

以美为鉴看余额宝

本案例由长江商学院案例研究员杨谷川在长江商学院张维宁教授指导下撰写。

2013 年 7 月，某城市商业银行总行高级研究员何亦帆正带着女儿在三亚海边尽情享受暑假时，突然接到了部门的紧急通知，希望他尽快结束假期，来承担一个重要研究课题。

何亦帆匆匆结束休假、返回公司后，才发现他离开的这几日里，金融行当里一场好戏的序幕已然拉开：2013 年 6 月 13 日，余额宝上线，这是

支付宝和天弘基金合作推出的货币市场基金。自问世以来，余额宝的规模迅速扩张。到 6 月 18 日晚上，余额宝用户数突破百万，这仅仅用了 6 天时间。¹截至 6 月 30 日，余额宝的累计用户数达到 251.56 万，用户数就已经超越 2012 年国内客户数最多的前 10 大货币基金的客户数总和；在 18 天内，余额宝累计转入资金规模为 66.01 亿，转入笔数 286.91 万笔。²

余额宝的诞生在业内掀起了一阵不小的浪潮。在众多业内人士惊呼“狼来了”的同时，也有分析认为支付宝的沉淀资金仅数百亿，这意味着余额宝的规模也有限，此外与传统基金理财户均 7 至 8 万元的投资额相比，余额宝用户的人均投资额仅为 1912.67 元，可谓屌丝味十足。³

在该城市商业银行内部，大家对于余额宝的横空出世也是争论不一。一方认为余额宝会加速国家的市场利率化进程并提升银行的借款成本，一方认为余额宝在理财领域的专业性不够，其目标客户是数量众多但单笔金额微小的客户群，尚不足以构成严重威胁。

本案例所有内容力求客观、严谨，但我们并不对案例中所涉及内容及所引用资料的准确性和完整性做出任何承诺和保证，长江商学院并不承担因使用本案例而产生的法律责任。本案例同样不作为相关公司和行业数据来源保存，也不作为管理有效与否的证明。本案例所提供的信息并不一定代表相关公司观点。

本案例版权属于长江商学院，未经授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅。如欲获得复制许可，请与长江商学院案例中心联系。未经长江商学院案例中心书面允许，不得在任何时间、地点，以任何方式使用或者保存此案例的任何内容。

地址：北京东长安街 1 号东方广场东 1 座 10 层；电话：（+86）010-8518 8858 转案例中心；

E-mail: casecenter@ckgsb.edu.cn。

¹肖菁，“余额宝上线 6 天用户破百万”，《钱江晚报》，2013 年 6 月 20 日，参见 <http://tech.sina.com.cn/i/2013-06-20/17328461696.shtml>（2014 年 7 月 17 日查得）。

²叶恒珊，“余额宝上线 18 天用户突破 250 万”，《今日早报》，2013 年 7 月 2 日，参见 <http://news.163.com/13/0702/03/920F8RCJ00014AED.html>（2014 年 7 月 17 日查得）。

³同注 2。

对于余额宝的运营模式是什么？余额宝到底能长多大？从长短期来看，会给商业银行以及整个金融行业带来怎样的影响？何亦帆的上级领导认为，应该对其进行一个深入的研究。

在领到任务后，何亦帆计划先将货币市场基金（简称“MMF”）与市场利率化的历史梳理一遍，他打算从美国货币市场基金出发，因为在那儿有一个美国版的“余额宝”——PayPal 货币市场基金（以下简称“PayPal MMF”）。也许在深入了解 PayPal MMF 的发展脉络后，会对余额宝的未来有一个更清晰的认识。

■ 美国货币市场基金与利率市场化

MMF 诞生背景

美国的第一家货币市场基金成立于 1971 年，其诞生与“Q 条例”有莫大关系。

在经历了 1929 年经济大萧条后，美国金融市场随之开始了一个管制时期，并同时颁布了“Q 条例”，为存款利率规定了上限机制。该条例设置的初衷是防止银行机构无限制抬高活期利率进行恶性竞争，此外，推行低利率有助于经济扩张。此条例对 20 世纪 30 年代维持和恢复金融秩序、40 至 50 年代初美国政府低成本筹措战争资金、战后美国经济的迅速恢复，起了一定积极作用。⁴

到 20 世纪 50 年代中后期，特别是进入 60 年代之后，这一条例的弊端暴露出来。因为越南战争和第一次石油危机，美国经济出现了严重的“滞胀”，即经济放缓的同时通货膨胀高企，联合国数据显示，其通胀从 1966 年的 2.99% 的扶摇直上至 1980 年 13.51%。而按照 Q 条例规定，银行机构活期存款（Demand Account）不能支付利息，储蓄存款（Saving Account）和定期存款（Time Deposit）利率上限仅为 5.25% 和 5.5%，银行存款实际上在不断贬值。迫于压力，美国国会后来取消了对 10 万美元以上大额存款利率的限制，引发银行竞相提高大额存款利率。但小额存款利率仍然受限，处于实际上的负利率状态。⁵（思考：对比一下我国目前的利率双轨制局面，是否有相似点呢？）这意味着，在投资方面，机构和富人能获得较高的市场利率，而存款小户被利率歧视。

在这样利率非市场化的大背景下，货币市场基金应运而生。1971 年，两位华尔街经纪人 Bruce R. Bent 和 Henry B. R. Brown 本着“让小额投资者享有大企业才能获得的回报率”的初衷，成立了储备基金公司，发行了第一支货币基金——Reserve Fund，从中小投资者中募集资金，用于购买 CDs⁶，并将较高的利息分配给投资者。同时，为了与银行储蓄竞争，Reserve Fund 当日偿付红利，这种收益性与流动性的完美结合让散户投资者趋之若鹜。⁷ Reserve Fund 刚发行时只有 30 万美元的规模，三年之内飞速扩展到 3.9 亿美元。到 1974 年末，整个货币基金总量（包括零售型 MMF 和机构 MMF）大约为 20 亿美元，其规模约为存款总量（包括支票存款和储蓄存款）的 0.37%⁸。

⁴张小彩，“货币市场基金冲击美国‘Q 条例’”，《财经时报》，2003 年 2 月 22 日，参见 http://money.163.com/editor/030222/030222_127696.html（2014 年 7 月 18 日查得）。

⁵赵灵敏，“美国货币基金兴衰启示录”，《华夏时报》，2014 年 2 月 14 日，参见 <http://www.chinatimes.cc/hxsbc/column/hqsy/140214/1402141949-133524.html>（2014 年 7 月 18 日查得）。

⁶CDs 即大额存单，是定期存款的一种（通常有 3 个月、6 个月、1-5 年等），受到联邦存款保险公司的保障，由商业银行、储蓄机构和信用社等发行。CDs 的持有人可获取高于普通存款的利率，并在到期时用存单换回存入的资本。可在二级市场上进行转让，但不能提前支取。

⁷金赞，《以史为鉴，美国货币基金的成长史——货币基金系列报告之一》，财通证券，2014 年 2 月 28 日。

⁸根据美联储数据计算（未季节调整）。

1974 年，美国富达集团为货币市场基金新增了一个功能——“类现金”，使其不仅仅是一种储蓄升级产品。富达集团的这款“富达日收益信托”可日日结转收益，实施T+0 交易⁹，并可在基金账户净值内填写支票进行支付，进一步完善了货币市场基金的现金管理工具特征。从 1978-1982 年，货币市场基金消费支付功能继续完善，基金份额可通过支票或关联银行卡直接消费支付成为常态。¹⁰

银行的反击

货币市场基金吸引大量存款从商业银行和互助储蓄银行流出，让这些机构感受到了极大的压力。除了抵制与抗议外，商业银行和储蓄银行等纷纷通过创新来保留存款，如设立神似活期存款、但可以支付利息的可转让支付命令账户（NOWs）；享受货币市场利率的货币市场存款账户（MMDAs）；以及达到一定的最低余额（2500 美元）后，可支付比NOWs更高利率的超级可转让支付命令账户（Super NOWs）。¹¹

