

国际投行财富管理发展模式比较及其启示

中银证券课题组

(中银国际证券股份有限公司，上海 200120)

摘要：本文分析了摩根士丹利、瑞银、摩根大通、高盛等国际投行财富管理业务发展的模式及实践。研究发现，国际投行财富管理成功经验在于，以客户为中心，打造平台化、配置化、差异化的产品能力，培育优异的客户服务能力和全谱系客户触达能力，最大限度发挥组织协同能力，以及科技赋能等。借鉴国际投行实践经验，国内券商财富管理业务应坚持以客户为中心、培育买方文化，打造“平台化+配置化+差异化”的产品体系，践行“全员投顾化、投顾专业化、赋能一体化”，以“组织协同”和“数字化”赋能财富管理全流程。针对国内券商财富管理转型，本文提出政策监管、行业创新、产品服务等方面政策建议。

关键词：国际投行；财富管理；证券公司；投顾业务；数字化转型；差异化策略

Abstract: This paper deeply studies the wealth management practices of international investment banks such as Morgan Stanley, UBS, JPMorgan Chase, and Goldman Sachs. The results show that the successful experience of wealth management of international investment banks, that is, putting the customer as the center, creating platform-based, configured, and differentiated product capabilities, cultivating excellent customer service capabilities and full-spectrum customer reach capabilities, maximizing organizational synergy, and empowering through technology. Drawing on the practice of international investment banks, the wealth management business of domestic securities companies should be customer-centric, cultivate buyer culture, create a product system of “platform+configuration+differentiation”, practice professional investment consulting with extensive participation and empowerment integration, and use “organizational collaboration” and “digitalization” to empower the whole process of wealth management. In view of the transformation of wealth management of domestic securities companies, this paper puts forward policy suggestions in three aspects: macro supervision, industry innovation, and product services.

Key words: international investment bank, wealth management, securities firm, investment consulting, digital transformation, differentiation strategy

课题负责人：金坚，中银证券战略规划部总经理。课题组成员：齐瑞娟、卢奕、李锦儿、张榆、胡亦辰、蒋谷雨，均任职于中银证券战略规划部。

中图分类号：F830.91 **文献标识码：**A

一、国际投行财富管理业务的实践

2008年次贷危机以来，随着监管制度的密集调整和市场需求的逐步变化，国际投行普遍开始压缩传统的“重资产”业务，转而重点发展“轻型化”业务。在从“重”到“轻”的转型过程中，各家无不以财富管理作为战略性业务。全球前十大投行和前十大财富管理机构的榜单高度重合，摩根士丹利、瑞银、摩根大通、高盛等公司既是全球

前十大投行，也是全球前十大财富管理机构之一。

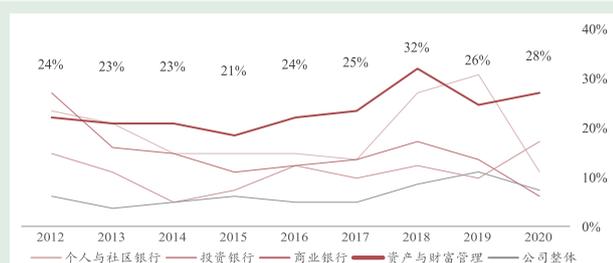
(一)国际投行轻型化转型，财富管理成为一致选项

国际投行将财富管理作为业务轻型化转型的共同方向，主要原因是其发展空间广阔、财务价值突出、协同价值较大。

一是财富管理市场体量巨大，发展空间大。以美国为例，财富管理行业自上世纪70年代以来快速发展，私人财富增长、金融监管放松、金融工具创新、资本市场长

期表现良好和养老金入市等是主要驱动因素。据BCG咨询《2021年全球财富报告》预测，2020—2025年北美居民金融资产的复合增长率约为4.1%，到2025年，北美居民金融资产规模将达到135.3万亿美元。¹

二是财富管理业务具有轻资产、高盈利、低波动的财务优势，是国际投行经营业绩的重要稳定器、平滑器和贡献者。(1)轻资产。2018—2020年，国际投行财富管理业务的资产占比与收入占比的“剪刀差”，在各业务条线中居首位。例如摩根大通的财富管理板块资产占总资产的比例为6%，但贡献年均约12%的营收；摩根士丹利这一比例分别是26%和42%；瑞银分别是32%和55%。(2)高盈利。2012—2020年，摩根大通、摩根士丹利财富管理业务的ROE在大多数年份位列第一，且高于公司整体ROE(见图1和图2)。(3)低波动。2012—2020年，摩根大



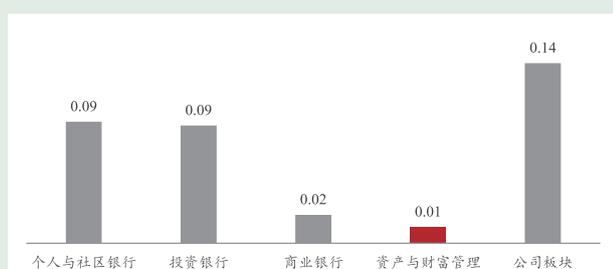
资料来源：摩根大通 2012—2020年报，中银证券课题组整理。

图1 2012—2020年摩根大通各业务及公司整体ROE



资料来源：摩根士丹利 2012—2020年报，中银证券课题组整理。

图2 2012—2020年摩根士丹利各业务及公司整体ROE



资料来源：摩根大通 2012—2020年报，中银证券课题组整理。

图3 2012—2020年摩根大通各业务板块利润贡献标准差

通的财富管理业务对集团整体净利润贡献的标准差，在各业务条线中最低(见图3)。

三是财富管理业务“线长”“面广”，涵盖投行、资管、交易、信用、咨询等多个领域，能够最大化拓展公司价值链。(1)财富管理可协同资管做多产品类别、做大产品规模、开展产品创新、提供定制服务。例如，摩根士丹利财富管理条线收入中，来自资产管理条线的收入贡献了72%。(2)财富管理可以协同投行创设底层资产、服务董监高及员工持股计划。例如，瑞银财富管理全球家族办公室75%的收入来自于其投行产品。(3)财富管理与其他业务联动带来大量交叉销售业务。例如，2014—2018年摩根士丹利财富管理部门约110亿美元的新增客户资产来自机构证券部门推荐，占财富管理部门年均净流入客户资产的14%，财富管理部门也为机构证券部门提供额外分销渠道。

