

# 全球财富管理发展历程及模式梳理

——财富管理研究系列一

## 相关研究:

1. 《证券行业双周报：金融委员会提振市场信心，板块估值有望持续修复》 2022.03.21

## 行业评级：增持

### 近十二个月行业表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	0	-5	5
绝对收益	-9	-20	-13

注：相对收益与沪深300相比

分析师：张智珑

证书编号：S0500521120002

Tel: 021-50295363

Email: zzl6599@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

## 核心要点:

### □ 财富管理起源于欧洲，在美国发展壮大，亚洲市场正在崛起

财富管理在18世纪以瑞士私人银行的形式出现，瑞士稳定的政治金融环境和保密制度促使其成为全球财富管理中心，客户财富主要来源于家族传承，主要为高净值客户提供全面且定制化的服务，目前瑞士的离岸财富管理规模依然位居全球首位。财富管理在美国发展壮大，背后主要原因是美国经济繁荣发展，居民财富积累，财富来源以创业致富为主，客户风险偏好较高。目前全球TOP15财富管理机构中美国占据9家。20世纪60年代以来，中国香港和新加坡为代表的亚洲模式正在崛起，财富管理以离岸业务为主，尤其吸引了来自中国创业致富的中小企业主，2020年中国居民财富规模仅次于美国。新加坡和香港财富管理市场的竞争力连续三年位居前三。

### □ 居民财富积累和金融市场制度变革共同促进美国财富管理行业发展

从需求端看，美国经济持续繁荣发展，居民金融资产占比高达70%，2020年居民总财富规模排名全球第一，催生财富管理需求。从供给端看，20世纪30年代以来，美国金融行业从最初整顿市场实行分业经营，再到取消固定佣金，折扣券商模式盛行，利率市场化和养老金制度推动财富管理行业快速发展。2000年以来开启混业经营，叠加佣金率继续下行，推动传统券商转型为综合性财富管理平台。08年金融危机后大型投行杠杆率受到限制，同时伴随金融科技发展，零佣金大势所趋，盈利模式更为稳定的财富管理业务得到进一步发展，尤其是基于客户资产规模的买方投顾模式。

### □ 嘉信理财：从低佣金引流到存量客户资产变现，成功转型财富管理平台

嘉信理财成功抓住美国金融行业格局重塑机会，从折扣券商发展成为全球领先的财富管理机构。公司早期为大众零售客户提供低佣金和高性价比的服务积累大量客户资源，AUM持续稳定增长。随后将业务范围扩展到财富管理和银行，凭借证券经纪客户沉淀的低息存款优势以及投顾服务能力，净利息收入和财富管理贡献收入占比最高达到90%，基本摆脱对佣金收入的依赖，盈利模式转换为基于存量客户资产规模收费，实现营收和利润稳定增长。另一方面，嘉信理财始终以客户为中心，不断拓展产品服务矩阵，并针对不同层次的客户群体提供高品质服务，增强客户粘性。

### □ 投资建议

居民财富增长是财富管理行业发展的基础，目前中国居民财富规模在全球排名第二，仅次于美国，而且居民金融资产占比仍有较大提升空间，财富管理具备长期增长空间。从业务模式看，基于客户资产规模收费的买方投顾是转型方向，但好的产品 and 投顾服务是关键，国内券商仍处于转型阶段。建议关注财富管理业务具备优势的头部券商，维持证券行业“增持”评级。

### □ 风险提示

宏观经济下行风险；二级市场大幅下跌风险；行业竞争加剧风险。

## 正文目录

1 财富管理的内涵及定义.....	3
2 全球财富管理市场.....	3
2.1 财富管理发展历程及现状.....	3
2.2 财富管理市场三大模式.....	6
2.3 财富管理机构竞争格局：美国财富管理机构占主导.....	8
3 美国财富管理的发展路径.....	9
3.1 经济繁荣和居民财富积累奠定行业发展基础.....	9
3.2 金融市场制度变革推动财富管理行业发展.....	11
3.3 嘉信理财：折扣券商转型财富管理的典范.....	15
4 投资建议.....	21
5 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1 全球财富管理市场的发展历程.....	5
图 2 2020 年领先财富管理中心国际市场容量（单位：十亿美元）.....	6
图 3 国际财富管理中心整体竞争力排名.....	6
图 4 全球财富管理机构类型.....	8
图 5 美国人均 GDP 和人均可支配收入（单位：美元）.....	10
图 6 美国居民金融资产规模及占比（单位：十亿美元）.....	10
图 7 主要国家居民财富总规模（单位：十亿美元）.....	10
图 8 2020 年全球人均财富排名.....	10
图 9 2020 年百万美元富翁数量占比（%）.....	10
图 10 美国证券行业佣金收入及占比（单位：百万美元）.....	12
图 11 美国居民退休资产规模（单位：十亿美元）.....	12
图 12 美国养老金三大支柱体系.....	13
图 13 dc 计划中 401K 占比最高.....	13
图 14 传统型 IRA 占比最高.....	13
图 15 DC 计划持有的共同基金类型.....	13
图 16 IRA 持有的共同基金类型.....	13
图 17 美国居民金融资产中共同基金、保险及养老金计划占比提升.....	14
图 18 嘉信理财的三大业务及盈利模式.....	15
图 19 嘉信理财的子公司.....	15
图 20 嘉信理财发展历程.....	17
图 21 嘉信理财 2000-2021 年归母净利润（单位：百万美元）.....	17
图 22 嘉信理财 2000-2021 年营业收入（单位：百万美元）.....	17
图 23 嘉信理财 2000-2021 年 ROE（%）.....	18
图 24 管理客户资产规模（单位：十亿美元）.....	18
图 25 接受持续投顾服务的客户资产规模（单位：十亿美元）.....	18

图 26 活跃的经纪账户数量 (单位: 千个) .....	19
图 27 嘉信理财收入结构 .....	19
图 28 银行业务资金来源 (百万美元) .....	20
图 29 银行负债成本 (%) .....	20
图 30 生息业务收益率 (%) .....	20
图 31 基于 AUM 的投顾服务收入 (百万美元) .....	20
图 32 基金管理费及销售费收入 (百万美元) .....	20
图 33 平均客户资产规模结构 (百万美元) .....	21
图 34 资产管理平均费率结构.....	21
表 1 财富管理的三种模式比较.....	7
表 2 全球财富管理机构 AUM 排名 (仅包括财富管理业务 AUM, 数据截至 20H1) .....	8

券商的传统经纪业务受市场行情和佣金率影响较大，业绩周期性较强，叠加佣金率持续下行趋势尚未改善，券商纷纷向财富管理转型，以寻求更为稳定的盈利模式。目前国内券商的财富管理仍处于以代销金融产品为主，向买方投顾模式发展的阶段，与海外成熟的财富管理市场相比还有很长的路要走。因此，我们梳理了全球财富管理市场发展历程及主要模式，尤其是美国财富管理市场，对我国财富管理发展路径具有参考价值。

## 1 财富管理的内涵及定义

“以客户为中心”是财富管理的核心。财富管理的内涵十分丰富，学术界和商业界对于财富管理的定义尚未达成共识。我们可以从 David Maude 撰写的《Global Private Banking and Wealth Management》一书中进行理解，一方面他认为私人银行是财富管理的重要主体，私人银行发展初期主要为高净值客户及其家庭提供定制化的金融服务；另一方面，随着居民财富的增加，财富管理的客群范围随之扩大至大众富裕阶层，理财需求也变得更加复杂和多样，不再仅限于传统的零售金融服务，而是主要为有需求的客户提供整个财务生命周期中的规划咨询服务。综合其他相关研究，财富管理可以被定义为：以客户为中心，针对客户资产负债表的两端进行全生命周期的财务规划，并向客户提供一系列的金融服务，以满足个人或家庭在不同人生阶段的财富积累、保值、增值和传承的需求。

