

把握被动化浪潮，加快买方投顾转型

行业评级：增持（维持）

核心要点：

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-8	-12	-21
绝对收益	-12	-15	-7

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张智琰

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

□ 财富管理需求增长叠加佣金竞争加剧驱动美国投顾行业转型买方模式

1970 年以来，美国开启利率市场化、佣金自由化，折扣券商模式盛行，行业佣金收入下降，传统金融机构发力财富管理业务，但销售金融产品仍是早期的投顾业务模式。然而，免佣基金的出现打破了赚取基金销售费用为主的卖方投顾模式，倒逼代销机构向买方投顾转型。从需求端看，养老金资产尤其是 DC 计划和 IRA 持有人通过共同基金入市，缺乏专业知识的居民更倾向于咨询投资顾问，进一步拉动投顾需求增长。2000 年以来，混业经营不仅使金融产品与服务种类得到极大扩充，而且开展投顾业务的机构数量和范围也持续扩大。2000-2008 年美国投顾机构管理的资产规模 CAGR 达 7%，机构数量较 2000 年增长了 69%，券商和独立投顾机构是主要的基金投资渠道和投顾服务提供机构。2008 年后，金融科技迅速发展，互联网券商的竞争愈发激烈，在“零佣金”的趋势下，基于存量客户的盈利模式显得尤为重要，互联网券商纷纷入局投顾业务。

□ 独立投顾份额快速扩张，头部集中度较高

美国投顾机构分为传统金融机构和第三方投顾机构两大类。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。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，投顾收入分成比例更高。混合 RIA 和独立 RIA 的市场份额快速增长，主要因为 RIA 在展业过程中具有更大的控制权和灵活性，投顾收入分成比例也高于传统经纪商。

□ 经验启示：基金投顾是买方模式转型的重要抓手

以美国为例，ETF 为代表的指数产品快速扩容，是投顾的主要配置品种。对中国而言，政策层面推动发展指数化投资，ETF 规模迅速增长，其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，这为买方投顾提供了重要配置工具。同时，基金投顾试点转常规化有望加快落地，其将成为买方投顾转型的重要抓手，目前基金投顾在服务供给、可投资范围以及收费模式等方面仍有改进之处。基金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”。

从投资者角度看，我国存量投资者规模庞大，新增客户结构年轻化，未来客群分层及精准运营对于投顾业务的重要性愈发凸显。面对新一代投资者的投资咨询需求，券商或其他三方投顾应提升服务内容、产品类型的丰富度和精准度，投放渠道也要更加多元化，促进提高客户的转化率。

此外，美国智能投顾的兴起有效覆盖了长尾客户的财富管理需求，并且进一步推动 ETF 发展。我国长尾客户群体庞大，ETF 搭配智能投顾策略能够更好地满足这部分需求，策略开发以及智能投顾能力也将成为未来投顾业务的核心竞争力。

□ 投资建议

美国投顾行业经历了卖方向买方模式转型的过程，在共同基金费率长期下行的背景下，头部财富管理机构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，对冲了降费带来的影响。我国公募基金销售费率改革落地，降费扩容是行业大势所趋，低费率 ETF 快速发展，券商在 ETF 代销及投顾均有显著优势。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；同时关注引流变现能力强、产品矩阵丰富的第三方投顾机构（如九方智投控股），维持行业“增持”评级。

□ 风险提示

外部环境变化导致权益市场风险偏好下降，进而影响投资者对投顾服务需求；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 美国投顾行业的买方转型历程	2
1.1 1930-1940 年：制度奠定投顾行业发展基础	2
1.2 1970-1990 年：供需两端驱动投顾业务扩容	2
1.3 1990-2008 年：混业经营驱动投顾机构扩张	5
1.4 2008 年至今：佣金竞争加剧推动买方投顾转型	6
2 美国投顾业务模式及竞争格局	7
3 嘉信模式：赋能独立投顾展业，打造自有投顾团队	11
4 经验启示：基金投顾是买方模式转型的重要抓手	13
5 投资建议	18
6 风险提示	18

图表目录

图 1 美国证券行业佣金收入及占比（单位：百万美元）	3
图 2 1980-2001 年权益型免佣基金销售额占比（%）	3
图 3 各类份额的长期共同基金资产规模占比（%）	3
图 4 2021 年通过不同渠道购买共同基金的居民占比	4
图 5 投资者使用专业投顾的占比（按资产规模）	5
图 6 投资者获取投资建议的方式（按资产规模）	5
图 7 SEC 注册投顾管理的客户资产规模（单位：十亿美元）	5
图 8 SEC 注册投顾机构数量	6
图 9 SEC 注册投顾代表及经纪人数量变化	10
图 10 SEC 注册投顾机构和经纪商数量变化	10
图 11 投顾数量及客户 AUM 规模分布（2023 年）	11
图 12 基于 AUM 的投顾服务收入（百万美元）	12
图 13 基金管理费及销售费收入（百万美元）	12
图 14 平均客户资产规模结构（百万美元）	13
图 15 基金管理费率和投顾服务费率（%）	13
图 16 跑输标普 500 的大市值股票基金数量占比	13
图 17 被动基金和主动基金资产规模占比变化	13
图 18 综合经纪商投顾的客户资产配置结构（%）	14
图 19 独立投顾的客户资产配置结构（%）	14
图 20 股票型 ETF 和股票型基金资产净值（单位：亿元）	14
图 21 期末及新增投资者数量：自然人（万户）	16
图 22 上证所股票账户新开户数：个人（万户）	16
图 23 个人投资者对数字金融业务的关注情况（2024 年）	17
表 1 美国投顾业务的主要收费模式特征及优缺点	8
表 2 美国投顾机构类型及特征	9

1 美国投顾行业的买方转型历程

美国财富管理行业繁荣发展，叠加佣金费率下行，驱动买方投顾转型。我们将一战后美国资本市场的发展大致划分为四个阶段：业务规范阶段（1930-1940 年）、业务模式探索阶段（1970-1990 年）、多元化创新阶段（1990-2008 年）、金融科技创新阶段（2008 年至今），进而从中观察买方投顾业务发展的核心驱动因素。

