

买方基金投顾的特点、现状与展望

华泰研究

2021 年 5 月 20 日 | 中国内地

深度研究

研究员	林晓明
SAC No. S0570516010001	linxiaoming@htsc.com
SFC No. BPY421	+86-755-82080134
研究员	黄晓彬, PhD
SAC No. S0570516070001	huangxiaobin@htsc.com
SFC No. BQW518	+86-755-23950493
联系人	刘依苇
SAC No. S0570119090123	liuyiwei@htsc.com
	+86-755-23950493

华泰证券 2021 年度中期投资峰会



国内基金投顾向买方投顾转型，发展方向或在于服务水平和投资能力提升
海外市场中的基金投顾业务发展多年，现今已经成为美国投资者购买基金的主要渠道。我国自 2019 年 10 月基金投顾业务试点开启至今已有一年半，第一批共 18 家试点机构多已推出了智能投顾品牌，开启了基金投顾服务。本文对国内基金投顾的发展现状进行了梳理，整理了当前基金投顾的业务模式、法律规范、收费模式、策略形式、信息披露要求等信息，也研究了试点机构中基金、券商、银行和第三方平台当前的展业情况、所拥有的优势以及面临的短板，并尝试对行业和投顾机构未来的发展方向提出建议。

海外基金投顾业务已较为成熟，国内多家试点机构已开展买方投顾业务
海外成熟市场的投顾业务起源于 20 世纪 30-40 年代，在近一个世纪的发展中经历了从混乱到规范，从卖方到买方，从线下传统投顾到线上智能投顾与线下人工投顾相结合，2020 年底 SEC 注册投资顾问所管理的监管资产规模 RAUM 已达 97.2 万亿美元。基金投顾已成为美国投资者购买基金的主要渠道，在退休计划之外投资共同基金的家庭中，约 50% 的家庭通过基金投顾购买基金。我国从 2019 年 10 月开始对投顾业务进行规范化管理，开启卖方投顾向买方投顾转型的序幕，至今共有 18 家机构获得基金投顾业务资格，其中包括 5 家基金公司、7 家券商、3 家第三方销售平台和 3 家银行。

国内基金投顾试点机构可代客决策，机构资质和业务流程有规范要求
此次基金投顾业务试点开创性地允许部分投顾接受客户的全权委托，代替客户进行交易和调仓，因此对试点机构的资质也做了明文规定，需要机构有一定的市场竞争力和高质量的基金研究团队。此外试点通知也对投前、投中、投后的业务流程细节做了要求，包括投前的协议书签订和客户画像分析、投中的组合构建代客交易、投后的信息披露要求和客户风险承受能力再评估要求等。当前国内基金投顾多在自家 APP 以线上形式运作，收费模式可基于资产规模收费或会员制收费。

国内基金投顾开展现状：试点机构各具优势，通过合作弥补不足
自 2019 年 10 月我国启动基金投顾业务试点至今，第一批试点的基金、券商和第三方平台均已推出自己的投顾品牌。当前各类机构在投顾业务的不同环节上有着较为明显的优劣势差异。基金公司的投研能力和品牌认可度颇具优势，但投顾服务经验和渠道能力仍待提升，因此采用将智能投顾品牌输出到第三方销售平台的形式来规避短板。券商在投研能力、投顾能力、渠道能力无明显不足，但优势也不够鲜明。银行客户群体庞大，理财顾问体系成熟，但权益投研能力仍有提升空间。第三方平台客户数量较多但投研能力较弱，因此采用直接从外部机构引进投顾策略的形式规避劣势。

基金投顾业务未来发展方向或在于服务水平优化和投资能力提升
基金投顾业务是重要的财富管理转型抓手，在买方投顾模式下，基金投资顾问的利益与客户利益绑定，以实现客户资产增值、降低客户投资成本为第一目标，机构与客户将从传统的买卖交易关系转化为相互信任的良性合作关系，投顾业务发展空间较大。未来各家基金投顾之间的竞争终将回归投资能力和服务水平的竞争，两项能力决定机构是否能与投资者之间建立起共赢信赖关系和客户黏性。各参与方在投顾业务中的优劣势各不相同，机构可在政策红利期内补足短板并培养核心竞争力，提前抢占市场份额。

风险提示：报告中涉及到的具体投顾品牌不代表任何投资建议，请投资者理性地看待。基金的表现与宏观环境和大盘走势密切相关，投资需谨慎。

正文目录

海外基金投顾业务已较为成熟，国内尚有较大发展空间	4
海外基金投顾发展历程：从卖方到买方，从线下传统投顾到线上智能投顾	4
国内基金投顾业务稳步发展，监管不断完善，首批试点机构已上线智投服务	6
国内基金投顾业务特点：可代客决策的买方投顾，资质要求较高	9
业务模式新颖：可代客户决策的“买方投顾”，以客户利益为上	9
试点机构资质要求：需要有一定的市场竞争力并具有高质量基金研究团队	9
业务流程：投前、投中、投后一体化，为客户提供投资管理和风险控制服务	9
运作模式：均为线上运作，多采用自家 APP 开展业务	10
收费模式：基于客户委托管理资产规模收费或会员制收费	12
策略形式：提供风险水平和投资目标不同的多个系列基金组合	13
信息披露：每日披露净值、每季披露持仓及交易数据	14
基金投顾与 FOF、基金组合、智能投顾等类似产品的差别	14
国内基金投顾开展现状：试点机构各具优势，通过合作弥补不足	16
基金公司：投研能力是核心优势，投顾服务经验和渠道能力具有较大潜力	16
证券公司：投研能力、投顾能力、渠道能力无明显短板	17
银行：客户群体庞大，理财顾问体系成熟，但权益投研能力仍有提升空间	17
第三方平台：客户数量较多，投研能力较弱	17
无试点资格机构：80 余家机构申请试点资格，部分机构开始提前布局	18
国内基金投顾业务发展方向或在于服务水平优化和投资能力提升	19
投顾行业展望：重要的财富管理转型抓手，行业竞争终将回归投资能力竞争	19
推动金融供给侧结构性改革，为客户提供多样化、个性化基金投资服务	19
基金投资顾问的利益与客户利益绑定，为客户降低投资成本	19
未来基金投顾之间的竞争主要是基金投研能力和大类资产配置能力的竞争	19
投顾机构发展方向：提升产品质量，重视客户服务，增加客户黏性	20
注重客户服务：人工投顾进行投前沟通，投中投后采用蒙特卡罗模拟客户预期持仓收益	20
丰富可投资标的：扩展可投资金融产品的范围	20
拓展收费模式：美国投顾服务收费模式超过 7 种，主要按资产管理规模收费	21
各参与方发展投顾业务的建议：产品优劣决定核心竞争力，服务水平决定客户黏性	21
风险提示	22

图表目录

图表 1: 美国投资顾问总人数及监管资产总规模.....	5
图表 2: 2019 年美国投顾业务行业集中度情况 (%)	5
图表 3: 2019 年客户数量 (百万)	5
图表 4: 美国投顾业务客户类型构成比例 (%)	5
图表 5: 美国投顾业务客户类型及其资产规模	5
图表 6: 美国投资者购买共同基金的渠道 (2019 年)	6
图表 7: 基金投顾业务试点批次、机构以及品牌.....	8
图表 8: 基金投顾业务一般性流程示意图	9
图表 9: 基金投顾产业模式	11
图表 10: 美国投资顾问服务收费模式.....	12
图表 11: 司南投顾系列产品信息汇总.....	14
图表 12: 基金投顾、基金组合和 FOF 产品异同	15
图表 13: 各类型机构基金投顾业务优劣势比较	16
图表 14: 2018-2020 年美国投顾行业收费模式占比 (单位: 人)	21

海外基金投顾业务已较为成熟，国内尚有较大发展空间

海外基金投顾发展历程：从卖方到买方，从线下传统投顾到线上智能投顾

基金投顾业务在美国的财富管理行业中占有颇为重要的地位。美国的基金投顾业务诞生自 20 世纪 30-40 年代，经历了近一个世纪的发展与变革，在不断的升级、优化与自我修正中形成了当前较为成熟的业务形态和多样化个性化的产品服务。美国投顾业务和基金投顾业务的发展历史大致可以分为 4 个阶段：

第一阶段：20 世纪 30-40 年代——投顾业务萌芽，业务监管规范逐渐完善：海外的投资顾问业务最初起源于欧洲银行向高净值客户提供的个性化私人银行服务；20 世纪 30 年代，美国的保险营销人员开始为其客户提供投资规划服务，服务形式与现在的投顾业务相似。在投资信托和各类资产经纪业务自由发展期间，美国证券交易协会（SEC）发现许多滥用投资顾问名义、欺诈投资者的现象，为规范投资顾问业务，1940 年美国颁布《证券投资顾问法》，正式定义“投资顾问”为：“以获取报酬为目的，直接或通过出版物形式提供证券价值分析或买卖证券的投资建议的任何人；或者以获取报酬为目的并作为特定商业活动的一部分，发表或提供证券分析意见或报告的任何人。”自此法颁布后，SEC 开始对投资顾问业务进行系统性的规范和监管。

