

美国共同基金费率下行时期的特征及业务机遇

相关研究：

1. 《财富管理研究系列一：全球财富管理发展历程及模式梳理》
2022.03.30
2. 《财富管理研究系列二：个人养老金制度对财富管理行业的影响和机遇》
2022.09.26

行业评级：增持（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-2	-8	13
绝对收益	-3	-9	24

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张智琨

证书编号：S0500521120002

Tel: (8621) 50295363

Email: zzl6599@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

美国共同基金费率呈长期下行趋势，降费扩容推动投顾业务发展

美国共同基金平均总费率自 1980 年起持续下行，并且销售费率较运营费率下降更早、降幅更大，12b-1 费用也未能弥补销售费用的减少。根据 ICI 数据，1980 年美国的股票型共同基金资产加权平均费率为 2.31%，1997 年下降至 1.44%，这主要是免佣基金占比迅速提升，导致销售费率快速下行。相较而言，运营费率下降相对更慢，从 1996 年开始才逐步下降，2008 年之后加速下行，2023 年权益基金的平均运营费率降至 0.42%，低费率的指数基金规模扩张是主要驱动因素。在降费扩容的背景下，基金销售机构开始向基于客户 AUM 收费的买方投顾转型，进而对冲基金销售收入的下降。从需求端看，养老金通过共同基金入市为投顾业务打开了发展空间，美国投资者倾向于使用专业投资顾问，投顾管理的客户资产规模和客户数量稳定增长。此外，被动投资兴起叠加投资者对低费率产品的偏爱，指数基金产品成为投顾的主要配置品种，推动行业平均费率进一步下行。

嘉信理财：通过折扣券商做大 AUM，转型财富管理丰富变现模式

公司早期作为折扣券商为大众零售客户提供低佣金和高性价比的服务进行引流，客户资产规模持续增加。随着佣金竞争加剧、代销费率下行，公司推出以共同基金超市和投顾服务为主的财富管理业务，对冲了佣金收入的下降。公司的投顾业务有两类模式：一是外包模式，即公司基于自身技术和客户资源优势，为第三方投顾 RIAs 提供展业平台和工具，向其收取客户推荐服务费；二是通过自有的投顾团队为客户提供个性化的财务规划和组合管理服务，基于资产规模向客户收取服务费。公司基于 AUM 收费的投顾服务收入占资产管理收入比重持续提升，2024 年占比为 37%，投顾服务费率明显高于基金管理费率。此外，公司通过设立银行将证券经纪账户中的闲置客户资金转化为开展息差业务的低息存款，进一步丰富盈利模式。

经验启示：迎接被动化浪潮，加快买方投顾转型

国内公募基金销售费率改革有望在今年落地，券商代销收入将进一步面临压力。参考美国经验，被动投资占比在共同基金降费扩容趋势下持续提升，以 ETF 为代表的指数产品规模快速增长，成为养老金及投顾的主要配置品种，进一步推动投顾业务发展。

我国在政策层面推动发展指数化投资，ETF 有望成为各类投资者入市的重要工具，为买方投顾转型带来机遇。从代销业务看，券商在权益类产品的服务方面更具专业性，同时券商客户对权益类产品的认知更深，风险偏好较高，因此在指数基金扩容背景下保有规模明显增长，市占率保持在较高水平，尤其是头部机构的规模优势明显。从投顾业务看，基于指数基金开发的投顾策略更重视宏观大类和中观行业选择，策略核心从主动基金的业绩评价转向资产配置，而 ETF 底层资产能够涵盖股票、债券、商品等大类资产，有助于丰富投顾策略，但对投顾的专业能力、策略开发能力要求也相应提高。此外，指数基金产品费率较低，并且还有进一步下行压力，而投顾服务可以基于客户资产规模收费，有规模优势的券商加快投顾业务转型将实现“以量补价”。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

□ 投资建议

美国共同基金费率长期下行，但居民财富不断积累及养老金入市推动规模持续增长，财富管理机构加快买方投顾转型弥补了费率下行带来的影响。嘉信理财作为折扣券商通过做大客户 AUM 并丰富变现模式，成功转型为财富管理巨头。对国内券商而言，公募基金销售费率改革在即，降费扩容是大势所趋，参考美国经验，抓住指数基金发展机遇积累客户资产，同时加快买方投顾转型是对冲降费影响的重要方式。建议关注获客能力强、ETF 综合服务能力强、投顾业务发展较快的头部券商，维持行业“增持”评级。

□ 风险提示

宏观经济复苏不及预期导致权益市场波动加剧；推动资本市场高质量发展政策落地不及预期；行业监管趋严加剧费率下行，导致相关业务收入下滑超预期等。

正文目录

1 以史为镜：美国共同基金费率呈长期下行趋势.....	3
1.1 销售费率先于运营费率下行.....	3
1.2 免佣基金兴起，销售费率下行加剧.....	6
1.3 基金降费扩容，转型买方投顾.....	8
1.4 被动投资受到青睐，加速费率下行趋势.....	14
2 嘉信理财：切入折扣券商，转型财富管理.....	15
2.1 发展历程：从折扣券商成长为财富管理巨头.....	15
2.2 商业模式：引流积累 AUM，拓宽变现渠道.....	19
2.3 投顾业务：赋能 RIA 展业，打造自有投顾团队.....	22
3 经验启示：迎接被动化浪潮，加快买方投顾转型.....	24
4 投资建议.....	25
5 风险提示.....	25

图表目录

图 1 12b-1 费用用途占比（2004 年）.....	4
图 2 用于股东服务的费用构成（2004 年）.....	4
图 3 美国股票型共同基金平均费率（单位：%）.....	6
图 4 美国债券型共同基金平均费率（单位：%）.....	6
图 5 权益型有佣基金的分销成本构成.....	6
图 6 1980-2001 年权益型免佣基金销售额占比（%）.....	7
图 7 各类份额的长期共同基金资产规模占比（%）.....	7
图 8 通过 IRA 和 401K 计划持有的共同基金规模（单位：十亿美元）.....	7
图 9 DC 计划持有的各类型共同基金规模占比（%）.....	8
图 10 IRA 持有的各类型共同基金规模占比（%）.....	8
图 11 美国证券行业佣金收入及占比（单位：百万美元）.....	9
图 12 2023 年投顾通过不同方式收费占比.....	9
图 13 美国长期共同基金资产规模（万亿美元）.....	10
图 14 嘉信理财共同基金服务费收入（百万美元）.....	10
图 15 2021 年通过不同渠道购买共同基金的居民占比.....	11
图 16 投资者使用专业投顾的占比（按资产规模分）.....	11
图 17 投资者获取投资建议的方式（按资产规模分）.....	11
图 18 美国投顾管理的资产规模（单位：十亿美元）.....	11
图 19 投资者获取投资建议的方式（按资产规模分）.....	11
图 20 投顾数量和客户 AUM 规模分布（按投顾管理规模分）.....	12
图 21 跑输标普 500 的大市值股票基金数量占比.....	14
图 22 被动基金和主动基金资产规模占比变化.....	14
图 23 主动和指数型股票共同基金运营费率（%）.....	15
图 24 主动和指数型股票 ETF 运营费率（%）.....	15

图 25 综合经纪商投顾的客户资产配置结构 (%)	15
图 26 独立投顾的客户资产配置结构 (%)	15
图 27 嘉信理财的三大业务及盈利模式	16
图 28 嘉信理财参控股的公司	16
图 29 嘉信理财发展历程	16
图 30 嘉信理财 2000-2024 年营业收入 (单位: 百万美元)	17
图 31 嘉信理财 2000-2024 年归母净利润 (单位: 百万美元)	17
图 32 OneSource 客户共同基金资产规模 (单位: 十亿美元)	18
图 33 客户资产总规模 (单位: 十亿美元)	19
图 34 投顾管理的客户资产规模 (单位: 十亿美元)	19
图 35 活跃经纪账户数量 (单位: 千个)	20
图 36 嘉信理财收入结构	20
图 37 银行业务资金来源 (百万美元)	21
图 38 银行负债成本 (%)	21
图 39 生息业务收益率 (%)	21
图 40 基于 AUM 的投顾服务收入 (百万美元)	23
图 41 基金管理费及销售费收入 (百万美元)	23
图 42 平均客户资产规模结构 (百万美元)	23
图 43 基金管理费率和投顾服务费率 (%)	23
图 44 股票型 ETF 和股票型基金资产净值 (单位: 亿元)	24
表 1 美国共同基金的各项费用构成	3
表 2 各份额类型共同基金的费率结构	5
表 3 美国投顾机构类型及特征	13
表 4 2008 年之后嘉信理财的重要事件	19

我国公募基金费率改革于 2023 年正式启动，目前已经完成第一阶段降低主动权益类基金费率（管理费、托管费），以及第二阶段降低公募基金证券交易佣金费率，而第三阶段销售费率改革有望在 2025 年完成。美国作为成熟资本市场，共同基金费率在过去 40 多年间也经历了长期下降，但基金规模持续扩张也带来了业务机遇，在这过程中转型成功的财富管理机构值得我们研究和借鉴。

1 以史为镜：美国共同基金费率呈长期下行趋势

1.1 销售费率先于运营费率下行

美国共同基金代销机构主要赚取销售费和分销费（12b-1）。根据美国证券交易委员会（SEC）的分类，共同基金费用由一次性支付的股东费用（Shareholder Fees）和每年支付的运营费用（Operating Costs）两大类构成，前者由代销机构或基金公司在购买和赎回阶段向投资者一次性收取，后者通常每年从基金资产中提取支付，由基金持有人共同承担。

具体而言，股东费用中最主要的是销售费用（Sales Loads），这与中国公募基金类似，分为申购时收取的前端付费模式（Front-End Load）和赎回时收取的后端付费模式（Back-End Load），其中后端收费可以随着基金持有时间增加而降低。与股东服务费不同，运营费用从基金资产中计提并向基金管理人（管理费）、代销机构（12b-1 费用）、托管行（托管费）等提供服务的机构支付，由投资者间接承担，其中管理费和 12b-1 费用是重要组成。

表 1 美国共同基金的各项费用构成

费用类型	各项费用	支付对象及用途
股东费用 (Shareholder Fees)	销售费（Sales Loads），包括购买时前端收费（Front-End）和赎回时后端收费（Back-End）	购买或赎回时向销售机构支付的费用。此外，免佣基金虽不收取销售费，但也有运营费用（如 12b-1 费用）。
	赎回费（Redemption Fee）	赎回份额时由基金公司收取，弥补与股东赎回相关的基金成本。
	转换费（Exchange Fee）	转换基金时向投资者收取的费用
	账户管理费（Account Fee）	资产规模低于一定额度时收取的账户维护费
	购买费（Purchase Fee）	与销售费不同，购买费由基金公司收取，通常用于弥补基金与购买相关的一些成本。
运营费用 (Operating Costs)	管理费（Management Fee）	从基金资产中支付给基金公司用于管理投资组合；以及支付给投资顾问的行政费用（未包含在其他费用的部分）。
	分销费用（Distribution Fee），	从基金资产中支付给销售渠道，用于补偿其提供的专