1.1 1930-1940 年：制度奠定投顾行业发展基础

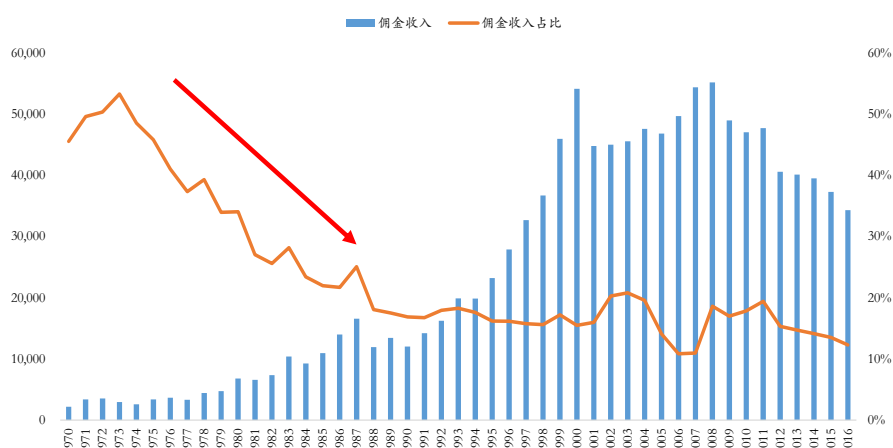
一战后美国经济迅速增长，股票市场迎来大牛市，但 1929 年 9 月股市见顶后崩盘，资产价格泡沫破裂导致银行倒闭、企业破产，美国经济在经历“柯立芝繁荣”后陷入大萧条。此次美国股灾与高度杠杆化的证券投机行为有着密切的联系。痛定思痛，美国于 1933 年颁布的《格拉斯-斯蒂格尔法案》将投行业务和商业银行业务严格划分、隔离风险。1933 年的《证券法》和 1934 年的《证券交易法》又以信息披露制度为核心，分别规范了证券的卖方和证券的交易行为，但并未对买方行为进行规范。

直到 1940 年，《投资公司法》和《投资顾问法》出台，从保护投资者利益的角度构建了以受托责任为核心的监管体系，针对在美国证监会注册的投资公司的杠杆比例、公司治理结构等方面进行监管，同时明确了投资顾问的责任、合规行为、信息披露等要求。其中《投资顾问法》对投资顾问的定义为：“为获取报酬而从事于以下商业活动的人：直接或间接或以出版物或著作的方式提供关于证券的价值或者证券的投资、买卖意见；或者以此为常业而出版或发行有关证券分析或报告”。根据法案规定，达到一定管理规模以上的投资顾问需要到美国证监会进行登记。这两部法案使得美国的投资顾问行业真正独立出来，不再是其他行业的附属。

1.2 1970-1990 年：供需两端驱动投顾业务扩容

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，这对美国证券行业格局和业务模式产生了重要影响。美国券商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，佣金收入下滑。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%。

图 1 美国证券行业佣金收入及占比（单位：百万美元）

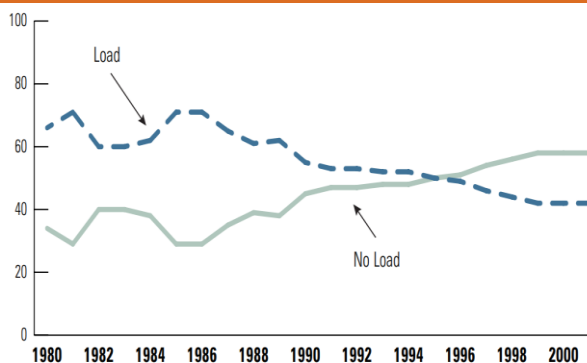


资料来源：SEC 官网、湘财证券研究所

传统经纪业务收入下滑驱使券商尝试多元化转型，以客户需求为中心的财富管理业务是主要路径，投顾能力是核心竞争力。转型初期，以嘉信理财为代表的折扣券商为零售客户提供廉价的经纪交易通道服务快速引流，为客户提供财富管理业务，但代销金融产品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。

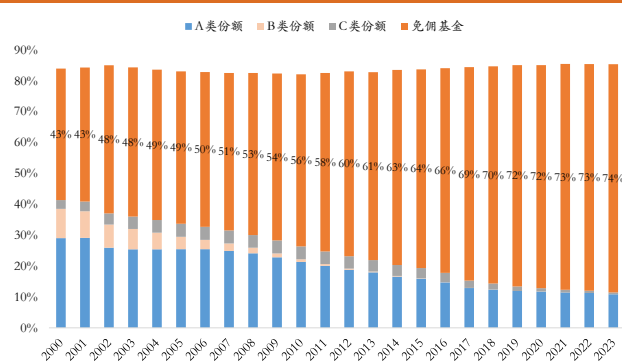
1975 年成立的资管公司先锋领航（Vanguard）率先在 1977 年推出免佣基金（不收取申购费用），不收取前端和后端销售费用，并且 12b-1 费用较低甚至为零，对于不使用财务顾问或单独向财务顾问支付服务费用的投资者更愿意购买此类基金份额，免佣直销模式开始盛行。根据 ICI 数据，权益类免佣基金销售额占比从 1986 年开始显著提升，1996 年占比超过有佣基金。免佣基金规模迅速增长的同时，倒逼代销机构向买方投顾模式转型。基于客户 AUM 收取管理费的模式通过绑定财富管理机构和投资者的利益，充分发挥投顾作用，机构之间的投资能力和服务能力的差异得以凸显。