此外，财富管理的内涵实际上包括了资产管理，但两者关注的角度不同，涉及的业务范围略有差异，因此为方便接下来讨论财富管理行业，我们有必要先厘清两者之间的关系。资产管理是从资产端的角度出发，资产管理机构（如投资公司、基金公司）主要负责产品开发设立、投资管理，以实现投资收益为目标，因此更强调投资能力，可理解为财富管理中的财富增值环节。而财富管理是从客户（或资金来源）的角度出发，参与者既包括传统的全能型投行、券商、私人银行，也包括独立第三方咨询机构、家族办公室等。提供的服务不仅包括金融服务，还包括税务筹划、信托、慈善、财产继承、家庭纠纷仲裁、子女教育、艺术收藏等个性化的服务，涵盖了客户全生命周期的管理。

## 2 全球财富管理市场

### 2.1 财富管理发展历程及现状

财富管理的历史悠久，最早起源于欧洲。根据现有研究统计，财富管理

的雏形最早可追溯到古希腊的奴隶管家，再到中世纪末期，欧洲的银行为贵族提供个性化的私密服务，这属于相对专业的财富管理。15 世纪，意大利美第奇家族设立的美第奇银行是当时欧洲最大的银行，也是教会的财富管理人，为当时的欧洲贵族提供财产打理和世代传承服务。16 世纪中期，法国一些经商的富裕贵族由于宗教改革运动被驱逐出境，他们来到瑞士的日内瓦，同时带来了与其他欧洲国家权势阶层的密切联系和客户关系，正是这些遭受放逐的经商贵族形成了第一代瑞士私人银行家。16 世纪末，英国世界霸主地位确立，前身为伦敦金匠铺的银行业也随之迅速发展。例如 1672 年成立的 C.Hoare & Co. 银行（霍尔银行）是英国历史最悠久的私人银行，其前身是一家金匠铺，目前主营业务有存贷款、税务、信托、慈善等。

**真正意义上的财富管理以瑞士私人银行的形式出现。**瑞士最早的私人银行成立于 18 世纪中叶，日内瓦的经济受益于长期商业贸易的发展而欣欣向荣，银行业得到迅速发展。随着货币兑换业务向资金融通及资产管理转移，出现了专门为高端个人客户及其家庭提供金融服务的私人银行，成为近代私人银行的起源。18 世纪末，瑞士的私人银行家遍布于国内外的市场，为国际客户提供货币兑换、资金转移、资产管理、票据贴现等业务，私人银行的数目达 200 多家。20 世纪的两次世界大战中，瑞士一方面吸纳了来自欧洲王公贵族和商人的大量资金、金融管理人才和经验；另一方面，二战时期瑞士凭借中立地位的身份接收了大量海外转移过来的资金，推动了瑞士金融业的发展，并且成为全球财富管理的中心。

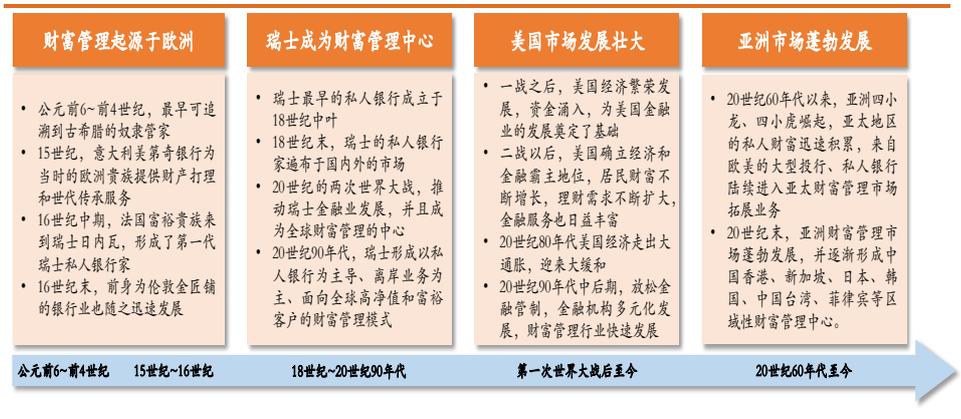
20 世纪 90 年代，由于金融产品创新、新进入者增加、IT 技术变革、客户需求 and 人文因素的变动，引发了瑞士银行业的收并购浪潮，银行数量锐减，尤其是区域性银行数量减少最明显。但是，私人银行业的国内员工数量大幅增加，同时传统上为境外客户提供离岸金融服务的瑞士私人银行也开始向欧洲其他国家拓展在岸业务，从而形成了以私人银行为主导、离岸业务为主、面向全球高净值和富裕客户的瑞士财富管理模式。

**财富管理在美国发展壮大。**一战之后，美国经济欣欣向荣，资金涌入加快金融、地产业迅速发展，虽然此后资产泡沫、经济过热导致大萧条，但也为美国金融业的发展奠定了基础。到了 20 世纪 30 年代，美国的财富管理最早从保险业开始，保险产品包括投资规划、收益分析、代办手续等。二战以后，随着美国经济和金融霸主地位确立，一方面由于居民财富不断增长，理财需求不断扩大，另一方面金融服务也日益丰富，金融机构如商业银行、投资银行等开始开展理财服务，并逐渐发展成为规范的经常业务。20 世纪 80 年代美国经济走出“大通胀”，居民财富和金融资产快速增长。20 世纪 90 年代中后期，美国放松金融管制，金融机构多元化发展，金融产品和工具变得

更加丰富，叠加居民财富增加催生财富管理需求，财富管理行业快速发展。

**亚洲财富管理业务的崛起。**20世纪60年代以来，亚洲四小龙、四小虎崛起，亚太地区的私人财富迅速积累，来自欧美的大型投行、私人银行陆续进入亚太财富管理市场拓展业务。20世纪末，亚洲财富管理市场蓬勃发展，并逐渐形成中国香港、新加坡、日本、韩国、中国台湾、菲律宾等区域性财富管理中心。其中，中国香港和新加坡都在政府强力推动下，以瑞士为榜样大力发展财富管理行业，并确立了在世界上的特殊地位。中国香港地区财富管理的客户主要来自中国内地，而新加坡的财富管理客户大部分是来自东南亚的华人华侨。

图 1 全球财富管理市场的发展历程



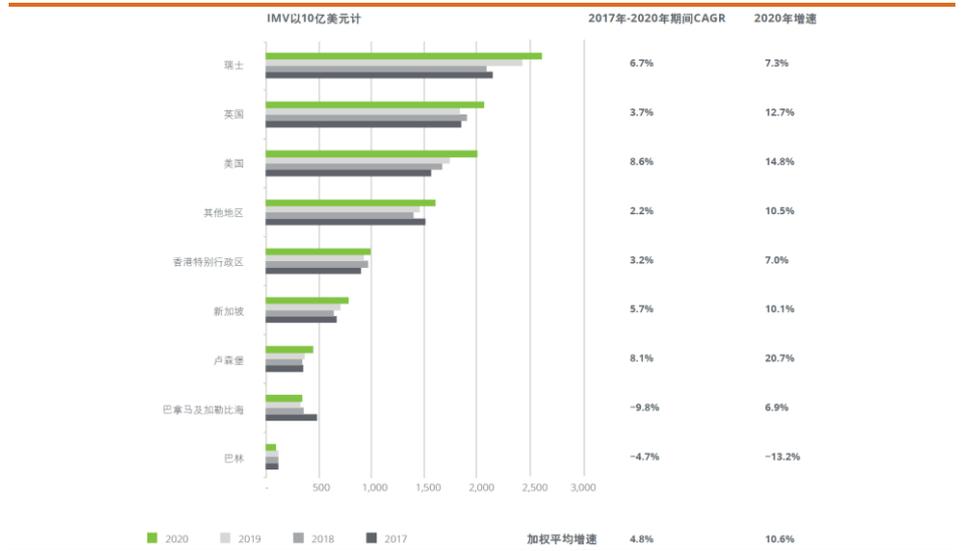
资料来源：《世界财富管理中心变迁》，《瑞士：从私人银行发迹的金融中心》，《欧美财富管理业务发展经验借鉴》，亿欧智库，湘财证券研究所