(二)国际投行财富管理业务发展的典型案例

2008年次贷危机后，国际投行纷纷立足自身优势，发展各具特色的财富管理业务，激烈的市场竞争催生财富管理行业的大变局。

1. 摩根士丹利：最早重视财富管理的华尔街投行

摩根士丹利是2008年次贷危机后转型财富管理最早、也是财富管理发展最好的海外投行之一，其财富管理市场份额已跻身全球财富管理机构TOP1。根据BCG全球财富报告和Scorpio Partnership全球私人银行基准报告，2019年摩根士丹利财富管理AUM(规模)在全球个人财富中占比1.19%，超过瑞银成为全球市场份额第一的财富管理机构。

外部并购、内部聚焦、精细化的客户分层服务体系及内部高效协同，是摩根士丹利财富管理业务的制胜关键。(1)成功整合花旗零售经纪部门。次贷危机期间，摩根士丹利果断地抓住了花旗集团迫于资金压力出让其财富管理业务的机遇，快速整合花旗财富管理并进行多次外部收购，高效打造摩根士丹利财富管理品牌；(2)内部战略重新定位。2011年，摩根士丹利战略重新定位，聚焦“投行-资产管理-财富管理”领域，战略性放弃信用卡业务、数据服务子公司MSCI、零售资产管理业务等；(3)精细化的客户分层服务体系。针对大众富裕客户的财富管理业务，通过智能投顾平台Access Investing来实现；

针对资产规模较小的高净值客户(100万美元左右)采用虚拟投顾与专属投顾相结合的方式;针对1000万美元以上的超高净值客户,使用纯人工的专属投顾服务,辅之以科技工具给予客户更多的沟通方式选择;(4)高效协同。摩根士丹利内部板块通过制度安排有效实现了业务协同,形成资产捕捉、产品设计、推荐客户等关键联动链条。

2.瑞银:全球唯一以财富管理为核心板块的国际大行

2020年,瑞银财富管理业务仅占用集团33%的资产,贡献了集团53%的营收和49%的税前利润(见图4)。受益于瑞士作为财富管理业务源地的地缘背景,以及瑞银前身两家银行强财富管理的资源禀赋,瑞银成立之初便十分重视财富管理业务的发展。2008年次贷危机期间,276亿瑞士法郎的巨额亏损使瑞银开始对自身商业模式进行反思,并于2011年确立其“以全球财富管理和瑞士商业银行为核心,辅之以资产管理和投资银行”的新战略定位。

一是聚焦高净值、超高净值等财富快速增长客户群体。根据不同地区特征,差异化客户划分标准。二是强调业务部门之间的协同合作,并将这种工作方式命名为“一个公司”。围绕财富管理,公司充分调动资管、投行、商业银行的业务能力,优化组织架构和服务流程。三是2014年后更加重视业务效率的提高。通过整合业务、集中共享中后台功能、裁撤重复功能来降低成本。

3.摩根大通:立足私人银行、综合金融业务协同的财富管理业务

摩根大通是全球管理资产规模最大的综合型银行。财富管理业务是摩根大通的重要收入来源,近年来摩根大通非息收入占总收入比重约为50%,非息收入中资产管理收入占比约30%(见图5)。

摩根大通财富管理业务的最大特色在于立足私人银行(简称私行),拥有强大的客户基础和丰富的资金来源。



资料来源:瑞银2016—2020年报,中银证券课题组整理。

图4 瑞银各业务收入占比

(1)私行业务客户贡献了财富管理板块最主要的收入,2019年占比55%,远高于零售客户的24%和机构客户的21%;(2)摩根大通超高净值客户资产占总客户资产比例达到80%以上,远高于其他大行;(3)私行业务AUM成为整体财富管理AUM增长的驱动器。2014—2020年私行业务AUM同比增速位居各类型客户AUM增速之首,私行客户AUM增速61%,机构客户和零售客户AUM增速约为50%。

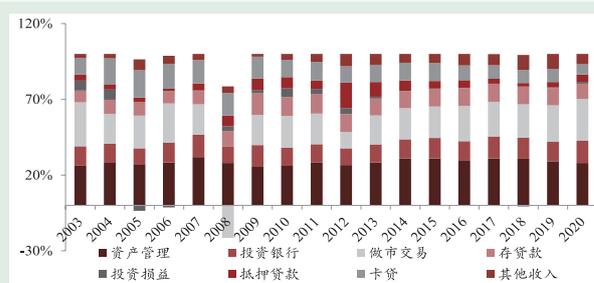
相比其他非银行机构,摩根大通财富管理的另一优势是综合金融服务集团的业务协同能力。作为综合性银行集团,摩根大通围绕财富管理客户需求,提供包括信贷、投融资、财富管理、咨询顾问、财富传承、税务优化等多样化的综合化金融解决方案。

4.高盛:加码零售,财富管理业务历久弥新

高盛长期以机构客户和超高净值客户为主要服务对象,业务重资产化、客户机构化、运作国际化是其主要特征。2016年高盛进军零售市场,并布局金融科技,开启数字化财富管理转型,通过自建系统与战略合作弥补零售网点的缺失。

