



VOICE OF AMAC

(2023 年第 3 期，总第 178 期)

中国证券投资基金业协会

2023 年 8 月 17 日

## 关于投资顾问业务在第三支柱个人养老金中的应用探索及未来展望

**【编者按】**2022 年，我国第三支柱个人养老金制度正式落地。以个人账户制为核心的制度模式，为构建一个发展前景广阔、内容层次丰富的个人养老金市场提供了基础保障。在推动个人养老金市场发展的过程中，本文认为参与者对于专业投资顾问的需求，将会随着第三支柱覆盖率的增长而不断攀升。不同于传统的财富管理业务，个人养老金市场对投资顾问服务的长度、广度、深度或将提出更高要求，有望推动我国投资顾问业务的发展进入新时代。

本文剖析海外国家个人养老金及其投顾业务市场的发展历程，指出我国投顾业务目前正处于管理型投顾的关键发展期，要形成与个人养老金共振发展的正向循环，尚需关注以下几个方面：首先，投顾业务服务于个人养老金领域仍受规则供给不足限制；第二，传统投顾能力与长周期、多元化的个人养老金需求存在一定错配；第三，投顾机构尚在探索

可持续的个人养老金投顾业务发展模式；第四，我国投资者的养老规划能力、长期投资理念尚未成熟。

据此，本文提出以下建议：首先，坚定推进管理型投顾模式，推动建立针对个人养老金投顾业务的政策法规制度，特别是在投顾业务范畴和覆盖产品上根据个人养老金的制度模式和合格产品予以扩展；第二，加强对个人全生命周期的养老金规划的需求分析方法、资产配置策略、产品优选算法等方面的研究，建立针对个人养老金的投顾业务全流程体系；第三，推进与个人养老金投顾业务相关的业务平台、人才队伍、服务系统、智能终端等建设，提升智能投顾业务能力，能够更好地适配要求广覆盖和普惠性的个人养老金业务；第四，探索可持续的个人养老金投顾业务场景，通过板块联动支持前期业务启动和触达客户资源，以长期的客户信任为核心产出，形成正向循环的完整业务模式。

## 一、投资顾问业务概述

20 世纪初，在欧美金融机构开展个人理财业务的过程中，客户经理会为客户提供初步的投资咨询和综合资产规划，投资顾问业务（以下简称“投顾业务”）由此萌芽。1940 年美国国会颁布《投资顾问法》，投资顾问首次有了明确的法律定义，即“以获取报酬为目的，直接或通过出版物形式提供证券价值分析或买卖证券投资建议的任何人；或者以获取报酬为目的并作为特定商业活动的一部分，发表或提供证券分析意见或报告的任何人”，投资顾问业务开始规范发展。其后随着二战后欧美经济复苏、社会财富积累、20 世纪 70

年代养老计划的兴起，在供需两旺的推动下，投顾业务得到了迅速发展，内涵逐步丰富。

纵览中外，投顾业务的内涵丰富过程具有一定规律性，基本沿着“产品销售逐步转向管理型投顾，再附加智能投资顾问”的道路发展。伴随着政策演进、人才培育、科技进步等诸多因素的发展，投顾业务由单纯提供建议、销售自有产品、销售全市场产品，逐步赋能为提供服务方案，全权受托投资者的财富管理，最终演化为提供包括税收筹划、养老教育在内的全生命周期的资金管理。

### **（一）产品销售模式：费用分成+提升流量**

回览中外，早期主要业务形态均为产品销售，传统销售业务的盈利模式是费用分成，包括发行期销售费用和存续期客户维护费，主要依靠提升产品销售量或客户交易量，流量驱动使得渠道销售呈现“重产品新发、轻产品持营、封闭期满后批量赎回”等脉冲特征。在这种模式下，一方面，从结果看，机构难以建立起与客户的信任度，资金稳定性越来越差，客户保有量增长后劲乏力，国内相关监管部门也关注到了销售机构与投资人利益不一致的现象，密集出台政策引导重视以投资人利益为核心和长期投资的理念，在2020年《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》（证监会令第20号）中，明确规定“不得将基金销售收入作为主要考核指标，不得实施短期激励，不得针对认购期基金实施特别的考核激励”；另一方面，从资金端看，在打破刚兑、净值化转型、违约事件频发的背景下，客户“闭眼买产品、到期获得高收益”逐渐成为历史，对专业服务的需求日益提升，同时，

资管产品降低费率水平是不可逆转的长期发展趋势，比如美国股票型共同基金规模加权平均费率由 2000 年 0.99% 降至 2020 年 0.50%<sup>1</sup>，因此，依靠产品销售短期进行流量变现产生的利润空间逐渐压缩，逐步转向业绩和服务导向的存量收入模式。

基金销售业务模式：依靠产品销售和交易收费

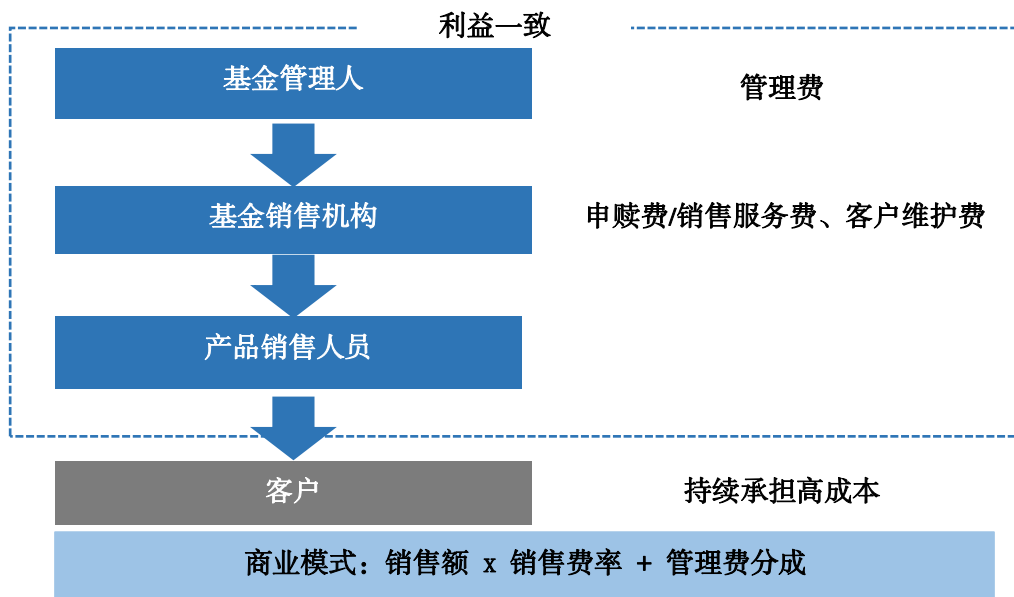


图 1 基金销售业务模式

资料来源：兴业研究，嘉实基金整理

## （二）管理型投顾模式：产品销售转向投资顾问

以美国为例，美国投顾最早可追溯到 20 世纪 70 年代，1975 年美国证券交易委员会取消了固定佣金制度，并在 1980 年推出 Rule 12b-1（类似国内的销售服务费），盈利模式逐步从交易驱动向账户管理驱动转变，相应地，业务重心也从销售商品向提供服务迁移。投顾业务的核心是客户利益至上，代客理财，管理对象是客户的财务目标，接受客户的全权委托，管理客户特定账户中的资产，由客户直接支付投顾费用。

