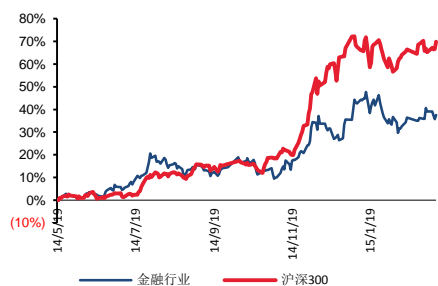




金融

基金投顾业务发展研究

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告:

《东方财富：两融业务渗透率大幅提升，业绩持续超预期》

--2020/10/21

《业绩低点已过，保险板块估值修复有望》--2020/08/30

《中信证券 2020 中报点评:各业务发展顺利，盈利能力提升明显》

--2020/08/27

证券分析师：刘涛

电话：010-88695234

E-MAIL: liutaosh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517090001

报告摘要

- 在基金投顾试点之前，券商投顾业务发展缓慢，整体商业模式不清晰，在券商整体收入中，投顾业务占比也比较小，2020年投资咨询与代销收入合计占比低于5%；而基金投顾试点拉开了券商投顾业务由“卖方”转向“买方”模式的序幕；通过基金投顾可以解决投顾与客户利益不一致这一问题，业务发展的可持续性增强，因此我们认为基金投顾将是未来行业投顾业务发展的主要形式。
- 自2019年公募基金投顾业务试点以来，已有3批共计18家机构获得了投顾资格。包括2家基金公司、3家基金公司销售子公司、3家第三方基金销售机构、7家券商和3家银行。除银行外，其他均上线了基金投顾业务，不同类型机构根据自身特点选择了不同的模式，公募基金积极与第三方渠道合作，输出投顾策略；第三方基金销售平台均是在体系内进行客户渗透，但腾讯与阿里的运作模式又截然不同，腾讯投顾策略是多家公募基金引进，阿里则是与先锋基金成立投顾公司——先锋领航投顾(上海)投资咨询，自制投顾策略；试点券商中除国联外，均是在内部发展，而国联证券由于客户规模较小，除了内部发展还积极与外部渠道进行合作，输出投顾策略。
- 基金投顾在各类机构中战略地位有所不同，因此各家准备的充分程度也有所差异，从试点机构的进展来看，缺乏客户资源的公募基金以及国联证券，在如火如荼的扩展外部渠道，总体表现的更加积极；其中国联证券截至2月其管理规模已经突破70亿元，是目前已有的数据中最为显著的。从其年报表述来看，国联证券对于基金投顾业务确实较为重视，准备也较为充分，是券商中第一个通过验收且第一个开展基金投顾业务的机构。
- 在政策的刺激下，基金投顾发展较快，在第三方基金销售平台上的，投顾策略以及基金组合大幅增长，公募机构是主要的策略提供方，相对来讲，券商在这一过程中发展缓慢。本轮基金投顾业务以线上展业为主，当前仍处于渠道红利期，获客成本较低。通过渠道扩展，便可实现较好的增长。券商客户资源并

不占优势，若失去了前期的窗口期，或将影响后续发展。

- 美基金投顾市场极度成熟，广阔的市场衍生出了很多模式各异成功案例。专业致胜，以“投”为抓手的 Vanguard，传统投“顾”的集大成者 Charles Schwab；以及智能投顾平台 Betterment。三家机构的发展路径截然不同，但相同之处便在于结果，均实现了管理规模的大度提升。因此，我们认为对于投顾机构来说，其成功的关键因素就是通过一切方法实现管理规模的提升，例如充分利用自身的资源禀赋（投研、客户、投顾团队等等），机遇（政策、科技等），积极进行创新（包括产品或者模式）。
- 各机构在资源禀赋上各有优劣。扬长避短应当成为各类机构发展投顾业务的总体战略，对于基金公司来说，应当扩充资产类别以及海外资产的跟踪研究以及对资产配置理念进行系统化建设；大力发展与外部机构的合作，进行策略组合输出；积极布局机构客户。相较于个人客户，机构客户开发的性价比更高。

目录

券商投顾业务发展现状	5
基金投顾的发展现状	6
国内基金投顾的运作模式分析	6
国内基金投顾发展成果分析	10
投顾策略输出模式进一步分析	11
美国成功投顾业务发展模式分析.....	13
VANGUARD——专业致胜，以“投”为抓手.....	13
CHARLES SCHWAB——传统投“顾”的集大成者.....	14
BETTERMENT——对于“顾”的革新，享受先发优势.....	16
发展基金投顾业务的建议	17
总体策略：扬长避短	17
基金公司	17
证券公司	18
银行18	
第三方基金销售机构	18

图表目录

图表 1: 投资顾问的不同形态	5
图表 2: 交易不是目的, 资产增值才是目的	5
图表 3: 行业经纪业务佣金率持续下滑	5
图表 4: 投资顾问的不同形态	5
图表 5: 券商投顾队伍增长迅速	6
图表 6: 基金投顾获批情况	6
图表 7: 各家机构运作模式	7
图表 8: 司南投顾在天天基金上的展示	8
图表 9: 蚂蚁帮你投界面	8
图表 10: 腾讯一起投界面	8
图表 11: 基金投顾的业务流程	9
图表 12: 策略分类	9
图表 13: 各机构基金投顾业务多维度对比	11
图表 14: 基金组合 VS 基金投顾	11
图表 15: 且慢/蛋卷/天天基金平台中“基金组合”频道	12
图表 16: 2021 年 1 月各类 APP 月活规模 (万人)	12
图表 17: 养老金计划之外, 50%的家庭通过投资顾问购买基金	13
图表 18: VANGUARD 业务线	13
图表 19: VANGUARD 目标退休基金	14
图表 20: 智能投顾管理规模排名 (2019Q2, 十亿美金)	14
图表 21: CHARLES SCHWAB 客户资产情况 (BILLION)	15
图表 22: 取消 IRA 年费当年客户资产增长 54% 账户中客户资产增长	15
图表 23: 共同基金超市获客效果显著	15
图表 24: SCHWAB ADVISOR NETWORK	15
图表 25: BETTERMENT 业务线	16
图表 26: 各类机构基金投顾业务资源禀赋对比	17

