

证券 II 行业

海外投顾业务研究：历程、模式与格局

分析师： 陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE.no: BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师： 陈卉



SAC 执证号: S0260519040001

SFC CE.no: BOX142



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

核心观点:

- **国内公募基金投顾业务落地，研究海外经验和启示意义重大。**2019年10月25日，证监会下发了《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》，公募基金投资顾问业务试点正式启动，多家公募基金和第三方基金销售公司完成试点备案，根据券商中国报道，近期至少有7家券商、2家银行同批获基金投顾试点资格。在此背景下，研究海外投顾业务的发展历程、业务模式、行业格局等内容，对于国内业务展开及行业影响展望，具有较强的映射意义。
- **发展历程：投顾业务升级转型，智能投顾与买方模式成为主流。**2008年金融危机后因市场冲击和政策调整，美国限制投行自营交易规模、规范衍生品市场，投行杠杆由30多倍下降至15倍左右，其中2009-2017与2000-2008相比，大型投行相应ROE中枢由15.5%降至9.3%。同时，高度竞争环境下行业低费率趋势难以阻挡。为对应消费者需求量质齐升，一方面，**智能投顾开始兴起**，积极运用新兴技术，为数量庞大的中低收入群体提供优质投顾服务；另一方面，**卖方投顾向买方投顾转型**，收取费用以客户资产规模为基础，而与销售产品的收入脱钩，避免了买卖双方之间的冲突。
- **行业变革：收费模式由佣金模式向服务费迁移。**2012年英国颁布《零售分销审查制度》，独立投资顾问被禁止向产品提供商索要佣金；2017年美国公布《受托新规》，规定披露收取的所有佣金来源，促进投行向服务费模式转型。根据摩根士丹利奥纬咨询测算，银行、投行、独立顾问的投顾业务采用服务费模式或佣金+服务费模式的平均比重由2005年74.1%增至2006年86.9%，其中美国投行的比重由89.4%增至94.4%。而据切鲁利的最新研究，近十年来，美国服务费模式管理的资产比重从2008年的26.34%蹿升到2017年的44.71%，管理金额超9万亿美元。
- **业务模式：运作模式多元，形成差异化竞争。**买方投顾业务的核心则是代客理财，而非过去的销售产品。具体而言，目前的海外主流模式有四种。（1）**私人银行的高端定制投顾模式**：以瑞银集团为代表，提供数量丰富、种类齐全的产品，但服务费费率昂贵。（2）**大型投行的综合性投顾模式**：以摩根士丹利、高盛等为代表，提供的投顾项目涵盖范围较广，收费模式也较为多元，总体价格低于私人银行同类产品。（3）**智能投顾模式**：以Betterment为代表，低廉的价格与便捷的服务推动其规模迅速扩张。（4）**第三方投顾平台模式**：以嘉信理财和Asset Mark为代表，不直接提供投资顾问服务，而将其外包，向理财顾问收费。总体来看，不同类型公司针对自身特点采取适当模式，铸就了差异化竞争格局。
- **竞争格局：老牌投行提量提质提费，新兴机构降费薄利多销。**私人银行和大型投行企业主要通过提质和提量增强自身竞争力，吸引超高净值客户及中高端人群，以收取高额费用为补偿提供优质服务；新兴机构主要通过降低成本、简化流程从而以低价格和低门槛吸引中低端消费者，进而以高性价比取胜，实现盈利的目标。
- **风险提示：政策风险、市场波动风险、人才流失风险、产品间风险传导等。**

相关研究:

证券 II 行业:业绩同比提升，关注改革推进与宽松预期共振投资机会——证券行业 1 月经营数据点评	2020-02-13
证券 II 行业:市场全面回暖，带动券商 12 月业绩大幅提升——证券行业 12 月经营数据点评	2020-01-09
证券 II 行业:从效率的角度看龙头券商估值的分化	2020-01-05

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	14.21	20191030	买入	17.30	0.75	0.92	18.95	15.45	1.29	1.20	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.55	20191201	买入	24.90	0.91	1.15	20.38	16.13	1.34	1.27	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	23.40	20191030	买入	28.62	1.01	1.10	23.17	21.27	1.75	1.65	7.8%	8.0%
国泰君安	601211.SH	CNY	17.00	20191213	买入	23.45	1.04	1.09	16.35	15.60	1.09	1.00	7.10%	6.70%
东方财富	300059.SZ	CNY	17.35	20200121	增持	20.40	0.26	0.34	66.73	51.03	5.15	5.10	7.59%	7.85%
海通证券	06837.HK	HKD	8.37	20191030	买入	9.50	0.75	0.92	10.19	8.31	0.69	0.65	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	13.54	20191201	买入	17.20	0.91	1.15	13.59	10.76	0.89	0.85	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	16.66	20191030	买入	20.30	1.01	1.10	15.07	13.84	1.14	1.07	7.8%	8.0%
国泰君安	02611.HK	HKD	13.02	20191213	买入	16.78	1.04	1.09	11.44	10.91	0.97	0.89	7.10%	6.70%
中金公司	03908.HK	HKD	14.38	20191119	买入	18.67	1.12	1.30	11.68	10.07	1.23	1.13	11.0%	11.7%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、历史沿革：需求转变推动服务升级，智能投顾与买方模式渐成主流.....	6
二、主要模式：收费模式和运营模式多元，铸就差异化竞争格局.....	12
三、核心竞争力：老牌投行提量提质提费，新兴机构降费薄利多销.....	18
四、风险提示.....	26

图表索引

图 1: 70-80 年代美国居民通过共同基金、保险、养老金配置金融资产占比提高(%)	7
图 2: 70-80 年代美国共同基金管理规模持续增长 (亿美元)	7
图 3: 美国基金资产占家庭资产比重 (%)	8
图 4: 全球受托监管基金规模 (万亿美元)	8
图 5: 2008 年次贷危机前后美国证券业 ROE 对比 (%)	9
图 6: 美国共同基金费率持续下滑 (%)	9
图 7: 对冲基金总体费率缓慢下滑 (%)	9
图 8: 智能投顾资产管理规模 (百万美元)	10
图 9: 投顾业务收费模式由佣金模式向服务费模式迁移 (%)	11
图 10: 投顾业务不同收费模式管理资产 (左轴, 十万美元) 及服务费率模式管理资产占比 (右轴, %)	11
图 11: 美国主要财富管理公司	13
图 12: 单一的咨询收费模式下资产规模 (百万美元) 与费率 (%) 的关系	16
图 13: 基于策略的咨询收费模式下资产规模 (百万美元) 与费率 (%) 的关系	16
图 14: 美国投顾专家工作模式	18
图 15: AssetMark 平台资产规模 (十亿美元)	18
图 16: 美国投资机构管理基金规模 (十亿美元)	19
图 17: 服务费收入占投资顾问业务收入比重 (%)	19
图 18: 各公司财富管理部门利润率变动情况 (%)	19
图 19: 各公司财富管理部门 ROE 变动情况 (%)	19
图 20: 瑞银集团并购、整合历史 (部分)	20
图 21: 摩根士丹利客户资产 (左轴, 十亿美元) 及增长率 (右轴, %)	21
图 22: 摩根士丹利财富管理业务分项目收入 (十亿美元)	21
图 23: 各公司投资顾问数 (左轴, 人) 和投资顾问占雇员比例 (右轴, %)	22
图 24: 嘉信理财分业务收入 (百万美元)	23
图 25: Betterment 融资情况 (百万美元)	23
图 26: 美国持有共同基金的家庭数量 (左轴, 百万户) 及占比 (右轴, %)	24
图 27: 美国独立理财顾问数量 (左轴, 人) 及占比 (右轴, %)	24
图 28: 美国智能投顾业务管理资产规模 (左轴, 亿美元) 及增速 (右轴, %)	26
图 29: 美国智能投顾业务市场用户数量 (左轴, 万人) 和渗透率 (右轴, %)	26

表 1: 个人和机构需求转变推动投顾服务升级.....	7
表 2: 投资顾问业务主要收费模式.....	10
表 3: 2018 年 Q3 消费者对投顾业务收费模式的偏好 (%).....	11
表 4: 买方投顾业务服务费收取模式.....	12
表 5: 美国各类型财富管理机构投顾业务范围与对象.....	14
表 6: 瑞银集团提供数量丰富、种类齐全的投顾服务.....	15
表 7: 智能投顾 1.0 时代与 2.0 时代的比较.....	17
表 8: 国外投行财富管理投顾团队配置和投顾人员要求.....	21
表 9: 瑞银财富规划助理计划.....	22
表 10: 2017 年各公司针对不同规模资产的投资顾问业务收费价格 (美元).....	23
表 11: 智能投顾企业收费情况.....	25

国内公募基金投顾业务已经落地。2019年10月25日，证监会下发了《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》，公募基金投资顾问业务试点正式启动，嘉实基金、华夏基金、易方达基金、南方基金、中欧基金5家基金公司成为这一业务的首批试点机构。12月中旬，腾安基金、珠海盈米基金、蚂蚁（杭州）基金3家第三方基金销售公司完成试点备案。根据券商中国报道，近期，至少有7家券商、2家银行同批获基金投顾试点资格，包括银河证券、中金公司、中信建投证券、国泰君安证券、申万宏源证券、华泰证券、国联证券和招商银行、平安银行等。

所谓基金投资顾问业务，主要是指拥有相关资质的基金投资顾问机构，接受客户委托，在客户授权的范围内，按照协议约定为客户进行投资基金具体品种、数量和买卖时机的选择，并代替客户开展基金产品申购、赎回、转换等交易申请的业务。这一全新的业务，如何落地？对金融行业有何影响？

