

决胜2025

金融机构零售财富管理展望

China Wealth Management Industry Outlook 2025

报告作者 / 王莽



关于券业星球

来自证券行业的战略研究员，从监管趋势、技术革新与竞争格局入手，为您解读证券及财富管理行业的发展轨迹与业务演进逻辑。坚持原创，内容多元，只贡献信息，不制造焦虑。

除了微信公众号，在知乎专栏、雪球专栏上都可以找到「券业星球」，平均每周推送一次深度研究文章。



券业星球



微信公众号

这是一份面向国内金融机构零售财富管理业务的思考与小结。

在过往从事金融机构战略研究和涉及财富管理的具体业务时，我曾仔细阅读国内外相关的著作和报告，这些内容通常力求全面，读完却不得要领。对于所谓「最好的」或「最值得学习的」财富管理模式是否存在，我也抱有疑问。带着这样的疑问，我花不少时间研究了国内外金融机构的财富管理，发现它们的理论水准和实践高度也都在不断变化。

撰写本报告时，我试图用一个最简单易懂的框架去阐述我所理解的财富管理：即做社会财富与金融市场的连接。金融机构的立足点，就是做好两方的连接器，然后基于整个链路，去思考和实现商业模式的闭环。在报告的第三部分，我用一个更复杂的画布绘制了其中细节，但它的核心框架依旧不变。报告第二部分分享了国内外金融机构财富管理的案例，在对每一家机构进行研究时，重点关注的是它们的业务流程、组织架构以及产品与服务组合。限于篇幅，没有逐个做完整的呈现。

本报告标题中的「零售财富管理」需要一些界定，否则会让报告中的探讨显得散漫无边界。其一，广义的财富管理形式多样、内容庞杂，涉及客户的生命周期规划、投融资需求对接乃至生活服务等等，但本报告内容更多聚焦在个人及家庭资产的投资管理方面。从报告中列举的案例来看，这种定义方式，可以更好地帮助我们做各个机构之间的横向比较。其二，「零售财富管理」很大程度上是相对于「私人银行」而言的，在国内外金融机构的实践中，私行是一个更加独立和复杂的业务线。

本报告核心内容完成于2020年春节，时值新冠肺炎肆虐之际，无法正常安排学习和工作，因而这份报告也算是我对自己这些空闲日子的一个交待。眼下，财富管理、买方投顾是最惹眼的词汇，但大家也都清楚，这条路一定道阻且长。祝愿那些曾与我在这条路上并肩探索的导师和同事们，未来一路高歌，一切顺利！

王莽

2020年4月

- 一. 金融机构零售财富管理蓄势待发
- 二. 经验与要点：国内外财富管理模式总结
- 三. 路径与未来：紧贴现实的模式设计

01

存量竞争走入困局

当下银行、保险、资管行业均出现增长放缓，过往倚重规模的竞争策略显现颓势；证券公司的经营未摆脱强周期特征，三大支柱业务经纪、资管、投行均面临通道服务向专业定价转型的压力。同时，金融业实施供给侧改革，各类金融机构的定位和功能体系有待重新定义。

02

外资机构抢夺「专业」赛道

在金融开放背景下，主流金融牌照的供给放开，同时解除外资机构经营限制，银行、保险、证券、资管行业均面临专业竞争者的挑战。外资机构擅长战略聚焦、专业定价、混业经营，将驱使国内金融机构改变旧有的商业模式、组织架构和产品服务组合，金融业迎来从比拼赛道到比拼能力的时代。

03

宏观经济与制度因素加剧变迁

宏观经济结束高速增长，对于金融机构的规模扩张起了决定性的制约作用。在资管新规、基金投顾试点等一系列政策的牵引下，国内金融机构尝试从单一的规模竞争，走向挖掘客户价值的竞争。一言以蔽之，中国金融业依靠牌照驱动的制度红利开始消退，这是探索财富管理的根本驱动力。

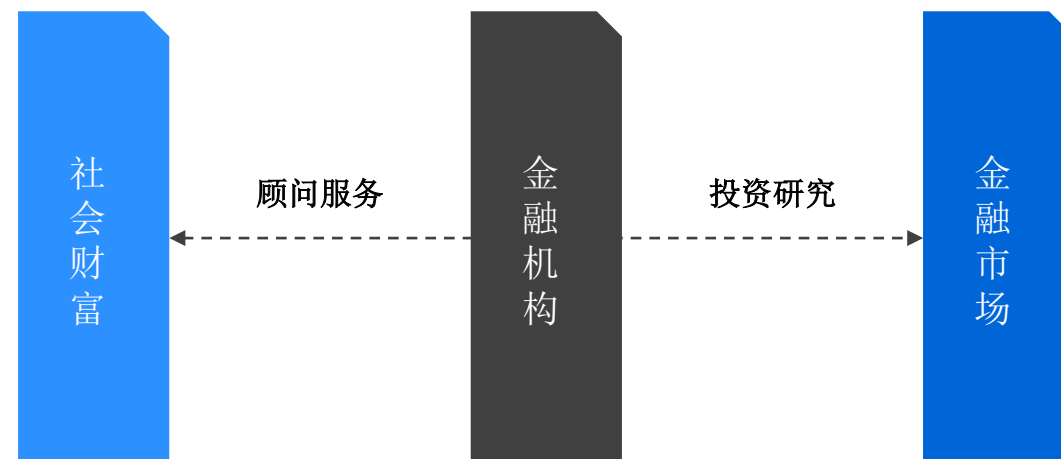
资管新规带来专业研究与服务能力断层

2020年资管新规过渡期进入最后时段，由预期收益型产品驱动扩张的无风险理财时代宣告结束。

风险收益不对称的局面逐渐被打破，适应了较高收益的投资者难以快速降低预期，部分理财资金开始向资本市场迁徙，面临一个风险向上的过程。

金融机构开始进行净值型产品和组合投资服务能力的构建，但面对市场波动，投资研究、顾问服务两项关键能力出现断层，这两端分别连接了金融市场和社会财富——这也正是财富管理最难的地方，它的链路太长，而且只有完成了整个链路的衔接，才能实现可持续的发展。

金融机构财富管理业务的抽象解读



数十万亿待转型的家庭金融资产
成为金融机构逐鹿的目标市场

就当下而言，财富管理的市场条件来自三方面，首先是金融深化带来的「存款搬家」，这是一个长期趋势；二是房地产转型后，中国家庭资产配置结构缓慢调整，投资性房地产向金融资产转移；三是资管新规后的理财资金溢出。在右图中，后两者被归类为「类固定收益投资」。

