

财富迁徙时代，竞逐基金浪潮

华泰研究

2021年9月08日 | 中国内地

深度研究

证券 增持 (维持)
多元金融 增持 (维持)

研究员 沈娟
SAC No. S0570514040002 shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843 +86-755-23952763

研究员 王可
SAC No. S0570521080002 wangke015604@htsc.com
SFC No. BRC044 +86-21-38476725

联系人 汪煜
SAC No. S0570120120029 wangyu017005@htsc.com

浪潮迭起，从资管格局变迁看公募基金成长机遇

财富大迁徙时代，居民可投资资产增长叠加优质资产繁荣，共同推动财富市场蓬勃发展，241万亿的居民资产规模，奠定资管赛道长坡厚雪的优质基础。资管新规以来，大资管体系竞争格局变迁，21H1末公募基金/银行理财/保险资管/券商资管规模分别为22.9/25.8/24.0/8.3万亿元，相较17年末分别+97.4%/+16.4%/+43.2%/-50.6%，公募基金增速领跑，是优异的细分赛道。未来大资管分层竞争体系酝酿，我们看好公募基金依托治理体系、渠道建设、投研能力与产品创新，把握快速成长机遇。个股推荐持有优质公募基金资产的东方证券、领跑基金销售赛道的东方财富。

观往知来，明星基金出圈推动行业马太效应加强

从龙头公司看，过去十余年公募规模冠军数次易主，易方达依托股票与混合型产品优势，21H1首次超越天弘夺魁。从竞争格局看，近年来行业竞争加剧，集中度整体有所下滑，21H1末规模CR3/CR10分别为16%/42%，保持下滑趋势，龙头公司之间也呈现显著分化态势。从产品结构看，21H1末股票型/混合型规模分别为2.1/6.0万亿元，相较19年末增长83%/185%（行业整体56%），是规模增长的重要驱动力，同时混合型基金于21H1超越债券型基金成为第二大产品。在此背景下，特色化的明星基金涌现，百亿级基金层出不穷，部分已突破千亿，基金经理“出圈”推动行业马太效应加剧。

抽丝剥茧，剖析美国头部基金公司优秀商业模式

美国拥有全球最大的基金市场，20年末总规模29.3万亿美元。完善的监管制度、丰富的产品类型、完全开放的市场格局、不断走低的管理费率（20年平均0.5%）、灵活的薪酬体系是美国基金业的核心特征。拆解优秀基金公司模式：1）富达以优秀业绩铸就影响力，国际化战略造就领先地位，优化销售模式增进客户体验，但其保守的投资策略导致其逐渐被超越。2）先锋是基金业新旗帜，经营特色鲜明，在经营上重点突出指数基金，通过特殊股东结构实现低成本运营，产品服务精耕细作。3）贝莱德是依靠外延扩张打造资本运作之王，治理机制优化构筑长期发展基因，探索金融科技赋能。

中美对比，解析中国公募基金行业未来前进方向

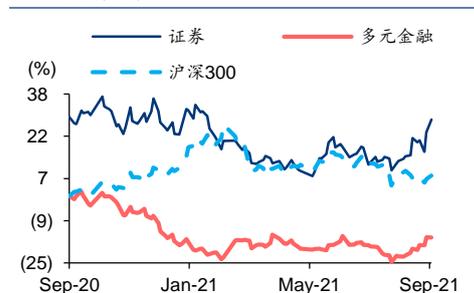
美国龙头基金公司治理机制完善、人才激励全面、考核机制长期化、产品持续创新，是竞争优势的核心保障。我国公募基金已有优秀的实践经验，首先，头部基金公司已形成多元化的股东架构，奠定优质治理体系的基础，同时构建与股东资源的联动效应。其次，建设市场化机制，推动员工持股计划，自上而下留住人才，龙头公司如易方达、南方基金股权激励计划落地，实现员工和公司利益有效统一。第三，推动管理架构创新，如“大平台+小团队”投资模式、学院式投研氛围，充分激活组织活力。最后，建立长期化、多样化、市场化的考核机制，引导长期价值投资，培育优质基金经理。

翘首展望，六大核心竞争力推动基金业突破革新

结合国内现状和美国经验以及成功案例启示，我们提出需要顺应政策和市场趋势，把握基金公司定位与战略发展方向，从治理机制、人才建设、渠道布局、产品创新、金融科技、风控体系等六大方面强化核心竞争力，进一步重塑经营模式、延伸业务链、做大体量，在百舸争流大时代下实现基金行业突破革新、引领潮流。

风险提示：政策风险、市场波动风险。

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
东方证券	600958 CH	17.94	买入
东方财富	300059 CH	40.32	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

观往知来，中国基金业发展变革与创新	5
整体变化：总量蛋糕扩容，竞争格局变革.....	5
资管格局演变，基金发展迅速.....	5
规模稳步增长，排名结构演进.....	5
集中度略下滑，竞争格局变迁.....	6
龙头公司分化，盈利差异显著.....	7
外资稳步推进，个人系具规模.....	9
专户持续压缩，前期压力缓解.....	10
分析框架：渠道、产品与客群是三大要素.....	11
渠道：多元机构竞逐，头部效应明晰.....	12
直销：用户基数相对低，依托产品力引流.....	12
代销：各类主体格局禀赋，头部效应明晰.....	13
产品：结构持续优化升级，创新产品引领发展.....	16
混合型产品快速成长，明星效应成为增长利器.....	16
公募 REITs、买方投顾等创新，驱动行业发展.....	19
客户：年轻化趋势明显，差异化定位经营.....	21
客群定位：高端营销与平台获客型，差异化定位.....	21
客户画像：年轻化是重要趋势，投顾接受度提升.....	21
他山之石，美国基金市场成熟，制度完善	25
市场概览：规模最大，监管完善.....	25
来源与流向：来源广泛，投向多元.....	27
资金来源：家庭投资者为主导，退休金独具特色.....	27
资金去向：投资类型多样化，权益投资逐年增加.....	29
发展趋势：行业集中，持续创新.....	30
总体趋势：行业集中度提升，费率下降.....	30
共同基金：紧跟市场需求，灵活调整.....	32
ETF 基金：基金市场新贵，发展迅速.....	36
估值体系：P/AUM，平均估值约 0.02x.....	37
百年征程，回眸美国基金行业历史	38
萌芽期：1924 至 1940 年，从无到有、有序发展.....	38
宏观环境：大萧条反向促发展.....	38
行业变迁：共同基金正式诞生.....	38
早期成长期：1940 至 1970 年，股市长牛促股基发展.....	39
宏观环境：股票市场长牛 30 年.....	39
行业变迁：股票基金绝对主导.....	39
快速发展期：1971 至 1980 年，熊市下货基迎大发展.....	39
宏观环境：通货膨胀+股市长熊.....	39

行业变迁：货币基金快速崛起	40
多元发展期：1981 至 2000 年，共同基金规模二十年 10 倍	41
宏观环境：利率市场化+养老金入市	41
行业变迁：股基驱动总规模快速增长	42
稳定向上期：2000 至 2020 年，多元向上全面发展	44
宏观环境：两次危机不改共同基金增长趋势	44
行业变迁：全球化、指数化、科技化并进	44
抽丝剥茧，探索老牌基金优秀模式	46
富达基金（Fidelity）：国际化战略造就老牌机构盛名	46
优秀业绩铸影响力	46
国际化铸就领先地位	46
销售模式增进客户体验	46
多董事会结构分类监管	47
保守投资策略限制发展	47
先锋基金（Vanguard）：低成本+指数基金，基金业的新旗帜	47
低成本运营独辟蹊径	47
指数基金特色鲜明	49
产品服务精耕细作	50
贝莱德（BlackRock）：外延扩张打造资本运作之王	51
资本运作实现规模扩大	52
紧跟被动投资乘势而起	52
治理机制促长期发展	53
金融科技阿拉丁系统赋能	55
中美对比，解析基金行业发展方向	57
立足行业：中国共同基金尚处起步阶段	57
细观品类：各类基金产品发展水平参差	58
聚焦机制：治理及考核机制仍待优化	59
翘首展望，六大核心竞争力推动基金业突破革新	61
重塑商业模式，打造核心竞争力	61
治理机制：精简组织架构，优化治理机制	63
探索多元股权，精简组织架构	63
引入事业部制+券商研究服务	64
坚持价值投资，参与全球竞争	65
人才建设：激发员工活力，注重团队建设	66
员工持股计划绑定股东和员工利益	66
专业的员工培训体系帮助员工快速成长	68
完善的晋升机制保证了优秀人才的有效留存	69
人才管理将是国内资管未来发展的关键	69
渠道布局：零售机构协同，布局多层次渠道	69

零售端：多元理财需求催生，公募基金具较强优势.....	69
机构端：资金分层效应显著，增量资金加速流入.....	71
产品创新：多元布局拓空间，费率优化迎发展.....	73
打造明星产品，“出圈”推动规模增长.....	73
“养老金+公募”助力 FOF 基金前行.....	73
参与科创板投资，分享资本市场红利.....	74
工具化、被动、量化投资产品发展.....	74
货币基金模式创新.....	75
FICC 与 CTA 基金.....	75
创新费率产品，让利基民，重获信任.....	76
金融科技：赋能业务发展，提升运营效能.....	77
金融科技赋能业务流程.....	78
金融科技助力风险控制.....	78
风控体系：业务拓展奠基石，长远发展生命线.....	79
历史沉淀风控意识突出，打造完善风控体系.....	79
风控能力助力持续平稳发展.....	80
重点推荐标的.....	80
风险提示.....	80

观往知来，中国基金业发展变革与创新

整体变化：总量蛋糕扩容，竞争格局变革

资管格局演变，基金发展迅速

资管新规以来，资管行业格局出现重大变化，公募基金发展迅速。银行理财方面，新老产品平稳过渡，非保本理财规模基本平稳，在 20 万亿元~23 万亿元的区间内小幅震荡，21H1 末银行理财规模达 25.8 万亿元。由于资管新规禁止多层嵌套及通道业务，券商资管、信托、基金公司专户业务等规模下降明显，2020 年 9 月末较 2017 年末分别下降 51%、21%、45%。公募基金、私募基金由于市场景气度提升，同一区间规模均实现较快增长，分别增长 97.4%、70.3%，其中公募基金是整个大资管行业内增速最快的细分赛道。不考虑交叉持有因素，21H1 末大资管行业规模 128 万亿元，相较 2017 年末增长 8.1%。

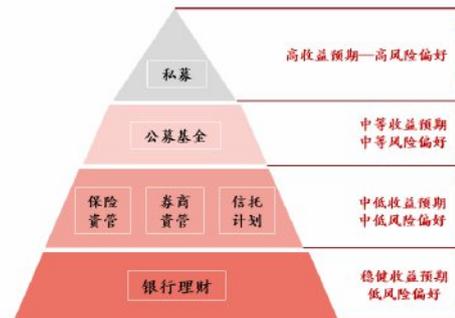
大资管分层竞争体系酝酿形成，形成良性可持续发展格局。监管统一规范下，对接各等级风险偏好的资金需求，将形成以银行理财子公司、公募基金、券商资管、保险资管、信托、私募基金为主导的分层次资管大格局，规范运作、拥有成熟体系资管行业新生态正在酝酿形成。

图表1：2017 年末-2021 年 6 月末各类资管产品规模变化

资管产品种类	规模（万亿元）		变化
	2017年12月	2021年6月	
信托资产余额	26.3	20.6	-21.4%
银行非保本理财余额	22.2	25.8	16.4%
公募基金	11.6	22.9	97.4%
私募基金	11.1	18.9	70.3%
券商资管	16.9	8.3	-50.6%
基金公司及其子公司专户业务	13.7	7.6	-44.9%
保险资管余额	16.8	24.0	43.2%
期货资管	0.3	0.3	7.2%
合计	118.7	128.4	8.1%

注：21H1 末银行理财采用全口径；保险资管余额为保险业总资产规模
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：大资管分层竞争体系



资料来源：Wind，华泰研究

规模稳步增长，排名结构演进

得益于权益市场景气度提升，叠加居民财富由地产至金融资产的迁徙周期，2019-21H1 公募基金总规模增长迅速。追溯公募基金发展历史，其规模变化呈现脉冲式地突破、积累与消化模式。2001 年开放式基金开始出现，2004 年前处于推广期，随后凭借 2005 年到 2007 年的牛市规模激增。2008-2013 年间，随着金融危机、经济下滑、股市大幅下跌，出现回落。2014 年后基金规模再次出现大幅增长，2015 年后公募基金规模继续保持增长但边际增速有所下滑，2018 年以来保持相对平稳。2019 年来，得益于权益市场景气度提升，叠加居民财富由地产至金融资产的迁徙周期，2019-21H1 公募基金总规模增长迅速。2019、2020 年公募基金规模同比增速分别为 14%、36%，截至 21H1 末，规模达 23 万亿元，较年初增长 15%，延续高速增长态势。

图表3：公募基金总规模与同比增速


注：21H1 为较年初增长速度
资料来源：Wind，华泰研究

回顾过去十余年公募基金行业位次演变，规模冠军多次易主，21H1 易方达首次超越天弘夺魁。2005 年至 21H1 期间，公募基金行业内部发生较大演变，头部公司排名虽整体稳健变动频繁，总管理规模的冠军也多次易主，2007-2013 年华夏依托指数型基金优势、2014-2020 天弘依靠余额宝货币基金异军突起，总管理规模排名第一。易方达基于股票型、混合型基金固有优势，叠加多产品条线共同发力，于 21H1 总规模超越天弘基金夺魁。

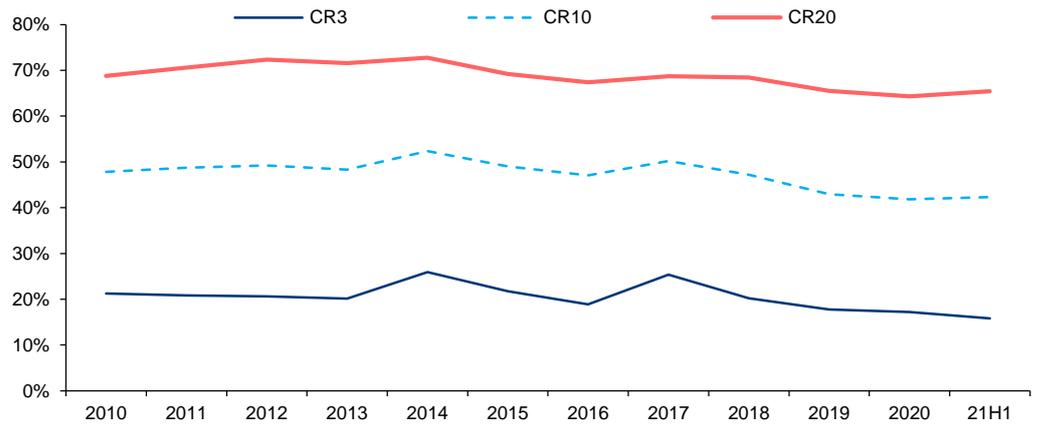
图表4：公募基金总管理规模排名变迁

排名	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	21H1
1	南方	嘉实	华夏	天弘	易方达												
2	华夏	华夏	博时	嘉实	易方达	嘉实	嘉实	易方达	天弘	华夏	华夏	工银	易方达	易方达	易方达	易方达	天弘
3	华安	南方	嘉实	博时	嘉实	易方达	易方达	嘉实	嘉实	工银	易方达	易方达	工银	建信	博时	汇添富	广发
4	博时	易方达	南方	南方	博时	博时	南方	南方	易方达	嘉实	工银	华夏	建信	工银	南方	南方	南方
5	易方达	博时	易方达	易方达	南方	南方	博时	博时	南方	易方达	嘉实	南方	博时	博时	工银	华夏	汇添富
6	嘉实	广发	大成	工银	广发	广发	广发	广发	中银	南方	南方	建信	南方	南方	建信	广发	华夏
7	招商	大成	广发	大成	大成	大成	华安	工银	广发	中银	广发	博时	招商	汇添富	汇添富	嘉实	博时
8	海富通	银华	华安	华安	华安	银华	大成	中银	工银	广发	建信	招商	华夏	广发	华夏	博时	嘉实
9	大成	景顺	景顺	广发	交银	华安	工银	大成	博时	建信	中银	中银	中银	华夏	嘉实	富国	富国
10	华宝	工银	上投	银华	银华	富国	银华	建信	华安	招商	汇添富	嘉实	嘉实	嘉实	广发	工银	工银

资料来源：Wind，华泰研究

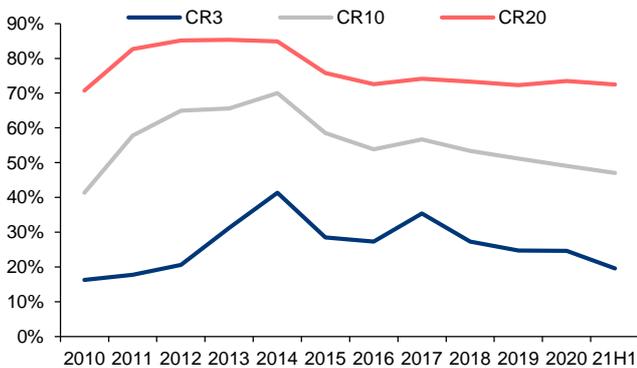
集中度略下滑，竞争格局变迁

从行业集中度看，近年来集中度整体有所下滑，行业竞争加剧，竞争格局并不稳定。近几年基金市场集中度有所下滑。2008-2014 年公募基金行业处于徘徊期，基金公司之间竞争与博弈开始出现白热化态势，行业集中度稳中有降。2014 年后由于货币市场基金的机构投资者现金管理作用凸显，货币市场基金尤其是天弘基金大量销售，叠加基金公司主动管理能力差异分化，资管行业马太效应出现端倪，行业集中度开始出现回升迹象。但 2017 年以来，受宏观环境影响，行业集中度呈现下滑趋势，2019 年底，CR3 和 CR10 的份额分别达 18% 和 43%。至 2021 年 6 月底，CR3 和 CR10 的份额分别达 16% 和 42%，CR3 与 CR10 的下滑表明行业竞争呈现加剧态势。

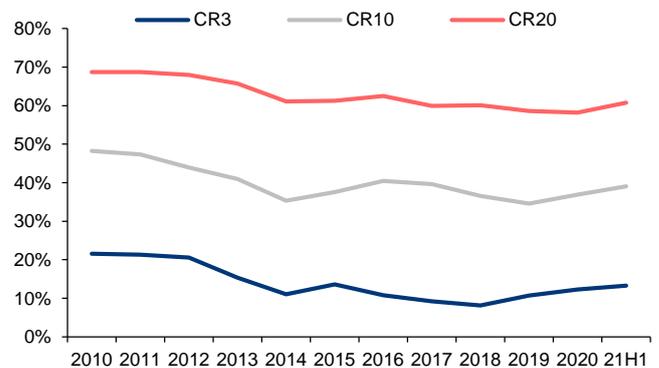
图表5：公募基金行业集中度变化


资料来源：Wind，华泰研究

货币型基金在监管收紧下集中度显著下降，而非货币型基金集中度稳步抬升。2012 年来，得益于货币基金的免税机制、相对较高的回报率、较强的安全性等优点，机构和个人投资者共同推动货币型基金规模快速成长，货币型基金 CR3 持续走高，从 2011 年的 18% 上升至 2014 年的高点 41%。2017 年来货币基金遭遇严监管，流动性新规中对货币基金资产投向、剩余期限、估值方法与风险准备金等做出限制性规定；监管对市场上规模最大的货币基金余额宝的限制政策也逐渐升级，货币基金增速放缓，集中度也有所调整，21H1 末 CR3 仅为 20%。对比而言，非货币型基金集中度稳步抬升。21H1 末 CR3/CR10/CR20 分别为 13%/39%/61%，相较 2018 年末有显著抬升。其中股票型、混合型基金集中度更高，21H1 末 CR3/CR10/CR20 分别为 18%/54%/77%、14%/40%/67%，系明星效应较强推动规模头部化趋势明显。

图表6：货币型基金集中度变化


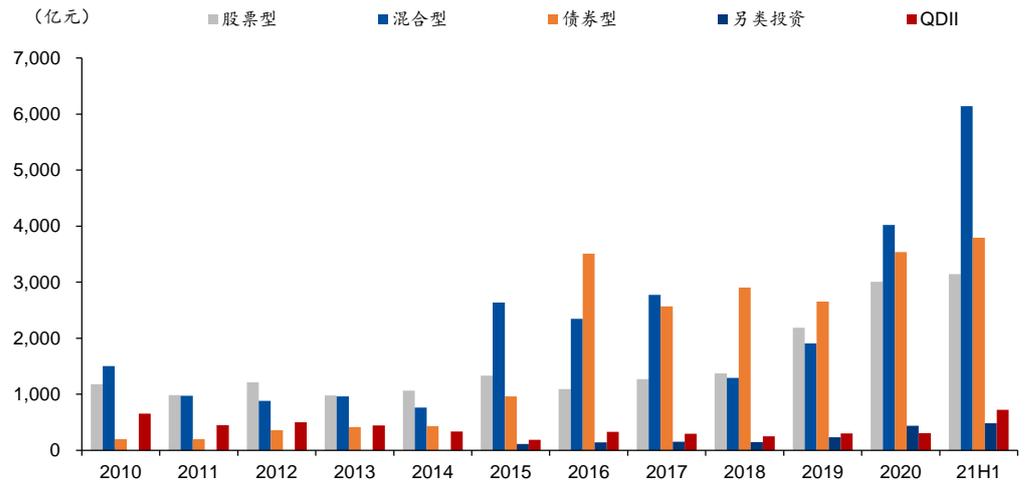
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：非货币型基金集中度变化


资料来源：Wind，华泰研究

龙头公司分化，盈利差异显著

从前 10 名内部结构看，在混合型、股票型产品线的分化在近年来显著加强。从龙头公司产品线比较看，股票型、混合型规模差距在不断拉大，而债券型保持相对稳定，体现出龙头公司间的经营策略分化显著。我们以特定产品线规模排名前 5 的公司与排名前 6-10 的公司的规模总和的差值来衡量头部公司之间的经营策略差异，可以发现非货币基金中，混合型与股票型规模差距在 2016-21H1 期间显著拉开，尤其是混合型基金，其差距从 2018 年末的 1294 亿元提升至 6142 亿元，股票型基金从 2016 年末的 1092 亿元提升至 21H1 末的 3143 亿元。债券型基金间的规模差距虽有所提升，但过去几年规模基本保持稳健。另类投资、QDII 也体现出差距拉大的态势，但规模整体还相对较小。

图表8：公募基金不同产品线前5名规模与前6-10名规模差值


资料来源：Wind，华泰研究

基金公司营收与利润表现差异较为显著，头部基金公司具备较强的盈利能力，为证券公司贡献较高比例利润。从头部基金公司财务数据看，其具备较强的盈利能力，但行业内部差异较为显著。2021年上半年，管理规模排名第一的易方达营业收入为68亿元，净利润18亿元；而其他龙头基金公司营收区间处于20-50亿元，归母净利润处于8-15亿元的区间，头部效应明晰。从基金公司为证券公司利润贡献来看，长城证券因持有景顺长城基金、大成基金股权，21H1基金公司利润贡献达45.8%，为同业最高。其他公司如兴业证券/东方证券/广发证券，旗下基金业务利润贡献比例分别为28.8%/20.6%/18.9%。

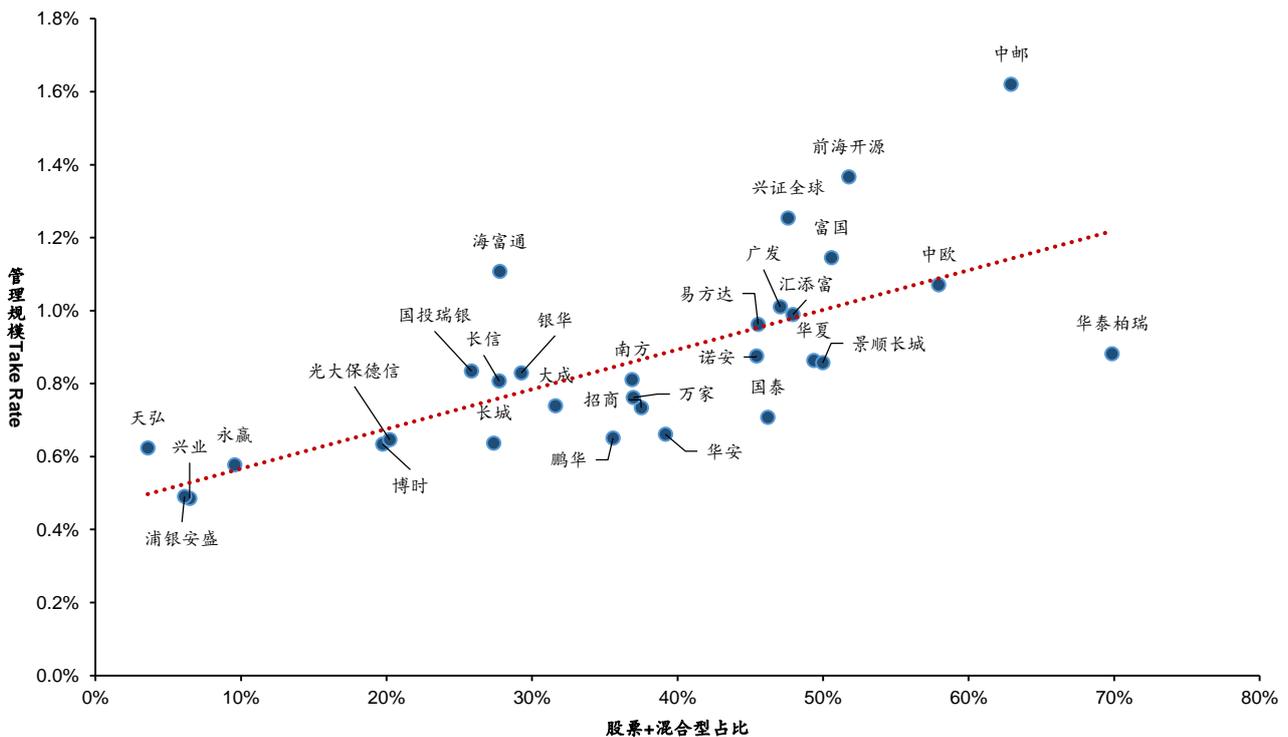
图表9：公募基金21H1经营表现与为证券公司的业绩贡献

公司		持股比例	基金公司财务数据 (亿元)				证券公司财务数据 (亿元)		基金公司对证券公司贡献 (基金公司合并计算)			
证券公司	基金公司		AUM (21H1末)		营业收入		21H1营业收入	21H1净利润	考虑股比后对集团营收贡献	考虑股比后对集团利润贡献	考虑股比后对集团营收贡献	考虑股比后对集团利润贡献
广发证券	易方达基金	23%	15,269	10,328	68	18	180	59	8.5%	7.1%	22.1%	18.9%
广发证券	广发基金	55%	10,471	6,042	45	13	180	59	13.6%	11.8%		
东方证券	汇添富基金	35%	9,491	6,121	46	16	133	27	12.3%	20.6%	12.3%	20.6%
中信证券	华夏基金	62%	9,372	5,869	37	10	377	122	6.0%	5.3%	6.0%	5.3%
招商证券	招商基金	45%	5,753	4,276	23	8	143	57	7.1%	6.1%		
招商证券	博时基金	49%	8,951	4,268	28	8	143	57	9.4%	6.9%	16.6%	13.0%
海通证券	富国基金	28%	7,898	5,509	40	12	235	82	4.7%	4.2%		
海通证券	海富通基金	51%	1,295	820	6	2	235	82	1.4%	1.1%	6.1%	5.3%
华泰证券	南方基金	41%	9,834	5,325	35	9	182	78	7.8%	4.6%		
华泰证券	华泰柏瑞基金	49%	2,141	1,441	7	2	182	78	1.9%	1.3%	9.7%	5.9%
国泰君安	华安基金	28%	5,163	2,885	17	5	219	80	2.2%	1.6%	2.2%	1.6%
国信证券	鹏华基金	50%	6,912	3,403	22	6	103	48	10.7%	6.4%	10.7%	6.4%
兴业证券	兴证全球基金	51%	5,280	3,053	39	14	101	24	19.7%	28.8%	19.7%	28.8%
西南证券	银华基金	44%	5,297	2,336	20	5	20	7	45.7%	31.6%	45.7%	31.6%
长城证券	景顺长城基金	49%	4,796	3,054	21	7	37	9	28.5%	41.2%		
长城证券	长城基金	47%	1,791	793	5	1	37	9	6.5%	4.5%	35.0%	45.8%
光大证券	大成基金	25%	1,791	1,423	8	2	80	23	2.4%	1.9%		
光大证券	光大保德信基金	55%	961	735	3	1	80	23	2.3%	2.1%	4.7%	4.0%
中泰证券	万家基金	49%	2,181	1,231	8	2	58	17	6.8%	4.8%	6.8%	4.8%
长江证券	长信基金	45%	1,091	585	4	1	43	14	4.3%	3.2%	4.3%	3.2%
西部证券	西部利得基金	51%	680	370	2	0	32	7	2.7%	1.2%	2.7%	1.2%
申万宏源	中万爱信基金	67%	664	539	3	1	161	45	1.4%	1.1%	1.4%	1.1%
中金公司	中金基金	100%	680	388	1	0	145	50	0.8%	0.2%	0.8%	0.2%
东北证券	东方基金	58%	465	397	3	0	29	7	5.9%	3.9%	5.9%	3.9%
国元证券	长盛基金	41%	488	321	2	0	23	8	4.1%	2.0%	4.1%	2.0%
财通证券	财通基金	40%	382	302	3	1	32	10	3.3%	2.6%	3.3%	2.6%
浙商证券	浙商基金	25%	330	261	1	0	71	9	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
东吴证券	东吴基金	70%	262	161	1	0	41	17	1.9%	0.6%	1.9%	0.6%
中信建投	中信建投基金	75%	367	218	-1	-1	123	45	-0.4%	-1.6%	-0.4%	-1.6%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

不同基金公司间的创收能力差距核心是产品结构的布局战略差异。我们以基金管理资产 Take Rate=基金公司当年营收/年初年末管理资产规模，衡量基金公司的创收能力；以股票+混合型基金产品规模占比，衡量基金公司产品布局差异。我们选取 2020 年营业收入排名前 30 名的基金公司进行回归分析，其呈现较为显著的正相关性。我们认为，不同基金公司间的创收能力差距核心是产品结构的布局战略差异，股票+混合型基金占比较高的公司，其盈利能力相对较强，但从另一个角度看，股票+混合型产品头部效应更为显著，基金公司规模扩张的成本相对较高，较为依赖于明星产品的打造。

图表10：前 30 大公募基金管理规模 Take Rate 与股票+混合型基金占比

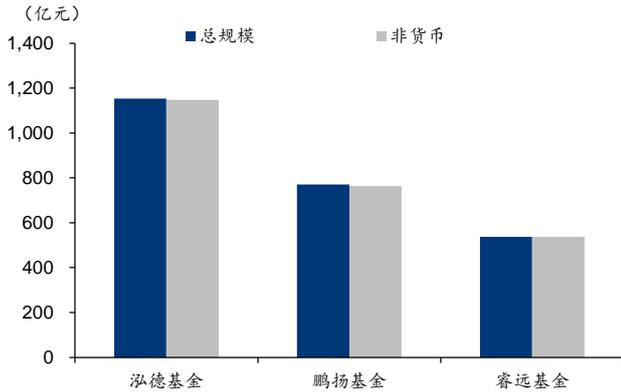


注：管理规模 Take Rate=2020 年营业收入/2020 年初年末平均管理规模；股票+混合型基金占比采用 2020 年末数据
 资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

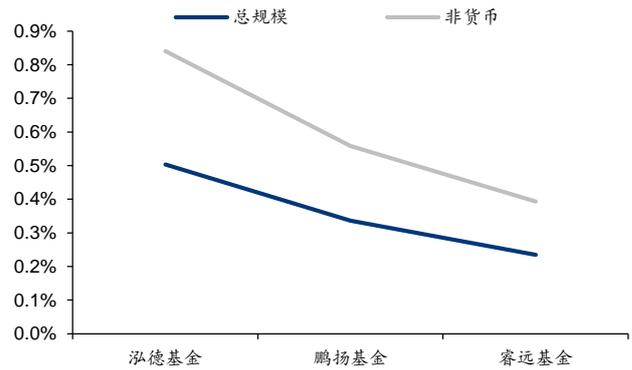
外资稳步推进，个人系具规模

外资全资基金公司稳步推进，行业将迈入与高端竞技新阶段。2020 年 8 月，贝莱德于 4 月提交的公募基金申请正式获批（注册资本 3 亿元），成为首家外资全资控股基金公司。2021 年 7 月，贝莱德上报首支公募基金产品贝莱德中国新视野混合型基金。2021 年 8 月 5 日，富达基金管理有限公司获批设立，是继贝莱德后第二家获批的外资独资公募（注册资本 3000 万美元，由富达国际通过旗下富达亚洲控股私人有限公司 100% 控股）。此外，还有路博迈基金、范达基金、施罗德基金、联博基金等外资公募正在审批。政策背景上，2020 年证监会已正式取消证券公司、基金公司的外资股比限制，未来外资机构摆脱过去因表决权有限而对经营管控程度较低的影响，或将尝试把全球的投研体系、投资理念和程序引入国内，投入更大资源开拓市场，行业将迈入与高端竞技新阶段。

目前国内个人系公募已逾 20 家，其中弘德、鹏扬、睿远等已初具规模并建立市场影响力。过去国内个人系公募持续扩容，目前已逾 20 家，部分个人系公募具备较强的投研能力、突出的特色产品和优异的公司治理，规模快速成长，如 21H1 末弘德、鹏扬、睿远总规模分别为 1154/770/537 亿元，市占率分别达 0.5%/0.3%/0.2%，其中非货币基金规模分别为 1148/763/537 亿元，市占率分别达 0.8%/0.6%/0.4%，目前已初具市场影响力。

图表11: 泓德、鹏扬、睿远总规模与非货币基金规模 (21H1 末)


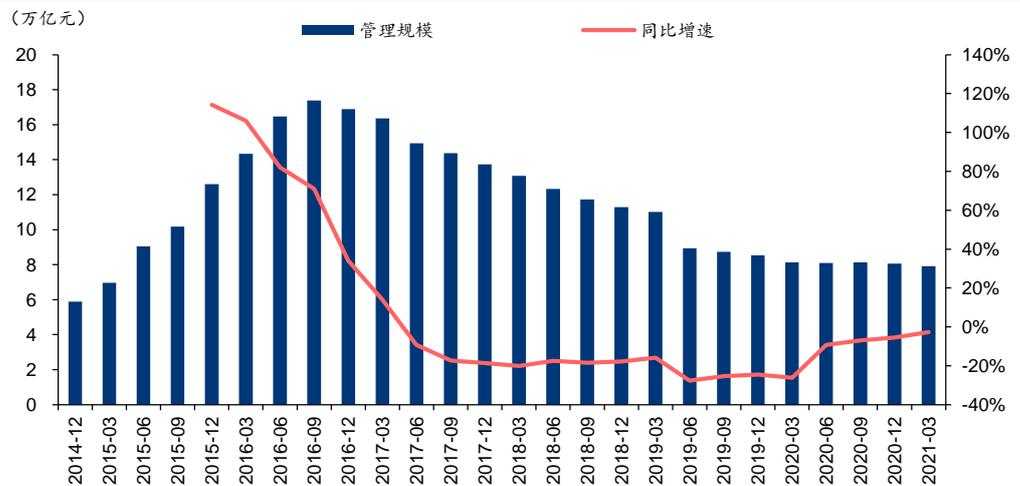
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 泓德、鹏扬、睿远总规模与非货币基金市占率


资料来源: Wind, 华泰研究

专户持续压缩, 前期压力缓解

基金专户业务持续压缩, 但下降速度边际放缓, 前期压力逐渐弱化。基金专户以承接委外做主动管理为主, 在 2015 年缺乏优质投资标的的资产荒背景下, 公募基金凭借专业投研能力、透明产品结构等能为机构投资者提供稳健投资选择, 机构委外资金通过定制公募基金流向公募基金, 进而促成基金专户规模迅速做大, 至 2016 年 3 季度末, 规模达到历史最高值 17.4 万亿, 私募业务规模增长与银行资管业务规模扩大及其委外投资规模增加有紧密联系。2016 年下半年随着对银行资管和委外投资监管趋严, 基金行业私募业务规模开始呈现下降态势。2019 年二季度以来下降速度边际放缓, 前期压力已经逐渐弱化, 截至 21Q1 末基金专户业务规模 7.9 万亿元, 同比-3%。

