



(2024 年第 11 期，总第 194 期)

中国证券投资基金业协会

2024 年 9 月 19 日

基金投顾费率机制优化探讨（二）

——专题征文之十

【编者按】2019 年 10 月，我国正式开展基金投顾业务试点，发展至今已近五年。目前基金投顾业务处于试点转常规的关键阶段，其中费率机制的设计影响着整个业务的发展方向。专题征文九与十聚焦于我国基金投顾业务的费率优化研究，两篇文章都分析了美国投顾发展历史及其费率结构，并结合我国基金投顾发展现状提出了具有针对性的建议。因两篇文章的研究视角各有不同、政策建议各有侧重，我们均予发布以飨读者。

一、前言

我国基金投顾业务开展试点至今已近五年，期间规范行业发展的相关政策频发，60 家机构陆续获得基金投顾试点资格并且绝大多数已展业。目前基金投顾组合涉及的费用包括投顾服务费、成分基金交易费用、成分基金运营费用。2023

年7月份公募基金费率改革方案秉持让利于民的理念打响了基金降费第一枪，基金投顾费率优化也旨在提升投资者的服务体验，从而进一步促进行业的有序健康发展。

美国投顾行业经历近90年发展，买方投顾模式已十分成熟，本文第二部分对其发展历程、收费方式和收费水平进行了阐述。受到投资者的旺盛需求、金融机构的转型压力、公募基金的工具化和组合管理实践的成熟等多种因素催化，美国买方投顾业务在上世纪80年代兴起并在未来40年间稳步发展，同期公募基金费率显著下降为投顾业务让出利润空间。全权委托管理是美国投顾的主流模式，不同服务适用不同收费模式，按规模收费是最常见的类型，目前美国人工投顾平均费率约1%，智能投顾多在0.25-0.5%之间，以先锋投顾收费标准为例，人工投顾全指数基金组合费率可低至0.35%。

本文第三、第四部分结合目前我国投顾发展现状和现有费率结构，针对费率优化提出了几点建议。自基金投顾试点以来，管理规模已实现稳步增长，券商、基金、第三方机构由于机构禀赋的差别各具优势，管理型投顾是目前大多数持牌机构采取的形式。与成熟市场相比，我国投顾业务目前存在收益率不达预期、“卖方”思维尚未完全转换、底层资产品种不够丰富的问题。基于现状我们针对费率优化提出几点建议，具体包括：投顾费率与投资者利益挂钩、鼓励成分基金交易费用抵扣投顾服务费、构建多层次收费方式、部分场景下规避双重收费、全链条投资者利益保护措施。

二、美国投顾生态演变历程与费率结构

（一）美国投顾生态演变历程

美国投资顾问从 19 世纪 30 年代初具雏形发展至今已经历了近 90 年的变革，过程中实现了卖方投顾向买方投顾的转变，目前买方投顾形态已十分成熟。

投顾业务最早呈现为一些保险营销人员的理财咨询，后在 1940 年《投资顾问法》颁布时明确了投资顾问的定义。我国语境下的“投资顾问”可对应多种美国财富管理中的角色，如 **Broker-Dealers**、**Investment Advisors**、**Financial Planners**，同一名投顾可兼有以上多重身份。¹**Broker-Dealers** 类似于卖方投顾，本质为经纪商或销售人员，以赚取佣金为收益。**Investment Advisors** 包含但不限于买方投顾，为客户提供投资建议并从中收取费用的角色均可归类于其中，因此除了买方投顾外，投资经理等承担资产管理职能的角色也属于 **Investment Advisors**。² 买方投顾和卖方投顾的区分在上世纪 40 年代便已经提出，但在之后的近 40 年间直到 80 年代，卖方投顾仍占市场主流。