<sup>1</sup> 数据来源：美国投资公司协会（ICI, Investment Company Industry）

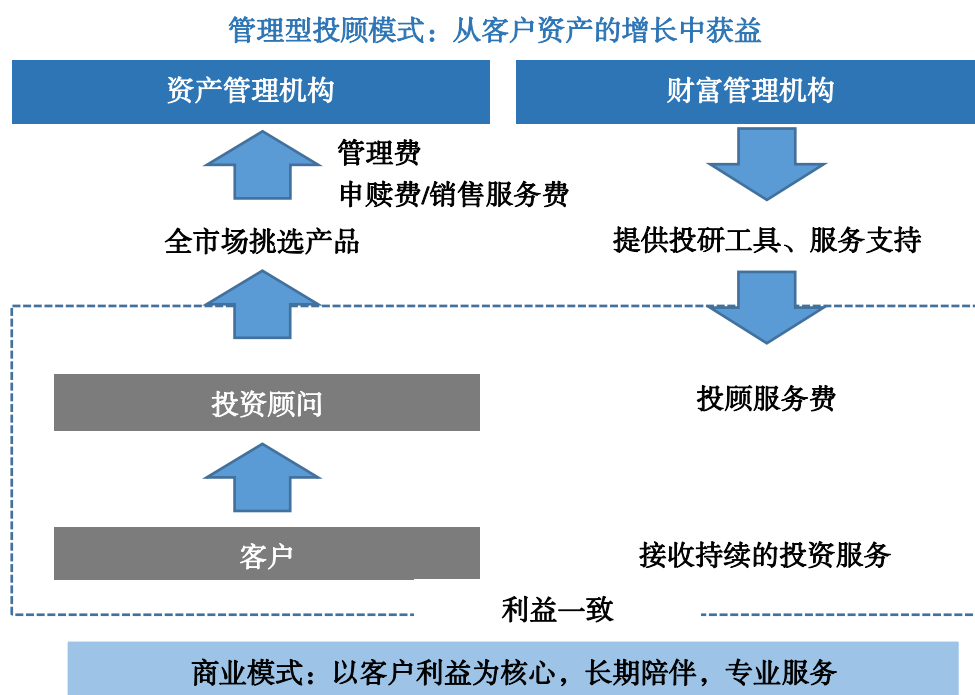


图 2 管理型投顾模式

资料来源：兴业研究，嘉实基金整理

## 二、投顾业务在美国发展历程及个人养老金领域的应用

根据中国保险资管业协会统计，2021 年末全球养老资产规模已接近 60 万亿美元，超过全球 GDP 的一半，其中美国养老金资产总规模高达 39.4 万亿美元，大幅领先于全球其他国家的养老金储备规模。美国养老金运行和监管模式相对发展成熟，同时也是全球最早开展投顾业务的国家，2021 年在美国联邦证券交易委员会（SEC）或州证券部门注册的投资顾问管理的资产规模（Regulatory assets under management）<sup>2</sup>已达到 128 万亿美元。

<sup>2</sup> RAUM 与 AUM 有所区别，包括了对冲工具、多头与空头组合、杠杆、专利资产、不收费的委托资产、部分私募基金持有的非证券资产等，且在计算时不会抵消任何的负债类资产以及空头头寸。

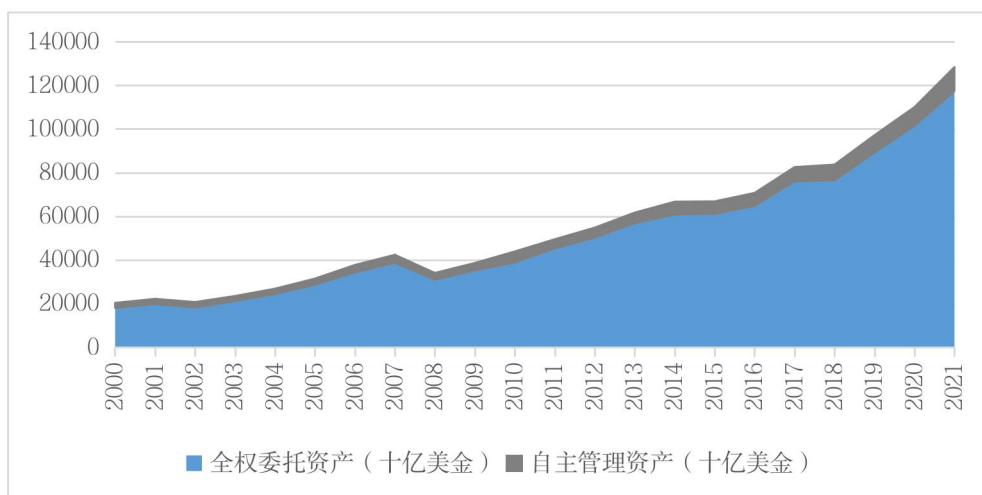


图3 美国投顾公司管理规模时序图

数据来源：IAA，嘉实基金整理

### （一）发展历程：投顾业务与养老金计划相辅相成

20世纪30年代，为了强化证券市场管理，美国开始建立联邦证券法律体系，1940年《投资顾问法》作为1933年以来美国一系列证券立法的最后一部，标志着美国投顾业务开始受到SEC系统化监管，得到规范发展。《投资顾问法》对投资顾问的定义、注册、费用、反欺诈条款、披露及监督义务等进行了规定，其中第206条反映了国会对“投资顾问关系微妙的信义性质”的承认，从一开始就奠定了投资顾问对客户信义义务的联邦法源基础。特别地，《投资顾问法》给予了专职于养老金的投资顾问以一定的政策便利，例如豁免了教会雇员养老金计划的投资顾问的注册义务，针对养老金投资机构（规模在5000万美元及以上）提供投资建议的投资顾问放宽了注册标准。

随着二战后经济复苏，美国的大众富裕阶层逐步增多，资金的跨生命周期、跨领域管理需求日益提升，同时1975年《证券交易修订法案》废除了固定佣金标准，全面实行协议佣金制，经纪佣金收入在美国证券行业中占比由1975年

46%持续下降至 2002 年 15%左右，销售业务利润贡献下降，众多机构选择重点发展投顾业务，通过固定费用和基于资产规模的账户管理降低对佣金收费的依赖。

20 世纪 70 年代后期，美国推出 401 (K) 计划，以税收优惠方案促使养老金资产规模快速增长，并于 1982 年通过了扩大个人养老金账户投资范围的法案，鼓励养老资金进入资本市场，为共同基金市场带来了大量的新增配置资金，客户对一站式的理财规划需求也尤为强烈。1999 年《金融服务业现代化法案》允许商业银行与投资银行混业经营，投顾机构进一步拓展到了独立财务顾问和第三方平台等，全品类的综合投顾满足了养老金账户管理的投资决策需求。

随着信息技术逐渐成熟并被商业化应用，智能投顾开始兴起，2016 年美国金融业监管局《数字化投顾报告》首次对数字化投顾做出定义，2017 年 SEC《智能投顾指引更新》明确“利用创新技术为投资者提供的全权委托资产管理服务，应遵守《投资顾问法》对注册投资顾问包括信义义务在内的相关规定”，智能投顾有效地覆盖了长尾客户群，养老账户与投顾服务的黏性逐步加深。

美国投顾业务在运营模式、业务种类、覆盖资产等多方面均体现出了较大的多样性，比较主流的运作模式可按目标人群分为以下四种：

**(1) 高端定制模式。**以瑞信集团为代表的私人银行，其主要面向高净值客户，提供了数量丰富、种类齐全的产品，供不同客户自由选择，但服务费用相对也较为高昂。

**(2) 综合性投顾模式。**以 Vanguard、高盛等为代表的

大型金融机构，其提供的投顾项目涵盖范围较广，涉及信托服务计划、财富规划服务、投资管理服务、房地产规划、医疗和捐赠资金配置、退休和休闲计划制定等。

**(3) 智能投顾模式。**以 Betterment 为代表，凭借云计算、大数据、人工智能等高新技术的应用，Betterment 可以实现纯线上的智能投顾，方便快捷地提供资产配置服务。该模式主要特点是价格低廉、方便快捷、覆盖长尾客户。

**(4) 第三方平台模式。**以嘉信理财和 Asset Mark 为代表，嘉信理财于 1992 年推出了 OneSource 平台，这是世界上第一个没有附加费、不收交易费的共同基金超市，允许投资者在众多品种相互竞争、无附加费的共同基金中挑选。在此基础上，嘉信理财开发出“Advisor Source”投顾项目，即对于在投资过程中需要产品投资咨询服务的客户，嘉信理财本身不直接提供咨询服务，而是将咨询服务外包给第三方投资顾问，为客户提供经审批合格的名单供其挑选。

表 1 美国投顾业务发展历程

1920 年代 萌芽期	监管空白期，保险营销人员会为客户提供简单的资产规划咨询
1940 年代 规范期	颁布《投资顾问法》，首次给出投顾的职业定义，规定从事投顾业务的机构或个人必须经过监管部门注册
1950 年代 发展期	二战后经济逐步复苏，大众富裕阶层兴起，投顾业务逐渐规模化
1970 年代 成熟期	1978 年 401 (k) 计划推出后，养老金快速发展，为公募基金市场带来大量新增配置资金，投顾业务迎来黄金发展期
1980 年代 革新期	Vanguard 开始推行免佣基金，投资者开始关注投资成本，管理型投顾模式得到认可与普及
2010 年代 进化期	从产品创新过渡到科技创新，智能投顾市场蓬勃兴起

资料来源：嘉实基金



## **（二）深层原因：有利政策环境、成熟账户管理体系**

美国投顾业务的发展很大程度上得益于 1940 年《投资顾问法》构建了以受托责任为核心的监管体系，强调投资顾问应当履行信义义务，即为客户的最佳利益行事，并基于客户最佳利益考虑为其提供投资建议，投资顾问要充分披露其获得的报酬，充分披露利益冲突情形。《投资顾问法》历久弥新，秉持投资者利益至上的法律框架，经受住了时间的考验和市场的洗礼。2010 年《多佛-弗兰克法案》对《投资顾问法》进行了专门修订，取消对 12 个月内客户数量少于 15 人的私人顾问的注册豁免，进一步加强了监管。