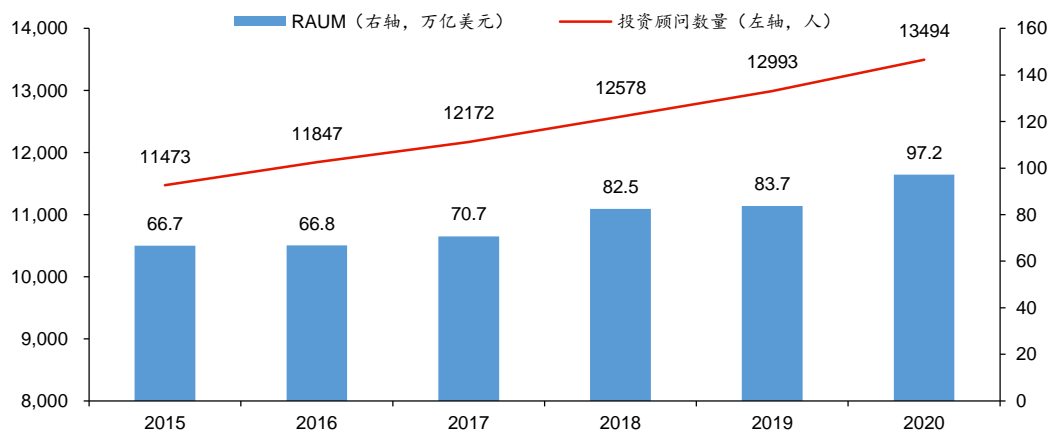
第二阶段：20 世纪 50-70 年代——投顾业务快速发展，走向黄金时期：二战后美国经历经济复苏，越来越多的美国居民开始拥有可投资的闲置资产，对个人资产配置服务的需求的增加，使得理财业务和投资顾问业务的客户群体从高净值群体拓展到了普通个人投资者，投顾业务总规模逐渐扩张。70 年代，美国为鼓励居民增加养老储蓄，推出了雇主发起式的 401k 计划及个人自愿投资的个人退休账户 IRA，并提供税收优惠政策提高参与积极性。美国养老资金规模的快速扩张，为资本市场注入了大量资金，推动基金市场快速发展，也为投顾业务的发展开辟了较大的市场空间，投顾业务开始迎来黄金时期。

第三阶段：20 世纪 80 年代——基金投顾业务模式转向买方投顾：随着基金公司之间的竞争愈加激烈，基金产品收取的费率一降再降，Vanguard 甚至推出了不收取申购费用的免佣基金，投资者也开始密切关注投资成本对收益的影响。此前主流的卖方投顾业务收入主要来源于基金的销售费用，这种机制一方面变相增加了投资者的投资成本，另一方面会将业务中心不可避免的转移到基金产品销量上，投资者的投资体验反而会被忽视。而此时更重视投资者收益且收费相对更低的买方投顾模式，则开始受到投资者青睐。各家机构也开始尝试基于管理规模和基于产品业绩的投顾收费模式，投顾机构的利益与投资者的利益绑定，买方投顾业务开始取代卖方投顾业务的地位，并在随后几十年间高速发展。

第四阶段：21 世纪——基金投顾业务与人工智能结合，智能投顾快速发展：2010 年前后，随着金融科技的发展和互联网的普及，Betterment 和 Wealthfront 等公司开始在线上开展传统投顾与人工智能相结合的智能投顾业务，投顾业务发展出由大数据与人工智能支持的新模式。

当前美国投资顾问业务体量仍在持续扩张，投资顾问人数、投顾管理规模以及投顾客户数量均在稳定上升。根据 2019 年 Investment Adviser Association (IAA) 和 National Regulatory Services (NRS) 联合发布的《2019 Evolution Revolution: A Profile of the Investment Adviser Profession》及美国证监会（SEC）发布的最新数据，在 SEC 注册的投资顾问数量逐年稳步增加，2020 年底在 SEC 注册的投资顾问共有 13494 名（包括机构和个人），较 2019 年的 12993 名增长 3.9%，2019 年又相比 2018 年增长 3.3%。2020 年底经 SEC 注册的投资顾问管理的监管资产规模（RAUM, Regulatory Assets Under Management）约 97.2 万亿美元，较上年的 83.7 万亿美元净增长 16.2%，2019 年又相比 2018 年的 82.5 万亿美元增加 1.4%。

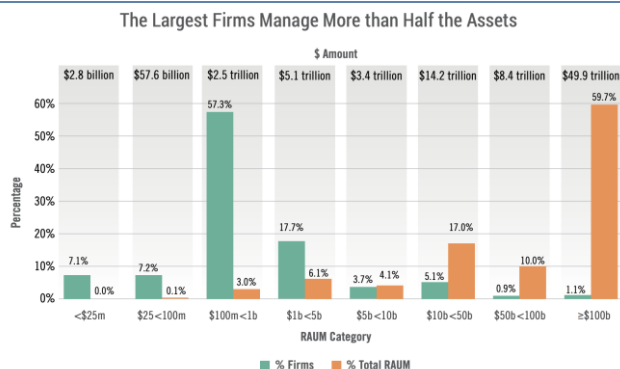
图表1：美国投资顾问总人数及监管资产总规模



资料来源：SEC, IAA 2019 Evolution Revolution, 华泰研究

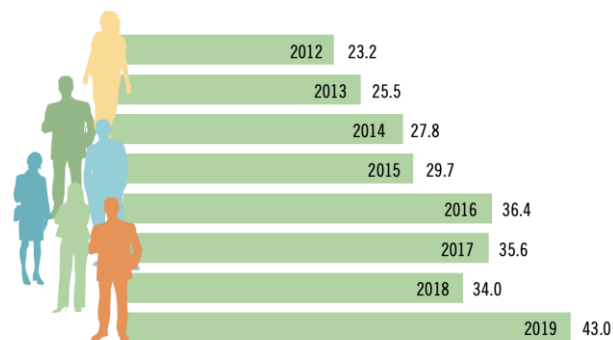
在管理模式方面，全权委托为美国投顾业务的主流模式，截止 2019 年底，其管理规模占总规模的 91.4%。从服务的提供端来看，美国投顾行业有较高的集中度，少数顾问管理着超过一半的行业总资金规模：在 SEC 注册的投资顾问中，占比 1.1% 的 148 名顾问负责管理超过 59.7%、规模为 49.9 万亿美元的资金，头部效应明显。

图表2：2019 年美国投顾业务行业集中度情况 (%)



资料来源：IAA 2019 Evolution Revolution, 华泰研究

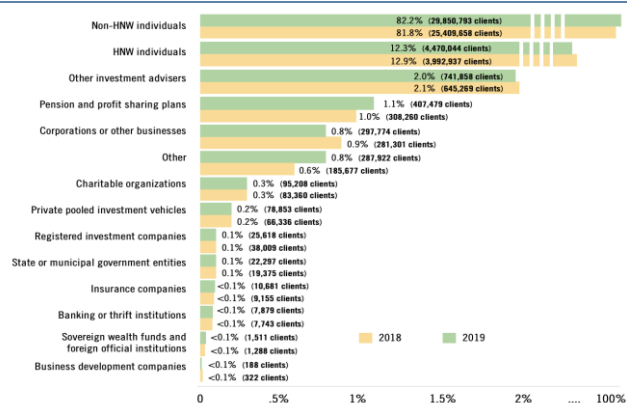
图表3：2019 年客户数量 (百万)



资料来源：IAA 2019 Evolution Revolution, 华泰研究

从服务的需求端来看，美国投顾业务的客户数量在 2019 年已经达到 4300 万人（包括机构和个人），较 2018 年增加 26.5%；美国投顾业务服务的客户群体多为个人客户，占到总客户数量的 94.6%；其中，普通个人客户人数占到总客户数量的 82.2%、个人客户数量的 87%。委托管理资产总规模最大的客户群体则为高净值个人投资者，第二名为养老金和利润分享计划机构，第三名为保险机构，普通个人客户委托资产总规模仅排名第四。

图表4：美国投顾业务客户类型构成比例 (%)



