

 元和金饼

碧海潮生，模式重构， 征信行业数字化整改

互联网金融与银行的转型预测

张思远 徐瑾智 黄杨 方子睿 刘辰月

南开大学金融学院

Eco System



碧海潮生，模式重构，征信行业数字化整改

互联网金融与银行的转型预测

核心观点：

● 潜在市场巨大，长尾客群一片蓝海

消费需求的不断升级和数字技术的普及，促进了中国消费金融市场的快速发展。在这个市场中，长尾客群吸引了众多参与者的加入，如商业银行、消费金融公司、互联网小贷公司等。数字技术的赋能也推动了针对这一客群的专属产品的开发，并为消费金融机构提供更广泛的获客渠道和覆盖率。此外，长尾客群也是普惠金融的重要对象之一，数字技术的普及可以促进长尾客群信贷供给的增加。与此同时，中国消费信贷市场正逐渐赶超美国，市场潜力巨大。

● 个人征信整改，商业模式剧变

消费信贷发展所依赖的核心是风险管理，而风险管理则高度依赖征信数据。但是随着征信行业高歌猛进，个人信息滥用等一系列问题越发突出，相关金融机构亟待整改。央行出台政策，对征信市场进行整改，其中最具有代表性的就是“断直连”政策。这项政策重塑了商业模式，让数据使用者与提供者之间不再直接相连，而是通过中介进行交互。通过这种方式，权益得到保护，消费者也能更好地控制自己的个人信息。整个行业将迎来一个全新阶段，商业模式也将因此剧变。

● 产业中游机构新立，科技赋能政策落地

近年来，数字科技在金融领域的应用不断升级。在数字化背景下，大量金融科技被用于上游数据源，保障了信息收集的稳定性。央行征信中心和百行征信都使用了大量数字科技来收集数据。数字科技的运用提高了中游机构的效率，并且隐私计算也保障了个人数据的安全。此外，“断直连”政策的顺利实施离不开数字科技在全产业链中的深度保障，数字化的监管手段也让资本受到更严格的约束，规范了信息的使用。总之，数字科技的应用为金融行业带来了巨大变革，其在全产业链中的作用愈发凸显。

● 碧海潮生，互联网金融与银行的转型预测

互联网金融平台将迅速分化：自主放贷的互金平台或消失。过去依靠过度收集客户个人信息进行精准风控的互金平台将面临挑战。小贷牌照经营的平台受到利率下降和数据受限的双重影响，或将转型为专注展业的轻资产助贷平台公司。助贷平台的风控服务部分将被专精于风控数据分析的技术服务商取代。头部互金平台正在进行牌照升级，未来将以消费金融牌照降低资金成本，深耕场景获客的优势，发展独立贷款和联合贷业务。未来，助贷业务真正的发展方向应该是进行行业整合，形成规模效应，降低业务的运营成本，同时业务的重中之重回归到获客展业。同时，对于头部的互金平台，个人征信牌照将成为必争之地。

银行应关注数字化和零售两条主线：虽然当前居民消费需求仍然偏弱，但疫情影响消退后，消费信贷复苏空间较大。中长期看，我国消费信贷业务有较大增长潜力，对应于银行零售业务增长空间大。另一方面，地产周期下行，银行目标客群结构发生变化。对公房地产行业和个人按揭贷款资产端价值减弱，银行转向增量客户寻求收益。同时，金融供给能力不足，盈利能力趋势性下行。在场景线上化、平台化背景下，银行数字化转型诉求增强。而“断直连”则为银行业数字化转型提供契机。综上，数字化转型或重构银行估值体系，应关注数字化和零售两条主线。

● 风险提示

首先，监管政策变动、实施力度、推进速度可能会对金融科技平台的短期增长、业务模式和长期增长空间带来较大影响。例如，若监管加强对互联网金融平台联合贷款的出资比例或风险承担比例的要求，则平台成长受到资本金的影响可能变大；若监管要求互联网助贷平台降低助贷服务费率，可能影响金融科技公司的盈利水平。因此，在征信行业中，监管政策的变化对各个企业的发展都有一定的影响，需要企业及时调整战略以应对变化。

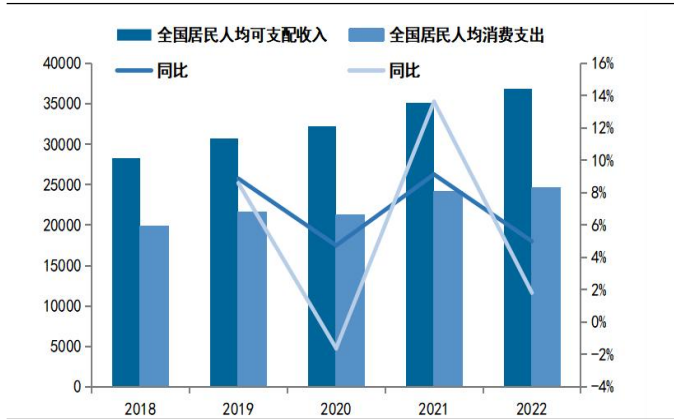
其次，数据安全风险也是征信行业不可忽视的问题。征信机构在处理个人数据方面存在一定的风险，如果数据泄露等问题出现，将会对企业的合作和业务产生不利影响。因此，征信机构需要采取有效措施来保障数据安全。

最后，扩展核心客户收入以及费用管控失败的风险也是征信行业的一种潜在风险。征信机构需要努力提升单客贡献收入，并且在费用管控方面做好规划和管理，以确保企业能够稳健发展。

1 潜在市场巨大，长尾客群一片蓝海

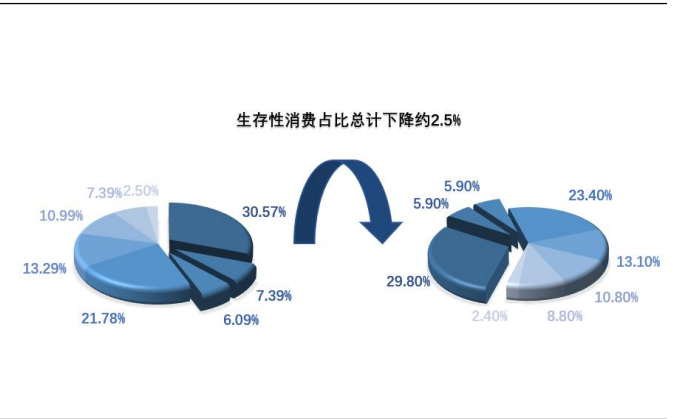
消费需求升级，消费金融市场火热。随着居民收入水平的提高，消费需求不断扩大和升级，生存性消费比例逐渐降低，享受型消费比例逐渐上升。这表明居民对高品质高附加值的产品和服务的更强需求，需要更多的消费信贷来支持和刺激。同时，收入的提升也改善了居民的消费预期和信息，增强了居民对消费信贷的承受能力。

图表1：2018-2022全国居民可支配收入与消费支出



数据来源：国家统计局

图表2：我国居民消费结构变化情况

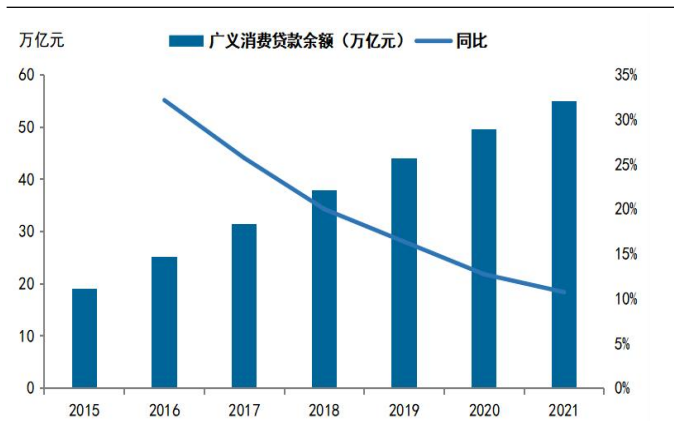


数据来源：国家统计局

1.1 征信行业下游高歌猛进，消费金融市场群雄逐鹿

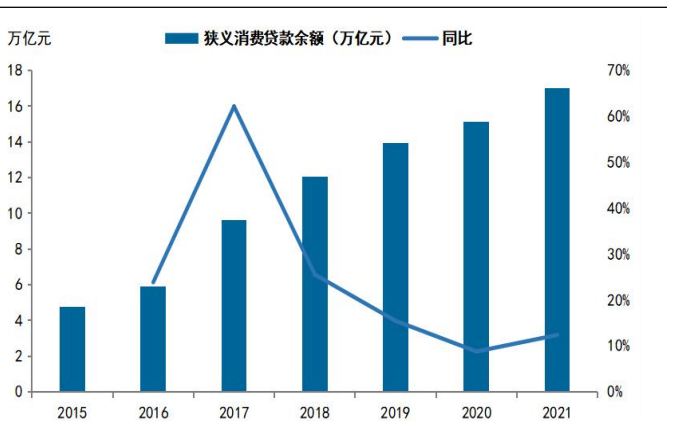
目前，中国消费金融市场已经涌现了众多的参与者，包括商业银行、消费金融公司、互联网小贷公司等。从2015年到2021年，广义消费贷款余额（包括住房贷款）从18.96万亿元增长至54.88亿元，复合增长率达到19.38%；狭义消费贷款余额（不包括住房贷款）从2015年的4.78亿元激增至2021年的17万亿元，复合增长率达23.55%。虽然近年来增速有所放缓，但仍然保持在10%左右，显示出强劲的增长潜力。

图表3：2015-2021我国广义消费贷款余额变化情况



数据来源：国家统计局

图表4：2015-2021我国狭义消费贷款余额变化情况



数据来源：国家统计局

1.2 长尾客群一片蓝海，数字技术赋能普惠信贷

未来消费金融市场的增长点将是长尾客群。长尾客群指的是金融资产规模相对较小、贡献值较低的客户，其需求通常是小额化、碎片化的。传统视角认为这些客户不够理想，但随着政策的推动和技术的发展，长尾客群的价值日益凸显，成为业务增长的主要驱动力。据Mobtech发布的《2020中国消费金融行业研究报告》称，互联网消费金融用户以一万元以下月收入人群为主，占比超过85%；专科及以下人群，占比近七成，且较2018同期增长5.5%，三线及以下城市人群占比增至57.4%。这表明消费金融市场正快速向相对低收入、低学历的长尾客群渗透，未来消费金融市场的增长点将是长尾客群。