常称为 12b-1 费用

业销售服务，有时也包括股东服务费。

其他费用 (Other Expenses)

包括一部分股东服务费、托管费、法务费用、会计费用、过户代理费用以及其他行政费用。

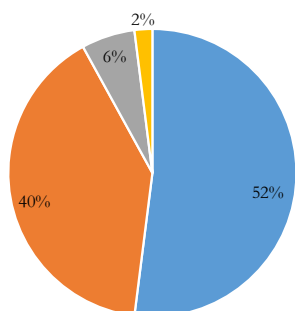
资料来源：SEC 官网、湘财证券研究所

1980 年颁布的 12b-1 规则丰富了传统的基金销售费用支付方式。根据 1940 年颁布的《投资公司法》，共同基金不得在违反 SEC 规定的情况下销售自己的基金份额，并认为共同基金直接或间接资助其自身份额的销售行为是不合适的，因此需要通过承销商进行分销，同时由投资者直接支付一次性的销售费用。

直到 1980 年，SEC 通过了 12b-1 规则，其允许共同基金从基金资产中支付与分销相关的费用，12b-1 费用可以被视为是支付销售费用的另一种方式，能够让基金持有人通过分期付款的方式支付他们从销售人员或投资顾问获得的服务，而不是像前端或后端付费那样一次性预付。ICI 数据显示，2004 年的 12b-1 费用中用于补偿股东服务和投资顾问的占比分别为 52% 和 40%，其中股东服务主要是支付给分销商及银行信托部门的费用。此外，规定明确用于支付营销和分销费用的 12b-1 费用每年不超过基金平均净资产的 0.75%，同时规定用于支付服务费的上限费率为 0.25%。

图 1 12b-1 费用用途占比 (2004 年)

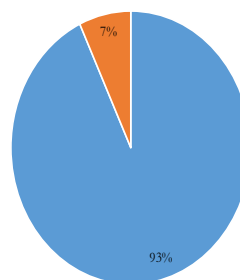
■ 持续的股东服务 ■ 投资顾问提供的建议 ■ 基金承销商 ■ 促销和广告费



资料来源：ICI、湘财证券研究所

图 2 用于股东服务的费用构成 (2004 年)

■ 向承销商和银行信托部门支付费用 ■ 向基金超市、折扣经纪商、退休计划保管人支付费用



资料来源：ICI、湘财证券研究所

根据销售费用支付情况，共同基金可分为有佣基金 (load funds) 和免佣基金 (no-load funds) 两类。收费基金通常会提供 A、B、C 三类份额：A 类份额是前端收费，同时也会收取低于其他类型的 12b-1 费用；B 类份额属于后端收费，收取或有递延销售费用 (CDSL, contingent deferred sales load) 和 12b-1

费用(相对 A 类更高),不过目前 B 类份额已经较少;C 类份额也是后端收费,在一定持有期内(通常为一年)收取 CDSL,满足持有时间要求可免征,与 B 类份额的不同之处在于 C 类份额的 12b-1 费用是这些类型里最高的。相比之下,免佣基金份额不收取前端或后端销售费用,且 12b-1 费用通常较低(上限为 0.25%)或为零。

表 2 各份额类型共同基金的费率结构

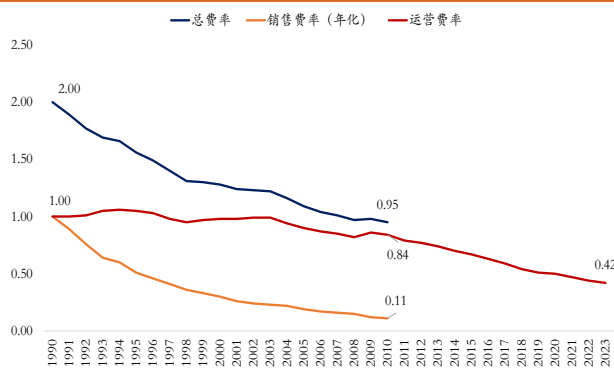
基金类型	份额类型	费率结构
有佣基金 (Load Funds)	A 类 (Front-end)	前端销售费率>1%, 12b-1 费率低于 B 和 C 类份额
	B 类 (Back-end)	前端销售费率=0%, CDSL>2%, 12b-1 费率高于 A 类份额
	C 类 (Level)	前端销售费率≤1%, CDSL≤2%, 12b-1 费率>0.25%
免佣基金 (No-load Funds)		前端销售费率=0%, CDSL=0%, 12b-1 费率≤0.25%

资料来源: SEC、ICI、湘财证券研究所

共同基金平均总费率自 1980 年起持续下行,并且销售费率较运营费率下降更早、降幅更大,12b-1 费用也未能弥补销售费用的减少。根据美国投资公司协会(ICI)数据,1980 年美国的股票型共同基金资产加权平均费率为 2.31%,1997 年下降至 1.44%,降幅达 38%,这主要是销售费率下降所致。

ICI 披露了 1990-2010 年期间的基金费率分项数据,1990 年股票型基金的销售费率(前端和后端费用)、运营费率(管理费、12b-1 费、行政费用等)均为 1%,而且 1990 年之前的销售费率要明显高于运营费率。其中,销售费率自 1990 年开始大幅下降至 2010 年的 0.11%(2010 年之后的销售费率未披露),降幅接近九成。尽管 12b-1 费用自 1980 年后增加,但由于存在上限,也未能弥补整体销售费率的下降。另一方面,运营费率下降节奏相对更慢,从 1996 年开始才逐步下降,2008 年之后加速下行,2023 年权益基金的平均运营费率降至 0.42%,较 1990 年下降约 58%。

图3 美国股票型共同基金平均费率（单位：%）

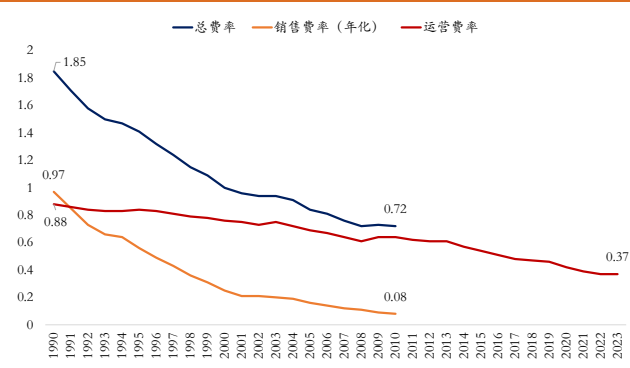


资料来源：ICI、湘财证券研究所

注：总费率=销售费率+运营费率；费率为资产规模加权平均；

2010年后ICI未披露销售费率

图4 美国债券型共同基金平均费率（单位：%）

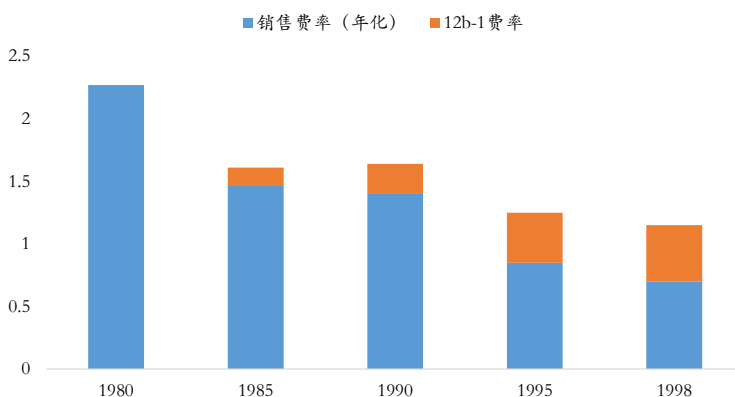


资料来源：ICI、湘财证券研究所

注：总费率=销售费率+运营费率；费率为资产规模加权平均；

2010年后ICI未披露销售费率

图5 权益型有佣基金的分销成本构成



资料来源：ICI、湘财证券研究所

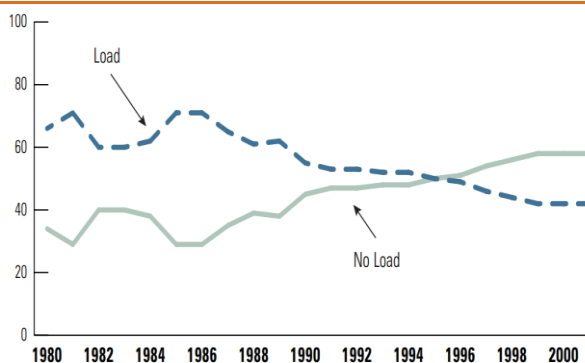
注：费率为销售额加权平均

1.2 免佣基金兴起，销售费率下行加剧

免佣基金占比迅速提升，推动行业平均费率快速下行。基金费率的下降离不开1975年美国实行佣金自由化带来的影响，在券商大打佣金价格战的背景下，由于基金产品同质化严重，投资者更加青睐低费率的产品，尤其是1975年成立的资管公司先锋领航（Vanguard）率先在1977年推出免佣基金，开启了免佣直销模式。因为免佣基金不收取前端和后端销售费用，并且12b-1费用较低甚至为零，所以对于不使用财务顾问或单独向财务顾问支付服务费用的投资者更愿意购买此类基金份额。

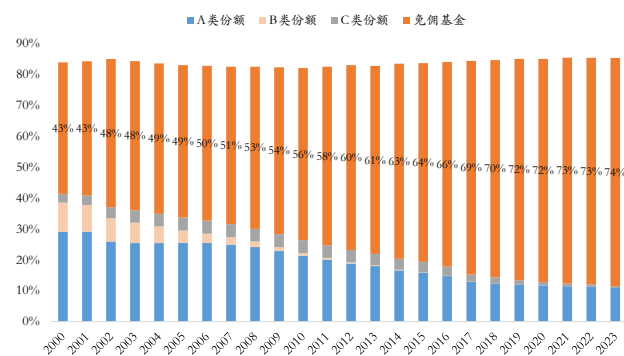
根据ICI数据，权益类免佣基金销售额占比从1986年开始显著提升，1996年占比超过有佣基金。2023年末，长期共同基金中免佣基金销售额占比达到92%（2000年仅占46%）。此外，2023年末长期共同基金中的免佣基金资产规模占比达到74%，较2000年末的43%大幅提升，成为最重要的基金类型。

图 6 1980-2001 年权益型免佣基金销售额占比 (%)



资料来源：ICI、湘财证券研究所

图 7 各类份额的长期共同基金资产规模占比 (%)



