



余额宝：革命三重奏

■ 刘 燕*

2013年夏天横空出世的余额宝，在经历了一年的辉煌后似乎已达强弩之末：收益率下降到4%左右，被诸多银行理财产品反超；2014年第二季度的规模增长不及第一季度的零头；流动性与久期指标都开始下滑，连远在伦敦的《经济学人》杂志都惊呼“余额宝危险了”；美国网络支付翘楚 PayPal 关闭货币市场基金的先例，更是在多种场合被人津津乐道。一度刀光剑影、难分胜负的“余额宝 VS 银行业”大战，此时，天平似乎正开始悄然向银行一方倾斜。

其实，作为一只货币市场基金（以下简称货币基金），余额宝从绚烂归于平淡毫不令人惊奇，因为低风险、低收益、高流动性的货币基金从来不是一个夺人眼球的角色。余额宝能在中国金融市场掀起轩然大波，绝非仅基于其货币基金的属性，而是基于其所引领的观念革命。不知是设计者的有意为之还是巧合，余额宝这一个投资品种身上折射出域外过去四十年间发生的对传统银行业的三波挑战：货币市场基金、投资与支付账户的合一、互联网与信息技术革命，每一波的挑战与应对都带来了金融地貌的改观与金融市场效率的提升。在我国金

* 北京大学法学院教授，博士研究生导师。

融市场中，这个激动人心的过程才刚刚开始，远未结束；而吹响革命号角的余额宝，其历史使命已然完成。用一个未必贴切的比喻，余额宝华丽登场，演奏了一曲激昂的大提琴三重奏——或可命名为“革命三重奏”——即使曲终人散，依然余音绕梁，引人回味历史上及现实中那些金融与技术交融、管制与创新博弈的经典场景。

一、货币市场基金

20世纪70年代初，世界上第一只货币市场基金在美国诞生。它是不景气的股市与利率管制、市场分割共同催生的金融创新。作为应对股市危机的产物，货币基金很快改变了基金业的版图，使其不再是股票型基金的一统天下；受惠于监管套利的激励，货币基金迅猛发展，这更给传统的银行业带来了深远的影响。

在经历了20世纪60年代的大牛市后，美国股市于70年代初开始步入熊市，传统的共同基金——股票基金急剧缩水。与此同时，受越南战争以及财政赤字政策的影响，美国短期国债利率大幅攀升，大量逃离股市的资金转而直接购买短期国债。为了抑制这种需求，美联储将购买短期国债的最低限额从1000美元上调至1万美元，导致短期国债超出了许多小投资者的购买能力。此前，作为20世纪30年代大萧条的立法遗产的《Q条例》已经取消了10万美元以上大额银行存单的利率上限。债务融资市场这些偏惠于大投资者、歧视小投资者的监管政策，给货币市场基金的破茧而出提供了最佳契机。1972年9月，美国教师保险和养老金协会下属大学退休股票基金（TIAA-CREF）的两位前雇员在纽约创设了储备基金（Reserve Fund），单位面值100美元，专门投资于国债、商业票据以及大额存单。数周后，美林证券的



经纪人在加州创设了资本维持基金。这些保险系、券商系货币基金的成功，刺激传统的共同基金业蜂拥而上设立各自的货币基金。^①

另外，因受制于《Q 条例》的利率管制，当时商业银行和储贷协会向公众提供的储蓄存款利率仅为 4.5% ~ 4.7%，而个人与家庭借款利息已经攀升到 10% 以上。鉴于货币基金的低风险与相对于储蓄的高收益，人们纷纷将储蓄投入货币基金，由此打开了商业银行特别是储贷协会存款流失的“水龙头”。银行业是靠存款经营的，利率管制下的低成本存款也是金融管制提供给传统银行业的政策补贴。货币基金的诞生撕开了传统银行业的这一保护伞，同时对利率管制的环境形成了强烈冲击。

可以说，美国货币基金的初衷是暂时留住投资者本打算从股市中退出的资金，但利率管制，特别是对小投资者及存款大众的制度性歧视提供的监管套利机会，将货币基金滋养成一款对零售投资者具有长久吸引力的金融工具，使其从初始的储蓄升级产品发展为日后的现金管理工具。不难发现，这一金融创新的土壤在当下中国更为肥沃，尚不发达的金融生态以及长期的金融管制，导致对存款大众与小投资者的各种制度性歧视司空见惯，我们完全有理由期待货币基金在中国的崛起。从这个意义上说，货币基金在我国还有很大的成长空间，在利率市场化实现之前，货币基金对银行存款的分流态势不可能被遏制。2013 年登场的余额宝既非我国货币基金的起始，也非尾声，其意义在于挟互联网之威引领国内货币基金走出了长达八年的蛰伏阶段，第一次让货币基金这个银行的竞争对手华丽亮相于普罗大众面前。