2019年四季度,高盛调整业务板块,开始重视财富管理业务。调整完成后,高盛设有投资银行、全球市场、资产管理、消费者与财富管理等业务板块。其中,消费者和财富管理板块向各层级的客户提供定制化服务。2020年,高盛推出Marcus Invest智能投顾平台,进军大众财富管理,获取长尾用户。Marcus Invest的投资门槛仅为1000美元。与其他华尔街巨头相比,Marcus Invest的主要优势在于,把曾经服务高端用户的投资模型和策略团队用于数字化服务中。

高盛的科技投入领先于同业,金融科技将助力财富管理业务新发展。2016年高盛在年报中首次提及“科技”是一个中心点。高盛始终强调自己不仅是一家金融



资料来源:摩根大通2003—2020年报,中银证券课题组整理。

图5 摩根大通非息收入分类占比

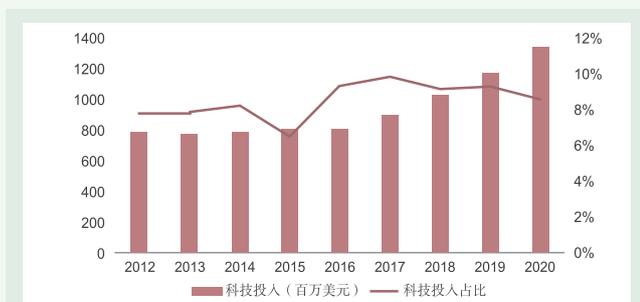
公司，也是一家科技公司，其定期举办的“高盛技术与互联网大会”以及定期发布的一系列重磅研究成果，都会呈现高盛对科技前沿的独特理解和洞见。2019年高盛科技投入占比接近10%，高于同期摩根士丹利和花旗集团的9.5%、摩根大通的8.5%(见图6)。高盛有超过四分之一的科技岗位员工，其工程师数量也超过Facebook等科技公司，人员结构向科技领域倾斜明显。

(三)国际投行财富管理业务的成功要诀

摩根士丹利、瑞银、摩根大通、高盛等国际投行财富管理业务的成功经验可归纳为“1+3+2”，即“一个核心”(以客户为中心)，“三大能力”(打造平台化、配置化、差异化的产品能力，培育优异的客户服务能力和全谱系的客户触达能力)和“两大保障”(最大限度发挥组织协同和科技赋能)。

以客户为中心。客户是财富管理业务的根本与核心，满足其需求是发展财富管理业务的出发点和落脚点。国际投行财富管理业务与国内券商财富管理业务最大的不同在于，其模式是“买方模式”。“买方模式”主要特征，一是以客户AUM为中心，永远与客户利益保持一致；二是通过精细化的客户分层服务体系“量体裁衣”，最优化服务能力，提升客户体验，增强客户黏性。

三大能力分别是产品力、服务力和渠道力。第一，国际投行财富管理都形成了“平台化”“配置化”“差异化”的产品能力。“平台化”，打造财富管理开放式货架和一揽子服务，提供综合解决方案；“配置化”，从单一产品转向产品组合，形成产品遴选、资产配置、量身定制的配置能力；“差异化”，培育差异化的财富管理产品，打造在细分产品领域的特色优势。第二，优异的客户服务能力是重要法宝，一流的投顾服务和投顾队伍是客户服务能力最重要的抓手。国际投行财富管理已经从销售驱动转



资料来源：高盛2012—2020年报，中银证券课题组整理。

图6 高盛集团科技投入占比

向全流程服务驱动，通过优质的“多对一”“顾问化”服务，全面满足客户一揽子的财富管理需求，通过“高举高打”和“最优激励”建立起一支高水准的投顾队伍。第三，国际投行财富管理具备全谱系的客户触达能力。早年国际投行财富管理触达客户的能力主要依赖投顾队伍本身，2008年次贷危机后，国际投行财富管理加快开拓新的获客渠道、特别是大力开拓零售渠道，最大化各渠道下的客户资产管理规模，包括自建平台、收购线上机构、线下服务下沉等多种举措。

国际投行财富管理能够最大化价值创造，离不开卓有成效的组织协同。一是贯彻“一个公司”模式，统筹协调资管、投行、商业银行等集团内部能力，最大化财富管理价值创造；“一个公司”模式还体现成本控制上，能够通过各业务条线共享基础架构和中后台服务，消除冗余组织功能。二是从上层建筑层面变革助力“一个公司”模式有效落实，包括采用矩阵式架构、设立专门协同部门、增加协同考核指标以及减少细分部门单独考核指标等。

科技赋能是财富管理业务的秘密武器。近年来国际投行对数字化转型和金融科技创新的投入占营业收入比重高达9.5%，技术人才比例高达30%。财富管理的数字化转型，对于既有业务，可以升级优化投顾服务能力、优化客户服务体验、赋能投资管理和投研能力、提升经营效率并有效降低成本；对于增量业务，可以助力机构有效营销获客，是提升市场份额的重要手段。目前，国际投行纷纷以自建、收购等方式，加快财富管理业务的数字化转型。

此外，国际投行财富管理业务发展较好，与资本市场成熟程度、养老金大规模入市、监管体系与税优政策密不可分。美国资本市场的机构化、产品化与“长期牛市”，与国际投行财富管理业务的繁荣发展相得益彰；发端于1974年的《雇员退休收入保障法案》和1978年的401(K)税优条款，催生了美国养老金大规模扩张并入市，这极大促进了美国共同基金的发展，带来了资本市场“长牛”，可观的资本市场回报又吸引更多的资金入市，从而形成可持续、长周期的资本市场正向循环体系，为美国财富管理行业的发展打下重要基础。