我们将研究视角聚焦海外。从海外的实践来看，投顾业务内涵丰富，参与者既有买方机构、也有卖方机构，产品既有共同基金、也有股票交易账户，它是金融市场发展成熟的表现，也是行业生态再优化的结果，改变了金融产品与销售、交易、收费等环节的运行模式，也掀开了财富管理的新篇章。本篇报告，我们聚焦投顾业务在海外的经验和启示，重点探讨投顾业务的发展历程、业务模式、行业格局以及核心竞争力培育等环节，为投资者介绍投顾业务的重要意义，也为有意于从事基金投顾业务的金融机构提供操作思路。

国内投顾业务先从公募基金产品开始试点，这是金融机构实现买方投顾的重要一步，政策意义或许更为深远。

一、历史沿革：需求转变推动服务升级，智能投顾与买方模式渐成主流

所谓投资顾问业务，根据美国的《投资顾问法》，指以营利为目的，通过直接或间接的方式，为他人提供证券分析和推荐的服务。投资顾问业务基本涵盖了整个市场的资产管理和理财服务，而偏客户方向的财富管理是本文的重点。为了明确指代，下文将投资管理和财富管理做如下划分：（1）投资管理：主要是为客户建立、管理证券组合，创设资管产品，从投资者利益出发在风险限制内完成收益目标，这里我们主要是强调投资属性；（2）财富管理：作为客户的投资顾问提供财务规划、组合管理、遗产规划等服务，以满足客户实现资产保值、增值、传承的目的，这里我们强调其顾问和服务属性。

表1: 个人和机构需求转变推动投顾服务升级

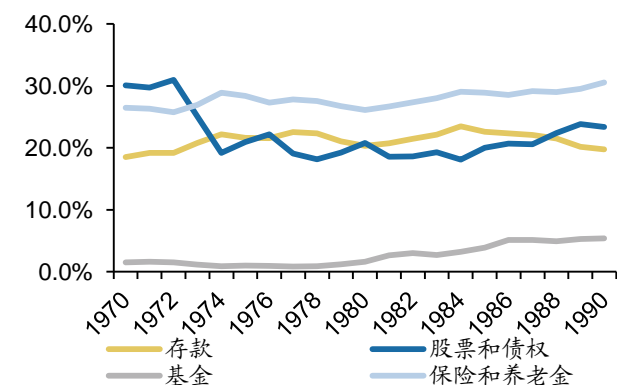
时间	个人需求	机构需求	投顾业务主流形式
18世纪中叶-20世纪中叶	富豪和达官贵族为主 需求数量少但要求高	提供专属服务 换取高收益率	私人银行业务
20世纪中叶-2007年	经济发展、人口增长 需求数量多但要求低	扩大业务规模 增加利润总额	传统投顾业务
2008年至今	大众富裕阶层规模扩大 投资需求和要求均进一步提高	降低业务成本 重视长期收益	智能投顾业务 与买方投顾业务

数据来源: 广发证券发展研究中心

投顾业务的发展可以分为三个阶段。第一阶段是孕育期,这一时期买方数量少,而机构往往通过定制服务获取高回报率。早在18世纪中叶,投顾业务的前身私人银行业务就已经出现。面对当时极少数富豪和达官贵族的需要,瑞士的私人银行专门推出了一对一、全方位、完全保密的特殊服务以换取高收益率。其具体服务项目不仅包括财务咨询、投资建议,还涵盖了衣食住行、教育、医疗等多个领域。

第二阶段是成熟期,在这一阶段买方数量急剧增加,相关法律法规也相继出台,机构投顾业务的范围迅速扩张,逐步形成一个体量巨大、规则严密的产业链。20世纪中叶以来,得益于经济的飞速发展及婴儿潮一代的成长,美国的大众富裕阶层逐步增多,跨领域投资需求随之大幅提升。而70年代确立的佣金自由化和雇员退休收入保障法案进一步改变了居民的储蓄投资风格,税收优惠(资本利得税递延)激励着人们采用IRA(个人退休账户)及401(K)账户实现养老金的保值增值。与此同时,《投资顾问法》、《证券投资者保护法》也陆续出台,健全了法律体系,增强了投资者的信心。官方数据显示,70-80年代美国居民通过共同基金、保险、养老金配置金融资产占比持续提高。

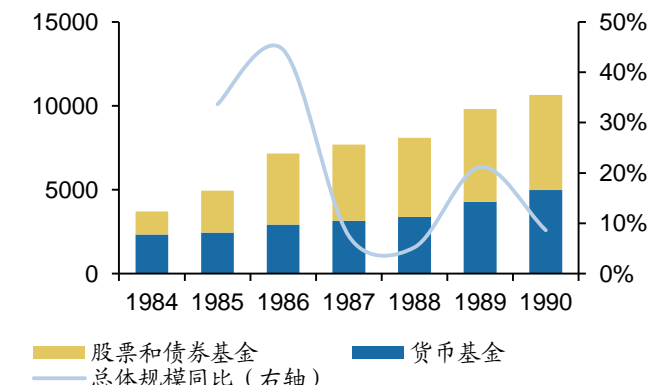
图1: 70-80年代美国居民通过共同基金、保险、养老金配置金融资产占比提高(%)



数据来源: 美联储、广发证券发展研究中心

注: 基金包含货币基金和共同基金

图2: 70-80年代美国共同基金管理规模持续增长(亿美元)



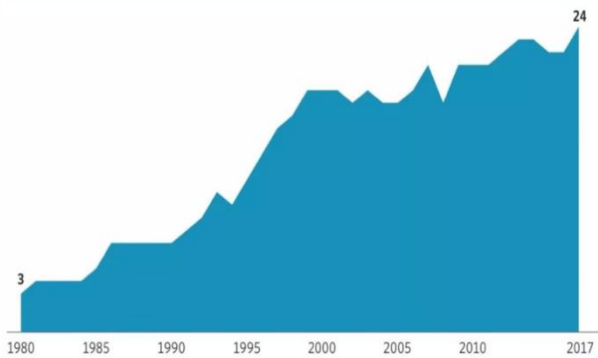
数据来源: ICI、广发证券发展研究中心

市场需求扩大加之政策利好,银行等金融机构也开始主动扩大服务对象的范围,将原来专属于高端富裕阶层的个人理财业务拓展至大众富裕阶层。1999年,美国国

会通过了《金融服务现代化法案》，允许证券、银行、保险三业混业经营，金融产品与服务得以极大丰富，推动了相关机构继续扩大投顾业务的规模。从规模上来看，投资顾问业务随财富管理的发展而不断扩大。根据花旗银行测算，2000-2007年财富管理规模长期增长率高达15%-30%，高于资管规模增长率10%-12%，其高速增长主要来源于渗透率的提升，在政府和相关机构的共同引导下，居民直接配置金融资产的比重减小，转而选择通过财富管理机构的投顾服务进行配置。

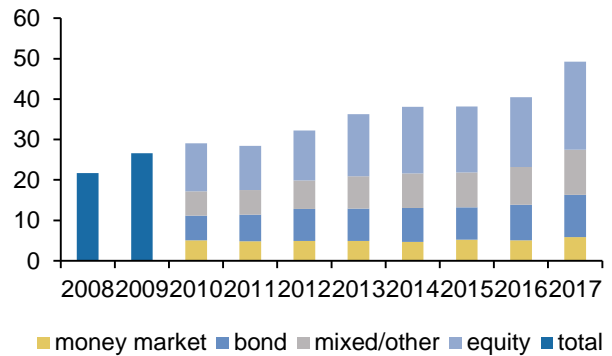
第三阶段是转型期，这一时期消费者需求量质齐升，而对应公司的业务结构则逐渐调整。就买方而言，美国家庭资产中，基金资产占比持续上升。1980年美国推出401K与IRA政策之后，基金在美国家庭资产占比长期保持上升趋势，直至次贷危机时下滑到约20%，但之后又立即回升，截至2017年末基金占家庭总资产的比例为24%。从全球来看，受托监管规模自2008年以来也不断扩大，从最初的21.7万亿美元升至2017年的49.3万亿美元，十年的增长率达127.19%。而在质量方面，由于投资者在金融危机后对投资风险高度重视，因此对于基金投顾业务的安全与收益有了更多的考虑，提出了更高的要求。

图3: 美国基金资产占家庭资产比重 (%)



数据来源: ICI、广发证券发展研究中心

图4: 全球受托监管基金规模 (万亿美元)

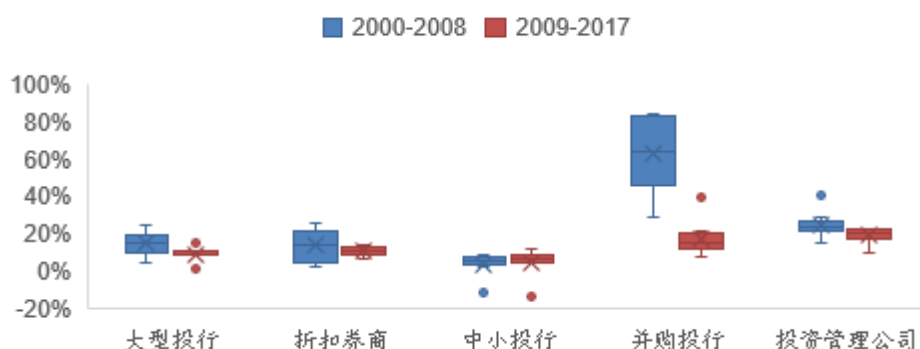


数据来源: ICI、广发证券发展研究中心

注: 2008年、2009年缺少分项数据

就卖方而言，公司因市场冲击和政策调整受到较大影响。2008年金融危机后，美国政府颁布了《多德-弗兰克法案》，限制投行自营交易规模、规范衍生品市场，机构业务受到较大影响，资产负债表快速收缩，行业杠杆由30多倍下降至15倍左右，相应的，大部分投行的ROE也出现不同程度的下滑。其中，大型投行和折扣券商偏向重资产业务（大型投行资本中介业务和折扣券商现金管理业务），ROE变化与杠杆率高度相关，受政策影响大型投行财务杠杆大幅降低，相应ROE中枢也由15.5%降至9.3%，折扣券商杠杆小幅提升，ROE略微下滑、波动降低。而在采用轻资产经营模式为主的中小投行、并购投行、投资管理公司中，中小投行ROE中枢相对较高，业绩表现也相对稳定；而投资管理公司和并购投行的ROE则出现了下滑。各类机构纷纷寻求业务转型以逆转颓势。