表 1：美国不同投顾角色的职能

| Broker-Dealers | Investment Advisors | Financial Planners |
|---|--|--|
| 官方名称为 Registered Financial Professionals ，性质为销售，收益来自于 commission 即佣金，可推荐股票、债券、基金等多类资产，但需提前通过相对应的考试。 | 为客户提供投资建议并从中收取费用，除投资建议外，一些 Advisor 也会管理资产，这一类别下细分角色众多，投资顾问、投资经理、财富经理等都被归类在其中。 | 同样是提供投资建议，但更强调投资目标的识别和实现，即需要确定客户的投资目标，并据此规划投资方案。 Investment Advisors 的重点放在投资和收益上。不同 planners 的服务范围差异很大，有些只局限于 securities ，有些则会扩大到金融资产、房地产、养老金等范围。 |

资料来源：FINRA，招商证券

投顾发展脱胎于理财需求，二战后美国得益于较小的战争损伤和全球重建需求实现了近 20 年的经济繁荣，随之而

来的是居民收入增长和婴儿潮，居民满足家庭消费后的结余激发了理财诉求，直接拉动了投顾业务的发展，而婴儿潮一代的出现也产生蝴蝶效应，在 20 多年后间接地作用于投顾业务的转型。此时，美国金融机构处于分业经营的格局，并且采用固定佣金制，即经纪商以垄断的地位享受着固定佣金收入，尽管投资者需要为高昂的代销费用买单，但经纪商缺乏动力向买方投顾转型。

转折点发生在 80 年代，但诸多事件在 70 年代就已埋下伏笔，多重因素交织在一起，下面将按照需求端、供给端、产品端分别介绍。

1.从需求端来看，考虑到居民日益增加的养老压力，美国政府在 1974 年推出《雇员退休收入保障法案》并在 1978 年新增《国内税收法》第 401 条 k 项条款，正式推出 401(k) 计划并赋予其具备吸引力的税收优惠，以此来鼓励居民增加养老储蓄。此时恰逢上文提到的婴儿潮一代处于青壮年，其旺盛的养老理财需求直接刺激投顾业务的发展。

2.从供给方来看，美国在 70 年代经历滞涨期，股市相应大跌，在此情况下卖方投顾的信任危机放大。另外，美国在 1975 年修订证券交易法废除了固定佣金制，并且金融机构的经营范围限制也逐渐宽松，失去持续造血能力的经纪商不得不加入佣金价格战，同时向买方投顾的财富管理模式转型。

3.从产品端来看，大量养老资金通过公募基金入市间接改变了基金的产品形态。401(k) 的推出提高了美股的机构参与度，市场有效性的提升促使公募基金逐渐工具化，为投顾提供了风格更加清晰的底层资产。“卷王”先锋集团率先推

出免佣基金引得佣金价格战日趋激烈，为投顾提供了更便宜的底层资产。另外，现代投资组合理论逐渐成熟和流行，为投顾组合提供了基础方法论。

就这样，投资者的旺盛需求、金融机构的转型压力、公募基金的工具化和组合管理实践的成熟，共同催生了买方投顾业务在 80 年代的兴起。Investment Advisors 代替 Broker-Dealers 更多地参与到居民理财计划中。

在接下来的 40 年中买方投顾稳步发展。1980 年 SEC 通过《投资公司法》下的 12b-1 规定，允许基金基于资产规模计提销售费用并支付给分销机构，持续性的收费方式让投顾重持营而非销售。基金的前后端收费（佣金）和 12b-1 并非互斥，基金可同时收取两类销售费用，免佣基金无前后端收费但仍可能会收取较低的 12b-1（0.25%以内）以避免过于打击投顾配置公募基金的动力。

销售费用下降是美国公募基金近 40 年费率下降的前半程，买方投顾发展与基金费率下降同步，进入 21 世纪后基金费率先后在规模效应、指数基金发展、费率竞争等推动下逐步下降，为投顾业务让出了利润空间。