最初，这些创新并不被监管层和部分竞争对手所乐见。例如，NOWs 在 1970 年由马萨诸塞州互助储蓄银行创办后，经过两年的讼争，这个业务才得以获批。直到 1980 年，法律最终允许全美各地的储蓄贷款协会、互助储蓄银行和商业银行可开办 NOWs 帐户。

可以说，货币基金和商业银行的种种创新，在一定程度上加速了美国利率市场化的进程。到 1986 年，NOWs 的利率上限被彻底取消，这标志着美国利率市场化的完成（见附录图表 1）。利率市场化导致银行的成本大幅提高，在这个过程中，大量小型银行倒闭，行业集中度提高；存活下来的银行不得不调整其业务结构，不断提高中间业务收入占比，沿着全能银行的道路越走越远。¹²

MMF 与银行核心存款此消彼长

到 1986 年末美国利率市场化基本完成时，美国货币市场基金规模为 2971 亿美元，其规模约为存款总量（包括支票存款和储蓄存款）的 19.77%¹³，全国总共约 490 家基金。从历史来看，货基规模的变动取决于货币市场利率与银行存款利率之间的利差大小。以零售型货币市场基金为例，在货币市场利率持续高出存款利率如MMDAs利率一定的空间，零售型MMF呈净申购状态，此时银行存款的规模受到压缩；当货币市场利率持平甚至低于存款利率，因为存在流动性风险，货币市场基金与存款相比便无竞争优势，零售型MMF呈净赎回状态，此时银行存款的规模会回升（见图表 1）。¹⁴总体上，直至 2007 年末，美国货币市场基金还是以扩张为主（见图表 2）。

图表 1: 零售型 MMF 规模与 MMDAs 收益利差的关系

⁹货币基金 T+0 就是指对货币基金递交赎回申请后，资金当日甚至实时到账。

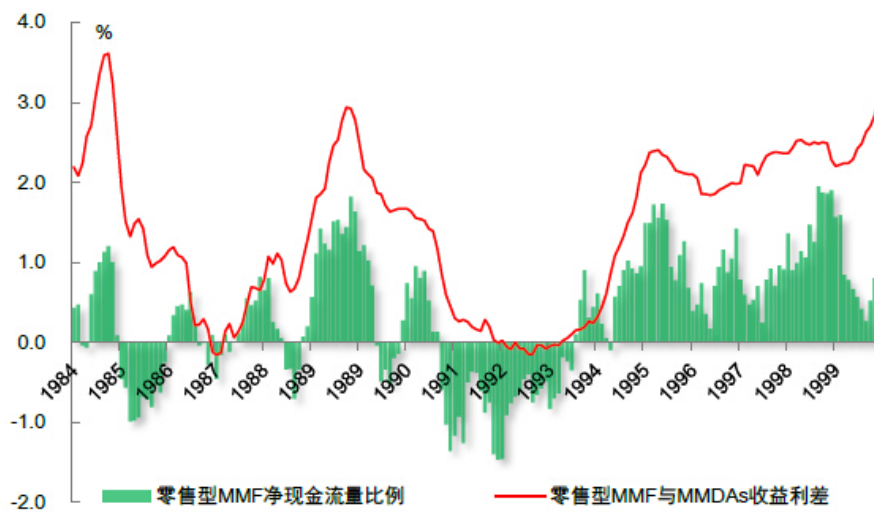
¹⁰邱冠华、李晗、黄春逢，《存款脱媒：美国经验——金融脱媒系列之一》，国泰君安证券，2014 年 3 月 6 日。

¹¹同注 7。

¹²同注 7。

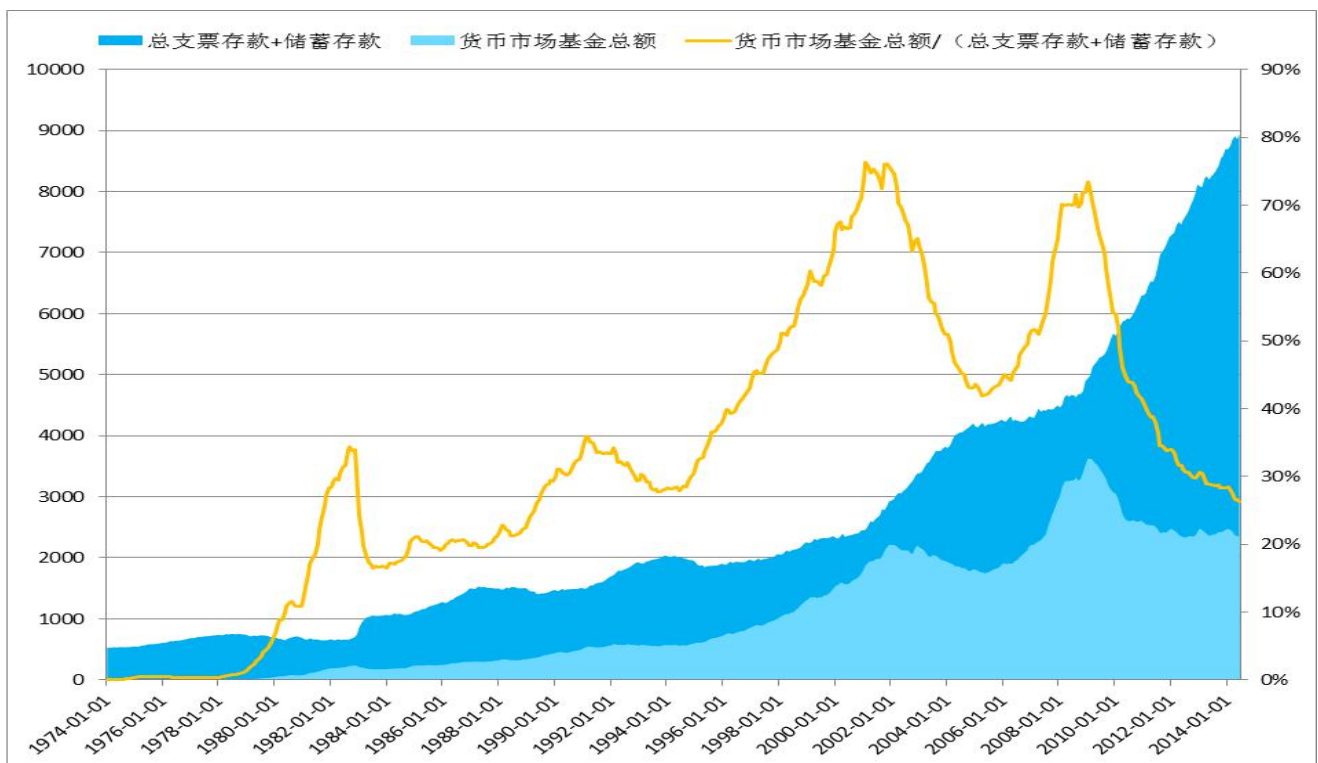
¹³同注 8。

¹⁴朱焱、王一峰、肖斐斐、向启，《他山之石：美国货币市场基金兴与衰》，2014 年 2 月 27 日。



资料来源：ICI，财通证券研究所

图表 2：美国货币市场基金规模变化（单位：十亿美元）



注：1. 货币市场基金总额=零售型 MMF+机构 MMF。2. 数据为末季节调整。

资料来源：美联储，长江商学院案例中心整理

在 1995 年以后，货币基金规模又一次呈现出爆发式增长。这一次计算机和互联网的快速发展提高了投资者申购的便利性，PayPal MMF就是在这个时段内诞生的。¹⁵

¹⁵同注 14。

■ PayPal MMF

在介绍 PayPal MMF 之前，不能不提 eBay 和 PayPal。创立于 1995 年的 eBay 是美国知名的在线拍卖及购物公司，与中国的淘宝非常相似。从 1995 年到 2013 年，eBay 的年销售收入从 37.2 万美元增长到 160.47 亿美元。

