
蓝海正待千帆起：资管科技生态纵览

徐磊 朱一帆

随着我国居民家庭资产快速增长，配置走向多样化，人们的金融投资需求也日益扩大。国内居民和非金融企业的可投资资产至少约 320 万亿，推动了大资管行业迅速发展，打开了资管科技的万亿级蓝海市场。

本文首先从资金流向和系统结构两个视角来刻画资管科技的市场地图，将市场细分为财富管理 (Wealth Management)、渠道和经纪、资产管理 (Asset Management) 3 个横向环节与前端投资服务、软件系统、算法和数据 3 个纵向层次 (简称“三横三纵”)。需要稍作补充的是，财富管理和资产管理本身是国际语境中较为不同的两个概念，财富管理的关注点在于以“人”和“客户”为中心，为客户设计全生命周期的财务和税务规划，向客户提供现金、信用、保险、投资组合等一系列金融产品和服务；资产管理的关注点则在于“资产”本身，强调通过专业化的投资能力，帮助客户实现资产的保值或增值目标。不过在国内的实践中，这两者互有融合和交错，界限逐渐变得模糊，这也代表了中国已进入了竞争、创新、混合经营的“大资管”时代。

在上述“三横三纵”的坐标体系下，本文将重点围绕全托资产管理平台 (TAMP)、智能投顾、智能投研、交易软件系统、另类数据等 5 个代表性产业环节，介绍了每个环节的概念内涵、主要商业模式和市场玩家，并估算国内市场的空间 (百亿级)。

文章最后提出对资管科技的5点未来展望:1)投资交易的基础设施系统将走向分布式、开放化和云部署,区块链也将有用武之地;2)理财市场的需求将走向普惠化;3)企业营收结构中资产管理费和生息收入将占据越来越大的比例;4)市场上另类数据的价值将愈发显现,资管行业将成为我国数据要素市场建设的试点示范;5)另类资产投资逐渐兴起,投资交易系统和平台将向多品种、跨市场方向发展。

本文写作得到微众银行 AI 项目组副总经理吴海山、招商局创投高级投资经理汪婧的指导帮助,在此感谢。



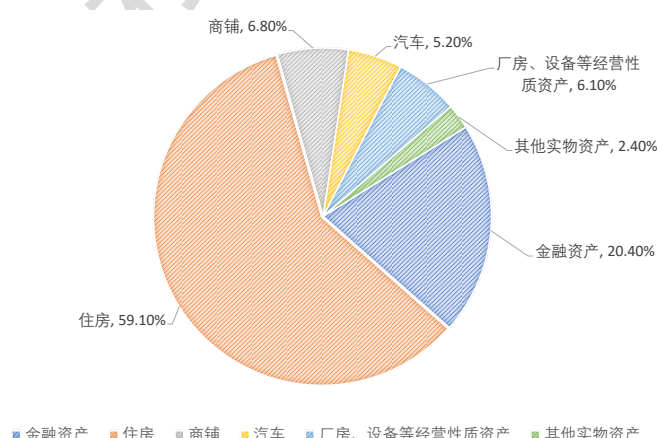
【扫码关注公众号】

1 居民资产配置呈现结构性调整 and 增长，资产管理产业蓬勃发展

1.1 我国居民家庭资产配置走向多样化，金融投资需求推动资管行业快速增长

自改革开放以来我国经济飞速增长，2019 年人均 GDP 超过 1 万美元。居民家庭资产也随之快速积累，国民总资产达到 552 万亿人民币，过去 20 年年化增速达 17%¹。然而城镇居民家庭负债参与率高达 56.5%，以银行贷款为主，房贷占家庭负债的 75.9%²。尽管房产增值表面上推动了居民资产增值³，但房地产的挤出效应减少了金融资产配置比例。而且人们对金融风险资产属性的畏惧使得我国居民的股票、基金和保险等金融资产配置偏低，金融投资结构持续单一。央行发布的《2019 中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，我国居民家庭金融资产集中于现金、活期存款和定期存款的占比高达 88%。

图 1：家庭实物资产构成情况



资料来源： 2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查

¹ 数据来源：Wind，中金公司

² 数据来源：上述数据均来自《2019 中国城镇居民家庭资产负债情况调查》

³ 居民家庭人均财富增值的 91%来自于房价上涨，见《中国家庭财富调查报告 2019》

未来我国城镇居民资产将出现结构性改善，配置趋于多样化。自 2004 年以来，居民资产中保险、信托、股票、理财产品比例逐步上升。在“房住不炒”明确的政策信号下，未来房产增值预期正在下降，不动产吸引力边际下降，房贷还款需求减弱，释放金融资产配置的流动性。再者，居民配置资产的意愿与人口结构息息相关，劳动年龄人口占比与不动产配置比例高度吻合。中国 20-55 岁人口数占比在 2010-2015 年期间迎来拐点，呈现边际下行趋势，与日本 1970-1975 年高度吻合。跨国比较显示，日本和美国的人口年龄结构周期均与居民不动产配置比例长期趋势相同⁴，意味着在满足基本生活和防御性需求后，投资内容更加丰富。中国人口结构的转变也推动养老金改革的步伐，养老基金的配置将成为未来居民资产配置的另一趋势。而且，受到疫情的影响，央行大力度的货币和财政刺激，利率易降难升，我国居民在低利率下将会调整资产配置结构，为寻求收益实现资产的保值增值，被迫提高风险偏好，配置多种金融资产进行防御。

多资产配置的需求将促进大资管行业发展。中国大资管行业在过去十年间快速增长，截至 2019 年年底，扣除通道业务后我国各类资管市场规模约为 105 万亿人民币⁵，其中个人资金和养老金约占 75%⁶，约为 80 万亿。然而这只是居民可投资资产的一小部分。根据央行数据，我国人民币存款中有约 40% 为居民住户存款⁷，尚未配置到资本市场，现阶段居民存款与资管行业存续规模之间有巨大的差额。事实上，招商银行与贝恩咨询联合发布的《2019 年中国私人财富报告》显示，2018 年中国个人可投资资产总规模达 190 万亿人民币，预计到 2019 年底可投资资产规模将首次突破 200 万亿大关。

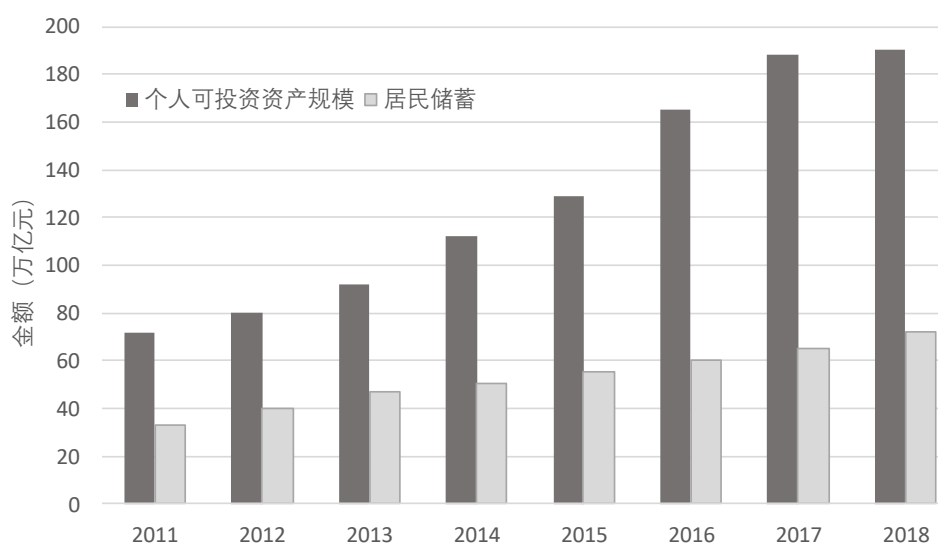
⁴ 资料来源：中金公司

⁵ 其中中国证券投资基金业协会公布公募基金、期货和证券资管总规模为 54 万亿，银行业理财产品余额 23 万亿，保险资管规模 18 万亿，财富管理性质的集合信托规模为 10 万亿。数据来自各行业协会。

⁶ 根据中金公司对 2018 年底的数据推算所得。2018 年底，我国资管行业的资金来源中，居民和养老金约占 76%。

⁷ 数据来自：2019 年金融统计数据报告

图 2：我国个人可投资资产规模与居民储蓄统计



资料来源：招商银行《中国私人财富报告》系列，Wind，中国统计摘要

此外还有两个驱动力使机构投资者占据越来越重要的地位,从而促进了大资管行业的发展。第一个驱动力是外国投资者进入中国资本市场。疫情之下，美联储的量化宽松政策使中美利差重回历史高位，利差的虹吸效应吸引海外资金不断向中国市场涌入。由于海外市场的机构投资者占比较大，外资将主要通过专业 QFII 进入我国金融市场，可能会造成市场博弈竞争更加激烈，我国广大散户面临的波动风险可能更大。因此居民会越来越需要由专业人士为其配置金融资产，抵御波动风险，对资管行业的需求粘性将不断加大。第二个驱动力是国内居民配置海外资产。2015 年中国居民境外资产配置占总体可投资金融资产比例约为 4.8%，远低于其他国家（瑞士境外投资渗透率最高，为 42%；美国相对较低，为 20%）⁸。然而海外投资往往伴随高风险及信息不对称，同时出海又需要满足国内监管法规要求，因此中国居民需要机构为其海外资产配置提供专业、合规的服务。

⁸ 资料来源：Wind, BCG.