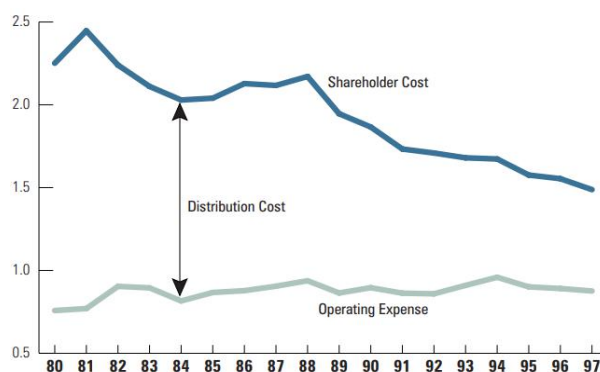


图 1：1980-1997 年美国股票型基金综合费率变化 (%)³

资料来源：ICI，招商证券

注：图中费率计算方式为销售额加权平均

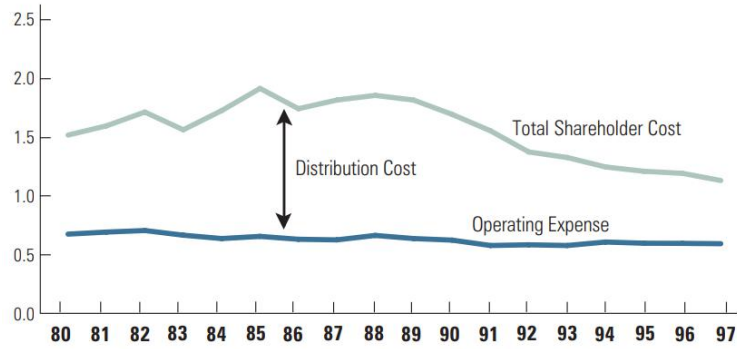


图 2：1980-1997 年美国债券型基金综合费率变化 (%) ⁴

资料来源：ICI，招商证券

注：图中费率计算方式为销售额加权平均

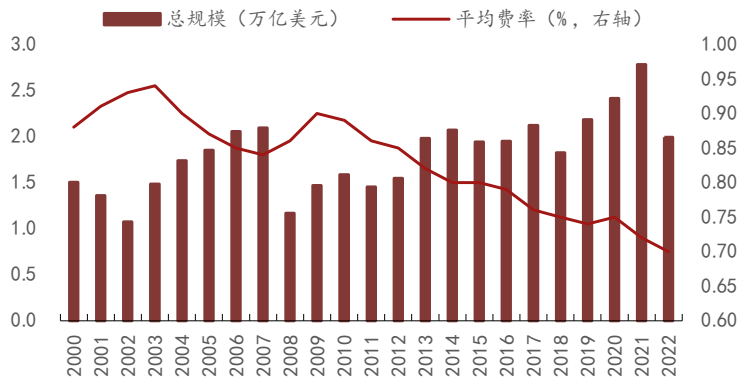


图 3：2000 年以来美国主动股票基金规模及费率变动 ⁵

资料来源：ICI，招商证券

注：图中费率计算方式为规模加权平均费率

此外，养老金入市为美股提供的长期资本流入助推了牛市，投资者身处其中逐渐形成对投顾的依赖。2000 年以来美国投顾管理规模基本连年上升，在 2008 年和 2022 年下降，基本和美股走势吻合。截至 2022 年，投顾管理规模达到 114 万亿美元 ⁶，需要注意的是，美国投资顾问配置的资产并非只有公募基金，还包含股票、债券、私募基金等各类资产，因此其管理规模不等同于基金投顾管理规模，但公募基金是投顾配置建议中最重要的资产。根据 FPA 对 2022 年的统计，65%的投顾会建议客户配置 ETF，52%会建议开放式基金。 ⁷