券商投顾业务发展现状

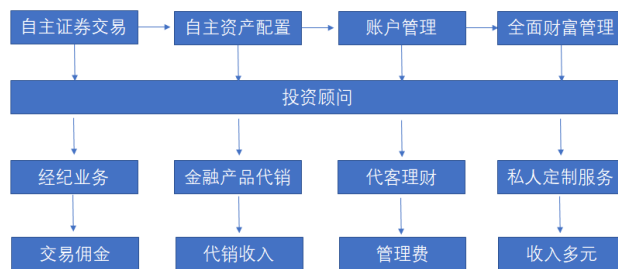
➤ 从模式上来看，券商投顾正处于“卖方”向“买方”转变。在经纪业务转型财富管理过程中，投顾业务的表现形式也有所不同：

- 1) **自主证券交易阶段**：投顾业务主要目的就是为了促成交易，常见的形式包括内参、超级Level-2、牛人组合等等，盈利来源包括更高的佣金率或者固定的订阅费来实现；
- 2) **自主资产配置阶段**：投顾业务主要目的就是为了销售金融产品，包括公募产品、私募产品以及券商自身资管产品或收益凭证，盈利来源代销收入来实现；
- 3) **账户管理阶段**：投顾业务主要形式就是账户管理，代客户做出投资决策，盈利来源主要以账户管理费来实现；
- 4) **全面财富管理**：投顾业务主要特征就是私人定制，涉及综合金融服务，盈利来源更加综合，利差、管理费收入、佣金等等；

基金投顾业务允许试点机构开展账户管理业务。2019年10月，证监会正式下发《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》，通知规定，基金投顾试点机构从事基金投顾业务，可以接受客户委托，按照协议约定向其提供基金投资组合策略建议，可以代客户做出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行基金产品申购、赎回、转换等交易申请，开展管理型基金投资顾问业务，并直接或者间接获得经济利益，标的应为公募基金产品或证监会认可的同类产品。

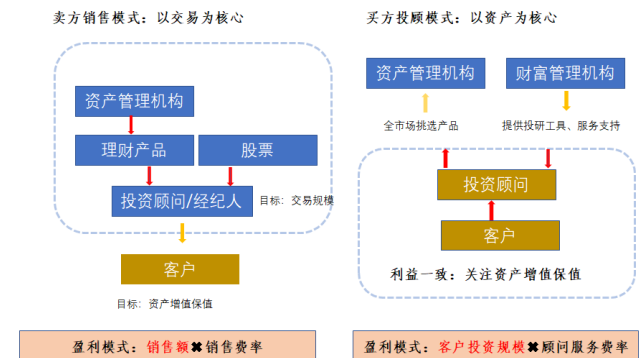
以基金投顾业务为代表的账户管理业务更符合客户的利益，发展更可持续。账户管理阶段与自主证券交易以及自主资产配置阶段中的投顾业务有的“质”的变化，在自主证券交易以及自主资产配置阶段中，券商始终整体的业务模式是**以交易为核心**，包括股票交易、金融产品的交易，体现的是“**卖方思维**”；而在账户管理阶段，商业模式是以**资产为核心**，从资产积聚，到配置，再到增值，体现的是“**买方思维**”；对于客户来说，交易不是目的，资产的增值才是目的。

图表 1：投资顾问的不同形态



资料来源：太平洋证券研究所

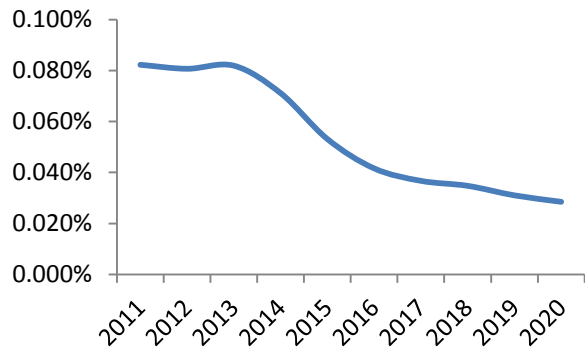
图表 2：交易不是目的，资产增值才是目的



资料来源：太平洋证券研究所

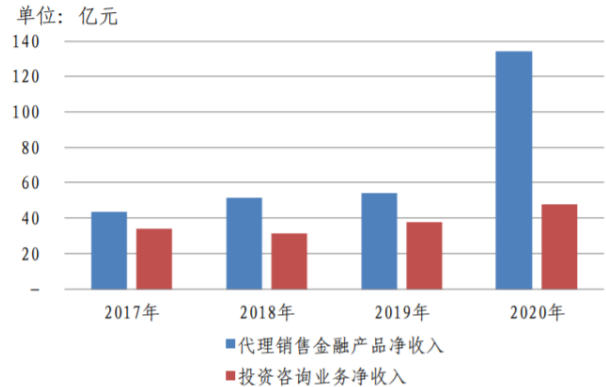
➤ 从收入上来看，券商投顾业务尚未起规模，收入贡献不大。行业佣金率持续下行，说明高佣金的投顾业务渗透率并不高；投资咨询收入在行业总收入中占比也不高，2020年占比1.07%；代理销售金融产品2020年实现净收入134.38亿元，同比增长148.76%，收入占比也仅3%。

