



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

规模与效率并举，券商财富管理乘风而

行

非银金融

券商财富管理发展与展望：规模与效率并举，券商财富管理乘风而行

2023 年 05 月 11 日

本期内容提要：

- 随着我国居民收入的不断提高，家庭财富的稳步累积，国内的财富管理需求也随之显著增长。2017 年至今，公募基金、私募基金等资管机构规模持续扩张，旺盛的财富管理需求为券商财富管理提供了广阔的成长空间。
- 2022 年，尽管受到基金市场新发规模下滑拖累，券商财富管理表现出较强韧性。一方面，在较高风险偏好的客户基础支撑下，券商非货/股混公募代销保有规模市占率逆势提升；另一方面，券商代销收入仍较为依赖基金申赎，受新发基金规模影响较大，仍处于“卖方”模式，财富管理转型空间仍大。
- 线上流量端或将迎来扩容机遇，专业化内容能力有望推动券商财富管理效率提升。三方导流新规或将重启，有望为互联网第三方机构和券商的流量合作指明发展路径。我们预计，头部互联网机构若加入导流竞争中将重塑券商线上流量端格局。此外，2023 年来，随着生成式 AI 的技术应用推广，海内外多家券商积极拥抱 AIGC 产品，以往券商在市场研究、投资策略方面的大量内容积累有望借 AIGC 形成对投顾业务的直接和间接赋能，提升财富管理的顾问能力与产品力。
- 券商凭借独特的市场地位在券结基金、基金投顾、ETF 基金方面具备优势，三类业务或将成为券商做大规模的抓手。券结基金方面，得益于相关政策引导，2019 年以来，券结规模占比持续提升，从银行结算到券商结算，券商不再仅作为交易通道，还要承担对公募基金异常交易行为的监控职责。有利于券商进一步整合自身资源，带动业务联动；基金投顾方面，券商在基金投顾业务中的牌照和投顾服务能力优势明显，随着展业逐步开启，多家券商已搭建了完整的以客户为中心的买方投顾服务体系。2022 年，东方、华宝等券商积极纳入财经大 V 投顾组合亦实现了较快规模提升；ETF 基金方面，作为世界范围内主流的投资工具，我国股票、债券 ETF 规模占比仍远落后于海外。受益于低费率，交易灵活等优势，是优质的资产配置工具。近年来国内 ETF 基金规模实现了较快增长，券商卡位交易端，有望充分受益于 ETF 规模扩容。
- 海外经验已验证了财富管理“规模+效率”的转型路径，我们预计国内券商或将充分把握规模扩容和效率提升机遇，实现财富管理转型。2008 年摩根士丹利发力转型财富管理以来，凭借三次外部并购和持续高水平金融科技投入分别提升了财富管理的规模及服务效率。我们预计，国内券商将通过加大线上端投入、布局差异化产品、持续提升产品力和投顾能力、利用先进科技手段赋能等方式持续推进以客户为中心的财富管理服务能力。

- **风险因素：**资本市场波动影响投资者入市、资本市场改革进展不及预期、买方投顾模式推进不及预期，券商与互联网机构线上流量合作不及预期。

目录

一、复盘：市场下行拖累，但券商财富管理韧性较强	6
二、线上流量端迎来发展机遇，专业化内容扩容或成重要推手	9
2.1 线上流量端迎扩容机遇，加大线上布局或已成为行业共识	9
2.2 积极拥抱 AIGC，陪伴式投顾或成主流	10
三、券商具备三大优势扩容方向，有望把握居民财富转移趋势下的长坡厚雪	14
3.1 券结基金—券商与公募基金的利益绑定，推动做大产品规模	14
3.2 基金投顾—投顾与投资者利益绑定，券商具备牌照优势	15
3.3 ETF 基金—被动投资下的优质配置工具，券商卡位交易端	17
四、遥望与展望：“规模+效率”，券商财富管理发展之路	22
4.1 他山之石：摩根士丹利是财富管理转型的成功案例	22
4.2 国内券商的借鉴及展望：充分把握资本市场独特地位，实现财富管理转型	23
五、建议关注	25
六、风险因素	25

表目录

表 1：线上流量相关政策梳理	9
表 2：当前互联网企业导流业务开展情况	9
表 3：部分券商线上 APP 月活及发展规划	10
表 4：十家券商与“百度文心”的合作情况	12
表 5：券商结算模式与托管人结算模式的主要差异	14
表 6：截至 2021 年第一季度机构与个人客户盈利对比	16
表 7：基民投资者行为对收益的影响	16
表 8：券商基金投顾展业情况	16
表 9：中金公司买方投顾服务体系	17
表 10：部分券商 2022 年基金交易佣金情况	20

图目录

图 1：公募基金规模（亿元）	6
图 2：私募基金规模（亿元）	6
图 3：上市券商代销金融产品收入	6
图 4：上市券商代销金融产品收入占比	6
图 5：2022Q1 至 2023Q1，公募基金代销保有规模结构	7
图 6：2022Q1 至 2023Q1，前 100 家机构中头部券商股+混公募基金代销保有规模占比	7
图 7：新发股+混、债券基金情况	8
图 8：券商信息技术投入（亿元）	10
图 9：2022 年报披露的部分券商信息技术投入（亿元）	10
图 10：券商营业部数量变化	11
图 11：2022 部分券商营业部数量变化	11
图 12：券商投顾从业人员数量和占比	11
图 13：2022 部分券商投顾人员数量变化	11
图 14：中金 E-space 产品架构与核心能力	12
图 15：虚拟人 Jinn×中金 TVC	12
图 16：AIGC 预计赋能投顾、产品销售、运营管理能力	13
图 17：券结新发基金规模与占比	14
图 18：2022 券结规模 top10 券商	14
图 19：2022 券结规模 top10 基金公司	15
图 20：2022 年不同结算模式下托管机构类型	15
图 21：ETF 基金交易机制	18
图 22：美国 ETF 资产规模及增速	18
图 23：中国 ETF 资产规模及增速	18
图 24：ETF 基金各类型份额（亿份）	19
图 25：ETF 基金各类型规模（亿元）	19
图 26：股票 ETF 基金各类型份额（亿份）	19
图 27：股票 ETF 基金各类型份额（亿元）	19
图 28：非货型 ETF 日均交易额占比提升	20

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 4

图 29：非货型 ETF 基金各类型日均交易额比重 20

图 30：摩根士丹利财富管理部门营收及增速..... 22

图 31：摩根士丹利财富管理业务收入占比 22

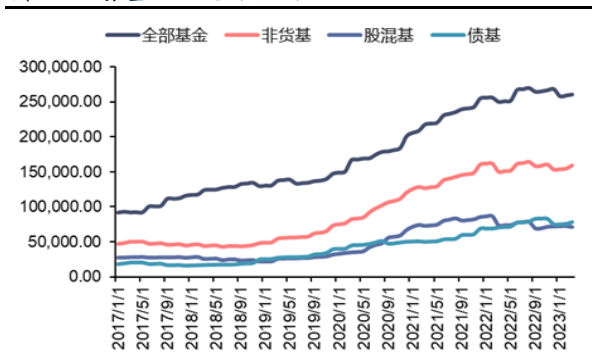
图 32：摩根士丹利财富管理客户资产及增长率 22

一、复盘：市场下行拖累，但券商财富管理韧性较强

随着我国居民收入的不断提高，家庭财富的稳步累积，国内的财富管理需求也随之显著增长。2017 年至今，公募基金规模持续上升，从 2017 年 1 月底 9.14 万亿元增长至 2023 年 3 月底的 26.04 万亿元，私募基金规模同样保持高增速，从 2014 年的 1.49 万亿增长至 2022 年的 20.28 万亿元。财富管理旺盛的需求为券商提供了新的利润增长点。2016 年至 2021 年，上市券商的代销金融产品收入连续五年正增长，由 28.93 亿元增长至 165.25 亿元，CAGR+41.69%，占经纪业务收入/总营收的比重从 2016 年的 3.0%/0.9%增长至 2021 年的 11.9%/2.6%。

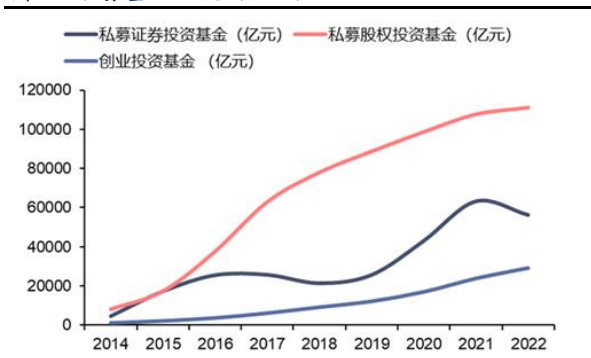
2022 年，受市场下行影响，公募基金和私募基金规模增速有所放缓，股混类公募和私募证券投资基金规模下滑。年内新发非货基金规模同比下降 49.6%，排名前 100 的机构市场代销保有总量下滑 3.8%。受此影响，券商代销金融产品收入出现下滑，据券商年报显示，上市券商代销金融产品收入为 123.62 亿元，同比-25.2%，占经纪业务/营业收入为 5.4%，1.3%，同比下滑 6.5pct/1.3pct。

