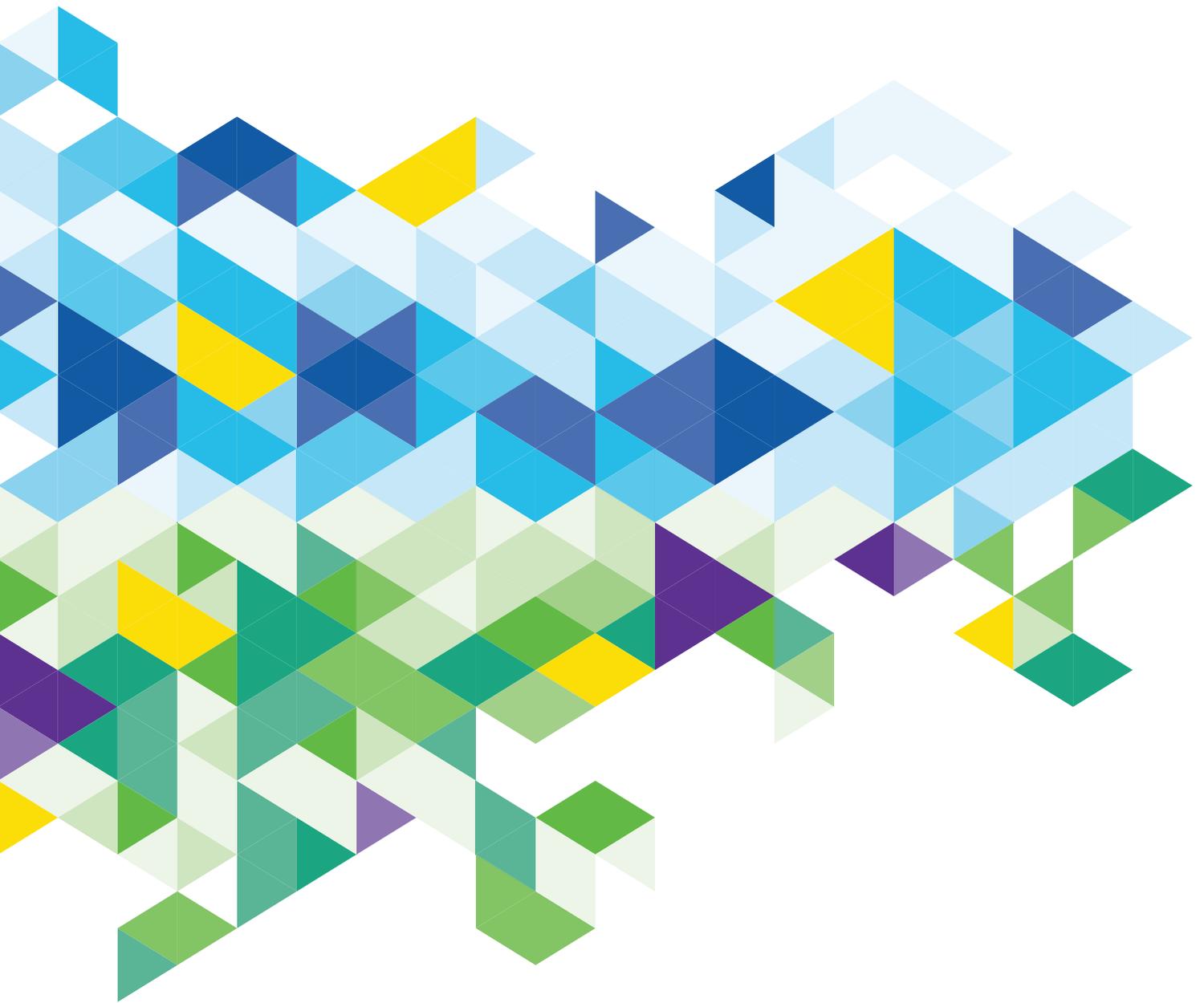




CFA Institute

走近互联网金融

互联网金融京港通系列文章 第一集



互联网金融给投资管理行业带来很多机遇和挑战，从业人员和投资者都需要随时了解这方面的进展及其影响。《走近互联网金融》对这一行业发展的现状和前景的展望既切合实际又引人深思。

连伯乐 Nick Pollard

CFA 协会亚太区董事总经理

目录

P.5	前言
P.6	FinTech 与金融服务业的未来
P.8	调查：FinTech 会在哪个领域产生最大影响？
P.10	FinTech 的成功秘诀
P.12	区块链核心技术及对支付清算的影响
P.14	对金融与财富管理行业发展方向的思考
P.15	智能投顾在中国可能行不通
P.17	P2P 能否颠覆银行秩序？
P.19	作者简介