图表 3：行业经纪业务佣金率持续下滑



资料来源：证券业协会

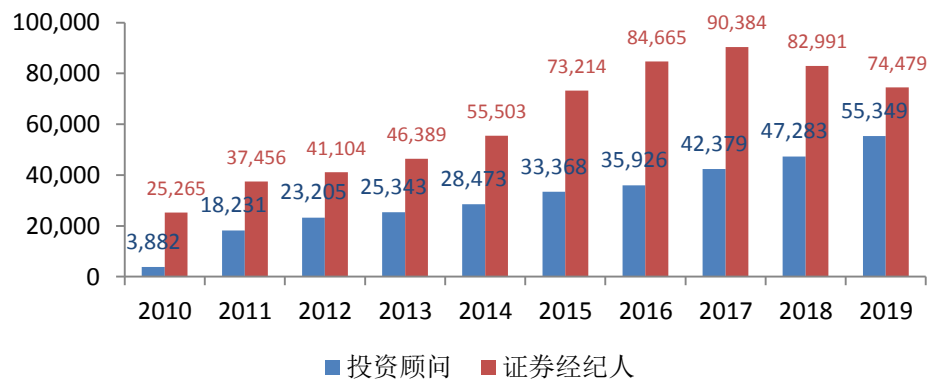
图表 4：投资顾问的不同形态



资料来源：证券业协会

- 从人员配备上来看，券商投顾队伍近几年持续增长，为转型蓄力。近年来，证券公司不断加强前端销售人员的培训，实现了结构上的转变。2019年证券公司传统营销获客的证券经纪人数同比下滑 11%至 7.45 万人，相对应投资顾问人数同比增长 18%至 5.32 万人。

图表 5：券商投顾队伍增长迅速



资料来源：证券业协会，太平洋证券整理

基金投顾的发展现状

在前面已经论述到基金投顾业务试点开启了投顾业务的新纪元，相较于以往的投顾形式，基金投顾业务更符合客户的利益，发展更可持续。因此我们预计基金投顾将是未来行业投顾业务重点的发展方向。

国内基金投顾的运作模式分析

- 自 2019 年公募基金投顾业务试点以来，已有 3 批共计 18 家机构获得了投顾资格，分别为 2 家基金公司、3 家基金公司销售子公司、3 家第三方基金销售机构、7 家券商和 3 家银行。从各基金投顾试点机构业务进展来看，首批 5 家试点机构华夏、嘉实、南方、中欧、易方达均已上线了管理型基金投顾业务，第二批 3 家第三方基金销售机构也已经上线了基金投顾业务，第三批试点机构为券商和银行，其中 7 家券商已经上线了基金投顾业务，3 家银行尚未开展相关业务。

图表 6: 基金投顾获批情况

获批时间	获批机构类型	获批机构
2019年10月25日	基金公司或旗下销售子公司	华夏(华夏财富)、嘉实(嘉实财富)、南方、易方达、中欧(中欧钱滚滚)
2019年12月14日	第三方基金销售公司	腾安基金(腾讯旗下)、蚂蚁基金(阿里旗下)、珠海盈米基金
2020年3月2日	券商	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7家券商
	银行	工商银行、招商银行、平安银行三家银行

资料来源: 太平洋证券整理

- 从运作模式上来看: 目前来看, 所有试点机构都采取了线上展业为主的模式。但不同类型机构的运作模式特色鲜明, 符合各自风格和资源禀赋。公募基金积极与第三方渠道合作, 输出投顾策略, 获取外部客户; 第三方基金销售平台均是在体系内进行客户渗透, 但腾讯与阿里的运作模式又截然不同, 腾讯投顾策略均是多家公募基金引进, 暂无自身投顾策略, 阿里则是与先锋基金成立投顾公司——先锋领航投顾(上海)投资咨询, 设计投顾策略; 试点券商中除国联外, 均是在内部发展, 而国联证券由于客户规模较小, 除了内部发展还积极与外部渠道进行合作, 输出投顾策略。

图表 7: 各家机构运作模式

机构名称	投顾品牌	运作平台
南方基金	司南智投	自身 APP+已上线 5 家渠道, 进行投顾输出
易方达基金	易方达投顾	外部渠道为主, 上线 6 家渠道, 进行投顾输出
华夏基金(华夏财富)	查理智投	自身 APP+上线 4 家渠道, 进行投顾输出
嘉实基金	嘉实财富投顾	自身 APP+上线 2 家渠道, 进行投顾输出
中欧基金(中欧钱滚滚)	水滴智投	自身 APP+上线 2 家渠道, 进行投顾输出
蚂蚁基金	帮你投	自身 APP+自制策略
腾安基金	一起投	自身 APP+外部策略
盈米基金	且慢	自身 APP+自制策略/外部策略
银河证券	财富星-基金管家	自身 APP+自制策略
中金公司	A+基金投顾	自身 APP+自制策略
中信建投证券	蜻蜓管家	自身 APP+自制策略
国泰君安证券	君享投	自身 APP+自制策略
申万宏源证券	星基汇	自身 APP+自制策略
华泰证券	涨乐星投	自身 APP+自制策略
国联证券	基智投	自身 APP+外部渠道, 进行投顾输出