图 1：公募基金规模（亿元）



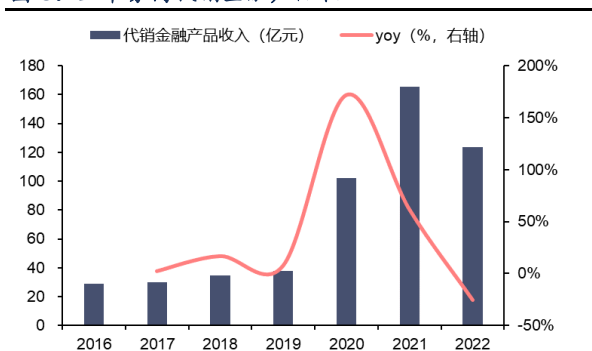
资料来源：基金业协会，信达证券研发中心

图 2：私募基金规模（亿元）



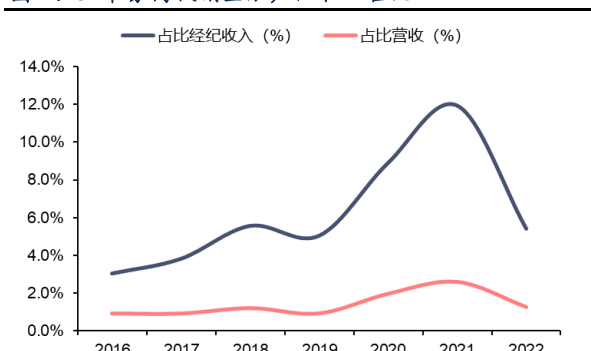
资料来源：基金业协会，信达证券研发中心

图 3：上市券商代销金融产品收入



资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

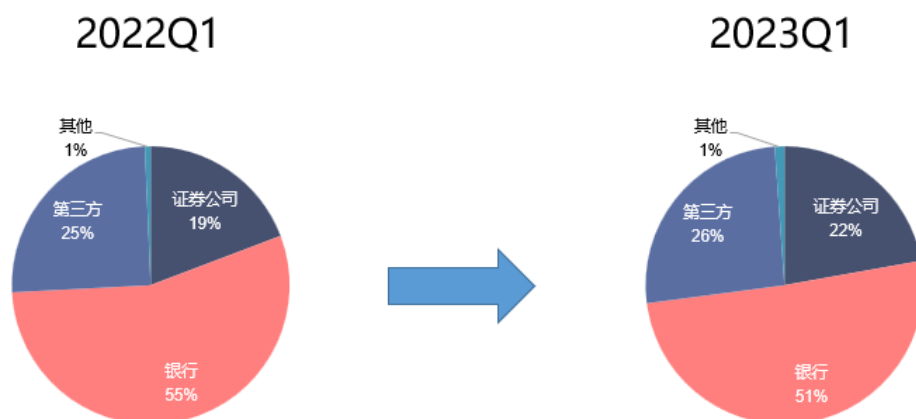
图 4：上市券商代销金融产品收入占比



资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

尽管受到基金市场新发规模下滑拖累，但相较其它主体，券商 2022 年财富管理表现韧性较强，市占率逆势上升。从基金业协会披露的公募基金代销保有规模来看，2022 年一季度至年末，券商非货/股+混基金代销保有规模逆势上行，同比提升 15.3%/10.6%至 1.44/1.26 万亿，市占率同比提升 2.1pct/3.0pct 至 18.0%/22.2%。

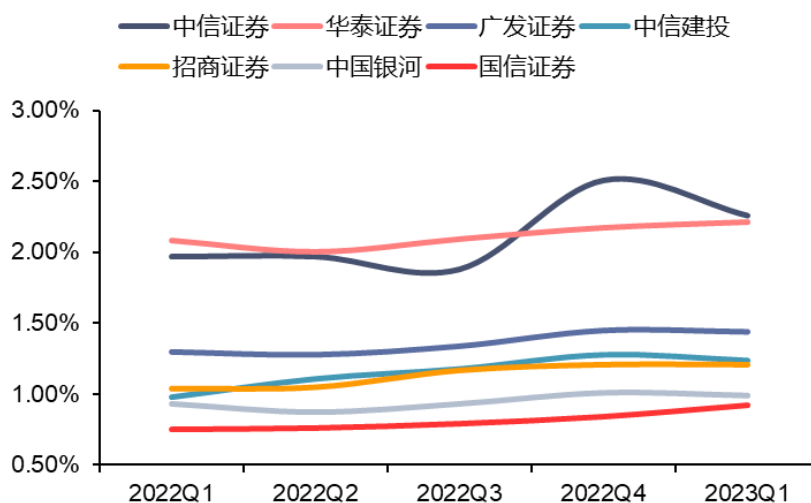
图 5：2022Q1 至 2023Q1，公募基金代销保有规模结构



资料来源：基金业协会，信达证券研发中心

在保有规模超过百亿的券商中，中信证券、中信建投、中金公司、申万宏源、浙商证券增速亮眼。五家公司一至四季度非货/股+混公募基金代销保有规模分别增长 31.7%/27.5%/29.0%/69.1%/5.7%和 21.8%/25.1%/34.3%/39.3%/11.1%，我们认为这主要得益于几家券商出色的买方投顾能力，用户黏性显著优于行业平均水平。

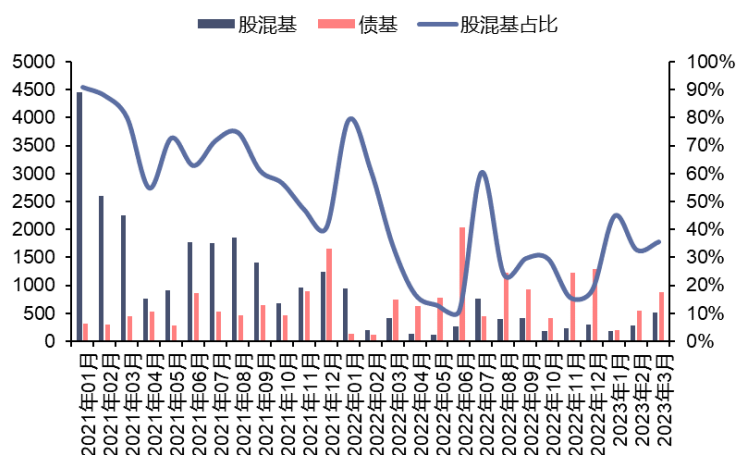
图 6：2022Q1 至 2023Q1，前 100 家机构中头部券商股+混公募基金代销保有规模占比



资料来源：基金业协会，信达证券研发中心

我们预计，市场 β 上行将带动经纪修复，新发规模低基数效应或将持续演绎。进入 2023 年后，新发基金规模呈现环比好转趋势，一季度新发基金规模同比+0.77%，2023 年 3 月，新发基金规模达到小高峰，同比+19.1%，环比+63.0%，虽然新发基金规模有所回升，但增量贡献主要来自债基，基金市场风险偏好仍待进一步修复。

图 7：新发股+混、债券基金情况



资料来源：基金业协会，信达证券研发中心

券商财富管理申赎收费占比仍较高，“买方”模式转型空间仍大。券商代销金融产品收入主要包括申购与赎回费用以及以客户维护费为代表的尾随佣金。2022 年，券商代销金融产品收入和代销保有规模分化，部分券商保有规模扩张而代销金融产品收入降低，我们认为，这主要是因为券商传统的“卖方”模式下对产品代销环节的申赎收费依赖性较高，而 2022 年新发基金受经济周期影响较大所致。与申赎费不同，客户维护费在经济短期波动下韧性更强，2022 年，全市场公募基金客户维护费 413.16 亿元，同比实现 1.3% 的正增长。

二、线上流量端迎来发展机遇，专业化内容扩容或成重要推手

2.1 线上流量端迎扩容机遇，加大线上布局或已成为行业共识

新规或将重启，有望引导券商三方导流进入规范化发展阶段。据 21 世纪经济报道，自 2020 年 8 月，证监会关于《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》公开征求意见以来，时隔三年，证券行业三方导流新规或即将重启。我们认为，证券公司通过三方互联网平台开展证券业务活动有利于提高获客能力和服务效率，但当前仍存在合规问题，包括第三方平台可能违规利用为证券公司提供信息技术服务的机会，违规开展证券业务、非法截留开户投资者数据、利用优势地位开展竞争性报价，损害投资者利益等。2022 年 2 月，证监会在对十三届全国人大四次会议第 1029 号建议的答复中提到“证监会将适时推动证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动相关规定的制定出台”，我们预计随着相关政策有望落地，券商三方引流有望逐步迈向合规可控的发展正轨。互联网平台与券商之间的流量合作将有望推动券商线上获客持续扩容。

表 1：线上流量相关政策梳理

时间	相关机构	相关政策	政策内容
2009.04.13	证监会	《证券经纪人管理暂行规定》	“委托公司以外的人员从事客户招揽和客户服务活动，只能采取规定的证券经纪人形式，不得采取居间人等其他形式”
2012.12.11	证监会	《证券公司治理准则》	“证券公司对客户资料负有保密义务。证券公司有权拒绝其他任何单位或者个人对客户资料的查询，但法律、行政法规或者中国证监会另有规定的除外”
2020.8.01	证监会	《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》	“证券公司租用商业银行、保险公司的网络平台开展证券业务活动的，证券公司及相关商业银行、保险公司应当存在股权控制关系，或者由同一金融控股公司控制。金融控股公司的认定应当符合中国人民银行的有关规定。”
2021.08.27	国家互联网信息办公室	国家互联网信息办公室专项整治行动	针对部分商业网站平台及其“自媒体”账号屡屡发生违规发布财经新闻、歪曲解读经济政策、唱衰唱空金融市场、充当“黑嘴”博人眼球、造谣传谣、敲诈勒索等违法违规行为，旨在有效遏制财经类信息网上传播乱象
2022.1	证监会	《证券期货监管通讯》	“证券公司不得通过引流开户等形式与“大 V”开展相关合作；证券公司工作人员通过网络直播等形式发表评论，应当保持客观、专业态度，主要聚焦经济形势分析、市场变动情况点评、经济数据解读等宏观层面；证券公司应强化组织外部人士发表评论的管理

资料来源：证监会，国家互联网信息办公室，信达证券研发中心

我们预计，头部互联网公司有望加入导流行列，有望推动券商线上端流量格局重塑。据 21 世纪经济报道，目前券商数字金融部等部门已开始向蚂蚁财富、腾讯自选股、京东金融等互联网平台询价，但具体还在等待证监会出台相关细则。我们预计新规有望出台，或将引导券商与互联网第三方平台的合作更加透明化、阳光化。