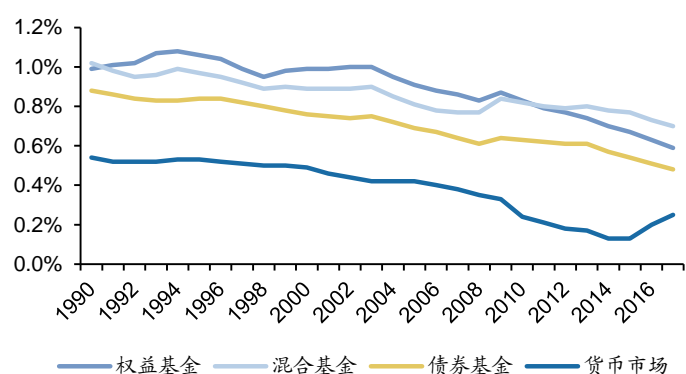
图5：2008年次贷危机前后美国证券业ROE对比（%）



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

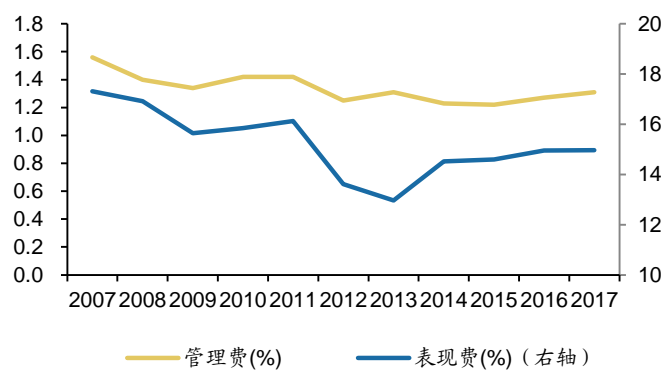
与此同时，高度竞争环境下行业低费率趋势难以阻挡。在高度的市场竞争环境中，资金会选择流向收益水平相当但费率更低的产品，同时，业绩表现不够出色的产品也面临费率下调以维持管理规模的压力。因此，行业层面的费率下降趋势难以阻挡。以美国共同基金为例，无论是权益基金、混合基金、债券基金和货币市场基金，其管理费用率从1990年至2017年都呈现下降趋势。权益基金从90年代的大约1%的水平下降至2017年的0.59%，混合基金从1%左右的水平降至0.7%，债券基金从0.88%降至0.48%，货币市场基金由于监管的原因，费率有所反弹，但依然处于0.25%的低位。而在对冲基金方面，根据Eurekahedge对最近十年平均管理费率 and 表现费的追踪来看，对冲基金管理费率从2007年的1.56%下降至2017年的1.31%。

图6：美国共同基金费率持续下滑（%）



数据来源：ICI、广发证券发展研究中心

图7：对冲基金总体费率缓慢下滑（%）

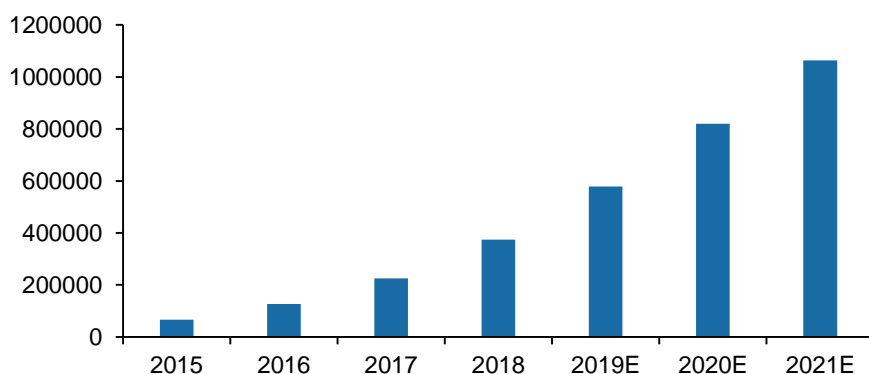


数据来源：Eurekahedge、广发证券发展研究中心

在此背景下，投顾业务走上升级与转型之路。一方面，智能投顾开始兴起。面对激烈的竞争，部分公司如2008年出现的Betterment和2010年出现的Wealthfront着重通过降低成本、提高效率，从而吸引更多过去被忽略的长尾客户，进而实现营收的增长。具体而言，这些公司积极运用新兴技术，如使用机器人回答客户疑问、利用程序化交易完成批量定制化服务等，从而实现为数量庞大的中低收入群体提供优质投顾服务的目标。凭借着其低门槛、高品质的特点，近年来，智能投顾发展迅猛，据权威数据统计网站Statista的资料，智能投顾管理资产规模逐年攀升，2018

年管理资产规模为3742亿美元，年增长率达66.48%，预计在2021年全球智能投顾管理资产规模将超过1万亿美元。

图8: 智能投顾资产管理规模 (百万美元)



数据来源: Statista、广发证券发展研究中心

另一方面，买方投顾逐渐流行。为了吸引并留住顾客、增加长线收益，国外投行主动加速从卖方投顾向买方投顾转型。在传统的卖方投顾业务中，公司盈利的方式主要是通过销售产品赚取佣金，通常难以避免过度销售或故意销售更高返佣产品以获取更高收入的问题，因此容易出现“基金产品赚钱，基民不赚钱”的局面，激化顾客与企业间的矛盾，不利于公司的长远发展。而在买方投顾模式下，收取费用以客户资产规模为基础，而与销售产品的收入脱钩，避免了买卖双方之间的冲突。在此情况下，受托责任被放在首位，投资顾问积极为顾客获取利益，而顾客在受益后又可能加大资本投入，两者间形成一种良性循环，为公司获得长线收益奠定良好基础。

表2: 投资顾问业务主要收费模式

模式	佣金模式 commission-based	佣金+服务费模式 fee-based	服务费模式 fee-only
特征	只赚取销售产品带来的佣金	既可由客户直接支付 也可从其他来源获得收益	直接由顾客付费 不能从其他来源获得补偿
优势	客户无需为服务付费	基础费用相对较低	必须把客户利益放在第一位
劣势	只需向客户销售合适产品	只需向客户销售合适产品	基础费用相对较高

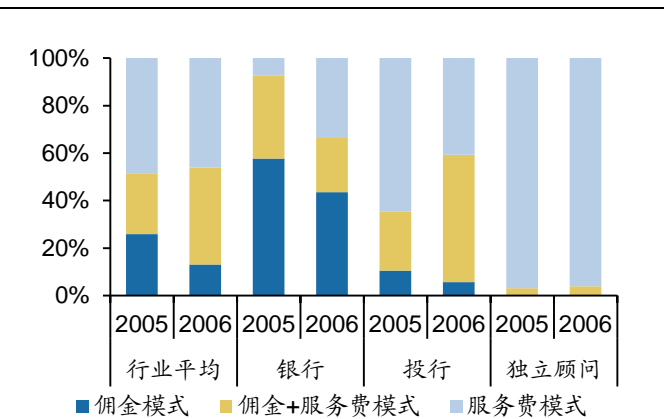
数据来源: 广发证券发展研究中心

与此同时，受相关政策的直接推动，投顾业务的收费模式逐渐从佣金模式向服务费模式迁移。就美国而言，在1975年《证券交易修订案》的基础上，美国劳工部于2017年正式公布《The Department of Labor(DOL) Fiduciary Rule》（简称《受托新规》），虽然由于争议较大，该法规目前还未正式施行。前者废除了固定佣金制度，放松了对基金销售费用的监管，允许公司采用多种费用结构向客户索取中介费用。而后者规定使用佣金模式的投顾顾问必须签订《最佳利益合同豁免》(Best Interest Contract Exemption)，披露收取的所有佣金来源，此举将会增加佣金模式的合规成本，降低不当获利的可能性，促进投行向服务费模式的转型。就英国而言，

佣金模式的生存空间已经基本消失。英国金融监管机构于2012年底颁布《Retail Distribution Review》（《零售分销审查制度》），根据RDR的规定，在英国投顾界占绝对多数的独立投资顾问被禁止向产品提供商索要佣金，佣金模式因此大幅衰退。

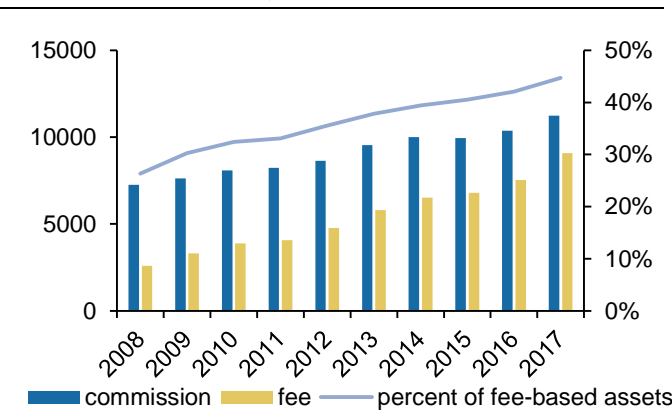
从可比数据看，以服务费模式为特征的买方投顾业务受到越来越多公司和顾客的青睐。根据摩根士丹利奥纬咨询测算，行业的投顾业务采用服务费模式或佣金+服务费模式的比重由2005年74.1%增至2006年86.9%，其中美国投行的比重由89.4%增至94.4%。而根据切鲁利的最新研究，近十年来，服务费模式管理的资产比重持续上升，从2008年的26.34%蹿升到2017年的44.71%，管理金额超9万亿美元；同一份报告也指出，截至2018Q3，62%的美国投资者更偏好基于服务费的支付安排，而不是佣金。

