

资管机构参与公募投顾业务的布局与思考

□国金证券金融产品研究中心

公募基金投顾业务开始试点

2019年10月,证监会下发《关于做好公募基金证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》,正式拉开公募基金投顾业务的大幕,易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富和中欧钱滚滚等5家机构申请试点并完成备案。2019年12月14日,证监会公布第二批基金投顾试点资格名单,腾安基金销售有限公司、珠海盈米基金销售有限公司、蚂蚁(杭州)基金销售有限公司位列其中。截至2019年2月,已有2家基金公司、3家基金公司销售子公司、3家第三方基金销售机构获得基金投顾试点资格。

目前已获得试点资格的机构,大多在陆续开展公募基金投顾业务,其中基金公司、基金公司销售子公司、第三方基金销售公司因其历史业务各有差异,其开展公募基金投顾业务也各有优劣。基金公司与其销售子公司的优势主要在于投资端的资产管理能力,以及对现有客户把握度,而产品线广度是其短板;第三方基金销售机构的优势是便于与全市场产品合作,可与其他大型机构合作,且部分依托大型互联网公司的股东方背景,有一定的潜在客户来源,而资产管理能力以及客户服务为短板。

公募基金投顾模式及其影响

公募基金投资顾问试点实际上是将市场上现有的以基金销售为导向的卖方投顾模式引导至以投资者利益为核心的买方投顾模式。买方投顾模式对市场的影响主要有两大点:一是有望逐步改变现有基金销售格局,二是有望逐步改变基金现有收费模式,三是改善投资者的投资体验。

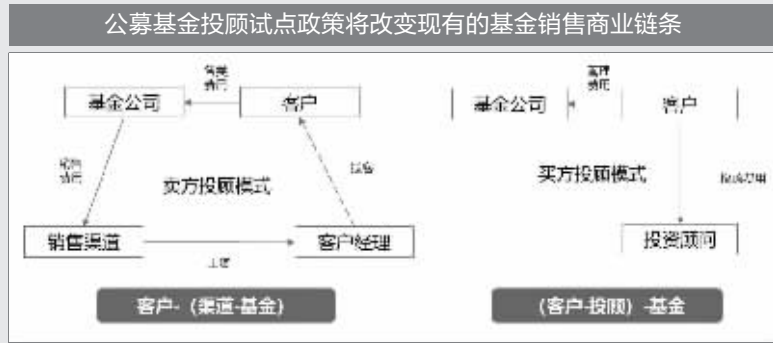
公募基金投资顾问试点对市场最大的影响在于买方投顾模式将改变基金销售商业链条的利益分配机制,在市场上现在的基金公司与销售渠道利益绑定,向投资者销售基金的商业链条中拉开了口子,买方投顾模式下该链条将会转变为投资顾问与客户绑定,为客户挑选优质合适的基金产品。基金市场的格局有望逐步从过往以“产品(销售)”为中心的模式向“以客户(体验)”为中心的模式转变,基金公司与投资顾问将共同促进客户实施长期投资、理性(合理)投资。

在买方投顾模式下,客户投资基金的综合成本预期将有所下降,投顾机构与客户利益(资产增值)绑定更直接,投顾费用与资产规模挂钩,资产增值是投顾和客户共同的目标。这将引发新一轮基金销售机构间分化,优秀的销售机构对客户(资金)掌控度再提升。此外,销售机构的基金代销收入结构有望逐步发生变化,从“前端申购赎回费(甚至占主导)+后端规模保有相关费用”的收费模式向“后端规模保有下的投资顾问费用为主”的收费模式转变。

具体看基金相关费用。在传统的认申购费、赎回费、管理费、托管费方面,认申购费预期将逐步下降,基民持有基金的周期将加长,基金的换手率将下降;赎回费方面,计入基金资产外的部分预计逐步下降;管理费方面,考虑到尾随管理费下降,管理费也会有一定程度的降低;对托管费的影响不大。在这之外多出来的部分是投资顾问费,虽然试点通知的上限是5%/年,但是从目前试点机构给出的费率来看,与国际成熟市场费率水平类似,大致和基金管理费水平相当,预计阶段性的核心区间在0.8%-1.5%/年,智能投顾组合考虑到有规模效应,费率会更低一些。