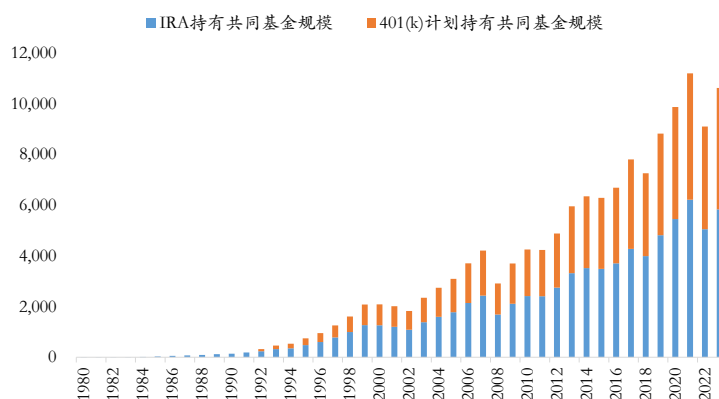
资料来源：ICI、湘财证券研究所

注：长期共同基金包括权益型、债券型、混合型；A、B、C类份额均为收费基金

以 401K 和 IRA 为代表的养老资产投向共同基金，进一步推动免佣基金扩容。美国在 1974 年推出个人退休账户 (IRA)，1978 年推出 401K 计划 (属于 DC 计划)，两类养老金规模快速增长，并且主要投向共同基金尤其是权益类基金，401K 计划中的共同基金大部分为免佣基金。根据 ICI 数据，2023 年末 401K 计划中免佣基金资产规模占比达 96%，较 2000 年的 66% 显著增长。

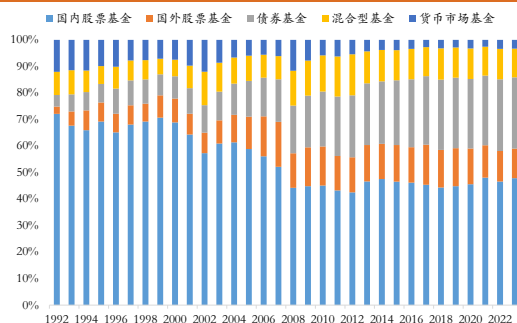
除免佣基金外，居民可以通过养老计划购买极低费率的退休计划基金份额 (R share class)，而且通过 401K 计划或 IRA 购买的有佣基金份额通常也会免除前端或后端的销售费用，因此投资者支付的销售费用总额相对于基金资产下降，进而导致平均销售费率下行。

图 8 通过 IRA 和 401K 计划持有的共同基金规模 (单位：十亿美元)



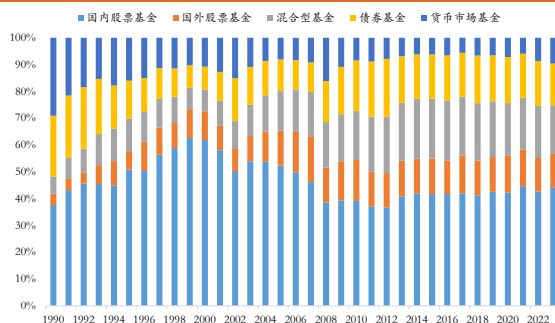
资料来源：、湘财证券研究所

图 9 DC 计划持有的各类型共同基金规模占比 (%)



资料来源： 、湘财证券研究所

图 10 IRA 持有的各类型共同基金规模占比 (%)



资料来源： 、湘财证券研究所

销售费用支付方式从一次性预付转变为基于基金资产收费（asset-based），同时投资者倾向于单独向渠道支付投顾服务费用。1980 年后，投资者一方面可以通过 12b-1 费用间接支付分销费用和咨询费用，而基金分销商会将大部分费用转移支付给为基金投资者提供服务的专业投顾，但 12b-1 费用也无法弥补费率下行带来的影响。

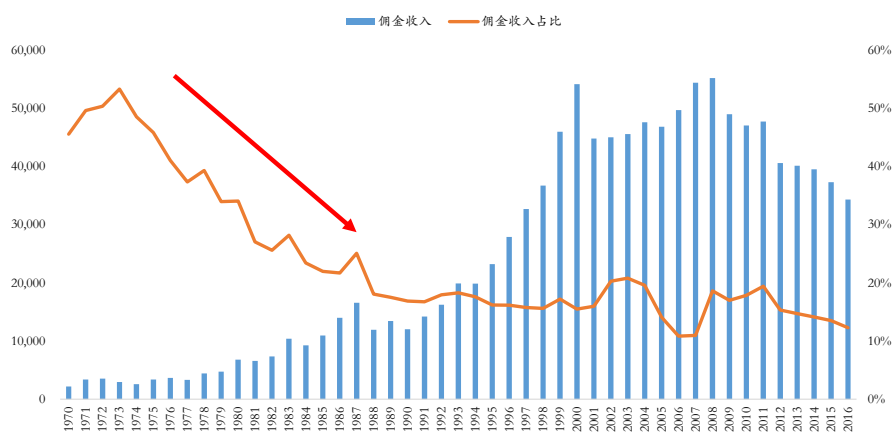
另一方面，投资者可以选择在专业投顾的帮助下购买免佣基金或配置低费率的 ETF，直接向投顾支付单独的服务费用（通常基于客户 AUM 的一定比例收费），不包含在 12b-1 费用中。因此，以上两种支付模式都会导致前端销售费用减少，拉低基金销售费率。

1.3 基金降费扩容，转型买方投顾

从供给端看，佣金价格战促使美国券商寻求业务转型，拓展财富管理业务，尤其是投顾业务受到重视。1975 年美国国会修订了 1934 年的《证券交易法》，取消固定佣金制度，实行佣金自由化。由于券商的传统经纪业务通过提供代理买卖证券及相关服务收取佣金，而佣金自由化使得经纪业务竞争加剧，贡献收入占比明显下降。根据 SEC 公布数据，美国证券行业佣金收入占比从 1975 年前的高点 50% 持续下滑至 2016 年的 12%。

面对传统经纪业务收入下滑，券商开始尝试业务多元化转型，发展以客户需求为中心的财富管理业务是券商构建核心竞争力的重要方式。例如，以嘉信理财为代表的折扣券商通过为零售客户提供廉价的经纪交易通道服务快速引流、积累客户资产，同时为客户提供财富管理服务，但通过代销金融产品获取销售费用仍是当时的主流模式。然而，免佣基金的出现打破了以赚取基金销售费用为主的卖方销售模式。在共同基金规模增长而销售费率下行的趋势下，基金销售机构开始向买方投顾模式转型。

图 11 美国证券行业佣金收入及占比（单位：百万美元）

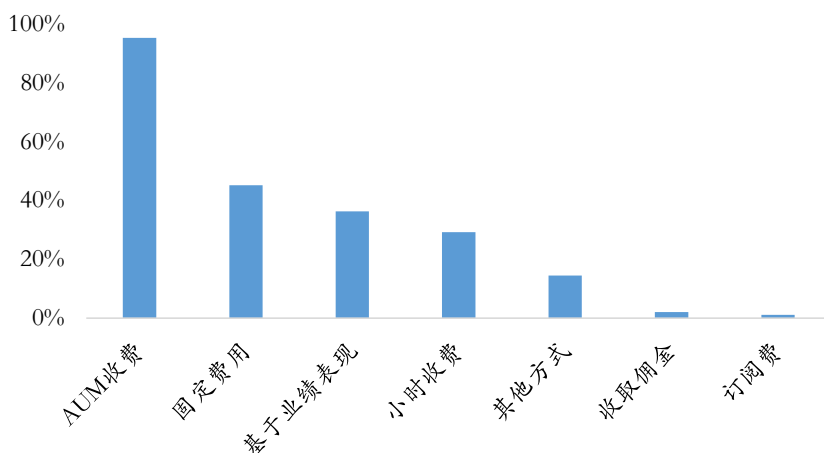


资料来源：SEC、湘财证券研究所

买方投顾主要基于客户 AUM 收取服务费，共同基金降费扩容的趋势下可以弥补基金销售收入的下降。美国投顾业务的收费模式主要分为三类，分别是佣金模式 (commission-based)、佣金+服务费模式 (fee-based) 和仅服务费模式 (fee-only)。其中 commission-based 模式是投资顾问最早期的获取报酬方式，其收费与投资交易行为相关，例如当客户购买或出售资产时才会收取前端或后端销售费用，佣金通常作为销售金额的百分比包含在产品成本中。

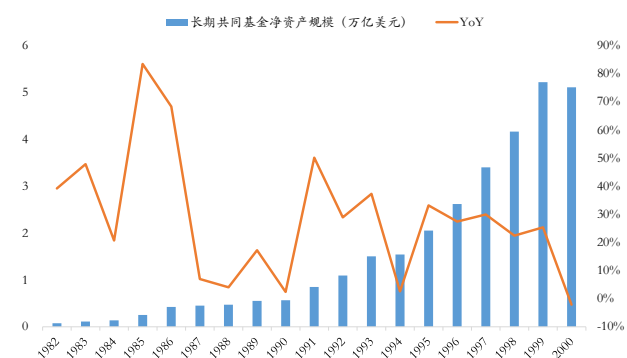
相较而言，fee-based 模式与产品和客户的投资行为均无关，而是根据投顾提供的服务时长和投资建议赚取报酬，定价方式包括基于客户 AUM 的一定比例收费、按小时收费或收取固定费用。与 fee-based 模式相比，fee-only 模式的最大区别在于投顾只接受客户支付的费用，仅代表客户的利益，而不像 fee-based 的投顾同时会作为公司的经纪人赚取佣金，导致公司与客户之间的利益冲突。

图 12 2023 年投顾通过不同方式收费占比

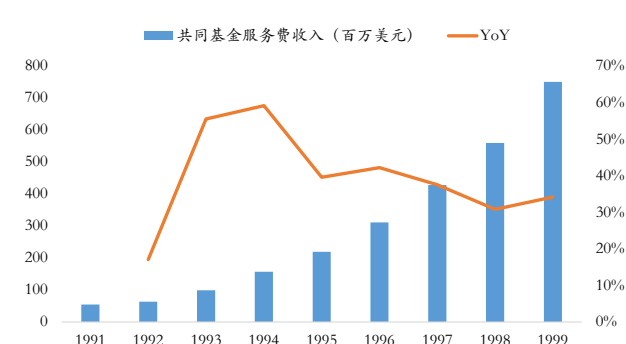


资料来源：IAA、湘财证券研究所

以嘉信理财为例，公司通过基金超市和投顾服务为客户提供丰富的基金（包括自营基金和第三方基金）交易、投资咨询服务，收费方式是基于客户账户中的基金资产规模。1991-1999 年公司的共同基金服务费收入从 5400 万美元增长至 7.5 亿美元，尤其是 1992 年推出基金超市服务（OneSource）后收入显著增长。1991-1999 年期间的该项业务收入 CAGR 达 39%，而同期美国长期共同基金规模 CAGR 约为 25%。该项收入占比从 1991 年的 9.5% 提升至 1999 年的 19%，有效弥补了行业销售费率下行带来的影响。

