要集中在市场流动性和监管政策。如果市场流动性宽松，各类余额宝类产品的收益率将会降低。此外，一旦监管机构取消货币基金提前支取协议存款的优惠，必然会使降低货币市场基金的收益率。对于余额宝类产品，最大的风险是出现各类跟风性的赎回，导致基金规模缩小，最后导致收益率降低。

对于互联网企业而言，不能仅仅满足余额宝类产品的现有业绩，随着竞争者增多，互联网金融理财产品也将出现竞争白热化。唯有不断创新，通过技术、产品和商业模式的创新，从单一的理财产品，逐步向保险、信托和投资等混业经营模式转变，不断推出符合市场需求的产品。

对监管机构而言，应该从市场决定资源配置方式的角度，思考对我国互联网金融的监管。互联网是一种有效的资源配置方式，应鼓励利用互联网手段配置资金。目前由于我国金融体制滞后而制约了互联网资金配置的作用，政府和监管机构一方面需要逐步放开民营资本进入银行业，鼓励各类金融产品的创新；另一方面需要从负面清单方面加强金融机构的风险控制，确保各类金融产品能够在风险可控的情况下发展。

比特币推动金融部门创新潜力

□ 加里克·希勒曼

比特币如今陷入一片不确定之中。这是否是一场投机泡沫？它又是否如其支持者所言是匿名的？是否真的可以用它来购买传奇的“白寡妇”大麻或者雇佣职业杀手？这无疑都是很有趣的问题，但不应该因为这些问题而分散了对更重要议题的注意力——比特币推动金融部门创新的潜力。

比特币是如此富有开创性，它不但彻底破除了货币的常规特性，甚至超越了党派意识形态。比特币的反对者也在质疑这一货币背后的开创性理念，该如何应用到改革全球金融系统之上。虽然2008年金融危机暴露了深层次的体制缺陷，对其的回应——包括美国2010年多德-法兰克法案以及欧洲的巴塞尔III银行业标准在内的提高监管保障——都无法构建所需的转型改革。

但事实上没有人——或许除了一小批用纳税人援助金大发其财的金融圈内人之外——会对现有金融体系感到满意，尤其是因为有理由预期另一场危机在不久的将来爆发。

虽然不知道下次崩盘究竟在何时到来，但有一件事是确定的，如果把比特币排除在外，对哪种金融体系能在21世纪最好地服务全球的考量就是不完整的。毕竟该货币背后的机制不但可以通过创新保护机制来防护支付系统免遭不可预测的金融行为冲击，从而有助于减少系统风险，还可以在催动急需的经济增长方面扮演重要角色。

金融机构在本质上是介绍人，将投资者、借款人和储蓄者连结在一起，并记录人们的资产负债情况，提供这类服务的金融专家们都得到了丰厚的回报。金融服务业可以被视为对经济体中其他行业征收的一种税。与此同时，考虑到陈旧、昂贵及低效的金融体系所产生的高额成本，金融系统越精练，其他人所得到的服务就越快。

全球金融系统的低效不仅仅是陈旧规则和体系的结果，逐利也是一个重要因素。虽然英国当局最近宣布要废除纸质支票的运送，但依然保留两日的支付兑付滞后期。考虑到支票的扫描期间，几乎可以在瞬间得到电子化处理，这个依然存在的滞后只能归因于“浮利”——也就是尽可能长时间截留款项所获得的利息。而浮利只是金融服务业从经济体中榨取资源的许多方法之一。

在比特币带领的创新之下，供金融服务业敛财的各类费用，延迟以及其他低效事件都将被大规模消除。在美国国会去年十一月举行听证会之前，前美联储主席本·伯南克致信众参议员，指出比特币或许有着长远的前景，尤其如果这一创新可以推动一个更加快捷安全高效的支付系统。”就在这时，美国零售巨头Target连锁超市的系统被黑客入侵——这是一连串内容信息遭窃事件的其中一件而已。

