

金融机构

2025年全球金融科技报告
第三版 | BCG与QED Investors联合撰写

金融科技新篇章

规模化领先者 与新兴破局者

2026年4月

目录

- 03 十二大关键亮点
- 04 前言
- 05 波动之下，金融科技春天已至
- 09 金融科技渗透不足，仍存大量市场空白
- 13 未来五大趋势，引领金融科技新篇章
- 31 未来行动指南
- 35 结语

十二大关键亮点

21%

2024年全球金融科技营收强劲增长21%（2023年为13%），主要由挑战者银行以及交易和投资类金融科技公司的亮眼表现驱动。

3倍

2024年金融科技公司增速约为传统金融机构的3倍。

25%

2024年上市金融科技公司平均EBITDA利润率提升25%，行业持续从“不计成本的增长”转向“可持续增长”模式。

150

全球共有150家成立于2016年之前、累计股权融资超5亿美元且尚未上市的金融科技公司。

2,310亿美元

年营收超5亿美元的金融科技总营收达2,310亿美元——约占全球金融科技行业总营收的60%。

3%

金融科技在银行和保险营收池中的渗透率仅为3%——无论从垂直领域还是地域来看，都存在大量市场空白。

5

迄今为止，金融科技的成功高度集中在23个细分赛道中的5个：数字钱包、收单和垂直SaaS、挑战者银行、加密货币交易、先买后付（BNPL）。

24

全球年营收超过5亿美元且实现盈利的挑战者银行已达24家。其成功关键在于深耕产品和客群，而非盲目开展全球化扩张。



未来金融科技的增长将主要由三大领域驱动：B2B（2X）、金融基础设施和借贷。

49%

AI驱动的金融科技获得的股权融资占比高达49%，远高于23%的合理占比。智能体式AI作为生产力提升工具虽刚起步，却有望彻底重塑金融科技行业格局。



十余年来，链上金融一直在探索“杀手级”应用场景。尽管稳定币在支付领域备受瞩目，但真正能将更多经济活动引入链上的引爆点，或许是资产代币化。

2,800亿美元

私募信贷基金在金融科技借贷领域存在巨大的市场空白机遇。叠加利率下行、客户数据日趋成熟，放贷机构正迎来新的顺风。



前言

全球金融科技行业正在翻开新的篇章。其核心特征在于：一批金融科技公司已实现规模化发展并迈向成熟；以AI为代表的新技术、新模式加速涌现并落地；同时，投资者始终坚持以盈利性增长为导向。

这些已实现规模化发展的金融科技公司，堪称金融科技1.0时代的“赢家”。随着其在金融服务领域的布局持续深化、地位日益稳固，市场对其运营要求也不断提高：须对标成熟上市公司，接受更严格的监管审查与常态化业绩披露，并直面新兴竞争者的持续冲击。这就要求这些企业在风险管理、定价等基础能力上实现更精细化的资本配置，并持续优化商业模式。未来数年，在向相邻产品领域及新区域扩张的过程中，如何在兼顾上述核心要务的同时，保持企业的敏捷性和创新能力，将是其面临的关键挑战。

与此同时，新兴金融科技公司想要突围，就必须开辟新的竞争赛道，聚焦银行和成熟金融科技机构尚未充分覆盖的行业痛点。例如，在支付、会计等B2B领域，大量流程仍依赖人工操作，效率低、成本高，具备极大的自动化与流程优化空间。即便是在金融科技已站稳脚跟的领域，机会依然存在：以信贷业务为例，尽管金融科技公司在个人无抵押贷款领域已取得一定突破，但在消费信贷和企业信贷领域仍存在大量未被满足的需求。

从诸多维度来看，当下是金融科技创业和投资的黄金时代。金融科技在全球银行和保险营收池

中的渗透率仅为3%，市场空间依然广阔，而新兴技术和商业模式将赋能后来者填补这些空白。其中，AI尤为值得关注：尽管其作为生产力工具处于早期落地阶段，但未来有望在产品端推动更深层次创新。

然而，正如我们在**2024年报告**中所指出的，金融科技公司若固守“不计成本的增长”的旧思维，将难以真正捕获上述机遇。可持续增长将成为投资者衡量企业成功与否的核心标尺。随着资本市场再度回暖——尽管时间可能晚于部分市场参与者的预期——相关企业终将面对这一现实。只有单位经济效益优异的玩家，才能赢得资本青睐；当投资者把钱重新投向私募市场时，那些处于早期阶段的金融科技公司，必须证明自身具备可持续增长能力。过去二十年间，金融科技行业已深刻重塑金融服务格局，但市场仍蕴藏广阔机遇。

本报告基于对全球60多位金融科技高管和投资者的访谈，并结合团队实践经验、研究及一手分析撰写而成。我们首先概述金融科技行业发展现状，梳理迄今取得的成果，并提出引领行业未来走向的五大趋势预测。最后，围绕金融科技生态中的不同参与者，提出相应的行动建议。



波动之下，金融科技 春天已至

经历2021年和2022年的历史高点后，金融科技市场在2024年显露出企稳迹象。

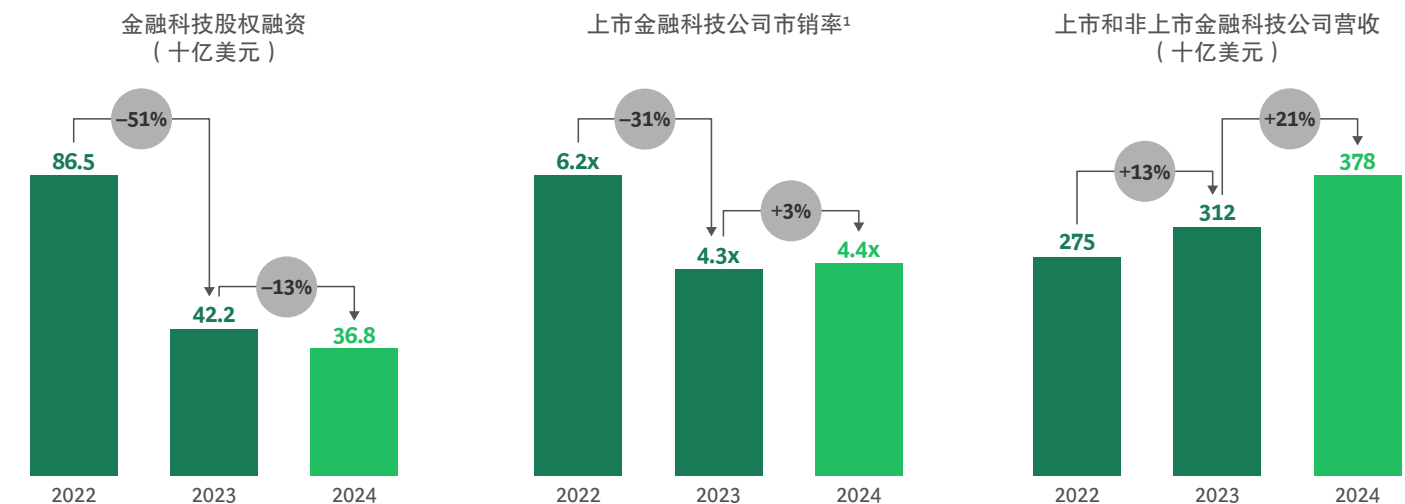
股权融资同比下降13%，较上一年51%的降幅显著收窄；市销率小幅回升3%，扭转了2023年31%的下跌走势（[参阅图1](#)）。然而，IPO市场仍近乎冰封：全年仅28家金融科技公司上市（2023年为20家），且无一融资额超过10亿美元。

2024年，金融科技公司面临更为严格的监管审查。例如，Chime因未及时向客户退款被处以250万美元罚款，Block则因反洗钱（AML）违规被罚8,600万美元。同年4月，为金融科技公司提供银行服务的平台Synapse破产，导致最高9,600万美元的客户资金面临损失风险。

2024年第四季度市场迎来积极转机，并延续至2025年。2025年第一季度股权融资同比增长34%，市销率增长10%。

图1

金融科技行业融资和估值趋稳，营收增长依然强劲



来源：S&P Capital IQ；PitchBook；公司申报文件；案头研究；BCG金融科技控制塔；BCG分析。
¹ 基于每年第二季度每家公司的市值和过去12个月的营收计算的平均值。

2024年金融科技行业基本面同样显著增强，营收同比强劲增长21%，远高于2023年的13%及金融服务业整体的6%。其中，存款业务板块增长23%，主要由Nubank、Revolut、Monzo等挑战者银行带动。交易和投资类金融科技公司营收增长21%，以Coinbase为代表的加密货币平台回暖领涨，叠加股票市场上行形成利好。保险板块同样表现亮眼，在服务提供商和保险经纪/代理机构的驱动下，整体增长40%。

立足2024年报告的核心主题，行业盈利能力同样迎来积极改善：金融科技公司持续从“不计成本的增长”转向“盈利性增长”模式（参阅图2）。行业EBITDA利润率提升4个百分点至16%，增幅达25%。2023年上市金融科技公司中实现盈利的不足半数，而2024年这一比例已升至69%。目前已有35%的上市金融科技公司超过“40法则”门槛（“40法则”是一项财务指标，旨在衡量公司营收增长率与EBITDA利润率之和是否大于40%）。

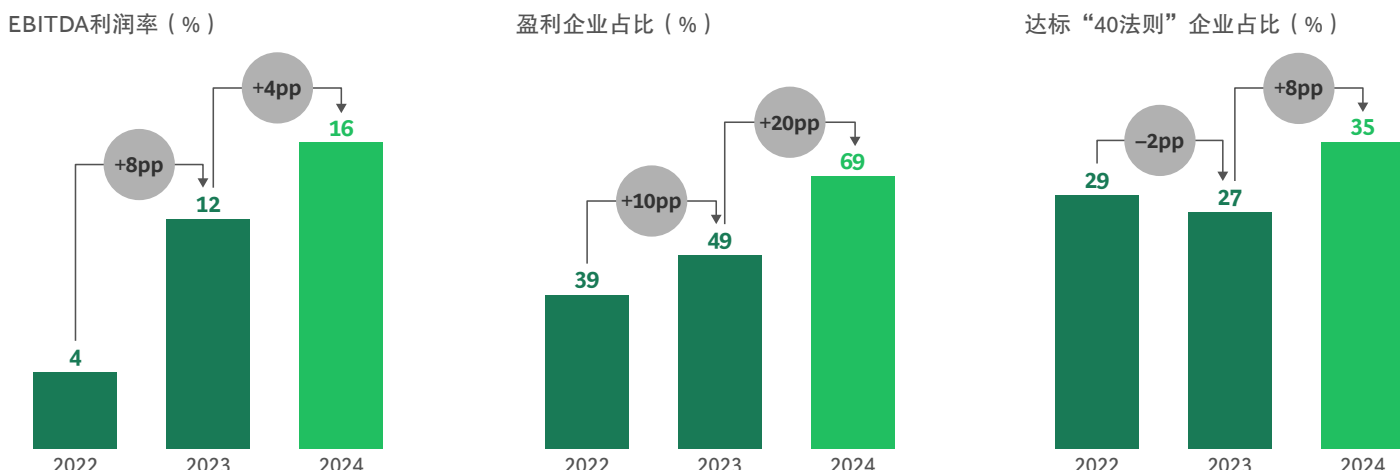
尽管金融科技行业基本面持续向好，且2024年初市场对IPO前景抱有较高预期，但受宏观环境波动影响，行业发展仍存不确定性，诸多大型IPO项目已暂缓推进。得益于活跃的私募股权交易市场，许多已经走到IPO门口的金融科技公司在等待时机。然而，从结构性层面看，金融科技行业已为“春天”的到来做好了准备，一批重磅IPO项目蓄势待发。目前，仍有150家成立于2016年之前、累计股权融资不低于5亿美元的金融科技公司尚未上市，其中包括Stripe、Revolut、PhonePe、Toss等行业头部企业。

“IPO市场前景尚难预判。各方均期待市场重启，但关税问题持续扰动市场……具体情况要等夏季过后方见分晓。最优质的拟上市企业完全有能力耐心观望，等待市场环境更趋稳定。”

JAMES LOFTUS
Paypal Ventures主管合伙人

图2

金融科技公司持续向盈利性增长模式转型



来源：S&P Capital IQ；PitchBook；BCG金融科技控制塔；BCG分析。

注：pp = percentage point 百分点。“40法则”是一项财务指标，旨在衡量公司营收增长率与EBITDA利润率之和是否大于40%。

然而，本轮IPO窗口期将与上一轮有所不同。我们预计资本市场会更加审慎，重点考察可持续盈利模式、合规成熟度和规模化发展能力。通过对上市金融科技公司相对估值的分析可见，50%的估值差异来自预期营收增长和盈利能力（市场一致预期的EBITDA利润率及“30法则”溢价），且市场对这类基本面的重视程度预计不会改变（参阅图3）。此外，企业规模（25%）和研发投入（14%）共同构成上市金融科技公司估值的其他关键因素，表明规模效应和创新能力同样受到投资者重视。