图 13 美国长期共同基金资产规模（万亿美元）


资料来源：ICI、湘财证券研究所

图 14 嘉信理财共同基金服务费收入（百万美元）


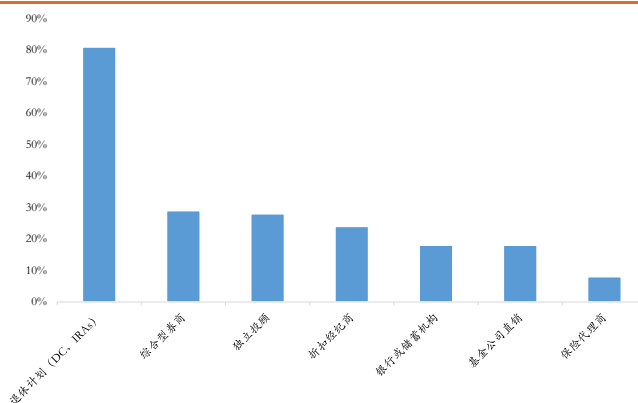
资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

注：基于基金资产规模收取的服务费

从需求端看，养老金通过共同基金入市为投顾业务打开了发展空间，美国投资者倾向于使用专业投资顾问。在推出 401K 计划和 IRA 之前，银行存款和收益确定的 DB 计划是美国居民资产的重要构成，居民不需要过多担心投资回报问题，投顾服务的价值较难体现，代销产品的卖方投顾仍是主流。随着 401K 和 IRA 推行，投资者需要进行自主投资决策并自负盈亏，这与收益固定的 DB 计划有显著差异，所以缺乏专业知识的居民更倾向于咨询投资顾问，进一步推动投顾服务需求增长。

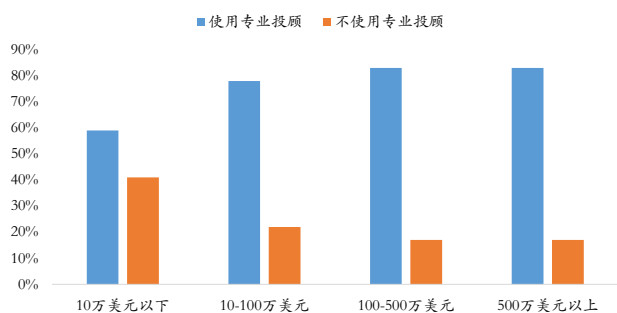
根据 ICI 统计，2021 年养老退休计划是居民最主要的基金购买渠道，占比高达 81%；在退休计划以外的渠道中，通过综合型券商和独立投资顾问购买基金的居民占比最高，分别为 29%、28%。此外，根据美国金融服务行业协会（SIFMA）与咨询公司 Cerulli 开展的调查，2019 年可投资资产规模在 10-100 万美元的受访者使用投资顾问的比例约为 78%，而且比高净值客户更依赖于投资顾问进行投资决策。

图 15 2021 年通过不同渠道购买共同基金的居民占比



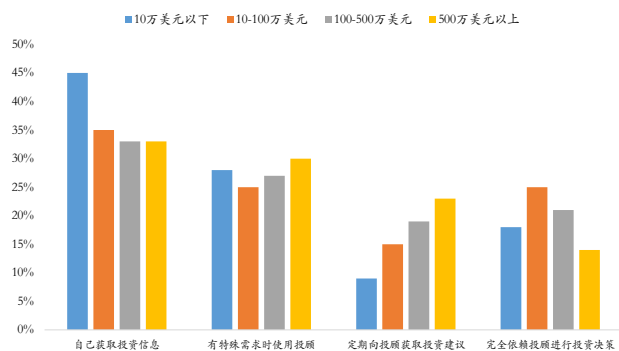
资料来源：ICI、湘财证券研究所

图 16 投资者使用专业投顾的占比（按资产规模分）



资料来源：SIFMA、Cerulli、湘财证券研究所

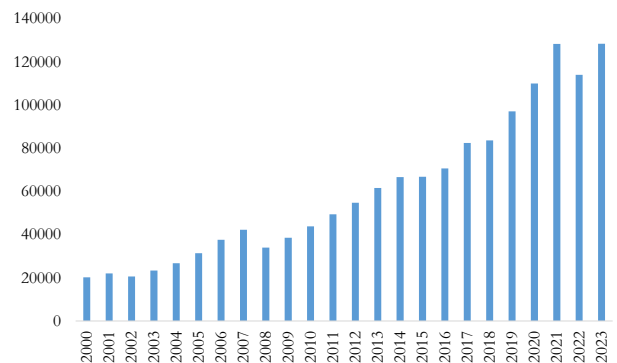
图 17 投资者获取投资建议的方式（按资产规模分）



资料来源：SIFMA、Cerulli、湘财证券研究所

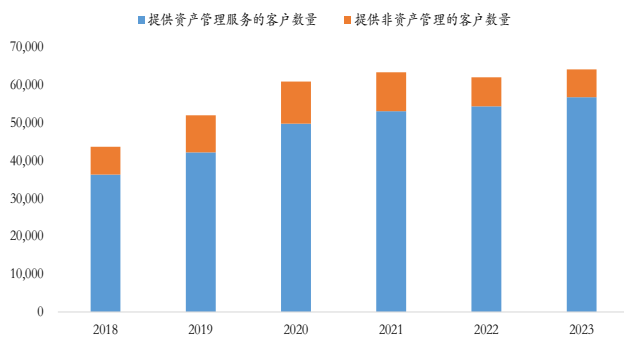
投顾管理的客户资产规模和客户数量稳定增长。根据美国投资顾问协会 (IAA) 数据, 2023 年末在 SEC 注册过的投顾管理客户资产规模为 128.4 万亿美元, 2000-2023 年期间 CAGR 达 8.4%。从客户数量看, 2023 年末投顾服务的客户数量为 6400 万个, 其中主要是需要进行资产管理的客户 (占比 89%)。从提供的服务类型看, 2023 年有 97% 的投顾提供了投资组合管理服务, 其次是财务规划服务 (44%)。

图 18 美国投顾管理的资产规模 (单位: 十亿美元)



资料来源：IAA、湘财证券研究所

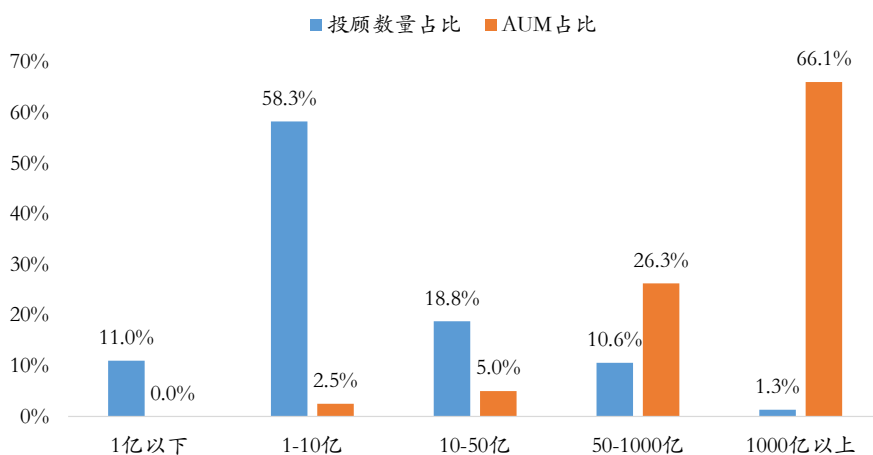
图 19 投资者获取投资建议的方式（按资产规模分）



资料来源：IAA、湘财证券研究所

美国投顾行业长尾效应明显，客户资产主要集中在大型投顾机构。根据 IAA 数据，2023 年末 88% 的投资顾问管理的资产规模小于 50 亿美元，约 92% 的客户资产由管理规模超过 50 亿美元的机构管理，其中 207 家最大的投资顾问公司管理了 66% 的客户资产。

图 20 投顾数量和客户 AUM 规模分布（按投顾管理规模分）



资料来源：IAA、湘财证券研究所

从投顾类型看，美国咨询公司 Cerulli 将投顾机构分为六类：综合性金融机构（Wirehouse）、全国及区域型经纪商（National and regional B/D）、独立经纪商（Independent B/D 或 IBD）、混合 RIA（Hybrid RIA）、独立 RIA（Independent RIA）、保险经纪商（Insurance B/D）、零售银行经纪商（Retail bank B/D）。我们根据公司性质和业务特征可以将其进一步分为：传统金融机构和第三方投顾机构。其中，传统金融机构包括综合性金融机构、全国及区域型经纪商、零售银行经纪商和保险经纪商，这些类型的投资顾问或机构直接由公司雇佣或外包，投顾没有独立的所有权和经营权，收入分成比例也偏低。例如，美国银行、UBS、摩根士丹利、富国银行就是典型的综合性金融机构，其拥有自己的财富管理子公司或投顾业务部门，为客户提供全方位的投资产品和服务。相比之下，全国及区域型经纪商的业务和经营范围更具差异化，代表公司有 Edward Jones、Robert W. Baird 等。

第三方投顾机构包括独立经纪商、混合 RIA 和独立 RIA，其作为独立的投顾机构进行展业，不受其他公司的限制，提供服务的方式也较为灵活，而且投顾也能够获取更高的收入分成比例。其中独立注册投资顾问（独立 RIA）是指在美国 SEC 或州级监管机构注册，且与经纪商没有关联的投顾机构；混合 RIA 虽然也在 SEC 或州级监管机构注册，并由顾问所有和经营，但与经纪商有业务合作，比如代销产品。因此，混合 RIA 具有双重身份，既是注册投

资顾问 (RIA)，又是券商的外包机构，投顾收入来源包括销售产品的佣金和直接收取的投顾费用。

例如，嘉信理财开展的 RIA 托管业务就属于混合 RIA，其早期以折扣券商的形式积累了大量客户资源，随后切入财富管理业务，在提供产品销售服务的同时又为 RIA 打造托管平台，帮助 RIA 获客。投资者向投顾直接支付服务费，然后再由投顾按服务费的一定比例支付给嘉信理财，作为提供客户资源的报酬。与混合 RIA 不同，独立 RIA 与券商没有合作关系，仅作为 RIA 为客户提供投顾服务，直接向客户收取的服务费是其核心收入来源。