《投资顾问法》除了奠定信义义务的法源基础，还规定了从事投顾业务的机构或个人根据管理资产规模的不同，需在 SEC 或各州证券监管机构注册，并履行报告及信息更新义务，使得投顾业务持续处于美国 SEC 及相关部门的功能监管之下，广泛分布于银行、基金等财富管理机构中的投资顾问遵循统一的监管理念和标准，较大程度地保障了客户利益。

在信义义务和功能监管的基础上，美国成熟灵活的账户管理体系也为投顾业务和养老金的相辅相成提供了有利的支持。首先，各类金融机构均可开户，个人可在银行或财政部批准进行保管业务的非银行机构开户，并由其作为受托人或保管人，其次，基于受托管理架构，账户资产的独立性和安全性可以得到保障，最后，美国传统 IRA、Simple IRA、SEP-IRA 等不同个人养老金账户，以及政府雇员 457 (b)、403 (b) 等账户之间转换渠道畅通。

## **（三）基本特点：普惠性强、头部集中+长尾特征、智**

## 能化趋势明显

### 1. 客户结构：以个人为主、普惠性好、长尾特征明显

截至 2021 年底，美国注册投资顾问为超过 4200 万客户提供服务，其中个人客户占客户总数的 95%，是数量最多的客户类别，具有很强的普惠性和广泛性。从结构看，个人客户中 86.4% 是非高净值客户（大约 110 万美元以下的在管资产或 220 万美元除首套房产外的个人资产净值），高净值客户人数不到 20%，但资产则占到了个人类投顾服务总资产的 62.6%。

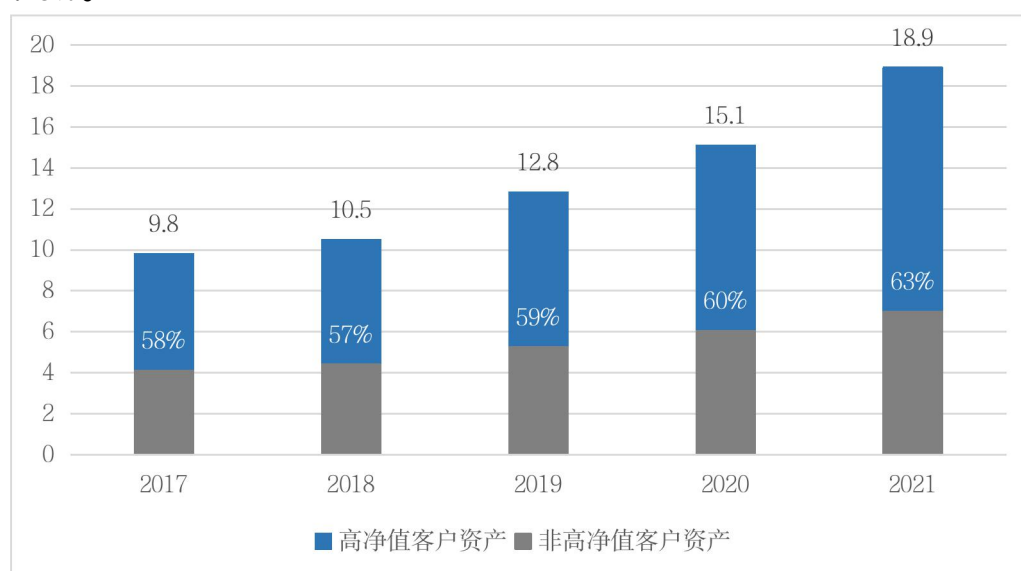


图 4 高净值个人客户贡献超 60% 的资产规模

数据来源：IAA，嘉实基金整理

### 2. 头部集中效应加剧、长尾特征明显

马太效应和厚尾特征在机构层面同样明显。2021 年末，管理规模在 1000 亿美元以上的投顾数量达 210 家，仅占 SEC 注册顾问总数量的 1.3%，但这 210 家公司管理资产规模达 85.3 万亿美元，占行业总资金规模的 66.4%，与 2017 年的 48.8 万亿美元相比，年增长率 14.9%，而管理规模在 50 亿美元以上的少数公司（数量的 13%）管理了投资顾问总资产

的 75%（97 万亿美元），头部效应愈加明显。

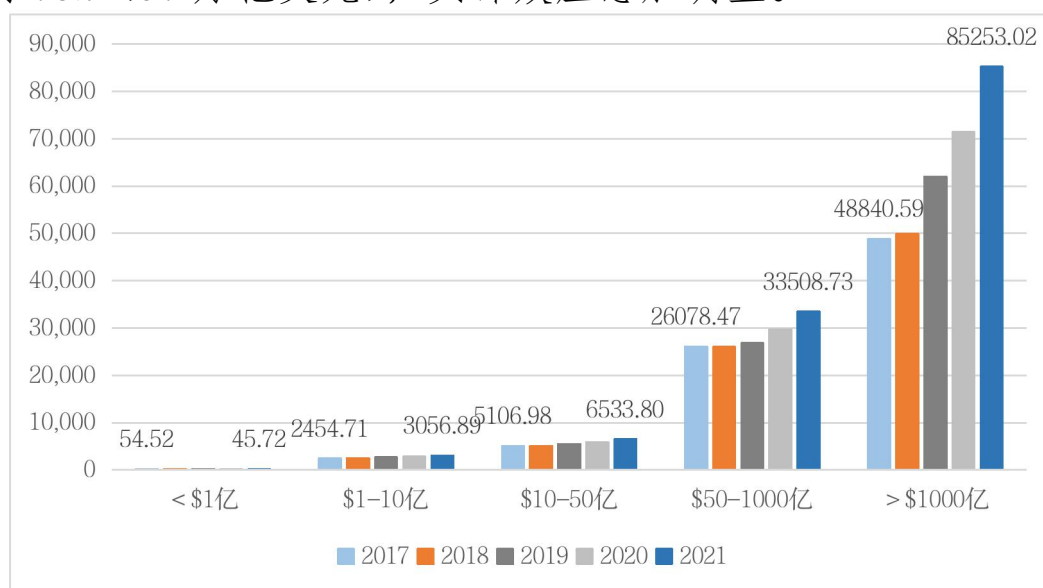


图5 头部机构管理超过 60%的资产规模

数据来源：IAA，嘉实基金整理

### 3. 智能投顾市场浪潮明显

美国智能投顾的主力参与者主要分为两类：一是 Vanguard、Fidelity 等美国传统资产管理公司；第二是 Betterment、Wealthfront 等专做量化投资的金融科技公司。智能投顾机构以低成本、高效能、更理性吸引了大量的长尾客户，2020 年底，服务非高净值个人客户数量排在前 5 名的投顾业务商中，有 2 家是智能投顾平台，服务客户数量达 750 万，相比 2019 年增加了 270 万客户。

智能投顾作为一种低成本、操作便捷的新型投顾方式在 IRA 等个人养老账户中日渐发挥重要作用。自 2010 年来，智能投顾在美国得到迅速发展，尤其是随着互联网科技的发展，崛起速度很快。截至 2021 年底，共有超过 200 家公司布局智能投顾业务，业务规模从 2010 年的 51 只产品、管理金额 20 亿美元，迅速上涨至 2017 年的 2148 只产品、1400 亿美元资产。

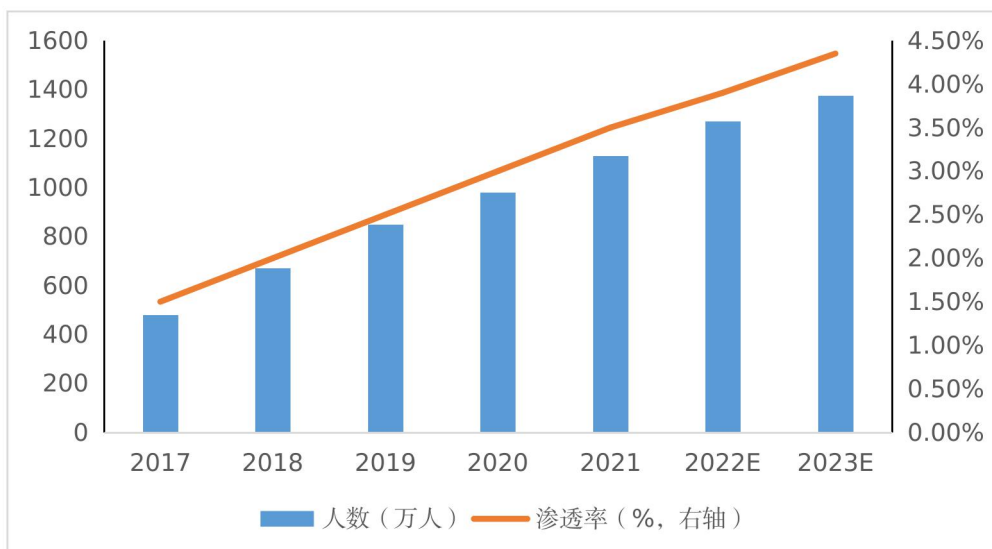


图6 美国智能投顾用户数量及渗透率

资料来源: Statista, 嘉实基金整理

智能投顾在美国得到迅速发展原因主要有以下几个方面:

首先, 财富管理主体发生变化, 长尾市场爆发, 年轻一代养老投资需求开始增长。从未来看, 占市场比例达80%的长尾客户的财富管理需求加速萌生, 以年轻一代为代表的养老投资群体对智能投顾的认可度普遍较高。

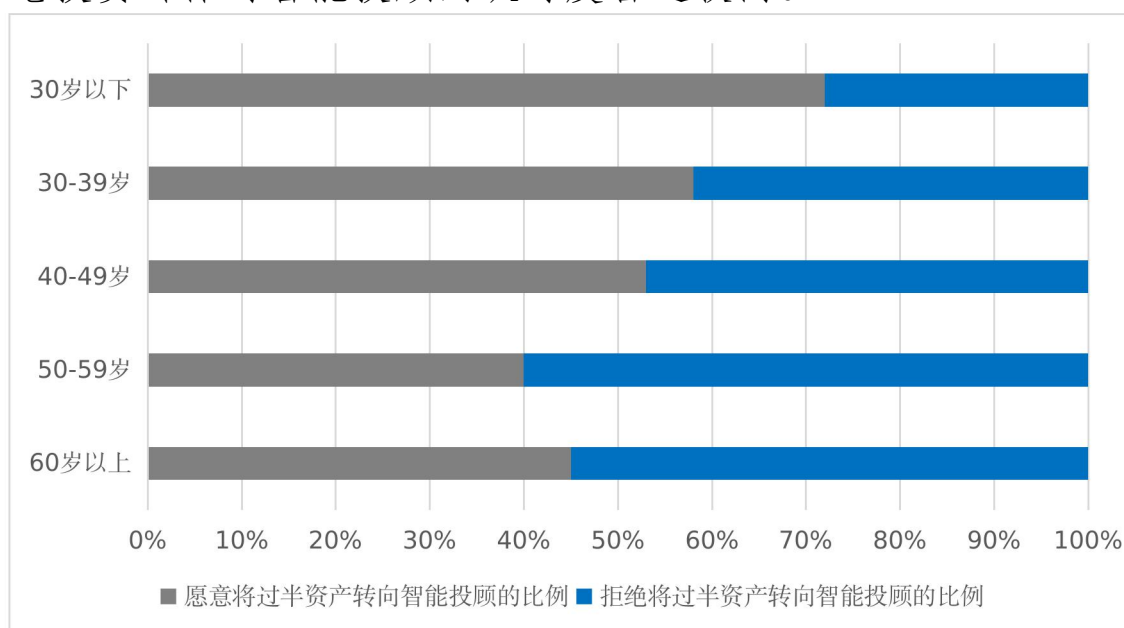


图7 各年龄段愿转向智能投顾的资产占总投资资产比重

资料来源: Capgemini, RBC WM, 嘉实基金整理

第二，市场的被动投资接受度提高，夯实智能投顾发展基础。成熟市场下，受成本、收益、风险因素变化影响，主动管理型基金的 alpha 优势减弱，费率及成本相对较低的被动投资被普遍接受，而智能投顾所推荐的产品往往以被动投资产品为主，因而很好地契合了市场投资风格的转变。

第三，智能投顾在个人养老金应用中兼备多重优势。智能投顾出现的重要价值在于突破传统投顾模式下人力对于数据处理能力的边界，通过实时的数据搜集处理、精密的算法模型等，推出创新性的增值业务，进一步挖掘用户更深层次、多元化的投资需求，在大幅降低运营成本的同时，有效提高了投资效率和回报率，从而满足了美国规模庞大的个人养老金市场管理的需求。

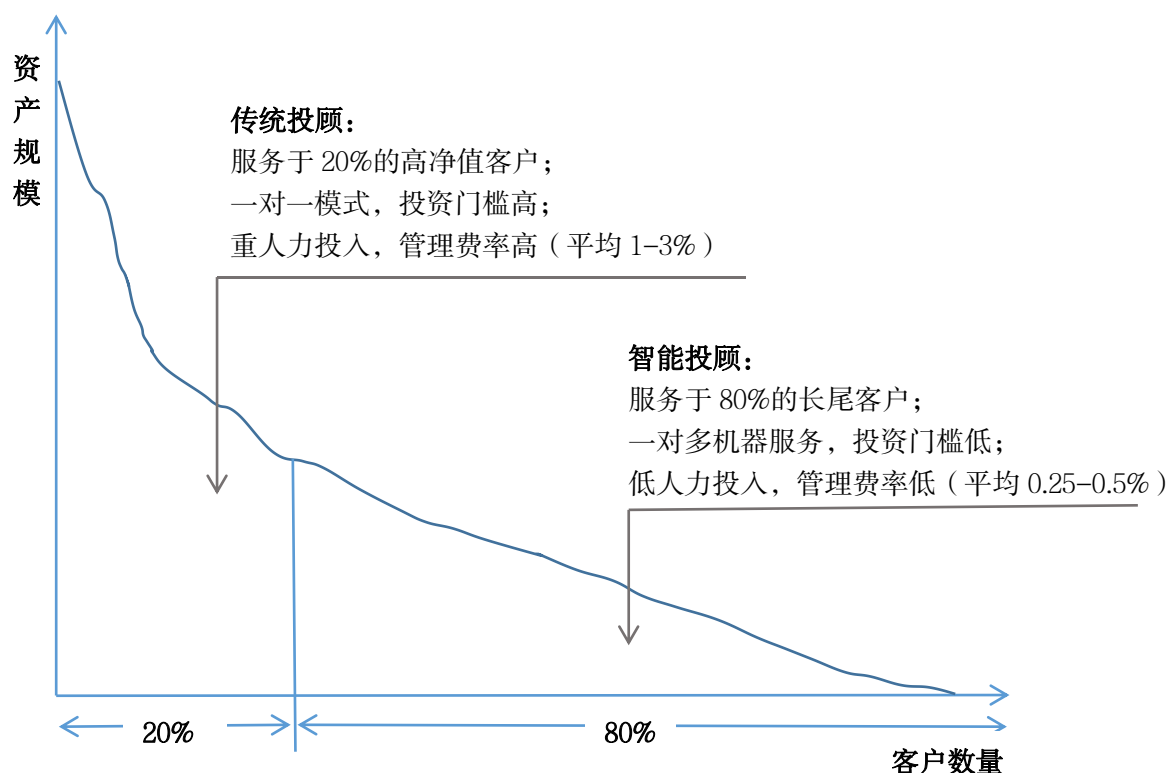


图 8 智能投顾满足财富管理市场 80%长尾用户需求

资料来源：华创证券，嘉实基金整理

### 三、投顾业务在我国发展历程及个人养老金市场的应用需求分析

#### **（一）发展历程：起于投资咨询业务，兴于产品销售逻辑，展于管理型投顾**

纵观中国投顾业务的发展历程，可以总结为“起于投资咨询业务，兴于产品销售逻辑，展于管理型投顾”，在大部分时期投顾业务与产品销售相伴相生，难以明确区分，投资顾问这个职业也呈现一种异变的销售形态，大致可分为以下三个阶段：

##### **1. 投资咨询业务萌芽期（1997年-2009年）**

我国投顾业务最早局限于提供投资建议。1997年12月，原国务院证券委员会发布《证券、期货投资咨询管理暂行办法》（证委发〔1997〕96号），加强对证券、期货投资咨询活动的管理，明确投资咨询机构及人员可为投资人提供投资分析、预测或建议，但不得代理投资人从事证券、期货买卖。当时投资咨询业务的展业路径主要有两种：一是面向中小自然人投资者，提供以权益类投资为主的建议；二是面向机构类或高净值客户，提供受托资产组合管理的操作性建议。

与此同时，产品销售也开始受到监管法规约束，2004年证监会发布了《证券投资基金销售管理办法》（证监会令第20号）<sup>3</sup>，并于2009年发布《开放式证券投资基金销售费用管理规定》（证监会公告〔2009〕32号）<sup>4</sup>，全面规范基金销售费用，引入客户维护费机制，禁止支付一次性销售激励。但2009年前，中国居民资产结构仍以住房资产等非金融资

<sup>3</sup> 《证券投资基金销售管理办法》2004年发布的证监会令第20号版本已废止。

<sup>4</sup> 《开放式证券投资基金销售费用管理规定》（证监会公告〔2013〕26号）已于2013年修订发布。

产为主（2009年51.24%），金融资产结构中现金及存款占比超过20%，公募基金等资管产品占比较低，2009年仅为1.89%，产品销售呈现以传统银行为主力的市场格局。