2002 年，eBay 以 15 亿美元收购 PayPal，其功能与支付宝相似，收购完成后 PayPal 成为了 eBay 的主要付款途径之一。截至 2013 年末，PayPal 共有 1.43 亿活跃账号，2013 年 PayPal 移动支付额达到 270 亿美元，这一年支付业务（核心是 PayPal）对 eBay 净收入的贡献达到了 41%¹⁶。

PayPal 在 1999 年 11 月向美国证监会注册成立 PayPal Asset Management 投资顾问公司，建立了 PayPal Money Market Fund (PayPal MMF)。PayPal MMF 属于联接基金 (feeder fund)，并不直接持有任何存款和有价值证券，而是将资产交予另一家资产管理公司 Money Market Master Portfolio (简称 Master Portfolio) 进行组合投资 (见图 3)。PayPal 实际上进行的是一种投资，其自有资金和客户资金是严格分开的。基金的资金安全不受 PayPal 的经营状况影响，PayPal 对基金投资的成败也不必承担赔偿责任。这与支付宝是不太一样的 (后文详细讲述)¹⁷。

与支付宝不同，用户只需简单地设置一下，无需将资金转入另外一个账户，存放在 PayPal 支付账户中的余额就将自动转入货币市场基金，从而获得收益。当需要购物支付或转账时，对应的基金份额会自动赎回，无需用户手动操作。PayPal 初始及追加投资的最小金额均为 0.01 美元，最高账户余额为 10 万美元。PayPal MMF 是第一个将在线支付与金融业务结合起来的货币市场基金。

PayPal 此举无疑起到双赢的效果。对客户来说，原来放在账户的零钱，没有任何利息收入，现在突然有了利息收入，如同“天上掉下来了馅饼”。而对于 PayPal 而言，该基金有助于增强客户黏性，扩大用户基数。

Paypal 的客户账户数以亿计，其中大量是小余额账户，这就是一个长尾市场，PayPal 以货币基金的方式将这些游离于传统商机之外的客户群汇总起来。PayPal MMF 的规模迅速扩张，在 2007 年达到巅峰的 10 亿美元，相当于当时一个规模排名中游的货币市场基金的水平。¹⁸

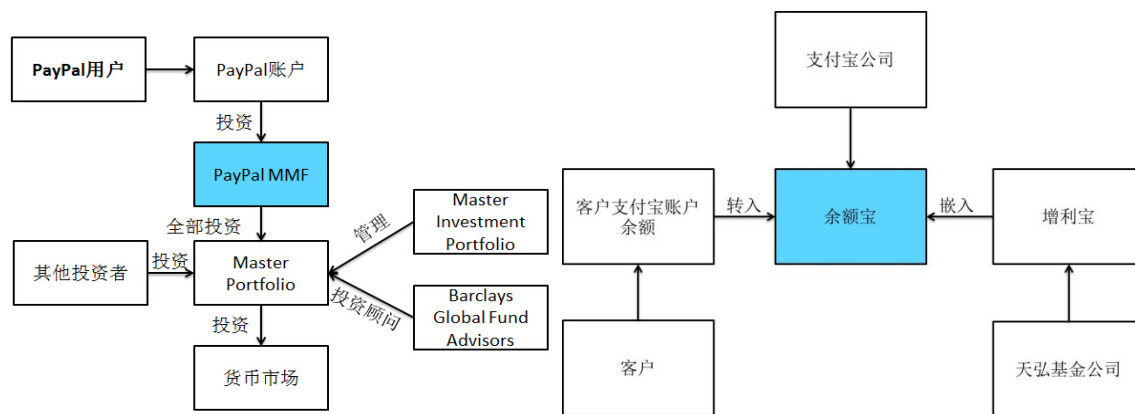
图表 3: PayPal MMF 运营过程

图表 4: 余额宝运营过程

¹⁶数据来源于 eBay 2013 年年报。

¹⁷杨晓晨、张明，《余额宝：现状、镜鉴、风险与前景》，中国金融四十人论坛，2014 年 4 月 11 日。

¹⁸钱敏伟，“美国版‘余额宝’的十年兴衰”，《中国证券报》，2013 年 7 月 3 日，参见 <http://app.cnstock.com/page?s=aHR0cCUzQS8vd3d3LmNuc3RvY2suY29tL3ZfZm9ydHVuZS9zZnRfamJzamxiL3Ric19jZmRqL2Zkal9jcGpLzlwMTMwNy8yNjQwNDQ2Lmh0bQ==> (2014 年 7 月 23 日查得)。

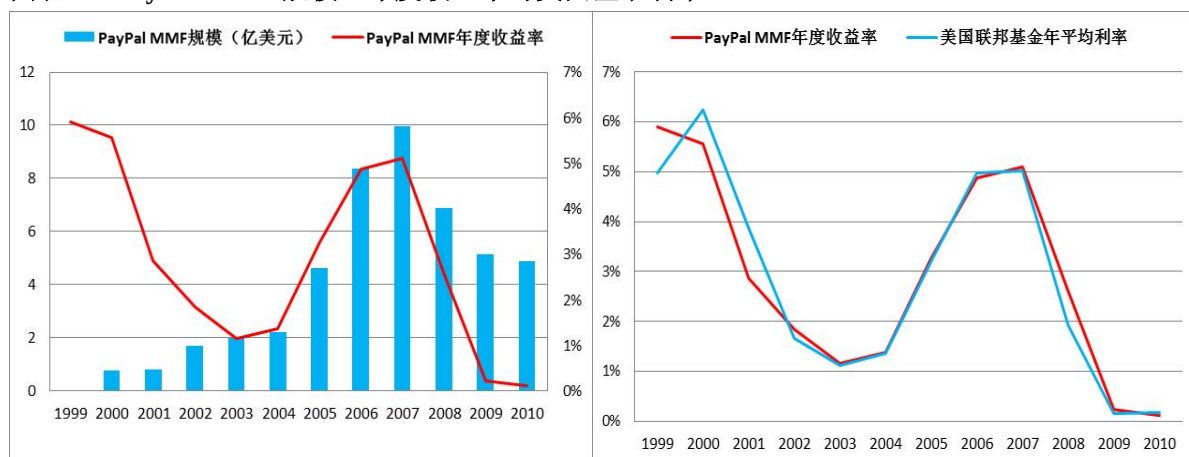


资料来源：财通证券研究所

资料来源：中国建设银行研究部

尽管PayPal MMF受到用户的喜爱，但仍免不了面临系统性风险和市场利率波动的不利影响。2001年，由于互联网泡沫破裂引发市场流动性急剧萎缩，美联储被迫连续下调联邦基金利率以刺激经济。由于货币市场基金收益与联邦基金利率这一基准利率高度相关（见图表5），从此开始，PayPal MMF的年收益率经历了连续4年的持续下降，从2000年的5.56%跌至2004年的1.37%，与同期银行存款利率的差距显著缩小。¹⁹

图表5：PayPal MMF 规模、年度收益率与美国基准利率



资料来源：中信证券研究部，美联储

自2005年起，美国房地产业的兴盛重新带动经济回归正常水平，PayPal MMF的收益有所回升。但好景不长，2008年美国次贷风暴导致全球流动性危机，美联储启动了长期的量化宽松政策，导致基准利率在相当长的时间内在零附近徘徊。受其影响，PayPal MMF在2009年的收益率骤降为0.12%。在这种情况下，用户将钱投资于PayPal MMF与留在PayPal账上或者存在银行活期账户的区别不大，并且由于货币市场基金不受到联邦存款保险保障，把钱投入PayPal MMF要比后两者冒更大的风险。

最终，PayPal MMF不得不在2011年7月选择主动清盘。基金关闭时，基金净回报进一步跌至0.04%，规模为4.8亿美元左右，与巅峰时相比差不多缩水一半。实际上，在宣布关闭该基金之前，PayPal为了维持基金正的收益率早已主动放弃收取PayPal MMF管理费用，此举给自身带来了巨大的财务压力。

