

# 美国基金投顾业务发展研究

□国金证券金融产品研究中心

## 美国投顾行业发展的前世今生

### 美国投顾行业历史

投顾业务最早发源于欧洲早期的私人银行服务。而在美国,投顾业务在1920年美国股市空前繁荣的时候开始萌芽,当时投顾并没有法律上的界定,尚处于监管的空白期,这也导致了市场上代客理财、诈骗、市场操纵等现象频频出现,早期的投顾业务为卖方模式。

到二十世纪三十年代,美国股票市场狂热的投机引发金融危机,美国政府意识到加强证券市场监管的重要性,在这个背景下,1940年《投资顾问法》颁布,首次给出投资顾问的职业定义,即“为了报酬,直接从事或者通过出版物、写作等方式从事,就证券的价值和证券投资、买卖的机会向他人提供建议活动的任何人,或者为了报酬,作为日常工作的一部分,发行或者发布涉及证券的分析、报告的任何人”,此外法案还规定了从事投顾业务的机构或个人必须经过监管部门注册。

二十世纪五十年代,二战结束后美国经济逐步复苏,大众富裕阶层逐渐兴起,投顾服务的人群开始从高净值客户拓展到大众富裕阶层,投顾业务逐渐规模化。

二十世纪七十年代,在退休计划革命的推动下,投顾业务迎来了黄金发展时期,雇主发起的401k计划,以及雇员自己投资的IRA计划,为公募基金市场带来了大量新增配置资金,同时也催生了大量的投资顾问需求,此时市场上投顾业务仍旧以卖方模式为主。

二十世纪八十年代,Vanguard开始推行免佣基金,个人投资者也开始关注投资成本的问题,传统卖方投顾模式的弊端随着基金市场规模的扩大而被放大,买方投顾模式渐渐得到认可及普及(如无特别说明,下文分析中的投顾业务代指买方投顾模式)。在美国,买方投顾不是监管引导的产物,而是行业发展到一定程度,市场自发的革新。

到2010年左右,随着互联网科技的发展,美国公募基金开始从产品创新阶段过渡到科技创新阶段,在此基础上,智能投顾的模式逐渐发展起来。

### 美国投顾行业现状

根据ICI的统计,2019年美国家庭投资者中通过雇主退休计划投资基金的占比82%,通过非雇主退休计划投资基金的占比65%,其中通过投顾或渠道投资基金的占比50%,通过直销渠道投资基金的占比32%。

在养老计划以外的基金投资大多是在投顾指导下进行的,而通过退休账户投资基金的投资者中,也有很多采用投顾服务。从ICI的统计数据看,有35%的美国家庭投资者仅通过退休账户投资基金,在这以外的65%的投资者中,有77%通过投资顾问投资基金,其中40%仅通过投资顾问投资基金,由此可见投顾服务在美国公募基金行业中的重要性。

在美国,个人或企业均可申请投顾资质,且既可以向美国证监会(SEC)申请,也可以向州政府相关机构申请。根据SEC披露的统计数据,截至2020年1月2日,经SEC注册的投顾机构合计13479家,投顾服务的总规模约84万亿美元,其中全权委托管理的规模约76万亿美元,可见全权委托是美国投顾市场的主流业务模式。投顾服务的总账户数量约为6431万个,其中全权委托账户数量约为5103万个。

从组织形式上看,大多数SEC注册投顾采取有限责任公司(Limited Liability Company)或企业法人(Corporation)的模式。从注册资产规模看,大多数SEC注册投顾的资产规模在10亿美元以下。

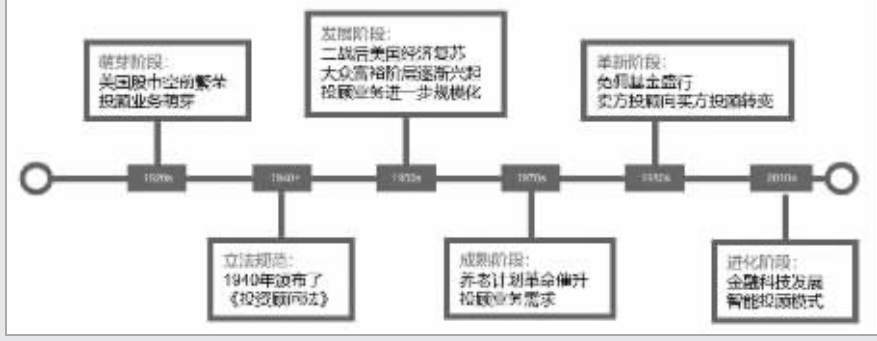
从业人员方面,从事投顾业务的人员约83万人,其中投研人员约44万人。投研人数占总人数比例在50%及以上的投顾公司有3363家,不足50%的有10027家。大多数SEC注册投顾的员工人数不足100人,其中不足10人的有7415家,而人数超1000的有38家,其中有10家从业人数超万人。类似的,投研人数也大多不足100人,其中10人以下的有9517家。