根据德勤的测算，从全球主要财富管理中心离岸资产管理规模来看，2020年瑞士管理的国际资产价值达到2.6万亿美元，占据23.7%的市场份额，仍然是全球最大的离岸财富管理市场。英国和美国以2.1万亿美元和2万亿美元的资产价值分列第二和第三。其中，17-20年美国的离岸资产管理规模增速高于瑞士和英国，而英国受脱欧影响，部分财富管理机构把业务转移至卢森堡以承接欧洲客户需求，因此可以看到卢森堡的管理规模快速增长。

在综合竞争力方面，2021年瑞士、新加坡和香港作为财富管理中心的竞争力位居前三，美国取代英国位居第四。具体来看，瑞士的综合竞争力较强，主要在于其与时俱进的银行保密和金融隐私法规。因为当前私人银行收集并分析客户信息的需求与日俱增，而这与受到重视的隐私法规存在冲突，瑞士能够在确保遵从法规并充分利用数字化创新的同时妥善保护客户隐私和个人信息。新加坡作为中立的商业中心，优势主要在于创新，特别是金融科技能力，但新加坡的劣势主要在于国内资本市场和税收环境。香港的竞争力近十年以来稳居第三，税收和监管一直是香港市场的核心竞争力，同时拥有高端

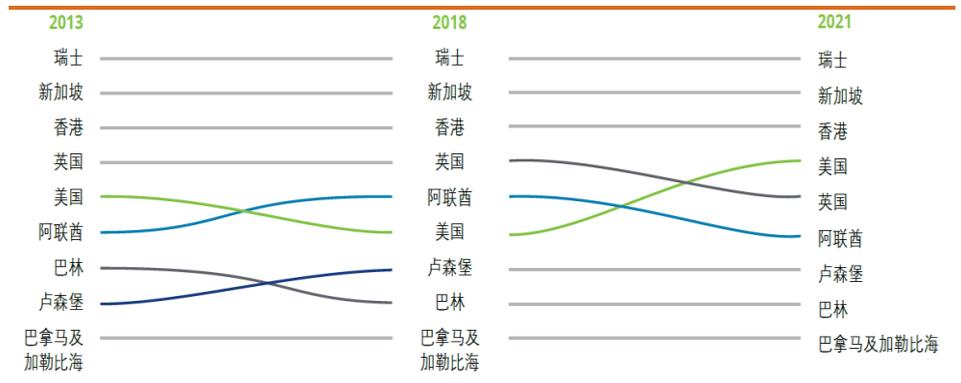
人才资源和广阔的资本市场。值得注意的是，美国财富管理市场的竞争力主要来源于其商业环境和服务机构能力，但是市场稳定性和税收监管成为其主要拖累，竞争力排名位居第四。

图 2 2020 年领先财富管理中心的国际市场容量（单位：十亿美元）



资料来源：德勤《2021 年国际财富管理中心排名报告》，湘财证券研究所

图 3 国际财富管理中心整体竞争力排名



资料来源：德勤《2021 年国际财富管理中心排名报告》，湘财证券研究所

## 2.2 财富管理市场三大模式

由上述财富管理的发展历程可以发现，财富管理主要在欧洲、美国及亚洲三个市场得到繁荣发展，从而产生了分别以瑞士、美国和亚洲为代表的运作模式，各市场的参与主体、客户结构、客户需求、市场特征均独具特点。

**欧洲模式：**以瑞士和英国为代表，财富管理参与主体以私人银行、综合性银行、投资顾问为主。不过英国和瑞士的财富管理机构类型相对分散，其中瑞士以离岸市场为主，主要由综合性银行 UBS 和 Credit Suisse 主导，同时也有当地的私人银行（如 Julius Baer）提供更为个性化的产品和服务。客户财富主要来源于继承祖辈们留下的遗产，客户主动创造财富的意愿低于美国，因此财富管理的风险偏好也较低。

**北美模式：**以美国为代表的财富管理市场，主要由投行、券商、投资顾问、家族办公室等构成，其中投资顾问发挥着重要作用。较为成熟的美国金融市场能够提供丰富的金融产品和服务，而且客户财富来源于主动创业，对于财富管理的风险承受能力更高。与欧洲市场的最大区别是美国财富管理以在岸业务为主。

**亚洲模式：**以中国香港和新加坡市场为代表，参与机构有投行、私人银行、综合性银行等。随着经济快速增长和资本市场的发展，客户财富来源以主动创业致富为主，吸引了来自中国大陆的中小企业主，风险偏好相对较高，需求以寻求资产增值为主。此外，财富管理机构依托香港作为中国本土资本市场离岸中心，积极助力投资者参与在岸发行业务，包括促进中国内地公司 IPO 及再融资。相比之下，日本市场的客户风险偏好较低，更倾向于银行存款、固收类基金等低风险产品。

**表 1 财富管理的三种模式比较**

主要特征	瑞士模式（欧洲模式）	美国模式（北美模式）	亚洲模式
参与主体	私人银行、综合性银行、投资顾问等	投资银行、证券经纪商、家族办公室、投资顾问等	投资银行、私人银行、综合性银行等
客户特征	财富主要来源于遗产继承（old money）	财富主要来源于创业致富（new money）	财富主要来源于创业致富（new money）
风险偏好	风险偏好较低，财富管理方面较为保守	客户风险偏好高，权益类资产占比较高	客户风险偏好较高，追求财富增值
客户需求	税务筹划、养老金计划、遗产继承等	投行业务、经纪业务、证券投资、金融衍生品等	以离岸业务为主
市场特征	离岸市场为主。历史悠久，注重信誉，环境稳定，客户信息保密制度完善。	在岸市场为主。资本市场发达程度高，金融产品和服务丰富，拥有大量金融人才。	离岸和在岸市场均有，离岸市场集中于中国香港和新加坡。金融市场环境较为宽松，且高度竞争。

资料来源：《国外财富管理的运作模式比较及借鉴》，《Global Private Banking and Wealth Management》，亿欧智库《财富管理发展的制胜之道》，湘财证券研究所

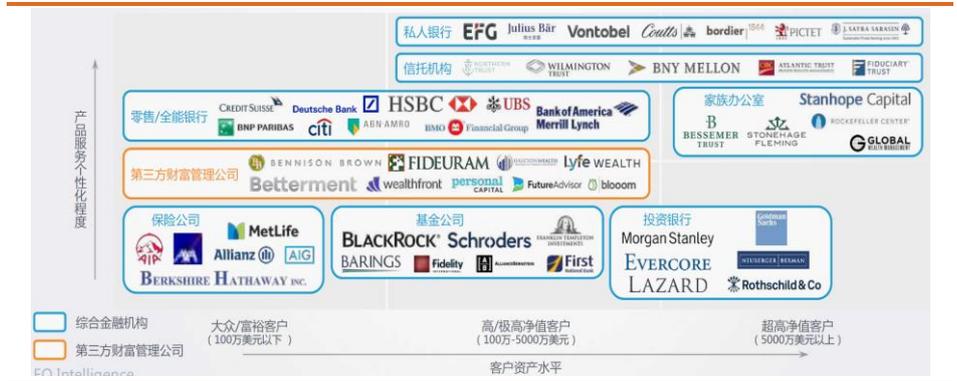
## 2.3 财富管理机构竞争格局：美国财富管理机构占主导

就财富管理参与机构而言，全球主要有六类典型的机构开展财富管理业务，分别是：私人银行、投资银行、综合性银行、家族办公室、投资顾问和证券经纪商。

从提供产品和服务的个性化程度、客户资产水平两个维度，将全球财富管理的主要参与机构类型进行划分。一类是服务高净值和超高净值客户的私人银行、信托机构、家族办公室、投资银行以及部分全能银行，其中私人银行、信托机构和家族办公室提供的产品和服务更具个性化。另一类是以服务大众富裕客户为主的第三方财富管理机构 and 保险公司为主，其产品更加标准化。

