



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

Ant Group Research
蚂蚁集团研究院



投顾业务的全球实践与中国展望

二〇二三年二月

报告编委会

课题负责人

胡 滨 国家金融与发展实验室副理事长

李振华 蚂蚁集团研究院院长

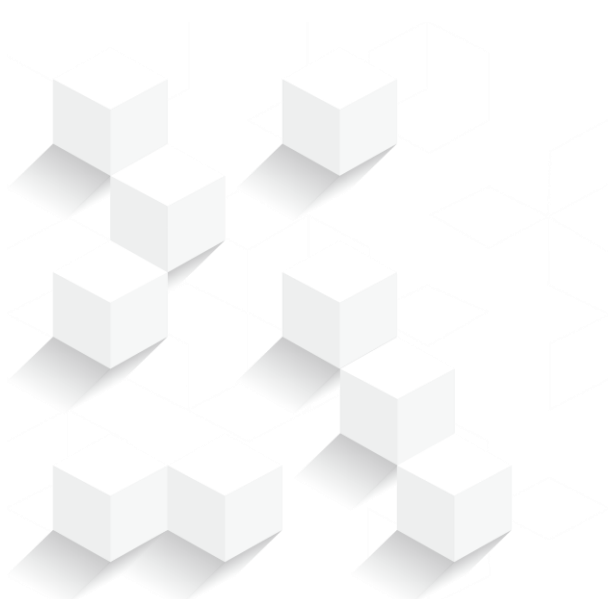
执行负责人

尹振涛 中国社会科学院金融研究所金融科技研究室主任

课题组成员

程 炼 薄纯敏 李小军 张耀冈 程志云

汪 勇 王增武 徐建军 袁增霆 马冬冬



序言

INTRODUCTION

2019年10月25日，中国证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，这标志着公募基金投资顾问业务试点正式落地。随着买方投顾模式在中国推行，如何高质量、高效率地发展投资顾问业务，满足更多消费者的财富管理需求，成为亟待解决的问题。在此背景下，本报告从全球投资顾问业务发展视角出发，分析借鉴国外投资顾问业务发展经验，并提出中国投资顾问业务发展的建议。

本报告以面向零售客户的投资顾问业务为主线，共分为四部分内容：

第一部分聚焦全球投顾业务发展历程及现状，指出全球投资顾问业务具有巨大的市场发展空间，中国投资顾问业务已经迈入新的历史机遇期，在十四五规划指引、共同富裕和高质量发展的背景下，有望实现跳跃式发展。

第二部分从美国、欧洲、日本三个国家（或地区）入手分析借鉴全球投资顾问业务发展情况，整体来看，国外投资顾问服务模式、收费模式和资产类型都非常丰富，投资顾问以全权委托、非全权委托、投资咨询等诸多服务模式为客户提供多样化、个性化的投资组合配置服务。监管也强调投资顾问面向客户承担信托责任，要求投资顾问忠实、审慎地为客户提供服务，以客户利益最大化为行动准则。

第三部分梳理中国投顾业务发展现状，可以看到基金投顾试点推行的买方投顾模式开启了中国投资顾问业务发展的新时代，并有望通过不断深化实践，形成新的普惠金融模式，为普惠型财富管理的发展做出重要贡献。

第四部分指出证券公司、商业银行、基金公司等投顾业务机构和监管机构开展投资顾问业务的困扰，并提出“以客户为中心、实现差异化经营、应用金融科技”的投顾业务机构发展建议和“严格持牌经营、拓宽投资标的范围、推动多样服务模式、运用监管科技”的监管机构推动投顾业务发展建议。

目录

CONTENTS

序言

一、循序渐进：投顾业务的前世今生

- 1.1 全球投顾业务发展历程
- 1.2 全球投顾业务发展背景
- 1.3 全球投顾业务发展现状

二、他山之石：国外投顾业务发展现状

- 2.1 国外投顾服务模式借鉴
- 2.2 国外投顾资产类型借鉴
- 2.3 国外智能投顾发展借鉴
- 2.4 国外投顾业务监管借鉴

三、找准方向：中国投顾业务发展现状

- 3.1 资管新规背景下的新要求
- 3.2 中国投顾业务的新发展

四、破解迷思：中国投顾业务发展建议

- 4.1 中国投顾业务发展困扰
- 4.2 中国投顾业务发展建议



循序渐进：投顾业务的前世今生



1.1 全球投顾业务发展历程

纵观全球投资顾问业务发展历程，可以划分为萌芽期、成熟期和变革期三个主要阶段。

第一阶段是萌芽期，这一时期投资顾问业务主要表现为私人银行形式，投资顾问通常为高净值客户提供专属的定制化服务。在16世纪的瑞士日内瓦，第一批从事投资顾问业务的私人银行家就已经出现，他们主要服务于达官贵族的财富管理需要，提供财务咨询、投资规划等全方位、定制化的服务。

第二阶段是成熟期，这一时期投资顾问业务蓬勃发展，各类投资顾问业务模式相继涌现，买方投资顾问数量也在快速增加。20世纪中叶以来，随着经济快速发展和婴儿潮一代逐步成长，富豪家族以及大众富裕阶层大量涌现，多阶层的投资顾问业务需求随之攀升。针对富豪家族，家族办公室模式为这些家族事务管理和财富传承提供服务；针对大众富裕阶层，银行、券商、基金等诸多金融机构主动扩大服务客户范围，为不同阶层的客户提供更符合需求的投资顾问服务。随着财富管理市场的扩大和相关政策的

出台，买方投资顾问数量也在增加，投资顾问开始注重客户体验，转向从客户视角提供服务。

第三阶段是变革期，这一时期客户财富管理需求更加多样，投资顾问服务也更为丰富，应时而变的是买方投顾的繁荣发展。21世纪以来，越来越多的客户拥有了财富管理需求，且这些需求变得更为多样，不仅追求资产的保值增值，还对医疗、教育、养老等不同场景下的财富规划有了更多要求。此外，由于金融危机的爆发，更多客户提升了对投资风险的关注，除资产收益外，对资金安全也有了更高的要求。这都驱动了投资顾问业务的转型变革。投资顾问为了增强竞争力、实现客户留存、更好为客户提供服务，开始主动加速从卖方投顾向买方投顾转型，以客户利益最大化为核心要求，追求投资顾问与客户的共赢。在变革期的中国，随着公募基金投资顾问业务试点的落地，买方投顾时代已然到来。中国投资顾问业务已经迈入新的历史机遇期，在十四五规划指引、共同富裕和高质量发展的背景下，有望实现跳跃式发展。

萌芽期

16世纪以来

投资顾问业务主要表现为私人银行形式，投资顾问通常为高净值客户提供专属的定制化服务。

成熟期

20世纪中叶以来

投资顾问业务蓬勃发展，各类投资顾问业务模式相继涌现，买方投资顾问数量也在快速增加。

变革期

21世纪以来

客户财富管理需求更加多样，投资顾问服务也更为丰富，应时而变的是买方投顾的繁荣发展。

1.2 全球投顾业务发展背景

政策方面，各国投资顾问监管条例持续出台，在推动投资顾问业务发展的同时，规范投资顾问业务持续经营。例如，美国《最佳利益规则》（Regulation Best Interest）要求投资顾问机构以客户利益最大化为出发点提供服务；欧盟于2018年5月实施的《通用数据保护条例》（GDPR，General Data Protection Regulation）明确要求公司实行相关数据保护措施，包括设置数据泄露预警与披露、对数据保存与处理的全流程进行记录等，对投资顾问机构的数据合规性提出要求；中国《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（《资管新规》）则引导资管回归本源，为行业可持续发展奠定基础。

经济方面，全球经济不确定因素继续增加，持续的高通胀和货币政策约束性增强下，全球经济增速放缓，主要经济体尤其是发达市场的经济增长放缓将更为显著。其中，美国美联储货币宽松政策引起的货币贬值效应叠加新冠疫情引起的物价上涨，经济增长大幅放缓或难以避免；欧洲受乌克兰战争、能源和生活成本危机等造成的经济影响仍在加剧，难以避免由此产生的更为严重的经济放缓；中国疫情防控已取得阶段性进展，有望快速度过新冠疫情影响下的经济放缓周期，率先推动全球经济的新增长。

客户方面，随着新冠疫情、俄乌冲突等外部不确定性影响，客户对资产保值增值的需求变得更为迫切。有效应对高通胀的经济环境，实现低风险、高收益的财富管理需求，成为客户的新追求。其次，随着社会老龄化的加剧以及客户代际结构的变化，客户的资产配置偏好也发生了变化，从过去对于存款和房地产的需求逐步转化为对其他金融资产的需求。此外，客户类型不断下沉，从高净值客户转向大众富裕客户，进而诞生更为丰富的财富管理需求。

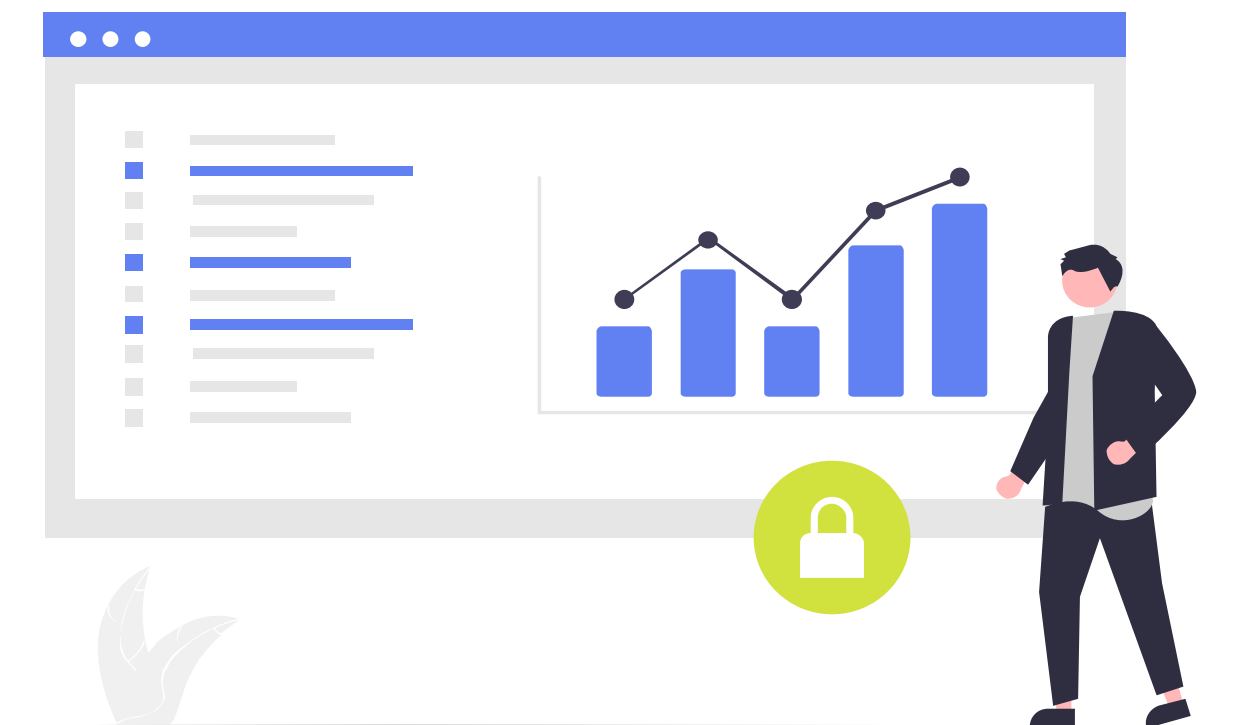
技术方面，人工智能、云计算、大数据等新兴科学技术为投资顾问业务注入了新的活力，驱动投顾业务实现更低成本、更高效率的发展，实现更精准的客户洞察，提供更极致的服务体验。随着互联网技术的不断发展，获取客户的场景、客户的行为数据、客户服务方式等发生了更加复杂多样的变化，一方面客户的社交数据、行为数据等对客户画像产生重要作用；另一方面，随着数据使用由低频向高频转化，实时高效的数据为精准服务客户提供了帮助。此外，人工智能技术的应用进一步帮助投资顾问处理复杂、实时和非结构化的数据，通过算法模型帮助投资顾问实现复杂的财务规划和决策。



1.3 全球投顾业务发展现状

在全球投顾业务市场上，中国、美国、欧洲、日本等国家或地区逐步形成了持续发展且各具特色的投顾业务发展模式。随着投资顾问业务，尤其是买方投顾业务的持续发展，一方面，**投资顾问将真正承担面向客户的信托责任，践行“以客户为中心”的经营理念**，站在客户视角为客户提供专业化、个性化的投资顾问服务；另一方面，随着人工智能技术在投资顾问领域

的深化应用，**智能投顾将服务到更广范围的大众富裕人群，实现聚焦普惠客户的数字化、规模化的投资顾问服务**。此外，随着技术进一步升级，投资顾问提供资产配置的成本将会降低，客户运营、客户服务等成本也将随着降低，客户服务效率则会实现极大的提升，客户体验将得到持续优化。





NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

Ant Group Research
蚂蚁集团研究院

他山之石：国外投顾业务发展现状



2.1 国外投顾服务模式借鉴

2.1.1 国外投顾服务模式对比

国外投顾服务模式以全权委托为主，非全权委托占比正在提升，且丰富了更为多样化的市场需求。此外，投资咨询等更为丰富的投顾服务模式越来越受到客户关注，获取财务规划服务、养老金咨询服务等投资咨询服务的客户正在增加。

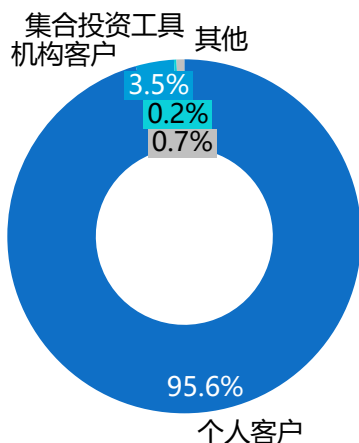
2.1.1.1 美国

美国投顾行业蓬勃发展，在居民财富管理中占据重要地位。财富管理层面，据美联储数据统计，美国2021年家庭金融资产规模159.13万亿美元。2021年，美国SEC注册的投顾顾问机构有14806家（美国投顾管理资产规模的99.7%都由SEC注册投资顾问贡献），其中约59.8%的投资顾问为个人提供资产管理服务。投资顾问服务的客户总规模为6470万人，管理的个人客