我们预计并购活动也将加速升温。许多金融科技公司——尤其是短期内尚未形成清晰且可持续盈利路径的公司——将难以独立上市，进而成为潜在的收购标的。在当前宏观环境存在不确定性的背景下，这一趋势可能进一步加速，经营承压的金融科技公司将更难延长资金跑道。

对于实力较强的金融科技公司而言，整合型并购将成为一条可行的增长路径，其可借此发挥自身资金成本较低的优势，或达成上市所需的规模要求。另一方面，通过战略性收购拓展产品线、布局新市场或补齐能力短板，也将成为其实现增长的重要方式。

随着IPO市场逐步回暖、并购交易趋于活跃，行业将形成正向发展循环：资金重新回流私募市场，进一步推动金融科技生态持续发展。早期金融科技公司也将受益于全球风险投资领域累计达6,770亿美元的未动用资金（dry powder，即机构已募集但尚未投入的资金）。2014至2024年间，其中约13%已流向金融科技领域；此外，私募股权领域仍有约1.5万亿美元的未动用资金。

“金融科技行业的基本面远比市场估值和投资情绪更为稳健……原生数字化金融科技公司始终坚持以客户为中心，在新技术应用上更具效率，且成本结构优于传统银行。”

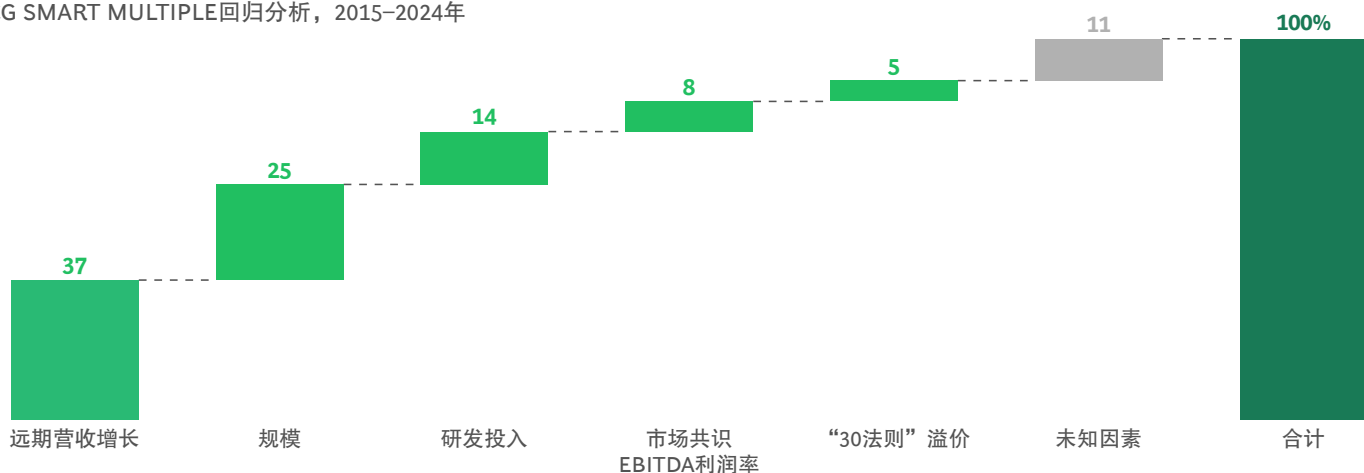
ANDRES ANAVI
Mercado Pago高级副总裁

图3

营收增长、规模、研发投入及盈利能力是上市金融科技公司估值差异的驱动因素

上市金融科技公司不同估值驱动因素的相对贡献 (%)

BCG SMART MULTIPLE回归分析, 2015-2024年



来源: S&P Capital IQ; BCG价值科学中心。

注: 已剔除或标准化异常值; 对注册地在中国的同业企业, 未纳入国别因素。“30法则”是一项财务指标, 旨在衡量公司营收增长与EBITDA利润率之和是否大于30。



金融科技渗透不足， 仍存大量市场空白

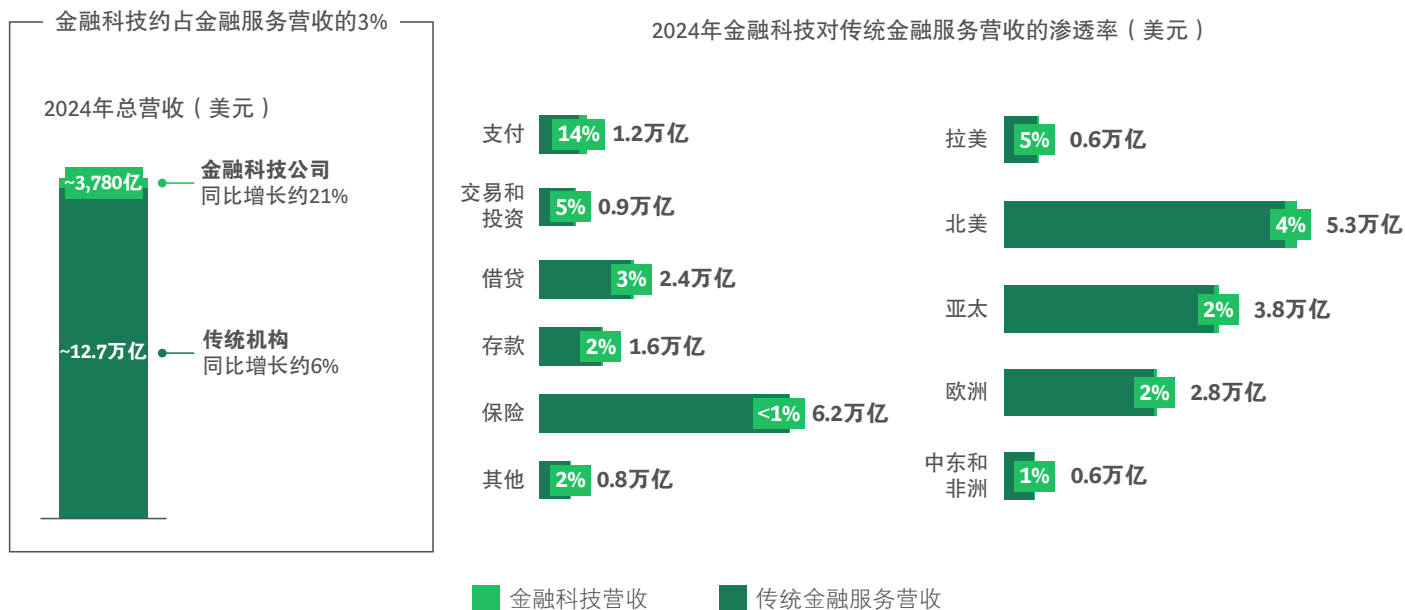
规模化金融科技公司（本报告中指年营收超5亿美元的企业）在全球金融科技3,780亿美元总收入中贡献约2,310亿美元，占比近60%。

全球约3.7万家金融科技公司中，达到规模化门槛的不足百家。而金融科技在整个银行和保险营收池中的渗透率仅为3%——无论从垂直领域还是地域来看，显然都还有大片空白领域有待填补（参阅图4）。

截至目前，行业成功案例高度集中于支付、挑战者银行、零售加密货币交易和经纪业务，以及先买后付（BNPL）/销售点（POS）借贷领域（参阅图5）。支付业务是迄今行业最成功的赛道，2024年其营收占所有规模化金融科技企业总营收约55%（约1,260亿美元）。在支付这一主赛道中，金融科技的成功主要集中在两个细分领域：一是数字钱包（如PayPal、微信支付、Apple Pay），二是收单和垂直SaaS（如Stripe、Adyen、Toast、Shopify、Square）。挑战者银行位居第三，占比约15%（约270亿美元），代表企业包括Revolut、Monzo、KakaoBank、Nubank、Toss等。零售加密货币交易和经纪业务位居第四，营收占比约7%（约160亿美元），代表企业包括Coinbase和Binance。最后，BNPL/POS借贷机构目前在规模化金融科技公司营收中的占比仅约4%（约80亿美元），但其年复合增长率高达42%左右，成为金融科技发展初期的第五大成功赛道。

图4

金融科技在银行和保险营收中的渗透率仅约3%，但增速约为传统机构的3倍



来源：BCG金融科技控制塔；BCG银行和保险营收池；BCG分析。
注：不含健康保险营收池；因四舍五入，数字相加可能与总数略有出入。

从竞争视角来看，规模化金融科技公司的成功主要集中在以下三类场景：

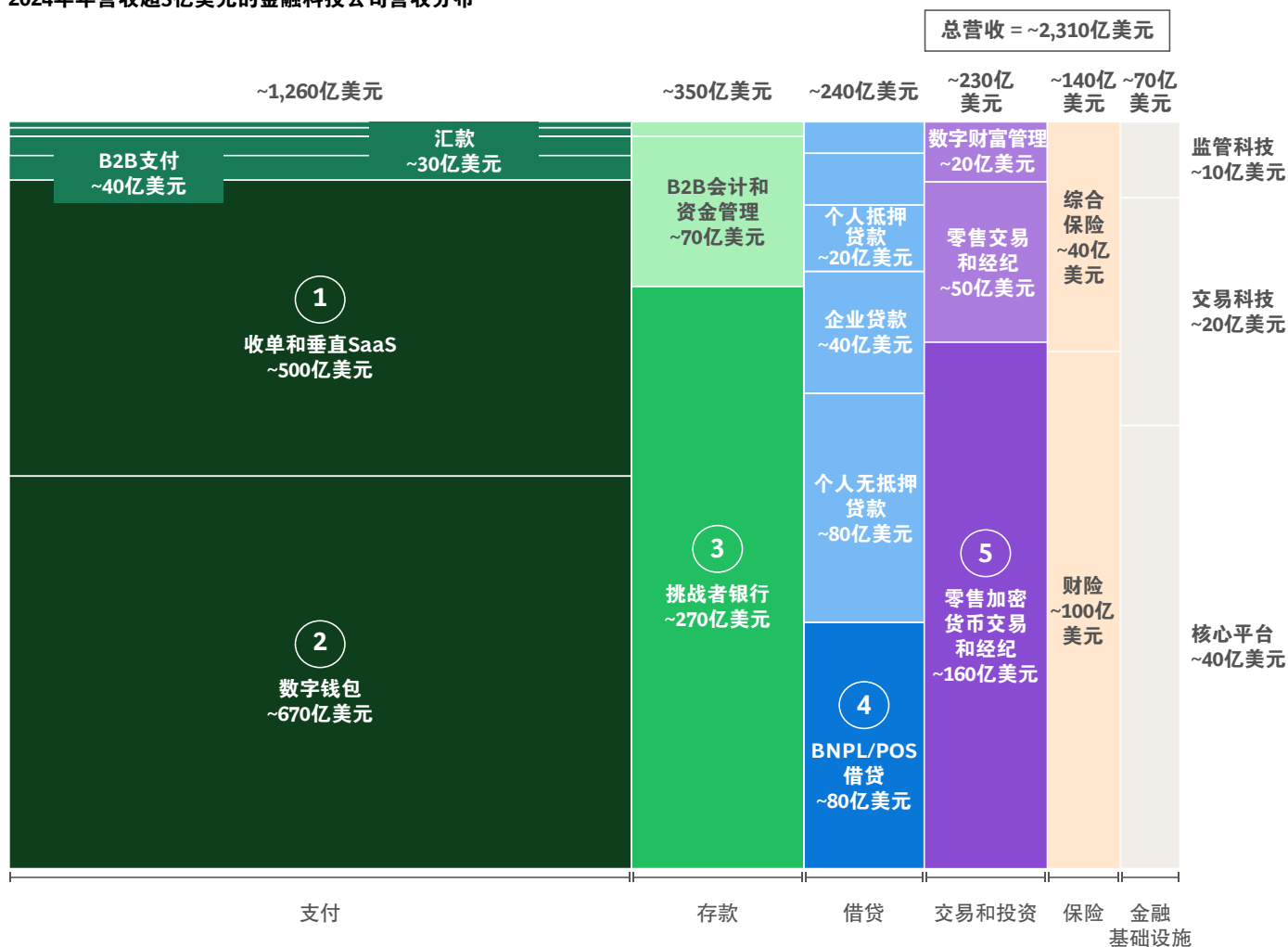
- 传统银行缺乏竞争力的领域。**例如，垂直SaaS服务商凭借更优质的软件产品，满足餐饮、零售等行业商户尚未被充分满足的需求，助力其实现高效运营。同样，商户收单机构也让商家能够更顺畅地完成线上与线下收款。
- 传统银行不愿服务的领域。**许多金融科技公司（尤其是挑战者银行和BNPL/POS借贷机构）通过聚焦低收入群体的金融需求实现发展突破。受制于较低的单客经济效益和更严格的监管要求，传统银行难以实现盈利性覆盖，从而主动让出了竞争阵地。
- 传统银行无法涉足的领域。**金融科技公司瞄准银行因监管限制或战略约束而无法参与的领域，实现快速发展。例如，加密资产业务受监管政策限制，银行参与受限；数字钱包模式依赖第三方整合各类支付机构的支付渠道，银行同样难以开展此类业务。