从全球财富管理机构 AUM 排名来看（包括财富管理公司、私人银行及投行的财富管理业务部门），前 15 名机构中有 9 家来自美国，3 家来自瑞士。其中 UBS 的财富管理以 2.6 万亿美元 AUM 排名第 1，美国的金融顾问公司 Edward Jones 位列第 2，招商银行的私人银行位列 14。

图 4 全球财富管理机构类型



资料来源：《Global Private Banking and Wealth Management》，亿欧智库，湘财证券研究所

表 2 全球财富管理机构 AUM 排名（仅包括财富管理业务 AUM，数据截至 20H1）

排名	公司	财富管理 AUM (万亿美元)	总部
1	瑞银 (UBS Global Wealth Management)	2.59	瑞士
2	恒达理财 (Edward Jones)	1.30	美国
3	瑞士信贷 (Credit Suisse)	1.25	瑞士
4	摩根士丹利 (MS Wealth Management)	1.24	美国
5	美国银行 (Bank of America GWIM)	1.20	美国

6	摩根大通 (JPM Private Bank)	0.68	美国
7	高盛 (GS Wealth Management)	0.56	美国
8	嘉信理财 (Charles Schwab)	0.51	美国
9	花旗 (CITI Private Bank)	0.50	美国
10	法国巴黎银行 (BNP Paribas Wealth Management)	0.42	法国
11	宝盛集团 (Julius Baer)	0.42	瑞士
12	先锋集团 (Vanguard Group)	0.41	美国
13	汇丰银行 (HSBC Private Bank)	0.35	英国
14	招商银行 (CMB Private Bank)	0.32	中国
15	北方信托 (Northern Trust Wealth Management)	0.30	美国

资料来源：ADV RATINGS，湘财证券研究所

### 3 美国财富管理的发展路径

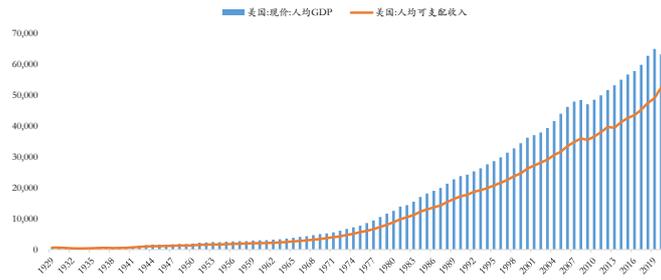
美国财富管理自 20 世纪 30 年代以来繁荣发展，期间经历了数次金融监管制度变革，投行、券商等机构的商业模式也从同质化到差异化，形成了很多具有独特商业模式的财富管理机构。因此我们把研究视角放在美国财富管理行业，着重梳理行业发展的逻辑，以及典型财富管理机构的转型路径，为我国财富管理行业发展提供经验借鉴。

#### 3.1 经济繁荣和居民财富积累奠定行业发展基础

1970 年代以来，虽然经历了大通胀，但美国经济持续繁荣发展，人均 GDP 突破 1 万美元，可支配收入稳定增长。与此同时，居民金融资产由 1970 年不到 3 万亿美元增长至 2000 年的 34.4 万亿美元，CAGR 达到 8.5%；2020 年达到 104.5 万亿美元，规模增长两倍，占居民总资产比例达 70%，二十年间的复合增长率达到 5.7%，高于 GDP 复合增长率 3.6%。

此外，根据瑞信财富管理报告，2020 年美国居民总财富规模达到 126.34 万亿美元（2000 年为 43.4 万亿美元），排名第一，复合增速为 5.5%。人均财富规模达到 50.5 万美元（2000 年为 21.5 万美元），位居第二。百万美元富翁的数量占到全球的 39%，排名第一。值得注意的是，中国居民财富规模仅次于美国，达到 74.9 万亿美元，2000-2020 年复合增速高达 16.2%，远高于 GDP 增速，但中国居民家庭的金融资产占比不足 30%，可见财富管理具备较大发展空间。

图 5 美国人均 GDP 和人均可支配收入 (单位: 美元)



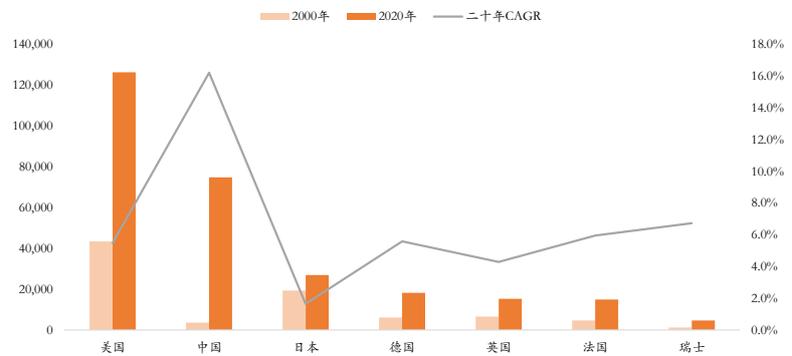
资料来源: Wind, BEA, 湘财证券研究所

图 6 美国居民金融资产规模及占比 (单位: 十亿美元)



资料来源: Wind, 美联储, 湘财证券研究所

图 7 主要国家居民财富总规模 (单位: 十亿美元)



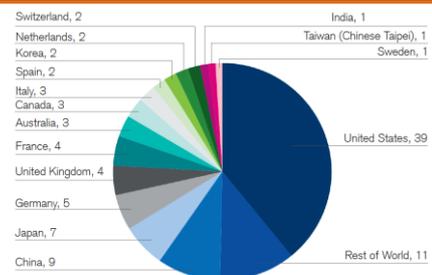
资料来源: Credit Suisse, 湘财证券研究所

图 8 2020 年全球人均财富排名

Rank	Country	Mean wealth per adult (USD)	
		2020	Change 2019-20
1	Switzerland	673,960	70,730
2	United States	505,420	41,870
3	Hong Kong SAR	503,340	-26,420
4	Australia	483,760	65,700
5	Netherlands	377,090	46,030
6	Denmark	376,070	38,750
7	Belgium	351,330	54,030
8	New Zealand	348,200	15,150
9	Sweden	336,170	55,460
10	Singapore	332,990	25,460

资料来源: Credit Suisse, 湘财证券研究所

图 9 2020 年百万美元富翁数量占比 (%)



资料来源: Credit Suisse, 湘财证券研究所

### 3.2 金融市场制度变革推动财富管理行业发展

我们可以把一战后美国资本市场的发展大致划分为四个阶段，进而探究财富管理行业发展的驱动因素以及商业模式变迁。美国资本市场先后经历了：业务规范阶段（1930-1940年），业务模式探索阶段（1970-1990年），多元化创新阶段（1990-2008年），金融科技创新阶段（2008年至今）。