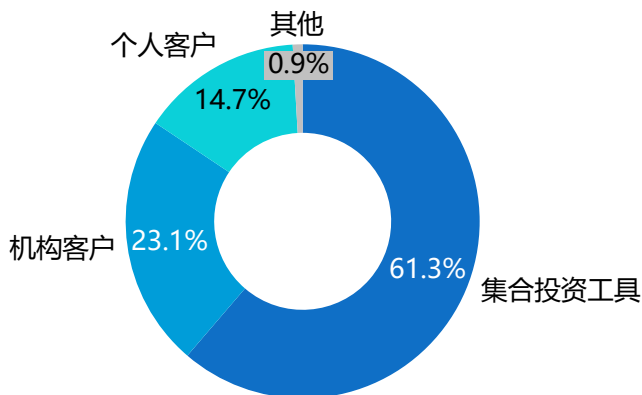
户总资产为18.906万亿美元。投资顾问行业有928505名员工，投资顾问大多是小型公司，员工人数小于50人（含50人）的小型投顾公司占比达88.1%。投资顾问代表（IAR，Investment Adviser Representative）是在投资顾问机构面向客户提供服务的持牌专业人士。截至2021年底，在SEC注册和在州证券机构注册的投资顾问雇佣了超过375000名IAR。

在美国，投资顾问服务于各类客户，其中以个人客户数量最多。不同于中国投资顾问以个人投资者为主要客户，美国投顾服务的客户类型多样，既服务于个人投资者和机构投资者，也服务于集合投资工具。2021年，美国投顾的个人客户最多，共有5066.6万人，占比95.6%；资产层面，面向个人客户的资产规模18.906万亿美元，占比14.7%。由此可见**美国个人客户在金融资产层面的投顾服务渗透率达到11.88%。**

美国投顾按客户细分的客户量（2021年）



美国投顾按客户细分的资产规模（2021年）

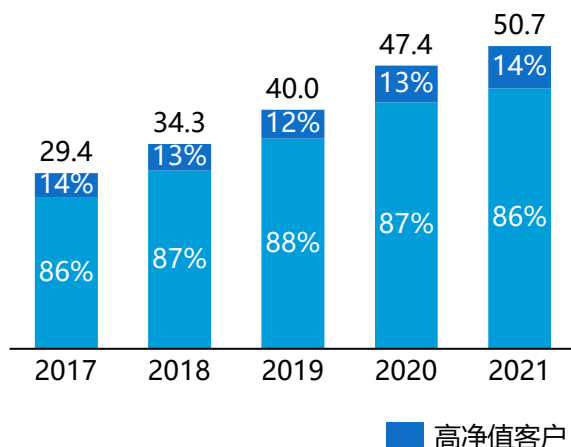


来源：IAA，SEC

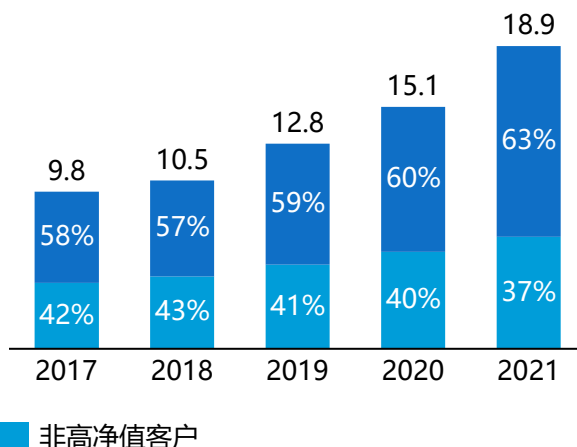
个人客户中，非高净值客户在数量上最多，2021年占比86%，这些客户通常由投资顾问管理的资产低于110万美元或净资产低于220万美

元；而高净值客户占据了更大的资产管理份额，2021年高净值客户资产占比63%。

美国投顾个人客户的数量（百万人）



美国投顾个人客户的资产规模（万亿美元）



来源：IAA, SEC

在交易执行方面，美国投顾服务管理的资产以全权委托模式为主，同时非全权委托的投顾服务丰富了多样化的市场需求。以摩根士丹利为例，该公司采取分级化账户管理模式提供丰富的投资顾问服务，满足多层次、多样化的客户需求。服务对象包括个人、家庭、企业和机构，业务范围涉及信托服务计划（Fiduciary Services Program）、财富规划服务（Financial Planning Services）、投资管理服务（Investment Management Services）等多个类型。客户可以自主选择投资顾问参与管理资产的模式，如独立管理账户、全权委托、半委托、投资咨询服务等，不同模式下投资顾问提供相应针对性的服务，顾问权限及费率各不相同。

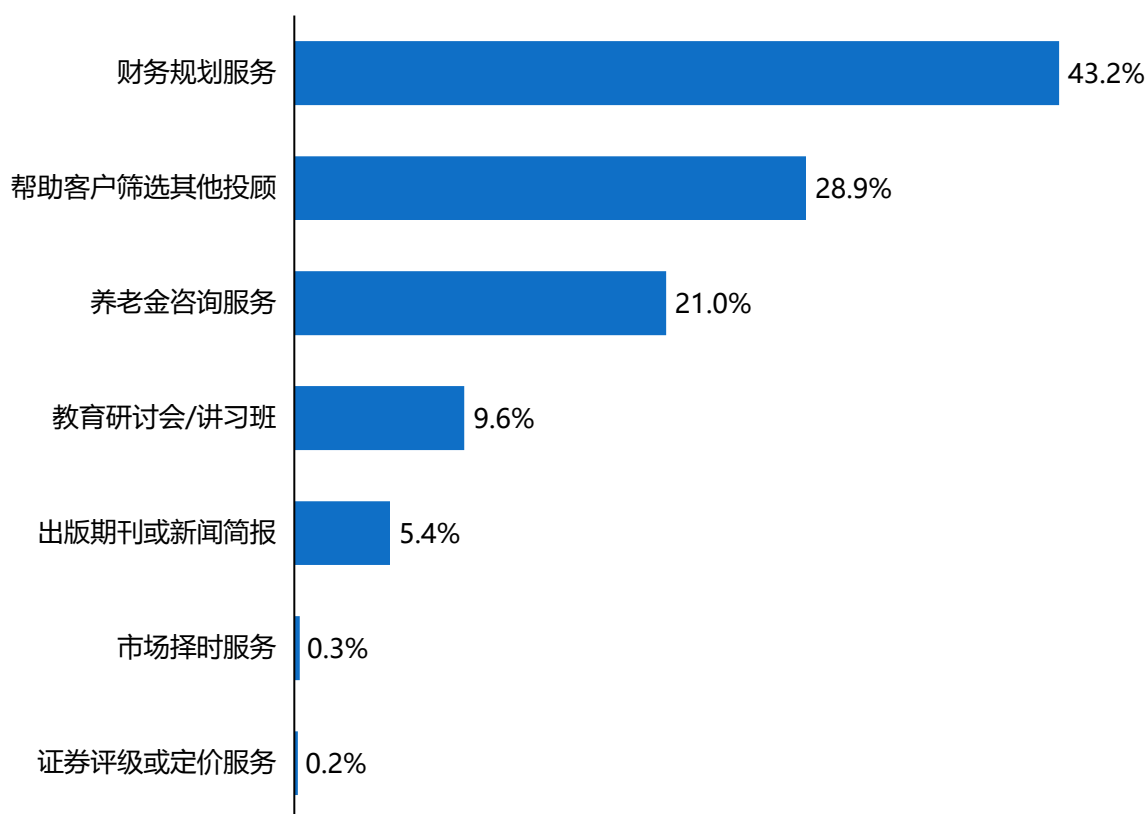
除资产管理服务外，投资咨询等非资产管理服务也在美国实现了长足发展，客户投资咨询服

务需求强劲增长。2021年，美国投顾服务的客户数量增长了6.4%，其中，资产管理客户同比增长6.6%，非资产管理客户同比增长5.5%。非资产管理客户没有使用资产管理服务，但获得了其他更为丰富的投资咨询服务，如制定财务规划等。

投资顾问正在为其客户提供更为丰富多样的投资咨询服务。2021年，美国97.2%的投资顾问为客户提供投资组合管理服务。同时，有61.0%的顾问也为其客户提供更为丰富多样的投资咨询服务，相比之下，中国的客户对投资咨询服务的接受度并不高，因为中国居民不愿为所谓的咨询服务付费。美国的投资咨询服务具体包括财务规划服务、帮助客户筛选其他投顾、养老金咨询服务、教育研讨会/讲习班、出版期刊或新闻简报、市场择时服务、证券评级或定价服务等。

其中，最常见的是“财务规划服务”，有43.2%的投资顾问提供这一服务，其次为“帮助客户筛选其他投顾”和“养老金咨询服务”，均有超过20%的投资顾问提供这两种服务。以富达公司为例，该公司除提供投资顾问服务外，还提供投资咨询、经纪业务、退休服务、财富管理、证券执行和清算、人寿保险等多样化的服务。

美国投顾提供的投资咨询服务

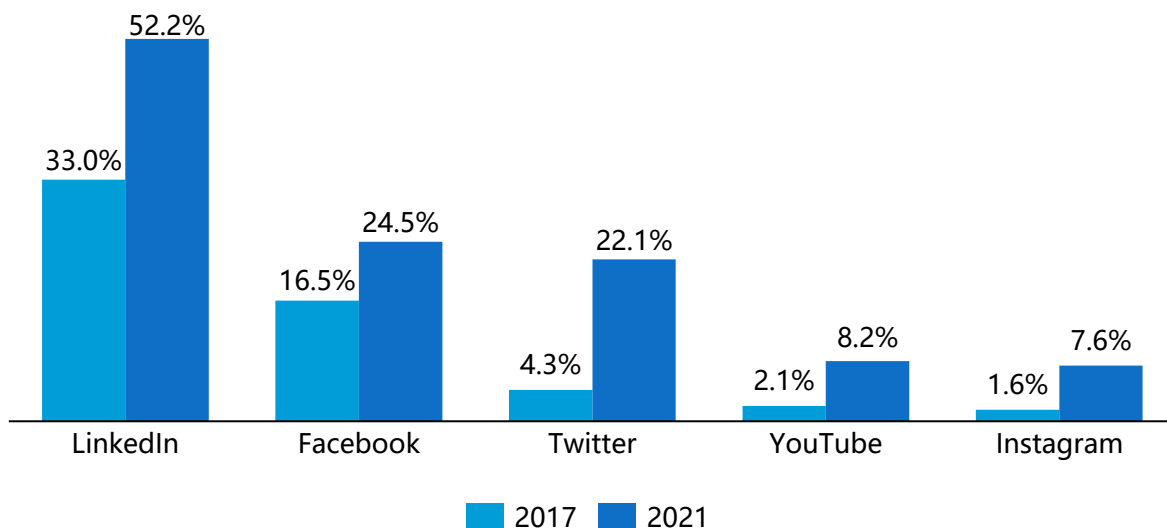


来源：IAA, SEC

越来越多的投资顾问使用网站和社交媒体与客户建立联系，投资顾问的展业渠道持续向线上迁移。使用多个网站或社交媒体的投顾数量从2017年的43.3%上升至2021年的56.1%。2021年，164家投资顾问拥有20个及以上的网站，其中一家称拥有1095个网站。社交媒体的

使用也在持续增多。各社交媒体平台中，LinkedIn的应用程度最高，使用比率从2017年的33.0%上升至2021年的52.2%，其次为Facebook和Twitter。到2021年，仅有9.5%的投资顾问表示没有在线业务。

美国投顾的社交媒体使用情况



来源：IAA, SEC

2.1.1.2 欧洲

在欧洲，投资顾问以第三方公司为主，它们通常代表客户进行财富管理。这些公司通过分析客户的投资风格偏好、风险承受能力和财务状况，帮助客户实现规划的投资目标。个人客户市场层面，受接近零利率的储蓄环境和持续的股票牛市影响，个人客户倾向于将部分储蓄转移到股票和多元资产投资中。

欧洲面向个人客户的投顾服务主要采用投资基金（Investment Funds）模式，少量采用全权委托（Discretionary Mandates）模式。投资基金采取集合投资计划的形式，每个集合投资计划都有特定的投资目标、风险水平和资产配置，通过统一投资分散风险。投资基金是

面向个人客户的主要投顾服务模式。全权委托明确的投资“委托”，由特定投资者委托给投资顾问，投资顾问获得代表该客户买卖资产和执行交易的唯一授权。个人客户参与全权委托模式的相对极少，在欧洲主要国家中该模式下的个人客户占比约为10%。

欧洲家庭金融层面，英国、德国和法国位于前列，三国共占欧洲总额近半数比例。据欧洲中央银行（ECB, The European Central Bank）数据，英国、德国、法国2021年家庭金融资产规模分别为8.15万亿欧元、7.84万亿欧元、6.57万亿欧元，占到欧洲家庭金融资产总额的比例分别为17.33%、16.66%、13.96%，三国共占欧洲总额的47.96%，接近半数。

欧洲主要国家家庭金融资产情况（2021年）

	国家	家庭金融资产规模（万亿欧元）	占比（%）
1	英国	8.15	17.33%
2	德国	7.84	16.66%
3	法国	6.57	13.96%
4	意大利	5.26	11.17%
5	荷兰	3.10	6.60%
6	瑞士	3.02	6.41%
7	西班牙	2.69	5.73%
8	瑞典	2.03	4.32%
9	比利时	1.56	3.31%
10	丹麦	1.46	3.11%
11	奥地利	0.83	1.76%
12	挪威	0.63	1.34%
13	波兰	0.62	1.32%
14	爱尔兰	0.50	1.07%
15	葡萄牙	0.48	1.02%
	其他	2.29	4.87%
	总计	47.04	100%

来源：ECB

从英德法三国来看，据欧洲中央银行（ECB，The European Central Bank）数据，**英国、法国、德国个人客户在资产层面的投顾服务渗透率分别达到5%、6%、15%**。¹

从具体国家来看，以英国为例，其投资顾问服务非常发达和完善。以基金业为例，在英国的基金销售渠道中，客户通过投资顾问购买基金的比例占全部基金销售份额的近90%，远高于其他渠道。**英国的投资顾问机构一般分为三类，**

包括独立投资顾问（IFAs）、独家代销商（Tied agents）和多产品代销商（Multi-tied agents）。独立投资顾问通过对行业全面、客观的研究，向客户提供独立、客观的投资建议，并根据客户的财务规划需求为客户提供合适的金融产品。独家代销商只推荐某个关联机构的产品，但会提供给客户更大的折扣。多产品代销商则推荐多个关联机构产品范围内最适合客户的产品。

