



NIFD

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

中国财富管理机构竞争力

中国社会科学院国家金融与发展实验室

2022年11月

摘 要

随着我国经济的发展，居民家庭财富不断增长，家庭资产结构也逐渐开始改变，财富管理日益成为居民迫切的诉求。与此同时，我国财富管理市场近年来经历了从2004年~2010年起步，2010年~2016年发展，2016年至今规范的三个阶段。尤其是自2018年4月颁布的《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”）以来，财富管理市场业态迎来了较大改变，目前形成了商业银行、证券公司、保险公司、信托公司、基金公司、期货公司、第三方机构等共同发展、各具特色的格局。本报告通过分析当前我国财富管理市场现状，探究财富管理市场需求及供给格局、机构业务模式、产品体系等构建立体化的财富管理市场态势，以期给未来财富管理行业发展提供参考及建议。

目 录

一、我国财富管理市场现状	1
(一) 中国家庭居民资产配置情况	1
(二) 财富管理机构竞争格局	3
(三) 财富管理机构及政策演变路径	5
二、我国财富管理市场机构、业务、产品格局	8
(一) 我国财富管理市场机构业务发展及现状	9
(二) 我国财富管理产品发展格局	17
(三) 我国财富管理机构优劣势分析	21
三、基于海外财富管理业务发展经验下我国财富管理市场展望与建议	23
(一) 市场生态展望	24
(二) 市场发展建议:	31
附录一: 美国投资者教育经验借鉴	39

一、我国财富管理市场现状

随着我国经济的发展，居民家庭财富不断增长，家庭资产结构也逐渐开始改变，金融资产的配置需求日益增长，财富管理成为居民迫切的诉求。为适应财富管理市场的迅速扩容，监管机构也日益重视财富管理行业的建设，2021年12月29日，中国人民银行发布《金融从业规范 财富管理》（以下简称“《规范》”），从顶层设计的角度对财富管理行业供给端从业人员进行了规范，其中也定义了财富管理是贯穿人的整个生命周期，不限于金融服务，目的还包括财富创造、保护、传承等。

（一）中国家庭居民资产配置情况

1. 总量增长

改革开放以来，中国经济飞速发展，居民收入也较快增长。截至2021年，我国人均GDP已达到80,976元，GDP的增长为居民财富带来质的飞跃。根据中国社会科学院发布的国家资产负债表居民部门数据显示，近年来我国居民总资产延续增长趋势，截至2019年居民总资产已达到574.96万亿元，2000年~2019年年均复合增长率达到16.42%。家庭总资产的增长给居民投资带来了基础保障，根据招商贝恩的中国私人财富报告数据显示，2020年，中国个人可投资资产总规模达241万亿人民币，2018~2020年年均复合增长率为13%，预计到2021年底，可投资资产总规模将达268万亿人民币。

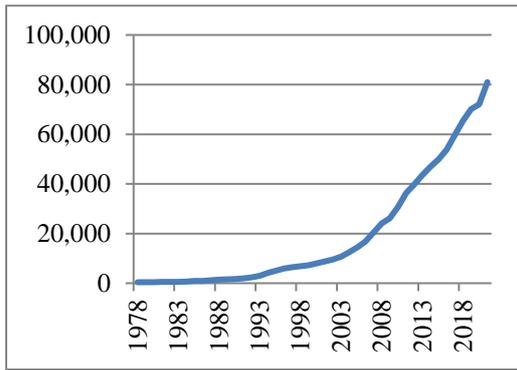


图 1 人均 GDP

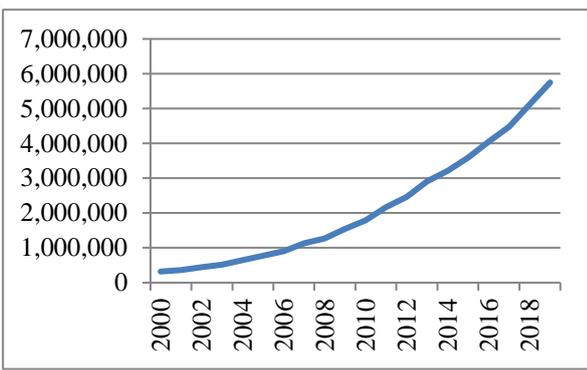


图 2 中国家庭居民总资产

资料来源：图 1 统计局，图 2 中国社会科学院。

2. 资产配置

我国居民当前资产配置的结构主要是以非金融资产为主，其中又以住房资产为最，金融资产占比较小且有待于提高。中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》数据显示城镇居民家庭资产以实物为主，住房占比近七成，金融资产占比则相对较低，仅为 20.4%。

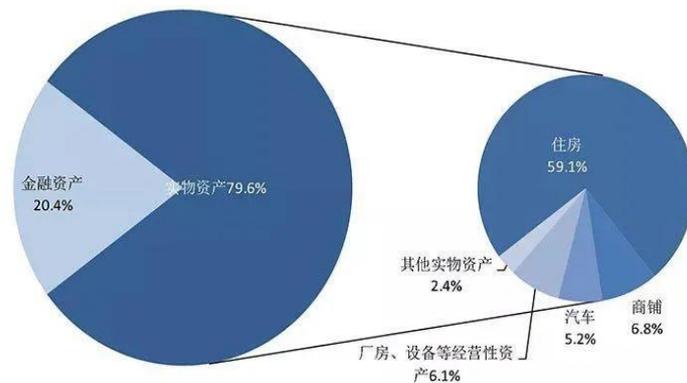


图 3 我国城镇居民家庭资产负债情况

资料来源：中国人民银行调查统计司。

与之相对的是，美国居民和非营利机构部门中，金融资产在总资产中占比更大，金融资产占总资产的比重常年维持在 60%-71% 的区间之内。

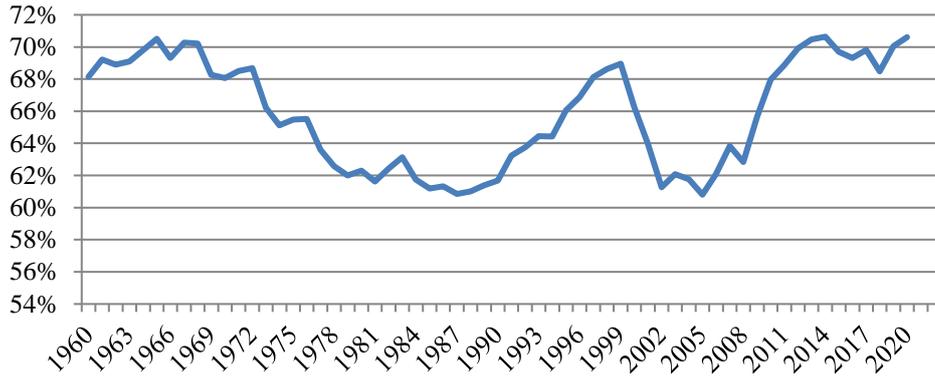


图 4 美国居民和非营利机构部门金融资产占总资产比重

资料来源：课题组整理。

资产配置受经济增长水平以及长期资产价格表现影响较大。从长远来看，中国的城镇化进程导致地产过去几十年持续繁荣，资产价格的上涨也促成了中国居民家庭的住房资产配置较多，而在目前“房住不炒”定位后，房产投资价值下降。另一方面，随着资本市场体系的不断建设完善，金融资产将日益成为居民的主要资产配置手段，我国居民的资产配置状况将有较大改变，金融资产的份额将逐步扩大。

（二）财富管理机构竞争格局

伴随着金融供给侧改革的深入，我国金融机构财富管理市场快速发展。从市场供给来看，目前我国各类财富管理机构主要包括商业银行（银行理财子公司）、保险公司、基金公司、证券公司、信托公司、期货公司以及第三方财富管理机构等。分析近年来各金融机构理财规模发展，具体表现为以下两个特征：

第一，银行仍居第一，公募高速发展

银行有着丰富的网点及客户资源，自 2013 年以来，银行理财产品规模即长居各金融机构财富管理产品规模第一。2021 年，银行理

财规模 35.18 万亿元，占有理财产品规模的 23.94%。位列其后的分别为公募基金 25.56 万亿元，保险 23.22 万亿元。其中公募基金近年来发展迅猛，近三年平均增长率达 26.67%，尤其是 2021 年在大部分机构财富管理规模增速放缓甚至负增长的情况下仍然达到了同比 28.51% 的增速，也反映出在利率市场化、资本市场不断发展完善的背景下，居民资产配置方向开始有所改变。

第二，深化程度下降，存量转移可期

我们用各金融机构理财产品规模与 GDP 的比值测算理财产品深度，可以发现在 2016 年达到最大值 153.47% 后逐渐下降，尤其是 2018 年资管新规后，以信托计划、券商资管为代表的通道业务迅速收缩，调结构成为理财市场的主旋律，近年来深度基本维持在 130%~150% 区间内。而随着资管新规过渡期的结束，以“净值化”为方向的理财市场成型，下一步是居民储蓄向理财转型的重要时期。

表 1 各金融机构理财产品规模

年份	银行理财 ¹	私人银行	信托计划	券商资管	公募基金	基金专户	期货资管	私募基金	企业资产证券化	保险运用	汇总 ²	GDP	深度 (%)
2007	0.9	-	0.71	0.08	2.23					2.67	6.59	26.58	24.79
2008	1.4	0.29	1.2	0.09	2.57					3.05	8.31	31.4	26.46
2009	1.7	0.82	1.98	0.14	2.45					3.74	10.01	34.09	29.36
2010	2.8	1.1	3.04	0.18	2.42					4.6	13.04	40.15	32.48
2011	4.6	1.88	4.81	0.28	2.19					5.52	17.4	47.31	36.78
2012	7.1	2.63	7.47	1.89	2.87					6.85	26.18	51.94	50.40
2013	10.2	3.6	10.91	5.2	3		--	--		8.28	37.59	56.88	66.09
2014	15	4.66	13.98	7.95	4.54		0.01	2.13		9.3	52.91	63.65	83.13
2015	23.5	6.32	16.3	11.89	8.4	12.73	0.1	5.07		11.1	89.17	66.67	133.7