表 2：当前互联网企业导流业务开展情况

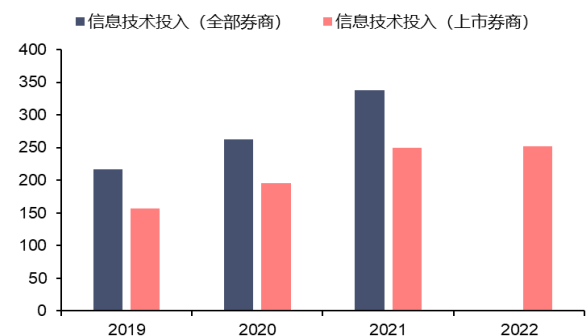
互联网企业	流量入口	开户导流的券商	特色功能/开户服务	MAU（万人）
京东金融	APP	国信证券、中信建投、华西证券等 7 家券商	/	3990.45
腾讯自选股	APP	华林证券、中山证券、国金证券	知名券商、万 2.5 佣金、7*24 小时开户	352.63
政策查找网 站腾讯自选股 微证券	微信小程序	招商证券、华林证券	7*24 小时开户、特色决策锦囊、微信便捷交易、佣金费率万 2.5、账户智能分析	/
同花顺	APP	80 家券商	/	3084.6
新浪财经	APP	国信证券、国泰君安、华西证券等 19 家券商	新浪财经 VIP、新客好礼、新客理财	555.6
大智慧	APP	银河证券、国泰君安、财达证券等 11 家券商	/	861.95
益盟操盘手	APP	湘财证券、光大证券、国信证券等 11 家券商	/	/
雪球	APP	平安证券、国信证券、银河证券等 13 家券商	万 2.5 佣金、低息融资	205.93

资料来源：各公司 APP，信达证券研发中心 注：MAU 为易观千帆统计，数据截至 2021.4 月

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

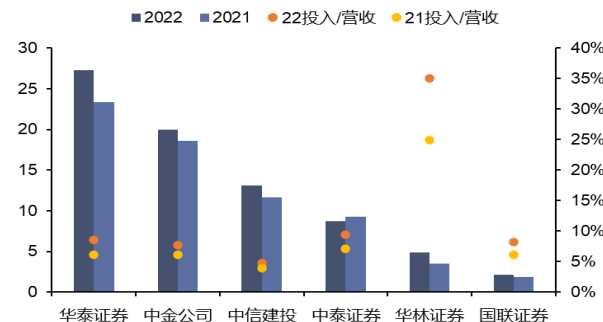
尽管券商行业业绩承压，但加大信息技术投入，提升线上 APP 能力建设或已成为行业共识。2019 年至 2021 年，券商行业信息技术投入逐年上升，年同比增速 21.3%/28.7%。尽管受 2022 年市场行情下行困扰，券商业绩普遍承压，但券商信息技术投入仍呈整体上升趋势。根据已公布的上市券商年报推测，上市券商信息技术投入同比增长 14.40%。从上市券商 2022 年年报来看，头部券商华泰证券、中金公司、中信证券信息技术投入保持领先，中小型券商华林证券信息技术特色明显，信息技术投入占营收比重高达 35.1%，远超行业平均。绝大多数券商在年报中提及财富管理业务时，都同时提到了金融科技赋能。其中，海通证券、国泰君安、华泰证券、华林证券、招商证券、中泰证券等都在年报中强调了积极布局线上端，加大对自身理财 APP 的投入。

图 8：券商信息技术投入（亿元）



资料来源：证券业协会，公司年报—各公司，wind，信达证券研发中心

图 9：2022 年报披露的部分券商信息技术投入（亿元）



资料来源：公司年报—各公司，wind，信达证券研发中心

表 3：部分券商线上 APP 月活及发展规划

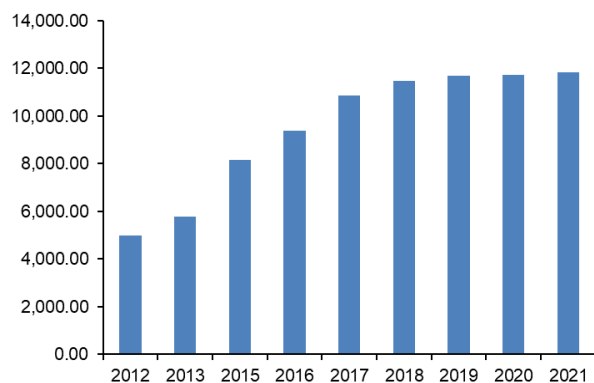
券商	APP 产品	月均活跃人数	2022 年年报中的发展规划
海通证券	“e 海通财”	466.62 万	持续强化数字金融平台政策，焕新发布“e 海通财”长辈版和 9.0 大版本，精准定位客群差异化需求，构建多层次客户服务体系。
招商证券	“招商证券”	553.72 万	强化平台运营，打造企业微信和“招商证券财富+”小程序为主的私域流量特色经营模式
方正证券	“小方”	543 万	全新建设数据化投顾项目，引入金融产品评价及 SOP 服务体系，用数据化方式全面提升投顾队伍的“投”和“顾”能力
华泰证券	“涨乐财富通”	926.83 万	集团持续推进“涨乐财富通”平台产品及服务创新，不断优化内容运营模式，打造特色化行情交易与理财服务
华林证券	“海豚股票”	未披露	通过收购海豚股票并将其升级为海豚财富 APP，公司与火山引擎合作，依托今日头条等内容生态和 AI 质检、推荐算法等先进技术，拓展布局长尾渠道及信息交流渠道。
中泰证券	“中泰齐富通”	461.66 万	持续深化金融科技赋能，为投资者提供多终端、多渠道、一体化互联网综合服务平台。

资料来源：各券商年报，信达证券研发中心

2.2 积极拥抱 AIGC，陪伴式投顾或成主流

投顾规模持续增长，券商财富管理优势或在于“顾”的能力。近年来，券商高度重视财富管理领域的人力资源布局，券商线下渠道和投顾能力继续稳步推进，行业投资顾问人数自 2010~2021 年连续 11 年上涨，投资顾问在全部从业人员中的比重从 1.9%提升至 19.8%。2022 年，尽管面临行业限薪和市场下行等不利条件，券商投顾从业人员仍然呈现上升趋势。

图 10：券商营业部数量变化



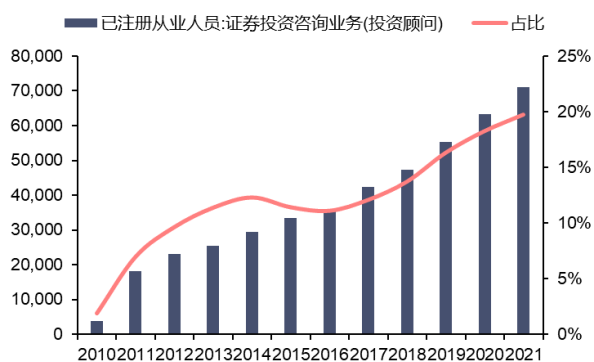
资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

图 11：2022 部分券商营业部数量变化



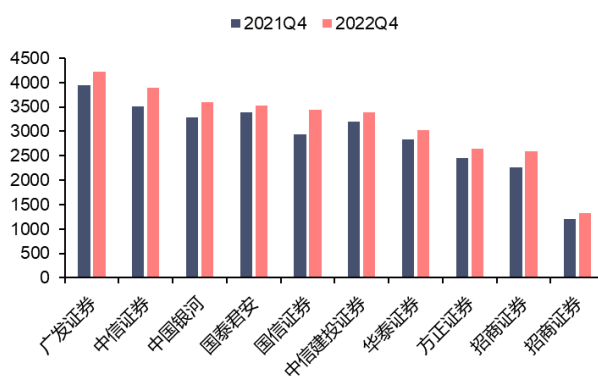
资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

图 12：券商投顾从业人员数量和占比



资料来源：信达证券研发中心

图 13：2022 部分券商投顾人员数量变化



资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

中金公司已在金融科技领先布局，投顾平台和 IP 构建成为投顾能力提升的重要抓手。1) 加速投顾平台建设，赋能投顾团队。2022 年，中金公司投顾平台 E-SPACE 焕新，E-SPACE 连接中金内部如中金研究、投研投管、首席信息官办公室等强大的投研、服务能力，通过投资模型、大数据分析，让投顾了解每一位客户的收益预期和风险承受能力，再通过科学的大类资产配置模型辅助投顾，引导客户实现资产配置。在专业投研体系+金融科技能力的助力下，投顾得以为客户提供更优质、专业的服务。2) 应用“虚拟人”技术，以人格化产品构建专业金融服务 IP。2022 年 10 月 18 日，中金财富首位数字员工 Jinn 正式在中金财富微博、抖音、小红书等多个官方平台亮相。数字员工 Jinn 兼具真实的外表、活泼的性格、丰富的金融知识，以及能与用户双向实时互动的功能等，依托中金财富财富管理体系以及自身大量专业的金融知识储备，Jinn 可以同时担任品牌大使、智能客服、数字顾问等多种角色。通过由表及里的人设 IP 打造和多平台联动运营等，Jinn 能够像金融 IP 一样，陪伴用户成长，出现在用户日常生活娱乐、理财知识学习等多个场景。

图 14：中金 E-space 产品架构与核心能力



资料来源：中金公司抖音号、信达证券研发中心

图 15：虚拟人 Jinnx 中金 TVC



资料来源：中金公司公众号、信达证券研发中心

AIGC 的优势在于内容生产，与券商财富管理具备丰富的协同空间，海内外券商已加大对 AIGC 领域的布局打造陪伴式投顾服务能力。1) 截至 3 月 24 日，已有 10 家券商宣布成为百度“文心一言”首批生态合作伙伴。证券业与百度“文心一言”的合作行动，标志着上述诸多券商有望优先获得领先 AI 技术的加持，也标志着对话式语言模型技术在国内财富管理场景的首批着陆。目前，券商同“文心一言”的合作集中于财富管理领域，在产品研发、标准制定等方面，尝试探索应用场景包括数字化内容生成、智能化客户服务及内部运营管理，目标是为客户提供更智能的财富管理服务。