1.2 资管科技的万亿蓝海市场豁然开启

在我国居民资产配置走向多样化、特别是金融投资需求快速上涨的形势下，大资管业务在金融服务业中的地位也越来越突出。而在金融科技的浪潮席卷之下，大资管行业同样因科技而进步，目前有许多金融机构自行开发孵化新兴项目，也已产生了一大批相关领域的科技创业公司，产生了许多资产管理平台、分析工具和底层系统，在财富端和资产端都形成了一个巨大市场，本文亦将这些科技统称为“资管科技”（延伸阅读：[《非标渐入寒夜，如何拥抱资管科技元年？》](#)、[《投行科技 | 资产证券化的进阶与重塑》](#)）。

上文显示我国居民可投资资产规模接近 200 万亿。除此之外，截至 2016 年，我国还有 120 万亿的非金融企业可投资资产，包括现金、存款、债券、股票和股权、证券投资基金⁹。二者相加，**我国潜在资管市场的总规模高达 320 万亿，按照 0.5% 的年管理费测算¹⁰，每年的资产管理行业每年就有 1.6 万亿的营收规模。**资管科技将在这个庞大的蓝海市场中发挥支撑作用。

2 资管科技的市场地图

资产管理是一个庞大的长链条市场，对应地，资管科技在链条的各个环节也都有用武之地。我们可以从两个维度的视角划分资管科技的产业结构。

第一个维度是资金视角，沿着资金从客户现金流向资产管理人的路径，将产业链划分为财富管理 (wealth management)、渠道和经纪、资产管理 (Asset Management) 三大环节，即通常所说的资金端、渠道端、资产端。[财富管理是面向客户个人，为客户做好全](#)

⁹ 数据来源：Wind

¹⁰ 每家公司、每种产品的管理费不一样。通常我国主动型公募基金的年管理费通常为 1.5%，被动基金管理费为 0.5%，私募基金为 1%-2%，本文取较低值。

面的理财规划，引导客户将资金投放到适当资产上，其本质是提供咨询顾问服务¹¹。它起到了资金端的作用。渠道和经纪是资金的中间管道。客户资金通过以投资平台 (marketplace) 为典型代表的渠道流向各种资产，由资产管理人进行具体投资；或者客户直接在证券经纪系统上交易股票、债券、大宗商品等基础资产，此时券商就扮演了中间渠道的经纪角色。资产管理是指为投资者提供资产，管理投资组合，实现投资目标¹²。资产管理人包含各类私募基金、共同基金、退休基金、资管和理财公司等。一般来说，大部分财富管理机构同时也是渠道商。这三大环节还能细分为获客和关系管理、财富规划、运营、产品设计、投资研究、交易执行、报告、托管等子环节。

第二个维度是结构视角，将资管科技的产品和服务体系拆解，将产业链划分为前端投资和服务、软件系统、算法和数据三大部分。前端投资和服务部分主要由直接面向客户提供服务或面向市场进行投资的机构组成，例如银行、券商、第三方财富管理机构以及部分金融服务企业等；软件系统部分包括为金融机构提供软件平台支撑的技术供应商；算法和数据部分则包括为软件系统提供基础算法和为金融机构提供基础数据的技术供应商。

下图 3 结合这两个维度的视角，构建了一个市场地图。作者检索了 Crunchbase 和 IT 桔子上的 140 家左右公司¹³，挑选出各个环节具有代表性的若干企业，填入这张产业地图中。尽管在图中，一个企业只占据了一个位置 (slot)，但事实上许多公司的业务形成一个纵向的“全栈”结构或横向的“一站式”平台结构，比如 BlackRock 就在资产管理和科技输出上都引领着业界风潮，构筑起强大的护城河¹⁴。

¹¹ 定义来自 Investopedia。 <https://www.investopedia.com/terms/w/wealthmanagement.asp>

¹² 定义来自 Investopedia。 <https://www.investopedia.com/terms/i/investment-management.asp>

¹³ 在 Crunchbase 中，作者以 asset management, wealth management, trading platform, FinTech 等为产业关键词进行搜索，选取 CB Rank 排名靠前的 100 家相关企业。同时，作者在 IT 桔子里搜索理财行业，结合人工筛选，挑出 40 家企业。

¹⁴ 中金公司. 2020. 贝莱德三十年跃居第一的全球资管巨头。

图 3：资管科技的市场地图



3 代表性产业环节详解

沿着资金流向的链条，首先是为客户提供咨询、规划和资产配置服务的财富管理环节，通常由专业的理财师或理财软件提供服务，为市场提供资金。其次是作为资产投向渠道的投资平台、经纪券商，它们集中了各种类型的基础资产或投资基金，供投资者挑选交易。最后是直接管理和交易基础资产的资产管理机构。其中，在资金实际配置时，未必一定要经过渠道和投资平台，它更多地是满足不依赖于财富管理机构的个人投资者需求，大部分专业的财富管理机构能直接与资产管理人对接。

3.1 财富管理

3.1.1 前端投资服务层：智能投顾

（一）智能投顾的概念

传统的理财师所服务客户通常要求资产规模达到一定程度以上，定位于高净值人群或至少是大众富裕人群（如金融资产在 50 万元以上的客群），否则理财师的服务收益就很难覆

盖其成本，商业模型经济性较差¹⁵。但是，随着大数据、人工智能等金融科技的发展，通过机器为客户提供投资顾问的“智能投顾”（robo-advisor）出现，给财富管理端带来了巨大的变化。智能投顾在各国没有一个统一的确切定义，但基本概念相似，是指[通过软件为客户提供自动化的投资顾问服务，将现代资产组合理论应用到模型中，结合客户个人财务状况、风险偏好和预期，为客户提供专属理财配置方案。](#)

相比于传统理财师，智能投顾最重要的特征就是通过计算机极大降低了服务的边际成本、提高效率，从而使客户能够以极低的门槛和费用、全天候地获得服务，美国几家知名智能投顾的费率仅为 0.3%左右甚至免费¹⁶。由此，财富管理的客户群体就从少数高净值人群扩大到普通人群，几乎人人都能享受到智能投顾的服务，例如蚂蚁财富里“帮你投”的门槛只有 800 元。即使只是用来辅助理财师的半人工模式，智能投顾也能将覆盖理财师成本的门槛 AUM 降低 52%¹⁷，例如原来客户资产 100 万元才能找理财师服务，现在 50 万就能满足条件了。

（二）智能投顾的商业模式

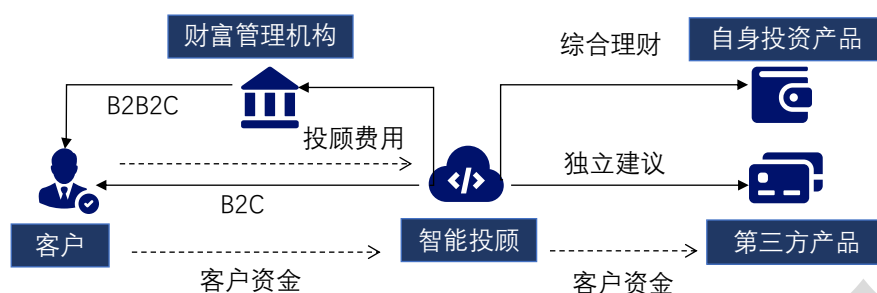
智能投顾起源于美国，产生了 Wealthfront, Betterment, Personal Capital 等非常有影响力的创业公司，先锋领航基金、嘉信理财等老牌财富管理机构也推出了著名的智能投顾产品。我国近几年则产生了璇玑、理财魔方、招商银行摩羯智投、京东智投等产品，也有广发证券、中信证券等券商相继推出了智能投顾产品。

¹⁵ 根据埃森哲《智能投顾在中国》报告，理财师的管理费率为 1%-3%（不算要扣除的成本，如获客成本、TAMP 费率），服务一个贡献 50 万 AUM 的客户，能收取 0.5-1.5 万元的年服务费。根据慢钱和老虎证券联合发布的《2018 理财师洞察报告》调研数据，近 70% 的被调查理财师通常服务客户少于 50 人，所以大部分理财师服务费收入在 25-75 万元，均值 50 万元左右。如果客户 AUM 下降，那么服务费收入就会遽减。

¹⁶ 数据来源：埃森哲《智能投顾在中国》

¹⁷ 数据来源：Deloitte. Cost-income ratios and robo-advisory.