¹ 商业银行理财规模数据为中国理财网数据与中国人民银行公布的结构性存款之和。

² 考虑到私人银行产品会与银行理财、信托计划等其他资管产品重合，故未计入汇总。

										8			5
2016	29.05	8.35	20.22	17.58	9.16	16.89	0.29	7.89		13.12	114.2	74.41	153.47
2017	29.54	9.05	26.25	17.37	11.14	14.38	0.24	10.32		14.92	124.16	82.71	150.11
2018	31.66	9.96	22.7	16.12	12.64	11.61	0.19	12.79	1.33	18.33	127.37	88.04	144.67
2019	35.38	11.13	21.6	10.83	14.77	10.94	0.14	14.08	1.65	18.53	127.92	99.09	129.09
2020	34.12	12.54	20.49	8.55	19.89	11.42	0.22	16.96	2.11	21.68	135.44	101.6	133.31
2021	35.18	15.49	20.55	8.23	25.56	11.34	0.35	20.27	2.25	23.22	146.95	114.37	128.49

资料来源：课题组整理。

（三）财富管理机构及政策演变路径

如果把财富管理行业分段划分，第一阶段可以认为是“刚兑”野蛮发展时期，第二阶段是“净值”规范时期，第三阶段是未来方向的“综合投顾”时期。从政策推动上也能看出整个行业从资产管理到财富管理的转变，具体如下：

第一，我国财富管理机构及政策演变路径

在中国银监会成立之前，在以产品为导向的国内财富管理市场中，证券投资基金和资金信托(2001年)以及证券集合资产管理计划(2003年)是居民的主要投资工具。2005年，随着《商业银行理财管理暂行办法》的推出，在以间接金融为主导的国内金融体系中，以银行理财为主导的国内财富管理市场迅速发展；2007年各商业银行相继推出私人银行业务；2010年诺亚财富在纽交所成功上市，第三方理财兴起；2012年期货资管正式加入大资管行业；同年9月，平安信托发布“鸿承世家”家族信托，家族信托业务开始起步；2014年，青

岛财富管理金融改革实验区落地,对家族办公室的设立给予一定政策优惠;2016年,招商银行宣布摩羯智投正式上线,智能投顾开始初露头角;2018年3月,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“指导意见”)颁布,资管市场迎来大变革;2018年5月,银监会和保监会合并为银保监会,统一监管趋势显现;2018年8月17日,银保监会信托部向各地银监局下发《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》(简称“37号文”),官方首提家族信托,并明确公益(慈善)信托、家族信托不适用《指导意见》相关规定;2018年10月,《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》在《指导意见》的背景下统一证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司等各类证券期货经营机构私募资管业务监管规则;2018年12月,银保监会正式发布了《商业银行理财子公司管理办法》,允许银行理财子公司投资本公司发行的理财产品;2019年,银保监会分别针对信托公司、商业银行以及保险公司制定了《信托公司资金信托管理办法》(征求意见稿)、《商业银行理财子公司净资本管理办法》(征求意见稿)以及《保险资产管理产品管理暂行办法(征求意见稿)》,分别为信托公司资金信托管理、商业银行理财子公司净资本管理以及保险资管产品管理提供了监管框架。其中,2019年11月下发的《保险资产管理产品管理暂行办法(征求意见稿)》补齐了保险监管领域的空白,明确了保险资管产品为私募产品;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顾问业务试点工作的通知》,标志着买方投顾模式在国内的落地;2020年3月,

根据《中华人民共和国证券法》，国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理；同月，作为《指导意见》的又一配套政策，为规范保险资产管理产品业务发展，银保监会正式发布《保险资产管理产品管理暂行办法》，自此，资管市场各主体基于《指导意见》的配套政策基本已经完善。2020年8月28日，证监会正式发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》，明确三方机构要持牌销售。截至目前，根据基金业协会数据显示，公募基金有销售资格的机构共有420家，其中商业银行153家（包括全国性商业银行、城市商业银行、农村商业银行、在华外资法人银行）、证券公司102家、期货公司29家、证券投资咨询机构9家、保险公司5家、保险代理公司和保险经纪公司5家、独立基金销售机构111家、公募基金管理公司销售子公司6家。

第二，财富管理从业人员顶层设计

为适应财富管理行业发展需要，2021年12月29日，中国人民银行发布《金融从业规范 财富管理》（以下简称“《规范》”），明确财富管理核心竞争力是客户满意度，从服务流程、职业能力、职业道德与行为准则、职业能力水平评价几个维度对财富管理金融从业人士进行了规范，对财富管理行业的人才建设与业务开展具有重要意义。其中，在职业道德及行为准则方面实现了顶层设计，职业道德具体包括守法合规、廉洁从业、独立客观、诚实守信；行为准则具体包括保守秘密、专业胜任、严谨审慎、勤勉尽责、客户至上、公平竞争。

《金融从业规范 财富管理》（以下简称“《规范》”）是财富管理

行业未来从业人员的标杆之一，也是未来财富管理机构所需要提升的人员软实力。

表 2 财富管理从业人员水平评价划分

级别	专业能力	其他要求		
		从业经验及职业道德	学历	证书要求
个人理财师	财富管理概述、金融科技的发展与应用、金融科技在客户营销中的创新应用、财富管理产品、保险规划、客户管理关系的内容	具备对应级别所需的从业经验（个人理财师、理财规划师、私人银行家、家族财富传承师要求有所递进）；不能有诉讼或其他受调查的案件经历，不能有违反财富管理从业人员的职业道德规范的情形，同意遵守财富管理从业人员的职业道德规范并签订职业道德规范声明书，提交专业人士推荐书	大专（同等学历）或以上学历	取得个人理财师职业级别的从业人员认证证书+继续教育+职业道德
理财规划师	“个人理财师要求”+金融科技在财富管理领域的创新应用、宏观分析政府经济政策、基金评价、投资组合、退休规划、法律风险规划、税务筹划、制定高效营销战略的内容		大学（同等学历）或以上学历	取得理财规划师职业级别的从业人员认证证书+继续教育+职业道德
私人银行家	“理财规划师要求”+财富管理组织运作的理论基础、大类资产评价、不动产投资规划、收藏品规划、家族财富传承		取得私人银行家职业级别的从业人员认证证书+继续教育+职业道德	
家族财富传承师	“私人银行家要求”+服务超高净值客户的特殊专业知识内容		取得家族财富传承师职业级别的从业人员认证证书+继续教育+职业道德	

资料来源：课题组整理。

二、我国财富管理市场机构、业务、产品格局

我国财富管理市场机构目前形成了商业银行（银行理财子公司）为主，证券公司、保险公司、信托公司、基金公司、期货公司、第三

方财富管理机构等蓬勃发展的格局。

（一）我国财富管理市场机构业务发展及现状

1. 商业银行

商业银行作为当前我国财富管理市场体量最大的机构，财富管理业务方面的转型与发展一直以来备受瞩目。商业银行开展财富管理业务主要通过零售部，而后为满足客户多样化的财富管理需求，构建专业化的理财服务平台，又在此基础上设立了私人银行部。为适应资管新规后的发展方向，商业银行理财子公司的设立与发展是财富管理领域的一个重要转变，商业银行理财子公司自 2019 年第一批开业以来已经陆续进入了稳健运营阶段，目前共有 29 家理财子公司获批筹建。根据已披露数据来看，各家银行理财子公司也取得了较为傲人的成绩，2021 年上半年披露业绩的 18 家理财子公司利润均实现了正增长，获得较好业绩表现的原因一方面受益于承接原来公司的资管产品，另一方面是新产品的发行规模也在不断上升。

近年来，商业银行纷纷发展财富管理业务，迈向“轻资产”转型，如从招商银行的定位变化来看，2020 年的目标是“创新驱动、零售领先、特色鲜明的中国最佳商业银行”，2021 年则转变为“坚持“轻型银行”战略方向和“一体两翼”战略定位，成为创新驱动、模式领先、特色鲜明的最佳价值创造银行。”最佳价值创造是基于“客户”的价值，是一种服务意识的改变。目前来看，商业银行业务收入主要包括理财产品资产管理及销售收入、代销产品收入（包括非货币公募基金、信托类产品、代理保险保费等）。

2. 证券公司

证券公司的财富管理角色过去主要依靠“交易通道”和“产品销售”，而随着“零佣金”等价格战带来的收入下滑，券商财富管理亟待从普通经纪业务赚取交易费的模式向专业投顾业务赚取管理费的模式转型。尤其是 2019 年 10 月证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》后，2020 年 3 月，中金公司、中信建投、中国银河、申万宏源、华泰证券、国泰君安和国联证券 7 家券商以及 3 家银行获得了第三批公募基金投顾业务试点资格，这也代表着券商从“卖方投顾”向“买方投顾”的正式发力。

券商投顾转型主要表现在几个方面：第一是经纪业务向投顾业务的转变：具体来看一是组织结构上券商大财富管理的转型，2018 年开始各大券商开始纷纷将经纪业务部改为设立财富管理部，原有的一些经纪业务委员会也提升为财富管理委员会。如中信证券 2018 年将“经纪业务发展与管理委员会”更名为“财富管理委员会”，兴业证券于 2019 年 1 月将经纪业务总部更名为财富管理总部。中原证券于 2019 年 1 月撤销经纪业务转型与发展管理委员会，设立财富管理委员会等；二是证券公司从业人员结构的改变，根据证券业协会数据显示，截至 2020 年底，证券公司共有注册从业人员 34.68 万人，其中投资顾问人员 6.34 万人，占全部从业人员的 18.28%，证券经纪人员 6.49 万人，占全部从业人员的 18.28%，投资顾问人员已与证券经纪人员的数量相当。实际上投资顾问人员的人数从 2012 年以来保持了年均 14.98%的同比增幅，而证券经纪人员 2018 年及 2019 年连续两

年负增长；三是投顾及资管业务收入的增长。截至 2021 年，证券公司投资咨询业务净收入 54.57 亿元，同比增长 13.62%。受托客户资产管理业务净收入 317.86 亿元，同比增长 6.09%。