表 4：十家券商与“百度文心”的合作情况

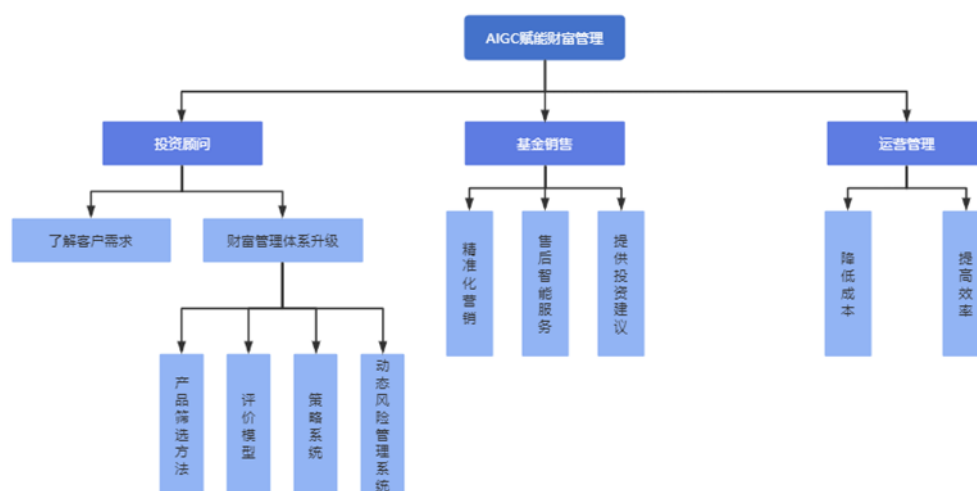
券商	合作内容
财达证券	将“文心一言”应用于自身产品研发、标准制定等多个领域。探索通过技术共享、培训赋能、联合营销等方式，强化竞争力，打造全场景财富管理人工智能解决方案及服务，同时依托智慧互联、创新互联，引领证券行业财富管理与机构业务数字化变革与升级
长江证券	与百度在产品研发、标准制定等多个领域深化合作，为用户打造全场景财富管理人工智能解决方案及服务
广发证券	通过探索大语言模型融入金融应用场景，尝试金融需求挖掘和服务支持等，为客户提供更智能的财富管理体系。
国海证券	推进智能对话技术在金融场景的应用，将借助百度的智能对话技术成果，在财富管理领域优先内测试用“文心一言”，探索数智客服、数智投顾、数智投研、数智投教、数智员工等金融场景落地应用，为客户提供一站式的专业、智能、贴心服务。此外，还将探索“文心一言”在运营管理方面的应用场景，真正做到金融科技为管理提质增效
国盛证券	应用在特定场景，如智能客户服务、智能搜索及投顾、投研辅助等领域上，期待生成式对话语言模型技术在国内证券业客户服务及财富管理场景的首批落地
海通证券	将“文心一言”模型与公司现有的文本再生等 AIGC 能力深度融合，结合其在财富管理垂直领域的场景需求及知识积累，探索打造行业知识库，丰富技术应用场景，实现金融科技创新
华福证券	助力公司加快金融服务数智化转型步伐
申万宏源	在投资者教育相关场景内测试用“文心一言”，将百度领先的智能对话技术成果，应用在公司数字化投教体验及元宇宙投教基地相关场景中
西南证券	通过探索大语言模型融入证券业务实际应用场景，提升专业能力，以客户为中心，金融科技为手段，满足客户日益增长的综合金融服务需求
兴业证券	把百度领先的智能对话技术成果应用在智能客户服务及内部投顾、投研辅助等领域，结合集团内部数智化能力提供更有温度、更智能化的金融服务

资料来源：上证报、中国经营网等、信达证券研发中心

2) 摩根士丹利已经通过 GPT-4 来组织其庞大的金融知识库。摩根士丹利维护着一个拥有数十万页的知识内容库，涵盖投资策略、市场研究和评论以及分析师见解等，这些信息主要以 PDF 形式呈现，投资顾问们浏览并学习这些知识需要耗费大量的时间。如今，GPT-4 有能力将所有这些内容资源，整合并解析为更可用和更易获取的展现形式。自 2022 年开始，摩根士丹利开始探索如何利用 GPT 的嵌入和检索功能来高效地利用其知识库系统。该模型将为一个面向内部的聊天机器人提供信息阅读与输出能力，该机器人可以对知识库进行全面搜索，并有效地解锁摩根士丹利关于财富管理的相关知识，GPT-4 最终能将所有“库存知识”转化为一种“更加可用和可操作的格式”，并将之有效进行输出。

我们认为，AIGC 助力内容生产环节打通，未来有望全面提升投顾、产品销售、运营管理能力。AIGC 本质上是一种 AI 赋能技术，能够通过其在内容生产方面的优势广泛服务于各类内容的相关场景及生产者，与财富管理存在协同效应。我们认为，AIGC 有望从三个方面赋能券商财富管理：一是通过投资模型、大数据分析能力，能够让投顾了解每一位客户的收益预期和风险承受能力，帮助投顾完善产品筛选方法与评价模型，搭建一体化、高效智能的策略系统和动态风险管理系统，促进财富管理产品体系的升级；二是通过互联网、大数据分析技术，券商能够便捷、迅速地得到准确的客户画像，从而可以进行精准化营销，大大降低获客成本和营销成本，辅之以售后智能服务和个性化投资建议，优化用户体验，提高客户好感度和忠诚度，实现科技赋能营销和数字化展业；三是有利于券商集中运营管理平台，建立高速、安全、稳定、专业的一体化运营管理系统，有助于降低内部管理和跨平台协调的成本，又能提升自身的服务效率。

图 16：AIGC 预计赋能投顾、产品销售、运营管理能力



资料来源:信达证券研发中心

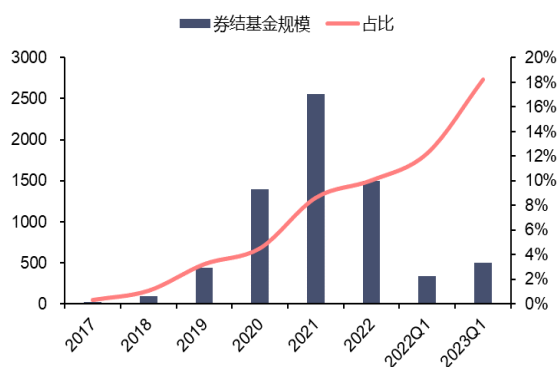
三、券商具备三大优势扩容方向，有望把握居民财富转移趋势下的长坡厚雪

伴随资本市场改革的持续推进，基础制度建设逐步完备，我们认为，资产质量提升后的权益市场有望成为承担居民财富保值增值的蓄水池。在出入端，注册制有望全面提升直接融资体系的效率，促成优质资产的上市发行，并通过健全更完善的退市制度，打造优胜劣汰、有进有出的良性循环；在存量端，中国特色估值体系的提出有望通过深化国企改革、提高运营效率，带动产业链做大做强，进而为权益市场提供大量可供投资的优质资产。券商财富管理有望充分受益于其在资本市场的独特地位，实现长期成长。

3.1 券结基金—券商与公募基金的利益绑定，推动做大产品规模

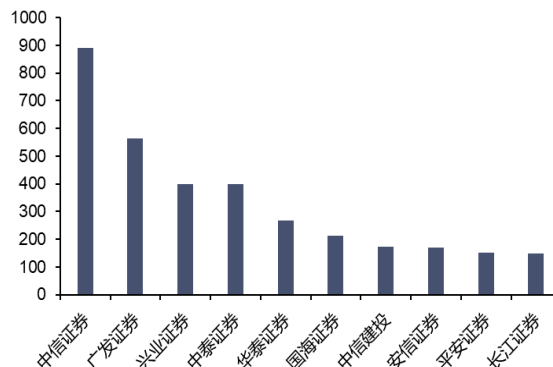
弱市环境下，新发券结基金份额占比持续增长。2019年1月30日，中国证监会下发《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》，明确新设公募基金管理人采用新交易模式的试点工作已经正式转为常规，要求新设立公募基金管理人管理的基金新产品应采用新交易模式，并且鼓励其他公募基金管理人发行的新产品采用该模式。2022年，尽管新发基金市场下行拖累，但从新发份额占比来看，券结基金仍延续了自2017年以来的结构性提升，2022年发行的基金中使用券结模式发行的基金份额占比首次突破10%，2023Q1新发行基金中券结模式下基金份额499.2亿元，占比达到18.25%。

图 17：券结新发基金规模与占比



资料来源：、信达证券研发中心

图 18：2022 券结规模 top10 券商



资料来源：、信达证券研发中心

我们认为，券结模式有望推动券商在财富管理产业链中影响力提升。从传统的银行结算到券商结算，其差异主要表现在结算主体、交易指令监控有无、是否有保证金/备付金、交易速度等方面，在券商结算模式下，券商不再是只承担“通道”的角色，券商还要对产品的交易行为实时验资验券，并承担对公募基金异常交易行为的监控职责。有利于券商进一步整合自身资源，带动业务联动，加强管理人的服务粘性，形成托管、销售、交易、结算、研究一站式的战略合作模式。

表 5：券商结算模式与托管人结算模式的主要差异

	券商结算模式	托管人结算模式
结算主体	证券公司	托管银行
模式	通过证券公司报单给交易所，交易数据是通过证券公司给的交易数据。证券公司给数据的模式基本都是建立 ftp，等结算完后证券公司将数据放到 FTP 上，证券公司的客户自己在 FTP 下载。	托管人结算模式的数据就直接是交易所、中证登给到用户。这个数据时间比较早，交易数据一般交易结束后就会直接发给给用户，结算数据稍微晚一些。
优点	办理方便、建设成本较低、无需缴纳结算备付金和保证金；	资金使用效率较高，交易速度快、结算数据接收快；
缺点	交易速度较慢、交易数据保密性不够好、交易数据接收较晚。	成本高，备付金和结算保证金占用可用资金。