这是一个可投资资产的收益属性与风险属性从错位匹配，到回归正常的过程。根据测算，这些可投资资金的总规模超过百万亿，将是金融机构发力财富管理的第一站。

中国家庭金融资产结构的腾挪



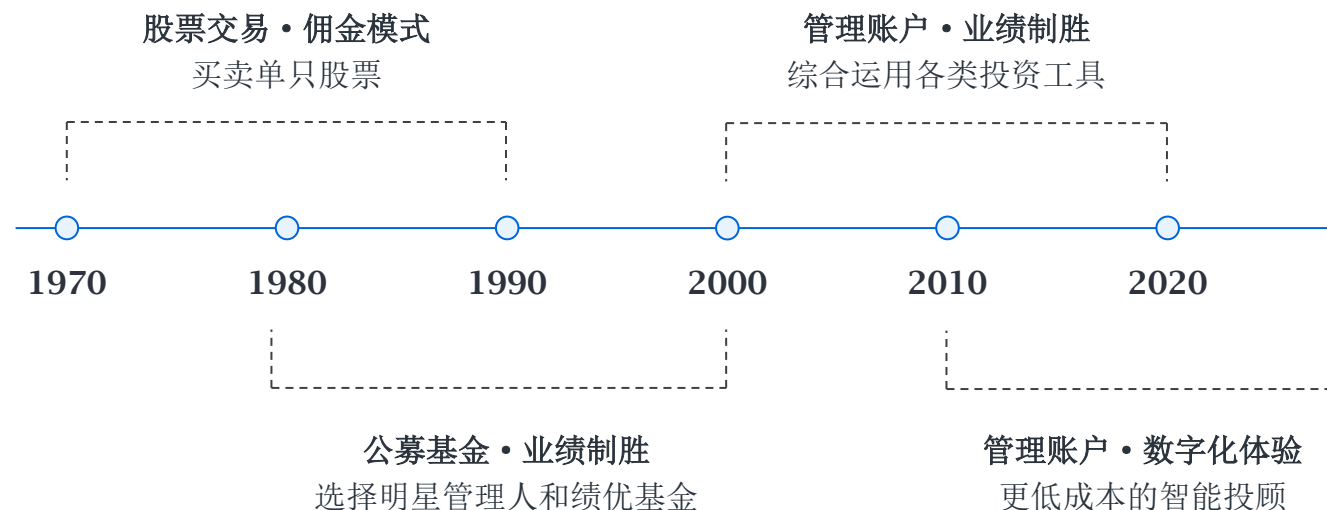
成熟市场投资者的投资方式经历了数次变迁

财富增长是投资者参与市场的初衷，但在不同的时期，参与市场的方式和途径会发生变化。1970年代以来，海外大众投资者的投资方式经历了数次变迁，大致经历了主动交易→优质管理人→综合账户管理这样一个过程。当然，这些投资方式是向前兼容的，时至今日，偏好自主投资的投资者依然有很多。

而对于金融机构来说，它需要在兼容各种投资方式的同时，把握各个时代的主线和发展趋势。从历史发展路径来看，这是一个从卖方走向买方的过程。

字面上看，「买方投顾」仅面向客户的投资，还不能囊括财富管理的全部。不过，它却是当下金融机构践行财富管理的关键路径。

投资方式的转变（1970s~2020s）



买方投顾本质：商业模式切换

买方投顾是与「卖方销售」相对的概念，过往的模式中，金融机构扮演的是渠道的角色，客户持续承担高额的显性和隐性成本，作为一种商业模式，它的问题在于可持续性差。而在买方投顾模式下，金融机构（财富管理机构）则需要对客户的实际投资账户进行持续跟踪。

站在客户的角度，买方投顾的变化在于：①基于自身的实际情况接受投资建议，而非被动接受销售行为；②投资建议具有可持续性，这种可持续性主要通过账户的形式来实现。

卖方销售模式：作为中间商赚差价



商业模式：销售额×销售费率，可持续性差

买方投顾模式：从客户资产的增长中获益



商业模式：客户资产规模×顾问服务费率

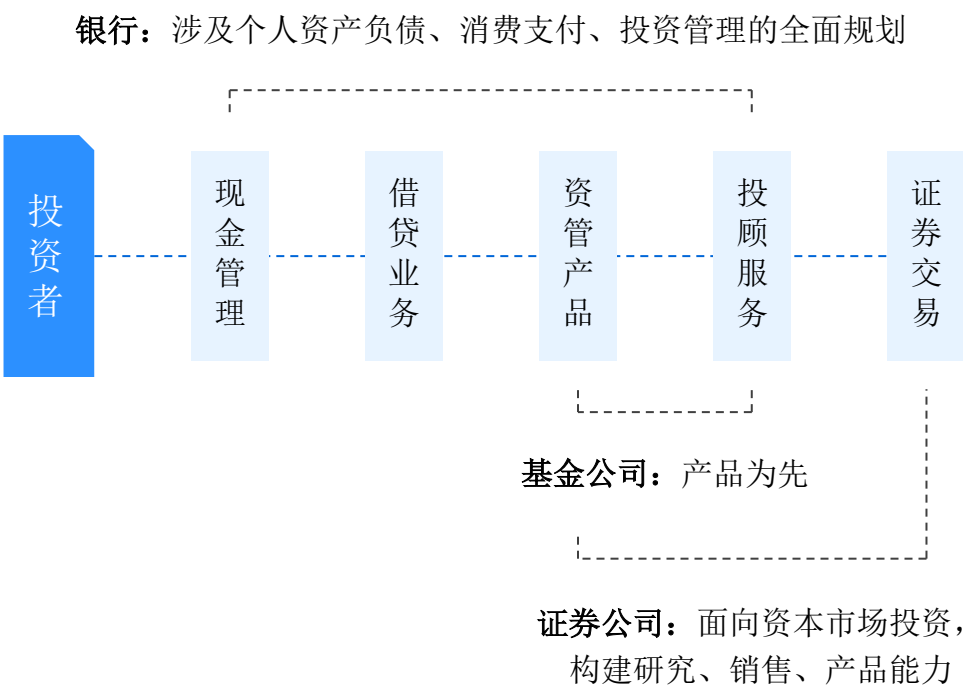
不同类型的金融机构各自尝试打通财富管理链路

财富管理寻求的是投资需求与投资管理能力的衔接，让不同层次的社会财富找到最合适的投资方式，减少其中的信息不对称和摩擦成本。

国内基金公司率先获得了监管层面定义的「买方投顾」资格资格，即「公开募集证券投资基金投资顾问业务试点」资格。不过，「买方投顾」并不等同于这个资格，银行、证券公司均可以基于现有的业务资质和商业模式进行探索。