图9: 投顾业务收费模式由佣金模式向服务费模式迁移 (%)



数据来源: 摩根士丹利、广发证券发展研究中心

图10: 投顾业务不同收费模式管理资产 (左轴, 十万美元) 及服务费模式管理资产占比 (右轴, %)



数据来源: Cerulli Associates、广发证券发展研究中心

表3: 2018年Q3消费者对投顾业务收费模式的偏好 (%)

Preferred Fee Structure	Self-directed	Advice for Special Events	Advisor-Assisted	Advisor-Directed	All Households
Commission	56%	48%	26%	13%	38%
Fee Preference	44%	52%	74%	87%	62%
Asset-Based	16%	30%	47%	61%	36%
Fee					
Retainer Fee	14%	17%	23%	22%	18%
Hourly Fee	14%	5%	4%	4%	8%

数据来源: Cerulli Associates、广发证券发展研究中心

总体上，美国投行发展投资顾问服务、实现客户服务模式转型，是适应市场需求和监管环境变化，不断演变、捆绑提供多种产品和服务的过程，体现了经纪交易、投资顾问等各类证券服务的融合，也是整个行业的发展潮流。

二、主要模式：收费模式和运营模式多元，铸就差异化竞争格局

买方投顾的最大特征就是从销售商品向提供服务转变，相应的，其收费模式也从赚取差异化佣金向收取服务费转型。不过，服务费的收取模式并非只有一种，事实上，服务费会因客户所在地区、咨询耗费时间、具体业务项目和客户资产规模等因素的不同而产生巨大的差异。

从理论上讲，服务费的收取形式可以分为四类。第一类是固定费用型（Fixed Fee），相关机构会提前区分不同项目并确定对应的年金，而顾客可提前了解成本，并根据自身情况选择合适项目。第二类是时间收费型（Time-based Fee），这种模式单位成本较高且不提供长期的理财指导，不过总成本低且见效快，更适合本身收入和资产都较少而亟需财富管理指导的年轻人。第三类是资产规模收费型（Asset-based Fee），相关机构通常会将资产规模划分为几个档次并确定对应档次的收费百分比，这种模式容易形成资产聚集的规模效应，集中各方人才制定最优投资策略，在长期可带来较大收益。第四类是绩效收费型（Performance-based Fee），这种模式下机构根据财富管理的结果向客户索取费用，独特的制度设计有利于顾客利益的最大化，但是由于前期投资成本高而收益可能较小因此既不适合大部分中小型机构又不受大型机构偏爱。

表4：买方投顾业务服务费收取模式

模式	固定费用 Fixed Fee	基于时间 Time-based Fee	基于客户资产规模 Asset-based Fee	基于投资绩效 Performance-based Fee
特征	对各类任务明码标价 每年收取固定费用 事先可获悉全部费用，	按照提供投资管理建议 花费的时间收取对应费用	根据管理的资产规模收费 通常规模越大单价越低 持续提供服务，	基于财富管理的结果 收取对应费用 持续提供服务，
优势	持续提供服务	效率高，总成本低	容易形成规模效应	机制有利于顾客利益最大化
劣势	成本可能较高 无法保证客户利益最大化	通常不会对顾客的投资或 财务状况进行持续监控	成本可能较高 无法保证客户利益最大化	业务发展初期收益可能较 低，导致机构不愿采用
通常价格	1000-3000 美元/年	100-300 美元/小时	管理资产金额的 1%-2%/年	

数据来源：Smartasset、广发证券发展研究中心

而在实践中，由于客户和厂商均具有多元性，因此不同机构针对主要服务人群推出了各具特色的服务。具体而言，财富管理客户主要分为大众人群、大众富裕人群、高净值人群，针对不同客户的特征，财富管理机构采用更具针对性的方式服务客户：折扣券商主要服务大众人群和富裕人群，向客户提供通道经纪、投资产品代销、投资顾问等服务，其特点是费率较低，通过互联网实现交易；智能投顾主要服务大众人群，向客户提供在线的智能化财务规划和投顾服务，以低门槛和低成本著称；中小投行主要服务富裕人群，除了直接向客户提供投顾服务外，其也为独立投顾（RIAs）提供了拥有交易及投资咨询服务功能的集成平台，使其能够更好地为投资人提供服务；大型投行主要服务富裕人群和高净值人群，向客户提供综合财富管理

理和财富传承规划；而私人银行主要服务高净值人群，其提供的投顾业务针对性最强，多定制化的财富规划，私人银行一般为商业银行或全能银行的一个部门。

图11：美国主要财富管理公司



数据来源：摩根士丹利、广发证券发展研究中心

在收费模式方面，上述五类机构虽然存在一定差异，但是基本都具备了买方投顾的特征。针对不同客户的特点，财富管理机构采用不同的收费方式：折扣券商面对体量庞大的大众人群和富裕中产阶级，除了销售自身理财产品，也提供第三方投顾咨询并向投资顾问收取渠道费；智能投顾主要服务中低等收入，理财经验和时间不足的年轻人，其收入大多来源于客户咨询费和交易手续费；中小投行/注册投顾主要面向富裕人群，向客户提供投顾服务，一般而言，其收入以客户服务费为主，不向客户收取买卖佣金或申购赎回费用，最大程度上减少利益冲突；大型投行主要服务高净值人群，业务范围较广，收费方式也较为多样化，以美林证券为例，其针对不同业务分别设立了美林投顾账户(Merrill Lynch Investment Advisory Program)和交易账户(Brokerage Account)两类账户，前者采用服务费模式而后者采用佣金模式；私人银行主要面向机构和高净值人群，以管理费为主要收入来源。总体来看，虽然并非所有厂商都放弃了佣金模式，但是各类机构都引入了买方投顾模式，并将服务费作为收入的主要来源之一。

表5: 美国各类型财富管理机构投顾业务范围与对象

公司名称	美林证券 (Merrill Lynch)	摩根大通 (JPMorgan Chase)	恒达理财 (Edward Jones)	Wealth Front	嘉信理财 (Charles Schwab)
类别	大型投行	私人银行	中小投行/注册投顾	智能投顾	折扣券商
业务范围	财富规划: 房地产配置、 医疗保健费用配置、休 闲资金配置、捐赠、退 休计划等。	提供投资咨询和财富管 理, 包括投资管理, 资 本市场和风险管理, 税 务和房地产规划, 银行, 贷款和特别财富咨询服 务。	与金融机构及产品代理 商对接, 为独立投顾提 供一个拥有交易及投资 咨询服务功能的集成平 台, 使其能够更好地为 投资人提供服务。	以计算机技术和模型为 核心, 为客户提供量身 定做的自动化投资组合 理财咨询服务, 包括股 票配置、期权配置、债 券配置及不动产配置。	折扣券商 管理投资方案; 财务计 划和退休服务; 金融服 务; 研究资源和分析工 具; 经纪服务。
服务客户	高净值人群。	机构、高净值人群 和个人投资者。	大众富裕人群。	中低等收入、理财经验/ 时间不足的年轻人。	大众人群和 富裕中产阶级。
收费模式	两类交易账户, 佣金与管理费并举。	附属于商业银行, 引流高净值客户, 以管理费为主。	平台提供交易与咨询, 以收取客户手续服务费 为主。	以客户咨询费和 交易手续费为主。	提供第三方投顾咨询, 向其收取渠道费, 兼有自身理财产品。

数据来源: 各公司年报&官网、广发证券发展研究中心

而从运作模式看, 买方投顾业务的核心则是代客理财, 即利用客户特定账户中的资产进行投资管理, 发挥投顾作用, 而非过去的销售产品。具体而言, 目前的主流模式有四种, 即私人银行的高端定制投顾模式、大型投行的综合性投顾模式、以Betterment为代表的智能投顾模式以及以嘉信理财和AssetMark为代表的第三方投顾平台模式。

以瑞银集团为代表的私人银行普遍采用高端定制投顾模式, 提供了数量丰富、种类齐全的产品, 供不同客户自由选择, 但是服务费费率也相对昂贵。虽然瑞银主要服务高净值人群, 但是仍然面向不同群体提供了多样化的投资顾问业务。其既有最低账户规模仅5000和10000美元的瑞银管理投资组合计划(The UBS Managed Portfolio Program)和瑞银咨询投资组合计划(The UBS Advice Portfolio Program), 也有最低账户规模就需要1500万美元的瑞银资产管理计划(The UBS Asset Management Program)。而除了上述投资顾问具有自由裁量权, 可以根据客户的特定目标和资产规模自主投资的项目外, 瑞银还提供了一些非自由裁量项目, 如PACE计划(PACE Select)和瑞银战略顾问计划(The UBS Strategic Advisor Program), 在这些项目中客户可在投顾给出建议的基础上自行作出关于共同基金、股票、固定收益证券、ETF等产品买卖的决定。就收费而言, 瑞银的大部分项目按照管理资产的规模收取对应费用, 其比例一般为每年2.5%, 高出市场平均比例一倍以上。

表6: 瑞银集团提供数量丰富、种类齐全的投顾服务

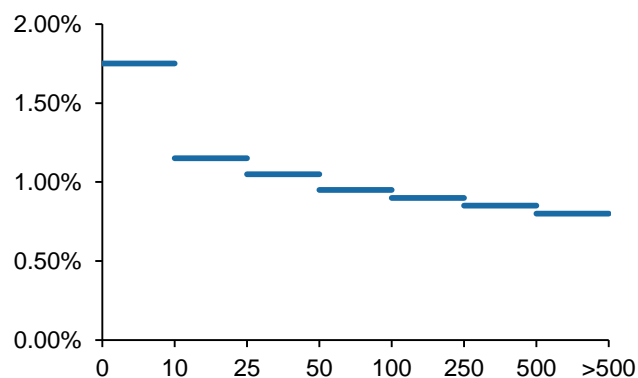
服务种类	Managed Program	Portfolio	Advice Program	Portfolio	PACE Select	Strategic Program	Advisor	Asset Management Program
最低账户规模	5000 美元		10000 美元		10000 美元	50000 美元		1500 万美元
主要服务客户	大众人群		大众人群和 大众富裕人群		大众人群和 大众富裕人群	大众富裕人群		机构和 高净值人群
自主裁量权	投顾具有自主裁量权		投顾具有自主裁量权		投顾没有自主裁量权	投顾没有自主裁量权		投顾具有自主裁量权
收费模式	每年管理资产的 2.50%		每年管理资产的 0.75%		每年管理资产的 2.50%	每年管理资产的 2.50%		-