图 2 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 3 各类份额的长期共同基金资产规模占比（%）



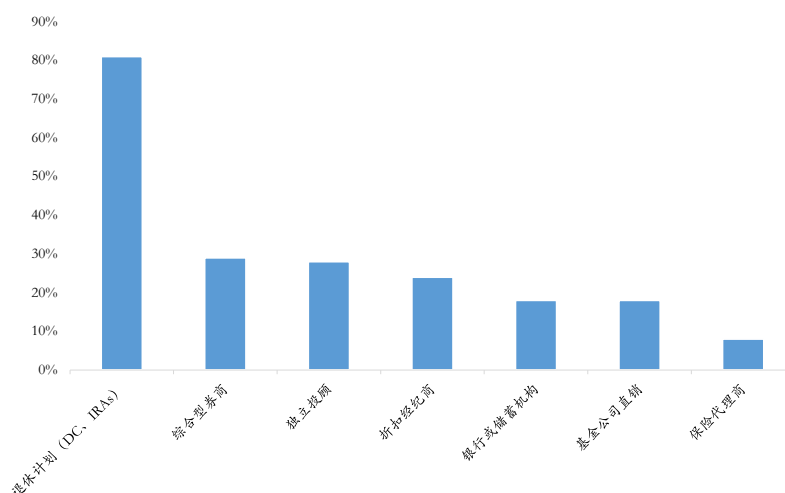
资料来源：ICI、湘财证券研究所

注：A、B、C 类份额均为收费基金

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。从规模看，1974-1990 年美国居民的个人退休资产规模 CAGR 达到 15.9%，而且退休资产主要投向共同基金，其中占比较高的是权益类基金（股票型、混合型），为股市带来了长期增量资金。居民金融资产中的共同基金、保险及养老金计划占比均稳定提升，分别从 1970 年的 1.5% 和 30% 提升至 2000 年的 7.4% 和 36%。相反，直接持有股票的比例在 1974 年出现明显下降，1974-1990 年期间占比仅有 10% 左右，而 1970 年该占比仍高达 21%。可以看出居民通过专业机构尤其是共同基金进行投资的意愿在显著提升。

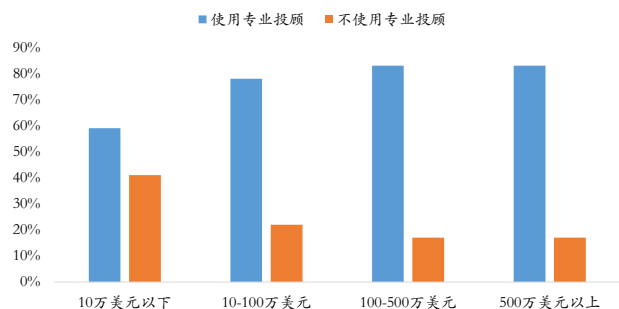
根据 ICI 统计，2021 年养老退休计划是居民最主要的基金购买渠道，占比高达 81%；在退休计划以外的渠道中，通过综合型券商和独立投资顾问购买基金的居民占比最高，分别为 29%、28%。此外，根据美国金融服务行业协会（SIFMA）与咨询公司 Cerulli 开展的调查，2019 年可投资资产规模在 10-100 万美元的受访者使用投资顾问的比例约为 78%，而且比高净值客户更依赖于投资顾问进行投资决策。

图 4 2021 年通过不同渠道购买共同基金的居民占比



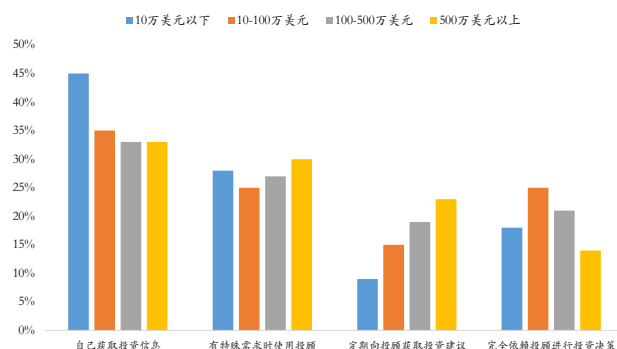
资料来源：ICI、湘财证券研究所

图 5 投资者使用专业投顾的占比（按资产规模）



资料来源：SIFMA、Cerulli、湘财证券研究所

图 6 投资者获取投资建议的方式（按资产规模）



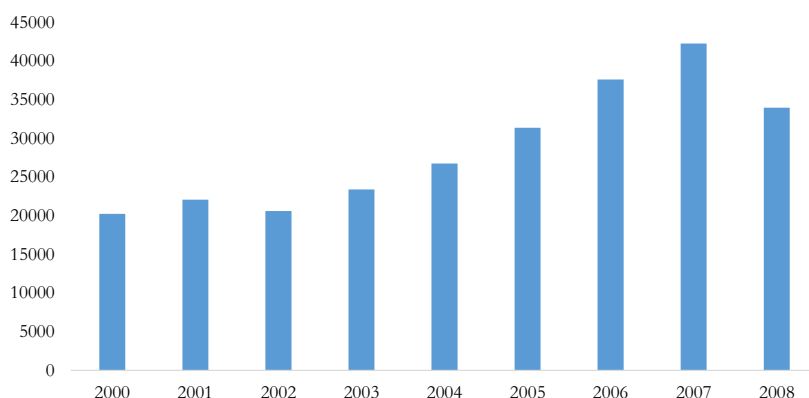
资料来源：SIFMA、Cerulli、湘财证券研究所

1.3 1990-2008 年：混业经营驱动投顾机构扩张

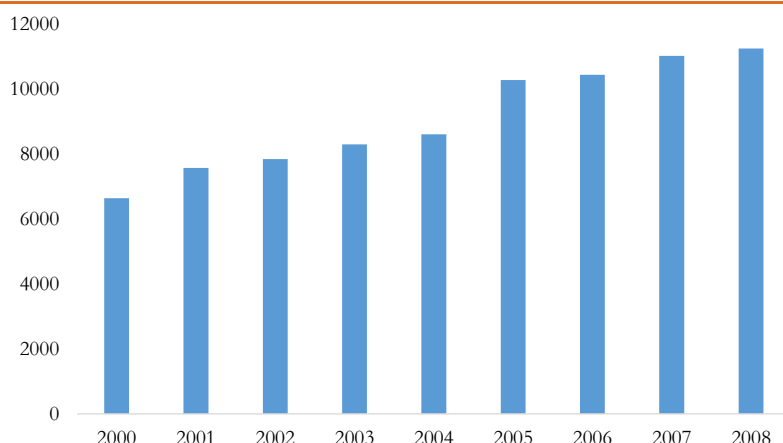
大缓和时期美国经济和股市迎来长期繁荣，金融监管再次放松。1995 年的《金融服务竞争法》规定美国商业银行可以通过分支机构进入证券业，1999 年的《金融服务现代化法》允许商业银行、投资银行和保险公司之间的混业经营，这不仅使金融产品与服务种类得到极大扩充，促使财富管理机构继续扩大投顾业务规模，而且发力投顾业务的机构数量和范围也持续扩大。