各类金融机构在业务资质上的天然禀赋决定了打法的差异，换言之，它们需要在不同的层面上做闭环，来实现真正的「买方投顾」。

银行、证券公司、基金公司的财富管理范畴



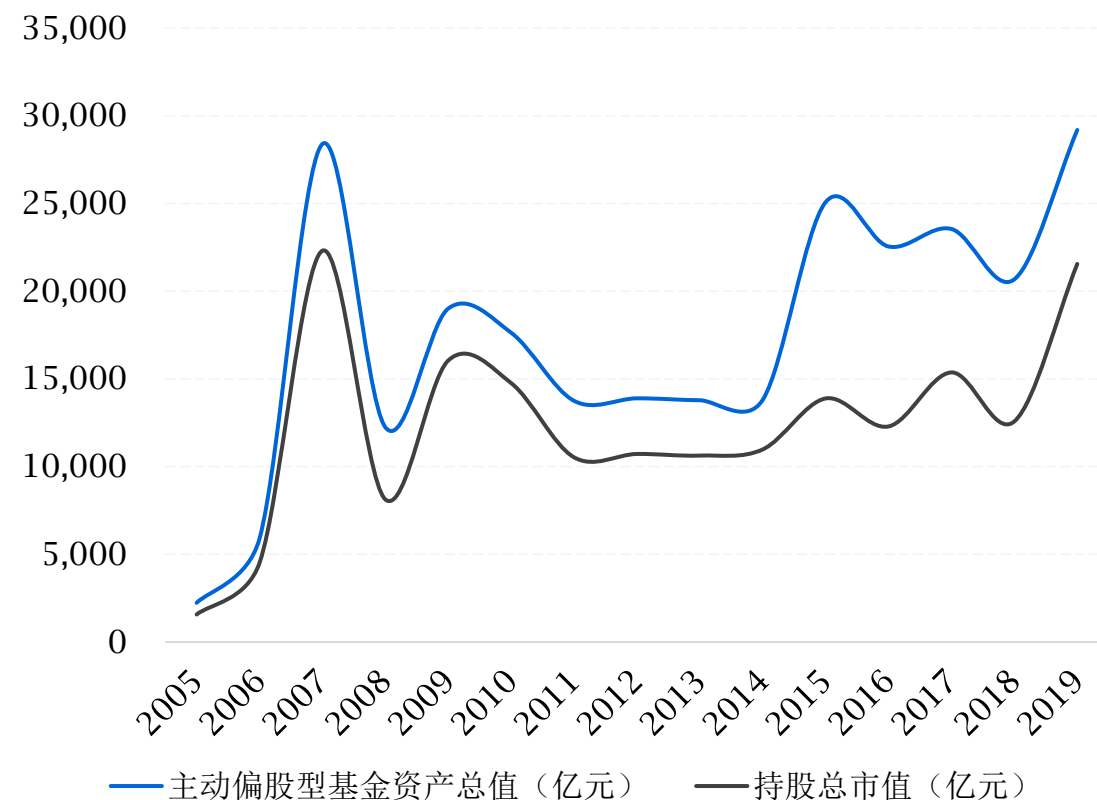
产品仍是基金公司探索财富管理的核心能力

公募基金管理人获得基金投顾试点资格，实现了业务形态上的重大突破，不过由于在面向客户的投顾服务方面存在能力缺失，对于这些资产管理机构而言，产品能力仍然是核心能力。

短期来看，基金公司把握行业转型机遇的切入点在于「类固定收益产品」替代品种的开发（比如债券增强型产品、REITs、市场中性策略产品、SmartBeta产品等）以及推广组合投资，从而承接一部分风险向上的资金。

而着眼长期，政策引领直接融资发展壮大，权益资产是一个具有更大空间的市场。如右图所示，国内主动偏股型基金的规模已经重回增长轨道。而每一份主动偏股型基金份额的增长，都与前文所指的「中国家庭金融资产腾挪」密切联系。

主动偏股型基金重回增长轨道



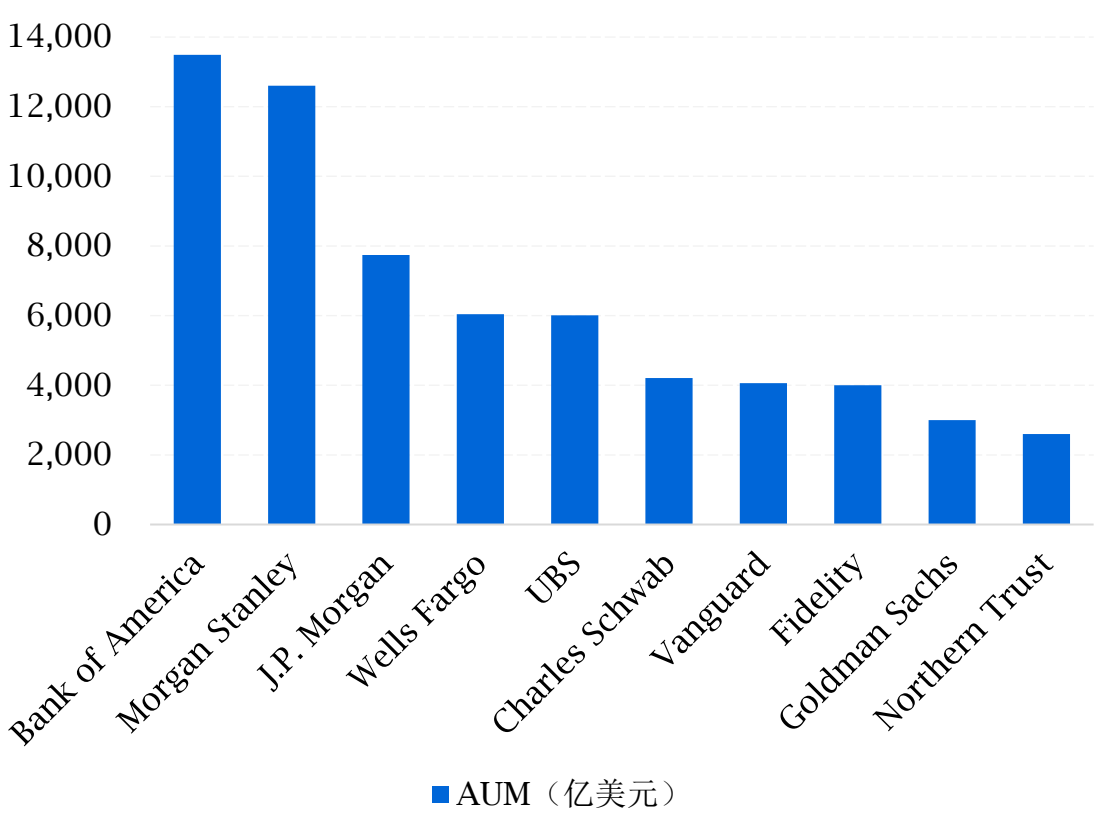
- 一. 金融机构零售财富管理蓄势待发
- 二. 经验与要点：国内外财富管理模式总结
- 三. 路径与未来：紧贴现实的模式设计

商业银行享有客源和业务形态上的优势

成熟市场中财富管理业务的主导机构有多种类型，包括商业银行、投资银行、资管机构和独立的财富管理机构在内，均有佼佼者，它们的发展路径也各有特点。

银行业拥有最广泛的业务触角和客户来源，因此也成为全球财富管理的主要阵地。根据道琼斯旗下媒体机构公布的2018年美国金融机构财富管理AUM排名，TOP 5中除了摩根士丹利以外，其他均为传统商业银行或跨国全能银行。

美国金融机构财富管理客户资产规模 (2018)