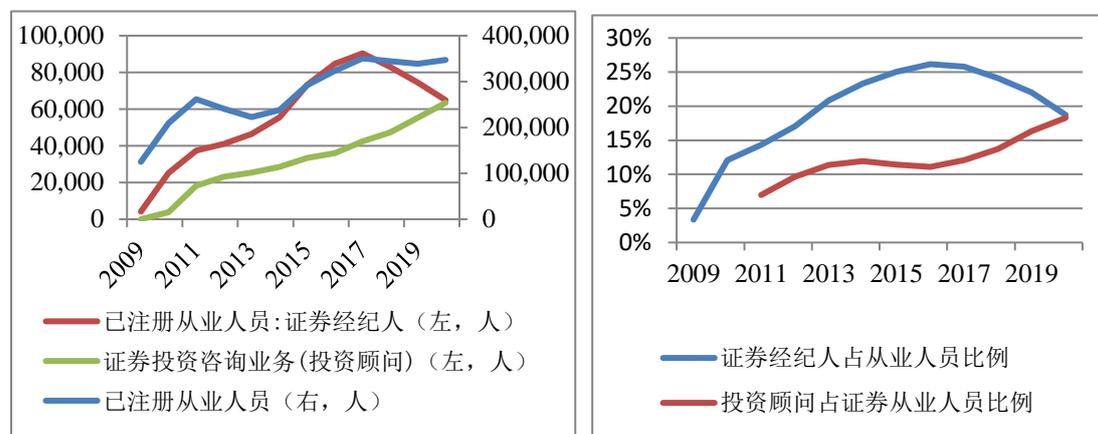


图 5 证券公司相关从业人员变化

资料来源：证券业协会。

但是就目前来看，我国证券市场的格局仍然是以自然人为主，非自然人整体比例相对较低。截至 2022 年 9 月，非自然人投资者共 49.81 万人，而自然人投资者则超过 2 亿人。从增量比值来看，虽然非自然人与自然人增量比值的中枢在逐步抬升，但两者比例仍然维持在不足 1%的水平。自然人为主的证券市场是未来转向专业投顾的重要增量。

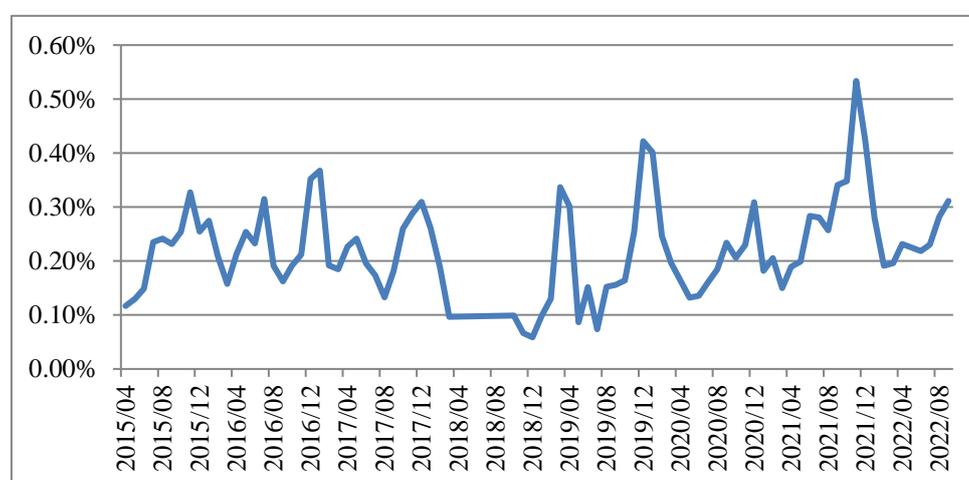


图 6 证券市场新增投资者中非自然人与自然人比值

数据来源：中国证券登记结算有限责任公司。

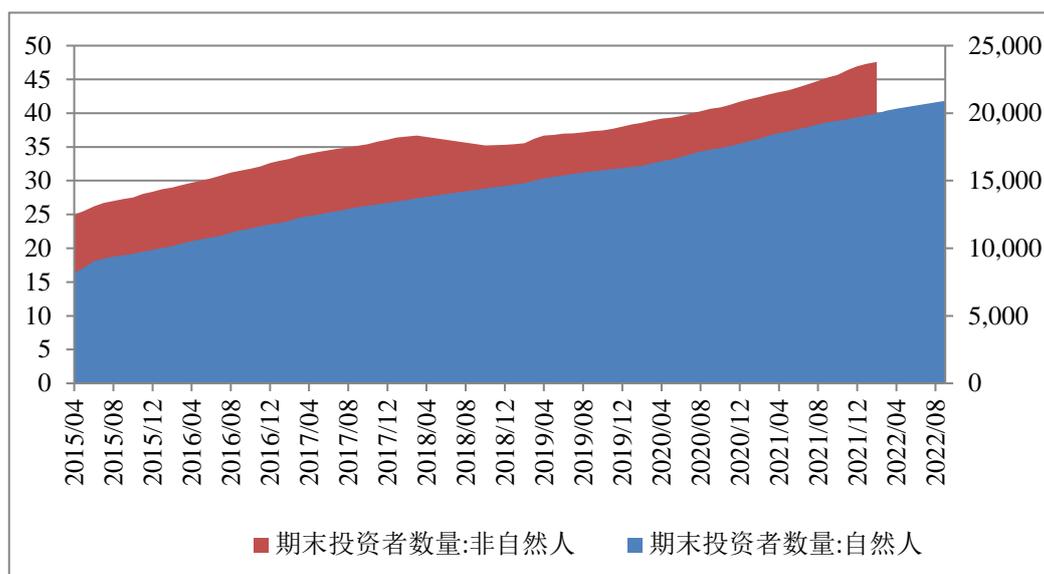


图 7 证券市场期末投资者数量（单位，万人）

数据来源：中国证券登记结算有限责任公司。

3. 期货资产管理公司

期货公司的资产管理业务是近年来发展较快的业务，其收入来源主要包括管理费和业绩报酬收入两类，部分期货资管也有基金销售的渠道业务。根据中国期货业协会数据，目前拥有期货公司资产管理业务的共有 114 家。期货公司的主要收入来源包含四个方面，第一个是期货经纪业务，与券商经纪业务类似，以收取手续费为主；第二个是财富管理业务，可以包括资产管理业务和基金代销业务，资产管理业务主要从事接受单一客户或者特定多个客户的书面委托，根据相关规定和合同约定，运用客户委托资产进行投资，并按照合同约定收取费用或者报酬的业务活动，其收入来源主要包括管理费收入和业绩报酬收入，此业务近年来发展速度较快；基金代销业务是指公司通过公开与非公开方式向投资者推荐、销售由相关机构依法发行的金融产品业

务。第三个是风险管理业务，主要包括从事场外衍生品业务、基差贸易、做市业务等风险管理服务以及其他与风险管理相关的服务等取得的收入。从整个期货行业的收入水平来看，目前还是主要以经纪业务为基础，风险管理和资产管理业务迅速发展的趋势。

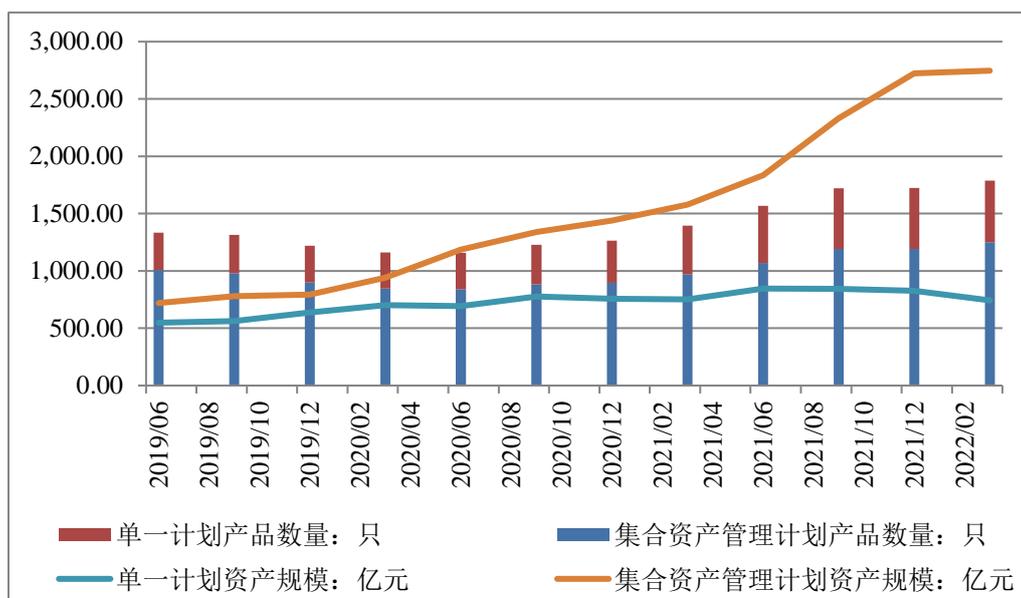


图8 期货资产管理业务情况

资料来源：中国期货业协会。

期货公司与财富管理的密切联系主要在于两个方面，一个是主动的资产管理业务，第二个是作为渠道的基金代销业务。期货公司主动资产管理业务虽然相对较小，但近期也呈现逐渐增长之势，截至2022年3月份，共有期货资产管理产品1788只，合计规模3490.41亿元，同比增长49.80%。其中集合资产管理计划产品相对增长趋势更为明显，2022年3月份合计规模2746.95亿元，同比增长74.04%，这也与资管新规的要求所一致。以南华期货为例，截至2021年12月31日，公司资管业务总规模6.68亿元，同比增长195.58%。证券投资基金代销业务方面，公司通过资源整合，加大产品引进力度，推动销售

规模快速提升。2021 年，公司产品销售规模为 7.70 亿元，同比增长 312.56%。公募基金业务方面，公司积极提高主动投资管理规模，调整管理结构，业务规模取得较大提升。截至 2021 年 12 月 31 日，产品总规模 121.78 亿元，同比增长 115.96%。