在其他领域，金融科技公司仍难以实现规模化发展。在保险领域，金融科技对营收池的渗透率不足1%，主要瓶颈在于全牌照保险机构所需的高资本门槛。财富管理领域的金融科技渗透率同样低于1%，核心原因在于银行服务高净值客群的盈利水平显著高于服务低收入客群。正如我们在2023年报告中所述，这些领域的金融科技仍主要作为传统机构的赋能者，而非彻底的颠覆者（尽管面向大众富裕人群的财富管理服务仍具潜力）。即使在挑战者银行这类金融科技更易取得成功的领域，其对存款营收池的渗透率也仅约2%，且其营收主要来自手续费，而非利息收入。在贷款领域，金融科技渗透率也仅约3%，除次级客群的个人无抵押贷款外，其他领域的成功案例寥寥无几。总体来看，在众多垂直领域中，金融科技仍有大量机会进一步渗透传统金融机构的营收池。

图5

规模化金融科技公司集中于五大垂直赛道

2024年年营收超5亿美元的金融科技公司营收分布



来源：S&P Capital IQ；PitchBook；BCG金融科技控制塔；BCG分析。
注：BNPL = 先买后付；POS = 销售点。

美国与中国合计贡献规模化金融科技超三分之二的营收

从地域维度看，规模化金融科技公司的成功分布并不均衡，为行业提供了另一重观察视角（参阅图6）。美国约占规模化金融科技公司总营收的52%（约1,200亿美元），这得益于其庞大的可服务市场和便捷的融资渠道。其中，支付业务依然占据主导地位：数字钱包和收单机构受益于高度消费驱动的市场（尤其是电商领域），以及“银行卡优先”的支付生态——消费者和商户均更偏好便捷支付体验。在垂直SaaS领域，Toast、Shopify等服务商成功切入数量庞大、业态分散的中小微企业市场。这类企业愿意在综合软件服务中绑定支付功能，为相关SaaS平台带来了广阔的增长空间。与此同时，

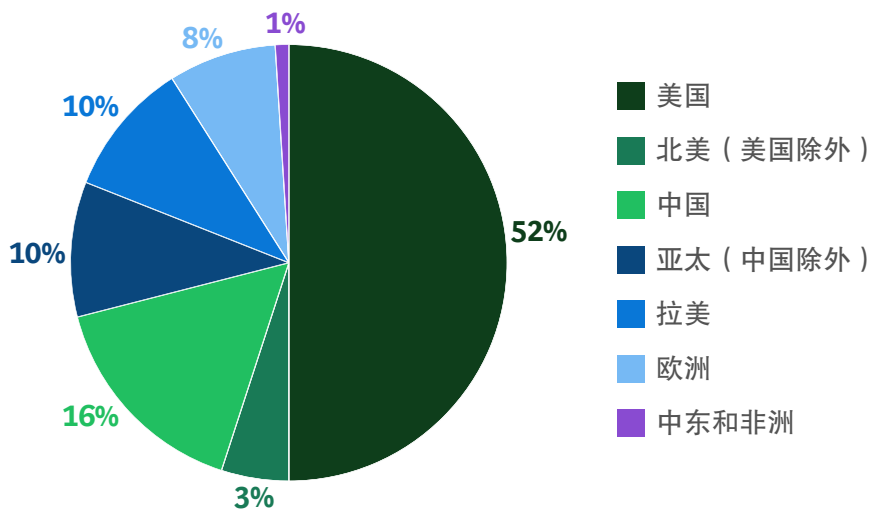
中国在规模化金融科技公司总营收中的占比为16%（约380亿美元），其成功同样得益于庞大的可触达市场，以及腾讯、阿里等科技巨头打造的微信、支付宝等“超级应用”生态快速发展。

其他地区的成功案例则相对有限。与中美形成鲜明对比，欧洲仅占规模化金融科技公司营收的约8%（约190亿美元），这表明该地区市场的多元性、差异性及监管体系特征，在一定程度上制约了规模化扩张。尽管如此，欧洲在挑战者银行（如Revolut、Starling、Monzo）、跨境汇款（如Wise）以及BNPL/POS（如Klarna）等领域仍涌现出一批规模化赢家。这些金融科技公司通过迎合年轻消费者对优质数字体验以及跨境旅行时低换汇费的需求，引领了欧洲市场的创新浪潮。

图6

规模化金融科技公司营收集中于美国与中国

2024年按地区划分的规模化金融科技公司（年营收超5亿美元）营收占比



来源：BCG金融科技控制塔；PitchBook；公司申报文件；BCG分析。
注：对于业务遍及多个地区的金融科技公司，其营收计入总部所在地。

亚太地区（中国除外）约占规模化金融科技公司总营收的10%（约220亿美元）。与中国情况类似，亚太地区各本土市场的超级应用（如Grab、Toss、PayTM、PhonePe和GCash）成为核心驱动力。亚太地区与欧洲相似，市场差异显著、格局分散，金融科技公司难以实现跨境规模化发展。但与欧洲不同的是，区域内包括印度等大型市场，其人口和经济均处于高速增长阶段。

拉丁美洲约占规模化金融科技公司总营收的10%（约220亿美元）。Nubank等企业凭借服务规模庞大的无银行账户人群及金融服务不足人群实现发展突破；Mercado Pago、PagSeguro等企业则依托零售业的快速增长实现盈利。

中东和非洲地区的金融科技发展仍处于起步阶段，其规模化金融科技公司营收占比不足1%（约30亿美元）。在移动网络渗透率快速提升的背景下，通过移动终端服务无银行账户及金融服务不足人群的金融科技公司，发展势头最为强劲。电信运营商则成功打造出M-PESA、Orange Money等一批头部金融科技平台。

在上述多个地区，源自成熟市场的成功模式也被不同程度地复制落地。以商户收单领域为例，Stripe、Adyen的商业模式经本土化改造后，在拉美（如StoneCo）、中东及非洲（如Flutterwave）等地区落地见效。不过，各区域渗透率仍参差不齐——从地域视角看，行业仍存在大量未被充分开发的空白与机遇。

“中东和非洲地区的金融科技市场整体渗透率仍然偏低，但需求真实存在……该地区拥有大量精通数字技术的年轻人群，他们对新产品的接受度非常高。我们正见证该地区实现快速增长和发展，其中支付和信贷领域的金融科技公司表现尤为亮眼。”

ANDREY KAZARINOV
TABBY 首席产品官



未来五大趋势，引领金融科技新篇章

银行和保险行业营收规模超过13万亿美元，为成熟金融科技公司和新生代参与者创造了广阔的市场空间。

但成功并非唾手可得。金融科技公司、投资者和监管机构需共同发力，方能兑现行业持续发展的前景。我们预测，未来数年将有五大核心趋势，将深刻影响金融科技行业的格局、规模和发展特征。

1. 智能体式AI 终将改写游戏规则

自AI诞生以来，市场便对其寄予厚望，尤其是在过去两年生成式AI兴起之后。尽管热度高涨，但多数金融科技公司仍处于应用初期，除少数头部企业外，规模化产品创新仍较为有限。外界对此持审慎态度情有可原。不过，尽管AI驱动变革的步伐常被高估，但其颠覆性影响不容低估。

截至目前，生成式AI在金融科技领域的应用仍以降本增效为主，典型场景包括软件工程、反洗钱(AML)、客户身份识别(KYC)自动化、营销、客户支持等。多数规模化金融科技公司仍处于AI试点阶段，部分企业才刚刚启动规模化部署。相比之下，早期金融科技公司正更快地将AI技术融入核心商业模式，部分原因在于投资者期望企业以更少投入实现更高产出。事实上，AI驱动的金融科技公司在种子轮和天使轮的平均融资金额虽较非AI同类企业低15%，但其获得的股权融资总额占比却高达49%，远高于23%的合理占比。

新形态：智能体式AI。就在金融科技公司开始将生成式AI融入商业模式之际，AI技术的新形态——智能体式AI (agentic AI) 已悄然登场。与当前仍需持续人工提示的生成式AI不同，智能体式AI具备自主运行能力。依托过去两年大语言模型(LLM)的快速突破，这项新兴技术已从“辅助助手”升级为可代表用户自主行动、执行业务、持续学习并自适应调整的智能体。

这在实际应用中意味着什么？与所有新技术一样，智能体式AI的应用也将经历从基础到成熟的演进过程。初期阶段仍以人工干预为主；随着技术日益成熟，多个智能体将能够在极少用户指令下协同工作。尽管该应用场景的全面落地仍需时间，但其最终形态有望从根本上重塑金融服务的运作模式(参阅图7)。

图7
智能体式AI在金融服务领域的应用场景示例



来源：BCG分析。

对比以互联网和移动技术为核心驱动的金融科技早期阶段，我们可以预见，智能体式AI将加速金融科技行业核心趋势的演进。

- **从服务普惠走向智能普惠。**如果说金融科技的上半场打破了金融服务的物理壁垒，让人们无需前往网点、也不必直接对接银行职员，那么智能体式AI将进一步突破人类自身的能力边界：它可以主动采集信息、比对方案，并最终代用户完成操作。以大量滞留于低收益储蓄账户中的资金为例：未来，AI智能体不仅能自动筛选收益最高的账户，更能持续为用户完成开户和资金划转。这一趋势将大幅侵蚀当前银行依靠用户“惰性”所维持的庞大利润空间。
- **从自动化走向自主化。**云转型已推动金融科技实现大量繁琐、低效、高成本流程的自动化。然而，尽管效率已有明显提升，诸多流程在关键环节仍高度依赖人工介入，如交易审核、投资组合调整等。AI将显著降低对人工干预的依赖。以垂直SaaS平台为例，它们可借助AI智能体自主管理客户的绝大部分业务。在人类能创造价值的环节，多个AI智能体可与人类协同工作：实时监控库存、与供应商谈判、安排融资，甚至自主下单。
- **从个性化走向超个性化。**个性化服务是金融科技发展初期的标志性特征之一，如今高水平的定制化服务已成为行业常态。智能体式AI将在此基础上进一步升级。例如，未来用户将不再接收理财应用推送的标准化预算建议，而是配备了一个AI驱动的财务管家：它能结合当下的经济环境和用户的财务目标，根据实时收入自动调整支出限额，推荐量身定制的投资策略，优化现金流。

“开放银行与AI的融合，将为消费者开启令人惊叹的应用场景。如今，打理个人财务意味着要应对成千上万件琐碎事务。未来，任何人都可以将自己的账户接入AI智能体，让它在财富管理之路上为自己出谋划策。对数百万普通人而言，这将真正改变游戏规则。”

ERIC SAGER
Plaid首席运营官

金融科技公司将如何运用智能体式AI？其最直接、最具变革性的影响将首先体现在软件开发领域。许多处于早期阶段的金融科技公司已借助Cursor、Windsurf等AI编程工具，大幅提升代码开发效率，从而在速度与成本上超越传统大型机构，加速产品与功能迭代。尽管部分头部企业已开始应用此类工具，但绝大多数仍持观望态度。未来数年，行业竞争格局或将因此重塑。

除软件开发外，智能体式AI还将在三大领域引领创新：

- **电商消费。**线上聚合和交易平台已成为主流购物方式，用户可便捷比价，并在结算环节直接获得融资和支付服务。智能体式AI将进一步强化这一趋势，根据消费者偏好、购物记录和价格条件精准匹配商品，甚至代为完成支付操作。不过，智能体在购买流程中的作用会随交易风险和复杂程度而变化：在外卖等场景中，消费者更愿意让智能体完成搜索、比价和购买；而在高端珠宝等领域，智能体的作用可能仅限于商品发现（参见专题1）。
- **垂直SaaS。**B2B领域仍面临应付/应收账款、税务、薪酬等复杂且高成本的工作流程。尽管垂直SaaS已实现部分流程自动化，但智能体式AI驱动的SaaS平台可大幅减少人工干预，显著提升企业运营效率。
- **个人财富管理。**记账应用和智能投顾已将低成本的财富管理服务普及至更广泛人群，但这类服务仍难以做到真正的个性化定制。智能体式AI将改变这一现状，把原本面向高净值客群的专属服务普惠至大众市场。