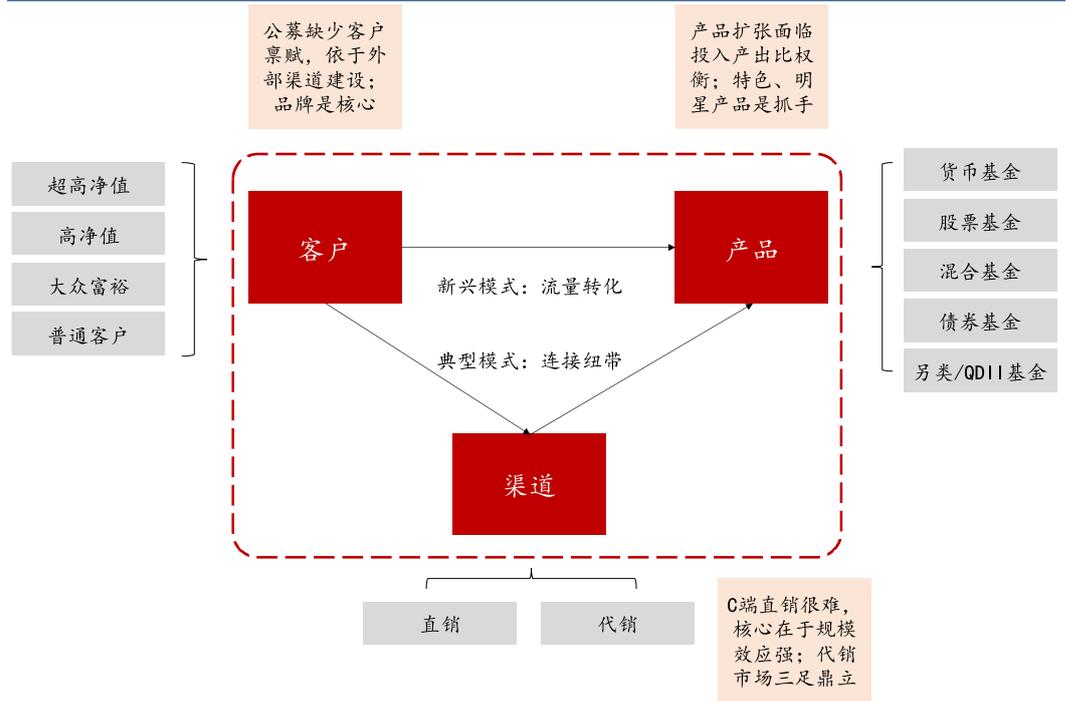
图表13: 公募基金专户业务规模及同比增速


资料来源: Wind, 华泰研究

分析框架：渠道、产品与客群是三大要素

渠道、产品与客户是基金行业的三大核心要素。首先，渠道是链接公募基金供给侧（基金产品）和需求侧（客户资产）的重要环节，考虑到公募基金在C端客户资源上较为缺乏，因此销售渠道体系的建立至关重要，其中品牌经营为重中之重。产品端布局反映公募基金的战略导向，依赖于基金及集团的禀赋、中长期资源的投向（不同类型产品的投入产出比差异较大），尤其是股票与混合型基金，投研能力、渠道投入、品牌效应缺一不可。客户端存在显著的分层效应，公募基金虽然对客户直接接触较少（买方投顾实践目前正在推行），但对客户画像、客户诉求不可不了解，唯有对客户形成充分的洞察，才能自上而下地指导产品布局与渠道战略。以上三大核心要素相辅相成，共同构建公募基金竞争力。

图表14：渠道、产品与客户是基金行业的三大核心要素

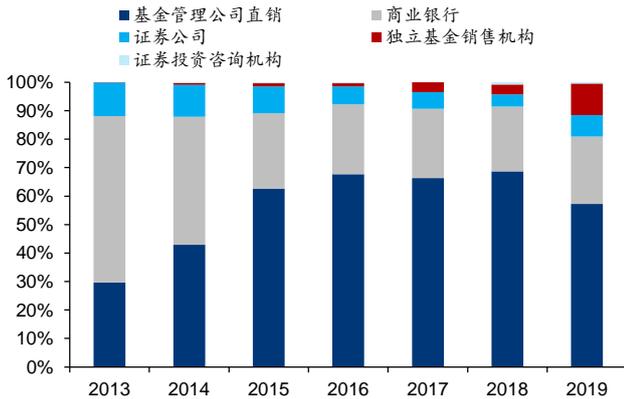


资料来源：华泰研究

渠道：多元机构竞逐，头部效应明晰

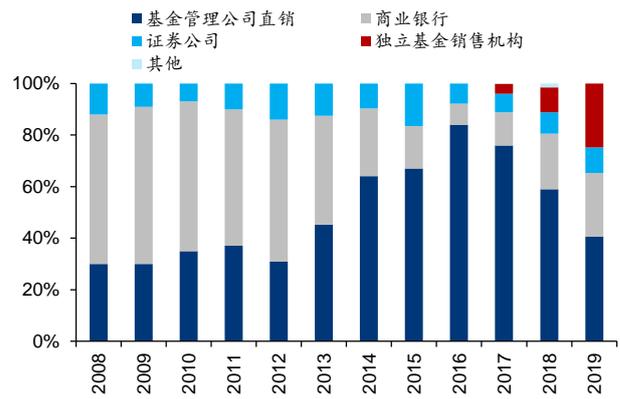
我们以基金销售为例，分析直销在销售渠道中的演变。从保有量看，基金管理公司直销依然是占比最大的渠道，2019 年末占比达 57%。从销售量看，基金直销、银行、证券公司分别占据一定的市场份额，2013 年来基金直销比例呈现显著的提升态势，系基金公司直销的货基和债基体量扩容所致，2016 年后占比逐步下滑，2019 年直销占比为 41%。此外，对比而言，独立基金销售机构自 2017 年来在销售量和保有量上呈现明显的提升态势，表明第三方网络平台作为新兴业态对传统基金销售格局产生了一定冲击。我们认为，基金直销在 B 端客户上依然具备一定优势，而 C 端客户的覆盖面和产品的选择度相对第三方平台有所差距，但我们看到特色化公司得益于优质的产品力、出色的品牌效应，能够实现客户资产的引流。

图表15：基金销售保有量份额



资料来源：基金业协会，华泰研究

图表16：基金申购各渠道占比

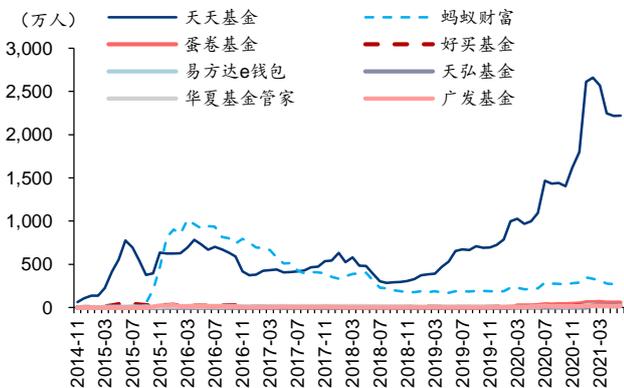


资料来源：基金业协会，华泰研究

直销：用户基数相对低，依托产品力引流

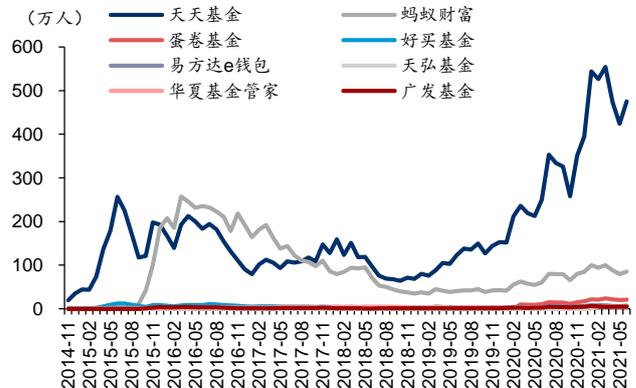
ToC 端的基金直销在业内已有实践，但受制于产品限制和前期较低的投入产出比，效果有待提升。我们认为直销渠道保有量、销量市场份额较高的核心原因是 B 端客户占主要贡献。从 C 端客户看，直销渠道往往在产品种类与客户资源上落后于代销渠道。从产品销售特征看，直销渠道一般通过公司官网或者 APP 销售，基本上只包括自家公司产品，选择相对有限，客户进行资产配置时需要在不同公司开户，便捷性有所缺失。另一方面，C 端直销渠道的布局具备较强的规模效应，前期投入大而且在客户规模数量较小的情况下投入产出比低。从头部第三方基金销售机构、头部基金公司 APP 的 MAU 和 DAU 数据对比来看，头部基金公司 APP 在用户基数上差距较大，在高额的流量成本下选择第三方代销或是成本较低的选择。但同时我们也可以观察到，部分基金公司可以依托优质的产品力，实现客户的引流。

图表17：基金销售相关 APP 的 MAU 对比



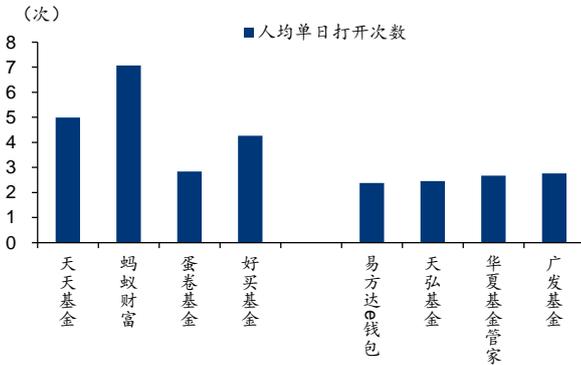
资料来源：QuestMobile，华泰研究

图表18：基金销售相关 APP 的 DAU 对比

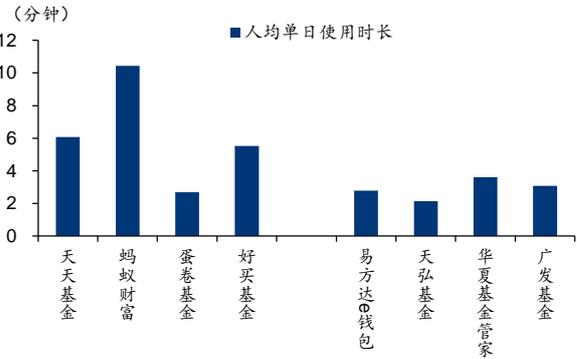


资料来源：QuestMobile，华泰研究

基金公司自有 APP 单日平均打开次数、平均使用时长较低，反映出直销渠道用户粘性相对较差。我们选取头部第三方基金销售 APP（天天基金、蚂蚁财富、蛋卷基金、好买基金），与头部基金公司自有 APP（易方达 e 钱包、天弘基金、华夏基金管家、广发基金），在 APP 人均单日打开次数、单日使用时长等方面进行对比，可以清晰地看出第三方销售渠道的用户粘性优势。平均来看，第三方渠道 APP 人均单日打开次数、使用时长分别为 4.8 次、6.2 分钟，而基金公司自有 APP 仅为 2.6 次、2.9 分钟，从侧面反映出直销渠道用户粘性相对较差。

图表19：基金销售相关 APP 的人均每日打开次数对比


注：数据为 2021 年 6 月数据
资料来源：QuestMobile, 华泰研究

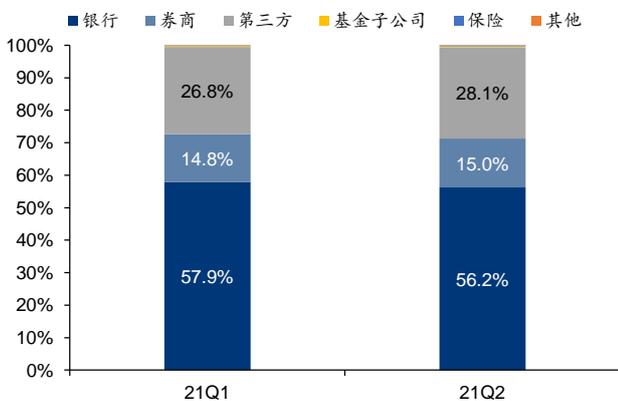
图表20：基金销售相关 APP 的人均每日使用时长对比


注：数据为 2021 年 6 月数据
资料来源：QuestMobile, 华泰研究

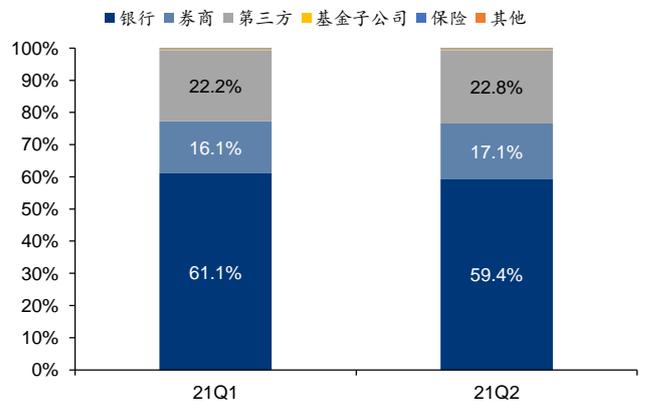
代销：各类主体格局禀赋，头部效应明晰

代销行业整体集中度提升，头部效应持续加强。根据基金业协会披露的公募基金保有量排名前 100 家名单，21Q2 末前 100 家合计保有非货币基金/股票+混合型基金分别为 7.4/6.2 万亿元，分别占全市场存量规模 53.9%/75.8%，环比分别上升 2.3pct/2.3pct，行业集中度进一步提升，非货基、股票+混合型基金销售机构的头部效应持续加强。

结构上看，第三方代销机构与券商保有量市场占有率提升。非货币基金保有量与股票+混合型基金保有量结构中，21Q2 最显著的变化是第三方代销机构、券商保有量市占率环比有所提升。21Q2 末非货基/股票+混合型基金中，第三方代销机构的保有量占比为 28.1%/22.8%，分别环比提升 1.3pct/0.6pct；券商占比分别为 15.0%/17.1%，分别环比提升 0.2pct/1.0pct；银行总量虽然占比较高但是市占率环比有所下滑。我们认为，第三方代销机构主要以互联网平台为主，通过为用户建立线上理财产品购买平台来实现流量变现。从产品维度看，第三方平台代销基金品类更为齐全，广泛对接基金产品以完善理财生态，通过流量优势和规模效应构建护城河，逐步对传统依靠银行、券商网点销售格局形成冲击。

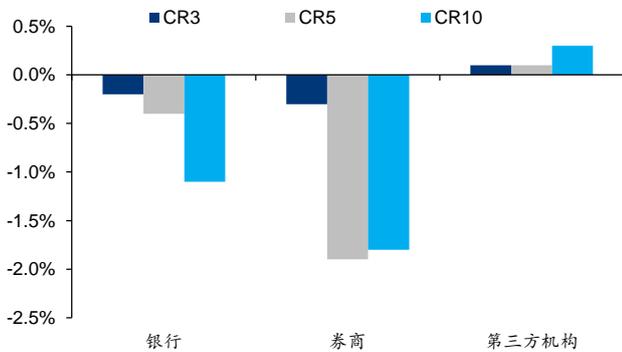
图表21：前 100 名中不同机构非货币基金规模占比


资料来源：基金业协会，华泰研究

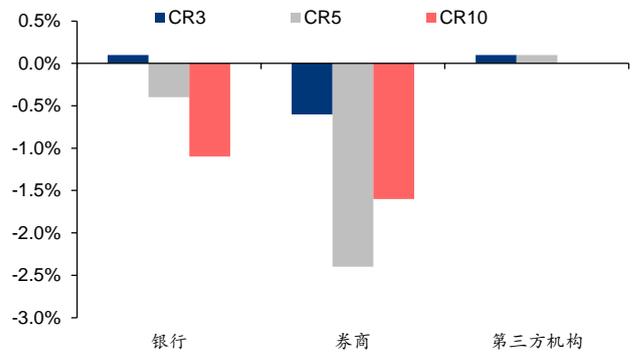
图表22：前 100 名中不同机构股票+混合型基金规模占比


资料来源：基金业协会，华泰研究

从 21Q2 各代销渠道集中度看，银行与券商均有一定程度下滑，第三方机构保持提升态势。分别从非货币基金、股票+混合型基金口径看，保有量前 100 名的公司中，银行渠道和券商渠道 CR3/CR5/CR10 有不同程度的下降，我们认为主要与数据口径调整有关。而第三方销售机构在非货币型和股票+混合型基金中集中度均有提升，我们认为主要与其商业模式呈现出更强的规模效应有关。

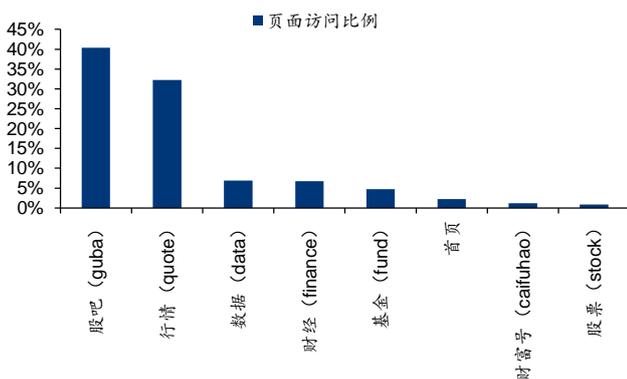
图表23： 21Q2 末非货币基金保有量集中度环比变化


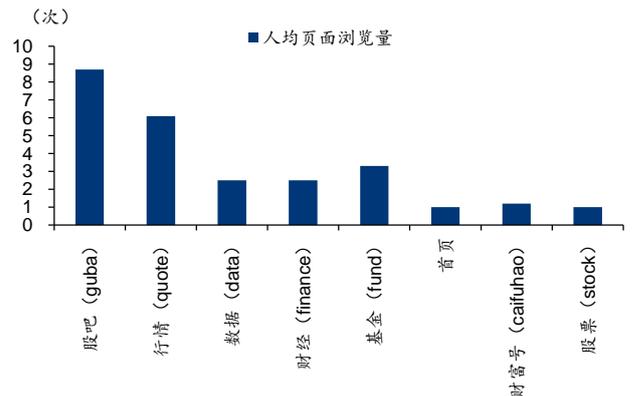
资料来源：基金业协会，华泰研究

图表24： 21Q2 末股票+混合型基金保有量集中度环比变化


资料来源：基金业协会，华泰研究

我们选取天天基金作为代销渠道典型案例，分析其流量经营逻辑。1) PC 端，从东方财富网站的流量分布观察其引流路径，股吧和行情页面是核心入口。我们观察东方财富网站各个子站点页面的访问比例，最高的为股吧和行情页面，其页面访问比例达 40.4%、32.2%，紧随其后的是数据和财经，分别占约 7%，而基金页面占比约 5%。从人均页面浏览量看，股吧和行情同样为最高，人均浏览量分别达 8.7 和 6.1 次，与访问比例不同的是基金页面排名第三，人均浏览量为 3.3 次，随后是财经和数据。从以上数据中可以大致推测，股吧和行情页面是东方财富流量的核心入口，通过引流逐步实现向基金业务的转化，而基金业务的用户同时具备较强的粘性。

图表25： 东方财富网站不同子站点页面访问比例

 注：括号内为网站前缀，数据为 2021 年 7 月数据
 资料来源：站长之家，华泰研究

图表26： 东方财富网站不同子站点人均页面浏览量

 注：括号内为网站前缀，数据为 2021 年 7 月数据
 资料来源：站长之家，华泰研究

2) 移动端，矩阵式 APP 布局相互导流，增强协同效应。东方财富目前建立矩阵式产品 APP，涵盖证券、期货、基金、港美股、社区、私募等多个领域，并通过 APP 之间的互相引流。在流程设计上，东财以用户体验为导向，在较合适的场景设计导流方式，如在东方财富 APP 首页上方、个人界面中下方等位置引导基金交易，在社区平台股吧 APP 首页同样引导基金交易。同样地，在天天基金平台设置股票开户推动基金客户向股票交易迁徙。整体来看，相互引流能够串联各个细分场景，推动客户迁徙，增强协同效应，摊薄获客成本。

图表27： 东方财富矩阵式 APP 布局相互导流


注：图2为东方财富APP界面，图3为股吧APP界面，图4为天天基金APP界面
 资料来源：东方财富、天天基金APP，华泰研究

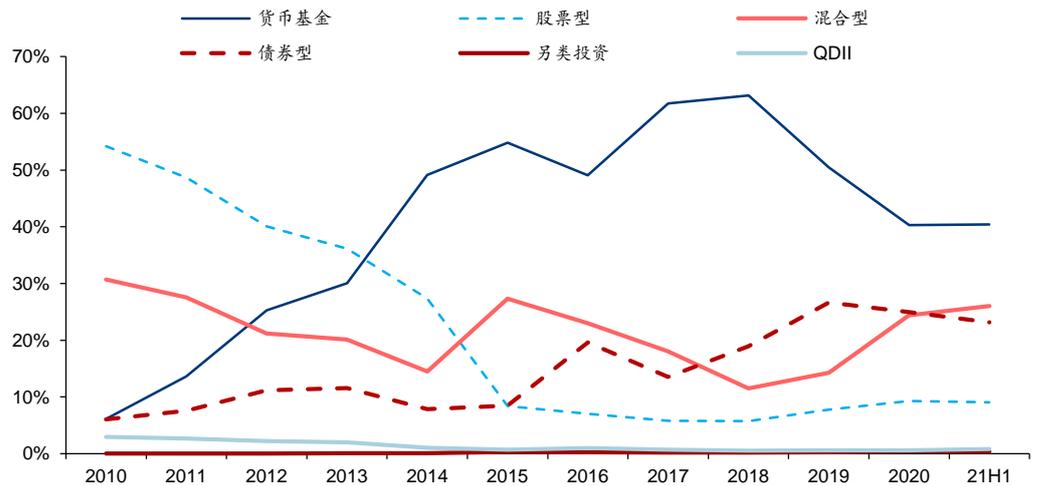
头部银行与券商降低基金申购费率，深化财富管理转型，基金代销格局面临变革。21年7月，招行与平安银行推出基金申购费率降价策略，大量基金费率降为一折，推动财富管理经营模式的升级。随后头部券商招商证券也宣布在基金代销业务进行变革，同样推出费率折扣措施。我们认为，未来财富管理业务将逐渐从卖方销售思维逐步切换到买方服务思维，以客户服务为导向，深耕存量，开垦增量，形成长期的信任和资产沉淀。而与此同时，整个基金代销行业将面临较大的变革。

产品：结构持续优化升级，创新产品引领发展

混合型产品快速成长，明星效应成为增长利器

混合型基金于 21H1 超越债券型基金成为公募市场第二大产品。2014 年来，货币型基金持续占据行业第一大规模，2017 年严监管后规模有所收缩但依然较大。而股票型基金自 2015 年后规模排名始终处于第 4。债券型、混合型基金竞争较为胶着，2015-2020 年间互有领先。21H1 混合型基金再次超越债券型基金，成为行业第二大基金类型。截至 21H1，全市场 23 万亿公募基金中，货币/混合/债券/股票型分别占比 40.4%/26.0%/23.2%/9.1%。

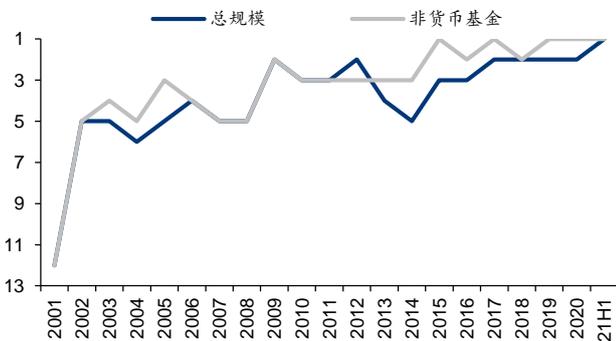
图表28： 公募基金产品结构比例变化



资料来源：Wind，华泰研究

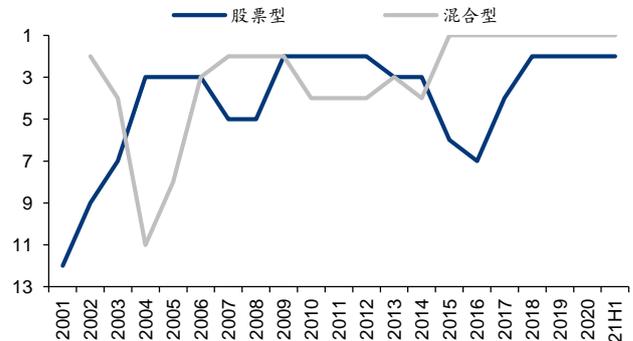
易方达依托股票型、混合型基金的优势实现快速发展。回溯成长历史，易方达基金在 21 世纪初的规模排名相对靠后，2001 年末总管理规模仅排名行业 12 名，而同期南方基金名列第 3。随后易方达于股票型基金、混合型基金等产品线发力，2004 年末股票型基金规模行业第 3，2006 年末混合型基金规模行业第 3，次年排名上升至第 2 并维持三年，共同推动其总管理规模于 2009 年超越南方，成为市场上第二大公募基金管理人。2020 年来，一方面权益市场景气度提升推动基金行业快速成长，另一方面过去货币市场型基金受到持续监管有所收缩，21H1 末易方达基金以 1.5 万亿元的管理规模，超越天弘基金成为第一大公募基金。

图表29： 易方达总管理规模、非货币规模排名（倒序）



资料来源：Wind，华泰研究

图表30： 易方达股票型、混合型基金管理规模排名（倒序）



资料来源：Wind，华泰研究

明星基金是规模增长的核心驱动力，2020-21H1 数只明星基金崛起，头部效应显著。部分头部基金公司产品条线布局全面，形成多风格、全方位、全天候的产品体系，覆盖价值型、均衡成长型、稳健收益型、积极高成长型、价值成长型等不同风格；同时也有聚焦不同行业的垂直型产品，如聚焦消费、信息产业、制造业等不同赛道的基金经理。不同产品/基金经理风格各异、定位独特，保障易方达能够在市场风格切换、行业轮动时，叠加销售体系的推动，实现标杆性/明星基金产品的规模化效应。典型的包括混合型基金易方达蓝筹精选、景顺长城新兴成长、富国天惠精选成长等明星产品。2019 末-21H1 末期间管理规模增长分别达 815、407、308 亿元；又如股票型基金华夏能源革新、广发高端制造，期间增长分别达 215、203 亿元。

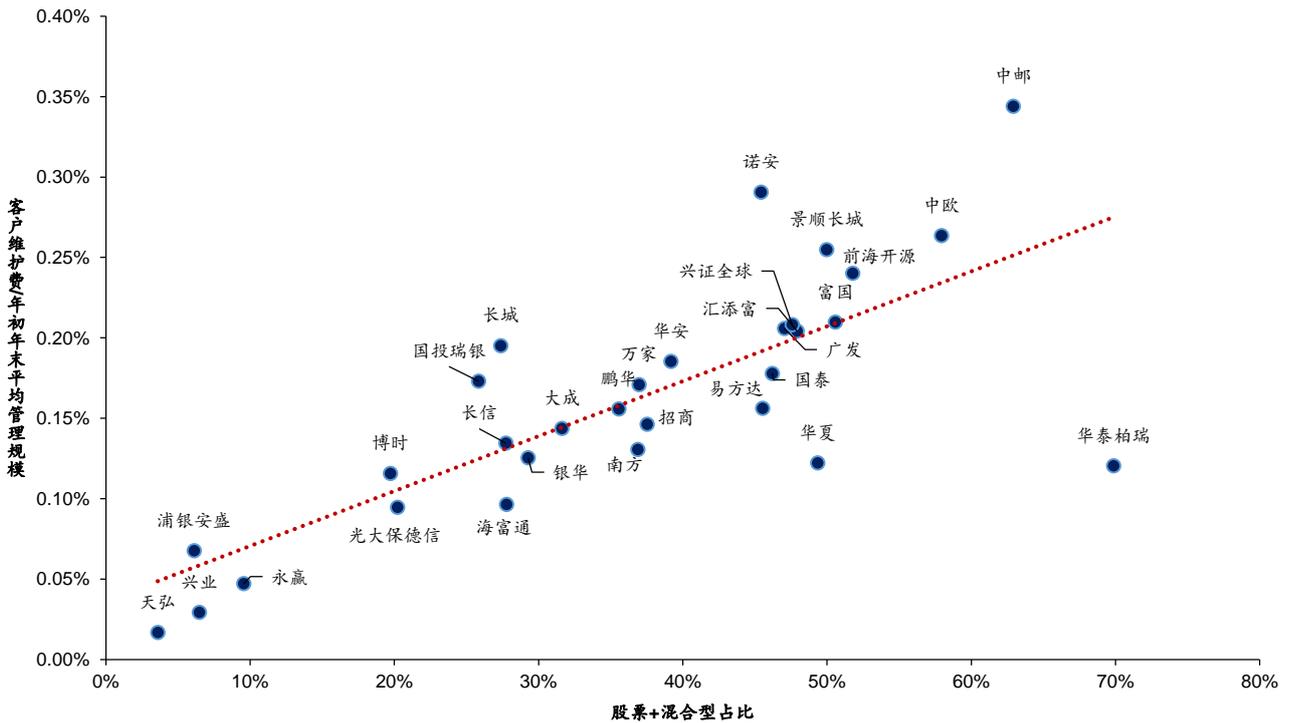
图表31： 21H1 末管理规模大于 200 亿元的非指数型股票基金与混合型基金（亿元）

基金类型	基金公司	基金产品	2019 年末-21H1		末规模增幅	2019 年回报率	2020 年回报率	21H1 回报率
			21H1 末管理规模	2019 年末管理规模				
股票型基金 (非指数型)	易方达	易方达消费行业	320.8	205.3	115.5	71.4%	72.5%	-2.3%
	华夏	华夏能源革新	224.1	9.3	214.8	50.5%	120.7%	24.9%
	中欧	中欧时代先锋	210.1	126.9	83.2	65.5%	56.5%	11.6%
	广发	广发高端制造	203.0	0.5	202.5	65.3%	133.8%	8.8%
混合型基金	易方达	易方达蓝筹精选	898.9	84.2	814.7	55.1%	95.1%	5.2%
	景顺长城	景顺长城新兴成长	582.4	175.2	407.2	72.2%	86.0%	3.6%
	富国	富国天惠精选成长	408.5	100.2	308.3	62.2%	58.6%	6.0%
	兴证全球	兴全趋势投资	384.2	167.6	216.6	42.7%	48.0%	-0.2%
	兴证全球	兴全合宜	337.8	372.6	(34.8)	36.9%	71.8%	6.3%
	睿远	睿远成长价值	330.0	106.4	223.6	0.0%	71.0%	4.9%
	兴证全球	兴全合润	320.5	56.1	264.4	62.9%	75.2%	7.6%
	招商	招商瑞智优选	288.4	266.8	21.6	5.2%	6.4%	1.6%
	易方达	易方达中小盘	287.0	186.4	100.6	65.3%	84.3%	-2.3%
	诺安	诺安成长	281.8	67.0	214.8	95.4%	39.1%	23.6%
	中欧	中欧医疗健康	262.6	20.3	242.3	75.2%	98.8%	23.5%
	广发	广发稳健增长	257.1	130.4	126.6	31.2%	27.6%	-0.1%
	银华	银华富裕主题	256.4	89.4	167.0	62.9%	87.8%	24.5%
	景顺长城	景顺长城鼎益	253.9	81.5	172.3	69.0%	93.0%	3.9%
	中欧	中欧医疗健康	242.4	30.2	212.2	75.6%	97.2%	23.0%
	广发	广发科技先锋	232.9	-	232.9	-	-	4.0%
	兴证全球	兴全新视野	222.0	95.2	126.8	42.0%	33.8%	-4.2%
	汇添富	汇添富价值精选	221.2	139.4	81.8	40.2%	47.6%	2.7%
	汇添富	汇添富消费行业	212.4	82.9	129.5	72.8%	77.5%	8.6%
	南方	南方优势产业	212.3	198.6	13.7	6.5%	4.3%	2.5%

资料来源：Wind，华泰研究

拓展股票型+混合型基金意味着更高的渠道费率，依赖于公募基金的战略投入。站在基金代销机构的视角，从基金销售产业链看，除了前端的认购、申购与赎回费用外，基金销售公司还会向基金公司收取销售服务费（基金公司为维护渠道关系），销售服务费一般是以存量基金规模的一定比例计算，比例由双方进行协商。与上文类似地，我们考察 2020 年末股票+混合型基金占比，与管理规模客户维护费率之间的关系，可以清晰地发现前 30 家基金公司的数据体现出明显的正相关关系。我们认为，股票+混合型基金的扩张，需要较高的渠道费用投入，如果无法通过明星效应迅速提升管理规模，则该策略的投入产出比未必高。对基金公司而言，选择这一策略是需要自上而下的战略投入，背后的基础是完善的治理机制。

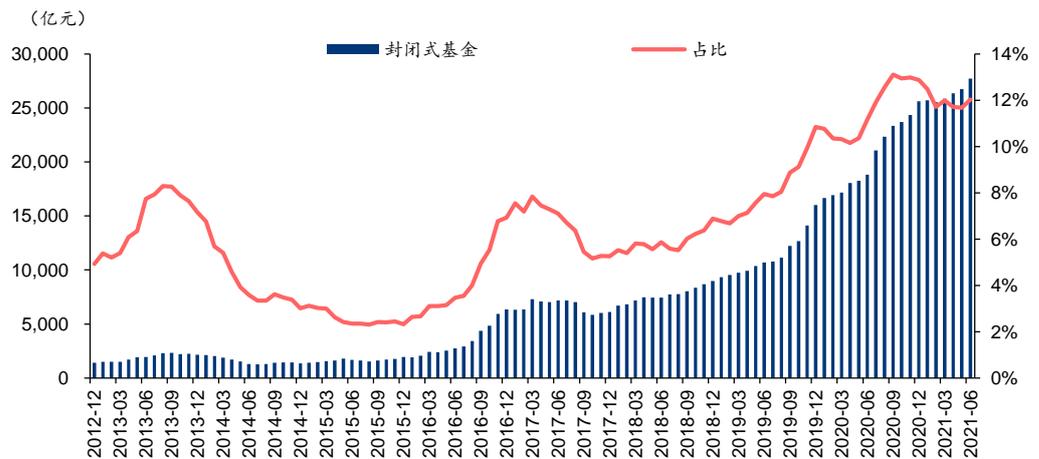
图表32：前30大公募基金管理规模客户维护费率与股票+混合型基金占比



注：管理规模客户维护费率=2020年客户维护费/2020年初年末平均管理规模；股票+混合型基金占比采用2020年末数据
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

资金较为稳定，利于长期投资理念落地，封闭式产品规模与占比持续攀升。封闭式公募基金具有一定的封闭期，在封闭期内不受投资者申购赎回的影响，份额稳定，基金经理可以从长期视角推动研究与投资决策，更有利于价值投资理念的落地。如股票配置方面可以选择基本面优质的标的，通过中长期持有来实现预期的投资回报。2012年来封闭式产品规模与占公募基金市场总规模的占比持续攀升，截至21H1封闭式基金规模2.7万亿元，占公募基金市场总规模比例达12%。

图表33：封闭式基金规模及占公募基金总规模比例



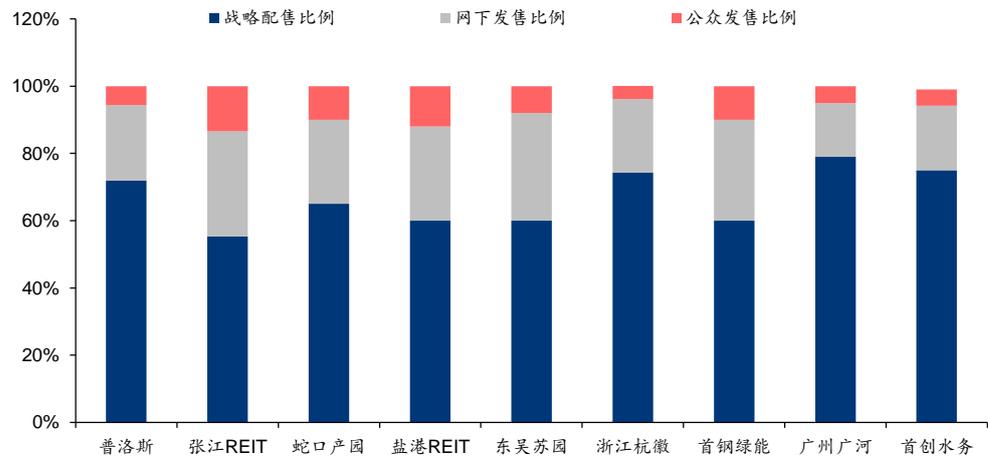
资料来源：Wind，华泰研究

公募 REITs、买方投顾等创新，驱动行业发展

兼具股债特性，收益稳定且流动性相对较低，公募 REITs 是重要的产品创新。首批 REITs 中 80% 以上基金资产投资于基础设施资产支持证券，并持有全部份额，基金通过基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权。从结构类别来看 REITs 兼具债与股的特性，REITs 收益结构由分红收益和资本利得两部分组成，其长期稳定的分红收入使其有债券的特性，底层资产价格与项目经营状况对收益产生的影响具有股票的特点。REITs 采用封闭式运作，封闭期限较长，且封闭期内不办理申购与赎回业务，上市后可通过二级市场交易，综合来看流动性相对受限。收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%，具有强制分配的特征。目前公募 REITs 项目的收益变化与股市、债市和相关行业指数相关性不高，主要依照自身的价值特点和交易情况变化，并且项目之间同步性仍然非常高。

从投资者结构看，由于 REITs 具有长久期、经营稳定及高成长性，能够匹配多元化配置的特点符合保险及机构中长期投资需求，首批公募 REITs 的投资者中券商自营及保险资金为网下认购主力。网下认购方面，共有 48 家券商自营账户参与询价，认购金额累计 292.6 亿元，基金专户产品累计认购 43.3 亿元。其中保险资金偏好仓储物流和产业园类不动产项目，普洛斯及蛇口产业园的认购量前三名均为保险资金，累计认购金额分别为 28.8 亿元与 15.7 亿元，占比 33.7% 与 19.2%；机构自营账户投资无明显偏好，对各类 REITs 的投资占比较平均，基金专户理财偏好净现金流分派率较高的收权益项目，主要参与认购公路、市政设施类项目。公众发售份额占比在 4.8%-13.4% 之间，公众投资者偏好高现金分派率的产品，蛇口产业园的网下认购获配户数与公众获配户数均大幅领先其他 REITs 产品。