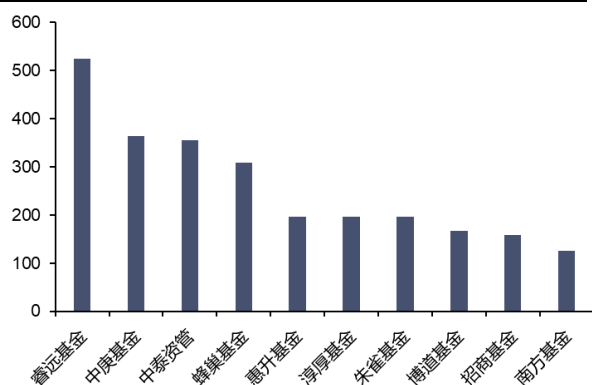
资料来源：金融监管研究院，PE 研究院，信达证券研发中心

从基金公司角度看，主要使用券结模式的基金公司当前仍多集中在初创期，与券商深度合作推动券结产品落地，有助于建立长期战略合作关系，持续做大保有规模。2022 年，使用券结模式占全部发行基金的比例超过 50% 的基金公司共 25 家，除中泰证券资产管理有限公司成立于 2014 年外，其余 24 家全部成立在 2017 年之后，在非货公募中的平均排名为 127 位（共 195 家）。通过券结模式，缺少知名度的初创型基金公司可与券结券商深入绑定，通过券商丰富的客户资源和销售渠道，打造爆款产品。此外头部机构当前亦保持对券结模式的持续关注。2022 年末，招商基金、南方基金、工银瑞信基金券结基金规模 159.0/126.3/113.2 亿份，分别占其非货基金份额规模的 2.8%/2.4%/2.8%，位列公募基金中 9-11 名。

从证券公司的角度看，券结基金规模增长与渠道、研究等能力联系紧密。券结模式免除佣金分仓 30% 的限额规定，开户交易券商可获得 100% 交易佣金。在此条件下，拥有出色渠道和研究能力的券商有望获得先发优势，或将推动财富管理业务集中度提升。以 2022 年券结规模前两名中信证券和广发证券为例，两家券商分别拥有 260/320 家线下营业网点，具备广泛的销售渠道，同时，两家券商并都拥有优秀的研究团队，中信证券连续蝉联业内分仓佣金第一，广发证券则获评 2022 新财富最具影响力研究机构第一名。另一方面，券结模式或将推动券商与其基金子公司的业务协同。以中泰证券为例，其券结基金主要为自身旗下资管和控股基金子公司的产品。

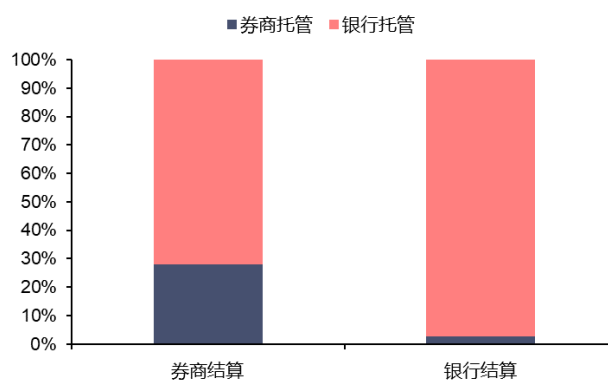
此外，券结模式有望提高券商公募托管业务水平。相较于传统的结算模式，券结基金使用券商作为托管人的比例更高，或将通过开辟托管业务实现在收入端的贡献。

图 19：2022 券结规模 top10 基金公司



资料来源：信达证券研发中心

图 20：2022 年不同结算模式下托管机构类型



资料来源：信达证券研发中心

3.2 基金投顾—投顾与投资者利益绑定，券商具备牌照优势

基金投顾开启了买方投顾的变革之路。2019 年 10 月基金投顾试点启动，监管对新业务的管理办法、规范、指引不断优化，助力基金投顾长期规范发展。基金投顾的核心价值在于改变“基金赚钱，基民不赚钱”的现状，帮助投资者实现资管机构的超额收益和避免投资行为造成的期望损失。一方面，整体来说资管机构投资收益相对个人投资者更好。盈利户数占比高出个人客户近 5 个百分点，平均收益率则超越个人客户 2.35 个百分点。

表 6：截至 2021 年第一季度机构与个人客户盈利对比

历史全部个人客户	VS	历史全部机构客户
4682.5 万	客户数	1.92 万
53.28%	盈利占比	58.13%
8.85%	平均收益率	11.20%
3.45 管理规模收费以及固定年费相结合的方式	平均交易频率	2.72

资料来源：《公募权益类基金投资者盈利洞察》，信达证券研发中心

另一方面，基金投顾是分散化资产配置，有利于投资者坚持长期投资。根据 2019 年证监会发布的《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》，投顾组合中单个基金的份额比例不能超过 20%。而如公募基金投资个股所占基金资产比例上限是 10%，因此单个股票投顾组合的底层股票资产或超过五十只，波动风险化解有利于投资者坚持长期投资，避免“追涨杀跌”。

表 7：基民投资者行为对收益的影响

	基金平均净值增长率	基民平均收益率	投资行为影响
2016	-10.80%	-7.61%	3.19%
2017	28.21%	16.73%	-11.48%
2018	-19.99%	-12.82%	7.17%
2019	48.38%	23.86%	-24.52%
2020	52.07%	19.62%	-32.45%
均值	19.57%	7.96%	-11.61%

资料来源：《公募权益类基金投资者盈利洞察》，信达证券研发中心

券商具备牌照优势，展业持续推进。就证券公司而言，截止 2022 年底，共有 60 家机构获批基金投顾试点资格，其中 29 家券商中 20 家已开始展业。从 2022 年已披露数据来看，头部券商展业情况较好，或成为部分券商弯道超车的抓手。中信证券累计签约规模超百亿元，签约客户数近 14 万户。部分具有特色的中小券商同样表现出较高成长性，如国联证券授权资产规模达 68.80 亿元，签约总户数达 24.03 万户。对于中小型机构，与大型机构直接竞争难度较大，如何根据自身优势进行差异化战略定位成为关键。

表 8：券商基金投顾展业情况

	机构名称	投顾品牌	展业时间	2022 年底 AUM	2022 年底客户数
1	国联证券	基智投，大方向	2020 年 4 月	68.80 亿元	24.03 万
2	银河证券	财富星-基金管家	2020 年 5 月	--	--
3	国泰君安	君享投	2020 年 8 月	57.22 亿元	--
4	中信建投	蜻蜓管家	2020 年 9 月	--	12.60 万
5	o 公司	A+基金投顾	2020 年 9 月	超 55 亿元	--
6	申万宏源	星基汇	2020 年 9 月	超 37.2 亿元	超 6 万
7	华泰证券	涨乐星投	2020 年 10 月	139.13 亿元	61.76 万
8	国信证券	国信智投	2021 年 11 月	--	--
9	中信证券	中信证券基金投顾	2021 年 11 月	超 100 亿元	近 14 万
10	招商证券	e 招投	2021 年 11 月	96.52 亿元	4.02 万
11	东方证券	东方证券基金投顾	2021 年 11 月	149 亿元	--
12	兴业证券	知己	2022 年 1 月	--	--
13	安信证券	安心投	2022 年 1 月	--	--
14	财通证券	聚财投顾“财管家”	2021 年 12 月	--	--
15	中泰证券	齐富投	2021 年 12 月	--	--
16	山西证券	山西证券基金投顾	2022 年 1 月	--	--

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

17	南京证券	南京证券基金投顾	2022 年 1 月	--	--
18	光大证券	金阳光投顾	2022 年 1 月	--	--
19	平安证券	安心投	2022 年 1 月	--	--
20	国金证券	国金 100	2022 年 5 月	--	--
21	东方财富证券	东方财富证券投顾	2022 年 6 月	--	--
22	华创证券	基金投顾	2022 年 7 月	--	--

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

财经大 V 加入持牌机构，推动部分券商投顾规模快速提升。2021 年 11 月，多地监管部门下发通知明确只有持有基金投顾牌照的机构才能从事相关业务，东方证券、华宝证券等券商充分发挥自身产品研究能力，主动吸纳大 V 或吸纳基金大 V 及其产品组合，以强化自身品牌效应、优化服务能力，推动了基金投顾规模的快速增长。如华宝证券引入并管理大 V “揭幕者”的十年定投成长投顾组合、大 V “韭菜投资学”旗下的久聪系列组合、大 V “股市药丸/我叫佐罗”旗下的银河战舰、稳如泰山组合等。

2021 年 11 月，东方证券正式开展基金投顾业务，并在 2022 年 1 月引入管理 200 亿基金组合的财经大 V “银行螺丝钉”，将“银行螺丝钉”作为买方中介的服务模式。截至 2022 年末，东方证券基金投顾业务共推出了“悦”系列和“钉”系列两个产品体系，共 13 只投资组合策略，规模约 149 亿元，服务客户约 16 万，客户留存率达 83%，复投率达 71%。公司基金投顾业务买方服务模式逐步成熟，客户服务体验良好，规模增速明显。

产品与服务方面，部分头部券商已形成领先的财富规划与综合解决方案体系。形成覆盖各类层级客户的全方位服务体系，致力于提供差异化、定制化服务。2019 年，公司推出专为高净值客户服务的“中国 50”，为客户量身定制单一资产配置计划；2020 年推出针对大众客户的“A+基金投顾”，为投资者提供全策略、全场景的一站式买方投顾服务；2021 年，推出为高净值和富裕客户服务的“微 50”，打造行业领先的低门槛配置产品；2022 年上半年，再次推出“公募 50”，从“投”与“顾”两端满足更广大投资者的财富管理需求。通过中国 50、微 50、公募 50 等买方投顾实践，陪伴客户穿越周期。公募 50 目标盈、定投红绿灯等服务升级，微 50 一键调仓功能重磅上线。2022 年财富管理业务的产品保有量超 3,400 亿元，较上年增长超 10%；买方投顾产品保有量稳定在近 800 亿元，进一步巩固了公司在财富管理模式和规模上的领先地位。