智能体式AI赋能支付业务：以 Perplexity 和 Stripe 为例

Perplexity 是美国首家面向付费用户推出AI购物智能体的企业。该智能体可帮助用户浏览多个零售网站，根据特定条件筛选、对比商品，并可直接完成购买。

整个操作可在AI提示词的搜索结果界面一站式完成——用户只需输入或说出简单指令，智能体式AI即可自动执行任务。Stripe则为Perplexity的AI智能体提供一次性虚拟卡，用于在线支付并设定消费限额，全流程无需访问用户的银行账户。



“过去一年，AI实现了代际式跃进。如今，AI企业正沿着一条我们十分熟悉的发展路径演进——这一路径已在过去十年中由Stripe等公司，以及此前的SaaS、交易平台和各类平台型企业所验证：即从广泛的横向布局起步，继而向纵深的垂直领域深耕。我们正从通用型工具转向专业化、垂直化的行业应用。有人将这些应用称之为‘大模型套壳’，但这种说法并未触及本质。通过嵌入精准的行业语境、专有数据和业务流程，这些垂直化应用正成为真正创造经济价值的起点。”

EMILY SANDS

Stripe信息业务主管

智能体式AI面临的挑战。尽管潜力巨大，但若要让智能体式AI在金融服务领域实现规模化、安全化应用，仍需攻克多项重大挑战：

- **监管与合规。**现有监管和治理框架均围绕人类操作主体及相关机构设计，责任界定清晰明确。而在AI智能体模式下，身份认证、欺诈防范、责任归属等问题将变得更加复杂。这并非无的放矢的担忧：不法分子已开始利用生成式AI实施高隐蔽性的金融欺诈行为。牌照资质同样是待解难题。例如，AI智能体提供投资建议或做出投资决策，是否需要获得监管许可？此类复杂问题必须得到妥善解决，才能真正释放智能体式AI在金融领域的应用价值。
- **基础设施。**AI智能体要实现预期价值，需要具备跨数据孤岛、跨系统协同的运行权限和数据访问能力。而在金融领域，数据高度分散，由银行、保险机构、科技巨头、征信机构、金融科技公司等多方持有。若要让智能体式AI充分发挥作用，必须实现多方数据和系统的整合。因此我们预计，在开放银行普及度较高的市场（如英国、巴西、新加坡），智能体式AI将最快、最稳定地落地应用。

- **隐私与数据安全。**金融数据高度敏感，一旦发生泄露将对各方造成难以估量的严重后果。智能体式AI要实现健康发展，必须确保向第三方共享的数据安全可靠，并对数据使用边界制定清晰、成文的规则。这也是监管机构需要明确界定、加强指引的关键领域。

鉴于上述挑战，智能体式AI在金融服务领域的应用落地节奏可能慢于其他行业。然而，我们已能在软件开发领域窥见其变革潜力——尤其是在那些AI原生的早期金融科技公司身上。尽管许多成熟的大型金融科技机构对生成式AI工具的应用仍相对谨慎，但这项技术的价值远不止效率提升。未来数年，我们预计这一开创性技术将在金融领域催生堪比互联网和移动时代的产品创新浪潮。

2. 链上金融前景可期，挑战犹存

尽管长期备受关注，链上金融（依托区块链开展的金融活动和交易）尚未形成足以颠覆传统金融基础设施的规模化产品市场适配能力。不过，随着区块链可扩展性持续提升、监管框架日趋清晰，行业拐点已近在眼前。Stripe收购Bridge（11亿美元）、Ripple收购Hidden Road（13亿美元）等重大交易，加之美国立志打造全球加密资产中心、欧盟《加密资产市场监管法案》（MiCA）正式落地，均印证了这一发展势头。在此背景下，关键在于找到具备网络效应的引爆型应用场景，从而推动行业实现实质性变革（参阅图8）。

稳定币：引爆型应用场景何在？ 迄今为止，稳定币的主要应用场景仍集中于加密货币交易和去中心化金融（DeFi）。即便加密市场波动加剧，稳定币的活跃发送钱包地址仍持续增长，表明其应用正逐步脱离原生加密交易范畴，向更广泛的实际应用场景延伸。目前，稳定币最突出的应用场景是在

高通胀经济体中充当价值储存工具。这类市场因外汇储备有限、存在货币兑换限制，美元长期处于供不应求状态。在此背景下，与美元挂钩的稳定币（占比超98%）可无缝接入全球美元流动性池，使个人消费者与中小企业以更低成本、更高效率持有美元，尤其相较于现金而言优势显著。这也正是稳定币在高通胀市场得以快速普及的核心原因。例如，据Chainalysis数据显示，截至2024年3月的一年间，土耳其的稳定币购买规模已达GDP的4.3%。

但在部分市场，考虑到潜在的货币替代风险，上述应用场景的可持续性仍存不确定性。例如，印度储备银行以稳定币威胁卢比货币主权为由，对其持明确反对态度。当前，通胀率超过10%的经济体仅占全球GDP约7%，尽管这类市场对美元的需求强劲，但单一高通胀场景尚不足以成为推动链上金融实现广泛普及的关键引爆点。

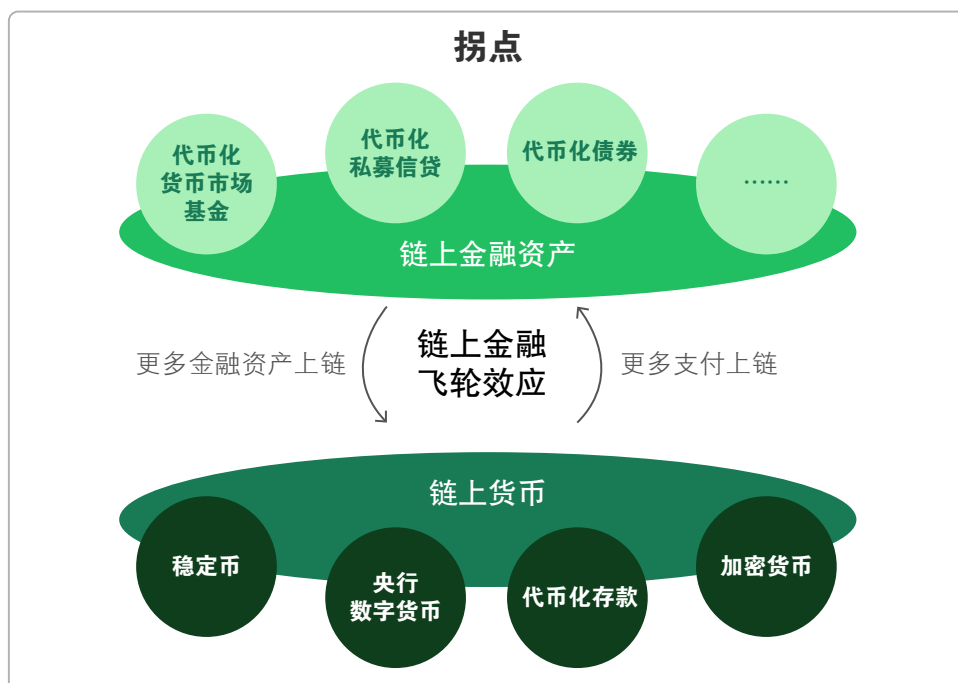
图8

链上金融或将迎来拐点



必要条件

- ✓ 技术可扩展性
- ✓ 监管明确性
- ✓ 引爆型应用场景



来源：BCG分析。

稳定币在支付领域的应用。稳定币的另一主要应用场景是支付，其中主要包括商户收单和跨境支付。在境内商户收单场景中，稳定币有望实现更快的交易速度和更低的支付成本。在尚未出现Pix、UPI等替代支付方案的市场，稳定币提供了一条摆脱传统技术和清算规则束缚的全新支付渠道。但在信用卡已深度融入商业生态的市场，稳定币的规模化落地面临诸多挑战。以美国为例，消费者普遍看重信用卡的拒付保障、欺诈防护和返现权益，而大型商户又能强势压低商户手续费，使得“账户到账户”等替代支付方式发展受阻。因此，金融科技公司需通过激励手段提升稳定币的市场接受度。以PayPal为例，该公司推出的PYUSD稳定币目前为持有者提供约3.7%的年化收益奖励。

在跨境支付领域，稳定币的价值更为显性且更具实际意义。在许多汇款通道中——尤其是与全球南方国家¹之间的往来——代理行模式带来显著的流程阻力和成本。这类银行通常会在一笔跨境支付中加收10到50美元的费用，对于小额汇款而言，这无疑是笔不小的成本负担。虽然SWIFT持续投入以提升结算效率，其gpi服务在多数全球北方国家之间的主流汇款通道上已实现分钟级甚至秒级到账，但在非洲、拉美、中亚等地区，资金仍可能因银行营业时间限制，耗时数日才能到账。在此背景下，Wise、Remitly等金融科技公司通过预付账户搭建闭环网络，缓解了消费者和中小微企业的跨境支付痛点；而基于稳定币构建的支付通道，则有望让更多汇款类金融科技公司以更低成本搭建和运营这类基础设施。目前，市场上已涌现出Cedar Money、Sling Money等原生稳定币汇款平台。

尽管如此，稳定币在跨境支付中仍面临两大关键挑战。其一是稳定币与法币的双向兑换，针对低流动性货币的兑换尤其明显，不仅成本较高，还可能再次引发结算延误。法币外汇是全球流动性最强的市场之一，据国际清算银行测算，其日均交易量超7.5万亿美元，而稳定币日均交易量仅约0.1万亿美元。其二，尽管监管日益清晰，但要建立支撑稳定币支付的反洗钱(AML)和客户身份识别(KYC)基础设施，仍有大量工作亟待推进，其中包括识别钱包地址的最终受益人。这对于银行体系更广泛地接纳稳定币至关重要。若能攻克这两大难题，稳定币有望成为跨境支付体系的重要组成部分，弥补现有跨境支付网络效率低、成本高的短板。根据BCG全球支付模型的数据，2024年全球南方国家的跨境支付规模约为14万亿美元。与之相比，全球支付总额(含境内和跨境)约为1,637万亿美元。随着境内实时支付成为常态，市场对更低成本、更高效跨境支付的需求只会持续上升。然而，仅凭跨境支付这一场景，尚不足以推动链上金融实现更大范围、更深层次的变革。

资产代币化的潜力或将超越稳定币。包括债券、股票等金融资产在内的资产代币化，其潜力或许比稳定币更为可观。尽管当前资产代币化总规模仅约6,000亿美元，但自2023年初以来，其年复合增长率保持在两位数水平，有望推动资本市场迎来新一轮变革。

“缓慢的跨境支付带来了许多流程阻力和痛点。如果今天从零构建银行体系，代理行模式几乎不会成为选择，更可能基于稳定币等新型技术来搭建。”

DANIEL VOGEL
Bitso首席执行官

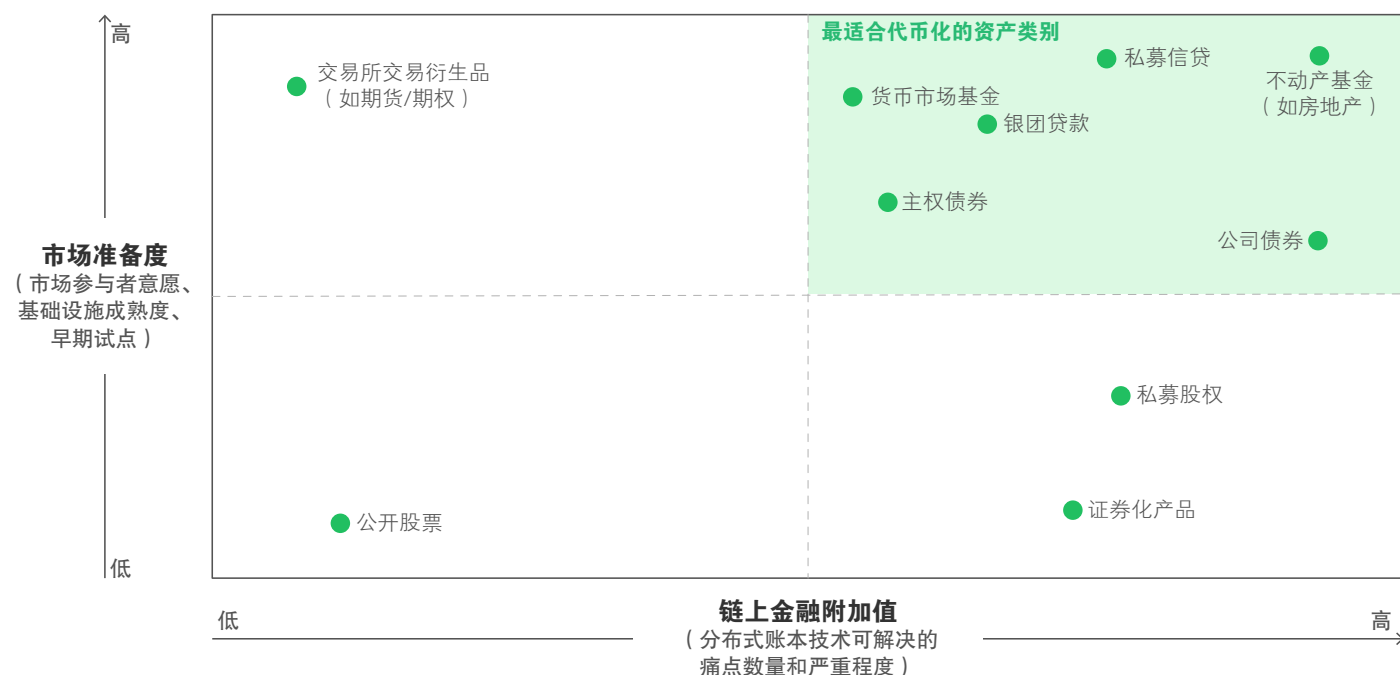
1. 根据联合国贸易和发展会议的划分，全球南方广义上包括非洲、拉丁美洲和加勒比地区、亚洲(不包括以色列、日本和韩国)和大洋洲(不包括澳大利亚和新西兰)。