数据来源: Smartasset、广发证券发展研究中心

以摩根士丹利、高盛等为代表的大型投行通常采用综合性投顾模式，其提供的投顾项目涵盖范围较广，收费模式也较为多元，总体价格低于私人银行同类产品。以摩根士丹利为例，其投顾业务项目非常多元，服务对象包括个人、家庭、企业和机构，业务范围涉及信托服务计划（Fiduciary Services Program）、财富规划服务（Financial Planning Services）、投资管理服务（Investment Management Services）等多个类型。而不同项目的账户最低金额差距极大，既有面向超高净值客户，至少需3000万美元才可申请的私人财富管理项目（Private Wealth Management）；又有面向大众人群，仅需0.5万美元就可参与的机器人顾问业务（Access Investing）。同样的，收费标准也因具体项目的不同而存在差异，摩根士丹利在根据资产总值的2%和250美元中的较低者收取服务费的同时还可能收取佣金及账户维护费、现金管理费等其他费用。此外，对于精选项目，公司还会额外收取0.045%的平台费。

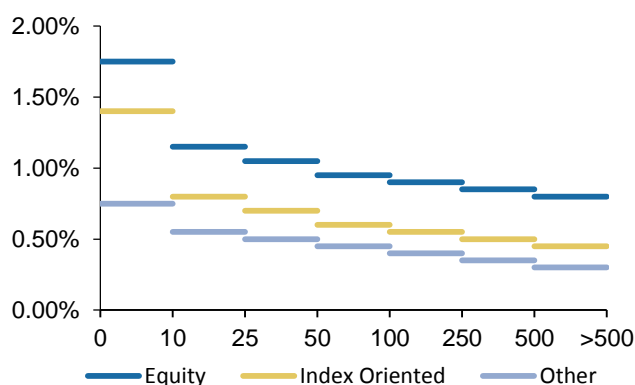
类似的，高盛集团也有着完备的投资顾问业务体系，涉及包括投资咨询服务（Investment Advisory Services）、财富咨询服务（Wealth advisory services）、机构咨询服务（Advisory Services for Select Institutions）等在内的多个分支项目。从收费模式看，其主要采取两种方式，一是纯粹的咨询收费模式（Single Advisory Fee Structure），适用于投资了多个资产类别的客户；二是基于策略的咨询收费模式（Separate Advisory Fee Structure），适用于仅投资少数资产类别的客户，不过两者本质上都是基于管理资产规模收费的模式，并且均试图利用规模越大则收费比例越低的优惠政策吸引大额资金入驻，为后续投资带来规模效应收益。此外，公司同样可能收取佣金以及托管费等其他费用。

图12: 单一的咨询收费模式下资产规模(百万美元)与费率(%)的关系



数据来源: Smartasset、广发证券发展研究中心

图13: 基于策略的咨询收费模式下资产规模(百万美元)与费率(%)的关系



数据来源: Smartasset、广发证券发展研究中心

2008年以来,以Betterment为代表的智能投顾模式兴起,低廉的价格与便捷的服务推动其规模迅速扩张。诞生之初,智能投顾主要依靠其低廉的价格与相对高品质的服务吸引年收入10万美元以下的大众客户。凭借云计算、大数据、人工智能等高新技术的应用,Betterment可以实现纯线上的智能投顾,方便快捷地提供资产配置服务。近年来,伴随着科学技术与投顾业务的进一步发展,智能投顾开始从1.0时代向2.0时代迈进,资产品种逐渐增加、投资组合不断优化、个性化程度稳步提升。而Betterment提供的服务也不仅限于原来面向中低端群体的全自动化的财富管理业务,而是向高端群体拓展,开发出了结合线上智能投顾和线下传统投顾的混合投顾项目,以及以智能投顾为基础的全方位财富规划项目。就收费而言,智能投顾的费用总体低于市场平均,以Betterment为例,其基础服务(Betterment Digital)对账户金额无限制且每年费用仅为资产总值的0.25%。而高端服务(Betterment Premium)虽然规定账户金额需超10万美元,但是每年也只收取资产总值0.4%的服务费,远低于市场平均的1.0%。

表7: 智能投顾1.0时代与2.0时代的比较

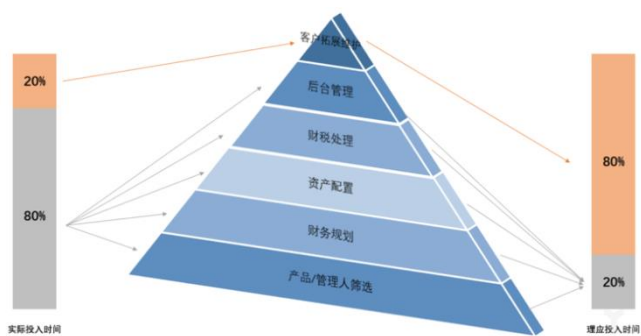
	智能投顾 1.0	智能投顾 2.0
客户画像	问询式调研与客户数据采集分析	场景化交流调研与客户行为、客户心理分析
大类资产配置	基于平台资产类型的大类资产，多以公募基金为主	开放产品平台基础上的多样化大类资产选择
投资组合选择	有限大类资产基础上的模式化投资组合	投资组合模型优化，个性化程度提升，真正为客户量身定制投资组合
交易执行	节约时间，降低交易成本	注重择时交易，选择最佳买卖时机
投资组合再平衡	自动化运作，减少情感波动对投资组合有效运行的影响	投资组合调整间隔缩短，随市场变动配置更为灵活
投资组合分析	提供投资组合运作情况及业绩分析	根据现有投资组合运作情况，尝试为客户提供更高收益的投资组合
技术层面	应用云计算、大数据、人工智能等技术，不再依赖于传统的业务运作模式	技术进一步升级，服务范围将扩展到更广阔、更富裕的人群，智能投顾将更加“智能”

数据来源: KayBETA、广发证券发展研究中心

此外，也有一些机构既不直接提供投资顾问服务，也与投资顾问机构没有关联关系，而是发展出了以嘉信理财和Asset Mark为代表的第三方投顾平台模式。先说前者。嘉信理财于1992年推出了OneSource平台，这是世界上第一个没有附加费、不收交易费共同基金超市，允许投资者在众多品种相互竞争、无附加费共同基金中挑选。在此基础上，嘉信理财又开发出“顾问资源”(Advisor Source)项目，即对于在投资过程中需要基金/资管产品的投资咨询服务的客户，嘉信理财本身不直接提供咨询服务，而是将咨询服务外包给第三方投资顾问(RIAs)，为客户提供经审批合格的独立投资顾问(RIAs)名单供其挑选，为其进行专业的投顾服务。与此同时，嘉信理财也不向该类经纪客户收费，而是向理财顾问收费，理财顾问将顾问服务费的一定比例支付给嘉信理财，作为使用其经纪通道的报酬。

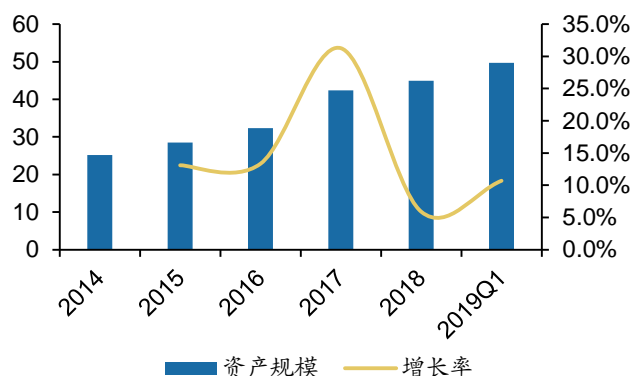
再说后者。投顾业务的发展还催生出了统包资产管理平台(Turnkey Asset Management Platform, TAMP)，它们为投顾专家提供一站式的资产管理和财富管理服务，2016年华泰证券收购的Asset Mark便是TAMP公司中的佼佼者之一。根据KayBETA财富管理，在传统的经营模式中，投顾专家不得不花费80%的时间进行产品/管理人筛选、财税处理等日常性、低附加值的工作，而只有20%的精力可用于客户拓展维护。针对此问题，TAMP平台应运而生，它们提供包括客户引导、税务优化、文档资料管理等在内的投前、投中、投后一条龙服务，极大的减少了理财师的日常工作量，有助于财务顾问投入财富创造工作。根据KayBETA统计，截至2019Q1，Asset Mark管理的资产规模已从2014年的252亿美元上涨至497亿美元，复合增长率接近17.33%，发展势头迅猛。

图14: 美国投顾专家工作模式



数据来源: KayBETA

图15: AssetMark平台资产规模 (十亿美元)