资料来源: 太平洋证券整理

图表 8: 司南投顾在天天基金上的展示



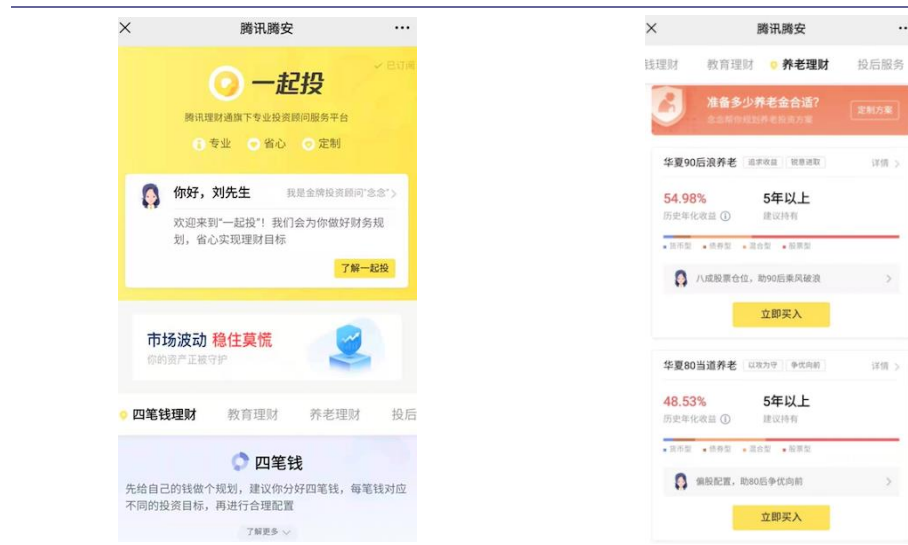
资料来源: 太平洋证券整理

图表 9: 蚂蚁帮你投界面



资料来源: 太平洋证券整理

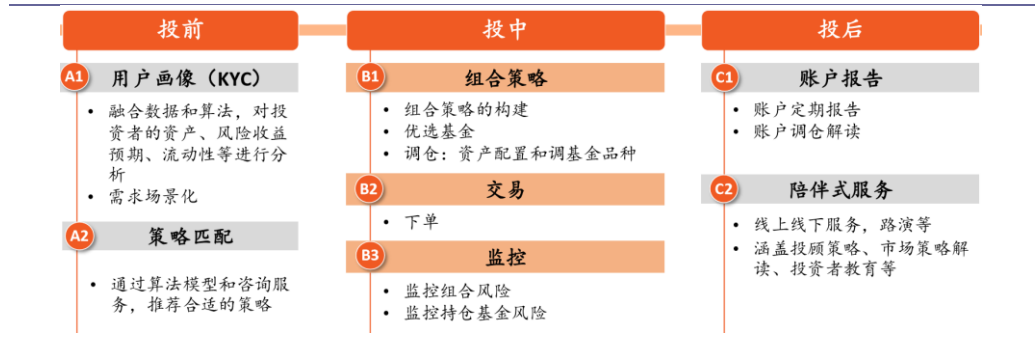
图表 10: 腾讯一起投界面



资料来源：太平洋证券整理

- 业务流程可以分为投前、投中和投后三个环节，从各类机构运营模式来看，各类机构的侧重点有所不同，公募基金更多侧重投中环节，券商则是全流程均衡发展模式，互联网平台总体看来，更倾向于投前投后环节。

图表 11：基金投顾的业务流程



资料来源：太平洋证券整理

- 投前策略推荐模式主要有两种：系统推荐和货架式，系统推荐是通过问卷调查、应用场景等引导出合适的策略组合；货架式是投资者自行选择机构在平台上为投资者提供全部的投顾策略，只要投资者所选投顾策略的风险水平符合自身的风险等级即可。从优劣来看，系统推荐能够更准确的把握客户的需求，但存在与真实需求不服的可能；而货架式优点在于简单便捷。
- 从投中组合策略类型来看：以场景定策略、以投资时间定策略、以投资目标定策略、以风险偏好定策略、以资产类别定策略以及其他。从已有的样本来看，以投资目的定策略以及以风险偏好定策略两种占主流。

图表 12：策略分类

策略分类	机构名称	具体策略
以场景定策略	腾安基金	求稳的钱/生钱的钱/要花的钱/教育理财/养老理财
	华夏基金	养老智投/教育智投
以时间定策略	中欧基金	现金增强/季季乐稳健回报/双季乐稳健增强/年年乐偏债进取/经典股债均衡/超级股票全

		明星
以投资目标定策略	华泰证券	打理闲钱/跑赢通胀/追求收益
	中金公司	流动性账户/稳健账户/增值账户
	易方达基金	保守理财/力求战胜通胀/希望财富增值/追求高收益/积极挖掘权益机会
以风险偏好定策略	盈米基金	活钱管理/稳健理财/长期投资
	国联证券	睿安盈/睿平衡/睿稳健/睿进取/睿精选
	银河证券	安心投、稳健投、灵活投、进取投
以资产类别定策略	蚂蚁基金	安睡增值/稳步增利/安逸求盈/安稳回报/步步为营/稳中求胜/攻守兼备/动态进攻/锐意进取/全面进攻
	南方基金	司南安鑫/司南锐进/货币增强/稳健理财/追求增值/追求高收益
	申万宏源	星选货币/星选权益/星选理财/匠心配置
	嘉实基金	权益甄选/固收优选/货币增强
	华夏基金	固收增强/权益优选/养老智投/教育智投/货币优享
	中欧基金	现金增强/经典股债均衡/超级股票全明星
止盈策略	中欧基金	幸福八八小目标
	华夏基金	小常乐目标盈
	南方基金	南方小目标
	嘉实基金	智盈慧投

资料来源：太平洋证券整理

- 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 0.15%-1.5%/年之间。为了增加吸引力，很多投顾机构都给予底层基金申购费以及投顾费一定的折扣。
- 投后服务目前有线下咨询，策略和市场分析，投资者教育等内容，投后服务作为投顾业务的重要环节，关系着用户的留存与增员，也是影响投顾品牌的重要环节。各家目前都在积极探索。

国内基金投顾发展成果分析

- 缺乏渠道资源的公募基金以及国联证券，积极的扩展外部渠道，表现的更加积极；其中国联证券截至 2 月其管理规模已经突破 70 亿元，是目前已有的数据中最为显著的。
- 国联的战略性强。对于国联证券来说，基金投顾在其业务发展中的战略地位相对更高，公司希望通过专业的基金投顾策略输出，打开业务空间，突破自身客户资源不足的限制；**因此准备工作更为充分**：在获批试点之后 20 天里，国联证券即完成了业务审批、制度发布、投资决策、系统测试等一系列工作，是行业内首家接受了监管机构的验收检查，并在 4 月 21 日完成首批客户的签约和交易，是行业首家展业的券商。