图 4：智能投顾商业模式



从财富端看，智能投顾可分为 B2C 和 B2B2C 两种商业模式。 B2C 模式是指智能投顾产品直接服务于客户个人；B2B2C 则是指智能投顾产品服务于财富管理机构，为它们提供专业的技术服务，由财富管理机构将产品嵌入到自己的系统或用来辅助机构的理财师，来服务终端客户。对智能投顾厂商而言，它采用后一种商业模式的原因首先是自身客户资源不够而金融机构恰好又缺少相关技术，所以二者能够互补；其次是解决合规问题，比如我国不允许没有投资顾问牌照的机构来做证券投顾业务，这样智能投顾创业公司在缺乏牌照的情况下只能为合作机构提供技术服务。

从资产端看，智能投顾产品主要可分为独立建议型和综合理财型，二者的区别在于资产端产品是投顾公司自身关联方的产品，还是第三方资管公司的产品。独立建议型智能投顾公司只负责提供投资建议，代销第三方机构提供的资管产品或基础资产，自己不开发产品。综合理财型公司将智能投顾整合到公司体系内，客户根据投顾建议购买公司体系内的各种资管产品，实现体系内产品的销售。当智能投顾公司体系内本身就拥有丰富的资管产品时，综合理财型模式既能推动产品销售，又能为客户提供更可靠便捷的资产配置，体验会更好一些。但市场上绝大多数投顾还是独立建议型。

从交易权限看，智能投顾还可以分为全权委托型和自行配置型，区别就在于投顾公司是

否可以得到客户同意后按照建议为客户自动执行交易、平衡配置。美国的智能投顾公司是全权委托型的，但我国在早前是不允许全权委托，只能由客户得到建议后自行手动调仓配置。不过，2019 年我国启动公募基金投顾试点，允许持有基金销售牌照的部分基金公司、银行和第三方理财机构为客户提供全权委托的智能投顾。

事实上，一家智能投顾公司可能采取混合的商业模式。比如 Betterment 既有传统的 B2C 产品，后来也开发了面向财富机构和理财师的 B2B2C 模式产品 Betterment for Advisor；又比如嘉信理财和富达投资的智能投顾既会将客户导流到自己的 ETF 产品，也允许客户购买外部市场的 ETF，是综合理财和独立建议的混合。

图 5：智能投顾不同商业模式的典型公司或产品



在 B2C 模式下，客户直接向智能投顾公司支付投顾费用；在 B2B2C 下，由财富管理机构支付费用。投资顾问费率一般是按照 AUM 来收取。美国通常在 0%-1.5%之间，视具体产品和是否配备增值服务而定，比如 Betterment, Wealthfront, 先锋集团、摩根大通等不超过 0.35%。还有部分公司如嘉信理财采取免费和订阅费混合的模式，会将顾客引导到

自身的 ETF 产品，购买 ETF 时收取其他相关费用。由于 ETF 本身的费用相比共同基金低，以 ETF 为主要底层资产的美商智能投顾公司的费率也相对低得多。

国内的智能投顾产品同样可以收取投顾服务费用，如蚂蚁的“帮你投”按日收取费用，费率为 AUM 的 0.5%，按日计费；而银行系的智能投顾产品一般不直接收取顾问费。与美国公司不同的是，根据 2019 年出台的监管要求¹⁸，我国智能投顾产品的底层资产须为公募基金¹⁹，在申赎调仓时，公募基金就会产生比 ETF 高的费用，除非有协议优惠费率。

（三）国内智能投顾的管理规模五年内将达到千亿美元，但远远未触达天花板

智能投顾降低了用户门槛，让广大普通家庭都能享受到专业的理财投资顾问，也能辅助理财师为高净值人群更好地提供服务，覆盖范围很大，所以在全球范围内快速增长。全球绝大多数财富管理机构——不论是创业公司还是老牌金融机构——都在发展智能投顾产品。

根据 Statista 在 2020 年 6 月的最新统计²⁰，目前全球大约有 9900 亿美元由智能投顾管理，2020-2024 年的五年间 AUM 年复合增长率预计为 26.0%，2024 年达到 2.5 万亿美元，同时全球用户数目前为 2.2 亿，2024 年将翻一番。

中国的情况如图 6 所示，智能投顾的 AUM 将在五年内增长到 1300 亿美元²¹，CAGR 为 15.2%，用户渗透率将从目前的 6.1% 增长到 15.4%²²。**按照目前 0.5% 的费率推算，我国智能投顾的市场规模预计能达到 6.5 亿美元。**事实上，这个值极低，还有极其巨大的发展

¹⁸ 2019 年 10 月，中国证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，允许国内试行以公募基金为基础的投资顾问试点。

¹⁹ 有不少 B2C 模式的智能投顾创业公司没有基金销售牌照和证券投资咨询牌照，配置海外资产、ETF 等多样化资产，但实际上是处于不受监管的灰色地带，随着监管趋严后就消失在公开市场上，或转型 B2B2C 模式。

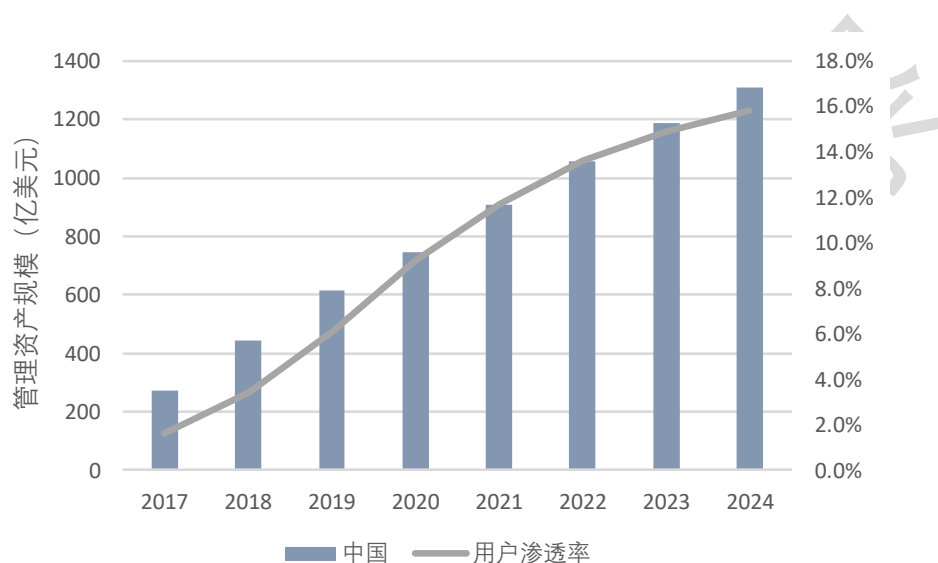
²⁰ 数据来源：Statista, <https://www.statista.com/outlook/337/100/robo-advisors/worldwide>

²¹ Statista 在 2017 年的一次估计中，乐观地认为中国 2022 年的智能投顾 AUM 能达到 6600 亿美元。但在最新估计中 <https://www.statista.com/outlook/337/117/robo-advisors/china>，这个数字大幅缩水。

²² 用户渗透率是指活跃付费用户（账户）占本地区所有潜在用户的比例。

空间, 因为目前我国可投资资产 1000 万以下的居民总金融资产约为 120 万亿人民币²³, 理论上他们都是智能投顾的客群, 所以 2024 年的 1300 亿美元 AUM 只是极小的一部分市场, 对应的智能投顾产品营收空间巨大。

图 6: 国内利用智能投顾管理的资产规模



资料来源: Statista

3.1.2 软件系统层: 全托资产管理平台 TAMP

(一) TAMP 的概念

财富管理环节的参与方有三种, 分别为综合性金融机构 (如银行、保险、券商、信托等)、第三方专业理财机构、新型智能投资顾问公司。其中, 不论是综合性金融机构还是第三方专业理财机构都依托于公司所拥有的专业理财师, 向各个层次的客户提供服务; 智能投顾使用专业的软件系统为客户提供基于算法和数据的自动化财富管理服务, 理财师只需扮演辅助角