¹⁹同注17。

金融危机后受到超低基准利率影响的，不止PayPal MMF一家。一些大的资产管理公司当时也已经关闭了它们的货币市场基金。无论是股票型还是债券型基金，都得到了比货币市场基金更多的青睐。根据美国投资公司协会（ICI）的数据，从金融危机发生到PayPal基金的关闭，三年间美国货币市场基金规模相比峰值时期缩水了超过 30%，数量减少了约 40%。²⁰

■ 中国货币市场基金与利率市场化

中国的 MMF

中国的第一支货币市场基金——华安富利创建于 2003 年底。在 2011 年之前，中国货币市场基金都不温不火，总规模在 2000 亿附近徘徊。仅仅在 2008 年熊市期间规模出现了一次快速扩张，但是随着偏股型基金的发展，货币基金规模又回落到 2000 亿左右。²¹

进入 2011 年下半年以后，在几大因素的共同作用下，货币基金开始快速发展。其中，一个非常关键的标志性事件是 2011 年 10 月证监会基金部出台的《关于加强货币市场基金风险控制有关问题的通知》。根据此规定，货币基金投资可提前支取且没有利息损失的银行存款“协议存款”时，将不再受制于“投资定期存款的比例不得超过基金净值的 30%”。

在这个文件颁布之前，货币基金投资定期存款的规模不得超过基金规模的 30%。这意味着，中国货币基金大部分资产必须投资于逆回购和债券，可以说，相比美国，适合中国货币基金投资的品种实在是过于狭窄（见附录图 3）。投资逆回购的问题是，期限短的逆回购的市场活跃，但是收益率相对较低；而期限较长的质押式回购虽然收益率较高，但成交清淡。而债券投资的缺点是，短融、期限在一年以内国债和金融债的市场规模有限，货币基金容量受限。基于这些原因，之前货币基金的投资是受限的。²²

2011 年 10 月证监会的这个通知实际上是对货币基金的投资限制，从此货币基金可以大量投资于银行协议存款。于是，2011 年之后货币基金投资银行存款的比例节节上升，到 2013 年底，该比例达到了 65%。²³（思考，与美国早期货币基金的运行方式相比，是否有许多相似点？）

银行协议存款之所以对货币基金有如此大的吸引力，第一是因为银行存款的容量巨大并且市场活跃。第二，在利率双轨制的背景下，大额银行协议存款的利率完全是市场化定价，市场利率较高，在绝大多数情况是高于受到活期存款，甚至在很多时候高于受到管制的一年期定期存款利率（见图表 6）。换句话说，货币基金可以多多地将散户的钱聚集起来，再以大户的身份将这些钱存入银行，以获得更高的利息。第三，货币基金大多会和银行签订了提前支取不罚息的条款。再加上在中国银行拥有政府的隐形担保，这意味着，货币基金投资大额银行协议存款兼具了高收益、安全性和流动性。

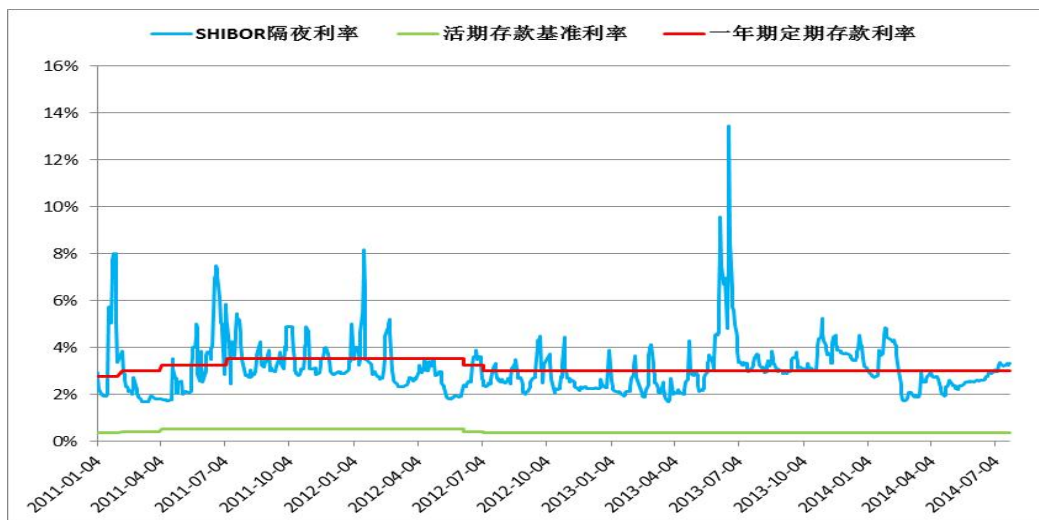
图表 6：SHIBOR 隔夜利率、活期存款基准利率以及一年期定期存款利率变化

²⁰廖理，“论美国版余额宝的倒掉源于货币基金收益下滑”，央视网《清华金融评论》，2014 年 5 月 13 日，参见 <http://hy.cebn.net.cn/2014/0513/245228.shtml>（2014 年 7 月 30 日查得）。

²¹张夏，《“货币基金的那些事儿”连载之一中国货币基金发展历程及影响》，招商证券，2014 年 4 月 4 日。

²²同注 21。

²³同注 21。



资料来源：wind

2012 年中国货币市场基金还诞生了一些创新举措，如向美国货基学习采用“T+0”²⁴赎回方式。此外，部分基金公司为货币基金开发了还信用卡、还房贷、异地跨行转账功能。²⁵这些创新为货币基金的后续发展以及余额宝的横空出世奠定了很好的基础。

■ 余额宝

在介绍余额宝之前，不得不先提提阿里巴巴集团和支付宝。创办于 1999 年的阿里巴巴集团，是中国领先的电子商务企业，从最早的B2B（企业对企业）业务平台、再到淘宝（C2C）、天猫（B2C），阿里巴巴力图打造一个电子商务的生态系统。2013 年财年（截止于 2014 年 3 月 31 日），阿里巴巴集团的收入达到 525 亿元人民币²⁶。

2003 年 10 月，阿里巴巴集团推出第三方支付平台——支付宝，其功能与PayPal类似。支付宝迅速成为淘宝用户网上交易不可缺少的方式。截至 2013 年底，支付宝占中国第三方互联网支付的市场份额达到 48.5%²⁷。

2013 年 6 月，在支付宝团队与天弘基金管理有限公司（以下简称“天弘基金”）团队一起研发两个月后，余额宝被推上了舞台。余额宝的核心是货币市场基金，其设置方式和设置理念与 PayPal MMF 类似。与前者不同的是，用户需要先将支付宝上的钱转到余额宝上，转账成功后，意味着客户购买了由天弘基金提供的名为“增利宝”的货币市场基金。

余额宝问世时恰逢银行“钱荒”，可谓赶上了“天时”。所谓“钱荒”就是市场短期资金供求失衡，导致短期利率突然飙升的情况。钱荒的原因是多方面的，主要原因是银行为了满足季末监管指标需求，其他机构为了满足兑付需求，均想从市场融入短期资金；供给方面，短期资金供给不足，央行收紧货币，不通过注入“逆回购”等手段为市场注入资金，导致市场上短期资金供不应求，推升了

²⁴在“T+0”之前，货币基金的通常赎回模式是“T+2”，即 T 日提交赎回申请，T+2 日资金才可用。“T+0”模式明显提高了货币基金的效率。

²⁵同注 21。

²⁶数据来源于阿里巴巴招股说明书。

²⁷数据来源于中国电子商务中心（100ec.cn）。

短期货币市场利率。余额宝的投资者主要是个人而非机构，对流动性需求不高；同时由于客户基础庞大，余额宝在成立后持续呈现净申购状态，因此，在钱荒期间余额宝成为资金净提供方，享受到了钱荒期间的高利率，在这期间，余额宝的七日年化收益率超过 6%。²⁸

借助于淘宝网和支付宝的广大用户群，余额宝的知名度迅速提升。在如此高收益率的吸引下，余额宝的用户以指数式增长：上线六天，余额宝用户数就突破百万。截至 6 月 30 日，余额宝的累计用户数就已经超越 2012 年国内客户数最多的前 10 大货币基金的客户数总和。