¹ 英法德三国面向个人客户的投顾资产规模统计包含Investment funds中投顾提供服务和个人直接投资的两部分资产，因欧洲官方数据统计口径原因难以进一步拆分，故该资产规模数据会较实际资产规模偏大，但不会影响相关研究成果的合理性。根据Julius Baer投资者关系披露数据（2021年末），其AUM中：投顾占比55%（其中全委16%、非全委39%），其他占比45%（主要为自主交易）。

展业层面，**汇丰银行**主要根据客户从事的职业不同将客户分为5个大类，并面向各类客户提供有针对性的投资顾问服务。其中，企业主关注个人财富和企业的传承，汇丰银行为此提供公司金融解决方案、信托服务财产和税收顾问、不动产规划等服务；职业经理人需要投资顾问帮助处理财富增值和财富传承，汇丰银行面向这类人群提供投资服务、信托服务、不动产规划、慈善基金、子女教育等；面向富有家族，则主要提供家庭办公室顾问、全球财富解决方案、信托服务、慈善基金等服务；面向国际客户主要提供全球财富解决方案、融资和银行服务、移民服务等；面向传媒、娱乐、体育等特殊职业人士，主要提供针对职业特征的服务，如传媒、娱乐及体育顾问、保险咨询等。

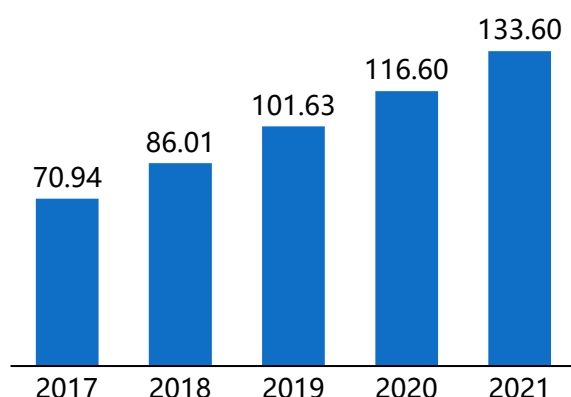
瑞士宝盛银行则致力于提高投资咨询服务的渗透率。瑞士宝盛银行的投资咨询服务包括包括

倾听和了解、分析和建议、协议和实施、监督和审查四个步骤。具体来看，投资顾问会根据客户财富管理需求和市场投资组合表现及未来走势，为客户提供相应的规划方案，最终由客户自行决定财富配置方案。2020年瑞士宝盛银行投资咨询服务管理资产约1734亿法郎，同比增长7.14%，占当年总管理资产的40%。

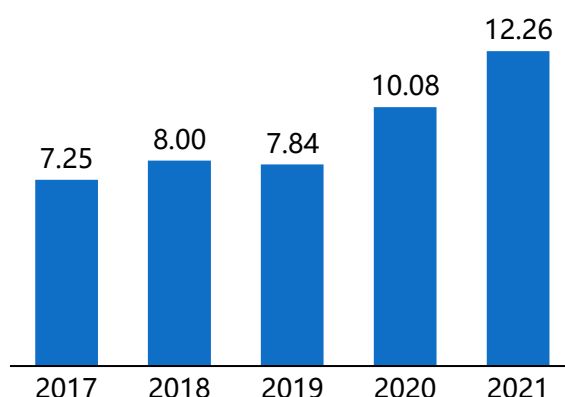
2.1.1.3 日本

日本主要以Wrap account形式开展面向个人的投顾服务，投顾服务呈快速发展趋势。财富管理层面，据日本央行数据统计，日本2021年家庭金融资产规模1968万亿日元。日本投顾服务客户数和资产规模都呈现持续上升趋势，2021年日本个人客户数133.60万人，客户资产规模12.26万亿日元，故而**日本个人客户在资产层面的投顾服务渗透率达到0.62%**。

日本投顾个人客户的数量（万人）



日本投顾个人客户的资产规模（万亿日元）



来源：JIAA

注：数据统计周期为当年3月至次年3月

日本投顾服务具体分为投资管理业务和投资咨询业务两种模式。投资管理业务主要进行投资交易和管理服务，为客户实现资产的保值增值；投资咨询业务主要是提供投资咨询服务，帮助

客户进行投资资产选择。此外，受新冠肺炎疫情等因素影响，日本投资顾问的互联网渠道规模出现快速增长。

投资管理业务是主要的投资顾问服务，但投资咨询业务也在发挥着重要作用。2021年，日本投资管理服务资产占比88.25%，投资咨询服务资产占比11.75%。与亚太地区国家相比，日本的投资咨询服务占比相对较高，尤其是中日两国在资管业务发展中具有很大的相似性，如金融体系以银行为主、居民风险偏好较低、资产配置以储蓄存款为主，面临老龄化问题等等。而从投顾服务模式上看，中国的资产管理侧重投资管理业务，日本的投资咨询业务则更为发达。

从机构数量上看，投资咨询机构占据日本资产管理业的半壁江山。据日本金融厅（FSA，Financial Services Agency）统计，日本有各类资产管理机构1024家，其中注册为第一种金融商品交易业的机构27家，占比2.6%；注册为第二种金融商品交易业的价格机构173家，占比16.9%；注册为投资管理业的机构233家，占比22.8%；注册为投资咨询业的机构591家，占比57.7%。

客户层面，日本投资顾问服务的客户正在从单一个人客户向个人客户和企业客户转移。除传统面向个人客户的服务外，日本投资顾问一方面向企业客户提供企业经营领域的资金筹措和信息支持，具体包括提供合作方介绍、各类资金筹措支持以及介绍专家人脉、提供业务发展相关信息等，另一方面向企业客户提供继承领域的事业继承对策服务，如事业继承计划制定、继承人培养建议、公司股份继承和财产分配建议以及死亡时退休金准备提案等。

在展业层面，例如，日本三大银行之一的**三井住友银行**会根据不同客户层级提供对应的投资管理和投资咨询服务。三井住友银行将个人客户分为资产形成层、资产运用层和企业主阶层

三个层级。面向资产形成层，投资顾问会根据客户的生命周期阶段和资产配置需要提供通用性的投资管理服务。对于资产运营层，三井住友银行会配备专门的投资顾问，以提供资产组合的投资管理服务为主线，辅助提供投资咨询服务。企业主阶层则由私人银行部门提供更为专业性的投资咨询服务，包括策划股票上市、股份互换、股本扩张、继承等个性化服务。三井住友银行还自2018年开始开启了与瑞银集团的合作，推出了“整体财富管理”服务，积极扩大企业主客户的业务规模，致力于成为日本国内财富管理行业的顶尖品牌。

Agility Asset Advisers是日本专注在房地产证券化领域的提供投资咨询业务的公司，该公司为客户投资对象选择提供资产评估、收益评估、投资对象尽职调查、法律法规调查/房屋诊断/环境调查、制定房地产价值提升计划、制定投资组织架构等方面的服务。

2.1.2 国外投顾不同收费模式对比

国外投顾收费模式多样，且强调投资顾问和客户的利益保持一致。美国以根据资产管理规模收费、收取固定费用和按小时收费为主；欧洲的收费模式与美国类似，同时更为强调依据提供的服务收费，而非收取佣金；日本的收费模式也已经从佣金模式转变为以产品为核心的收费模式。

2.1.2.1 美国

美国投顾业务的收费模式主要有六种：

- 根据资产管理规模收费：按管理规模的一定比例计提费用。
- 收取固定费用：一般是一次性服务，如制定财务规划的收费。

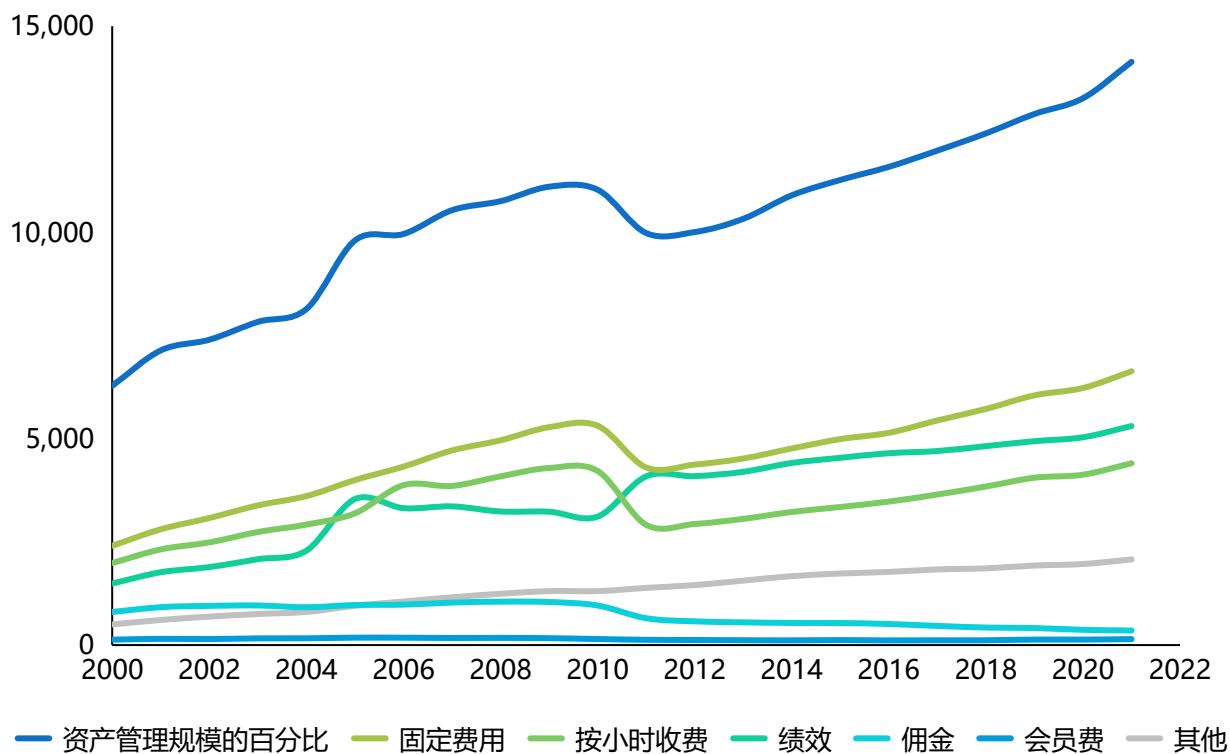
- 按小时收费：以投资咨询服务为主，咨询项目更为倾向采取此方式。
- 根据绩效收费：按相较于基准的超额收益计提。
- 佣金：在产品销售或管理过程中收取一定的费用。
- 会员费：一般是每年收取固定的费用。

根据资产管理规模收费、收取固定费用或按小

时收费（或两者兼有）是投顾的主要收费模式。

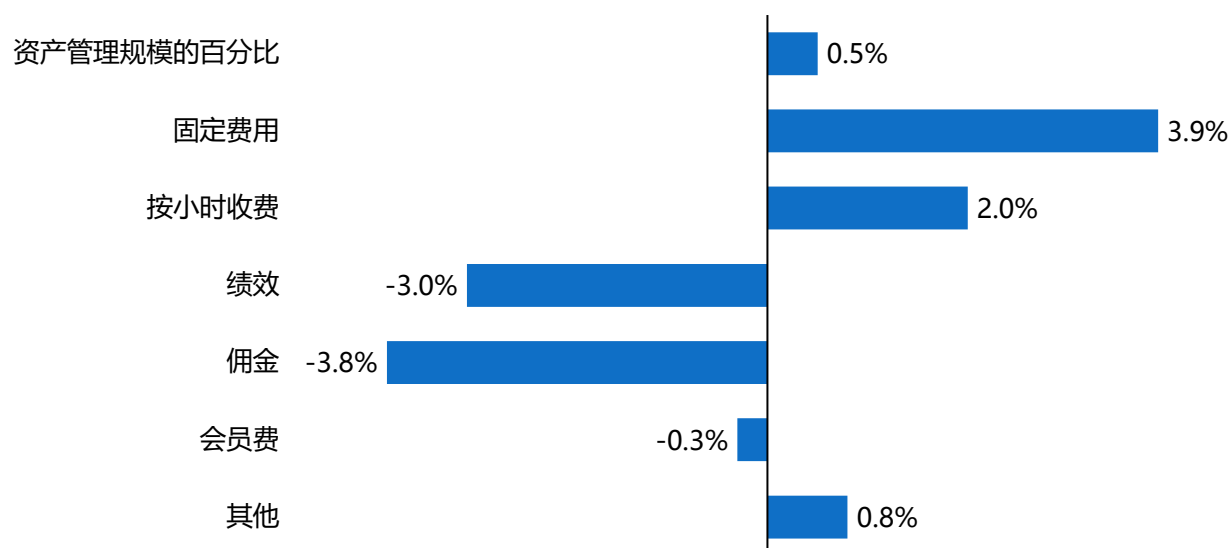
根据资产管理规模收费始终是美国投顾最主要的收费模式。2021年，95.5%的投资顾问会根据客户的资产管理规模收取费用。此外，在过去10年中，固定费用和按小时收费变得越来越普遍，分别在十年间增长3.9%和2.0%。提供财务规划服务的投顾更可能会收取固定费用或按小时收费，这一模式的占比在2021年达到49.6%。

美国投顾的收费模式（以采取该模式的投顾数量计）



来源：IAA, SEC

美国投顾收费模式过去十年间（2012-2021年）占比变化

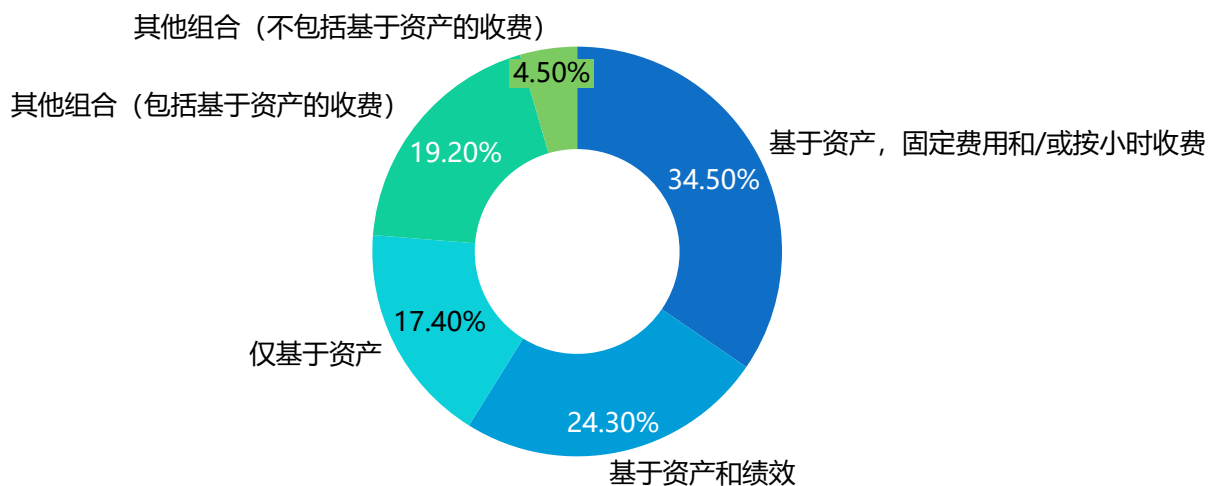


来源：IAA, SEC

投顾并非收取单一费用，而是采取多样化的收费模式。2021年，只有17.4%的投顾仅根据资产管理规模收费，大多数投顾都采取多种收费模式。最为常见的是，34.5%的投顾除了根据资产管理规模收费，还收取固定费用和/或按小时收费。以美林证券为例，该公司针对不同业