迄今为止，传统链上金融资产的需求主要来自虚拟资产持有者。以贝莱德和富兰克林邓普顿为例，两家机构均已推出代币化货币市场基金，为虚拟资产持有者提供具备收益属性的流动性资产管理工具。短短两年多时间，此类产品的合计资产管理规模已突破30亿美元。然而，资产代币化的价值远不止于此：其有望解决金融基础设施中繁琐且高昂的摩擦成本，让公司债券、私人信贷、私募股权、房地产等流动性较低的资产，也能具备接近股票市场的高效运作水平（[参阅图9](#)）。具体来看，代币化有望缓解三大核心痛点：

- **中介成本高昂。**在发行人与投资者之间，交易、清算、托管和资产服务环节通常涉及大量中介机构。这些中介机构因人工记账、账务核对和业务处理等环节产生额外成本。资产代币化的核心优势之一，在于能够通过智能合约——即嵌入在区块链发行代币中、可在特定条件下自动执行的一套指令——自动完成大量原本需要人工处理的工作，从而显著降低成本。据我们估算，代币化有望为所有资产类别每年节省约200亿美元的中介成本。

- **结算速度缓慢。**中介机构不仅推高了成本，也增加了流程阻力，导致资产在多方与多账本之间流转时结算速度缓慢。代币化可实现灵活、即时、7×24小时全天候清算结算。这可带来双重利好：一方面投资者可更快完成资产转移，提升流动性；另一方面可释放金融机构为对冲结算期间交易对手信用风险而预留的大量担保品（规模达数万亿美元）。
- **投资门槛过高。**受制于高昂的流程成本，低流动性资产难以实现碎片化拆分，零售投资者因此被挡在诸多市场之外。例如，许多私募股权基金的最低投资门槛高达数百万美元。通过碎片化资产所有权并简化流程，代币化有望降低准入门槛，吸引新兴零售投资者群体，让更多人分享这些市场机会的同时，也为市场注入新的流动性。

图9
不同资产类别的代币化可行性存在显著差异



来源：改编自GFMA、BCG、Clifford Chance和Cravath等于2023年5月联合发布的报告《分布式账本技术对全球资本市场的影响》（The Impact of Distributed Ledger Technology in Global Capital Markets）。

链上金融腾飞需要哪些条件？ 尽管资产代币化前景广阔，从试点项目走向规模化落地仍面临多种障碍。链上金融的腾飞取决于四大条件：监管框架更趋清晰、统一行业标准建立、银行级基础设施完善，以及形成足够规模的早期用户群体以催生网络效应。

监管层面已取得实质性进展。瑞士于2021年出台全面的《分布式账本技术法案》，为基于分布式账本技术（DLT）的证券发展奠定了坚实的法律基础。法国同样迈出重要步伐，成为首批允许发行区块链基金份额和代币化债务工具的国家之一。新加坡则通过监管沙盒推动资产代币化试点（尤其是债券领域），确立了创新友好型市场定位。相比之下，美国目前尚缺专门针对证券代币化的系统性监管框架——考虑到其资产池的体量，这一缺失无疑构成重要制约。

解决数据标准碎片化和法律定义不统一问题，是另一项核心基础工作。机构规模化应用需要行业协同，共同建立统一标准。美国商品期货交易委员会等监管机构已在此领域取得进展，美国存托与清算公司（DTCC）、明讯银行（Clearstream）、欧洲清算银行（Euroclear）等核心基础设施机构也在推动跨境标准的统一。

搭建可互联互通的机构级基础设施，是另一关键前提，这也为金融科技带来重大机遇。金融机构需要能够支持资产在不同区块链间安全、无缝流转的基础设施。

最后也是最为关键的推动条件，是形成足够规模的早期应用群体，推动债券、银团贷款等核心低流动性资产上链。这需要头部金融机构率先发力，形成规模和网络效应，进而降低后续参与者的迁移成本。目前，这些机构已开展多项试点和实际应用，未来几年亟需实现规模化推广。例如，高盛的数字资产平台GS DAP成功发行1亿欧元的欧洲投资银行债券；明讯银行的D7平台累计处理价值100亿欧元的代币化债券；摩根大通的Kinexys平台通过回购交易代币化，提升了日内流动性。

全球范围内，货币市场基金、债券、房地产、私募信贷、基金和其他另类投资的资产规模高达数百万亿美元。若能成功突破现有发展障碍，这或将

成为链上金融的关键引爆场景。随着这些资产池向链上迁移，支付作为天然结算机制也将随之跟进——无论以稳定币、代币化存款，还是央行数字货币（CBDC）的形式——从而推动整个体系形成正向飞轮（**参见专题2**）。链上金融变革全球金融基础设施的长期愿景，或将由此加速实现。

3. 挑战者银行：产品与客群深耕，胜于全球扩张

挑战者银行曾是行业的新兴破局者，如今已在全球银行生态中占据一席之地，尤其是在巴西、英国、韩国、中国等主要市场，其市值占比均已超过10%。2024年Revolut、Nubank的营收分别实现72%和58%的增长，表明挑战者银行已成为全球银行生态中不可或缺的组成部分。

当然，并非所有挑战者银行的发展都一帆风顺。截至2025年第一季度，全球650家挑战者银行中仅92家实现盈利，年营收突破5亿美元的仅有24家。值得关注的是，这24家银行营收年均增速高达约59%，显著高于中小型同业机构26%的增速。过去五年间（2019–2024），新增挑战者银行的年均增速已从此前五年（2014–2018）的28%放缓至8%，我们预计未来行业将围绕少数规模化头部玩家加速整合。

尽管与其他金融科技相比，这些头部玩家已具备相当规模优势，但其在银行存款营收池中的渗透率仅为2%，因此仍有巨大的增长空间。围绕如何维持高速增长、进一步冲击传统零售银行的命题，我们预计挑战者银行将在未来几年聚焦四大战略：拓展非手续费收入来源、提升平均存款余额、进军更高净值客群、开拓新的地域市场。

拓展非手续费收入来源。目前，挑战者银行通常有60%–80%的收入来自收费型产品，远高于传统零售银行20%–40%的水平。为实现可持续增长，头部机构预计将丰富产品体系，扩大息差类收入占比，还将陆续推出信用卡、个人贷款、按揭贷款乃至小微企业信贷等产品。部分挑战者银行已在这方面取得进展：例如，Monzo在2024年净利息收入（扣除信贷损失后）占比已达51%，而2022年仅为18%。

欧洲央行数字货币分布式账本技术试点

随着越来越多的经济活动向链上迁移，稳定币并非清算结算的唯一选择——另一个极具竞争力的方案是央行数字货币（CBDC）。央行数字货币可降低美元化风险，且在设计上具备更强的监管可控性。目前欧盟在这一领域走在前沿，已开展多项基于央行货币的链上清算试点。

2024年11月，欧洲投资银行在汇丰银行Orion平台发行1亿欧元债券，并使用法国央行试点的批发型央行数字货币进行结算。同年12月，法国兴业银行亦与法国央行达成回购协议，以在以太坊区块链上发行的债券作为抵押品，并使用央行数字货币完成结算。

尽管尚处初期阶段，但这些大型机构的早期成功表明，资产代币化有望推动央行数字货币、稳定币等更多形态的货币进入链上生态。



提升平均存款余额。平均存款余额偏低，正是挑战者银行仍停留在“挑战者”定位的关键原因之一。这类新兴银行虽积累可观的用户规模，但户均存款规模远不及传统大行：全球挑战者银行的平均存款余额约为970美元，而传统零售银行约为15,000美元。这一差距表明，消费者在大额存款方面仍更信任并倾向于传统银行，而挑战者银行往往被定位为支付账户或次要账户。另一重原因在于，挑战者银行迄今主要面向低收入群体和年轻客群。部分挑战者银行未来会继续以次要账户为核心构建商业模式，但更多机构将加大力度争取成为客户的主账户，并以此提升平均存款余额。例如，Chime已为开通直接存款的用户推出高端会员服务。长期来看，随着头部挑战者银行持续扩大规模、提升信任度，其平均存款余额将逐步提升。目前，挑战者银行存款年增速已达37%，较传统零售银行高出29个百分点（[参阅图10](#)）。

进军更高净值客群。目前，挑战者银行的收入多来源于交易手续费等收益，利润率普遍偏低。我们预计，这些银行将开始逐步向更高净值客群延伸，以提升手续费收入空间与平均存款余额。Revolut是践行这一策略的典型代表。2024年，其收入中72%来自手续费收入。据报道，Revolut已着手布局私人银行业务，并计划推出奖励型信用卡，意在吸引高净值客户。²

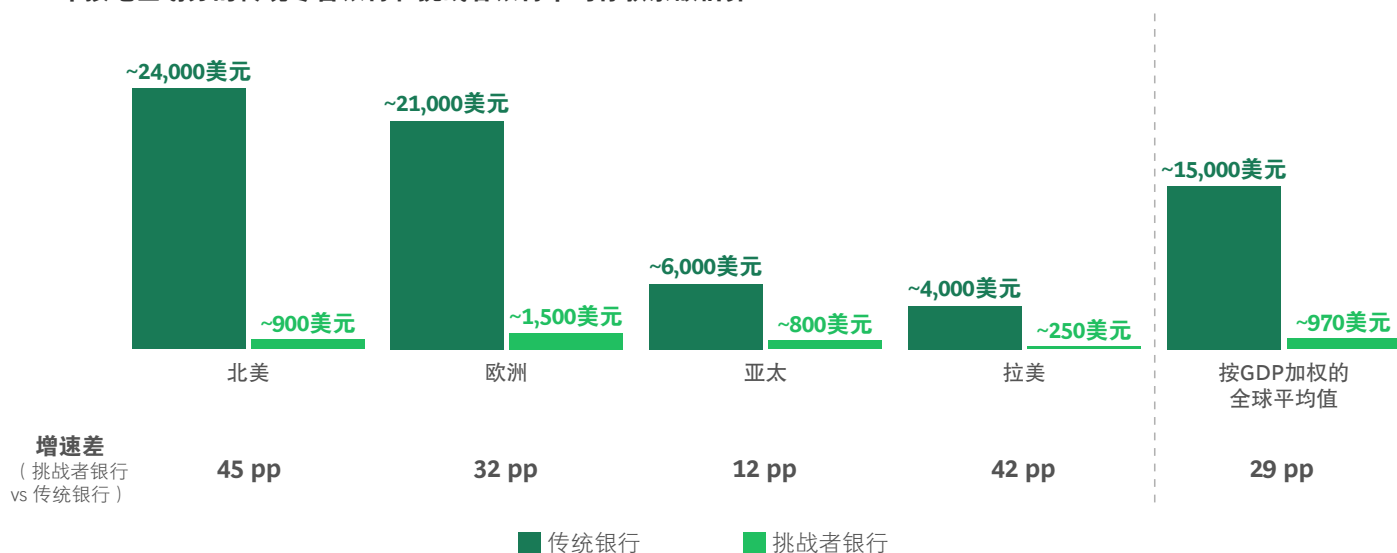
开拓新的地域市场。多家挑战者银行亦计划通过国际化扩张来维持或加快增长。例如，Revolut正在墨西哥、南非、印度等市场拓展业务；Bunq和Nubank则据称正谋求进入美国市场；与此同时，韩国的KakaoBank正在泰国申请牌照。