余额宝的推出也是支付宝不得已而为之。之前，支付宝不需要为因购物交易而产生或客户存放在账户上的沉淀资金支付利息，可以独享沉淀资金带来的收益。据估算，如果没有余额宝，支付宝在 2013 年下半年的日沉淀资金峰值会突破 1000 亿元。若按 5% 协议存款的利率水平计算，年收益可达 50 亿元。²⁹

而之所以放弃这部分收益，压力来自支付宝沉淀资金带来的应对监管的成本。按照央行的相关规定，支付机构的实缴货币资本与客户备付金日均余额的比例，不得低于 10%。这意味着，客户备付金越多，即沉淀资金越多，对支付宝的注册资本金的要求越高。创办余额宝正是为其寻找降低注册资本金要求的解决之道。

与Paypal MMF一样，余额宝的定位是长尾市场，根据 2014 年 5 月发布的《余额宝一周年大数据报告》，余额宝的用户数已经超过 1 亿人，户均余额仅 5030 元，远远低于传统货币基金的 13.3 万（历史均值）³⁰。余额宝成为了“屌丝理财”的神器。

在赎回模式的选择上，余额宝采用的也是“T+0”，即余额宝用户可以直接用余额宝进行购物支付，也可当天赎回基金，大约一两个小时内资金到账。但自 2014 年 4 月起，余额宝超过 5 万元的大额赎回不再享受 T+0，而变成 T+1 甚至 T+2。

与国内众多货币市场基金一样，截至 2014 第二季度末，与余额宝对接的天弘增利宝的投资标的还是以银行协议存款为主，占到了基金总资产的 85% 以上（见图表 7 和 8）。然而，增利宝是否会一直保持如此高的银行存款占比，是一个疑问。2014 年 6 月，据媒体报道，央行在对银行进行窗口指导时，要求银行取消货基协议存款“提前支取不罚息”特权。若这一规定被执行，这意味着，以后如果货基的一笔协议存款在中途被支取，将无法拿到之前商定的较高利率。³¹由于货币基金是逐日计算投资者收益，若出现了提前支取的情况，货基需自行承担相关损失。虽然截至 2014 年 10 月，央行这个规定还没有被强制执行，若该举措真正推出，可能会令包括天弘增利宝在内的货基重新考虑平衡流动性和收益率的需求，它们的投资标的将不得不从协议存款转向债券资产、短期融资券和逆回购等短期品种。

图表 7: 余额宝的资产配置变化

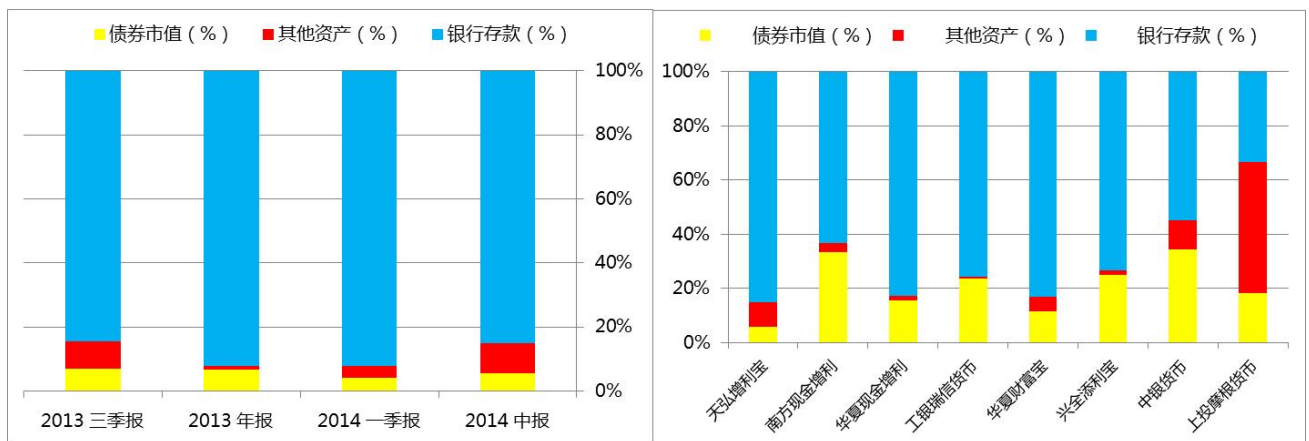
图表 8: 中国规模前八支 MMF 资产配置比较

²⁸同注 21。

²⁹张宇哲、杨璐，“怎样监管支付宝”，《新世纪》周刊，2014 年第 11 期，2014 年 03 月 24 日。

³⁰高善文、姚学康、尤宏业，《利率市场化与余额宝的兴起》，安信证券，2014 年 3 月。

³¹“央行叫停货基协议存款特权 提前支取会罚息”，《都市快报》，2014 年 6 月 29 日，参见 <http://www.focus.cn/news/wuxi-2014-06-29/5202924.html>（2014 年 8 月 7 日查得）。



注 1.比重为投资品种对基金总资产的占比。2.天弘增利宝即是与余额宝连接的 MMF。3.规模前八大排序依据是 2014 年中报。

资料来源：wind

余额宝对传统货币基金的优势

余额宝的火热，得以让更多的普通民众认识货币市场基金。与传统货币市场基金相比，余额宝除拥有庞大用户群这一优势外，还借用互联网渠道实现了交易费用的下降。³²

据安信证券高善文等分析，传统货币基金的交易费用在 300 元左右，这体现在四个方面：第一，学习成本。与美国社会不同，中国的普通投资者中对货币基金的认知度是较低的，学习和理解货币基金、理财产品等知识需要花费必要的时间；第二，拜访银行网点并办理必要的手续，需要付出成本。网上银行办理业务的成本也许很小，但其开户等操作同样需要拜访银行网点；第三，拜访银行过程中可能存在等待成本，产品从交易指令发出到实际到账也需要等待；第四，拜访银行产生机会成本，例如牺牲的闲暇，放弃的工作时间等。³³

再来看余额宝，用户只需要在网上进行简单的设置即可开户，每次资金转入和转出时也只需要简单按三次按键即可完成，用户申购和赎回的便利性被大大加强。余额宝的互联网渠道使得交易费用大幅下降至数十元甚至更低的水平。

上述优势是用户能够亲身感受到的，接下来这个优势，更多是与货基内部运作相关。正如前文所说的，在余额宝之前，T+0 快速赎回功能已经被许多货币基金公司使用，是货基公司为吸引客户而提供的一种增值服务。然而，由于 T+0 需要基金公司自行垫资来满足客户提现的需求，这意味着基金公司不得不失去这部分垫资原本可带来的财务收入。同时，由于基金公司的自有资金有限，其垫资的压力并不小。

余额宝则不同，根据财新《新世纪》报道，余额宝的T+0 垫资是由余额宝和支付宝共同承担。相较数千亿元规模的余额宝，垫资规模可能超过百亿元，这远非天弘基金所能承担（截至 2013 年底，天弘基金 2013 年营业收入仅 3.1 亿元，净亏 243.93 万元，注册资本 5.14 亿元）。因此，T+0 垫资主要依靠的是支付宝，支付宝拥有巨大的资金量，其日均交易额已超过 20 亿元，管理了大量淘宝的在途

³²同注 30。

³³同注 30。

资金（所谓在途资金是指已从买家支付宝账户划出但还未到达卖家账户、而暂时由支付宝托管的那部分资金。而这部分货款资金之所以由支付宝托管，是支付宝为解决网上支付中存在的信任与安全问题而特意做此安排）。³⁴

换句话说，余额宝的 T+0 其实是动了支付宝客户的奶酪，是用客户沉淀在支付宝上的无利息交易资金承担了垫付职责，这既不是自有资金也不是银行借款，就这一点来说，余额宝与其他传统货基之间的竞争是不在一个维度上的。余额宝的这一优势可以说是源于监管空白。