前言

曹实

CFA 协会亚太区金融分析研究总监

互联网金融近年来在国内外蓬勃发展，方兴未艾。

这一发展当然有其积极的一面，比如大数据和网络安全等方面的进步可以提高金融服务的效率，完善金融数据的安全。但是不可否认的是互联网金融的发展也会带来各种变化。很多金融行业的从业人员包括我们的会员都希望加深对互联网金融的了解以提高其机构和个人的职业技能。另一方面如果互联网金融会给某些细分的行业带来很大冲击，及早了解情况也可以未雨绸缪，趋利避害。

那么究竟哪些技能是大家应该及时提高，哪些行业是大家应该及时规避的呢？我们组织互联网金融京港通系列文章和相关活动的初衷就是帮助大家找到这些问题的答案。

我们的优势

目前，有关互联网金融的资料和活动很多。我们感觉很多类似的讨论有两个缺陷。首先，在中国大陆和香港（以及国际上）的讨论几乎完全独立进行。第二，有关资料和活动主要是由那些想颠覆金融行业的互联网金融初创企业主导，而实际上金融机构在许多关键领域，特别是区块链和智能投顾，比互联网金融方面的创业企业更掌握主动权。

作为一个以投资专业人士为主的全球性组织，我们的努力将集中在连接中国大陆和香港 / 世界其他地方的讨论，以及促进金融机构和互联网金融初创公司之间全面的讨论。

项目计划

我们目前的计划主要是访谈亚太区（以大中华区为主）的有关专家，撰写以及组织撰写一些相关文章，这些研究成果会在 CFA 全球官网及中文网站、旗下出版刊物以及其他渠道发表，并选择优秀文章结集出版。这本中文小册子就是其中的第一本，以后还将陆续出版其他中英文读物。我们还准备邀请有关专家参加我们在北京，香港，上海和深圳等主要金融市场与各地的 CFA Institute 会员协会举办一系列有关主题活动。这个系列活动的北京站定于 11 月 24 日举行，活动的主题是智能投顾的发展方向 and 模式。我们还考虑明春以北京和香港为两个主会场举办一次大型的线上线下活动（因此命名为「互联网金融京港通」或「Beijing Hong Kong FinTech Connect」）。

我们建立了一个有关的专家数据库，重点关注五个领域：区块链，智能投顾，移动支付，P2P 和众筹。我们认为这些是最有可能被互联网金融「颠覆」的领域。专家们主要来自三类背景，使我们可以有一个比较均衡的对话：(1) 理解创新产业格局和发展趋势的顾问和风险投资公司；(2) 金融机构的技术和 / 或业务经理，以及 (3) 互联网金融初创或科技公司代表。

欢迎随时对我们有关研究和活动提出建议和意见。请微信 [larrycaocfa](https://www.larrycaocfa.com) 或电邮 fintech.apac@cfainstitute.org 与我们联系。

2016 年 11 月 8 日于香港

FINTECH 与金融服务业的未来

曹实

读者想必对 FinTech 这个词汇并不陌生。它源自金融技术 (Financial Technologies)，但是经缩写后好像被赋予了新的含义。FinTech 有时可用于形容一些新兴技术及其在金融领域的应用，有时特指金融行业的创业公司，更普遍的法是二者兼而有之，也就是新兴的金融科技行业。国内称此新兴行业为互联网金融，此词亦相当贴切。

FinTech 近年在全球方兴未艾，最值得关注的展主要集中在区块链 (block chain)，智能投顾、移动支付，P2P 和众筹等。有研究指出，仅于 2015 年全球 FinTech 投资已多达一百九十亿美元，其中一百三十亿美元来自创投公司。管理咨询公司麦肯锡更指 FinTech 可能会在十年之内获得零售银行业 60% 的利润。那么 FinTech 今后与金融业是相辅相成还是水火不容呢？我们来分析一下。

FinTech 对用户的价值在哪里？

我们之所以用 FinTech 而非金融科技一词，是因为现在这个行业不只包含技术提供者，更泛指很多解决方案供应商。举例来说，移动支付是互联网金融一个相当热门的应用领域，很多从事这行业的公司开发广受消费者欢迎的硬件，软件或网络产品。相比传统金融业的解决方案，FinTech 公司的产品有其独特的优势。例如最知名的 Paypal 支付系统，它可省去用户每次进行网上支付时，均要填写大量信用卡资料的弊病，让其可在网上支付界取得一席之地。

另一例如 P2P 网络贷款平台，更是直取银行的存款和放贷核心业务。与银行的模式不同，P2P 为藉贷者和放贷者提供了直接交易的平台，跨过了银行这个中间人。资金缺乏的地区或行业，P2P 为藉款者拓宽了贷款的来源，使许多从传统渠道不能成功获取贷款的个人和企业提供业务发展急需的资金，这也是 P2P 近年来迅速发展的重要原因之一。