表 9：中金公司买方投顾服务体系

服务名称	推出时间	针对客群	投资门槛	具体情况
中国 50	2019	高净值客户	1000 万元	精选 50 家管理人作为底层资产，建立账户根据客户情况进行个性化配置，通过专业团队帮助客户做好配置和动态管理，提供一站式一体化的专业服务。
A+基金投顾	2020	大众客户	1000 元	将长期服务高净值客户积累的能力提供给更广泛的大众投资者，根据投资者的具体需求为其提供全策略、全场景覆盖的一站式买方投顾账户服务。在控制波动的前提下，借助大类资产配置和优选基金的超额收益，帮助投资者实现长期的保值增值。
微 50	2021	富裕客户	200 万元	让中国 50 惠及更多客户，客户可以根据稳健、平衡、进取等不同风险偏好定制自己的配置，选择合理的整体配置而非单独资产应对市场波动。
公募 50	2022	大众富裕客户和大众客户	-	以专业大类资产配置和基金研究为坚实基础，提供丰富多样的公募 50 精选组合，为投资者提供一站式的多元化基金投资解决方案。

资料来源：中金公司年报，信达证券研发中心

3.3 ETF 基金—被动投资下的优质配置工具，券商卡位交易端

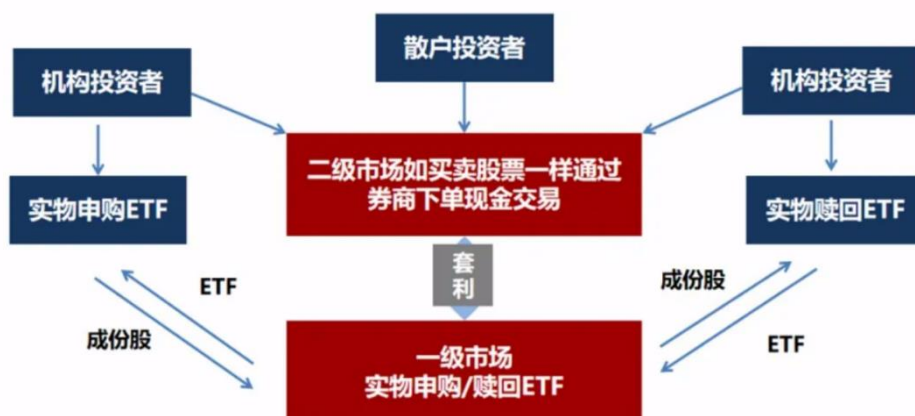
ETF 是由一篮子股票、债券、商品或其他资产组成的分散投资组合，以便投资者通过其参与股票、债券、商品或其他金融市场投资。与普通共同基金相比，具有以下三个特点：1) 交易型：即在二级市场交易，可以像股票一样低买高卖；2) 开放式：可以在一级市场进行申购，ETF 可以用一篮子证券来进行申购，并且可以用 ETF 份额来赎回一篮子证券；3)

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

指数基金：如果使用指数里面的成分股进行申购，那么 ETF 基金就可以复制指数的走势。

另外，ETF 具有成本低、流动性高等优势。与交易股票相比，在二级市场交易时 ETF 基金的成本更低，主要是由于 ETF 基金交易免收印花税（0.1%）和过户费（0.02%）；与普通共同基金相比，ETF 适用 T+0 交易制度，流动性更高，同时基金运作费也更低。根据基金年报中公布的数据，以基金净值为权重，2022 年市场中股票型基金加权平均管理费率为 0.81%，加权平均基金托管费率约为 0.16%，而股票型 ETF 管理费率为 0.47%，基金托管费率约为 0.10%。

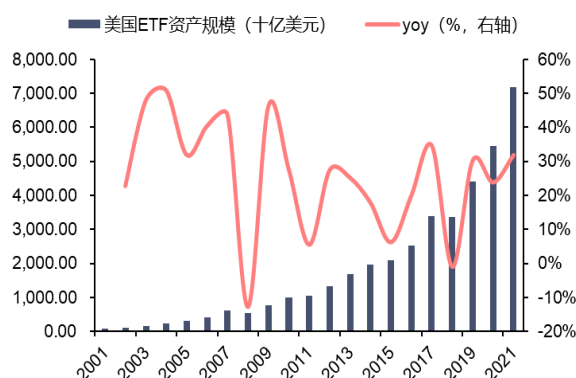
图 21：ETF 基金交易机制



资料来源：信达证券研发中心

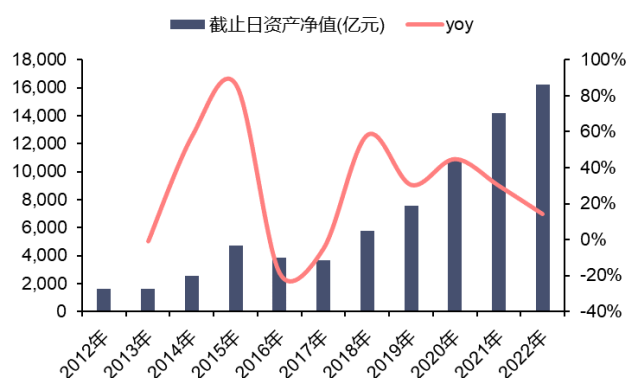
海内外 ETF 配置需求近年来持续增长，我国 ETF 起源较早，近年整体规模保持较快增速。从全球来看，ETF 资产是成熟市场中表现较为出色的一类资产配置。2021 年末，美国 ETF 资产规模 7.19 万亿美元，五年 CAGR23.3%，在 34.16 万亿市场基金（包含共同基金和 ETF 基金）资产中占比 21.1%。我国最早一只 ETF 基金是华夏基金于 2004 年底发行的上证 50ETF，2005 年 2 月在上交所上市交易。2006 年，市场上成立了分别跟踪上证 180 指数、深证 100 指数、中小企业 100 指数、上证红利指数的四只 ETF 基金，ETF 类型从综合/规模类拓展到了风格类。2018 年以来，我国 ETF 规模保持了较快增长，截至 2022 年，我国 ETF 基金资产净值规模 1.45 万亿，五年 CAGR 达 34.7%。

图 22：美国 ETF 资产规模及增速



资料来源：同花顺、信达证券研发中心

图 23：中国 ETF 资产规模及增速



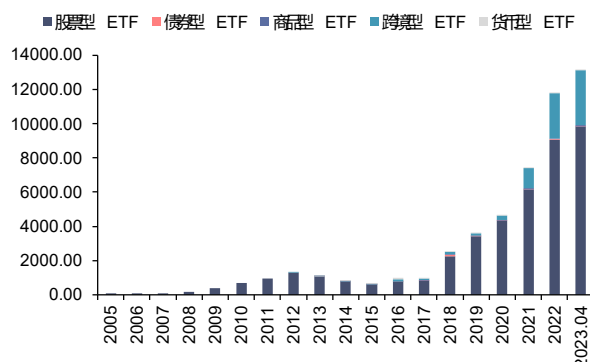
资料来源：同花顺、信达证券研发中心

境内 ETF 规模与标的市场规模的比值有所上升，但仍远低于海外水平。截至 2022 年，从 ETF 规模与标的市场规模的比值来看，境内股票 ETF 占 A 股流通市值的 1.26%，债券 ETF 占境内交易所债券市场总规模的 0.29%，但远低于美国 2020 年水平（8.25%和 0.29%）。请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

2.26%)。

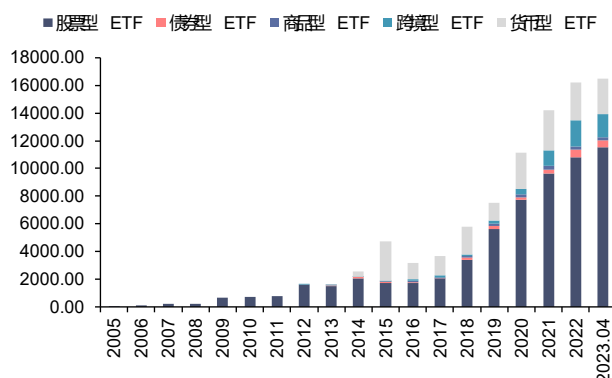
从基金跟踪标的类型看，ETF 基金的类型包括股票、债券、商品、跨境和货币型，股票 ETF 占主导地位。2023 年 4 月底各类型 ETF 基金规模分别为 11540.67 亿元、470.60 亿元、231.01 亿元、1663.95 亿元、2582.52 亿元，占比分别为 69.99%、2.85%、1.40%、10.09%、15.66%。

图 24: ETF 基金各类型份额 (亿份)



资料来源:同花顺、信达证券研发中心

图 25: ETF 基金各类型规模 (亿元)

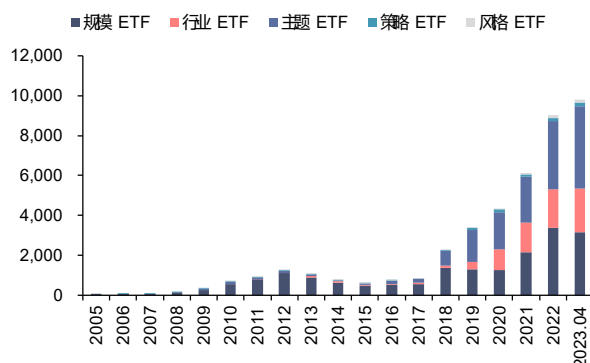


资料来源:同花顺、信达证券研发中心

规模类股票型 ETF 在我国 ETF 市场中始终占据领先地位，是 ETF 市场中的“中流砥柱”。2018 年至 2023 年 4 月底，规模类 ETF 规模由 2498.38 亿元增长至 5491.00 亿元，复合年均增长率为 19.93%，在股票型 ETF 中规模持续领先，受到投资者青睐。目前规模类 ETF 主要集中在七大市场主流综合指数，分别是沪深 300、中证 500、中证 1000、上证 50、上证指数、科创 50 和深证成指，其中跟踪中证 500 指数的 ETF 数量最多，共有 28 只，总规模达 703.20 亿元。