公募基金发展20年来,业绩表现尤其是偏股型基金业绩曾遭遇客户诟病,原因之一是持有人频繁通过主观择时进行申赎,叠加传统销售模式更在意基金换手而非保有,导致众多投资者并未在此类基金投资上获得满意的回报。但如果看过去15年股票型基金总指数(等权)的回报率,却接近600%,大幅跑赢主要股指。基金的投资回报与投资者的投资体验存在较大反差,投资者的择时选择效果欠佳,市场的确需要专业投顾的长期投资引导。在买方投顾模式下,投顾的收益高低取决于客户资产保有量的大小及客户对其服务的满意度,投顾方有动力引导客户优选基金进行长期投资。因此,从长期看,公募基金投顾业务试点的推行,有利于改善客户的基金投资体验。

投顾在国内并不是个新兴概念。早期与美国一样,国内投顾在股票投资中兴起,1997年国务院证券委颁布《证券、期货投资咨询管理暂行办法》,正式对投资咨询进行监管。在公募基金层面,目前基金顾问式服务可以分为三块:一是早期伴随基金销售形成的传统渠道人员,如银行理财经理;二是随着互联网发展开始受到投资者关注的民间高手“大V组合”、科技赋能的“智能投顾”等模式;三是近期开始实行的公募基金投顾试点下获批的基金公司、基金公司销售子公司及第三方销售机构,前两种模式为卖方投顾模式,第三种为买方投顾模式(如无特殊说明,下文分析中的基金投顾业务均代指证监会试点下的买方投顾模式)。



不同投顾模式下基金各项费率的变化	
卖方投顾模式	买方投顾模式
1%-1.5% 申购费 费率1-6折	基金申购赎回费: 费率1-6折
基金公司0.4-0.5%	计入基金资产外的费用逐步下降
1.5%/年	费率一定比例下降 并随资产规模下降
申购费及赎回费	费率下降
先	费率下降0.8%-1.5%/年



来源/Wind、中国证券投资基金业协会、国金证券研究所

公募基金投顾业务的可行性及难点

目前时点开启公募基金投顾业务,是基于我国基金市场已经具备了投顾业务的一定市场基础。

第一,投顾业务具备群体基础。我国公募基金市场经过20余年的发展,具备足够的客户基础。截至2019年年中,我国公募基金持有人户数合计13.2亿户,剔除余额宝货币基金后为7亿户,剔除全部货币市场基金和中短债基金亦有1.6亿户,基金行业已经实实在在拥有上亿级别的客户基础。而截至2019年年末,全市场基金数量已达6084只,其中股基数量为1910只,普通投资者要从繁多的基金中选出匹配自己风险特征的产品存在较大难度,因此投顾服务在基金行业有着很大的客户群基础。

第二,从海外经验看,买方投顾对投资者与基金公司而言是双赢。对于投资者,一方面可以

满足其对专业性指导的需求,另一方面可以让其享受更低的费用,获取长期投资的收益。对于基金公司,一是可以降低对银行渠道的依赖性,二是可以让基金公司有更多元的业务拓展方向。

第三,基金投顾在市场早有萌芽,只不过早期收费模式是卖方投顾。基金卖方投顾的布局在几年前已有萌芽,早期的萌芽并未在收费模式上及代客理财上有实质性突破。2016年9月,天天基金网上申购费全面1折,这是对传统基金代销收费模式的一种挑战,虽然客户的转变非一朝一夕之功,但破局者已然出现。此外,传统的银行渠道也没有靠传统的代销坐吃山空,基金代销巨头招商银行在2016年就推出了旗下的智能投顾平台——摩羯智投,开始基金卖方投顾业务的布局。