²³ 根据《中国私人财富报告 2019》, 全国可投资资产 190 万亿, 其中可投资资产在 1000 万以上人群的可投资资产 68 万亿。

色甚至不需要出现。

对于综合性金融机构和第三方理财机构，理财师十分重要，却需要强大的工具辅助其展业。在美国，第三方理财机构被称为“独立理财机构”，一般要在证监会或各个州注册登记为注册投资顾问(registered investment advisor, RIA)，才能更有公信力地开展工作。2018年中就有近 1.3 万家在证监会登记的 RIA 为客户提供服务²⁴，管理着 82.5 万亿美元的总资产(regulatory asset under management, RAUM)²⁵，总资产从 2001 年以来的 CAGR 达 8.2%，远高于美国 GDP 和标普 500 指数增长率。这些 RIA 机构是财富管理的中坚力量，此外还有大量的独立理财师。据统计，美国独立理财机构占财富管理的市场份额要达到 60% 以上，英国甚至在整个市场占绝对主导地位²⁶。尽管市场地位重要，这些独立理财机构大多数规模比较小。据 2019 年的统计，美国一个典型的 RIA 只有 9 个雇员，管理着 141 个账户和 3.41 亿美元，其中包括重要的养老金账户²⁷。在这些精品小机构中，理财师的重要性不言而喻，但工作量也较大。特别是有些理财师从大机构离开独立创业后，需要承担大量营销、品牌运营、公司事务、文书档案等等非核心业务，更需要专业的工具提效辅助。据调查，我国独立创业的理财师要将 80% 的时间都花费在中后台管理等非核心事务上²⁸。

所以，**财富管理环节的科技产品以 2A2C (to agents and then to clients) 模式出现，除了通用性的机构营销获客、文本资料处理、客服等外，科技发挥的核心作用在于为理财师 (agent) 提供有利的工具**，帮助他们展业，提高他们的工作效率和质量，十分有意义。

²⁴ 数据来源：Statista

²⁵ 数据来源：Investment Adviser Association, National Regulatory Services. 2019 Evolution Revolution. RAUM 是美国证监会从 2012 年推出的一个新指标，衡量一支基金所管理的总资产，而不是传统意义的净资产 (AUM)，它包括了杠杆资金、并未启用的招款信贷额度 (uncalled capital commitment)、难以公允定价和缺少流动性的一些资产等等不能被计入传统 AUM 里的资产。AUM 衡量的是归属于一支基金的投资人权益，而 RAUM 还包括基金的一些债务等。因此，RAUM 的数额要高于 AUM，但前者的好处在于客观反映了一个行业在整个资本市场中的重要性。

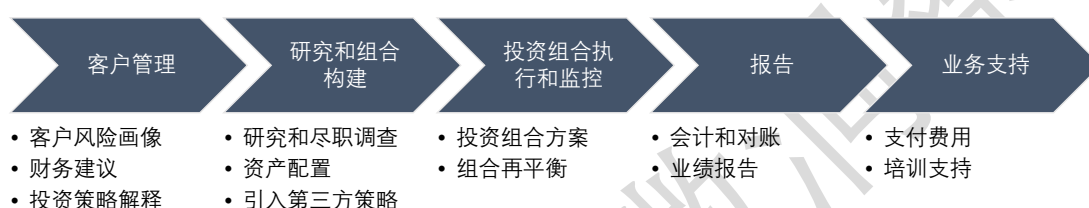
²⁶ 钜派。2018 年财富管理行业白皮书之三方理财篇。

²⁷ 数据来源：Investment Adviser Association, National Regulatory Services. 2019 Evolution Revolution.

²⁸ 艾瑞：2019 年中国财富管理与 TAMP 商业模式研究报告。

全托资产管理平台 (turn-key asset management program, TAMP) 就是一个一站式的财富管理技术服务软件, 覆盖了获客、客户管理、投资产品调研、投资组合构建和管理、会计和报告、税务优化、培训等前后台各个环节 (如下图 7 所示), 可以帮助理财师更有效率地做好核心业务, 为客户创造价值。

图 7: TAMP 典型功能



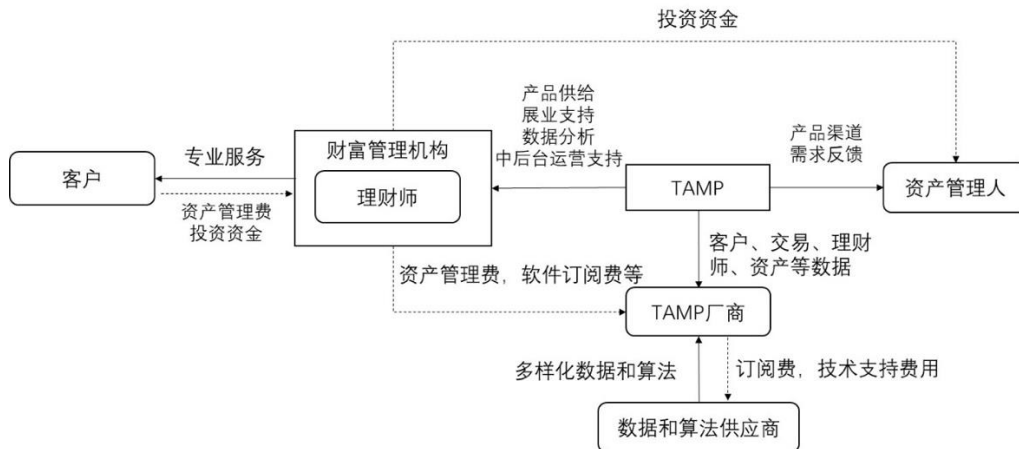
图片来源: Charles Schwab

(二) TAMP 的基本商业模式

TAMP 厂商通过提供软件系统支持理财师, 给财富管理的上下游都带来了显著的平台价值 (如下

图 8 所示)。对于资金的供给方代表理财师而言, 它提供了一站式展业解决方案, 支持中后台运营业务, 提供客户营销方案, 还能集成大量的资管产品, 并为理财师提供合适的投资选择建议; 对于资金的需求方资产管理人而言, TAMP 起到了产品销售渠道的作用, 通过平台上集成的大量理财师, 为资管产品打开销路。在此过程中, 平台厂商自身能积淀产品、客户、交易、资金等数据, 有利于完善数据分析功能, 推出更好的产品。

图 8：TAMP 产业链



TAMP 厂商主要通过 3 个渠道来盈利，各个厂商有所不同，取决于它的商业模式。**第一种是基于平台所管理和代销的资产规模（assets management, administration and distribution）收取管理费**，不同企业的差别比较大，费率取决于客户类别、服务类型、资产类别等。比如为高端客户服务和为广大中产阶层客户服务的理财师会支付不同的费率²⁹。又比如提供全套 TAMP 服务进行投资管理的收费较高，按照 AUM 收费；但仅提供投资运营服务外包的收费较低，侧重事务性功能如报告、合规、分析等等，按照账户数量和 AUA（assets under administration）收费，费率比按 AUM 相差可达 10 倍³⁰。**第二种收入是技术平台订阅或授权费用**，即以 SaaS 和 PaaS 模式向客户收取投资工具、软件和信息服务的费用，通常按照账户数量和类型、用户人数来定价。**第三种收入是专业服务费，就是为客户提供技术升级的费用。**

（三）TAMP 的市场空间极大，目前渗透率还不到 1%

²⁹ 例如根据 SEI 的 2019 年度报告，它向私人银行客户收取资管费率为 0.26%，投资顾问费率为 0.61%。另一家大厂 Envestnet 的平均费率为 0.12% 左右。

³⁰ 根据 SEI 年报计算。它服务投资经理主要按 AUA 收费，因为 SEI 在投资经理业务线上资产以 AUA 形式存在；而服务独立理财师要按照 AUM 收费，资产都以 AUM 形式存在。

美国已经有较为成熟的几家 TAMP 厂商，如 Envestnet、SEI、Brinker Capital、AssetMark 等，这些都是上市公司，其中 Envestnet 所管理资产规模最大，2018 年数据为 5090 亿美元，占到 23.1% 的市场份额，其次是 671 亿美元的 SEI。此外，还有 iCapital Network 等以另类投资为主的 TAMP 技术公司。据估计，2018 年 TAMP 在美国理财师群体中的渗透率只有 27%³¹，管理资产规模仅为全美市场可投资资产规模的 10% 左右³²，还有很大渗透空间。我国主要厂商则以美信联邦、数禧金服、理享家等创业公司为主。

中国市场如图 9 所示，2018 年个人可投资资产约为 190 万亿³³，但其中有一部分是低收入人群，他们几乎不需要理财师服务，所以我们须着眼于资产达到一定数量的人群。我们用招商银行“金葵花”客户（日均资产余额在 50 万元以上个人）为典型代表，假设我国可投资资产 50 万以上人群需要理财师服务，是 TAMP 可覆盖的人群。金葵花客户资产占全体零售客户资产余额的 80%，我们按比例推算全国，即假设全国同等人群也占有 80% 的财富。那么这部分人群的可投总额约为社会总可投资资产的 80%，即 152 万亿。其中，进一步假设超高净值（可投资资产在 5000 万以上）人群由私人银行提供更专业的服务，其可投资资产总额 35 万亿，剩下人群的可投资资产 117 万亿。在全国所有可投资资产中，约有 20% 为投资性不动产净值，剩余资产可以被 TAMP 管理，假设对于各个阶层，这个比例是相同的，那么真正能被 TAMP 管理的可投资资产约为 93.6 万亿³⁴。2018 年国内 TAMP 平台交易