4. 信托公司

信托公司的财富管理业务目前主要分三大部分，第一是资产管理业务。资管新规以后，信托公司资产管理业务开始从通道类向主动管理类转型，根据信托业协会数据显示，截至 2022 年 6 月，信托公司合计信托资金余额 21.11 万亿元，相较于上年末增长 2.73%，为 2018 年资管新规以来首个较大幅度的增长。分项来看表现出“一降两升”趋势，具体为单一资金信托规模继续下降，集合资金信托及管理财产信托同步上升。这与期货资管业务的表现所一致，主要为通道业务的单一资金信托不断压缩，主动管理业务逐步增加。第二是产品销售业务。信托公司的产品销售以直销为主。2011 年，《关于规范信托产品营销有关问题的通知》鼓励直销业务发展，信托公司纷纷开始筹建自己的销售渠道，并设立了产品营销、客户服务和财富管理相应的职能部门。2014 年前后随着《关于信托公司风险监管的指导意见》的实施，信托公司加快了异地财富中心建设，但大部分信托公司依然主要是属地管理。从 2016 年开始，随着第三方理财市场整顿，各家信托公司纷纷加强在全国布局，增加高端客户市场占有及资金端主动权。但考虑到信托公司销售渠道相对较晚，营业晚点相对较少，整体销售主要还是直销为主。第三是家族信托、养老信托等服务类信托。以家

族信托等为代表的服务信托是近年来各大信托公司所重点发力的领域，自 2012 年平安信托设立首单家族信托后，信托公司纷纷起步家族信托业务，截至 2021 年 6 月末，开展家族信托业务的信托公司已达 59 家，占行业比重 86.76%。

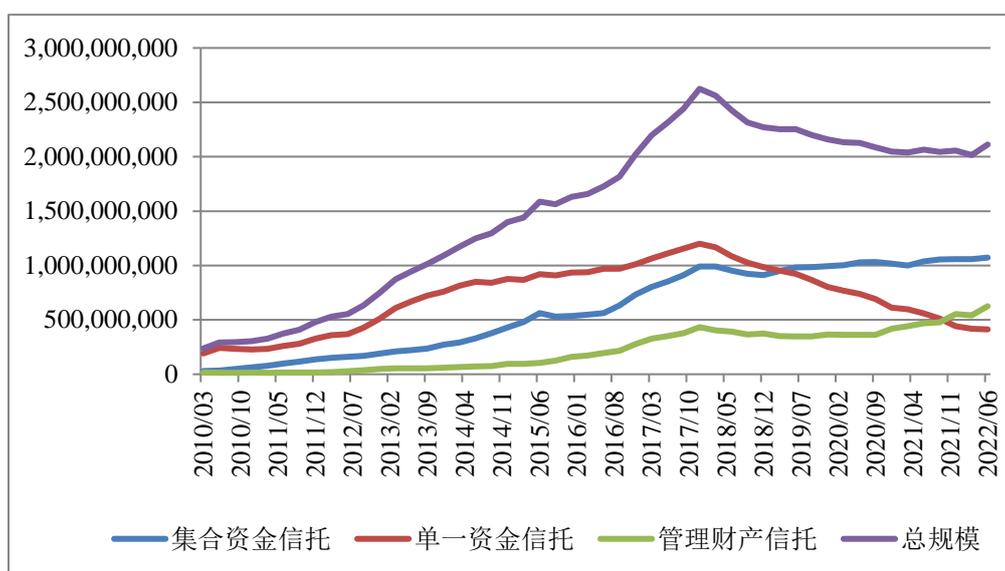


图 9 信托资产规模 (万元)

资料来源：信托业协会。

5. 基金公司

基金公司是典型的代客理财机构，根据其产品分类来看主要包括公募基金、私募基金、证券公司及其子公司私募资管计划、基金管理公司私募资管计划、基金管理公司管理的养老金、基金子公司私募资管计划、期货公司及其资管子公司私募资管计划。基金公司财富管理方面的收入主要包括管理费收入和销售服务费收入两个方面。根据数据显示，2017 年基金公司管理费收入为 657.97 亿元，销售服务费收入 54.8 亿元。

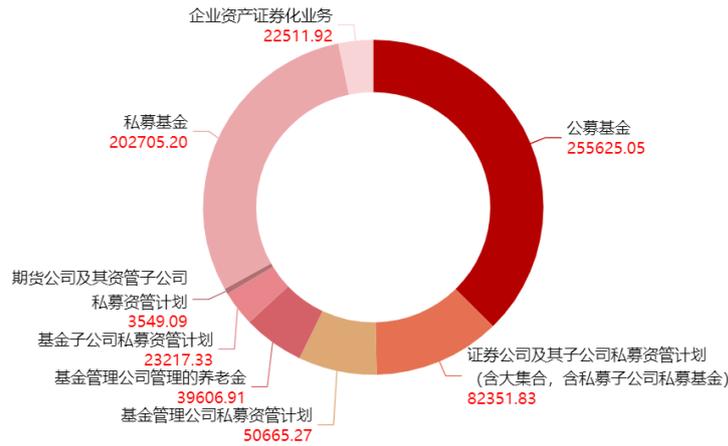


图 10 截至 2021 年底基金公司各类型资产管理业务存量规模(亿元)

资料来源：中国证券投资基金业协会。

6. 保险公司

2014 年 8 月，国务院办公厅印发《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，明确提出到 2020 年“保险成为政府、企业、居民风险管理和财富管理的基本手段”。保险公司的财富管理业务目前来看主要针对于资产管理业务的收入，而在老龄化时代，保险公司的寿险业务未来在财富管理方面有较大的发展空间。根据中国保险资产管理协会数据显示，截至 2021 年 8 月，保险资管产品登记（注册）数量累计 2126 只，规模合计 4.87 万亿元，考虑到未来长端利率下行的趋势下，保险公司的绝对收益配置有一定的优势，未来资管仍有较大的发展空间。

7. 第三方机构

第三方机构是市场上区别与传统银行、保险、券商、期货、信托等金融机构的独立金融服务者，其类型众多，比如脱胎于券商系的诺亚财富、平安集团旗下的陆金所、主要经营基金代销的蚂蚁基金等。

第三方机构的业务模式主要以代销产品为主，2013 年证监会正式出台《证券投资基金销售管理办法》允许持有代销牌照的公司除了可以在监管银行下设立代销募集专户募集客户资金拥有客户账户系统之外，还可以销售基金和其他金融产品。促使一些第三方财富管理公司以及取得基金销售的公司进入独立财富管理的行列。然而到了 2020 年 10 月，证监会出台《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》，明确规定独立基金销售机构仅可以销售公募基金和私募证券投资基金，除中国证监会另有规定外，不得从事其他业务。

(二) 我国财富管理产品发展格局

经过多年的发展，我国财富管理产品呈现出“三覆盖”特征：第一，投资门槛覆盖度从“分”到“亿”。如招商银行推出的“朝朝宝”零钱理财产品为一分钱起购，打通了用户日常支付和理财需求的渠道，体现了理财用户的下沉，是“广度”的挖掘。而除此之外，也有满足上“亿”投资人理财需求的包括私人银行、家族信托等产品。第二，投资周期覆盖度从“日”到“年”，甚至生命周期。产品期限的适配度对应不同的利率水平，对于更好的安排现金流有重要意义。目前市面上的理财产品有包括以“日”为单位的，同时也有以“月”“季”“年”等单位的理财产品，甚至有覆盖更长期限的寿险、家族信托等产品，是财富管理“宽度”的挖掘。第三，投资种类覆盖度从“一”到“综”。目前财富管理形式已经从单一的资产增值产品开始转向综合化的理财服务，面向资产管理需求与面向事务类管理的结合，是财富管理“深度”的挖掘。

考虑到财富管理产品的提供方主要为金融机构，因此从整个财富管理产品发展格局来看，主要还是围绕在商业银行、证券公司、基金公司、信托公司、期货公司、保险公司等金融机构，考虑到主动财富管理产品中比较有特色的是商业银行、证券公司和信托公司，此处主要介绍此三类机构。具体来看：

1. 商业银行——“理财子+私人银行”

初始，商业银行开展财富管理业务的主要通过零售部，而后为满足客户多样化的财富管理需求，构建专业化的理财服务平台，又在此基础上设立了私人银行部。2018年9月28日，银保监会公布实施《商业银行理财业务监督管理办法》，作为资管新规的配套实施细则，适用于银行尚未通过子公司开展理财业务的情形。2018年12月2日，银保监会颁布《商业银行理财子公司管理办法》，自此，银行理财子公司走向前台。商业银行整体财富管理的主要服务部门从零售部转向了私人银行与财富管理子公司并行的状态。

理财子公司本质上还是提供资管服务，主要聚焦于财富的增值。如根据中银理财2021年度报告中所述，产品体系建设方面，中银理财涵盖现金管理、固收、固收增强、混合、权益五大投资类型，打造了“八大金融”相关主题产品体系，支持科技、绿色、普惠等领域高质量发展；推出一系列“跨境理财通”、债券“南向通”主题产品。

商业银行的私人银行业务方面，涵盖的种类较多，具体可以包括两个方面，第一是金融服务，具体包括资产管理、另类投资、全权委托、顾问咨询、财务管理、跨境金融、财富传承和增值服务等；第二

个是非金融服务，具体可以包括候机登机服务、医疗服务、马术服务、商务用车服务、品质活动参与、子女教育、养老服务等。

2. 证券公司——“资产管理”+“智能投顾”

目前来看，证券公司对财富管理业务板块的定义有所不同。如中信建投将经纪及财富管理业务、融资融券业务、回购业务均纳入到大财富的板块之下。单设了资产管理板块，涵盖证券公司资产管理业务、基金管理业务、私募股权投资业务。考虑到此处主要介绍针对于财富管理的主动性业务，那么除代销产品外，证券公司提供的产品主要是资产管理类业务和基于线上平台的投顾业务。

资产管理：券商资产管理受资管新规的影响，整体规模呈下降趋势，其中又以主要为通道业务的定向资管计划下滑最为明显。截至2021年底，证券公司资产管理规模合计8.24万亿元，同比下滑3.72%；定向资管计划合计规模4.04万亿元，同比下滑31.80%。集合资管计划有逐渐上升之势，2021年底合计规模3.65万亿元，同比增长74.52%。