图表34：首批 REITs 投资者占比



资料来源：基金公告，华泰研究

参考海外领先公募基金经验，投资顾问为客户进行有效的价值创造，实现客户价值的深度绑定。根据先锋基金研究，优秀的投资顾问可为客户带来显著的附加值回报。典型如交易行为指导、资产配置策略、组合再平衡、成本节约型措施等，总共能够为客户带来 3% 的净收益，其中交易行为指导（克服心理弱点，典型的如频繁交易等）能够带来 150bps 的收益增厚，充分体现出专业投顾为客户带来充分的附加价值。

目前国内的买方投顾实践以智能投顾为主，能够有效覆盖长尾客群，提升供需匹配效率。从目前国内已有的买方投顾实践看，以智能投顾为主，线上化平台运作，在投资门槛上较低，最低100元即可起投，费率中枢约0.5%左右，与典型的混合型基金管理费率相近。我们认为，投顾在基金销售过程中发挥的作用是降低客户了解自身需求和搜寻对应产品的门槛，通过相对精确的匹配为客户提供价值，进而收取相应管理费用创造业务收入。对于中高端客户而言，匹配的需求更为多元，从资产的保值增值到家庭治理、生活方式的建设、医疗养老需求的补全等多个方面，差异化、多元化的需求对高素质的投资顾问提出要求。而大众客群的可投资资产规模相对较小，需求大多为标准化的需求（资产保值增值），通过培养投顾团队的模式较为重资产，规模效应不强，不符合大量且分散的客群特征，因此可以通过智能投顾有效覆盖长尾客群，提升供需匹配效率。

图表35：部分基金买方投顾产品经营特征

机构名称	投顾品牌	策略构建模式	运作平台	投资门槛	投资费用率
南方基金	司南智投	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	0.15%-0.5%
华夏基金	查理智投	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	0.15%-0.5%
中欧基金	水滴智投	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	0%-0.75%
嘉实基金	嘉贝智投、嘉实投顾、智盈慧投	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	0.30%-1.0%
易方达基金	易方达投顾	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、	1000 元	0.2%-0.5%
蚂蚁基金	帮你投	独立运作+与外部机构合作	自家 APP	800 元	0.50%
腾安基金	一起投	外部引进投资策略	自家 APP	200 元-500 元	0.50%
盈米基金	且慢	独立运作+与外部机构合作	自家 APP	100 元-500 元	-
中国银河	财富星-基金管家	独立运作	自家 APP+外部合作平台（天天基金）	1000 元	0.32%-1.20%
中金公司	A+基金投顾	独立运作	自家 APP	1000 元	0.2%-1.00%
中信建投	蜻蜓管家	独立运作	自家 APP	1000 元	0.3%-1.00%
申万宏源	星基汇	独立运作	自家 APP+外部合作平台（陆基金）	1000 元-1 万	0.2%-1%
国泰君安	君享投	独立运作	自家 APP	1000 元-1 万	0.4%-1%
国联证券	基智投	独立运作	自家 APP+外部合作平台（天天基金）	1000 元	0.2%-1.2%

资料来源：各公司官网，华泰研究

客户：年轻化趋势明显，差异化定位经营

为什么关注客户？画像决定 KYC，定位决定经营战略。针对现有及潜在的客户，如何增强其留存、提升获客效率，首要的是理解客户，即通过 KYC 满足其产品需求与平台产品供给之间的匹配。对于不同客群的选择，决定其经营战略，如基金代销机构分为高端营销型和平台获客型，在投顾、产品、商业模式上具有较大的差异。

客群定位：高端营销与平台获客型，差异化定位

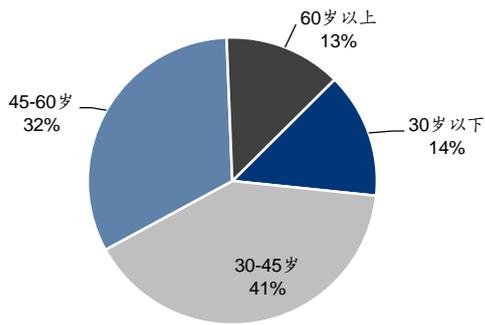
从公募基金代销模式看，客群的定位可分为高端营销型和平台获客型两类。根据代销机构客群定位的差异，基金代销机构主要有两种模式：高端营销型和平台获客型。其中：1) 高端营销型主要切入高净值客群，配套长期积淀的优质产品和高素质投资顾问，典型的如诺亚财富等，但其除公募产品外，还销售较多规模的私募产品（费率相对更高）；2) 平台获客型基于较强的客户覆盖能力，着重挖掘大量年轻的、有发展潜力的客群其理财需求，通过内部打造、外延式合作丰富产品条线，以及交互式服务培养客群粘性，提高用户留存率和复购率。由于其定位于长尾客群，较低的单客户价值决定其商业模式必然是规模化、可拓展化的，因此在经营上不侧重于投顾团队的建设，在产品上广泛对接以满足不同需求的客群，提升覆盖面，典型的如蚂蚁财富、东方财富等。

蚂蚁财富切入长尾客群，广泛对接产品，引入智能投顾完善客户服务体系。蚂蚁财富是典型的平台化财富管理公司，具备支付宝入口流量优势，依托爆款产品搭配流量渠道激活用户理财意识，充分切入长尾客群，截至 20H1 蚂蚁理财客户户均资产仅 8000 元。产品端广泛对接产品，代销公募基金产品逾 5000 只，充分满足客户差异化理财需求。从商业模式看，蚂蚁财富在客户与产品端的广泛覆盖模式决定了其无法选择精细化经营的投顾团队建设，取而代之的是基于科技赋能打造智能投顾。如基于人工智能技术的新应用智能理财助理“支小宝”，基于知识图谱、深度学习算法、自然语言处理等科技技术，为客户提供个性化理财配置策略。又如与全球最大的投资管理机构之一 Vanguard 合作，推出基金投顾试点服务“帮你投”。

诺亚财富定位高端客群，对接优质内外部产品，打造“铁三角”服务模式。诺亚财富在行业起步较早，充分把握行业发展的红利期，具备一定的先发优势。在客群端定位高端，2020 年末活跃客户数 1.95 万户，2020 年财富管理产品总交易规模 947 亿元，测算得户均交易规模 556 万元；产品端在合作伙伴方面持续发力，优质的产品供给叠加高端客群资源积累使得公司规模稳步成长；投顾端汇聚精英化团队，2020 年末投顾数量 1231 人，精英理财师占比不断提升。经营上打造“铁三角”服务模式，从单个理财师转向由关系经理、产品经理和服务专家构成，组成的具备更深度服务能力的经营单元。

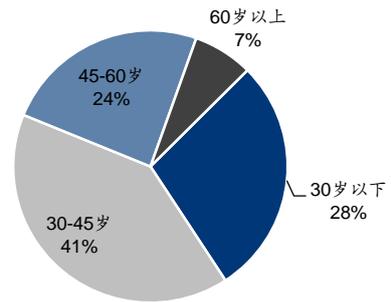
客户画像：年轻化是重要趋势，投顾接受度提升

年龄结构上，中青年投资者是市场主力，场外市场更加年轻化。基金业协会于 2021 年 3 月发布《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》，调查数据显示，2017 至 2019 年投资者年龄结构比例基本上保持一致，30-45 岁年龄段的中青年投资者占比最高。相比场内基金，场外市场年龄结构更为年轻化，30 岁以下的投资者比例为 28%，比场内市场高出 14pct。同时 60 岁以上投资者比例相比场内市场更低。

图表36: 场外自然人基金投资者年龄结构


注: 调查统计口径为 2019 年

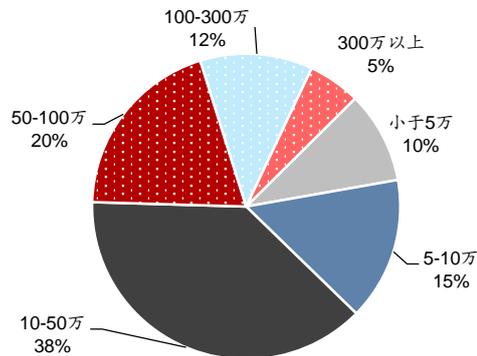
资料来源: 中基协《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》2021 年 3 月, 华泰研究

图表37: 场内自然人基金投资者年龄结构


注: 调查统计口径为 2019 年

资料来源: 中基协《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》2021 年 3 月, 华泰研究

个人投资者金融资产加速提升, 近 4 成投资者资产规模超 50 万元。2019 年, 5.5% 的基金个人投资者金融资产总规模超过 300 万元; 11.8% 的金融资产规模在 100 万到 300 万元之间, 19.7% 的金融资产规模在 50 万到 100 万元之间的占 19.7%, 超过 50 万的投资者占比总计 37%。金融资产规模在 10 万到 50 万元之间的占 38.1%, 在 5 万-10 万元的占 15.1%, 小于 5 万元的占 9.7%。相较 2018 年的 20% 和 2017 年的 15.5%, 2019 年金融资产总规模超过 50 万元的占比分别上升 17pct 和 21.5pct, 个人投资者的金融资产规模呈现加速上升趋势。

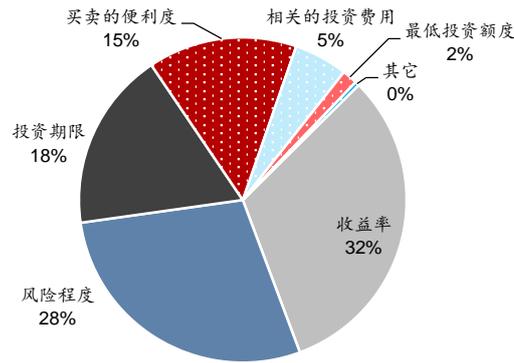
图表38: 个人投资者金融资产规模


注: 调查统计口径为 2019 年

资料来源: 中基协《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》2021 年 3 月, 华泰研究

投资决策上, 对收益率的关注度有所减弱、对专业投资建议的接受度提升。在做出投资决策时的考虑因素方面, 2019 年的调查问卷数据显示, 选择投资品种时, 投资者最看重的因素是收益率, 其次是风险程度。最看重收益率的投资者占比分别为 31.8%, 相比 2018 年的 50.4% 出现了明显下降。而最看重投资期限的投资者比重从 2018 年的 4% 提升到 2019 年的 18%。这表明个人投资者在考虑到风险和收益在选择投资品种中的重要性的同时, 对于收益率的关注度有所降低, 更多地考虑产品与自身投资期限的匹配性。

图表39：个人投资者在选择投资品种时最看重的因素

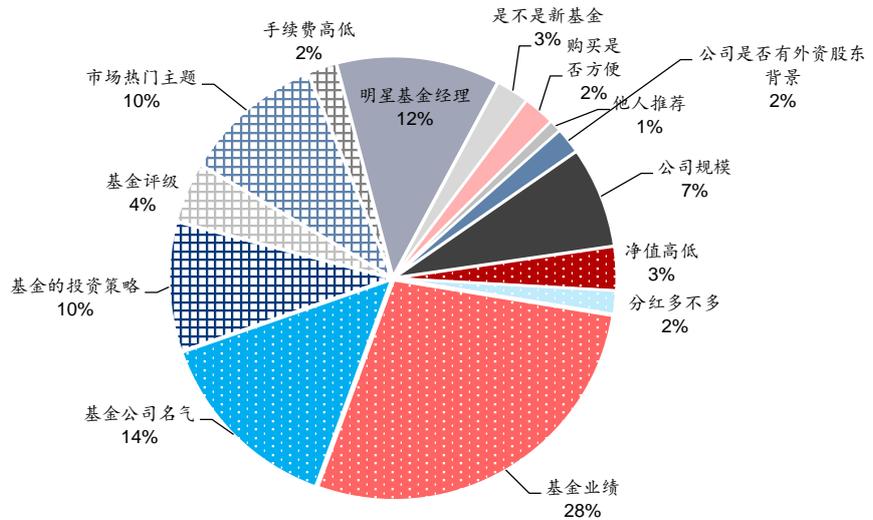


注：调查统计口径为 2019 年

资料来源：中基协《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》2021 年 3 月，华泰研究

在选择基金时，投资者仍然把基金业绩作为决策的最主要依据，其次是基金公司名气、明星基金经理、市场热门主题、基金投资策略等因素。但选择基金业绩的投资者比例由 2018 年和 2017 年的 59.6%和 77.1%大幅下降到 2019 年的 28.0%，投资者选择基金时考虑因素更加多元，部分明星基金经理、明星产品获得了投资者的热捧，管理规模迅速提升，进一步提高行业的马太效应。

图表40：个人投资者在选择基金时的考虑



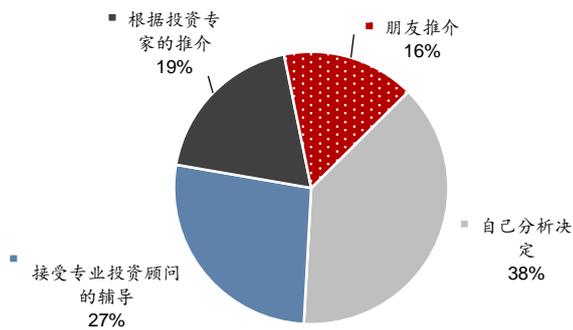
注：调查统计口径为 2019 年

资料来源：中基协《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》2021 年 3 月，华泰研究

在做出投资决策的途径方面，2019 年有 38.4% 的投资者自己分析决定，这一比例在 2018 年和 2017 年分别为 61.0% 和 60.8%；根据专业投资顾问辅导进行投资的投资者和根据投资专家推介投资的投资者占比分别为 26.9% 和 19.1%，2018 年为 17.2% 和 6.3%、2017 年为 15.0% 和 5.1%。可见随着投资者对专业投资建议的接受度的提升，依靠自己分析做出基金分析决定的投资者比重出现大幅下降，越来越多投资者认为接受专业投资顾问的辅导和建议有必要性。

在是否需要投资顾问提供投资建议的问题上，39.4% 的个人投资者认为可自行进行投资决策而无需投资顾问提供服务，39.6% 的基金个人投资者认为需要投资顾问提供建议，但不愿为此支付服务费，21.0% 的基金个人投资者很需要投资顾问提供建议，并愿意为此支付服务费。整体上，需要投资顾问提供投资建议的投资者比重相比 2018 和 2017 年有所上升。

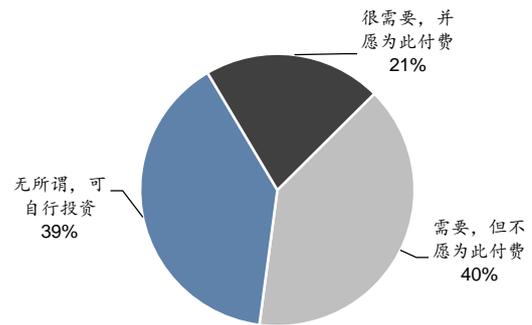
图表41：个人投资者基金投资决策的途径



注：调查统计口径为 2019 年

资料来源：中基协《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》2021 年 3 月，华泰研究

图表42：个人投资者的投顾服务需求



注：调查统计口径为 2019 年

资料来源：中基协《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》2021 年 3 月，华泰研究

他山之石，美国基金市场成熟，制度完善

作为全球基金产品创新源泉，美国基金业发展经验值得我国基金行业从业人员重视。完善的监管制度、丰富的产品类型、完全开放的市场格局、不断走低的管理费率、灵活的薪酬体系是美国基金业发展的核心要素，也是美国基金市场不断扩展的重要驱动力。目前，我国资本市场正处于繁荣和创新的新起点，基金业面临诸多问题与美国基金业发展历史有着很高的相似之处。以美国基金行业经验作为指南针，将能够带领我们穿越令人迷惘的行业发展十字路口。

图表43：来自美国基金市场的启示逻辑图

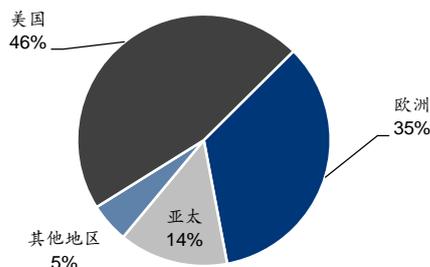


资料来源：ICI，华泰研究

市场概览：规模最大，监管完善

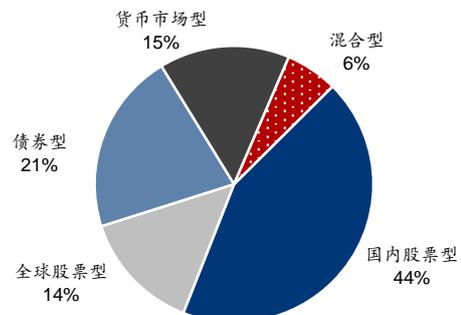
美国拥有全球最大的基金市场，在全球金融市场上占据重要角色，其资管业务规模最大的参与主体为注册制投资公司。按 ICI 统计口径，美国基金产品包括共同基金、封闭式基金、ETF、单位信托等四大品类，是美国股票市场、商业票据和市政债的最大投资者。根据 2021 年度 ICI 报告，截至 2020 年，美国注册制共同基金和指数型基金总资产高达 29.3 万亿美元，占全球公募资产的 46%。美国共同基金的主体为长期基金，其中股票型基金占比最高，占全美共同基金规模的 58%（国内股票型 44%、全球股票型 14%），债券型基金占 21%，货币市场基金、混合型基金与其他类型基金占 21%。

图表44：2020年末世界各地受监管开放式基金净资产规模占比



资料来源：ICI，华泰研究

图表45：2020年末美国共同基金和ETF基金结构

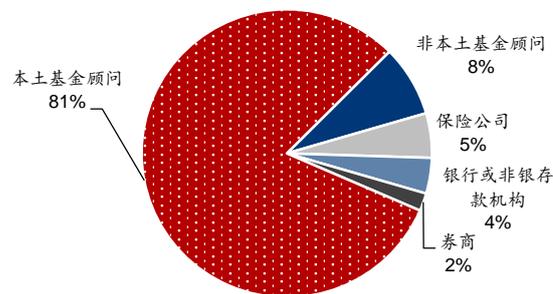


资料来源：ICI，华泰研究

投资公司类别丰富，市场主体多样化。开放的市场环境、较低的市场门槛是基金业发展的重要前提。纵观美国基金业发展史，监管部门并未从法律和行业运营等角度设立任何进入基金市场的障碍，这大大地激发了美国基金业的良性竞争，起到了帮助美国基金业健康成长的作用。在美国可以发行共同基金的金融机构包括各种金融公司——投资顾问公司、证券公司、保险公司、商业银行、实业公司和任何外国金融机构，众多类别的金融服务公司均为美国市场提供注册基金产品。

截至 2020 年末，81% 的本土投资公司管理着全美 71% 的投资公司资产。其它类型的投资公司包括非本土投资机构、保险公司、证券公司、银行与非银行存款机构。多样化的投资主体丰富了全美开放式基金的产品类型，相对开放的市场鼓励良性竞争，从而在发展产品和客户服务方面为美国基金市场不断注入源源活力。

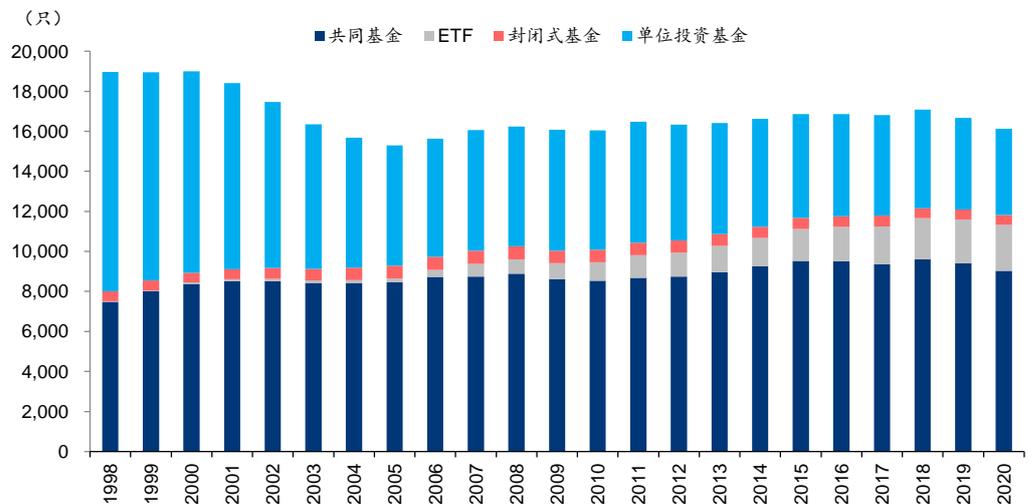
图表46： 2020 年末美国基金管理人结构



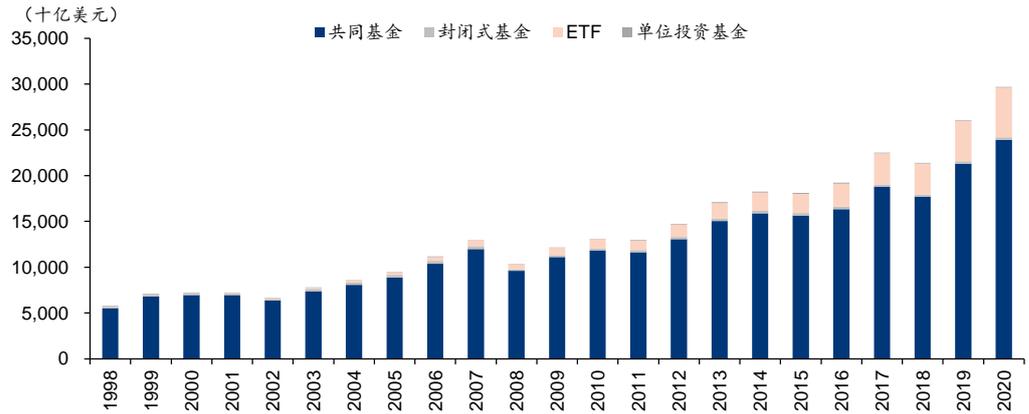
资料来源：ICI，华泰研究

数量规模略减，净资产略有上升。截至 2020 年末，美国基金市场中共有 16127 只注册基金，比 2019 年减少了 536 只，数量有所下降，且结构发生调整：共同基金数量由 9414 只下降至 9027 只；ETF 基金由 2176 只上升至 2269 只；单位投资基金（UIT）数量由 2018 年的 4572 只下降至 4301 只；封闭式基金数量由 501 只下降至 494 只。2020 年，在美国注册的以上四类基金管理全美 29.7 万亿美元资产，与 2019 年相比增加了 3.7 万亿美元。受全球的政局趋于稳定和股市强劲的影响，美国公募基金的净资产规模有所上涨。

图表47： 2020 年末美国基金市场产品数量结构



资料来源：ICI，华泰研究

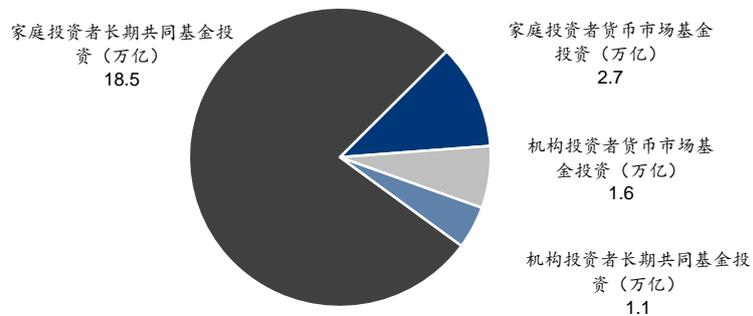
图表48： 美国基金市场产品规模


资料来源：ICI，华泰研究

来源与流向：来源广泛，投向多元

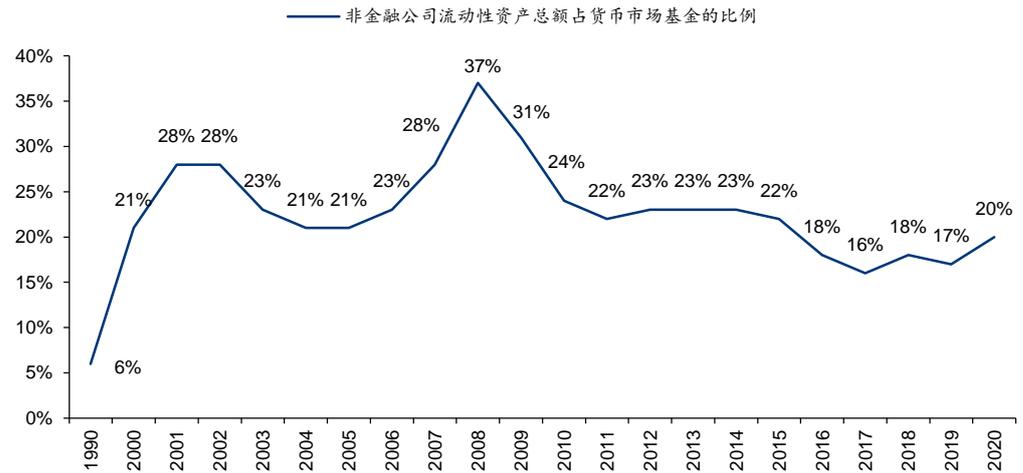
资金来源：家庭投资者为主导，退休金独具特色

家庭型投资者成主导，纯机构投资者仅占少数。2020年，美国共同基金资产净额达23.9万亿美元，其中家庭型投资者稳占主导，持有其中21.2万亿美元的资产，占比高达89%。需要注意的是，美国家庭型投资者并非进行散户投资，而主要通过投资机构进行基金投资。其中，长期共同基金资产投资者中，家庭型零售投资者占比更高，比例高达94%，同时，美国家庭型投资者也持有很高规模的货币市场基金，净值达2.7万亿美元。与之相比，金融机构、非金融机构与非营利组织等机构型投资者在基金市场中的投资规模则较小。截至2020年末，纯机构型投资者仅持有共同基金市场11%的资产规模。

图表49： 2020年末美国基金市场投资者构成（美元）


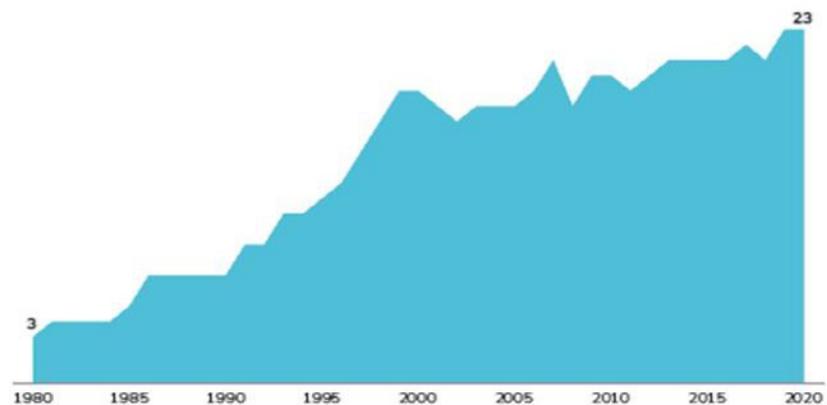
资料来源：ICI，华泰研究

流动资产的管理：非金融公司类机构投资者持有基金的动因。非金融公司类机构投资者持有基金规模较小。2020年，纯机构型投资者持有的2.7万亿美元共同基金中，绝大多数(59%)是货币市场基金。这一现象的主要原因在于，非金融公司类机构型投资者持有基金的主要目的不是从中获得投资收益，而是为了管理机构持有的流动资产余额，此种现象与市场表现也有密切联系。2007-2008年，随着地产与资产证券化不断缩水，美国资本市场下行，为规避市场风险，非金融公司类机构投资者持有的货币市场基金不断上行。近年来美国股市收益领先，非金融公司类机构投资者在货币市场基金的投资比例呈下降趋势，从2015年的22%下降至2019年的17%，2020年略微回升至20%。

图表50：近年来美国非金融类机构投资者流动性资产总额占比情况


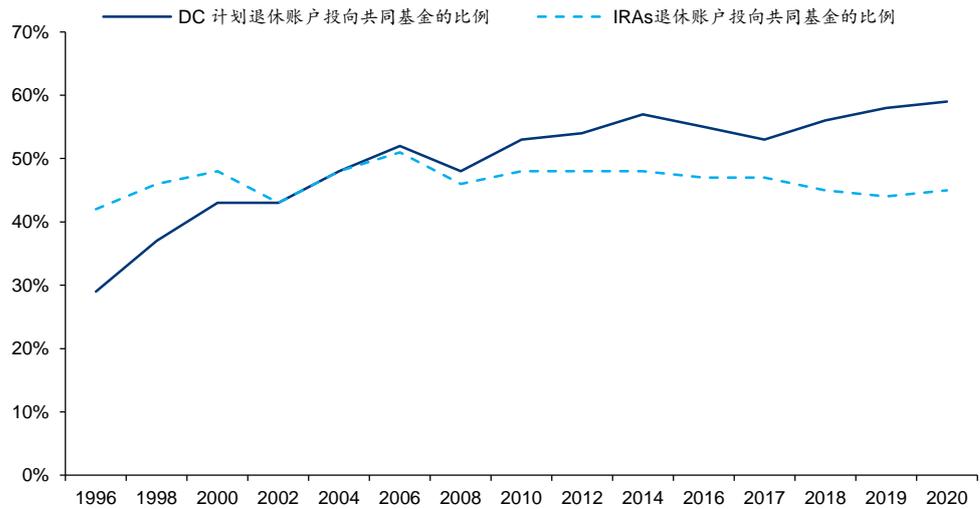
资料来源：ICI，华泰研究

家庭基金规模膨胀，退休金独具特色。家庭型投资者是美国基金市场的主要参与者，其资产总额在基金市场中的比例逐年增长，其中退休金账户资金投资特征独树一帜。2020年末，投资于基金的家庭型投资者资金规模占其总额的23%，而这一比例在1980年仅有3%。这一比例变动部分由个人退休金账户（IRAs）与规定缴费制养老金计划（DC plan）资金流向基金公司产品所致。

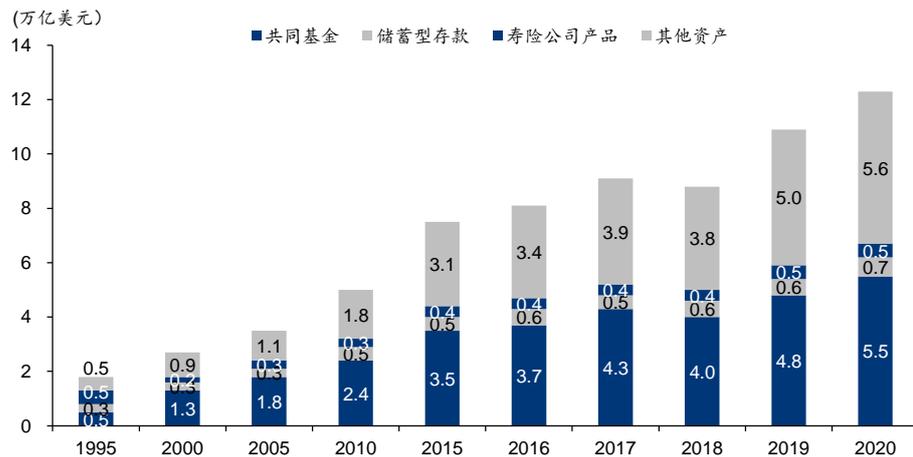
图表51：近年来家庭型投资者资产中基金资产所占比重（单位：%）


资料来源：ICI，华泰研究

美国各类退休金账户中资金可投资于几乎所有金融工具，但共同基金对退休金账户吸引能力最强，且所占比例不断提升。根据ICI协会数据，2020年，个人退休金账户占据家庭金融资产的12%，其中45%投资于共同基金；规定缴费制养老金账户占据家庭金融资产的9%，其中59%投资于共同基金。2019年，个人退休金账户（IRAs）投资资金总额首次超过10万亿元，2020年继续增长达到12.2万亿元，共同基金和其他资产是重要组成部分。

图表52：近年来美国两类退休账户向共同基金投资情况


资料来源：ICI，华泰研究

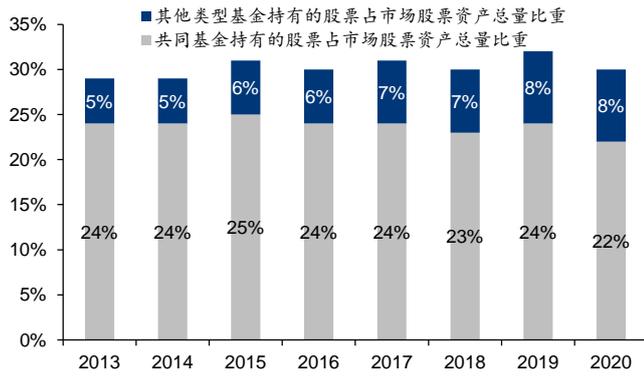
图表53：美国 IRA 账户资金投向结构


资料来源：ICI，华泰研究

资金去向：投资类型多样化，权益投资逐年增加

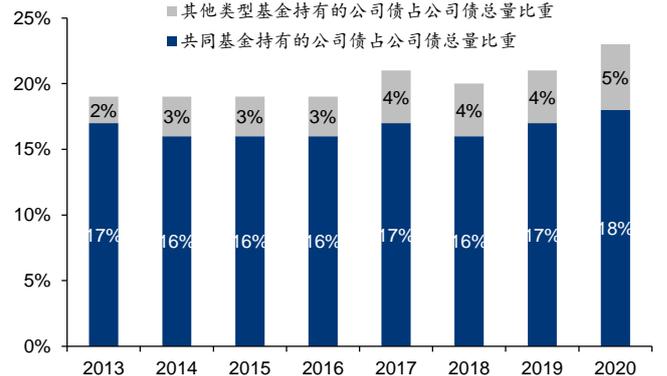
美国注册投资公司包括共同基金、封闭式基金、交易所交易基金（ETF）、单位投资信托。在近 20 年内，投资公司一直都是美国本土金融市场最大的投资者之一，在证券市场的投资比例较大且非常稳定，截至 2020 年末，投资公司持有近 30% 的本土流通股，与 2019 年的 32% 相比小幅下降 2pct。同时，投资公司还持有 23% 的本土与全球发行的公司债，相较于 2013 年上升 4pct，其中共同基金持有的公司债占比要高于其他类型投资公司持有的公司债。此外，共同基金还是美国市政债券市场和机构债市场的最大投资者之一，2020 年持有比例达到 25% 和 14%，自 2013 年以来这两个持有比例非常稳定。

图表54: 近年来基金持有的股票占股票总资产比重



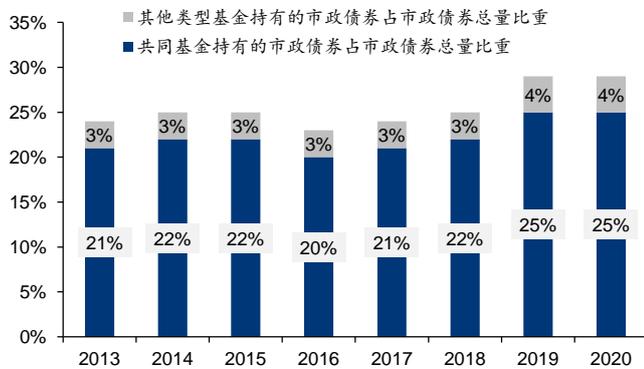
资料来源: ICI, 华泰研究

图表55: 近年来基金持有的公司债占公司债总资产比重



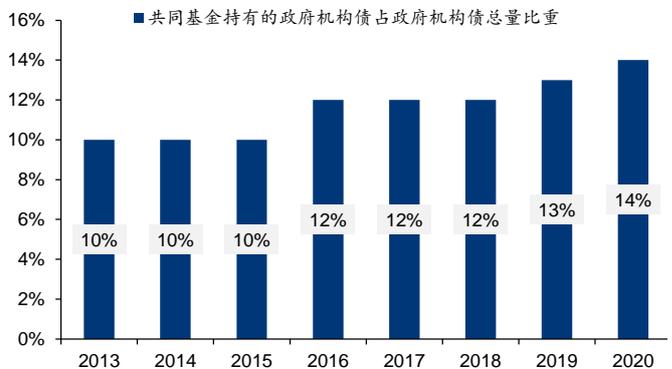
资料来源: ICI, 华泰研究

图表56: 近年来基金持有的市政债占市政债总资产比重



资料来源: ICI, 华泰研究

图表57: 近年来基金持有的政府机构债占机构债总资产比重



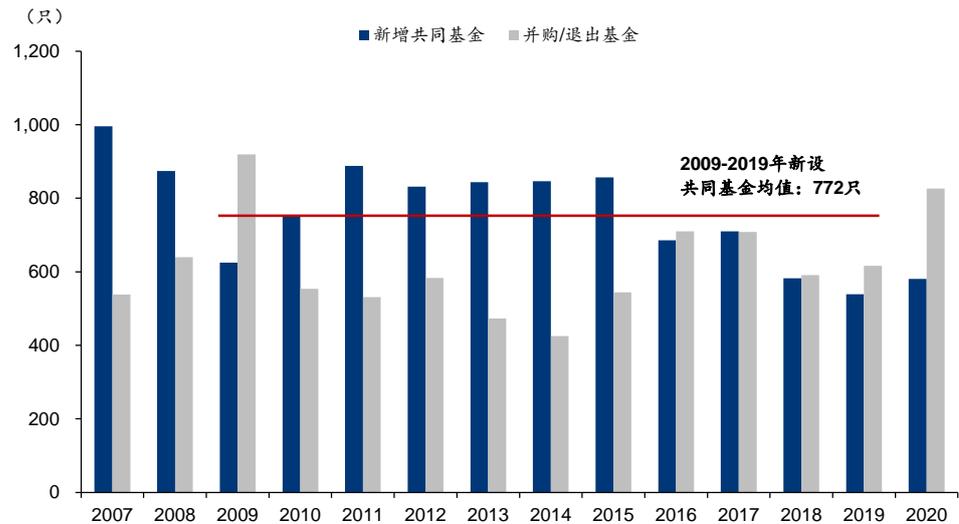
资料来源: ICI, 华泰研究

发展趋势: 行业集中, 持续创新

总体趋势: 行业集中度提升, 费率下降

宏观经济影响基金活动, 基金并购退出略增。宏观环境与基金行业竞争情况对可供出售基金数量有着很大影响。基金管理人发行新的基金来满足投资者的需求, 并合并清算未满足投资者需求的基金。虽然标普 500 指数 2014 年末至 2020 年末增长 45% 以上, 但美国 GDP 整体增速不断放缓, 由 2014 年的 2.5% 降至 2019 年的 2.2%, 2020 年更是受疫情影响下降至 -3.49%。在此宏观经济条件下, 美国新增基金数量不断放缓, 被并购与退出的基金略微增加。2020 年全美新设共同基金和 ETF 基金从 2019 年的 539 只上升至 581 只, 但仍远低于 2009-2019 年的均值 772 只。而被并购与清算的基金数量自 2014 以来的 425 只扩大至 2017 年的 721 只, 2018 年这一数字下降至 594 只, 2019 年上升至 612 只, 2020 年上升至 828 只。