³¹ 数据来源：Tiburon Strategic Advisors，渗透人群约 18 万，引自 2019 America's Best TAMPs 和 <https://www.investmentnews.com/competition-among-tamps-heats-up-81102>

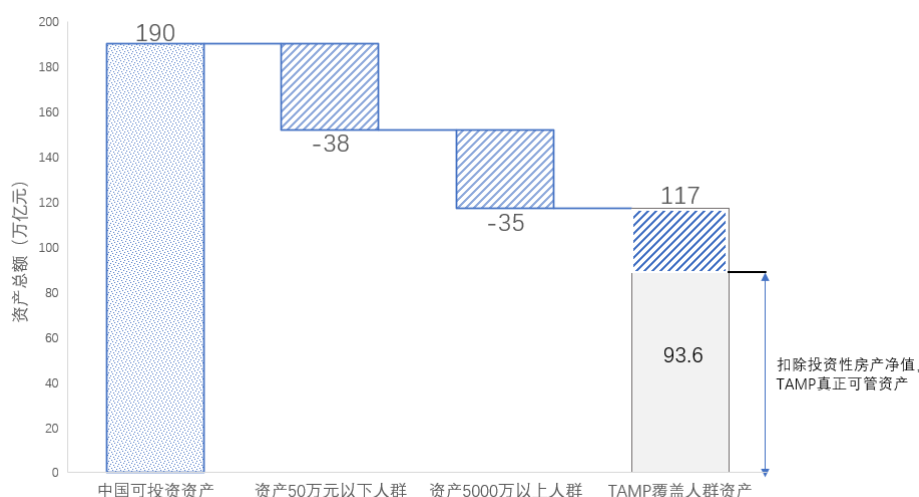
³² 数据来源：根据 Investment Company Institute 在 2019 年发布的 2019 Investment Company Fact Book，2018 年全美注册的资产管理公司所管理的净资产总额 21.1 万亿美元；根据 2019 America's Best TAMPs 援引 Tiburon Strategic Advisors 数据，2017 年美国 TAMP 管理总资产为 2.2 万亿美元。数额虽然年份有差异，但金额相近。

³³ 数据来源：招商银行和贝恩合作发布《2019 年中国私人财富报告》

³⁴ 《2019 年中国私人财富报告》显示，可投资资产在 5000 万以上人群的可投资资产总额为 35 万亿。在所有可投资资产中，约有 20% 为投资性不动产净值，剩余的现金存款、资本市场产品、保险、银行理财产品、其他境内外投资可以被 TAMP 覆盖管理。

规模仅为 415 亿元³⁵，故按照资产规模计算，当前国内渗透率仅为 0.04%³⁶，渗透空间比美国更大。

图 9：我国 TAMP 可覆盖金融资产



资料来源：根据《2019 年中国私人财富报告》和招商银行年报推算

3.2 渠道和经纪

3.2.1 前端投资服务层：投资平台

不论是依托于人工或智能投资顾问，还是自行投资，最终都会依托于一个投资平台，选择合适的产品和基础资产完成投资。根据英国金融行为监管局的定义，[投资平台 \(investment platform/marketplace\)](#) 是为金融消费者提供由各种零售投资产品并受其委托做好管理的企业，消费者通过平台获得投资的信息和工具，并在平台上完成交易³⁷。投资

³⁵ 数据来源：艾瑞《中国财富管理与 TAMP 商业模式研究报告》

³⁶ 根据挖财研究院《中国新中产可投资金融资产配置体检报告》，我国 1.8 亿新中产的可投资资产规模为 70 万亿，即使按照此计算，TAMP 渗透率也仅为 0.06%。

³⁷ Financial Conduct Authority. 2019. Investment Platforms Market Study.

平台分为两种，一是直接面向投资者，二是面向理财师，TAMP 上的投资平台就属于后者。

投资平台的类型多种多样，可以从资产类型和营收模式进行分类。所投资产包括传统的股票、债券、共同基金等，典型平台包括持牌券商、基金代销公司等；也有一大批另类资产如私募股权、房地产、REITs、土地甚至古董、艺术品等等，有不少新兴投资平台基于数据和智能，让另类资产投资交易的定价和风险控制变得更合理。

针对于投资本身，**平台的营收模式主要包括交易收入、利息收入、资产收入三种**。交易收入通常是在每笔投资交易和取现中抽取一定比例的佣金或固定数量的手续费，可能向买方、也可能向卖方收取费用。早年券商最主要的营收就是证券经纪佣金，但在如今却越来越少，美国很多券商都转向了零佣金时代（见本公众号早先文章[《嘉信理财：零佣金时代的券商生意经》](#)）。利息收入是指给平台上投资者提供一定贷款来获得利息收入，比如券商的融资利息收入、P2P 投资平台给投资者和借贷者之间的利差等，利息收入已经成为不少投资平台和财富管理机构的重要收入³⁸。**资产收入通常是按照投资者 AUM、利润的一定比例或阶梯式比例，给平台一部分手续费或管理费，这是整个资产管理产业的核心收入模式**，是整个产业的主流方向。在交易收入模式下，机构有动机促进投资者频繁交易来获取收入，但不以客户资产增值为目标；但在资产收入模式下，机构的利益就与客户保持一致，都希望客户资产能不断增加。一般来说，一个平台有可能根据所投资产性质的差异采取混合的营收模式，特别是综合性的财富管理机构如嘉信理财、摩根斯坦利、Fidelity 以及国内的综合性券商等等。除了以上三种，不少平台还在拓展技术服务收入等新的营收来源。

³⁸ 比如嘉信理财、AssetMark 等

表 1：不同模式的代表性投资平台

资产类型 典型营收模式	传统资产	另类资产
交易收入	富途证券，老虎证券，蚂蚁财富，东方财富网	金斧子（私募基金），私募排网（私募基金），AcreTrade（农田）
利息收入	AssetMark	PeerStreet（房地产）
资产收入	SEI, Envestnet	Moonfare（私募股权），YieldStreet（多种资产），EquityZen（私募股权）
混合模式	嘉信理财，Fidelity	eToro（多种资产）

3.2.2 软件系统层：证券投资软件系统

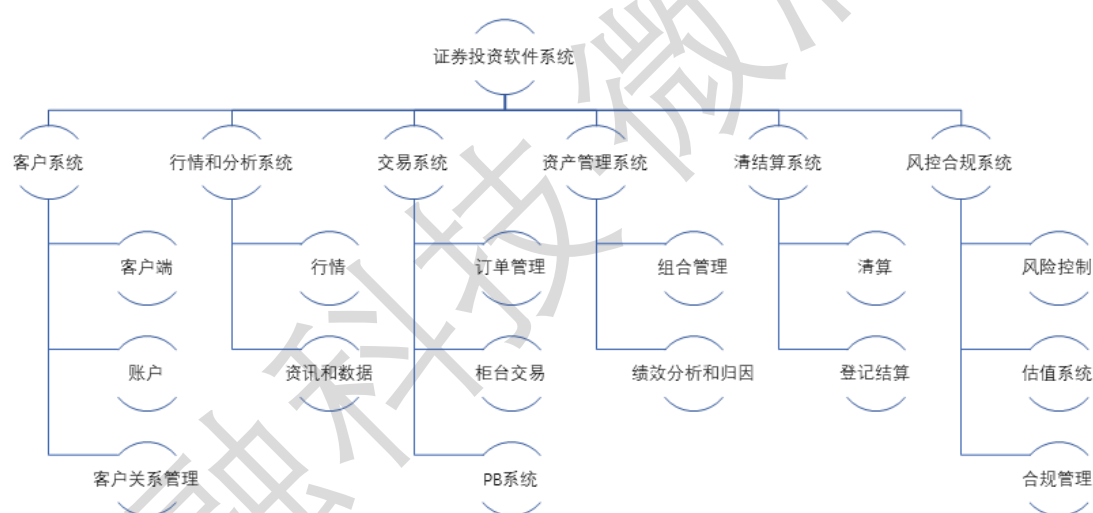
（一）概念、类型和主要玩家

投资交易需要软件系统支持实现。由于资本市场的特性，软件系统有三个特殊要求：1) **基础软件系统要满足高可用、高并发、低时延、高安全等性能要求**，一点点故障、延迟就有可能造成巨额资金损失。比如今年 7 月初国内股市大盘暴涨，多家券商的系统无法承受短时间内火爆的交易行情，系统崩溃。2) **需满足多样化的系统接入、数据处理和交易执行需求**，随着投资者的类型和投资策略越来越丰富，封闭式、集中化的传统投资交易软件愈发难以满足这些功能。3) **交易系统、估值系统等核心证券系统业务系统需要与最新的监管政策无缝对接**，当政策发生变化时，系统必须尽快完成对应调整。因此，发展可靠安全、敏捷灵活的