1.2.1 数字技术赋能长尾客群专属产品

数字技术的普及推动了长尾客群专属产品的开发，同时也为消费金融机构提供了更广泛的获客渠道和覆盖率。其中，线上贷款渠道避免了长尾客群办理业务的成本，互联网平台、APP 等途径营销推广也提升了消费金融机构的获客能力。通过大数据分析系统，可以对长尾客群进行分层营销，深入了解其所在区域、日常行为、消费习惯等，精准定位，开发独特产品。

图表5：长尾客群产品举例

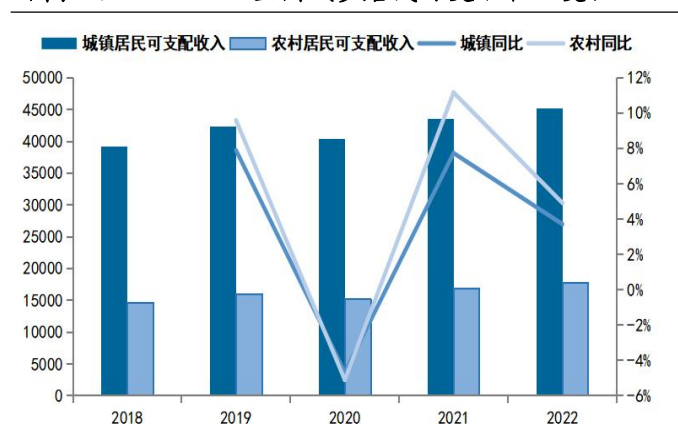
目标客群层次	大致用户画像	代表企业
优质	高收入、高学历、高资产的“三高”男性为主，集中于二线及以上大城市、月收入10K及以上	兴业消费金融 INDUSTRIAL CONSUMER FINANCE CO. LTD.
次优	专科、25-34岁、月薪3-10K、有车或有房的已婚男青年为主	马上消费 WWW.MSXF.COM
次级	主要为25-34岁、三线及以下城市、无车房、专科及以下、月收入低于5K的已婚男	捷信 HOME CREDIT

数据来源：Mobtech，公司官网，公开资料等

1.2.2 数字技术赋能普惠金融，长尾客群信贷供给增加

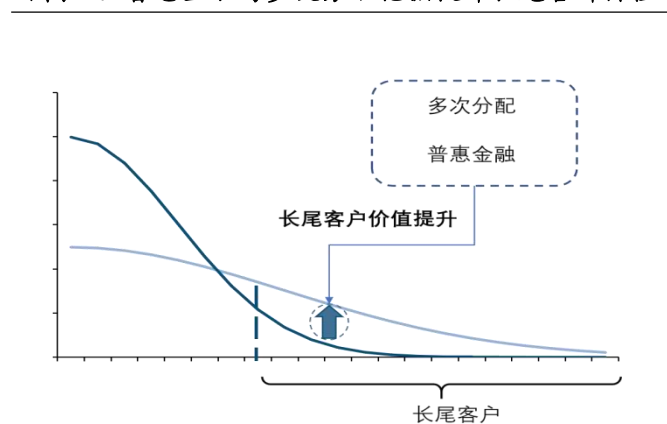
长尾客群是普惠金融的重要对象。国家持续推行普惠金融战略，扩大了长尾客群的融资渠道和融资规模，降低了融资成本。普惠型小微贷款规模不断扩大，利率不断下降，覆盖面不断扩宽，新贷、续贷和信用贷款的支持力度不断加强。据中国人民银行数据显示，至2023年第一季度末，我国普惠小微贷款余额26.16万亿元，同比增长26%。

图表6：2018-2022全国城乡居民可支配收入变化



数据来源：国家统计局

图表7：普惠金融与多次分配挖掘提升长尾客群价值



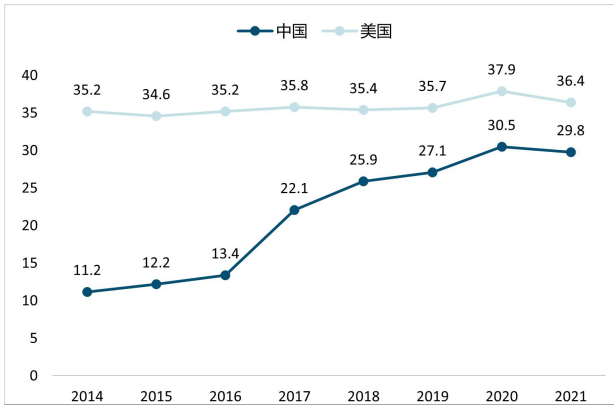
来源：自制

1.3 中美差距逐渐缩小，消费信贷市场潜力巨大

1.3.1 中美消费信贷市场差距逐渐缩小

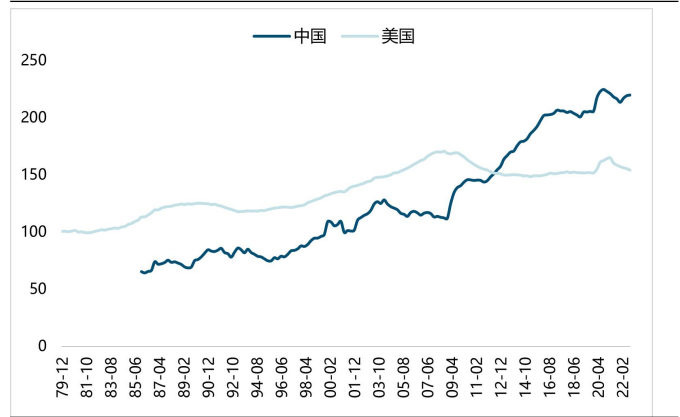
中国消费信贷市场正逐渐赶超美国。随着互联网金融和金融科技的快速发展，中国消费市场近年来取得了爆发式增长，逐渐缩小了与发达国家的差距。尽管中国整体的信贷行为比较保守，但从2014年到2021年短短7年时间内，中国的消费信贷增长了18.6%，接近美国现有水平。同时，考虑到中国国情和民间借贷的活跃性，中国实际上的消费信贷渗透率可能高于当前数据水平，因此中国与美国的实际差距更小。

图表8：中美狭义消费信贷渗透率



数据来源：人民银行，中国区域金融运行报告，美联储

图表9：信贷余额占GDP比重（去趋势化）



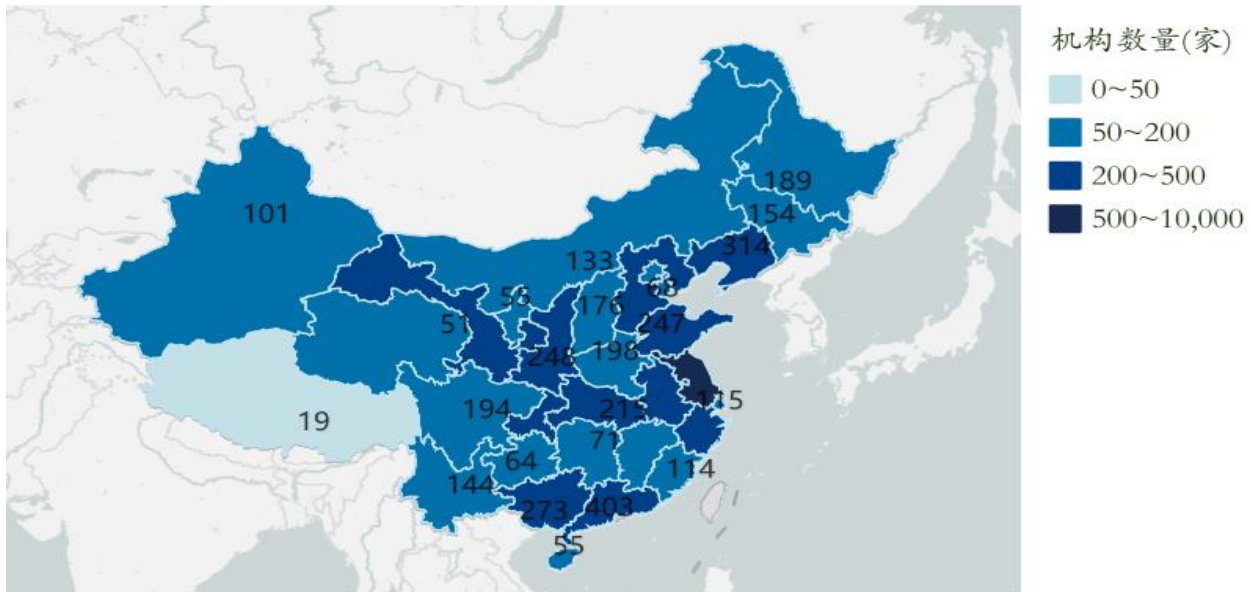
数据来源：国际清算银行

注：中国狭义消费信贷余额渗透率=中国狭义消费信贷余额/中国社会消费品零售总额；美国狭义消费信贷余额渗透率=美国狭义消费信贷余额/美国个人消费支出规模；美国狭义消费信贷余额指居民和非盈利机构部门的消费贷款，中国狭义消费信贷余额仅包括居民消费贷款

1.3.2 中国消费信贷市场潜力巨大

中国消费市场未来可期。随着宏观经济和居民收入的增长，以及年轻人消费观念的变化和消费场景和产品的不断升级，未来消费信贷余额规模和渗透率将继续增长。小额贷款公司是消费贷款行业中的重要组成部分，截至2023年3月末，全国有5801家小额贷款公司，其贷款余额为8722亿元，未来还将会有更广阔的市场空间。

