

杨晓晨

morn.yang@gmail.com

张 明

zhangming@cass.org.cn

余额宝：现状、镜鉴、风险与前景

摘要：本文通过对余额宝类产品发展现状的梳理，以及对美国 Paypal 货币市场基金经验教训的借鉴，提出了余额宝类产品的理论分析框架。基于该框架的分析表明，第一，将余额宝纳入存款准备金管理只能部分达到预期效果；第二，余额宝面临着严重的期限错配，需重点防范流动性风险。余额宝有助于加快利率市场化进程，促进金融机构自我革新。因此监管重点应以引导为主，在规范市场行为的基础上，通过其鲶鱼效应来倒逼传统金融机构的改革创新。

关键词：余额宝 分析框架 Paypal 期限错配 系统性风险

一、引言

2013 年是互联网理财元年。以阿里巴巴余额宝和腾讯理财通为代表的互联网“宝宝”们竞相出世。与活期存款相比，余额宝产品利息高，申购赎回便利，迎合了广大群众尤其是年轻人的理财需求。截至 2013 年 12 月底，与余额宝对接的天弘增利宝基金在成立短短数月内就达到 1853 亿元规模，荣登国内最大基金宝座，在全球货币基金中的规模排名也攀升至第 22 位。此外，余额宝客户数量由 2013 年 12 月底的 4303 万急增至 2014 年 2 月底的 8100 万，户均余额约为 6000 元。如此的增长速度，即便放眼全球也十分罕见。余额宝的成功，被各界视为互联网企业进军金融产业的成功范例，颠覆了长期以来个人零散资金只能投资于收益率严重偏低的活期储蓄的现状。

在获得广泛支持的同时，余额宝们也遭遇不少非议（下文统一用“余额宝”指代这类产品）。由于部分低价资金来源被抢占，以四大商业银行为代表的银行体系开始反击。一方面，部分银行与其断绝了业务往来，与此同时自行开发了类似产品；另一方面，不少人也在督促监管当局将余额宝管理资金纳入存款准备金管理，意在抬高产品运营成本，控制其发展速度。支持与反对的背后分别对应了关于余额宝的正反两派观点。反对者们认为，余额宝在吸收资金的同时变相抬高了金融体系的资金成本，这将进一步加剧实体经济的融资困难。但支持者们认为，余额宝是中国利率市场化进程中的催化剂，其发展能够逼迫金融机构推行市场化利率，这在现有金融体系能够产生鲶鱼效应，从而能够在长期内促进金融经济的良性发展。

盛松成等（2014）指出余额宝高收益主要来源于政策套利。如果将余额宝纳入存款准备金管理体系，则其收益来源将被大大压缩，从而有助于保障市场公平竞争。高善文（2014）认为，余额宝通过渠道变革实现了交易费用的大幅下降。此外，一旦存款利率在余额宝的推动下被放开后，银行存款量将会上升，这会造成贷款利率相应下降，因此市场上流行的余额宝推高贷款利率的说法是错误的。邱勋（2013）梳理了余额宝对商业银行存款、理财和基金代销等方面的影响，并给出了商业银行应对相关影响的具体措施。刘泓君（2014）认为余额宝在目前净申购状态下面临的流动性风险较小，同时也指出提前支取不罚息是余额宝享受的重大政策红利。赵鑫（2013）阐述了余额宝面临的法律问题，指出中国在互联网金融领域的相关立法还存在明显缺失。

面对突如其来的搅局者，相关各方各执一词。究竟哪种看法揭示了余额宝的本质？本文将从理论和实证角度对影响余额宝发展的各种因素进行分析，并在此基础上建立

分析框架，对有关问题进行更加深入、系统地梳理与解答。本文剩余部分的结构安排如下：第二部分介绍余额宝的运营模式和高收益的来源；第三部分回顾美国版余额宝（Paypal）的兴衰历程；第四部分结合中美余额宝的经验教训提出一个通用分析框架；第五部分应用这一分析框架探讨了余额宝面临的潜在风险；第六部分是前景展望与结论。