二、国内券商财富管理转型的进展和问题

我国正迎来与美国上世纪七八十年代极为相似的财富

管理历史性发展机遇，银行、券商、第三方机构、保险、信托等各类机构纷纷参与进来。券商作为财富管理市场的“新晋选手”，具有鲜明、确定的差异化竞争力。

(一)国内财富管理业务发展空间巨大

我国财富管理行业虽起步较晚，但发展极其迅速。根据麦肯锡《中国金融业CEO季刊》，截至2020年底，中国个人金融资产已达205万亿元人民币，创历史新高。以个人金融资产计算，中国已成为全球第二大财富管理市场、第二大在岸私人银行市场。

第一，宏观经济和居民财富的增长是财富管理发展的源动力。据艾瑞咨询预测，2025年我国个人可投资资产总规模将达287万亿元，年增速在10%左右。²据Oliver Wyman估算，中国在2019—2024年间高净值人口增长率预计为10%，这显然远高于整体人口增速。

第二，资本市场发展和金融供给侧结构性改革为财富管理提供广阔空间。随着经济转向高质量发展和市场化程度不断加深，提高直接融资比例已成为当务之急。截至2021年6月末，各类基金持有股票市值达到9.43万亿元，占A股总市值的11.2%；持有债券市值15.32万亿元，占债券市场余额的12.6%；公募基金积极参与科创板、创业板企业首发投资，占IPO募集股本的27%；私募股权创投基金近三年对未上市未挂牌企业股权投资本金新增2.88万亿元，相当于同期新增社会融资规模的3.1%。³因此，充分发挥资本市场枢纽作用，实现财富管理与直接融资有效对接具有重要意义。

第三，我国居民财富转向金融资产配置的拐点正在显现。一是房地产红利逐渐消退，居民财富从房地产逐步向金融资产转移；二是资管新规正本清源，财富管理行业加速回归本源，引导居民财富向金融产品、特别是

净值化产品转移。根据央行《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，我国家庭金融资产占总资产的比重为20.4%⁴(见图7)，远低于发达经济体(德国42%、英国54%、日本63%、美国71%)⁵；我国居民股票和基金占金融资产的比重仅9.9%(见图8)，明显低于日本的13%，更低于2018年底美国的32%，提升空间巨大。

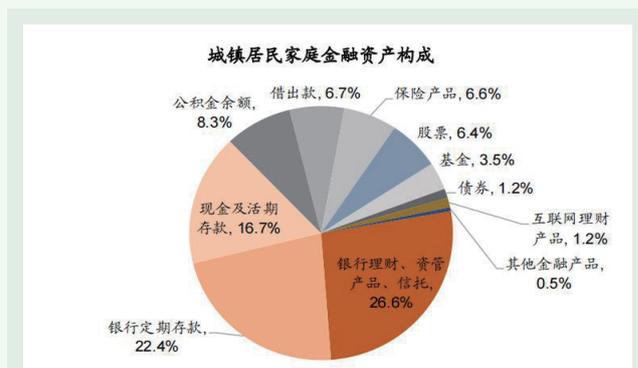
第四，财富管理业务符合国家战略，有助于共同富裕。中国证监会主席易会满多次强调，我国基金业已成为服务实体经济和居民财富管理的重要力量。近年来公募行业快速发展，通过扩大大众理财服务范围进一步体现了普惠金融价值。截至2021年6月末，公募基金有效账户数达到11.85亿个，近5年年均增长45%，累计向投资者分红3.3万亿元，累计为各类养老金创造投资收益近万亿元。⁶

(二)国内财富管理行业生态与未来竞争格局

1.国内财富管理机构：跑马圈地进行时

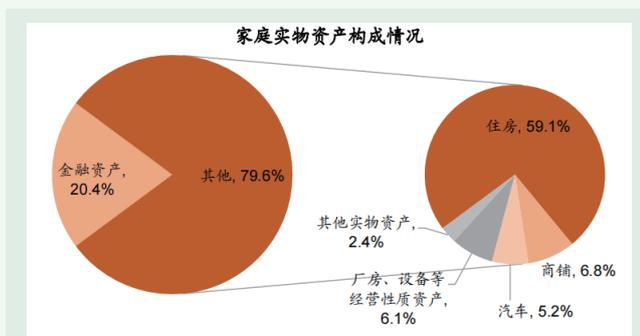
国内财富管理市场正迎来“天时”“地利”“人和”的最好发展机遇。目前银行在国内财富管理行业中占据主导地位，第三方机构和券商是追赶者(表1)。

从竞争格局看，银行和第三方机构集中度更高，券



资料来源：《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中金公司研报。

图8 中国城镇居民家庭金融资产构成情况



资料来源：《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中金公司研报。

图7 中国城镇居民家庭资产构成情况

表1 三类财富管理机构对应不同能力评价

| 项目 | | 银行 | 券商 | 第三方机构 |
|-----------|---------|-------|------|-------|
| 渠道力 | 线下获客 | ☆☆☆☆☆ | ☆☆☆ | ☆ |
| | 线上获客 | ☆☆☆ | ☆ | ☆☆☆☆☆ |
| 产品力 | 产品供应 | ☆☆☆☆ | ☆☆ | ☆☆☆ |
| | 产品创设 | ☆☆☆ | ☆☆☆☆ | ☆ |
| | 产品配置 | ☆☆☆☆ | ☆☆☆ | ☆ |
| 服务力 | 投顾服务能力 | ☆☆☆☆ | ☆☆☆ | ☆ |
| | 数字化服务能力 | ☆☆ | ☆ | ☆☆☆☆ |
| | 投研支持能力 | ☆☆☆ | ☆☆☆☆ | ☆ |
| 三大核心能力总得分 | | 28 | 21 | 17 |

资料来源：中银证券课题组整理。

商竞争格局分散,根据基金业协会数据,在非货币基金保有量前十大机构的集中度中券商最低(第三方机构(96%)>银行(84%)>券商(60%)),“股票+混合基金”保有量前十大机构集中度券商同样最低(第三方机构(97%)>银行(86%)>券商(61%))。