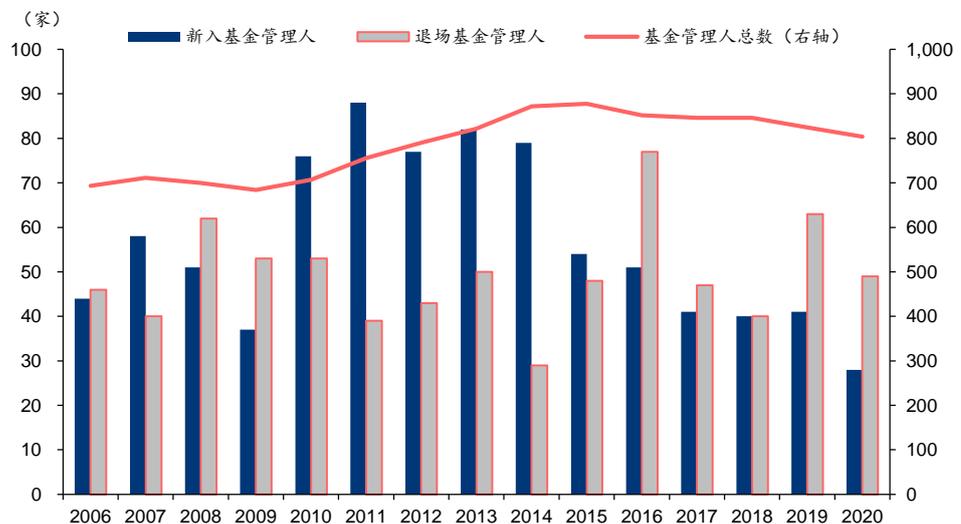
图表58：近年来美国基金产品的新增与退出情况（单位：只）



资料来源：ICI，华泰研究

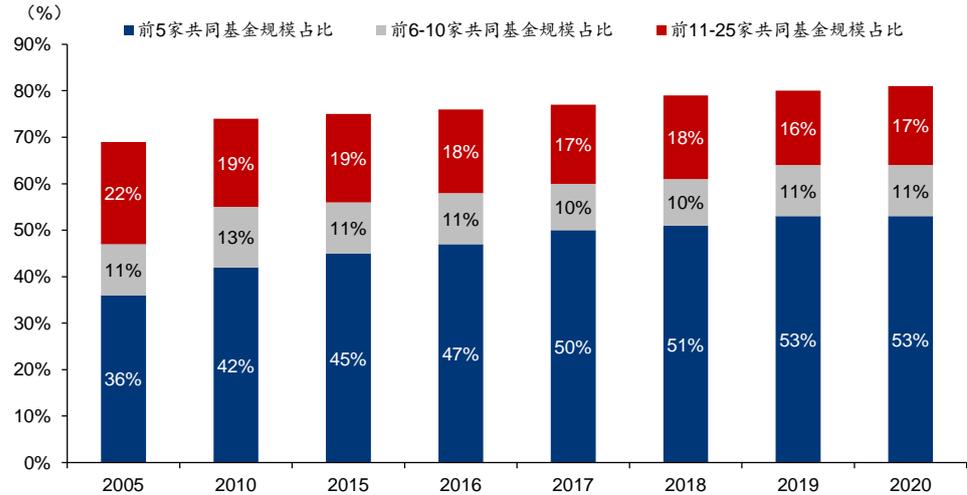
基金管理人数量稳中有降。2007至2009年金融危机期间，美国基金管理人总数略有下降，从711家下降至684家，2009年至2015年美国基金管理人总数不断增长至878家。2015年至2020年，基金管理人数量下降至804家。基金管理人数量小幅下降影响因素众多，一些可能因素包括：（1）基金管理巨头收购小型基金；（2）基金管理人将旗下基金清算，离开基金市场；（3）基金管理巨头出售其咨询业务部门。

图表59：近年来美国基金管理人的新入与退出情况



资料来源：ICI，华泰研究

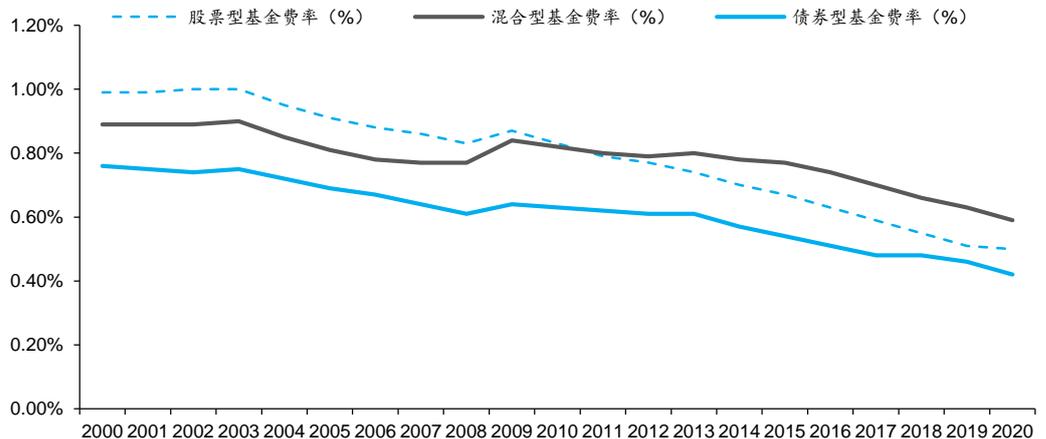
巨头持续稳定增长，中型基金资产规模占市场规模比重下降。美国基金市场中基金数目与净资产规模均趋稳，但增速放缓。这一现象主要有两方面原因，一方面，市场新参与者增速下降、清算基金增加；另一方面则因为基金巨头管理的共同基金、ETF基金资产集中度提升。2005年至2020年，前5大共同基金巨头管理资产规模占全行业的比例由35%上升至53%，第6至第10大基金公司管理资产规模稳定在10%-13%区间，而排名前11至前25基金公司管理资产规模则由22%逐年缩小至17%。

图表60：近年来美国大型共同基金规模占比


资料来源：ICI，华泰研究

管理费率不断下调，股票型费率降幅最显著。美国共同基金投资者需缴纳的费用有两种：一种是持续性费用，该种费用通过计入基金费率来收取；另外一种为销售相关费用，该种费用在销售时一次性收取，故不计入基金费率。若采用资产进行加权平均计算，共同基金的费率自2000年来发生了显著下调。其中，股票型基金费率下降最为明显，降幅高达0.49pct，债券型基金费率降幅为0.34pct，混合型基金费率下降最少，下降0.34pct。

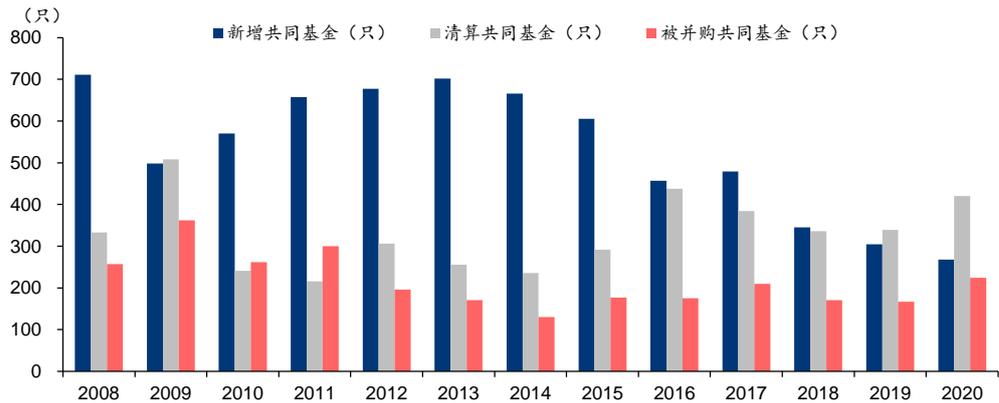
美国共同基金费率下降原因与共同基金近年来的规模扩张有关。**基金费率通常与基金资产规模成反比。**有些基金如转账机构费、会计与审计费用等成本为固定成本，这些成本包含在基金费率里。当基金资产规模增大时，平均费率就会下降。

图表61：近年来美国基金产品的费率变化情况


资料来源：ICI，华泰研究

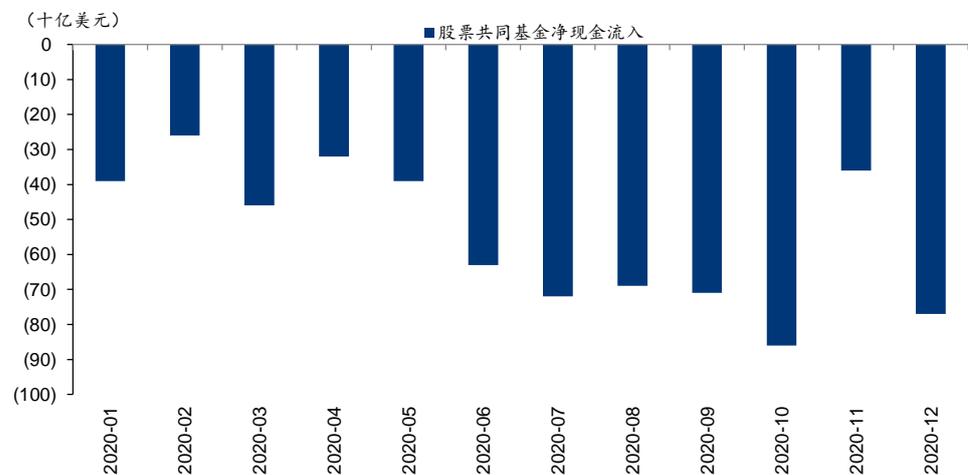
共同基金：紧跟市场需求，灵活调整

近年来，美国共同基金管理人实施如下管理策略：新设能够满足投资者需求的基金，并购或清算无法充分吸引投资者投资偏好的基金。2020年，美国共同基金市场新设268只共同基金，与2018年和2019年相比有所下降，部分体现在国内股票和世界股票共同基金的新发行数量增加。同时由于较少的国内权益性基金和货币市场基金被清算，2020年清算共同基金数量从2019年的339只上升至420只，被并购共同基金数量从2019年的167只上升至224只。

图表62：近年来美国共同基金产品的新增与退出情况


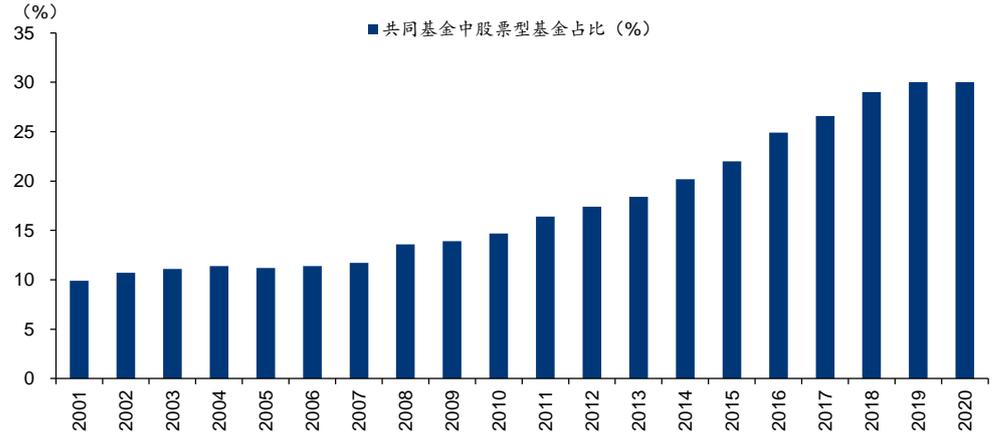
资料来源：ICI，华泰研究

虽然美国主要股指在 2017 年创下历史新高，波动率也稳定在较低水平，但股票共同基金的净流出从 2018 年的 2620 亿美元，增加至 2019 年的 3630 亿美元，2020 年又持续增加至 6560 亿美元。股票共同基金的净流出主要原因是投资偏好的转移，由权益类共同基金的偏好转为对股票交易所交易基金 (ETF)，过去几年 ETF 的需求非常强劲。股票共同基金在 2020 年每个月都有净流出。今年前三个月，投资者仅从股票共同基金净赎回了 1010 亿美元。一般而言，第一季度共同基金的资金流入往往高于一年中的其他时间，因为获得年终奖金的投资者可能会在新的一年相对较快地投资这些资金。此外，一些投资者在提交纳税申报表之前向他们的个人退休账户 (IRA) 供款。后续几个月，股票共同基金的净流出加速，投资者从 4 月到 12 月赎回了 5450 亿美元。在此期间，4 月和 11 月的流出量最少 4 月份，由于美联储采取一系列行动后投资者对金融市场的信心恢复，美国股市回升 13%。

图表63：2020 年美国本土及全球共同基金产品的净现金流入变动情况


资料来源：ICI，华泰研究

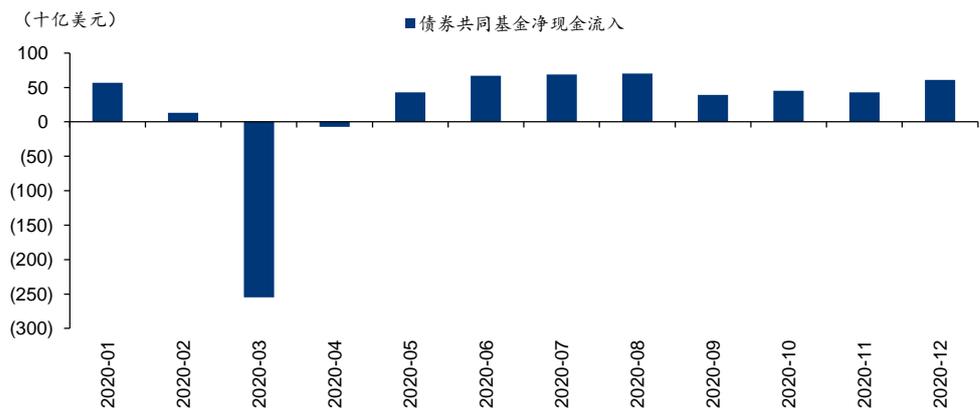
股票基金长期趋扩容，本土股票基金年增速明显。虽然相对而言美国股票型共同基金对投资者吸引力不及 ETF 基金，但结合 2020 年 S&P500 指数 16.26% 左右的增长率可知，美股上行对股票型共同基金的推动作用显著。2020 年，全美股票型基金份额占共同基金总份额 30%，与 2019 年相比持平，比 2014 年提升 10 pct。与 2011 年相比，该比率上升了 1.9 倍。

图表64：近年来美国共同基金中股票型基金占比变动情况


资料来源：ICI，华泰研究

债券基金资金净流入与收益率高度相关。债券基金的资金流入情况与债券收益率高度相关，很大程度上取决于美国利率环境。债券基金在2020年获得了相对强劲的资金流入，但在2月至4月期间，新冠疫情的不确定性达到顶峰。3月，投资者从债券基金赎回了2130亿美元，占2月底总资产净值的5.3%。同时，债券市场条件恶化。从3月9日到3月18日，随着美国国债收益率上升而股价下跌，美国国债市场首次出现波动。投资者出于多种原因抛售国债，例如满足对现金的需求、围绕市场状况再平衡、追加保证金等需求。国债市场的混乱最终蔓延到短期信贷市场，包括银行同业拆借、商业票据、批发存款和短期市政债券市场。到3月中旬，流动性枯竭，短期和长期信贷市场停止运作，信贷流向经济体蒸发。3月和4月，美联储采取措施，包括创建广泛的贷款工具，向市场注入流动性，平滑短期和长期信贷市场的运作。

4月之后，债券共同基金获得大量资金流入。2020年5月至12月，3730亿美元流入债券基金。投资组合再平衡促使资金流入。2020年4月30日至2020年12月31日，全球股市的回报率为34%，美国债券的回报率为3%。遵循资产配置策略的投资者和目标日期基金需要在此期间购买债券基金以保持其目标配置。

图表65：2020年债券型基金净现金流入


资料来源：ICI，华泰研究

美股牛市持续三年，混合型基金吸引被冲淡。混合型基金由于其可在中长期灵活平衡股市与债市的相反走势一直受到欢迎，在 2007-2009 年的金融危机之后，许多投资者寻求扩大投资组合，降低投资与市场的相关性限制下行风险，2009-2014 年间，灵活投资组合基金净流入 880 亿美元。但在 2015-2020 年，股市表现良好，美联储首次加息，经济向好信号导致债券风险溢价降低，两市的同时上扬冲淡了混合型基金的保护性优势。加上投资者将混合型基金转移到 ETF 组合或者转向目标日期基金及生活方式基金等，投资者在过去六年中从灵活的投资组合基金中净赎回了 3130 亿美元。2020 年，混合基金净流出 840 亿美元，2019 年净流出 490 亿美元，2018 年净流出 910 亿美元，2017 年净流出 280 亿美元。

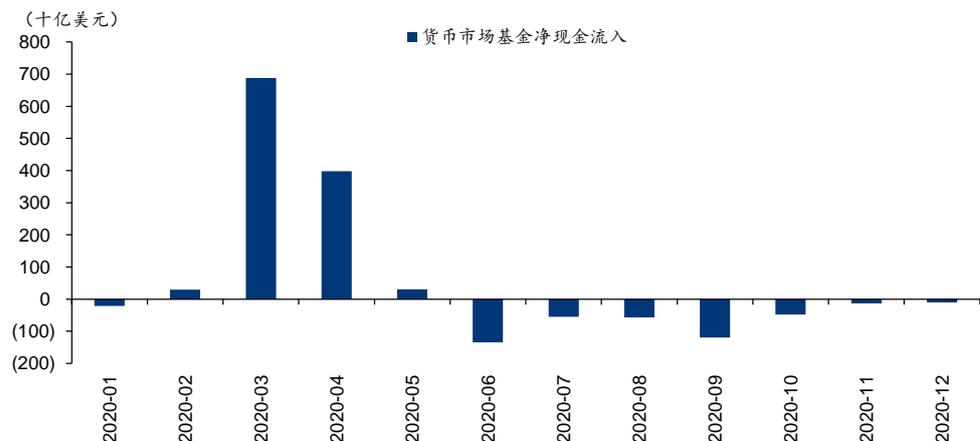
图表66： 2007-2020 年混合型基金净现金流入



资料来源：ICI，华泰研究

联邦基金目标利率三度上升，货币市场基金吸引力增加。美联储决定在 2017 年三次提高联邦基金目标利率，这增加了货币市场基金作为超额现金投资的吸引力。2017 年主要货基和政府货基金收益率上升，远远超过货币市场储蓄账户 (MMDA) 的规定利率。2020 全年，货币市场基金净现金流量净额 6910 亿美元，高于 2019 年的 5530 亿美元。政府型机构货币市场基金的资产规模流入最多，流入资金达 8350 亿美元，存款型货币市场基金和免税型货币市场基金分别流出 1110 亿美元和 330 亿美元。

图表67： 2020 年货币市场基金现金各月净流入（出）情况



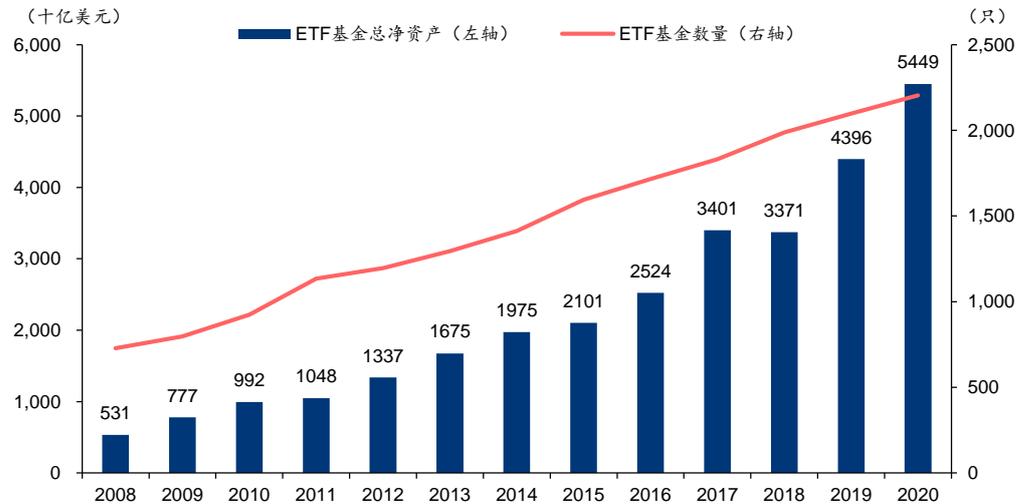
资料来源：ICI，华泰研究

ETF 基金：基金市场新贵，发展迅速

美国拥有全球最大的 ETF 市场，ETF 基金的定价具备一定的前瞻性。截至 2020 年末，美国 ETF 基金共有 2204 只，总净资产规模达 5.4 万亿美元，占全球 ETF 基金市场总额的 69%。ETF 的交易价格与标的资产 NAV 价值并不完全等同，早期的 ETF 仅以市值进行加权追踪，而最新发行的 ETF 则以市值、销售量、账面价值等一系列指标进行定价，与共同基金特征有明显差异。

最近十年内，ETF 基金因其投资较具灵活性，规模发展达到历史新高。机构投资者充分利用 ETF 基金便捷的参与方式、规避股市波动。2008 年 ETF 基金总资产仅有 5310 亿美元，个数仅有 728 只；而 2020 年末 ETF 基金净资产规模高达 54490 亿美元，个数多达 2204 只，ETF 基金的需求逐年提升，规模逐年增大。

图表68：2008-2020 年 ETF 基金净资产及数量变动情况



资料来源：ICI，华泰研究

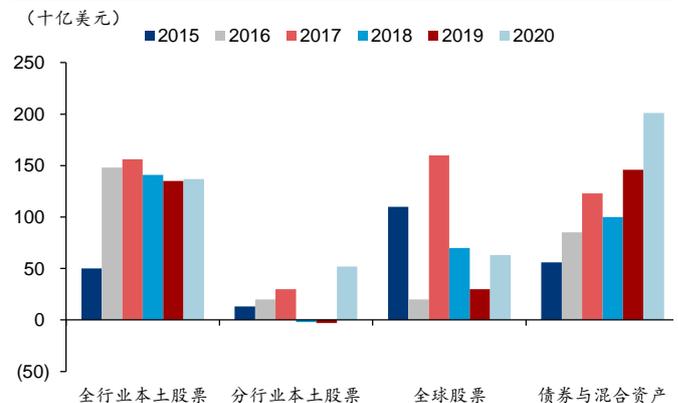
ETF 基金净发行量保持强劲，本土股票型 ETF 基金发行额大幅超过全球股票 ETF 基金。在过去十年中，随着机构投资者发现 ETF 是参与或对冲股市广泛波动的便捷工具，对 ETF 的需求不断增长。散户投资者及其财务顾问对这些投资工具的认识提高也影响了对 ETF 的需求。2020 年全年，ETF 股票的净发行量（包括再投资股息）提升至创纪录的 5010 亿美元，高于 2019 年强劲的 3230 亿美元。本土全行业股票型 ETF 基金需求量在近两年大幅上涨，由 2015 年的 500 亿美元增至 2020 年的 1370 亿美元。

图表69：2008-2020 美国 ETF 基金净发行份额变动趋势



资料来源：ICI，华泰研究

图表70：2015-2020 年新发行 ETF 基金投向



资料来源：ICI，华泰研究

估值体系：P/AUM，平均估值约 0.02x

从美国资管公司估值体系看，PE（TTM）估值的均值在 21x 左右，P/AUM（采用 2020 年末 AUM，下同）估值的均值在 0.02 左右。我们认为，资管公司及基金公司的商业模式更适用于 PE（TTM）或 P/AUM，以更清晰地反映其经营与盈利能力。从美股资管公司估值看，PE 体系下最高的为贝莱德，PE（TTM）接近 30 倍，行业均值约 21x；P/AUM 体系下最高的为普信金融，录得 0.0375x，高于行业平均 0.0177x 较多，其估值溢价主要源于旗下权益基金主动管理能力突出，历史回报优异。我们认为，在经营上具有一定优势特色，或在投资能力上突出的资管与基金公司，将持续享受估值溢价。

图表71：美国资管公司估值一览

公司代码	公司名称	公司名称	国家	AUM (2020)	AUM (2019)	PB	PE	P/AUM
BLK.N	BlackRock	贝莱德	美国	8,244,263	6,457,473	3.96	28.92	0.0173
IVZ.N	Invesco	景顺集团	美国	1,343,644	955,542	1.05	21.87	0.0085
NTRS.O	Northern Trust AM	北美信托	美国	1,113,746	952,307	2.24	21.21	0.0220
TROW.O	T. Rowe Price	普信金融	美国	1,322,062	1,035,171	6.28	21.50	0.0375
BEN.N	Franklin Resources	富兰克林资源	美国	1,420,000	622,800	1.48	20.54	0.0113
STT.N	State Street Global Advisors	道富银行	美国	3,414,070	2,701,454	1.38	14.14	0.0093
						均值	21.36	0.0177

注：单位百万美元，数据截至9月3日；PB为PB(LF)；PE为PE(TTM)；P/AUM采用2020年末AUM数据
 资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

百年征程，回眸美国基金行业历史

鉴于往事，资于治道。回眸美国基金业近百年激荡岁月，行业伴随经济体量增长、市场风云变迁和和金融创新脉络而逐步崛起、改革创新。美国基金行业的成功经验，值得我国基金行业前行道路上进行借鉴。

萌芽期：1924 至 1940 年，从无到有、有序发展

宏观环境：大萧条反向促发展

20 世纪初个人投资者的逐利动机和风险意识孕育了美国共同基金行业的萌芽。且 20 世纪 30 年代美国经历金融大萧条期间，金融市场管制增加，共同基金经历了从无序到有序的发展。

法律建设完善为共同基金繁荣发展打下基础。《1936 年税法》为共同基金提供税收优惠待遇，且规定要遵守审慎投资的第一原则“多元化”。尤其是《1940 年投资公司法》，允许投资公司为投资者利益而运作创新，为后期的行业创新奠定基础，其规定共同基金具有“日常赎回、按照净现资产值销售、不存在通过发行高级证券而有杠杆化”等独有特质，并使共同基金表现更强吸引力。

行业变迁：共同基金正式诞生

共同基金诞生，股市崩盘反向促进了共同基金发展。美国基金行业诞生于 1924 年。1929 年美国股市崩盘，曾作为主导的封闭基金份额价格大幅下跌，且由于反向杠杆化和份额价格折扣严重，封闭基金跌幅远超市和共同基金份额。由于封闭基金亏损严重，投资者开始减少投资，并随着 1932 年后经济恢复，投资于共同基金的比重开始上涨。从 1929 年末到 1940 年，共同基金资产从 1.4 亿美元增至 4.5 亿美元，而封闭基金资产从 26 亿美元下降至 7.84 亿美元；共同基金占管理型投资公司资产规模从 1929 年 5% 上升至 1940 年末的 36%。

四十年代和五十年代共同基金逐渐普及。1940 年，基金数目仅有 80 个，全部资产少于 5 亿美金。到了 1960 年，已经增加到 160 只基金，基金资产超过 170 亿。进入六、七十年代，共同基金的产品和服务趋于多样化，从而使共同基金业的局面和规模发生显著变化。

早期共同基金主要投资于股票。1960 年，全部 170 亿美元的基金资产中，股票基金资产为 160 亿，债券与收入基金仅为 10 亿美元，占 5.88%。直到货币市场基金规模达 10 亿美元的前一年(1973 年)，股票基金资产仍占全部资产的 92.47%，债券与收入基金仅占 7.53%。且除个别较大规模的基金以外，大部分基金管理公司为小型企业，且销售基本依靠有前端销售手续费的经纪商-交易商来负责卖出。

早期成长期：1940 至 1970 年，股市长牛促股基发展

宏观环境：股票市场长牛 30 年

1940-1970 年股市长牛 30 年，强劲的股市及投资者信心提升推动共同基金发展。1941 年至 1970 年，大公司股票年平均回报率 12.5%，小公司可达 17.1%。

图表72： 1940-1970 道琼工业指数



资料来源：Wind，华泰研究

行业变迁：股票基金绝对主导

1940-1970 年股市长牛 30 年，强劲的股市及投资者信心提升推动共同基金发展。1941 年至 1970 年，大公司股票年平均回报率 12.5%，小公司可达 17.1%。高收益率推动了共同基金发展。自 1940 年至 1970 年，基金数量从 68 个增长至 361 个，资产也从 4.5 亿美元上涨至 480 亿美元，其中股票基金是规模上涨的主要驱动因素。且共同基金于 1944 年资产规模首次超过封闭基金后，持续保持领先优势。

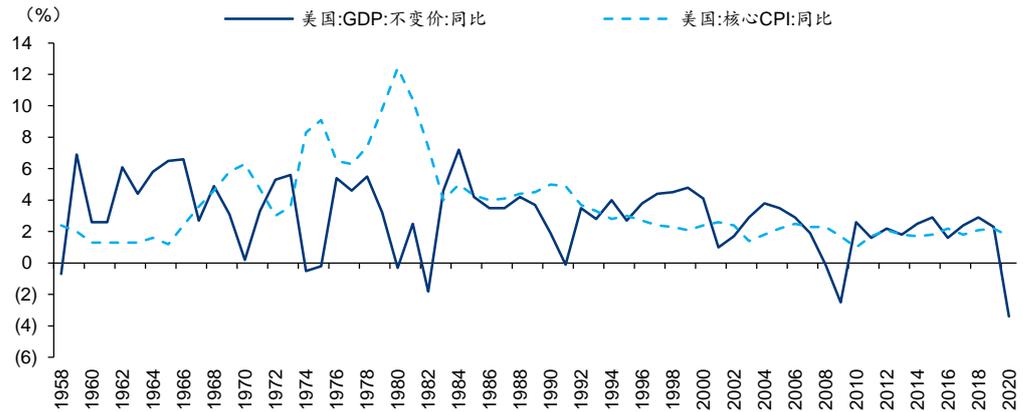
投资端对股票集中度仍然较高，但创新产品开始出现。这一时期共同基金仍然集中投资于股票，1960 年股票占比仍超过基金资产 90%。但这一时期，基金公司开创了多品类产品，包括债券基金、平衡基金、国际基金和专业基金等。基金产品销售仍以经纪商-交易商模式，占比达 73%。但整体看，新产品发展、新发售方式和新投资者服务需求未有明显拓展。

保险公司进入共同基金行业，开始出现行业从批发层面进入共同基金行业。伴随共同基金快速增长，保险公司开始进入共同基金行业，主要通过推出可变养老金、收购现有共同基金企业和建立共同基金企业三种方式实现。并逐渐成为共同基金业主力，到 1970 年末保险公司在共同基金总资产份额达 15%。

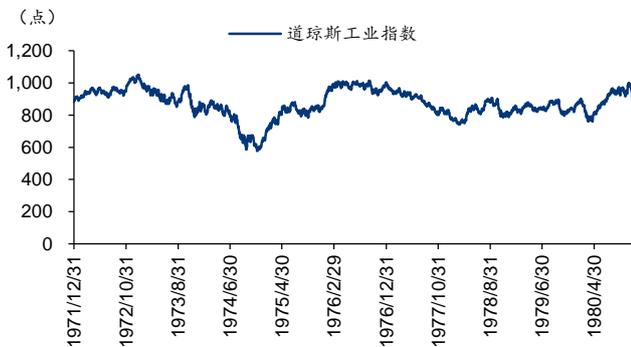
快速发展期：1971 至 1980 年，熊市下货基迎大发展

宏观环境：通货膨胀+股市长熊

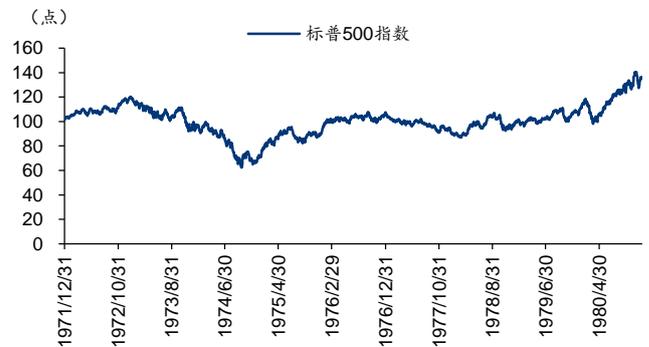
美国发生严重通货膨胀，股票市场长期熊市盘整。肯尼迪政府实施了扩张性的财政政策促进投资和刺激经济增长。同时，美联储为了协调不断攀升的财政赤字，实施长期低利率政策。在扩张性货币政策的刺激下，美国 CPI 开始走高，同时经济增长率放缓。由于 1968-1970 年经济下滑过快，尼克松在 1971 年放弃了紧缩性财政政策，而转向通胀推动政策。并且在石油危机和粮食危机的冲击下滞胀愈发严重，1974 年美国的实际经济增长率为-0.5%，而通货膨胀率为 9.1%，1975 年美国实际经济则连续负增长，通货膨胀率高达 9.8%。

图表73： 1958-2020年 美国 GDP 和 CPI 同比增长


资料来源：Wind，华泰研究

图表74： 1971-1980年道琼斯工业指数


资料来源：Wind，华泰研究

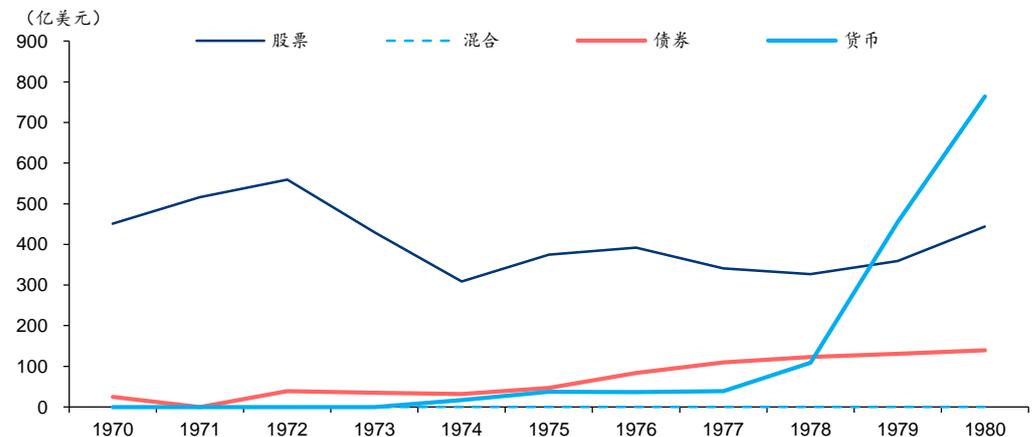
图表75： 1971-1980年标普500指数


资料来源：Wind，华泰研究

利率管制导致存贷款天然利差，但普通投资者无法享受。在股市的熊市中，人们开始寻找其它可以获取收益的途径。当时美国联邦法律规定了存款利率上限为 4.5%-4.75%，而贷款利率在 10%以上。存贷利差带来货币市场的投资机会，机构客户能够通过购买财政债券、十万美元以上银行存款凭证等来获得高市场利率，但是普通的投资者无法参与其中。

行业变迁：货币基金快速崛起

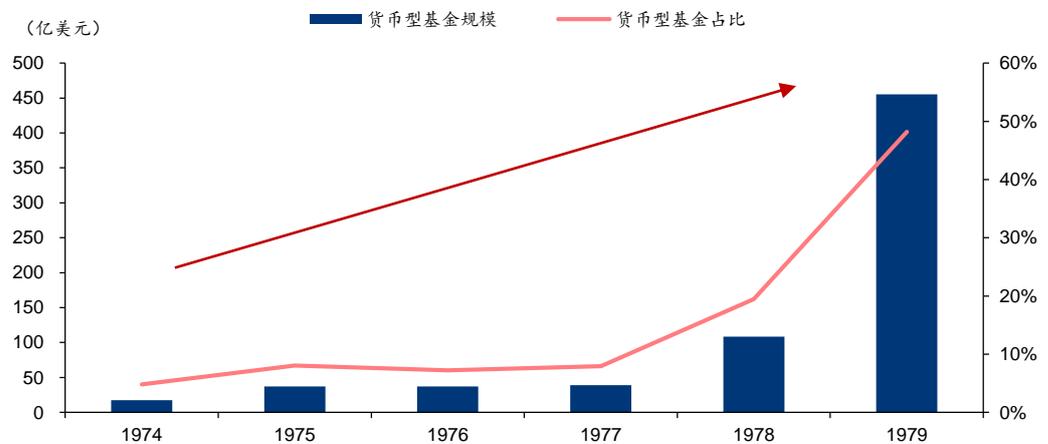
股市长期走低使股票基金资产快速缩水。股票价格走低和基金净赎回，使股票基金资产由 1972 年的 560 亿美元下跌至 1974 年的 310 亿美元，且基金在历史上首次出现净赎回。