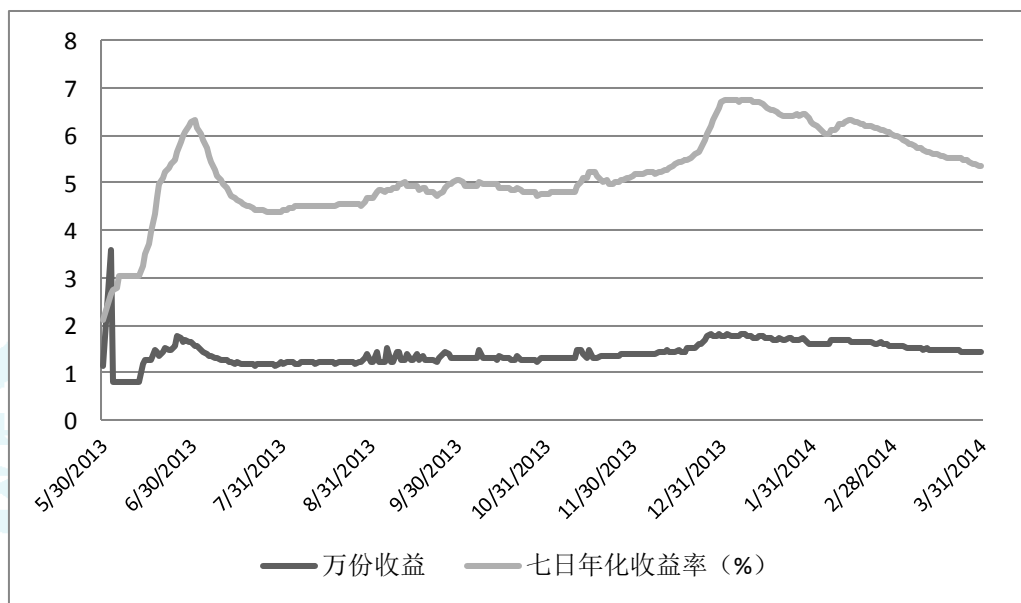
二、发展现状

1、运营模式

互联网企业的创新逻辑与传统行业不同。前者善于将现有产品作为组件重新整合。整合过程以深度研究用户需求为基础，添加协同模块连结各个组件，从而使分散的产品结合成紧密有机体，最终以单一入口提供给用户。通过上述过程，新产品就将跨平台的多步操作精简为单平台的一步操作，从而极大地提升了用户体验。小米盒子和随身 wifi 等都是这种模式的典型产物。

余额宝作为一种互联网产品，也符合上述规律。它将天弘增利宝货币基金和支付宝连结起来，使得用户只需将支付宝余额转入余额宝即被默认申购基金份额并享受相应基金收益。在使用上，余额宝省去了传统基金和理财产品的申购步骤，消除了认购起点，也不设起止时间。用户只要有闲散资金就可通过一次点击存入余额宝，需要赎回时则以 T+0 结算。良好的流动性满足了大多数人小额理财的需求。在收益上，余额宝大约 5-6% 的收益不仅远高于活期存款，甚至超越了同期许多基金和银行理财产品（图 1）。此外，余额宝集中投资于同业存款和高等级债券，这类资产组合的流动性和兑付刚性使得用户得以同时享受低风险和高回报。换言之，对用户需求的准确挖掘，对现有资源的深度整合，是余额宝获得成功的关键。

图 1 天弘增利宝收益曲线



数据来源：天弘增利宝网站。

作为活期存款的替代品，余额宝需要具有与活期存款类似的安全性和流动性。在安全性方面，货币市场基金具有低风险、波动性较小的特点。其所投资的同业存款和高等级债券通常享有各种显性或隐性信用担保，信用风险可控。在流动性方面，一方面按同业存款通常具有提前支取免罚息条款，另一方面高等级债券也具有较好的流动性，即便在大规模赎回的情况下，这两种资产也比其他资产更易于变现。此外，目前由于短期市场资金短缺，同业存款利率显著高于央票、短期融资券、国债等短期产品的收益率。虽然一些投资标的比同业存款和债券拥有更高的收益率，例如房地产、股票、大宗商品、高收益企业债等，但其不仅存在亏损风险，就连流动性也缺乏保证。因此，余额宝目前的投资策略是从用户需求角度出发的合理选择。与更高的收益相比，安全性和流动性对用户来说无疑具有更大意义。

2、高收益的来源

余额宝的高收益主要来自于三方面：一是跨市场操作的利差；二是近期银行体系流动性短缺导致利率抬升；三是资金未被纳入存款准备金管理带来的监管红利。

首先，如表 1 所示，余额宝筹集的资金有 90% 以上投向银行同业存款。由于普通

投资者无法进入这一市场，余额宝就起到了“团购”的作用。众多零散资金汇聚成庞大的规模，再由天弘基金以远高于一般存款的利率存为同业存款。这使普通投资者用少量资金也享受到同业存款的高额收益。

表 1 天弘增利宝资产组合

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	固定收益投资	12,762,005,913.59	6.7
	其中：债券	12,762,005,913.59	6.7
	资产支持证券	—	—
2	买入返售金融资产	1,580,737,687.37	0.83
	其中：买断式回购的买入返售金融资产	—	—
3	银行存款和结算备付金合计	175,541,017,053.14	92.21
4	其他资产	492,025,474.79	0.26
5	合计	190,375,786,128.89	100

数据来源：天弘增利宝网站。

其次，余额宝高收益也与 2013 年 6 月以来中国银行间流动性市场的“钱荒”密不可分。在监管层挤压非标投资、央行控制货币增速、外汇占款流入放缓、商业银行存贷比考核等多重因素的影响下，银行体系出现了一定程度的流动性短缺。在此背景下，商业银行愿意付出高额利息来获得流动性。由于目前存款利率市场化尚未完成，基准存款利率调整空间有限，因此以 Shibor 为代表的银行间同业拆借利率持续走高，就成为市场资金供不应求的集中体现。宏观经济调整过程带来的流动性压力恰恰使得余额宝“生逢其时”，因此余额宝的高收益率具有一定的偶然性。

再次，与一般存款相比，同业存款不进入存款准备金管理体系，也就无需拨备高达 20% 的准备金。中国目前的法定存款准备金利率仅有 1.6%，远低于 6% 左右的同业存款利率。若按照 20% 的比例计提准备金，则整体利率损失约为 1%。因此，监管红利在余额宝的收益中占有相当比重。如果央行将同业存款纳入准备金管理，余额宝的高收益将面临严峻考验。