先进基础软件系统一直是资本市场领域的金融科技重点。

相关企业从早期的金融 IT 入手，为证券、期货、外汇、信托和资管等行业提供软件基础设施，建立起完善的移动互联网产品，并向云计算形态产品拓展，涵盖了营销和开户、行情、资讯和数据分析、PB 系统、订单管理、交易执行、估值系统、组合管理、登记清结算、风险控制、合规等前中后台各个系统的解决方案（如图 10 所示），形成了一批上市公司和很多有特色的金融科技创业公司。

图 10：证券投资软件系统分类



在这个领域，国内有综合性证券 IT 系统供应商有恒生电子、金证股份、赢时胜等上市公司，互联网公司背景的资管科技供应商如京东数科、金融壹账通，也有专注量化的公司如讯投科技、专注于分布式证券信息系统的公司如华锐金融等。国外还有一些颇有特色的创业公司，如提供跨平台应用程序操作系统的 OpenFin、提供碎股（fractional share）投资底层技术的 DriveWealth 等。

（二）国内市场空间约有 200 亿，资本市场改革创新的机会将推动空间不断扩大

投资软件系统供应商通常直接面向证券、期货、信托、基金等公司销售，传统的方式是直接部署软件，随着云服务的发展也越来越多转向云端部署，对应地产生两种收费模式。**第一种收费模式是传统的软件许可销售收入，这部分收入与客户 IT 预算直接相关。**我国券商客户的 IT 预算通常与其盈利状况有线性关系，通常是营收的 3%左右（详见本公众号早期文章[《产业互联网的核心模式（下）：金融 SaaS 之市场规模、赛道和竞争要点》](#)），其中软件与服务的支出约占预算的 35%，而国际券商这部分比例可达 70%³⁹，我们可假设国内券商的这部分支出结构将逐渐向国际靠拢。据统计，2019 年我国证券、基金、期货、信托四个行业的公司总营收约为 5870 亿元⁴⁰，故这部分收费模式的国内市场空间约在 125 亿。

第二种收费方式是按照云服务的业务量收费，比如恒生电子的经纪云就分别按照经纪业务量收取相应费用。这部分市场空间难以确切计算，但在境内股票经纪业务全部上云的理想情况下，未来也将触达百亿量级⁴¹。**二者加总，证券投资软件系统的国内市场能在未来五年内至少达到 200-300 亿规模。**

事实上，证券投资软件系统的国内市场具有充足的支撑，潜在规模可能更大。首先，尽管证券投资本身是一个强周期行业，券商 IT 投入每年都在快速增长，呈现弱周期性，2012-2019 年间我国券商 IT 投入年年增长，CAGR 达到 20%⁴²。其次，监管改革持续驱动、监管政策出台都会直接改变从业公司的风险控制系统、业务流程系统、交易系统等环节，产生系统改造升级需求。比如近三年来资管新规、科创板、沪伦通、注册制等等改革都是重磅改革，据估计将带来数十亿增长空间⁴³。**第三，市场业务的增长、参与主体的丰富也将推动市场。**

³⁹ 数据来源：中金公司援引 Gartner 和中国证券业协会数据。

⁴⁰ 数据来源：中国证券业协会、证券投资基金业协会、期货业协会、信托业协会。

⁴¹ 2019 年牛市全年沪深两市交易量金额为 127 万亿元，假设万分之二佣金率，佣金有 250 亿左右规模。这部分佣金再分流一部分给云服务商，再考虑到未来中国市场交易量的扩大，百亿规模是可期的。

⁴² 数据来源：中国证券业协会

⁴³ 根据申万宏源、财通证券研报整理。

养老金和保险资管入市、明晟 MSCI 的 A 股因子扩容、新股不断上市等业务在不断增长，银行理财、基金子公司、外国投资者准入放宽、机构投资者占比上升、量化投资不断发展等让市场参与主体更加多样化，这些都会推动我国证券投资软件系统的市场空间水涨船高。

3.3 资产管理

3.3.1 软件系统层：智能投研

（一）概念和类型

智能投研是资管科技的核心领域，它旨在帮助投资者高效率、尽可能正确地做出投资决策，直接服务于资产管理行业最重要的业务。智能投研是指利用人工智能、大数据等技术广泛获取、处理和分析多样化数据信息，为投资决策提供参考的应用领域。除了资本市场的投资者，监管部门、交易所、投资银行、财经媒体等等相关方都有可能是它的客户。

智能投研本质上是数据获取和处理的自动化过程，按照这个过程，**智能投研的市场可分为上游金融数据供应和下游分析应用环节。**上游数据供应环节是采取多方面来源的数据，清洗整理存储之后做成规范、格式化的数据产品，提供给客户，也提供必要的可视化和基本分析工具。数据来源包括市场公告、公司财务报表、政府和媒体公开信息、行业研究报告、舆情信息以及卫星、移动终端等各种设备产生的另类数据。这个环节的格局较为固定，以数据采集和大数据处理能力为壁垒，主要参与者都是市场上盘踞多年的综合性老牌厂商和垂直行业特色厂商，比如国外的 Bloomberg、Thomson Reuters、Factset，国内的 Wind、东方财富、同花顺 iFind 以及朝阳永续等。

下游分析应用环节是智能投研的核心，对上游数据进行深度加工后，根据用户需求推送

出决策参考意见。决策意见包括产业链分析、财务分析、投资组合风险计算、信用风险分析等等，丰富多样。这个环节高度依赖于机器学习、自然语言处理、知识图谱等 AI 技术和产品开发者对金融产业、各个行业本身的知识经验，是一个竞争者非常多、比拼技术和知识的环节。不论是互联网巨头、资管公司、传统金融 IT 服务商，还是创业公司，都涌入这个战场，比如全球著名厂商 Kensho，国内的文因互联、因果树、京东数科等公司，还有专注于风险控制的创业公司 OpenGamma 和行业巨头贝莱德 Aladdin（详见本公众号早期文章[《让刺猬和狐狸结婚：资本巨鳄 BlackRock 的金融科技野心》](#)）等等。

表 2：代表性的智能投研相关厂商

环节 \ 厂商	国内	国外
数据供应	Wind, 同花顺, 东方财富, 朝阳永续	Bloomberg、汤森路透、Factset, CapitalIQ, 晨星
分析应用	文因互联、因果树、阿博茨科技, 京东数科	Kensho, Blackrock, OpenGamma, Boosted.ai, Kristal. AI

智能投研的常见商业模式有将投研软件的数据终端部署给客户, 或者通过接口接入客户自身的软件系统, 或提供 API 给客户进一步开发包装。企业按照终端数目、使用时间、调用数据量、调用次数等不同方式收取订阅费，所以天生适合采用云服务形式，以 SaaS 形式服务用户或以 PaaS 形式面向开发者。

（二）国内资管市场的智能投研潜在空间为 240 亿

智能投研的市场规模依赖于资产管理规模市场的扩张、智能投研在资管市场中的应用渗透率以及产品收费水平，但由于收费方式多种多样，很难自下而上测算。本文采用国际类比法来估计。由于智能投研的主要技术是人工智能，本文就用资管市场中的 AI 应用来近似替代智能投研。

根据国外一家研究公司 Research and Markets 的报告，全球金融资产管理的 AI 应用将在 2025 年达到 114 亿美元规模，CAGR 为 33%⁴⁴，那时候的全球资管市场 AUM 预计达到 145 万亿美元⁴⁵，所以 AI 应用市场规模约为资管 AUM 的 0.08%。迁移到国内市场，远期假设以居民可投资资产 190 万亿为限，再加上企业单位可投资资产 120 万亿，**按照同比例推算，我国资管市场的 AI 应用远期约为 240 亿元，可近似为智能投研的市场空间。**

3.3.2 算法和数据层：另类数据应用

（一）另类数据的概念和类型

为了获取投资中的超额 Alpha 收益，投资者已不满足于传统的参考数据——例如交易所披露的企业公开信息、国家和地区宏观经济统计数据等，而是转向于各种各样其他来源的数据，比如商品交易、卫星、传感器、气象、社交等等——统称为“另类数据”（alternative data）。根据来源不同，另类数据可分为个人活动数据、商业活动数据、传感器数据（如下表 3 所示）⁴⁶。

⁴⁴ 数据来源：Global AI in Financial Asset Management Market. 见 <https://www.globenewswire.com/news-release/2019/06/21/1872422/0/en/Global-AI-in-Financial-Asset-Management-Market-2019-2025-Market-is-Expected-to-Witness-a-CAGR-of-33-84.html>

⁴⁵ 数据来源：普华永道 <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/publications/asset-wealth-management-revolution.html>

⁴⁶ Kolanovic, M., and R. Krishnamachari. 2017. "Big Data and AI Strategies: Machine Learning and Alternative Data Approach to Investing." Report, J.P. Morgan, May 18.