成功的 FinTech 企业就是这样依靠创新和开拓贷款来源，在与传统银行业的竞争抢滩成功，分得了一杯羹。

Fintech 成长最大的障碍是什么？

存款贷款和支付都是银行的核心业务。FinTech 在这些领域取得成功，那么几年后又是否会完全胜过传统金融业了呢？换句话说，金融业的护城河究竟有多深？

从宏观环境来看，金融业是监管最为严格的行业之一，进场的门槛相当高。银行通过其分支机构网络可以获得利息低廉的资金，银行的信贷程序和风险管理均有助资本市场有效地运作。当然分支机构有成本，银行的信贷程序和风险控制也不总是可靠（不然也不会有 2008 年的金融危机了），但是总体上来说，传统的银行比起 FinTech 企业来说在这些方面还是有优势的。这几个月以来，内地很多 P2P 平台问题频出，五月的时候连 P2P 的鼻祖，美国的借贷俱乐部也爆出程式问题，这都是佐证。

从微观角度来讲，FinTech 企业成长中遇到的最大障碍可能正是这些 FinTech 公司自身。这些公司偏重技术背景，对金融业务的把握程度和金融监管的要求都不一定占优势。另一方面，全球很多大银行都是百年老店，变革的速度很慢，新技术的监管门槛也很高，双方的合作之路可说是荆棘密布。

Fintech 在未来金融业中会扮演何种角色？

好的 FinTech 企业有技术上甚至至于应用方面的优势，但是多半金融基因不足。这里决定了这些企业既有成长的空间，又不可能彻底取代传统的金融业。我觉得 FinTech 的成长之路可主要有三条。

最理想的道路是合作，也就是银行还是专注于银行自身的业务，并透过收购或付费服务的方式引入 FinTech 企业的技术。但这样的成功案例并不是很多，主要是因为两者公司文化的差异所致。大的金融机构本来就不愿意承认自己可能在某些方面技不如人，FinTech 企业又不停地喊着要颠覆他们，双方的预期相差太大。其实双方各有优势，合作才是长期双赢的策略。

第二条是 FinTech 企业在传统金融业较弱的领域首先，取得比较大的突破，这是目前我们看到最多的情况，移动支付和 P2P 都是这样的例子。好处是这些领域的壁垒相对比较容易突破，缺点是这些业务相对来说也是利润比较低的。

第三条是银行自动开发有关技术。目前全球很多大型金融机构如高盛和瑞联都大力投资区块链研究，Vanguard 和嘉信理财等券商和基金巨头推广其自己品牌的智能投顾系统都属于这种情况。对于 FinTech 企业来说这是最大的威胁。很多如流动支付等业务和相应的解决方案都不是无法解决的难题，FinTech 企业取得的优势很大程度上是由于银行不在意开发有关技术，一旦大型金融机构态度有变，仅凭其规模和技术力量，对 FinTech 企业来说都会构成莫大的冲击。

（本文于 2016 年 5 月首发于香港《信报》。此次发表改正了个别文字错误。）

调查：FINTECH 会在哪个领域产生最大影响？

曹实

过去几年来，FinTech（金融科技）愈加受到金融服务行业的关注。

我大约从一年前开始写这方面的文章，那时候讨论的主题还是如何定义 FinTech，现在则已经演变成 FinTech 的利弊。在这个期间，我们对这个问题的关注从未改变，因为在全球范围，FinTech 将可能会在金融服务行业的众多领域产生重大的革命性影响。

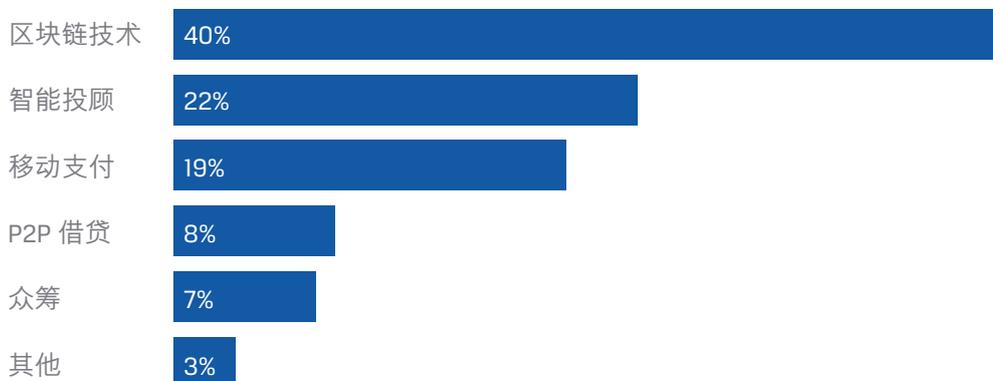
金融专业人士想知道 FinTech 对他们到底意味着什么：

- FinTech 将对他们的事业产生怎样的积极影响？人们认为，FinTech 将会为率先拥抱创新的早期使用者带来效率收益。究竟是 FinTech 的哪些方面推动著效益提高？人们都认为，大数据和网络安全将会成为主要的催化剂。
- FinTech 将对他们的事业产生怎样的消极影响？例如，P2P 出借人能否取代银行，成为首选的平台或借贷的中介机构？如果答案是肯定，那么银行信贷员和信贷风险分析师就应开始寻找其他工作了。引发此类生存担忧的 FinTech 特定领域包括区块链、移动支付、P2P 借贷和机器人顾问。