三、国际镜鉴

余额宝概念并非中国首创。早在 1999 年，美国 Paypal 公司就已经推出了类似的产品——Paypal 货币市场基金（Paypal MMF，下文简称 Paypal）。余额宝无论在产生背景还是运作方式上都与其非常相似。因此，对 Paypal 的发展历程进行简单梳理，有助于更深刻地理解余额宝的发展规律。

1、诞生及兴盛

Paypal 作为美国市场上最大的支付公司，客户在交易过程中沉淀了大量资金。与支付宝不同的是，Paypal 用户甚至无需将资金转入另外一个账户，就可直接在支付账户中享受货币市场基金的投资收益。用户从体验上不会感到货币市场基金与支付账户现金的区别。当需要转账或支付时，对应的基金份额会自动赎回，无需用户手动干预。因此，Paypal 就在保持资产流动性的前提下实现了用户的资产增值。

在 Paypal 兴起的背后，体现了美国利率市场化进程的长期趋势。美国 1933 年颁布的《格拉斯-斯蒂格尔法案》和其后颁布的《Q 条例》规定，银行对活期存款不得支付利息，并对储蓄存款和定期存款的利率设置了最高限度。这使得个人投资者的零散资金长期处于闲置状态。1971 年，鲁斯·本特和亨利·布朗创建了美国储蓄基金公司，将个人零散资金收集后投资于高收益的大额定期存单市场，从而成功地绕开了 Q 条例限制，成为了历史上第一只货币市场基金。

由于此类基金和银行储蓄存款之间的高额利差，加之美国自 1970 年代开始的通货膨胀导致市场利率持续攀升，使得货币市场基金迎来了巨大的发展机会。由此美国的利率市场化进程也正式拉开序幕。此后虽然 Q 条例在 1980 年代就被逐渐废止，银行储蓄存款利率也逐渐向均衡水平靠拢，但这依然没有阻挡货币基金的扩张脚步。1977 年，全美货币基金总资产仅为 40 亿美元，但到 1991 年就已达到 5000 亿美元，1997 年突破万亿美元，2001 年第一次超越储蓄存款的总规模，2008 年达到 3.5 万亿美元。

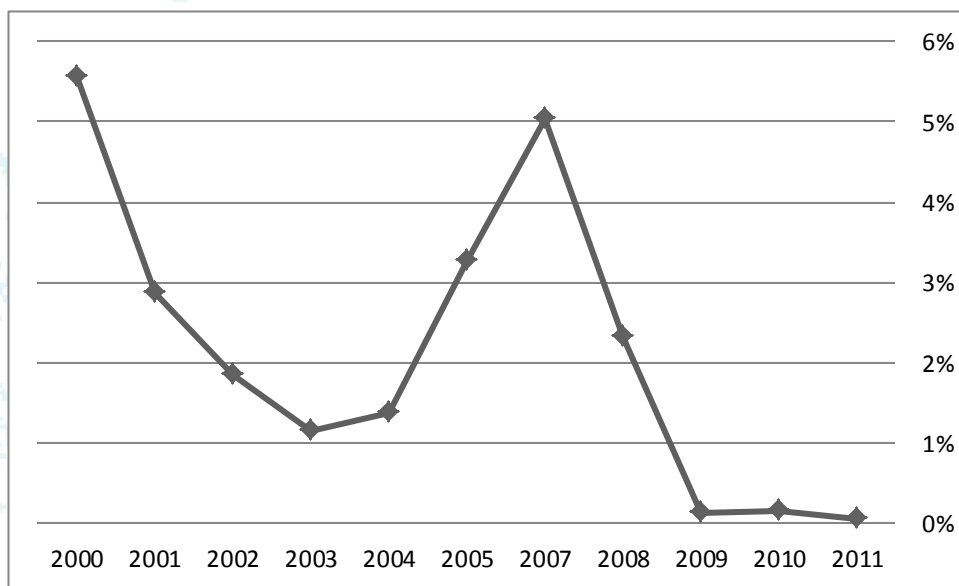
借助货币市场基金的迅猛发展，Paypal 的规模快速壮大，并在 2007 年达到了 10 亿美元的峰值。而且，互联网在节约成本方面的显著优势使得 Paypal 更容易维持高收益率。便利的申购赎回机制和较高的收益率令 Paypal 赢得了广泛赞誉，各类投资者购买情绪高涨。

与余额宝不同的是，Paypal 货币市场基金属于联接基金（feeder fund），其自身并不直接持有存款和债券，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。这家公司实际的投资运作是由贝莱德基金顾问公司（BlackRock Fund Advisor）完成的。在该模式下，Paypal 是资金的筹集方和委托方，Master Portfolio 是受托方及存管方，贝莱德则是管理方。这种模式的好处在于，基金的资金安全不受 Paypal 和贝莱德双方的经营状况影响，两家公司对基金投资的成败也不必承担赔偿责任。