图表76： 1970-1980年美国各类共同基金规模变迁


资料来源：ICI，华泰研究

货币市场基金快速发展，并逐渐形成成为市场主导。七十年代初期，美国国内通货膨胀率和市场利率大幅上升以及股票市场的疲软，促使投资者将资金转向相对安全的短期流动资产，而此时对商业银行向客户支付定（活）期存款利率上限进行管制的 Q 项条例依然有效，在此背景下，金融机构和企业大力进行业务创新，商业票据和可转让存单等各类货币市场工具逐步繁荣。但由于大部分货币市场工具对初始投资额有较高的要求，为普通投资者力不能及。作为规避金融管制的一种创新，1972 年货币市场基金被创建出来，投资于财政债券、大额存款凭证和其它短期金融工具并赚取高额利息，使普通投资者通过认购该类基金间接参与货币市场、享受利率价差收益。货币基金资产快速增长，从 1974 年的不到 20 亿美元上升至 1980 年 760 亿美元，并于 1979 年超过股票基金，并于 1979-1992 年期间维持最大基金地位。货币市场基金结束了基金业对股票市场的过分依赖，还引入了几百万新的投资者进入共同基金。共同基金市场开始引入更多不同的股票、债券和货币市场基金，全面改变美国共同基金业。

图表 77： 1974-1979 年货币型基金发展



资料来源：ICI，华泰研究

共同基金多样化服务水平提升。70 年代计算机和现代通信技术的发展大幅降低证券交易、资金清算等成本费用，带动共同基金的蓬勃发展。相应地，共同基金投资者开始收到了更多的不同的服务，24 小时电话服务，计算机化的帐户信息，经常性的股东信件等。

多元发展期：1981 至 2000 年，共同基金规模二十年 10 倍

宏观环境：利率市场化+养老金入市

里根上台确立调整经济结构转型方向，美国经济步入新一轮的快速增长。强劲的经济走势、高速成长的公司利润，通货膨胀、高科技创新、丰厚的股票投资回报，以及相对低的银行利率，刺激证券投资并推动共同基金发展。经济高增长与低通胀为美国基金业的发展提供了良好的外部条件。同时，强劲的经济增长并未引发通货膨胀。温和的通货膨胀率有助于利率保持稳定，公司利润成倍增长进而引发股价上涨。另外，持续的高增长使美国居民的可支配收入大幅增长，形成了可用于金融投资的闲置资产存量。

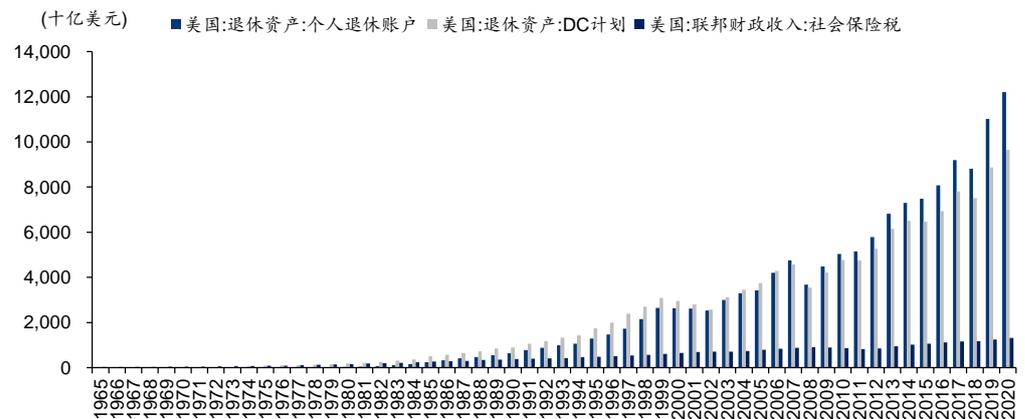
利率市场化进入下半场，立法分阶段逐步废除 Q 条例，利率市场化基本完成。美国存款利率市场化完成于 1986 年。70 年代的利率市场化下，货币市场基金规模暴增、而存款机构吸储缓慢，美国金融货币体制仍不稳定，亟需进一步改革，1982 年颁布《存款机构法案》，此后对 Q 条例逐步修正及废除，到 1986 年 4 月，美国存款利率市场化正式完成。

IRA 和 401K 开始普及，资产总额迅速增加。1974 年，福特政府颁布《雇员退休收入保障法案》；1978 年，《国内税收法》新增第 401 条 k 项条款。这两项法案的落地开始普及 IRA 和 401K，IRA 允许个人将应税收入的一部分储蓄到个人账户中，在到期后取款时才缴纳个人所得税；401K 条款规定缴费确定型养老金享有税收递延优惠，私人营利性公司的雇员和雇主可共同缴费建立起完全基金式养老保险。401K 迅速发展，逐渐取代了传统的社会保障体系，成为美国诸多雇主首选的社会保障计划。**在八十年代初施行 401K 计划后，到 2000 年美国 401K 计划资产总额约 1.74 万亿美元，而到了 2020 年底，总额增加至 6.73 万亿美元。**

婴儿潮出生的一代人退休需求增长，驱动养老金规模扩大。20 世纪 90 年代以后，更多雇主提供了缴费确定型退休计划且生育高峰期出生的一代人(Baby Boomer)开始为退休做准备。这一代人通过缴费确定型退休金计划、个人退休账户以及各类年金所形成的巨额养老市场的资金存量迅速膨胀。

401K 计划与 IRAs 为代表的长期属性的养老金入市与股票市场形成良性循环。401K 和 IRA 账户通过计划管理员投资于股票、债券、共同基金和货币市场工具，美国养老资金规模上升与美国股市上涨形成了良性循环机制。一方面，20 世纪 80 年代中后期美国经济开始复苏带来股市繁荣，股票成为 401K 基金的重要投资资产。20 世纪 80 年代到 90 年代，包含 401K 在内的美国私人部门 DC 型养老金计划约有 40% 投资于股票资产。另一方面，以 401K 资金为代表的养老金大幅入市，推动美国股市迎来一轮大牛市。以道琼斯指数为例，1978 年到 2000 年指数累计上涨 1283%。**80 年代开始，美国股市开始进入黄金时期，标普 500 从 1980 年的 100 点上涨到 2000 年的 1500 点，20 年间涨了 20 倍。**

图表78： 美国养老保险制度三大产业支柱

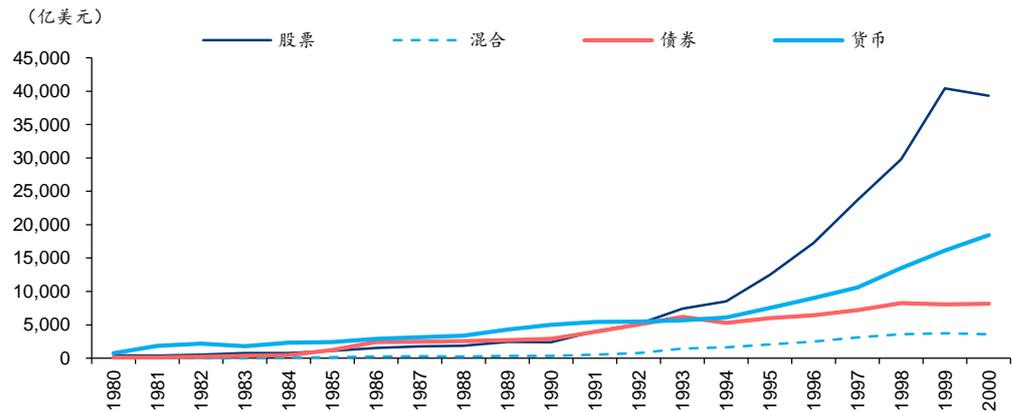


资料来源：ICI，华泰研究

行业变迁：股基驱动总规模快速增长

股票市场高速增长和养老金入市驱动股票基金快速扩张，并重新取得最高资产份额的地位。伴随着九十年代美国股票市场的高速增长，股票基金规模也开始得到快速扩张，其相对份额不断回升。到 1993 年，股票基金净资产规模在经历 14 年后，重新超过货币市场基金 5653 亿美元的净资产规模，达 7407 亿美元，再次取得最高资产份额的地位，其资产份额达 35.78%。1995 年末，股票基金净资产规模突破 1 万亿美元关，1997 年又突破 2 万亿大关，1999 年则突破 4 万亿大关，当年股票基金占全部基金资产的比例达最高（59.04%）。

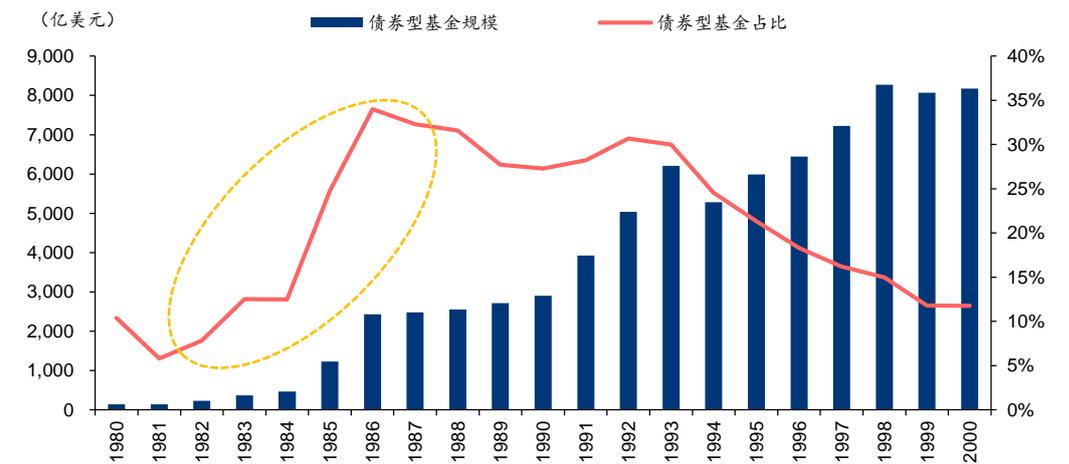
图表79： 1980-2000年美国各类别共同基金规模



资料来源：ICI，华泰研究

养老金是共同基金的重要持有者，且现金流维持平稳。考虑对股票市场持有市值来看，2000年美国401K计划共同基金持有量为8320亿美元，其中对股票持有市值为5730亿美元，仅401K计划资产持有股票的市值就占股票总市值的4.7%，其中不包括混合型中股票的占比。根据ICI公布数据，2021年Q1末（最新数据），美国401K计划共同基金持有量为4.55万亿美元，其中对美国股票持有市值为1.6万亿美元，占美国股票总市值（2018年末世界银行数据）的5.3%。可以看出401K计划的实施给美国股票市场带来大量新增资金，在推出后20年的大牛市中，给股票市场贡献了近6000亿美元的增量资金，而到当前更是贡献了1.6万亿美元的新增资金。个人退休账户和界定公款计划投资流比来自非退休源头的平稳。且在美国几次大的熊市，401K计划参加者缴费水平保持的非常稳定，从而使投资基金保持持续效率。

伴随通胀减缓、利率降低，债券型基金规模及占比一度持续提升，金融创新下债券型投资工具丰富。1981-1986年，利率持续下行债券价格持续上涨。20世纪80年代以前美国金融市场管制较严，20世纪80年代美国利率市场化进入后半场，同时金融创新松绑，1981-1986期间，零息债券（1981年）、动产抵押债券（1983年）、可变期限债券（1985年）、保证无损债券（1985年）、参与抵押债券（1986年）等金融工具陆续被创造出来，债券类投资资产得以丰富；同时美国利率下行降低货币市场基金吸引力，债券资产价格上升，而在1986年以前，利率市场化仍在实施过程中，虽然名义利率整体处于下行通道，但仍处于较高水平，股指虽有上涨但尚未出现牛市行情，1981-1986债券型基金规模爆发，从1981年末的140亿美元增长至1986年为2433亿美元，5年CAGR达到77%，占共同基金的比重从5.8%提升至最高时为34.0%。1987年后伴随利率市场化正式完成，利率水平基本保持稳定低位水平，叠加股票型基金规模快速上涨，债券基金规模稳步提升，但占比逐渐下降。

图表80： 1980-2000年债券型基金规模及占比


资料来源：ICI，华泰研究

货币市场基金竞争环境恶化。美国存款利率市场化完成于1986年，货币基金面临来自存款机构货币市场存款账户（MMDA）的竞争，美国货币市场基金告别过去的高速增长。1985年以后，货币市场基金一直保持了较好的增长势头，但由于股票基金和债券基金的增长，使得货币市场基金的资产份额呈波动下降趋势，但1985—1990年间，其资产比例仍居首位，维持在41—50%之间，直到1992年以前，其资产份额还一直占三分之一以上。

稳定向上期：2000至2020年，多元向上全面发展

宏观环境：两次危机不改共同基金增长趋势

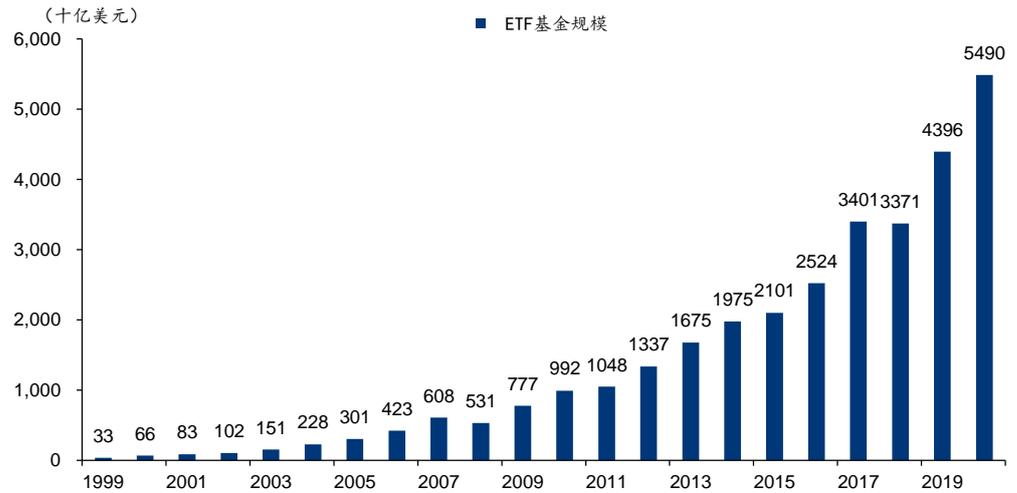
危机不改共同基金向上势头。进入2000年以来，美国股市经历过两次危机。一次是2001年互联网泡沫的破裂，同年美国遭受“911”袭击，股市受到重挫，逐步走向熊市，经济也步入整体下滑通道。第二次是2008年的金融危机。共同基金在两次危机中整体规模都随股市下跌而缩水，但增长的趋势并没有改变。

经济全球化稳步推进。地区间分工协作促成全球化成为重要、不可逆趋势。此外，量化、高频交易等技术进一步发展，也为基金行业创新奠定基础。

行业变迁：全球化、指数化、科技化并进

经济全球化显著提升投资国际化进程。美国公募基金基础制度为共同基金国际化奠定基础，部分美国老牌基金公司早在20世纪5、60年代就意识到全球市场投资是长期发展趋势，通过设置分支机构、创设国际化产品等方式开启国际化布局。21世纪以来投资者寻求海外投资机会需求显著增加，但投资者直接购买无法在美国证券市场流通的国外证券存在难度、风险与高成本，而共同基金提供一条便捷有效地国际投资渠道。伴随许多投资者通过购买国际股票基金、全球股票基金、地区股票基金和新兴市场股票基金而间接投资国外证券，大量资金涌入国际股票基金，共同基金国际化进程显著加快。

ETF迅速成长。1993年美国证券交易协会（SEC）批准发行了第一只ETF，这是一只跟踪标普500指数的被动投资ETF。2008年，SEC批准发行第一只主动投资ETF。早期的主动投资ETF主要借助量化投资模型构建投资组合。2009年5月，发行第一只不借助量化模型而主动选股的ETF。ETF的发展非常迅速，1999年末规模约340亿美元，截至2020年底，规模近5.49万亿美元。ETF的交易特性使其成为对冲、套利和资产配置的理想工具，对机构投资者和大资金投资者有较大吸引力。

图表81： 1999-2020年美国ETF基金规模变迁


资料来源：ICI，华泰研究

金融科技崛起，助推业务发展。美国较早开始金融线上化服务，因此投资者对线上化资产管理接受度较高、对低费率诉求高。同时，美国在大数据、人工智能等技术上领先全球，为资产管理相关金融科技发展奠定技术基础。2010年后，以 Betterment 和 Wealthfront 为代表的金融科技公司快速崛起，为大众富裕人群提供低费率、低门槛和自动化投资管理组合，资产管理规模迅速增长。其后，先锋基金、富达投资、贝莱德等主流机构以自主研发或并购的方式加大金融科技投入，迅速重新主导市场的发展。

共同基金费率降低。2000年到2020年，股票基金的费率从0.99%下降到0.50%，混合型基金从0.89%下降到0.59%，债券型从0.76%下降到0.42%。费率下降主要可以归结为以下原因：一是规模效应，随着共同基金规模的扩大，一些固定费用的费率会随之减少。另一个原因是，越来越多的长期投资的基金（主要是机构投资者和退休养老计划账户）转向购买无申购赎回费的份额（No-Load Share Classes）。这类份额不需要投资顾问的服务，或者对投资顾问进行单独支付，因此费率更低。第三是共同基金行业竞争激烈，投资者倾向于选择费率更低的基金，给共同基金降低费率带来较大压力。第四是指数基金费率较低，指数基金规模的扩大（从1997年的1700亿美元到2011年的1万亿美元）拉低了费率平均水平。由于指数基金是被动管理，因此管理费水平整体较低，同时指数基金的平均规模也比较大。

抽丝剥茧，探索老牌基金优秀模式

富达基金（Fidelity）：国际化战略造就老牌机构盛名

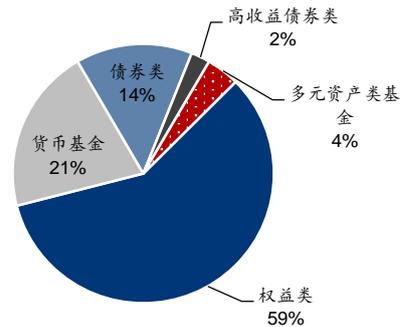
世界老牌基金管理公司，创新从未止步。1946 年爱德华·詹森二世（Edward C. Johnson）创建富达管理及研究公司，伴随着美国基金业的崛起，富达基金以国际化和独立于当时主流投资策略的“自下而上”策略建立起自己的品牌优势和规模优势，成为业内最领先的基金之一。进入 21 世纪后又通过销售上的改革等加强优势，在指数基金崛起和以先锋等新兴基金公司为代表的低成本冲击之下，富达基金业的发展也遭遇到一定挫折，但其品牌号召力及业务创新等仍使其处在基金行业前列。

图表82：2021年Q1末富达管理资产规模达3.95万亿美元



资料来源：公司官网，华泰研究

图表83：2021年3月末富达产品类型



资料来源：公司官网，华泰研究

优秀业绩铸影响力

早期的“激进增长基金”——富达资本基金（Fidelity Capital Fund）以及“麦哲伦”（Magellan）等注重个股选择的基金先后在业界树立名望之后，富达基金逐渐崛起，并最终成长为一家世界级的基金公司。彼得·林奇 1969 年加入富达基金，1977 年开始管理富达公司旗下麦哲伦基金，之后彼得·林奇掌管下的麦哲伦基金业绩逐渐成为业绩标杆，1977 年-1983 年，麦哲伦基金平均每年跑赢标普 500 指数 26%，1984 年至 1993 年业绩有所回落，但依然保持每年相较标普 500 正的超额收益率。

国际化铸就领先地位

富达基金较早的意识到了基金管理业务国际化的重要性，并于 1969 年成立富达国际，主要负责国际业务的推进。富达国际主要从事资产管理业务，截至 2021 年 3 月底，富达国际已经在全球通过 10 个地区办事处和 199 个美国投资中心为客户提供服务，拥有超过 40000 名员工，管理资产总规模约 3.95 万亿美元。

销售模式增进客户体验

富达基金一直比较重视销售模式的创新，力图给客户带来更为优质的体验，1973 年富达基金成为第一个上门服务的基金公司；1974 年富达基金第一个通过免费电话的方式进行基金销售，在电话尚属于新鲜事物的时代，电话销售模式取得良好效果；1979 年富达基金建立电话信息系统，方便投资者在 24 小时内电话查询基金净值和收益率，这是基金行业首次采取电话查询方式；在网络逐步发达之后，1981 年富达基金建立了富达系统公司（Fidelity Systems Company），专门负责富达网上系统和电话系统的维护管理，1986 年富达基金在行业内首次为客户提供按小时报价的服务，投资者可以按小时净值进行基金申购。富达基金的基金超市（Funds Supermarket）平台依然保持业界领先水平，基金超市是共同基金的主要销售形式，而富达基金的网上平台在 1993 年即成为全美 36 家基金超市中最大的一家，现在依然在业界领先。富达基金还建立了“直销代理人”制度，在该制度下，通过投资者对自己购买产品的满意度的体验分享，吸引更多的投资者关注和投资富达基金，而富达基金将原来支付给基金销售机构的大额佣金的一部分支付给分享者，从而使投资者也能分享基金销售环节的利益，增强客户投资体验。

多董事会结构分类监管

在管理机制方面，富达基金的董事会成员每年定期开会，董事会主席可以是独立受托人或管理层，由独立受托人任命产生。董事会绝大多数由独立受托人组成。富达基金采取多个独立运作的董事会结构，不同董事会分别监管不同类产品，从而使每组基金的受托人专注于所监管基金的特定问题。在激励机制方面，基金经理可以参与权益薪酬计划和员工股票购买计划。

保守投资策略限制发展

偏保守的策略是 2010 年富达基金逐渐被新兴基金超越的主要原因，产品类型更新步伐偏慢、模糊化的投资策略是典型代表。富达基金不倾向于建立指数基金、量化基金，且长时间内拒绝成立对冲交易部门，保守的策略使其失去了一个万亿美元级别的市场。富达基金的整体投资策略也发生了变化，转为偏向保守的市场中性策略，其基金产品很难再像彼得林奇时代的麦哲伦基金那样脱颖而出。

先锋基金 (Vanguard): 低成本+指数基金，基金业的新旗帜

先锋基金由约翰·博格于 1975 年成立，总部位于宾夕法尼亚州。先锋基金成立时间偏晚，但依靠自身鲜明的经营特色，先锋基金已成为管理资产规模最大且增速最快的基金公司。先锋基金在经营上重点突出指数基金，强调低成本运营，截至 2020 年底，平均管理费率仅为 0.09%，大幅低于美国基金行业平均水平。同时在公司构架上独具一格的安排使得先锋基金在竞争激烈的美国基金行业独树一帜，超越实力雄厚的传统基金公司，成为美国基金行业的新旗帜。

低成本运营独辟蹊径

先锋基金成立之初即确立了低成本运营的理念，取消销售佣金，在推出指数基金之后又推出税收管理基金，“Markets are unpredictable, costs are forever”是先锋基金对低成本理念最典型的阐释。先锋基金的平均费率从 1975 年的 0.89% 下降到 1990 年的 0.38%，并于 2020 年降低到 0.09%，不到行业平均费率 (0.52%) 的五分之一。先锋基金不仅通过低成本策略直接降低了投资者的投资成本，还通过将“低成本策略”打造成其特色以吸引长期投资者、增大客户的粘性。在美国资本市场以机构投资者为主、高养老金配置基金比例背景下，以长期投资优势为主的投资者特性促使投资者更加垂青于具有低成本优势的基金公司。

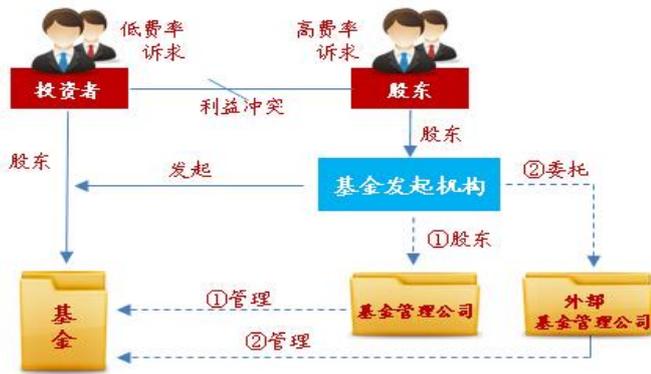
图表 84：先锋基金交易费

份额	先锋 ETF	先锋股票 (线上)
<5 万美元	免费	年内前 25 笔交易每笔 7 美元，之后每笔交易 20 美元
5 万-50 万美元	免费	每笔交易 7 美元
50 万-100 万美元	免费	每笔交易 2 美元
100 万-500 万美元	免费	年内前 25 笔交易免费，之后每笔交易 2 美元
>500 万美元	免费	年内前 100 笔交易免费，之后每笔交易 2 美元
份额	先锋 ETF	先锋股票 (线上)

资料来源：先锋基金公司官网，华泰研究

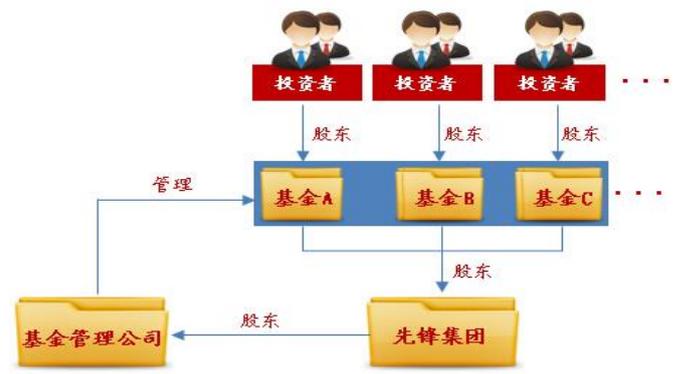
股东为旗下所有基金，拥有降低交易费用的内在诉求。先锋基金的特殊之处在于，先锋公司的股东为旗下所有基金（先锋公司为美国唯一一家如此构架的公司），基金的股东为投资者，从而先锋旗下的基金管理公司的实际股东仍然是投资者自身，先锋基金具有降低交易费用的充分激励，进而能够为投资者创造更大价值。

图表85：美国一般共同基金治理结构：利益不一致现象



资料来源：先锋基金发展分析报告，先锋基金公司官网，华泰研究

图表86：先锋基金独特结构设计：规避利益不一致



资料来源：先锋基金发展分析报告，先锋基金公司官网，华泰研究

薪酬奖励与节约成本挂钩。先锋基金成立之初即确立了低成本运营的差异化竞争策略，公司所有经营策略均按低成本要求展开。先锋基金平均费率不到行业平均水平的 20%，为投资者创造了更多的价值，同时，先锋基金会将所节约成本的一定比例计提到“合作伙伴计划”作为对员工的奖金。每年先锋基金将旗下基金管理费率与行业同类型基金进行对比，将基金所节约成本的一部分作为员工的奖金。

先锋基金不仅在公司架构上建立了降低成本的体制，更在员工激励上进行了相应安排，这是先锋基金运营成本一直低于同行的重要原因之一。先锋基金较低费率有两点逻辑，一是通过先锋公司股东为旗下基金，进而为基金份额持有人的设计，避免了公司型基金股东与基金管理公司股东之间的直接利益冲突；二是通过将所节约交易费用的一定比例成立“合作伙伴计划”反过来再次激励运营成本的降低。同时，先锋集团员工本身仍会投资旗下基金产品，在一定程度上激励先锋集团对于基金运行成本的降低以及对于基金业绩的追求。

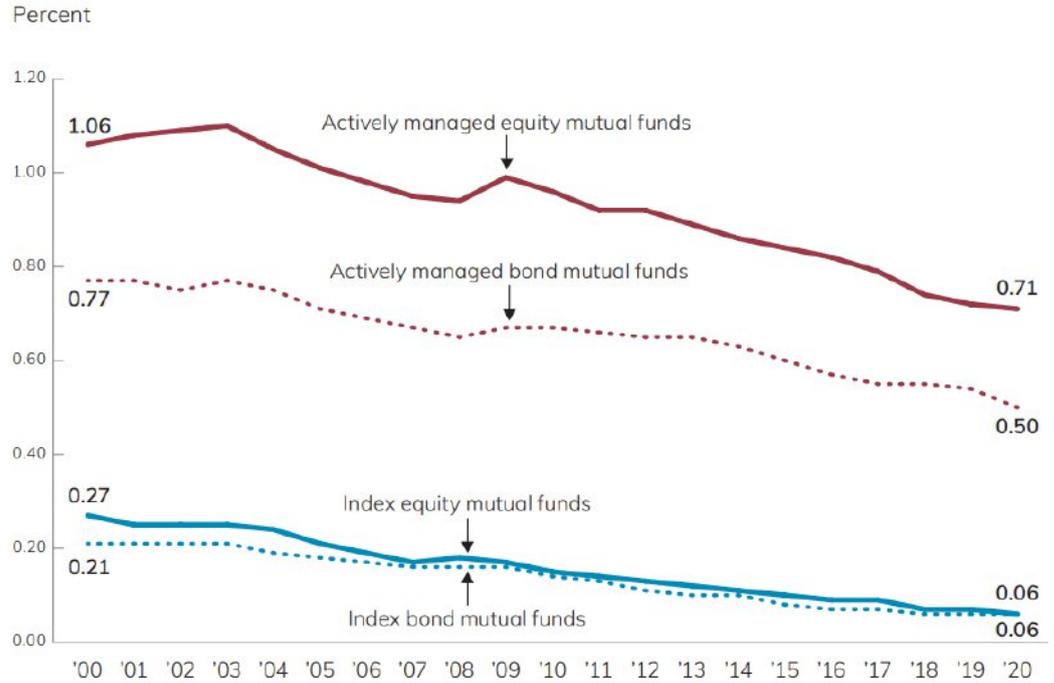
图表87：先锋基金低费率逻辑与激励



资料来源：先锋基金发展分析报告，先锋基金公司官网，华泰研究

以指数基金为主的产品结构，有利于基金运营费用的降低。先锋基金所管理基金规模的一半为指数基金。指数基金（包括ETF）由于采用被动式钉住特定指数的交易策略方式，拥有更低的运行成本。2020年美国指数股票型基金和指数债券型基金的平均费率均为0.06%；股票指数ETF和债券指数ETF加权平均费率分别为0.71%和0.50%。先锋基金超一半规模为指数基金，对先锋基金较低平均费率水平起到重要的推动作用。

图表88： 2000-2020 年共同基金和指数型基金费率走势

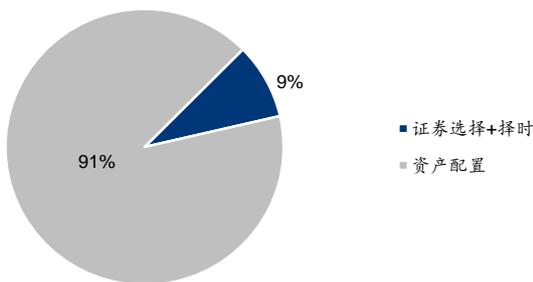


资料来源：ICI, 华泰研究

指数基金特色鲜明

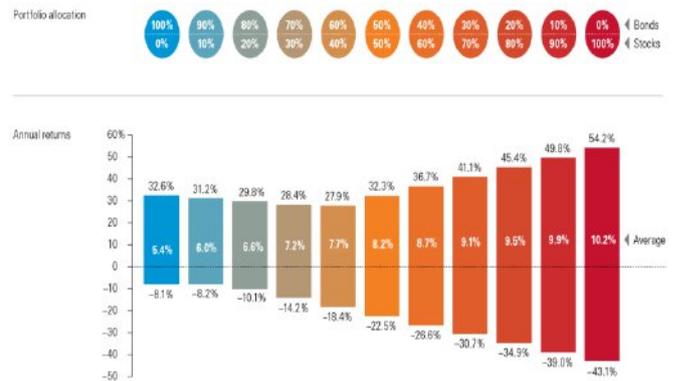
先锋基金重点发展指数基金源于“平衡配置”的投资理念。指数基金在先锋集团得到大力发展主要有两方面原因，第一是先锋基金一贯注重指数化资产配置的投资理念，第二是指数基金与先锋集团低成本运营的理念相契合。先锋基金的投资理念认为资产配置的差异决定了 91%的投资组合收益率，只有 9%的收益水平决定于选股与择时。一个好的投资策略不仅应规避风险较高的个股，还应注重资产配置的均衡，先锋基金同时为投资者构建了不同收益-风险水平的基金系列，供投资者选择与自身风险偏好相符的投资组合。

图表89： 先锋投资理念：资产配置决定 91%的收益



资料来源：先锋基金公司官网，华泰研究

图表90： 美国不同资产配置下风险-收益水平

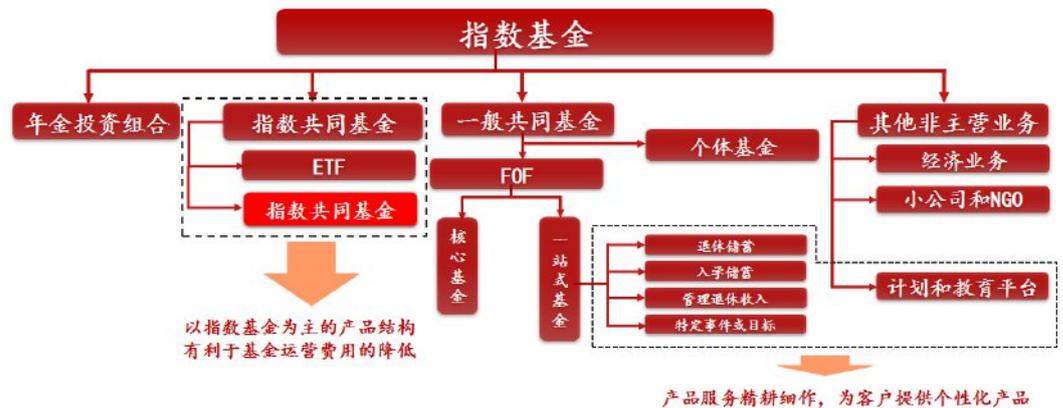


资料来源：先锋基金公司官网，华泰研究

产品线设计灵活精细。先锋基金产品线覆盖广泛，包括一般共同基金、年金投资组合、指数共同基金及其他非主营业务产品，但其仍具有浓厚的指数基金基因。1976年先锋基金发行了世界上第一支面向个人投资者的指数化基金—先锋 500 指数基金，成为指数基金的标志产品，指数基金总是先锋基金主导产品类型。指数基金大类下分为一般指数基金以及 ETF 基金。适合个人投资者的一般共同基金产品线设计非常灵活，旗下包含个体基金以及 FOF 基金。基金之间突出差异化，适合不同的投资者进行选择。

一站式服务独辟蹊径。先锋基金在产品上的过人之处在于，它以众多差异化的个体基金为“基金库”，在此基础上构建了按不同风险—收益配比水平的 FOF 基金，先锋基金注重资产配置的被自动化投资理念再次体现在产品设计中。先锋 FOF 基金包括核心基金与一站式基金两大类。其中核心基金是由 9 支子基金组成的系列产品，风险由低到高，投资者可以选择其一或者任意组建新组合，适合个体个性化的投资风格。一站式基金则为特定投资者提供一站式服务，包括退休储蓄基金、入学基金、管理退休基金、特定时间或目标储蓄基金，力求通过一支基金即实现风险的适度分散。

图表91：先锋基金产品结构



资料来源：先锋基金公司官网，华泰研究

产品服务精耕细作

先锋基金细化的产品线是其服务能力的基础，争取挖掘每一个潜在客户并为其提供个性化的产品是其一贯服务方式。先锋基金产品线细化程度很高，为其向具有不同诉求的投资者提供个性化服务提供了强大的支撑，其中一站式基金对于先锋基金突出个性化服务的体现最为明显。

先锋目标退休基金（Vanguard Target Retirement Funds）主要围绕投资者的退休安排提供对应可投资产品，该类型基金以 FOF 的形式投资于先锋基金旗下其他基金，构建与投资者收入、年限相适应的投资基金组合。按不同的退休年限，先锋目标退休基金被分为 10 个子基金进行独立运作（如预计在 2050 年附近退休的可已选择“2050 基金”等），每一个基金都相当于一个生命周期基金，随着退休日期的临近，基金的投资组合中风险较大的股票资产逐步降低，而提高固定收益类资产的配置比例，以最大化稳定投资组合表现。

同时，先锋基金设立了客户咨询教育平台、入学储蓄服务中心、退休金中心、房地产计划中心等服务机构为客户提供全方位的服务，而不仅流于形式。比如美国一些州政府为家庭子女上大学开展的“529 计划”，对家庭储蓄子女大学学费给予优惠政策。而先锋基金也推出了自己的“529 计划”（Vanguard 529 Plan age-based portfolios），并将此计划与州政府的“529 计划”进行对比，让投资者自由选择。州政府的“529 计划”推广度较高，先锋基金之所以能和州政府“争取”客户资源，一是先锋基金自身的品牌影响力，二是先锋基金的入学储蓄服务中心所能提供的深度服务。先锋基金将“529 计划”分为 0-5 岁、6-10 岁、11-15 岁、16-18 岁、19 岁以上 5 个阶段，每个阶段的“529 计划”基金对应不同风险水平，类似于目标退休基金。同时入学储蓄服务中心所能提供的服务包括预测大学生活开支、建立大学储蓄计划，甚至是规划大学生生活规划指导等，投资者可享受到全面、立体化的服务。先锋基金公司通过提高客户体验度的方式，不断增强投资者粘性。