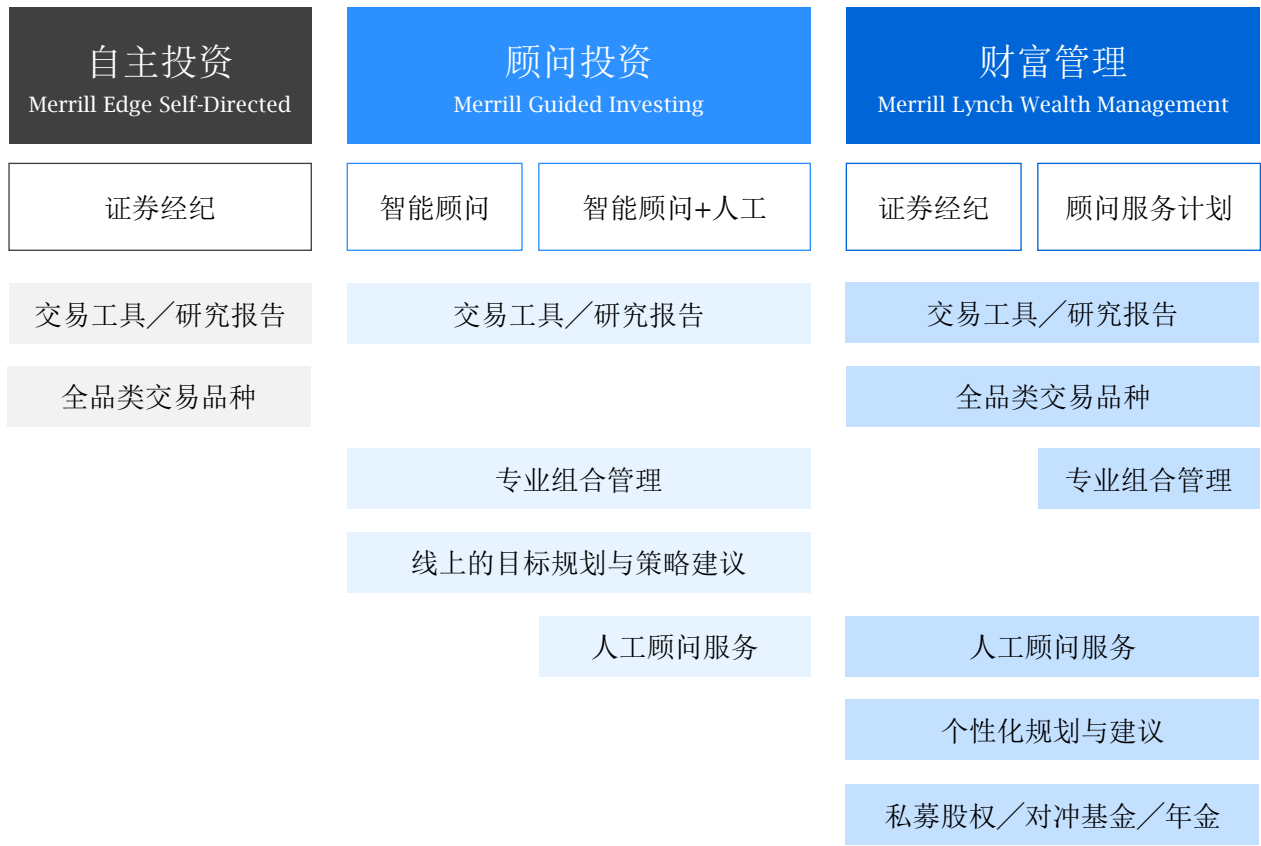
以美国银行为代表的商业银行财富管理

美国银行旗下设有「美林财富管理」和「私人银行」两个财富管理子品牌，分别面向大众富裕客户及高净值客户。「美林财富管理」由美国银行在金融危机中收购的美林证券演变而来，美林的数万名专业顾问后来成为支持美国银行财富管理业务的中坚力量。

「美林财富管理」聚焦客户的投资，但客户同时可享受银行提供的一系列存贷款服务。在执业过程中，美林的投顾可以综合掌握客户的银行、投资账户情况。

总结海外银行业金融机构财富管理业务的特点，大体包括以下几个方面：①客户来源广泛，容易实施分类和分层筛选，在其中发展财富客户；②业务横跨存贷、投行、资管等多板块，积极协同各方资源，为财富线的产品设计提供了优厚的条件，支持客户跨板块迁徙；③借助雄厚的资产负债表，银行业金融机构有能力为客户提供涵盖规划、融资、投资于一体的综合服务。

美国银行旗下「美林财富管理」产品与服务组合



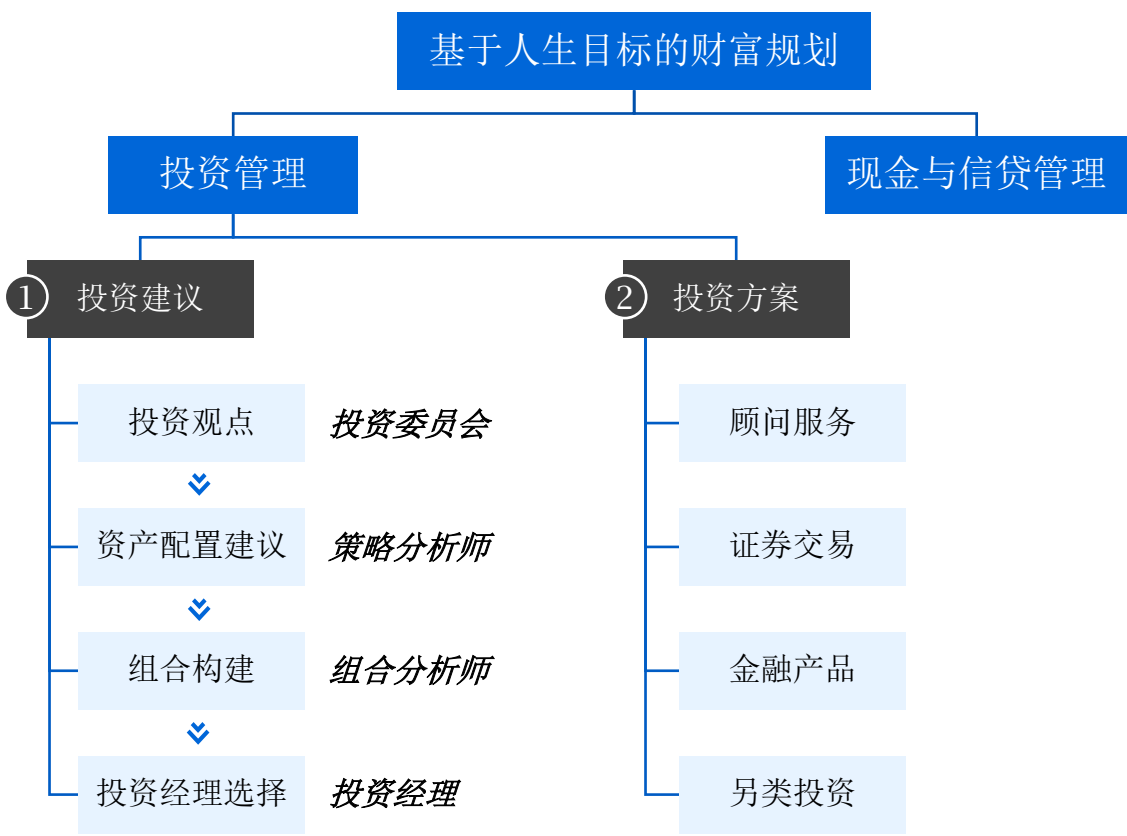
以摩根士丹利为代表的投资银行财富管理

摩根士丹利主打「目标导向方案」(Goals-Based Solutions)，帮助客户设置教育、职业、子女、遗产等一系列人生重要时段和对应目标，再提供相应方案，涉及现金管理、借贷、投资等各类细项服务。在客户的投资管理方面，摩根士丹利通过投资委员会（GIC）+策略/组合分析师+投资经理的方式提供服务。

对于投资银行而言，其财富管理的特点在于：①与金融市场尤其是资本市场的关系更近，因而更加强调系统化的投资研究；②财富业务与投行业务、银行业务同样有高效的跨板块联动机制：投行向财富管理输送高端客户资源；银行、投行联合为客户提供证券质押融资、住宅地产贷款等资金融通服务。

2019年10月中金公司正式推出基于财富规划的买方投顾服务，其在模式设计和经营思路很大程度上借鉴了摩根士丹利的做法。

从财富规划到投资组合



以嘉信理财为代表的独立顾问式财富管理

本世纪初美国注册投资顾问（RIA）行业蓬勃发展，嘉信理财借此机遇由证券经纪商转型为财富管理机构。通过与众多RIA机构进行合作，嘉信拥有了广泛的外部投资顾问资源。嘉信不仅向独立RIA机构提供交易、清算、托管、银行服务，还向其提供客源并与之分润，从而确保其「Investor Service」与「Advisor Service」两项业务在快速增长的同时可以保持互动。

在面向投资者的服务方面，嘉信理财保留了零售经纪与财富管理两类商业模式，并通过收购不断扩大规模。嘉信理财没有投行业务，但是近年其在资管领域增长迅速，与财富管理业务形成良好的协作关系。

包括嘉信理财、Pershing等在内的独立顾问式财富管理机构，特点在于顾问能力的可扩展性强、潜力大，这也得益于其灵活的利益分配机制，可聚焦引入高质量、高产能的投资顾问。