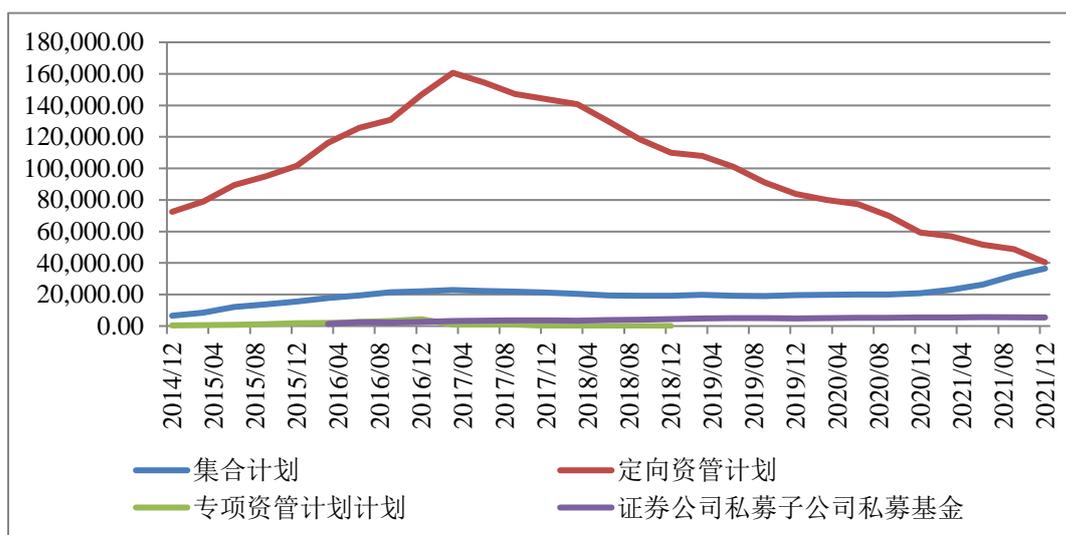


图 11 证券公司资产管理规模变化（亿元）

资料来源：中国证券投资基金业协会。

基于线上平台的投顾业务：我国券商的投顾业务目前已经有所发展，部分券商对于客户分层建立了不同的投资平台，如招商证券通过打通“招商证券财富+”小程序、企业微信、招商证券 App，构造微信社交服务生态圈，支持公司财富管理转型；在获得基金投顾业务试点资格后，于 2021 年 11 月推出“e 招投”基金投顾品牌；针对高净值客户的资产配置、专属定制和家族信托服务推出“智远私行”品牌。但与国外券商主要依靠资产管理规模获取效益所不同的是，国内主要券商的着眼点在于提升用户体验，券商可以根据客户的选择进行画像分类，实质上仍然是经纪业务的辅助，而非资产的直接管理。

表 3 证券公司线上财富管理产品

证券公司	零售客户与互联网产品	高端客户财富管理产品
东方证券	东方赢家财富版 APP	“美丽东方·财富 100”私募 FOF 业务方案，探索家族信托业务方案
广发证券	易淘金	
海通证券	e 海通财、e 海方舟	
华泰证券	“涨乐财富通”+“聊 TA”	
银河证券	“财富星”	“银河巨星”
兴业证券	“兴证心选”	
中原证券	财升宝	
山西证券	汇通启富 APP	
国泰君安	君弘 APP	
国金证券	佣金宝	
方正证券	小方 APP 及微方	
招商证券	“招商证券财富+”、“e 招投”	智远私行
长江证券	长江 e 号	
中信证券	中信幸福财富	
中泰证券	中泰齐富通	
中信建投	蜻蜓点金	

资料来源：课题组整理。

3. 信托公司

目前信托公司财富中心的主要业务仍然是以销售自身产品为主，信托产品主要分为单一资金信托、集合资金信托和管理财产信托三类（见图 9）。按照信托功能可以分为财富管理类、事务管理类、公司/项目融资类以及其他类；按照财产运用方式可以分为融资类、投资类和事务管理类。可见，2010 年以来，融资类业务在信托公司业务中的占比不断下降，此类产品主要是固定收益债权投资项目，主要运用模式包括信托贷款、股权融资、信贷资产受让等；2018 年以来，受资管新规影响，事务管理类逐渐下降，此类产品开始主要是银信合作等单一通道业务，但在行业对通道业务的规范化后，回归本源的主动事务管理类信托成为未来的方向，目前下降的主要是通道类业务，投资类信托则逐渐上升。

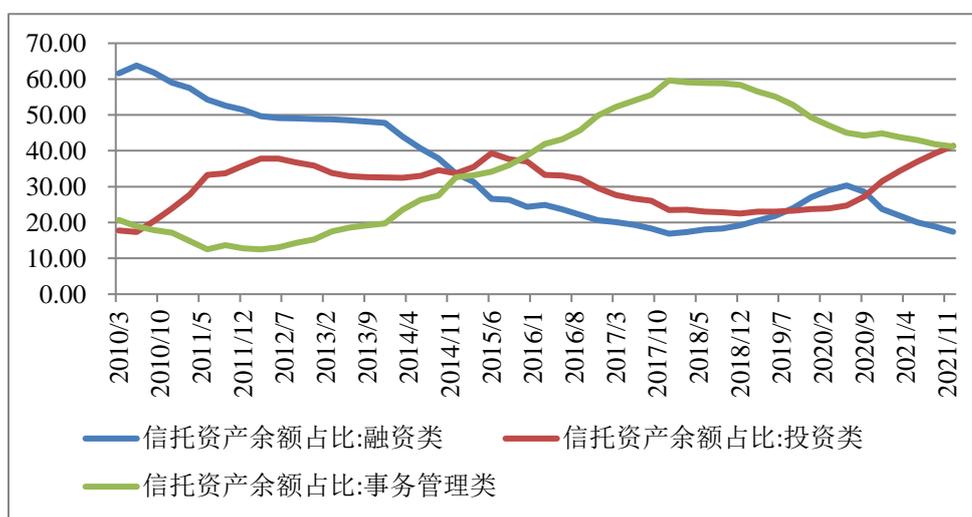


图 12 信托资产余额占比

数据来源：中国信托业协会。

（三）我国财富管理机构优劣势分析

通过分析财富管理机构基于自身牌照、经营状况、业务模式等不

同，在财富管理方面各有优劣势。如商业银行目前主要做的私人银行以及理财子的资产管理业务，客户来源主要依靠于自身网点，综合来看，商业银行有着较为齐备的财富管理产品，不仅自身拥有存款账户和低风险偏好的理财产品，此外还可以代销针对中高端客户的公募基金、保险和针对高端客户的信托、私募产品等，其提供的金融产品覆盖面在各类机构中最广，涵盖了金融系以及非金融系服务，通过渠道下沉，网点深化可以充分获得客户的信任，形成客户粘性。证券公司则是卖方的代表，有着较强的研究能力，就其营销来看，主要客户依赖于营业部网点，考虑到大部分客户对于资本市场有着相对深的理解，在财富管理方面有一定基础和竞争力。信托公司的特色业务主要还是服务类信托，其本身就具有风险隔离的属性，特别适合高净值人士的长期性规划使用，在其余产品销售方面，虽然开始财富中心布局，但布局时间较晚且近年来信托产品的整改导致群体客户的粘性不高。保险公司在财富管理方面的竞争力主要在于其有绝对收益方面的优势配置能力，但考虑到目前我国大部分投资者的投资策略仍然是中短期为主，相对竞争力不是特别明显。保障功能和老龄化背景下的养老功能是其未来可以重点开拓的方面。期货公司则有着较为突出的对冲功能优势，近期全球冲突加剧和大宗商品的异动更是吸引了市场的对冲的目光，但其他能力相对较弱，主要优势点还是在产品的对冲方面。基金公司则是目前市场上的主要资管力量，是市场净值化的先锋，但其自有的营销渠道和综合化的服务能力相对较弱。第三方机构则有明显的优劣势，一方面其主要通过代销产品获得利润，渠道多，客户多，

且第三方的身份更为独立，有利于充分发挥投顾作用。另一方面由于其缺乏自身的产品，依赖性较强，受监管管制影响大。如从基金业协会公布信息来看，近年来获批的独立基金销售机构较少，《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》也对独立基金销售机构的变更、转让、设立分支机构等加以限制，尾部三方机构传统的代销业务受到极大挑战。

表 4 财富管理机构竞争力体系表

	产品覆盖	客户服务	营销能力	风控体系	金融科技	品牌建设	特别优势点
商业银行	产品齐全，资管+财富	网点多，全国性布局	较强	强	强	强	网点多、客户多、信任强
信托公司	相对较少，特色产品	财富中心布局，区域性布局为主	较弱	强	较强	较强	制度、服务类信托
证券公司	相对较少	营业部布局	较强	强	强	较强	研究强、资管强、客户素质高
保险公司	相对较少，特色产品	网点少，较弱	较弱	强	较强	较强	制度优、保障功能强
期货公司	相对较少，对冲产品	网点少，弱	较弱	较强	较强	较弱	特色产品，对冲功能
基金公司	资管为主	自有渠道较弱	较强	强	强	强	资管强
第三方机构	非自身产品	渠道多，长尾客户为主	强	较弱	较强	较强	客观、独立

资料来源：课题组整理。

三、基于海外财富管理业务发展经验下我国财富管理市场展望与建议

财富管理行业的发展是不断摸索的过程，财富管理机构以及投资者的适应性往往与资本市场发展阶段有着密切的关系。以美国为例，美国的财富管理市场发展目前已经较为成熟，但是参考其发展路径，

可以发现“混乱-规范”的轨迹图。目前，我国国内金融市场格局主要以分业经营为主，但从财富管理的综合化、立体化的需求来看，更需要打通一个可以覆盖全机构的“可视化+综合化”的涵盖整个投资者生命周期甚至家族周期的财富管理业态。