余额宝是否绝对安全？

虽然普通民众看来，余额宝投资于安全性高的货币市场基金，并且大部分投资标的又是有政府隐性担保的银行协议存款，其风险是很低的，但这并不意味着风险为零。

不论在中国还是在美国历史上，货币市场基金都曾出现过亏损。如 2006 年 6 月，中国泰达荷银货币基金和易方达货币基金的当日每万份收益就出现过负值。美国历史上，最引人瞩目的一次是发生在 2008 年金融危机期间，支撑货基快速发展的现金级别流动性和保本这两大基石纷纷垮掉。

在这之前，竞争的加剧，以及被当时金融和房产双泡沫所带来的繁荣景象所蒙蔽，使得货币基金的投资经理越来越看重基金的收益率，而非资产的流动性，回购协议、商业票据等相对政府类债券来说具有更高收益、高风险、低流动性的资产占比越来越高。³⁵

2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟申请破产保护是货币基金危机的导火索。当时资产规模达 620 亿美元的 Reserve Primary Fund（储备基金公司旗下基金）由于重仓持有雷曼兄弟的商业票据而出现了大量的损失。9 月 16 日，Reserve Primary Fund 净值跌破 1 美元至 97 美分³⁶。投资者习惯假定货币市场基金是保本的，哪怕损失一点都会产生极大恐慌。最终，储备基金不得不向美国证监会求援，并以 97 美分的价格清盘。³⁷

在当时金融危机环境下，Only Cash is the King（只有手里持有现金才是王道）。Reserve Primary Fund 的清盘进而引发了疯狂的资金赎回潮。为了避免“净值下跌-投资者赎回-资产价格下降-净值下跌”的恶性循环，美联储推出了多项创新业务以满足投资者赎回的要求，此外，财政部还出台临时担保计划，对加入该计划的货币基金，能够在其跌破净值后给予一定的补偿。但是这些举措并没有扭转货币基金的颓势。³⁸

再来看余额宝，其投资的增利宝货币基金并非没有流动性风险。在基金的日常管理中，按照业内的经验，采用“T+0”这样的结算方式，货币基金每日需要有 5%到 10%的流动资金准备。随着货币基金规模的不断扩大，这种流动性的资金需求会更大。³⁹甚至可能大到超出支付宝沉淀资金可支持的范畴。

³⁴同注 29。

³⁵同注 7。

³⁶与其他类型基金不同，货币基金的单位净值始终固定在 1 元。通常，当出现特殊情况、存在跌破净值的风险时，货币基金的发起人往往会向基金中注入现金以维持 1 元的单位净值。

³⁷同注 7。

³⁸同注 7。

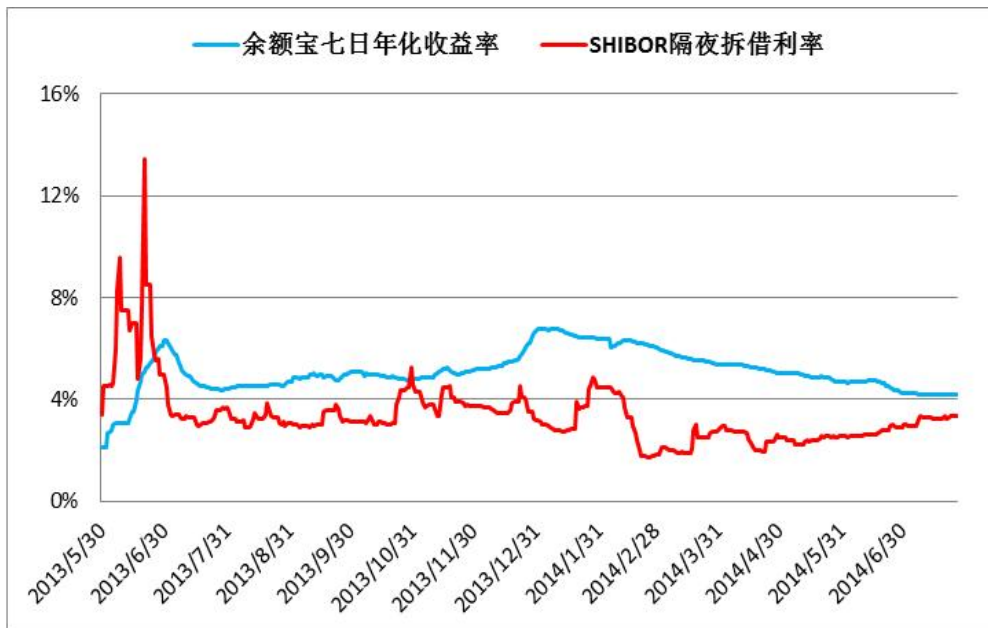
³⁹张冰、张宇哲，“解密余额宝”，财新《新世纪》周刊，2014 年第 4 期，2014 年 01 月 27 日。

从创办以来，余额宝基本处于每天净流入数十亿元申购的阶段，“T+0”导致的流动性问题还不是特别突出。在天弘基金和阿里集团看来，拥有大数据分析能力，并且处于净申购状态的余额宝，加之保守的投资理念，会给流动性留足安全垫，应对赎回没有问题。⁴⁰

然而，若出现了资金面偏松、银行间市场利率下降，导致余额宝收益率下滑的情况，或者有收益率超过余额宝且同样便捷的货币基金出现（如腾讯微信的理财通）时，余额宝虽然坐拥庞大的散户，但这些散户的忠诚度也是最低的，很有可能出现资金流入逆转的现象，其流动性风险毕现。

事实上，这种假设情况可能已经发生：2014年4月以来随着银行间市场利率的不断走低，货币基金的收益率整体呈现下滑趋势，余额宝也不例外（见图表9）。同时，余额宝还面临着来自后起之秀们的挑战，这其中包括腾讯微信的理财通、百度百发这样的互联网宝宝，以及众多银行与货基金公司合作创办的“宝宝们”。

图表 9：余额宝收益变化



资料来源：wind

那么余额宝是如何应对的？《经济学人》分析认为，余额宝开始购买期限更长的产品。2013年三季度时，余额宝高于70%的资金投资于60天以下的产品，但到2014年二季度，这一比例下降到43%。同时，期限超过90天的产品在其资产配置中的比例为33%，较一季度时的30%进一步增加（见图表10）。这意味着，为了继续提高收益，余额宝已经开始出现期限错配的迹象。而这正是金融不稳定的重要原因。⁴¹

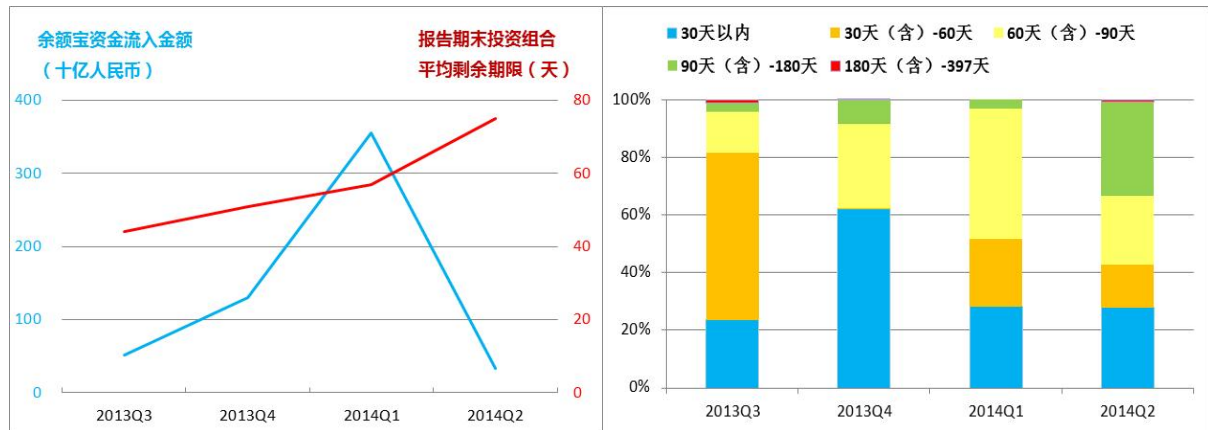
不仅如此，余额宝还越来越多地投资带有回购协议的资产，中国银行业常常通过这种结构投资一些

⁴⁰同注 39。

⁴¹“Alibaba's maturity mismatch”, Economist, July 24th 2014, <http://www.economist.com/blogs/freexchange/2014/07/chinese-finance>.