#### **1930-1940年：美国证券行业规范整顿，真正意义上的投资顾问行业诞生。**

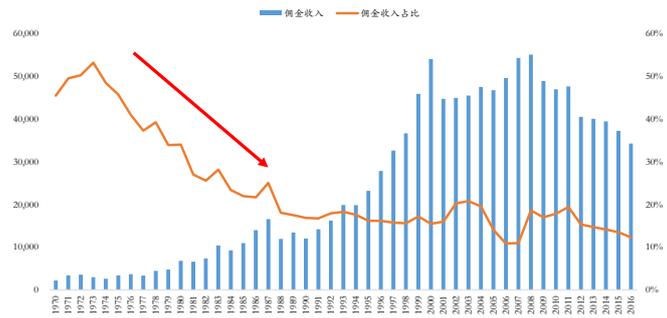
一战后美国经济迅速增长，股票市场迎来大牛市，但1929年9月股市见顶后崩盘，资产价格泡沫破裂导致银行倒闭、企业破产，美国经济在经历“柯立芝繁荣”后陷入大萧条。此次美国股灾与高度杠杆化的证券投机行为有着密切的联系。痛定思痛，美国于1933年颁布的《格拉斯-斯蒂格尔法案》将投行业务和商业银行业务严格划分、隔离风险。1933年的《证券法》和1934年的《证券交易法》又以信息披露制度为核心，分别规范了证券的卖方和证券的交易行为，但并未对买方行为进行规范。直到1940年《投资公司法》和《投资顾问法》出台，从保护投资者利益的角度构建了以受托责任为核心的监管体系，针对在证监会注册的投资公司的杠杆比例、公司治理结构等方面进行监管，同时明确了投资顾问的责任、合规行为、信息披露等要求。这两部法案使得美国的投资顾问行业真正独立出来，不再是其他行业的附属。

**1970-1990年：利率市场化、佣金自由化迫使银行、券商等机构大力发展财富管理业务，折扣券商和买方投顾模式涌现。与此同时，养老金制度为股市带来长期增量资金，打开财富管理行业成长空间。**

1970年以来美国持续推进利率市场化改革，直到1986年完全实现利率市场化。叠加70年代大通胀导致经济衰退，货币市场基金的出现加剧银行经营成本等因素，银行面临利息收入下滑的压力，从而加快开展财富管理业务（包括销售理财产品、投资咨询、资产管理等）。

1975年美国国会修订了1934年的《证券交易法》，取消固定佣金制度，实行佣金自由化。此后，证券经纪业务竞争加剧，佣金收入下滑，美国证券行业佣金收入占比从1975年前最高的50%持续下滑至2016年的12%。因此美国券商尝试业务多元化转型，寻找新的业务增长点以及服务投资者的新模式。例如折扣券商为零售客户提供廉价的经纪交易通道服务快速引流，同时为其提供财富管理业务，衍生出基于AUM收费的买方投顾模式。

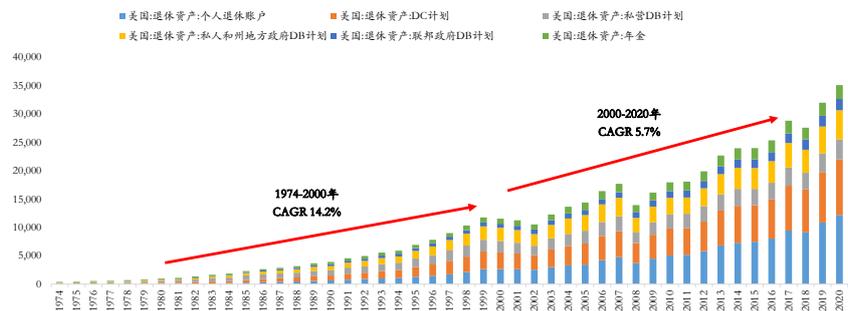
图 10 美国证券行业佣金收入及占比（单位：百万美元）



资料来源：SEC，湘财证券研究所

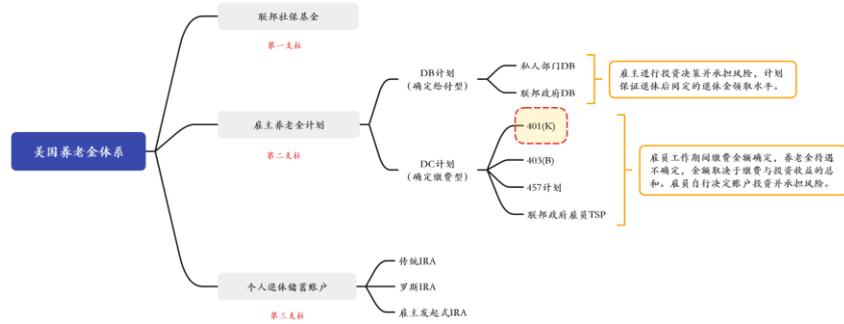
1974 年美国国会通过《雇员退休收入保障法案》，推出个人退休账户（IRA），成为美国养老金体系的第三支柱。1978 年推出 401K 计划，是美国在《国内税法》新增的第 401 条 K 项条款的规定，是一种适用于私人营利性公司，由雇员、雇主共同缴费建立起来的完全基金式的养老保险制度，横跨了保险、储蓄、投资、贷款等业务，同时也属于缴费确定型计划（DC），实行个人账户积累制。随着 IRA 和 401K 的推行，个人退休资产规模稳定增长，资产投向主要是共同基金，其中占比较高的是权益类基金（股票型、混合型），从而为股市带来长期增量资金。此外，居民金融资产中的共同基金、保险及养老金计划占比均稳定提升，分别从 1970 年的 1.5% 和 30% 提升至 2000 年的 7.4% 和 36%，反映出居民通过专业机构进行投资的意愿提升，财富管理行业迎来快速发展期。