（一）市场生态展望

投资者端：扩容与成熟

1. 财富管理市场扩容

近年来，随着 GDP 的增长以及居民财富的增加，我国财富管理市场有了一定的发展。展望下一阶段，财富管理市场的扩容增量主要有两个方面，其一是 GDP 增长带来的我国居民收入的提升，目前我国处于调结构的阶段，虽然经济增速开始下滑，但整体仍然保持平稳增长，与之带来的居民收入水平的提升是未来财富管理的增量之一。其二是资产配置改变带来的财富管理增量，目前非金融资产尤其是住房资产是我国居民最主要的资产配置手段，而在金融资产中也主要以存款为主，随着资本市场的不断完善发展，利率市场化改革以及“房住不炒”等大背景下，未来居民资产配置方向有从非金融资产向金融资产转移的趋势，财富管理市场将迎来持续扩容。

2. 投资教育趋于成熟

由于我国过去的财富管理形式有着浓厚的“保本”色彩，投资者对风险的认知不足，因此客群教育未来主要的着眼点在于“保本”诉求和“净值”波动的不匹配以及产品持有期限和投资周期的不匹配，尤其是净值化转型后的银行如何在净值波动下维护好客户尤其重要。

此处以比较代表性的银行理财为例，根据银行业理财登记托管中心数据显示，个人投资者目前是理财产品市场的主力，占全部投资者数量的99%以上，从投资者画像来看，截至2021年底，持有理财产品的投资者中，风险偏好为二级（稳健型）的投资者数量最多，占比为34.89%。与去年同期相比，风险偏好为一级（保守型）和二级（稳健型）的投资者数量占比均有所增加，分别增加3.08和2.59个百分点。可以看出，理财产品受众群体更偏好风险较低的产品类型。产品期限偏好方面，截至2021年底，从投资者数量上来看，T+0产品受众较广（投资者数量占比54.23%），且较去年同期增加较多（占比增加约16个百分点）；从平均持有金额上看，中期限的理财产品则更占优势。然而，银行理财产品净值化转向后，随着资本市场的波动，“破净”成为时有发生之事，当前无论是银行理财的净值型转型以及之前比较火热的雪球结构性产品等均会发生负循环的可能，即“净值下跌-赎回-进一步下跌”，投资者尤其是老年投资人如何正确识别投资风险，从“保本”思维中转型尤为重要。



图 13 银行理财个人和机构投资者数量分布

资料来源：银行业理财登记托管中心。

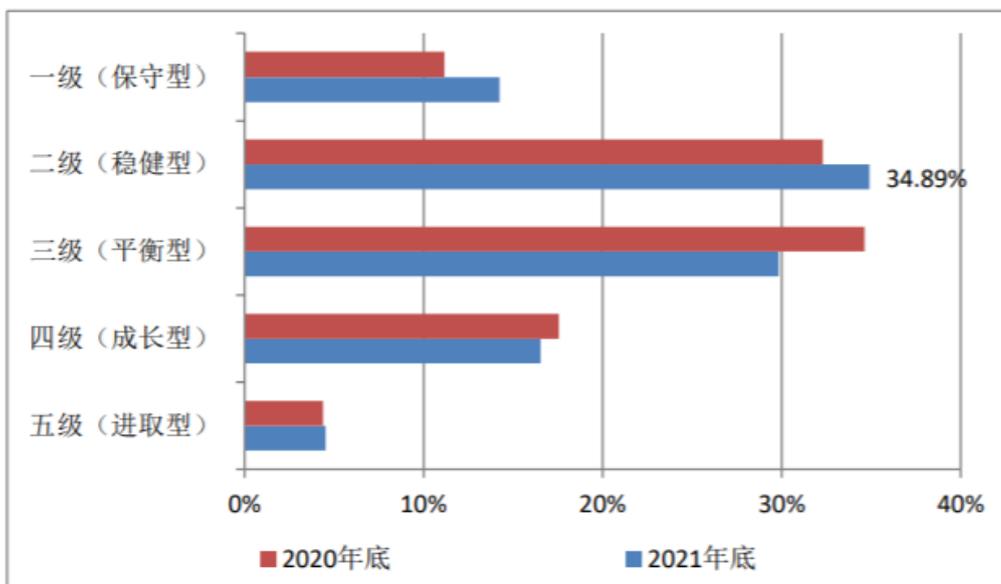


图 14 理财产品各类型风险偏好投资者数量分布

资料来源：银行业理财登记托管中心。

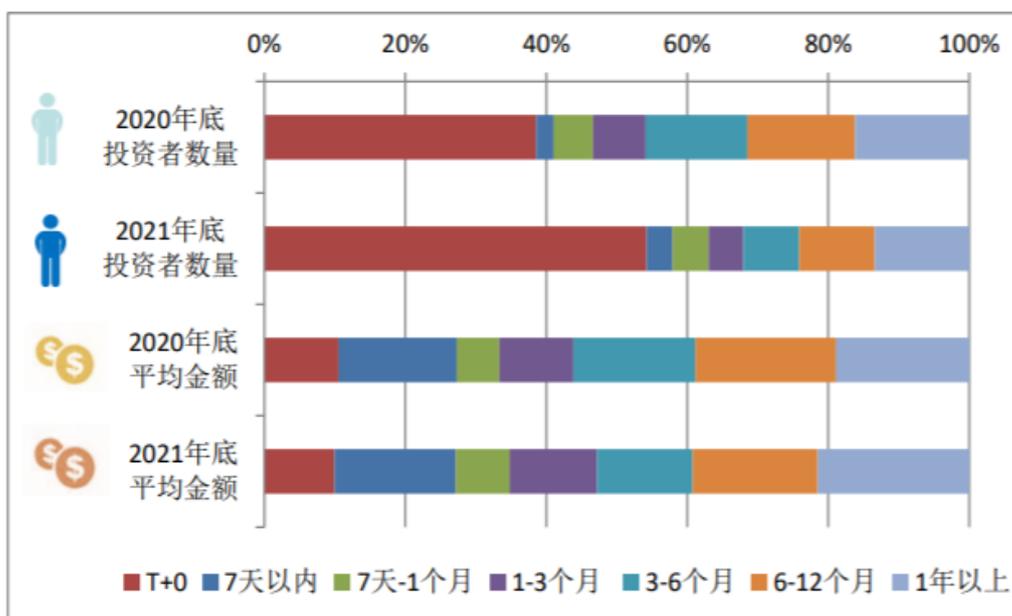


图 15 各期限理财产品投资者数量及平均持有金额分布

资料来源：银行业理财登记托管中心。

金融机构端：竞争与协同

1. “1+N”的机构格局

虽然目前我国众多金融机构均发力财富管理业务，但考虑到银行具有牌照、品牌、客群、金融科技、综合服务/产品等多种优势，因此银行仍然占据当下财富管理中“1”——即“综合化”的位置，而其余金融机构是构建多样化、特色化发展的重要支撑。具体来看：第一，商业银行网点优势。根据中国银行保险监督管理委员会金融许可证信息查询，截至2022年3月底，我国商业银行共有网点20.39万家。而另一个网点相对众多的证券公司仍然与其相差较大，根据中国证券业协会数据显示，截至2020年底，证券公司营业部数量为1.17万家。其余金融机构整体来看网点相对更少。第二，商业银行客群优势。商业银行客户数量仅次于头部的互联网机构，且由于网点的存在，可以进一步发挥其客户粘性。第三，商业银行金融产品优势。商业银行有着物理网点的理财中心，不仅可以为客户提供金融+非金融的综合化服务，且通过物理链接更可以匹配客户诉求。第四，商业银行牌照优势。商业银行具有吸收存款和发放理财产品的牌照、几乎覆盖全市场的代销牌照以及可以开展托管业务，具有获客、管理、沉淀的多样功能和优势。而对于其他机构来说，特色的财富管理业务是其展业的重要方向，如信托公司的家族信托、养老信托、遗嘱信托等服务类信托，证券公司的投研服务，保险公司的寿险服务，期货公司的对冲功能，第三方机构的平台及销售能力等。

2. 立体互通的服务体系

财富管理是一个综合化、体系化的理念，就目前的发展来看，市场虽然开始关注资产管理之外的财富管理业务，但目前仍然主要聚焦

于资产增值方面，市场同质化竞争严重，且由于分业经营的特征，各金融机构之间产品难以做到共通。而根据招商、贝恩《2021 中国私人财富报告》显示，客户的需求具有多方面、多层次的特征。展望未来，深层次的价值挖掘需要进一步深华，财富管理需要立足于资产管理之上，通过主动投顾构建立体互通的服务体系，针对于客户诉求，匹配各类金融机构产品及服务。

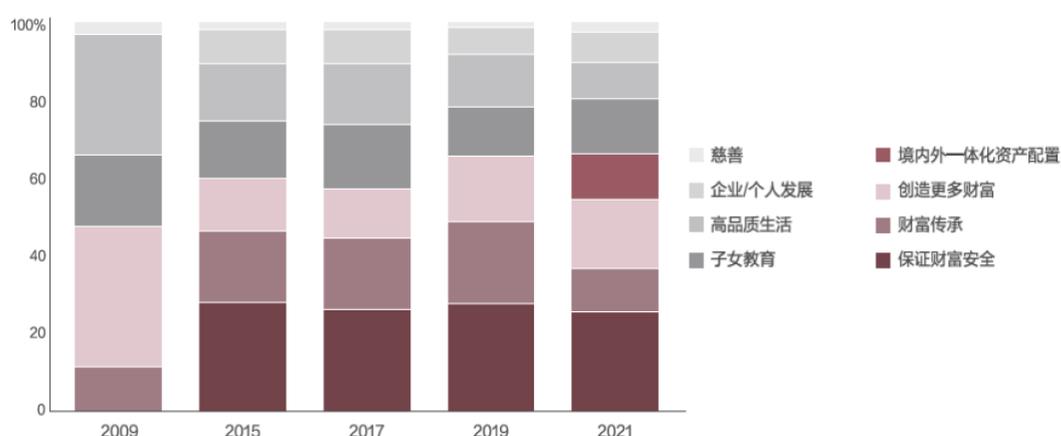


图 16 高净值人士财富管理诉求

资料来源：招商、贝恩《2021 中国私人财富报告》。

3. 充分竞争的代销市场

整体来看，我国财富管理市场仍处在获取用户份额的阶段，银行、券商、第三方机构等均在发力代销业务，代销市场仍然会有一定时间的激烈竞争，但也呈现出比较明显的头部效应。根据证券投资基金业协会公布的《2021年四季度基金代销机构公募基金保有规模前100强》名单显示，百强代销机构中共有 31 家银行、46 家券商、21家第三方代销机构，以及两家保险类机构上榜。股票+混合公募基金保有规模前五的分别为招商银行股份有限公司（7910 亿元），蚂蚁基