高收益的表外贷款产品。一季度时余额宝投资该类产品的比例为 3.5%，二季度升至 9%。有分析师认为，余额宝“越来越像影子银行了”。⁴²即便这样，余额宝也很难阻止净申购的减缓。

图表 10：余额宝资金流入情况和投资产品的平均剩余期限



注：1.余额宝资金流入金额=（期间基金总申购份额（份）-期间基金总赎回份额（份））*1 元/份；2.上面右图为各期限资产占基金资产净值的比例（%）

资料来源：天弘增利宝货币市场基金

■ PayPal MMF 会是余额宝的未来吗

余额宝 vs. PayPal MMF：生辰不同

经过一番研究，何亦帆认为，余额宝问世不久就引爆市场，其成长速度和达到的规模令最鼎盛时期的 PayPal MMF 难望项背，有两个关键因素可以解释。

第一，美国的货币市场基金始于上个世纪 70 年代，在接受了将近 20 年的理财教育后，美国民众已经非常了解这一投资理财品种，对他们来说，PayPal MMF 并不稀奇，只是它的投资操作相对更简易便捷。中国则不同，2003 年中国的第一支货币市场基金才诞生，其在普通民众中的认知度还不够高，余额宝相当于是给中国民众进行了一次关于货币市场基金的思想启蒙教育。许多人第一次知道有如此灵活而又相对高收益和安全的理财方式。

第二，PayPal MMF 成立时，美国已经完成了利率市场化的进程，整个货币市场基金的总量已经非常庞大，其货基规模的变动主要取决于货币市场基金收益率与存款利率之间的利差大小，很难再像创建之初那样保持火箭般的增速。即使便捷如 PayPal MMF 也难以吸引普通民众疯狂的净申购。而在利率双轨制背景下的中国，余额宝之所以如此受人追捧，实质还是因为前文提到的“大额协议存款的市场化高利率和存款的低利率之间的利差足够大”，中国的利率双轨制是利率市场化已经完结的美国所不具备的制度条件。

余额宝 vs. PayPal MMF：是否命运迥异？

那么 PayPal MMF 的结局会是余额宝的未来吗？继余额宝之后，一系列的互联网宝宝们纷纷涌出，

⁴²同注 41。

包括上文提到的腾讯微信的理财通，百度的百度百发，苏宁的零钱宝等，这些宝宝们会遭遇发展瓶颈吗？它们与 PayPal MMF 是否会命运迥异？

在试图回答这些问题时，何亦帆认为关键还是在于中国的利率市场化进程。从短期来看，何亦帆认为，受益于利率双轨制，在相当长一段时间内，互联网宝宝们都可以通过投资协议存款获得较高收益。

但在这段时间内，互联网宝宝们还需要面对来自银行的反击。银行们不甘心存款被白白抢走，除了向监管层抗议，还试图在协议存款这一命脉上对互联网宝宝们尤其是余额宝进行封杀抵制。例如，2014 年 3 月据媒体报道，三家国有大型商业银行总行不接受各自分行与支付宝旗下天弘基金⁴³为代表的各类货币市场基金进行协议存款交易。⁴⁴

另一方面，包括平安、工行、交行、招行、民生在内的银行为了留住客户和存款，自 2014 年 1 月起纷纷与货基金公司合作上线了各种类“余额宝”产品。虽然其内核仍是货币基金，但与银行传统意义上代销的货基不同，这些产品更接近余额宝的模式——1 分钱起购，0 手续费，每日获得收益，并且满足 T+0 赎回使用。据数据显示，银行宝宝的收益率与互联网宝宝相比，前者更胜一筹。再看便捷性，因有银行本身强大的系统支持，银行系宝宝在单日取现额度、到账速度以及支持银行卡等方面，相比互联网宝宝，更有优势。⁴⁵（对比上个世纪 70、80 年代货基问世后，美国商业银行的反击，是否有许多相似之处？）

在何亦帆看来，不论资金是流向互联网宝宝们还是银行宝宝们，亦或是传统的货币市场基金，在一段时间内，活期存款搬家将是不可避免的，除非有行政的强制干预。银行将会面临更高的资金成本。同时，互联网企业的出击与银行的反击势必会加速中国利率市场化的进程。

从长期来看，何亦帆认为，随着宝宝们所享有的制度红利窗口慢慢关闭（如协议存款提前支取不罚息）以及我国利率市场化进程的加快，未来货币基金与银行活期存款之间的利差势必要收窄，那么到时候互联宝宝们靠什么来吸引投资者？如再赶上由于经济周期导致的低息时代，如美国 2008 年金融危机后，互联网宝宝们又靠什么来生存？

也许到那时，不管是互联网基金还是传统货币基金，对基金运作能力将成为真正竞争客户的第一因素。互联网宝宝们只能在有限的短期货币工具中进行优化配置，不断创新投资策略和压缩管理成本等，以避免收益率下滑，同时，还要保持良好的流动性和安全性。

在何亦帆看来，利率市场化完成后，余额宝很有可能和 PayPal MMF 一样，将面临规模缩小、投资能力遭遇挑战的命运。只是我们还在路上，美国已经走完了这段路。

⁴³2013 年 10 月天弘基金主要股东内蒙君正（601216.SH）发布公告称，支付宝母公司拟出资 11.8 亿元认购天弘基金，将以 51% 的持股成为其第一大股东。

⁴⁴“三大国有银行不接受‘余额宝’协议存款 有意封杀？”，今日早报，2014 年 3 月 7 日，参见 http://finance.ifeng.com/a/20140307/11828429_0.shtml（2014 年 8 月 6 日查得）。

⁴⁵“互联网金融真的会成为活期存款的终结者吗？”，中国资本联盟，2014 年 5 月 22 日，参见 <http://www.newbillion.cn/cj/dc/3360.html>（2014 年 8 月 6 日查得）。

附录：

互联网金融之中美比较⁴⁶

在研究 Paypal MMF 的过程中，何亦帆发现互联网与金融的结合并不是突如其来的创新，在美国出现和存在已经许多年了。例如，早在 1992 年，美国第一家电子券商 E*TRADE 创立；1994 年，第一家在网上提供银行金融服务的银行——SFNB（Security First National Bank）获准成立；1995 年，第一家互联网保险公司 INSWEB 创建；此外，还有创建于 2007 年、中国 P2P 公司学习的榜样 Lending Club，创立于 2009 年、众筹网站鼻祖 Kickstarter。然而，在美国从来没有“互联网金融”这一说，那么为什么现在在国内就如此吸引眼球？

在参考了众多专家的研究成果后，何亦帆认为，有几方面的差异起到了关键作用：

第一，中美经济结构的差异。美国拥有相对自由的市场机制，可以让各行各业根据市场调配资源。形成的包括军事、科技、金融和教育在内的四大支柱产业，均衡发展，多足鼎立；而中国不同，行业发展则很不平衡。在国内互联网经过了几年的高速发展后，市场已经走向成熟，内部竞争激烈，这些企业渴求新的利润增长点，它们看中了依靠政府扶持保护形成来了行业垄断的金融业。

第二，中美在金融市场完备性和投资渠道多样性上的差异。美国金融市场经过百年发展，能提供比较完善的、全方位的产品和服务。因此美国的互联网金融行业，只能在有限的新领域里发展。例如成熟的信用卡市场就抑制了第三方支付的发展；反观中国的金融市场，由于对外政策保护，对内行业垄断，造成供给需求扭曲，同时投资渠道狭窄。因此，我国特有的环境和制度背景（例如银行和民间借贷利差、国企民企面临的信贷歧视），决定了互联网金融在我国更有发展空间。