资料来源：IAA 2019 Evolution Revolution, 华泰研究

图表5：美国投顾业务客户类型及其资产规模



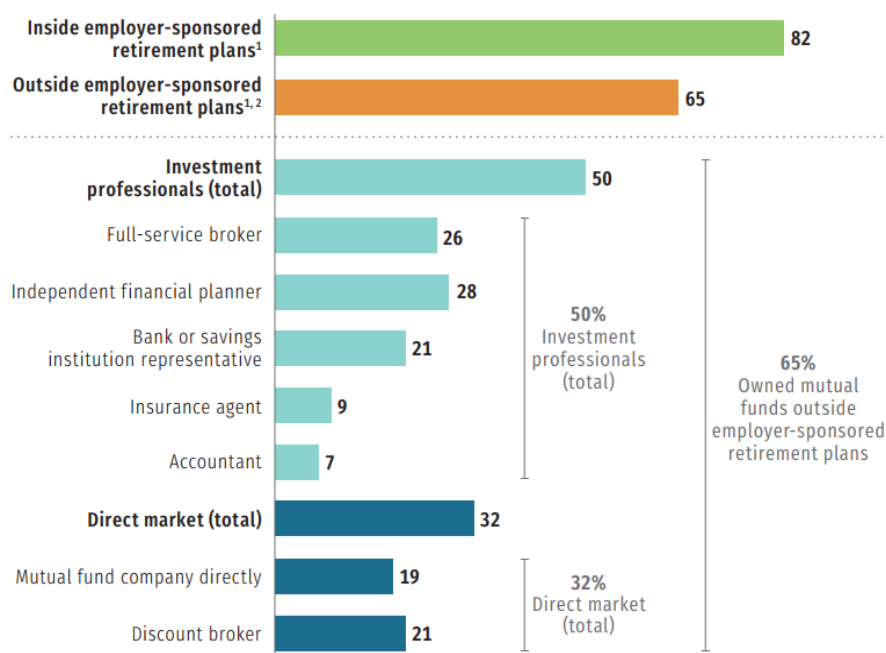
资料来源：IAA 2019 Evolution Revolution, 华泰研究

从市场地位来看，基金投顾业务已成为在美国公募基金行业中的重要组成部分。根据 ICI（Investment Company Institute）于 2020 年发布的《Investment Company Fact Book》，在通过雇主发起式退休计划以外的渠道购买基金时，直接在市场上购买基金的投资者仅占 32%，50% 的投资者则通过基金投顾来间接购买基金，其中主要的购买渠道如下：

1. 28% 的投资者选择通过独立理财规划师（Independent financial planner）进行投资；
2. 26% 的投资者选择通过全方位投资服务经纪人（Full-service broker）进行投资；
3. 21% 的投资者选择通过银行或储蓄机构代表（Bank or savings institution representative）进行投资；
4. 9% 的投资者选择通过保险代理（Insurance agent）进行投资；
5. 7% 的投资者选择通过会计师（Accountant）进行投资。

由此可以看出，基金投顾在美国颇受投资者认可，已成为美国投资者购买基金的最主要渠道，其投资建议对投资者的投资选择以及基金公司的产品销售均有着十分重要的影响。

图表6：美国投资者购买共同基金的渠道（2019 年）



资料来源：ICI，华泰研究

国内基金投顾业务稳步发展，监管不断完善，首批试点机构已上线智投服务

基金投资顾问业务，是指接受客户委托，按照合同约定向客户提供证券投资基金以及中国证监会认可的其他投资产品的投资建议，辅助客户做出投资决策或者按规定代理客户办理交易申请的经营性活动。

自 1991 年 7 月我国第一只公募基金成立以来，我国基金市场经过近 30 年的高速发展，当前体量已十分庞大，2021 年一季度产品总规模已超过 21.79 万亿。但在其蓬勃发展的同时，基金销售模式中存在的痛点以及基民投资过程中面临的难点也逐渐显露出来。在基金投顾业务监管要求正式发布之前，基金产品的销售大多依靠券商、银行、互联网销售平台等外部第三方销售渠道，并向其支付认购申购费（前端费用）和客户维护费（尾随佣金）。这种销售模式带来的直接影响，就是基金公司自身的管理费用和利润被挤占。间接影响则是，基金销售人员以增加基金销售量保有量为主要目标，因此其推荐的是过去表现亮眼的基金，而非适应未来市场环境的基金。这种以销量为导向的、滞后于市场走势的代销模式，不一定投资者的利益为核心，忽略了基民的投资体验和持基收益，最终造成了“基金赚钱，基民亏钱”的行业痛点。

2019年10月24日中国证监会机构部下发的《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》(以下简称《通知》),则针对以上痛点,对投顾业务进行规范化管理,正式开启了卖方投顾向买方投顾转型的序幕。《通知》规定了开展基金投顾业务试点的机构需具备的资格,明确了投顾业务的范围,规范了进行投顾业务中机构需遵守的准则、制度和风控要求,促使公募基金投顾业务试点落地,推动了公募和券商等机构从卖方销售思维向买方投顾思维的转变,使得投顾机构与客户成为利益共同体。投顾收费模式由销售分成向服务收费的转变,将带动投资顾问角色定位、服务导向和销售思路发生变化,从以销售量为本变为以客户收益为本,使得客户的利益得到保障。在认可投资顾问的专业能力后,客户也更倾向于将资产委托给投顾机构持续进行管理,在这种良性循环下,投顾行业将走上客户投顾双赢的健康发展轨道。

自2019年10月《通知》下发至今,共有3批次共18家机构获得基金投顾业务资格:

1. 2019年10月25日,2家公募基金及3家基金公司销售子公司首批获得投顾资格,最早走上投顾业务规范化发展的道路,这批机构包括南方基金、易方达基金、华夏基金(华夏财富)、嘉实基金(嘉实财富)、中欧基金(中欧钱滚滚);
2. 2019年12月13日,蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金共3家第三方基金销售机构在第二批获得试点资格。
3. 2020年2月28日,华泰证券(601688 CH Equity)、银河证券(601881 CH Equity)、中金公司(601995 CH Equity)、中信建投(601066 CH Equity)、国泰君安(601211 CH Equity)、申万宏源(000166 CH Equity)、国联证券(601456 CH Equity)共7家券商,以及平安银行(000001 CH Equity)、工商银行(601398 CH Equity)、招商银行(600036 CH Equity)共3家银行,在第三批获得试点资格。

2020年4月17日,证监会又发布了《证券投资基金投资咨询业务管理办法(征求意见稿)》(以下简称《办法》),管理办法将证券投资咨询业务和基金投资顾问业务整合为证券投资基金投资咨询业务,并具体划分为证券投资顾问业务、基金投资顾问业务、发布证券研究报告业务等细分类别,明确从事证券投资基金投资咨询业务应依法经中国证监会核准或者注册,也明确了具体准入要求和申请审批程序,对日后各类机构申请投顾业务资格的流程和研报发布业务进行管理 with 规范。

图表7：基金投顾业务试点批次、机构以及品牌

试点批次	机构类型	机构名称	获批时间	投顾品牌
第一批 (2019年10月)	公募基金公司	南方基金	2019/10	司南投顾
		华夏基金	2019/10	查理智投
		中欧基金	2019/10	水滴投顾
		嘉实基金	2019/10	嘉实财富投顾
		易方达基金	2019/10	易方达投顾
第二批 (2019年12月)	第三方基金销售机构	蚂蚁基金	2019/12	帮你投
		腾安基金	2019/12	一起投
		盈米基金	2019/12	且慢
第三批 (2020年2月)	券商	国联证券	2020/02	基智投
		银河证券	2020/02	财富星-基金管家
		国泰君安	2020/02	君享投
		中信建投	2020/02	蜻蜓管家
		中金公司	2020/02	A+基金投顾
		申万宏源	2020/02	星基汇
		华泰证券	2020/02	涨乐星投
	银行	平安银行	2020/02	安心投
		招商银行	2020/02	招赢通
		工商银行	2020/02	暂未获得相关信息

资料来源：各公司官网及投顾 APP，华泰研究

截至目前，国内各类试点机构均已推出其智能投顾品牌并上线相关业务。但随着基金投顾业务的深入开展，试点中遇到的一些实践性问题也逐步暴露出来：各投顾机构及合作的基金销售机构对监管法规的理解不同、合规尺度把握不同，导致在系统数据接口的开发需求上各有不同。中基协认为：“投顾对接系统数据接口标准多样、形式多元的问题已成为阻碍业务推进和拓展的掣肘”。为市场化、规范化、专业化开展后续的投顾业务，2021年3月基金业协会发布《基金投顾业务数据交换技术接口（征求意见稿）》向投顾试点机构征求意见，根据《通知》中对投顾业务试点的各项要求，对投顾业务系统框架和交易模式设定统一标准，积极为试点中遇到的问题寻求解决方案。

国内基金投顾业务特点：可代客决策的买方投顾，资质要求较高

业务模式新颖：可代客户决策的“买方投顾”，以客户利益为上

基金投顾业务试点开展之前，国内投顾业务与海外市场相比存在不能代客户交易、收费模式单一等问题，投资顾问服务也大多是附加在渠道利润和交易费用外的免费服务，以产品交易量和渠道端的利益分成出发，关注交易量带来的前端后端费用和保有量带来的尾佣，属于“卖方投顾”。

中国证监会机构部于 2019 年 10 月 24 日下发《通知》后，基金投顾业务试点机构从事基金投顾业务，可以依客户委托向其提供基金投资组合策略建议，还可以按协议约定的投资组合策略，代客户作出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行产品中赎回转换等交易申请，开展管理型基金投顾服务，并直接或间接获取经济利益。这种全权委托也是美国投顾市场中较为主流的业务模式，在这种管理模式下，投顾服务收益将与客户的组合收益及投资体验紧密结合，推动“卖方投顾”向“买方投顾”转型。