表 3：另类数据类型

数据类型	个人活动数据	商业活动数据	传感器数据
典型数据	社交媒体, 新闻和评论, 网络搜索, 个人信息数据	商业交易, 公司信息, 政府信息	卫星图像, 地理定位信息, 气象数据

近 10 年来, 全球另类数据供应商数量增加了 5 倍, 另类数据在量化和对冲基金已经得到广泛应用, 约有 80% 的基金开始使用另类数据⁴⁷。它们为主动管理基金带来了更高收益, 比如另类数据公司 Thasos 通过监测特斯拉工厂中员工的手机信号来推断其产能提升⁴⁸。在监管领域, 另类数据也发挥着价值, 我国证监会就曾利用借助卫星定位数据, 采集獐子岛公司 27 条采捕船只的数百余万条海上航行定位数据, 抓住了公司财务造假证据⁴⁹。

(二) 商业模式和主要另类数据来源

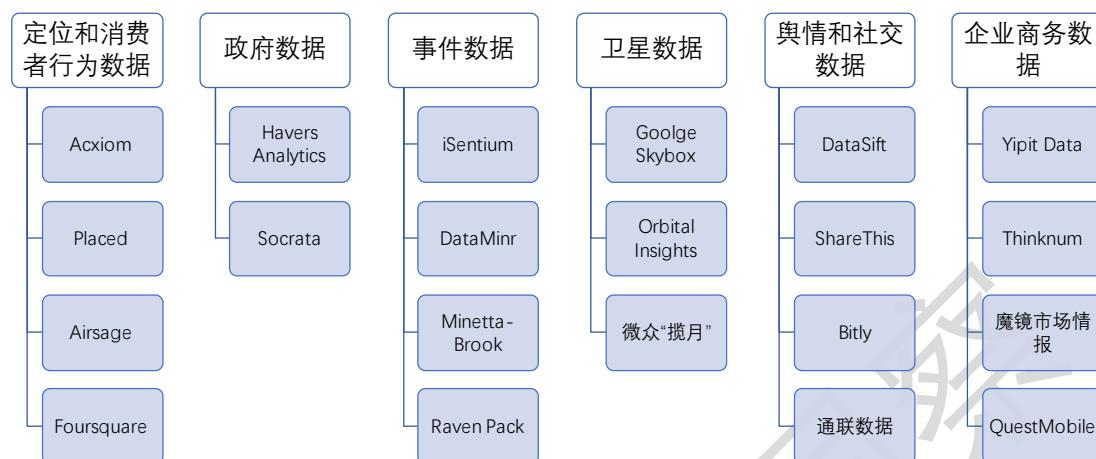
根据对数据的处理和分类整理程度, 另类数据的供应商差别较大。原始数据提供者只收集最简单的、处理最少的数据, 交给下一级的“信号和报告供应商”(signals and reports provider)。信号和报告供应商会将数据进行深度整理分类打包成反映市场信号和行业情况的完整数据产品。下图列举了一些主要的另类数据供应商。

⁴⁷ 数据来源: Alternativedata, <https://alternativedata.org/stats/>

⁴⁸ https://www.sohu.com/a/402443646_120305096?_trans_=000019_share_sinaweibo_from

⁴⁹ https://www.sohu.com/a/403922047_260616

图 11：代表性另类数据供应商



资料来源：花旗银行 Big Data & Investment Management: The Potential to Quantify Traditionally Qualitative Factors

数据整理完毕后，供应商可以直接对接买方客户，特别是一些秘密程度较高的数据。买方采取订阅方式获取数据，或者通过 API 直接将数据集成到自己的分析终端系统——例如 Bloomberg 就在自己的终端开始集成另类数据。有时候买方还会要求数据供应商做一些定制化服务，额外支付定制费用。

除了客户直接向供应商购买数据，市场上还有专业的数据中介来收集大量供应商的数据，做成数据平台，供买方挑选，典型的中介平台如 Quandl、Eagle Alpha。数据中介平台的商业模式细分为两种。第一种可称为“差价模式”，中介平台自主采购供应商数据，面向客户销售，赚取差价，Quandl 就采用该模式；第二种可称为“佣金模式”，中介平台并不采购数据，纯粹撮合客户和供应商数据交易，赚取手续费，Eagle Alpha 采取该模式。两种方式相比，前者相对更可靠，因为中介平台可能会对数据源进行一定程度的加工整理，增强数据源控制力，不过对应的资本投入也更高。

此外，还有一些数据咨询中介，为买方机构提供数据供应商信息以及相关事项咨询，典型的如 Integrity Research 以及非营利行业组织 Alternativedata.org。

（三）金融数据市场的国内潜在空间可达 700 亿，其中另类数据约有 40 亿

我们可以从金融数据整体市场来分步推断另类数据市场规模。首先估计金融数据整体市场的规模。以国际市场为对比，2017 年全球资管市场 AUM 规模为 79.2 万亿美元⁵⁰，而一家咨询公司 Burton-Taylor 统计当年全球机构在金融数据和资讯上的支出为 280 亿美元⁵¹，因此支出与 AUM 比例为 0.035%；2017 年中国资管市场规模（剔除通道业务）约为 80 万亿⁵²，但全国金融数据市场的总支出不到 30 亿元⁵³，支出占 AUM 比例仅为 0.004%，远低于国际同期水平。

随着我国资管行业规模逐年扩大，渗透率进一步提升，金融数据市场就有巨大提升空间。在现有资管规模下，**如果渗透率扩大到 0.035% 的国际水平，市场规模就能扩大 8 倍左右达到 240 亿；若远期进一步以 190 万亿居民可投资资产规模计算，我国金融数据市场的潜在空间就能达到 670 亿人民币。**

算出金融数据整体市场规模后，再估计其中另类数据的占比。同样以国际市场对比，2017 年全球买方机构在另类数据上的购买支出仅为 4 亿美元⁵⁴，仅相当于同年金融数据资讯市场总支出的 1.4%。因为近三年另类数据市场快速增长，根据 Alternativedata 估计，2020 年另类数据市场规模将达 17 亿美元，假设全球金融数据市场支出保持平稳——事实

⁵⁰ 数据来源：Statista

⁵¹ 援引自 <https://www.tradersmagazine.com/departments/buyside/global-spend-on-financial-market-data-and-news-tops-28b/>

⁵² 根据中金公司在 2018 年的详细测算，2018 年我国资管市场规模剔除通道后为 72 万亿，比 2017 年略低 10 万亿左右，见 <http://finance.sina.com.cn/am/bank/2019-12-09/doc-iihnzhfz4601389.shtml>

⁵³ 数据来源：中泰证券，中国证券投资基金业协会

⁵⁴ 数据来源：Alternativedata，

上因 COVID-19 疫情影响还将小幅下降⁵⁵，则另类数据支出达到金融数据市场总支出的 6%。

进一步假设我国未来也能达到同样比例，则我国另类数据市场的潜在规模可达 40 亿⁵⁶。

4 资管科技的趋势展望

4.1 资管科技是下一波金融科技浪潮的主力

金融科技发展的第一波浪潮围绕着信贷、支付和数字银行而起，解决人们最日常的金融服务刚需，涌现出 Square、PayPal、TransferWise、SoFi、LendingClub、Monzo、N26、蚂蚁集团等一系列赛道上的明星企业，市场竞争格局渐渐稳定，头部企业已经成熟。随后，保险和理财的次级刚需带动起第二波浪潮，资产管理科技就是这一波浪潮的主力。

资管与信贷、支付相比有若干显著不同的特点。**首先，产品的差异特性大大增加，客户在选择产品时所需要考虑的衡量点就变得很多，由此带动了产品的多样性。**信贷产品的差异性围绕着利率、额度、借还款方式和体验 4 点展开，支付产品的差异性围绕着费率、场景和体验，而资管和保险则完全不一样。纯资管产品就有投资门槛、可得性、投资品类、管理人、收益率、流动性、波动性等特性，财富管理产品仅对“体验”的内涵也远远超出流畅性。**其次，资管科技的各个细分领域交织更为密切，导致市场竞争格外复杂。**从财富规划到最终投资的各个步骤前后紧密联系，证券、基金、期货、外汇等不同品种的行业也有共通的交叉需求和特性，因此很多市场玩家都在推出“一站式”产品，在多个细分领域都有举措，这导致了市场竞争犬牙交错。例如一些大型券商、财富管理公司如嘉信银行、摩根斯坦利、高盛几乎将触角伸到各个领域。**再次，资管科技行业的客户数量和多样性更高。**相比于支付和银行