第三，中美在法规监管和个人隐私保护方面的差异。美国监管金融组织是从保护个人财产和隐私上入手，有一套相对健全的和完善的体制。只要涉及到这两方面的业务，都有多重法律法规和监管部门来保护投资者，这样造就互联网涉猎金融领域门槛高、投入大。同时体系内各种法律法规之间相互配合协调较好，能大体涵盖接纳互联网金融新形式；但中国的体制和监管相对还年轻，由于历史原因，对投资额保护相对较弱，对隐私的保护更少，而在互联网金融这块基本上是空白的，所以政府在出台政策法规时不仅存在时间上的滞后，而且相互之间由于过于僵硬而不具有配合的弹性。这样的后果是，一方面有助于企业迅速发展壮大，新产品层出不穷，另一方面也让良莠不齐的企业能轻而易举的进入。

第四，中美不同的社会保障制度影响下的家庭理财习惯不同。美国有完善的社保、养老、医疗、教育体制，因为美国民众花钱无后顾之忧，他们更喜欢花光每月收入，甚至借债过日子，因此普遍没有储蓄投资习惯。而且大部分政府支持的退休养老教育的投资计划都由机构操作，造成美国的资本市场上以机构为主。互联网金融服务的主要对象是个人，在美国资本市场并不是主角；对比而言，中国的社会保障体制不够完善，国人都要存钱为养老、儿女教育、医疗等等做准备。因此具有很高的储蓄率，个人成为投资市场上的主力。互联网金融就是为满足草根投资需要而发展起来的。因此，互联网金融在中国有更加广阔的市场和更迫切的大众需要。

⁴⁶此部分内容有借鉴蔡凯龙的《中美互联网金融为何冰火两重天》。

图表 1: 美国货币利率化进程

时间	内容
1970 年 6 月	放松对 10 万美元以上、90 天以内的大额可转让存单的利率管制
1973 年 5 月	放松所有大额存单的利率管制
1973 年 7 月	取消 1000 万美元以上、期限 5 年以上的定期存款利率上限
1978 年 6 月	准许存款机构引入货币市场存款账户(6 个月期、1 万美元以上),不受支票存款不允许支付利息限制
1980 年 12 月	允许所有金融机构开设 NOW 账户业务
1982 年 5 月	准许存款机构引入短期货币市场存款账户(91 天期限、7500 美元以上),并放松对 3 年 6 个月期限以上的定期存款的利率管制
1982 年 12 月	准许存款机构引入货币市场存款账户(2500 美元以上)
1983 年 1 月	准许存款机构引入超级可转让提款通知书账户
1983 年 10 月	取消所有定期存款的利率上限
1986 年 3 月	取消 NOW 账户的利率上限

资料来源：贾飞，《从美国利率市场化看我国银行同业利率定价协调机制的最优路径》

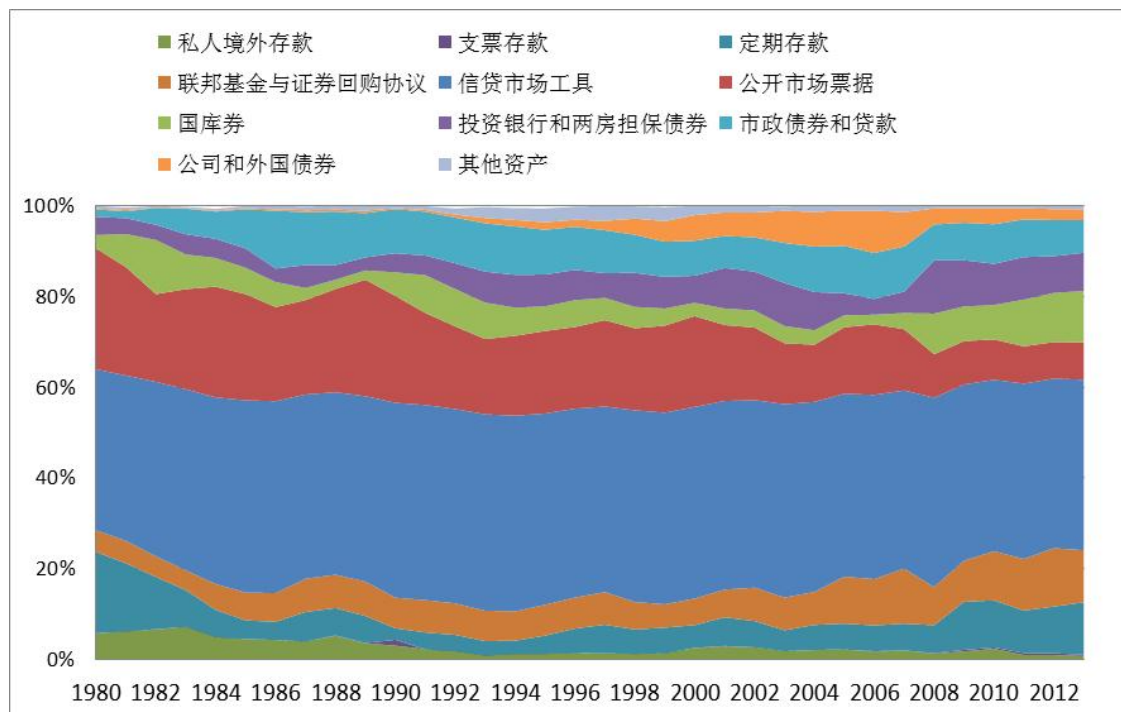
图表 2: 中国货币利率化进程

银行间同业拆借市场	1980-1990 年代早期	同业拆借利率上限管理
	1996 年 6 月	利率完全放开
金融机构同业存款市场	2003 年之前	执行存款准备金利率
	2003 年 12 月	不超过超额准备金存款利率
	2005 年 3 月	同业存款利率由交易双方协商确定
	2013 年 12 月	同业存单试点
银行间债券回购市场	1997 年 6 月	业务启动，利率放开
债券发行市场	1996 年	财政部首次在交易所市场化发债
	1998 年 8 月	国开行首次在银行间市场化发债
	1999 年 10 月	财政部首次在银行间市场化发债
	最新情况	目前企业债以及短融中票的发行利率有一定的上下限管制或指导，但基本上实现市场化发行
境内外币贷款	2000 年 9 月	完全放开
境内外币存款	2000 年 9 月	300 万美元（含 300 万）以上的大额外币存款利率放开
	2003 年 7 月	小额外币存款利率管制币种由 7 种减少为 4 种（美元、欧元、日元、港元）
	2003 年 11 月	小额外币存款利率下限放开

	2004 年 11 月	1 年期限以上小额外币存款利率完全放开
	2014 年 3 月	上海自贸区试点外币存贷利率完全放开
人民币贷款	1998 年 10 月	小企业贷款利率可上浮 20%，大中企业 10%
	2004 年 1 月	贷款利率可上浮 70%，下浮 10%，不分所有制和规模
	2004 年 10 月	贷款利率上限基本放开，下浮 10%
	2012 年 6 月	贷款利率上限放开，下浮 20%
	2012 年 7 月	贷款利率上限放开，下浮 30%
	2013 年 7 月	贷款利率上限下限接近全部放开 仅购房按揭贷款利率受到一定程度的指导
人民币存款	1999 年 10 月	中资保险公司大额协存利率放开
	2002-03 年	大额协存存款人范围扩大至社保、邮储
	2004 年 10 月	存款利率下限放开，不能上浮
	2012 年 6 月	存款利率下限放开，上浮 10%
改革原则：先外币后本币，先贷款后存款，先长期大额存款后短期小额存款，逐步稳妥推进，加快存款保险制度建设、加快中小金融机构破产重组机制建设、提升监管水平。		

资料来源：高善文、姚学康、尤宏业，《利率市场化与余额宝的兴起》，安信证券，2014 年 3 月

图表 3：美国货币市场共同基金投资标的的变化



资料来源：Fed