从竞争态势看,银行占据主导地位,券商和第三方机构正在迅速崛起。前100家代销机构“股票+混合基金”和非货币基金的保有规模市占率,银行均遥遥领先于第三方机构和券商(分别为61%、23%、16%;58%、27%和15%)。同时,银行保有份额从2015年的25.22%缓慢下降至2019年的23.59%,第三方机构的保有份额从2015年的2.14%提升至2019年的11.03%,券商2015年至2017年保有份额下滑了3.96%,但2018年起连续两年上涨(见图9)。

2. 前瞻: 各类财富管理机构竞争格局

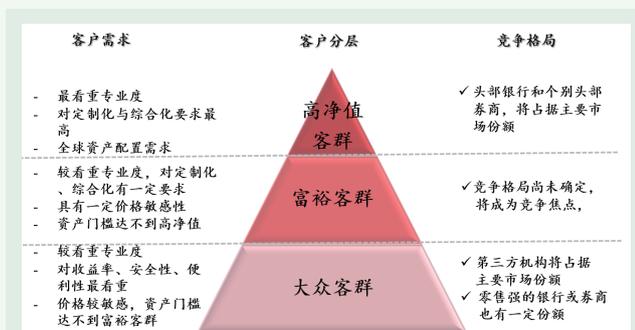
财富管理的核心是以客户为中心,具有不同财富管理需求的客群将会选择在“细分市场”具备优势禀赋的财富管理机构。通过分析银行、第三方机构和券商的资源禀赋和竞争优势,以及财富管理各层客群的不同需求,本文提出未来财富管理市场将形成如下竞争格局(见图10)。

对于大众客群(可投资资产在50万元以下),第三方



数据来源:基金业协会,中银证券课题组整理。

图9 各渠道公募基金销售保有规模占比



资料来源:中银证券课题组整理。

图10 从财富管理各层级客群的不同需求,看未来各财富管理机构竞争格局

机构将占据财富管理市场的主要份额。大众客群最看重财富管理机构的收益率、安全性以及买卖便利性,对专业性也有一定要求,需求更为标准化,对价格敏感度较高。具有最广泛客户触达能力、明显性价比、便利性、客户体验优势的第三方机构,将占据大众客群财富管理市场的主要份额,比如蚂蚁基金(支付宝)、天天基金、腾安基金(微信理财通)。零售业务具备竞争力的部分银行及券商,比如招商银行、平安银行、华泰证券,在大众财富管理市场也将拥有一席之地。

对于高净值及超高净值客户(可投资资产在600万元及以上),头部银行及个别头部券商将占据主要市场份额。高净值和超高净值客群最看重财富管理机构的专业性和品牌口碑,这部分客群财富配置需求的综合化、多元化和定制化程度明显加深,除个人财富管理需求外,还会延伸到家庭、企业需求,涵盖金融及非金融领域。只有头部银行和个别头部券商,才具备服务高净值及以上客群需求的能力。根据招行《2021年中国私人财富报告》,在高净值客群选择财富管理机构时,选择中资银行的比例高达88%,选择券商的比例为4%,选择第三方机构的占比3%。

对于富裕客群(可投资资产在50万元至600万元),竞争格局尚未确定,这将成为未来三类机构竞争的“主战场”,预计银行、券商、第三方机构有望“三分天下”,这也将是券商最有可能胜出的细分财富管理市场。富裕客户既看重财富管理机构的专业性、品牌口碑,财富配置需求具有一定的综合化、多元化和定制化需求,也具有一定的价格敏感性。若专业、品牌、服务俱佳的财富管理机构能够降低费率(降低门槛),为富裕客户提供“类高净值客户”的客户体验和性价比服务,将有望在富裕客群的财富管理市场胜出。随着资产量增加,财富管理客户将对高收益产品的配置需求不断提升,而券商在权益产品、高风险产品、复杂产品方面具备竞争优势,有望形成竞争优势。

此外,如有机构能够通过差异化服务,打造针对“特色客群”的专业优势,或也可占据一席之地。财富管理市场机会众多,海外机构已经开始关注到更细分领域的客群需求,例如麦肯锡指出,女性客群执掌家庭财政权约占三成,共超过10万亿美元⁷;波士顿咨询公司(BCG)提出富裕退休客群,到2050年,全球65岁及以上人

群将达到15亿，几乎每6个人就有1人已退休，可投资金融资产达29.3万亿美元。⁸X世代(20世纪60年代中期至70年代末的一代人)、千禧一代(出生于20世纪时未成年，2000年后达到成年的一代人)等也逐渐成为国内财富管理机构希望争夺的对象。

(三)券商依托资本市场积极发展财富管理业务

近年来，券商财富管理逐渐起步并取得了一定进展，正处于不断转型的阶段。

一是通过代销驱动，券商财富管理转型初见成效。券商代销收入爆发式增长，代销收入占经纪业务收入比重显现提升(见图11)。2020年，行业实现代销金融产品收入134亿元，5年时间增长了185%，而同期行业净利润仅增长不到28%。行业代销金融产品收入占经纪业务收入的比重，从2016年的4%提升到2021年中期的15%，部分财富管理转型较快的券商，这一比重已接近甚至超过了20%。