自主交易与顾问服务并重的零售产品与服务组合



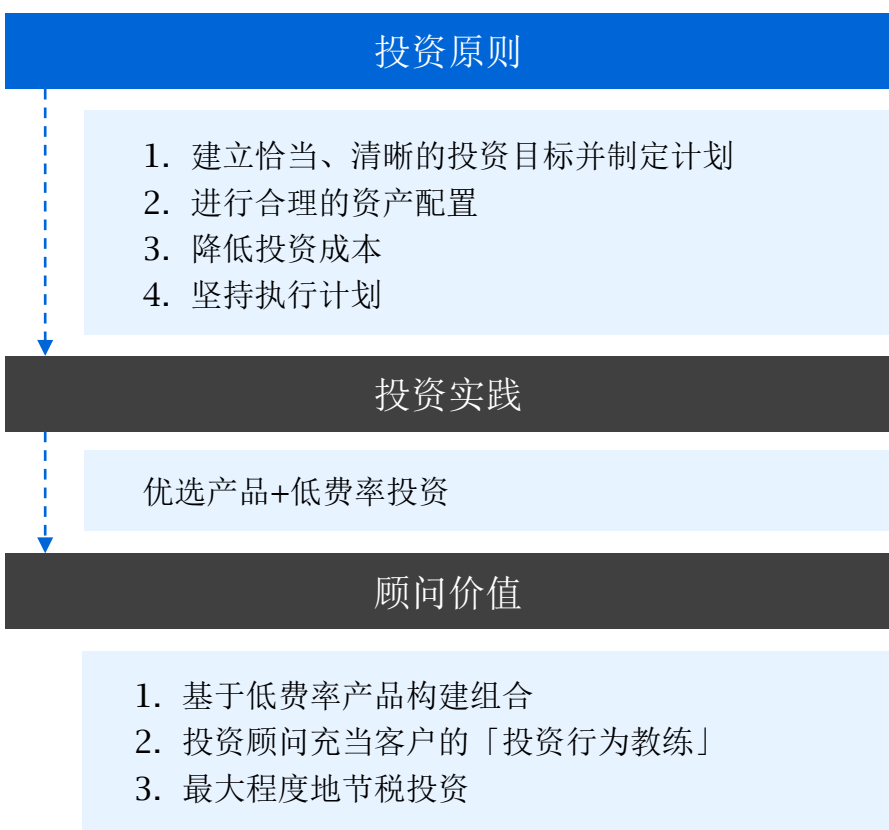
以先锋集团为代表的「资管+顾问」模式

作为全球领先的资管机构，先锋集团在客户利益上的坚持使其在财富管理领域逐步树立特色。先锋的财富管理实践是基于一系列投资原则：①向客户传递正确的投资理念，②提供优选产品（这些产品本身可以创造更优的业绩表现），③降低产品费率，简言之，即是将业务实践转化为客户的投资收益。本质上，这是一种投资业绩导向的买方投资思路。

此外，先锋近年来持续致力于推广「顾问价值」，即顾问服务为投资组合带来的超额收益（Advisor's Alpha），并用翔实的数据和案例去详述其中的逻辑。

先锋集团从2005年起涉足投资顾问领域，2015年正式推出「私人顾问服务」（Personal Advisor Service）。「资管+顾问」的发展路径相较于其他财富管理模式都更为简单和清晰，可以为众多国内基金公司借鉴。

先锋的「投资原则」与财富管理实践



金融产品驱动的「类财富管理」

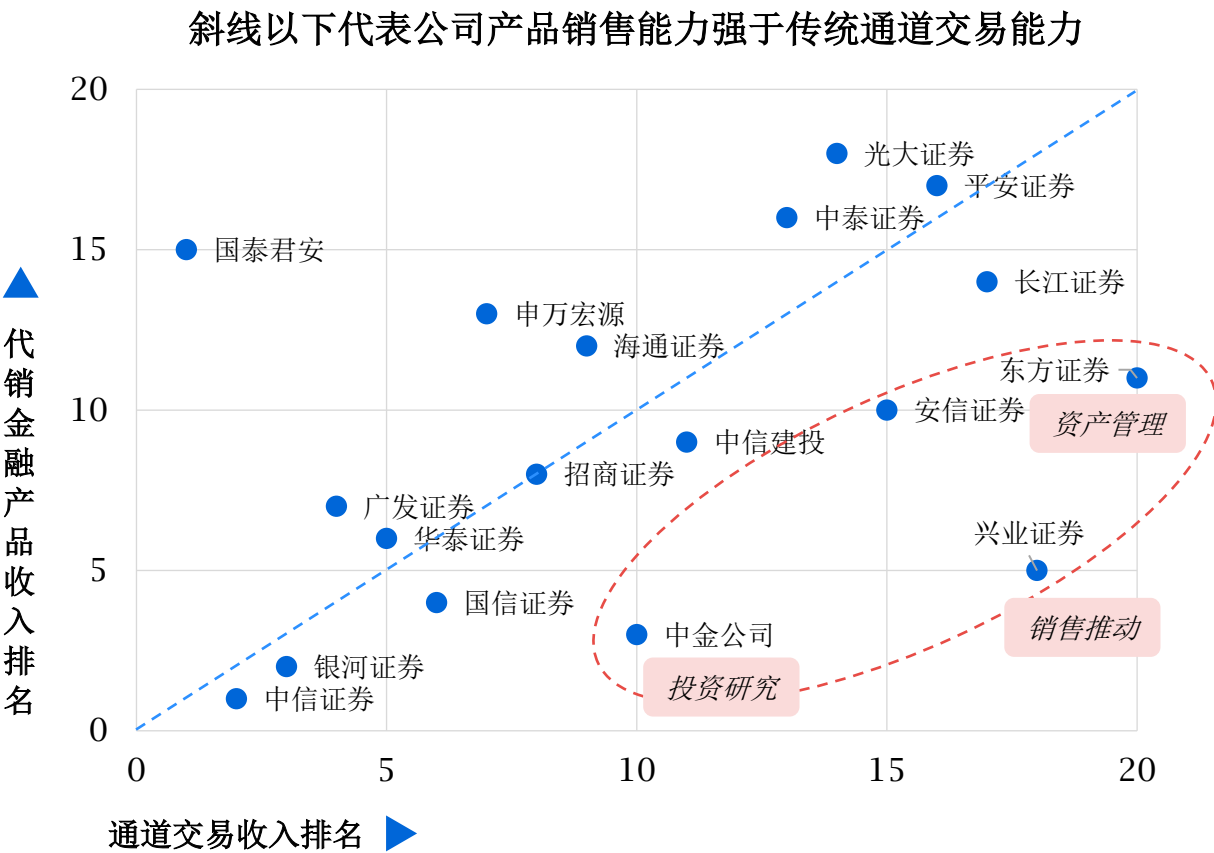
资产管理与财富管理之间存在天然联系，两者在形态上有不少相似之处，例如投资业绩导向、倡导封闭运作和长期投资、依规模收取管理费用，等等。因此，金融产品销售业务在国内被视作某种狭义上的财富管理实践，公私募产品销售额和保有量通常表征一家金融机构的财富管理业务发展水平。

正如右图所展示的那样，国内证券公司在产品销售中体现出不同的优势，这些优势可以看作它们向财富管理转型的阶段性的成就。

但两者终究存在差异。财富管理的内涵更为丰富，形成业务闭环所需涉及的链路更长。即便是以金融产品销售作为财富管理业务的基本盘，也需要进行投资哲学的设计、投资研究与投资顾问等能力的培育。