正如我们看到的，尽管上述区分有点武断，但后一类（区块链、移动支付等）的干扰潜力要远大于前者。

这种评估是否准确？为了找到答案，我们调查了 CFA 协会《财经新闻简报》的读者，询问 FinTech 的哪些方面最有可能改变我们所熟知的金融行业。

你认为在以下哪个领域，金融科技 (FinTech) 将能对金融服务行业产生最大影响？



* 采用了四舍五入，因此总和未达到 100%。

333 位受访者的回答表明，人们对区块链技术的兴趣已上升到前所未有的热度，有十分之四的读者都选择了这一项。另有 22% 选择的是智能投顾。与今年早些时候 CFA 协会组织的 FinTech 调查相比，这些结果表明，就未来几年可能对金融行业产生潜在影响的变化而言，区块链技术已大幅超过了机器人顾问。

在 CFA 协会《财经新闻简报》的投票调查中，第三个选择最多的选项是移动支付——中国和世界其他地区所取得的成就最为显著——票数占到了 19%。

调查发现，P2P 和众筹等行业并不那么引人关注，分别获得了 8% 和 7% 的票数。鉴于中国 P2P 行业不断爆出丑闻，以及 Lending Club 让美国的表现乏善可陈，得出这样的结果并不特别令人惊讶。

(本文于 2016 年 8 月首发于 CFA 协会网站。)

FINTECH 领域的成功秘诀

曹实

FinTech (金融科技) 已在金融服务行业掀起巨浪。尽管人们认为 FinTech 初创公司具有破坏性, 但它们与其他行业的初创公司同样脆弱。那么, 成功者的秘诀又是什么呢? 陆金所 (Lu.com) 董事长兼首席执行官计葵生 (Greg Gibb) 最近在上海同我分享了他的观点。这是我们「FinTech」系列文章中的开篇。

CFA 协会: FinTech 公司需要掌握哪些技能, 才能打造出一家成功企业?

计葵生: 对于初创公司来说, 你需要做三件事; 而对于 P2P 行业, 你至少要从其中的两件事做起。第一, 你需要大量的客户。第二, 你需要大量的数据。第三, 你需要很高的信用风险技能。事实上, 能够从小型初创公司发展成为 P2P 大赢家的少之又少。正常情况下应有数十家, 但不会是几百或几千家。

中国的 P2P 行业要壮大, 你认为其中的阻力是什么?

大多数初创公司都缺乏准确的信用数据。它们的数据既不及时, 也不成规模。

在这方面, 征信机构能发挥怎样的作用?

如果你指的是中国人民银行的微信系统, 它的确有用; 但它是不是跟香港的一样出色? 不是。不过在还款能力和意愿等基础数据方面, 它能提供 70-80% 的数据。它绝对是一种可以使用的预测工具, 涉及到了 3 亿多中国消费者。现在, 借助于电子商务和手机用户, 中国还出现了很多第三方数据。

与征信机构相比, 电子商务公司能提供更多的有用数据吗?

我认为它们的数据并不能被用作信贷决策的坚实基础。它有助于你更好地决策, 但如果你只看电子商务数据, 比如, 我知道约翰已在淘宝花费了 5000 元, 并发现他喜欢买鞋子等, 这实际上并不会帮我做决定。

你需要一个模型来分析数据, 继而做出决策。

这可以通过社交媒体数据来实现。例如, 微众银行在预先筛选微信客户、寻找借款人方面就做得非常成功。我并不明白在其信用模型中, 这些因素都是如何发挥作用的。他们将这与信用关联在了一起, 但你仍需大费周折来真正做出预测。

大型科技公司, 如亚马逊、EBay、阿里巴巴和腾讯等, 目前对金融机构构成的威胁是否比初创公司更大?

这场游戏的关键是看谁能够使用好技术和数据接口, 创建出两种类型的产品。这包括国家的金融产品, 以及客户体验、可用性和易用性都出现了创新的互联网产品。你需要把这些东西融合在一起。

说到提供客户体验更佳的金融产品，金融机构似乎已在投顾机器人顾问方面占据了上风。

我大约一年前就开始留意这个方面，想知道最近机器人为什么在美国变得那么红。它10年前为什么红不起来？我认为它大体存在两个原因。

一个是ETF市场正变得极其有效，机器人的主要投资工具是ETF之间的配置。二是智能手机的用户界面让人感觉非常舒服，能够轻松进行资产配置。

机器人投顾实际上不会很快变火，因为我认为缺少ETF基础设施，没有低成本的优势，没有辨清长期投资方向。

关于区域差异，这点说得很好。它确实跟市场的复杂性有关。在成熟市场，人们需要数年才能懂得资产配置的好处。

就机器人的价值而言，我认为已有人做过计算，你至少需要投资三、四年才能获得收益。在中国，共有基金的平均持有期是6周。

回望过去，你认为陆金所取得成功的关键是什么？

我认为FinTech的答案其实是一个文化问题。你实际上需要两种类型的人。你需要金融服务人士，他们拥有风险管理和产品设计等专业知识，他们洞晓法规，了解投资者的目标。此外，你还需要具有互联网背景、了解网络世界运转规则的人才，这包括客户获取、客户管理和简化产品。