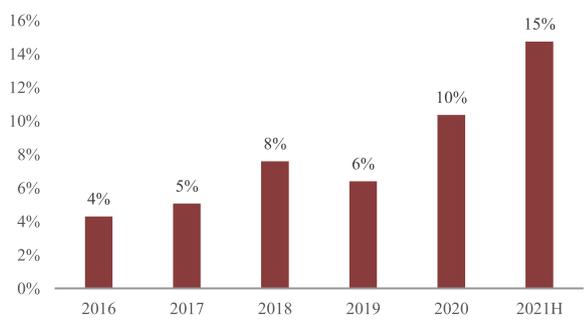
二是多措并举，提升券商服务客户的能力。近年来，行业通过调整组织架构、丰富产品体系、提升产品创设能力、升级服务模式、打造专业投顾队伍等方式，不断优化财富管理客户服务体系，改善客户服务质量，有效推动了传统经纪业务向财富管理转型。

三是政策红利持续出台，为转型带来新契机，包括基金投顾业务的推出、账户体系的优化等。

(四)国内券商财富管理转型遇到的问题

1.市场：券商财富管理缺乏市场品牌和客户认可

第一，银行占据国内财富管理市场主流地位，券商财富管理缺乏客户认同感。由于在客群、渠道、品牌、综合服务上的优势，商业银行一直以来占据财富管理市场的核心主流地位。客户更倾向于将券商作为股票交易的主渠道，而非财富管理、理财服务的主渠道。券商财



资料来源：证券业协会数据，中银证券课题组整理。

图11 代销金融产品收入占证券经纪业务收入比重变化

富管理的品牌与客户认同感，仍有很大的提升空间。

第二，国内A股市场缺乏财富效应，影响客户对券商持续服务的信心。一是国内A股由于散户占比高、投机性较强等原因，呈现“牛短熊长”、暴涨暴跌的特征，影响了客户对券商服务绩效的评价；二是基民也面临“基金赚钱但基民不赚钱”的困境，基民与券商客户重叠度较高，同样影响到了券商客户对服务的评价。

2.政策：监管政策影响商财富管理功能发挥

第一，券商账户基础功能缺失，成为制约券商开展财富管理、实现客户资产聚集的主要瓶颈。第三方存管模式下，对标银行或第三方机构，券商账户与交易、理财、投资、融资、支付的全能型综合金融账户还有很大差距。例如进行股票交易、买卖各类金融产品，不能实现一览全景式配置，更不用说服务养老配置、家族信托等复杂场景；股票收市后无法进行资金划转，资金调动只能在股市交易时间进行；券商账户没有真正意义上的支付功能，对吸引客户资产“聚集”有明显劣势等。

第二，券商账户的管理权限受到限制。券商对客户资产只有建议权而没有决策权，使得财富管理无法按照国际惯例根据账户规模收取固定管理费，只能以产品销售的流量驱动模式为主。目前，只有获得基金投顾资格的试点机构能够“代客理财”公募基金。2015年中国证券业协会曾经发布《账户管理业务规则(征求意见稿)》，明确提出全委托模式，但该规则并未正式下发。

第三，金融监管尺度不一，券商财富管理在市场竞争中处于相对劣势地位。分业监管体制下，国内财富管理行业缺乏统一的法律规范和制度体系，存在监管标准、尺度不一的问题，证券行业作为监管较严的金融子行业，在市场竞争中处于劣势。与银行相比，券商财富管理在产品代销范围、配套服务方面受多重限制。例如，券商代销银行理财产品存在一定法律限制，券商代销保险产品需要向银保监会申请保险兼业代理牌照，券商也没有外汇理财、贵金属业务、储蓄式国债等一系列产品的销售资质。

3.自身：券商财富管理业务的专业能力仍需提升

第一，重销售、轻服务，券商财富管理的“买方文化”尚未形成。长久以来，券商形成了以股票交易为代表的“卖方文化”，缺乏以客户为中心、从客户利益出发的“买方文化”。不少券商内部仍然存在“股票交

易”和“产品销售”二选一的利益冲突，财富管理转型的意识不够明确。

第二，券商财富管理人才短缺，缺乏服务高净值客户的能力。一是券商财富管理人才队伍建设刚刚起步，专业人才数量少。二是财富管理的总部赋能也在初级阶段。不同于“选股”“荐股”等服务主要依赖于个人积累，财富管理涉及范围广、内容多，投顾既要提供股票、固收、基金的投资建议，还要提供大类资产配置建议，这不仅需要投顾的个人能力，更需要券商总部高质量、自上而下的投顾赋能。

第三，券商组织协同能力弱，未发挥出财富管理的差异化优势。券商长久以来以“业务为中心”，部门设置以模块堆砌为主，造成部分业务线之间壁垒丛生、协同难度大。例如产品创设方面，在场外衍生品领域只有少数头部券商能够脱颖而出，该业务除了对券商资本实力和专业能力有较高要求外，优异的跨条线组织协同能力也是关键。

三、政策建议

(一)国内券商深化财富管理转型的启示

1.坚持一个核心：以客户为中心，打造“买方文化”

以客户为中心，打造“买方文化”，是财富管理成功的要诀。以客户为中心是从客户利益最大化出发，力争实现客户资产的保值增值和合理配置，摆脱卖方视角下“以收入为中心”的流量式产品销售模式。要求构建以客户为中心的财富管理服务体系，做实客户分层分类管理。围绕不同的目标客户群体，建立精细化管理的分层分类服务体系，并结合自身禀赋和发展战略，明确重点服务客群，力争打造差异化优势和服务品牌；同时，构建以客户为中心的组织架构。

2.渠道力：外部导流、自导流和投顾触达齐头并进

触达客户的能力是财富管理的命脉，外部导流、自导流、投顾触达是券商做深、拓宽渠道的三大路径，要多措并举，提质增效。

以银行地推与互联网导流为代表的外部导流是券商核心渠道。(1)深耕银行渠道，做实银行理财团队激励制度，争取做到“激励到个人”“兑现无拖延”，最大限度调动银行团队的积极性。(2)互联网线上获客渠道竞争激烈，获客成本水涨船高，考验券商客户运营能力和“定点投放”