图表 13: 各机构基金投顾业务多维度对比

机构名称	投顾品牌	上线时间	策略类型	外部渠道	成果
南方基金	司南智投	2019/10/31	7	5	
易方达	易方达投顾	2020/9/1	5	6	
华夏基金	查理智投	2019/12/16	6	4	截止 11 月 2 日, 客户 >3 万
嘉实基金	嘉实财富投顾	2019/12/24	4	2	截止 10 月 30 日, 客户近 3 万
中欧基金	水滴智投	2019/12/20	4	2	
蚂蚁基金	帮你投	2020/3/27	10	0	推出 100 天的数据规模 22 亿, 客户 20 万户
腾安基金	一起投	2020/8/12	9	0	
盈米基金	且慢	2020/10/22	10	0	规模 45 亿, 客户数 3.2 万户
银河证券	财富星	2020/5/15	8	0	规模超 20 亿; 客户超 5 万户
中金公司	A+基金投顾	2020/9/9	4	0	
中信建投	蜻蜓管家	2020/9/7	4	0	人数超 3 万, 规模超 10 亿
国泰君安	君享投	2020/7/1	8	0	服务客户人数超 3 万
申万宏源	星基汇	2020/9/22	6	0	规模超 25 亿; 客户 6 万户
华泰证券	涨乐星投	2020/10/22	6	0	
国联证券	基智投	2020/5/8	5	1	规模 70 亿; 客户 7 万户

资料来源: 太平洋证券整理

投顾策略输出模式进一步分析

- 受基金投顾政策刺激, 基金组合发展迅速:** 基金组合同样是为客户提供基金产品组合策略建议, 但与基金投顾有所不同, 基金组合通常只是提供建议, 不支持代理投资交易, 客户需自行完成申购、赎回、换仓等交易操作。由于基金组合不需要基金投顾业务资格, 因此被其他机构作为过渡模式进行策略输出, 抢占市场份额。从天天基金/蛋卷基金/且慢三大平台新成立基金组合数量来看, 自 2019 年二季度以来**互联网基金组合发展速度明显加快, 新增数量持续扩张。**

图表 14: 基金组合 VS 基金投顾

	基金组合	基金投顾
参与主体	基金公司或基金销售公司	基金公司或基金销售公司
产品	基金组合产品	公募基金产品组合
服务	投资策略建议	投资策略建议 代理投资交易
盈利方式	销售收入(申购费、赎回费)	投资顾问费

资料来源: 太平洋证券整理

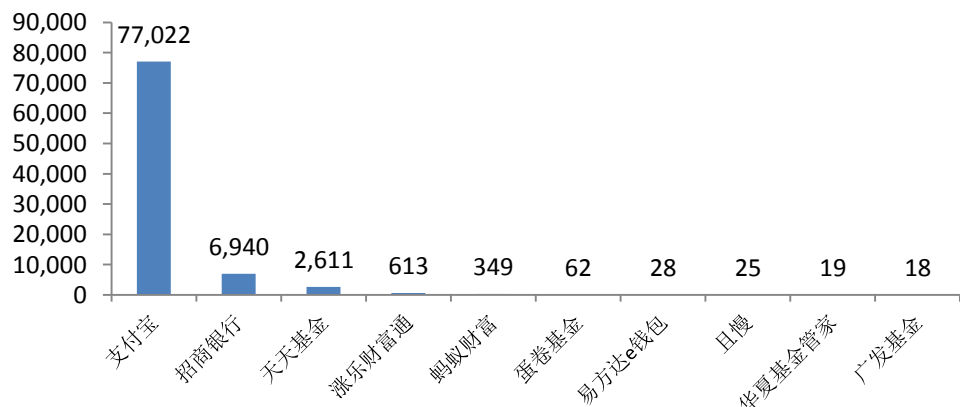
图表 15：且慢/蛋卷/天天基金平台中“基金组合”频道



资料来源：太平洋证券整理

- **基金公司**是投顾策略输出的主力军。天天基金平台上，披露数据均截至 2020 年 12 月 5 日，全部展示的基金组合数量为 161 只，其中机构主理人管理了 146 只，涉及 58 家机构；58 家机构中，除了财通资管、天天基金研究中心外，其余均为公募基金公司。发行组合数量最多的分别为银华基金、华安基金以及广发基金，对应数量分别为 7 只、6 只、6 只。
- 我们认为发展初期扩展渠道十分重要，作为同样研究能力有相对优势的券商在本轮基金组合发展上战术略显保守，较为封闭。当前投顾策略并没有形成很强的产品差异性，而且很多渠道仍处于发展初期及空白，例如蚂蚁与腾讯均是 2020 年才上线基金组合业务板块，诸多银行也在开始逐步上线基金组合业务。因此，**当前仍处于渠道红利期，获客成本较低。原始规模积累可以通过学习效应、规模效应进一步放大优势。**较于积极拓展渠道的公募基金，同样具备研究能力优势的券商，战术略显保守，大部分仍是闭环发展，以自身客户体系为主，然而券商客户规模相较于银行以及互联网平台，不可同日而语，若失去银行以及互联网平台渠道，未来发展势必受限。

图表 16：2021 年 1 月各类 APP 月活规模（万人）



资料来源: Questmobile

美国成功投顾业务发展模式分析

- 美国的基金投顾业务起步较早。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极度成熟。
- 根据ICI2020年发布的《美国投资公司发展报告》,在通过401k、403b、IRA等退休计划之外渠道投资共同基金的家庭中,有50%的家庭通过投资顾问购买基金,其中选择独立财务顾问的家庭占比最高,达到了28%。与之相对,通过直销渠道购买基金的家庭仅占到32%。由此可以看出,投资顾问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 17: 养老金计划之外, 50%的家庭通过投资顾问购买基金