根据美国投资顾问协会（IAA）数据，2008 年末在美国 SEC 注册的投顾机构（RIA）管理资产规模达到 34 万亿美元（其中允许投顾代客决策的规模占比高达 91%），2000-2008 年 CAGR 达 7%，仅 2008 年金融危机时期呈现负增长。从数量看，2008 年末 RIA 数量为 11257 家，较 2000 年的 6649 家增长 69%。

图 7 SEC 注册投顾管理的客户资产规模（单位：十亿美元）



资料来源：IAA、湘财证券研究所

图 8 SEC 注册投顾机构数量


资料来源：IAA、湘财证券研究所

一半以上的投资者通过专业金融咨询机构购买基金，综合型券商和独立投顾机构在共同基金投资中扮演重要角色。专业金融咨询机构（包括综合型券商、独立咨询机构、银行及储蓄机构的理财经理、折扣券商的投资顾问等）提供了广泛的投资理财服务，投资顾问通常帮助投资者确定投资目标、推荐基金，同时也提供包括交易、财务记录维护、协调分发招股说明书、财务报告等一系列服务。根据 ICI 统计，2007 年末有 56% 的投资者通过专业投资咨询机构购买共同基金，另一重要的投资渠道是 DC 计划，其占比从 1980 年的 7% 提升至 2007 年的 24%，而折扣券商（提供金融产品超市）占比仅有 6%。

此外，根据 ICI 开展的调研，若不虑 DC 计划渠道的投资者，2007 年末通过综合型券商购买共同基金的投资者占比达 55%，选择独立投顾机构的投资者占比达 49%，可以看到独立投顾机构在美国也是重要的基金销售渠道。

1.4 2008 年至今：佣金竞争加剧推动买方投顾转型

2008 年金融危机后，美国于 2010 年通过《多德-弗兰克法案》，针对金融机构的监管趋严。大型投行混业经营受到“沃尔克规则”的严格限制，场外衍生品业务得到规范，《巴塞尔协议 III》进一步压降了行业杠杆水平，提升了监控系统性风险的能力，但对于轻资产的财富管理业务影响较小。

另一方面，随着金融科技迅速发展，互联网券商的竞争愈发激烈，降低产品费率、交易免佣金成为趋势，证券行业开启新一轮转型与并购整合浪潮。例如，Robinhood 于 2015 年采用零佣金交易模式，开创免佣金交易先河；2018 年，富达、先锋和摩根大通均先后推出了零费率或免佣金的服务；2019 年，“零佣金”大战打响，盈透证券、嘉信理财、亿创理财 (E-Trade)、TD Ameritrade、富达等先后取消交易佣金，随后 TD 被嘉信理财收购；2020 年，摩根士丹利

宣布收购亿创理财，渠道和客户资源进一步加强了大摩在财富管理的竞争力。因此，在“零佣金”的趋势下，基于存量客户的盈利模式显得尤为重要，互联网券商纷纷入局投顾业务。这一趋势与中国当前的情况十分相似，针对存量投资者的运营和留存是券商投顾业务未来的主要模式。

2 美国投顾业务模式及竞争格局

美国投顾行业常见的收费模式有三种，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。一般来讲，fee-based 模式的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。此外，对于双重注册的投顾（dually registered advisor）来说，其既注册为公司的经纪人或保险代理人，也注册为受托人的顾问，当客户的投资需求更具交易性质时，也会以佣金形式赚取报酬。

买方投顾以客户为中心，仅向客户收取服务费。在 fee-only 模式下，投顾通常不会收取佣金或第三方费用，收费仅基于 AUM 或小时费率。此模式的费用结构可以是多层次的，同时投顾也可以为资产规模较大的客户提供特定服务，而一些投顾也允许不符合大客户标准的客户支付额外费用来享受同等的服务。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。根据 InvestmentNews 对 SEC 数据进行的分析，fee-only 模式的投顾机构数量从 2019 年的 2215 家增长至 2020 年的 2663 家，投顾人数达到 18716 人，AUM 达 2.5 万亿美元。

表 1 美国投顾业务的主要收费模式特征及优缺点

	佣金模式 (commission-based)	佣金+服务费模式 (fee-based)	仅收取服务费模式 (fee-only)
特征	收取客户交易或销售产品的佣金	既能向客户收取服务费，又能赚取券商、基金公司或保险公司的代理销售佣金。	仅收取客户支付的费用
定价方式	销售产品或交易金额的百分比	基于 AUM 的一定比例收费；按小时收费；收取固定费用；	基于 AUM 的一定比例收费；按小时收费；
优点	客户不需要支付额外的投顾费用	由于投顾能赚取佣金，因此投顾服务基础费用低；费用透明；	投顾站在客户利益最大化的角度提供服务；费用透明；
缺点	投顾没有站在客户最优的角度提供服务，会为销售产品而诱导客户频繁交易。	投顾扮演双重角色，会导致公司与客户之间的利益冲突	基础费率更高

资料来源：AssetMark 官网、Investopedia、湘财证券研究所

RIAs 市场份额快速增长，头部集中度较高。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 2 美国投顾机构类型及特征

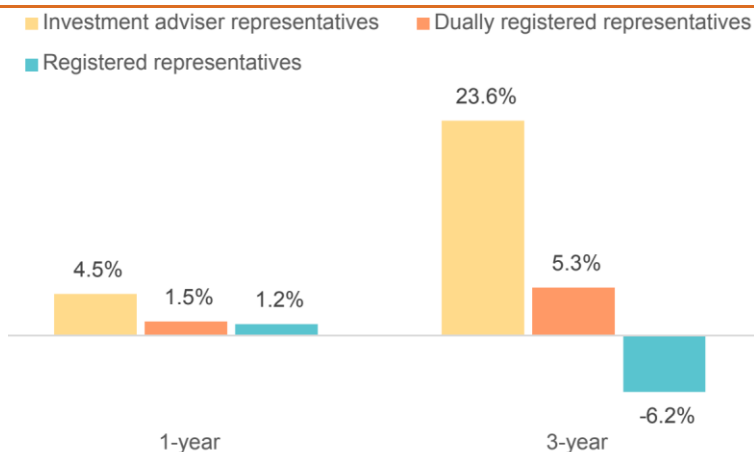
机构类型	定义及主要公司	服务类型特征	投顾与公司雇佣关系	投顾分成比例
综合性金融机构 (Wirehouse)	四家大型投行（包括美国银行、摩根士丹利、UBS、富国银行）	提供全方位的投资服务和产品；提供零售和商业银行产品；基于资产规模的 fee-based 收费模式。	公司雇员	30%-50%
全国及区域型经纪商 (National and regional B/D)	拥有零售金融顾问团队的全国及区域型投行；面向中等财富客户的全国性经纪商；区域型精品投行。例如，RBC、Edward Jones、Robert W. Baird、Stifel 等。	提供全方位的投资服务和产品。	公司雇员	40%-60%
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