试点机构资质要求：需要有一定的市场竞争力并具有高质量基金研究团队

根据《通知》中的内容和定义，具备下列条件的机构，经中国证监会备案，可以从事基金投资顾问业务：

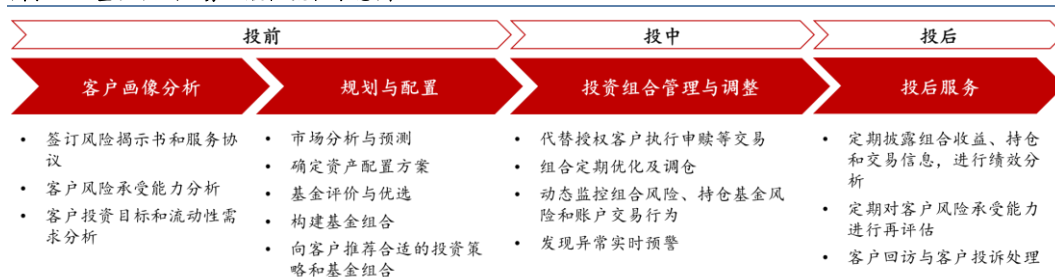
1. 具有资产管理、基金销售等业务资格；
2. 有一定的市场竞争力和客户基础。证券公司、基金管理公司或其销售子公司申请的，应具有较强的合规风控及投资者服务能力；基金销售机构申请的，非货币基金保有量不低于 100 亿元；
3. 合规记录良好；
4. 具有高质量的基金产品研究团队，与业务开展相匹配的投资顾问人员，以及与其拟从事业务相适应的信息技术能力；
5. 业务方案完备，业务制度健全，能够确保客户利益优先原则，有效防范利益冲突和防控各类风险；
6. 支持业务开展的其他必要条件。

符合前款第 1 至 3 项条件且客户数量达到 1 亿人的机构，可设立子公司开展基金投资顾问业务试点，该子公司应当符合第 3 至第 6 项的条件。

业务流程：投前、投中、投后一体化，为客户提供投资管理和风险控制服务

基金投顾业务主要包括“投”和“顾”两大部分，国内基金投顾业务重心目前主要在投资管理阶段。根据《通知》内容，我们梳理出了投前、投中、投后三个环节中需要重点关注的业务流程。

图表8：基金投顾业务一般性流程示意图



资料来源：各机构基金投顾业务流程总结，华泰研究

投前服务主要包括客户画像分析及投顾策略组合推荐：（1）和客户签订风险揭示书和基金投资顾问服务协议；（2）全面了解客户情况，评估客户的风险识别能力、风险承受能力、投资目标、流动性需求和资产状况等，使用问卷调查方式或者大数据自动识别匹配的方式制作用户画像，随后以智能推荐或按匹配度依次罗列的方式向投资者展示与其个性化需求相匹配的策略，构建基金投资组合。

投中服务主要包括客户交易管理和持仓调整：（1）代授权客户进行申赎、转换等交易，适时完成组合内基金品种和仓位的调整；（2）动态监控组合风险、持仓基金风险、账户交易行为等，发现异常情况及时预警并对组合做出调整。

投后服务主要包括账户管理服务和对客户陪伴式服务：（1）按照与客户的约定，披露账户收益、持仓、交易记录等信息，每日向客户披露前一日的账户资产净值情况，以不低于每季的频率向客户发送账户持仓、交易记录等信息；（2）定期对客户风险承受能力进行再评估，发现客户风险承受能力可能产生重大变化时，及时启动评估并更新风险等级；（3）跟踪基金投资组合策略的执行情况，定期评估基金投资组合策略与客户风险承受能力的匹配程度，监测基金投资组合策略的风险收益特征与投资目标的相符程度，及时处理发现的问题；（4）客户回访与线下咨询服务等。

目前已经参与投顾业务试点的机构在业务流程的不同环节上有自己的侧重点，比如公募基金公司的投研能力较强，擅长根据不同的用户需求进行多样化的策略构建，但渠道较弱，因此较为侧重投中环节；而互联网平台渠道较强，且可使用平台和大数据进行更好的投前投后服务，但在基金投研团队和自主开发策略方面较弱，因此较为侧重投前投后环节；而券商既拥有客户渠道，又拥有经验丰富的基金研究团队，因此理论上在各个业务流程中没有明显劣势。

整体来看，投顾业务试点机构在业务平台搭建和投顾策略组合开发方面已较为成熟，但国内投顾业务多以线上智能投顾的形式开展，与海外投顾服务相比，人工服务介入度较低，投顾团队与客户的线下接触较少，尚未充分发挥顾问服务在提升客户体验、增加客户粘性等方面的优势。

运作模式：均为线上运作，多采用自家 APP 开展业务

从运作模式来看，投顾业务首先可以分为线上投顾和线下投顾。线下投顾通常指的是销售网点提供的传统一对一人工服务，其优势是能够让投顾人员与客户深入交流，根据其风险偏好和投资需求，定制个性化服务，优秀的投顾人员能够及时为客户提供优质投资标的和调仓建议，提高客户服务体验，为公司建立较强的客户黏性。但其劣势是线下服务需建立网点投入大量人力，整体成本较高。

而线上服务则主要指的是智能投顾服务，智能投顾服务的运作模式通常是根据多个问题定量评估投资者风险承受能力和投资偏好，并自动推荐对应风险水平的基金产品，其优势是效率高成本低，覆盖客户群体广泛，但用户体验感和黏性或弱于第一种。除了智能投顾外，还有将人工服务与智能投顾结合的运作模式，综合了第一种模式中客户体验较好和第二种模式中服务成本较低的优势。

目前所有投顾试点机构都采取了线上运作模式，开展线上投顾服务的平台载体通常包括自身 APP 和第三方平台。由于不同类型的机构自身优劣势不同，因此在业务开展平台和投顾策略的构建上也有一定差异。

图9：基金投顾产业模式

机构类型	机构名称	策略构建模式	上线平台	投资门槛
公募基金公司	南方基金	独立运作	自家 APP+ 6 家外部合作平台（支付宝、天天基金、陆基金、交通银行、京东金融、蛋卷基金）	500~10 万元
	易方达基金	独立运作	8 家外部合作平台（支付宝、天天基金、交通银行、好买网、京东金融、蛋卷基金、招商银行招赢通、基煜机构通）	1000 元
	华夏基金	独立运作	自家 APP+ 5 家外部合作平台（支付宝、天天基金、腾讯理财通、360 数科、中信银行）	500 元
	嘉实基金	独立运作	自家 APP+ 2 家外部合作平台（支付宝、天天基金）	500~1 万元
	中欧基金	独立运作	自家 APP+ 6 家外部合作平台（支付宝、天天基金、陆基金、交通银行、京东金融、蛋卷基金）	1000 元
第三方基金销售机构	蚂蚁基金	独立运作+与外部机构合作	自家 APP	800 元
	盈米基金	独立运作+外部引进投资策略	自家 APP	100~500 元
	腾安基金	外部引进投资策略	自家 APP	200~500 元
券商	银河证券	独立运作	自家 APP	1000 元
	中金公司	独立运作	自家 APP	1000 元
	中信建投证券	独立运作	自家 APP	1000 元
	华泰证券	独立运作	自家 APP	1000~1 万元
	申万宏源证券	独立运作	自家 APP+外部合作平台（陆基金）	1000~1 万元
	国泰君安证券	独立运作	自家 APP	1000~1 万元
	国联证券	独立运作	自家 APP+外部合作平台（天天基金）	1000 元

资料来源：各机构官网和 APP，华泰研究

例如公募基金公司在市场竞争力、客户口碑、研究实力、风控机制、产品认知深度、以及投资管理理念和专业程度等方面存在先天优势，尤其是这种代客理财的“买方投顾”模式之下，相比银行券商和平台，其投资能力的优势更有利于其开展基金投顾业务。但其在销售渠道、销售人员、客户资源、用户数据与投顾服务经验等方面仍略显不足，且补足这些劣势并非一日之功。因此基金公司及其销售子公司在自家 APP 上线智能投顾服务的同时，也将智能投顾服务拓展到外部合作平台上，利用其他第三方基金销售平台的用户量来弥补渠道上的不足。

整体来看，在基金公司销售人员及渠道受限的情况下，五家基金公司的投顾业务开展平台和开展方式有以下共性：

1. 主要采用线上智能自动投顾的形式开展基金投顾服务，精确匹配客户属性和基金产品组合特性，也节省了人力和物力，规避了在人工投顾方面经验及人手不足的问题。仅华夏基金由于线下投顾布局较早且积累多年，采用了线上+线下的形式。易方达基金则是对少量高净值客户提供线下投顾服务。
2. 利用更雄厚的投研实力以及更深度的产品认知，自主构建投顾产品。
3. 与自身销售子公司合作，弥补了技术平台、销售渠道和客户数据的不足。
4. 与第三方基金销售平台合作，面向更加广大的客户群体提供服务，拓宽基金投顾业务渠道。