① [美] 马修·P. 芬克著，董华春译：《幕内心声：美国共同基金风云》，57 ~ 58 页，法律出版社，2011。

二、投资账户与支付账户的合一

在美国，对传统银行业的第二波冲击来得很快，因为它直接体现为货币基金的功能升级，并最终实现了投资性账户与支付性账户在功能上的结合。这个领域的先驱，是富达基金、美林证券等创设的类现金账户或现金管理账户。

商业银行最理想的资金来源是无利息的活期存款或者支票账户，它源于《1933年银行法案》，后者禁止对期限在30日以下的存款支付利息。存款人之所以忍受这种无息存款，是因为需要依赖银行提供的支付服务，包括支票簿以及后来的银行卡。相对于存款人与银行之间的储蓄关系，这种“存款—支付服务”的关系是商业银行与存款人之间最基础、最核心的联系。然而，在20世纪70年代中期，先是基金业，后是证券业，侵入了银行业的这片最核心的自留地。

1974年5月，富达基金推出了“富达日收益信托”（Fidelity Daily Income Trust, FDIT），首次将货币基金与支票挂钩，从而令货币基金呈现出类现金的特征。FDIT单位份额净值始终维持在1美元，收益每日结转，赎回则实施T+0交易，且可以通过支票来实现。投资者只需在富达基金指定的一家银行开设一个特别账户，就可以在其基金账户净值范围内使用该银行的支票对外支付；当支票被兑现时，就在投资者名下自动赎回等额基金。这一设计使得FDIT具备了与银行支票账户同样的流动性和支付功能，收益又大大高于活期存款甚至储蓄，因此受到媒体及投资人的热烈追捧。仅7个月，FDIT的规模就超过了5亿美元，而当时货币基金总体规模也不过20亿美元左右。FDIT成为富达



基金最成功的产品之一，也将富达基金推上美国货币基金翘楚之地位。^①

1977年9月，美林证券开始向客户提供现金管理账户，这标志着证券投资账户、货币基金与银行账户功能的完美结合。^②美林证券自己有货币基金，同时联合了第一美洲银行作为支持伙伴。客户在美林证券开立现金管理账户，这不仅是一个证券托管账户，其中的股票、债券甚至衍生品种也可作为客户透支消费时的抵押品；同时，客户可取得第一美洲银行的支票和信用卡，尽管其并没有在第一美洲银行开户。^③按照客户与美林证券之间的约定，现金管理账户中的冗余资金或收取的股息红利定期自动转入货币基金并获得收益。当客户针对现金管理账户开支票或刷卡消费时，美林证券对第一美洲银行的结算首先动用客户现金管理账户中的资金；不足部分则自动赎回货币基金；若仍不够，美林证券就按照客户账户中的证券头寸提供保证金贷款，利率仅比美林证券从隔夜拆借市场借入资金的利率略高一点。通常来说，客户从银行获得贷款会受到诸多约束，即使是在信用卡的场合，银行提供的透支额度也是有限的。相反，现金管理账户令客户很方便地获得了大额信贷（美联储设定的证券经纪人保证金贷款上限为50%）；证券头寸越大的客户，其获得的贷款额也越高。这种设计将客户的证券投资规模与支付实力合二为一，打破了传统上投资与消费之间的阻

① 《类现金产品——富达日收益信托》，载《第一财经日报》，2011-01-31。

② [美] 马丁·迈耶著，杨万斌、黄铮译：《货币市场》，36~45页，海南出版社、三环出版社，2000。

③ 第一美洲银行实际上是在给美林证券提供信用，但为了避免客户直接使用美林证券自己的账户资金和信用而无法拒绝兑付的情形，美林证券通过“银行—美林—客户”的结算安排，可以拒绝对客户超过现金管理账户净值与透支额度之和的支票额或刷卡金额兑付。

隔，巧妙地迎合了美国人扩张个人资产负债表的偏好——一方面负债，一方面投资与消费——尤其受到富裕阶层和高端客户的欢迎。他们纷纷把原来托管在（或者更准确地说，沉淀在）银行的证券转移到美林证券的账户中，以进一步扩大个人的财务操作空间。