图表10：2023年全国小额贷款公司分布情况



数据来源：中国人民银行

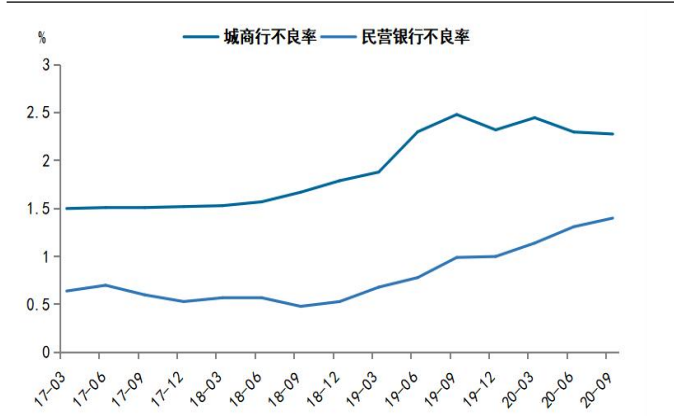
2 个人征信整改，商业模式剧变

2.1 消费信贷发展，高度依赖上游征信数据

消费信贷的核心是风险管理，风险管理高度依赖征信数据。央行发布的2020年第四季度中国货币政策执行报告警惕消费金融扩大消费可能导致居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险。消费信贷市场中存在非理性消费者和部分消费金融机构存在过度授信、盲目放贷的问题，这已经导致银行信用卡和消费贷不良率上升。消费贷市场发展潜力

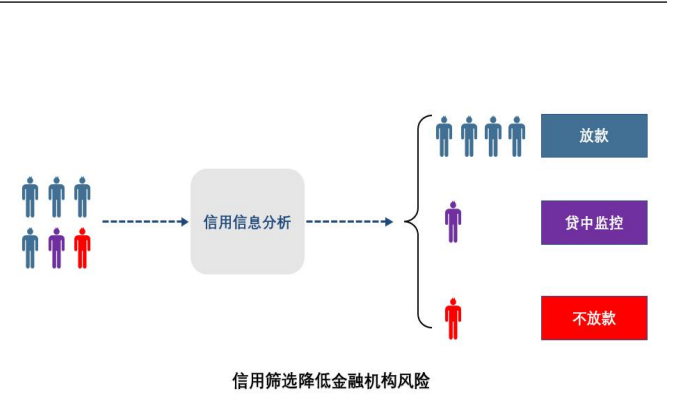
受制于信用风险问题，长尾客群的服务同样需要承担更高风险。为了降低风险，在借款人的基本信息、还款能力、还款意愿、还款行为等征信数据上进行准确识别，并及时发现异常或预警信号。

图表11：2017-2020银行不良率



数据来源：wind

图表12：信用服务在消费贷市场中的作用

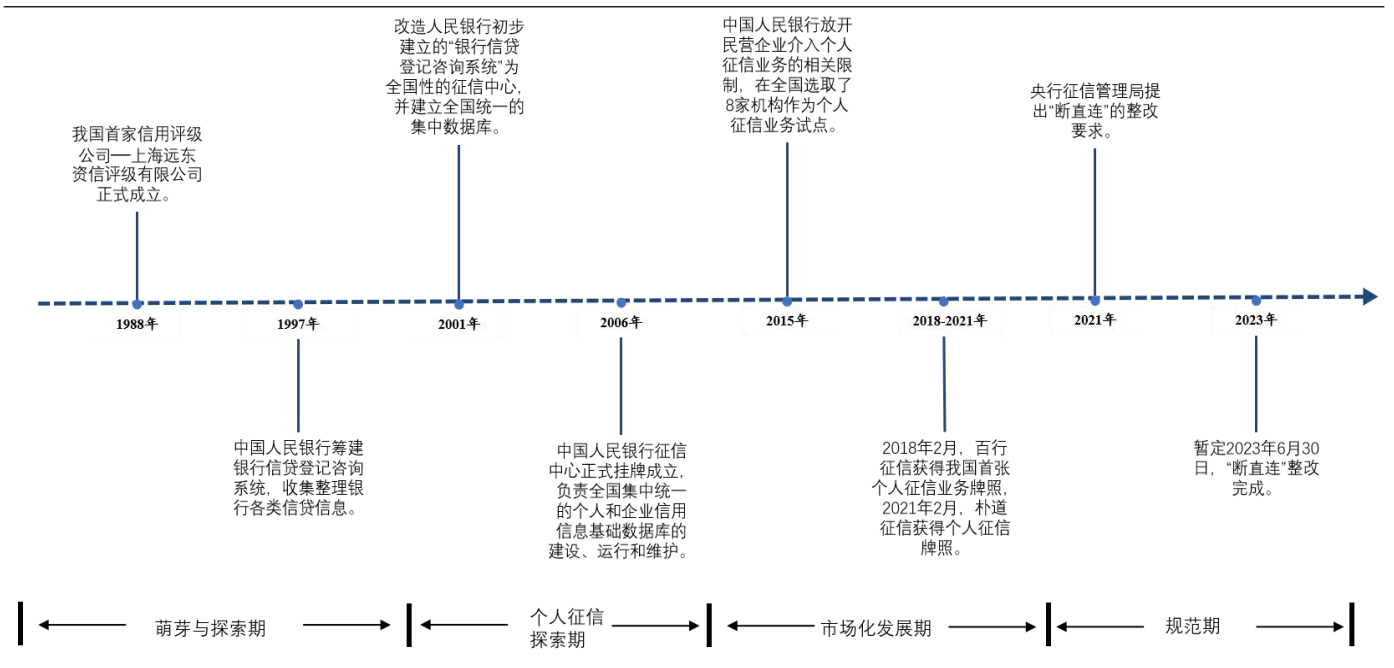


来源：自制

2.2 资本无序扩张，滥用个人信息，行业亟待整改

随着征信行业高歌猛进，个人信息滥用等一系列问题越发突出，相关金融机构亟待整改。我国征信行业自20世纪80年代诞生以来，经历了30多年的发展，形成了“政府+市场”的混合型征信体系。央行建成的覆盖全国的、集中统一的金融信用信息基础数据库是其基础，在个人征信领域推动了组建个人征信机构，并由央行向其发放个人征信牌照。在企业征信领域百家齐放，截至2023年2月共有149家企业征信机构在人民银行分支行完成备案。然而，随着征信行业高速发展，相关问题也越来越突出，如个人信息滥用等。另外，互联网平台的发展催生了更多的替代数据，而这些数据可能来源于不同厂商，如果没有统一的数据库，会增加消费信贷市场获取信息的成本。此外，长尾客群活动相对不活跃，容易出现信息遗漏，导致机构对其信用判断不准确，进而引发信用风险。因此，征信行业亟待整改以解决这些问题。

图表13：我国征信行业发展历程



数据来源：中金公司，公开资料

2.3 央行重拳出击，“断直连”重塑商业模式

2.3.1 征信市场整改，数据使用者与提供者“断直连”

征信市场整改后，个人信息的使用者不再被允许直接向提供者索要数据。自2021年以来，互联网平台金融监管已进入第三年，政策趋势逐渐清晰。《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》和《关于加强商业银行互联网贷款业务管理提升金融服务质效的通知》等政策文件重申了对互联网平台从事金融业务的监管重点，其中包括整改征信市场。未来征信市场将面临更加规范和透明的监管环境，并且监管机构也会关注消费者数据保护问题，增强市场参与者的信心。企业应更加注重数据合规，并积极探索和应用新的技术手段和商业模式，提高自身的核心竞争力和创新能力。

图表14：征信市场改革主要文件

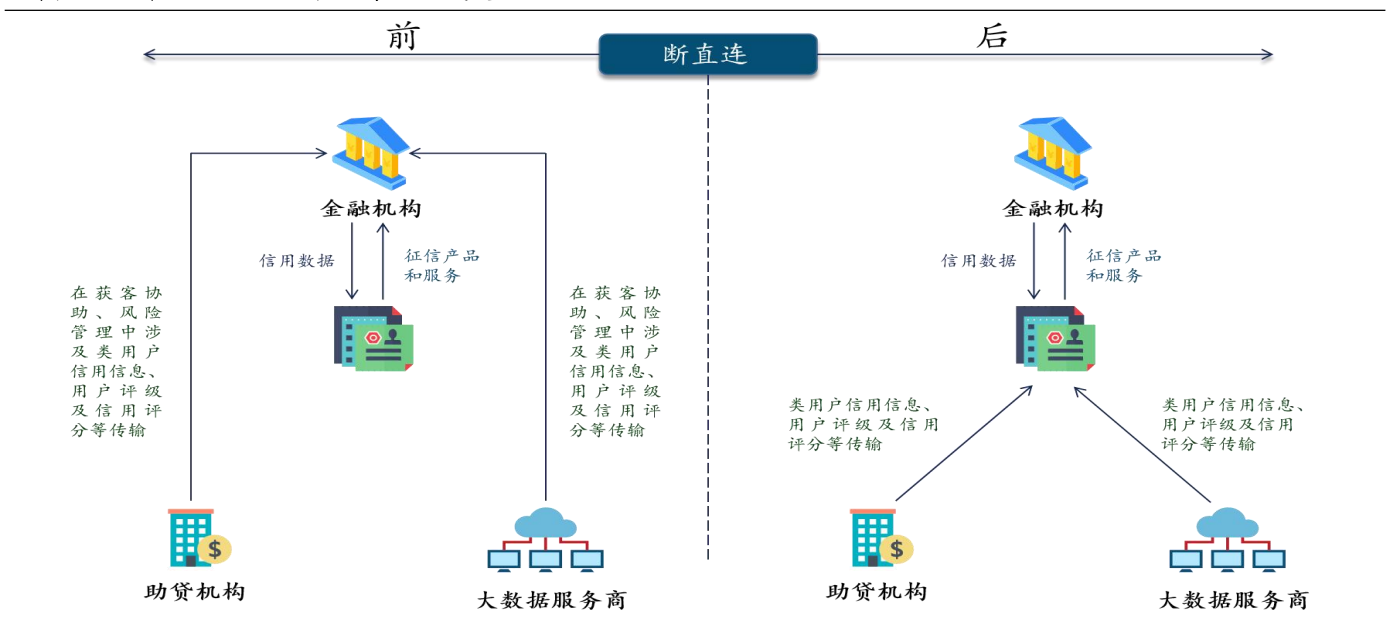
日期	机构	政策	领域
2021年1月	中国银保监会，中国人民银行	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	财富管理
2021年1月	中国银保监会	《消费金融公司监管评级办法（试行）》	信贷
2021年1月	中国人民银行	《征信业务管理办法（征求意见稿）》	信贷
2021年1月	中国人民银行	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	支付
2021年1月	中国人民银行	《非银行支付机构客户备付金存管办法》	支付
2021年2月	中国银保监会	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	信贷
2021年2月	国务院反垄断委员会	《关于平台经济领域的反垄断指南》	反垄断
2021年3月	中国银保监会、中央网信办、教育部、公安部、人民银行	《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》	信贷
2021年9月	中国人民银行	《征信业务管理办法》	征信
2021年10月	中国人民银行	《中国人民银行关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》	支付
2022年1月	发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、商务部、人民银行	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	互联网金融
2022年7月	中国银保监会	《关于加强商业银行互联网贷款业务管理提升金融服务质效的通知》	信贷