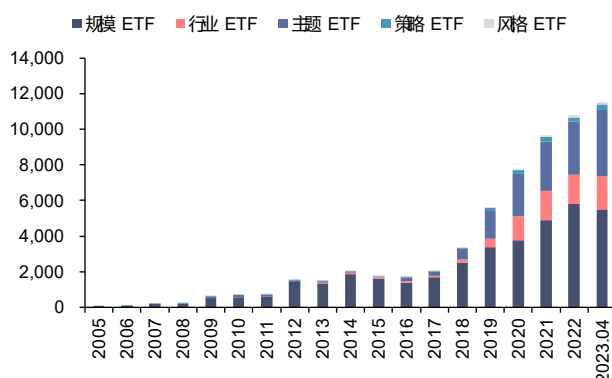
近几年的结构化行情使行业主题 ETF 的发展走上了快车道。2018 年至 2023 年 4 月底，行业类 ETF 规模由 167.57 亿元增长至 1861.93 亿元，复合年均增长率为 74.32%，主题类 ETF 规模由 632.06 亿元增长至 3748.40 亿元，复合年均增长率为 50.80%。行业类 ETF 和主题类 ETF 合计规模占股票 ETF 规模的比重达到 48.76%。

图 26: 股票 ETF 基金各类型份额 (亿份)



资料来源:同花顺、信达证券研发中心

图 27: 股票 ETF 基金各类型规模 (亿元)



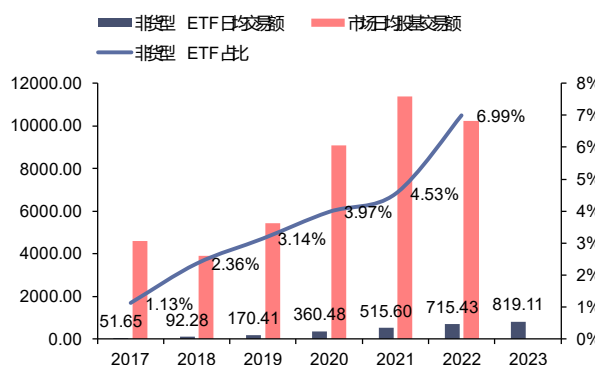
资料来源:同花顺、信达证券研发中心

近年来，投资者对于非货币型 ETF 基金的投资热情在不断提升。2017 年，非货币型 ETF 基金日均交易额为 51.65 亿元，2022 年提升至 715.43 亿元，复合年均增长率为 69.16%，增速远超市场总体情况，占总市场日均交易额的比重由 1.13%提升至 6.99%。

股票型 ETF 仍贡献了主要的交易额，但近两年占比有所下降。2017 年至 2021 年，股票型 ETF 日均交易额由 20.65 亿元提升至 422.18 亿元，复合年均增长率为 112.63%，占总非货型 ETF 比重由 40% 提升至 82%。2022 年以来，受新冠疫情、国际政治经济环境复杂等因素带来的影响，投资者对于股票型 ETF 的投资热情增长幅度略有下滑，但日均交易额仍呈现逆市提升的态势。

收益波动较小的债券型 ETF 和多元化投资的跨境型 ETF 受到追捧。2023 年 1-4 月，规模占比为 2.85% 的债券型 ETF 贡献了 17.63% 的日均交易额，规模占比为 10.09% 的跨境型 ETF 贡献了 23.83% 的日均交易额。

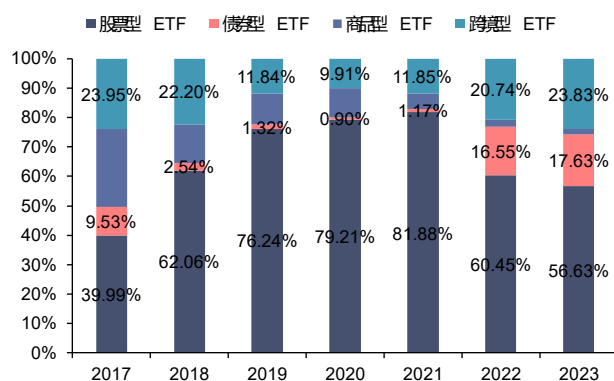
图 28：非货型 ETF 日均交易额占比提升



资料来源:同花顺、信达证券研发中心

注：数据截止到 2023.04

图 29：非货型 ETF 基金各类型日均交易额比重



资料来源:同花顺、信达证券研发中心

注：数据截止到 2023.04

相比于其他金融机构，券商在 ETF 基金交易和配置方面具有天然优势：一方面，ETF 作为场内基金，无论是在一级市场进行申购赎回还是在二级市场进行买卖交易，投资者均需满足在券商开通 A 股账户的条件；另外一方面，拥有场内基金做市商资格的券商可以更为便捷地将投资者引向 ETF 基金货架，并提供更为专业的投资建议。截至 2023 年 4 月底，上交所基金市场做市商共有 30 家，其中主做市商 18 家，一般做市商 12 家，参与的 ETF 基金产品共有 467 只，占有所有 ETF 产品数量的 59.19%。

头部券商 ETF 基金交易贡献较突出。根据同花顺统计数据，中信证券 2022 年交易 ETF 基金 371 只，占总交易基金数量的比重为 8.05%，产生的佣金费用收入合计 6669 万元，占总佣金比重为 4.93%。华泰证券 2022 年 ETF 交易佣金比重高达 10.39%，位居行业第一，申万宏源 ETF 基金交易数量占比为 9.17%。

表 10：部分券商 2022 年基金交易佣金情况

证券公司	ETF 交易只数	ETF 佣金(万元)	总交易基金只数	总佣金 (万元)	ETF 交易只数占比	ETF 佣金占比
中信证券	371	6,669	4611	135261	8.05%	4.93%
华泰证券	311	6,532	3516	62843	8.85%	10.39%
广发证券	332	5,991	4016	93578	8.27%	6.40%
中信建投	348	5,092	4252	97913	8.18%	5.20%
招商证券	354	3,997	4081	75198	8.67%	5.32%
国信证券	245	3,401	3105	36158	7.89%	9.41%
长江证券	285	2,803	3939	95446	7.24%	2.94%
申万宏源	240	2,429	2618	42914	9.17%	5.66%
海通证券	300	2,378	3891	68665	7.71%	3.46%
国泰君安	262	2,285	3506	72847	7.47%	3.14%
光大证券	186	1,904	2907	42681	6.40%	4.46%
东方证券	233	1,890	3334	64251	6.99%	2.94%

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

方正证券	245	1,602	3003	37064	8.16%	4.32%
中国银河	228	1,594	2970	30712	7.68%	5.19%
中金公司	257	1,380	3328	50949	7.72%	2.71%
东方财富	177	1,318	2333	42721	7.59%	3.08%
浙商证券	135	721	1931	37835	6.99%	1.91%
天风证券	189	676	2907	51334	6.50%	1.32%
华西证券	145	659	2094	29976	6.92%	2.20%
兴业证券	219	643	3575	60887	6.13%	1.06%
东吴证券	171	439	2669	42176	6.41%	1.04%
第一创业	57	335	827	5845	6.89%	5.73%
长城证券	132	306	1705	10972	7.74%	2.79%
西部证券	106	284	1765	19605	6.01%	1.45%
信达证券	103	236	1783	25761	5.78%	0.92%
华安证券	86	229	1268	9079	6.78%	2.53%
国联证券	76	225	1201	7941	6.33%	2.83%
开源证券	116	185	1637	25509	7.09%	0.73%
太平洋	105	38	1571	7051	6.68%	0.54%
南京证券	37	34	482	2260	7.68%	1.52%
东兴证券	90	31	2021	9192	4.45%	0.33%
山西证券	36	5	818	3146	4.40%	0.15%
红塔证券	12		250	114	4.80%	

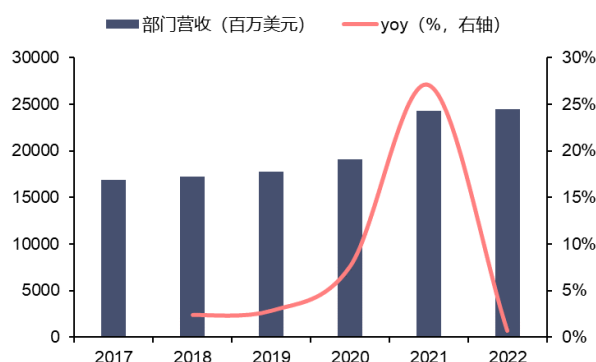
资料来源：同花顺，信达证券研发中心

四、遥望与展望：“规模+效率”，券商财富管理发展之路

4.1 他山之石：摩根士丹利是财富管理转型的成功案例

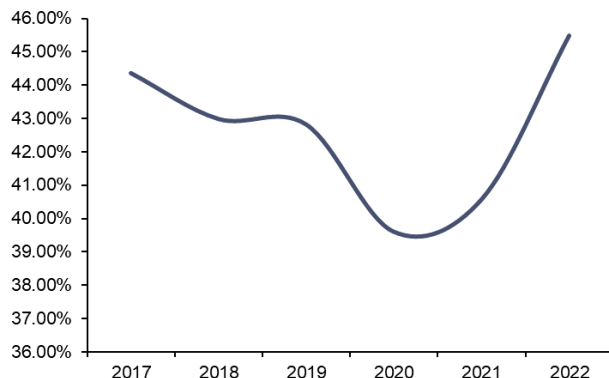
财富管理业务是摩根士丹利业务增长的主要驱动力之一，收入占比持续提升，公司成功实现财富管理转型。金融危机以来，财富管理业务逐渐成为公司收入的支柱。2022 年公司财富管理业务收入为 244.17 亿美元，占总收入比重从 2008 年的 31.7% 提升至 45.5%。