根据 Cerulli 数据，截至 2023 年，近十年独立 RIA 公司的数量 CAGR 为 2.4%，同期 RIA 公司的顾问数量 CAGR 为 5.2%。此外，Cerulli 预计虽然未来五年各类型机构的顾问数量将保持平稳，但是独立 RIA 和混合 RIA 公司的顾问数量市场份额将是所有机构中增长最快的，越来越多的顾问从经纪商离开后选择成为 RIA。RIA 数量增长主要因为相较于传统经纪商，投资顾问更倾向于选择具有更多控制权和灵活性的 RIA 模式，该模式与国内的第三方投顾公司类似，但提供的产品和服务形式有所差异。

IAA 数据显示，2020-2022 年在 SEC 注册的经纪人代表数量下降幅度达 6.2%，但同期注册的投资顾问人数（包括同时持有投顾和经纪人牌照的人员）增长了 23.6%。这意味着投资者对投资顾问提供的受托责任（fiduciary）建议的价值认可度逐步提升，因而也导致传统经纪商向投顾机构转型。2018-2022 年，SEC 注册的经纪商数量持续下降，而投顾机构数量连续增长。

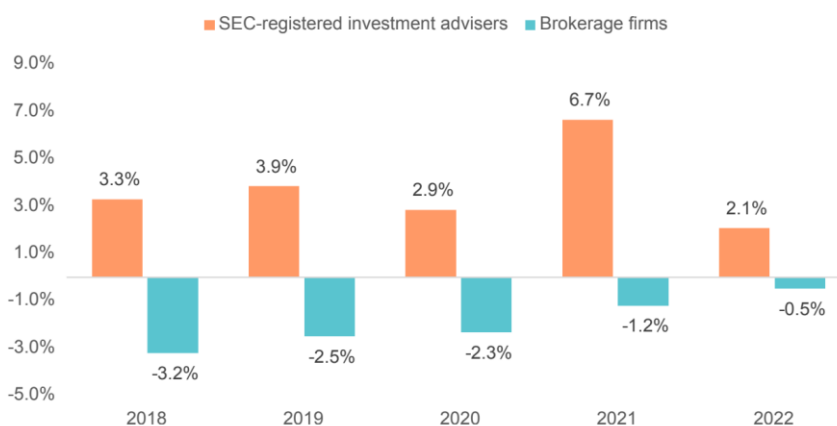
图 9 SEC 注册投顾代表及经纪人数量变化



资料来源：IAA、FINRA、湘财证券研究所

注：双重注册代表（dually registered representatives）在投顾机构和经纪商均有注册

图 10 SEC 注册投顾机构和经纪商数量变化

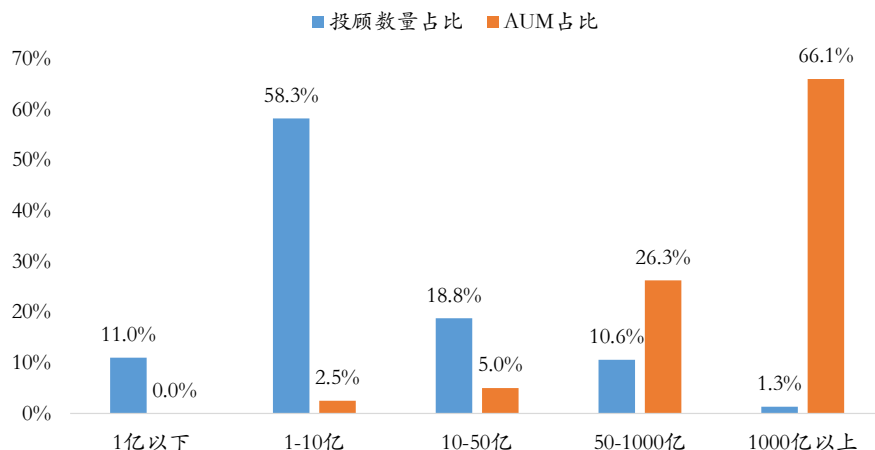


资料来源：IAA、FINRA、湘财证券研究所

注：双重注册代表（dually registered representatives）在投顾机构和经纪商均有注册

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 11 投顾数量及客户 AUM 规模分布 (2023 年)



资料来源：IAA、湘财证券研究所

3 嘉信模式：赋能独立投顾展业，打造自有投顾团队

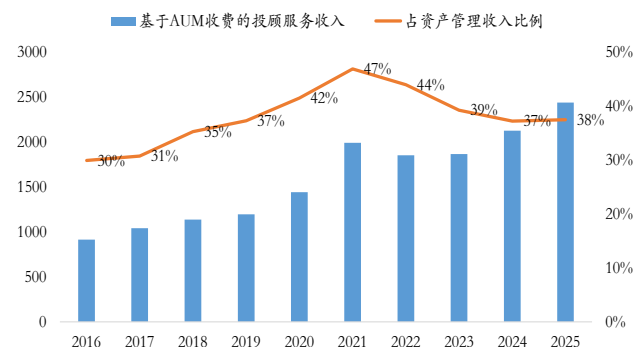
嘉信理财不仅为第三方投顾 (RIAs) 提供展业平台，同时也搭建了自己的投顾团队。早在 1987 年，公司首次推出了为独立投顾服务的业务 (Financial Advisors Service)，仅用一年时间该业务的客户资产规模就超过 10 亿美元。1996 年，公司在全国范围内推广向客户推荐独立投顾的服务 (Schwab AdvisorSource)，公司本身并不雇佣投资顾问，而是将投资咨询服务外包给 RIAs，为客户提供经公司验证合格的 RIAs，再由其提供投顾服务。公司主要负责核验 RIAs 的从业年限、资产管理规模、专业及教育背景、从业资格等信息，不直接向客户收取服务费，而是由 RIAs 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，参与的第三方投顾必须以 Fee-based 运作为主。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。此外，嘉信通过客户账户中的现金赚取银行利差收入，并且有动力推荐由其子公司管理的基金产品（如嘉信自有 ETF），从而获取管理费。若客户将资产移出嘉信托管，第三方投顾需向嘉信支付一笔高达 3% 的转出费，这会激励投顾让客户留在嘉信平台。