务分别设立了美林投顾账户（Merrill Lynch Investment Advisory Program）和交易账户（Brokerage Account）两类账户，前者采用收取固定费用，而后者收取佣金。此外，面向机构和高净值客户的私人银行以资产管理费为主要收入来源。

美国投顾的组合收费方式



来源：IAA, SEC

投顾的薪酬结构促使他们的利益与客户利益保持一致。通过基于资产的费用和绩效费用，投顾将他们的薪酬与客户投资联系起来。在根据资产管理规模收费的模式下，投顾收取的费用与客户资产价值直接挂钩，收取的费用会随客户资产价值的增减而增减变动。在收取固定费用或按小时收费的模式下，投顾能够以具有成本效益的方式提供投资组合管理以外的服务，如财务规划服务等。

以**贝莱德（BlackRock）**为例，2021年贝莱德成为全球首家资产管理规模突破10万亿美元大关的财富管理公司，它也是目前全球管理资产规模最大的金融机构。根据资产管理规模收费是贝莱德的主要收费模式，这一收入贡献了公司总收入的80%左右。同时，公司收入来源还包括业绩费、技术服务费、分销服务费和咨询

服务费等其他收入。据贝莱德公司公告，在过去5年间，贝莱德管理的长期资产增加了3.65万亿美元，其中2.31万亿美元来自于资产的增值，仅1.23万亿美元来自于客户资金的净流入，这直接反映出根据资产管理规模收费的主要收费模式能够有效将机构、投资顾问和客户的利益进行绑定，推动以客户为中心的投资顾问业务发展。

除薪酬结构外，投顾与客户间的利益冲突也在下降。投资顾问可能在与客户相关的交易中拥有经济利益或参与其中，这会导致投顾和客户间的利益冲突。这些冲突分为四大类：向客户推荐的投资项目的收益、推荐证券的投资额、使用客户佣金购买软美元研究或服务以及交易权限和惯例。从实际情况看，这些可能产生的利益冲突在过去10年间大部分实现了大幅下降。

美国投顾在可能与客户产生利益冲突领域的参与比重

相关领域	2011年 (%)	2021年 (%)	变化 (%)
向客户推荐的投资中的利益			
推荐专有产品	27.4%	20.2%	↓ 7.20%
推荐由相关经纪人承销的证券	25.7%	16.8%	↓ 8.90%
推荐投资的销售利益	11.6%	8.3%	↓ 3.30%
对推荐的证券进行投资			
买入或卖出推荐给客户的证券	75.6%	77.4%	↑ 1.80%
使用客户的佣金购买软美元研究			
接受软美元 (Soft Dollars) 研究	46.3%	37.8%	↓ 8.50%
交易权限和做法			
从事与客户的主要交易活动	8.7%	7.8%	↓ 0.90%
使用或推荐关联经纪人进行客户交易	10.8%	6.9%	↓ 3.90%
为客户执行机构交叉交易	4.9%	2.6%	↓ 2.30%
确定买入和卖出的客户证券	91.9%	93.8%	↑ 1.90%
确定买入和卖出客户证券数量	91.8%	93.7%	↑ 1.90%
确定或推荐客户交易的经纪人	90.5%	91.6%	↑ 1.10%
确定客户交易的佣金率	88.6%	79.9%	↓ 8.70%

来源：IAA, SEC

2.1.2.2 欧洲

欧洲投资顾问采取的收费模式与美国较为相似，包括可以向客户收取资产规模一定比例的费用、固定费用、按小时收费等等，部分国家甚至要求投资顾问按照提供的服务收费，而非收取佣金。

具体来看，**英国要求收费反映投资顾问所提供的服务，而不是推荐的特定供应商和产品**。英国金融行为监管局（FCA, Financial Conduct Authority）要求投资顾问为服务自行设定费用，要根据服务水平收费而非根据推荐的特定供应商或产品收费；收费前预先以价目表等形式向客户披露费用；仅在征得客户同意且持续服务客户的情况下收取持续性费用；不允许投资顾问收取产品供应商提供的佣金等。也就是说，英国的投资顾问主要收取服务费用，他们没有被规定收取服务费的具体形式，可以采取固定费用、按小时收费或根据资产规模的一定比例收费等，但他们必须预先与客户就如何收取费用和收费水平达成一致，且不能通过佣金收取费用。

英国收费模式的这一转变主要来源于政府监管举措，这与美国存在较大差异。2012年12月31日，英国零售分销审查制度（RDR, Retail Distribution Review）正式生效，从收费模式、经营性质、产品范围等方面对投资顾问进行了更为严格的规范。RDR的一项重要举措是禁止英国投资顾问通过向产品提供商收取佣金获利，这便从政府监管角度对投资顾问的收费模式进行了强制性的严格规范。从收费模式转变的根源来看，这与美国投资顾问的收费模式转变存在较大差异，美国主要基于投资顾问市场的发展变化逐步形成根据资产管理规模收费、收取固定费用或按小时收费的主要收费模式。

具体公司层面，**瑞银（UBS）**财富管理部门业务收入分为可持续的手续费收入（即按资产管理规模收费）、利息收入和基于交易的收入。可持续的手续费收入是瑞银财富管理第一大收入，2020年可持续的手续费收入占财富管理部门总收入比例超过50%。可持续的手续费即为基于客户资产收费，在这种收费方式下，瑞银、投资顾问和客户三者间的利益更为一致，从而推动瑞银与客户建立起长期的信任关系。

瑞士宝盛银行财富管理业务的主要收入来源于佣金及手续费收入，具体包括咨询和资产管理费、经纪佣金及证券承销收入、信贷相关活动的佣金收入、其他服务佣金及手续费收入。2020年瑞士宝盛的这一收入达到20.15亿法郎，占公司总收入的56%。

2.1.2.3 日本

随着日本金融市场的发展，日本投顾收费模式已由佣金模式转变为以产品为核心的收费模式。日本的投资顾问逐渐转变为着眼于看客户的切身利益，为客户制定长远的财务规划，更为看重从客户财富管理业务中获取直接受益。在投资管理业务方面，投资顾问主要根据管理的客户资金规模收取管理费，投资咨询业务则主要收取交易佣金或咨询费。

此外，**在以产品为核心的收入模式下，日本也逐渐扩大投顾服务范围，并衍生出更多的服务模式**。以野村资管为例，野村资管的投顾服务分为SMA（Separately Managed Account）和Fund Wrap两种形式，相对而言，SMA主要面向高净值客户提供专门投资账户，数量较少，Fund Wrap依然是Wrap account投顾服务的主要组成部分。

野村2005年开展SMA业务，2006年开展Wrap account业务，2013年后专户业务扩张速度加快，目前占据日本市场约30%的份额。

日本投顾收费模式多样，且赋予了客户更多选择空间，除根据资产规模收费外，还会收取固定管理费、业绩报酬等多样化的投顾费用。以野村资管为例，野村的SMA账户按季度收取固定管理费，同时对不同类别资产收取不同档次的管理费。野村的Wrap account账户既可以选择不按季度收取固定管理费，也可以选择收取固定管理费+年度业绩报酬的收费形式，同时对不同类别资产收取不同档次的管理费。

日本投资顾问收费的概念范围较美国更为广泛，但在收费模式上也与美国存在共性。根据日本

的金融理财师调查，日本投资顾问服务中没有与美国相同的总体与特定方案的划分，但在财务规划业务中的核心业务是保障、补偿的设计（占比38%）和金融资产经营方案的设计（占比23%）。日本投资顾问的收费模式通常包括财务策划费、每小时咨询费、顾问费（会费）、财务方案修改费等。日本的投资顾问费用相较于美国收取的费用具有更为广泛的概念，但在以产品为核心的收费模式上与美国存在共性。

2004年日本《投资顾问业法》修正，投资顾问代客理财业务放开，这较中国早了十多年时间。日本以产品为核心的收费模式转变，以及多样化的投顾收费模式扩展，也为中国正在发展中的基金投顾业务带来了启示。



2.2 国外投顾资产类型借鉴

国外投顾资产类型丰富，包括股票、债券、衍生品、公募基金、私募基金以及创新性金融产品等等，每一大类下有众多细分产品类型可供选择，还会注重全球化的资产配置，能够为客户实现多样化、个性化的投资组合配置。

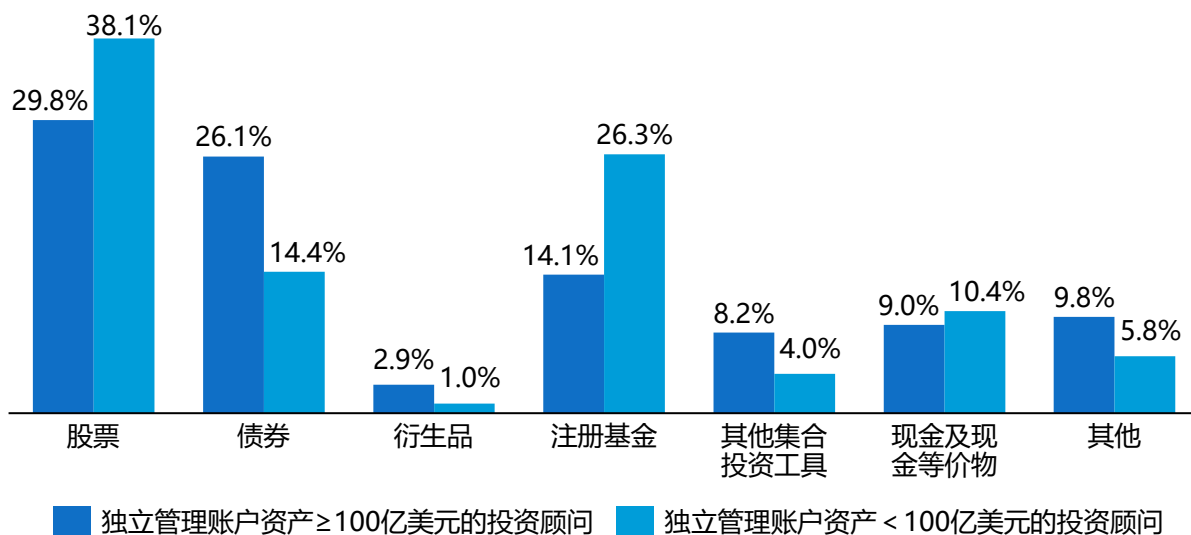
2.2.1 美国

美国投顾资产管理的方式主要分为**独立管理账户（SMA）、平行管理账户和综合费用计划**三类：

独立管理账户的客户包括个人投资者和机构投资者。2021年，73.5%的投资顾问管理着SMA

资产。在资产配置方面，**投资顾问会投资于股票、债券、衍生品、注册基金等多种资产类型，不同资产类型下也有更多选择**，如债券品类中还可选择美国政府/机构债券、美国州和地方债券、主权债券、投资级公司债券、非投资级公司债券等，衍生品品类中还可选择利率衍生品、外汇衍生品、信用衍生品、股票衍生品等。此外，不同规模的SMA在投资组合上存在显著差异，如小型投资顾问（SMA账户资产低于100亿美元）更广泛地投资股票和集合投资工具，大型投资顾问（SMA账户资产不低于100亿美元）更多投资于债券、衍生品等。

美国独立管理账户的资产配置（2021年）



来源：IAA, SEC

平行管理账户主要面向集合投资工具，包括投资公司（开放式共同基金、交易所交易基金（ETF）、封闭式共同基金、单位投资信托）和业务发展公司。这类账户追求与集合投资工具本身基本相同的投资目标和策略。

综合费用计划是一项打包服务，客户可以通过此计划享受各类组合服务，包括经纪业务、证券交易、资产托管、行政服务等。综合费用计划的资产增长强劲，2019-2021年的三年间增长率达到17.7%。

具体展业层面，截至2021年，**富达公司**管理资产规模44772亿美元，资产分布于股票、货币市场、投资级债券、混合资产、高收益资产等多个领域，分别占比61%、19%、14%、4%、2%。**花旗银行**也设计了丰富的产品线，包括家族信托、贵金属交易、金融衍生品、税务筹划、服务咨询、退休计划和遗产安排等。此外，花旗银行还为客户提供个性化的财富管理服务，如对客户的投资偏好、财务状况、家庭情况、消费行为、退休规划、遗产安排等情况进行全面分析，从而为客户提供针对性的资产投资和现金管理服务。

2.2.2 欧洲

不同于美国财富管理行业分散度较高，**欧洲财富管理市场的马太效应较为明显，行业集中度较高**，财富管理机构以资产管理公司和混业经营的银行集团为主，如瑞银（UBS）和瑞信（Credit Suisse）占据了欧洲财富管理较大的市场份额。具体来看，以**瑞银**为例，瑞银在2011年确立“专注全球财富管理和瑞士全能银行，以资产管理和投资银行为辅”的战略版图，近年来**财富管理业务在集团营收上占比过半，利润上占比近半**，故而瑞银的投顾资产类型在欧洲具有一定的代表性。

瑞银充分利用其全面、综合的财富管理业务创造协同效应。瑞银在开展财富管理服务时，采用“一个银行”（One Bank）模式，这种模式将集团看作一个整体，而不是每个业务部门各自为政。为配合这种模式的发展策略，在组织模式上瑞银将核心业务划分为财富管理、资产管理和投资银行三大业务条线。这三大业务不断协同发展，创造出深度的协同效应，能够充分为不同层次的客户群体提供全方位的财富