2、衰败与终结

尽管 Paypal 货币基金甫一推出就成为市场明星，但其同样面临系统性风险和市场利率波动的不利影响。如图 2 所示，2001 年，互联网泡沫破裂引发市场流动性急剧萎缩。美联储被迫连续降息以刺激经济。从此开始，Paypal 的年收益率就经历了连续 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。从 2005 年开始，美国房地产业的兴盛重新带动经济回归正常水平。Paypal 收益率在当年即反弹至 3.27%，2007 年就回到了 5.04% 的水平。

图 2 Paypal 收益率曲线



数据来源：www.paypal.com。

但好景不长，2008 年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，使利率在相当长的时间内在零附近徘徊。受其影响，Paypal 在 2009 年的收益率骤降为 0.12%。到 2011 年，收益率进一步下跌至 0.05%。实际上，0.05% 的收益率还是 Paypal 向用户补贴的结果，Paypal 公司为此承受了每年数百万美元的亏损。

最终，受到资金规模锐减和市场零利率的双重挤压，Paypal 公司不堪重负，主动终结了这一产品。回顾 Paypal 货币市场基金 12 年来的兴衰历程，不难发现，无论该产品的崛起还是衰落，市场利率的起伏都在其中发挥了决定性作用。众所周知，市场利率波动与宏观经济状况密切相关。作为市场利率的被动接受者，Paypal 必然要受到这一系统性风险的影响。因此，与其他投资一样，Paypal 类产品的高收益并不是持久而稳定的。

四、理论分析框架

通过对余额宝和 Paypal 货币市场基金的分析，不难发现，两者之间隐含着许多相似之处。因此，我们将建立一个简单的针对此类产品的理论分析框架。

1、需求方分析

首先，用户使用余额宝的根本目的是获取收益。我们用函数 $H(i, k)$ 表示同等流动性和风险的前提下，余额宝的预期收益率与其他投资收益率的差值。其中， i 是余额宝的预期收益率， k 代表其他种类投资的收益。目前来看，与余额宝流动性和风险类似的投資主要有两类，也即货币市场基金和银行活期存款。若选择活期存款作为参考， k 的取值就是同期银行活期存款利率。若选择货币市场基金，则 k 就应取货币市场基金的同期收益率。

余额宝起源于支付宝内沉淀资金的重新利用。因此，余额宝可看作用户现金的替代品，是在流动性不变的前提下由低息资产向高息资产重新配置的过程。从长期来看，这种业务模式存在较大的复制空间。目前余额宝对接的基金仅有天弘增利宝一支，但腾讯理财通已经对接了华夏和汇添富两支基金。这样，理财通就由单只基金的前端代理变为多只基金的网络中介。推而广之，流动性更低的定期理财产品也有可能在未来被接入。余额宝将从单一的高流动性产品向多种流动性的组合产品演进。但对用户而言，在收益率相近时对高流动性的偏好是始终不变的。可以预见，在原始理财产品基

基础上提供额外的流动性支持会是余额宝们争取客户的重要手段。在模型中，我们可将影响需求函数的流动性因素用字母 L 表示。

既然余额宝联接的也是货币市场基金，那么用户为何选择余额宝而不直接选择其他货币市场基金？二者的最大区别是什么？笔者认为，使用体验不同是二者最大的区别。余额宝与支付宝的无缝对接对于大量支付宝用户来说无疑很具吸引力。资金在基金账户和支付账户间的快速转化有效地增强了流动性。虽然目前多数货币基金也支持网上申购和 T+0 交易，但用户在申购前和赎回后不免要切换到其他平台上操作，存在体验“断点”。而余额宝资金可在支付宝的平台上直接使用，同一平台效应极大地提升了用户体验。另外，余额宝背后是阿里巴巴强大的技术团队，可以使余额宝在界面易用性、软件稳定性、网络安全性等细节上占据显著优势。这是金融机构的小规模 IT 研发团队无法企及的。换言之，在收益率相似的情况下，使用体验作为一种产品附加值，左右着用户的选择。在模型中，我们使用字母 J 来表示产品的易用性、稳定性、安全性等因素的总和。

此外，由于余额宝不能独立揽储，其资金进出必须依赖银行并受到相应监管。如果银行和监管部门出于各种原因对余额宝设置障碍，势必影响到用户体验，进而影响用户需求。虽然这种因素也是通过改变用户体验来影响需求量，但由于其具有外生和独立的特点，我们在模型中单独用变量 M 来表示。

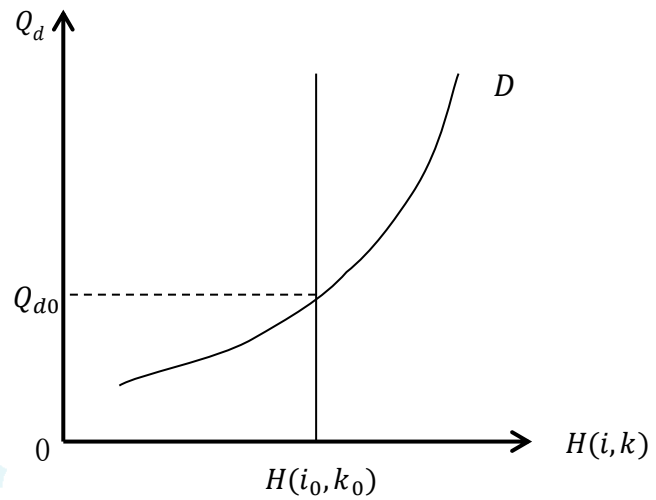
将以上因素进行综合，需求总量 Q_d 可用如下函数形式表达：

$$Q_d = D(H(i, k), L, J, M)$$

其中 $H(i, k)$ 是同等流动性和风险下，余额宝的预期收益率 i 与其他种类投资收益率 k 的差值； L 表示影响需求的流动性因素； J 表示产品易用性、稳定性、安全性等因素的影响； M 表示银行与监管机构对余额宝设置的限制因素。