金（7278 亿元），天天基金（5371 亿元），工商银行（5356 亿元），建设银行（4055 亿元），前 5 家机构在 100 强中的市场占有率达 46.39%，前 10 家机构在 100 强中的市场占有率达 64.58%。

表 5 基金销售机构公募基金销售保有规模

排名	机构名称	股票+混合 公募基金保 有规模 (亿元)	100 强 占比	非货币市场 公募基金保 有规模 (亿元)	100 强 占比
1	招商银行股份有限公司	7910	12.24%	8701	10.45%
2	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	7278	11.26%	12985	15.60%
3	上海天天基金销售有限公司	5371	8.31%	6739	8.09%
4	中国工商银行股份有限公司	5356	8.29%	5963	7.16%
5	中国建设银行股份有限公司	4055	6.28%	4545	5.46%
6	中国银行股份有限公司	3366	5.21%	4997	6.00%
7	交通银行股份有限公司	2823	4.37%	3043	3.65%
8	中国农业银行股份有限公司	2183	3.38%	2253	2.71%
9	上海浦东发展银行股份有限公司	1722	2.67%	1764	2.12%
10	中国民生银行股份有限公司	1658	2.57%	1707	2.05%

资料来源：中国证券投资基金业协会。

此外，由于《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》中规定，“理财产品销售机构包括销售本公司发行理财产品的银行理财子公司和代销销售机构。代理销售机构现阶段为其他银行理财子公司和吸收公众存款的银行业金融机构”，也就是说目前银行理财产品的销售仍然处于银行体系内部，即便如此，各银行间也呈现了较为激烈的代销竞争。中国理财网公布《理财市场年报（2021 年）》中披露了银行理财产品的代销情况：从发行机构情况来看，截至 2021 年底，有存续产品的 21 家理财公司均与代销机构开展了合

作，代销产品余额共计 17.07 万亿元。具体来看，3 家理财公司的理财产品仅由母行代销，18 家理财公司的理财产品除母行代销外，还打通了其他银行的代销渠道，平均每家理财公司约有 14 家合作代销机构。此外，10 家理财公司还存续有通过直销渠道销售的理财产品，销售余额 0.11 万亿元。截至 2021 年底，共有 97 家银行机构代销了理财公司发行的理财产品，代销余额 1.60 万亿元。代销机构中城商行的机构数量最多（为 88 家），股份制银行代销理财公司产品的余额最大（余额占比 60%），同一家销售机构最多同时代销 13 家理财公司发行的理财产品。

目前来看，银行理财产品的代销市场仍然有壁垒，但考虑到随着银行理财子的成熟，未来销售的放开也是大势所趋，代销市场仍然会有较为激烈的竞争，同质产品的收费竞争加剧，渠道业务费率会逐渐下降，最终从销售向顾问的转型极其重要。

4. 曲折发展的主动投顾

2019 年 10 月 25 日，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投资顾问业务试点正式落地，根据市场资料显示，目前已经有过多轮扩容，拿下试点资质的机构已经涵盖银行、券商、公募及其子公司和第三方基金销售机构。以东方证券为例，东方证券于 2021 年 11 月 22 日正式对外推出基金投顾业务。截至 2022 年 3 月 25 日，东方证券基金投顾业务累计服务客户 12.34 万人，总规模 100.07 亿元，户均资产 8.11 万元。其主要围绕增量投顾市场、专业化服务、体系化架构、平台化发展战略等多

个方面推进基金投顾业务。从推进程度来看，虽然有多家试点机构的主动投顾业务突破 100 亿元，但是相较于万亿元的资管市场来说发展程度依然较为有限。此外，考虑到当前我国的产品尚不能完全互通，产品同质化明显，投顾人员不充分，考核机制仍然局限于机构内部难以做到完全市场化推荐配置等因素，主动投顾之路仍然较为曲折。

（二）市场发展建议：

1. 加强信义理念

“信义”是美国财富管理行业的核心基础，是投资顾问的必要品质。20 世纪 30 年代，美国股市投机为主，当时的证券投资顾问主要是卖方服务，出现了滥用投资顾问名义欺诈消费者的问题，为治理乱象，美国于 1940 年颁布《投资顾问法》，从国家层面定义“投资顾问”，其中 206 条对信义义务作出原则性规定。2019 年 6 月，美国证监会发布《关于投资顾问行为标准的解释》，进一步明确了投资顾问行为标准。根据《投资顾问法》，投资顾问对其客户承担信义义务，信义义务包括忠实义务（a duty of loyalty）与审慎义务（a duty of care），要求投资顾问“采纳委托人的目标、目的与意愿”，基于客户的目标，为了客户最佳利益提供投资建议。

目前，我国也日益注重机构的“信义”理念。其中，《证券投资基金法》要求基金管理人“诚实信用、谨慎勤勉”。中国人民银行发布的《金融从业规范 财富管理》（以下简称“《规范》”），也明确财富管理的核心竞争力是客户满意度，界定了职业道德具体包括守法合规、廉洁从业、独立客观、诚实守信；行为准则具体包括保守秘密、专业

胜任、严谨审慎、勤勉尽责、客户至上、公平竞争。但同时我们也要看到仍有许多不足，下一步监管机构要通过顶层设计规则制定信义义务与行为标准，加强监督管理，严格处理违背“信义”的机构与人员。继续加强财富管理人员的信义理念，为客户最佳利益提供投资建议。财富管理人员也必须全面、公正地向客户披露与顾问关系有关的所有重大事实，保证投资顾问与若有客户冲突时的信息披露明确、详细，将“信义”植根于投顾品质之中。

2. 完善资本市场

资本市场的发展与完善是提供财富管理服务的基础。2003 年党的十六届三中全会首次提出“建立多层次资本市场体系”。此后历次中央全会、全国金融工作会议和 2004 年、2014 年两个资本市场“国九条”文件不断拓展多层次市场体系构成和内涵的阐述，明晰了工作要求。“十四五”规划对多层次市场的发展路径做出了重要部署，要求全面实行股票发行注册制、深化新三板改革、完善市场化债券发行机制等。当前，我国多层次的资本市场尚未完全建立，资本市场功能尚未完善，市场中的可投品种有限，对于财富管理的需求仍有许多需要补充之处。因此，要进一步加快资本市场建设，完善资本市场基础制度，丰富资本市场品种，为财富管理市场提供更充分的产品选择与联通机制。

3. 发展养老金融

2021 年 3 月 8 日，国家发改委副主任在新闻发布会上表示，预计“十四五”时期（2021 年-2025 年）我国将进入中度老龄化阶段。

截至目前，我国是全球老龄人口数量最大的国家。根据第七次全国人口普查数据显示，目前中国 60 岁以上老年人口 2.64 亿，占总人口的比重为 18.7%，而 65 岁及以上的老年人口达到 1.91 亿，占总人口的比重为 13.5%。预计到 2027 年老年人口占比将提升到 20%，到 2050 年，60 岁以上的老年人口将达到 4.87 亿，占总人口的 1/3。大规模财富代际传承时代和共同富裕国策实施时代，催生了综合化的财富管理需求，养老金融是未来一阶段适应趋势的品种。为适应养老金融需求，2021 年 9 月 10 日，银保监会正式发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，结合国家养老或金融领域改革试点区域，选择“四地四家机构”开展养老理财产品试点工作。自 2021 年 12 月 6 日起，工银理财、建信理财、招银理财和光大理财四家试点机构首批各发行一只养老理财产品，均于 2021 年 12 月完成了产品募集。之后试点机构扩大至“工银理财有限责任公司、建信理财有限责任公司、交银理财有限责任公司、中银理财有限责任公司、农银理财有限责任公司、中邮理财有限责任公司、光大理财有限责任公司、招银理财有限责任公司、兴银理财有限责任公司和信银理财有限责任公司”十家理财公司。为此，商业银行要利用理财子公司建立契机以及网点广泛、用户基础较好等优势，根据客户的养老需求，成立个性化的养老理财产品，避免同质化竞争，避免产品养老属性不足的问题，避免利用养老噱头推出大众化金融产品，偏离老年群体的需求导向。对于其他金融机构来说，则可以依据各自的特色优势来实现养老金融的增值化服务，如信托公司可以发展养老信托，保险公司提供更丰富的养老保险服务等。

4. 推动个人养老

2022年04月21日，国务院办公厅《关于推动个人养老金发展的意见》（以下简称“意见”），明确推动发展个人养老金，与基本养老保险、企业（职业）年金相衔接，实现养老保险补充功能。《意见》规定，个人养老金资金账户资金可以用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。参加人每年缴纳个人养老金的上限为12000元。人力资源社会保障部、财政部根据经济社会发展水平和多层次、多支柱养老保险体系发展情况等因素适时调整缴费上限。实际上，我国2018年就在上海、苏州等地开展了个人税收递延型商业养老保险试点，并采取了“参与人在缴费、投资环节免税，养老金领取环节征税”的模式，但是收效甚微。从主要原因来看，个人养老金是个人自愿缴费的养老保障，有较强的主观能动性，若税收的优惠力度较低，对投资者的吸引力不强。因此，在试点之后，建议可以进一步研究落实更多、更有力的递延税等税收政策。同时，构建与基本养老保险差别化以及更充足化的养老保险产品体系，提供长久期资产配置周期下更多的大类资产选择。此外，《意见》也规定了参加人可以用缴纳的个人养老金在符合规定的金融机构或者其依法合规委托的销售渠道购买金融产品，考虑到个人养老金更为自主选择及其较难的销售压力，在对产品营销时可以考虑发挥第三方平台等机构的销售能力，但同时也需要对投资人充分提示风险，满足合规要求。