美国家庭投资者购买共同基金的渠道	各渠道选择的家庭数量比重
养老金计划之外	
1、专业投资顾问	50%
其中: 综合服务经纪商	26%
独立财务顾问	28%
银行客户经理	21%
保险代理人	9%
会计	7%
2、直接从市场购买	32%
其中: 直接通过共同基金购买	19%
折扣经纪商	21%

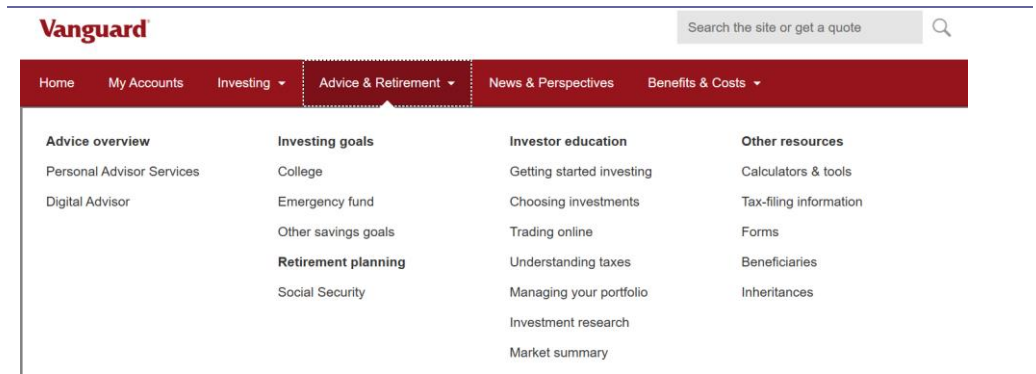
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

- 投顾业务在美国衍生出了很多模式各异成功案例,但总体来看,都是在“投”与“顾”之间的平衡,我们仅选取三家类型较为不同的投顾机构进行分析。

Vanguard——专业致胜,以“投”为抓手

- Vanguard的成就:** Vanguard在资管领域已经是行业龙头,截至2020年1月,公司在管规模6.2万亿美元;同时Vanguard在投顾服务方面也相当成功;先锋基金依托庞大的共同基金库,向投资者提供各种类型的个性化服务。较为成功的是以FOF形式为代表特殊场景策略(例如退休计划、教育等),以及线上投顾(Vanguard Personal Advisor Services)。

图表 18: Vanguard 业务线



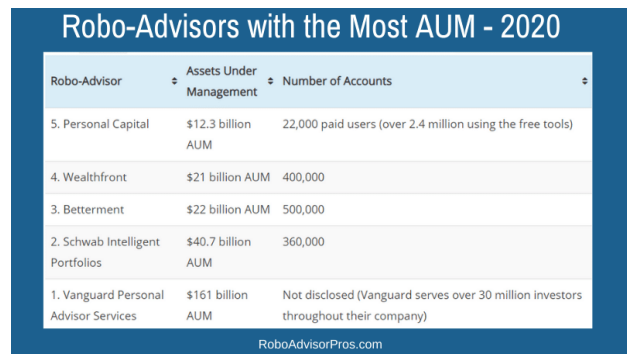
资料来源: Vanguard 官网, 太平洋证券整理

图表 19: Vanguard 目标退休基金

大致退休年龄	基金	规模(亿美元)
45	VanguardTargetRetirement2065	1.06
40	VanguardTargetRetirement2060	27
35	VanguardTargetRetirement2055	69
30	VanguardTargetRetirement2050	152
25	VanguardTargetRetirement2045	225
20	VanguardTargetRetirement2040	245
15	VanguardTargetRetirement2035	323
10	VanguardTargetRetirement2030	336
5	VanguardTargetRetirement2025	399
0	VanguardTargetRetirement2020	325
	VanguardTargetRetirementIncome	167

资料来源: Vanguard, 太平洋证券整理

图表 20: 智能投顾管理规模排名(2019Q2, 十亿美元)



Robo-Advisor	Assets Under Management	Number of Accounts
5. Personal Capital	\$12.3 billion AUM	22,000 paid users (over 2.4 million using the free tools)
4. Wealthfront	\$21 billion AUM	400,000
3. Betterment	\$22 billion AUM	500,000
2. Schwab Intelligent Portfolios	\$40.7 billion AUM	360,000
1. Vanguard Personal Advisor Services	\$161 billion AUM	Not disclosed (Vanguard serves over 30 million investors throughout their company)

RoboAdvisorPros.com

资料来源: statista, 太平洋证券整理

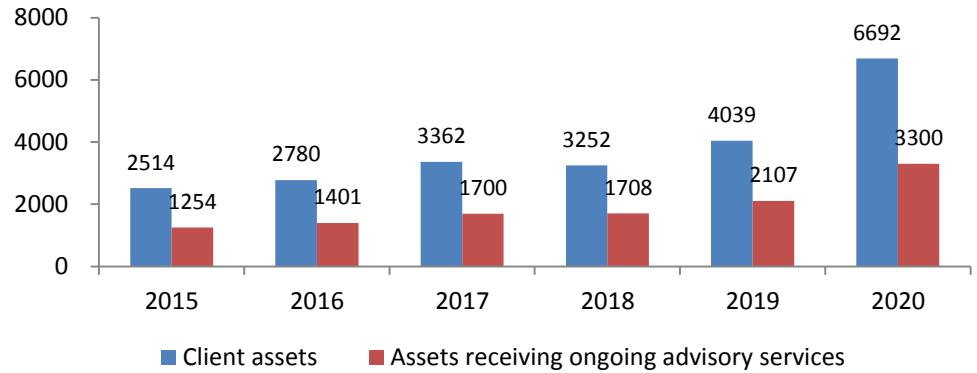
- Vanguard 在渠道不占优的情况，投顾业务还能取得如此成绩，我们认为有两个重要的原因：**一是 Vanguard 在指数基金领域的绝对专业。**风险分散化、费用低、表现优异且稳定的特色，使指数基金在资产配置中充当着底层资产的角色。Vanguard 正是凭借者指数基金产品，坐上了全球资产管理公司龙头，在先锋基金 6.2 万的管理规模中，约 4 万亿为指数型基金。**二是拥有一套成熟的资产配置模型**，Vanguard 的所有投顾服务均基于 VCMM (Vanguard Capital Markets Model) 模型展开。VCMM 由两个主要元素组成：(1) 一个全球动态模型，能够模拟各种资产类别的收益分布；(2) 一系列资产配置工具，可以为投资者在寻求合理的组合构建方案的过程中提供辅助。
- 小结：Vanguard 在投顾业务商的核心竞争优势就在于“投”的专业性，对基础产品的理解，成熟的资产配置理念。