本报告后续内容中，我们以招商银行和中信证券为例，探讨两种「中国版财富管理实践」的可能性。

透过产品销售看金融机构财富管理能力的禀赋



数据来源：证券业协会

2018年证券公司经营数据，通道交易含代理买卖证券与机构席位租赁

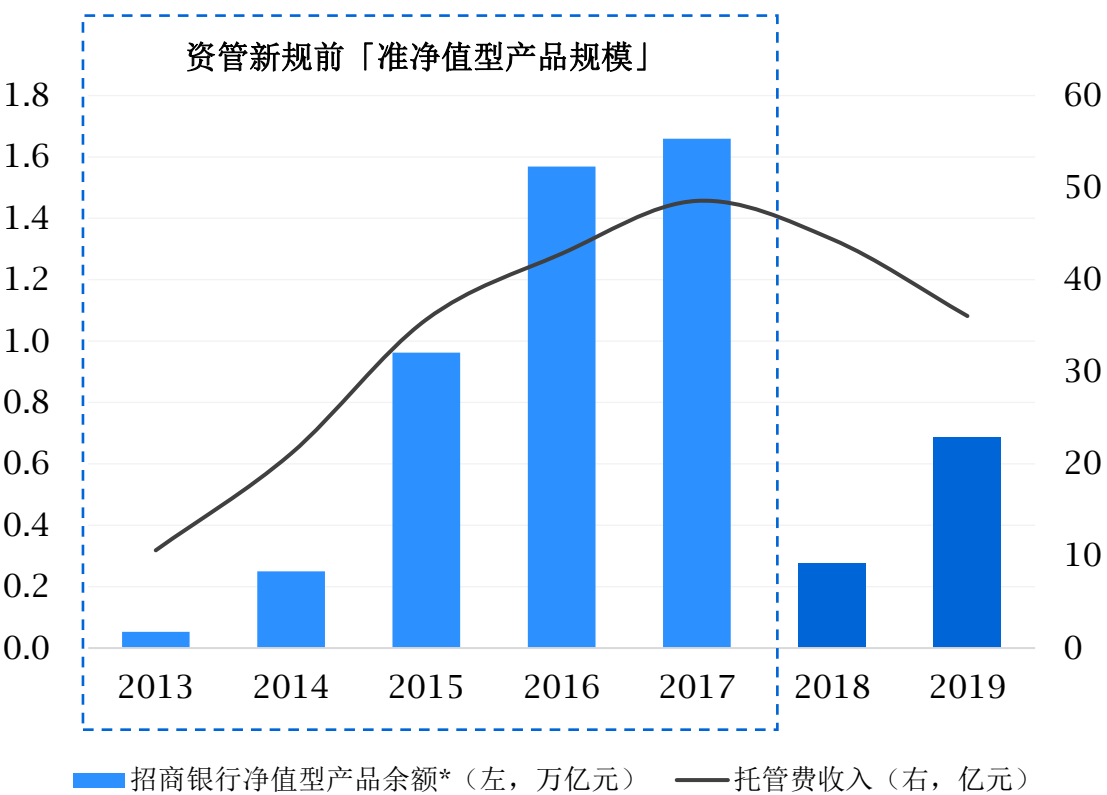
招商银行：从统一投资思想到动态产品配置

招商银行在财富管理领域十余年的战略坚守和金融产品配置实践获得了行业的充分肯定。这样的成果，很大程度上也源于银行业资产负债表的扩张和资产管理行业的规模化发展。

银行托管业务收入与净值型产品的托管规模存在较强联系，因而从右图可以看到，招商银行的托管费收入与该行的净值型产品保有规模之间存在明显的正相关。

总结招行的财富管理实践，大致有如下要点：①确立投资思想（长期投资），并据此筛选出一系列符合投资理念且具备较强售后服务能力的绩优管理人（招行「五星之选」）；②培育近万名投资思想和价值观念一致的客户经理团队，长期训练和巩固，实现投资思想—产品选择—销售推动的统筹；③从一次的产品销售到持续的产品销售，从而进化为动态配置。

招商银行净值型产品增速较快



数据来源：招商银行年报

资管新规后银行「准净值型产品」进入改造阶段，因而2018年起净值型产品规模迅速回落，托管费也有所减少

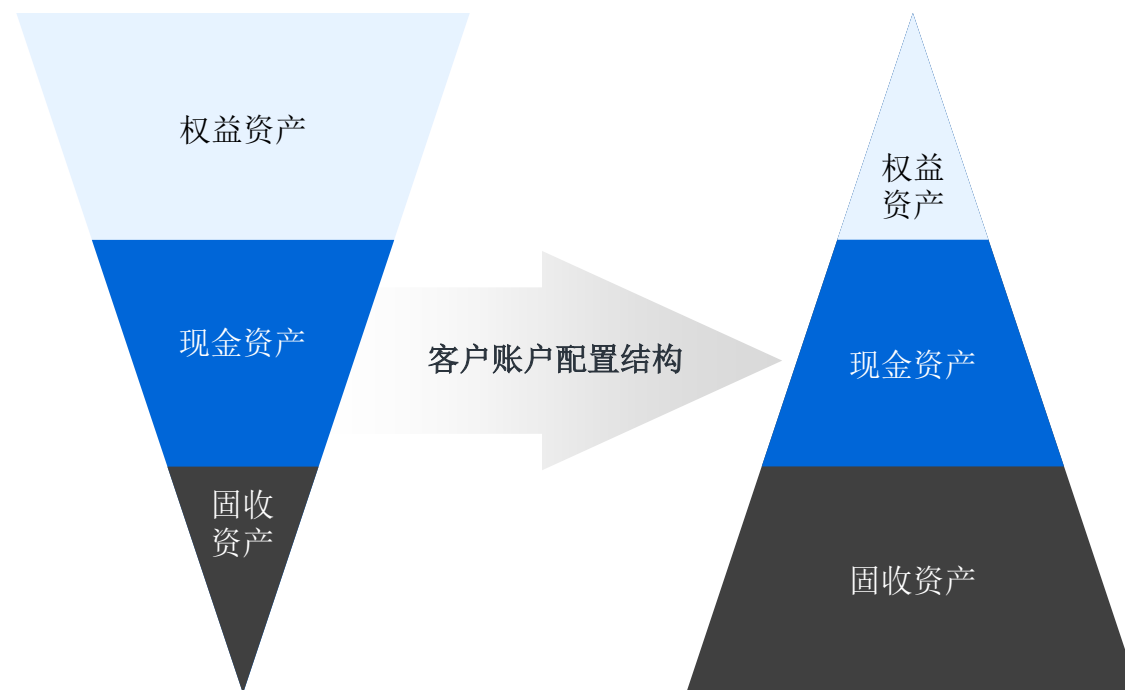
中信证券：追求客户账户配置结构的升级

由于业务禀赋和客户属性的约束，在证券公司的客户资产结构中，通常存在一个典型的「倒三角」现象，即权益资产 > 现金资产 > 固收资产。权益市场波动较大，客户的证券账户易受显著影响，从而对投资体验造成冲击；而现金资产过于充裕，表明客户资金未充分利用。这是证券公司在财富管理中的独有的困境。

在中信证券的财富管理实践中，金融产品销售的目标在于扭转证券投资客户的常规配置习惯，把错位的「倒三角」转为「正三角」。此外，将全部客户资产整体看作一个「总账户」，根据「总账户」的迁移进度来评估财富管理的成效。