比特币由于匿名的能力，显然有助于令全球金融系统更加安全，为消费者和企业提供更多便利并节省费用。与此同时，它能提供另一种价值储存方式，而将其作为交易媒介的情况也稳步上升。

但或许比特币能提供的最令人振奋的创新是“比特币钱包”，一个可以保存交易数据并记录各人比特币数量的点对点传输软件。这个软件在本质上承担了目前银行所做的“分类账”服务，但收取消费者和企业的费用只是后者的极小部分。

由一个开源的运算法则推动并由所有下载这一免费软件的人进行维护，比特币的出现预示着货币和银行业向社区的回归，意味着金融服务与那些使用他们的人们更紧密地连接起来。像当今那些“大而不能倒”的银行的庞大而僵化的第三方经理人将被淘汰。事实上，随着比特币钱包这样的软件不断推动一个新的金融架构，“人民”实际上就是银行。

比特币及其生态系统依然在不断成熟，只有假以时日我们才会知道目前的价格水平是否处于投机泡沫之中。但比特币所领衔的创新可以并因此应当在构建一个更安全廉价高效的金融系统方面扮演转型角色。(加里克·希勒曼，经济历史学家，任职于伦敦政治经济学院。本文版权属于Project Syndicate)

人民币波动有望步入新平衡期

□ 万联证券研究所负责人 傅子恒

相对于长久以来的升值走势，人民币兑美元汇率近期出现罕见逆向波动，引发市场多方关注，近期连跌6个交易日的下跌幅度即达到1%。对于市场的关注与解读，国家外汇管理局相关负责人回应称，近期人民币汇率走势是市场主体调整前期人民币交易策略的结果，其与发达新兴市场货币的波动相比属于正常范围，不必过分解读，并提醒人民币汇率双向波动将成为常态，市场主体应主动适应、积极应对。

上述提示延续了春节之后央行政策的宣示：2月17日至18日，央行召开了跨境人民币业务暨有关监测分析工作会议，会议对2013年度跨境人民币业务暨有关监测分析工作，部署了2014年各项工作。央行网站19日发布的新闻通报中指出，2014年央行将继续扩大人民币跨境使用，转变跨境资本流动管理方式，逐步完善人民币汇率形成机制，有序扩大汇率浮动区间，这是央行在年初阶段向市场发出的明确的政策导向。而在去年底，国家外汇管理局局长易纲表示，央行将完善人民币汇率市场化形成机制，加快市场建设，提供更多可操作的汇率产品与工具，增加人民币汇率的弹性，在完善机制的过程中保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，并认为目前人民币汇率已非常接近均衡水平。

上述信息给市场的整体认识是，央行对人民币汇率走势正在作出新的判断，政策调控步入新阶段。基于这一新的判断，笔者预计，汇改多年以来形成的单边升值趋势也可能改变。从汇率短期波动来看，人民币兑美元在去年年末几个月经历加速升值阶段，人民币兑美元汇率在10月份突破6.10元后，加速冲向6.0元的整数关口，最低于1月14日创下6.0406元，其后才逐渐止步。

从国内经济与货币活动周期来看，春节之后高企的市场资金水平逐步回落，节前相对紧张的资金形势缓解，纾缓了由资金价格上涨带来的外汇资金流入预期。同时，由于节后也是外贸部门的传统淡季，实体经济面对外汇需求的减弱也可能是美元资金价

格回落的现实原因，这可能即是外管局负责人所称的“人民币汇率走低是市场主体调整前期人民币交易策略的结果”。从时间节点来看，人民币汇率回落恰巧开始于央行工作会议之后的持续多个交易日，当然不排除政策调控引导的影响，其目的冷却人民币加速升值预期，抑制汇市资金短期的套利行为。