表 3 美国投顾机构类型及特征

机构类型	定义及主要公司	服务类型特征	投顾与公司雇佣关系	投顾分成比例
综合性金融机构 (Wirehouse)	四家大型投行（包括美国银行、摩根士丹利、UBS、富国银行）	提供全方位的投资服务和产品；提供零售和商业银行产品；基于资产规模的 fee-based 收费模式。	公司雇员	30%-50%
全国及区域型经纪商 (National and regional B/D)	拥有零售金融顾问团队的全国及区域型投行；面向中等财富客户的全国性经纪商；区域型精品投行。例如，RBC、Edward Jones、Robert W. Baird、Stifel 等。	提供全方位的投资服务和产品。	公司雇员	40%-60%
独立经纪商 (Independent B/D 或 IBD)	作为独立的外包投顾机构与券商合作，可以独立开展业务。运营成本由投顾承担，但分成比例高，通常由 1-5 名投顾组成。例如，LPL Financial、Ameriprise Financial 等。	注重提供一揽子产品、共同基金、年金；提供更多的财务规划服务；	具有多种所有权结构的公司（如独资企业、有限责任公司）。经纪商的独立外包机构，不是雇员。	70%-100%
混合 RIA (Hybrid RIA)	具有双重身份，既是注册投资顾问 (RIA)，又是 B/D 的外包机构。例如，开展 RIA 托管的机构（嘉信理财、富达）；B/D 的 RIA 业务平台（LPL 的混合 RIA 模式、Raymond James 的混合 RIA 业务）；	投顾通常是双重注册，一方面提供产品销售服务（赚取佣金），另一方面也提供咨询服务（获取服务费）。	与 IBD 类似，具有多种所有权结构的公司（如独资企业、有限责任公司）。经纪商的独立外包机构，不是雇员。	100%
独立 RIA (Independent RIA)	与 B/D 没有合作关系，仅作为 RIA 提供投顾服务。例如，Hall Capital Partners、Creative Planning。	fee-based 收费模式，专注于提供财务规划和财富管理服务。	具有多种所有权结构的公司（如独资企业、有限责任公司）	100%
保险经纪商 (Insurance B/D)	保险公司内部的全服务经纪商。包括 AXA Advisors、NYLIFE Securities 等。	提供保险产品及相关解决方案	形式多样，包括公司雇员、独立外包机构等	40%-60%

零售银行经纪商 (Retail bank B/D)	通常是零售银行的分支机构。例如,富国银行(分支机构的投顾)和摩根大通是该渠道份额最大的两大机构。	提供一揽子产品 (包括零售和商业 银行)、共同基金、 年金;退休投资通 常是核心业务;	通常是银行的雇员,也 有独立外包机构(受雇 于第三方营销公司)	30%-50%
---------------------------------	--	---	---------------------------------------	---------

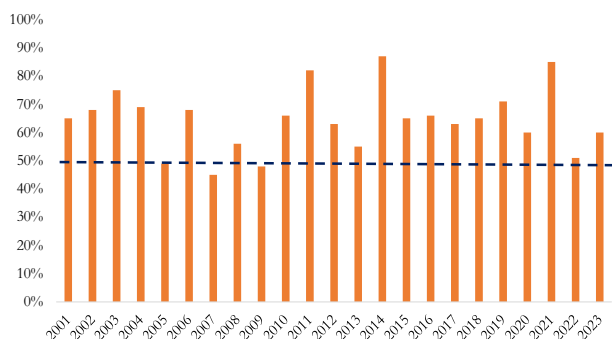
资料来源: Cerulli、湘财证券研究所

1.4 被动投资受到青睐，加速费率下行趋势

随着市场有效性增强，主动基金较难获取超额收益，被动投资更能满足投资者对资产增值的需求，叠加投资者对低费率产品的偏爱，指数基金、ETF 规模占比明显提升。根据标普道琼斯（SPIVA）数据，2001-2023 年期间大盘股票基金较难跑赢标普 500 指数，在此期间跑赢标普 500 的基金数量占比在 50%以上的只有 3 年。这一趋势使得投资者赎回主动基金，转向运营费率（主要是管理费）更低的指数共同基金及指数 ETF 等被动类产品。随着产品规模增长，2004 年之后指数型股票共同基金运营费率大幅下降，2023 年仅有 0.05%。

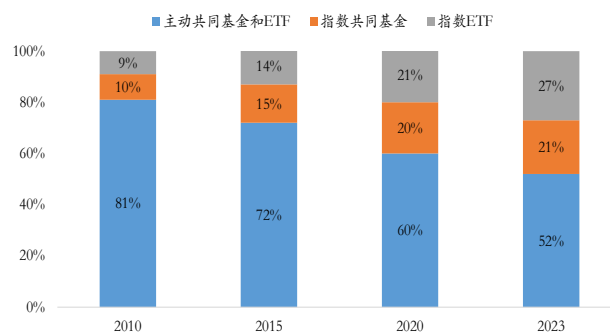
另一方面，投资者偏好低费率基金的现象存在于指数共同基金、主动管理共同基金及 ETF。根据 ICI 数据，2023 年末有 82% 的指数股票共同基金和 ETF 集中在费率处于尾部 25% 的基金中，而 70% 的主动股票共同基金和 ETF 集中在费率最低的基金中。从规模来看，2010 年末指数基金（包括共同基金和 ETF）、主动管理基金的净资产规模占比分别为 19%、81%，2023 年末分别上升至 48%、52%；其中 2023 年末指数共同基金、指数 ETF 规模占比分别为 21%、27%，较 2010 年上升 11pct、18pct。

图 21 跑输标普 500 的大市值股票基金数量占比



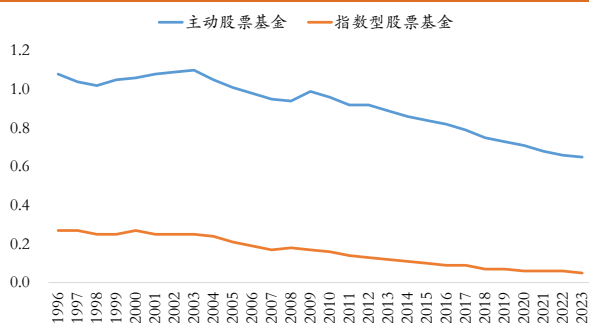
资料来源: SPIVA、湘财证券研究所

图 22 被动基金和主动基金资产规模占比变化



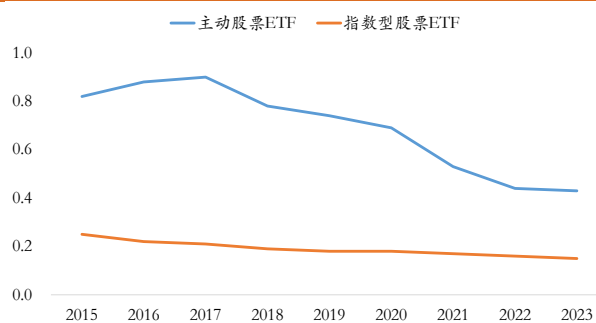
资料来源: ICI、湘财证券研究所

图 23 主动和指数型股票共同基金运营费率 (%)



资料来源：ICI、湘财证券研究所

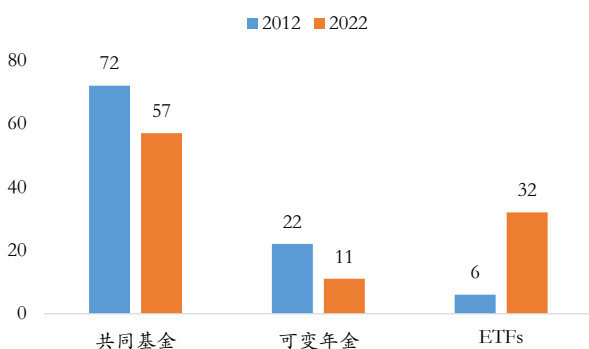
图 24 主动和指数型股票 ETF 运营费率 (%)



资料来源：ICI、湘财证券研究所

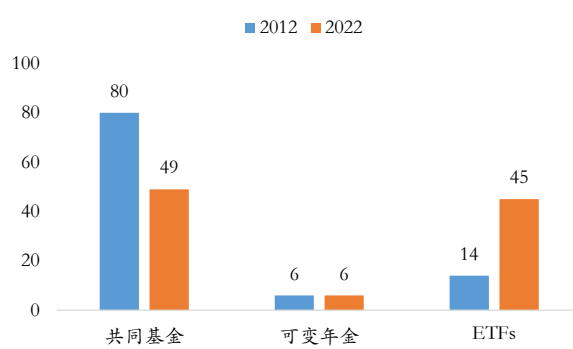
随着买方投顾发展，ETF 成为了主要配置品种。根据 ICI 数据，2022 年综合经纪商和独立投顾（fee-based 收费）管理的客户投资组合中配置共同基金的比例较 2012 年均有所下降，但是配置 ETF 的比例明显增加。独立投顾将客户组合的 45%配置了 ETF，较 2012 年的 14%显著提升。

图 25 综合经纪商投顾的客户资产配置结构 (%)



资料来源：ICI、湘财证券研究所

图 26 独立投顾的客户资产配置结构 (%)



资料来源：ICI、湘财证券研究所

2 嘉信理财：切入折扣券商，转型财富管理

2.1 发展历程：从折扣券商成长为财富管理巨头

嘉信理财构建了证券经纪、零售银行、财富管理三大业务板块，为客户提供综合性的财富管理服务。嘉信理财前身是 First Commander 公司，由 Charles Schwab 于 1971 年在加州创办，当时开展的是传统证券经纪服务以及向投资者提供标准化的交易简报。创始人于 1973 年收购全部股份后将公司更名为嘉信理财，并于 1987 年在纽交所上市，致力于为个人投资者提供优质服务，是美国具有代表性的财富管理机构。

从业务布局看，公司从最初的折扣券商向财富管理平台转型，凭借客户资源和投顾服务能力，形成了以证券经纪、零售银行和财富管理三大核心业务，收入来源从单一的佣金收入扩展到息差收入、基金管理及投资咨询服务收入。