投资与支付账户相结合这一创新不仅刺激了美国货币市场基金在1975年、1978年的两次爆发式增长，而且也终结了存款人与银行间相互依赖的历史。其中，带支票功能的货币市场基金分流了银行活期存款，美林证券的现金管理账户则进一步撬动了银行的高端客户和私人银行客户。对于传统银行业来说，丧失“存款”这个最主要的资金来源意味着动摇了其经营根基，这自然激起了它们的强烈反弹。银行业在多个州提起法律诉讼或者推动监管行动，指控货币基金或现金管理账户从事了受监管的银行业务，违反了1933年《格拉斯—斯蒂格尔法案》。^①然而，20世纪70年代后期美国放松金融管制已成大势所趋，利率市场化也呼之欲出。银行业最终意识到，旧日的美好时光已经一去不复返，它不得不通过改进银行服务、重拾中小客户、构建金融服务超市等来正面迎接基金公司与券商的挑战。

由此来看余额宝，可以发现，余额宝最具革命性的创新也正是在于将货币基金与支付宝嫁接，从而实现了消费、支付与基金赎回的合一。与美国前辈们相比，余额宝还仅仅是达到了富达基金FDIT的阶段，尚未触及美林证券的现金管理账户的高度。尽管如此，这仍然是中国金融市场第一次出现投资账户与支付账户的对接，虽然支付范围仅限于网上支付。换言之，余额宝给广大网民提供了一个现行金融体

^① [美] 马丁·迈耶著，杨万斌、黄铮译：《货币市场》，43~45页，海南出版社、三环出版社，2000；[美] 马修·P. 芬克著，董华春译：《幕内心声：美国共同基金风云》，60~67页，法律出版社，2011。



系中尚不存在的投资和支付合一的渠道，打造了一个网上银行的雏形。在我国现行分业监管的金融格局下，余额宝能够顺利诞生主要是拜互联网之赐，它在传统金融机构的地盘之外再造了一个网络金融空间，从而避免了一开始就与传统金融体系直接冲突。不过，余额宝内在的货币基金基因以及互联网的放大效应，使得它与银行业的对抗转瞬即至。从法律角度看，这场对抗的结局其实已定：由于《非金融机构支付服务管理办法》的出台，中国的银行业已经失去了遏制余额宝的最有效的法律武器。

三、互联网与信息革命

如果说，对传统银行业的前两轮冲击来自金融业内部，体现的是金融中介的功能在不同中介之间的重新分配，第三轮冲击则来自金融圈外，代表着科技进步——特别是20世纪90年代末兴起的互联网公司金融版图的侵蚀与扩张。以PayPal为代表的网络第三方支付机构是这一轮冲击的代表，目前谷歌、苹果、亚马逊等公司也逐渐加入这一阵营中。

PayPal是美国著名的风投家兼创业者彼得·泰尔与马克思·莱文奇恩在1998年12月创办的Confinity公司推出的第一款应用程序，其可以让PalmPilot掌上电脑用户相互转账。随着程序的不断改进，它最终实现了能给任何拥有电子邮件地址的人进行打款的功能。对彼得·泰尔来说，PayPal是一个自由主义者的梦想：它有成为一套独立金融系统的潜力，可削弱政府对经济和交易费用的控制。现实中，PayPal

最终成为服务于电子商务的支付工具。^①2002年 eBay 以 15 亿美元收购了 PayPal，如今 PayPal 已是全球最大、用户最广泛的网络支付平台。由于 PayPal 在 2000 年设立了货币基金（以下简称 PayPal 基金），与挂在支付宝平台上的余额宝颇为相似，因此，国内不少媒体都将 PayPal 基金作为余额宝的标杆。

互联网对金融的影响仍在进程中。从本文所关注的视角来看，与前两轮遭受冲击时的状态不同，美国金融体系从一开始就比较好地应对了互联网时代的挑战。多种原因促成了这一局面：首先，互联网作为一项新技术，其特性是对标准化、数字化信息传输的便利性和规模化。而金融机构与金融市场作为信息处理中心，天然地拥抱互联网，后者可以帮助它们进一步提高信息处理效率。其次，互联网蕴含的平等、去中心化、社群互动等理念，体现在商业实践中就是注重客户体验、相机调整商业模式、延展金融服务的边界，这对于激烈竞争的美国金融市场更不陌生。^②一个最直观的例子就是，过去二十多年的互联网技术全面而深刻地改变了金融交易市场的市场结构，大到兼并了纽交所的洲际交易所（ICE），小到为散户提供极大便利的 E-trade 等网上股票交易平台，皆属此列。在这一背景下，互联网公司目前进入的主要金融领域是支付业务，因为支付数据单一且标准化——绝大部分货币以银行记账方式存在，表现为数字化的借记和贷记关系，非常便于以互联网方式进行传输。目前来看，第三方支付与移动支付产业在