历史经验表明，全球扩张向来挑战重重——即使是花旗这样的传统银行巨头亦未能例外（[参见专题3](#)）。然而，挑战者银行在这方面较传统银行具有一定的优势：更轻盈的运营模式、云原生的技术架构、以及数字优先的客户经营策略，都可能成为其突围的利器。

图10

挑战者银行平均存款规模较低，但增速快于传统零售银行

2024年按地区划分的传统零售银行和挑战者银行平均存款余额估算



来源：欧洲央行；美国联邦存款保险公司；经合组织；印度储备银行；Helgi Library；BCG金融科技控制塔；BCG分析。
注：pp = percentage point 百分点。本分析仅考虑已实现盈利且年营收超5亿美元的挑战者银行；非洲、中东和大洋洲地区暂未满足该标准。

2. Tom Matsuda, 《Revolut拟推出奖励型信用卡，挑战美国运通》(Revolut to Take On American Express with Move into Reward Credit Cards), Sifted, 2025年4月14日。

大通银行在英国市场斩获成功

大通银行英国分行于2021年正式上线，是摩根大通在美国之外设立的首家零售银行。作为一家纯数字银行，其依托优质客户服务和大通品牌势能实现了快速增长。截至目前，大通英国已吸引约150亿英镑存款，客户总数超过200万，客均存款余额约为7,500英镑；相比之下，Monzo的客均存款余额约为1,200英镑。尽管尚未实现盈利，大通方面表示预计于2025年扭亏为盈。

然而，大通英国此前一直以“全品类消费1%现金返还”作为吸引新客户的核心卖点。考虑到英国市场平均刷卡手续费率仅约0.3%，这一获客策略的可持续性存疑。事实上，大通英国已于2025年4月开始限制可享受1%现金返现的消费品类。随着其计划进军德国市场，大通能否复制在英国的成功经验仍有待观察。

大通银行（Chase）领跑英国客户满意度榜单

客户向亲友推荐其存款账户提供商的可能性（%）



来源：益普索（Ipsos）英国个人银行服务质量调查，2025年2月；BCG分析。

但对于国际扩张，我们仍需保持审慎，过往的失败案例便是明证。N26和Monzo曾先后进入美国市场又相继退出；Revolut曾试图开拓加拿大市场，最终于2021年撤出。国际扩张的最大障碍之一，在于应对各国迥异的监管框架并适应本土市场要求——对银行而言，这一过程尤为繁琐复杂。而且目前几乎没有迹象表明这一壁垒有所降低。

或许最大的挑战还是竞争，如今的竞争激烈程度已远超以往。过去十年间，众多市场中的传统零售银行为追赶挑战者银行，已在数字化体验上投入巨资。与此同时，一批已具规模的挑战者银行本身也构成了对新进入者的竞争，例如巴西的Nubank、英国的Monzo、Starling和Revolut。此外，在许多市场，拥有庞大客户基础的数字钱包凭借其包括贷款在内的多元化服务，演化为“准银行账户”，如印度的PhonePe和Paytm、中国的微信。

作为潜在目标市场，美国集中体现了上述挑战。挑战者银行为何纷纷将美国视为扩张机遇，原因显而易见：该国拥有2.6亿成年人口，且银行卡交换费水平较高（据BCG全球支付模型数据，美国平均交换费率约1.5%，而全球平均水平为0.4%）。然而，市场中的竞争者早已根深蒂固：既有摩根大通这样的传统巨头，也有Chime、Current、SoFi、Albert等本土挑战者，还有CashApp、Venmo这类充当“准银行应用”的数字钱包。如今，Robinhood等其他金融科技巨头也在申请银行牌照。面对如此激烈的竞争格局，叠加美国市场根深蒂固的信用卡文化（获客严重依赖昂贵的开卡奖励和返现权益，信用卡奖励支出占应收账款的比例已从十年前的约4.5%升至当前的约6%）、无银行账户人口比例仅约4%，以及复杂的监管环境（自2010年以来，年均仅新增6家联邦银行牌照），想要成功打入这一市场，无疑是一项艰巨任务。

尽管国际扩张对挑战者银行而言挑战重重，但这一赛道的前景依然光明。头部挑战者银行在本土市场仍有足够的增长空间，足以支撑其维持高速增长，并进一步巩固其在银行业版图中的地位——无论是持续提升客均存款余额，还是向息差型和更高利润产品拓展，都蕴藏着可观机遇。

4. 金融科技借贷：顺风已至，但尚未经完整信贷周期检验

借贷业务对金融科技公司而言仍是重大机遇。全球借贷营收规模达2万亿美元，而金融科技公司的渗透率仅约3%。据我们估算，全球金融科技机构发放的未偿贷款余额约为5,000亿美元；相比之下，据纽约联邦储备银行数据显示，仅美国的家庭债务规模就已达18万亿美元。

在贷款领域，金融科技虽已取得一定突破，但其成功始终局限于特定条件。以中国为例，陆金所、蚂蚁、微众银行等规模化金融科技放贷机构，多为拥有雄厚资产负债表的大型集团旗下成员。在北美和欧洲，SoFi、LendingClub等专注单一赛道的贷款机构相对稀缺，且主要聚焦于个人无抵押贷款。垂直SaaS平台虽开始提供嵌入式贷款服务，但其营收占比仍十分有限。Affirm、Klarna等BNPL玩家是少数例外，近年来增长迅猛。然而，除个人无抵押消费贷款外，金融科技在抵押贷款、企业贷款等其他领域的渗透率仍不足1%。

金融科技在贷款领域渗透率偏低，很大程度上源于银行的固有优势：其通过存款获取低成本资金，并借助部分准备金制度放大杠杆。对金融科技公司而言，要转型为存款机构，不仅成本高昂，而且门槛极高——规模尚小的玩家几无可能。这使得金融科技放贷机构主要面临三种路径选择：一是使用股权资金，这种方式仅在初期可行，难以支撑规模化扩张；二是资产证券化，虽具备可行性，但融资流程较慢、灵活性不足；三是与银行合作，这会压缩单位经济效益，且在涉足风险更高的信贷领域时也会面临挑战。

银行还有另一重优势：其掌握海量成熟的客户数据和长期信贷业务经验，可用于持续优化风控授信模型。综合来看，尽管金融科技放贷机构在获客和放贷方面优势明显，却仍难以与银行抗衡。另外，风险投资机构往往缺乏耐心，无法在稳步扩张信贷规模的同时维持资产质量，这进一步加剧了挑战。

私募信贷基金在金融科技领域的角色日益凸显。尽管面临诸多挑战，私募信贷基金与金融科技放贷机构的合作趋势不断深化，正在为行业带来新的机遇。据 Prequin 数据，全球私募信贷基金资产管理规模已达 1.7 万亿美元，过去五年年均复合增长率达 20%。黑石、阿波罗、KKR 等头部基金管理的信贷资产规模已逾千亿美元。全球金融危机后，监管机构要求银行降低风险、提高准备金，私募信贷基金由此填补了这一市场空白，将风险从储户转移至投资者——主要是寻求高收益固定收益回报的机构资本（尤其是保险公司）。这些私募信贷基金是高度专业的资本管理者，善于设计传统资本不愿或无法涉足的复杂交易，从中寻找高回报机会。

对私募信贷基金而言，与金融科技合作极具吸引力——后者每年发放的贷款规模高达数百亿美元。例如，SoFi 于 2024 年 10 月与 Fortress Investment Group 达成 20 亿美元合作，2025 年 3 月又与 Blue Owl Capital 达成 40 亿美元合作。欧洲市场亦呈现类似趋势：2024 年 6 月，KKR 宣布收购 400 亿欧元欧洲 BNPL 贷款资产；三个月后，Klarna 将其 300 亿英镑贷款组合出售给 Elliot Management。Pagaya 也积极参与其中，于 2025 年 2 月与 Blue Owl Capital 达成 24 亿美元远期合作协议。

“私募信贷是未来经济增长的重要资金来源，不仅在金融科技贷款领域，在更广泛的经济层面亦是如此。与短期存款资金相比，其更在于稳定，且通常能实现更优的风险定价。”

GAL KRUBINER
Pagaya 首席执行官

金融科技放贷机构迎来顺风期。随着金融科技公司持续深化客户关系、提升客户生命周期价值，我们预计将有越来越多的玩家将贷款纳入产品组合。传统银行早已意识到，贷款不仅是高利润业务，也有助于增强客户粘性。收单机构、垂直SaaS平台、挑战者银行已开始行动，通过拓展商户预付款、信用卡、个人贷款等产品，逐步向贷款领域渗透。

部分规模化玩家，尤其在美国市场，或将受益于监管层推动银行牌照审批便利化的新趋势。一旦获得银行牌照，它们便可吸纳客户存款，获得新的资金来源，并以此为基础发放贷款。尽管这会增加运营复杂度，但经济效益的提升和对第三方依赖的降低，足以让头部金融科技公司认可其中的商业逻辑。

此外，随着金融科技借贷业务日趋成熟，用于贷款风控审核的客户数据也在不断完善。过去三年，众多市场经历了高利率周期，金融科技机构及其投资者对自身风控能力的信心显著增强，这成为行业发展的又一利好。不过，未来几年对金融科技放贷机构最有力的推动因素，或许是利率下行，这将全面提振各领域的信贷需求。

“中小微企业贷款之所以难做，一个重要原因在于缺乏高质量的风控数据。目前多数模型仍主要依赖企业主的个人信用评分。若能突破这一瓶颈，B2B贷款有望迎来更大发展。”

HANY FAM
Markaaz首席执行官

对金融科技借贷市场的影响。上述多重顺风将共同作用于金融科技贷款生态，主要体现在两个层面：

- **借贷市场份额持续提升。**我们预计，与私募信贷基金的合作将进一步强化金融科技公司在获客方面的竞争优势。凭借更稳定的资金来源（甚至比短期存款更稳定），金融科技公司能够更高效地运行“发放并分销”模式。
- **整体借贷市场规模增长。**同时我们预计，金融科技公司将发挥其触达服务不足客群的优势，挖掘尚未被满足的信贷需求（[参见专题4](#)）。这一趋势在次级信贷市场及小微企业贷款领域尤为明显，其规模与回报特征与私募信贷基金的收益预期高度契合。随着私募信贷基金规模持续扩张，其资金成本和回报要求也将逐步下降，未来有望成为优质客群信贷业务的重要资金来源。

对于私募信贷基金自身而言，这是一个重大机遇。据我们估算，当前金融科技机构发放的贷款中，消费信贷规模约3,700亿美元，企业信贷规模约1,300亿美元，且几乎全部面向中小微企业。在总计约5,000亿美元的金融科技未偿贷款中，综合考虑回报要求、私募信贷市场成熟度与资金可得性的地区差异，以及其他资金来源的竞争水平后，我们预计约有3,200亿美元可由私募信贷基金参与。扣除已公布的年度放贷规模约400亿美元的合作项目后，当前私募信贷基金仍拥有约2,800亿美元的潜在市场空间，且这一规模预计在未来几年会持续扩大（[参阅图11](#)）。

尽管顺风已至，但需要指出的是：真正完整经历过信贷周期的金融科技放贷机构屈指可数。从这个意义上看，金融科技行业仍未完成周期检验。信贷周期拐点何时出现难以预测，在此之前，部分投资者仍会对金融科技放贷模式持谨慎态度。

印度借贷市场

在宏观经济强劲增长和居民债务观念转变的双重推动下，印度消费信贷需求正快速攀升，且未见放缓迹象。目前约占人口31%的富裕中产阶级，预计到2031年将扩大至40%（约6亿人），这意味着潜在的信贷需求仍有巨大释放空间。