而站在投资者的角度，客户本身可能已经基于银行账户、证券账户完成了一轮资金的配置，未必愿意将账户全面委托给券商来打理。不过对于乐观者而言，这更多意味着机会。

从「倒三角」走向「正三角」



投资研究、顾问服务和交叉资源能力

结合对前述金融机构财富管理实践的研究，我们可以将财富管理中的关键能力要素概括为投资研究能力、顾问服务能力和交叉资源能力。

投资研究能力指的是金融机构根据市场情况，进行客户投资决策指导和对应的经营策略编排的能力；在实际的业务中，它需要与客户经营团队的顾问服务能力相结合。不过，研究成果向下传递时会面临信息损耗。

在部分机构的实践中，顾问服务能力中本身即包含了投资研究能力，总部仅提供标准化的客户服务物料，但这样也舍弃了研究成果输出的统一性，难以在必要时做全局的把控。

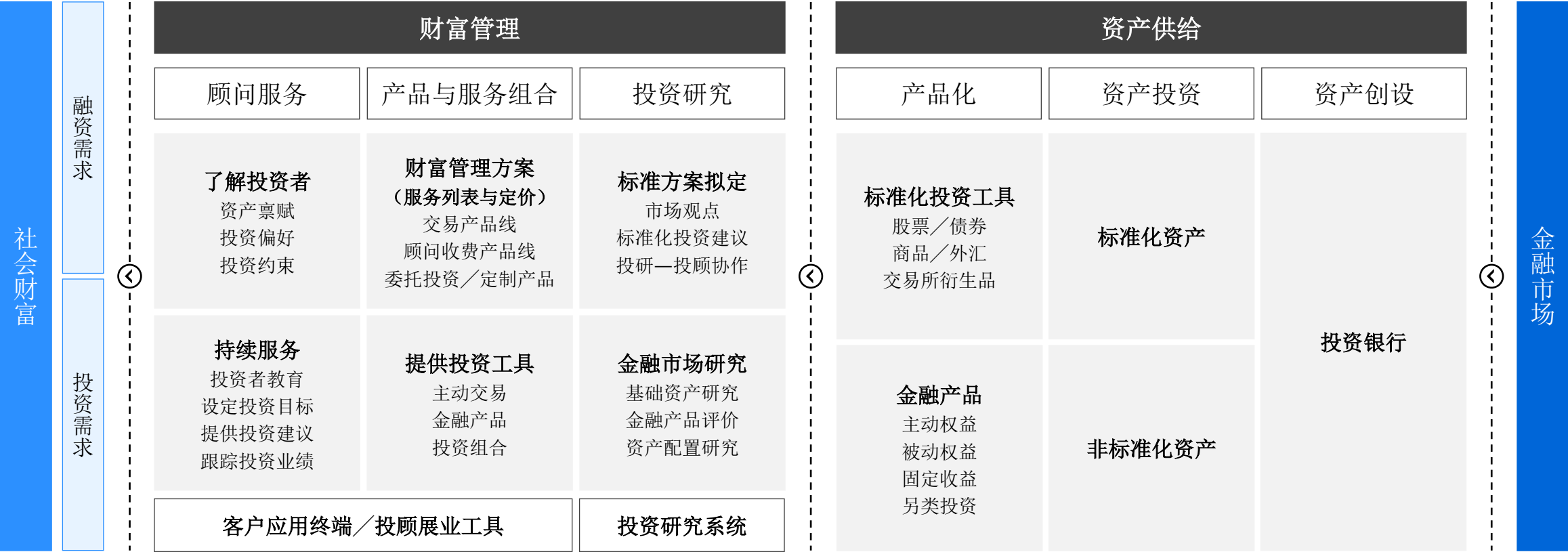
交叉资源能力通常决定了金融机构财富管理产品与服务组合的多样性和差异化竞争力。

财富管理关键能力的解读

投资研究能力	<ul style="list-style-type: none">• 设置投委会（Investment Committee）或首席投资官（CIO）角色，负责市场策略研究、传递投资观点以及公司长期坚持的投资哲学，并对相应的经营策略进行指导（美银、摩根士丹利）• 通过选择优秀的投顾来解决投研能力问题（嘉信理财）
顾问服务能力	<ul style="list-style-type: none">• 围绕客户的资产负债状况进行全面的投融资规划（美银）• 基于客户的资产禀赋、投资偏好、投资约束进行产品、服务或投资方案的设计（先锋、嘉信理财）
交叉资源能力	<ul style="list-style-type: none">• 将银行、投行业务资源转化为财富管理资源（美银、摩根士丹利）

- 一. 金融机构零售财富管理蓄势待发
- 二. 经验与要点：国内外财富管理模式总结
- 三. 路径与未来：紧贴现实的模式设计

社会财富经由金融机构的财富管理／资产管理／投资银行业务与金融市场产生连接
财富管理业务的目标即致力于减少供需错配和摩擦成本



财富管理商业模式设计中的几个关键问题

在当下，金融机构进行零售财富管理商业模式设计时需要重点回答的问题包括：

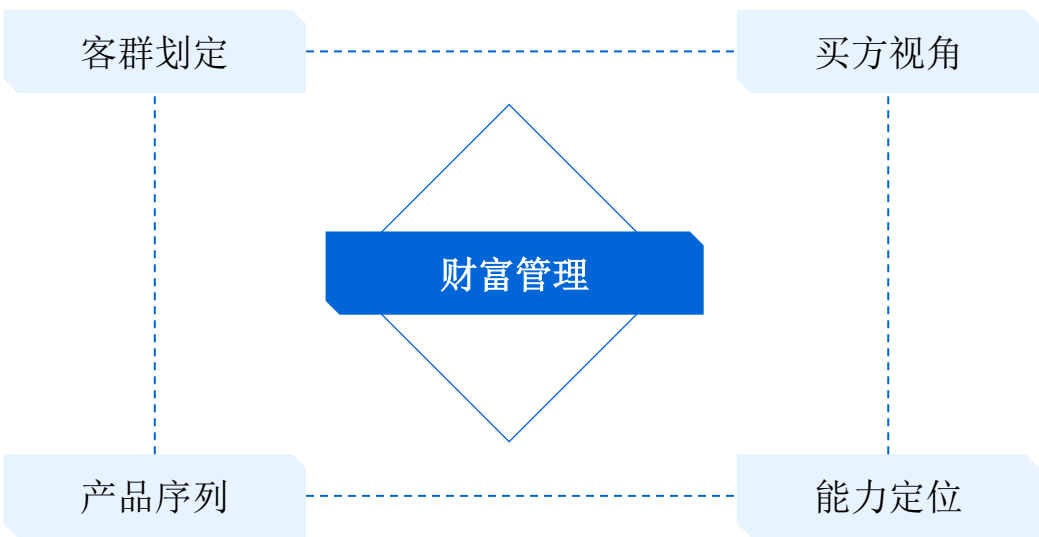
一是，**服务谁**。金融行业转型后待释放的百亿家庭金融资产是已知的财富管理的目标领域，然而金融机构拟切入的人群略有差异，摩根士丹利的模式更偏重私人银行，招行模式则更贴合大众理财。路径的选择，决定了竞争优势和长远的生命力。