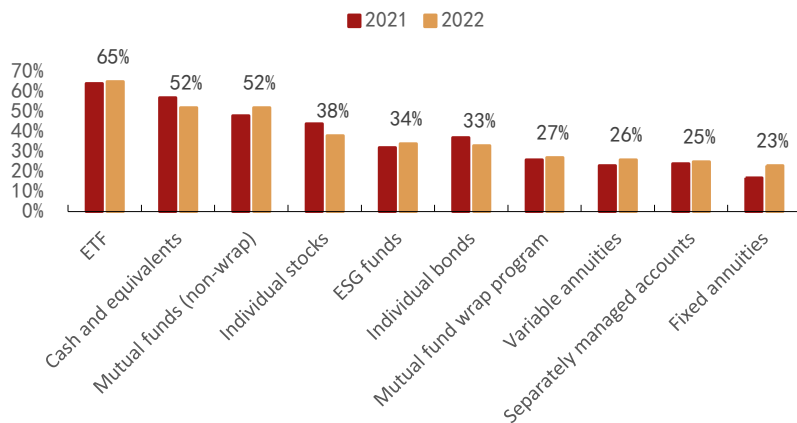


图 4：2022 年最常配置资产和投顾数量占比

资料来源：FPA，招商证券

21 世纪之后美国投顾的主要创新在于智能投顾的诞生。智能投顾在 2008 年由 Betterment 等初创企业推出，经历几年成长后引得大型金融机构入局。金融危机后被动投资和低费率 ETF 开始流行，传统人工投顾下资产规模较低的客户通常需承担更高的费率，而智能投顾以非常低廉的价格以及低成本 ETF 能够覆盖长尾客户。人工投顾的起投金额通常在 5 万美元及以上，智能投顾拉低至几百美元甚至无门槛。

（二）美国投顾常见收费模式

美国投顾对投资账户具有相当大的权限。全权委托管理类似于常说的“代客理财”，即投顾有进行证券选择与买卖的权利并代客操作，非全权委托管理则只允许投顾提供投资建议，证券买卖的决定权仍只在持有人手中。全权委托管理一直是美国投顾的主流模式，规模约为非全权委托管理的 10 倍。⁸

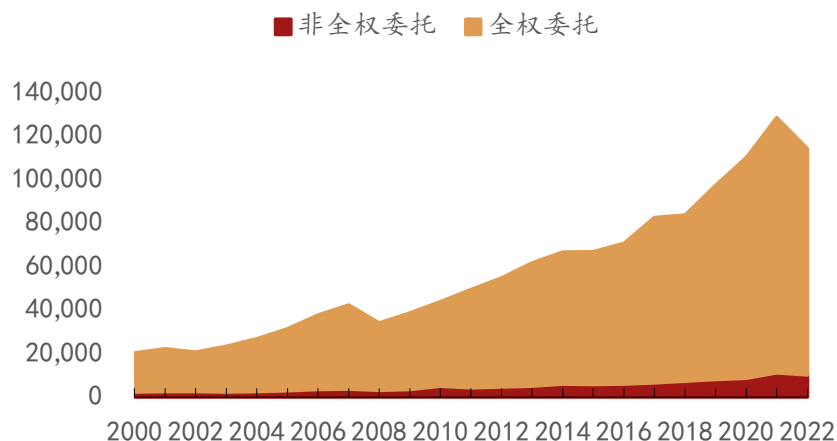


图 5：美国投顾管理规模变动（十亿美元）

资料来源：IAA，招商证券

投资顾问的主要工作是提供投资建议并进行账户管理，其承担着类似 FOF 基金经理的职责，但要为每个账户提供千人千面的服务，而非标品的输出。投顾提供的不同服务适用不同的收费模式：

- 1.按规模收费：95.2%的投顾接受的最常见的收费模式；
- 2.固定费用：通常为单次服务的收费模式，例如构建财富管理方案等，也可作按规模收费的替代模式；
- 3.业绩报酬：常见于为私募基金提供的投顾服务；
- 4.按小时收费：常见于咨询服务；
- 5.佣金：卖方投顾收费模式；
- 6.会员费：常见于智能投顾。⁹

投顾通常不会只接受一种收费模式，仅 17.2%的投顾只按规模收费，其他模式中按规模收费搭配固定收费、按小时收费、或业绩报酬是比较常见的形式。

表 2：采用各类收费模式的投顾数量占比

| 收费方式 | 占比 |
|-------|-------|
| 按规模收费 | 95.2% |
| 固定费用 | 44.9% |
| 业绩报酬 | 36.2% |
| 按小时收费 | 29.5% |
| 其他 | 14.2% |

| 收费方式 | 占比 |
|------|------|
| 佣金 | 2.2% |
| 会员费 | 1.0% |

资料来源：IAA，招商证券

表 3：采用各类混合收费模式的投顾数量占比

| 收费方式 | 占比 |
|--------------------|--------|
| 按规模收费+固定费用/按小时收费 | 34.40% |
| 按规模收费+业绩报酬 | 24.20% |
| 仅按规模收费 | 17.20% |
| 按规模收费+除以上类型的其他收费模式 | 19.40% |
| 不按规模收费 | 4.80% |