拥有互联网背景的人们很难适应银行工作。也许最不可思议的就是你被安置在一家大型金融服务集团的独立部门工作。

我们创办陆金所时，Peter Ma曾说如果我刚设立了一个保险部门或银行，那么最难的就是招人。因此，他在这方面采取了不同的做法。我们从电子商务行业广纳贤士，又进入支付行业招揽人才。这些员工不戴领带，而且爱穿短裤。你必须寻找一种方法以获得专业知识，让不同群体进行互动。

这样你才能收获团队合作的好处。其他还有哪些关键事情必须做好？

我们还明白了开放平台模型是最好的创业方法。金融服务行业掌握了很多有关风险管理的专业知识，这并不是像你雇佣了100位员工，就能得到所有的一切。我们现在70-80%的现金流是从金融机构购买，提供的产品包括货币市场基金、共有基金和保险产品等。客户可以把他们的银行账户与平台绑定在一起。我们的产品还是太少，不能满足客户的需求。

你认为结局是什么？

谁能获得FinTech的最终胜利？会出现几家初创公司，但也会存在几个传统企业。

(本文于2016年10月首发于CFA协会网站。)

区块链核心技术及对支付清算的影响

姜晓芳

区块链是以多份拷贝形式存在于点对点网络上的只可追加的总账数据库，它包含历史所有交易记录的清单，能够将账本主人和其历史及当前交易绑定在一起；它由多方参与记账，每次通过特定机制选择一方进行记账操作，各方可以对记账内容进行校验。区块链并未创造出新技术，而主要是以下三个成熟技术和理论的组合：一是基于分布式技术建立起的点对点的对等网络；二是基于单向（哈希）、对称、非对称的加密技术的数字信息的完整性、机密性、身份认证保护方案；三是基于共识算法的分布式场景下的拜占庭将军问题（多节点在无中心的情况下协同工作）解决方案。区块链作为多种技术、理论的组合，创新地体现出去中心化、去信任、可靠数据存储等典型特征，而其本质在于通过技术背书而非中心化信用机构来建立信用。

区块链提供了一个全新的视野来重构支付清算。构成现行支付清算体系的支付系统相对孤立而离散，传统支付结算方式并不令人满意，存在流程长、效率低、成本高、易出错等特点，因为通过银行等中间机构进行交易，要经过开户行、央行、境外银行，其中每一机构都有自己的账务系统，彼此间需建立代理关系，要有授信额度；每笔交易需在本行记录，还要与交易对手进行清算和对账等；而且，传统金融机构建立在集中式中央结算体系上，对所有交易进行集中记账，通过集中处理完成结算，一旦部分出现问题，会影响整个系统运行，同时集中式存储使恶意破坏或篡改数据库显得易如反掌。此外，现有的支付清算体系采用交易、清算、结算分步完成的模式，潜藏著信用风险。与传统支付体系相比，通过区块链技术进行支付是由交易双方直接完成，不涉及中间机构，系统的节点之间相互独立，通过一套通用的分布式协议进行系统间信息交互，不再因兼容性和互斥性而导致成本高且连接困难。区块链去中心化、去信任、不可篡改、高度透明的特征，带来了分布式清算机制的拓展，对支付清算将产生重要影响。

区块链可以使支付清算更高效可用

区块链技术可以提高交易结算效率，大幅降低成本。采用区块链技术，所有交易都在一个账本中记录，并确保所有人持有同一版本的账本。会计、核数是实时的，区块链用安全的规则确保每一笔支付交易的真实性，几分钟就核实，资金实时清算，效率大大提升。基于区块链的智能合约，更将大大减少资金结算时间，原来需数天才完成的国际交易，使用区块链技术几乎即时就能完成，同时也可减少交易核对中系统和人力成本，大大降低传统交易中需要两三天处理时间所耗费的投资机会成本。

区块链技术采用异构多活机制，具备高可用性。采用区块链技术，整个网络中没有绝对中心化的硬件或者管理机构，核心节点与节点之间的权利和义务都是均等的，且数据存储从绝对中心转成多中心，每一个全节点都会维护一个完整的数据副本，通过共识算法保持高度一致，各节点协同工作，分别独立完成数据存储。这样相较集中式支付清算系统，任一节点的故障或者损失都不会影响整个系统正常运转，每个节点可以有选择地下线，进行系统例行维护，保证系统 7x24 小时不间断工作，进而保证了支付清算系统的高可用性。