二是，**怎么想**。财富管理本质上是买方业务，金融机构的业务流程、组织架构都需要参照买方机构来设计。

三是，**怎么做**。国内已有的财富管理实践通常不缺乏较高的理论水准，但是缺少实际的产品和服务组合来承接财富管理，从而无法真正区别于传统的业务。

四是，**靠什么**。要做好能力定位，投研、投顾、产品或交差资源哪个更强，基于长板来做第一步的规划。

国内金融机构财富管理四要素



建立面向财富管理而非资产管理的投资研究团队

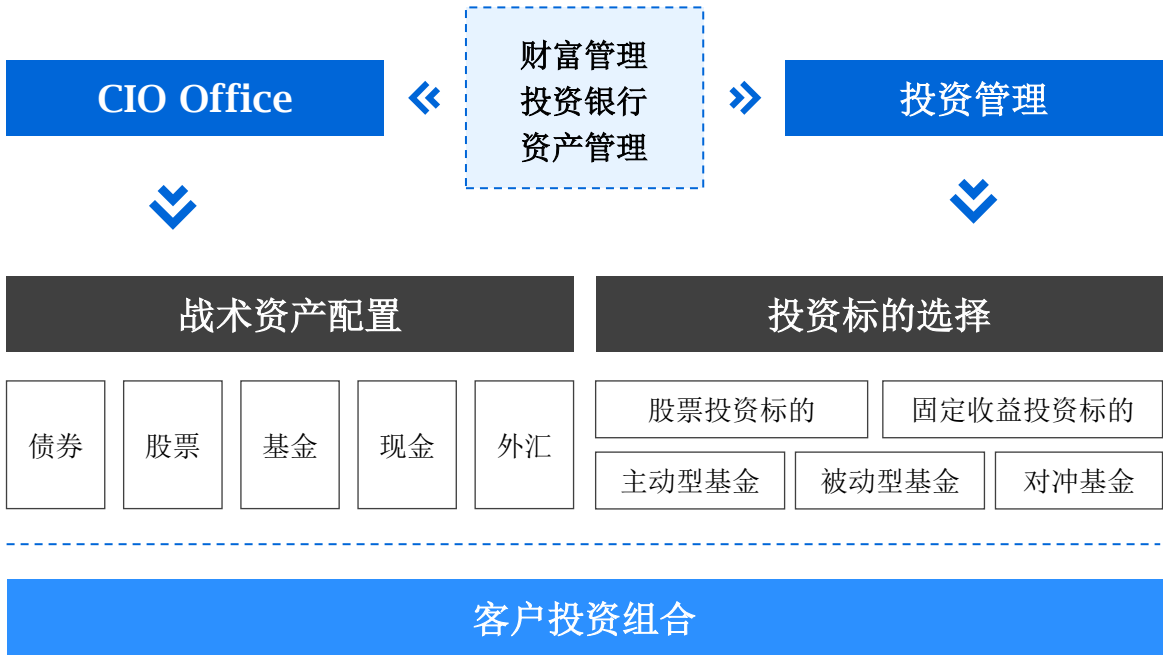
在定位于交易或销售通道的传统金融业务中，投资结果由客户自行承担，因而不需要设置投研角色。但财富管理定位「以客户为中心」来实现商业模式的可持续性，本质上是以管理一个投资账户的思维去组织业务，需要具备整体的投资决策思想和市场研究能力，像专业的资产管理机构一样，拥有建制完善的投研体系。

在全球领先金融机构的财富管理实践中，如UBS、美银、摩根士丹利均设有投资委员会或首席投资官角色。一些机构还通过发布资产配置指数来展现投研水准。

投资研究的目的主要包含两层，一是决定战略配置方向和战术调整动作（选 β ），二是在具体资产的层面上优选标的（选 α ）。

在当前国内财富管理的实践中，通过一个替代方案——汇集优质公私私募基金管理人的智慧并形成一套逻辑完善的投资决策体系，也是一种可以考虑的做法。

瑞银财富管理的投资决策思想



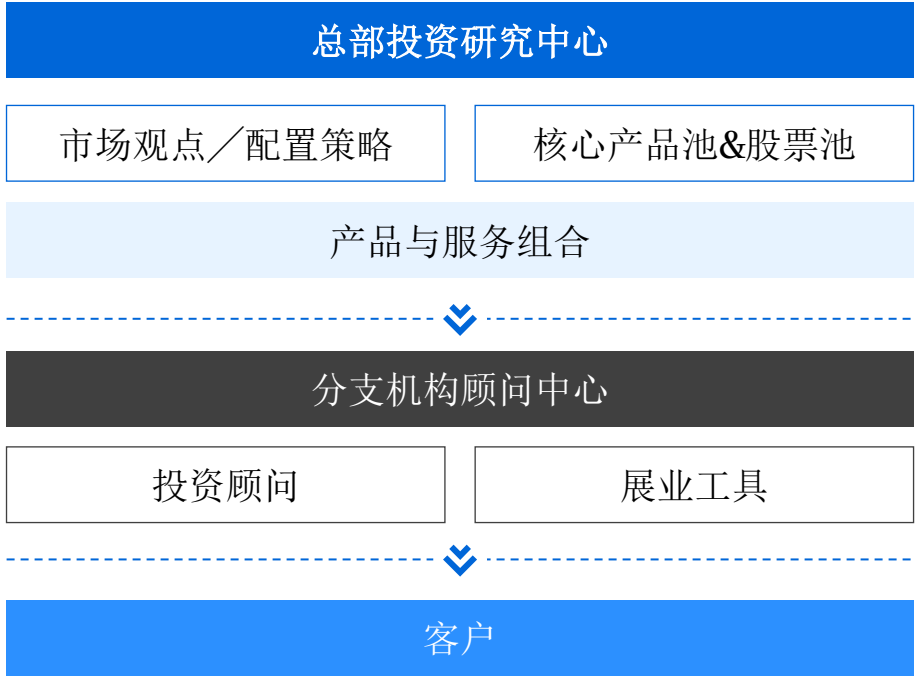
强化投顾团队能力建设，建立适用的管理制度

从社会财富到金融市场的连接中，投资顾问是最关键的一环，但就现实而言，它是当前最薄弱的一环。面向财富管理的投资顾问服务，与国内传统的股票投顾服务，两者最大的差异在于强调投资策略的可操作性、咨询服务的持续性，并最终以客户账户的实际投资业绩和客户满意度检验自身工作的成效。

同时，为了让投资顾问的工作实现专业化、标准化，需要金融机构总部提供有序、有效的投资研究物料和行销系统支持，为展业和客户管理工作赋能。

在投资顾问管理与考核制度的设计上，除了传统的活动量指标（如客户沟通频度等）以外，应该更加侧重客户账户业绩、客户满意度等相关指标的设计，保证从社会财富到金融市场的连接中，各上下游环节之间紧密相关。

投资顾问工作的上下游关系



Know your customer, Educate your customer

如前述「财富管理画布」所示，从投资层面刻画家庭及个人投资者的需求时，需要兼顾其投资偏好、资产禀赋、投资约束等几个方面。其中包含基于客户账户的定量信息，和基于客户访谈产生的定性判断。

实现高质量的KYC需要强大的中台系统支持，从而让投资顾问更好地把握客户特征，同时有助于总部设计差异化的可选服务方案、进行AUM和配置特征的整体盘点，等等。

除此之外，在当前处于转型期的中国金融市场环境下，完善投资者教育模块，让大众富裕投资者的投资回报预期与投资风险认知进行匹配，是一项看似长期但实属当务之急的工作。

投资者教育需要根据业务导向，有重点地推进。当下的重点在于：①帮助客户建立合理的风险认知和收益预期；②引导投资优选标的和长期投资；③强调顾问服务创造的价值。

改变客户对于净值型产品或组合的固有认知



关于本报告如需获取更详尽的信息，请联络：stockplanet@163.com

可通过 微信公众号 | 知乎专栏 | 雪球专栏 找到「券业星球」
与我们交流有关证券及财富管理行业最新的思考



券业星球