⁵⁵ Burton-Taylor. Financial Market Data/Analysis Demand Survey, Global 2020 & 2021. 见雅虎报道 <https://news.yahoo.com/financial-market-data-spending-expected-123000381.html>

⁵⁶ 尽管我们估计了另类数据的市场规模，但事实上数据是否“另类”还是“传统”，这条边界一直在动态模糊中。在市场意识到另类数据的重要性后，就会将其中一些类型的数据纳入主流数据终端，可能若干年后就成为传统数据。所以另类数据市场的范围和规模在变化之中。

牌照收到严格监管,资管领域相对宽松,大量私募基金、产业资本甚至高净值个人都能入局,导致客户数量和复杂度上了至少一个数量级,为市场带来更多机会和挑战。最后, **投资理财的覆盖客群非常广**,从普通市民到高净值人群、机构都是客群对象。

因此,在资管科技大赛道的任何一个主要细分领域,不论是传统券商、公私募基金公司和银行,还是金融 IT 供应商、互联网巨头、创业公司,都有机会分羹,是一个尚未形成寡头垄断格局的市场。随着技术的不断进步、市场需求的不断变化和政策的不断调整,这个赛道的创新也将层出不穷,快速发展。

4.2 资管科技的 5 个发展趋势

第一,在基础设施和软件系统方面,投资交易系统和财富管理软件将向分布式架构、开放化平台、云服务部署转变,以区块链等代表的底层技术也将发挥重要作用。随着证券市场越来越开放、投资品种和策略愈加丰富、交易频率规模和时间日益增长,投资交易系统需要面对随时在线、实时响应多样化需求、迅速水平扩容、功能性能敏捷变化的挑战,高可靠、高可用、高安全、高性能、低时延、灵活性等成为必备。传统的集中化系统因为功能复杂、升级成本高、扩展难、封闭性强等原因难以适应,证券投资交易的核心系统等市场基础设施正在向分布式架构和开放化平台转型,以更好地打开解耦、适应变革创新。国内的恒生电子、顶点软件、华锐金融等公司都与券商和互联网公司伙伴积极联合开发分布式系统。而且,随着云计算市场的成熟,资管软件系统具备了以 API 调用、SaaS 和 PaaS 形态提供给服务的能力,能够为客户带来更丰富、更及时的功能和产品选择。从外围业务到核心业务、从创新业务到传统业务、从低频业务到高频业务,资管系统的上云在逐步推进。金融数据巨头如 Bloomberg、Wind 的商业模式已经是订阅,创业公司 OpenGamma、DriveWealth 都面向开发者提供了丰富的 API 以开发所需功能。另外,随着资产数字化程度的不断提高,区块

链在证券基础设施上扮演越来越重要的作用，能更好地发挥促进价值流动的作用。它能降低证券登记业务成本，简化证券结算流程，化解中央存管机制下的结算风险⁵⁷。区块链在证券市场的应用潜力受到各国高度重视，例如澳大利亚等国家已率先启用区块链用于证券交易后服务（见本公众号早期文章 [《案例研究 | 澳交所：探索布局区块链技术》](#)）⁵⁸，纳斯达克在 2016 年就发布了区块链上的私募股权交易平台 Linq。

第二，在客群需求方面，面向大众富裕以下人群、年轻人的普惠财富管理市场是亟待开启的蓝海和新增长点。从泛行业视角看，普惠化是创新创业的重要方向之一（见本公众号早期文章 [《金融科技创业赛道的 11 个未来式》](#)），资管科技也不例外。高净值人群客户是财富管理的传统市场，竞争已经非常激烈，普通群众（包括资产在 50 万-1000 万之间的大众富裕人群和 50 万以下的中低收入人群）将是财富管理的重要增长点。根据中金公司研究，大众富裕人群对资管机构的 AUM 贡献和营收贡献都占据了主导地位⁵⁹。中低收入人群的 AUM 和营收贡献虽然较少，但

图 9 显示，中国的中低收入人群就有一个 38 万亿的待发掘市场，同样不能忽视。在以往，服务普通人群的收益可能不如机构成本，但人工智能等数字技术的出现极大降低了金融服务的边际成本，从而让传统上属于高净值人群的理财资管服务也能服务于普通群众。智能投顾和智能投研的出现就切合了这个大趋势，又比如国外还出现了许多为普通百姓做零钱理财的软件如 Acorns、Digit 等。在中低收入人群中，收入尚少的年轻人也是值得格外关注的群体，他们是互联网时代的原住民，易于接受更新鲜的投资理财方式，而且他们后期还能转化为大众富裕人群乃至高净值人群，是一个可持续经营的客群。国外已有 Current、U-Nest、

⁵⁷ 林熹，张开翔，黄宇翔. 区块链通识. 深港澳金融科技师考试专用教材（内部发行）.

⁵⁸ <https://www.jianshu.com/p/bf28d5e6eb15>

⁵⁹ 中金公司. 2020. 财富管理，如何从量变走向质变？

Edquity 等公司专注于青少年理财储蓄，Robinhood 等投资软件还特别受到年轻人欢迎。

第三，在经营模式方面，从交易驱动转向价值驱动，做大存量规模，进一步向利息收入转型。上文介绍过，资管公司的收入模式包括交易收入、资产收入、利息收入，但事实上业内很多企业的交易收入在营收中的比例已经越来越低。2019 年以来，随着 Robinhood 推出零佣金，美国嘉信理财、盈透证券、E-trade 等券商以及英国数字银行 Revolut 等纷纷推出零佣金、零门槛的交易账户，我国券商的佣金也已经一降再降。与此相对，业内认识到要努力让客户资产增值，做大 AUM，形成资产沉淀，通过收取资产管理费用来为客户和企业创造价值，获得“双赢”。除了收取资产管理费，领军资管企业还在降低费率，努力做大信用业务（贷款、融资融券）等等，从生息资产中获得收入，向银行业务转型。嘉信理财的生息收入占营收已超过 60%，资管收入达到 30%；Betterment 和 Wealthfront 都开设了有美国联邦存款保险公司 FDIC 保险的存款账户；英国最大的投资平台 Hargreaves Lansdown 也开通了存款账户。这样也能够减少经济下行期间投资者减少证券头寸的业绩波动风险——当然开设这样的账户必须符合监管的规定⁶⁰。

第四，在经营资源方面，以另类数据为代表的的数据价值将进一步凸显，资管行业有望成为数据要素市场建设的试点和示范区。在大数据时代，多维度、异质性、大规模、高质量的数据是这个时代极为重要的资产。尽管仍然有些争议和风险，但另类数据为投资人获得 Alpha 收益的事例已比比皆是⁶¹。未来谁拥有更全面、更多、更高质量的另类数据并进行合理分析，谁就有可能在竞争中胜出。而且，随着另类数据市场的成熟，资管行业有可能成为我国数据要素市场建设的试点和示范行业，对我国构建和完善数据市场基础性制度——包

⁶⁰ Forrest. Predictions 2020: Wealth Management.

⁶¹ Monk, Ashby, Marcel Prins, and Dane Rook. 2019. "Rethinking Alternative Data in Institutional Investment." Journal of Financial Data Science (Winter): 14–31.

括数据要素的产权、数据开放的管理、数据流动的交易和数据市场的监管——有着重要探索意义。

第五，在资产形式方面，另类资产的资产管理将更加普遍，多品种、跨市场的投资对象将催生更丰富的投资交易系统、平台和软件。私募和对冲基金、房地产、基础设施、自然资源等另类资产是当今非常重要的一类资产。2018 年全球另类资产 AUM 有将近 9.5 万亿美元，约占全球资管总规模的 13%⁶²。随着资产数字化程度越来越高，每一个交易步骤的数字化、标准化程度愈发完善，投资标的物更具有标准化，可能会形成越来越多可信、高效的投资交易平台。例如在农田投资交易市场，出现了 AcreTrader、FarmTogether 等平台。而且，随着金融开放和全球市场一体化程度的深入推进，在监管允许范围内，支持“多品种、跨市场”的证券交易系统、软件和平台将越来越多，让客户通过单个系统，“一键下单”，买到全球多个市场、多个品类的投资品。



【扫码关注公众号】

⁶² 数据来源：另类资产 AUM 的数据来源于 Preqin Investor Outlook: Alternative Assets H1 2019. BCG 统计，2018 年全球资管总规模约为 74.3 万亿美元，见 <https://www.bcg.com/publications/2019/global-asset-management-will-these-20s-roar>