图 11 美国居民退休资产规模（单位：十亿美元）



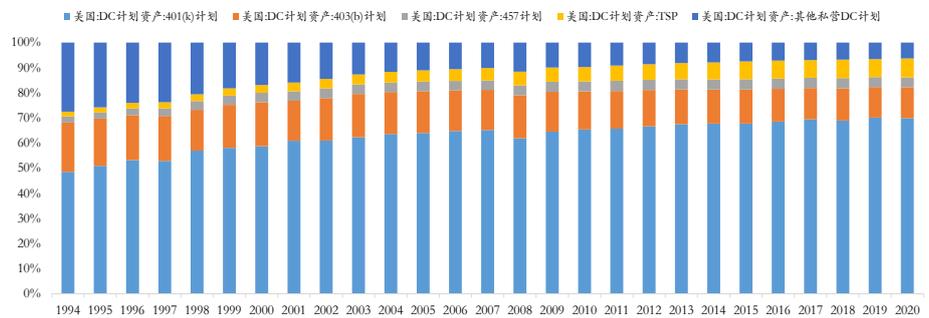
资料来源：ICI，湘财证券研究所

图 12 美国养老金三大支柱体系



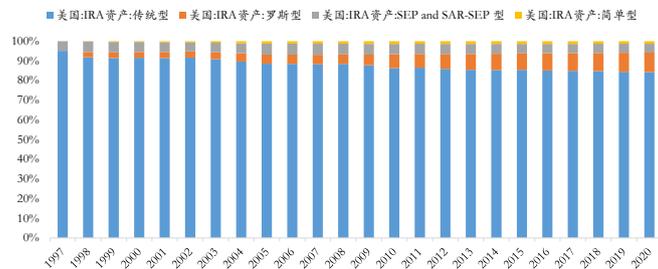
资料来源：公开资料整理，湘财证券研究所

图 13 DC 计划中 401K 占比最高



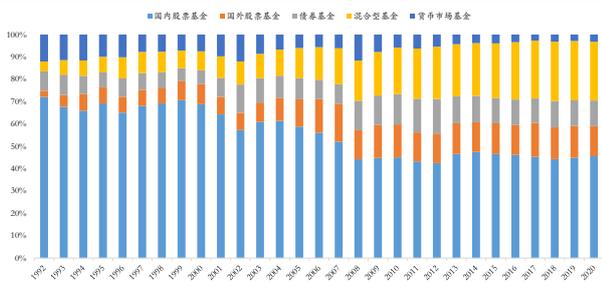
资料来源：ICI，湘财证券研究所

图 14 传统型 IRA 占比最高



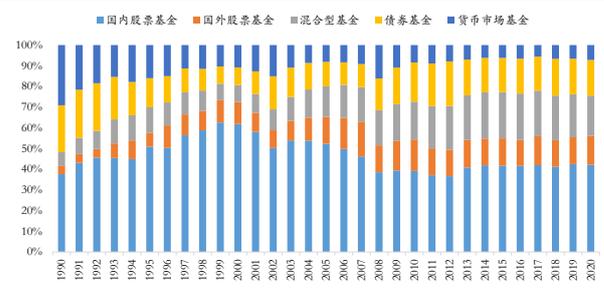
资料来源：ICI，湘财证券研究所

图 15 DC 计划持有的共同基金类型



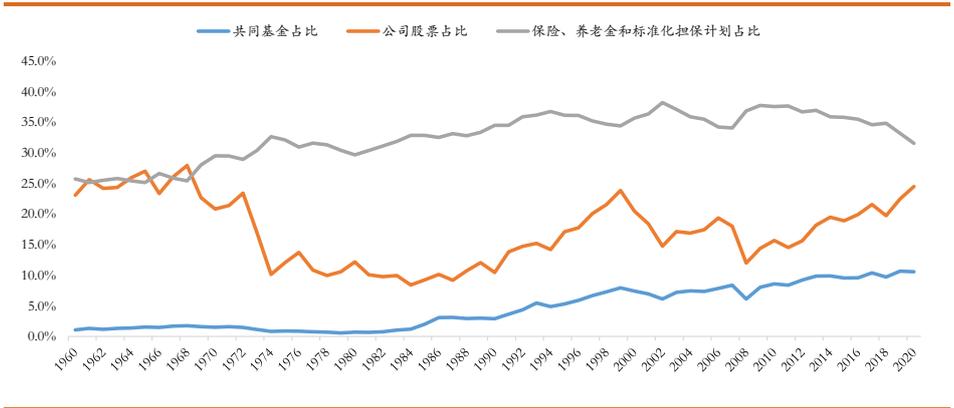
资料来源：ICI，湘财证券研究所

图 16 IRA 持有的共同基金类型



资料来源：ICI，湘财证券研究所

图 17 美国居民金融资产中共同基金、保险及养老金计划占比提升



资料来源：美联储，湘财证券研究所

**1990-2008 年：**大缓和时期美国经济和股市迎来长期繁荣，1995 年《金融服务竞争法》规定美国商业银行可以通过分支机构进入证券业，1999 年美国的《金融服务现代化法》允许商业银行、投资银行和保险公司之间的混业经营。同时，互联网发展促使券商向线上交易转型，佣金率下行趋势加剧。因此，行业内收并购增加，券商实现混业经营，对佣金依赖程度降低，助力财富管理行业进一步发展。

**2008 年至今：**金融危机后，2010 年通过《多德-弗兰克法案》，对金融机构的监管趋严。大型投行混业经营受到“沃尔克规则”的严格限制，场外衍生品业务得到规范，《巴塞尔协议 III》进一步压降了行业杠杆水平，提升了监控系统性风险的能力，但对于轻资产的财富管理业务影响较小。

另一方面，随着金融科技迅速发展，互联网券商的竞争愈发激烈，降低产品费率、交易免佣金成为趋势，证券业开启新一轮转型与并购整合浪潮。例如，Robinhood 于 2015 年采用零佣金交易模式，开创免佣金交易先河；2018 年，富达、先锋和摩根大通均先后推出了零费率或免佣金的服务；2019 年，“零佣金”大战打响，盈透证券、嘉信理财、亿创理财（E-Trade）、TD Ameritrade、富达等先后取消交易佣金，随后 TD 被嘉信理财收购；2020 年，摩根士丹利宣布收购亿创理财，渠道和客户资源进一步加强了大摩在财富管理的竞争力。因此，在“零佣金”的趋势下，基于存量客户的盈利模式显得尤为重要。

### 3.3 嘉信理财：折扣券商转型财富管理的典范

嘉信理财（Charles Schwab）的发展历程，是一个由折扣券商转型财富管理机构的典型案例。嘉信理财前身是 First Commander 公司，由 Charles Schwab 于 1971 年在加州创办，当时开展的是传统证券经纪服务以及向投资者提供标准化的交易简报。创始人于 1973 年收购全部股份后将公司更名为嘉信理财，致力于为个人投资者提供优质金融服务，是美国具有代表性的财富管理机构。

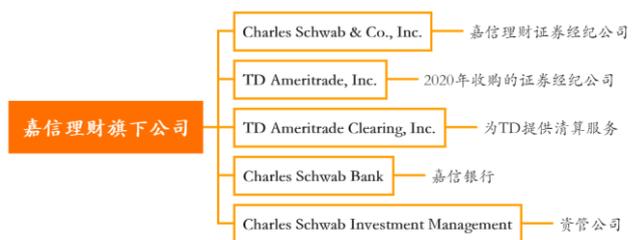
三大业务板块支撑嘉信理财为客户提供全面的财富管理服务。公司从最初的折扣券商模式向财富管理平台转型，凭借客户资源和投顾服务能力，形成了以证券经纪、零售银行和财富管理三大核心业务，收入来源从单一的佣金收入扩展到息差收入、基金管理及投资咨询服务收入。截至 2022 年 2 月，公司客户的资产规模达到 7.69 万亿美元，3340 万个经纪账户，160 万个银行账户，日均交易额达 610 万亿美元。

图 18 嘉信理财的三大业务及盈利模式



资料来源：公司年报，湘财证券研究所

图 19 嘉信理财的子公司



资料来源：公司年报，湘财证券研究所

#### 3.3.1 公司发展历程：以客户为中心，顺应时代发展

2000-2021 年，嘉信理财的营业收入从 52 亿美元增长至 185 亿美元，复合增长率达 6.2%；归母净利润从 7 亿美元增长至 54 亿美元，复合增长率达 10%。为探究公司在不同阶段的经营表现，我们将嘉信理财的发展历程分为五个重要阶段：

**1973-1986 年：开启折扣券商时代，规模迅速扩张。**正如创始人 Charles Schwab 在其撰写的《嘉信理财持续创新之道》书中所说“嘉信理财的诞生源于我对股票经纪行业的失望”，当时高佣金和低质服务对个人投资者极为不友好。而 1975 年 5 月 1 日固定佣金制正式取消，嘉信理财迎来发展机遇，通过降低佣金吸引了大量个人投资者，致力于为个人投资者提供优质的服务，从此开启折扣券商时代。此外，1983 年美国银行以换股方式收购嘉信理财，借

助美国银行当时的声誉及资本优势，嘉信理财快速发展成为全美最大的折扣券商，1985年末公司已经拥有120万个客户账户，客户资产达到76亿美元。

**1987-1994年：成功实现IPO，持续扩大产品服务矩阵。**由于后来美国银行面临严重坏账问题而削减集团开支，同时《格拉斯-斯蒂格尔法案》的存在导致嘉信还受制于银行的监管，公司发展受到影响。几经波折之后，创始人成功回购了美国银行持有的股份，并在纽交所成功上市。在产品服务方面，公司推出为独立投顾服务的平台，取消IRA账户年费，并且推出基金一账通(OneSource)业务，为投资者提供一站式基金购买平台，打造“基金超市”。