图 27 嘉信理财的三大业务及盈利模式



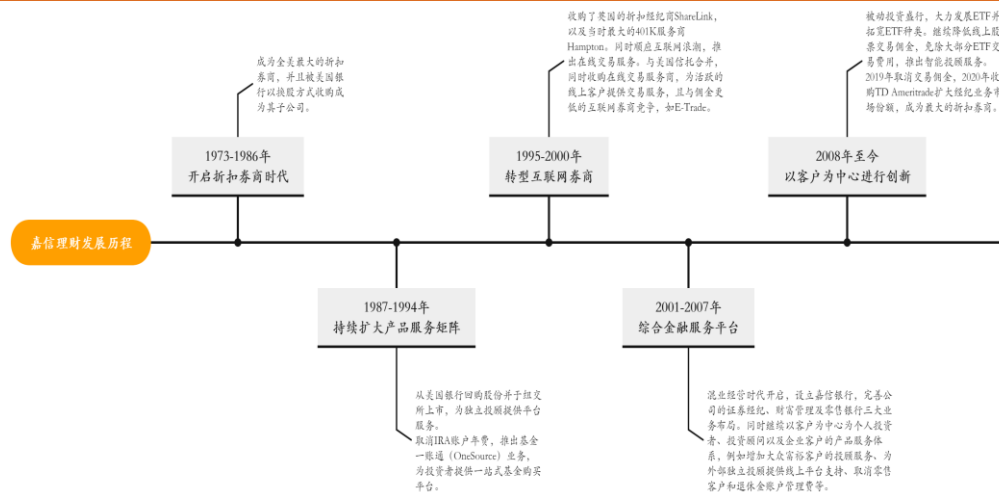
资料来源：嘉信理财 2024 年报、湘财证券研究所

图 28 嘉信理财参控股的公司



资料来源：嘉信理财 2024 年报、湘财证券研究所

图 29 嘉信理财发展历程

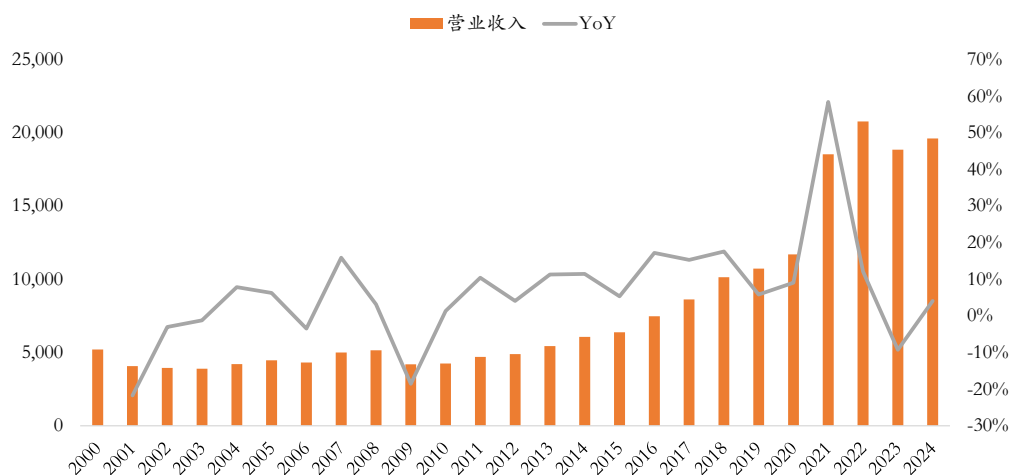


资料来源：嘉信理财公司官网、湘财证券研究所

嘉信理财的营业收入从2000年的52亿美元增长至2024年的196亿美元，复合增长率达5.7%；归母净利润从7.2亿美元增长至55亿美元，复合增长率达8.8%。我们将嘉信理财的发展历程分为五个重要阶段：

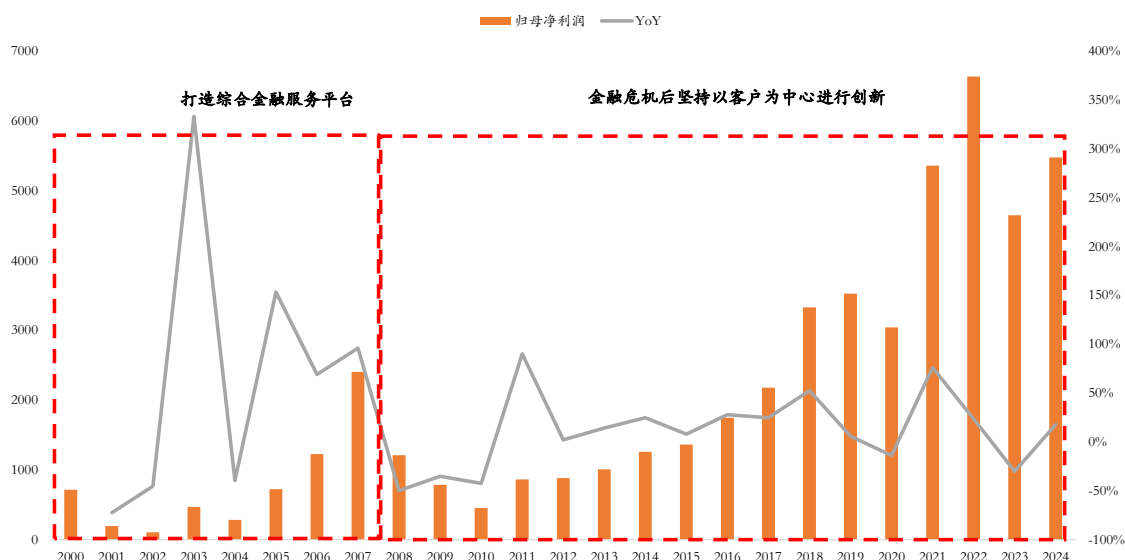
1973-1986年：折扣券商起家，规模迅速扩张。正如创始人 Charles Schwab 在其撰写的《嘉信理财持续创新之道》书中所说“嘉信理财的诞生源于我对股票经纪行业的失望”，当时高佣金和低质服务对个人投资者极为不友好。而1975年5月1日固定佣金制正式取消，嘉信理财迎来发展机遇，通过降低佣金吸引了大量个人投资者，致力于为个人投资者提供优质的服务，从此开启折扣券商时代。此外，1983年美国银行以换股方式收购嘉信理财，借助美国银行当时的声誉及资本优势，嘉信理财快速发展成为全美最大的折扣券商。

图 30 嘉信理财 2000-2024 年营业收入（单位：百万美元）



资料来源： 、湘财证券研究所

图 31 嘉信理财 2000-2024 年归母净利润（单位：百万美元）



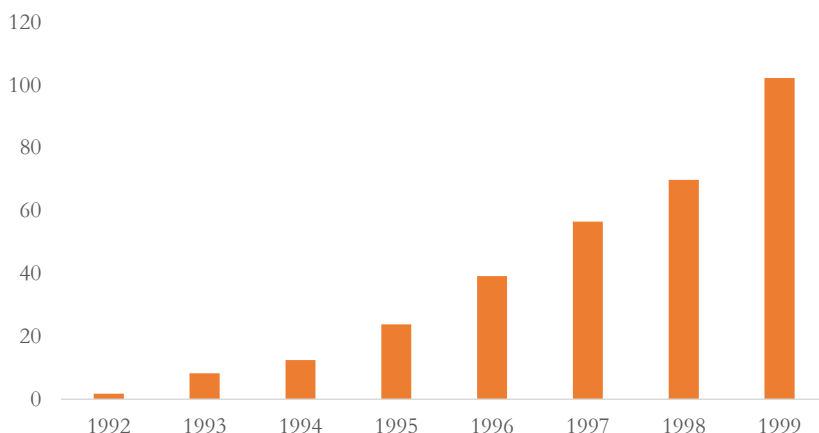
资料来源： 、湘财证券研究所

1987-1994 年：推出基金超市业务积累客户资产，公司业绩快速增长。由于后来美国银行面临严重坏账问题而削减集团开支，同时《格拉斯-斯蒂格尔法案》的存在导致嘉信还受制于银行的监管，公司发展受到影响。几经波折之后，创始人成功回购了美国银行持有的股份，并在纽交所成功上市。在产品和服务方面，公司推出为独立投顾服务的平台 (Financial Advisors Service)，取消 IRA 账户年费，并且于 1992 年推出基金一账通 (OneSource)，这是美国首个不向投资者收取交易佣金的共同基金超市。

基金超市是美国共同基金的重要销售渠道，业务模式类似目前国内券商的代销业务，由代销机构向券商收取销售服务费。公司 OneSource 平台的客户基金资产规模从 1992 年末的 18 亿美元增长至 1999 年末的 1023 亿美元，CAGR 达到 78%，进而推动共同基金服务业务收入增长。业绩方面，公司 1986

年营收、净利润分别约为 3 亿美元、3000 万美元，1993 年营收、净利润分别达到 9.65 亿美元、1.18 亿美元，均较 1986 年增长 2 倍以上。

图 32 OneSource 客户共同基金资产规模（单位：十亿美元）



资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

1995-2000 年：顺应互联网浪潮，转型互联网券商。互联网券商的低佣金模式(如 E-Trade)再次让公司面临竞争压力，因此公司推出了在线交易服务，同时收购在线交易服务商为活跃的线上客户提供交易服务。此外还收购了英国的折扣经纪商 ShareLink，以及当时最大的 401K 服务商 Hampton，继续抢占市场份额。公司加大线上交易支持力度，1997-1999 年公司的单笔交易佣金下滑，但客户交易次数增加，抵消了佣金率下滑的影响。

2001-2007 年：抓住混业经营机遇完善综合金融服务平台布局，01-07 年净利润 CAGR 达 51%。1999 年颁布的《金融服务现代化法案》开启了混业经营时代，允许银行、证券、保险混业经营，推动财富管理行业发展。虽然公司业绩在 2000 年互联网泡沫破灭后经历了 3 年低迷，但随后抓住混业经营的机遇创设嘉信银行，完善业务布局，业绩重新步入增长。在服务方面，公司打造为个人投资者、独立投资顾问以及企业客户提供服务的体系，例如推出针对大众富裕客户的投顾服务 (Wealth Advisory、Advisor Network)、为外部独立投顾提供线上平台支持、取消零售客户和退休金账户管理费等。

2008 年至今：公司积极拥抱 ETF、零佣金、低费率带来的变化，基于客户需求继续创新产品和服务，并通过收并购巩固行业地位。金融危机后，被动投资盛行，公司大力发展 ETF 并拓宽 ETF 种类，在 2013 年推出的 ETF OneSource 平台交易不收取佣金。2017 年公司继续下调交易佣金、基金费率，并于 2019 年宣布取消股票、ETF 和期权的在线交易佣金，美国迎来零佣金时代。2020 年，公司收购 TD Ameritrade，继续扩大经纪业务市场份额，同时带来了更多的财富管理客户。在投顾业务方面，公司推出智能投顾触达更多用户群体，并开发针对独立投顾使用的产品。

表 4 2008 年之后嘉信理财的重要事件

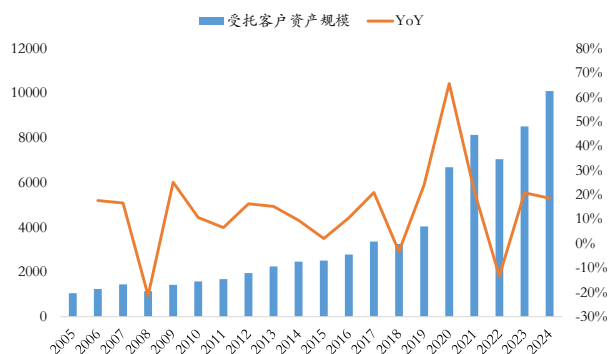
时间	重要事件
2009 年	降低自有股票指数基金的费用，首次推出了在线上免佣金交易的 ETF。
2010 年	宣布降低在线股票交易佣金，而且对交易频率或规模没有约束。降低了 6 只自营 ETF 的费用，并推出了 3 只低成本债券 ETF。
2013 年	推出 ETF ONESOURCE 平台，提供来自大多数主要 ETF 供应商的免佣金 ETF 交易。
2015 年	ETF ONESOURCE 平台上的免佣金 ETF 数量扩大到 200 多只。将多个 MUTUAL FUND ONESOURCE 基金的最低投资额从 2500 美元降至 100 美元，追加投资最低额降至 1 美元。
2017 年	ETF ONESOURCE 扩大免佣 EFF 范围，允许投资者和投顾买卖涵盖 69 个 MORNINGSTAR 类别的 228 只 ETF，在线佣金为 0，无提前赎回费用。降低交易佣金、指数共同基金费用，将期权定价降至 4.95 美元加每份合约 0.65 美元。
2019 年	ETF ONESOURCE 持续扩大 ETF 货架，达到 539 只 ETF，全部免交易佣金。将美国股票、ETF 和期权的在线交易佣金从 4.95 美元降至 0 美元。
2020 年	收购 TD AMERITRADE。推出碎股购买业务，使投资者能够以低至 5 美元的价格拥有标普 500 指数中的任何一家公司股票。