管理服务，包括投资规划、理财规划、股票分析、并购建议、资金管理、遗嘱安排、财产继承等。

瑞银根据客户净资产划分层级，并根据客户风险偏好划分类别，以进行个性化产品配置。瑞银根据客户净资产进行客户细分，具体分为50万-200万瑞郎净资产的核心富裕客户（Core Affluent Client）、200万-5000万瑞郎的高净值客户（High Net Worth Client）和5000万瑞郎净资产以上的关键客户（Key Client），并根据客户净资产层级匹配对应的投资顾问，实现供需的高效匹配和客户的精细化运营。此外，根据客户风险偏好不同，瑞银还将客户分为财富追求者、财富创造者、财富守护者和财富保护者四类，并根据这四类客户不同的特点为其量身定制不同的财务规划，提供符合客户实际需求的产品和服务。例如，财富追求者追求财富增值，风险承受能力较强；财富创造者对风险持中立的态度。对这两类客户，瑞银多采用信贷、股票、债券、金融衍生品等产品来帮助客户实现资产增值。财富守护者和财富保护者对风险的厌恶程度更高，适宜通过资产管理、保险等方式对资产进行保值。

针对不同细分层级的客户，瑞银将其财富管理体系分为四个等级，分别为投资产品、投资解决方案、财务规划、财富管理解决方案。**从具体产品来看，瑞银为客户配置的资产类型非常全面，不仅涵盖股票、债券等金融产品投资，还包括保险、基金、银行等产品配置，以及不动产、艺术品投资等，且资产配置范围遍及全球。**其中，投资产品主要为客户提供多种类型的证券投资产品，不仅包含传统的权益和固定收益工具，对于符合资质的客户，瑞银还提供结构性产品/衍生产品、另类投资产品等；**投资**

解决方案、财务规划以及财富管理解决方案主要针对全权委托或顾问委托账户提供各类咨询服务、瑞银或第三方投资组合管理服务、各种目的的财务规划以及更高端、个性化的不动产投资、葡萄酒投资、艺术品投资等。在**全球资产配置**方面，瑞银会根据市场实际情况配置全球股票、日本股票、美国股票、欧元区股票、美元计价新兴市场主权债、欧元投资级公司债、全球绿色债券等各类产品。

除了产品投资，**瑞银也借助其全能银行业务定位，为客户提供丰富的借贷和现金管理产品。**其中，借贷产品包括抵押、保证金贷款等。瑞银将客户的资产配置从传统的资产端拓展到客户的负债端，丰富资产配置类型，推动从单纯的资产管理向覆盖客户全生命周期的财富管理转变。通过提高委托服务渗透率和贷款渗透率，提高费率，也有助于瑞银获得稳定的可持续性收入。

除瑞银外，欧洲众多投资顾问机构也关注面向客户的全面性、个性化产品配置，如**汇丰银行**深入客观地了解客户的财务状况，综合分析家庭保障、财富增长、教育以及退休规划等需求，并采用开放式产品架构，在为客户设计解决方案时不只局限于自身的产品和服务，还会选择市场中最适合客户的产品进行配置。**瑞士宝盛银行**提供开放性的产品平台，不设计自营产品，而是引入第三方合作机构，且不承担销售第三方产品的压力，独立性地向客户提供股票、债券、投资基金、货币市场工具、存款、结构性产品等资产配置。

2.2.3 日本

投顾资产配置层面，日本的Wrap account均投向信托产品，并基于信托产品投向全球的股票、

债券、房地产等多元化资产。在供给侧，日本形成以信托银行为主导的投顾产品供给体系；在需求侧，日本客户投资产品类型丰富，国内外各类财富管理产品均有涉猎。

供给侧，日本形成以信托银行为主导的投顾产品供给体系。在日本，银行占据着财富管理市场的主导地位，而日本银行主要通过信托银行开展财富管理业务。据日本信托业协会（JTCA, Japan Trusts Companies Association）统计，日本信托业协会共有4家正式会员（即四大信托银行，三井住友信托银行、瑞穗信托银行、三菱UFJ信托银行、RISONA银行）、69家准会员。

信托银行的投顾产品服务以综合信托、投资信托、金钱信托三大类为主，2021年这三类在信托资产总额中占比达82%。综合信托，即再信托，是进一步投资于其他信托的信托，2021年占比56.8%，是规模最大的信托种类。投资信托类似于中国的公募基金及部分投资于证券为主的私募基金，2021年占比17.2%，位列第二。金钱信托与中国的货币基金类似，2021年占比8.8%，位列第三。

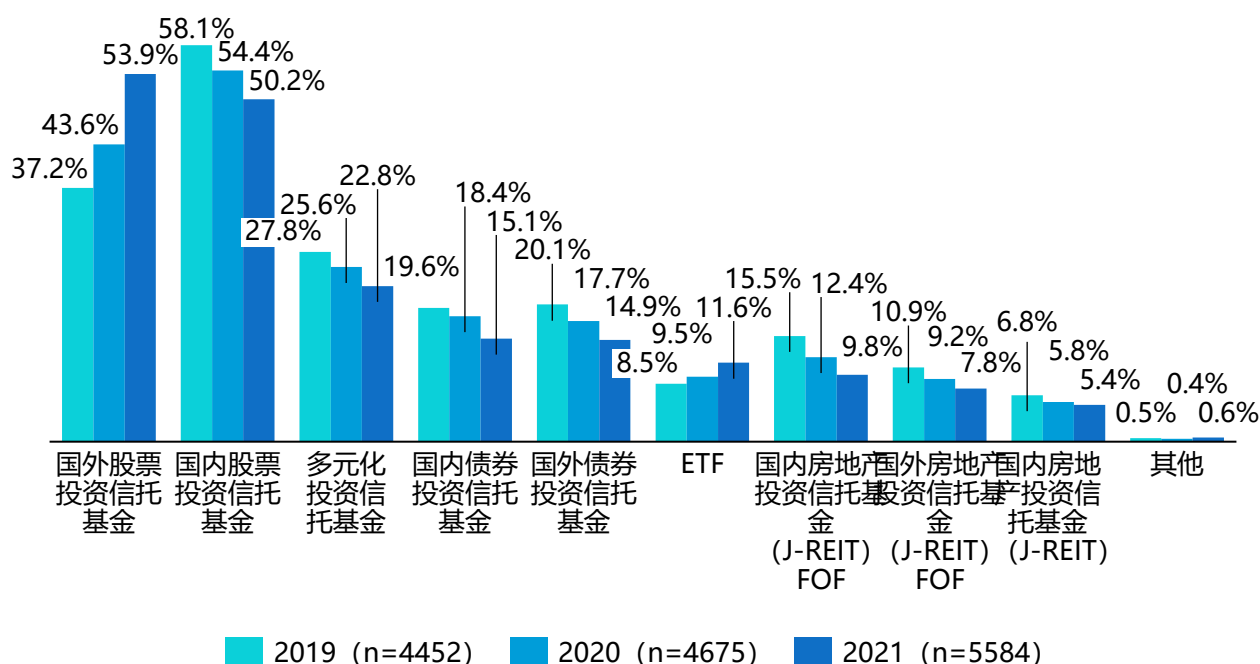
日本还创新推出了独具特色的房地产投资信托基金（J-REIT）。REIT（房地产投资信托基金，Real Estate Investment Trust）1960年诞生于美国，日本的房地产投资信托基金于2001年9月诞生，被称为J-REIT。J-REIT利用从众多客户那里筹集的资金购买办公楼、商业设施、住宅、酒店等多个房地产，并将租金收入和交易利润分配给客户。J-REIT流动性高，相比直接投资房地产更为便利，同时还具备获得资本利得、高股息率的特征。目前，日本的J-REIT已发展为成熟市场，而中国的REIT市场仍在起步阶段。

在日本政府的推动下，ETF产品呈现多元化发展，ETF市场快速扩张。日本的ETF产品出现于2001年，作为日本政府经济举措的一部分，用以促进个人投资者长期稳定的持股。随后ETF产品呈现出多元化发展且市场规模不断扩大，从2012年到2021年的十年间，日本ETF资产规模复合增长率达到35%。

需求侧，日本客户投资产品类型丰富，国内外各类财富管理产品均有涉猎。据日本投资信托

协会（JITA，Japan Investment Trusts Association）客户调查，日本客户投资的产品涉及股票投资信托基金、债券投资信托基金、多元化投资信托基金、ETF、房地产投资信托基金（J-REIT）等多种类型，还会投资于房地产投资信托基金（J-REIT）的FOF来进一步分散风险。此外，客户会进行全球化的资产配置，国内外资产均会涉及，且大多资产在国内、国外的配置情况上处于相对平均水平。

对日本客户投资产品类型的调查



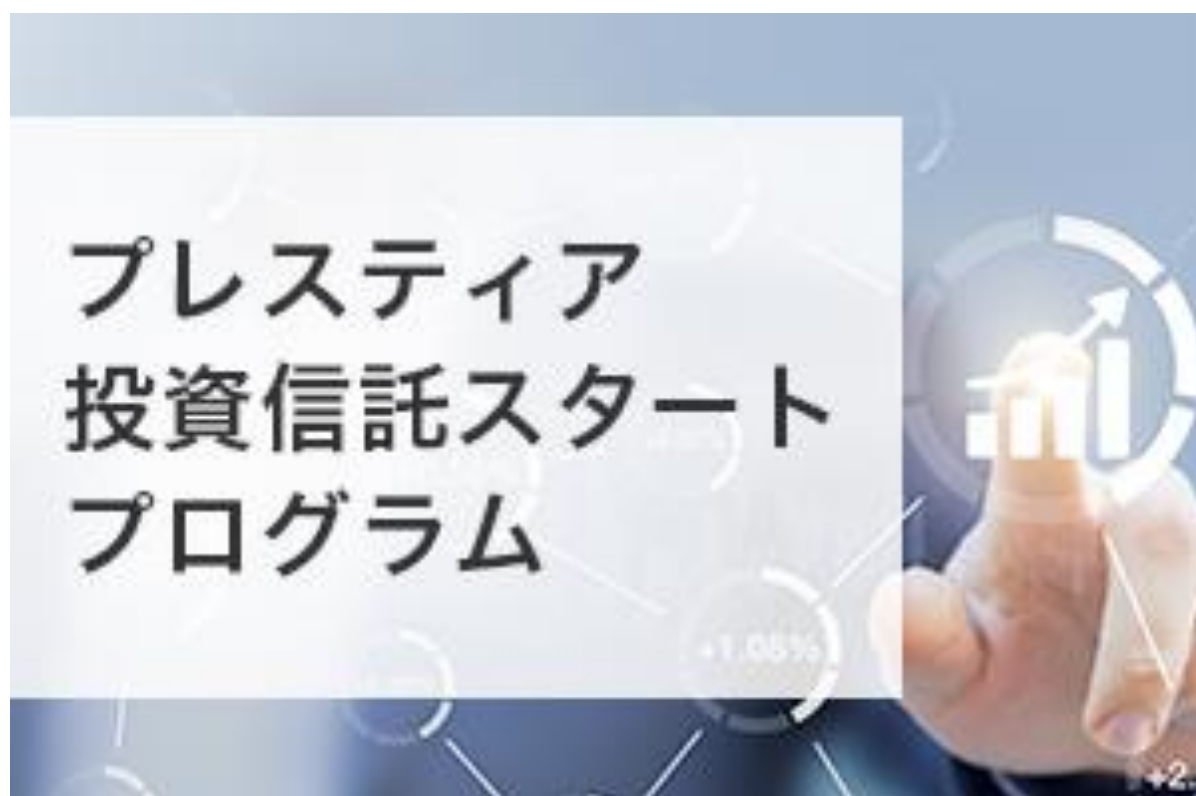
来源：JITA

日本三大银行之一的**三菱银行**会根据客户的投资理念、经验、时长、风险承受能力以及资产状态，匹配适当的投资风格。投资风格分为稳定利润和风险分散2大类，“稳定利润”通过配置国内外的股票和债券，灵活调整大类资产配置比例，在把控风险的前提下实现稳定利润；

“风险分散”根据不同的收益风险等级以及是否配置对冲基金细分为10个类别，投资标的种类也更为丰富——不仅包括发达国家的股票和债券资产，还包括发展中国家的股票、债券、企业债、房地产投资信托基金、商品等标的。

另一家三大银行之一的**三井住友银行**在个人业务部门推出了涵盖25个公司的53种金融产品以及各种组合产品，并每月为客户理财提供综合报告。三井住友银行还针对日本超高龄社会问题，开发了应对痴呆症的产品体系，主要包括

监护制度支援信托、100年人生应援信托、安全型信托、安心支援信托等。截至2020年底，三井住友银行管理的该类产品约1.9万件，2019年该类业务实现了4亿日元的收益。



2.3 国外智能投顾发展借鉴

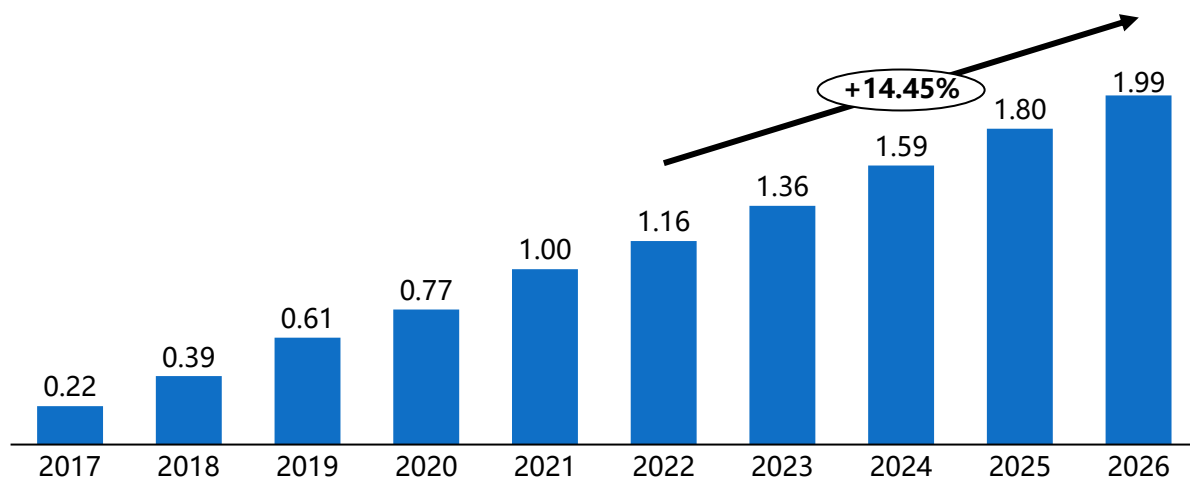
智能投顾（Robo-Advisor）起源于美国，得益于美国金融市场量化投资和ETF（交易型开放式指数基金，Exchange Traded Funds）的兴盛，创立于2008年的Wealthfront和Betterment先后推出了以优化长期资产配置为目标的智能投顾产品。