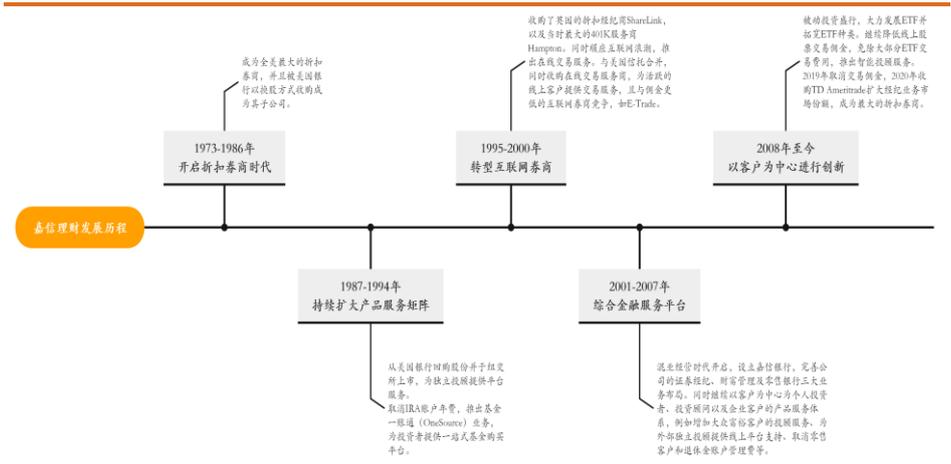
**1995-2000年：顺应互联网浪潮，转型互联网券商。**互联网券商的低佣金模式(如E-Trade)再次让公司面临竞争压力，因此公司推出了在线交易服务，同时收购在线交易服务商为活跃的线上客户提供交易服务。此外还收购了英国的折扣经纪商ShareLink，以及当时最大的401K服务商Hampton，继续抢占市场份额。

由于2000年以前的财务数据不完整，无法准确反映经营情况变化，但根据公司创始人在书中自述，公司1986年营收约为3亿美元，净利润约为3000万美元。由此可见公司早期依靠折扣券商模式迅速扩张规模，同时抓住互联网发展机遇，持续开发新产品和服务，1986-2000年营收规模增长了约16倍。

**2001-2007年：发展为综合金融服务平台，净利润年化复合增速达51%。**混业经营时代开启，公司创设嘉信银行，完善业务布局。同时深化以客户为中心，为个人投资者、投资顾问以及企业客户提供服务的体系，例如增加大众富裕客户的投顾服务、为外部独立投顾提供线上平台支持、取消零售客户和退休金账户管理费等。在此期间公司ROE从2002年的低点3%稳步提升至2007年的55%(07年出售美国信托导致ROE偏高)。

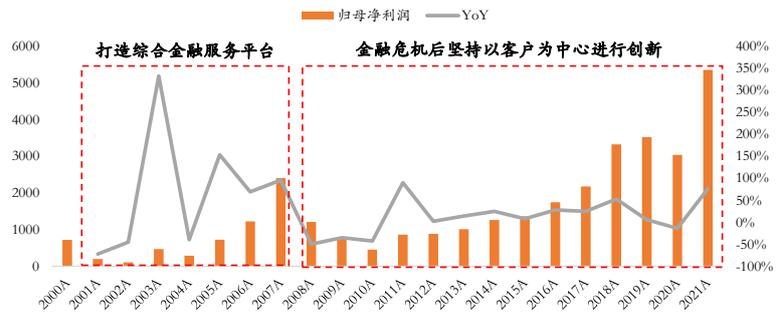
**2008年至今：坚持以客户为中心进行创新，通过收并购巩固公司的行业地位，09-21年营收和净利润复合增长率分别达到13%和17%，平均ROE达到12.5%。**金融危机后，被动投资盛行，公司大力发展ETF并拓宽ETF种类，同时继续降低线上股票交易佣金，免除大部分ETF交易费用，并推出智能投顾触达更多用户群体。在线上交易零佣金的趋势下，公司于2019年宣布取消线上交易佣金，随后2020年收购TD Ameritrade，继续扩大经纪业务市场份额，同时带来更多的财富管理客户。

图 20 嘉信理财发展历程



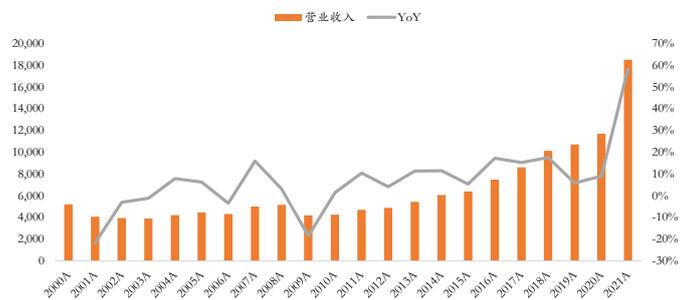
资料来源：根据公司官网整理，湘财证券研究所

图 21 嘉信理财 2000-2021 年归母净利润 (单位：百万美元)



资料来源：公司年报，湘财证券研究所

图 22 嘉信理财 2000-2021 年营业收入 (单位：百万美元)



资料来源：公司年报，湘财证券研究所

图 23 嘉信理财 2000-2021 年 ROE (%)

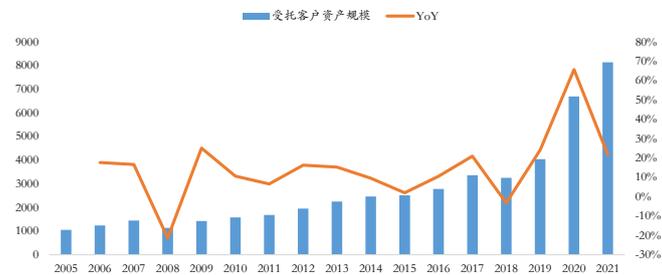


资料来源：公司年报，湘财证券研究所

### 3.3.2 商业模式：从低佣金引流到存量客户资产变现

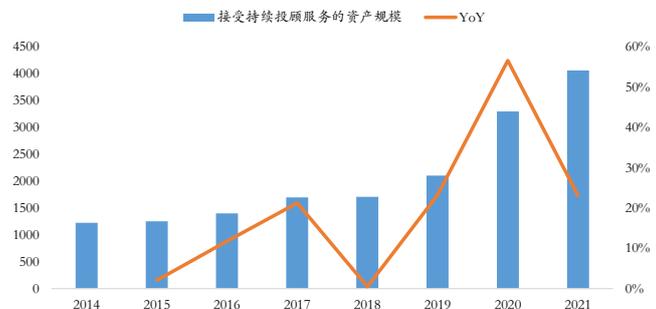
低佣金+优质服务引流，客户资产规模持续增加。2005 年公司的客户资产规模为 1.05 万亿美元，2019 年达到 4.03 万亿美元，收购 TD 后增加至 21 年的 8.14 万亿美元，05-21 年的复合增速达到 13.6%。客户资产中，接受持续投顾服务的资产从 19 年的 1.23 万亿美元增加至 21 年的 4.06 万亿美元，占客户资产比重保持在 50%左右，客户粘性较强。此外，2021 年活跃经纪账户数量达到 3316 万个，较 19 年收购 TD 前增长约 1.7 倍。

图 24 管理客户资产规模 (单位：十亿美元)



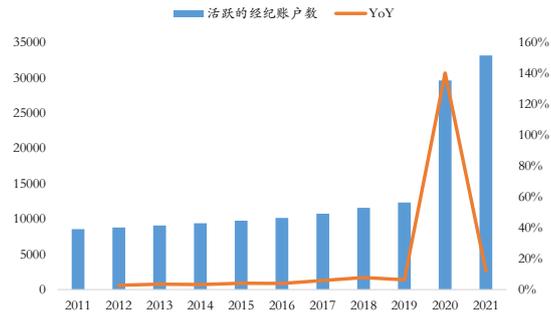
资料来源：公司年报，湘财证券研究所

图 25 接受持续投顾服务的客户资产规模 (单位：十亿美元)