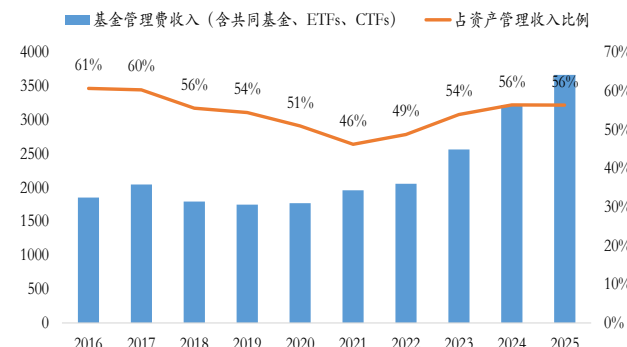
买方投顾服务费率显著高于基金管理费，投顾收入占资产管理业务比重上升。2016 年，基于 AUM 收费的投顾服务收入为 9.15 亿美元，基金管理费收入为 18.53 亿美元，分别占资产管理收入的 30% 和 61%。但由于管理费率持续下降，基金管理费收入占比下降至 2021 年的低点 46%，2024-2025 年维持在 56%，主要得益于货币市场基金的管理费率和规模显著增长。相较而言，投顾服务收入占比上升至 2021 年的高点 47%，不过近两年管理费率相对稳定，投顾费率小幅下滑，导致投顾收入占比有所下降，2025 年末投顾收入占比为 38%（较 24 年提升 1pct）。从费率水平看，基金管理费率从 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，近两年保持在 0.15%。然而，基于 AUM 的投顾服务费率降幅较小，2016 年、2025 年分别为 0.52%、0.38%，仍是管理费率的 2.5 倍以上。

图 12 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

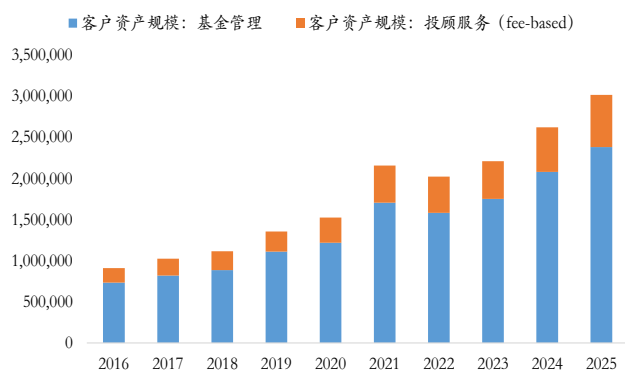
图 13 基金管理费及销售费收入（百万美元）



资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

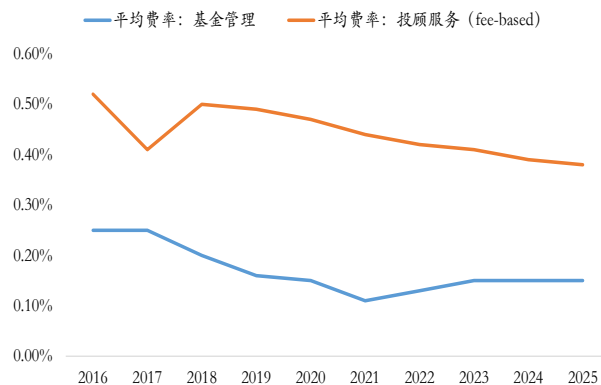
从管理规模看，2025 年末基金管理规模和基于 AUM 的投顾管理规模分别为 2.38 万亿美元、6340 亿美元，2016-2025 年期间 CAGR 分别为 14% 和 15%。由此可见，尽管资管业务和投顾业务的 AUM 规模在过去 9 年增速相近，但管理费率下降幅度明显高于投顾服务费率，买方投顾相较于卖方投顾有更高的客户粘性和更稳定的盈利能力。

图 14 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 15 基金管理费率和投顾服务费率（%）

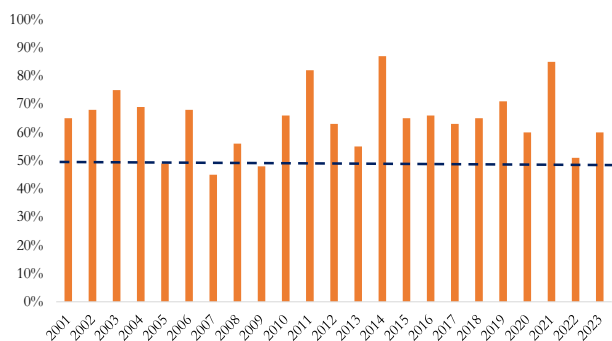


资料来源：嘉信理财历年年报、湘财证券研究所

4 经验启示：基金投顾是买方模式转型的重要抓手

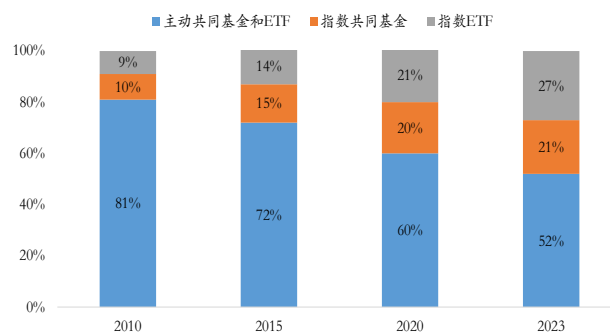
被动投资占比提升是资本市场逐渐走向成熟的标志，ETF 持续扩容为券商投顾业务发展提供机遇。从美国的经验看，资本市场在经历了 2000 年互联网泡沫、2008 年金融危机后，市场成熟度、有效性明显提升，主动管理的共同基金较难取得超额收益，而被动产品具有费率低、操作便利、透明度高的特征，方便个人投资者直接入市或投顾进行资产配置，从长期投资角度看更有利于提升投资者长期收益。以 ETF 为代表的指数产品规模快速增长，成为养老金及投顾的主要配置品种。根据标普道琼斯（SPIVA）数据，2001-2023 年期间大盘股票基金较难跑赢标普 500 指数，在此期间跑赢标普 500 的基金数量占比在 50% 以上的只有 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。