而第三方基金销售平台的强项在于自身平台建设较为完善，客户数量庞大，销售产品类别广泛，基本覆盖全市场公募产品，弱项则在于投研能力。因此其多采用自建智能投顾策略组合 + 引入外部机构智投服务的模式。其中腾讯旗下的腾安基金采取平台模式，直接引入公募基金的投顾策略，通过自身的平台和渠道提供投顾服务。阿里旗下的蚂蚁基金与美国基金巨头 Vanguard 共同成立投顾公司——先锋领航投顾（上海）投资咨询，自主研发输出投顾策略，并在支付宝上线“帮你投”业务；盈米基金和前两者不同，在引入外部策略的同时，也设立了独立团队进行策略的构建。

而券商在基金投顾业务开展方面没有明显短板。相比基金公司，券商拥有经验丰富的投顾服务团队和稳定且庞大的客户群体，相比第三方平台，券商资管自营部门拥有独立的投研团队和较强的研究实力。因此券商通常独立构建投顾策略体系，在自家 APP 上线智能投顾服务。

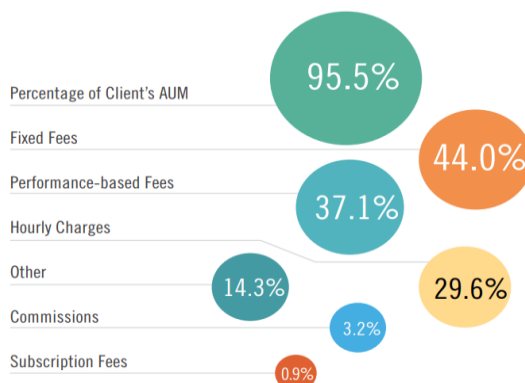
银行开展卖方投顾多年，有经验丰富的理财顾问、众多的线下网点和庞大的客户数量，虽然权益投资方面实力不如公募基金和券商，但部分银行也通过引入投顾策略的形式与公募基金合作开展买方投顾业务。

收费模式：基于客户委托管理资产规模收费或会员制收费

海外投顾业务发展已经比较成熟，根据 NRS（National Regulatory Services）和 IAA（Investment Adviser Association）联合发布的美国投资咨询行业年报《2019 Evolution Revolution》中提供的信息，美国投顾服务当前的收费模式分为以下七种：

1. 按资产管理规模收费（Percentage of Client's AUM），采用此种收费模式的投资顾问人数占比超过 95%；
2. 固定费率收费（Fixed Fees），占比约 44%；
3. 按业绩表现收费（Performance-based Fees），占比约 37%；
4. 按服务时间收费（Hourly Charges），占比约 30%；
5. 其他收费模式（Other），占比约 14%；
6. 佣金收费（Commissions），占比约 3%；
7. 会员制收费（Subscription Fees），占比不足 1%。

图表10：美国投资顾问服务收费模式



资料来源：2019 Evolution Revolution，华泰研究

按资产规模计提的收费模式最常见，类似公募基金管理费。会员制收费和按时长收费将投顾服务看做一项独立服务单独进行收费。按业绩表现收费则是针对超额收益计提费用，将投顾人员和客户的利益更深地绑定，利于保护客户利益。

此次在我国基金投顾试点中，《通知》中明确试点机构可以基于客户资产规模收取顾问费用，也可以通过会员制收费。根据《通知》，试点机构基金投资顾问服务费年化标准不得高于客户账户资产净值的 5%，以年费、会员费等方式收取费用且每年不超过 1000 元的除外。管理型基金投资顾问服务费可以按约定从客户的授权账户收取。试点机构同时开展基金销售业务的，应当对基金销售费用的收取做出合理安排。向基金管理人收取客户维护费的，应当以客户维护费抵扣投资顾问服务费等方式避免利益冲突。

目前已经上线的投顾品牌的投顾费率基本都在每年 0.15%~1.5% 之间浮动，为了吸引客户，多家投顾机构还会在底层基金的申购费和投顾费上提供优惠。

大部分投顾机构针对不同的投顾产品设定不同的费率，还会给资金规模较大、持有时间较长的客户提供一定的费率优惠。从风险水平上看，投顾服务费率与产品风险水平正相关，即风险水平越高的产品，投顾费率相对更高；从持有时间上看，投顾服务费率与产品持有时间通常负相关；从投资金额上看，投顾费率一般与投资金额负相关。例如华泰证券的投顾业务采用策略持有时间和投资金额共同决定费率，根据客户的持有时间和投资规模，对账户管理费用进行浮动设置，持有时间越长、投资规模更大的客户通常可以享受更加优惠的费率。

策略形式：提供风险水平和投资目标不同的多个系列基金组合

从产品角度来看，试点机构投顾产品多以基金组合的形式构建，运作形式类似 FOF 基金，每家基金可选投顾产品数量不多。策略构建流程的第一步是让投资者通过填写问卷提供其风险偏好、预期投资时长及投资目标，基金公司的智能投顾产品会根据问卷答案综合打分，生成用户画像，随后从十余个投顾组合产品中，找出风险收益属性与投资者相匹配的产品推荐给投资者。

各家基金投顾机构为更好的满足客户的个性化需求，通常会设计并推出十数个或数十个覆盖各类客户群体需求的投顾产品，为便于客户挑选适合自己的产品，投顾机构还会将这些产品按照不同的投资目标和不同的风险水平划分为多系列产品。按照风险水平来划分，通常有以下几类：

1. 短期理财型产品：主要投资于货基和债基，例如腾安基金的“要花的钱”、华泰证券的“打理闲钱”、盈米基金的“活钱管理”等系列。
2. 低风险稳健型产品：主要投资于债券型基金和少量权益类基金，例如腾安基金的“求稳的钱”、华泰证券的“跑赢通胀”、盈米基金的“稳健理财”等系列。
3. 中风险稳健增值型产品：主要投资于权益类基金和债券型基金，例如腾安基金的“生钱的钱”、华泰证券的“追求收益”、中欧基金的“经典股债均衡”等系列。
4. 高风险成长进取型产品：主要投资于权益类基金，例如中欧基金的“超级股票全明星”、蚂蚁基金的“全面进攻”等系列。

此外还有些基金公司提供教育目标和养老目标投顾产品，构建方式类似于目标日期 FOF，主打生命周期内的一站式长期投资，例如腾安基金的“教育理财”和“养老理财”系列投顾产品。还有一些投顾机构在产品中加入了止盈策略等其他交易策略，例如：华夏基金的小常乐目标盈、中欧基金的幸福八八小目标、南方基金的南方小目标等投顾产品。

我们以南方基金的司南投顾为例，对投顾产品系列进行详细介绍，按照客户风险偏好分为货币增强系列、稳健理财系列、追求增值系列、追求高收益四个系列，分别以货币增强策略、绝对收益策略、股债平衡策略、多因子策略四种投资策略为核心。此外还有司南安鑫和司南锐进等针对高净值客户的组合。

图表11： 司南投顾系列产品信息汇总

	组合名称	资产配置	服务费率
货币增强系列	月利宝组合	货币增强基金为主	0.15%
	双月宝组合	短债基金为主	0.15%
稳健理财系列	绝对收益稳健组合	权益仓位 0-15%	0.40%
	绝对收益组合	权益仓位 0-20%	0.40%
追求增值系列	股债稳健组合	权益仓位 10-35%	0.50%
	股债灵活组合	权益仓位 20-50%	0.50%
	股债平衡组合	权益仓位 40-65%	0.50%
	股债积极组合	权益仓位 60-80%	0.50%
	股债稳健蓝筹组合	权益仓位 10-35%	0.50%
	股债灵活蓝筹组合	权益仓位 20-50%	0.50%
	股债平衡蓝筹组合	权益仓位 40-65%	0.50%
	股债积极蓝筹组合	权益仓位 60-80%	0.50%
	股债进取蓝筹组合	权益仓位 60-100%	0.50%
	股债进取成长组合	权益仓位 60-100%	0.50%
	多因子蓝筹指数组合	权益仓位 70-100%	0.50%
追求高收益系列	多因子成长指数组合	权益仓位 70-100%	0.50%
	多因子蓝筹组合	权益仓位 70-100%	0.50%
	多因子成长组合	权益仓位 70-100%	0.50%
	多因子成长组合	权益仓位 70-100%	0.50%

资料来源：司南投顾，华泰研究

信息披露：每日披露净值、每季披露持仓及交易数据

《通知》在信息披露方面明确做出了以下多条要求：

1. **业务推介需客观：**试点机构进行业务宣传推介应客观、准确、完整，不得提供虚假、不实、误导性信息。
2. **向客户提供风险揭示书：**试点机构应加强投资者教育，通过风险揭示书等向客户充分揭示市场风险、信用风险、流动性风险、法律风险以及其他投资风险，并以显著方式提示基金投资组合策略的风险特征与单只基金产品的风险特征存在差异，切实保护客户合法权益。
3. **投资关联方产品需告知：**客户投资于本机构或者关联方管理的产品的，应当事先告知客户，并向客户充分披露潜在的利益冲突。
4. **每日披露净值、每季披露持仓及交易记录：**开展管理型基金投顾服务的，应当按照与客户约定的频率、方式和范围，披露账户收益、持仓、交易记录等信息，每日向客户披露前一日的账户资产净值情况，以不低于每季的频率向客户发送账户持仓、交易记录等信息。