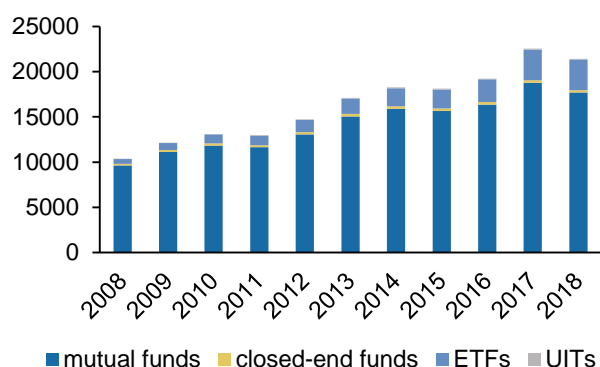
数据来源: KayBETA

总体来看，不同类型公司针对自身特点采取适当收费模式及运营模式，铸就了差异化竞争格局。具体而言，私人银行和大型投行立足自身传统优势，以大量优质线下投资顾问为基础，打造丰富的投顾业务产品，主要服务于高净值人群及富裕人群，收费方面前者以高昂服务费为主，后者则是采用服务费+佣金模式；而中小投行/注册投顾、智能投顾以及折扣券商则主要面向大众客户和长尾客户，或是利用高科技大幅降低费用形成差异化竞争力，或是另辟蹊径，转而提供第三方平台服务，通过向独立投资顾问收取渠道费获得收入。

三、核心竞争力：老牌投行提量提质提费，新兴机构降费薄利多销

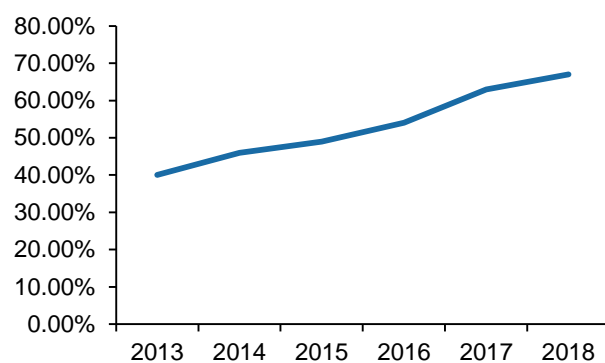
金融危机以来，基金买方投顾业务的总体呈现稳健发展态势。在行业层面分析，一方面，从基金规模看，近十年来，投资机构管理的各类基金规模基本呈现上升趋势，特别是共同基金和ETF，前者在2018年规模达17.71万亿美元，相比2008年涨幅接近84.08%，后者在2018年规模达3.37万亿美元，相比2008年增长534.84%；另一方面，从收费模式看，基于服务费的买方投顾模式的占比也逐年攀升，根据PriceMetrix统计，截至2018年，服务费收入已经超过投资顾问业务总收入的三分之二。

图16: 美国投资机构管理基金规模 (十亿美元)



数据来源: ICI、广发证券发展研究中心

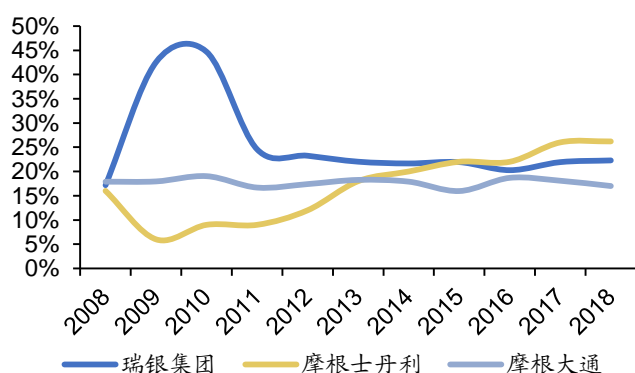
图17: 服务费收入占投资顾问业务收入比重 (%)



数据来源: PriceMetrix、广发证券发展研究中心

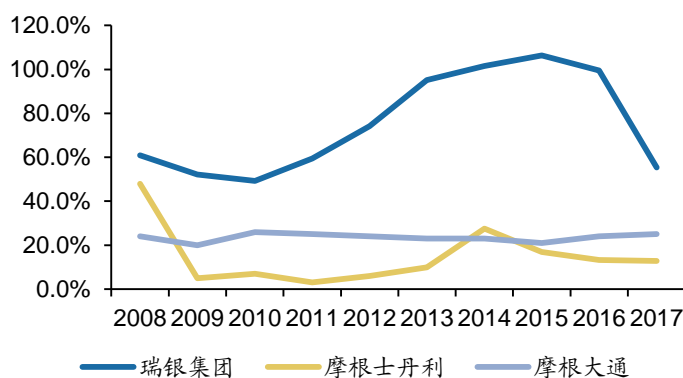
进一步细分, 不同类型机构的核心策略和盈利情况存在一定差异。私人银行和大型投行依托庞大的资产规模与优质的投顾团队, 近年来在财富管理业务方面收获颇丰, ROE基本保持稳定。根据我们对瑞银、摩根士丹利和摩根大通三家传统财富管理业务具有优势的国际投行近10年年报的梳理, 除了特殊年份外(金融危机), 上述银行财富管理部门平均利润率分别为25.7%、16.9%、17.7%。其中, 2018年, 财富管理业务对摩根士丹利的净收入贡献172亿美元, 占比达26.2%, 两者均创下了历史最高值。相应的, 各个公司财富管理部门的ROE也基本保持稳定, 瑞银、摩根士丹利和摩根大通的平均ROE分别为59%、15%、23.5%。

图18: 各公司财富管理部门利润率变动情况 (%)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

图19: 各公司财富管理部门ROE变动情况 (%)



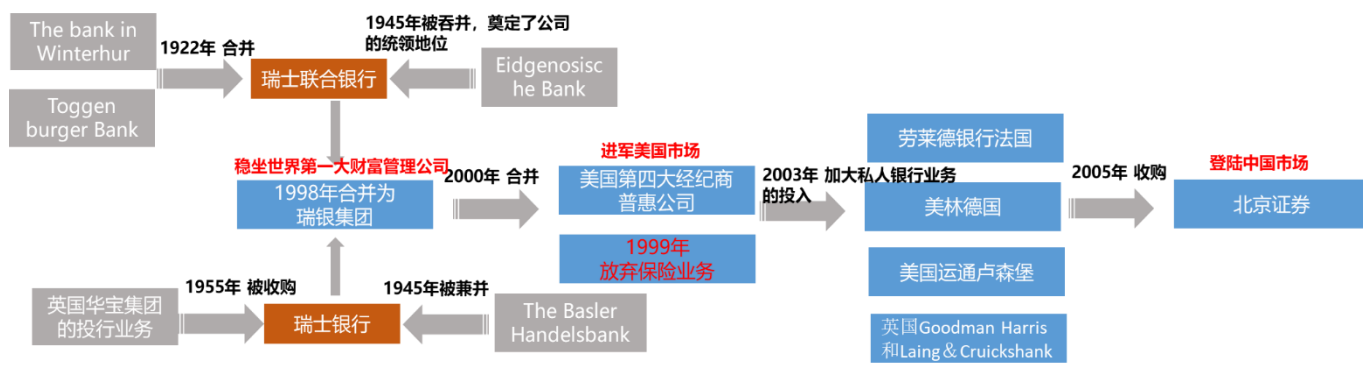
数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

老牌投行的核心竞争力主要表现在三方面。第一, 优质的客户源与庞大的客户基数助力扩大AUM。回顾瑞银和摩根士丹利的发展历程, 两者都通过并购和整合的方式, 进一步扩大客户范围、完善全球布局, 最终实现AUM的增加。

以瑞银集团为例, 其管理资产的扩张大致可分为三个阶段。第一阶段, 合并奠定公司基础。为了应对国内外的竞争压力, 瑞银集团在1998年由瑞士两大银行瑞士联合银行与瑞士银行的合并形成。这次合并使得瑞银集团成为世界第一大财富管理机构, 公司总资产达一万亿瑞士法郎, 管理客户资产规模1.32万亿瑞士法郎。第二

阶段，并购助力公司欧美业务布局。2000年，公司意识到瑞士市场的局限性，开始进军美国市场，收购美国著名零售经纪商、债券销售冠军普惠公司。此后，公司先后在法国、德国、美国、英国收购多家知名投行的财富管理业务分部，加速欧洲布局。第三阶段，积极拓展发展中地区业务。举例而言，2005年，瑞银集团开始登陆中国市场，探索中国财富管理领域。总体来看，全球业务并购的顺利进行使得瑞银高效获得了全球范围内的高净值客户。

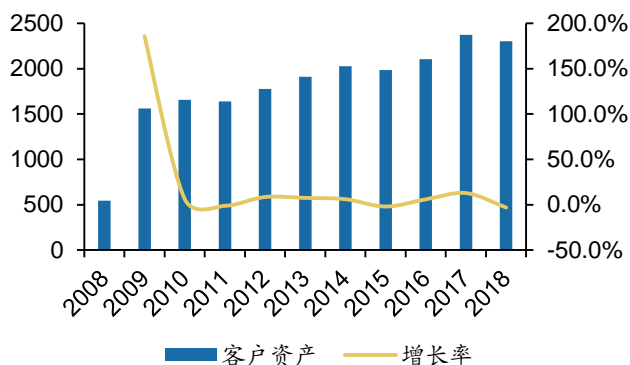
图20: 瑞银集团并购、整合历史 (部分)



数据来源：瑞银集团官网、广发证券发展研究中心

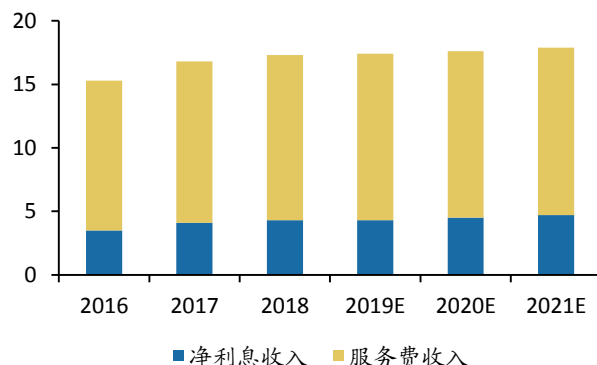
类似的，摩根士丹利在金融危机后，开始寻求发展收益率更高、波动率更小的业务，于是公司主动将旗下财富管理业务与花旗银行旗下美邦、英国奎尔特、澳大利亚美邦的零售部门合并成为摩根士丹利美邦。经由这次合并，公司财富管理部门掌管的客户资产由5460亿美元猛增至2009年的15600亿美元，增长将近万亿美元。自此之后，虽然公司管理资产规模基本稳中有升，但是再无如此高的增速。而从效果看，以庞大的资产规模为依托，摩根士丹利的财富管理业务营收稳步增加，其中2016-2018年服务费收入分别为118亿元、127亿元和130亿元，根据Trefis的测算，预计2019年可达131亿元。