资料来源：IAA，招商证券

从下图中可以看到，依靠佣金收费的投顾在 2000 年就已降到很低的比例，且 21 世纪继续保持着下降趋势。按收费模式可将投顾分为 Fee-only Advisor、Fee-based Advisor、Commission-only Advisor。Fee-only Advisor 仅通过向客户收费来盈利，Fee-based Advisor 会向客户收费但也可能会收取佣金，Commission-only Advisor 仅收取佣金。客户了解投顾的费用结构和潜在利益冲突十分必要，根据 SEC 的要求这些内容必须在 ADV 表格 Part 2A 中进行披露。对于不收取任何佣金的投顾而言，其将在表格中予以声明。

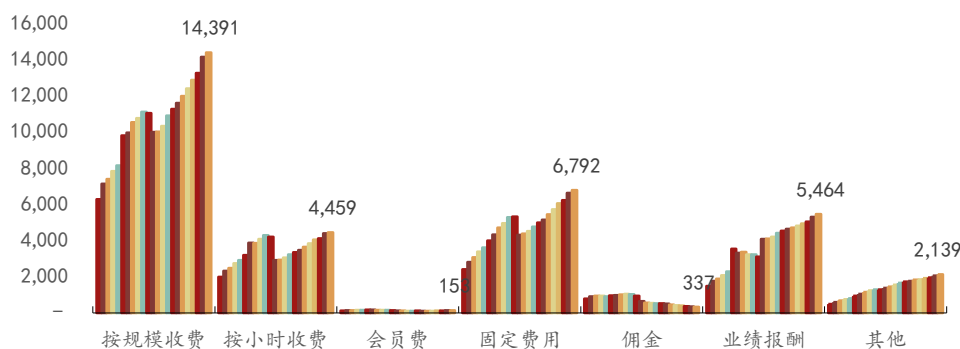


图 6：2000-2022 年采用各类收费模式的投顾数量变动

资料来源：IAA，招商证券

除信息披露这类事前保护投资者的措施外，当客户发现利益受损，例如投顾为获取佣金推荐不符合投资者风险偏好的产品、或是频繁交易获取交易佣金等行为，客户有权提起

仲裁或诉讼。个人投资者对抗金融机构通常力量薄弱，因此常采用集体仲裁或集体诉讼的方式进行。

（三）美国投顾费率水平和分布情况

投顾费率的确定受到多重因素的影响，以按规模收费为例，包括但不限于：1) 底层资产类别，通常 ETF 组合低于主动管理基金组合；2) 智能投顾 vs. 人工投顾，后者收费明显高于前者；3) 资产管理规模，规模越大费率越低；4) 地区。

目前美国人工投顾平均费率约 1%，智能投顾多在 0.25-0.5% 之间。不同机构在不同统计口径下数据结果略有差异。根据 Harness Wealth 统计，2023 年，按规模收费的投顾费率多处于 0.5-2% 之间¹⁰，叠加基金的管理费用后，投资者配置基金的成本并不算低。

表 4：不同收费模式的常见费用水平

| 收费模式 | 普遍费用水平 |
|-------|-------------------|
| 按规模收费 | 按 AUM 的 0.5-2% 收费 |
| 按小时收费 | 120-300 美元/小时 |
| 固定费用 | 1000-3000 美元 |

资料来源：Harness Wealth，招商证券

美国人工投顾成本较高，费率随资产管理规模的增加而降低。根据 Michael Kitces 于 2020 年的统计，规模在 50 万美元及以下的账户多数需缴纳 1% 以上的投顾费率，资产过百万后费率明显下降，500 万美元的账户费率中位数在 0.8% 以下。¹¹ 也正是人工投顾偏高的费率，为信息时代的智能投顾留出发展空间。