资料来源：嘉信理财官网、湘财证券研究所

2.2 商业模式：引流积累 AUM，拓宽变现渠道

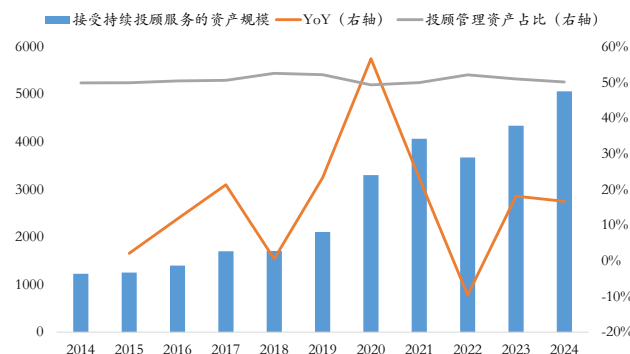
低佣金+优质服务引流，客户资产规模持续增加。2005 年公司的客户资产规模为 1.05 万亿美元，2019 年达到 4.03 万亿美元，收购 TD 后增加至 2021 年的 8.14 万亿美元，2024 年末达到 10.1 万亿美元，05-24 年的复合增速达到 12.6%。客户资产中，接受持续投顾服务的资产从 2014 年的 1.23 万亿美元增加至 2024 年的 5.06 万亿美元，占客户资产比重保持在 50%以上，客户粘性较强。此外，2024 年末活跃经纪账户数量达到 3646 万个，较 2019 年收购 TD 前增长约 2 倍。

图 33 客户资产总规模（单位：十亿美元）



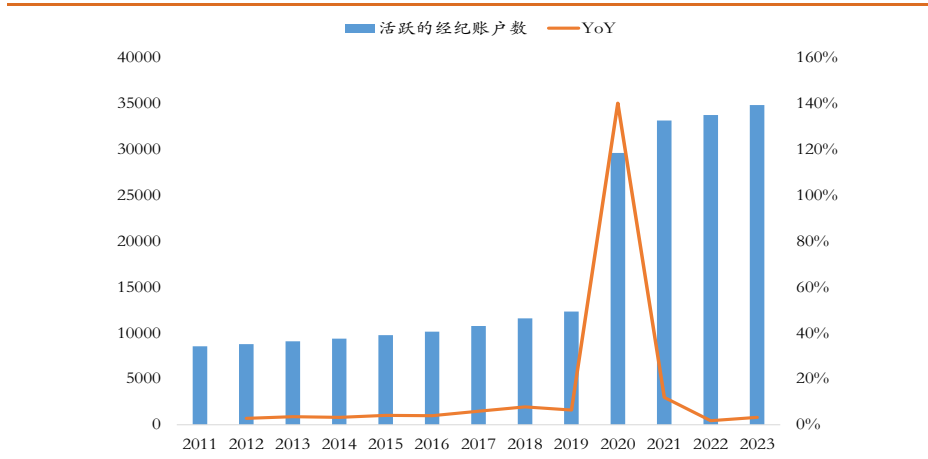
资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

图 34 投顾管理的客户资产规模（单位：十亿美元）



资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

图 35 活跃经纪账户数量（单位：千个）

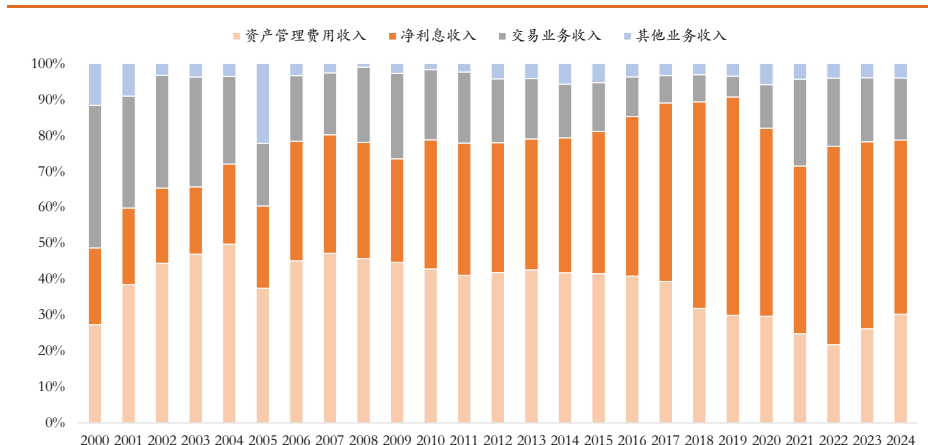


资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

佣金收入占比持续下降，净利息收入和资产管理收入贡献主要收入来源。从收入结构来看，2000 年交易业务收入（佣金为主）为 22.94 亿美元，占收入比重约 40%，随后占比持续下降，开始实行零佣金的 2019 年佣金收入占比仅有 5.8%，收购 TD 后又回升至 2021 年的 22.4%，2024 年末降至 17%。

相比之下，净利息收入占比从 2003 年的低点 18.7% 逐步提升至收购 TD 前的 2019 年高点 60.8%，同期资产管理收入（包括基金管理费和投顾服务费）占比约 30%，合计贡献收入占比达到 90%。2020-2021 年受并表 TD 影响，两项业务收入占比下降至 2021 年的 66%，2024 年回升至 76%，仍然是公司主要收入来源。

图 36 嘉信理财收入结构

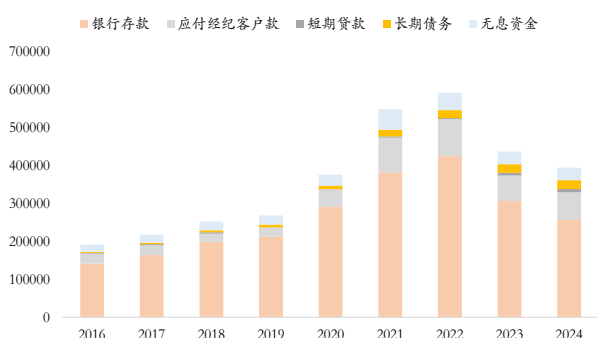


资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

低息客户存款为息差业务提供资金来源，两融业务赚取较高利息收入。公司的净利息收入和资产管理收入相辅相成，核心在于高效利用客户不同账户的资产，将证券经纪账户中的闲置客户资金转化为息差业务的低息银行存款。从负债端看，2024 年资金来源中的银行存款占比约 65%，存款成本受加息影响上升至 1.23%。

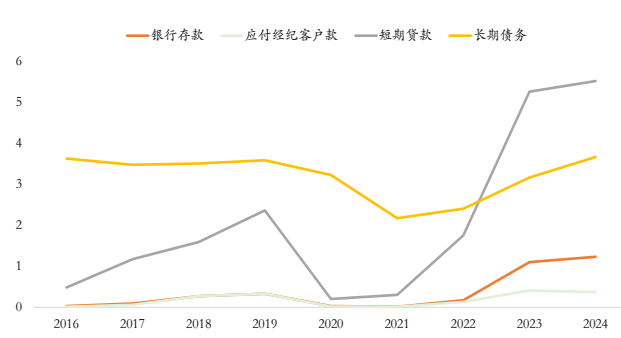
从资产端看，生息资产中收益率最高的是融资融券业务，受加息影响，2024 年达到 7.53%（2020 年之前最高可达 4.2%），远高于贷款业务的 4.4%。实际上，生息资产中除了规模最大的债券投资，两融是公司最主要的利息收入来源。

图 37 银行业务资金来源（百万美元）



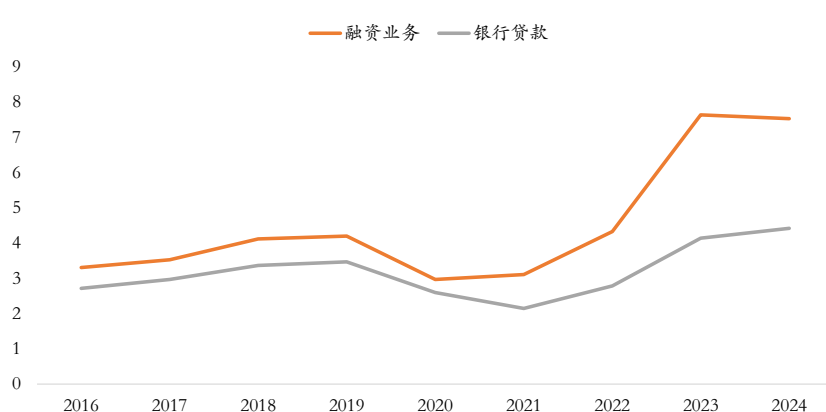
资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

图 38 银行负债成本（%）



资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

图 39 生息业务收益率（%）



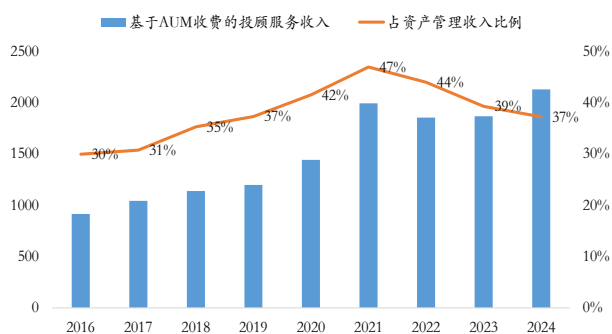
资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

2.3 投顾业务：赋能 RIA 展业，打造自有投顾团队

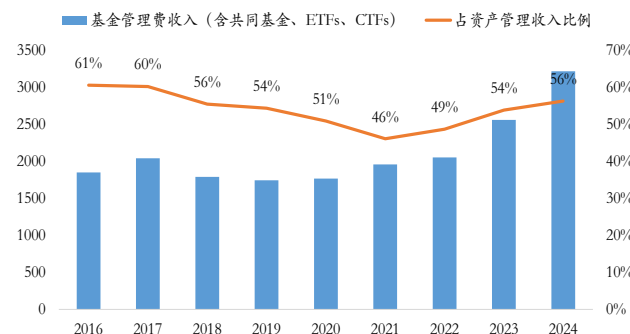
公司不仅为第三方投顾（RIAs）提供展业平台，同时也搭建了自己的投顾团队。早在 1987 年，公司首次推出了为独立投顾服务的业务（Financial Advisors Service），仅用一年时间该业务的客户资产规模就超过 10 亿美元。1996 年，公司在全国范围内推广向客户推荐独立投顾的服务（Schwab AdvisorSource），公司本身并不雇佣投资顾问，而是将投资咨询服务外包给 RIAs，为客户提供经公司验证合格的 RIAs，再由其提供投顾服务。公司主要负责核验 RIAs 的从业年限、资产管理规模、专业及教育背景、从业资格等信息，不直接向客户收取服务费，而是由 RIAs 向公司支付推荐费用。