① Brian Caulfield & Nicole Perloth, 《彼得·泰勒：后 Facebook 时代的生活》，福布斯中文网，2011 年 2 月 1 日，<http://www.forbeschina.com/news/news.php?id=7256&show=all>。

② 郑联盛：《美国互联网金融为什么没有产生“颠覆性”？》，载《证券日报》，2014-01-27。



移动终端智能化支持下得到迅猛发展，但其他基于互联网的金融业态，如 P2P、众筹、比特币等体量甚小，完全无法对传统金融机构提供的网络化服务构成挑战。一个相关联的例证是，虽然美国的金融与互联网都最为发达，但并不存在“互联网金融”的概念。^①当然，考虑到互联网的大数据、云计算等功能在行为建模、信用风险分析、定向营销等方面的应用前景，互联网金融的真正威力尚未呈现。最新调查显示，欧美国家的金融机构普遍预期，未来十年最严峻的挑战将来自谷歌等互联网巨头。

回到余额宝与 PayPal 基金的比较，二者只是形似而神不似，PayPal 基金对美国金融体系的冲击完全无法与余额宝引发的震荡相提并论。PayPal 基金是网络第三方支付公司首次将用户资金余额与货币基金合二为一，但其初衷并非着眼于金融功能的创新——美国支付账户与投资账户的结合早在 20 世纪 70 年代就已经完成——而是为了消除第三方支付机构遭遇的金融监管法律风险。^②在电子商务与第三方支付发展初期，出于对买方的保护，PayPal 在向卖家打款后会先将货款冻结最长至 21 天，其间卖家不能取现或用之消费。因此，PayPal 平台积累了大量的沉淀资金，它是否构成“存款”从而受制于金融监管成为一个有争议的问题，^③纽约州银行监管者更一度指控 PayPal 非法从事银行业务。压力之下，PayPal 对沉淀资金的业务运作模式进行改革，其中一种方案就是将沉淀资金投入独立运作

① 戴险峰：《互联网金融的真伪》，载《财经》，2014（7）。

② 周圻生：《国外第三方网上支付机构立法及监管实践初探——以 PayPal 为例》，中国银联网，http://blog.sina.com.cn/s/blog_502a109d0100811j.html。

③ 例见美国联邦存款保险公司从“存款”角度对电子货币的分类。参见唐应茂：《电子货币与法律》，38~40 页，法律出版社，2002。

的货币市场基金。PayPal 用户只要激活基金账户，就成为了该基金的投资者，其留存在 PayPal 账户上的余额会自动转入货币基金以产生收益。PayPal 基金问世时正逢 2000 年美国互联网热潮推高股指及市场利率，隔夜拆借利率一度高达 6.5%，结果 PayPal 基金第一年的净回报率就达到 5.56%，这也是它 11 年历史的收益峰值。这一意外收获极大地增加了用户黏性，令 PayPal 在当时众多竞争对手中脱颖而出。此后随着利率下降，特别是 2008 年金融危机后美联储实行“零利率”政策，货币基金风光不再，PayPal 基金收益率在 2011 年已跌至 0.04%（未年化），这还是在 PayPal 补贴了基金管理费的前提下取得的。对于 PayPal 来说，当法律风险与用户忠诚度都不再成为问题时，就没有必要再去亏本维持一个只有几亿美元规模的货币基金，清盘成为 PayPal 基金的必然结局。^①

相形之下，余额宝的诞生与支付宝的法律风险无关，属于纯粹的商业决策，是在阿里金融布局过程中有意、无意地造就的支付、投资、互联网三大功能第一次以整合的形态震撼亮相于中国金融市场。与 Paypal 基金当年的法律环境不同，2010 年中央银行出台的《非金融机构支付服务管理办法》已经解决了我国第三方支付平台的沉淀资金的法律地位问题，支付宝公司可以合法地利用沉淀资金为自己创造收益。在此背景下，设立余额宝对接货币市场基金，初衷不过是支付宝对其用户（网民）提供的一项新的增值服务；网民投入余额宝的资金并非支付宝账户中的沉淀资金，而是额外从银行转