各家基金投顾机构均根据以上要求，对产品和策略组合的信息进行披露。例如，华夏财富在 2019 年 10 月 27 日公告中发布的《上海华夏财富投资管理有限公司基金投资顾问服务协议》中表示，华夏财富将在网站和 APP 上发布日常运作信息，T+1 日向客户披露账户收益，并实时披露投顾业务的交易记录；每季度向客户发布定期报告，披露年化与季度收益率，资产组合的构成、占比、调入调出和运作情况。如有出现任何执行偏差、交易策略调整或影响客户利益的重大事件，也将通过网站、APP 和专项说明的方式进行披露。

基金投顾与 FOF、基金组合、智能投顾等类似产品的差别

基金投顾和 FOF 都属于由专业投资者管理的基金产品，但是在产品设计理念、服务范围、投资范围和收费方式等方面存在较大差别：

1. **个性化定制与标准化产品：**基金投顾的特点是可以根据客户的风险承受能力、风险偏好、收益目标、流动性需求等特征，提供个性化的账户管理服务，相当于同时提供了一系列 FOF 产品供投资者选择。但 FOF 产品是基于特定收益目标或风险目标构建的标准化产品，获得基金经理全部精力投入的单只 FOF 产品能够很好的满足某类客户群体的需求，但无法同时满足各类需求与风险收益偏好差异较大的客户群体。

2. **陪伴式服务与自行决策：**顾问服务是基金投顾业务流程中的一项重要环节，投资者可以及时了解自己持有的产品信息，可以向投资顾问了解市场的变动和当前的行情并获取投资建议，此类陪伴式服务能够提供相对较好的投资体验。FOF 作为标准化产品，将提供每日净值、定期报表和重大事件公告等信息，此外无太多额外服务，投资者需要自己进行投资决策和市场行情分析，陪伴感和体验感相对较弱。
3. **FOF 产品投资范围不仅局限于基金：**基金投顾仅能投资于基金，而 FOF 产品仅要求 80% 以上资产投向基金，另外 20% 仍可直接配置股票债券等资产。
4. **投顾服务费用与管理+托管费用：**在产品费用方面，FOF 基金需要收取的是申赎费用和固定的管理托管费用等，而投顾业务收取的投顾服务费或随着客户委托管理规模的增长有所降低，且当前各个试点机构的最高投顾费率也低于 FOF 产品的管理+托管费率。

基金投顾和基金组合都属于由基金公司或者基金销售公司进行管理的产品，在设计理念、服务方式、费率水平等方面也无太大差别，主要差别在于基金投顾是买方模式，而基金组合是卖方模式：

1. **买方模式和卖方模式：**基金组合诞生时间远早于基金投顾业务试点开展时间，核心目的为促进公司旗下基金产品的销售，基金组合中的产品全部或绝大多数为公司内部基金产品，是典型的卖方投顾。而基金投顾服务的核心目的则是为投资者带来收益，投顾组合中的产品为全市场基金，是典型的买方投顾。
2. **投顾费用和基金基础费用：**从收费模式看，基金投顾产品收入主要为投资顾问费用。而基金组合是以销售组合中内部产品为目的，所以仅收取组合中内部基金产品的常规费用（基金产品申赎费用和管理费等）。
3. **业务资格要求不同：**基金组合业务无需基金投顾业务资格，而根据《通知》，不论是参与投顾的机构还是机构团队中人员，都必须具备相关业务资格。

基金投顾和智能投顾都属于较为新颖的投资模式，差别主要在于**人工服务的介入度**：目前国内的基金投顾多为线上智能投顾，但是其未来或也将像美国一样，增加人工服务的介入度，向智能+人工的混合模式发展。包含人工的基金投顾业务与纯粹基于智能算法和数据分析的投顾产品，其未来的区分度或将逐渐增大。

图表12： 基金投顾、基金组合和 FOF 产品异同

	基金投顾	FOF	基金组合
参与主体	具备投顾资格的机构	基金公司，基金销售公司	基金公司，基金销售机构
产品形式	个性化基金组合产品	标准化基金组合产品	个性化基金组合产品
投资标的	全市场基金	全市场基金	主要是内部基金
服务	提供投资建议，代客进行交易，提供投后顾问服务	投资经理管理产品，定期披露报告和持仓信息	仅提供投资策略建议
费用	投顾服务费+基金基础费用	FOF 产品管理费和托管费+申赎费用+底层基金基础费用	仅收取底层基金基础费用

资料来源：华泰研究

国内基金投顾开展现状：试点机构各具优势，通过合作弥补不足

自 2019 年 10 月我国启动基金投顾业务试点，前后共有 3 批共 18 家机构取得了基金投顾业务试点的资格，包括 2 家基金公司和 3 家基金销售子公司，7 家券商，3 家第三方基金销售平台和 3 家银行。当前绝大部分机构均已推出自己的投顾品牌、积极开展投顾业务。2021 年 2 月至 3 月，基金投顾试点资格第二批申请工作正式展开，有 80 余家机构积极申请投顾业务资格，约 25 家机构已获得参与投顾资格问卷调查考试的资格。目前，已有多家基金券商通过了问卷调查，正在积极准备证监会的答辩环节，投顾业务试点机构将有望继续扩容。

当前各类机构在基金投顾业务链条的不同环节上有着较为明显的优劣势差异：基金公司在投研能力上具有明显优势；证券公司具备投研能力、投顾经验和较多的客户积累；银行雄厚的客户基础以及理财顾问经验为其开展投顾服务提供便利；第三方平台则在投顾服务经验和客户数量方面具备一定优势。而对于自身弱项，各类机构在招揽人才积累经验的同时，也积极通过与其他机构合作的方式，以对方的长处来弥补自身的不足。

图表13：各类型机构基金投顾业务优劣势比较

类型	自身投研能力	投顾服务经验	客户渠道积累
基金公司	强 资产管理经验丰富，多拥有 FOF 产品管理经验，投研团队能力强	较弱 新建体系，投顾团队人数相对较少，前期以智能投顾为主	较弱 客户认可度高，但直销渠道客户积累少，渠道积累相对薄弱
证券公司	强 拥有财富管理经验和自身投研能力较强	强 多年证券投顾服务经验，有相对专业的团队	较强 客户数量较多，以权益类投资客群为主，客户的风险偏好承受能力相对较高。
银行	较强 擅长固收类投资，权益投资	强 多年理财顾问服务经验，团队构建成熟	强 客户数量庞大，且有不少高净值客户，但客户风险承受能力相对较低
第三方销售机构	较弱 销售机构，自身投研能力弱	较强 智能投顾为主，主要通过 IT 技术来实现服务	强 客户数量庞大，以长尾客群为主

资料来源：华泰研究

基金公司：投研能力是核心优势，投顾服务经验和渠道能力具有较大潜力

基金公司的优势主要在于自身投研团队能力较强，许多基金公司还具有 FOF 产品管理经验和基金组合构建经验，有成熟的基金筛选体系和资产配置策略，在投顾策略开发和基金组合构建方面有着天然优势。此外，凭借多年基金管理经验，基金公司在产品口碑、客户信任度、市场认可度、风控机制和基金产品认知深度等方面存在先天优势。尤其是这种代客理财的“买方投顾”模式之下，相比银行券商和平台，其投资能力的优势更有利于其开展基金投顾业务。

但是多数公募基金公司在销售渠道、销售人员、客户资源、用户数据与投顾服务经验等方面仍略显不足：此前基金公司多通过银行、券商和第三方平台的渠道来向客户推广并销售，导致其线下网点较少，投顾服务团队人员数量不足，渠道能力也略显不足。当前基金公司对这个问题所采用的解决方法为：以智能投顾的形式，与第三方销售平台进行合作。五家基金公司均采用了与天天基金、好买基金、陆基金等第三方基金销售平台合作的形式，将自身智能投顾服务与平台客户渠道对接。仅华夏基金和易方达基金设立了线下投顾，易方达基金线下投顾的服务群体主要是高净值客户，华夏基金（华夏财富）则是从 2004 年开始长期布局线下理财网点。

与第三方销售平台合作的方式，短期可解基金公司渠道能力不足的燃眉之急，但若长期不解决此项隐患，未来基金公司发展投顾业务很可能受到阻碍。从长远来看，线上类型的“智能投顾”只是投顾的第一阶段，根据海外成熟市场发展经验，随着业务形态的不断升级，基金公司需要向“人工投顾+智能投顾”去转型。当前线上“智能”投顾相比专业投顾的人工服务，无法更加深入的了解客户的个性化需求，也较难有效提升客户满意度和粘性。从当前的开展状况来看，线上智能投顾更大程度上是换个方式打包卖基金。若想为客户提供更好的投资体验，有必要拓宽自身的客户渠道，提供人工定制化方案设计，而不是仅依靠智能投顾给出普适性的建议。