## 2. 产品销售业务飞速发展（2010年-2018年）

2010年10月，证监会发布《证券投资顾问业务暂行规定》（证监会公告〔2010〕27号）<sup>5</sup>，明确界定证券投资顾问业务为证券投资咨询业务的一种基本形式，具体定义为“证券公司、证券投资咨询机构接受客户委托，按照约定，向客户提供证券及证券相关产品投资建议，辅助客户作出投资决策，并直接或者间接获取经济利益的活动”。投资顾问可向客户提供投资品种选择、投资组合及理财规划建议等服务，但仍然不得代客户做出投资决策，展业方式没有发生实质性的变化。

与此同时，产品销售业务得到了飞速发展，证监会先后在2011年、2013年修订了《证券投资基金销售管理办法》<sup>6</sup>，可以从事基金销售业务的机构范围扩展到商业银行（含在华外资法人银行）、证券公司、期货公司、保险机构、证券投资咨询机构、独立基金销售机构及其他。销售服务费在2016-2019年发展成基金销售行业的主要收入来源，2018年和2019年占比分为达到74%、56%<sup>7</sup>。销售业务中供应链的核心为产品机构和销售机构，销售机构往往以自身短期利益的最大化为考虑，缺乏向客户提供长期、理性、有效的投资建议的动力和意识，机构利益和客户利益不一致的矛盾一直存

<sup>5</sup> 《证券投资顾问业务暂行规定》（证监会公告〔2020〕66号）已于2020年修订发布。

<sup>6</sup> 《证券投资基金销售管理办法》2011年发布的证监会令第72号版本和2013年发布的证监会令第91号版本均已废止。

<sup>7</sup> 取自开源证券研报《基金代销行业深度报告：大时代开启，新兴渠道崛起》，数据来源为基金业协会。

在。

### 3. 管理型投顾业务启动试点（2019 年-至今）

2019 年 10 月，证监会印发《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》（以下简称《通知》），允许试点机构开展管理型基金投资顾问服务，试点机构包括证券公司、基金管理公司、以及基金销售机构。《通知》最大的变化在于允许投顾机构代客户作出投资决策，试点机构根据与客户协议约定的投资组合策略，可以代客户作出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行基金产品申购、赎回、转换等交易申请。管理型投顾模式的开启，使得客户真正成为投顾业务的买方，支付投顾费用，投顾机构只对客户负有信托义务，不对产品公司负责。这意味着投顾机构以“为客户实现最大利益”为核心，为客户进行更长期的理财规划，提供正确的投资行为引导。

与此同时，证监会在 2020 年发布了《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》及配套规则，设置了客户维护费的上限，即向个人投资者销售所形成的保有量，客户维护费占基金管理费的约定比率不得超过 50%；向非个人投资者销售所形成的保有量，客户维护费占基金管理费的约定比率不得超过 30%，对销售机构利用渠道优势追求自身利益最大化的行为进行了约束和规制，促进销售机构从“产品销售”向“管理型投顾”转变，目的仍然是让基金行业回归长期投资、价值投资的本源。



## （二）个人养老金业态模式及其对投顾业务的需求分析

### 1. 个人养老金的顶层设计或将形成全新的业态模式

我国个人养老金采用个人账户制，由个人进行完全积累，在账户层面进行产品投资和税收优惠，这也是国际第三支柱养老保险运行的主流模式。考虑到其业务性质、覆盖客群、内在发展要求等诸多因素与传统居民财富管理需求不同，个人养老金业务或将形成有别于传统资管业务及养老金融业务的全新模式，同时还将孕育或催生出配套其发展的服务生态体系。

（1）从业态模式上看，个人养老金呈现“长周期、覆盖长尾客户、低费率、目标多元”的特点

从个人养老金业务本身看：**首先，长周期一直是养老资金的优质属性之一。**《意见》明确了个人养老金资金账户封闭运行，参与者达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国（境）定居或者具有其他符合国家规定的情形后，经信息平台核验无误才可领取。**其次，在覆盖客群方面，顶层设计强调普惠性，惠及人数或超过 10 亿人。**无论是政策设计初衷还是优化三支柱结构的诉求，个人养老金需要也应该覆盖长尾客户。**最后，个人养老金的长周期和普惠性决定了业务长期必定是低费率水平。**从目前发行的几类养老金融产品费率也可见一斑，养老理财产品管理费率为 0-0.1%，养老基金 Y 份额管理费率先中在 0.15-0.5% 区间，专属商业养老保险初始费率上限大多为 3%。

从个人养老金与现行其他业务的横向比较看：相对于公募基金投顾和公募 FOF，个人养老金主要管理的是长期资金，

允许长期锁定；相对于企业年金、职业年金，个人养老金的目标更加多元，赋予个人参与者的选择权更高。

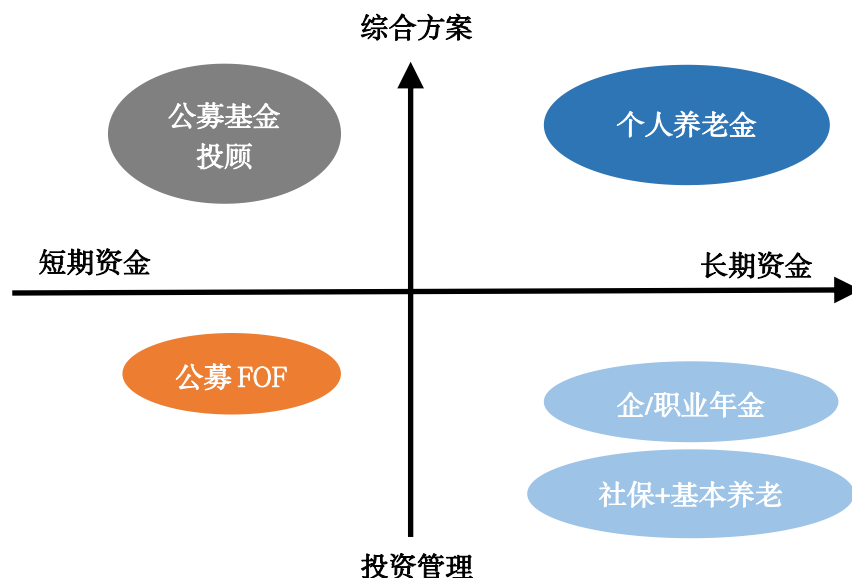


图9 现行业务体系象限图

资料来源：嘉实基金

(2) 从展业方式上看，打造一站式服务体系和提供一揽子解决方案是个人养老金业务实施的关键抓手

首先，个人养老金规划的长期性和复杂性与参与者金融知识的匮乏形成天然矛盾，这决定了参与机构引流获客的关键吸引力在于以客户为中心，发挥专业优势为客户提供一站式服务体系。结合个税递延养老保险的试点经验，应尽可能站在客户的角度，为其提供最大的便利，深度参与包括账户开立及管理、产品筛选及交易、税收筹划及资金领取等多环节，培养客户信任感，提升客户黏性。

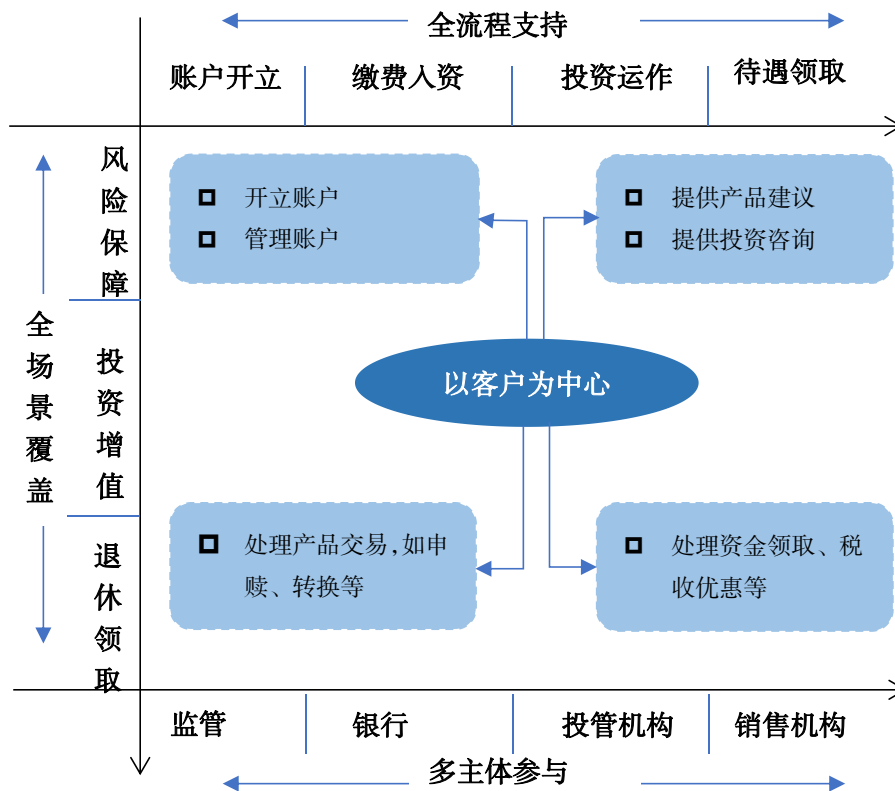


图 10 以客户为中心的一站式服务体系

资料来源：嘉实基金

其次，多类型机构、多样化产品的市场参与格局决定了参与个人养老金服务的机构较为分散，不同机构可能介入同一个参与者养老筹划的不同环节，既不利于进行整体资产配置和税收筹划，也增加了个人的成本负担。因此，除个人养老金投资管理的基本职能外，客户更注重的是融合投资理财、资产配置、产品供给、养老服务、风险保障、税务筹划等一体的综合性解决方案。