美国金融管理局（FINRA，Financial Industry Regulatory Authority）对智能投顾的官方定义是：利用大数据分析、量化金融模型以及智能化算法，根据投资者的风险承受水平、财务状况、预期收益目标以及投资风格偏好等要求，运用一系列智能算法，投资组合优化等理论模型，为用户提供智能化和自动化

的资产配置建议。

美国智能投顾的市场规模居全球首位，占全球智能投顾管理资产规模的70.0%。据statista统计，2021年全球智能投顾管理资产规模达1.43万亿美元，其中美国达到1.00万亿美元，占比70.0%，是全球第一大市场。2021年，美国资产规模最大的智能投顾是Vanguard Personal Advisor Services，管理资产规模达2310亿美元。据statista预测，美国智能投顾2022年资产管理规模为1.16万亿美元，且将保持14.45%的复合增长率，预计2026年总资产管理规模将达到1.99万亿美元。

美国智能投顾的市场规模（万亿美元）



来源：statista

智能投顾既能帮助客户完成资产管理，也能为客户提供更为复杂的服务。一方面，智能投顾能够通过在线调查获取客户的财务状况和投资目标，而后根据这些数据为客户提供投资建议并进行自动化投资，提供简单的账号设置、稳

健的目标规划、账户服务和投资组合管理。另一方面，智能投顾还能提供更复杂的服务，如税收减免、投资选择和退休计划等，且仅需支付较人工投资顾问更为低廉的费用。

智能投顾能够低成本、高效率地实现投资组合再平衡，降低投顾服务门槛，为长尾客户的普惠化财富管理提供空间。智能投顾大多利用现代投资组合理论（MPT, Modern Portfolio Theory）为用户构建被动指数投资组合。投资组合建立后，智能投顾会继续监控这些组合，通过投资组合再平衡确保市场变动后这些组合也能保持最佳的资产类别权重。相较于人工的投资组合再平衡较为耗时并容易产生交易费用，智能投顾则能以低廉的费用自动执行此操作，帮助长尾客户实现普惠化的财富管理。此外，再平衡还能帮助客户实现税收损失收割（tax loss harvesting），即亏本出售证券以抵消类

似证券的资本利得税，并通过算法使其具有成本效益。

智能投顾市场中，既有独立智能投顾，也有传统机构智能投顾。其中独立智能投顾具有更低的投资门槛，传统机构智能投顾则拥有更大的资产管理规模，更适合已在该机构托管资产的成熟投资者。**既有无需人工干预的全自动化智能投顾，也有人工投资顾问参与的人机结合智能投顾。**全自动化智能投顾包括Wealthfront、M1 Finance等，人机结合智能投顾包括Betterment、Personal Capital等。此外，**不同智能投顾的投资门槛、费用、可投资资产、是否可定制投资组合等也不尽相同。**

部分智能投顾发展情况（2021年）

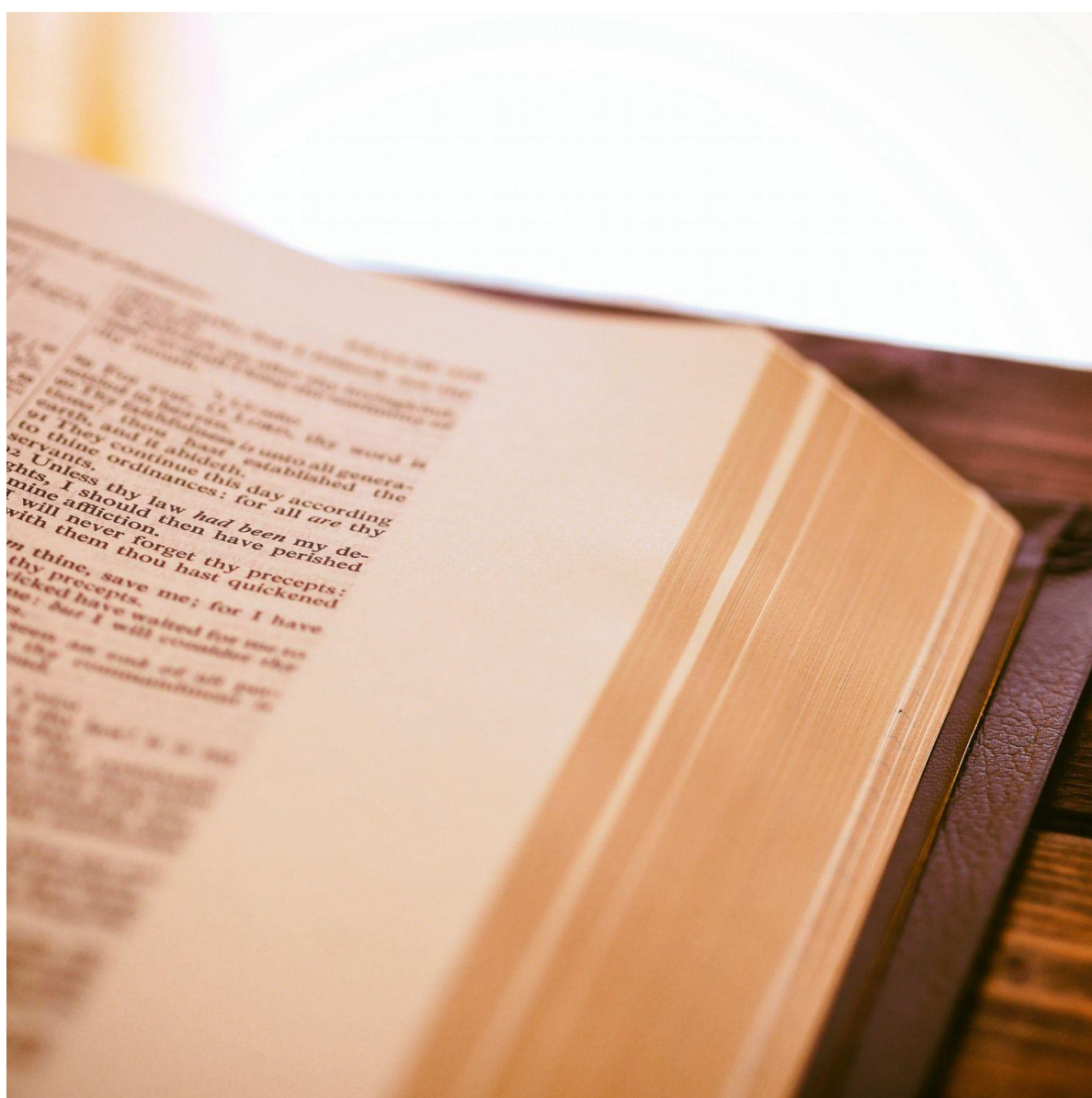
公司	账户门槛	费用	投资资产	是否可定制投资组合*	是否提供投资顾问	
Vanguard	PAS	50,000美元	0.1%-0.3% AUM	ETF、共同基金	是	是
	DA	3,000美元	0.2% AUM		否	否
Acorns	5美元	0.25% AUM	ETF	否	否	
Wealthfront	500美元	0.25% AUM	ETF、加密货币基金、股票	是	否	
Interactive Advisors (IA)	100美元	0.08%-1.5% AUM	ETF、股票、其他投资组合	否	是	
Betterment	0	0.25%-0.4% AUM	ETF	是	是	
Personal Capital	100,000美元	0.49%-0.89% AUM	ETF、股票、债券、私募股权基金	是	是	
M1 Finance	100美元	0%	股票、ETF、REIT	是	否	
Merrill Guided Investing	1,000美元/20,000美元 (有顾问)	0.45%-0.85% AUM	ETF、共同基金、货币市场共同基金	否	是	
E*TRADE	500美元	0.3% AUM	ETF	否	是	

来源：根据公开资料整理

*投资组合中仅可纳入或剔除单一资产统计为“不可定制投资组合”

监管方面，美国、英国、日本等国家的智能投顾直接适用原有投顾监管规则，加拿大、澳大利亚等国家针对智能投顾采取了有针对性的监管举措。以美国为例，美国的智能投顾同样受SEC监管，展业需获得RIA牌照。在美国，智能投顾和人工投顾具有相同的法律地位，因此，

智能投顾也受到1940年美国投资顾问法案约束，必须在SEC完成注册，并遵守与人类投资顾问相同的证券法律和法规。大多数智能投顾都是FINRA的成员。与选择人工投顾相似，投资者可以使用FINRA的BrokerCheck来选择智能投顾。



2.4 国外投顾业务监管借鉴

国外投资顾问业务监管要求投资顾问受到所在地区监管机构的监管，且需通过注册等方式获得许可，方可展业。此外，监管强调投资顾问面向客户承担信托责任，即投资顾问为他人做出决策的最高标准。这要求投资顾问忠实、审慎地为客户提供服务，以客户利益最大化为行动准则。

2.4.1 资质准入监管

2.4.1.1 美国

根据1940年美国投资顾问法案，注册投资顾问（RIA, Registered Investment Advisor）被定义为“以提供建议、推荐、直接或出版发行证券研究或分析报告获得补偿的个人或公司”，基金经理（money managers）、投资咨询师（investment consultants）和财务规划师（financial planners）都在美国受到“投资顾问”的监管。**注册投资顾问对其客户承担信托责任，即顾问有责任提供合适的投资建议且永远以客户的最大利益为行动准则。**

美国对投资顾问实行SEC和州证券机构的分级监管。大型投资顾问必须在SEC注册（有豁免的除外），而大部分中小型投资顾问由所在州监管，仅在州证券机构注册即可。在投资顾问从业者层面也有相应的监管要求，如在SEC注册公司的顾问必须在SEC注册；管理资产超过2500万美元（含2500万美元）且为在业公司提供建议的顾问必须在SEC注册；为超过2亿美元（含2亿美元）资产的员工福利计划提供咨询服务的顾问必须在SEC注册等等。

2.4.1.2 欧洲

为推进欧洲投顾市场的一体化健康有序发展，**欧盟制定了可转让证券集合投资计划指令**（UCITS, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive）、**另类投资基金管理指令**（AIFMD, Alternative Investment Fund Manager's Directive）和**欧洲金融工具市场指令**（MiFID, Markets in Financial Instruments Directive）**三大监管制度，用以规范投资基金产品建设和投资顾问业务开展。**欧洲证券及市场管理局（ESMA, European Securities and Markets Authority）负责就这三个指令向欧盟委员会发布技术建议、为市场参与者制定指导方针、准备监管和实施技术标准，以及发布意见和问答。

2.4.1.3 日本

日本《金融工具交易法》（《Financial Instruments and Exchange Act》）规定，**投资顾问从事资产管理服务、开展投顾业务必须向日本政府申请注册，并接受日本金融厅（FSA, Financial Services Agency）的具体监管。**2021年1月，日本金融厅对外发布《投资管理业务及其他投资工具注册指南》更新文件，详细规定监管细则，要求在日本开办投资管理业务、投资咨询业务、投资管理/咨询公司与其客户间的中介业务、代理或销售其他资管公司的投资产品、外国资管公司在日本设立代表机构等均须注册。注册时需提交相关文件，包括业务产品介绍、高管人员简历、内部控制制度、公司最新资产负债表、公司主要股东介绍等。

2.4.2 执业和服务内容监管

2.4.2.1 美国

在执业监管方面，美国投资顾问法案并未为顾问提供全面的监管制度，而是赋予他们以客户最大利益行事的广泛信托责任。SEC表示，与很多国家的法律不同，美国联邦证券法没有规定顾问的最低经验或资格要求，也没有规定顾问的最高收费标准。虽然顾问的准入要求相对宽松，但法案要求顾问作为受托人必须履行对客户信托责任，必须避免与客户发生利益冲突。

以客户最大利益行事的广泛信托责任要求顾问履行充分披露重要事实、提供合适投资建议、拥有合理推荐依据、指导客户最佳执行的义务：

- 充分披露重要事实：充分且公平地披露对客户有重要意义的事实，并避免对客户产生误导。
- 提供合适投资建议：对客户的财务状况、投资经验和投资目标进行合理调查，并根据客户的实际情况、经验和目标做出合适的投资建议。
- 拥有合理推荐依据：有形成投资建议的合理、独立的依据。
- 指导客户最佳执行：帮助客户寻求证券交易的最佳执行，即实现每笔交易的成本或收益的最优解。

2.4.2.2 欧洲

可转让证券集合投资计划指令（UCITS，Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive）于1985年推出，该指令是一个详细、统一的投资基金框架，旨在在欧洲建立统一的投资基金跨

境市场，这意味着欧盟成员国经授权审批的基金可以直接在其他成员国销售。为不断适应最新监管要求和市场变化，UCITS在多次修订后，通过了于2016年3月18日生效的UCITS V指令。UCITS V旨在使UCITS制度与AIFMD关于薪酬和托管规则的指令保持一致。UCITS投资范围包括可转让证券、货币市场工具、其他UCITS份额、金融衍生品等。目前，UCITS已实现了广泛的应用，欧盟有超过29,000支UCITS基金，管理着超过8万亿欧元的资产。

另类投资基金管理指令（AIFMD，Alternative Investment Fund Manager's Directive）于2011年推出，适用于对冲基金、私募股权基金、房地产基金等UCITS未覆盖的投资基金。AIFMD要求投资顾问必须得到监管部门审批，且拥有符合监管要求的最低资本规模；要求投资顾问加强流动性风险管理，定期进行压力测试；限制投资顾问的杠杆使用水平；要求有托管人进行资产保管，并进行有效的资产估值；要求投资顾问对外披露年报，并向投资者提供产品运营端具体信息。2013年，欧盟进一步完善了AIFMD实施细则，涉及利益冲突防范机制、风险管理、托管人职责、信息披露等方面。

欧洲金融工具市场指令（MiFID，Markets in Financial Instruments Directive）于2007年推出，于2014年进行了二次修订，并于2018正式在各欧盟成员国实施。不同于UCITS和AIFMD专注于产品层面的监管，MiFID侧重规范投资顾问机构，包括组织结构要求、外包管理、利益冲突管理、客户指令执行、有效评估投顾产品及服务适当性、市场沟通等方面，旨在促进欧盟形成全面统一的金融工具和产品交易市场。

2.4.2.3 日本

日本的投资顾问业务主要包括投资管理业务和投资咨询业务两类，无论从事哪些业务都要求**投资顾问必须忠实地、以审慎的管理方式为客户提供服务**。此外，**投资管理业务**拥有受委托投资的权力，可以进行资产的单独管理，但禁止接受现金或投资产品的存款、禁止借出现金或投资产品；**投资咨询业务**则禁止销售投资产品、禁止接受现金或投资产品的存款、禁止借出现金或投资产品。