^① 廖理专栏：《余额宝的前世之“PayPal 货币市场基金”》（2014-05-09）及《余额宝的前世之“美国货币基金 PayPal 的清盘”》（2014-05-14），<http://www.smartqian.com/index.php?m=content&c=index&a=show&catid=175&id=3718>。



出到支付宝账户的资金。在余额宝远高于银行活期存款利息的吸引力面前，网民们借助支付宝这一通道新划走的银行存款远远超过了支付宝沉淀资金的规模。可以说，余额宝向中国的金融业最大限度地展示了互联网的通道价值，一种便捷、高效、低成本、触角无限广阔的营销渠道，最大限度地摆脱了物理实体的局限。而选择货币基金作为首个挂钩投资项目更是一着妙棋，因为货币基金作为基金品种里最具同质化的产品，是最适合以互联网作为渠道来销售的投资品种。货币基金安全、流动性强，但收益有限，销售费用也很低，导致其在传统的基金销售渠道（如银行或券商）中不受青睐，难以向小额客户推广；互联网则化解了这一劣势。

不仅如此，支付宝作为中国最大的第三方支付机构，在互联网通道之外还提供了非常丰富的支付应用场景，使网民转入余额宝的投资资金仍然保留了绝大部分的支付功能。在我国当下货币基金风险相对可控的背景下，余额宝构成对银行活期存款账户（甚至小额定期存款账户）的一个完美替代。同时，受余额宝成功的启示，支付宝平台仍在有条不紊地扩张投资性账户的版图，引入了保险理财、借贷、电影投资等品种，进一步拓展支付、投资、互联网三结合的空间。严格来说，这些“招财宝”、“娱乐宝”与余额宝在交易结构、法律性质以及金融风险等方面都不相同，但网民们作为金融工具的使用者，是不会像一个金融律师那样细密思量的。对广大网民来说，“余额宝”就好像寓言中的“芝麻开门”咒语，引领着招财宝、娱乐宝以及其他的“宝宝军团”打开了一扇扇神奇的金融之门。

从这个角度看，PayPal 基金被清盘的结局丝毫不代表余额宝的未来。

四、结语

以美国银行业过去四十年间在负债端（吸收存款）的演变作为参照系，“余额宝 VS 银行业”之争的脉络格外清晰——它本质上是货币市场基金，特别是兼具支付功能的货币基金与银行业之间的“竞争与共生”状态，而互联网的通道价值则在最短的时间内放大了这种竞争态势。当然，与域外的金融创新在自然演进的状态下进行，银行业有适应挑战的时间和空间不同，余额宝集多重挑战于一身，令长期处于金融管制保护下的中国银行业猝不及防。经济学上有一种“后发优势”理论，余额宝的传奇故事或许可以作为中国经济体所具有的后发优势的一个经典例证。

当然，在最初的震惊过后，中国银行业应对挑战的勇气与智慧也已经开始显现。例如，中信银行推出的“薪金煲”就是一个足以对抗余额宝的工具。“薪金煲”将银行客户的个人存款账户与货币市场基金对接，进入账户的工资或存款在留足约定的限额（如 100 元）后全部扫入货币基金；同时，客户可以照常刷卡消费、提现或进行各种网上支付，银行自动在后台完成货币基金的赎回。这一创新型产品超越于余额宝之处是线下消费与提现，补上了余额宝线下功能缺失的短板。当然，这也意味着银行主动进行存款利率市场化，其代价就是牺牲了管制环境下取得的大部分利润。不过，如果利率市场化是可以预知的未来，主动迎接挑战或许能赢得更多先机。

在余额宝一方，创新也远未停止，至少从 FDIT 向现金管理账户的升级就是近在眼前的一步。这需要余额宝的投资端进一步将证券投资账户整合进来，同时支付端进一步实现 O2O（线上到线下）或二维码



支付——后者若非中央银行叫停，本已经完成。这也就意味着，余额宝蓝图的完美实现尚需要现行证券监管（特别是证券保证金贷款监管）以及第三方支付监管政策作出重大调整——当然是在解决了金融安全与金融风险防范诸问题之后。一个发轫于互联网的全能型银行还远吗？

革命尚未完成，同志仍需努力。