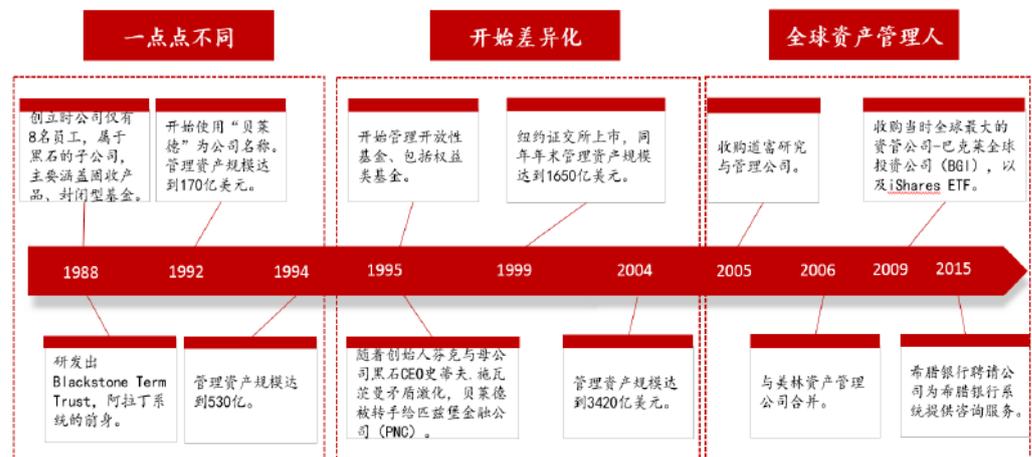
图表92： 先锋目标退休基金资产配置

退休时点	已退休	近期退休	中期退休 (20年)	远期退休 (50年)
TotalBondMarketIndex	50.00%	49.90%	40.90%	10.90%
TotalStockMarketIndex	20.10%	33.00%	47.40%	71.10%
Inflation-ProtectedSecurities	24.90%	16.40%	0.00%	0.00%
PrimeMoneyMarket	5.00%	0.70%	0.00%	0.00%
EuropeanStockIndex	0.00%	0.00%	8.30%	12.50%
PacificStockIndex	0.00%	0.00%	3.50%	5.30%

资料来源：先锋基金公司官网，华泰研究

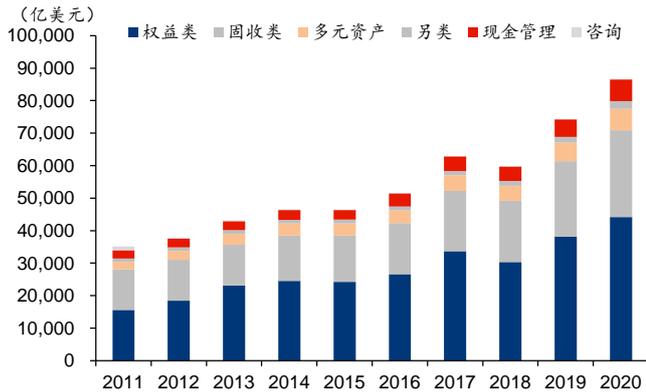
贝莱德 (BlackRock)：外延扩张打造资本运作之王

全球最大资管公司，股权结构趋于分散。贝莱德集团于1988年成立，并于1999年9月30日在纽交所上市，是美国规模最大的上市型投资管理集团。其总部位于美国纽约，拥有超过135个投资团队、超过1.5万名雇员，分支机构遍布全球100多个国家。贝莱德集团的股权结构较为分散。截至2020年12月底公司创始人 Laurence Frank 及其余高管持股总计1.02%。持股比例超5%的大股东仅有先锋集团，占比分别为7.96%。

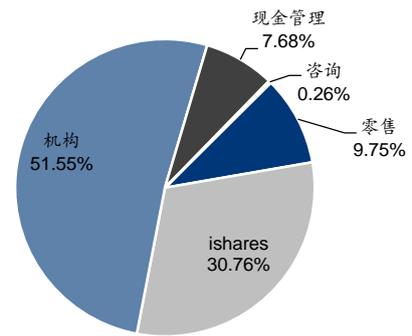
图表93： 贝莱德集团28年历史沿革


资料来源：贝莱德年报，华泰研究

权益类产品比重稳步提升，客户中养老金比重大。截至2020年末，公司在管资产(AUM)规模达8.7万亿美元，在过去5年的年复合增长率为11%，相比2019年末增加1.25万亿美元，同比上升17%。2020年底公司共管理权益类产品4.4万亿美元，固收类产品2.7万亿美元，多元资产约6587亿美元，现金管理约6663亿美元，权益类产品占比为50.94%，且近五年来权益类产品比重在稳步上升，18年有所下降。从客户类型来看，机构客户的在管资产约4.5万亿美元，占比51.55%；iShares规模为2.7万亿美元，占比30.76%；零售端规模8459亿美元，占比9.75%。贝莱德是全球最大的养老金管理人，养老金规模达到2.6万亿美元，同比去年增长8.34%，占机构类客户在管资产规模的67%。

图表94：权益类产品占据半壁江山


资料来源：Blackrock 年报，华泰研究

图表95：2020 年末机构类客户管理规模占比 52%


资料来源：Blackrock 年报，华泰研究

资本运作实现规模扩大

从贝莱德发展历程来看，资本运作是其超越竞争对手、实现跨越式发展的重要方式，包括上市、兼并收购等。1999 年贝莱德成功在纽约交易所上市，一方面扩大了自己在投资者中的影响力，另一方面也获得了充足的资金开发 BlackRock Solution 等核心产品。此后，贝莱德进行了一系列的兼并收购，其中最重要的是在 2005 年收购了道富研究与管理公司，紧接着 2006 年与美林资产管理公司合并，弥补了公司在权益、固定收益、现金管理各项策略和产品中的短板，一举确立了贝莱德在行业第一阵营的位置。

2009 年贝莱德又抓住巴克莱集团急需补充资本金的契机，将兼并目标锁定为最大的竞争对手——巴克莱全球投资者。投资风格从主动型策略的转向了被动型策略。此番操作有效降低了市场策略和资产类别表现轮动与波动对公司管理资产规模的影响。

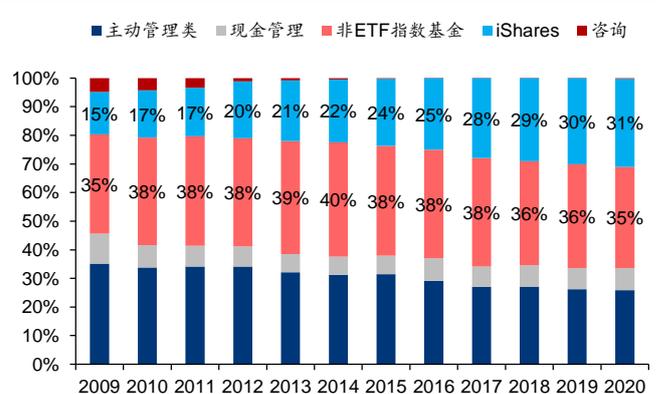
紧跟被动投资乘势而起

伴随美国家庭理财需求壮大、低廉的管理费和主动管理战胜指数效应持续，美国指数基金迎来发展黄金时期，总规模从 2003 年的 0.15 亿美元，发展到 2020 年底已达 4.39 万亿美元，平均复合增长率 22%。

贝莱德把握指数基金发展浪潮，在 2009 年通过收购当时全球最大的股票型 ETF 发行人巴克莱全球投资，同时也获得巴克莱投资旗下的 ETF 品牌 iShares，此后 iShares 成为贝莱德的拳头业务。指数基金规模的快速增长也成为驱动公司 AUM 增长的关键因素。此外，贝莱德还在积极开发 SmartBeta 策略，将主动管理能力融入被动产品策略，增加投资者多元化配置策略，同时也有效提升管理费率。

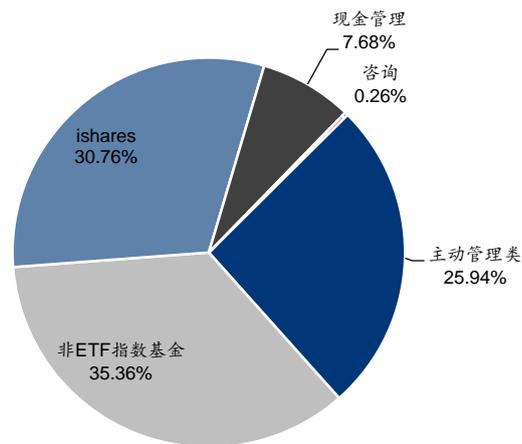
图表96：2009-2020 年贝莱德管理各类资产规模


资料来源：Blackrock 年报，华泰研究

图表97：2009-2020 年贝莱德管理资产结构


资料来源：Blackrock 年报，华泰研究

图表98： 2020年底贝莱德被动管理的资产规模占比超六成



资料来源：Blackrock 年报，华泰研究

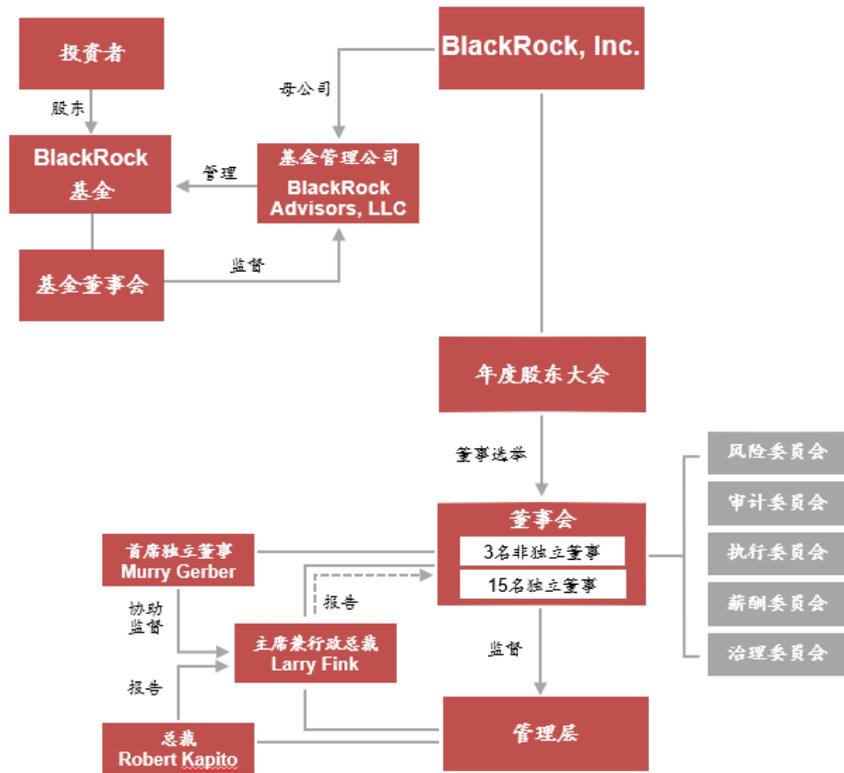
治理机制促长期发展

股权结构较为分散且股东特质多元，保证管理团队经营决策权。截至 2021Q1 末，贝莱德主要为机构投资者持有，总共持股占比 79.01%。公司没有实际控制人，持股超过 5% 的大股东仅两个，分别是 Vanguard 集团和 BlackRock, Inc.。分散式股权结构下无单一的股东控制决策，保持管理团队对公司经营的决策权。

董事会设立兼顾长期稳定和新旧更替。贝莱德 8 位创始人中的 4 位目前仍处于核心领导团队，并在董事会中占有席位。较长的任期赋予他们对公司深入了解，有利于公司长期治理稳定运营。同时，贝莱德兼顾董事会新鲜血液流入，促进董事会健康更替，公司治理机制包括对董事的定期评估、持续的董事继任流程，具体流程包括董事会成员年度选举和强制退休年龄限制等举措。

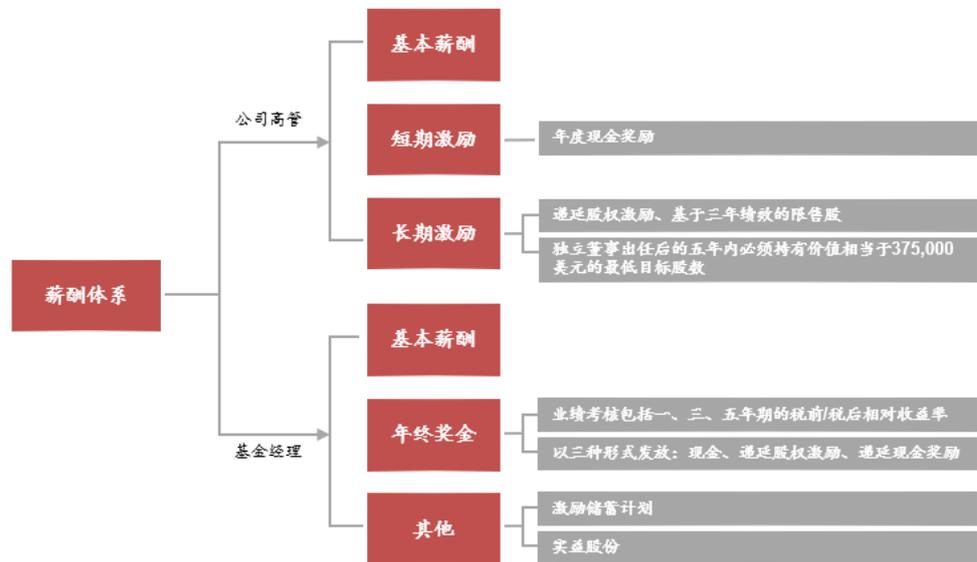
合理使用治理机制保障股东权益。从员工持股机制方面看，贝莱德要求独立董事在被选举成为董事后的五年内必须至少持有价值相当于 37.5 万美元的公司股份。此外，贝莱德董事薪酬计划主要由股权激励组成，并以递延股票单位的形式支付，从而薪酬激励与约束机制。从薪酬激励机制方面看，贝莱德的基金经理的薪酬激励与考核体系较为全面合理，且采用相对长期的绩效考核机制。对于主动投资基金经理来说，奖金将综合考虑公司整体业绩、该经理和其团队的相较于基准的业绩、个人表现和对投资组合和公司整体表现的贡献等因素。业绩考核区间兼顾多元和长期化，包括了一年、三年和五年期的相对于比较基准的收益率，使得愿意贯彻实施长期投资策略，避免短期超额收益、获取长期业绩回报，从而实现投资业绩可持续发展，也利于吸引长线资金。

图表99: BlackRock, Inc.及旗下基金治理结构



资料来源: Blackrock 年报, 华泰研究

图表100: BlackRock 激励机制

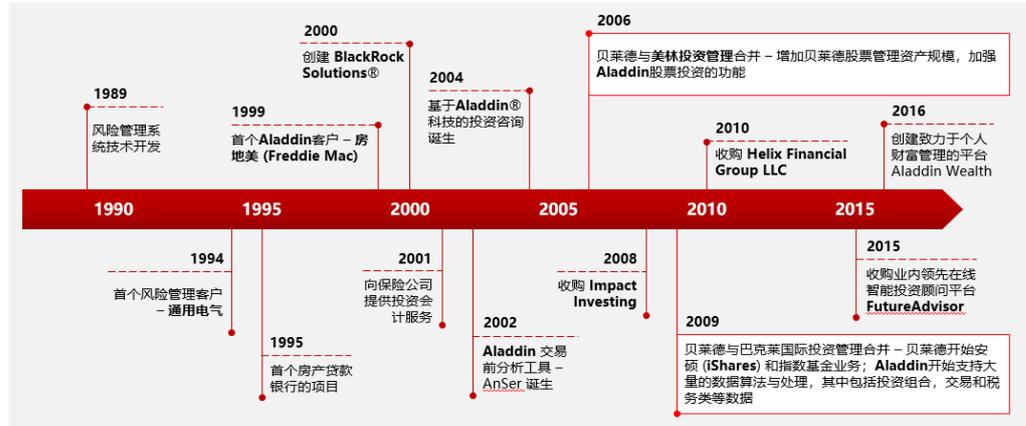


资料来源: 贝莱德年报, 华泰研究

金融科技阿拉丁系统赋能

贝莱德自 20 世纪 90 年代以来率先开始注重金融科技发展，陆续开发了风险管理系统、阿拉丁系统 (Aladdin)、BlackRock Solution 等系统，并通过并购收购 FutureAdvisors 智能投顾等系统。科技发展成为贝莱德资产管理规模放大的重要驱动因素。

图表101： 贝莱德始终注重技术研发，以技术为基石拓展投资业务

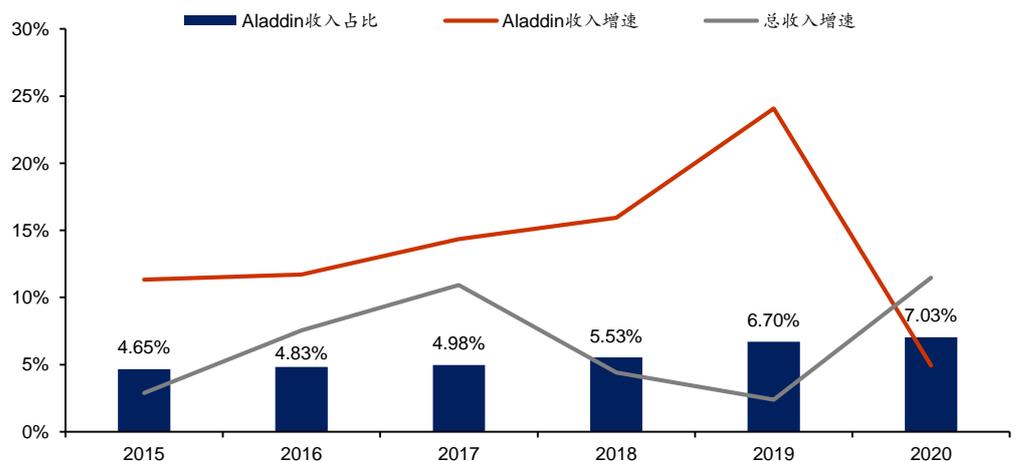


资料来源：公司年报，华泰研究

其中，阿拉丁系统影响力显著。阿拉丁系统旨在利用人的资源、市场数据和 IT 技术为投资经理提供实时资产管理。阿拉丁将投资组合管理、交易、风险分析和运营工具整合在一个平台上，帮助投资机构实现明智的投资决策、有效的风险管理、提高交易效率和扩大投资规模。

如今，阿拉丁为 60 多个国家的超过 500 名客户提供服务，其用户接近 5.5 万名，依赖这一平台管理的资产规模超过 21.6 万亿美元。继续受益于有利于全球投资平台整合和多资产风险解决方案的趋势，2020 年 BlackRock 技术服务收入 11.39 亿美元，同比增长 16.94%，其中阿拉丁业务通常是以能提供经常性收入的长期合同的形式，占据了全年技术服务收入的大部分。过去五年，尽管 BlackRock 的营收增速出现过较大波动，阿拉丁系统的收入却实现了较稳定的增长。

图表102： 阿拉丁系统收入在 BlackRock 总收入中占比及增速、BlackRock 收入增速



资料来源：公司年报，华泰研究

图表103：阿拉丁系统具体服务功能

功能	具体服务
风险管理	每天监测 2000 多个风险因素，每周进行 5000 次投资组合压力测试和 1.8 亿次期权调整计算；每天测试成千上万的潜在情景来评估市场因素变化带来的影响，如通货膨胀、石油或天然气价格等
组合管理	将复杂的风险分析和绩效归因与投资组合管理和交易工具相结合
交易管理	支持强大的多投资组合功能，包括合并、拆分和交叉订单以便于有效地管理订单
运营管理	所有操作流程都在同一个平台上运行，以监督跨业务功能的投资流程

资料来源：公司官网，华泰研究

阿拉丁平台的主要优势体现在：（1）拥有强大的数据资源基础。数据管理中心不断地记录和存储着各种重大事件，再通过蒙特卡罗模拟，计算它们对 AUM 有多少潜在影响。（2）定制化情景分析和压力测试。阿拉丁将构建好的模型部署到自己的客户端，客户可以根据特定需要或者投资组合的特性来调整模型，然后利用模型进行定制场景分析。它还可以部署不同类型的压力情景测试让机构客户满足金融监管的要求。（3）完整的投资服务流程。一方面，阿拉丁平台提供多资产类别的模型和分析，如固定收益、股票、外汇、衍生品、商品、房地产、私募股权和对冲基金等。另一方面，阿拉丁建立包括实时交易工具、投资组合构建工具、订单管理系统、风险报告系统、情景分析工具等各种数据处理和操作工具。

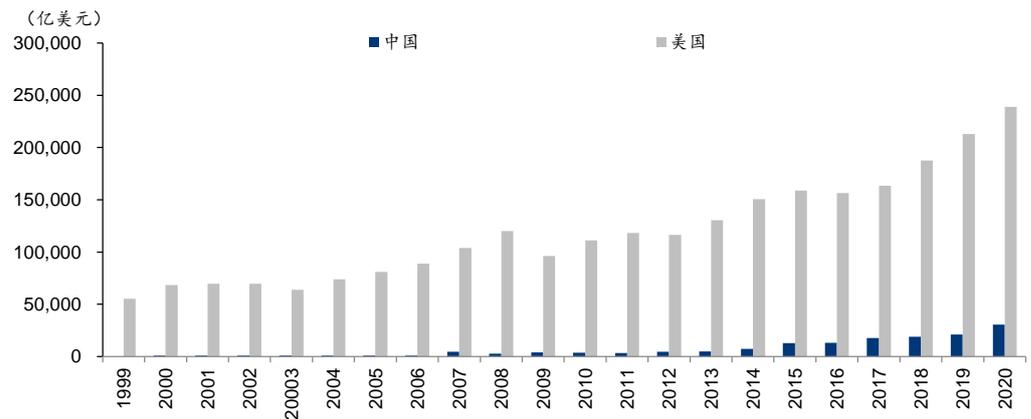
中美对比，解析基金行业发展方向

鉴于往事，资于治道。美国共同基金行业的发展历程，为中国基金行业发展提供宝贵经验，同时也为基金行业纵深发展提供借鉴：

立足行业：中国共同基金尚处起步阶段

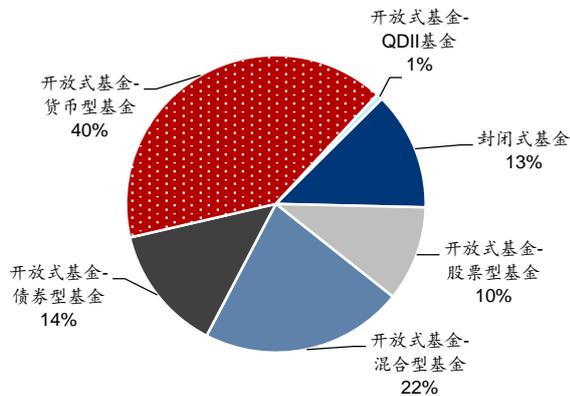
立足行业整体，中国共同基金尚处发展起步阶段，内部结构仍待优化完善。从规模上看，美国共同基金约为中国规模的 10 倍。2020 年末，我国公募基金净值约合 3.05 万亿美元，较 2019 年末增长 44.51%，而美国共同基金达 23.9 万亿美元。从结构上看，我国公募基金以货币类基金为主导，2020 年末占公募基金比例达 40%，而美国则以股票型基金为主导，2020 年末占比达 53%。

图表104：中美共同基金净值对比



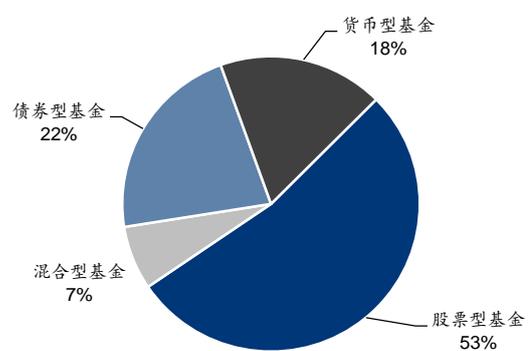
注：采用每年末中国外汇管理局人民币兑美元中间价折算
资料来源：证券基金业协会，Wind，ICI，华泰研究

图表105：2020 年末中国共同基金构成：货币基金主导，股票型占比



资料来源：证券基金业协会，华泰研究

图表106：2020 年末美国共同基金构成：股票型基金占据半壁江山



资料来源：ICI，华泰研究

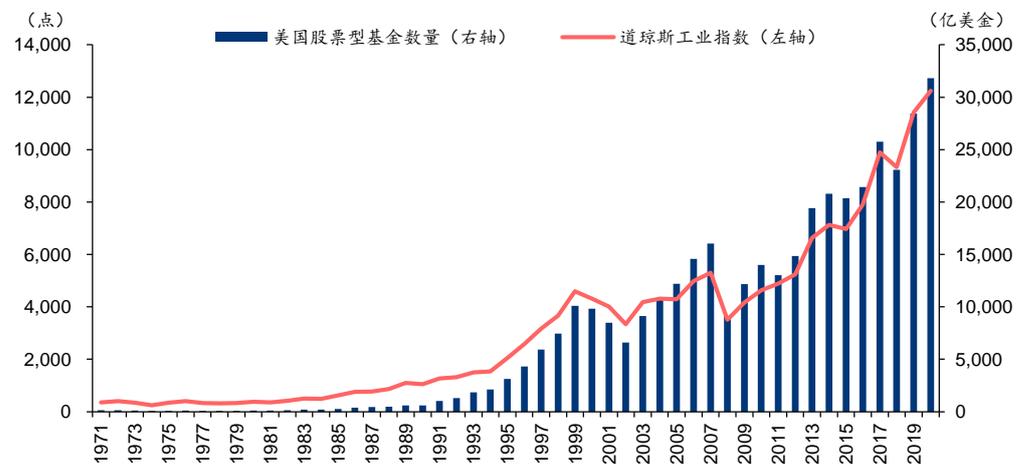
细观品类：各类基金产品发展水平参差

伴随债券型基金扩容，及对货币基金的相关监管政策升级，2020年货币市场基金占比略有下降，未来伴随去刚兑和去保本推进、货币基金监管加码、股票市场稳中向好等信号有望迎来结构优化调整。当前我国还未完全实现市场利率市场化，且资管新规落地前以银行理财为代表的资管产品普遍存在刚性兑付的情况，资金池运作现象普遍。货币基金在某种程度上具有“类刚兑”特性，为客户提供相对高收益、高安全性的产品，其与银行存款之间的天然价差，驱动类货币基金产品规模不断攀升，其中个人客户是投资主力。2020年底，货币市场基金占比约40%，较2019年末的货币市场基金占比略微下降，股票型基金仅占6%，而同期主动权益型、混合型基金占比仅为10%。这一趋势特征与美国20世纪七十年代至八十年代早期颇为相似。美国货币市场基金自上世纪70年代推出后，1981年规模占比曾大增至77%。但随着通货膨胀问题得到解决，美股长期牛市开启，预计股票型基金将成为长期投资的更优选择。截至2020年末，美国货币市场基金规模占比已降至18%，股票型基金占比高达53%。

未来对货币基金流动性风险管理和对影子银行严格管控，将使货币基金规模可能面临较大波动。目前对货币基金的监管政策正在逐渐加码：流动性新规中对货币基金资产投向、剩余期限、估值方法与风险准备金等做出限制性规定；监管对市场上规模最大的货币基金余额宝的限制政策也逐渐升级；2018年6月，央行和证监会联合发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，对货币基金“T+0赎回提现业务”明确1万元上限，同时明确要求不得垫支。

慢牛是推动股票型基金规模的系统性因素。借鉴美国经验，股票类基金发展壮大往往伴随股市牛市行情，慢牛是推升美国股票型基金规模的系统性因素。自1993年至2020年底，道琼斯工业指数年化收益率为7.28%，同期美国股票型基金规模年复合增速达10.45%，显著超越股指增长水平，行情上涨的同时吸引了较大规模增量。

图表107：美股指数和美国股票型基金



资料来源：Wind, ICI, 华泰研究

长期价值资金入市是股票基金发展的燃料与稳定剂，有望与股市形成良性循环，成为推动股票型基金快速拓展、公募基金结构变革的关键要素。从资金面看，未来有三方面资金值得期待：一是递延并优化养老保险。作为中国版IRA的有益探索，个税递延型商业养老保险为后续产品供给提供了有力支持。此外，监管部门也在抓紧制定个税递延养老账户投资公募基金业务的规则。二是职业年金业务。作为我国养老保障体系第二支柱新生力量，职业年金正在快速推进。职业年金存量规模较大且缴费具备强制性，是各家机构关注的长期资金来源之一。加上部分基金公司已具备多年企业年金投资经验，在风险偏好类似的账户投资上有所沉淀。三是海外增量资金。我们认为随着A股国际化程度不断提高，在沪深港通扩容、A股纳入MSCI的良好趋势下，海外资金将持续涌入中国内地市场。随着国际投资者对中国金融市场的信心的增加，中国将进一步深入国际金融市场。

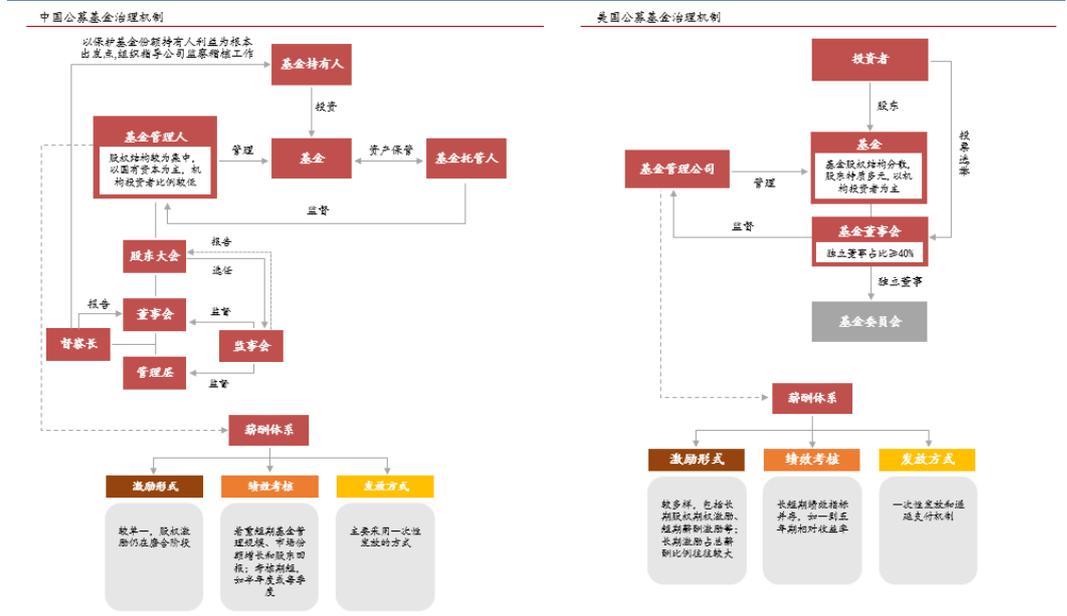
利率市场化稳步推进，固收类衍生品持续创新为债券类基金发展奠定基础。参照美国经验，1986 年利率市场化结束后，债券基金迎来快速发展周期，规模曾一度超过股票类基金。当前国内利率市场化稳步推进，为债券型基金遵循市场化拓展埋下伏笔。同时衍生产品创新以及量化策略为债券基金多元化配置和风险对冲奠定基础。

多样化产品出现，基金产业成熟多样。借鉴美国发展经验，结合当前行业趋势，我们认为以下多元化基金产品将在未来日益得到关注：一是指数基金。美国投资者对指数投资的理念认可伴随共同基金业的发展。据 ICI 统计，在 1997 年，美国指数基金规模约 1700 亿；截至 2020 年底，指数基金规模达 4.8 万亿美元。二是 ETF 迅速成长。ETF 的交易特性使其成为对冲、套利和资产配置的理想工具，对机构投资者和大资金投资者有较大吸引力。美国 ETF 的发展历史非常迅速，1993 年规模约 4.7 亿美元，截至 2020 年底，规模已经超过 54490 亿美元。三是 FoF 基金发展。资管新规规定，银行理财子公司发行的理财产品不得直接或间接投资于内部理财产品，也就是说若理财子公司发行 FOF 类理财产品，公募基金可成为其一类可选投资资产。

聚焦机制：治理及考核机制仍待优化

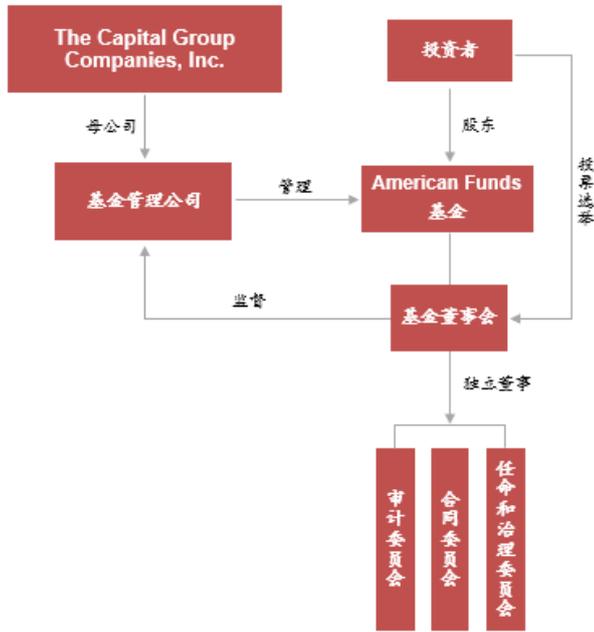
从治理机制看，我们认为美国领先的基金管理公司治理机制完善、考核机制趋向长期化，助力公司良性循环、可持续发展。美国部分头部基金公司，通过多元或特殊的公司股东结构、强劲的管理层实力、市场化的激励机制和长期化的考核机制，在专业能力、可持续投资业绩、成本降低等方面取得领先优势，为公司取得长期成功构筑内在基因。相比之下，当前我国公募基金公司股东结构相对集中，员工持股、市场化薪酬激励等激励机制尚未全面推行，且考核机制偏短期化下追求短期利益，导致公司资源和活力尚未被充分激发。我们认为，未来在政策适当指引下，基金公司应该探索完善治理机制，助力公司良性循环、实现长期化可持续发展。

图表108：中美公募基金治理机制对比



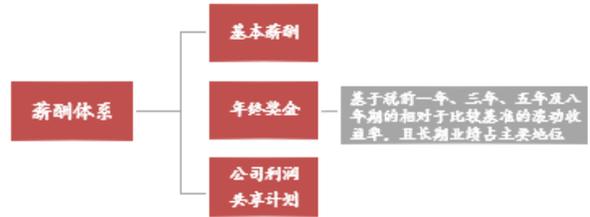
资料来源：证券基金业协会，ICI，华泰研究

图表109: American Funds 治理结构



资料来源: Capital Group 年报, Thomson Reuters, 华泰研究

图表110: Capital Group Companies, Inc. 基金经理薪酬体系

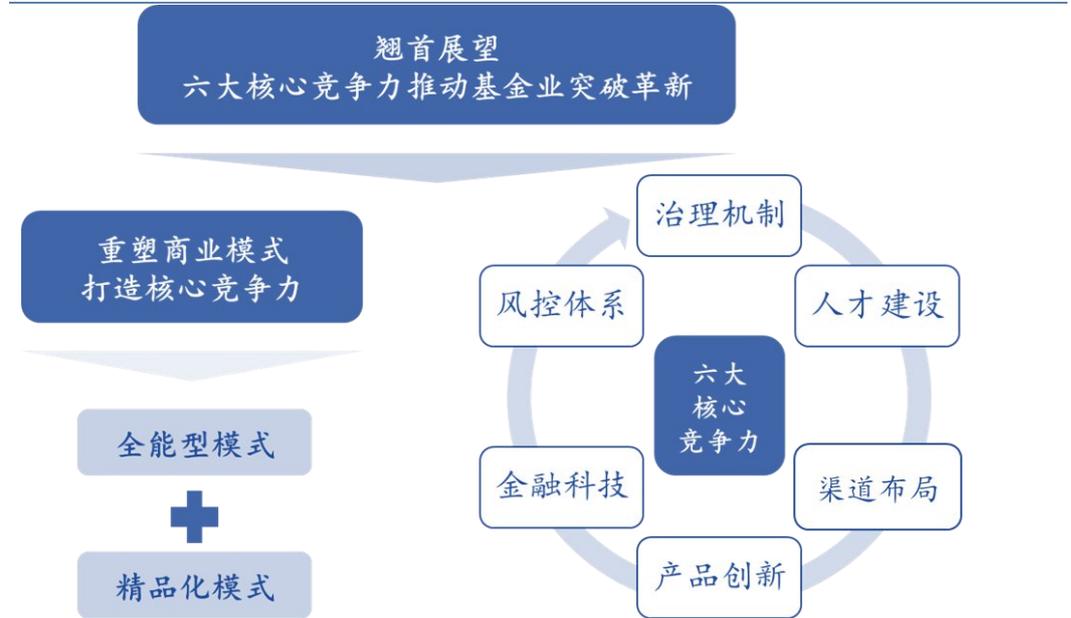


资料来源: Capital Group 年报, Thomson Reuters, 华泰研究

翘首展望，六大核心竞争力推动基金业突破革新

资管行业大变局时代，大资管行业正在构建需求分层、市场分层、产品分层的多层次体系。中国基金业作为大资管行业的关键组成，面临牌照红利削弱、行业变革推进，结合国内现状和美国经验以及成功案例启示，我们提出需要顺应政策和市场趋势，把握公司定位与战略发展方向，从治理机制、人才建设、渠道布局、产品创新、金融科技、风控体系等六大方面强化核心竞争力，进一步重塑经营模式、延伸业务链、做大体量，从而掌握市场话语权。

