

# 监管政策调整下基金投顾模式的未来

## 规范“投资”，强化“顾问”

### 行业研究 · 行业快评

### ◆ 非银金融

### ◆ 投资评级:超配(维持评级)

**证券分析师:** 王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn 执证编码: S0980518070002  
**证券分析师:** 戴丹苗 0755-81982379 daidanmiao@guosen.com.cn 执证编码: S0980520040003

### 事项:

6月9日,证监会起草《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》(以下简称《管理规定》),向社会公开征求意见。

**核心观点:**自2019年启动探索以来,该业务已从试点转向常规阶段。当前我国基金投顾初具规模,但与期待仍有距离,《管理规定》有利于基金投顾业务开展,先发优势强、零售客户扎实的券商更受益。

### 评论:

**从0到1500亿,我国基金投顾早莺初啼,但与期待仍有距离。**2019年开始,我国市场“买方投顾”业务正式进入公众视野。按照证监会相关政策文件,“基金投顾”不同于基金组合、FOF,有明确定义,即指向客户提供基金投资建议,辅助客户作出投资决策或者代理客户作出投资决策的经营性活动,其中在客户授权范围内,代理客户作出基金品种、数量、买卖时机决策的,为管理型基金投资顾问业务。截至2023年3月底,累计60家机构纳入试点,服务资产规模1464亿元,客户总数524万户,10万元以下个人投资者占比94%。考虑截至2023年5月底,当前我国公募基金规模约27.2万亿元、基民超过7亿人、权益类基民约1.85亿人,当前基金投顾尤其是管理型基金投顾规模仍处发展起步阶段。

表1:基金投顾与传统基金组合和FOF模式差异较大

	基金投顾	基金组合	FOF
业务模式	基金产品组合与投顾服务	基金产品组合与投资建议	基金产品
牌照要求	专门业务资格	基金管理或基金销售牌照	基金管理
服务产品	非管理型投顾+管理型投顾,其中前者只提供咨询建议,后者可以进行代客理财	投资建议,不能代客理财	管理产品
收费科目	咨询顾问费	投资咨询费	管理费、申购赎回费用等

资料来源:国信证券经济研究所整理

表2: 目前代表性机构参与基金投顾业务情况

机构类型	机构名称	展业时间	统计时点	服务规模	客户数量
三方销售机构	珠海盈米基金	2020/10/22	2022/7/1	超 300 亿	超 50 万
	南方基金	2019/12/3	2022/6/30	累计超 130 亿	累计超 50 万
基金及基金子公司	中欧财富	2019/12/20	2022/8/31		累计超 30 万
	兴证全球基金	2022-01	2022/6/30	超 10 亿	超 6 万
	银华基金	2022-01	2022/9/30	超 10 亿	
	国联证券	2020/4/21	2022/6/30	74.13 亿	20.17 万
证券公司	国泰君安	2020/8/8	2022/6/30	34.18 亿	
	申万宏源	2020/9/22	2022/8/31	累计超 67 亿	
	华泰证券	2020/10/22	2022/6/30	151.36 亿	56.33 万
	国信证券	2021/11/1	2022/6/30	超 56 亿	
	中信证券	2021/11/1	2022/10/18	累计 106 亿	12 万
	招商证券	2021/11/8	2022/6/30	累计超 43 亿	累计超 3.34 万
	财通证券	2021/12/6	2022/6/30	超 14 亿	2.5 万
	东方证券	2021/11/22	2022/11/30	超 147 亿	15.8 万
	安信证券	2022/5/9	2022-12	达 18 亿	4.5 万
	中银证券	2022-04	2022/9/14	超 2 亿	超 6 万

资料来源: 中国证券投资基金业协会, 国信证券经济研究所整理

**为什么“投”基金需要“顾”？**意在解决“基金赚钱，基民不赚钱”问题。该问题存在原因有二：一是基民的不当交易，即行为金融学常解释的盲目自信、频繁交易、追涨杀跌、持有期过短等交易行为；二是产品销售方的不良诱导，如过去银行渠道产品申购费高昂，部分理财销售常让基民赎回旧基后尽快买新基。按照中国证券报和多家基金公司在 2021 年 10 月发布的权益类基金个人投资者的调研结果，基金投资的盈利水平与持仓时长呈正相关，其中 3 个月持仓时间成为一条重要的分水岭：持仓时间小于 3 个月时，平均收益率为负，盈利人数仅占 39.1%，而超过 3 个月时，盈利人数提升至 63.7%。