图 30：摩根士丹利财富管理部门营收及增速



资料来源：同花顺、信达证券研发中心

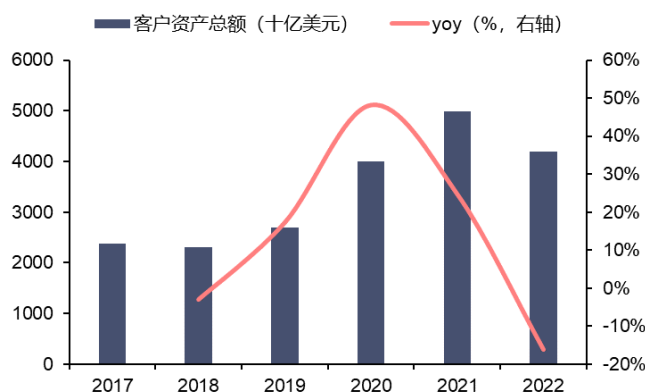
图 31：摩根士丹利财富管理业务收入占比



资料来源：同花顺、信达证券研发中心

坚持做大规模，扩大客群覆盖，丰富财富管理内涵。摩根士丹利的财富管理扩容历经多次并购。1) 收购摩根士丹利美邦，提升线下客户覆盖，实现规模效应。2009 年公司支付 27 亿美元与花旗银行成立合资公司 MSSB，随后逐步收购 MSSB 股份，并在 2013 年获得全部股权。2009 年，公司投顾、网点数、客户资产规模跃升，全球代表由 8400 名增至 18000 名，线下网点由 500 个增至 895 个，客户资产规模增加了 185.71% 至 1.56 万亿美元。公司成为全球前三的财富管理机构，西部和东北地区业务布局得到加强。2) 收购 Solium capital 和 E-trade，布局企业财富客户及线上客群。2019 年 2 月，摩根士丹利以 9 亿美元收购了初创企业员工持股计划管理机构 Solium Capital，获取了大批来自优质企业的年轻高潜客群，从相对标准化的智能投顾服务做起，伴随这些客户成长并逐步加深专业经营。2020 年 2 月，摩根士丹利宣布收购互联网券商 E-Trade（亿创理财），进军大众金融理财服务。E-Trade 是电子券商和线上银行领域的先驱，它向客户提供全套的线上银行服务，包括证券账户、支票和高收益储蓄账户，公司拥有 520 多万个账户，其零售客户资产超过 3600 亿美元，收购之后，摩根士丹利客户资产规模进一步扩张。

图 32：摩根士丹利财富管理客户资产及增长率



资料来源：摩根士丹利年报，信达证券研发中心

高度重视信息技术对业务的变革、引领和融合，持续加大金融科技投入，为财富管理服

提质增效。CEO James Gorman 于 2018 年 6 月表示，摩根士丹利将每年花费 40 亿美元投资科技，该费用是公司 2017 年 103 亿美元预算（不包括人工费用）的 40%，占 2017 年营业收入（379 亿美元）的 10.6%。美国 CIO 杂志曾对不同规模公司的 IT 投资进行了调研，结果显示，小公司（年收入少于 5 千万美元）一般花费年收入的 6.9%；中型公司（年收入 5 千万美元~20 亿美元）一般 IT 投入 4.1%；大型公司（年收入 20 亿以上）一般 IT 投入 3.2%。摩根士丹利每年 IT 投入远远高于与公司统一级别的其他公司。除此之外，在人员投入方面，公司在财富管理领域设置了首席信息官、首席数字官、首席数据和分析官等。

1) 技术和应用方面，摩根士丹利在云计算、大数据、人工智能、生物特征等现代科技领域全面铺开。公司的金融科技技术布局包括生物特征识别、语音识别和来电识别防止诈骗、财富管理、借贷、云计算、支付、大数据、监管科技、AI 等领域。根据 bankingtech 网上公布信息，2018 年 Banking Technology Award 的最佳应用中，摩根士丹利是入围奖项最多的公司。**在财富管理领域，借助金融科技能力，公司搭建了财富管理业务平台 Next Best Action、财富管理计划 Goals Planning System。NBA 系统**即“下一步最优行动系统”，其具备了提供投资建议、提供操作预警、辅助解决客户日常事务的功能，是摩根士丹利财富管理业务的核心平台以及投资顾问的主要工作平台，平台上的分析预测、人工智能、大数据等技术大大提高了投资顾问与客户的沟通能力；而“GPS 系统”即是“目标规划系统”，其根据生命周期理论这一原理，提供了涵盖客户不同生命阶段的财富管理服务，服务内容包括了基于不同的人生目标提供个性化的财富规划、帮助客户抵御市场风险，实现财富增值、科学打理财富并合理分配使用，实现对客户整个生命周期中财富的管理。

2) 坚持人性化、有温度的投顾服务，寻求科技辅助投顾之路。摩根士丹利虽然一直在将机器学习、预测分析、工作流等现代信息技术应用到财富管理领域，但摩根士丹利坚信，尽管机器人投顾盛行，但客户仍然需要人性化的、有温度的客户服务。摩根士丹利在财富管理领域的金融科技应用紧紧围绕解放投资顾问、提升客户服务体验开展。根据公司的经验，很多客户在与投顾沟通时往往会谈及复杂的生活话题，而摩根士丹利认为这也是投资顾问应该专业回应的职责，也借机发现商机。摩根士丹利的调查显示，不仅年长的客户，82% 的千禧一代也希望更多的人工投顾服务。因此，摩根士丹利希望借助机器学习、预测分析等现代信息技术帮助投资顾问更迅速、更敏捷、更高效的服务客户，追求机器和人工的平衡，从而达到最佳服务效果。如前文所述，2023 年，摩根士丹利与 OPENAI 开展合作，将其包含数十万页涵盖投资策略、市场研究和评论以及分析师见解的知识和洞见的内容库与 GPT 技术相结合，赋能其投资顾问。此项尝试将有望有效地释放摩根士丹利财富管理累积知识，提升投资顾问的服务能力。

4.2 国内券商的借鉴及展望：充分把握资本市场独特地位，实现财富管理转型

依托自身独特地位，以差异化产品为抓手做大财富管理规模。当前财富管理领域已形成了银行、券商、第三方机构为核心的竞争格局，如前文所述，我们认为券商凭借自身独特地位，在包括券结基金、基金投顾、ETF 等在内的产品上具备优势，有望以此为抓手，把握财富管理长逻辑，开拓业务内生或并购增长的广阔空间，持续提升财富管理客户资产规模、市占率。

持续投入布局线上端，实现客户数量及资产扩容。美国头部证券公司摩根士丹利和嘉信理财在基础客群增速放缓后，均选择了以并购零售经纪商的形式继续扩容基础客户规模。当前部分券商在社交类 APP 中主要以投资者教育、品牌形象传播等方式吸引粉丝关注，部分券商宣传效果较好，已具备一定规模潜在客群。如抖音平台中，东吴证券两大 IP “东吴小清”和“小清聊财经”在该平台已拥有超 100 万粉丝。我们预计，随着三方导流相关监管政策有望逐渐明晰，券商线上渠道的能力布局将有望重塑流量端格局。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

持续提升产品力和投顾能力，提供以客户需求为中心的服务。财富管理业务从销售产品为主导的“卖方”时代逐步走向以客户需求为中心的“买方”时代，核心竞争力主要在于产品体系和投顾能力。如中信建投证券基金投顾策略涵盖货币增强、纯债、固收+、股债平衡、纯股等多种策略，可以匹配各种风险偏好，满足客户在流动性管理、财富保值增值、追求绝对收益、追求相对收益等方面的多种需求。中信建投“蜻蜓管家”注重投资者体验，围绕投资陪伴的服务主旨，为投资者带来时刻可感知的贴心服务，产品重点布局一是以客户为中心的服务理念，二是投资端和投顾端的团队及服务内容，三是开放的财富管理生态圈。

坚持先进科技赋能，实现买方模式转变。亦如前文所述，我们预计，AIGC 在内容生成领域的强大能力将显著驱动财富管理产品营销、智能投顾平台建设、虚拟投顾等领域的“内容”整合。券商在资本市场研究、投资策略等内容方面具备传统优势，但这些大量的信息分布在许多内部网站上，主要以 PDF 形式呈现。借助生成式 AI 的能力，有望充分整合其为更易获取和展现的方式，赋能直接或间接的投顾服务。

五、建议关注

中金公司：中金公司具备国际化的视野，财富管理领域布局领先，为实现“买方模式”转型奠定强大基础。2022 年，公司财富管理业务的客户及产品保有量规模实现较快增长。公司高净值客群规模领先，且对服务质量认可度较高，我们预计能够前瞻把握客户财富管理需求。此外，公司专注金融科技赋能，技术领域投入长期领先，我们预计有望持续提升财富管理效率。

中信证券：公司具备多业务条线领先的综合实力，财富管理方面，非货基金保有规模、券结基金、ETF 基金分佣、基金投顾等方面具备规模优势。2022 年，公司重点推出家族办公室整体解决方案，完善财富管理布局。依托公司综合金融服务优势，公司不断深化以客户为中心的发展模式，强化财富配置与投资顾问专业能力。

招商证券：公司 2023Q1 股+混公募基金和非货币市场公募基金保有规模分别为 700 亿元、752 亿元，均排名证券公司第 5，市占率同比亦小幅上行。公司深入推动财富管理业务转型，通过“科技赋能、专业配置、全程陪伴”三位一体，建设具有券商特色的大财富管理服务体系。持续发挥券商研究优势，构建以“私募 50”和“公募优选”为核心的优选产品体系，公司着力打造买方投顾业务，旗下基金投顾“e 招投”累计签约客户数 4.02 万户，累计签约资产 96.52 亿元，财富管理业务推进成效显著。

东方证券：公司持续推进经纪业务向财富管理转型，充分结合公司自身优势与积累，形成了代理买卖证券、公募产品代销、公募基金投顾、机构理财、私人财富管理等业务协同矩阵。公司率先探索基金投顾外延合作模式，2022 年末，基金投顾业务共推出了“悦”系列和“钉”系列两个产品体系，共 13 只投资组合策略，规模约 149 亿元，服务客户约 16 万，基金投顾业务买方服务模式逐步成熟，规模增速明显。

六、风险因素

- 1、资本市场波动影响投资者入市：若资本市场大幅波动将可能影响投资者入市情绪，导致股基交易水平、新发基金规模下行等，对财富管理形成拖累。
- 2、资本市场改革进展不及预期：若资本市场资产优化、投资者准入等相关制度推进缓慢，则可能影响市场资金流入。
- 3、券商与互联网机构线上流量合作不及预期：若线上流量端相关政策落地不及预期，或影响券商线上端流量扩容。
- 4、买方投顾模式推进不及预期：若财富管理市场需求未被充分释放，可能导致买方投顾模式不能匹配客户需求，或将推迟买方投顾下的财富管理业绩兑现。

研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022 年 8 月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022 年 6 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。