在投资顾问服务中，日本非常重视投资者保护问题，日本金融厅在2017年发布了以客户为中心的经营行为准则。该准则有7条内容，包括：

- 实施以客户为中心的商业行为，披露该政策实施进展情况的报告。
- 投资顾问需要为实现客户利益最大化而诚实、公平地进行业务运营，并将此作为企业文化的重要组成部分。
- 在交易过程中需要有效管理与客户的利益冲突问题，并且事前建立相关制度规范。
- 向客户披露与商品服务相关的价格信息。
- 在向客户销售、推荐各类金融服务时，需要以简单易懂的方式向客户披露重要信息。
- 金融机构必须获取客户的交易需求、专业知识、目的、需求等信息，并为其提供适当的产品服务。
- 建立合理的绩效评价体系，鼓励员工公平、真诚地服务客户。



找准方向：中国投顾业务发展现状



3.1 资管新规背景下的新要求

2018年4月27日，中国人民银行、银保监会、证监会、外管局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《资管新规》），《资管新规》通过匹配期限、限制通道等角度从破刚兑、限非标与降杠杆三方面规范资产管理业务，以此防控风险，更好服务实体经济。历经3年过渡期后，2022年1月1日，《资管新规》正式实施。

3.1.1 资管新规对整体投顾业务要求

中国金融机构资产管理业务快速发展，规模不断攀升，已然成为金融机构重要的创新型业务之一，扩大了金融机构的盈利来源，推动了多层次资本市场的建设。但同时，资产管理业务也积累了不容忽视的风险，包括资金池操作存在流动性风险隐患、产品多层嵌套导致风险传递、影子银行面临监管不足、刚性兑付使风险仍停留在金融体系、部分非金融机构无序开展资产管理业务等等。为此，《资管新规》从顶层设计的高度，明确规范了资产管理业务的基本原则，建立有效的资产管理业务监管制度。

回归本源，打破刚性兑付。引导资产管理业务回归“受人之托，代人理财”的本源，投资产生的收益和风险均应由投资者享有和承担，投资顾问只收取相应的管理费用。资产管理机构不能承诺保本保收益，且需做好投资者适当性管理和投资者教育，强化“卖者尽责，买者自负”的投资理念。推动预期收益型产品向净值

型产品转型，使资产价格的公允变化及时反映基础资产的风险。

管控流动性风险，控制杠杆水平。强化单独管理、单独建账、单独核算要求，推动产品期限与所投资资产存续期相匹配。鼓励金融机构设立具有独立法人地位的子公司专门开展资产管理业务。建立健全独立的账户管理和托管制度，强化资产管理业务与自营业务之间的风险隔离。统一同类产品的杠杆率，合理控制股票市场、债券市场杠杆水平，抑制资产泡沫。

消除多层嵌套。限制层层委托下的嵌套行为，强化受托机构的主动管理职责，防止其为委托机构提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。同时，将嵌套层级限制为一层，禁止开展多层嵌套和通道业务。对基于主动管理、以资产配置和组合管理为目的的运作形式给出合理空间。

强化非标管理。强化非标业务监管，加强对表外业务风险的管理。控制并逐步缩减非标投资规模，加强投前尽职调查、风险审查和投后风险管理。

穿透底层资产。针对资产管理业务统计分散问题，加快建设覆盖全面、标准统一、信息共享的综合统计体系，逐支产品统计基本信息、募集信息、资产负债信息、终止信息。以此为基础，实现对底层投资资产和最终投资者的穿透识别，及时、准确掌握行业全貌，完整反映风险状况。

3.1.2 资管新规对智能投顾要求

金融科技正在改变着金融业的服务方式，这在资管领域就突出体现在“智能投顾”。智能投顾通过应用人工智能技术开展投资顾问业务，由于服务对象多为长尾客户，风险承受能力较低，如果投资顾问在适当性管理、风险提示等方面做的不到位，容易引发相关风险。此外，人工智能算法的“黑箱”问题、技术应用局限、网络安全等风险也需要受到重视。

针对智能投顾在投资顾问业务中的应用，《资管新规》要求取得投资顾问资质的机构才能使用智能投顾，第二十三条规定“运用人工智能技术开展投资顾问业务应当取得投资顾问资质，

非金融机构不得借助智能投资顾问超范围经营或者变相开展资产管理业务。”同时要求**做好适当性管理和风险提示**，“金融机构运用人工智能技术开展资产管理业务应当严格遵守本意见有关投资者适当性、投资范围、信息披露、风险隔离等一般性规定，不得借助人工智能业务夸大宣传资产管理产品或者误导投资者”，**并对人工智能模型做充分披露**，“金融机构应当向金融监督管理部门报备人工智能模型的主要参数以及资产配置的主要逻辑，为投资者单独设立智能管理账户，充分提示人工智能算法的固有缺陷和使用风险，明晰交易流程，强化留痕管理，严格监控智能管理账户的交易头寸、风险限额、交易种类、价格权限等”。

人民银行 银保监会 证监会 外汇局 关于规范金融机构资产管理业务的指导意见

银发〔2018〕106号

近年来，我国资产管理业务快速发展，在满足居民和企业投融资需求、改善社会融资结构等方面发挥了积极作用，但也存在部分业务发展不规范、多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控等问题。按照党中央、国务院决策部署，为规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准，有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级，经国务院同意，现提出以下意见：

二十三、运用人工智能技术开展投资顾问业务应当取得投资顾问资质，非金融机构不得借助智能投资顾问超范围经营或者变相开展资产管理业务。

金融机构运用人工智能技术开展资产管理业务应当严格遵守本意见有关投资者适当性、投资范围、信息披露、风险隔离等一般性规定，不得借助人工智能业务夸大宣传资产管理产品或者误导投资者。金融机构应当向金融监督管理部门报备人工智能模型的主要参数以及资产配置的主要逻辑，为投资者单独设立智能管理账户，充分提示人工智能算法的固有缺陷和使用风险，明晰交易流程，强化留痕管理，严格监控智能管理账户的交易头寸、风险限额、交易种类、价格权限等。金融机构因违法违规或者管理不当造成投资者损失的，应当依法承担损害赔偿责任。

金融机构应当根据不同产品投资策略研发对应的人工智能算法或者程序化交易，避免算法同质化加剧投资行为的顺周期性，并针对由此可能引发的市场波动风险制定应对预案。因算法同质化、编程设计错误、对数据利用深度不够等人工智能算法模型缺陷或者系统异常，导致羊群效应、影响金融市场稳定运行的，金融机构应当及时采取人工干预措施，强制调整或者终止人工智能业务。

3.2 中国投顾业务的新发展

2019年10月25日，证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，这标志着公募基金投资顾问业务试点正式落地，买方投顾模式在中国推行。

2020年4月17日，证监会发布的《证券投资基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》指出，基金投资顾问业务是指：接受客户委托，按照合同约定向客户提供证券投资基金以及中国证监会认可的其他投资产品的投资建议，辅助客户作出投资决策或者按规定代理客户办理交易申请的经营性活动。

与传统卖方销售模式相比，试点的基金投顾采用代客交易决策的买方投顾模式，在收费模式上以收取投资顾问费为主，提供以客户为中心的全流程陪伴服务。这无疑为中国投资顾问业务发展开启了新时代。

3.2.1 中国投顾业务试点机构分析

自2019年10月25日基金投顾试点伊始至2022年7月，中国共有60家机构获得了基金投顾试点资格，包括25家基金及基金子公司、29家证券公司、3家第三方销售机构、3家商业银行。

中国基金投顾试点资格获批机构

批次	获批时间	公司类型	获批数量	公司名称
第一批	2019年10月25日	基金及基金子公司	5	易方达基金、南方基金、嘉实基金、华夏基金、中欧基金
	2019年12月13日	第三方销售机构	3	腾安基金（腾讯旗下）、盈米基金、先锋领航投顾（蚂蚁集团）
	2020年2月29日	商业银行	3	工商银行、招商银行、平安银行
		证券公司	7	国泰君安证券、中信建投证券、银河证券、中金公司、国联证券、申万宏源证券、华泰证券
第二批	2021年6月25日	基金及基金子公司	10	工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金
		证券公司	7	兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券、浙商证券
	2021年7月2日	基金及基金子公司	7	建信基金、景顺长城基金、华泰柏瑞基金、万家基金、申万菱信基金、民生加银基金、富国基金
		证券公司	11	平安证券、光大证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中银证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富证券、财通证券
	2021年7月9日	基金及基金子公司	2	国泰基金、国海富兰克林基金
		证券公司	2	华宝证券、华西证券
	补充	基金及基金子公司	1	农银汇理基金
		证券公司	2	华创证券、渤海证券

来源：证监会，统计截至2022年7月

在60家基金投顾试点机构中，54家试点机构已经展业，涉及440万个账户，95%为小微户（10万元以下），管理规模近1200亿元。其资产配置结构为：33%为混合基金，31%为债券基金，股票基金和货币基金分配分别为10个百分点，客群呈现较为明显的中等风险偏好特征。以下为根据公开资料整理的部分中国基金投顾试点机构展业情况。

中国基金投顾试点机构展业情况 (2-1)

展业时间	公司名称	投顾品牌	公司类型
2019年10月31日	南方基金	司南投顾	基金及基金子公司
2019年12月16日	华夏基金	查理智投	基金及基金子公司
2019年12月20日	中欧基金	水滴投顾	基金及基金子公司
2019年12月24日	嘉实基金	嘉实财富投顾	基金及基金子公司
2020年4月2日	先锋领航投顾	帮你投	第三方销售机构
2020年4月21日	国联证券	基智投、大方向	证券公司
2020年5月15日	银河证券	财富星-基金管家	证券公司
2020年8月8日	国泰君安证券	君享投	证券公司
2020年8月12日	腾安基金	一起投	第三方销售机构
2020年9月7日	中信建投证券	蜻蜓管家	证券公司
2020年9月9日	中金公司	A+基金投顾	证券公司
2020年9月21日	易方达基金	易方达投顾	基金及基金子公司
2020年9月22日	申万宏源证券	星基汇	证券公司
2020年10月22日	盈米基金	且慢	第三方销售机构
2020年10月22日	华泰证券	涨乐星投	证券公司
2021年8月18日	广发基金	广发基金投顾	基金及基金子公司
2021年10月18日	招商基金	招财乐	基金及基金子公司
2021年10月20日	博时基金	博乐智投	基金及基金子公司
2021年11月1日	鹏华基金	鹏华智投	基金及基金子公司
2021年11月1日	国信证券	国信智投	证券公司
2021年11月1日	中信证券	中信证券基金投顾	证券公司
2021年11月8日	招商证券	e招投	证券公司
2021年11月22日	东方证券	东方证券财富管理基金投顾	证券公司
2021年12月	兴证全球基金	兴证全球基金投顾	基金及基金子公司

中国基金投顾试点机构展业情况 (2-2)

展业时间	公司名称	投顾品牌	公司类型
2021年12月6日	财通证券	聚财投顾	证券公司
2021年12月16日	工银瑞信基金	容易投	基金及基金子公司
2021年12月16日	景顺长城基金	景顺长城基金投顾	基金及基金子公司
2021年12月22日	汇添富基金	汇添富投顾	基金及基金子公司
2021年12月22日	建信基金	建信投顾	基金及基金子公司
2021年12月29日	中泰证券	齐富投	证券公司
2022年1月1日	银华基金	天玑投顾	基金及基金子公司
2022年1月4日	山西证券	山西证券基金投顾	证券公司
2022年1月4日	民生加银基金	加银智投	基金及基金子公司
2022年1月7日	南京证券	南京证券基金投顾	证券公司
2022年1月10日	光大证券	金阳光投顾	证券公司
2022年1月24日	兴证证券	知己	证券公司
2022年1月28日	安信证券	安心投	证券公司
2022年1月28日	平安证券	安心投	证券公司
2022年2月14日	华安基金	华安投顾	基金及基金子公司
2022年2月14日	申万菱信基金	申小顾	基金及基金子公司
2022年2月28日	国泰基金	国泰基金投顾	基金及基金子公司
2022年5月20日	国金证券	国金100	证券公司
2022年5月23日	富国基金	星投顾	基金及基金子公司

来源：根据公开资料整理，统计截至2022年7月

3.2.2 中国投顾开展模式分析

大部分已展业的试点机构都推出了相应的投顾品牌，以线上渠道为主开展业务。例如，较早展业的试点机构南方基金推出司南投顾品牌、华夏基金推出查理智投品牌，今年5月展业的试点机构国金证券推出国金100品牌、富国基金推出星投顾品牌等。渠道层面，目前展业的试点机构集中于开展线上业务，包括提供线上基金组合方案和智能投顾两种模式，基本是全程无人工介入的自助投资。其中，提供线上基金组合方案的试点机构包括易方达基金、中金公司、国泰君安证券等，提供智能投顾的试点机构包括南方基金、华泰证券、申万宏源证券等。

投资顾问服务模式为全权委托模式。《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》规定，试点机构从事基金投顾业务，可以通过代客理财方式提供服务——“可以接受客户委托，按照协议约定向其提供投资组合策略建议，可代客户作出具体经济投资品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行基金产品的申购、赎回、转换等交易申请”。当前展业的试点机构基本为提供全权委托的管理型投顾服务。

客户层面，以服务个人客户为主。各试点机构主要面向个人客户提供产品和服务，例如南方基金针对普通客户、高净值客户（10 万以上）、高净值客户（100 万以上）提供不同的投顾产品。但仅限于个人客户，暂未服务到企业及其他机构客户。

投资门槛基本集中在500-1000元，收费模式以基于资产管理规模（AUM）收费为主，费率多在每年0.15%-1.5%之间。各试点机构产品

的投资门槛基本在500-1000元范围内，华夏基金、中欧基金、先锋领航投顾（蚂蚁集团）、腾安基金（腾讯旗下）、盈米基金、易方达基金、中金公司、国泰君安证券等试点机构的投顾产品都在这一门槛内。各试点机构收费模式以基于资产管理规模（AUM）收费为主，费率大多在每年0.15%-1.5%之间，例如，华夏基金、南方基金、先锋领航投顾（蚂蚁集团）、易方达基金等的投顾费率在每年0.15%-0.5%之间，申万宏源证券、中金公司、国泰君安证券等的投顾费率在每年0.15%-1%之间。