证券公司：投研能力、投顾能力、渠道能力无明显短板

2020年2月底，华泰证券（601688 CH Equity）、银河证券（601881 CH Equity）、中金公司（601995 CH Equity）、中信建投（601066 CH Equity）、国泰君安（601211 CH Equity）、申万宏源（000166 CH Equity）、国联证券（601456 CH Equity）成为首批获得基金投顾业务资格的7家券商，自试点开展至今，各家券商均已上线买方投顾服务并开展相关业务。

相较银行、基金公司和第三方销售机构，券商在投顾业务方面并无明显短板，但同样优势也不够鲜明。其基金投研能力和策略构建能力强于第三方平台和银行，但弱于基金公司；在下游客户资源方面，券商虽然相对基金公司有更大的客户基础，但是相较互联网代销平台和银行并不占优势。

银行：客户群体庞大，理财顾问体系成熟，但权益投研能力仍有提升空间

银行在基金投顾业务上拥有较大的发展潜力。银行多年的理财顾问经验和成熟的顾问团队，为投顾业务的开展打下了较好的基础。银行多年的理财服务经验和成熟的顾问团队，为投顾业务的开展打下了坚实的基础。且银行产品线丰富，可代销全市场的公募私募产品，客户数量庞大，且有一定数量的高净值客户群体，可以以中高净值用户为发展重点，利用人员充足的投顾服务团队发展以人工投顾为主、智能投顾为辅的线下投顾核心业务模式，与用户建立信任关系，发展长远服务关系。

由于银行客户多数风险承受能力较弱，所以银行应进一步在自己庞大的客户群体进行更加细致的客户分层，利用自身丰富的线下渠道，对不同类别的客户提供更加个性化差异化的服务。在策略构建方面，银行目前权益端投研团队较弱，目前可以考虑利用自己的客户基础与其他客户基础较弱的投顾机构进行合作，引入外部策略，在逐渐发展的过程中培养独立的投研团队。

第三方平台：客户数量较多，投研能力较弱

第三方销售机构在基金产业链中专攻产品销售，其优势是具有庞大的客户群体，引流能力较强，可以通过资金管理规模的提升降低投顾成本。第二批获得试点资格的蚂蚁基金通过在支付宝开展“帮你投”业务，该业务仅推出100天，就达到了22亿的管理规模并绑定20万户的投资者，可见网络平台拥有较强的吸引客户流量的能力。

此外，第三方平台在人工智能、大数据和IT技术方面也具有一定优势，可以利用自身积累的客户大数据和智能算法，在投前环节对用户特征和需求进行更加细致的分析，提升客户和投顾策略组合的匹配度，优化智能投顾的服务效果。

但其缺点也较为明显，第三方平台目前自身投研能力较弱，多未成立独立的投研团队。但其作为基金销售端，与许多基金公司有着长期合作关系，因此部分第三方平台直接从公募基金等投研能力较强的机构引进投顾策略，通过合作规避培养投研团队带来的潜在人力成本、时间成本和资源成本。

无试点资格机构：80 余家机构申请试点资格，部分机构开始提前布局

目前国内基金投顾市场尚处于起步阶段，试点机构申请门槛较高，综合能力较强且资质完备的机构，仍要经过申请和答辩才能有机会获得试点资格。近期第二批基金投顾业务试点资格的申请正在进行中，第三批的申请也正在筹备。在众多机构积极申请试点资格时，部分暂无展业资格的机构通过与试点机构合作，已经推出自己的品牌和平台，以引入外部投顾的方式开展投顾业务，提前一步打造品牌影响力、拓展客户群体、抢占市场份额。

例如暂无试点资格的交通银行（601328 CH Equity）与南方基金、易方达基金和中欧基金三家试点机构合作，在 2020 年 12 月 8 日正式推出基金投顾服务平台，成为了首家面向个人客户推出基金投顾业务的全国性银行。平台与易方达基金、南方基金和中欧财富合作，提供现金管理、稳健理财、平衡增长、权益优选四大策略共 7 个组合，同时凭借交银自身丰富的理财经验和理财团队，为客户提供可全权委托的投顾服务。但由于目前交行暂未取得业务试点资格，交行没有客户基金账户的调仓权限，客户调仓由三家投顾机构全权负责。

国内基金投顾业务发展方向或在于服务水平优化和投资能力提升

投顾行业展望：重要的财富管理转型抓手，行业竞争终将回归投资能力竞争

推动金融供给侧结构性改革，为客户提供多样化、个性化基金投资服务

金融供给侧结构性改革的目标之一就是推进金融产品的供给，完善服务实体经济和人民群众生活需要。基金投顾业务试点开展之前，市场上类似产品为标准化公募基金产品（例如 FOF 产品）以及基金公司推出的基金组合，类似服务为券商和银行销售人员提供的基金投资建议。单一 FOF 产品服务的客户群体有限，且不提供信息披露和投资者教育以外的额外服务，投资经验不足的投资者较难选出最适合自己的 FOF 产品。基金公司推出的内部基金组合以及券商银行销售提供的基金建议，其出发点均为增加基金的销量和保有量，而非增加投资者的投资收益，较难增加客户与机构之间的黏性。

而基金投顾中账户管理的业务模式促使机构发展匹配客户目标与偏好的多样化、个性化产品服务，从客户利益的角度出发，为客户降低成本提高收益，改变了机构长久的“卖方思维”，机构与客户之间从传统的买卖交易关系转化为相互信任的合作关系，通过陪伴式服务使客户粘性不断提高，实现了金融供给侧业务模式和产品服务形式的优化转型。

基金投资顾问的利益与客户利益绑定，为客户降低投资成本

在“卖方模式”的投顾业务中，业务收入与代销产品的规模和申赎产品的次数挂钩，因此催生了投顾业务中的过度推销、竞争销量、和反复更换基金产品多次进行申赎操作的现象，使得业务提供的产品服务并非与客户需求完全匹配，投顾利益与客户利益不一致，投资者成本得不到降低。

而当“卖方模式”的投顾业务向“买方模式”的投顾业务发生转变，机构收入来源不再是销售而是投顾费用，“卖方模式”下竞争的是销量，而“买方模式”下竞争的是资产存量，竞争目标的转变使得开展基金投顾业务的基金公司等其他金融机构均会将客户资产的保值增值作为第一目标。因此，在“买方模式下”，基金投顾的目标和客户是高度一致的，从而有动力降低交易成本和持有成本，以便更好地实现资产增值的目标。

未来基金投顾之间的竞争主要是基金投研能力和大类资产配置能力的竞争

短期来看，不同的投顾业务试点机构之间在客户基础、销售渠道、投研能力、服务能力、和产品丰富程度等方面都有着一定差距，但是随着投顾机构的扬长避短，各机构在各个方面的差距会慢慢缩小，例如，基金机构缺乏客户基础和销售渠道，但是在不断发展自身机构客户、以及与投研能力较弱的中小型券商或者第三方销售机构合作的过程中，基金机构减小了缺乏销售渠道的弊端，能够通过其成熟的策略吸引用户，发展客户基础，自此基金机构与其他类型机构在销售网络的差距被缩小；同时，第三方销售机构通过为基金机构提供自己的平台优势，引进了自身投研团队尚不能创造的投顾策略，通过平台优势与投研策略优势的绑定，存在合作关系的机构同时推进发展，缩小各方面差距。

当各方机构的客户渠道和投顾服务能力没有明显差距，此时未来哪方投顾机构能够吸引更多客户，便能够带来更多收益和客户源，迅速抢占市场份额，而这取决于各家机构的投研团队在资产配置和策略产品构建上的能力。从资产配置的广度来看，各投研团队可向海外主流的多资产配置策略靠拢，扩展可投资产类别，将 QDII 基金、商品 ETF、绝对收益基金等基金纳入备选基金池，为投资组合提供更多的选择，与更多不同投资需求的客户进行匹配。就资产配置的深度而言，团队应加强大类资产配置方面的研究，在宏观基本面分析的基础上叠加量化大类资产配置模型，形成完善的大类资产配置体系，捕捉上行资产类别的 Beta 收益，为客户谋求更高回报。

投顾机构发展方向：提升产品质量，重视客户服务，增加客户黏性

注重客户服务：人工投顾进行投前沟通，投中投后采用蒙特卡罗模拟客户预期持仓收益

美国投顾业务起步较早。1940 年，美国颁布了投资顾问法，以规范管理投资顾问开展投资咨询相关活动过程中的各项行为。经过 70 余年的发展，美国的基金投顾市场已经非常成熟，下面我们以 Vanguard 为例，探究美国大型基金公司开展投资顾问服务的模式以及国内开展相关业务可借鉴的经验。