从收费方式看,美国投顾业务的收费模式有六种:一是按管理规模的一定比例计提;二是按小时计费,一般是特殊的项目,尤其是咨询的

2019年10月24日,证监会向各证券公司、基金管理公司、基金销售机构发布了《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》,正式拉开资产管理行业中公募基金投资顾问业务的大幕。

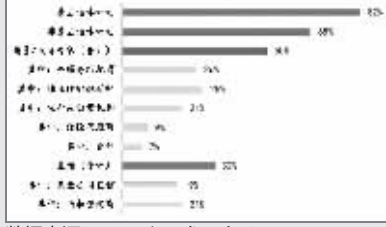
按照服务提供方式,投资顾问可以分为传统投顾及智能投顾。按照费用的收取方式则分为卖方投顾及买方投顾,卖方投顾模式是目前市场上的主流模式,投资者在购买基金的时候将费用交给基金公司,基金公司通过佣金等方式将销售费用付给渠道,在这种模式下投顾的工作与基金销售有着密切的关系;买方投顾模式下投顾向投资者收取费用,并直接为投资者提供投资顾问服务。本文通过研究美国投顾业务的发展,希望对境内投顾业务的展开提供借鉴。

图1:美国投顾行业发展历史



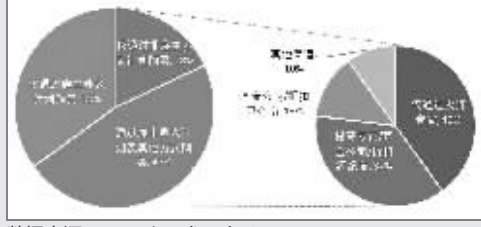
数据来源/SEC、ICI、国金证券研究所

图2:美国共同基金家庭投资者通过多种渠道购买基金(2019)



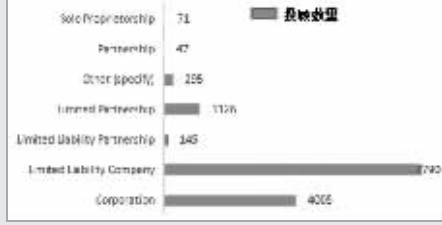
数据来源/ICI、国金证券研究所

图3:美国养老计划以外的家庭基金投资大多在投顾指导下进行(2019)



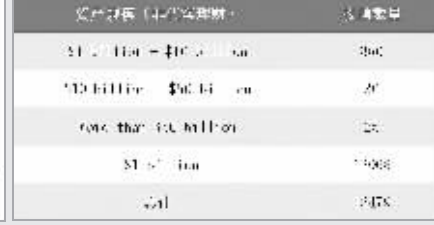
数据来源/ICI、国金证券研究所

图4:SEC注册投顾的组织形式(2020/1/2)



数据来源/SEC、国金证券研究所

图5:SEC注册投顾的注册资产规模(2020/1/2)



数据来源/SEC、国金证券研究所

项目会采取此类方式;三是会员费,一般是每年收取一定的费用;四是固定费用,一般是一次性服务,比如做投资规划时的收费;五是佣金模式,在产品销售或管理过程中抽取一定的佣金费用;六是业绩报酬模式,按相较于基准的超额收益计提。目前比较常用的是按资产规模比例计提、固定费用及业绩报酬这三种模式。一家投顾可以采取多种费用模式。

其中按管理规模的一定比例收费是美国投顾市场的主流模式,具体的费率会根据资产规模的不同而有所不同,规模越大,费率越低。从行业平均水平来看,目前大致的费率区间为0.5%-1.2%。

从服务内容看,SEC注册投顾提供的服务业务多种多样,包括金融规划、面向个人及小企业的资产组合管理、面向投资公司的资产组合管理、面向资产集合的资产组合管理、面向其他机构客户的资产组合管理、养老金咨询服务、投顾选择咨询服务、订阅服务、证券评级定价服务、市场营销服务、教育沙龙类培训服务及其他服务。其中以面向个人及各类机构客户的组合管理、金融规划、养老金咨询及投顾选择咨询为主。此外,大多投顾提供的服务内容不局限于某一类,而是多管齐下。

### 美国投顾行业相关政策

美国在投顾业务上的监管是滞后于业务发展的,投顾的产生到模式的改变,基本都是市场自发演化的结果,这也说明了投顾模式的改变是市场发展的趋势。

美国对于投顾业务的政策监管,在资质上没有硬性门槛,不论是企业还是个人,均可申请。监管部门对于投顾总体上有五大类要求:一是信托

责任,明确投顾和投资者是信托关系,投顾开展业务要从投资者的利益出发,避免和投资者的利益冲突,禁止利用投资者资产谋取不当收益;二是实质性禁令,SEC涉及此类的有很多细条款,基本上都是围绕一个核心,即反欺诈,在投顾的各个环节上禁止任何形式的欺诈行为;三是合同签署,合同的具体形式不限,但是需列明法律上明令禁止的内容;四是妥善保存业务开展的相关记录;五是要接受SEC的行政监督。