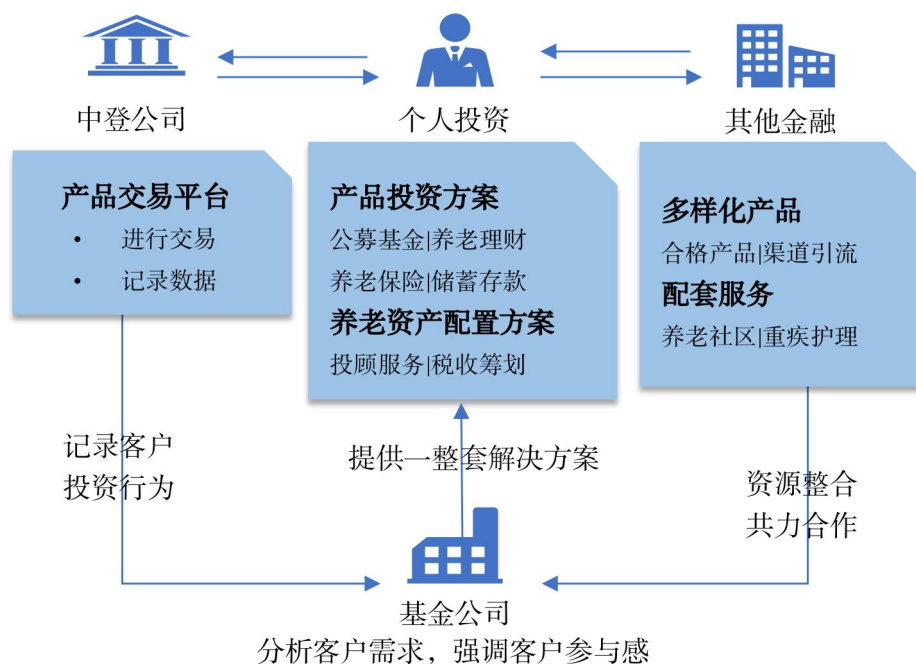


图 11 覆盖多重需求的一揽子解决方案

资料来源：嘉实基金

(3) 从市场发展上看，个人养老金所形成的新生态体系或更依赖于各参与机构在渠道、产品、投顾、科技的综合协同

养老金业务费率低廉、资金长周期、规模效应显著等属性决定了依靠单一板块、单一品类业务实现短期盈利的难度较大，也无法满足投资者多元化的投资需求，通过资源和能力的联动、实现规模效应最大化或成为养老金业务市场的最优选择。

个人养老金将会构建全新的服务生态体系，按目前的政策制度，在整个生态体系的搭建上或依赖于渠道、产品、投顾、科技等资源和能力的综合发力：1) 在发展初期，渠道和客户是跑马圈地、抢占市场的关键；2) 中长期看，产品是核心能力，包括产品谱系的丰富程度和扎实的业绩表现；3) 投顾是贯穿始终的增值服务，重在打造良好的客户体验；4) 系统则是赋能业务兴起和爆发式发展的基础工具。在严

监管的个人养老金新业态中，业务齐全、牌照丰富的头部综合型金融集团或可提供全方位的养老金资金管理，而专注于某一领域的特色金融机构可以吸引风险偏好适配的投资者。

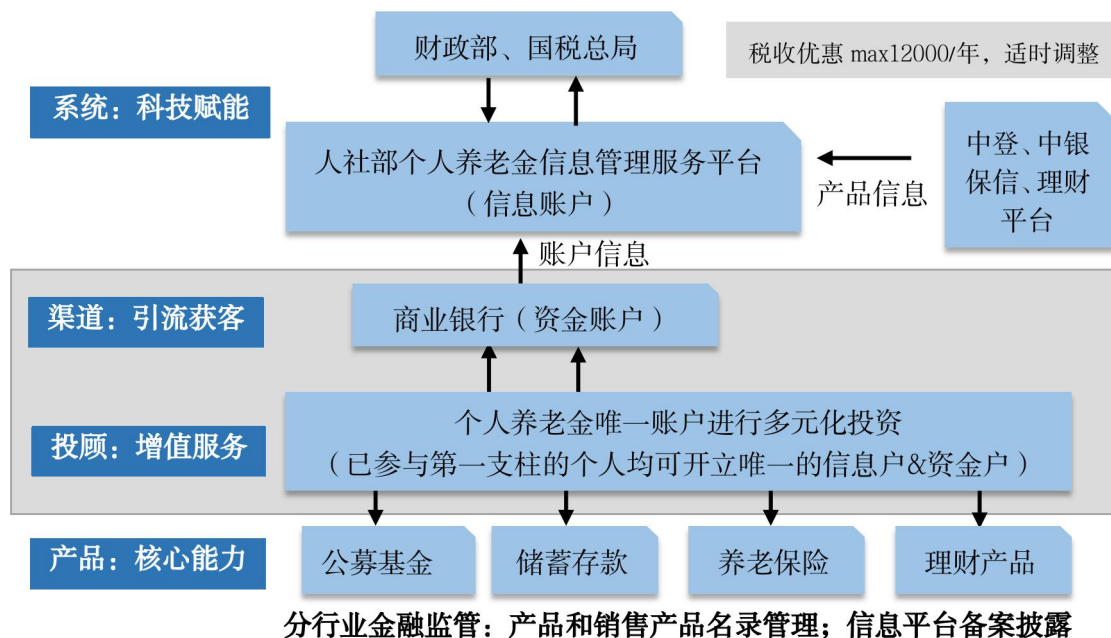


图 12 个人养老金需要四个要素的综合协同

资料来源：嘉实基金

## 2. 个人养老金业务对于投顾的应用需求分析

我国的个人养老金业务将会以个人养老金资金账户为基础，以参与人为中心，围绕客户的养老需求提供一系列的服务，并会构建和衍生出一个全新的生态体系。投顾业务在这个生态体系中，将发挥链接客户、整合产品、塑造品牌、输出服务的重要作用，产品销售导向的流量模式向客户服务导向的陪伴模式的转型也势在必行。

相较于传统财富管理投顾需求，个人养老金的投顾业务更为复杂和多元，是对客户全生命周期的陪伴和服务。生命周期可分为退休前的工作生涯和退休后的养老生涯，退休后进一步细分为活力养老、高龄老年和失能养老三个阶段，针对每一阶段，服务侧重点有所不同。

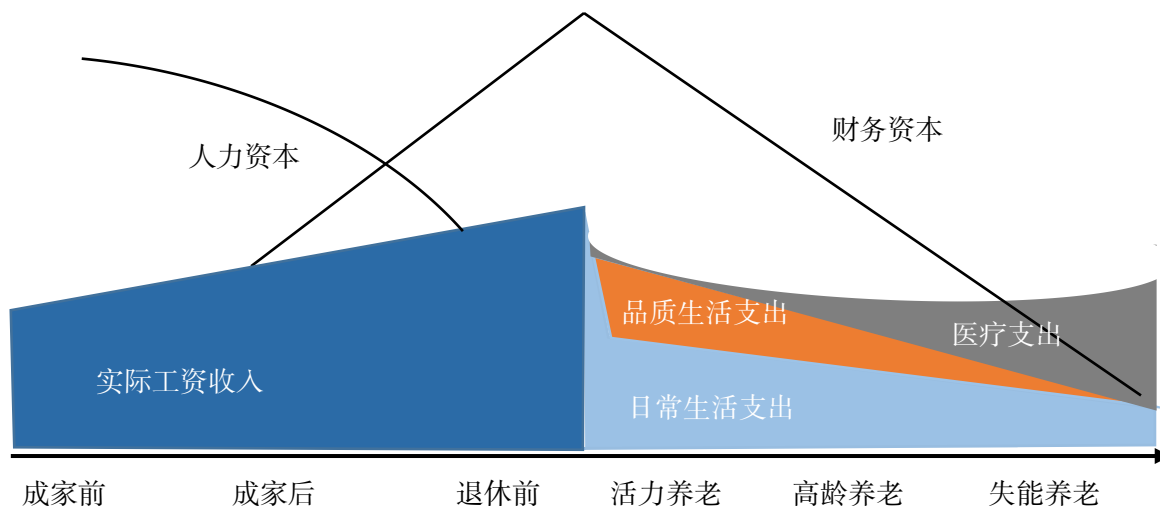


图 13 生命周期各阶段人力资本和财务资本的变化

资料来源：明德咨询研究报告，A Holistic Framework for Life Cycle Financial Planning

个人养老金的投顾业务也是多目标优化的。短期看，个人养老金的参与者对投顾的需求主要聚焦在投资积累场景上，强调投资目标的获得，未来长期可能会从净值化走向场景化，需求由财富规划外延至税收优化、医疗健康、遗产规划、教育生育等，围绕客户的生命周期，依据各阶段标志性事件的投资痛点设计更为丰富的场景模式和切入方案。