向投顾转型似乎已经成为各财富销售机构“共识”。即使对于商业银行，APP 在手机银行中提供资产配置等投顾、投研服务已成为许多银行标配，大行普遍可以通过资产诊断、基金优选等资产配置服务可生成与用户风险等级或偏好相匹配的资产配置方案，相关功能设置在相对明显的位置使得用户容易触达。

表3: 代表性基金投顾业务在长期限绝对收益特征较好

组合策略类型	近 1 年				近 3 年			
	总数量	收益	波动率	最大回撤	总数量	收益	波动率	最大回撤
股票型	42	-19.74%	1.30%	-25.90%	14	30.05%	1.25%	-31.08%
偏股混合型	13	-15.45%	0.92%	-19.52%	6	23.24%	1.03%	-26.63%
灵活配置型	3	-11.02%	0.73%	-15.29%	3	27.11%	0.86%	-18.42%
偏债混合型	22	-8.17%	0.51%	-10.57%	9	23.39%	0.63%	-12.06%
债券系	40	-1.23%	0.15%	-2.97%	13	12.37%	0.21%	-4.11%
货币型	6	1.74%	0.02%	-0.47%	2	5.65%	0.01%	-0.46%
基准: 中国股基指数		-20.50%	1.39%	-27.92%		47.72%	1.44%	-31.49%
基准: 中国混基指数		-16.37%	1.05%	-21.99%		34.77%	1.11%	-26.48%
基准: 中国债基指数		1.24%	0.06%	-1.06%		9.34%	0.06%	-1.41%
基准: 货币基金		1.92%	0.01%	0.00%		6.46%	0.01%	0.00%

资料来源: 天天基金 APP、Choice, 国信证券经济研究所整理

**探路近四年, 当前基金投顾更像一款短期金融产品, 而非一项咨询服务。**根据毕马威和先锋领航投顾于 2022 年的调查研究, 基金投顾客户参与初期关注的是“专人打理”、“省心”, 这体现出客户在首次尝试时对“顾”有强烈需求, 更注重平台团队的专业性; 但调研客户增加投资金额基金投顾的因素后发现, 超半数受访者增加投资金额的原因是“组合收益率高”或“收益表现稳健”, 紧随其后的因素是“市场行情好”; 类似因素驱动客户清仓行为, 比如排名前两位的清仓原因也是“市场行情不好”(38.7%)及“组合收益不及预期”(38.3%)。这表明基金投顾客户在使用过程中, 未能得到持续正确的投资理念引导, 容易忘记选择使用基金投顾的长期投资的初衷。

表4: 现阶段投顾客户画像描述

分析维度	情况描述
人口特征	“千禧一代”、“高知白领”、“已婚有娃”是当前中国基金投顾客户最显著的标签，他们富有活力，愿意尝试新事物，具有一定时代烙印：身处典型的中国式“4—2—2”家庭结构，有长期理财需求，并存在时间、精力、投资水平上的理财挑战。
投资偏好	投资偏好多元，投资经验丰富，但投资理念尚不成熟，较少长期投资。对基金投顾当前以“尝鲜”为主，投资比例较少
投顾心智	对基金投顾的认知处于初级阶段，有“顾”的初衷，在使用时重“投”轻“顾”，体现为重视投资收益，但对收益的感知更多基于主观判断
投顾需求	有长期理财规划需求，但付诸行动有限，投资行为以短期为主，存在明显的“知行不合一”
投顾评价	渴望投顾服务与自身需求和偏好匹配，对当前基金投顾总体的满意度有待提高，缺乏安全感

资料来源：毕马威、先锋领航调研（2022），国信证券经济研究所整理

**本次《规定》将修改什么？**（1）**适当性要求提高**。明确要求不能以货架形式展示组合，在客户进行适当性匹配前不得展示组合的业绩，即基金投顾不是“组合销售”，也就解释为何大行前期撤架“智能投顾”；（2）**业绩展示更全面**。未来展示组合业绩时不仅要展示收益，还要同时展示波动与最大回撤；（3）**资产投向放宽**。允许配置一定比例私募（最高不超过5%），判断后续有可能采取“公募+私募”混合产品模式。（4）**集中度要求提升**。单个客户持有单只基金不超过委托资产的20%；管理型客户配置单只基金不得超过该基金总份额的50%，持有货币基金、开放式债基合计不超过20%，这有利于大基金参与基金投顾业务；（5）**鼓励长期投资**。允许机构发行具有封闭期特性的策略组合；（6）**延伸财富场景**。鼓励探索养老投顾模式，即有可能将当前近4000万个人养老金账户与基金投顾业务打通，不仅要管“现在的钱”，还要管“将来的钱”。