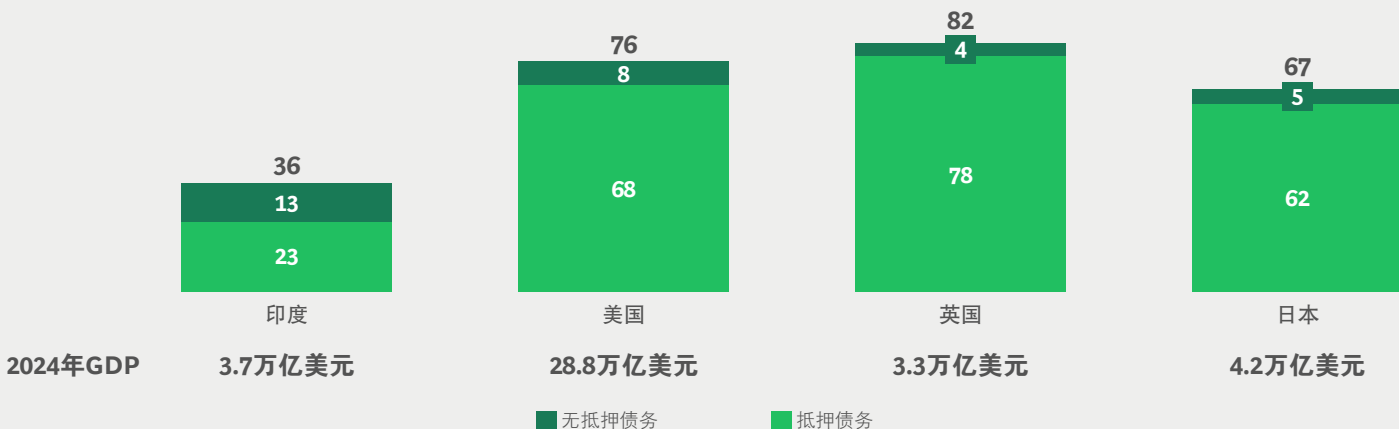
由于许多印度家庭仍处于资产积累初期，缺乏抵押物，传统抵押贷款难以完全满足需求。目前，印度个人银行信贷中仅有65%为抵押贷款，而美国这一比例高达90%。在此背景下，印度完善的征信局数据生态推动了无抵押贷款近年来快速发展。以金融科技为驱动的数字借贷在拓宽信贷覆盖范围方面发挥了关键作用，过去11年的年复合增长率达到35%。Paytm、LendingKart等金融科技公

司，借助替代数据和印度开放银行体系下的账户聚合框架，为无征信记录或记录不足的借款人提供贷款。OneCard等平台则简化了无抵押循环信贷的申请流程。在印度，尽管银行账户总量已超20亿，但信用卡持卡人数仅4,500万。

近年来，伴随业务扩张，不良贷款规模有所上升，引发监管关注。2023年末以来，印度储备银行提高了对放贷机构的资本准备金要求，使得无抵押信贷增速从2021-2023年的24%回落至2023-2024年的12%。尽管增速有所放缓，无抵押信贷需求依然强劲。金融科技放贷机构若能在不牺牲信贷质量的前提下扩大放款规模，便可在推动普惠金融发展中继续发挥关键作用。

印度抵押贷款占GDP比重偏低

2024年末偿零售债务占名义GDP的比重（%）



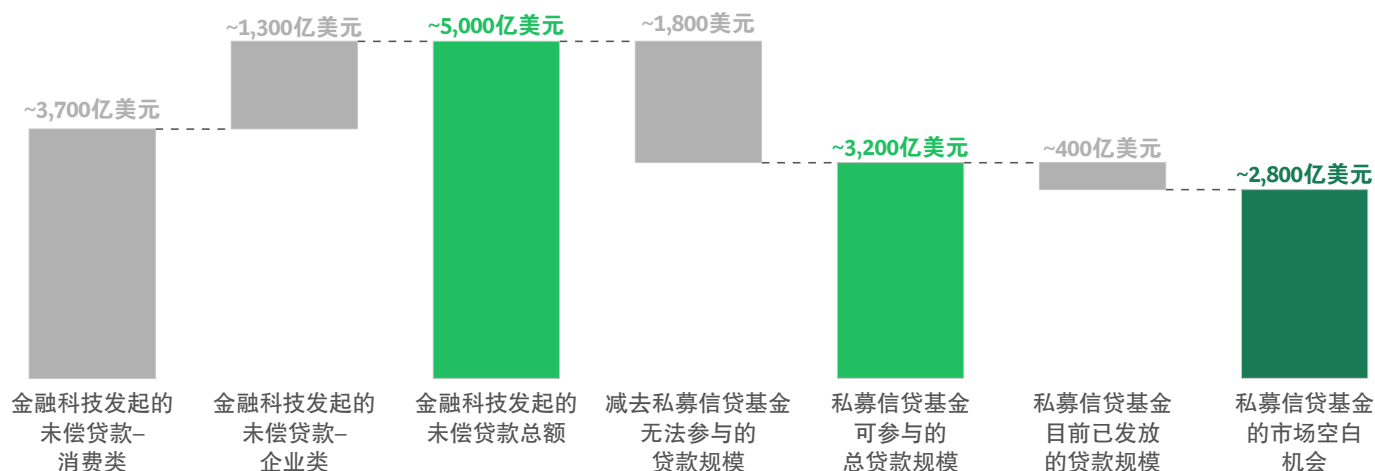
来源：美国联邦储备委员会；印度储备银行；英国议会；经合组织；BCG分析。

图11

私募信贷基金在金融科技领域存在约2,800亿美元的市场空白机会

金融科技发起的未偿贷款总余额

全球市场，2024年



来源：S&P Capital IQ；美联储；BCG金融科技控制塔；BCG分析。

5. 金融科技增长新赛道：B2B (2X)、金融基础设施和借贷

在金融科技的上半场，成功玩家集中在数字钱包、收单和垂直 SaaS、挑战者银行、零售加密货币交易和经纪，以及 BNPL/POS 借贷等领域 (参阅图 12)。尽管这些赛道仍容得下少数新玩家立足，但要撼动已站稳脚跟的头部玩家，难度只会越来越大——它们正通过并购巩固市场地位，并向相邻领域拓展。

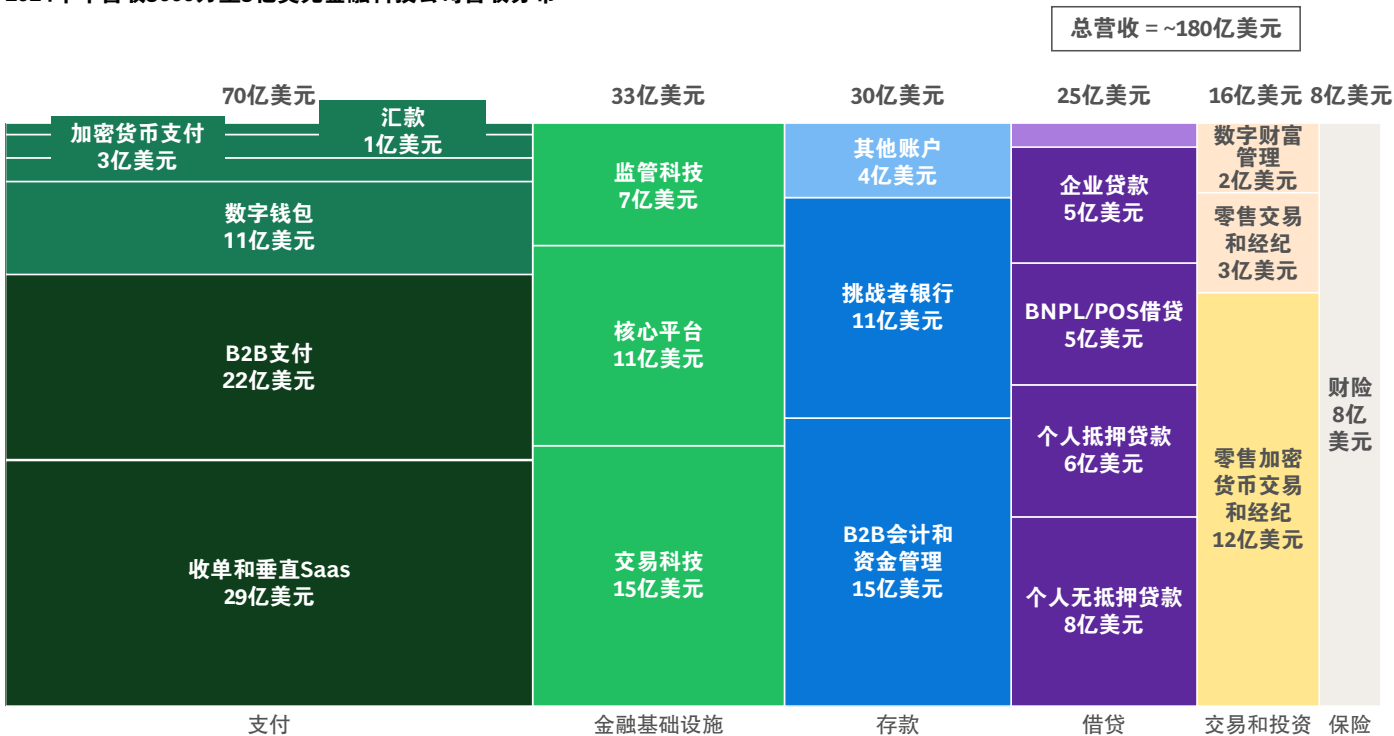
三个关键指标可以帮助我们判断未来的规模化领先者可能从哪些领域诞生：年营收在 5,000 万至 5 亿美元之间的成长型金融科技公司的赛道分布、过去三年各赛道的股权融资规模，以及各领域未被满足的客户和企业痛点。基于此，我们预计未来几年以下赛道将孕育重要的增长机遇：

- B2B (2X) 占年营收 5,000 万至 5 亿美元区间金融科技收入的 39%。** 迄今为止，金融科技创新主要惠及消费者和零售型中小微企业；但各类规模企业的痛点依然存在——尤其在 B2B 支付、会计和资金管理等领域，许多流程仍依赖人工、成本高昂且效率低下。Brex、Ramp、Pleo、Rippling、Payhawk 等新兴成长型金融科技公司，正致力于通过自动化破解这些痛点。生成式 AI 乃至未来的智能体式 AI，将进一步推动这些企业更快、更深入地开展产品创新。在 B2B (2X) 领域 (包括收单和垂直 SaaS)，嵌入式金融仍有广阔增长空间——这一判断与 2024 年的报告一致。过去三年，投资者在 A 轮至 D 轮阶段向 B2B (2X) 金融科技企业累计投入的股权资本总计约 320 亿美元。

图12

成长型金融科技公司集中赛道分布

2024年年营收5000万至5亿美元金融科技公司营收分布



来源：S&P Capital IQ；PitchBook；BCG金融科技控制塔；BCG分析。
注：BNPL = 先买后付；POS = 销售点。

- 金融基础设施占年营收5,000万至5亿美元区间金融科技公司收入的18%。**传统金融机构的基础设施仍有大量升级空间，而随着链上金融加速发展，相关升级需求将进一步扩大。由于许多金融基础设施类金融科技公司的销售和实施周期较长，该赛道的规模化进程相对缓慢。然而，Mambu (将核心银行系统迁移至云端)、Fireblocks (为生态各方搭建数字资产基础设施)、Chainalysis (区块链监管科技) 等金融科技公司，正在积极推动这一转型。在财险领域，由于成为全栈式保险公司面临复杂的监管和资本要求，一些保险科技公司选择以服务商角色与传统机构合作，从而实现快速扩张 (如 Duck Creek Technologies)。金融基础设施赛道更广泛地折射出一种正在升温的趋势：传统机构正在与金融科技从竞争走向合作。过去三年，投资者在A轮至D轮阶段向金融基础设施类金融科技公司投入的股权资本总计约300亿美元。
- 借贷占年营收5,000万至5亿美元区间金融科技公司收入的14%。**如前所述，我们预计金融科技放贷机构将迎来顺风。过去三年，投资者在A轮至D轮阶段向借贷类金融科技公司投入的股权资本总计约220亿美元。



未来行动指南

随着金融科技开启新篇章，金融科技公司、投资者、监管机构和银行都将承担各自独特的角色与使命。

本报告提出的行动建议，基于我们对全球行业领袖的深度访谈，以及与金融科技生态头部机构的长期合作经验。

监管机构

在部分领域，监管机构的步伐正逐步跟上，数字资产就是很好的例证。除新加坡金融管理局等少数先行市场外，全球监管和立法机构耗时多年，才逐步建立起数字资产的全面监管框架。例如欧盟《加密资产市场监管法案》（MiCA）自2018年启动筹备，直至2024年12月才正式生效，而在此期间，欧盟境内新增数字资产交易所达134家。开放银行则是另一个例证，目前全球已有超65个国家出台不同形式的相关监管规则。上述两个领域中，市场虽对立法细节存在争议，但总体而言，“有监管”远优于“无监管”。金融科技公司的规模化发展，离不开明确的规则指引。为此，我们建议监管机构：