财经大V与试点机构牵手，探索拥抱监管的买方投顾新模式。2021年11月18日下发的《公开募集证券投资基金投资顾问服务业绩及客户资产展示指引（征求意见稿）》明确“提供基金投资组合策略建议活动为基金投顾业务”，并强调“不具有基金投资顾问业务资格的机构不得提供基金投资组合策略建议”。这对财经“大V”等基金组合规模较大但未获得投顾试点业务资格机构的持续经营造成了冲击。为此，财经“大V”开始寻找新的出路，通过加入试点机构等方式拥抱监管要求。例如，200亿管理规模的大V“银行螺丝钉”选择加盟东方证券，“银行螺丝钉”原有组合经过优化升级后，成为东方证券基金投顾策略并顺利上线。“银行螺丝钉”长期坚持做好客户服务，以客户需要且易于理解的方式，以“日更”的高频率，通过高度适配客户需求的内容服务与投资者交流互动。“银行螺丝钉”或为东方证券注入新的活力，推动买方投顾模式的持续发展，并有望通过不断深化实践，形成新的普惠金融模式，进而服务更多的投资者。



破解迷思：中国投顾业务发展建议



4.1 中国投顾业务发展困扰

4.1.1 证券公司投顾业务开展困扰

客户产品投资集中于股票领域，基金投资规模效应待挖掘。证券公司的客户多集中于股票买卖业务，这些客户较为了解场内交易基金，但投资于基金的资金比例相对有限，难以产生规模效应。如何引导存量客户转向基金领域，从而进一步推行基金投顾业务，是证券公司亟需解决问题。

投资顾问受制于产品代销的业绩压力，“卖方”思维仍需转变。证券公司的投资顾问和经纪人受业绩考核压力制约，仍倾向于为客户推荐股票产品和公司代销的产品，对基金的重视程度依然有限，这一“卖方”思维仍需在相应组织机制的调整下做出转变。

4.1.2 商业银行投顾业务发展困扰

权益类产品投研能力较弱，投顾业务试点待拓展。银行拥有多年的投资顾问服务经验，且具有相对较全的产品品类，但自有产品优势主要集中在固收或类固收的理财产品上，策略研究能力相对较弱，权益型产品服务以及投研能力等方面仍待加强。投顾业务试点中，仅有工商银行、招商银行和平安银行3家银行加入试点且均未展业，投顾业务开展能力和试点机构参与度有待加强。

高客资产庞大但难全权委托，普客数量众多但资产规模有限。银行客户数量庞大，长期以来积累了大量的高净值客户和长尾客户。其中，高净值客户的风险投资偏好相对保守，较为符合基金投顾的投资方向，但这些客户的资产规

模非常庞大，难以将全部资金全权委托给投资顾问，故为实际用于基金投顾的资金会相对有限；长尾客户同样有基金投顾需求，但这些客户资产规模有限，也难以形成买方投顾的规模效应。

4.1.3 基金公司投顾业务开展困扰

产品销售长期依赖外部销售渠道，销售能力有待建设。基金公司自有销售渠道过往主要面向机构客户提供销售服务，个人客户的产品销售则长期依赖商业银行、证券公司等外部渠道。当期基金投顾试点以服务个人客户为主，故而基金公司做好个人客户的销售能力建设变得尤为重要。

服务个人客户的投资顾问较少，客户联系需更为紧密。基金公司长期以来着眼于自身投研能力建设，投资顾问团队人数较少，服务于个人客户的投资顾问更为有限，故而基金公司的试点机构多采用智能投顾提供服务，这使得基金公司与客户间的联系颇为松散。基金公司的投资顾问体系仍需建立，服务能力仍待加强，客户联系需要更为紧密。

4.1.4 监管机构投顾业务开展困扰

难以及时、全面地管控投顾业务合规性，监管实时性待加强。监管对投顾业务的管控往往通过投顾业务机构报送和定期检查等方式进行，但这些方式的时效性相对较弱，且难以全面把控行业发展情况、及时发现业务风险。监管机构仍待通过数字化技术等手段做好及时、全面的投顾业务合规性管控，更好发挥监管职能。

亟待挖掘投顾业务发展中的深层次潜在风险，规范行业健康发展。投顾业务机构资产配置的复杂性可能导致监管机构无法及时挖掘业务发展中的深层次潜在风险，并可能最终引发系统性风险。监管机构尚需做好对投顾业务发展的深层次挖掘，并采取相应风险治理举措，规范行业健康发展。



4.2 中国投顾业务发展建议

4.2.1 投顾业务机构发展建议

真正实现“以客户为中心”，推动买方投顾发展。客户是投资顾问业务发展的根本与核心，

“以客户为中心”是买方投顾业务发展的重要方向。从国外投顾发展经验来看，美国、欧洲乃至日本都在采用买方模式为客户提供服务，包括以客户资产管理规模为核心关注方向，投资顾问利益与客户利益始终保持一致；通过多层次、精细化的服务体系为客户提供个性化服务，做好客户陪伴，提升客户体验等。中国投顾业务发展仍需秉持“以客户为中心”的方向，继续推动卖方投顾向买方投顾转变，既有专业投资能力的“投”，更注重专业服务能力的“顾”，以客户利益为优先，帮助客户实现资产的保值增值，做好客户投资全流程的陪伴服务。例如，做好客户分层提供针对性服务，面向高净值客户或企业客户提供资产管理、研究咨询等定制需求解决方案，面向富裕客户提供标准化的投资咨询和资产管理服务，面向长尾客户以智能投顾的方式实现服务下沉。

发挥不同机构特色优势，真正践行普惠金融。

不同机构各有其特有的资源禀赋和特色优势，证券公司、商业银行、基金公司、第三方销售机构等各机构需要找准自身定位，匹配细分领域客户需求及其对应的商业模式，给予消费者接受投顾服务更多的选择权，让消费者能便捷地获得优质基金投顾服务，真正践行普惠金融，推动共同富裕。具体来看，**证券公司**已经形成了较为完备的投资顾问队伍，拥有一定的零售客户基础且客户风险偏好相对较高，在产品创设和客户分层推荐方面具有较大空间。如以中金公司为代表的头部证券公司持续打造资产配

置及产品筛选等领域的投顾能力。**商业银行**拥有庞大的客户基础，且客户覆盖各个层级，在客户获取上具有相对优势，有望通过投顾人员专业性建设扩大自身优势。**基金公司**拥有强大的投研能力，能够为客户做出更优的投资组合配置策略，能够继续站在客户视角在投研能力上持续深耕。如博时基金围绕资产配置和基金优选两条主线搭建科学、系统化的投资管理框架。**第三方销售机构**连接客户的优势明显，或可基于数据和技术能力优势，打造好贯穿“投前-投中-投后”全流程的投顾陪伴服务体系。如以蚂蚁集团“帮你投”为代表的公司具备较强的零售客户优势以及优质的投资全流程运营能力，并通过与投顾经验丰富的先锋集团合作实现优势互补。

充分应用金融科技，赋能投顾业务降本增效。

人工智能、云计算、大数据等新兴科学技术为投资顾问业务注入了新的活力，驱动投顾业务实现更低成本、更高效率的发展，实现更精准的客户洞察，提供更极致的服务体验。首先，金融科技拓宽投顾业务的服务边界，金融机构通过应用智能投顾能够将服务范围扩展到大众富裕人群，实现聚焦普惠客户的数字化、规模化的投资顾问服务。其次，金融科技助力实现精准的客户营销与服务，通过应用联邦学习的隐私计算技术，高敏感度的客户信息能够在数据脱敏、数据安全的情况下实现共享，为投顾业务实现“千人千面”的精准营销和服务配置提供可能。此外，日常运营、方案配置、风险管理等诸多方面都可以通过金融科技实现有效提升，如提供7*24小时的线上服务，满足客户实时的财富管理需求等。

4.2.2 监管机构推动投顾业务发展建议

推动更多机构参与投顾业务试点，扩大投顾试点范围。当前，仅有60家机构参与投顾业务试点，从中国整体投顾市场来看试点机构依然有限。建议监管机构继续推动试点范围扩大，常态化投顾业务试点准入审批机制，引导更多机构、更多类型机构加入到试点中，包括引入更多商业银行、证券公司、第三方销售机构等机构，推动尚未展业的银行开展业务，实践“销售平台+基金投顾”的合作模式等。

统一顶层制度设计，做好规范行业发展的功能监管。投顾业务试点涉及商业银行、基金公司、证券公司、独立第三方销售机构等各个行业，为保证新业务的统一性和规范性，建议出台《投资顾问法》，将各行业各种业态的投资顾问业务置于统一的法律框架下，推动投资顾问以客观性、全面性、独立性的视角为客户提供服务。从国外投顾发展经验来看，美国投资顾问法案对投资顾问机构乃至从业者个人的职责、行动准则、监管机制等进行了清晰的界定。面向开展投资顾问业务的机构，明确取得基金投顾业务试点资格才可以开展相关业务，且对证券公司、商业银行、基金公司等各类金融机构的投资顾问业务实施统一牌照监管，对投资顾问的展业进行统一规范。进一步，从机构牌照扩展到个人持牌执业，放宽机构牌照限制，加大从业人员监管力度，如建立从业者公开档案信息、实行个人分级持牌等措施。从功能监管角度实现统一监管下投顾机构的多类组合型产品销售，从而更好规范并推动投资顾问行业发展。

逐步拓宽投顾产品资产类型和类别，推行全球

化资产投资，满足多类资产配置需求。在仅以公募基金为资产管理工具的基金投顾试点中，产品供应与投资需求的存在错配。客户投资公募基金时，为获得正向持续的投资回报，一般需要长期持有，但这时对投资顾问的依赖度并不高；而较为复杂的产品，如对冲基金等，还较少被纳入基金投顾的产品中，但这些产品恰是需要专业投资顾问提供咨询服务甚至全权委托操作的。此外，从国外投顾发展经验来看，美国、欧洲和日本的投顾资产类型都非常丰富，包括股票、债券、衍生品、公募基金、私募基金、银行理财以及创新性金融产品等等，每一大类下还有众多细分产品类型可供选择，还会注重全球化的资产配置，能够为客户实现多样化、个性化的投资组合配置，提高提升投资组合收益的可能性并进一步分散风险。整体来看，仅将公募基金作为大类资产配置工具依然存在其局限性。故而，建议监管机构逐步拓宽投顾产品资产类型和类别，将股票、债券、衍生品等公募基金以外的更多纳入到基金投顾试点标的中，同时推行全球化资产投资，推动投顾业务机构产品供应和客户投资需求的匹配，进一步延展投资顾问业务的发展空间，满足居民多类资产配置需求。

推动多样服务模式发展，实现投资顾问与客户利益的一致性。投顾业务发展的重点在于“以客户为中心”，实现投资顾问与客户利益的一致性，让投资顾问真正站在客户视角为客户提供服务。从国外投顾发展经验来看，美国、欧洲和日本都采用了多样化的服务模式和收费模式，服务模式上，投资咨询等更为丰富的投顾服务模式越来越受到客户关注，也更易于被客户接受，获取财务规划服务、养老金咨询服务等投资咨询服务的客户正在增加；收费模式上，

根据资产管理规模收费、收取固定费用、按小时收费等强调投资顾问和客户的利益保持一致的收费模式越来越受到关注。监管机构也需要借鉴国外投顾经验，从监管层面推动多样化的投顾服务模式发展，加快推进投资咨询式投顾业务发展，推动投顾业务机构收取资产管理规模费用、固定费用等多样费用，并通过监管手段进一步降低投顾的服务和管理费用，推动专属投顾的低费率产品的创新和审批，真正解决投资顾问与客户利益一致性的问题。

运用监管科技，引入“穿透式”监管，推动金融科技在投顾机构的应用。监管机构尚需加强监管科技建设，提高数字化监管效能，要对金

融机构投顾业务各环节进行全面、动态的监管，实现真正全面、及时的合规管控。此外，建议监管机构引入“穿透式”监管，对资金来源、中间环节、最终流向等各个环节进行针对性监管，从而深化监管科技在日常监管中的应用。在监管层面真正实现向下穿透产品的底层基础资产，做好深层次潜在风险的管控，避免发生系统性金融风险。此外，监管机构也要推动金融科技在投顾机构的应用，进一步发挥金融科技和数字平台的作用，进行数字化、平台化、科技化赋能，提升投顾的广度、深度，从而降本增效，切实引导投顾机构做好消费者服务。

机构简介

国家金融与发展实验室是国家首批高端智库之一。2015年11月10日，“中央全面深化改革领导小组”第十八次会议批准实验室为首批25家国家高端智库之一。实验室现下设：中国社会科学院陆家嘴研究基地、国家资产负债表研究中心、中国债券论坛、财富管理研究中心、宏观金融研究中心、金融法律与金融监管研究基地、银行研究中心、支付清算研究中心、资本市场与公司金融研究中心、全球经济与金融研究中心、保险与发展研究中心、以及金融与科技研究中心等专业研究机构。

中国社会科学院金融科技研究室是经中国社会科学院批准，金融研究所于2020年正式成立的研究部门。金融科技研究室的主要任务是围绕经济高质量发展这一主题和深化金融供给侧结构性改革这一主线，研究国内外金融与科技融合发展进程中的重大理论与现实问题，致力于建设国内领先的金融科技研究团队，为构建中国特色金融发展理论做出积极贡献。

中国社会科学院金融政策研究中心是中国社会科学院院级非实体性研究中心，专门从事国家、行业与市场、企业与机构等不同层面的相关金融政策研究。中心研究范围包括中国宏观金融政策体系、金融产业政策分析、金融行业与金融市场发展、城市和区域金融发展规划、金融产业技术进步、金融业对外开放、金融业监管等。中心积极联络和组织国内外经济和金融领域的专家，对中国金融改革与发展中的战略问题和实践问题进行深入研究，并推动金融政策领域的广泛国际交流。

蚂蚁集团研究院是蚂蚁集团的专业研究部门，从事宏观经济、监管政策、公司战略和学术理论研究，覆盖数字支付、数字金融、数字科技、ESG、数据与平台治理、宏观经济等研究领域。通过开展客观、扎实和深入的研究工作，为公司战略决策提供支持，为政府部门公共政策提供参考和研究服务，并通过研究开放平台的搭建，为国内外学术研究和政策研究提供数据、案例等支持。

银行理财40人论坛是由金融法律与金融监管研究基地、交叉信息核心技术研究院（清华大学）金融数据与模型实验室和中证金牛于2022年8月发起成立的。该论坛定位于银行理财行业发展相关重大课题的研究协作平台。目前，论坛发起方包括多家大中型理财子公司，并进一步联合其他理财子公司和有影响力的银行资产管理部共同发起和参与，同时邀请国家金融与发展实验室、中国人民大学、中央财经大学等学术机构参加学术委员会。



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

Ant Group Research
蚂蚁集团研究院

免责声明

本报告中的信息或所表达的意见并不构成任何投资建议。本报告的完整著作权归本单位所有，未经本单位书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用，包括但不限于复制、转载、编译或建立镜像等。