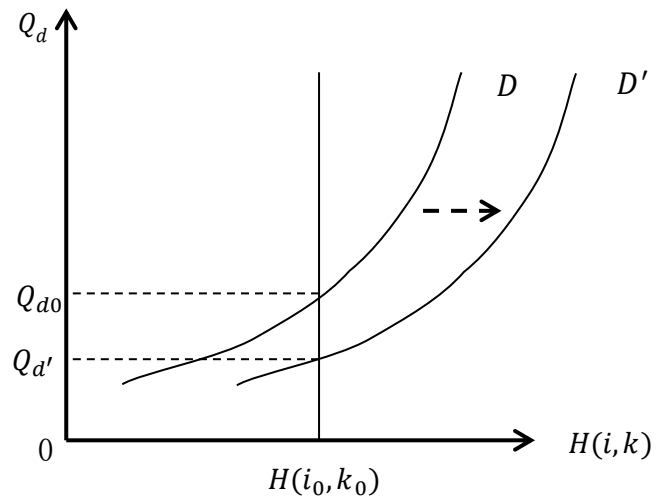
除 $H(i, k)$ 之外，其他三个变量可认为在短期不会剧烈波动。所以 Q_d 主要由外生变量 $H(i, k)$ 决定。 $H(i, k)$ 外生的原因是余额宝们是市场利率的被动接受者，对利率水平的影响较为有限。如图所示，在其他条件不变的情况下，用户需求量 Q_d 由需求曲线 D 和当期的市场利差 $H(i_0, k_0)$ 线的交点决定。

图 3 利差 $H(i, k)$ 对需求的决定



L, J, M 三个因素的影响体现在对需求曲线位置和形状的改变。利差不变的情况下，减少流动性L，减少易用性和安全性J，或者增加外部限制M均会使得需求曲线右移，需求减少。

图 4 L, J, M 对需求的影响



从总体趋势来看，需求量将会随着利差的提高而不断增加。但需求曲线自身的形状目前还很难确定。在经济意义上，需求曲线的形状刻画了每个利差点在产生变化时对需求量带来的边际影响。因此，确定曲线的形状需要考察每一种利差在变化时产生

的边际效应。目前由于缺乏实证数据导致该领域研究成果较少。我们希望能在今后的研究中解决这一问题。

2、供给方分析

余额宝类产品对互联网公司的意义有两点。一是收取服务费获取利润。二是扩展公司平台，与其他产品一起形成协同效应。因此，短期利益和长期战略布局都会影响余额宝产品的供给。我们的供给方模型也是基于这种框架建立的。

追求短期利益需要考虑收益和成本的匹配。在这方面，微观经济学给出了企业继续经营的最低要求，即盈亏平衡点。企业愿意继续提供余额宝服务，首先需要满足这个条件。

$$\text{平均收益} \geq \text{平均可变成本}$$

余额宝的收益主要来源于以基金份额计算的服务费用。在计算平均收益时可将规模因素剔除，平均收益仅由服务费的费率决定，用 $AR(r)$ 表示。其中 r 是余额宝产品的服务费率。

平均可变成本主要包含管理费用、销售成本、运营维护成本（客户服务及服务器购置维护等）以及其他成本。这些成本的平均值会随着产品规模的扩大而降低。因此，平均可变成本是供给规模的函数，表示为 $AVC(Q_s)$ ，其中 Q_s 是产品的供给数量。

因此，按照企业停止营业点理论推导出的供给条件可表示为：

$$AR(r) \geq AVC(Q_s)$$

如果考虑到长期战略布局的影响，就要加入企业为培育长期成长环境而愿意投入的补贴。产品规模越大，对企业的战略价值就越大，从而影响企业进行补贴的意愿。所以，平均补贴应该是规模的函数，表示为 $AF(Q_s)$ 。上述供给条件因此拓展为

$$AR(r) + AF(Q_s) \geq AVC(Q_s)$$

对余额宝产品来说，收益和流动性是影响需求的关键。各公司在竞争中为了维持产品的收益率和流动性都会付出不同程度的额外成本。目前看来，这类费用的典型体现有两种。一是银行转账费用对用户免征；二是企业为保持T+0赎回需要维护巨额备付金，其机会成本损失需要由企业承担。虽然这些成本中的很大部分暂时由基金公司而不是余额宝自身承担，但作为成本中重要而特殊的组成部分，它们的作用应当在模