第四,个人养老投资的建设或与基金投顾业务发展相辅相成。证监会近年来政策频出,推动我国公募基金市场发展。从2017年的FOF,到

2018年的养老,再到2019年的基金投顾,整体来看,监管有一个引导长期投资及搭建个人资管养老体系的大框架,这是未来资管市场的发展方向。此外,参考美国投顾的发展经验,其发展的黄金时间段正是美国退休计划的革命阶段。

虽然公募基金开展买方投顾业务已有市场基础,但在推行及发展过程中也有一系列难点需要突破。

第一,投资者对于提供投顾服务的机构的信用度需要培育。过往投资者不佳的投资体验需要时间去改善。而且投顾服务从历史的免费到付费,也需要一定的时间去培育投资者对专业度的认可。

第二,机构之间的竞争与合作模式需要磨合。在买方投顾模式下,机构与机构之间相较于竞争,合作也越发重要。境内公募基金市场中基金公司梯队格局还未完全定型,竞争激烈。在当前的行业格局下,基金公司代销、投资其他公司产品的全新模式需要时间磨合。

资管机构参与投顾业务的三种方式

公募基金投顾业务具有广阔的发展前景。2020年2月证监会副主席阎庆民表示,未来加快资本市场深化改革需要抓好五个方面的工作,其中一个方面是“积极拓展中长期资金来源,进一步提升权益类的基金占比,扩大公募基金投顾业务的试点,鼓励和支持社保、保险、养老金等中长期资金入市,推进个税递延养老账户投资公募基金政策落地”,可见监管层对公募基金投顾业务发展的重视。

资管机构参与公募基金投顾业务主要有三种方式:一是申请投顾牌照,自建投顾平台;二是待投顾市场发展有一定阶段后,并购市场上成熟的投顾平台;三是借力投顾平台,通过丰富产品线,创新产品份额,参与投资业务,推动自身发展。

对于有意愿且有能力构建投顾平台的资管机构,建议申请投顾牌照资格。对于此类资管机构,前期需完善配套系统,建立健全相应的制度,配备专业的人员团队以及拓宽服务的范围。资管机构往往在投资端有较强的实力,所以需要重点强调拓宽服务范围,这就涉及FOF与投顾的区别。

对于有意愿参与投顾业务,但当前未满足相应的申请资质要求,或想在成熟阶段再介入投顾市场的资管机构,可以待市场发展到合适阶段时,选择并购或者战略合作的方式参与投顾业务,如美国BlackRock在2016年收购了Future Advisor,为自己的资管版图补充了智能投顾平台。再比如Vanguard,通过与蚂蚁金服成立的合资公司参与中国公募基金投顾市场。

对于暂无意愿构建投顾平台,但也认为投顾业务大有未来的资管机构,也可以积极参与投资顾问业务,借助市场上投顾平台的力量,推动自身的发展。对于此类机构,有三个方向可以考虑:

第一是丰富工具化产品布局。工具化产品既包括指数、ETF此类被动产品,也包括风格稳定明晰的主动管理产品。投顾平台组合构建会进一步带动被动化产品的发展,此时加大工具化产品布局,可以很好地借力投顾平台。

第二是布局养老产品线,参与个人养老金体系建设。随着我国人口老龄化进程的加快,养老是亟待解决的民生问题,第三支柱个人养老体系的建设也在紧锣密鼓的进行中,资管机构要积极参与进来。从美国投顾业务发展的经验可见,个人养老体系的搭建与投顾业务的发展是相辅相成的过程,投顾平台是推动资管机构养老类产品发展的重要窗口。

第三是渐次对现有产品进行费率优惠,或创新产品份额以更好地契合投顾平台的业务发展。在美国,当卖方投顾模式向买方投顾模式转变之际,市场上出现了大量的免佣份额,这一类份额一般不收取申购费,将过往给销售渠道的费用部分免除或降低,为投顾费用的收取提供空间。这类份额的诞生让投资者更能接受投顾付费模式,推动了投顾业务的发展,而投顾业务的发展反过来也让免佣份额受到市场追捧,两者也是相辅相成的关系。我国目前公募基金投顾业务处于起步阶段,设立免佣基金份额既能推动投顾成长,同时也让资管机构有进一步的发展空间。