图1: 海外资管机构 Vanguard 基于投资顾问模式创设养老目标型产品

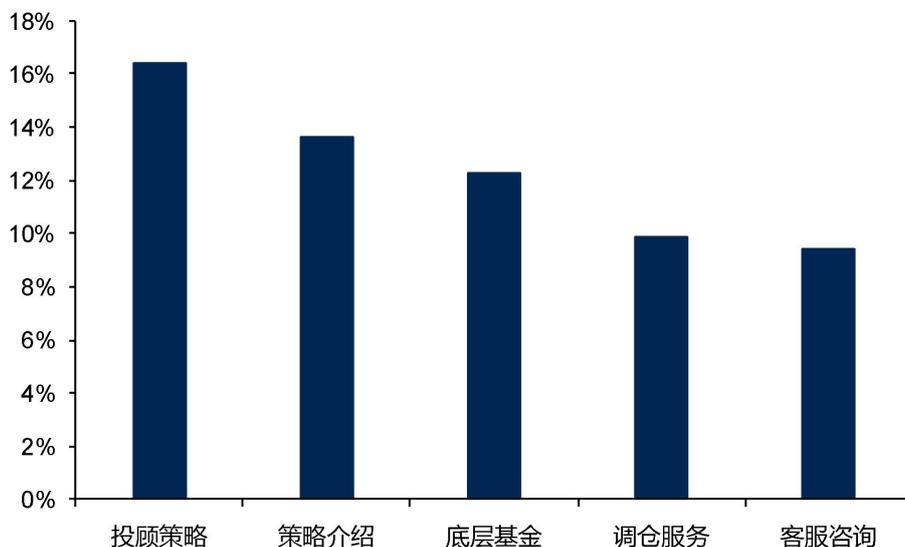


资料来源：毕马威、先锋领航调研（2022），国信证券经济研究所整理

**结合业内调研，《管理规定》对券商短期业务增量有限。**一是机构普遍做到了业绩全面展示，目前《规定》更多是“打好补丁”；二是增加私募业务对客户财富有更高门槛要求（如对应100万/5%=2000万元），而现阶段客户普遍在10万元以下；三是目前机构实际展业中对该业务的理解和考核与FOF业务区分不开，作为一个细水长流的“慢生意”，基金投顾业务本质是服务，更应结合体验指标（如盈利能力乃至更主观客户评价指标），而不能单独依赖基于产品规模进行考核。

**未来已来，降费预期下投顾展业模式更值得关注。**近期经济观察报等媒体报道监管层在酝酿基金固定管理费

图2：现阶段基金投顾客户对策略有效性最为关注



资料来源：中国证券投资基金业协会，国信证券经济研究所整理

调降计划，这或倒逼基金投顾业务可能由“小步慢行”到“跃步而升”。美国经验表明投顾模式可成为独立的展业模式，是对基金产品费率下滑的重要应对。投顾业务创始于早期欧洲私人银行业务，20世纪20年代卖方投顾业务开展发展，1940年美国《投资顾问法》颁布开始对投资顾问进行系统化监管，1978年推出“401k”养老计划，1980年代以Vanguard为首的美国头部投顾机构推出免代销费用基金后，行业变局催生大量买方投顾业务需求，尤其2000年左右，仅收取客户端服务费的纯独立注册投顾大量出现。2010年以来，金融科技的发展为美国基金投顾带来了新变革，智能投顾模式得到快速发展，代表机构有Betterment、Personal Capital和Wealthfront等。根据ICI统计，截至2020年底，美国基金市场中被动型产品占比已达到40%（含公募基金和ETF），且持续稳步上升。同时按照SEC注册投顾收费模式，按照客户资产规模收费占比超过46%。参考美国经验，“基金公司创设工具+投顾设置组合管理”成为成熟模式，该模式下投顾可从账户管理费乃至超额收益分成中获得报酬，这或成为降费预期下公募基金的探索模式。

**投资建议：**零售客户基础扎实和起步优势明显的券商将受益，受益标的：华泰证券、中金公司、国联证券、东方证券。

**风险提示：**金融监管趋严，业务创新进度低于预期。

## 相关研究报告：

- 《《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》影响分析-延续新规，扶优去劣》——2023-06-05
- 《2023Q1基金销售保有量规模排名点评-当流量红利遇到模式变迁》——2023-05-04
- 《证券行业最新政策快评-三箭齐发，小步向新》——2023-04-12
- 《证监会《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》点评-理顺场外衍生品模式，推动券商规范加杠杆》——2023-03-20
- 《完善金融版图，强化业务协同-国联集团收购民生证券30%股权点评》——2023-03-17

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032