型中体现，用 $AL(Q_s)$ 表示。这样，供给条件就进一步扩展为

$$AR(r) + AF(Q_s) \geq AVC(Q_s) + AL(Q_s)$$

如果知道每个函数的具体形式，由上式就可以求得关于 Q_s 的不等式，也就是余额宝产品可以接受的供给量区间。但该式并非 Q_s 的唯一约束条件。由于余额宝筹集资金最终要投资到适合的投资标的，其供应量的上限就要受到市场投资标的总量的约束。目前余额宝的投资组合 92%集中于同业存款，剩余部分多为高等级债券，因此同业存款的总量约束和可选的中短期债券总量就构成了对供给量的限制。在模型中，这种约束通过下式体现。其中的 $U(i)$ 即是在市场利率为 i 时投资标的总量的上限。

$$Q_s \leq U(i)$$

综上所述，余额宝产品的供给量要受到以下两式的约束

$$\begin{cases} AR(r) + AF(Q_s) \geq AVC(Q_s) + AL(Q_s) \\ Q_s \leq U(i) \end{cases}$$

3、市场出清

由以上供给与需求函数可知，余额宝产品的总量由以下 4 个方程联立求得。

$$Q_d = D(H(i, k), L, J, M)$$

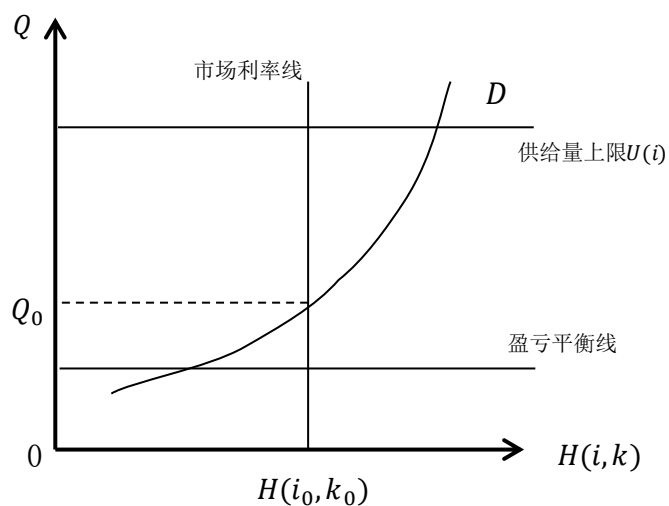
$$AR(r) + AF(Q_s) \geq AVC(Q_s) + AL(Q_s)$$

$$Q_s \leq U(i)$$

$$Q_s = Q_d = Q$$

需要注意的是，如图 5 所示，这里的供给函数只是一个约束，而不是一条供给曲线。我们也没有像传统均衡分析那样寻求供给与需求的均衡位置。这样做的原因与余额宝的特性相关。

图 5 余额宝总量的决定方式与限制条件



余额宝在整个投资体系中起到的是中介和通道的作用。只要有利可图，其意愿供给量在利率等因素确定的情况下就不是唯一的，而是一个广泛的区间。也就是说，在给定各种因素后，需求曲线反映了用户需要的数量。只要这一数量不会导致余额宝入不敷出，那它就会接受申购，不存在寻找单一市场均衡点的过程。

这一现象背后的原因在于，余额宝只是用户和银行间的交易通道，银行才是投资产品的真正供给者。余额宝的供需平衡只是整个资本市场供需平衡的一小部分，不由余额宝自身供给和需求的关系决定。换言之，资本市场总体的供需关系决定了市场利率，而市场利率线与余额宝需求曲线的交点既是当前利率水平下余额宝的需求量，也是资本市场的供给与余额宝需求达到均衡时的总量。在市场条件下，只要满足市场利率并符合约束条件的需求就可以被满足，不必另外寻找小范围内的均衡。余额宝自身供给曲线的作用，只有在市场利率接近于零时才能显现出来，而这种意愿供给的影响已经体现在模型的供给约束中。

由于目前余额宝类产品的公开数据很少，我们很难为模型确定具体的形式。但这并不会影响我们对趋势的分析。为此，我们采取比较静态分析的办法来解答余额宝面临的风险问题。

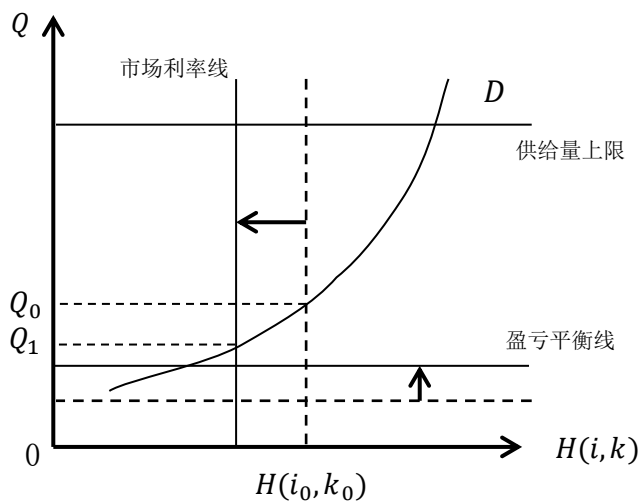
五、潜在风险

当前，余额宝虽然仍处于快速发展阶段，但一些来自于监管层面和经营模式的潜在风险已经显现。其中有两个问题最为突出：一是监管机构可能将余额宝纳入存款准备金管理；二是余额宝资产负债端期限错配可能引发的流动性风险。本节将尝试运用上述分析框架，对这两个问题展开分析。