2002 年，公司扩充了针对大众富裕客户的投顾服务矩阵，即 Wealth Advisory 和 Advisor Network。其中 Wealth Advisory 是由公司发起的非自主投资项目，并由公司的注册投顾机构为客户提供个性化的财务规划和组合管理服务，属于公司体系内的投顾部门。此项服务的年费最低为资产规模的 0.8%（随资产增加而降低），终止服务不收取费用，最低投资门槛为 50 万美元。而 Advisor Network 是为 RIAs 打造的平台，可以理解为 AdvisorSource 的升级版，为需要第三方投顾的客户提供服务。具体而言，公司能够根据客户的差异化需求筛选出区域内的优质投顾机构，这些投顾拥有 12 年的平均从业经验，并且具有专业资格证书。根据公司官网披露，此服务要求的客户最小投资金额也是 50 万美元，客户不用支付投顾推荐费，投顾基于 AUM 向客户收费，再由投顾支付一定比例的费用给公司。

买方投顾服务费率降幅明显小于基金管理费率，投顾收入占资产管理业务比重上升。2016 年，基于 AUM 收费的投顾服务收入为 9.15 亿美元，基金管理费收入为 18.53 亿美元，分别占资产管理收入的 30%和 61%。但由于管理费率持续下降，基金管理费收入占比下降至 2021 年的低点 46%，2024 年回升至 56%，主要得益于货币市场基金的管理费率和规模显著增长。相较而言，投顾服务收入占比上升至 2021 年的高点 47%，不过近两年管理费率相对稳定，投顾费率小幅下滑，导致投顾收入占比有所下滑，2024 年末投顾收入占比为 37%。

图 40 基于 AUM 的投顾服务收入 (百万美元)


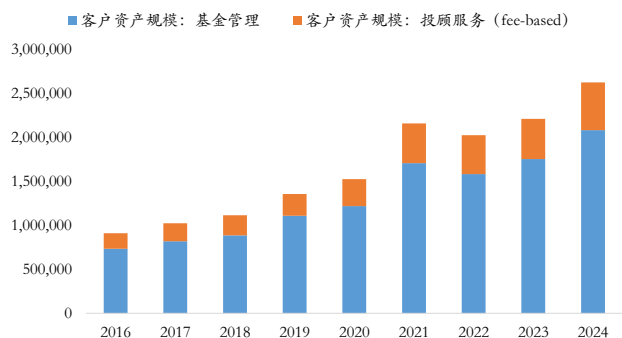
资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

图 41 基金管理费及销售费收入 (百万美元)


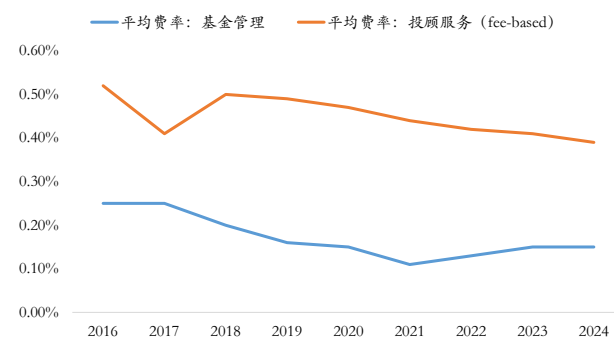
资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

从费率水平看,基金管理费率从 2016 年的 0.25% 大幅下滑至 2021 年的低点 0.11%, 这与行业趋势相符, 2024 年回升至 0.15%。然而, 基于 AUM 的投顾服务费率降幅较小, 2016 年、2024 年分别为 0.52%、0.39%, 仍然是管理费率的 3 倍左右。

从管理规模看, 2024 年末基金管理规模和基于 AUM 的投顾管理规模分别为 2.08 万亿美元、5423 亿美元, 2016-2024 年期间 CAGR 分别为 14% 和 15%。由此可见, 尽管资管业务和投顾业务的 AUM 规模在过去 8 年增速相近, 但管理费率下降幅度明显高于投顾服务费率, 买方投顾相较于卖方投顾有更高的客户粘性和更稳定的盈利能力。

图 42 平均客户资产规模结构 (百万美元)


资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

图 43 基金管理费率和投顾服务费率 (%)


资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

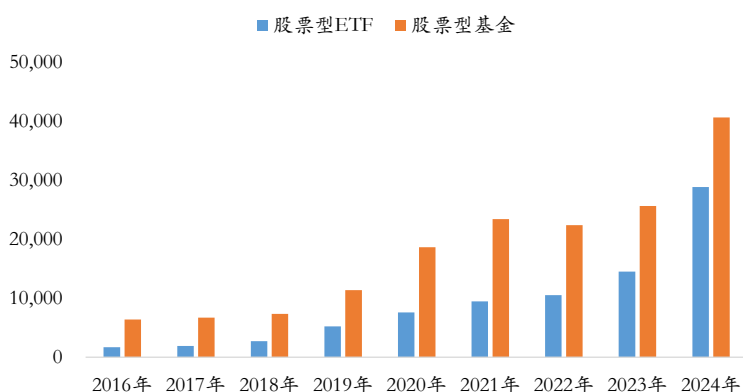
总结来看, 嘉信理财抓住了美国证券行业佣金自由化的机遇转型折扣券商, 为个人投资者提供低佣金、线上交易、基金超市等服务, 积累了大量客户资产, 在当时的折扣券商中脱颖而出。随着美国居民财富的积累, 共同基金、ETF、养老金规模持续增长, 公司不断做大客户资产规模, 发力买方投顾业务, 降低对佣金收入的依赖度。此外, 对于银行的布局提高了客户闲置资金使用效率, 息差收入成为主要收入来源, 在基金费率持续下降的背景下保持着较强的盈利能力。

3 经验启示：迎接被动化浪潮，加快买方投顾转型

被动投资占比提升是资本市场逐渐走向成熟的标志，我国 ETF 持续扩容有望为券商投顾业务发展提供机遇。从美国的经验看，资本市场在经历了 2000 年互联网泡沫、2008 年金融危机后，市场成熟度、有效性明显提升，主动管理的共同基金较难取得超额收益，而被动产品具有费率低、操作便利、透明度高特征，方便个人投资者直接入市或投顾进行资产配置，从长期投资角度看更有利于提升投资者长期收益。以 ETF 为代表的指数产品规模快速增长，成为养老金及投顾的主要配置品种。

中国 ETF 市场自 2019 年以来进入快速发展期，在 A 股市场表现不佳的 2022 年，股票型基金资产净值下降，但股票型 ETF 资产规模逆势增长。截至 2024 年末，股票型 ETF 资产规模达 2.89 万亿元，较 2018 年末增长近十倍。我国在政策层面也积极推动被动化进程，2024 年 4 月新“国九条”提出建立 ETF 快速审批通道，推动指数化投资发展，今年 1 月发布的《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》、《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》又再次强调积极发展股票 ETF、加快推进指数化投资发展，进一步便利中长期资金入市。预计未来 ETF 市场规模将继续增长，成为各类投资者入市的重要工具。

图 44 股票型 ETF 和股票型基金资产净值（单位：亿元）



资料来源： 、湘财证券研究所

股票指数基金驱动代销机构保有规模增长，券商代销 ETF 有显著优势，公募降费趋势下有助于加快买方投顾转型。从嘉信理财的成长路径看，其最先作为折扣券商积累了大量客户资源，随后再拓宽变现渠道，比如通过基金超市继续做大客户 AUM，以基金保有规模增长应对管理费率下行，同时发力基于客户资产收费的买方投顾业务，进一步弥补费率下行对资管业务的影响。从国内券商的角度看，交易佣金和公募基金费率下行大势所趋，继续深化财富管理转型有利于降低对佣金收入的依赖，尤其是从卖方模式下的代销向买

方投顾模式转型还有较大发展空间。

尽管券商线下渠道优势弱于银行，但在权益类产品的服务方面更具专业性，同时券商客户对权益类产品的认知更深，风险偏好较高，因此在指数基金扩容背景下保有规模明显增长。根据中国基金业协会数据，2024 年末 TOP100 公募基金代销机构的权益基金保有规模回升至 4.85 万亿元（环比+2.6%），其中股票型指数基金规模为 1.7 万亿元（环比+25.3%），占权益基金比重为 35.1%（提升约 6pct），是驱动权益基金保有规模增长的主要因素。券商渠道 2024 年末权益基金保有规模为 1.32 万亿元（环比+12.5%），在 TOP100 中市占率为 27.3%（环比+2.4pct）；其中股票指数基金保有规模 9827 亿元（环比+26.7%），占权益基金比重达 74%（环比+8pct），市占率为 58%（环比+0.6pct）。其中东财（含天天基金，1389 亿元）、中信（1090 亿元）、华泰（1087 亿元）的股票型指数基金保有规模分别排名第二至第四，规模大幅领先排名第五的中国银河（543 亿元）。在 ETF 持续扩容趋势下，头部代销机构的规模优势将更加凸显。

从投顾业务看，基于指数基金开发的投顾策略更重视宏观大类和中观行业选择，策略核心从主动基金的业绩评价转移到资产配置，ETF 底层资产能够涵盖股票、债券、商品等大类资产，有助于丰富投顾策略，但也提高了对投顾的专业能力、策略开发能力要求。此外，指数基金产品费率较低，并且还有进一步下行压力，而投顾服务可以基于客户资产规模收费，有规模优势的券商加快投顾业务转型将实现“以量补价”。

4 投资建议

美国共同基金费率长期下行，但居民财富不断积累及养老金入市推动规模持续增长，财富管理机构加快买方投顾转型弥补了费率下行带来的影响。嘉信理财作为折扣券商通过做大客户 AUM 并丰富变现模式，成功转型为财富管理巨头。对国内券商而言，公募基金销售费率改革在即，降费扩容是大势所趋，参考美国经验，抓住指数基金发展机遇积累客户资产，同时加快买方投顾转型是对冲降费影响的重要方式。建议关注获客能力强、ETF 综合服务能力强、投顾业务发展较快的头部券商，维持行业“增持”评级。

5 风险提示

宏观经济复苏不及预期导致权益市场波动加剧；推动资本市场高质量发展政策落地不及预期；行业监管趋严加剧费率下行，导致相关业务收入下滑超预期等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。