图表111：国内基金公司的革新之路



资料来源：华泰研究

重塑商业模式，打造核心竞争力

从1998年开始，中国公募基金行业已完成两个重要阶段：1998-2007年，牌照为王阶段。在此阶段，公募基金行业的规模不断扩大，业内公司的核心竞争力不在于研究实力和产品销售能力，而是获取产品发行批文的能力，尤其是在2006-2007年基金产品供不应求阶段。2007-2013年，渠道为王。在此阶段，资本市场持续低迷，产品供需关系逆转，产品发行批文不再是尚方宝剑，是否拥有渠道优势成为竞争核心。2014年后，行业开始进入模式为王的新时期，各基金公司将根据自身资源禀赋，选择差异化发展路径。

图表112：1998年以来国内公募基金行业三大发展阶段



资料来源：华泰研究

股权结构和股东属性是资源禀赋的先决条件，是决定公司发展模式的重要依据之一。按控股关系不同，可以将公募基金划分为六大类型：券商系，信托系、银行系、金控系、保险系和产业资本系。券商系在基金公司数量和管理份额净值上均占据了半壁江山，产业资本系因天弘基金而在管理份额上仅次于券商系。

根据资源禀赋的差异，目前公募基金行业逐步分化为两大类模式：一类为全能型模式，基金公司在丰富的资源支持下实现投资渠道的全方位覆盖，并依托规模优势逐步强化竞争优势；另一类为精品化模式，基金公司在有限的资源下，将核心资源聚焦于特定领域，例如主动管理型、指数投资型、量化投资型、货币理财型等优势领域，以实现在特定赛道上的战略突围。我们认为战略定位的明确、经营模式的选择，是各大基金公司需要首先纳入考虑范畴的。

图表113： 公募基金两大类模式

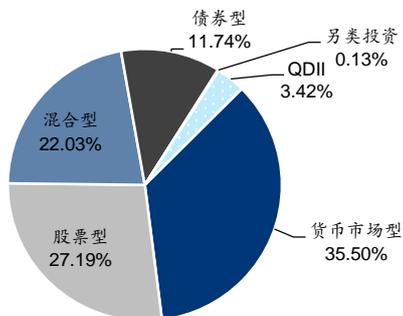


资料来源：华泰研究

全能型模式，满足目标客户全部金融需求。全能型模式是目前上规模基金公司致力的方向。所谓全能，是指全面覆盖和开展集合理财、专户理财、财富管理、企业服务、私人银行、对冲基金、另类投资基金以及专项基金等全方位业务，满足各层次客户的综合需求。全能型模式的主要特征在于业务资格牌照全，产品体系能够全部满足目标客户金融需求。此类基金拥有一定的渠道和研发优势，但同时基金公司的综合实力要求更高。

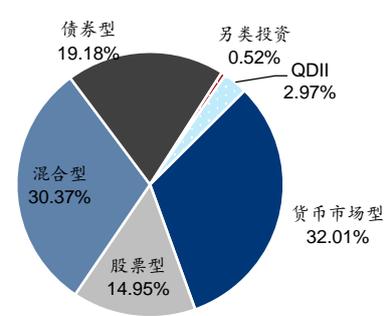
我们认为作为公募基金行业久负盛名的华夏基金和易方达基金，目前已具备转型全能型基金管理公司的基础。根据 Wind 数据，截止 2021 年第二季度末，华夏基金旗下基金资产净额 9372 亿元，基金类型涵盖了从低风险、低收益的货币市场基金到高风险、高收益的股票基金，可以满足各类风险偏好投资者的需求。而易方达管理基金资产净额 15269 亿元，产品基本全覆盖且结构更为均衡。公司还管理着多只全国社保基金投资组合，已经被多家大中型企业确定为年金投资管理入。

图表114： 2021年Q2末华夏基金产品结构



资料来源：Wind，华泰研究

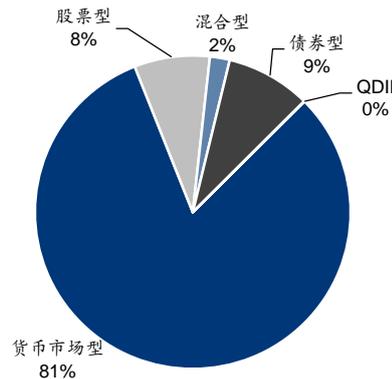
图表115： 2021年Q2末易方达基金产品结构



资料来源：Wind，华泰研究

精品化模式，聚焦优势投资品种。精品店模式主要是指基金公司将业务、渠道、服务、人才等全部资源集中倾向于某一重点业务，在投研能力上侧重于某一单一市场的投资，具有较为清晰的单一的投资风格，在服务和营销渠道上讲究特色服务，强调营销和服务的及时性、准确性和贴近性，通过对单一产品、单一市场的深耕来获取超额收益。此类基金公司拥有较为独特的渠道优势，在产品发行上可以更加聚焦。例如天弘基金，与阿里系合作后，通过余额宝这一货币市场型基金，规模快速做大，超越华夏成为管理份额净值最大的基金公司。此外，像华泰柏瑞基金为代表的的量化投资型模式表现也较为突出，主动量化型管理规模行业领先，收益表现也居行业领先地位。

图表116：2021Q2末天弘基金产品结构



资料来源：Wind，华泰研究

治理机制：精简组织架构，优化治理机制

探索多元股权，精简组织架构

公募基金伴随资本市场发展变化同步前进。伴随资本市场市场化改革深化和向存量市场推进，基金公司处在资本市场浪潮中心，资本市场规模扩大、有效性提升和市场化制度完善也呼唤公募基金革新。而公司治理机制是保证公司健康发展、增强成长的根本力量，因此基金公司治理机制优化对把握发展先机至关重要。公募基金公司作为资管行业的核心成员之一和最具市场化基因的机构，需要在公司治理机制上顺应市场趋势，同时又要探索引领大资管行业前行步伐。

探索股权结构更趋合理、多元、灵活。从中美基金公司对比来看，美国基金公司整体看来股权集中度偏低、股东多元；而我国股权结构相对集中，股东类型集中于券商、银行、信托等金融机构，个人股东公募基金近年来呈现上升趋势。未来，伴随外资资管公司对境内公募基金“一参一控”制度正式放开，员工持股计划进一步向大型公募基金公司推广，个人系公募基金数量逐渐上升，基金管理公司混合所有制改革推进，以及根据国家政策的方向和行业、公司发展的需要带来更广泛的股东资源，公募基金公司的股权结构有望趋向多元优化，从而探索出符合行业和公司发展需要的股权结构。

精简组织架构，打造“多支柱模式”。扁平化、简洁化的组织架构有望推动业务高效发展，安联保险资管在业务重组后探索的“双支柱”模式具有重大参考价值。2012年安联资产管理公司成立之前，旗下共有9个独立的资产管理子公司。2012年，安联宣布对旗下资产管理业务进行整合，将除PIMCO外企业7家精品资产管理公司，如RCM资产管理公司、Nicholas-Applegate等并入安联投资，与PIMCO作为集团资产管理业务两大支柱独立存在。在德国，对PIMCO及安联投资业务进行拆分，PIMCO专注于固定产类投资，而安联投资着重发展权益类投资。在全球其他地区，两家公司虽然产品线类似（均包含固定收益类、权益类、另类资产及多元资产类产品），但两家公司保持了自己独特的投资理念，并通过安联集团的统一管理在业务上取得协同效应。安联集团的“双支柱”模式打破了之前九家公司独立经营的低效率局面，使PIMCO及安联投资能更好地利用集团资源拓展市场份额。简化公司组织架构的同时，业务效率得以提升。

引入事业部制+券商研究服务

1) 引入事业部制

基金行业的格局进入“裂变期”，一些基金公司依靠外部力量迅速做大；另一些公司希望通过内部改革实现崛起，改革的抓手就是引入投研事业部制。

所谓事业部制度，是将基金行业运行了 16 年的“大而全”投研架构打散，重组为一个个事业部，投研人员的利益跟事业部的绩效直接挂钩。目前，招商基金、国泰基金、前海开源基金、中欧基金等公司开始进行事业部制度改革的尝试。事业部制度在海外已经运作成熟，无论大中型还是小型基金公司，事业部制度较为普遍，即一个明星基金经理带领一个团队，自负盈亏，参与基金管理费的分成。当下，我们认为基金公司引入事业部制度条件逐渐成熟。

一方面，此前之所以未引入该制度，主要是囿于投资行业所处的时代背景。在“庄股”时代，基金公司设立独立的研究部门在一定程度上是为了制约投资经理，防止基金经理“一言堂”，所以要求所有的投资都必须有相应研究作为根据。但从实际操作来看，投研普遍存在脱节现象，研究成果转化为投资业绩效率低下，沟通成本较高，迫切需要重新架构内部组织体系。另一方面，基金牌照红利逐渐消失。过去十多年，基金公司牌照并未放开，牌照是难得的红利，股东一般不愿意把管理费拿出来与员工分享。随着最近一两年基金牌照管制放开，发行产品逐渐过渡至备案制，基金公司的事业部改革才有条件起航。

由于制度僵化，明星基金经理“奔私”频繁上演，而事业部制度或能有效对冲。毕竟投研人员单独做私募并不容易，除了投资之外，还有市场、产品等事务需要操心，难以专注，以致“奔私”者大多默默谢幕。事业部的魅力就在于为优秀投研人员提供一个良好平台，束缚少、激励到位、可以专注投资。

在事业部体制下，不同团队之间交流会受到阻隔，资源浪费问题似乎难以避免。因此，事业部改革之下的业务协调和配套制度的建立，成为基金公司亟待解决的问题。同时，事业部制度下，可能提升投研团队的风险偏好，令产品处于更大风险敞口。这需要管理层以更大的智慧对待新事物。

相较于老基金公司事业部改革要面临人事调整等重重压力，并承受转型失败机会成本，而中小型和新成立的基金公司改革阻力较小，我们建议这两类基金公司先行推进，且试点且调整，以助力弯道超车。

2) 与券商研究所合作共享价值成长

2006-2007 年大牛市中，基金业管理规模快速放大，部分基金公司信心大增，重金打造庞大的研究团队，而与卖方合作则蜻蜓点水。事后证明，这一模式并不成功，主要原因在于完全依靠内部研究力量并不足以有效覆盖和捕捉投资机会，且成本高企，在行情低谷时面临较大压力。

事实上，随着多层次资本市场的繁荣与发展，我们认为卖方的话语权和重要性将越来越高，对资源的整合能力也越来越强，基金公司与之合作的利益结合点越来越多。1) 上市企业群体越来越庞大，买方囿于研究力量限制，对上市标的的研究覆盖愈发困难，这就需要借助卖方研究的力量，筛选出真正有投资价值的标的，随着上市企业的增加，卖方研究的作用越大；2) 卖方深耕行业研究，具备丰富的产业资源，能立足产业链视角挖掘更多服务维度。

图表117：我国近年资本市场业务规模

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
IPO 数量(个)	77	98	348	281	155	0	125	223	227	387	105	203	388
募资(亿元)	1,034	1,739	4,885	2,810	1,034	0	668	1,576	1,496	2001	1,378	2,532	4,645
定增 数量(个)	107	117	153	176	152	267	475	813	814	513	267	248	323
募资(亿元)	1,642	2,672	3,127	3,485	3,214	3,584	6,932	12,253	16,918	10,197	7,524	6,798	7,841

资料来源：Wind，清科，华泰研究

随着资本市场产品和服务不断丰富，基金自身研究力量的任务量急剧增加，与卖方的合作预计将越来越紧密。站在大潮的起点，建议基金公司选择部分大型券商开展合作试点。至于合作券商的选择，我们建议是研究和投行综合实力强的券商。

坚持价值投资，参与全球竞争

根据沃顿商学院的 Seigel 教授对于美国在过去二百年中各类金融资产的表现统计，无论是黄金、债券、或是现金，其保值增值能力在过去的 200 年时间里都被证明远远不如股票。1802 年的 1 块钱美金，今天只值 5 分钱；但是 1802 年的 1 块钱股票，即使在剔除掉通货膨胀因素后，在过去两百年里仍然升值了一百万倍，今天它的价值是 103 万。Siegel 教授认为，股票比别的资产更保值的原因是克服通货膨胀和同步 GDP 增长，而股票实际上是代表市场里规模以上的公司，GDP 的增长很大程度上是由这些公司财务报表上销售额的增长来决定的。从美国的经验来看，股票比债券、货币更具有保值和增值的空间。

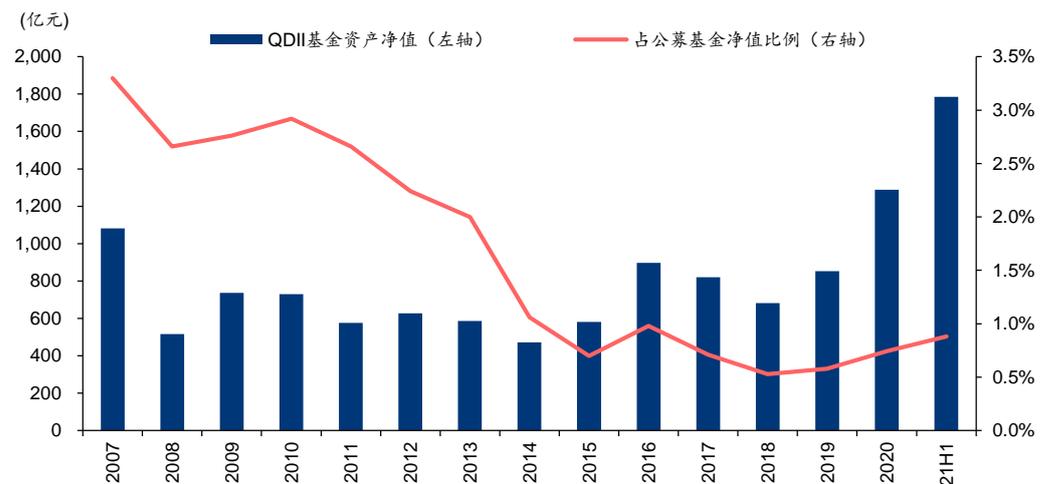
机构投资者占比攀升，刺激投研水平提升。在资产配置荒背景下，机构资金潮涌，银行、保险等大量机构投资资金在寻求途径进入资本市场，公募凭借其专业、透明的产品设计成为首选标的，机构投资者比重加大使得公募市场正在发生结构性和趋势性变化。根据 wind 数据统计，2013 年和 2014 年，公募的个人投资者持有资产占比分别为 76.1% 和 71.6%。而根据证券投资基金业协会统计，至 2019 年底（无更新数据），个人投资者持有规模占比下降至 50.2%，而机构投资者持有资产占比一跃攀升至 49.8%，机构投资者手握重金将吸引基金公司进一步推动工具型投资产品的丰富和投研能力的提升。

历史上，个人投资者一直是公募市场的主要持有人，主流基金管理人的定位以普惠金融式的资产管理服务为主。当下，机构投资者市场份额的结构性、趋势性上升，基金管理人已显现出向机构投资者市场倾斜发展态势，积极发展专业化、工具化投资产品。预计未来将出现更多以满足机构投资需求为主、积极开拓机构投资市场的基金公司，公募基金也应在长期投资、风险控制和个性化设计等方面集中发力，抓住这一波机遇，发展出一条特色化道路。

开展国际业务，参与全球竞争。与美国、日本共同基金上世纪 50 年代和 70 年代就参与海外投资相比，我国公募基金走出国门的时间较晚，投资规模也较小。时间纬度上，国内首支 QDII 产品诞生于 2007 年，比美国整整晚了 60 年，比日本晚了 40 年。资产规模维度上，2007 年开发出 QDII 产品当年，投资资产净值突破 1000 亿元，占基金总净值的 3.3%，但随后年份，QDII 产品净值不断出现下滑，截至 2021 年 6 月，总净值仅 1809 亿元，占基金总净值仅 0.79%。

我们认为国内公募基金出海不成功的原因大致有三：一是 2008 年金融危机当头一棒，令投资者损失较大而心有余悸，以致产品销售难有突破；二是海外市场投资经验不足；三是最近三十年来中国经济发展状况居全球之首，孕育的投资机会或许并不亚于海外国家。

从美国经验来看，尽早布局海外市场相当必要。一方面，布局海外不仅可以熟悉成熟市场游戏规则，分享最新科技技术带来的投资盛宴，而且可以挖掘新兴市场投资价值；另一方面，国内经济正处于转型期，可能带来部分阵痛，而且随着财富不断积累，全球资产配置对高净值客户有较大吸引力；再者，也是国内公募基金走出国门，与国际同行竞技的必然选择。大型投资银行在国际业务上有资源优势，基金公司可与大型投资银行对接，有利于推动 QDII 业务快速发展、国际业务全面打开。

图表118： 2007-2021H1 国内 QDII 基金资产净值与占公募基金资产净值比例


资料来源：Wind，华泰研究

人才建设：激发员工活力，注重团队建设

员工素质及人才管理体制是企业竞争的关键因素。发达市场的资管行业发展历史较长，经过同市场长时间的磨合，人才培训和激励体系更加成熟，其教学体系与市场需求衔接较为通畅，而目前国内人才教学多注重理论知识学习，同市场需求匹配度不足。此外，外资资管公司往往具有更加有效的管理模式和激励政策，注重个人和公司长期和短期利益的一致性。随着对外开放的深入推进，先进经验有望被内资企业学习借鉴并得以运用。

员工持股计划绑定股东和员工利益

构筑市场化、长效激励机制，境内头部基金公司已有优异实践。证监会曾于2014年《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》中提出支持管理层、投研人员及其他业务骨干等专业人士持股或实施利润分享计划，建立长效激励机制，促进人才队伍稳定发展。目前我国部分基金公司已经在激励机制进行了不同探索，已有超过20家基金公司已通过个人直接持股或员工持股平台实施股权激励计划。

未来我国基金公司在激励机制方面有望有多样尝试，通过市场化机制吸引优秀人才。同时，当前公募基金行业激励和考核机制偏短期化，导致基金经理较多追求短期收益，未来需要向国外头部资管公司靠拢，**建立多维度、长期化的绩效评估体系，促进公司业绩长期可持续发展。**

图表119：国内基金公司股权激励要点梳理

项目	变更股权 复批日期	新增合伙企业（员工） 持股比例（%）	新增合伙 企业股东数量	合伙企业股东持股明细	员工持股计 划涉及人数	合计出资额
中欧	2014.4.25	0.20	5	自然人窦玉明、刘建平、周蔚文、许欣和陆文俊，分别持股 4.9%，4.9%，4.1%，4.1%，2%	5 人	3760 万元
	2017.7.17	0.12	12	窦玉明、周玉雄、于洁、赵国英、卢纯青、方伊、关子阳、卞玺云、魏博、郑苏丹、曲径、黎忆海，分别持股 5%、1.4925%、0.7447%、0.7447%、0.7447%、0.5319%、0.5319%、0.4203%、0.3989%、0.3989%、0.3989%、0.2926%	12 人	2200 万元
汇添富	2015.2.28	0.15	1	上海菁聚金投资管理合伙企业（有限合伙）持股 14.98%	约 100 人	1762 万元
	2016.12.19	0	0	上海菁聚金投资管理合伙企业（有限合伙）持股增至 24.66%	约 100 人	1510 万元
				（上海菁聚金持股 比例增加 9.68%） （上海菁聚金进一步 认购新增注册资本）		
南方	2019.07.25	0.09	4 家	厦门合泽益企业管理合伙企业（有限合伙）、厦门合泽盈企业管理合伙企业（有限合伙）、厦门合泽吉企业管理合伙企业（有限合伙）、厦门合泽祥企业管理合伙企业（有限合伙）持股比例分别为 2.11%、2.2%、2.1%、2.12%	中高层等 百余名员工	超 3000 万元
易方达	2019.12.26	0.10	6 家	珠海祺荣宝、珠海祺泰宝、珠海祺丰宝、珠海聚莱康、珠海聚宁康和珠海聚弘康，分别持股 1.5087%、1.6205%、1.5309%、1.7558%、1.4396%和 1.5388%	185 人	1244 万元
广发	2020.12.25	0.10	5	嘉裕元股权投资合伙企业（有限合伙）、嘉裕祥股权投资合伙企业（有限合伙）、嘉裕木股权投资合伙企业（有限合伙）、嘉裕泓股权投资合伙企业（有限合伙）、嘉裕富（珠海）股权投资合伙企业（有限合伙），分别持股 3.87%、2.23%、1.55%、1.19%、1.16%	约 100 人	1410 万元
睿远	2021.2.5	0.21	5	赵枫、上海怡远企业管理中心（有限合伙）、上海洵远企业管理中心（有限合伙）、上海湛远企业管理中心（有限合伙）、上海盈远企业管理中心（有限合伙），分别持股 4.99%、4.5%、4.3199%、3.5%和 3.2%	18 人	2051 万元

资料来源：公司公告，华泰研究

安盛员工持股成功经验有较大借鉴意义。安盛为人称道的员工激励政策将股东和公司员工的利益紧密联系在一起，其股权激励计划更是通过设立具有挑战性的业绩考核标准来激发员工的潜能。据 2020 年报披露，安盛员工持股比例达到 4.27%，其中集团高管持股比例共计 0.0911%，侧面反映集团中层干部及普通员工参与持股的广度和深度。

图表120：截至 2020 年 12 月 31 日安盛集团股东结构

股东名称	持股数量（股）	占已发行普通股比例	投票权
Mutuelles AXA	361,466,657	14.95%	24.75%
员工持股	103,366,466	4.27%	6.19%
一般公众	1,921,020,176	79.43%	67.93%
其他	32,536,109	1.35%	1.13%
合计	2,418,389,408	100%	100.00%

资料来源：公司年报，华泰研究

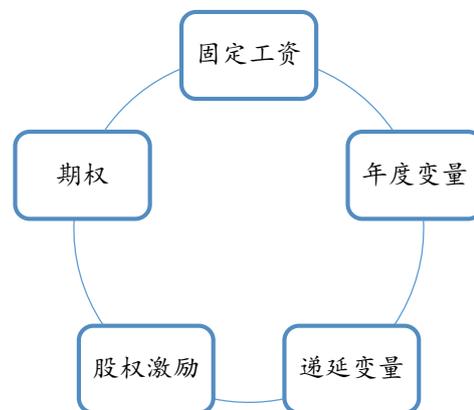
图表121: 截至 2020 年 12 月 31 日安盛集团高管持股

高管	持股数量 (股)	持股比例
Denis Duverne – Chairman of the Board of Directors	1,614,748	0.0668%
Thomas Buberl – Director and Chief Executive Officer	436,847	0.0181%
Patricia Barbizet	5,570	0.0002%
Martine Bièvre	0	0.0000%
Helen Browne	108,145	0.0045%
Jean-Pierre Clamadieu	11,500	0.0005%
Bettina Cramm	1,604	0.0001%
Irene Dorner	6,700	0.0003%
Rachel Duan	5,600	0.0002%
André François-Poncet	7,842	0.0003%
Antoine Gosset-Grainville	4,268	0.0002%
Isabel Hudson	2,170	0.0001%
合计	2,204,994	0.0911%

资料来源: 公司年报, 华泰研究

五大薪酬制度与不同期限指标挂钩, 有效激发员工创造性。薪酬是人才管理中一个很重要的方面, 安盛集团的员工薪酬设置分为五个部分。其中, 固定工资部分与个人的能力和业绩挂钩; 年度变量通常依据一年内的短期表现, 与个人业绩、企业业绩、集团业绩挂钩; 递延变量参考 2-3 年的中短期表现, 与个人业绩、企业业绩、集团业绩、集团股价表现挂钩; 期权激励则根据 4-5 年的业绩情况, 与企业业绩、集团业绩、集团股价表现挂钩; 期权则根据 5-10 年集团股价表现授予。安盛集团员工薪酬制度通过五个不同方面的指标考核, 保障员工收入维持一定水平, 增加员工留存率, 同时覆盖了从短期到长期的职工激励期限, 引导员工关注短期业绩的同时更好地维护公司的长期利益。

图表122: 安盛集团员工薪酬组成部分



资料来源: 公司年报, 华泰研究

专业的员工培训体系帮助员工快速成长

高度重视员工培训, 坚持以人为本的理念。安盛积极选聘高素质员工, 制定完善的培训计划, 注重人才的培育, 并鼓励员工参加培训提高专业技能及综合素质, 提供 12 种全球先进的渐进式培训课程 (例如 DSS、ASDP、AMPC 等), 并且每年举行多次封闭式度假村培训。

汇丰集团设置雇员发展部提升员工技能。汇丰集团同样十分重视企业职工培训, 汇丰的公司文化是“走在同行前列, 带领业界发展。为雇员提供胜人一筹的学习和发展机会, 一同进步, 一同成功”。汇丰的雇员培训发展部基于这个高瞻远瞩的目标, 为汇丰的业务部门提供了具有前瞻性的和迎合发展所需的培训活动和课程。除此以外, 各部门雇员能获得管理培训、领导技巧、语言和技能培训的训练。

完善的晋升机制保证了优秀人才的有效留存

安盛的成功同样依托于其人才梯度建设。安盛每年运用组织与人才评估系统对员工进行评估，制定个性化的发展计划，加速员工的职业成长。每年的组织与人才评估对员工的业绩以及潜力通过科学的评估系统进行评估，确定关键人才，并制定相应的接班人计划和发展计划，确保公司在未来的快速发展中有源源不断的人才能够胜任关键职位，也使员工能够实现个人职业生涯的发展进步。安盛的人才评估将绩效和潜质放在横轴和纵轴上，之后加入职业操守、主动性和驱动性分析，针对不同类型的人才，采取相应措施培养、加薪或留用。

汇丰集团对于不同员工设置不同的晋升和考核机制。汇丰集团的“素质发展计划”在考察职工时设置六个条件包括学习、客户、责任感、团队合作、沟通、不断提高，通过六个标准考察员工。对于中高级员工，其发展适用于“个人发展评估”，帮助识别中高级员工的强项和个人持续发展项目，并评估发展潜力。汇丰集团对于各个部门企业的员工都有一个明晰完善的晋升机制，保障了公司源源不断的后备人才。

人才管理将是国内资管未来发展的关键

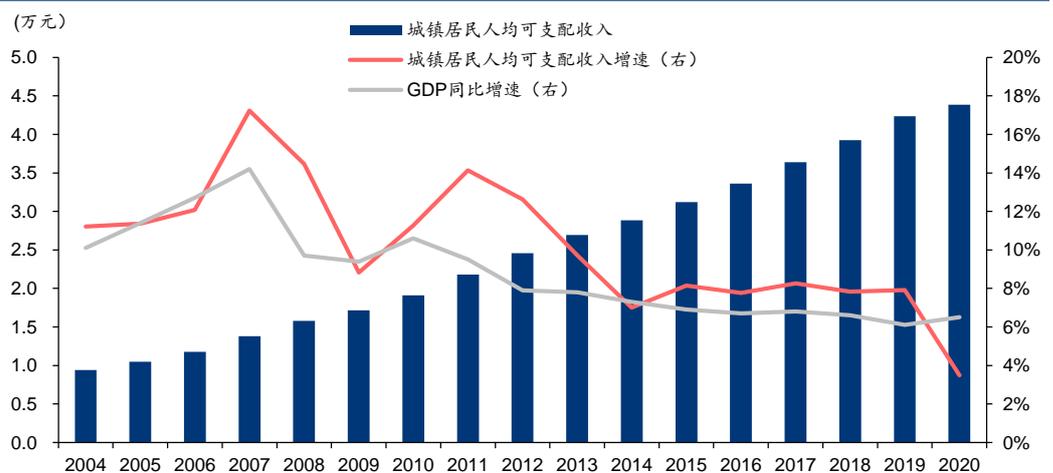
和外资企业相比，我国内资资管企业的人才管理和激励计划相对欠缺。大多数企业缺少人才激励机制或者机制设置不合理，对外开放下长期的合作机制有望逐步建立，利益共享和员工积极性的推动才可保障企业的长期发展。我国部分基金公司已经开始实施员工持股计划等激励制度，但是员工持股比例普遍较低，持股结构单一，外资企业中普通员工参与持股的广度和深度都处于相对高位。同时，相较于外资企业，我国企业尚缺乏有效的员工培训体系和完善的晋升机制，因此制定有针对性的对策、把企业人才管理摆在重要位置、加强团队建设尤为重要。

渠道布局：零售机构协同，布局多层次渠道

零售端：多元理财需求催生，公募基金具较强优势

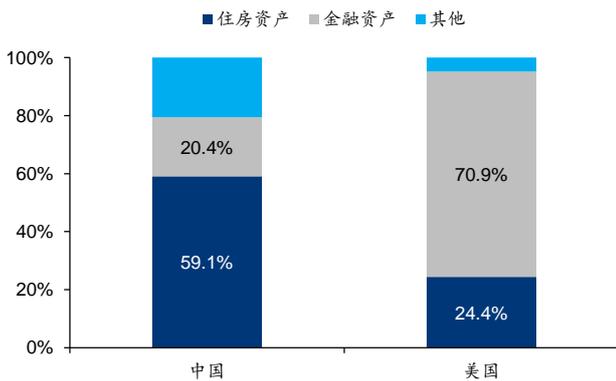
居民财富蕴含较大投资需求，金融资产迁徙是未来趋势。根据《2021 中国私人财富报告》，2020 年末中国个人可投资资产达 241 万亿元，蕴含较大投资需求。2015-2020 年，我国经济增速基本保持在大个位数左右，居民收入持续增长，从 2004 年起我国城镇居民人均可支配收入累计同比增速平均超过 GDP 累计同比增速约 1.6 个百分点。居民财富增长提升了消费水平，同时也激发了对资产保值增值的需求。

图表123：城镇居民人均可支配收入与 GDP 累计同比增速对比

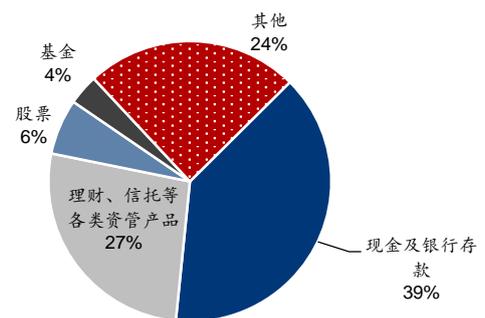


资料来源：Wind，华泰研究

居民财富中房产比例偏高，且主要体现为现金和存款。未来居民财富向专业资产管理机构转移空间较大。但由于可选择金融投资工具较为缺乏，居民家庭资产配置中房产比例偏高、金融资产比例偏低。基于央行的《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，2019年中国居民总资产配置中，房地产投资占比达 69.9%；金融资产投资占比 21.2%，其中股票投资占金融资产投资的比例仅为 6.4%。参照发达国家市场经验，随着国内资产管理市场发展，国内大量储蓄存款将逐渐通过专业资产管理机构实现资产优化配置。2019年美国居民总资产配置中，金融资产投资占比达 70.9%，为占比最大投资，房地产投资占比为 24.4%。未来，伴随资本市场发展完善和监管对房地产行业的调控，我国家庭资产配置有望从房产向金融资产迁徙，居民储蓄财富向专业资产管理机构转移空间较大。

图表124： 2019年中美居民资产配置对比


资料来源：美国经济分析局，中国人民银行，华泰研究

图表125： 2019年中国居民金融资产配置结构


资料来源：中国人民银行，华泰研究

大资管分层竞争体系酝酿形成，形成良性可持续发展格局。资本市场深刻变革，资管新规明确大资管行业统一监管体系，股权时代新周期来临，金融科技赋能行业新业态，均为资管行业打开广阔发展空间。广阔的发展潜力也使资管行业成为各类资管机构的必争之地。监管统一规范下，对接各等级风险偏好的资金需求，将形成以银行理财子公司、公募基金、券商资管、保险资管、信托、私募基金为主导的分层次资管大格局，规范运作、拥有成熟体系资管行业新生态正在酝酿形成。

公募基金核心优势在于具备较强的投研能力，资产端创设能力强。公募类基金始终在严格规范的监管框架下，是运作机制最为规范的一类资管产品，受资管新规影响相对较小。且公募类基金主动管理先发优势显著、产品设计灵活，未来在监管统一和市场环境变化背景下，公募类基金有望迎来广阔发展机会。与其他机构相比，虽然公募基金缺乏渠道支持，但是公募基金的优势在于资产端创设能力，即其具备强大的投研能力，能创造出稳健的收益吸引投资者，为居民理财保驾护航。

公募基金发挥全牌照价值，占据先发优势。经过 10 多年发展，目前国内公募基金投资范畴已经覆盖了股票型、债券型、混合型、货币市场等多种类型，交易类型包含传统封闭式、ETF、开放式、LOF 以及创新封闭式、分级基金等多种交易方式，投资区域覆盖国内外，产品线日益完善，在大类资产配置需求增加的背景下，有望占据先发优势。

渠道能力建设的核心之一在于对客户形成深度洞察，匹配其潜在需求。针对现有及潜在的客户，如何增强其留存、提升获客效率，首要的是理解客户，即通过 KYC 满足其产品需求与平台产品供给之间的匹配。对于不同客群的选择，决定其经营战略。基金公司未来可拓宽销售渠道，增强客户黏性。同时通过互联网技术，可利用低费率等在直销网络平台吸引客户，将原本交给银行的渠道费用让利给客户，培育自己的客户群，并为客户提供优质的理财服务，发展忠实客户。

打造全方位客户服务体系，构建高质量资产配置服务体系。基金公司可加强投资、运营、风控、市场等各业务条线通力协作，为客户提供需求匹配、产品方案、投后管理、客户服务等全流程、全方位的一站式解决方案，实现高效高质量的资产管理服务。1) 需求匹配方面，与客户充分沟通，准确把握客户需求，结合基金公司投研体系及产品线，提供符合客户需求的资产管理方案；2) 产品方案方面，根据客户的流动性需求、风险偏好预期收益率要求、资金性质等要求探讨方案细节、制定产品方案；3) 投后管理方面，成立专门的服务团队进行投资运作、提供定期报告、定制服务报告、密切保持组合运作汇报；4) 客户服务方面，与客户在市场变化、重大事件、绩效评估等多个方面持续沟通。基金公司可通过构建高质量资产配置服务体系，构建在渠道端的核心竞争力。

机构端：资金分层效应显著，增量资金加速流入

公募基金从机构端的资金来源具有不同的投资指引，银行保险等机构追求稳健的绝对收益，而部分客户追求相对收益，资金分层效应显著。公募基金以特有的业务优势与专业化的投资能力，逐步深化生态黏性，吸引增量资金加速流入。

1. 积极承接银行理财资金，发挥权益市场投资优势

银行理财子公司陆续开业但股市投资能力尚缺，未来公募基金产品有望成银行理财投资股市的重要投向。理财新规发布后，银行理财可通过股票基金参与股市，理财子公司则还可直接投资股票，银行理财将成为 A 股市场的重要新角色。根据中国理财网《中国银行理财市场半年报告（2021 年上）》的数据，21H1 末银行理财产品存续规模达 25.8 万亿元，未来资金入市有望带来可观增量资金。虽然银行理财子公司可以直接投资股票，但鉴于理财子公司在权益类投资方面缺乏经验，在投研风格、投研能力等方面尚无法充分对接股票市场，而公募基金凭借长期的经验在权益领域的投资能力突出。我们认为未来理财子公司或与公募基金在权益类投资上的优势深度合作，公募基金产品有望成银行理财投资股市的重要资产投向，迎更多增量资金。

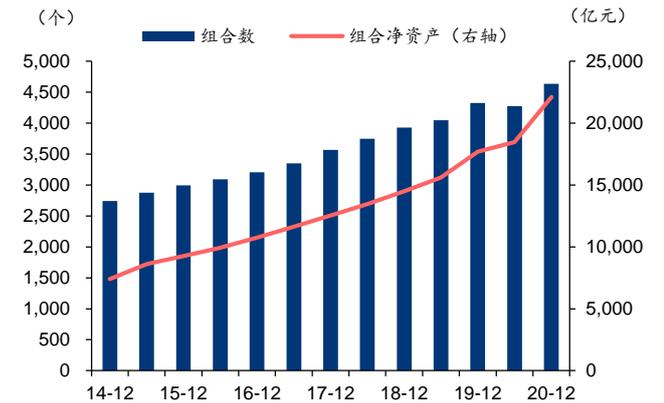
2. 保险及养老金入市节奏加快

2020 年 1 月中国银行保险监督管理委员会提出未来五年高质量发展目标，首次强调了多渠道促进居民储蓄有效转换为资本市场长期资金，保险及养老金入市节奏有望加快。

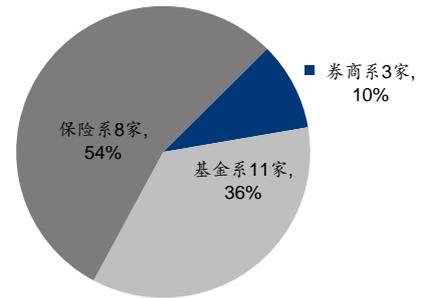
一方面，当前保险资金股票和基金投资比例仍较低，未来仍有进一步提升空间。根据银保监会披露的统计数据，2021 年 6 月末保险资金运用余额达 22.17 万亿元，其中股票和基金投资规模达到 2.78 万亿元左右，占比 12.54%。相比发达市场，保险资金股票和基金投资比例仍有进一步提升空间，将为市场带来显著增量资金。

另一方面，养老资金的入市节奏也有望加快。当前我国老龄化趋势明显，在人口老龄化社会，养老资金必然成为资本市场的重要参与者。美国共同基金更是养老金的重要投向。截至 2020 年末，IRAs 账户中的 45% 资产投向共同基金，DC 计划则高达 59%。国内资本市场上的养老金主要是企业年金和社保基金，其规模日渐庞大，有望成为公募基金的重要资金来源。此外，未来伴随养老第三大支柱个人税收递延型商业养老保险发展，若公募基金正式纳入其投资范围，也将为公募基金带来重要资金增量：