图21: 摩根士丹利客户资产(左轴, 十亿美元)及增长率(右轴, %)



数据来源: 摩根士丹利年报、广发证券发展研究中心

图22: 摩根士丹利财富管理业务分项目收入(十亿美元)



数据来源: Trefis、广发证券发展研究中心

第二, 严格的投顾人员招录和培训体系推动建立顾客信赖的高品质投顾服务条线。从质量上看, 国外投行财富管理团队不仅配置全面、分工专业化, 而且对于投顾人员素质要求高。以瑞银为例, 瑞银的投顾团队(CIO)不仅有研究金融市场的行为金融学专家, 为客户贴身服务的资产配置专家还有专业的团队建设专家, 可以全方位专业化的提供各种服务。同时, 瑞银要求其投顾人员必须拥有4年以上专业经验并且必须是优秀大学/商学院的MBA学位。通过高素质的人才, 专业化的分工, 投行的财富管理部门可以满足客户日益多样化的投资选择, 提供更专业化的服务。

表8: 国外投行财富管理投顾团队配置和投顾人员要求

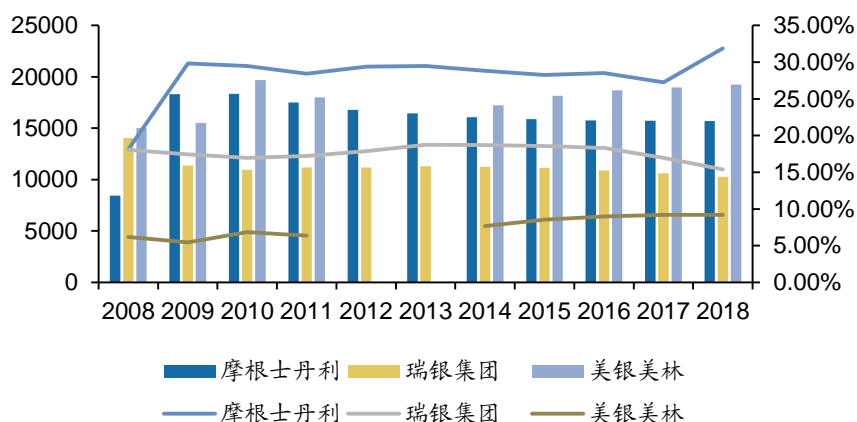
公司	投顾团队配置	投顾人员要求
瑞银	研究团队(CIO), 有行为金融学专家、资产配置专家、团队建设专家(负责团队建设、训练、增强投顾生产力)。	拥有4年以上专业经验并且必须是优秀大学/商学院的MBA学位
美林	银行、市场、金融团队(包括研究团队、全球市场团队、Global Wholesale Credit(负责综合承保、监控和产品管理)、消费者与小企业银行团队、全球企业与投资银行团队、全球财富与投资管理), 业务支持功能团队(包括首席行政团队、首席财务团队、首席运营团队、公司审计、人力资源、营销和公司事务团队), 技术与运营团队	12年以上的私人银行业务或复杂的金融服务经验, 学士学位以上
摩根士丹利	解决方案和多资产团队、真实资产团队(实物资产投资、房地产投资)、积极的基本收益团队(各地区股票团队、成长团队、全球新兴市场团队)、私人信贷与股权团队、固定收入团队、流动性团队	持有商科或其他商业相关领域的学士学位或同等学历五年的专业经验

数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

从数量上看, 为了给客户提供更为优质的服务, 每个公司都拥有着大量的投资顾问。其中, 截止2018年, 美银拥有着19238名投资顾问, 在全球750多个分支机构为客户提供服务, 平均每个分支机构有超过25名投资顾问。而摩根士丹利、瑞银集团也各自拥有超过1万名的投资顾问。如此庞大的投资顾问数确保了每一位客户都能得到最合适的投资规划建议。围绕大客户的个性化需求, 可以开展基于大量投资顾问的高端定制服务模式, 优化客户体验。同时, 重组的投资顾问确保了客均服务时

间，给予每位客户充足的时间去了解投资理财内容，提升了服务质量。

图23: 各公司投资顾问数(左轴, 人)和投资顾问占雇员比例(右轴, %)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

注: 瑞银集团2012、2013年数据缺失

此外，各公司也非常重视对投顾人员的培养与训练。为了增强自身财富管理投顾团队实力，形成稳定的投顾团队。各家投行建立了完善的投顾队伍培养体系。美林证券投顾团队每年招收相当数量的新人进行培训，并且要求三年内客户资产产量达到3000万美元才能取得理财顾问的资格，之后每年还要接受至少两次、每次3-5天的培训。类似的，瑞银集团推出了为期24个月的财富规划助理计划(WPA)，该计划旨在为新人提供成为瑞银财务顾问所需的知识和技能。在该计划的每个阶段，将向财富规划专家学习，与行业中的一些顶级财务顾问合作，并培养成为成功财富管理人所必需的技能。除了严格的专有培训外，还将在计划期间寻求并获得公认的财富管理顾问(AWMA)和CFP指示。

表9: 瑞银财富规划助理计划

阶段	时间	内容
了解核心财务规划概念和工具	前四个月	介绍 UBS 产品和服务产品以及财务规划流程和相关工具。
开发中级计划知识并提供客户演示文稿	接下来的八个月	应用在第一阶段学到的知识，同时利用虚拟课堂会话，在线模块和案例研究建立知识。
掌握您市场中的规划理念和领先的财务规划	接下来的八个月	作为市场中财务顾问的财富规划专家独立运营。
加入一个团队作为财务顾问	接下来的四个月	续领导与客户的计划讨论，同时开始参与可能与您将进入职业生涯下一阶段的财务顾问团队进行匹配的正式流程。

数据来源: 瑞银集团官网、广发证券发展研究中心

第三，相对较高的定价标准提升了单笔业务的收入，为总营收增长奠定良好的基础。这种高定价一方面归于大型投行与私人银行集中于高净值客户，受到收益共享的豁免优势，在收入转化上要远胜于其他类型机构。根据1940年《投资顾问法》

的规定，投资机构禁止风险收费与收益共享，但是美国证监会规则205-3的对象享有豁免权，即针对投资数额超过一百万美元的投资顾问合同，或者与高净值客户之间的投资顾问合同，美国证监会允许投资顾问采取风险收费。另一方面，高昂的价格却没有流失大量客户也是因为上述机构的服务本身质量过硬，得益于多年来积累的良好声誉加上本身经过严格训练的投顾团队，不少客户选择用高价来换取优质的服务。从结果来看，上述公司投顾业务的定价普遍高于行业平均水平。举例而言，2017年，瑞银集团对于规模达1000万美元的资产收费25万美元，是行业平均的5倍。

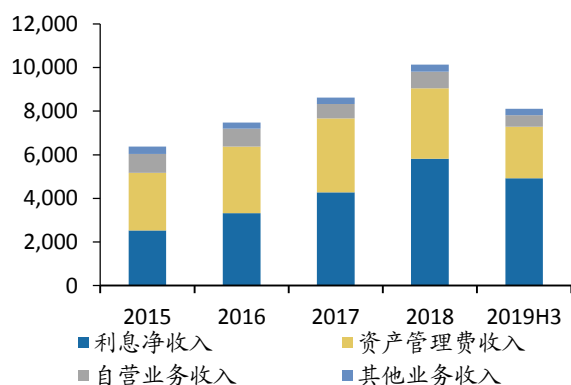
表10: 2017年各公司针对不同规模资产的投资顾问业务收费价格(美元)

资产规模	美银美林	高盛集团	摩根大通	瑞银集团	行业平均
50万	11000	8750	6500	12500	5000
100万	22000	17500	11500	25000	8500-10000
500万	110000	87500	37500	125000	25000-32500
1000万	210000	175000	65000	250000	50000

数据来源: Smartasset、广发证券发展研究中心

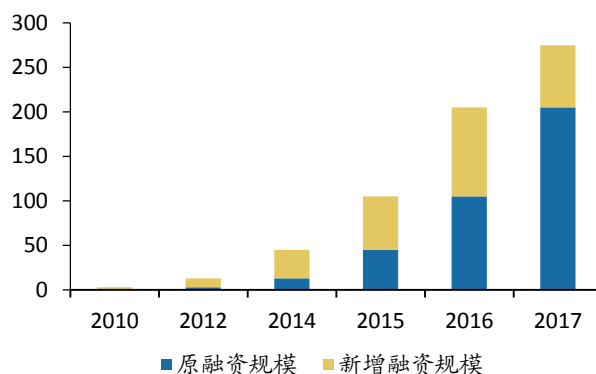
与之相对，智能投顾及第三方平台将高新科技与买方投顾融合，积极吸纳中低端客户群体和独立投资顾问，通过另一种方式实现了公司的快速发展。以嘉信理财和Betterment为例，前者的收入结构中与客户资产密切相关的利息净收入和资产管理费收入为主，而得益于相关业务的迅猛发展，近五年来公司保持着15%以上的营业收入增长率。而后者自2008年成立以来，陆续经历了六次融资，发展势头迅猛，目前筹集资金总计2.75亿美元，而其管理资产规模也是逐年攀升，截至2019年，公司受托管理资产规模已达164亿美元。

图24: 嘉信理财分业务收入(百万美元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: Betterment融资情况(百万美元)