5. 促进投顾转型

在中国，资产管理常被称为“代客理财”，客户购买的理财产品通常仅包含简单的风险测评，而并未考虑不同投资群体的差异化特征，其投资策略和标的资产也缺乏透明度，大部分产品同质化严重，往往难以满足客户的多样化理财目标。反之，成熟市场的资产管理往往站在投资者角度，更注重“差异化服务”理念，它会依据委托人的财富管理目标、风险偏好、自身状况等因素，为客户量身定做组合方案，并进行实时监控和调整，从而实现委托投资效用最大化。

当前财富管理市场主要面临的是同质化竞争下产品创新挑战和投顾经营模式挑战，投顾转型是未来财富管理的升华抓手。做到主动投顾关键有以下几个方面，第一是投顾人才的培养，从美国投顾人员的培养来看，一般需要经过严格的招聘、培养、考核和淘汰。目前我国投顾人员大部分是原有业务的转型，且没有完善的培养、考核体系，未来需要进一步从顶层设计抓手，提高准入门槛，加强持续教育考核。第二是激励改革。在对投资顾问的激励方面，美国 1940 年的《投资顾问法》禁止一切形式的风险收费，即规定客户向投资顾问支付的报酬不能基于客户资金的资本利得。这主要是吸取了之前的历史教训，基于资本利得的收费模式容易形成不当激励。但是，如果完全禁止风险收费，对投资顾问又会产生激励不足的问题。在此后的司法实践中，针对此项禁止风险收费的规定出现了部分例外条款。比如，允许投资顾问收取的报酬与委托人一定期间内的基金总规模挂钩，而对于净资产在 200 万美元以上的高净值客户则允许风险收费等。1975 年美国

国会重新修订的《证券交易法》废除了固定佣金标准，佣金业务收入占比下降促使财富管理模式从卖方销售向买方投顾业务模式转变。目前美国投顾的收费主要包括挂钩管理规模的管理费、适用于一次性服务的固定费用、业绩报酬提成、佣金收费、订阅费用等。比较常见的是按管理规模计提、固定费用和业绩计提。当下我国的主要收费模式仍然是着眼于销售费用，未来需要建立独立的投顾考核，考虑到目前主要金融机构的业务模式，执行相对较难，第三方机构在此处相对其他金融机构来说有比较大的客观优势。

6. 挖掘特色优势

资产管理行业是一个竞争激烈的行业，但财富管理行业发展则更需要业务的融合，处理好合作与竞争的关系是实现立体化财富管理模式的必备条件。如美国 1999 年通过的《金融服务现代化法案》允许商业银行和投资银行混业经营，投资顾问业务范围进一步扩大，极大地促进了投资顾问服务模式的发展。而从我国现在的分业经营环境来看，更需要一个财富管理开放平台，通过各金融机构挖掘自身特色优势，由投顾人员进行组合搭配，实现用户的财富管理目标。事实上，目前我国还是有一些差异化合作产品，比如家族信托。在家族信托设立阶段，信托公司要根据监管要求对委托人进行尽职调查，在家族信托运行阶段，信托公司主要承担信托财产管理和事务性管理工作。银行在家族信托业务开展过程中可以担任托管、投资顾问或财务顾问角色。券商在家族信托业务中主要担任投资顾问或财务顾问角色。与银行一样，券商在资产配置，尤其是在二级市场配置方面有着牌照和研

究优势，不少券商也利用这一优势。第三方机构在家族信托业务中主要担任投资顾问或财务投顾角色。相较于信托、银行和券商，第三方机构在业务上更为灵活，比如可协助客户搭建境内外家族信托架构。保险公司在家族信托架构中可以担任投资顾问或者投资管理人角色，家族信托的投资配置可能涉及保险产品或者保险公司发行的资管产品。基金公司也可以担任家族信托投资顾问或投资管理人角色，为家族信托中的信托财产实现保值增值。

7. 扩容资产类别

根据《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》，基金投资顾问试点机构可以接受客户委托，按照协议决定向客户提供基金投资组合策略建议。基金投资组合策略建议的标的应当为公募基金或经中国证监会认可的同类产品。目前试点阶段来看，投顾的主要标的是基金，且对产品份额进行了一定的比例限制。相对来说，美国财富管理市场发展较为成熟，产品类别较为充分，以嘉信理财为例，其可投资资产包括共同基金、交易所交易基金（ETF）、货币市场基金、股票、国际股票、债券等固定收益产品、期权、期货、保证金贷款、年金、保险等。考虑到财富管理需要覆盖投资者的全周期，因此未来随着投顾试点的逐渐成熟以及投资者教育的逐步深入，投顾资产类别需要进一步扩容，以便买方投顾根据投资者风险偏好、财富管理预期等提供适应产品。考虑到目前金融机构展业情况，建议可深入试点第三方机构的主动投顾业务。

8. 适时放开代销

2020年12月25日银保监会发布的《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》中规定，“理财产品销售机构包括销售本公司发行理财产品的银行理财子公司和代理销售机构。代理销售机构现阶段为其他银行理财子公司和吸收公众存款的银行业金融机构。”根据上述规定，目前允许银行理财子公司和吸收公众存款的银行业金融机构作为代理销售机构，投资者若想通过线上平台购买理财产品仅可以通过理财子公司的或商业银行的电子渠道。同时，上述规定还明确了理财子公司和代销机构之间的要求，“银行理财子公司应当根据自身管理能力，对拟委托销售的本公司理财产品建立适合性调查、评估和审批制度，审慎选择代理销售机构，切实履行对代理销售机构的管理责任。银行理财子公司应当对代理销售机构理财产品销售业务活动情况定期开展规范性评估”、“代理销售机构总部应当对拟销售的理财产品开展尽职调查”。考虑到目前银行理财子公司已经转型完成，在理财子公司和代销机构责任厘清的基础上，随着银行理财子公司的日益成熟以及投资者适当性的完善，银行理财产品的销售机构范围可以开始逐渐拓展。

附录一：美国投资者教育经验借鉴

投资者教育是财富管理行业能够得以健康发展的本质问题，投资者群体的理性、健康发展也能在一定程度上推动财富管理行业的业态升级。我国投资者教育起步较晚，投资人的风险意识参差，近些年受到过 P2P 理财风波、私募股权投资纠纷等问题，尤其是资管新规后的银行保本理财净值化转型时间尚短，许多过去稳健投资者对于净值下跌难以接受，投资者教育迫在眉睫。为此，本附录介绍美国投资者教育的历程，以此提供借鉴。

美国目前形成了一体化的投资者教育布局，其中主要包括美国证券交易委员会、各类协会组织、交易所、金融机构、教育机构等。具体来看：

（一）美国证券交易委员会（SEC）

美国证券交易委员会于 1994 年设立了“投资者教育及援助办公室”(The Office of Investor Education and Assistance)，其主要任务是服务个人投资者，了解投资者面对的问题及关注的事项，并在采取行动时加以考虑。主要职责包括：协调并直接进行全国的投资者教育活动；受理投资者的咨询与投诉；根据有关法案，满足投资者索取 SEC 报告及有关文件的需求；参与制定可能影响个人投资者的法规、政策；其它保护投资者权益方面的事务。同时专门设立了投资者教育网站，主要内容包括投资介绍、金融工具和计算器、投资保护及其他资源资四个方面，细分内容涵盖丰富，包括投资者的常见问题、费用问题、评估风险承受能力、投资产品介绍、风险介绍、研究报告、投资目标计算、复利计算、欺诈类型介绍、仲裁和调节、投诉等系列知识。适合于投资者从初始的金融知识学习到投资专业人士核查到投资目标设立再到投资维权等全方位的投资周期。

（二）各类协会组织

1. 美国证券业及金融市场协会（SIFMA）

美国证券业及金融市场协会(The Securities Industry and Financial Markets Association)进行投资者教育的特色是通过“金融游戏”寓教于乐，其开发了“通向投资之路”(“Path to Investing - Leading the Way to Financial Knowledge”)、“股票市场游戏”(“The Stock Market Game”)及“投资写作竞赛”(“Invest Write”)三款游戏。

2.美国投资公司协会（ICI）

美国投资公司协会（ICI）是美国投资基金业的行业组织，会员单位包括共同基金、封闭式基金、交易所交易基金和单位投资信托基金等。ICI 促进公众对受监管基金的理解，旨在让基金遵守道德标准，并寻求促进基金、股东和其他利益相关者的利益。ICI 开展了一系列投资者教育活动，同时也参与由政府赞助的投资者教育活动。另外，ICI 专门设立了投资者教育基金会。ICI 在投资者教育方面非常注重为投资者提供充分的信息和资料，这些信息包括基础知识和各种基金产品的介绍。

3.美国期权业协会（The Options Industry Council）

美国期权业协会成立于 1992 年，是由美国期权交易所和期权清算公司组成的合作协会。其主要目的是提高投资者对交易所交易股票期权的认识和教育。它为投资者和其他交易者提供在线课程、面对面研讨会、在线网络广播和播客。它还分发教育材料，例如 DVD 和小册子。此外，该组织还维护一个网站和帮助平台，以促进和协助期权教育。其网站上提供的教育材料包括期权基础知识、高级概念、策略、交易工具、计算器和市场报价等。

（三）交易所

纽交所通过与大学开展合作、进行互联网讲座、举办许多针对教师、新闻工作者、大学生的教育活动，以及向投资者发放投资宣传手册等多种方式向大众介绍投资基本知识。纳斯达克证券交易所通过举办投资模拟游戏以及编制针对中小学教师的投资教材进行投资知识的普及。

（四）金融机构

金融机构一般是开展一对一咨询或面向社会大众的投资者教育活动，以嘉信理财为例，其在网站上介绍了投资基础（包括如何投资、投资原则等）、市场观点（包括市场评论、政府政策、国际观点、部门观点等）、投资见解（涵盖股票、债券、ETF、期货等产品）、退休建议、直播、杂志等服务。

综合来看，完整的投资者教育活动需要从立法、监管、市场、社区、学校等多维一体的进行覆盖，不仅需要投资者教育制度法律法规的完善，还要监管、市场的积极参与，进一步通过社区等网络空间向投资者人群进行教育，尤其是要加快投资者教育纳入国民教育体系，构建学校-社会的全方位财富管理教育网络。