1) 积极承接企业年金。截至 2021 年一季度末，我国企业年金基金累积 23163 亿元，比 2019 年末的 17985 亿元增加 4511 亿元。在当年 GDP 的比重相对较小，远低于发达国家企业年金资产储备超过 GDP 一半的水平。2013 年 12 月，三部委出台企业年金个税递延政策，出发点在于做大养老金总资产池，鼓励有条件的企业缴纳年金。2013 年-2020 年企业年金累计规模年均复合增长率为 20.68%，保持稳健成长。

图表126: 企业年金总投资规模


资料来源: 人力资源和社会保障部, 华泰研究

图表127: 2020年末各机构管理企业年金投资规模


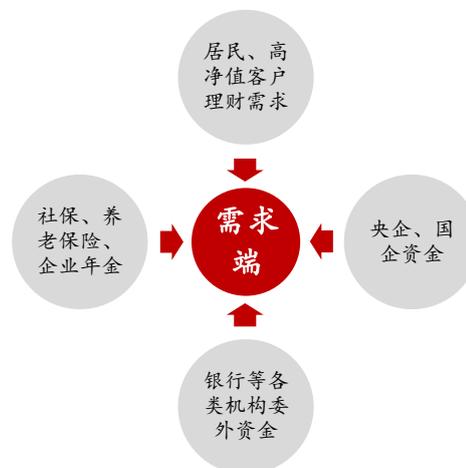
资料来源: Wind, 华泰研究

2) 社保基金是另一重要资金来源。截至2020年末, 社保基金资产总额达2.92万亿元, 其中委托投资1.91万亿元, 委托投资占比由2011年的42%上升至2020年的65%。按近年来社保基金增长趋势, 基金公司未来有望分享数万亿元规模的委托投资大蛋糕。

3) 养老金规模将持续增长, 配置需求不断加强。继广东省、山东省将千亿养老保险结余基金委托社保基金理事会投资运作后, 按照养老金入市办法, 养老基金资产净值不高于30%可投资于股票及股票型基金等, 表明养老金投资市场化改革已大步进行中, 作为专业投资机构, 公募基金自然不会缺席这场盛宴。国务院积极推动养老保险基金的投资运营, 根据人力资源和社会保障部披露的信息, 截至2021年3月, 所有省分均签约启动实施基本养老保险基金委托投资工作, 合同规模1.25万亿元。因此, 公募基金应当在产品设计上提前规划, 做到收益与安全的兼具, 既发挥专业投资能力的优势, 又保障本金的安全。

3. 积极承接央企、地方国企资金

当前市场环境下, 有大量央企、国企资金想方设法寻觅收益稳健、风险较低的资产。另一方面密集发行的新基金面临着市场震荡和银行理财产品强力“吸金”的双面夹击, 即使坐拥强大渠道依托的银行系基金公司也面临发行尴尬, 不断有新基金宣布延长募集期。央企、国企资金对稳健收益的需求和公募基金对渠道的需求不谋而合, 我们认为公募基金利用定制化的产品设计承接央企、国企资金, 并通过强大的投研能力在市场上创造稳健收益, 二者强强联合、相得益彰。

图表128: 需求端积极承接各类资金


资料来源: 华泰研究

产品创新：多元布局拓空间，费率优化迎发展

打造明星产品，“出圈”推动规模增长

明星基金是规模增长的核心驱动力，2020-21H1 数只明星基金崛起，头部效应显著。部分头部基金公司产品条线布局全面，形成多风格、全方位、全天候的产品体系，覆盖价值型、均衡成长型、稳健收益型、积极高成长型、价值成长型等不同风格；同时也有聚焦不同行业的垂直型产品，如聚焦消费、信息产业、制造业等不同赛道的基金经理。不同产品/基金经理风格各异、定位独特，保障易方达能够在市场风格切换、行业轮动时，叠加销售体系的推动，实现标杆性/明星基金产品的规模化效应。典型的包括混合型基金易方达蓝筹精选、景顺长城新兴成长、富国天惠精选成长等明星产品。又如股票型基金华夏能源革新、广发高端制造。

打造明星效应是基金资产增长的利器，明星产品“出圈”推动规模快速成长。我们通过拆分易方达蓝筹精选资产贡献来源衡量其资产规模中资产增值和投资者认购的比例。易方达蓝筹精选 2018 年末规模仅 21.6 亿元，2019-21H1 期间两年半的时间内规模扩张超 40 倍。以季度初和季度末平均净值*当季度投资者净申购份额测算，得 19Q1-21Q2 投资者净申购贡献约 622 亿元，基金市值增长约 255 亿元。进而，投资者净申购占净值增长的 70% 以上，仅早期投资者获得较高的回报，因此打造明星效应是基金资产增长的利器，通过明星基金“出圈”，基金产品能够实现较快的规模增长。

“养老金+公募”助力 FOF 基金前行

FOF (Fund of Funds) 即“基金中基金”，是指将 80% 以上的基金资产投资于公开募集的基金份额的基金。通过持有其他证券投资基金，FOF 基金间接持有股票、债券等证券资产，是结合基金产品创新和销售渠道创新的基金新品种。中国 FOF 基金分为公募基金 FOF、券商集合理财类 FOF、私募基金 FOF 三大类。

私募类 FOF 是我国最早的 FOF 品种。2005 年第一只私募类 FOF 招商基金宝成立。2006 年 8 月，两只券商集合理财 FOF 基金成立，一只为华泰紫金 2 号 (J06007.OF)，另一只为国信金太阳经典组合 (J06004.OF)。随后 7 年里，券商集合理财类 FOF 和私募基金 FOF 基金开始缓慢发展。自 2013 年起，随着经济的不断上行及监管政策的不断完善，我国 FOF 基金得到较好发展，公募类 FOF 合法地位也得到确定。2017 年 9 月 8 日，首批公募类 FOF 基金获批，公募基金迎来 FOF 时代。

FOF 基金优劣并存。优势：(1) 风险较小：FOF 通过对基金的组合投资，大幅度降低了投资基金的风险。(2) 独特的管理模式。FOF 大致分为 5 种管理模式：内部 FOF 管理人+内部基金、内部 FOF 管理人+全市场基金、第三方 FOF 投资顾问+内部基金、第三方 FOF 投资顾问+外部子基金投资顾问和全外包模式，多样化的管理模式是 FOF 得以高效发展的一个良好基础。(3) 保底和收益补偿机制。发行 FOF 的机构作为 GP，用自有资金进行投资，在预期收益达不到要求时，将盈利部分对 LP 进行补偿，同时，如果基金出现亏损，投资者也会得到 GP 的补偿，有利于保证 FOF 预期收益的完成，增强投资者信心。**劣势：**(1) 双重收费问题。FOF 投资的是基金，基金本身也要收取手续费和管理费，因此避免不了双重收费。(2) 流动性较差。作为一种长期理财方式，FOF 的投资期一般不少于一年，导致其流动性相对较差。(3) 相对收益较低。由于 FOF 基金是将资金分投于几只基金上，在平抑波动、分散风险的情况下追求稳健收益，所以 FOF 基金的收益较股基相对要低一些，在分散风险的同时，也会分散一部分收益。

养老需求的扩张是未来推动我国 FOF 发展关键因素。美国养老保险体系在全球跻身前列，根据美国基金业年鉴，2020 年末美国雇主发起式养老金计划、IRA 账户、年金等养老金资产规模合计逾 35 万亿美元。美国市场庞大的养老金规模为 FOF 快速扩张打好基础，市场上涌现各种 FOF 养老型产品以满足不同的养老投资需求。随着我国社会逐步迈入老龄化，追求低风险的长期投资需求旺盛。而当前养老目标基金仍处于发展初期，未来伴随我国养老保障体系的推进，我们预计各大基金公司将继续布局养老目标基金 FoF，有望成为 FOF 基金大步前行的较大风口。

我们认为海外有三种主流 FOF 产品适合作为我国养老型公募基金发展方向。1) 目标日期型 FOF: 该计划核心在于将投资者预期退休日期设为目标日期, 随着日期临近, 减少高风险权益类资产配比并增加低风险固收类和现金资产配比, 以满足不同年龄段的资产偏好; 2) 目标风险性 FOF: 注重对不同人群的风险偏好划分, 投资者可在不同时期进行风险水平的切换; 3) 多资产配置型 FOF: 通过风险收益各异且互不相关的多类资产进行投资组合, 有效实现风险分散, 增强组合收益。

公募基金有望迎来 FOF 时代。2016 年 9 月 11 日证监会发布了《公开募集证券投资基金运作指南第 2 号——基金中基金指引》, 对基金中基金的定义、分散投资、基金费用、基金份额持有人大会、信息披露等内容进行了规范, 公募基金也正式迎来了 FOF 时代。从需求端而言, 多样化的客户需求和多样化产品之间存在着矛盾, 以先锋基金为代表的一些大型基金公司推出 FOF 产品, 通过动态调整基金的类别组合, 来满足客户的多样性要求。FOF 既免去了投资者选择申购、赎回时机的烦恼, 也帮助投资者去市场中筛选优秀的基金。从投资端而言, FOF 可以分散投资分散风险, 目前公募基金产品的数量已经超过 3000 只, 在国内基金品种丰富、A 股波动较大的情况下, FOF 推出也是大势所趋顺应市场需求。2017 年 7 月起, 44 家基金公司申请公募 FOF 类产品, 2017 年 9 月, 首批 6 只公募 FOF 基金获批, 公募 FOF 基金时代正式开启。2019 年 6 月, 证券基金机构监管部下发了《基金中基金(FOF)审核指引》更新的通知, 新指引放宽了 FOF 的投资范围和投资比例, 规定 FOF 可以投资 QDII 基金份额、香港互认基金份额互认基金份额, 对货币基金的投资比例从 5% 提高至 15%, 为管理人提供了更为多样化的投资工具及投资机会。

参与科创板投资, 分享资本市场红利

当前新经济创新企业不断涌现, 对国内产业发展和经济贡献不断增强。科创板定位于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业, 将孕育新经济高成长机遇。此外, 通过科创板模式分享新经济成长成果。

科创板提高投资者门槛, 不符合要求的个人投资者将通过公募基金间接参与科创板, 将为公募基金带来重要增量。为了保障科创板市场平稳运行, 切实保护中小投资者权益, 科创板实施投资者适当性管理制度, 要求账户开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于 50 万元, 并具备 24 个月以上的股票交易经验。对于不符合前述要求的个人投资者, 可以通过购买公募基金份额等方式间接参与科创板, 有望带来新业务增量。

基金公司可顺应趋势积极推出相关产品, 并通过多样方式提升产品投资回报。基金公司可通过多种方式参与科创板, 一是通过子公司及关联公司培育储备新兴产业股权投资项目, 将符合科创板上市标准的企业挂牌上市; 二是通过设立投资策略包括投资战略配售股票、且以封闭方式运作的基金产品, 参与科创板战略配售; 三是通过符合要求的基金产品参与科创板股票投资获取收益。同时, 参与科创板二级市场交易的基金产品, 还可以通过参与科创板网下配售申购新股、适当安排部分资金择机做空定价不合理标的等提高投资回报。

工具化、被动、量化投资产品发展

伴随我国资本市场深化发展, 市场有效性有望逐步提升, 传统主动投资靠信息不对称获取超额收益困难, 叠加资管行业净值化、科技化趋势下, 投资者对被动指数、量化投资等工具型产品需求将持续增长, 未来工具化、被动化产品有望迎来大发展。从国外发达市场经验看, 2008 年金融危机后美国主动管理股票型基金不断流出, 而被动产品一直处于净流入状态。

未来 ETF 有望大发展。当前我国 ETF 市场相对规模较小，截至 2021 年 Q2 末，我国 ETF 总规模为 8800 亿元，与 2020 年末美国 ETF 市场规模 5.45 万亿美元相比，中国 ETF 市场规模较小。产品结构多元化程度低，以股票型和货币型 ETF 为主导。未来，ETF 市场仍有较大发展空间，产品种类有望进一步丰富、结构将更趋均衡。在产品发展方面，我们认为基金公司应当着眼于以下几方面：一是加强系统化、体系化建设，强化渠道销售等核心竞争力。当前 ETF 产品趋于同质化、可选标的相对有限的背景下，加强系统化、体系化建设，有助于增强客户投资体验。尤其是，具备渠道推广优势、营销创新、申购便捷等特点的 ETF 基金将更具吸引力。二是，甄选差异化主题和行业，强化投研实力，追求更高收益率水平。当前市场上 ETF 产品竞争激烈，基金公司应着眼自身优势，考虑从主题、行业等方面寻求差异化，紧跟市场热点，如围绕前沿技术领域和新经济布局等方面进行发掘。此外，基金公司还可发展有特色、差异化的产品，如 Smart Beta 产品作为介于被动投资和主动投资之间的标准化工具，可以在享受 Beta 收益同时，探索 alpha 收益，有望成为未来 ETF 产品重要发展方向之一。此外，强化投研、资管实力，降低产品的跟踪误差，有助于提升产品业绩，从而促进产品规模的增加与流动性的提升。

二是指数基金。我国资本市场尚不成熟，超越指数的 alpha 收益存在，因此主动基金在一定时间内可以获得超额收益，指数基金规模仍然较低。我们认为，未来资本市场三大趋势将驱动指数基金规模上升：一是外资布局 A 股提速，引导境内市场成熟深化，使主动基金获取超额收益能力减弱，指数基金优势将凸显；二是第三方销售平台以及智能投顾发展，资产配置需求提升将加大对指数基金产品需求；三是税收递延型养老保险以及养老目标基金发展，参照海外经验有望以相当一部分比例进行指数化投资，实现长期投资、稳健增值需求，从而对指数基金产品较大需求。未来基金公司可以拓展指数基金品种。

三是量化投资。量化投资具有系统性、收益与风险平衡等优势，未来发展空间广阔。截至 2020 年末，公募量化基金规模约 4000 亿元，在权益类公募基金中占比仅约 6% 左右，相比海外国内公募还处于起步阶段。未来公募基金可积极夯实在量化产品的投资、风控与运营，同时引进优秀人才和技术助力产品发展。

货币基金模式创新

我国货币基金类型相对单一，未来品类丰富仍有想象空间。参照美国发展经验，其货币基金品种丰富，包括机构优先型货币基金（主要投资于企业债）、零售货币基金（基金的持有人限制为自然人）、政府型货币基金等。我们认为，当前境内货币基金品类仍然较为单一，同质化竞争显著，对品类缺乏创新拓展。未来伴随浮动净值法货币基金的推出，货币基金产品线有望持续丰富。

FICC 与 CTA 基金

FICC（Fixed Income、Currencies & Commodities）即固定证券收益、货币及商品。2008 年金融危机以前，FICC 业务在国外投行业务收入占据 50% 以上，其中固定收益业务包括一、二级市场的承销、销售、交易、资本中介等，外汇业务包括发行或代理外币有价证券、外资行同业拆借、外汇资产投资、委托外汇资产管理等，大宗商品业务主要是指大宗商品交易业务。

CTA（Commodity Trading Advisor）基金是由基金经理投资于期货和期权合约，并以此向客户收取管理费用的一种基金组织形式。随着全球期货商品扩容步伐加速，CTA 基金投资领域不再局限于早期的商品期货，涵盖股指期货、外汇期货、利率期货等期货品种。21 世纪前，CTA 基金仍未被大众所接受，进入 21 世纪后，CTA 在全球期货交易品种创新的推动下进入快速增长阶段，涉及债券、货币、指数和外汇等各个领域，得到机构投资者的广泛青睐。截至 2021 年一季度全球 CTA 基金资管规模达 3190 亿美元，较 2000 年 379 亿美元增长约 8.4 倍。

CTA 基金具有得天独厚的优势：（1）有效分散投资组合整体风险：CTA 与传统资产相关性较低，在市场表现不佳时可有效发挥风险管理优势。（2）收益空间较大：由于 CTA 基金主要投资于期货及期权市场，得益于该市场既可做空也可做多的特性，无论在牛市还是熊市均可获益。（3）投资机会广泛：全球商品期货空间广阔，CTA 基金有望把握发展契机。

创新费率产品，让利基民，重获信任

1) 基金费率结构逐步优化

申购费、管理费是基金收费主要项目，费率降低空间较大。基金费用按收费性质不同可以分为基金持有人费用和基金运营费用。基金持有人费用包括申购费、赎回费、基金转换费、红利再投资费、账户管理费等，是投资者在进行申购、赎回、转换等具体操作时一次性缴纳的费用，申购费占到了基金持有人费用的主要部分，基金申购费按收取时间和方式上的不同可以分为前端收费模式（Front-end）和后端收费模式（Back-end），前端收费模式在投资者购买基金份额时一次性收取，后端收费模式中基金份额持有人在赎回基金份额时收取，一般来讲后端收费模式是作为一种鼓励长期投资的费用收取方式，收取的费用随持有期限的提高而降低，超过规定期限后甚至可以免费。基金运营费用是投资者在基金持有期限内按年分摊的费用，用于补偿基金管理人、托管人日常运营基金业务的成本，包括基金管理费、托管费及其他费用，其中基金管理费是主要构成部分。

浮动费率产品已有涉水。2018 年，南方基金发行费率创新型三年定期开放混合型发起式基金，在每三年封闭期内，若期末已经扣除管理费的净值低于或等于期初，则计提（若有）的管理费全额返还至基金资产。在封闭期后收益率为正，按照每年 1.5% 的费率水平收取固定管理费。当前市场上浮动类基金主要分为“支点式”上下浮动管理费基金（即业绩表现高于/低于比较基准时，管理费向上/下浮动）和提取“业绩报酬”浮动管理费基金（即在固定管理费率基础上，当业绩高于基准时收取附加管理费）。截至 2021 年 6 月末，浮动类产品相对公募市场相对较少。未来，费率模式创新模式有望进一步提升投资者体验。

2) 费率降低是行业发展趋势

基金产品实行注册制，产品数量的增加或将进一步促进费率下降。《公开募集证券投资基金运作管理办法》已于 2014 年 8 月 8 日正式实施，公募基金新产品将逐步实施注册制，监管重心将由对产品设立的审批转向对投资者的保护、契约合规以及信息披露，逐步减少对于市场化微观行为的干预，同时鼓励基金公司围绕客户需求设计发行公募基金，支持管理人与投资者利益绑定的费率结构创新，不限制产品发行数量等。基金费率最容易在不同基金产品之间进行比较，也最直观的体现为投资成本，费率的竞争将不可避免。

美国共同基金发展历史表明费率下降是行业发展一般规律。美国共同基金管理资产规模由 1996 年的 3.52 万亿美元，增长到 2020 年的 29.3 万亿美元（包括 ETF），年复合增长率高达 9.23%。基金业快速增长的同时，行业格局也体现出两方面的明显变化：行业集中度的提升以及费率的显著下降。行业集中度方面，形成了先锋基金、富达基金和美洲基金等在世界范围内都拥有重要话语权的超大型基金共同引导行业发展的局面。行业集中度提升，基金业内部竞争促使各基金公司降低费率。以股票型基金为例，2000 年股票型基金平均费率为 0.99%，而 2020 年平均费率已下降至 0.50%。低费率策略成为美国基金行业角逐的核心点之一，最具代表性的例子是新兴霸主：先锋基金，凭借低费率优势先锋基金超越传统大型基金强势登顶，截至 2020 年底，先锋基金管理资产规模超 7.1 万亿美元，同时平均管理费率仅为 0.09%。

3) 中美基金费率对比：国内降费率趋势或不可避免

国内基金费率仍然处于较高水平，费率下降趋势或不可避免。美国基金行业主要通过法律的形式对基金费率做出上限规定，国内则通过规章制度的形式予以最高限值，如《开放式证券投资基金试点管理办法》中规定，申购费率不得超过申购金额的 5%、赎回费率不得超过赎回金额的 3% 等。就总体趋势而言，美国基金实际收取费率远低于法律所规定最高限值，如规定申购费率不得超过 5.3%，但实际只收取 0.4%-0.8% 左右，说明美国基金行业费率的下降主要是由于行业自发竞争的结果。从美国的经验看，行业费率下降主要有三方面的推动因素：竞争加剧、规模经济以及投资者对于低成本的基金的需求。

图表129：中美基金费用结构比较

分类	费用类型	中国	美国
持有人费用	申购费	不得超过申购金额的 5%，中国现行费用水平 0-2.5%之间，大部分随申购费用增加而减少，且大部分为前端收费。	前端收费不超过 5.4%，实际前端收费水平仅 0.7-1.1%左右，后期一般随持有量增加而递减，超过一定数量甚至会被免除。
	赎回费	不得超过申购金额的 3%，中国现行费用水平在 0-2.75%之间，大部分随申购费用增加而减少。	大多数的基金不收取赎回费。
	红利再投资费	无	目前大部分基金不收取
运营费用	转换费	由申购费补差和赎回费补差构成	费补差构成
	账户保管费	无	目前大部分基金不收取
	管理费	固定费率，股票，混合型基金为 1.5%左右；债券型基金 0.7%左右；货币市场基金为 0.33%左右。	有固定费率，激励式费率，杠杆支点式费率三种费率形式。
	托管费	固定费率，股票，混合型基金为 0.25%左右；债券型基金为 0.2%左右；	0.1%-0.2%
	12b-1 费用	国内暂时不收取	不超过净资产的 0.75%，投资时间越长，费用越高，目前只

资料来源：证监会，ICI，华泰研究

相比美国，我国基金管理费高出约 30%-50%，存在下降的空间。随着国内基金行业竞争日益白热化，降低管理费既是竞争的必然结果，也是基民的当然诉求。尽管降管理费，牵一发而动全身，短期内出台的概率偏低，但基金公司也应当做好充足的准备，未雨绸缪，以美国经验，费率下降大潮中，基金市场份额将向低费率公司集中。

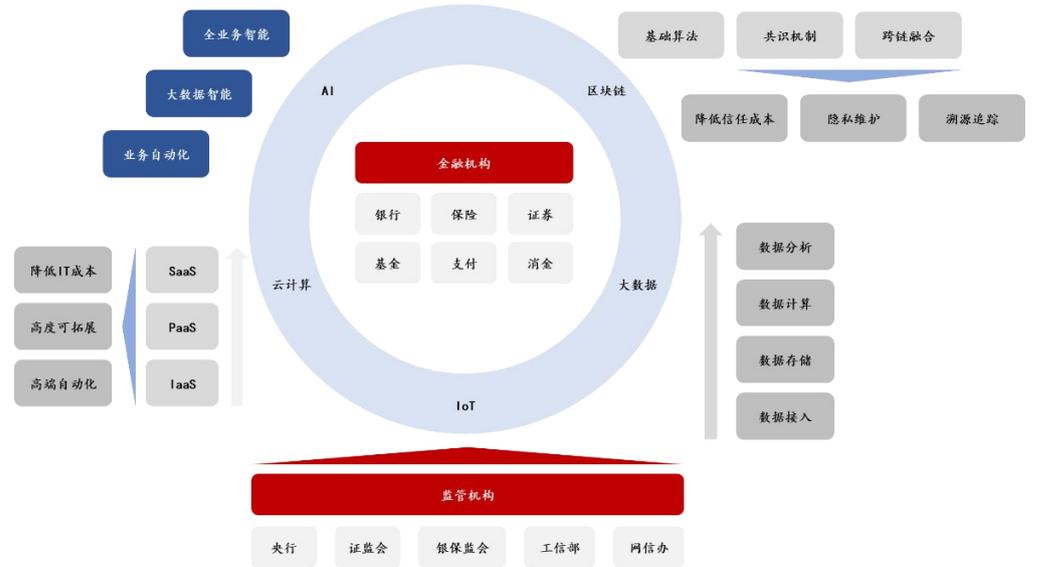
4) 国内基金降费率可能的切入点

参考国际发展经验，更为弹性的管理费率、后端收费模式以及多样性的费率结构设计可在国内基金业费率变革中起到更为重要作用。国内管理费率下调可能的切入点：固定费率的下调以及弹性管理费率的的应用。首先固定费率对于成长期的国内基金行业起到了较好的保护作用，即使放眼美国基金行业，固定管理费率仍是行业主导。但国内管理费率明显偏高，随着行业规模增长和竞争加剧，固定管理费率具有较大下行空间。同时管理费率方面还应更多的引入弹性费率设计，改变行业早涝保收局面，弹性管理费率主要包括激励式费率和杠杆支点式费率两种，激励式费率相当于分档收费，收益率越高，收取管理费率越高，而杠杆式支点费率是根据一定的业绩基准对费率进行调整，若基金业绩高于基准则增加管理费率，反之则减少，最大的亮点在于提供了双向浮动的费率设计。中欧基金 2013 年推出的中欧优选成长汇报便做了杠杆式支点费率的管理费率设计。后端收费模式是针对申购费率的优化设计，投资者在购买基金时不缴纳申购费率，而只在基金赎回是缴纳，且负担的申购费率随基金持有期限的提高而降低，以低费率鼓励投资者长期持有。多样性的费率结构设计是为投资者设计出不同的费率方案，由投资者根据自己意愿自行选择适合自己的收费模式。如美国奥本海默基金（Oppenheimer Funds）旗下的一款基金将投资者划分为三类，A 类投资者采用随申购金额递减的前收费模式 B 类投资者采用随持有期递减的后收费模式，C 类投资者不收取申购费，但负担更高的运营费用。

金融科技：赋能业务发展，提升运营效能

金融科技赋能迈入创新整合阶段，打通全业务流程、全产业链环节。过去金融行业科技底层基础设施建设发展经历了数轮演变，第一阶段注重后台 IT 技术建设，代表性的应用包括核心交易系统、账务系统和信贷系统等；第二阶段聚焦渠道变革，即前端服务的线上化，并完成传统金融业务由线下向线上的迁徙，典型的应用包括网上银行、互联网保险等；目前处于专注金融科技赋能的第三阶段，强调全业务流程、全产业链环节的应用变革，利用人工智能、区块链、云计算、大数据、物联网等底层技术，提升自动化与智能化运营能力，改善经营效率；同时基于广阔的流量，探索新业态模式，拓宽业务边界。

图表130：金融科技底层核心技术图谱



资料来源：华泰研究

金融科技赋能业务流程

升级数字化运营能力，完善客户服务体系。基金公司可借助第三方平台、核心技术服务方、数据管理方、信息服务方构建数字化系统，整合多维销售渠道，拓展用户覆盖面，并基于海量数据形成对用户的深度洞察，通过个性化推荐和数字化工具有效触达潜在客户。此外，在产品端，可通过基金产品创新、服务模式创新进行场景关联、流程优化，打造以客户为中心的公募基金数字化运营框架，实现客户服务体系的完善升级。

行业迈向深度科技赋能阶段，头部基金或积累先发优势。从科技对金融的赋能路径看，公募基金行业已经逐步迈入智慧金融阶段，区块链、大数据、云计算、人工智能等科技技术将进一步改造公募基金营销、风控、投研、投顾、产品创新、客户管理等环节。随着科技深度赋能行业，会逐渐引发资源、信息以及用户群的高度流动，加速行业竞争及生态格局变革，头部基金公司借助于更为充足的资源投入和优异的研究能力或将积累先发优势。

金融科技助力风险控制

纽约梅隆银行的 INFORM 管理系统在其风险控制上发挥了重要作用。纽约梅隆银行所有分行的业务数据都通过总行集中处理，INFORM 信息管理系统具有资产交易、结算、信息查询、报表服务等多项功能，可以实现 24 小时实时处理。INFORM 系统功能包括报表服务、资产管理、账户管理、信息查询四个模块。在资产管理模块，只要在授权权限内下单或查询交易，INFORM 系统会自动通知资产管理银行或托管银行的清算部门进行结算，通过 INFORM 系统可动态查询每笔交易详细的发生额及账户余额，并下载对账单。金融科技的技术提高了运营效率，同时提供了有效的风险管理。

阿拉丁推动贝莱德风险管理平台整合。贝莱德自 20 世纪 90 年代以来率先开始注重金融科技发展，陆续开发了风险管理系统、阿拉丁系统（Aladdin）、Blackrock solution 等系统，其中阿拉丁系统旨在利用人的资源、市场数据和 IT 技术为投资经理提供实时资产管理。阿拉丁将投资组合管理、交易、风险分析和运营工具整合在一个平台上，帮助投资机构实现明智的投资决策、有效的风险管理、提高交易效率和扩大投资规模。

风控体系：业务拓展奠基石，长远发展生命线

外资企业成熟的风控系统倒逼国内机构转型升级。当前海外资管机构正加速布局中国市场，其与国内资管公司相较而言，具有严格的回撤控制理念及成熟的风控体系，拥有强大的专业人才和严格完善的风险防范与约束机制。外资入场打薄行业利润，将倒逼内资修炼内功，推动国内资管机构提升风险控制能力。

历史沉淀风控意识突出，打造完善风控体系

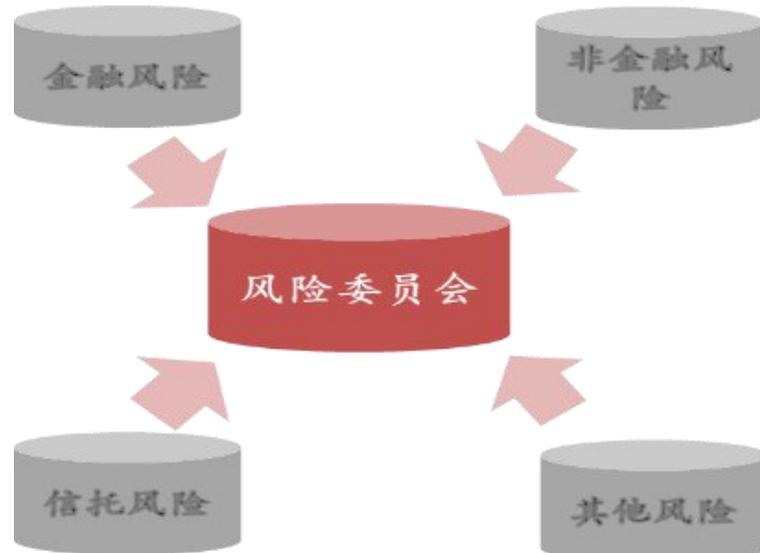
外资资管公司经营历史悠久，风控意识更为突出，经过市场起伏而逐步打造完善的风控体系。纽约梅隆银行董事会下设独立的风险委员会作为集团风险管理体系最高控制和决策机构，独立的风险委员会提高了资产与业务风险防控能力，保障了企业经营管理的顺利开展。此外，纽约梅隆银行内盛行风险管理的文化和原则，例如，树立个体风险管理意识，风险管理是每一个个体的职责；将风险与业务紧密联系；平衡风险和收益等，在公司内部还设置了强大稳固的风险和合规管理架构。

图表131： 纽约梅隆银行风险管理的三道防线



资料来源：公司年报，华泰研究

图表132： 纽约梅隆银行风险委员会风险管理四大领域



资料来源：公司年报，华泰研究

风控能力助力持续平稳发展

提升公司内部风控能力是提高核心力的有力手段。纽约梅隆银行快速发展背后的原因不仅在于领先的产品设计和商业模式，还在于优异的风险控制体系和能力。目前国内投资市场尚处于发展阶段，较国外成熟市场而言，投资风险较大，因此提高公司风险分析和控制能力，建设优秀的风控体系将为资产管理业务的发展提供强大支持，促使其平稳发展。

大力发展金融科技，建立风险控制系统。金融科技的应用能够提高风险识别和控制效率，目前大多数国内资管公司尚未建立一个有效的资产管理信息系统，风险管理效率有进一步提升空间，因此金融科技的发展力度有望逐步加大，以期帮助投资机构实现有效的风险管理、提高交易效率和扩大投资规模。

重点推荐标的

东方证券（600958 CH，买入，目标价 17.94 元）：经纪资管亮眼，主动管理领跑

公司 21H1 归母净利润 27 亿元，同比+77%；营业收入 133 亿元，同比+38%；EPS 为 0.37 元，同比+68%；加权 ROE4.60%，同比+1.8pct；综合来看，公司资管、经纪、利息、投行驱动增长。考虑当前市场景气程度，上调市场股基成交额、两融规模规模等假设，预计 2021-2023 年 EPS 为 0.72/0.81/0.88 元，BPS 为 8.97/9.37/9.81 元，对应 PB 1.85/1.77/1.69x，可比公司 2021PBWind 一致预期平均数 1.38x。考虑公司旗下基金及资管业务上半年业绩表现亮眼，利润贡献显著，推动公司领跑于财富管理赛道，应当享受估值溢价，给予 2021PB2.0x，目标价 17.94 元，维持买入评级。（参考 2021 年 8 月 29 日发布的报告）。风险提示：业务发展不及预期，市场波动风险。

东方财富（300059 CH，买入，目标价 40.32 元）：基金销售高速增长，市占率有望提升

公司 21H1 营业收入 57.80 亿元，同比增长 73.2%，归母净利润 37.27 亿，同比增长 106.1%（与业绩预告相符）；21Q2 单季度营业收入 28.91 亿元，同比增长 75.3%，归母净利 18.16 亿元，同比增长 94.3%。21H1 公司业绩增长主要原因为基金销售业务收入高速增长，以及经纪业务、两融业务稳定增长的推动。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.73/1.02/1.40 元，21 年可比公司 PE 均值 47x (Wind)，考虑东方财富基金销售业务高速增长，两融业务市占率持续提升，给予 21 年 55 倍 PE，对应目标价 40.32 元，买入。（参考 2021 年 7 月 23 日发布的报告）。风险提示：市场交易量下降的风险，市场份额提升低于预期的风险。

图表133：重点推荐公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	投资 评级	目标价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
						2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
600958 CH	东方证券	16.44	1,150	买入	17.94	0.38	0.72	0.81	0.88	43.26	22.83	20.30	18.68
300059 CH	东方财富	32.99	3,411	买入	40.32	0.46	0.73	1.02	1.40	71.72	45.19	32.34	23.56

注：以上重点公司推荐文字、目标价及EPS来源于华泰证券金融团队最新报告，收盘价截至2021.9.6

注：总市值为在当地市场交易的市值

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

- 1. 政策风险。**公募基金行业受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2. 市场波动风险。**公募基金投资业绩与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。

图表134： 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
东方财富	300059 CH	中邮创业基金管理股份有限公司	未上市
招商银行	600036 CH	鹏扬基金管理有限公司	未上市
平安银行	000001 CH	景顺长城基金管理有限公司	未上市
中金公司	601995 CH	国泰基金管理有限公司	未上市
中信建投	601066 CH	交银施罗德基金管理有限公司	未上市
申万宏源	000166 CH	平安基金管理有限公司	未上市
中国银河	601881 CH	中银基金管理有限公司	未上市
国联证券	601456 CH	华宝基金管理有限公司	未上市
广发证券	000776 CH	农银汇理基金管理有限公司	未上市
兴业证券	601377 CH	浦银安盛基金管理有限公司	未上市
海通证券	600837 CH	上海东方证券资产管理有限公司	未上市
中信证券	600030 CH	兴业基金管理有限公司	未上市
华泰证券	601688 CH	国寿安保基金管理有限公司	未上市
招商证券	600999 CH	万家基金管理有限公司	未上市
长城证券	002939 CH	华泰柏瑞基金管理有限公司	未上市
国信证券	002736 CH	大成基金管理有限公司	未上市
东方证券	600958 CH	永赢基金管理有限公司	未上市
国泰君安	601211 CH	上投摩根基金管理有限公司	未上市
光大证券	601788 CH	长城基金管理有限公司	未上市
中泰证券	600918 CH	海富通基金管理有限公司	未上市
长江证券	000783 CH	泓德基金管理有限公司	未上市
财通证券	601108 CH	光大保德信基金管理有限公司	未上市
东北证券	000686 CH	中金基金管理有限公司	未上市
国元证券	000728 CH	华安基金管理有限公司	未上市
西部证券	002673 CH	申万菱信基金管理有限公司	未上市
东吴证券	601555 CH	睿远基金管理有限公司	未上市
浙商证券	601878 CH	博时基金管理有限公司	未上市
国金证券	600109 CH	嘉实基金管理有限公司	未上市
Wealthfront	WFRPX US	富国基金管理有限公司	未上市
纽约梅隆银行	BK US	工银瑞信基金管理有限公司	未上市
贝莱德	BLK US	鹏华基金管理有限公司	未上市
SPDR	SOY US	建信基金管理有限责任公司	未上市
iShares	IWM US	招商基金管理有限公司	未上市
Invesco	IVZ US	银华基金管理股份有限公司	未上市
路博迈	NHS US	兴证全球基金管理有限公司	未上市
瑞银集团	UBS US	中欧基金管理有限公司	未上市
美国银行	BAC US	天天基金	未上市
巴克莱	BARC LN	蛋卷基金	未上市
RCM	RCM US	蚂蚁财富	未上市
Nicholas-Applegate	NAHYX US	好买基金	未上市
高盛	GS US	Vanguard	未上市
汇丰	HSBC US	Betterment	未上市
华夏基金管理有限公司	未上市	Capital Group Companies	未上市
易方达基金管理有限公司	未上市	安联资产	未上市
天弘基金管理有限公司	未上市	PIMCO	未上市
广发基金管理有限公司	未上市	奥本海默基金	未上市
南方基金管理股份有限公司	未上市	腾安基金	未上市
汇添富基金管理股份有限公司	未上市	盈米基金	未上市
富达基金	未上市		

资料来源：Bloomberg，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、王可，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。
 - 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：招商银行（600036 CH）、中金公司（3908 HK）
- 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

- 分析师沈娟、王可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。
- 中金公司（3908 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 中金公司（3908 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 招商银行（600036 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 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