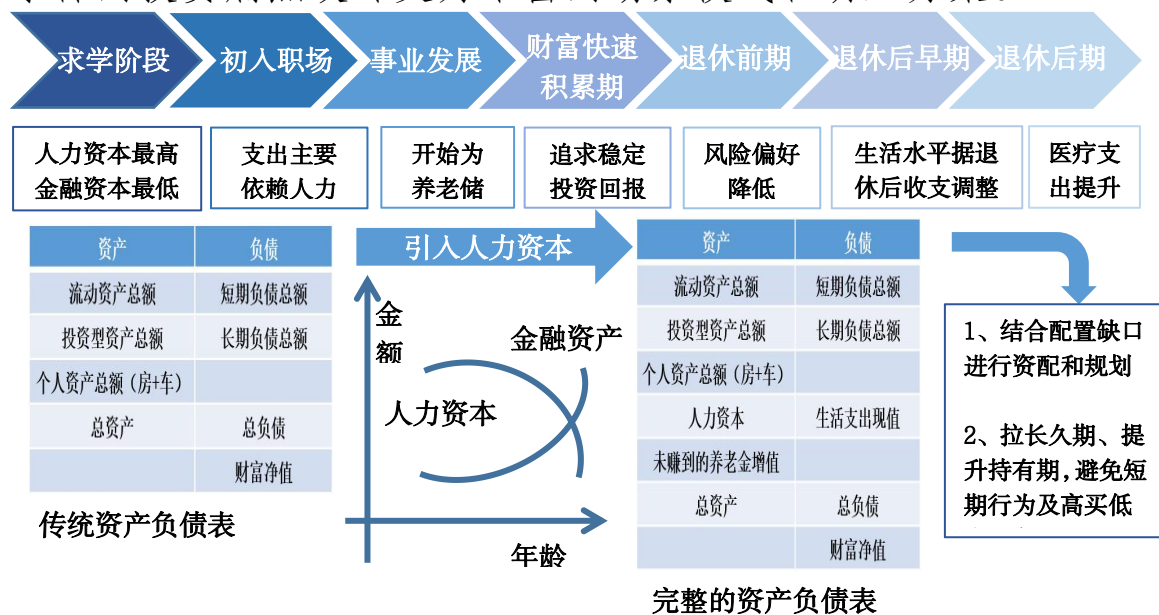


图 14 从规划的角度，真正做到长期投资

资料来源：财通证券，嘉实基金整理

个人养老金客户首先需要的是站在长期维度的资金筹划方案，其次亟需的是中期维度的专业投资方案，以及之后如何执行这套方案的配置、调仓和再平衡的建议，不仅需要投顾机构不断优化资产配置模型方法，也需要保持对市场的持续投资研究。更为重要的是投顾机构需要以专业能力、服务理念 and 立场表态，与投资者共建投资预期，以培养信任度、提升客户黏性。

综上，个人养老金适配更广义、更全面的综合投顾服务，更需要在个人养老金账户层面的整体解决方案。

#### **四、投顾业务在我国个人养老金中应用难点分析**

借鉴美国投顾业务变革及发展历史，我们可从中提炼出三大核心驱动因素：有利的政策环境、成熟的市场及账户体系及先进的科技水平。由于同时具备上述条件，美国管理型投顾才得以顺利发展。而结合前述对国内情况的分析，我们可以看到，中国由于在以上三个方面均存在不同程度的欠缺，在个人养老金中应用管理型投顾仍存困难。具体看，推动管理型投顾发展，并实现助力个人养老金，存在以下几个方面的难点。

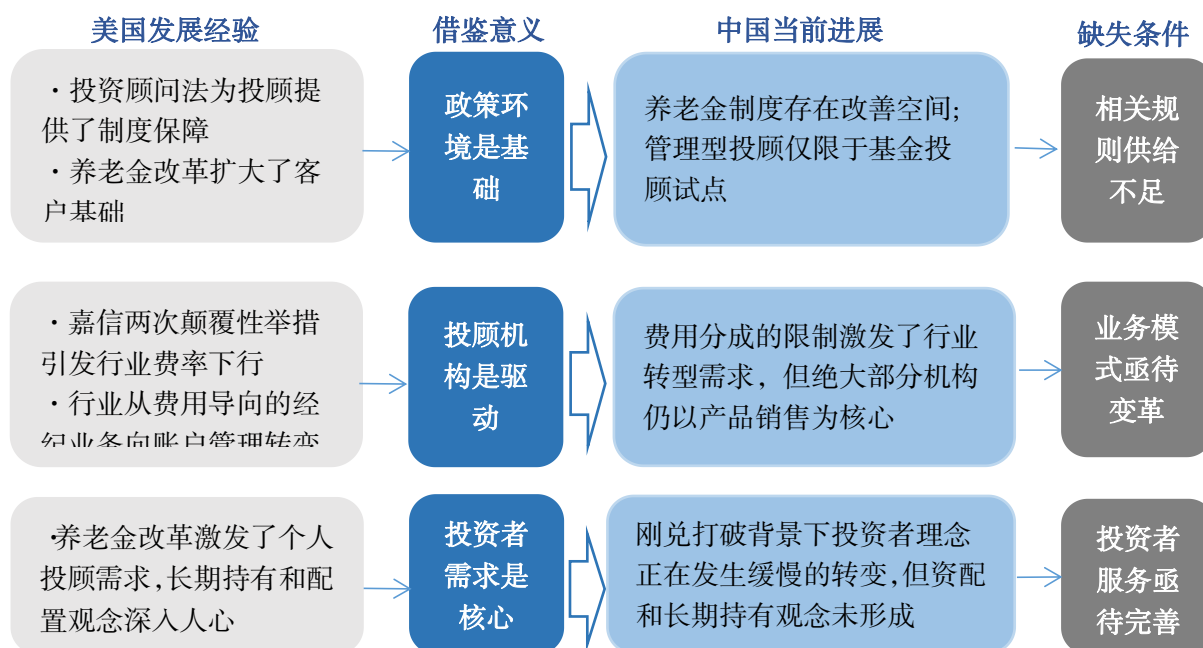


图 15 中美情况对比

资料来源：国海证券研究所

### （一）投顾业务服务于个人养老金领域仍受规则供给不足限制

个人养老金的投顾目标是一站式的长期资金规划，需要实现不同产品和服务的转化和共享，必然会涉及多领域的交叉和多部门的协同，但一方面，我国当前政策规则供给不足，仅有证监会对公募基金投顾有相关试点规则，对个人养老金产品中涉及的理财产品、储蓄存款、商业养老保险等产品的投顾业务、跨行业的账户层面投顾尚待完善相关政策，另一方面，投顾队伍整体素质不足，尚未建立起一个各类金融机构通行且本土化应用较好的投资顾问培训与认证体系。

### （二）传统投顾能力与长周期、多元化的个人养老金需求存在一定错配

我国目前投顾业务仍然处于管理型投顾的试点过程中，2019年10月，证监会启动公募基金投顾业务试点，截至2023年3月底，共有60家机构参加试点，服务资产规模1464亿



元，取得阶段性成效，但在投前投资理念引导和客户画像、客户需求规划与匹配、投后持续陪伴服务等方面均需进一步完善。2023年6月，证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定》征求意见，推动基金投顾从试点走向常规，有利于优化基金投顾的服务供给能力。