数据来源：人民银行，银保监会

2.3.2 “断直连”重塑商业模式

“断直连”后，征信行业商业模式发生极大变化。2021年7月7日央行征信管理局发布通知，要求平台机构与金融机构合作时实现个人用户信息与金融机构“断直连”，禁止将用户个人信息、评级和信用评分等直接传输至金融机构。这意味着个人征信产业链中互联网平台与金融科技助贷机构、个人征信机构与金融机构之间的业务合作流程发生变化。平台机构从事该类业务或需独立/联合申请征信牌照或与相关牌照方合作以满足监管要求，无法成功申请或参股一张个人征信牌照的机构可能需要与持牌个人征信机构紧密合作并支付“通道费”。数据传导机制将因此重塑。

图表15：断直连后征信行业商业模式变化



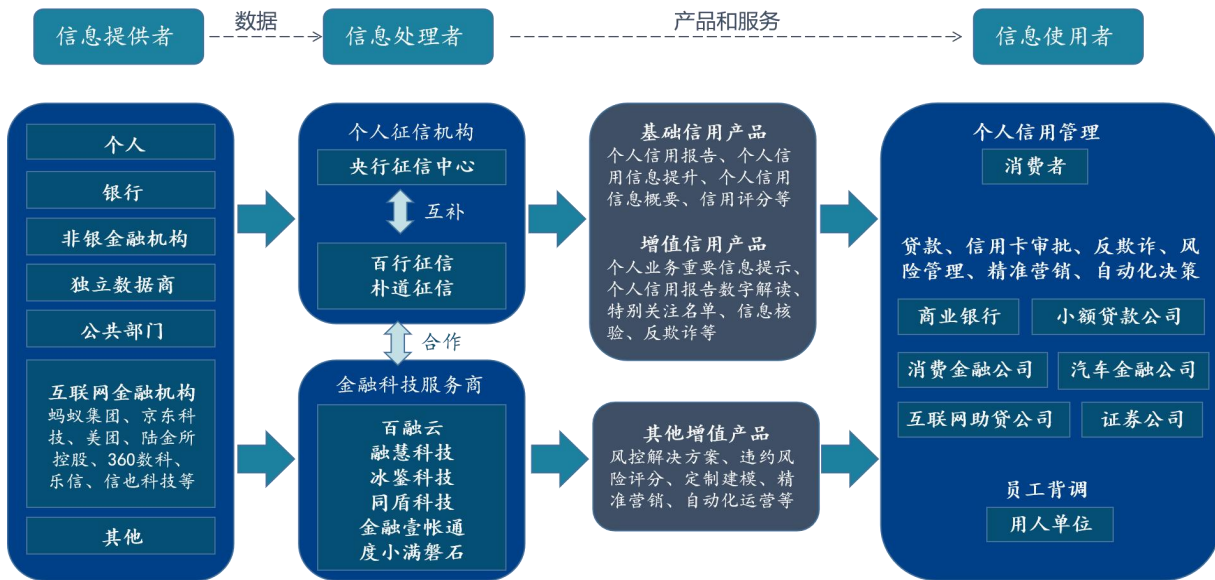
数据来源：人民银行，中金银行组

3 产业中游机构新立，科技赋能政策落地

3.1 数字科技赋能全产业链

“断直连”政策的顺利实施，背后是数字科技在全产业链的深度保障。我国的征信行业产业链包括征信行业监管部门和法律法规体系、信息主体、征信信息提供者、征信服务商以及征信信息使用者五个要素。我国采用“政府+市场”的混合征信模式，央行征信中心负责建立统一的个人及企业信用信息基础数据库以及对外基础征信服务。为了与人民银行征信中心形成互补，我国积极推进市场化个人征信机构准入，并推进征信行业供给侧结构性改革。

图表16：征信行业产业链

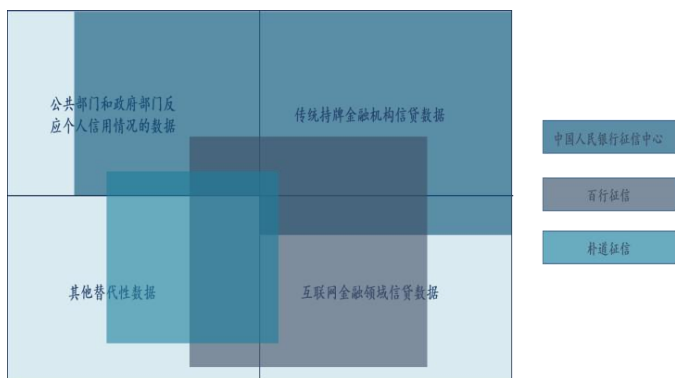


数据来源：公开资料，华泰非银金融组

3.2 数据源科技升级，保障上游信息收集

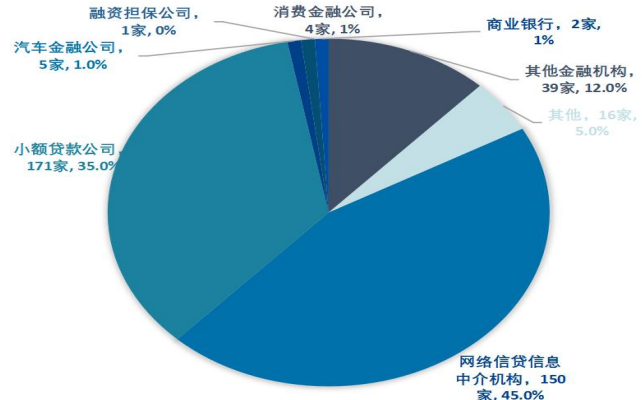
在数字化背景下，大量金融科技被用于上游数据源，保障了信息收集的稳定性。市场化个人征信机构主要采集非持牌金融机构的金融数据和其他替代性数据，如社交网络信息、移动通讯数据等。与央行征信中心相比，两者的数据来源和类型不同，但在一定程度上相互补充，可以为个人信用评估提供更全面、准确的参考。个人征信机构需要不断改进和优化自身的数据收集和处理方式，以提高数据的准确性和可靠性，为个人信用评估提供更加精准的服务。

图表17：不同征信机构数据来源



数据来源：央行征信中心，百行征信，朴道征信，中金银行组

图表18：百行征信数据来源

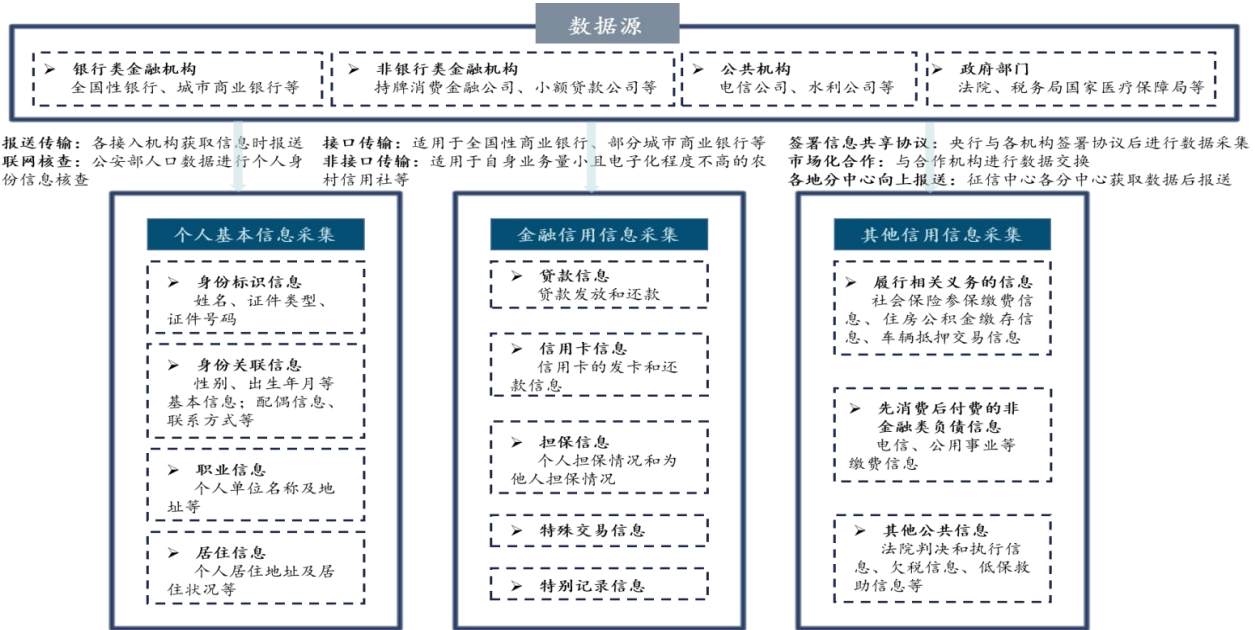


数据来源：百行征信、wind、中金银行组

央行征信中心使用了大量数字科技收集数据。它是我国金融信用信息基础数据库的主要建设者和维护者，数据来源包括各种信贷机构、电信缴费与欠费、税务信息、法院信息和社会保险参保缴费等。其利用数字科技收集数据，并