区块链可以使支付清算更安全便捷

区块链的不可篡改性保证了数据库的安全性，共识机制有效保障信息存储和传输的安全性。由于巧妙的设计并辅以密码学和共识算法，区块链实现了数据库历史记录不可篡改，录入区块的数据不可撤销且能在短时间内被拷贝到每个数据块中，录入到区块链上的信息实际上产生了公示的效果，因此交易的发生和所有权的确认不会有任何争议。而且，区块链使用非对称加密共识机制来保证整个网络的安全，借助它，整个系统中的所有节点能够在去信任的环境下自动安全的交换数据，很好的解决了交易前证明交易双方身份，及保障这些信息安全存储和传输这些对传统金融机构而言比较复杂的问题。

区块链实现了交易确认同时即完成清算和结算，大大降低了信用风险。区块链技术使所有的交易都是「发生即清算」的，交易完成的瞬间所有的账本信息都完成了同步更新，交易确认后，记录在区块链中的价值所有权也同时变更，从而保障价值转移双方的权益在交易同时完成转移；另外，买方和卖方能够通过智能合约直接实现自动配对，并通过分布式的数字化登记系统，自动实现结算。交易、清算和结算同时完成，有效规避了潜在的兑付信用风险，从本质上提高了支付清算的安全性。

当然，区块链技术现在仍处在实验阶段，想要真正落地，大规模应用于支付清算领域中，解决它现存的高耗能、数据存储空间、大规模交易处理及安全性保障问题十分关键，随著人们对区块链技术优势的认识越来越深刻，各类机构正源源不断的投入资本和人力到相关技术的研究中，假以时日这些问题必将得到解决，一旦技术成熟推广开来，未来支付清算市场可能会因此而发生翻天覆地的变化。

对金融与财富管理行业 发展方向的思考

翟晨曦

近两年来，许多常见的资产品类都积累了可观的涨幅，达到或接近历史高点。在外部货币政策面临变数的当下，梳理大类资产的投资逻辑、寻找面向未来的投资方向就显得十分必要，本文试对部分投资品种和行业趋势进行分析。

产品形态上：宏观配置基金的时代来临

随著泛滥的资金不断消灭高收益资产，未来任何单一资产的投资管理模式都将面临极大的挑战，基于资产配置宏观投资基金是必然的发展方向。然而资产配置的难度并不低，如果只是简单将资金委托给往年的明星基金经理，往往并不能取得理想的收益。资产配置需要富有经验的团队，有对市场的认知和辨识的体系，需要自主进行择时、择势、择人，如果没有深刻的交易的研究，做好这些是非常难的。

关注人工智能对财富管理行业的影响

在人工智能方面，根据目前的调研情况，国内在智能机器人、无人驾驶、智能投顾等领域与美国的技术差距并不大。美国市场上出现这样的公司多是在 2014 年至 2015 年后的事情，而中国目前股权市场上正在融资的天使或者是 Pre-A 阶段的也有不少的企业。可以说在这一新兴领域，无论是中国还是美国，还是各个业内公司之间，一旦发力都有著追赶机会。

然而人工智能产业的核心竞争力是什么？主要可以从两方面来看，第一个竞争力是数据。在基础理论没有明显突破的情况下，各家公司的模型同质化高，此时谁能得到金融数据流量入口，谁就具备更大的竞争优势。然而只有数据是不够的，因为目前人工智能所能够解决的多是基于历史规律的归纳，但很多问题并没有充足的历史数据，这时就需要人的主观判断。专家团队可以在机器的归纳基础上，对市场进行主观的推理而后做出判断，因此未来的财富管理趋势上，只有结合了基于海量数据的人工智能和基于优秀团队的主观判断、策略开发与更新，才能创造出具有竞争力的产品。

(本文节选自作者为 CFA 协会提供的一篇文章。)

让机器帮你理财？ 智能投顾在中国可能行不通

张翼轸

毕马威预测，美国智能投顾到 2020 年要达到 2.2 万亿美元的规模，年化复合增长 68%。

不过，作为一名长期关注指数投资和量化投资的特许金融分析师（CFA），我始终觉得智能投顾在中国其实并非蓝海，尤其是初创企业，或许最好下场就是被传统金融企业收购成为附庸，期望在大市场中成为新巨头，希望渺茫。

智能投顾：在美国帮省钱 在中国多花钱

智能投顾（robo-advisor）就是让机器代替传统的理财顾问，帮你来进行投资组合的配置和优化。

根据美国智能投顾行业先锋 Welthfront 的宣传，他们认为自己每年可以给客户提高 4.6% 的收益，投资专业人士会发现 Welthfront 宣称的五大途径（如大规模使用 ETF 或低成本指数基金来代替传统投顾使用的管理费昂贵的主动型基金，将人工的避税改为机器实践，同时利用一些指数化投资的技巧来避税，资产配置优化和自动资产再平衡）都不是什么「黑科技」。