1、纳入存款准备金管理

余额宝资金纳入存款准备金管理将直接导致一部分资金无法获得投资收益。由于余额宝的供给和需求都不具备刚性，因此这种损失将由供给和需求方共担。在需求方，增加存款准备金会降低余额宝的实际和预期收益率，使得模型中的 $H(i, k)$ 下降。在供给方，成本 $AL(Q_s)$ 相应提高，从而导致盈亏平衡线抬升，但不会影响到余额宝的总量。

图 6 纳入存款准备金管理的影响



如图 6 所示，市场利率线 $H(i, k)$ 左移，导致总量 Q 由 Q_0 降至 Q_1 。成本 $AL(Q_s)$ 提高，使得停止营业线提升。最终的效果是：收益下降导致总量下降，但由于部分损失被供给方承担，总量下降幅度可能不及预期。

2、期限错配

余额宝的期限错配风险与其资产配置密切相关。在资产端，如表 2 所示，余额宝投资的银行同业存款具有固定期限。但在负债端，余额宝需要面对客户随时 $T+0$ 赎回

的压力。虽然同业存款通常会约定提前支取免罚息条款，但央行近日公布的互联网金融监管原则中规定不得提前支取存款而不罚息，意味着这一政策红利即将消失。

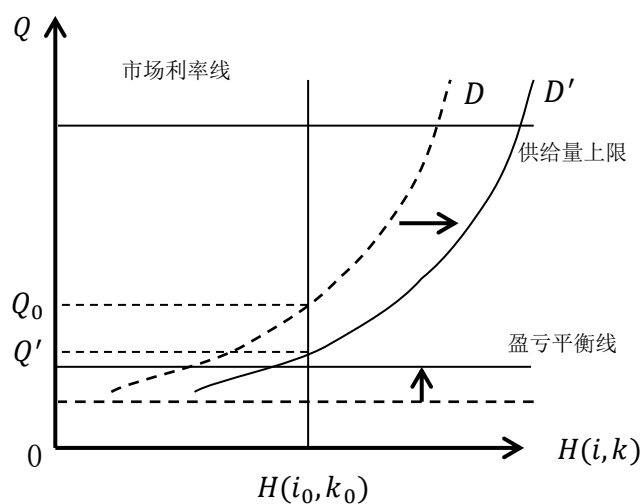
表 2 天弘增利宝资产期限配置

项目（单位：人民币元）	期末余额（2013 年 12 月 31 日）	占比（%）
活期存款	91,017,053.14	0.05
定期存款	175,450,000,000.00	99.95
其中：存款期限 1 个月以内	51,800,000,000.00	29.51
存款期限 1-3 个月	83,650,000,000.00	47.65
存款期限 3 个月以上	40,000,000,000.00	22.79
其他存款 —		
合计	175,541,017,053.14	100

数据来源：天弘增利宝货币市场基金 2013 年年度报告。

期限错配的风险也是从两个方面影响余额宝的。如图 7 所示，在需求端，流动性风险一旦增大则会减少流动性因素L，从而导致需求曲线右移。在供给端，更高的备付金留存比例会使成本AL(Q_s)提高，从而抬升盈亏平衡线。最终效果如图所示，总量由Q₀降为Q'。如果需求曲线右移足够多，或是盈亏平衡线上升足够多，可能导致总量低于盈亏平衡线，从而使余额宝产品被终止。

图 7 期限错配导致流动性风险的影响



尽管上述模型给出了期限错配导致的问题。但余额宝爆发流动性危机的可能性有多大？回答这个问题需要从两方面进行考虑。一方面是资产端的流动性是否充足；另一方面是负债端是否会发生大规模赎回。正如上文所述，资产端流动性是依靠“提前支取不罚息”条款来保证的，但这一政策红利不可持续。未来出现提前赎回时，潜在损失需要基金公司或余额宝来承担。在负债端，余额宝服务的是户均约 6000 元的散户群体。经济稳定运行时，虽然个体进出频繁，但总体资金保持平稳。而且，余额宝目前处于净申购状态，流动性压力不大。但是，一旦经济面临系统性风险，羊群效应将导致大规模赎回出现。以余额宝的体量，如果不能兑现流动性承诺，将导致更加严重的问题。因此，余额宝需要时刻提防流动性风险。资产配置需严格遵循流动性优先的原则，才能应对可能爆发的危机。然而，这又意味着收益率必然会因此下降。因此，从中长期来看，余额宝类产品很难同时兼顾流动性与收益性。

六、发展前景

在四大商业银行和监管机构等方面的多重压力下，余额宝未来的发展路径已经成为近期市场争议的热点。虽然主流观点认为余额宝的高收益源自短期市场流动性短缺推高了资金价格，长期来看不可持续。但我们认为，这种看法成立的前提是余额宝始终维持现有模式不变。而如果换一种角度看待余额宝，则可能得出不一样的结论。