成为我国征信系统不可或缺的重要组成部分。最近，央行征信中心开始接入互联网信贷产品数据，以便进一步拓宽数据积累。

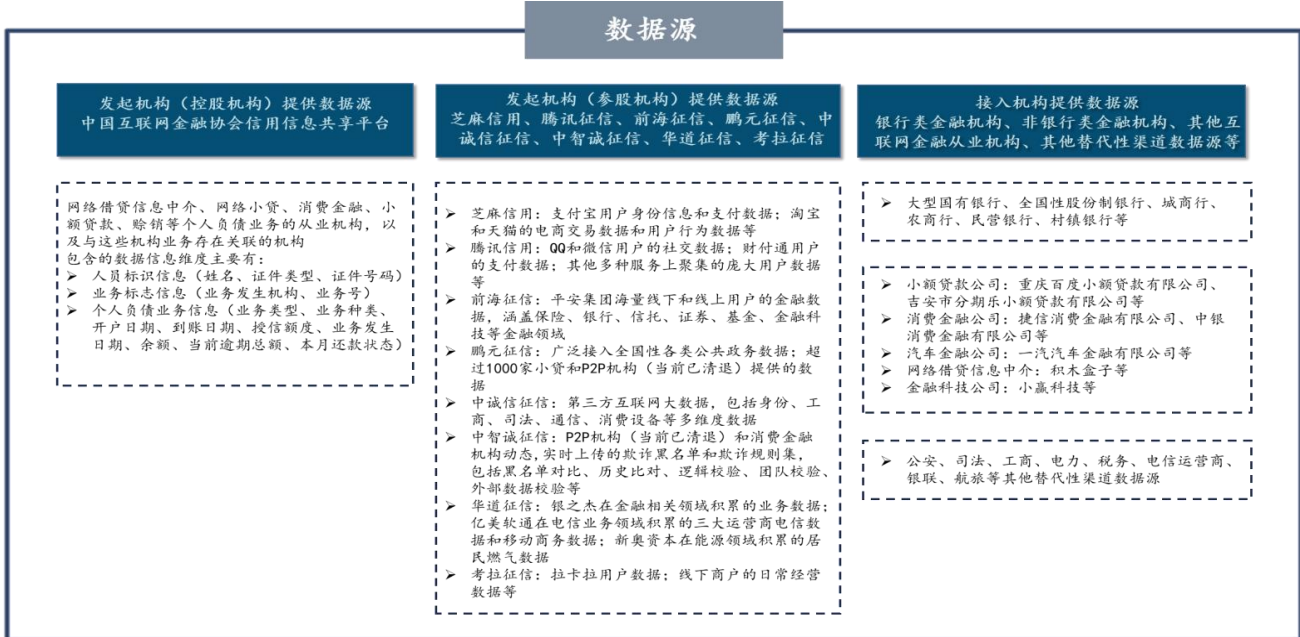
图表19：央行征信中心数据来源



数据来源：央行征信中心官网，wind，中金银行组

百行征信同样使用了大量的数字科技收集数据。其数据来源可分为三大类。第一类是中国互联网金融协会提供的个人负债信息为主的信用信息，该协会是我国互联网金融行业自律组织，目前有520家机构会员。第二类是来自8家个人征信试点机构参股股东的数据，这些参股机构根据市场化原则自愿上报数据。第三类是从银行类金融机构、非银行类金融机构、其他互联网金融从业机构以及其他替代性数据渠道中获取的数据。

图表20：百行征信数据来源



数据来源：百行征信官网，wind，中金银行组

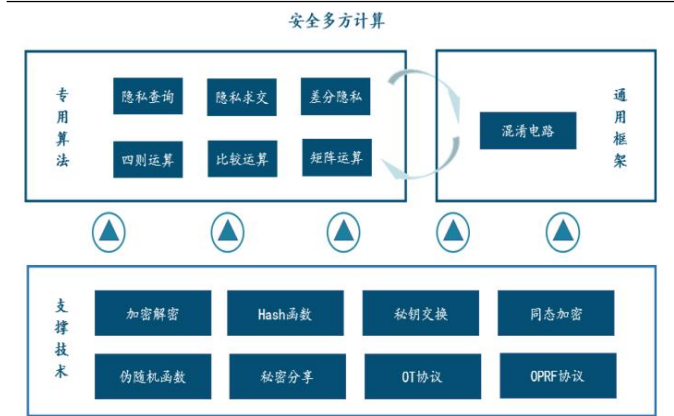
3.3 数字科技赋能中游机构，隐私计算保障个人数据安全

隐私计算是个人征信机构的核心技术。目前，隐私计算技术主要包含三种实现路径：

1) 安全多方计算是指互不信任的参与者在无可信第三方的情况下，利用各自的隐私数据参与保密计算，共同完成某项计算任务。

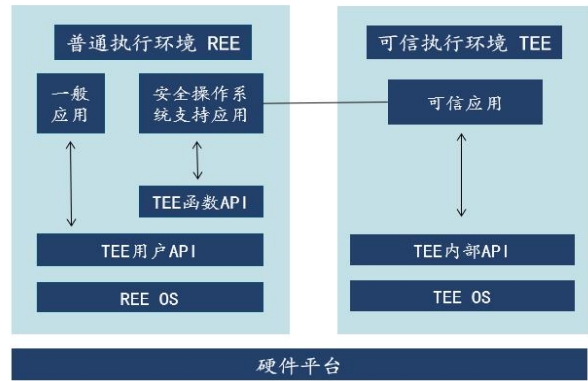
2) 可信执行环境方法是通过可信、抗篡改的软硬件构建一个可信的安全环境。

图表21：安全多方计算架构



数据来源：隐私计算白皮书

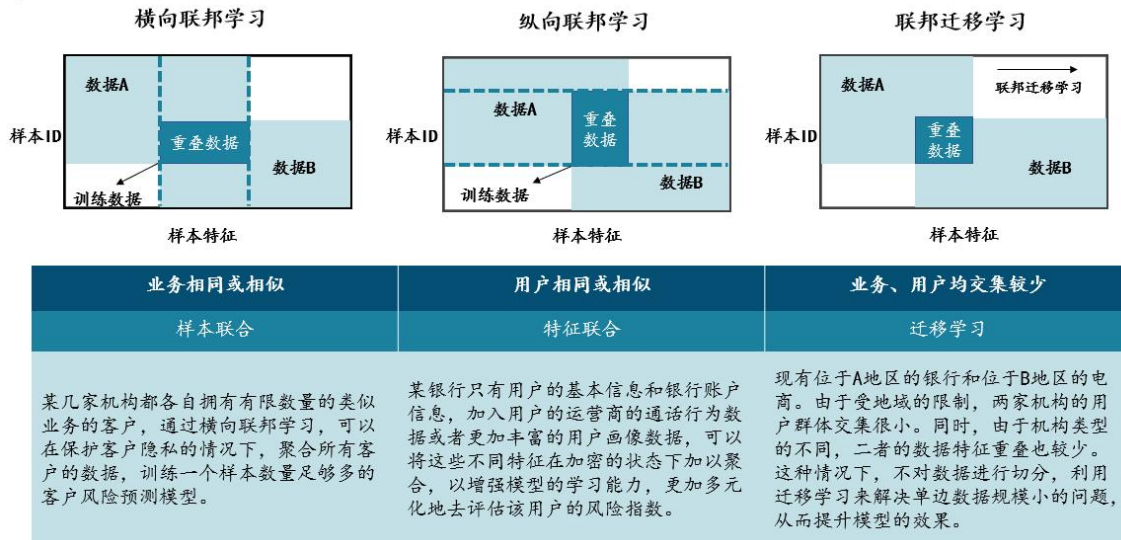
图表22：可信执行环境与普通执行环境对比分析



数据来源：隐私计算白皮书

3) 联邦学习是一种分布式机器学习技术，其核心思想是通过在多个拥有本地数据的数据源之间进行分布式模型训练。

图表23：联邦学习种类

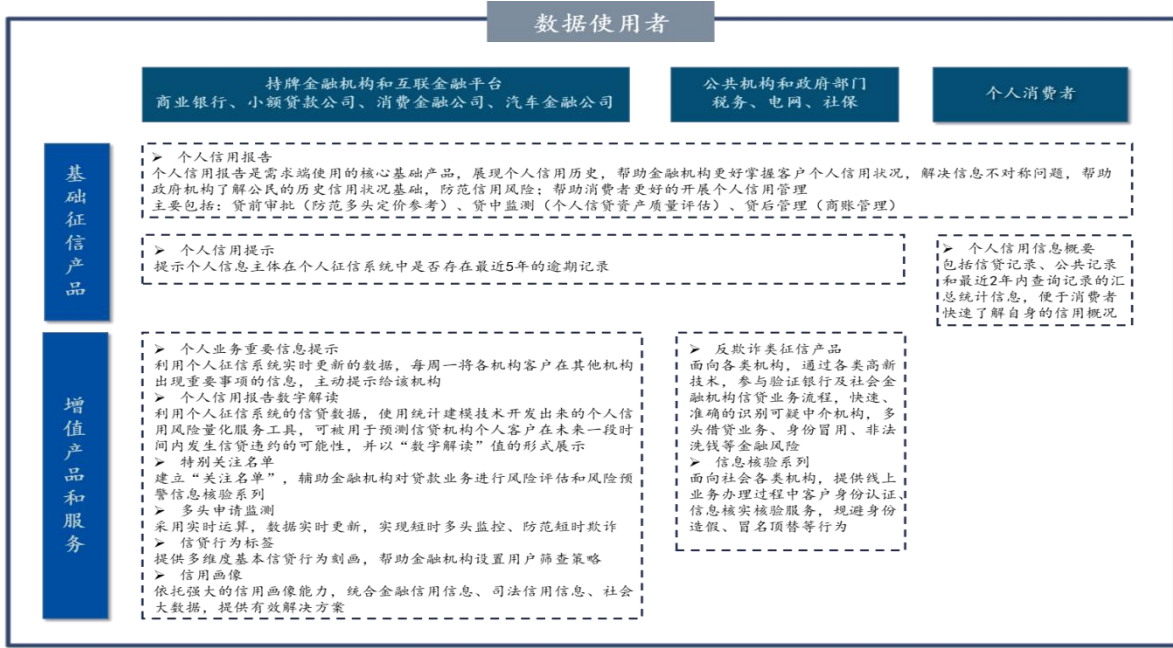


数据来源：隐私计算白皮书

3.4 科技配合监管，数字约束资本，规范信息使用

科技是政策的执行手段，下游信息使用者因此受到约束，资本被数字化规范。持牌金融机构如商业银行、小额贷款公司和汽车金融公司需要了解借款人的信用记录以评估贷款风险和制定贷款利率。随着互联网金融的崛起，越来越多的互联网金融平台也开始使用征信机构的产品和服务来提高风控水平和增强用户信任感。公共机构和政府部门也是征信机构的客户之一，他们需要核对个人或企业的信用记录以便进行税收征收、能源缴费、社保福利发放等工作。此外，在日常生活中，个人消费者在申请信用卡、贷款、租房等时，征信报告是银行或其他金融机构用来评估其信用状况的重要参考。