资料来源：公司年报，湘财证券研究所

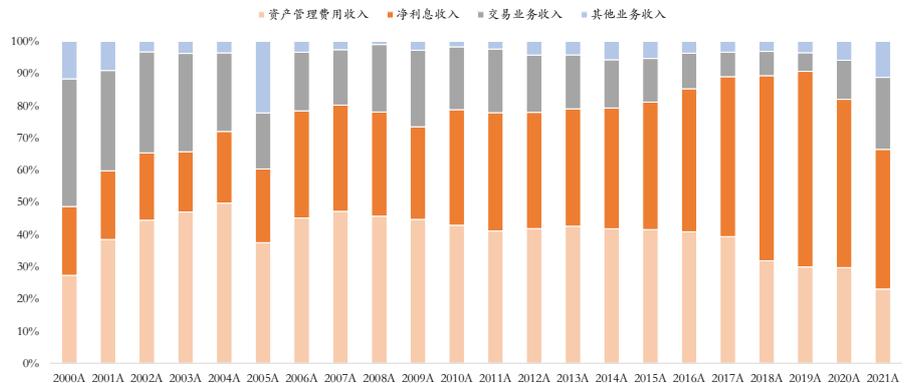
图 26 活跃的经纪账户数量 (单位: 千个)



资料来源: 公司年报, 湘财证券研究所

佣金收入占比持续下降, 净利息收入和资产管理收入贡献主要收入来源。从收入结构来看, 2000 年交易业务收入 (佣金为主) 为 22.94 亿美元, 占收入比重约 40%, 随后占比持续下降, 开始实行零佣金的 2019 年占比仅有 5.8%, 收购 TD 后又回升至 2021 年的 22.4%。相比之下, 净利息收入占比从 03 年的低点 18.7% 稳定提升至收购 TD 前的 19 年高点 60.5%, 资产管理收入占比约 30%, 合计贡献收入占比达到 90%。但 20-21 年受并表 TD 影响, 两项业务收入占比下降至 21 年的 66%, 仍然为主要收入来源。

图 27 嘉信理财收入结构



资料来源: 公司年报, 湘财证券研究所

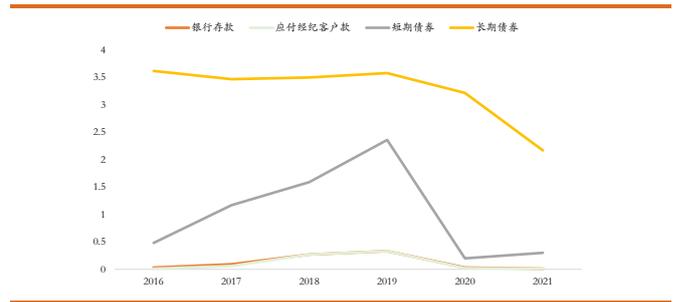
低息客户存款为息差业务提供资金来源, 两融业务赚取较高利息收入。证券经纪账户中的闲置客户资金转化为息差业务的低息银行存款, 2021 年资金来源中, 银行存款占比将近 70%, 而存款成本仅有 0.01%, 其中也有降息因素影响。从资产端看, 生息资产中收益率最高的当属融资融券业务, 2021 年达到 3.11%, 20 年之前最高可达 4.2%, 远高于贷款业务。实际上, 生息资产中除了规模最大的债券投资, 两融业务是公司最主要的利息收入来源。

图 28 银行业务资金来源 (百万美元)



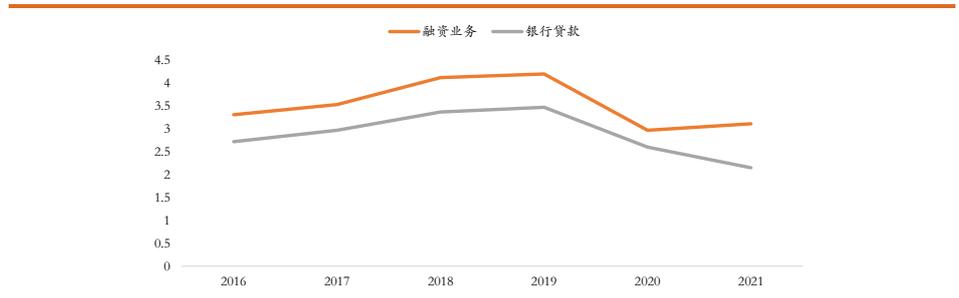
资料来源：公司年报，湘财证券研究所

图 29 银行负债成本 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

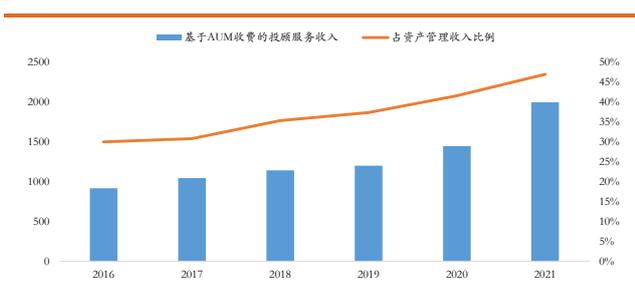
图 30 生息业务收益率 (%)



资料来源：公司年报，湘财证券研究所

基于 AUM 收费模式的投顾服务收入占资产管理业务收入比重上升，基金管理费用收入占比下降。2016 年，基于 AUM 收费的投顾服务收入为 9.15 亿美元，基金管理费用为 18.53 亿美元，分别占资产管理收入的 30%和 61%。但随着基金管理费率下降，甚至免除部分基金的管理费，基金管理费收入占比下降至 2021 年的 46%，而投顾服务收入占比达到 47%。从费率水平来看，基金管理费率从 16 年的 0.25%大幅降至 21 年的 0.11%，但投顾服务费率降幅较小，而且是管理费率的 4 倍。由此可见，买方投顾模式相较于卖方投顾模式有着更强的盈利能力，但需要用优质的服务留住客户，以保证 AUM 稳定增长。

图 31 基于 AUM 的投顾服务收入 (百万美元)



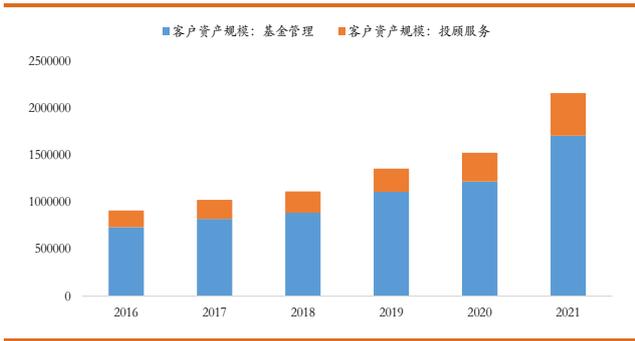
资料来源：公司年报，湘财证券研究所

图 32 基金管理费及销售费收入 (百万美元)



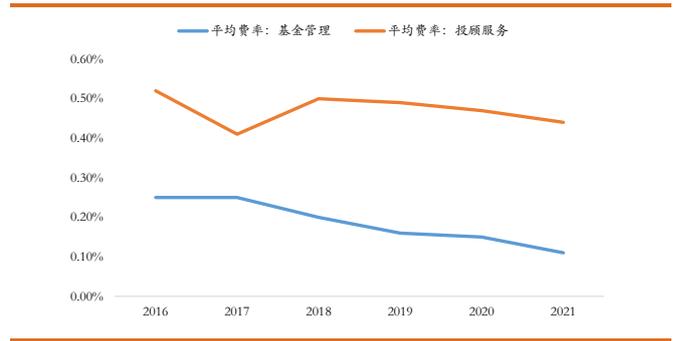
资料来源：公司年报，湘财证券研究所

图 33 平均客户资产规模结构 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 湘财证券研究所

图 34 资产管理平均费率结构



资料来源: 公司年报, 湘财证券研究所

## 4 投资建议

居民财富增长是财富管理行业发展的基础, 目前中国居民财富规模在全球排名第二, 仅次于美国, 而且居民金融资产占比仍有较大提升空间, 财富管理具备长期增长空间。从业务模式看, 基于客户资产规模收费的买方投顾是转型方向, 但好的产品 and 投顾服务是关键, 国内券商仍处于转型阶段。建议关注财富管理业务具备优势的头部券商, 维持证券行业“增持”评级。

## 5 风险提示

宏观经济下行风险; 二级市场大幅下跌风险; 行业竞争加剧风险。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。