目前来看，无论余额宝还是理财通绑定的都是货币基金，因此给大家造成了一种错觉，即余额宝就是货币市场基金的代名词。但实际上余额宝与货币市场基金的联接只是众多选择中的一种。若我们抛开货币市场基金来看，余额宝所做的，是将众多用户的零散资金聚合而成的集合理财。只不过其投资人在现阶段对资金的流动性有较高要求。但如果将这种模式进行扩展，余额宝作为筹资者，理论上可以对接任意形式的资产管理计划，也可以购买任意种类的投资产品。于是，余额宝的未来形态就可能有以下两种模式。

模式之一，是成为网络资金中介，即为投资者建立多种流动性层次的金融投资超市。这种模式要求余额宝提供更多的理财选择，而在投资种类、投资期限等方面将决策权交还用户。这样，余额宝就在需求方对接有着不同规模和流动性需求的投资者，而在供给方对接能满足相应需求的不同投资品种，从而形成大规模的网络理财中介平台。这种模式一方面能够降低交易成本，减少信息不对称；另一方面也能保持余额宝

对零散资金的聚集作用，使中小投资者也能享受大额投资带来的收益。

模式之二，是将余额宝做成规范的资产管理计划，交由专业资产管理团队进行经营和投资决策。与第一种模式不同的是，在第二种模式中，余额宝的作用不再是第三方投资产品的中介，而是自身单一资产管理计划的前端。为满足投资者的不同流动性需求，阿里巴巴可以继续开发诸如“定期宝”、“长期宝”等不同投资策略的产品。这样做的好处是投资者可以省去辨认众多第三方投资产品的麻烦，而将资金经余额宝统一交由专业资产管理者打理，并预期能够获得市场的平均收益。当然，这种模式可能面临牌照和监管方面的问题，如果实施则需要进一步规划。

长期来看，银行同业存款不可能一直保持高利率。未来余额宝的资金投向也因此成为一个值得探讨的问题。虽然短期融资券、央票和其他各类债券都是可选的投资品种，但由于我国债券市场起步时间较短，市场成熟度低，总量也暂时受限。余额宝这种万亿级别体量的资金涌入后，对市场的潜在影响还很难预测。此外，管理债券投资远比管理同业存款复杂，余额宝和天弘基金的相关团队能否担当重任还存在疑问。

无论余额宝未来如何演进，我们都需要厘清一个问题，即余额宝产品与银行网银的区别究竟是什么？它不可被银行网络平台替代的优势何在？我们认为，这种优势体现在以下三个方面：其一是用户群体广泛，所有银行用户均可使用；其二是平台效应明显，与支付宝无缝对接，可以使用支付宝大量的便捷服务；其三是互联网基因显著，以用户体验为中心的微创新每天都在发生，高度的易用性大大提升了用户满意度。在这个由技术为王向用户体验为王转变的时代，用户甚至愿意放弃部分收益来换取更舒适的感受。以上三点看似平常，却是余额宝超越传统金融机构的关键所在。如果金融机构不能放下高高在上的心态，切实提高服务意识，就注定要在竞争中掉队。

余额宝是搅动金融市场的鲶鱼。它的意义不在于颠覆传统，而在于敦促金融机构进行自我革新。因此，对余额宝的监管也应以疏导为主。在规范市场行为的基础上充分发挥互联网公司的创造力，以倒逼传统金融机构通过改革来重塑竞争力。如果监管机构一味地保护银行利益，只会浪费这次难得的发展机遇。尽管余额宝的寿命可能还不及 Paypal 货币基金，但如果它的存在能够帮助我国加快推进利率市场化，激发金融机构的创新活力，那正如马云所说：“能推动历史，余额宝死了也光荣”。

参考文献

- 代宏坤（2012）：“美国货币市场基金变革之旅”，新浪财经，
<http://finance.sina.com.cn/money/fund/20121112/091513644192.shtml>。
- 高善文（2014）：“余额宝们不会抬升贷款利率”，《中国证券报》，
http://www.cs.com.cn/app/ipad/ipad01/02/201403/t20140324_4342636.html。
- 李骏（2013）：“货币基金在美国”，<http://xueqiu.com/1975439667/24144038>。
- 刘泓君（2014）：“余额宝的命运”，商业价值，
http://content.businessvalue.com.cn/post/30605.html?s=b_home_big。
- 邱勋（2013）：“余额宝对商业银行的影响和启示”，《新金融》，第9期。
- 乔磊、邢力（2014）：“美版余额宝缘何黯然消失”，《理财周刊》，
<http://vnetcj.jrj.com.cn/2014/03/14162616868741.shtml>。
- 盛松成、张璇（2014）：“余额宝监管涉存款准备金”，《21世纪经济报道》，
http://finance.21cbh.com/2014/jrgc_318/1101436.html。
- 天弘基金管理有限公司（2014）：“天弘增利宝货币市场基金2013年年度报告”，
<http://www.thfund.com.cn/data/20140327095611z2013nb.pdf>。
- 天弘基金管理有限公司（2014）：“天弘增利宝货币基金主页”，
<http://www.thfund.com.cn/column.dohsmode=searchtopic&pageno=0&channelid=2&categoryid=2435&childcategoryid=2436.htm>。
- 赵鑫（2013）：“余额宝的法律问题——余额宝高收益背后的巨大风险”，《知识经济》，第23期。
- Paypal（2014）：Paypal 货币基金官方网站，
<https://www.paypal.com/cgi-bin/webscr?cmd=p/gen/prospectus-outside>。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。