图表24：信息使用者及对应产品



数据来源：央行征信中心，百行征信，朴道征信，wind，中金银行组

4 碧海潮生，互联网金融与银行的转型预测

“断直连”推行后，原先消费贷款业务中征信数据的流通渠道不再可行，征信公司会横亘在个人数据和金融机构之间，以管控个人隐私数据的滥用和消费金融的无序竞争。对于消费贷款市场，我们大致可以将其分为以场获客+数据驱动的互联网金融平台和以牌照+资金驱动的银行。在原有的生态位上，两者既是竞争关系，又通过助贷、联合贷等商业模式进行合作。“断直连”政策推出后，结合近年来对于网络贷款、互金平台的严格监管趋势，叠加利率限制，我们预测传统的商业模式和竞争格局将改变。

4.1 获客+数据驱动：互联网金融

互联网金融平台将迅速分化。自主放贷的互金平台或消失。过去依靠过度收集客户个人信息进行精准风控的互金平台将面临挑战。小贷牌照经营的平台受到利率下降和数据受限的双重影响，或将转型为专注展业的轻资产助贷平台公司。助贷平台的风控服务部分将被专精于风控数据分析的技术服务商取代。头部互金平台正在进行牌照升级，未来将以消费金融牌照降低资金成本，深耕场景获客的优势，发展独立贷款和联合贷业务。互联网金融平台的核心竞争优势在于获客、数据和技术。

根据是否依托互联网大厂，互联网金融平台可分为以场景驱动的互金平台和锚定在更加下沉用户的独立互金平台。依靠大厂的互金平台能更深度嵌入用户消费场景，比如电商消费平台、外卖平台等支付场景，从场景获客也意味着该客户在该场景下的相关数据也是可得，可以更精准地进行用户画像，辅助贷款风控。独立的互金平台缺少母公司的生态辅助，但基本上是互联网消费信贷的最早入局者，沉淀了一定的用户，并依靠对老客数据的深度挖掘以及更高的贷款利率保证风险可控。

2020年以来，国家对于互联网金融的监管趋严，利率限制制约了互金平台的目标客群，直接限制了平台的利润；杠杆限制制约了互金平台的联合贷业务，降低资金杠杆，也降低了平台利润；数据限制更是直接制约了互金平台凭借独有的高质量隐私数据，进行精细风控，从而占据长尾后端下沉市场的可能。互金平台传统的竞争优势正在消失，业务转型迫在眉睫。无论是哪一类互金平台，只要是依托获客+数据驱动的，其核心业务都为助贷+联合贷。而这两大核心业务将在新的监管政策下发生巨变。

图表25: 互联网金融平台类型及其特征

	助贷	联合贷
核心差异	助贷方不出资金，放贷资金全部由金融机构提供	助贷方与合作金融机构共同出资，但出资比例通常不超过10%
主要参与者	助贷行业所有参与者，主要包括互联网金融平台与互联网银行	助贷行业头部参与者，主要包括互联网金融平台与头部互联网银
盈利模式	助贷方向合作资金方收取技术服务费	1) 助贷方向合作资金方收取技术服务费 2) 助贷方放贷主体出资部分对应的息费收入分润
风险承担	理论上，风险由合作金融机构承担。实际上，部分助贷平台会有通过其他方式对合作资产进行风险保证，主要有两种方式： 1) 有第三方介入，通过融资担保或信用保险等方式对资产增信，实际融担费/保费由助贷方承担 2) 无第三方介入，风险由合作金融机构承担，但助贷方向合作金融机构收取的技术服务费会基于最终资产风险表现来确定。	理论上，出资方基于出资比例分别承担对应比例风险。实际上，部分助贷平台会有通过其他方式对合作资产进行风险保证，主要有两种方式：助贷方对合作资产风险进行劣后，实际承担风险大于其出资比例风险。基于出资比例分别承担风险，但助贷方向合作收取技术服务费会基于最终资产风险表现来确定

数据来源：艾瑞咨询

4.1.1 趋势之一：助贷业务专注展业属性，深度行业整合

图表26: 国家针对互联网金融平台监管变严

监管领域	具体举措
持牌经营，责任明确	平台方须持有小贷牌照或银行牌照；资金方持牌金融机构；征信机构需为独立主体，信息流“断直连”； 《关于加强商业银行互联网贷款业务管理提升金融服务质效的通知》
限制杠杆	2020年人民银行发布《网络小额贷款业务管理暂行办法(征求意见稿)》，政策规定网络小贷公司联合放贷的最低出资比例限定在了30%；
提高门槛	2020年人民银行发布《网络小额贷款业务管理暂行办法(征求意见稿)》小额贷款公司不得跨省级行政区；网络小贷公司注册资本10亿(门槛线)/50亿(可跨省)的限制。
现金贷压降，P2P退出	P2P进入尾声，逐渐出清；限制无消费场景的现金贷
利率限制	2020年最高人民法院发布新修订《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》，大幅降低民间借贷利率司法保护上限至借款当期LPR报价的四倍(当前为15.4%)，取消原规定中以24%、36%为基准的“两线三区”；《规定》中原文明确，该规定不适用于经金融监管部门批准设立的金融机构，但过往司法实践中，法院对金融机构纠纷同样开始参考了该上限审理。比如当前信用卡日利率定价空间为0.035%-0.05%；消费金融公司产品大多定价超过该限制。
数据治理	《个人金融信息(数据)保护试行办法》、《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》

数据来源：政府官网，自制

在限制政策出台前，助贷平台常见的分润模式有兜底和分润两种模式，但是随着《网络小额贷款业务管理办法》的出台，助贷平台的变相兜底被明令禁止，因此目前助贷的分润模式主要是收取助贷服务费的分润模式。分润下，单笔助贷业务的收益=资金方息费收入*助贷服务费率 - 成本。而在资金成本不变的情况下，资方的息费收入受降低利率上限的影响而降低，助贷业务的收入基础由此下降。同时，由于个人征信平台的接入，若助贷平台仍然提供的是获客+初步风控的服务，那么助贷平台在原有成本上还需要支付信息通道费用，进一步压缩助贷业务的获利空间。根据我方测算，考虑了利率上限和信息通道费用的影响，在分润模式下助贷平台的利润将接近于0%，基本无法获利。

图表27: 分润模式下利率上限调整+新增信息通道费对助贷平台利润影响的因素分析

助贷方毛利率=	(助贷服务费	- 获客成本	- 运营成本	- 数据通道费)	* 单客借贷余额	* 服务用户数量
目标	提高分润比例	降低新客获客成本 提升复购率	提升业务规模 提升业务效率	通过数据互换降低 费用	提升件均 减少提前还款比例	增加新客 维持老客
可行性	资金方强势，助贷方 不可能提升分润比例	互金消费贷渗透率 较高，提升空间不 大，获客成本增加；	随着行业集中度提 高可以进一步降低	暂时可行；主动权 掌握在个人征信公 司手中	高件均可能会带来 更高的风险，不可 行	C端流量天花板已经出现， 新客增量堪忧，但提高 老客体验，增加复购可行

数据来源：艾瑞咨询，自制

从助贷平台的收入和支出分析，收入是银行等资金方向其支付的助贷服务费，由于银行议价能力强于助贷平台，提高服务费可能性较小。支出上，随着互联网消费金融渗透率的增加，获取新客户的成本也在增加，难以降低。助贷平台原先能为资金方提供兜底/初步风控审核服务的基础在于其数据优势，他们拥有客户足够多的非信贷特征数据，而不在于助贷公司具有先进的风险分析模型。从长远来看，在个人征信公司加入之后，风控环节就面临了数据和技术分离局面，助贷公司上交个人隐私数据之后，其核心竞争力不再。这部分风控业务应该会被更加专业的技术服务商替代，或者直接成为个人征信公司的增值业务。

未来，助贷业务真正的发展方向应该是进行行业整合，形成规模效应，降低业务的运营成本，同时业务的重中之重回到获客展业。未来助贷公司的集中度将进一步增加，助贷业务将仅仅成为资金方发放消费贷款的渠道，并不肩负其他工作，预计助贷市场将会所有收缩。