- **提升监管效率和明确性。** 监管的不确定性，与监管过于严苛一样，都可能抑制创新。高效的监管机构能及时、清晰地对新兴趋势作出回应，重点化解重大的消费者风险和金融稳定风险，从而促进良性竞争。明确的监管导向有利于金融科技生态健康发展。鉴于AI的迅猛发展，它将成为检验监管机构能否在鼓励创新与保护消费者之间取得平衡，以及以多快的速度行动的下一场考验（[参见专题5](#)）。
- **建立清晰且一致的规则。** 在部分领域，监管者一直依托合作银行来对部分金融科技活动进行监管。随着Synapse的倒闭，这一模式正面临压力。许多规模化金融科技公司已过于庞大和复杂，监管机构不能再任由其奉行“快速行动、打破常规”的理念，而是需要为金融科技公司建立清晰一致的规则，并进行更直接的监督。向规模化金融科技公司发放更多银行牌照，便是实现这一目标的方式之一。
- **推动监管框架协同统一。** 在地区、国家和国际层面实现监管框架协同，有助于金融科技公司走出本土市场、实现规模化扩张。在政治与经济体系日趋多元竞争的多极化世界中，这一目标的实现难度空前。例如在美国，联邦层面的放松监管举措，反而可能导致各州政策碎片化，迫使金融科技公司应对混乱的监管环境。而在国际层面，各国监管机构普遍将提升本国经济竞争力作为核心目标，导致监管框架呈现碎片化、壁垒化趋势。
- **主导推动关键数字公共基础设施建设。** 政府可通过主导建设关键数字公共基础设施（如印度统一支付接口UPI）激发民间创新、扩大金融覆盖面。同时，应保障金融科技公司与传统机构可以平等使用这些基础设施（如实时支付系统）。

“AI如今正在迅猛发展，其全部潜力至今无人能真正预知……监管机构需要保持敏捷，先从确立顶层原则入手制定规则。同时，还需要挑战既有假设——例如，信贷决策的‘可解释性’真的那么重要吗？当前的非AI决策已经会产生误拒和误批，如果能大幅减少这些决策错误，即便牺牲一定程度的可解释性，或许也能换来更优的结果。”

RAJ DATE
Fenway Summer主管合伙人

人工智能监管

全球监管机构对金融领域AI的监管方式存在显著差异。欧盟《人工智能法案》是全球首部全面性AI法律框架。与之不同，美国和英国迄今尚未出台专门的AI立法，仍以现有法规为监管依据。

这种监管分化将影响未来金融科技AI创新的发展方向 and 落地场景。以信贷决策为例：2024年8月开始生效的欧盟《人工智能法案》将信用评级列为高风险场景，要求在数据、治理和监测方面实施严格管控。相比之下，英美监管机构仅要求AI信贷模型遵守现行法律，例如美国1972年颁布的《平等信贷机会法案》。如何在提供明确指引的同时不限制金融科技公司的创新活力，将是未来数年监管机构必须应对的核心挑战。

不同市场在AI监管方式上存在差异

部分应用场景

金融科技AI核心应用场景

	欧盟	美国	英国	新加坡	中国
投资顾问、智能顾投	✔	●	●	✔	✔
算法交易和高频交易	✔	●	●	✔	✔
信贷决策模型	✔	●	●	✔	✔
风险评估和审批	✔	●	●	✔	✔
AI助手和聊天机器人	✔	●	●	✔	✔
交易监控 (AML)	✔	●	●	✔	✔
开户和身份核验 (KYC)	✔	●	●	✔	✔

✔ 已出台AI专项监管/框架

✔ 已出台AI专项监管/框架，且该场景被认定为高风险

● 未出台AI专项监管/框架

来源：欧洲议会；欧盟理事会；新加坡金融管理局；剑桥大学出版社；中国银保监会；BCG分析。

注：欧盟《人工智能法案》根据风险等级分阶段实施。新加坡于2018年推出公平、道德、负责和透明度（FEAT）原则，虽不具法律约束力，但为AI应用提供了清晰的指引。所有司法管辖区和各类别均强调消费者数据保护、反歧视和数据隐私。AML = 反洗钱；KYC = 客户身份识别。

投资者

金融科技领域仍蕴藏诸多机遇，创业者需要投资者提供资金支持和战略指引，才能将这些机遇转化为现实。我们对投资者的行动呼吁如下：

- **布局垂直领域空白。**当前金融科技行业高度集中于支付和挑战者银行领域，而B2B、金融基础设施等垂直赛道渗透率仍相对较低。投资者应将资金投向存在真实痛点的领域，这些领域有望诞生未来的规模化金融科技公司。
- **布局地域市场空白。**全球规模化金融科技公司营收中，有三分之二来自中美市场，而中东及非洲，以及拉美和亚太的部分地区渗透率仍偏低，具备显著增长潜力。在部分市场，中美头部企业的成熟模式可成功复制；在另一些市场，投资者则需结合本地特色，判断哪些模式能够获得成功。
- **推动被投资企业加速拥抱AI。**AI正重塑金融科技公司的产品研发与服务模式，尤其在早期发展阶段。鉴于众多头部企业在AI应用上相对滞后，投资者可通过推广最佳实践、分享成功案例，推动投后企业在代码开发、客服机器人、客户获取等领域加快应用AI。
- **持续坚守增长纪律。**与金融科技公司一样，投资者也需在推动行业持续走向成熟、夯实基本面方面发挥关键作用。在评估潜在投资与管理被投资企业时，投资者应坚持对可持续增长、监管和合规能力的高要求，确保行业在AI热潮中不会重走“不计成本的增长”的老路。

金融科技公司

对金融科技公司而言，有四大核心要务：

- **坚定不移聚焦基本面。**投资者始终看重企业规模、营收增长和盈利能力。这就要求企业在定价优化、风控合规、市场进入策略、成本管理等各领域持续聚焦基本面。如何在坚守基本面的同时保持敏捷创新，将是未来面临的关键挑战。
- **优先深耕本土市场。**通过丰富产品体系、开拓新客群，金融科技公司在本土市场仍有广阔增长空间。盲目进军监管、文化和竞争环境迥异的海外市场，非但难以形成有效增长动力，反而可能分散企业精力。

- **积极关注并购机会。**随着IPO市场逐步回暖，我们预计不少金融科技公司将面临上市困境。规模化金融科技应密切关注市场并购机会，若执行得当，并购将成为强劲的增长引擎。企业管理者应首先明确并购扩张方向（产品、市场或规模扩张），再建立目标观察清单并持续跟踪。
- **将AI置于商业模式核心。**金融科技无论规模大小，都应应将AI置于商业模式核心，这并非为了追逐热点，而是为了提升成本效率并驱动产品创新。许多早期阶段公司已走在AI应用前沿，而大型成熟企业则相对滞后。这种紧迫感在软件开发领域尤为突出——智能体式AI正以传统流程几十分之一的成本大幅缩短交付周期。若不快速推动工程团队转型，规模化金融科技可能被进一步拉开差距。

银行

银行虽为传统机构，却依然握有主动权，应积极捍卫自身市场地位，并在具有战略意义的领域与金融科技合作、共推创新。我们对银行有三项行动建议：

- **精准试点，主动拥抱AI。**银行必须在AI应用方面采取变革性行动。零零散散的改良无法充分释放该技术在内部提效和客户服务场景中的竞争优势。业内头部机构虽已关注AI发展二十余年，但当前行业正进入指数级创新阶段，生产率大幅提升的前景已清晰可见。AI同时带来创新和增长机遇。例如，银行可依托自身精细化、专属的交易数据，在商业生态中利用智能体式AI实现高度个性化服务。
- **战略性开展金融科技合作。**并非所有能力都需自主构建。银行应放眼金融科技领域，发掘战略投资、合作乃至并购机会。与金融科技开展战略合作，可加速银行现代化转型、降低成本，并更快接入新一代基础设施和核心能力。
- **制定数字资产战略。**监管不清晰已不再是按兵不动的借口。银行必须评估数字资产在哪些方面、以何种方式、因何种原因对其商业模式构成威胁或机遇。一旦识别出具有潜力的应用场景，银行就应启动试点，并在适当时与其他银行及企业展开合作。以债券为代表的资产代币化，因其有望大幅降低中介成本，潜力尤为可期。



结语

金融科技已走向成熟。经历早期以“不计成本的增长”为特征的野蛮扩张之后，如今多数金融科技公司已坚定转向“盈利性增长”的新轨道。

尽管近期市场波动、宏观不确定性犹存，但金融科技行业基本面依然稳健——营收强劲增长，盈利能力持续改善。这一点在金融科技上半场的规模化领先者身上体现得尤为明显：它们已在银行主动让出阵地的领域站稳脚跟。在日益走向成熟的同时，这些企业将面临双重挑战：既要满足市场对财务表现和监管合规的更高要求，又要在新兴竞争者的追赶下持续创新。

与此同时，新兴初创企业和成长期金融科技公司，需要解决传统机构或规模化领先者至今仍未解决的痛点，尤其是在美国、欧洲和中国以外的市场。如同互联网和移动技术定义了金融科技的上半场，AI和区块链驱动的链上金融，将共同塑造行业下半场并加速创新进程。投资者、监管机构和金融科技公司需共同发力，把握机遇，激发行业发展新动能。此刻并非终点，而是金融科技下一篇精彩篇章的起点。

关于作者

BCG

Deepak Goyal

董事总经理，全球资深合伙人
纽约
Goyal.Deepak@bcg.com

Inderpreet Batra

董事总经理，全球资深合伙人
纽约
Batra.Inderpreet@bcg.com

Alexander Paddington

董事总经理，全球合伙人
纽约
Paddington.Alexander@bcg.com

Stefan Dab

董事总经理，全球资深合伙人
布鲁塞尔
Dab.Stefan@bcg.com

Peter Ashton

项目经理
华盛顿
Ashton.Peter@bcg.com

Priyan Selvakumar

咨询顾问
纽约
Selvakumar.Priyan@bcg.com

Thomas Lloyd

资深分析师
伦敦
Lloyd.Thomas@bcg.com

Yashraj Erande

BCG 金融机构专项印度负责人，
金融科技业务全球负责人
孟买
Erande.Yashraj@bcg.com

Kunal Jhanji

董事总经理，全球合伙人
伦敦
Jhanji.Kunal@bcg.com

更多联系

如果您希望与我们作进一步探讨，请联系
GCMKT@bcg.com。

Saurabh Tripathi

董事总经理，全球资深合伙人
孟买
Tripathi.Saurabh@bcg.com

Roy Choudhury

董事总经理，全球资深合伙人
纽约
Choudhury.Roy@bcg.com

Matthew Kropp

董事总经理，全球资深合伙人
旧金山
Kropp.Matthew@bcg.com

Ted Bonanno

资深副董事
旧金山
Bonanno.Ted@bcg.com

QED Investors

Nigel Morris

联合创始人，主管合伙人
Nigel@qedinvestors.com

Amias Gerety

合伙人，美国业务负责人
Amias@qedinvestors.com

Mike Packer

合伙人，拉美业务负责人
Mike@qedinvestors.com

Laura Bock

合伙人，美国
Laura@qedinvestors.com

Sandeep Patil

合伙人，亚洲业务负责人
Asia.Sandeep@qedinvestors.com

Nick Gasbarro

幕僚长
Nick@qedinvestors.com

致谢

本报告由波士顿咨询公司 (BCG) 与 QED Investors (QED) 联合撰写发布。作者团队在此诚挚感谢双方公司同事对本报告编写和制作做出的贡献。此外，作者团队十分感谢一对一访谈和小组讨论的所有参与者，他们为丰富本报告的洞察观点做出了宝贵贡献。



波士顿咨询公司

波士顿咨询公司 (BCG) 与商界以及社会领袖携手并肩，帮助他们在应对最严峻挑战的同时，把握千载难逢的绝佳机遇。自1963年成立伊始，BCG便成为商业战略的开拓者和引领者。如今，BCG致力于帮助客户启动和落实整体转型，使所有利益相关方受益——赋能组织增长、打造可持续的竞争优势、发挥积极的社会影响力。

BCG复合多样的国际化团队能够为客户提供深厚的行业知识、职能专长和深刻洞察，激发组织变革。BCG基于最前沿的技术和构思，结合企业数字化创新实践，为客户量身打造符合其商业目标的解决方案。BCG创立的独特合作模式，与客户组织的各个层面紧密协作，帮助客户实现卓越发展，打造更美好的明天。

QED Investors

QED Investors (QED) 是一家全球领先的风险投资公司，总部位于美国弗吉尼亚州亚历山大市。QED由Nigel Morris和Frank Rothe于2007年创立，专注于投资世界各地的颠覆性金融服务企业。QED致力于打造伟大企业，采用实战方法，充分利用其合伙人团队长达数十年的创业和运营经验，帮助企业实现突破性增长。著名的投资案例包括AvidXchange、Betterfly、Bitso、Caribou、ClearScore、Creditas、Credit Karma、Current、Flywire、Kavak、Klarna、Konfio、Loft、Mission Lane、Nubank、QuintoAndar、Remitly、SoFi、Wagestream和Wayflyer。

如需获得有关BCG的详细资料，请发送邮件至：GCMKT@bcg.com。

如欲了解更多BCG的精彩洞察，请关注我们的官方微信账号：BCG 波士顿咨询；BCG 数智港；“BCG 洞察”小程序；BCG 微信视频号。



BCG 波士顿咨询



BCG 数智港



BCG 洞察



BCG 微信视频号