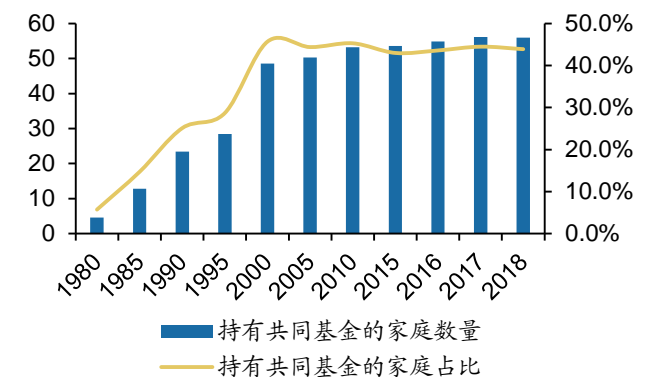


数据来源: Betterment公告、广发证券发展研究中心

如果说老牌投行的竞争力表现在三升(提量提质提费)，那么新兴机构的核心竞争力主要表现在三降。其一，在客户方面，公司主动进行目标群体降级，将精力

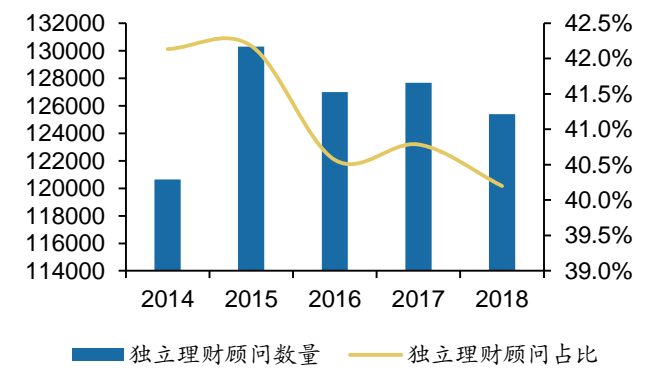
集中于过去被传统巨头忽视的大众人群和独立理财顾问。从客户需求看，自2000年以来，美国共同基金的家庭持有量保持相对稳定。截至2018年，美国43.9%的家庭，即大约5600万家庭拥有共同基金，与2000-2018年45%的平均水平接近。然而，相对于如此庞大的客户需求，老牌投行往往更侧重于高净值人群与大众富裕人群，却忽视了长尾人群。正是基于市场缺少对有财富管理需求的大量中低端人群的产品供给的情况，不少新兴机构看到了商机，趁机推出了主要面向这一人群的智能投顾服务。与此同时，在美国，除了机构下属的财务顾问外，市场上还存在着大量的独立财务顾问，根据KayBETA的资料显示，2014-2018年，美国独立财务顾问的占比长期保持在40%以上。面对数量超过12万的独立财务顾问，以嘉信理财和Asset Mark为代表的第三方投顾平台模式也应运而生。

图26: 美国持有共同基金的家庭数量(左轴, 百万户)及占比(右轴, %)



数据来源: ICI、广发证券发展研究中心

图27: 美国独立理财顾问数量(左轴, 人)及占比(右轴, %)



数据来源: KayBETA、广发证券发展研究中心

其二,在运营模式上,各公司都着眼于引入科技降低日常成本和简化服务流程。一方面,相关公司或是直接提供机器人投顾减少运营成本,或是人工与智能服务相结合降低平均花费。根据德勤报告《财富管理中的智能投顾 (Robo-Advisory in Wealth Management)》,传统财富管理业务中,由于投顾必须花费大量时间与客户沟通并出具针对性的报告,因此一名投顾通常只能负责60-150名客户,而为了服务大量客户就需用雇佣同样庞大的投顾团队,最终导致公司投顾业务的主要成本就是工资、社会保障相关费用、养老金及其他和人员相关的费用,约占总成本的60%。而在智能投顾公司,人工智能的运用有效降低了人力成本,为实现盈利,每名投顾所需管理资产规模也仅需4880万欧元,相比传统投顾所需的1亿欧元下降了约52%,成本降低明显。

另一方面,公司也强调利用科技来简化操作流程,便于客户理解与操作。举例而言,在Betterment的平台上,客户仅需在网上回答一些问题、设定投资金额、决定股票债券比例,智能投顾系统就能自动处理相关信息,识别客户风险偏好,并通过算法模型为客户匹配合适的投资建议。类似的,在Wealthfront的平台上,顾客也仅需填写问卷,系统就能自动生成投资计划;若顾客同意该计划,系统就会自动投资并实时监控。总体来看,人工智能的运用在减少人力成本的同时还极大的简化了

顾客操作的流程，避免了时间和精力上的无谓消耗。

除此以外，智能投顾由于其本身的相对透明、避免情绪化的优点，也更易被大众群体接受和喜爱。传统投顾的门槛较高，可获得的情报较少，专业人士提供的信息也相对晦涩，令普通群众较难理解。与之相对，智能投顾通常会披露具体的金融产品选择范围和投资情况，顾客也可随时随地查看投资信息。就结果而言，较高的透明度赢得了顾客的安全感，而自动化的处理流程减少了顾客对于投资顾问误操作的无端猜忌。诸种因素共同发挥作用，使得智能投顾获得了中低端群体的广泛青睐。

其三，在收费策略上，新兴机构更重视以低价吸引消费者，通过薄利多销的方式获得较高的净利润。和传统投顾相比，智能投顾最大的特征就是门槛低、费用低、高效率。其付出较低的成本，就能享受专业化、个性化、高效率的金融投资顾问服务的特点对于作为长尾客户的中低端客户尤其具吸引力。以Betterment、Wealthsimple和Wealthfront等三家智能投顾企业为例，他们的账户限额或是没有或是较低；管理费率都不超过0.5%；除此以外，他们还推出了各自的优惠政策，或是在固定时间内免除费用或是对规定限额内资产免收管理费。正是上述诸措并举，使得这些新兴机构的管理资产规模迅速上升，均超百亿美元。而在单价并不高的情况下，智能投顾企业主要通过薄利多销的方式获得高额利润。

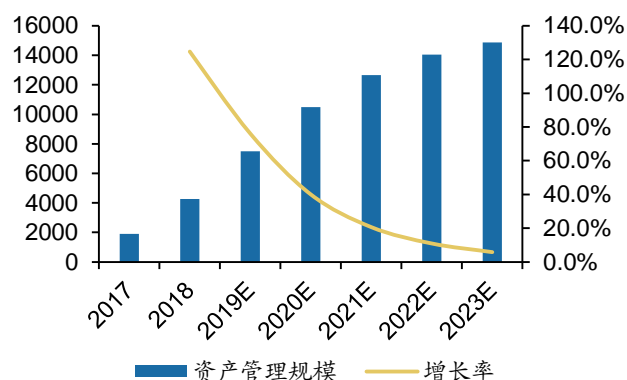
表11: 智能投顾企业收费情况

	Betterment	Wealthsimple	Wealthfront
最低账户限额	0	0	500 美元
管理费率	0.25%	0.5%	0.25%
优惠政策	1 年内免费	1 万美元免费	5 千美元免费
管理资产规模	180 亿美元	130 亿美元	100 亿美元

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

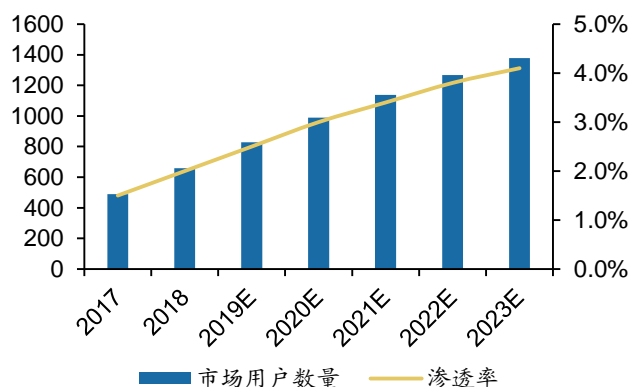
从结果来看，美国智能投顾业务近年来发展迅猛并且预计还将保持增长势头。根据Statista的统计和预测，2019年，美国智能投顾业务受托管理的资产规模将超7000亿美元、用户人数达828万人。而此后这一上升势头仍将延续，预计2023年，美国智能投顾业务受托管理的资产规模将达1.49万亿美元、用户人数超1300万人，渗透率增长至4.1%。

图28: 美国智能投顾业务管理资产规模(左轴, 亿美元)及增速(右轴, %)



数据来源: Statista、广发证券发展研究中心

图29: 美国智能投顾业务市场用户数量(左轴, 万人)和渗透率(右轴, %)



数据来源: Statista、广发证券发展研究中心

总体来看, 投顾业务主要存在着两种发展模式。一种模式下, 企业主要通过提质和提量增强自身竞争力, 进而吸引超高净值客户及中高端人群, 以收取高额费用为补偿提供优质服务; 另一种模式下, 机构主要通过降低成本、简化流程从而以低价格和低门槛吸引中低端消费者, 进而以高性价比取胜, 实现盈利的目标。

上述两类模式并非完全排斥。如近年来, 原以富裕人群为主要目标的瑞银集团、摩根士丹利等投行也开始推出瑞银管理投资组合计划(Managed Portfolio Program)、机器人顾问业务(Access Investing)等低价的投资顾问业务; 而原本以大众群体为主要受众的Betterment也开始涉足精英群体, 推出了线上投顾和线下投顾结合的高端服务(Betterment Premium)。

但是, 两种类型机构采用的策略因自身情况不同也并非完全通用。举例而言, 并购虽然是最直接的扩张方式, 可以较快地为老牌投行带来核心客户群体和全球的客户资源与资产配置资源, 但是海外并购需要公司花费较多的资本、资源与精力, 并购后公司之间的融合又非常考验公司的管理体系与执行能力, 因此并不适合资本实力和管理经验不足的新兴企业。

四、风险提示

政策风险、市场波动风险、人才流失风险、产品间风险传导等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，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。