的精细化营销能力。目前券商通过第三方渠道获客的方式和收费标准尚待进一步明确，如果相关规定落地，那么券商第三方渠道获客的性价比或将有所提升。

分支机构是券商服务财富管理客户、提升客户体验的重要渠道。每家分支机构都是券商的“门面”，券商总部应因地制宜，对线下网点差异化定位、差异化布局，使得分支机构在展业过程中有效聚焦，结合当地实际情况最大限度提升单点产能。

投资顾问在触达客户中扮演不可替代的作用。从国际投行财富管理的实践看，投顾人员是触达客户重要的渠道之一，随着近年来国内居民财富管理需求的提升，投顾将在触达客户、经营客户方面发挥更重要的作用。

自导流逐渐兴起，场景化获客未来可期。场景化获客，是互联网平台和银行最早提出并广泛应用的“自导流”生态建设。随着券商渠道获客竞争日益激烈，场景化获客也逐步为部分券商所尝试，效果仍然有待观察。

3.产品力：打造“平台化、配置化、差异化”产品体系

产品是财富管理业务赖以生存的载体。财富管理三大核心能力中，产品是券商最具竞争优势的能力领域，券商要打造“平台化+配置化+差异化”的产品体系。

一是平台化。以开放货架为抓手，从卖方思维向买方思维转型。目前一部分券商已经建立起开放式货架的财富管理产品体系，打造“平台化”乃至开放性的“生态圈”，邀请业内生态伙伴入住，为客户提供更加丰富多元的服务。招行“招财号”、头部券商“财富号”就是较好的范例。

二是配置化。以基金投顾为抓手，从单一产品向产品组合转型。从销售单一产品转向销售“一揽子”精选产品组合，是财富管理转型的标志。自基金投顾试点推出以来，券商在公募基金领域的甄选与配置能力已全面“公开化”，这对券商产品配置能力提出全新要求。

三是差异化。围绕跨一、二级市场的资产定价和产品创设，构建券商财富管理的差异化竞争力。券商具备跨一、二级市场的资产定价和产品创设能力，在资管新规打破刚兑后，能够创设收益凭证、衍生品、“投资+投行”等特色财富管理产品，应重点发挥“资管”“研究”“投行+直投”“衍生品”的牌照优势，协力打造差异化竞争力，争取推出明星产品。

4. 服务力：全员投顾化、投顾专业化、赋能一体化

投顾队伍建设是券商财富管理展业的主要抓手。打造一支高质量投顾队伍，是财富管理转型的关键，要做到“全员投顾化、投顾专业化、赋能一体化”，切实提升券商财富管理服务客户的水平。

一是全员投顾化。财富管理是高质量的人力密集型行业，目前业内投顾的数量和产能不足。根据经验，一名投顾人员的正常服务半径大约是400个客户。目前全行业约有6.5万名投顾，根据中国证券登记结算公司的数据，沪深两市投资者数量已超1.8亿，按比例估算，1名投顾人员理论上要服务约2800名客户，当前投顾数量难以满足投资者的财富管理需求。

二是投顾专业化。目前投顾人员专业水平参差不齐。投顾要有专业资格，具备从基础从业资格到AFP、CFP、CFA等专业资格；要有专业立场，以客户利益为中心，具备应有的职业操守；要有专业序列，从初级投顾到首席投顾，具有市场化的职业路线和考核机制。

三是赋能一体化。要确保如此大规模的投顾队伍规范展业、高效展业，不可能仅依靠投顾的个人能力，要集中资源建立“强总部”，高效赋能全辖投顾队伍。如华泰证券，近年来积极打造一站式投资顾问工作云平台，高效、精准赋能一线投顾，有效推动了投顾服务质量和工作效率的提升。

5. 两大保障之组织力：组织架构、考核机制和协同能力要形成合力

一是建立以客户为中心的财富管理组织架构。在从传统交易通道走向财富管理的过程中，券商传统的经纪业务组织架构必将发生改变。组织架构的设置没有正确与否，只有是否以客户为中心、是否匹配公司自身的资源禀赋和经营发展战略。

二是建立顺应财富管理逻辑的考核机制。部分券商仍以新开客户数、手续费收入、金融产品销售规模等短期指标，作为经纪业务的主要KPI。为更好地聚焦以客户中心，应逐步转向以客户资产保值增值为导向，增加“客户资产规模(证券资产/产品资产)”“投顾服务的客户资产规模增值比例”等KPI。还应建立为客户资产保值增值做出突出贡献的激励机制，以充分调动员工积极性，让员工能够尽心尽力的为客户提供“客户利益最大

化”的财富管理服务。

三是重点培育多业务条线的横向协同能力、纵向战略传导与落地能力。一方面，财富管理业务线长、面广，综合化和复杂化程度不断提高，需要加强跨条线协同能力，建立合理的考核与分润机制。另一方面，券商财富管理要做好，对上，离不开主要股东、主管部门的有力支持和有效传导；对下，离不开广大业务一线与分支机构的高效执行。要自上而下从战略高度统一思想、持续输出、有效传导、上下同欲，使得财富管理转型推进深入人心、有效执行、日积月累、久久为功。

6. 两大保障之科技力：数字化转型赋能财富管理全流程

券商应重视数字化对于财富管理转型的战略价值，将数字化提升至公司战略高度。

一是不仅要持续加大数字化投入，通过金融科技手段赋能财富管理前、中、后端业务全流程，更要“量体裁衣”，选择合适的数字化路径与投入水平。

二是建立完善数字化的后评价体系。在加大数字化投入的同时，如何衡量数字化投入的产出结果，也成为困扰各机构的难题之一。衡量数字化转型效果的最终指标一定是业务表现，业务与科技不可分；管理成本是否下降，管理效能是否提升，也是衡量数字化产出的重要指标。