图 16 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

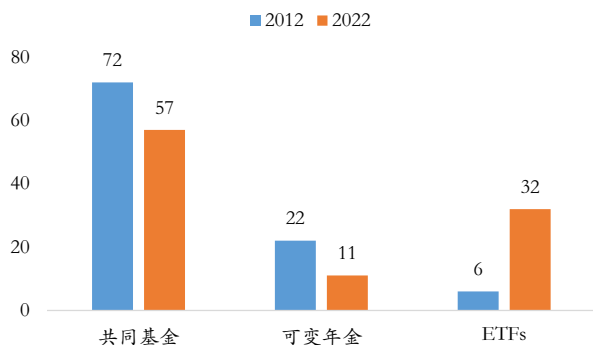
图 17 被动基金和主动基金资产规模占比变化



资料来源：ICI、湘财证券研究所

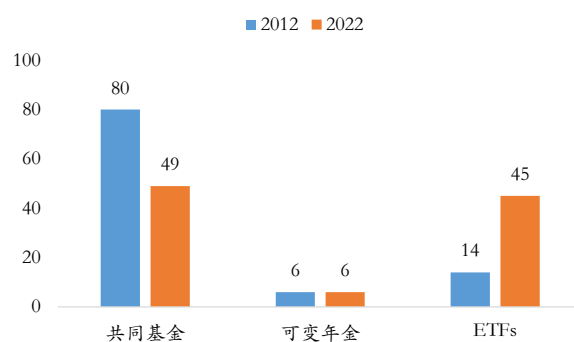
根据 ICI 数据, 2022 年综合经纪商和独立投顾 (fee-based 收费) 管理的客户投资组合中配置共同基金的比例较 2012 年均有所下降, 但是配置 ETF 的比例明显增加。独立投顾将客户组合 45% 配置 ETF, 较 2012 年的 14% 显著提升。

图 18 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

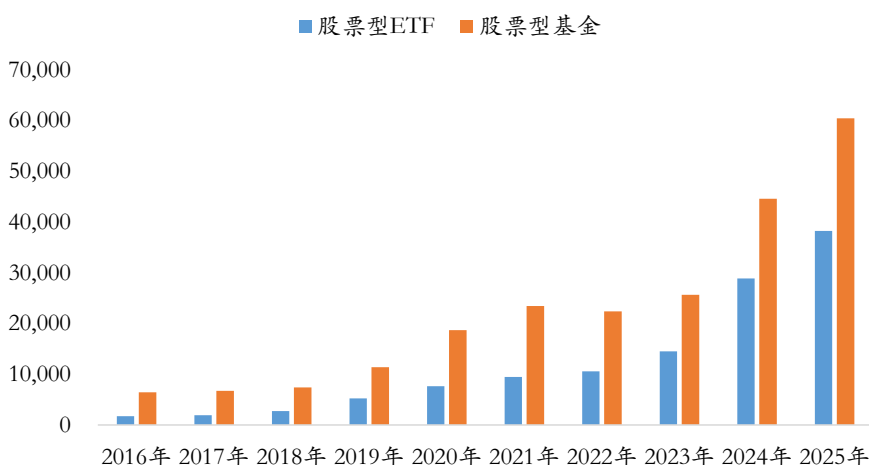
图 19 独立投顾的客户资产配置结构 (%)



资料来源: ICI、湘财证券研究所

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 2025 年末, 股票型 ETF 资产规模达 3.83 万亿元, 较 2018 年末增长了 13 倍。ETF 快速扩容也得益于政策层面积极推动被动化进程, 例如 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; 2025 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。我们认为未来 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 20 股票型 ETF 和股票型基金资产净值 (单位: 亿元)



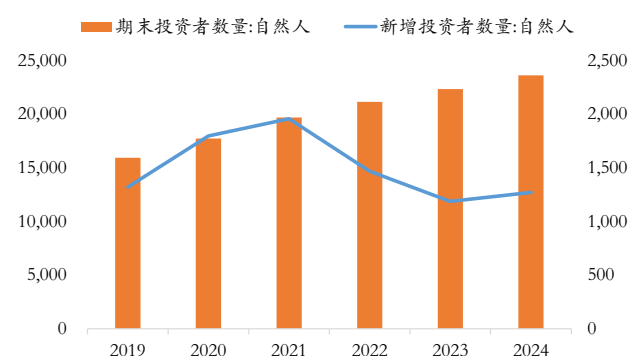
资料来源: 、湘财证券研究所

基金投顾将成为国内券商向买方投顾转型的重要抓手。从美国经验来看，嘉信理财切入折扣券商赛道积累了大量客户资源、沉淀 AUM，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，通过自建投顾团队以及和外部独立投顾合作的模式持续提升客户资产规模，基于客户资产收费的买方投顾模式弥补了基金管理费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。

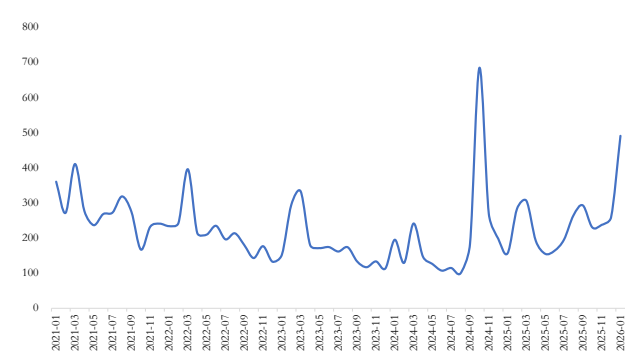
具体而言，2019 年开启的基金投顾试点奠定了“买方投顾”在国内展业的合规基础，允许券商或三方投顾机构收取基于资产规模的服务费，首次在制度上实现了与客户利益的捆绑，基金投顾也将成为买方投顾转型的重要抓手。从落地情况看，2024 年 9 月中央金融办、证监会出台《关于推动中长期资金入市的指导意见》，再次提及要稳步降低公募基金行业综合费率，推动公募基金投顾试点转常规。2025 年证监会发布的《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》也提到了公募基金投顾试点转常规。目前，基金投顾在服务供给、可投资范围以及收费模式等方面仍有改进之处，比如具备基金投顾试点资格的主体数量和类型有限，行业整体的渗透率以及投顾服务能力不足，可投资范围和品种也有待扩容（目前主要是场外公募基金），盈利模式也较为单一。