从长期来看，自2005年7月汇率制度改革以来，8年时间里人民币兑美元汇率一直处在稳步的“上升通道”之内，人民币兑美元至今升值超过35%，目前这一趋势仍没有被打破。人民币持续升值使得我国外贸企业不仅较好地填补了低门槛理财需求的空白，而且通过互联网平台开拓了新的销售渠道，实现了基金业与互联网行业之

间的跨行业发展。余额宝正是抓住了普通居民理财“时间碎片化”、“资金碎片化”的特点，利用互联网渠道的独特优势，实现了基金公司在营销渠道和投资者增值服务上的重大突破。

实际上，创新的核心问题是挖掘和满足投资者的多层次需求，只有真正契合投资者需求的创新才能实现真正意义上的成功。历史上也曾出现过一些不合基金投资者胃口的创新，这些创新看似热闹，但最终都难有大的起色。

当然，创新能否取得成功的根本还取决于基金产品本身收益。拥有再好的渠道和包装，如果没有好的产品，也很难吸引投资者。以余额宝为例，它能够成功的重要因素之一，是其历史收益率比银行活期存款利率提高十几倍，而且收益每天发放，较高的收益性和便捷性为投资者带来了非常好的用户体验。

人民币贬值不会演变为趋势

□申银万国证券研究所首席宏观分析师 李慧勇

的好转以及居民收入和消费意愿的继续回升，房屋开工与销售也将很快恢复。虽然短期美元走势前景并不容乐观，但反转走强的时点可以期待。

新兴市场面临转型压力以及部分国家政局动荡的羁绊，叠加制造业回流发达国家与QE退出国际资本外流，导致原有核心竞争力丧失，因此，走出弱势尚需时间。

笔者认为，影响长期人民币汇率的经济增长与外贸情况并没有变化，因此外部国际资金从新兴市场回流至发达市场的短期因素逐步消退后汇率会重回升值。在上半年中，人民币升值的刚性预期趋于减弱，汇率双向波动的幅度和深度将增强。

对于近期人民币贬值的看法，笔者认为这是主动引导，为汇率区间扩大做准备，短期调整不会改变人民币升值的趋势。我国希望以人民币市场化来推动人民币的国际化、资本项

济形势。同时，对外而言，我国形成的巨大与稳健的生产能力以及多年以来积累的庞大外汇储备，决定了中国外贸进出口仍具有潜力，以及对汇率稳定可能起到强大的保障作用。因此，人民币汇率也不可能出现无法制的单边贬值前景。

而人民币汇率打破单边预期，步入均衡水平之上的双向波动，可以抑制短期的汇市套现热钱对实体经济与金融市场造成的干扰，有利于促进国际收支平衡，改善涉外经济环境，防范金融风险。我国经济基本形势稳定，投资环境继续改善，对外商直接投资继续产生吸引力，汇率在均衡水平上的稳定无疑也对外资企业有利。当然，有关均衡的描述目前只是一种判断，真正的均衡最终还将由市场力量决定，同时均衡本身也是动态的，同时由中美两国的经济基本形势、外贸形势、政策因素等共同作用与催化。因此，汇率一定阶段的上涨将是常态，这也是单向平衡的具体体现。

目自由兑换。纵观外汇市场与大宗商品价格，结合近日数据，笔者对于未来半年世界经济与货币汇率走势的判断如下：

一是人民币升值的刚性预期趋于减弱，汇率双向波动的幅度和深度将增强。

外部国际资本从新兴市场回流至发达国家，人民币汇率贬值预期增强；内部贸易顺差占GDP的比重减小表明人民币汇率趋向于合理、均衡水平，加之中国经济在2014年前两个季度存在减速风险，市场会减弱对人民币升值的刚性预期，为汇率双边的合理波动提供市场基础。

二是当前受欧元、日元、澳元等货币走强影响，美元指数下跌，一旦天气因素对美国经济的暂时性拖累消退，2月与3月经济数据证实美国重回复苏通道，美元恢复升值的背景下与新兴市场有关货币大概率会继续出现贬值。