所以智能投顾在美国更多是降低和规避不必要的成本，但在中国，指数投资费率优势不明显，税务规划的绝招也用不上，没有立竿见影的好处凸显之下，就得期待用户相信他们的智能模型能够跑赢市场——这在无数炒股软件前赴后继证伪了这个问题之后，显然不是容易的问题。还要额外收取 0.5% 的管理费——这对于一向不愿意为顾问咨询付费的中国金融投资者而言，显然是一个高挑战。

投顾 + 智能要比智能 + 投顾容易

即使在美国本土，科技驱动的创业企业要和老牌金融投资企业比拼智能投顾，也占不到优势。根据一份一季度的统计，Welthfront 和 Betterment 的资产规模分别为 30.55 亿美元和 39.5 亿美元。虽然单看这两个数字，对于初创企业算是很不错的战绩。但是放到智能投顾的行业中，却会又让人有些扫兴。

老牌券商嘉信也推出了自己的智能投顾服务，截至一季度的资产规模是 41 亿元，而作为指数基金行业的缔造者和迄今为止的领军者，先锋集团在推出自有和传统投资顾问结合的智能投顾服务后，以 310 亿美元的管理规模傲视群雄。

其实出现这样的结果，也并不奇怪。在上文分析的 Welthfront 五大卖点中，指数基金本就是先锋集团的看家本领，至于税务规划机器化难度有限，而动态平衡是个超级简单功能，这意味着 Welthfront 作为科技新锐，能够筑起的「护城河」并不太多。

在美国，传统金融企业要发展智能投顾，还需要平衡原有人工投顾的利益，但是在中国，股票类投顾一直没有长足发展，基金等理财也更多是收取渠道费而非顾问费，在向智能投顾切换上障碍反而要小得多。目前已经有不少基金公司和第三方理财平台推出了自有的智能投顾平台。

为什么在中国智能投顾或许要走附庸路线

中国当下的投资行业，竞争远比美国来的激烈。一方面互联网巨头们把先做规模后考虑盈利的思路带入了金融行业，另一方面也是服务同质化极小，只能靠价格战揽客。在这样的前提下，智能投顾恰恰可以成为各类券商、基金代销平台差异化竞争的利器。更重要的是，这些机构，还有免费提供智能投顾服务的动机。

在中国，券商原本就有佣金收入，基金代销平台也有一折后的申购费、尾随佣金的和部分赎回费作为利润来源，他们未必需要将智能投顾服务的顾问费作为直接的利润来源。智能投顾促使更多的买卖频次，就足以以为券商和基金代销平台带来增量的利润了。

所以，中国的智能投顾行业或许会日渐兴起，但从第一天开始，他们可能就是大机构的附庸，或者要做好被收购成为附庸的准备——在这个流量当道的年代，即使不考虑法律障碍，想靠智能投顾服务来收费，依然是太难太难的挑战。

P2P 能否颠覆银行秩序？

曹实

P2P 是放款人和借款人之间的一种直接贷款形式。在 P2P 交易中，资金可以通过 P2P 平台直接从放款人流向借款人，完全绕过了传统的银行渠道。因此，它通常被认为是一种具有破坏性的 FinTech（金融科技）。

陆金所 (Lu.com) 是全球最大的 P2P 平台之一。最近，我们来到上海采访了陆金所的首席执行官兼董事长计葵生，讨论了这个行业将会如何发展。

CFA 协会：你会如何定义 P2P 业务？

计葵生：我们认为 P2P 在借款人 and 投资者之间搭建起了一种端到端的在线连接平台，剔除了中介机构。但事实上你总是离不开拥有信用能力和平台功能，可以把人们聚集到一起。

我总爱和银行家开玩笑：若想成为世界上最大的 P2P 公司，你需要做的就是把所有数据从你的信用卡公司拿出来，然后剥离到一个单独的平台。这样你便拥有了数据。你知道谁是借款人。你的许多借款人都很有钱，可以成为投资者。这样你便是「无所不知」。

顺便说一句，我们最初做的是 P2P，但它现在只占我们现金流的 10% 左右。

P2P 市场是否足够庞大，是否值得金融机构参与其中？

因地区而异。在美国，消费市场已被银行主导。类似 Lending Club 的企业已涉足该行业八九年，规模仍然有限。

但在印度、印尼或中国，大量的消费者借贷需求没有得到满足。人们对零售银行业的需求非常大。就中国而言，银行 80-90% 都从事非零售业务，因为它们在其他领域更容易赚钱，而且当业银行家获得的社会回报要比零售银行家更多。这个市场将会变得更大，因为传统金融机构不会迅速抓住机遇。因此地区不同答案就不一样，但技术将会在全球得到采用。