ETF 将成为买方投顾的重要配置工具，券商在 ETF 销售方面优势显著。券商线下基金销售渠道优势弱于银行，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。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 具有风格清晰（无风格漂移）、低管理成本、透明度高特征，而且底层资产能够覆盖股票、债券、大宗商品等大类资产，有助于丰富投顾策略，但这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”。

我国存量投资者规模庞大，新增客户结构年轻化，未来客群分层及精准运营对于投顾业务的重要性愈发凸显。2026 年 1 月，证监会副主席陈华平在中国资本市场论坛提到中国 A 股投资者数量已经超过 2.5 亿，统计局公布的 2025 年全国城镇人口数量为 9.54 亿人，投资者占比已超过 25%。根据数据，2024 年“924”行情以来上交所披露的个人股票账户新开户数量显著增长，2025 年新增开户数同比增长 10%；今年 1 月新增 491 万户，仅次于 24 年 10 月高点。但考虑到存量投资者数量已经足够庞大，未来新开户数量较难维持高速增长，因此存量客户的盘活和运营显得尤为重要。

图 21 期末及新增投资者数量：自然人（万户）


资料来源： 、湘财证券研究所

图 22 上交所股票账户新开户数：个人（万户）


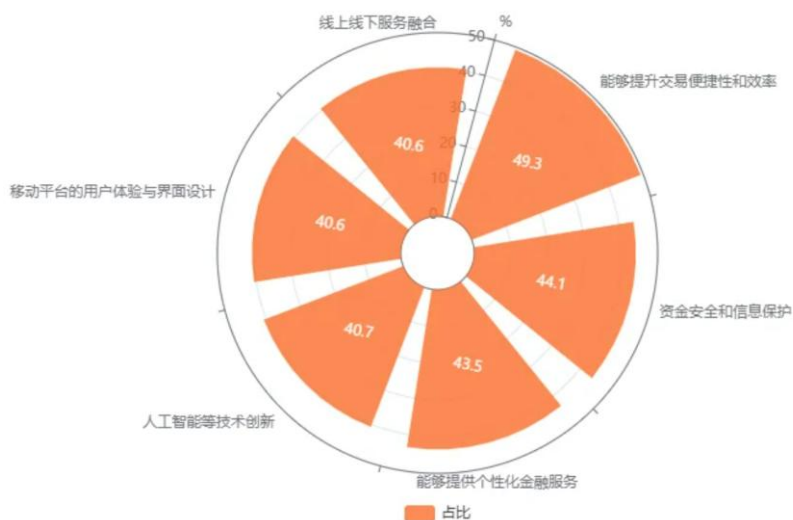
资料来源： 、湘财证券研究所

从新入市投资者结构看，根据财联社报道，“9.24”行情后新开户投资者整体以年轻人为主，“85 后”、“90 后”为主力，“00 后”开户数量明显提升。其中 25 岁的新开户投资者占比两成；25-35 岁占比三成；36-50 岁占比四成；大于 50 岁占比一成。新一代投资者更倾向于选择短视频、直播等方式获取投资理财信息，对个性化金融服务、投顾服务的需求也在提升。

根据艾媒咨询数据，56.1%的个人投资者使用的数字化工具为交易软件和官方 APP，超半数个人投资者还使用了智能投资/理财顾问系统。提升交易便捷性和效率（49.3%）、资金安全和信息保护（44.1%）、提供个性化金融服务（43.5%）成为个人投资者对数字金融业务的关注重点。

面对新一代投资者的投资咨询需求，券商或其他三方投顾应提升服务内容、产品类型的丰富度和精准度，投放渠道也要更加多元化，促进提高客户的转化率。

图 23 个人投资者对数字金融业务的关注情况（2024 年）



资料来源：艾媒咨询、湘财证券研究所

美国智能投顾的兴起有效覆盖了长尾客户的财富管理需求，并且进一步推动 ETF 发展。例如，Betterment、Wealthfront 等智能投顾公司的商业模式就是利用算法，为大众客户提供以低成本 ETF 为底层资产的自动化资产配置组合，实现高效服务长尾客户的目标。从收费模式看，Betterment 根据资产规模分为三档费率，100 万美元以下年费率为 0.2%，100-200 万美元、200 万美元以上分别为 0.15%、0.1%。嘉信理财的智能投顾与其不同之处在于不收取投顾管理费，主要收入来源于现金仓位创造的息差以及嘉信自有 ETF 的管理费。不过，该收费模式存在两个问题，牛市行情下高现金仓位会显著拉低整体组合的回报，而且嘉信作为平台方、托管方及部分 ETF 发行方，其“零费用”背后的现金分配比例由公司内部决定，存在潜在的利益导向问题。

从投资策略看，智能投顾的策略通常是标准化的，在此基础上再根据客户的风险偏好进行不同资产类别的仓位调整。Betterment 不需要自己挑选基金，而是推荐一个多元化的基金组合，旨在避免不必要风险的同时追求收益。基金组合类型包括偏股型、纯债型、加密货币，其中偏股型策略主要投资于来自全球的 ETF（包括股票和债券）。相比之下，嘉信理财的智能投顾（Schwab Intelligent Portfolios）提供三个核心策略（全球多元化策略、美国国内策略、红利固收策略），每个策略根据客户的风险偏好设定来匹配合适的资产权重，比如激进型客户会配置较高比例的股票 ETF，保守型客户则以债券为主。从现有智能投顾的运营模式看，策略开发以及资产配置能力将是智能投顾的核心竞争力。

5 投资建议

美国投顾行业经历了卖方向买方模式转型的过程，在共同基金费率长期下行的背景下，头部财富管理机构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，对冲了降费带来的影响。我国公募基金销售费率改革落地，降费扩容是行业大势所趋，低费率 ETF 快速发展，券商在 ETF 代销及投顾均有显著优势。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；同时关注引流变现能力强、产品矩阵丰富的第三方投顾机构（如九方智投控股），维持行业“增持”评级。

6 风险提示

外部环境变化导致权益市场风险偏好下降，进而影响投资者对投顾服务需求；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。