Charles Schwab——传统投“顾”的集大成者

- Charles Schwab 的成就：截至 2020 年底，公司客户总资产达到 6.69 万亿美元，过去 5

年复合增速 21.7%，接受投顾服务的客户资产 3.3 万亿美元，过去 5 年复合增速 21.4%。

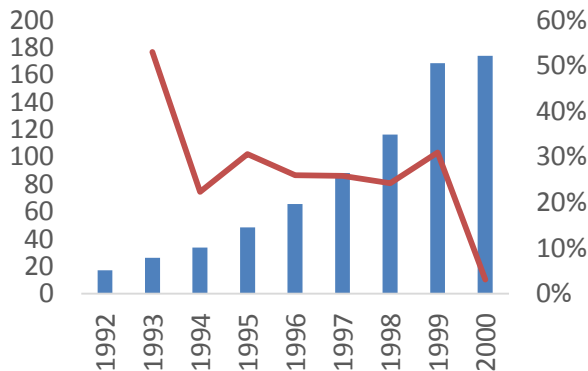
图表 21: Charles Schwab 客户资产情况 (billion)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

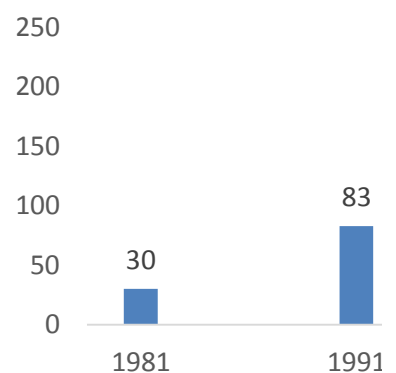
- Charles Schwab 成功秘诀之一——一以贯之“以客户资产为核心”。通过研究 Charles Schwab 的发展历程，其中经典战略举措背后都是一个逻辑“以客户资产为核心”，尤其是发展初期的两次“以价换量”策略为公司积累了大量的用户基础，为财富管理业务打下了良好的基础。1992 年取消 IRA 账户收取年费（正值 IRA 规模快速扩张），同年又推出了共同基金 Onesource（第一个没有附加费、不收交易费共同基金超市），截至 2000 年，嘉信理财共同基金 OneSource 的资产规模超过 1,000 亿美元，客户资产总规模为 8717 亿美元。

图表 22: 取消 IRA 年费当年客户资产增长 54% 账户中客户资产增长



资料来源:《嘉信公司重塑华尔街证券经纪业规则》

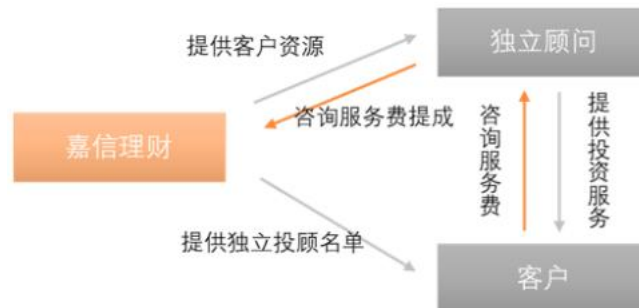
图表 23: 共同基金超市获客效果显著



资料来源:《嘉信公司重塑华尔街证券经纪业规则》

- Charles Schwab 成功秘诀之二——1995 年，嘉信理财推出“顾问资源 (Advisor Source)”项目（后升级为 Schwab advisor Network）。通过这一项目，公司不仅弥补了公司在专业 Advisor 与传统投行的劣势，而且成为了公司一个强有力的武器。2001 年，嘉信获得 5800 个投资顾问带来的 2350 亿美元的客户资产，如今嘉信服务的投资顾问公司达到 1.3 万家。

图表 24: Schwab advisor Network



资料来源：太平洋证券整理

- 小结：对于投顾业务来说，“资产是第一要义”；金融机构也要坚持创新，成功创新的收益是巨大的。

Betterment——对于“顾”的革新，享受先发优势

- **Betterment 的成就**：Betterment 成立于 2008 年，其于 2010 年正式上线智能投顾业务，是美国最早涉足智能投顾行业的公司。目前 Betterment 的智能投顾管理规模约为 220 亿美元，仅次于 Vanguard 和嘉信 SIP，排名全市场第三。
- **先发优势是公司成功的最大原因**：公司是最早的智能投顾之一，运用算法直接线上完成传统投资顾问的很多功能，诸如分散化投资，组合再平衡，税收亏损收割。而且相对传统投顾，Betterment 提供的费用更低，门槛更低。
- **在传统投顾机构进入智能投顾的同时，公司也在向传统投顾机构靠近，增加自身护城河**。随着业务的不断发展，Betterment 在最基础的智能投顾业务基础上，不断上线新的业务或服务，包括现金账户管理服务、税务筹划服务及养老金业务等。此外，Betterment 还积极切入“智能投顾+人工投顾”业务（Betterment for Advisor），通过搭建第三方个人投顾平台 Betterment Advisor Network，与独立持证投资顾问合作，为用户提供投资咨询、财务规划、养老规划等一对一咨询服务。随着业务类型的不断扩展，Betterment 的产品线布局同传统投顾机构越发相似。