(二) 政策建议

1. 大力推进养老金体系“三大支柱”建设

借鉴国际经验，发展养老金体系“三大支柱”，提升养老金权益投资比例，形成养老金与资本市场的良性互动。发展养老金体系“三大支柱”，特别是要稳步提升养老金权益投资比例，不仅有利于发展直接融资市场，引导长期资金入市，更有利于提升资本市场韧性，有助于培育机构投资者，改善国内投资主体结构，对国内财富管理行业长期、稳定、健康发展具有重大意义。

2. 推动财富管理领域金融监管政策统一

财富管理行业实际上已经打通了金融的不同业态链条，具有一定的混合经营特征，但实际监管存在一定程度的碎片化，特别是证券行业作为监管较严的金融子行业，较其他金融子行业受到更多限制。建议在现有分业监管框架内，推行同类机构实行功能监管，适度统一不同监管部门对财富管理业务的监管标准。例如，可以参考资管新规，在客户权益保障、机构职责边界、投顾人员管理、财

富管理展业模式与服务内容、产品分类和销售范围等方面，设置基本统一的监管规则，最大限度避免监管套利、保护投资者利益，促进财富管理行业规范发展。

3.建立健全投顾统一资质和行为管理制度

投顾人员是财富管理展业的重要主体，是券商财富管理转型重要的人力资本。目前行业对投顾人员的管理分别属于不同的监管部门及行业协会，缺乏统一的资质考试、水平认证、继续教育和人员身份查验系统，因此，有必要建立健全对投顾人员的统一资质和行为管理。一是建立投顾人员统一资质的认证考试制度，重点考察和培养投顾人员的合规知识、职业道德和专业知识，鼓励投顾人员参加各类专业资质水平认证，可考虑引入积分制或等级制进行分层分类管理；二是建立投顾人员统一的信息管理系统，对从业人员实施信息公示，以便投资者查验与遴选，增加对投顾人员的道德和信用约束。

4.优化构建证券公司多层次账户体系

一是在现行三方存管体系的基础上，支持证券公司加强证券账户的功能型建设。允许具备条件的证券公司拓展综合账户管理功能，进一步整合功证券公司的股票、基金、融资融券、期权、衍生品、贵金属等各类账户，拓展券商账户的交易、理财、转账和支付等基础功能，提升证券账户开立、使用的便捷度。二是继续探讨资金存管模式。鼓励提供券商账户试点开展7×24小时服务，使客户更为便捷地调拨资金，提升财富管理的客户体验与满意度。

5.推动试点券商先行先试全权委托机制

一是明确证券公司投资咨询业务可以接受客户全权委托，分步推进全权委托。尽快优化证券公司账户管理业务规则，对证券公司投资咨询业务牌照进行分层分类管理。例如对一般牌照，沿用现行牌照的监管机制，仅

允许提供投资建议；对高级牌照，允许接受客户全权委托，代为管理账户、执行交易，可以对投资范围、投资限制、风控措施进行明确约束；同时采用试点制稳步推开，从机构实力、人员资质、风险管理水平等方面设置较高准入标准和“白名单”，对试点券商进行严格的额度管理。二是探索为证券公司开展财富管理业务提供有全面支撑作用的过渡性牌照。用足《证券法》第一百二十条“证券公司可以经营‘其他证券业务’”的兜底规定，探索设置财富管理的过渡性业务牌照，允许符合条件的证券公司，针对不同类型客户需求，分阶段、分步骤接受客户全权委托，代为管理账户、组织配置资产等。

6.优化完善产品治理架构和产品体系

一是持续完善财富管理产品治理架构。财富管理产品治理架构的意义在于防范利益冲突，监督财富管理机构履行信托责任，代表广大客户最佳利益行事，保障客户的利益不受侵害。二是持续丰富财富管理产品体系，鼓励产品创新，给予一定的“容错”机制。支持机构加强金融产品创新，加快“以客户为中心”和“场景化”产品创新，鼓励证券公司主动对接客户的财富管理需求，丰富风险管理工具，有效满足客户需求，有效承接广大客户原有刚兑类产品的需求。

7.总结经验优化基金投顾业务试点

一是对证券公司开展基金投顾业务给予更多的鼓励和引导。例如分类评价单独加分，对机构内部如何考核该业务给予客观的指引，遴选出业内优秀案例供同业学习借鉴等。二是及时总结经验，研究制定相关业务实施细则，统一规范指引，规范机构营销，适度扩大试点范围，加快推进基金投顾业务的标准化和常态化发展。 ■

[此文由中国证券业协会2021年度优秀课题“国际一流投行财富管理发展模式及对国内券商的启示研究”(2021SACKT064)改编]

注释

1. 参见BCG: Global Wealth 2021, 2021年6月, 第11页。
2. 参见艾瑞咨询:《2020年中国财富管理行业白皮书(简版)》, 2020年, 第3页。
3. 参见黄丽萍, 资产管理迈上高质量发展新阶段——中国证券投资基金业协会党务委员、副秘书长黄丽萍在2021中国资产管理年会上的讲话, 基金业协会, 2021。
4. 参见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:《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》, 载《中国金融》, 2020年第9期。
5. 参见中金公司策略研究组:《迎接居民家庭资产配置拐点》,

2020年6月10日, 第26页。

6. 参见黄丽萍, 资产管理迈上高质量发展新阶段——中国证券投资基金业协会党务委员、副秘书长黄丽萍在2021中国资产管理年会上的讲话, 基金业协会, 2021。

7. 参见麦肯锡:《未来十年全球财富管理和私人银行的趋势及制胜战略》, 2021年春季刊, 精简版, 第40页。

8. 参见波士顿咨询公司(BCG):《客户至上, 掘金三大财富管理机构》, 2021年8月, 第36页。

(责任编辑: 吴林祥)