## 未来“人”与“算法”有机结合

### 美国投顾业务模式变化的原因

美国投顾业务经历了从卖方投顾到买方投顾的转变,正在经历着从传统投顾到智能投顾的转变,这些变化的背后有很多方面的原因。

卖方投顾到买方投顾的转变是在20世纪80年代开始的,其背景及原因有资产荒、维护投资者利益、引导长期投资、收益中枢下行、费率下行等等。

美国在20世纪80年代后,经历了无风险收益下行和通胀上行市场环境下的资产荒时期。80年代里根总统上台开始推动经济结构转型,期间美国经济增速稳定,重心加快向第三产业和消费转移。从资金端看,个人财富不断积累,投资的需求日渐增长;从资产端看,房地产的发展从黄金时代迈入白银时代,房价增幅放缓甚至下跌,基金和股票投资开始成为大家关注的新的投资选择。越来越多的人开始选择基金投资,投顾的需求也随之增多,在传统卖方模式下,投顾为了获得更高的佣金,更多是站在基金销售机构的角度引导投资者买基金,而非站在

投资者的角度去优选基金,投资者体验感不佳的弊端随着公募基金行业规模的增加而被放大。出于维护投资者利益,引导长期投资行为的考虑,卖方投顾开始向买方投顾转型。

在卖方投顾模式下,基金费用收取透明度较低,投资者对于哪部分钱付给渠道,哪部分钱付给投资管理,并没有很清晰的概念。随着收益中枢的下行,投资者对费用的在意程度也有所提高,买方投顾靠服务付费,由市场定价,但是传统的销售模式中,渠道掌握着定价权。投顾模式的改变一方面有利于提高费率的透明度,另一方面也可以在一定程度上降低费率水平。

传统投顾到智能投顾的转变,则是在千禧一代的成长、大数据的发展和被动投资盛行的大背景下产生的。

千禧一代伴随着互联网的发展成长起来。受成长过程中互联网理念的影响,千禧一代对传统投资顾问的接受度不高,他们更加偏好人工智能、云计算等前沿科技。此外,智能投顾的萌芽发展还有两个很重要的基础,即大数据的发展与被动产品线的丰富。大数据技术的发展是智能投顾的技术基础保障,在世界越来越复杂,数据越来越多的当下,数字化数据分析技术让人们可以更加高效地开发和支持更多更复杂的策略,实现大数据存储、批量处理及高速运算等功能。被动产品线的丰富为智能投顾提供了宽泛的投资标的,让投资模式更加清晰,更容易被投资者接受,此外还可以降低费率,优化税收结构,提高吸引力。

### 投顾模式变化具有多方面影响

在美国,投顾模式的变化对公募基金行业很多方面的变化起到了推动作用。

第一,基金公司的业务更加多元化。对于头部基金公司而言,买方投顾的模式为其开辟了新的业务。以Fidelity为例,截至2019年半年末,其服务的资产总规模为7.7万亿美元,而其真正管理的资产规模为2.9万亿美元,可以看到Fidelity投顾服务的规模已经高于自己实际管理资产的规模,投顾业务为其业务发展带来了可观的增量。

第二,推动了基金行业格局的分化。大而全的基金公司通过建设投顾平台,在资产管理行业的各个业务上形成闭环,巩固其绝对的巨头地位,如Vanguard、Fidelity、BlackRock。小而美的基金公司在特定风格的产品上精耕细作,也依托这些平台推动自身发展,长此以往,行业的格局分化将愈发明显。

第三,推动了被动型产品的发展。在买方投顾模式下,投资者被引导着进行长期投资,投顾进行组合构建的时候,对于底层的基金倾向于选择风格稳定的产品。被动型产品因长期收益表现优秀、费率低、风格稳定等优势,逐渐成为各投顾平台青睐的品种。受益于投顾队伍的壮大,被动的工具型的产品发展速度加快。

第四,推动基金整体费率的下降。从卖方投顾到买方投顾,收费模式的变化让投顾从依赖产品销售端的费用转变为市场化定价,投资者付出的整体费率中枢将下移。此外随着金融科技的加码,传统投顾到智能投顾的转变,规模效应下投顾的费用会进一步压降。

### 美国投顾未来发展方向

美国投顾未来发展方向,大概率是“人”与“算法”的有机结合,传统的人力投顾可以实现一对一专业个性化的服务但精力有限,将重点关注持有资产占80%的约20%的高净值客户;而智能投顾依托其低门槛、低费率、低成本的一对多自动化线上服务优势,可以覆盖剩余80%的长尾人群。

虽然智能投顾可以极大提高服务效率,但是在很多方面,人力依然有着不可取代的价值。很多时候客户需要的服务不仅仅包括投资建议,还有情绪疏导、服务关注,智能投顾无法完全取代传统投顾。

Vanguard曾经做过一个投资者调研,研究投资者更换投资顾问的原因,结论出乎意料,相较于组合的业绩,投资者更看重投顾服务的体验。有65%的客户认为让他们更换投顾的首要因素是投顾个人服务层面的一些问题,比如投顾忽视关系维护、无法理解自己的需求、无法联系到或者原来服务自己的人员被更换等等,而认为首要因素是投资组合表现的客户占比仅为39%。由此可见,“人”在投顾业务中的重要性。