Vanguard 在投顾业务中十分注重客户服务和客户投资体验。Vanguard 的 VPAS 业务是针对 5 万美元以上的客户提供的投顾业务，在开展 VPAS 业务之前，客户需要填写风险调查表，并与人工投顾进行 45 分钟以上的电话沟通、以此来了解客户的详细情况。此外，在获得客户的授权后，Vanguard 还能了解客户的实际资产情况，再通过算法生成个性化定制的投资计划，其形成的客户画像更为完善，能够更加准确地帮助客户达成个性化的“投”。其次，在投后，Vanguard 会持续跟踪客户的资产组合，并采用蒙特卡罗方法来模拟客户未来收益率的分布情况，让客户对于自己持仓的风险收益有更加全面的把握。

当前我国基金投顾试点机构多通过线上问卷调查或系统匹配的模式为客户生成投资方案，系统匹配的模式主要是蚂蚁金服借助大数据在“帮你投”中实现的，大部分的机构还是采用了问卷调查的模式。在问卷调查模式中，客户回答完五个左右的简单问题后，基本上就完成了客户画像，还有部分机构采用直挂让客户自行选择风险偏好，跳过了客户画像的过程，这些模式难以科学精准地描绘出用户画像，也就削弱了客户与基金组合的匹配程度。在未来的发展方向上，我国的投顾机构可考虑结合人工和智能，通过更全面细致的需求匹配、更为完善的客户画像来帮助客户达成个性化投资。其次，还需要丰富投后的一系列服务，让投资者有更加良好的投顾体验，增加用户的粘性。

丰富可投资标的：扩展可投资金融产品的范围

目前我国公募基金投顾业务的底层基金还只局限于公募基金，而海外的头部资产管理公司例如 Vanguard，其产品线十分丰富，覆盖率全球多地区和多类型的资产，一方面，可投资金融产品丰富度的提升有助于实现更加多样的资产配置策略，从而更好地满足不同客户群体的需求，另一方面，通过多类资产中的优中选优，或可在大类资产层面获取更高的 Beta 收益，提升资产组合收益。总体上来看，可投产品类别的增加可以增加投顾产品的多样性，吸引更多投资者，推动基金投顾业务规模更快速地发展。

拓展收费模式：美国投顾服务收费模式超过 7 种，主要按资产管理规模收费

目前基金投顾业务的收费模式主要是投顾费，从投资组合策略费率来看，目前已上线的投顾品牌的投顾费率在每年 0.15%-1.5% 之间。为了增加吸引力，很多投顾机构都以较低的投顾费用提供服务，还会在底层基金的基础费用上提供一定的折扣。美国的投顾业务收费，中国目前基金投顾的收费模式还比较单一，且费率较低，未来还有一定的增长空间。

如前所述，从收费方式上看，美国投顾业务的收费模式大致可以划分为 7 种，分别为：按资产管理规模收费、固定费率收费、按服务时间收费、佣金收费、会员制收费和其他收费模式。根据 IAA 的统计，按照管理规模的一定比例计提费用的方式是最为普遍的收费模式，一般情况下，一家投资顾问机构会采取多种费用混合的收费模式。

通常来说，投顾费率是与资金规模相关的，为了吸引并留住中高净值客户，资金规模与投顾费率成反比，资金规模越大，机构所收取的投顾费率越低。国内华泰证券采用的其中一种计费模式即为资金规模越大，对客户收取费率的优惠就越大。和美国的收费模式相比，国内投顾业务的收费模式相对较为单一，还有较多可选的收费模式，但是在未来对收费模式多样化的同时，也要评估该收费模式是否合理，是否会对投资者的利益造成损害。

图表14： 2018-2020 年美国投顾行业收费模式占比（单位：人）

Category of IA Compensation	2018		2019		2020	
	# of Advisers	% of Advisers	# of Advisers	% of Advisers	# of Advisers	% of Advisers
Percentage of Client's AUM	11,986	95.3%	12,403	95.5%	12,873	95.4%
Hourly Charges	3,647	29.0%	3,840	29.6%	4,053	30.0%
Subscription Fees	118	0.9%	118	0.9%	133	1.0%
Fixed Fees	5,445	43.3%	5,723	44.0%	6,053	44.9%
Commissions	459	3.6%	420	3.2%	408	3.0%
Performance-based Fees	4,704	37.4%	4,823	37.1%	4,943	36.6%
Other	1,830	14.5%	1,856	14.3%	1,924	14.3%

资料来源：IAA，华泰研究

各参与方发展投顾业务的建议：产品优劣决定核心竞争力，服务水平决定客户黏性

机构买方投顾未来发展的重点分别在“投”和“顾”两方面上，“投”考察投资顾问的投资能力能否长期为投资者带来收益，“顾”考察投资顾问的服务水平能否提高客户投资体验，两者的最终目标都是建立机构与投资者之间的共赢信赖关系，提高客户黏性，并吸引新的客户通过投顾方式进行基金投资。

针对这一目标，各参与方需要在投资能力、顾问服务、平台运营和客户渠道等多个方面补齐短板，并发展自身的核心竞争力：在投研方面，通过提升资产配置和优选基金的能力，为客户提供更高回报更低风险的业绩体验，增强客户信赖度；在投顾方面，通过增加人工介入和线下投顾业务的落地，形成贯穿投前-投中-投后的长期个性化陪伴服务，提高客户黏性；在平台运营方面，完善系统平台和运营管理，积极推动投顾服务的有效落地，提升客户体验。

基金公司开展投顾业务的优势在于其强大的投研能力、丰富的产品运作经验以及较高的品牌认可度。基金公司具有多年的 FOF 投资经验，在基金评价与遴选、组合构建与管理上更具实战经验，其久经市场考验的投研能力也广泛收到基金投资者的认可。长期来看，资产配置和投研能力是投顾机构的核心竞争力，基金公司在这一方面已经走在了其他机构的前面，因此更应该巩固自身优势，提升策略的专业性、独特性和有效性，提升打造更强的投顾策略管理能力。

基金公司的劣势则主要在于销售渠道、客户资源与投顾服务经验。短期内与第三方销售平台合作上线智能投顾服务，有利于基金公司在行业发展初期提前抢占市场份额。但**长期来看，基金公司还是要搭建并维护自身的客户渠道，其中一种性价比较高的选择是布局机构客户**。借鉴美国投顾业务实践中的经验，投顾客户中机构投资者数量占比不到一成，但资产规模占比较高，是性价比最优的客户群体。

券商开展投顾业务没有明显的劣势或短板。多年来为机构和个人进行资产管理，头部证券公司积累了较强的资产配置能力、完备的研究体系与资深的投研团队，投资能力和产品管理能力经历过市场考验。在服务水平方面，券商常年为高净值客群提供一对一服务，投顾服务经验较为丰富，众多的线下网点以及成熟的理财顾问团队，也为券商发展线下投顾占得先机，可**逐步向成熟市场的线下人工投顾+线上智能投顾混合模式迈进**，在不大幅提高成本的前提下，满足高中低客户对服务水平的需求。在客户渠道方面，券商的客户数量虽少于银行和第三方机构，但其客户中高净值用户更多，偏爱权益类投资的用户也更多，意味着券商面向的客户风险承受能力相对较强，**投顾产品设计过程中可以有更多的灵活性和创新性**，避免陷入同质化竞争。

银行在理财顾问服务经验、线下网点数量和客户数量等方面具备比较突出的优势，在未来投顾业务的发展上有较大潜力。在服务水平方面，银行也可利用其线下网点及服务经验上的优势，跑步布局人工+智能的混合投顾服务。在客户渠道方面，银行庞大的客户数量使其具备先天优势。但在投研能力，尤其是权益类产品投研能力方面，银行相比券商和基金公司仍有提升空间，此前银行开发的理财产品大多面向低风险投资者，以货币型理财产品和固收类理财产品为主，在权益类资产的投研能力方面有所欠缺。自建投研团队的周期较长，在当前的政策红利期内，抢占市场份额的较优方式是**与券商和基金公司合作，引进其开发的优质策略组合**，结合自身的客户渠道和线下网点，拓展基金投顾业务。

第三方平台的优势在于客户数量较多、平台建设完善、技术水平较强，可发挥自身在大数据和智能算法上的技术优势，对客户的风险偏好和收益需求进行更加细致的分析，并为客户提供最匹配的投顾产品。但其劣势也较为明显，即投研能力、投顾经验和产品管理经验与其他机构差距较大。因此当前获批的三家第三方平台均采用**与外部机构合作的方式，引入外部投资机构开发的投资策略和产品**，为投资者提供定制化服务。当前的蚂蚁基金与Vanguard合作，腾安基金采取平台模式直接引入公募基金的投顾策略，盈米基金则在引入外部策略的同时，也设立了独立团队进行策略的构建。

风险提示

- 1、报告中涉及到的具体投顾品牌不代表任何投资意见，请投资者理性地看待。
- 2、基金的表现与宏观环境和大盘走势密切相关，投资需谨慎。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司