图表 25：Betterment 业务线

Cash	Investing	Retirement	Learn	About	More
Cash Reserve	Investments	Planning	FAQs	Contact us	Betterment 401(k)
Checking	Tax savings	Retirement income	Article Library	Pricing	Betterment for Advisors
	Accounts	IRAs	Videos	Press	Betterment Shop
		Rollovers	Legal	Careers	

资料来源：WIND，太平洋证券整理

- 小结：新技术的应用能够孕育初新的商业模式，在金融行业里面，先发优势能够转换为规模优势，从而形成竞争力。但是从最后 Betterment 被 Vanguard 以及 Charles Schwab 反超，我们也必须看到传统金融机构的专业优势、客户优势仍不可忽视。

总结：从美国目前的基金投顾行业格局来看，并没有某类机构一统天下。这个行业足够大，不同模式的公司均有发展空间。Vanguard、Charles Schwab、Betterment 三家机构在投顾领域都是成功的商业案例。三家机构的发展路径截然不同，但相同之处便在于结果，均实现了管理规模的大度提升。因此，我们认为对于投顾机构来说，其成功的关键

因素就是通过一切方法实现管理规模的提升，例如充分利用自身的资源禀赋（投研、客户、投顾团队等等），机遇（政策、科技等），积极进行创新（包括产品或者模式）。

发展基金投顾业务的建议

- 各类机构在资源禀赋上各有优劣。我们从自身投研能力、投顾服务能力、产品获取能力和客户基础四个方面对各类参与者进行对比分析。整体来看，基金公司的优势主要在于自身投研能力，投顾服务能力、产品线和客户基础是其短板；第三方基金销售机构的优势是与全市场进行产品合作，且客户资源丰富，不过自身投研能力为其短板；券商各方面比较均衡，没有明显的短板，投研能力与投顾服务能力是其相对优势，客户基础与产品丰富度相对弱势；银行方面，庞大的客户基础和成熟的理财顾问体系是其突出优势，不过自身投研能力不强，特别是权益端，是银行的短板。

图表 26：各类机构基金投顾业务资源禀赋对比

类型	自身投研能力	投顾服务能力	产品获取能力	客户基础
基金公司	资产管理机构，自身投研能力强	新建体系，投顾团队人数少，前期以智能投顾为主	单一基金公司内部产品的数量和种类均相对有限	直销渠道自身客户积累少，客户基础相对薄弱
	★★★★★	★★	★★	★
第三方基金销售机构	销售机构，自身投研能力弱	智能投顾为主，主要通过金融 IT 技术来实现投顾业务	基本覆盖了市场上的大部分基金产品，且有较强的溢价能力	客户数量庞大，以长尾客群为主
	★	★★	★★★★★	★★★★
券商	多元化的财富管理机构，自身投研能力较强	多年证券投顾服务经验，有相对专业的团队	基本覆盖市场上的大部分基金产品，但其销售能力和议价能力略逊于	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	固收投研能力强，权益投研能力弱	多年理财顾问服务经验，团队构建成熟	产品线丰富，且溢价能力强	客户数量庞大，且有不少高净值客户群体，但多数客户的风险承受能力较低
	★★	★★★★	★★★★★	★★★★★

资料来源：太平洋证券整理

总体策略：扬长避短 基金公司

- “扬长”——升级完善资产配置能力，巩固投研优势。在前面我们指出 Vanguard 在投顾业务上的核心竞争优势就在于“投”的专业性，对基础产品的理解以及成熟的资产配置理念。这与我国当前公募基金的投研体系有一定区别，当前公募基金更重视自下而上的研究以及基金经理自身的投研水平。资产配置研究对投资理论与量化能力有较高的要求。

应当尽快扩充资产类别以及海外资产的跟踪研究以及对资产配置理念进行系统化建设，弱化单个管理人对于组合策略的影响。

- “避短”——大力发展与外部机构的合作，进行策略组合输出。除了互联网渠道，银行理财平台以及部分投研实力不足的中小券商均可以进行策略输出。
- “避短”——积极布局机构客户。相较于个人客户，机构客户开发的性价比更高。美国的投顾对象包括机构和个人客户，虽然在数量上，个人客户占比达到 9 成以上，但在规模贡献上，机构客户是主力军。

证券公司

- “扬长”——同样需要升级完善资产配置能力，巩固投研优势。应当继续加强对大类资产的研究，资产配置理论学习与吸收，缩小与基金公司差距。
- “扬长”——证券公司具备较为丰富的线下服务网络，可以利用线下渠道，提供更加个性化差异化的服务。但在客户分层以及投顾团队的能力建设以及激励制度需要进一步改革和完善。
- “避短”——应该抓住政策红利期，进行策略组合输出。相较于头部第三方代销平台以及银行来说，券商客户资源不占优势，因此也应该积极输出策略，抢占市场。

银行

- “扬长”——利用线下渠道，提供更加个性化差异化的服务。同样需要在客户分层以及投顾团队的能力建设以及激励制度需要进一步改革和完善。
- “扬长”——结合银行其他业务资质，进行金融创新。相较其他账户，银行账户拥有更多功能优势，其中最为强大的就是支付和转账，如何与传统银行账户进行结合创新，是一个可行的方向。
- “避短”——积极引进优质策略组合。银行目前投研团队不强，尤其是权益端，短期可以考虑与外部机构合作，后期有能力的大行可以考虑自建投研团队。

第三方基金销售机构

- “扬长”——利用互联网优势，在价格方面为客户争取更多的利益。
- “扬长”——利用大数据，可以在 KYC 环节挖掘客户的细分
- “扬长”——构建互联网上“顾”的服务模式创新，线上化、标准化和智能化。
- “避短”——积极引进优质策略组合。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。