4.1.2 趋势之二：联合贷业务迎来牌照升级

图表28：消费金融玩家贷款业务牌照一览

放贷主体	商业银行	消费金融公司	小贷公司
持牌金融机构	是	是	否
监管部门	央行	央行	各地方金融办
资金杠杆比例	高：12-14倍	资本监管同银行 高：7-11倍	低，各地各有差异
融资方式&融资成本	存款：1.5-2.5%	股东存款：4.0-6.5%	股东定向借款：5%+
	同业拆借：1.5-3.0%	同业拆借：3.0-4.5%	金融机构融资：6%+
	债券融资：3.0-4.5%	金融债：3.5-6.5%	小贷同业借款：6-9%
	央行借款：2.0%-3.0%		
综合融资成本	1.5-2.5%	4.0-6.0%	6.0-9.0%
机构数量	超4000家	30家	6000余家
成立门槛	注册资本较高：全国性商业银行100亿元，城商行10亿元，农商行1亿元	审批严格多为商业银行子公司注册 注册资本最低限额3亿元，主发起人出资额不低于股本30%；非金融企业作为主要出资人，需满足多项财务条件	互联网小贷要求一次性实缴货币资本，注册资本最低1-3亿元；跨省经营需要50亿注册资本

数据来源：政府官网，自制

严格监管，资金成本影响联合贷业务利润。从杠杆率上看，按照《网络小额贷款业务管理办法》的指导，持有小贷牌照的公司在进行联合贷时，出资比例不得低于30%；而持有消费金融牌照的公司，则可以持有10倍杠杆（监管规定：资本充足率最低为10%）。从融资成本而言，消费金融公司拥有更多的融资手段，如发行ABS、金融债等，整体资金成本较低，而小贷公司则只能使用借款或者股东自有资金，整体资金成本很高。根据自行测算，按照目前3:7的出资要求，消金牌照的资本毛收益率将是小贷牌照的2.28倍，差距显著。目前互联网大厂均在谋求牌照升级，无法取得牌照的平台只能退化成助贷平台或出局。

图表29：联合贷出资比例改为3:7后，消金牌照凭借更低的资金成本，获得显著优势

核心假设：A1：贷款本金：1000元；A2：对客利率：IRR15%；A3：技术服务费占合作资金方息费收入比例：20%；A4：放贷主体资金成本及坏账：小贷公司8%，消费金融公司6%；A5：杠杆率：小贷公司5X；消费金融公司10X

指标	小贷	小贷	消金	计算公式
B1 助贷主体出资比例	10%	30%	30%	
B2 出资本金	100	300	300	=A1*B1
B3 利息收入	15	45	45	=B2*A2
B4 技术服务费收入	27	21	21	=A1*(1-B1)*A2*A3
B5 坏账&资金成本	8	24	18	=B2*A4
B6 合计毛利	34	42	48	=B3+B4-B5
B7 回报率	34.0%	14.0%	16.0%	=B6/B2*100%
B8 放贷主体所需资本金	20	60	30	=B2/A5
B9 助贷主体总杠杆倍数	50	16.7	33.3	=A1/B8
B10 资本毛收益率	170%	70%	160%	=B6/B8*100%

数据来源：公开数据测算

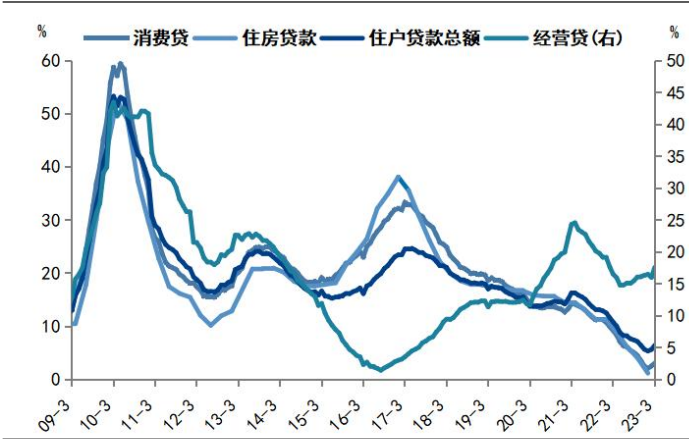
同时，对于头部的互金平台，个人征信牌照将成为必争之地。回顾依托于互联网大厂的互金平台的竞争优势，核心就在于场景带来了客户和客户的消费数据，目前市场上仅有两家个人征信公司，相对于各互联网平台需要将经营多年的私域数据交出，这会极大的降低互金平台的壁垒。因此，目前头部的互金平台，如蚂蚁集团，正在积极申请征信牌照，争取让数据尽量留在集团内部。但目前国家对于个人征信牌照的监管尚不明朗，互金公司能否申请到牌照还有待确认。

4.2 银行：关注数字化和零售两条主线

4.2.1 疫情影响消退，消费信贷复苏空间较大

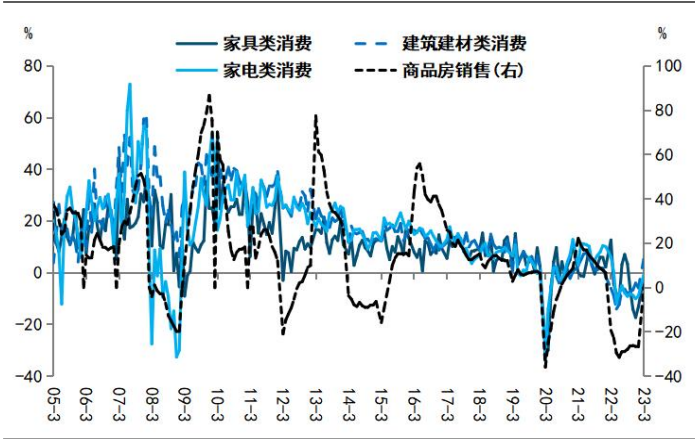
当前居民消费需求仍然偏弱。从居民消费类贷款增速看，疫情发生后消费贷增速整体呈现下降趋势。2020年后，受地产风险暴露、疫情反复影响，上市银行按揭和信用卡/消费贷增速持续下行；2022年新发放贷款中按揭占比7.2%，消费贷及信用卡占比为4.1%，增量占比降至近年来最低水平。今年以来，宽信用政策持续加码、国有行信贷投放提速，居民信贷边际改善但仍然较弱。居民部门对金融条件放松不敏感，或与地产投资性需求持续承压有关。

图表30：2021年以来消费贷增速下降



数据来源：Wind

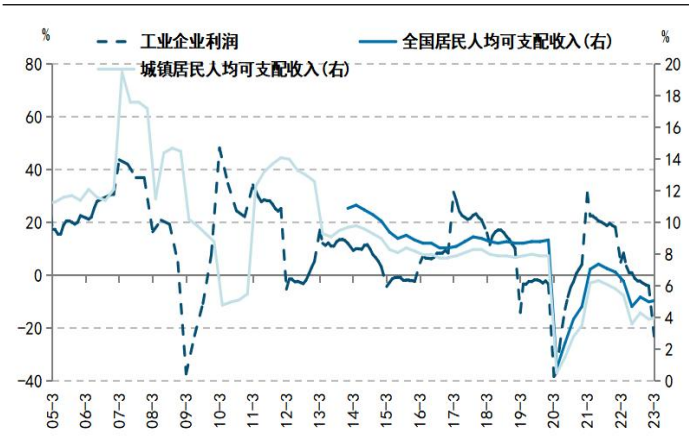
图表31：地产下行拖累居民消费需求



数据来源：Wind

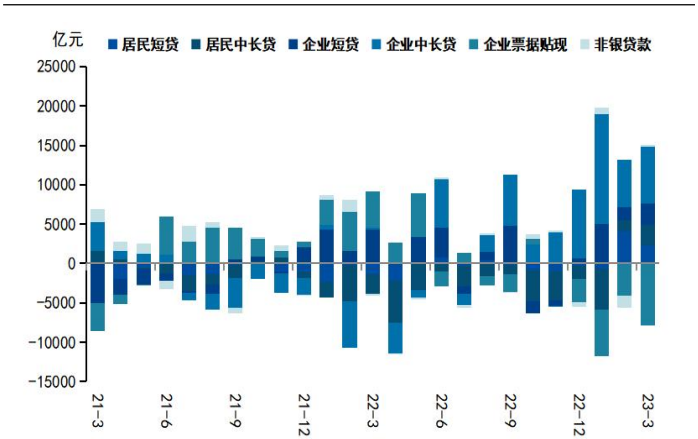
疫情影响消退，消费类贷款大概率复苏。疫情对消费的影响主要体现在防控措施切断线下消费场景，以及收入波动降低居民消费意愿。伴随疫情影响消退，线下消费场景较前期将有所恢复，带动社会消费回升，有利于消费信贷投放。同时，疫情期间居民收入下滑加大客户还款压力，且防控措施客观上加大了信用卡清收难度，致使银行消费类贷款资产质量有所波动。疫情消退后，消费贷资产质量改善对消费类贷款投放也有一定促进作用。历史上看，消费与名义GDP的增速中枢基本一致。合理估计，如果实际GDP潜在增速5%，加上2%的通货膨胀，对应消费增速约7%。站在当前时点，3月社零超市一致预期。四年平均增速剔除基数后，3月社零复合增速为4.8%，较1-2月改善0.7个百分点，与疫情前趋势的差距进一步收敛。而最终消费支出对GDP增长的贡献率回升至66.6%，排除基数效应，也印证消费恢复程度较强。

图表32：居民收入承压



数据来源：Wind

图表33：今年以来居民信贷边际改善



数据来源：Wind

中长期看，我国消费信贷业务有较大增长潜力，对应于银行零售业务增长空间大。一方面，比较国内外居民杠杆率，2021年末国内居民62%的杠杆率仍然低于美国、日本、韩国等国，从居民加杠杆的潜力角度考虑，目前国内居民杠杆率仍有提升空间。另一方面，我国居民储蓄意愿显著较高，居民消费意愿仍有较大提升空间。目前我国居民消费信贷渗透率（剔除房贷）仍然处于较低水平，略低于美国上世纪90年代初的水平。社会消费意愿提升和消费信

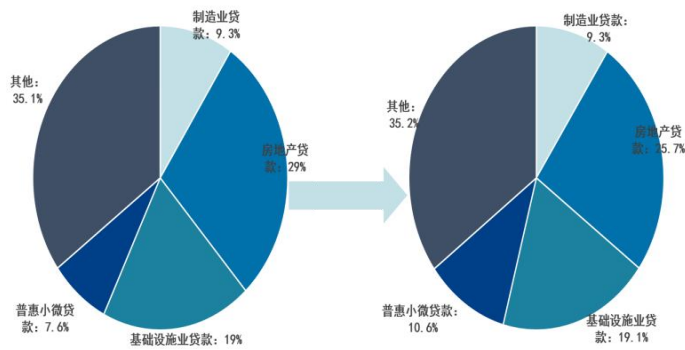
贷渗透率提高决定未来中国消费信贷市场规模，预计 2030 年消费金融市场规模高达 66 万亿元。