这听起来好像是说，若能抢得先机，中国的 P2P 市场将会变得很大。

目前按未偿贷款计算，中国的 P2P 市场价值大约为 1000 亿美元。未来 7-10 年这个市场将会增长到 1 万亿美元，这种预测并不疯狂。

那银行为什么不做 P2P 呢？

银行要这么做并不存在什么阻力。但银行为什么要做 P2P ？

银行通过储户存款获得融资的成本是 1%、2%、3%，而信用卡的年利率是 18%。如此计算，它们的毛利能达到 15-16 个点。如果银行也采用 P2P 模式，就必须给投资者支付 5% 或 6% 的利息，这样就会少赚几个百分点。

金融机构的真正问题是，一旦决定从资产负债表转到 P2P 模式，盈利率便会受到影响。资产回报率和股本回报率都会下降。在能把业务实际做起，大到足可剥离以转向新的商业模式之前，这个机构的首席执行官不一定愿意以两、三年的阵痛为代价，换来资本市场的扩张。所以说资本市场对初创企业和成熟企业的估值是不同的。

对 FinTech 初创公司来说 P2P 可能是一个大有可为的领域，如你所言，金融机构会因各种原因而不愿做 P2P 业务。这并不是它们最重要的议程。

我讲一个真实的故事吧。大约一年前，我们接待了澳洲四大银行之一的到访。他们一行大约 12 人。他们来拜访我们，询问了我们的业务、平台和技术等一些问题。最后，他们问「你们没想过到澳洲发展吧？欢迎你们来我们的海滩花钱玩乐，不过公司就不要来了吧！」所以我觉得创业企业有机会，银行希望你不要来抢他们的生意，不急于发展互联网金融。他们等待的时候，初创企业获得了发展的机会。等银行想来做互联网金融，可能就已经晚了。

你认为 P2P 一旦形成规模，银行会感兴趣吗？

有些会。有些会自建，更多的会高价收购。

作者简介



曹实, CFA

曹实先生是 CFA 协会亚太区金融分析研究总监。他开展原创性研究，并专注于亚太地区投资行业的会员教育工作。曹先生拥有逾 20 年的投资经验。在加入 CFA 协会之前，他曾在汇丰银行担任亚太地区高级管理人员。他最初在中国人民银行任美元固定收益投资组合经理。他还曾任职于美国的两家资产管理公司，先后在 Munder Capital 管理美国和国际股票基金，和在晨星为全球性金融机构管理多资产投资，曾获得美国投资行业著名的 Lipper 奖。曹先生曾接受广泛的商业媒体采访，包括金融时报、华尔街日报、彭博社和 CNN。他曾在行业研讨会及学术和行业刊物上讨论过资产配置、股票、ETF、固定收益、财务规划、退休及储蓄行为等课题。他毕业于北京大学，并曾在麻省理工学院斯隆商学院做访问学者。



姜晓芳, CFA

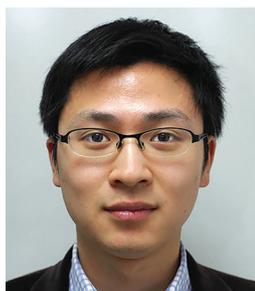
计算机硕士、CFA 持证人和北京金融分析师协会的发起会员。曾任汤森路透负责金融领域的高级业务分析师，现任金融信息化研究所资深研究员，负责互联网金融、移动金融、金融大数据等领域相关理论体系和新兴技术的跟踪研究。并负责中国金融学会金融信息化专业委员会（金信委）秘书处工作。

主要研究领域：金融信息化发展战略与规划、信息化金融（互联网金融、移动金融）理论、实务与应用等。参与中国金融业信息化「十三五」规划、负责人民银行信息化建设评估、大数据对保险业改革创新及保险监管影响研究、区块链技术应用研究等重点研究课题，为国家及央行在金融信息化发展和顶层设计方面提供政策建议。新浪财经专栏作家。



翟晨曦博士, CFA

翟晨曦（CFA，博士）现任天风证券股份有限公司副总裁兼公司执委会委员，公司固定收益投资决策委员会主任。历任中国银行间市场交易商协会特聘培训教师、全国同业拆借中心特聘市场专家、上海清算所债券估值专家、中国金融期货交易所国债期货特聘讲师、中国证券业协会固定收益委员会委员。曾任国家开发银行资金局交易处处长，所在团队连续 4 年现券交割量蝉联市场第一，多次获得全国同业拆借中心颁发的「优秀交易成员」、「本币市场交易 100 强」第一名、「最具市场影响力奖」、「最佳进步奖」奖项。自 2014 年加入天风证券，负责公司固定收益业务、财富管理业务、国际业务等板块，团队先后获得全国同业拆借中心颁发的最佳交易主管、最佳券商等奖项，中央国债登记结算公司颁发的债券业务最佳进步奖，中国金融期货交易所颁发的国债期货最佳交易团队奖等奖项。



张翼轸

CFA(特许金融分析师)，上海《新闻晨报》证券记者 微博股评师

上海《新闻晨报》财经部副主任，投资自媒体 EarIETF 出品人。著有《新媒体革命》、《品味·男》。



CFA Institute