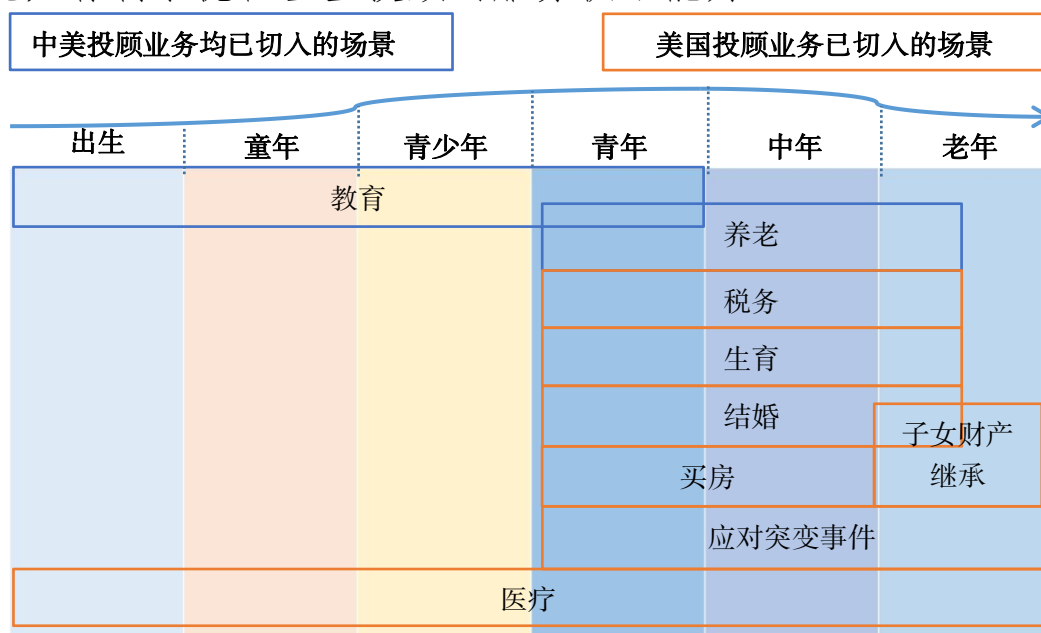


图 16 投顾业务场景下沉不足

资料来源：NRS、IAA、平安证券研究所，嘉实基金整理

### （三）投顾机构尚未探索出可持续的个人养老金投顾业务发展模式

业界基本已形成一定共识，即个人养老金存在巨大的发展体量和“管理型投顾模式”是未来财富管理的发展趋势，但涉及到业务落地层面，许多机构还处于观望状态，目前尚未有机构探索出一套可持续的个人养老金投顾业务发展模式。一方面，无论是专业的投顾人才，还是先进的科技系统，均需要机构前期持之以恒的大量投入，回馈周期较长，且具有不确定性；另一方面，养老金融的普惠性又决定了业务需要面向大众，而不能局限在高净值人群中。而基金公司、证券公

司、银行等金融机构，又难以参考互联网企业采用资本融资的手段来支持业务启动和持续运转，业务可持续发展模式和盈利周期仍需深入思考。

#### **（四）投资者的养老规划、长期投资理念尚未形成**

长久以来，国内投资者并没有形成通过专业机构开展投资、进行资产配置的理念，大多数机构和个人投资者在投资过程中仍然以一段时间内的短期收益为目标导向，这与锚定长期的养老金账户投资概念不完全适配，也对投顾成为养老资金配置的重要助力造成一定阻碍。

### **五、投顾业务在未来个人养老金应用的实施路径探索及建议**

投顾服务的价值在于帮助用户解决从产品收益到用户账户收益的最后一公里的问题，业务的重点不在于策略，而是为了更优的用户持有体验及更好地帮助用户对抗人性的弱点。借鉴美国经验，要形成投顾业务与个人养老金良性发展的动态循环，需要推动我国形成以客户为中心的管理型投顾模式，很大程度上有赖于政策环境的改革、投顾能力的提升、场景应用的丰富化、资金配置的长期化，以此引导投资者逐渐形成良好的投资观念，提升信任度和资金黏性。

#### **（一）推进管理型投顾模式，推动建立针对个人养老金投顾业务的政策法规制定，特别是在投顾业务范畴和覆盖产品上根据个人养老金的制度模式和合格产品予以扩展**

个人养老金投顾业务的全生命周期特性，从经济学的“激励相容”原理看，管理型投顾模式是适配个人养老金投顾的最佳选择。可针对个人养老金投顾业务及覆盖产品出台

相应的政策法规，或在现有基金投顾试点规则的基础上，对合格的个人养老金产品予以拓展。

1. 明确个人养老金投顾准入标准及义务：进一步细化个人养老金业务中投顾的涵义、准入标准、展业边界，以及展业规范。明确投顾对客户的信披义务、适用性义务，并配套相应的违约惩罚机制。创新投顾业务的考核指标和绩效机制，更侧重于客户资金的持有期限、多市场环境下复购率等持续营销指标，确保投顾真正实现以客户为中心。

2. 扩展管理型投顾覆盖范围：当前管理型投顾仅限于基金投顾试点范围的公募基金，未来可在条件成熟的情况下，将投资范围扩展至养老理财、商业养老保险、养老储蓄等第三支柱合格投资工具。

## **（二）加强对个人全生命周期的养老金规划的需求分析方法、资产配置策略、产品优选算法等方面的研究，建立针对个人养老金的投顾业务全流程体系**

个人养老金投顾业务的范畴更为广泛、涉及需求和场景更加多元，应深入研究和挖掘个人养老金应用多场景、多目标、个性化的需求，在资产配置策略、产品优选方法、产品策略开发等方面充分发挥各资产管理公司的优势能力，逐步探索建立针对个人养老金投顾业务的全流程体系建设，将资产配置、产品组合、基金筛选的具体过程呈现给投资者，尽可能清晰透明地展示相关基金产品的筛选准则、风格及行业特点，并会定期做追踪调研，向投资者进行解读。

## **（三）推进与个人养老金投顾业务相关的业务平台、服务系统、智能终端等系统的建设，加强智能投顾业务能力建**

## **设，未来能够更好地适配要求广覆盖和普惠性的个人养老金业务**

个人养老金的普惠性决定了低费、高效、透明的智能投顾业务从长期看会是个人养老金投顾业务的主流选择。我们建议在推进投顾业务应用的过程中，要重视智能投顾的发展和应用，在政策法规、发展模式、系统开发和能力建设等方面予以适当倾斜，对中长期维度个人养老金投顾业务的发展奠定基础。

稳定完备的线上服务与交易系统是投顾业务开展的坚实基础，这需要打通客户服务、投顾服务、策略管理、决策生成、交易指令、收益结算等多个环节，进而对金融科技的基础设施能力提出较高要求。随着投顾策略接入的渠道越来越多，以及投顾交易的用户量和交易记录的快速增加，投顾平台需要在业务、架构、数据层面继续进行快速的技术迭代，提高投资者的投顾服务体验。

### **（四）探索可持续的个人养老金投顾业务场景，通过板块联动支持前期业务启动和触达客户资源，以长期的客户信任为核心产出，形成正向循环的完整业务模式**

对于投顾机构，除了提升专业能力、构建智能系统，更关键的是探索出一个可持续的个人养老金投顾业务闭环。首先，要解决前期业务启动的资本来源，可以考虑板块联动，构建业务生态，采用共享客户流的其他板块业务提供利润支持的模式；其次要牢牢稳固住客户资源，各类机构应充分利用自身的资源禀赋，通过服务生态体系触达客户，解决一揽子需求，提供一站式服务，提升客户对于机构的黏性和忠诚

度，持续培育客户长期投资、价值投资的理念，引导客户资金在机构内部长长期流转和沉淀，以获取可持续的资金流，形成正向循环的完整业务模式。

### 参考文献：

- [1] INVESTMENT ADVISER INDUSTRY EVOLUTION REVOLUTION REIMAGINED SNAPSHOT 2022[R]. Investment Adviser Association, 2022.
- [2] 财信证券. 基金市场深度报告：70 页深度全面梳理基金投顾策略方案 [R]., 2021.
- [3] 国海证券. 财富管理商业模式变革，从卖方到买方的关键路径 [R]., 2022.
- [4] 国海证券. 基金投顾：开启财富管理转型新篇章 [R]., 2022.
- [5] 国人养老准备调研报告（2020） [R]. 清华大学中国老龄社会研究中心、清华大学经管学院、中国保险与风险管理研究中心、腾讯金融科技智库联合课题组.
- [6] 华创证券. 智能投顾深度：得场景者得天下 [R]., 2017.
- [7] 嘉实财富投资者回报研究中心. 他山之石：美国的投顾实践发展历程探析 [R]. 投资者回报研究白皮书系列报告, 2021.
- [8] 平安证券. 基金投顾 2022 年中回顾与展望：向阳而生，扶摇而上，未来可期 [R]., 2022.
- [9] 平安证券. 美国投顾市场：养老场景下稳健增长，智能与传统协同发展 [R]., 2022.
- [10] 全球财富报告 2015 年 [R]. Capgemini、RBC Wealth Management, 2015.
- [11] 尚筱, 赵莎莎. 投资顾问参与养老金融的现状、经验与建议 [R]. 中国养老金融发展报告, 2019.
- [12] 试点两周年：基金投顾业务发展白皮书 [R]. 中欧财富、财联社, 2021.
- [13] 兴业研究. 当居民遇到“财富荒”：市场底部下机构财富销售机遇 [R]., 2022.
- [14] 长寿时代筹资模式白皮书 [R]. 泰康保险集团、明德丰怡精算咨询（上海）有限公司, 2022.

**【本文由嘉实基金管理有限公司养老金业务部供稿，中国证券投资基金业协会审校】**