4.2.2 地产周期下行，银行目标客群结构发生变化

地产周期下行，对公房地产行业和个人按揭贷款资产端价值减弱。当前地产信贷投放边际改善，2、3 月居民中长贷实现同比多增，主要城市商品房成交面积也较去年明显回升。数据边际改善更多受益于去年同期的低基数，中长期视角下，受制于人口下降和城镇率放缓，房地产贷款占比仍将处于下行周期。人行 22 年 Q2 贷政报告认为，随着城镇化进程和房地产周期趋缓，我国信贷结构呈现出“制造业筑底企稳、普惠小微稳步提升、基建高位缓落、房地产冲高趋降”的变化特征，传统基建和房地产等资金密集型领域信贷需求可能转弱。¹映射于银行业，则对公房地产行业和个人按揭贷款对银行资产端的推动价值减弱，地产贷款不良率升高。

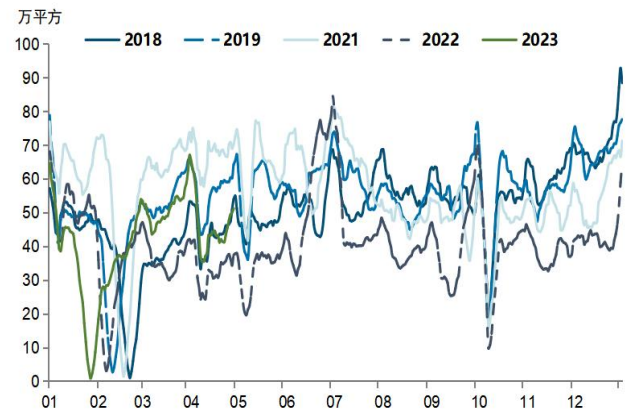
银行转向增量客户寻求收益，客群结构发生变化。地产下行、经济结构转换的背景下，信贷量价竞争更加激烈，传统客户难以贡献足够的收益，银行为寻求信贷资产扩量空间，需要偏向新兴行业客户，及长尾 C 端客户。同时，监管通过结构性货币政策引导小微和绿色贷款等领域倾斜，未来新兴行业和长尾客群的银行贷款占比将进一步提升。

图表34：我国信贷结构变化



数据来源：中国人民银行

图表35：30城商品房成交面积



数据来源：国际统计局，wind

4.2.3 金融供给能力不足增强银行业数字化转型诉求

传统银行金融供给能力不足，盈利能力趋势性下行。区别于银行传统客户，增量客群（以长尾 C 端客户、新型行业客户为主）非按揭贷款等可能抵押物较低、户均贷款较小，且有更高的数字化服务需求。而疫情期线下场景受阻，加速了银行线上服务转型的过程。近三年上市银行零售客户的渗透率稳步提升，但受限于传统银行业务所需的线下流程和银行线上服务场景单一，网上银行相比于第三方机构的线上流量承接尚存在不足。具体到消费贷款，银行市场份额从 2015 年底的 92% 下滑至 80% 左右。小微企业和小微经营者的贷款市场，招行的小微贷款、平安的“新一贷”市占率也都有所下滑。

在场景线上化、平台化背景下，银行数字化转型诉求增强。相比微众、网商等互联网银行，传统银行缺乏场景、流量支持，无法依托互联网机构强大的场景/流量优势触达和有效服务零售长尾和小微客户，而功能监管也影响了部分业务的银行客户体验。互联网银行在客户获取和大数据风控等领域更具竞争力，更容易优化服务流程，满足长尾客群的便捷化需求。

¹ <http://www.gov.cn/xinwen/2022-08/10/5704930/files/2d05069136574d75a3a00b0093d394c0.pdf>

图表36：互联网消金在长尾信贷的细分领域表现出比上市银行更强的盈利能力

	陆金所	360数科	微众银行	网商银行	招联金融	兴业消金	常熟银行	招商银行	上市银行
	2021年杜邦分析								
净利息收入/平均总资产	4.33	7.98	5.19	2.72	12.44	15.19	2.94	2.32	1.95
利息收入/平均总资产	4.65	7.98	7.48	4.43	15.97	18.55	5.05	3.71	3.62
利息支出/平均总资产	0.33		2.29	1.71	3.53	3.36	2.11	1.40	1.67
非利息收入/平均总资产	13.50	41.36	2.60	1.05	(0.09)	0.63	0.42	1.45	0.73
净手续费收入/平均总资产	11.85	40.98	2.51	1.03	(0.14)	0.26	0.19	1.16	0.46
其他非息净收入/平均总资产	1.65	0.38	0.09	0.03	0.05	0.36	0.24	0.28	0.26
营业收入/平均总资产	17.83	49.34	7.79	3.77	12.35	15.82	3.36	3.76	2.67
营业费用/平均总资产	7.59	19.78	2.71	1.30	9.49	5.30	2.17	2.08	1.61
资产减值损失/平均总资产	2.18	5.30	2.78	1.84		4.89	0.75	0.75	0.67
税前利润/平均总资产	7.68	24.26	2.24	0.59	2.74	5.62	1.18	1.68	1.07
所得税/平均总资产	2.20	4.35	0.26	0.02	0.37	1.43	0.16	0.31	0.17
净利润/平均总资产 (ROAA)	5.48	19.92	1.99	0.57	2.37	4.19	1.03	1.37	0.89
平均净资产收益率 (ROAE)	18.80	46.70	32.70	13.10	24.40	37.60	12.40	15.30	10.89

数据来源：公司年报

尽管自建非金融场景难度较大，银行仍可通过自身科技实力与金融解决方案，前置自身的角色，从单一的金融提供商向科技、金融一体化供应商转变。也就是借由业务结构调整、重构商业与业务模式实现数字化转型。

4.2.4 “断直连”为银行业数字化转型提供契机

平台数据监管趋严对银行风控体系建设提出了更高要求。直连情形下，平台由于自身流量和数据优势，在与银行的合作中占据主导地位。平台为维持自身优势倾向于输出信评结果而非底层数据，而银行则力图获取更多的数据以在一定程度上掌控风控流程。“断直连”后，第三方征信加入在银行数据获取流程，拆除了平台及其客户数据的理解和处理，对银行自身大数据风控体系提出了更高要求。风控能力不足、以往更依赖于平台风控结果的银行将更加疏离于对客户的洞察，失去竞争优势。而具有技术优势和金融数字化解决方案的银行，则可能在数字化、平台化过程中前置自身的角色，实现数字化转型以更好适应增量客户需求。

4.2.5 数字化转型或重构银行估值体系，关注数字化和零售两条主线

我们认为，后续应着重关注数字银行和零售银行两条主线。一方面，经济结构转变使得新兴行业客户、C端长尾客群更加重要，沿着疫情后经济回暖、消费复苏的宏观主线，以及中长期消费信贷渗透率的高提升空间，当前零售银行或被低估，关注招商、平安银行的业绩表现。另一方面，数字经济时代的银行业态竞争，最主要是对场景和数据要素的竞争，而这也增强了银行数字化转型以重构金融供给格局的诉求。“断直连”打破了原有互联网平台的主导优势，为银行在平台转型过程中前置自身角色、实现数字化转型提供了契机。数字银行转型或带来对原有银行估值体系的重构，浙商、浦发等依托数字化、平台化战略发展的银行值得关注。

附录

目录

1 潜在市场巨大，长尾客群一片蓝海	2
1.1 征信行业下游高歌猛进，消费金融市场群雄逐鹿	2
1.2 长尾客群一片蓝海，数字技术赋能普惠信贷	2
1.2.1 数字技术赋能长尾客群专属产品	3
1.2.2 数字技术赋能普惠金融，长尾客群信贷供给增加	3
1.3 中美差距逐渐缩小，消费信贷市场潜力巨大	3
1.3.1 中美消费信贷市场差距逐渐缩小	3
1.3.2 中国消费信贷市场潜力巨大	4
2 个人征信整改，商业模式剧变	4
2.1 消费信贷发展，高度依赖上游征信数据	4
2.2 资本无序扩张，滥用个人信息，行业亟待整改	5
2.3 央行重拳出击，“断直连”重塑商业模式	5
2.3.1 征信市场整改，数据使用者与提供者“断直连”	6
2.3.2 “断直连”重塑商业模式	6
3 产业中游机构新立，科技赋能政策落地	6
3.1 数字科技赋能全产业链	7
3.2 数据源科技升级，保障上游信息收集	7
3.3 数字科技赋能中游机构，隐私计算保障个人数据安全	8
3.4 科技配合监管，数字约束资本，规范信息使用	9
4 碧海潮生，互联网金融与银行的转型预测	10
4.1 获客+数据驱动：互联网金融	10
4.1.1 趋势之一：助贷业务专注展业属性，深度行业整合	11
4.1.2 趋势之二：联合贷业务迎来牌照升级	12
4.2 银行：关注数字化和零售两条主线	13
4.2.1 疫情影响消退，消费信贷复苏空间较大	13
4.2.2 地产周期下行，银行目标客群结构发生变化	14
4.2.3 金融供给能力不足增强银行业数字化转型诉求	14
4.2.4 “断直连”为银行业数字化转型提供契机	15
4.2.5 数字化转型或重构银行估值体系，关注数字化和零售两条主线	15
附录	16
参考文献	16

参考文献

[1] 吕程等. 互联网金融监管渐入常态化阶段. 华泰研究. 2022. 12. 07
 [2] 姚泽宇等. 中国个人征信：日升月恒，迎来黄金发展期. 中金研究. 2021. 09. 16

免责声明

未经作者事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本研究一切数据、资料由公开渠道获得，仅用作研究使用