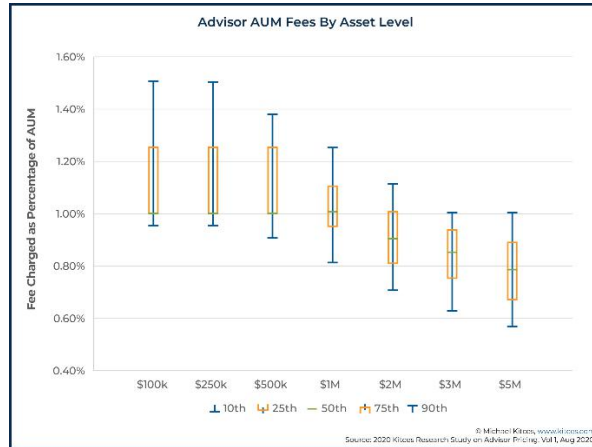


图 7：2020 年不同规模账户的投顾费率分布

资料来源：Michael Kitces，招商证券

1.美国投顾服务流程与费率情况示例：先锋集团

多数投顾的服务流程大同小异，均包含投资目标确定、投资组合构建、投后跟踪再平衡三个步骤。以低成本投资代表先锋集团为例，其旗下投顾业务分四类，一类为智能投顾，另外三类为人工投顾，起投额度依次增加。其中，**Personal Advisor** 为非指定投顾，即享受人工投顾服务但并无特定投顾进行全流程跟踪；**Personal Advisor Select** 为指定投顾；**Wealth Management** 为指定投顾团队，除常规投顾服务外可提供家族信托、遗产规划等更多样化的服务内容。

在指定投资计划前，投顾先对客户进行调查以确定其投资目标、风险承受能力、投资期限、家庭收支状况、当前家庭资产配置、边际税率等内容。之后，根据调查结果确定资产配置比例，通常为股票、债券、现金三大类。在出具客户的风险等级评估后，客户可在一定范围内进行调整，资产配置比例也会随之改变。先锋集团信奉分散化投资理念，当然这也是大部分投顾的共识。因此在确定好资产比例之后，在各类资产内部投顾也期望能构建分散化组合，例如在股票市

值风格、价值成长风格上的平衡，债券久期、地区上的平衡。下一步，投顾将进行投资标的选择，通常为先锋管理的低成本 ETF 或共同基金。在构建好组合后，投顾会根据账户性质将资产在不同的账户间分配以求税收最优，并在之后对账户进行持续跟踪与再平衡。

不同类型投顾服务基本都遵循以上流程，但由于人工参与程度、定制化程度、管理难度不同有差异化的收费标准。智能投顾为其中最标准化的服务，起投额度为 3000 美元，费率约 0.15%，一些独立智能投顾机构（如 Betterment）起投额度可低至零。人工投顾通常账户资产越高费率越低，智能投顾和人工投顾中纯指数基金组合费率偏低。

表 5：先锋集团投顾业务分类、费率、起投额度

| 类型 | 服务 | 费率 | 起投额度 (美元) |
|----------------------------|---------------------------------------|--|--------------|
| Digital Advisor | 智能投顾 | 约 0.15% 全指数基金组合：≤0.2% 含主动基金组合：≤0.25% | 3,000 |
| Personal Advisor | 非指定投顾 | 约 0.3% 全指数基金组合：≤0.35% 含主动基金组合：≤0.4% | 50,000 |
| Personal Advisor Select | 指定投顾 | ≤0.3% | 500,000 |
| Wealth Management | 指定投顾团队，配有财富 /房产规划、家族信托、 遗产规划等服务 | ≤0.3% | 5,000,000 |

资料来源：Vanguard，招商证券

2.通过投顾配置基金的总费率水平是多少？

买方投顾模式在避免了利益冲突问题后，为提高账户的收益，通常会选择低费率基金，其中最先降低的即为销售费率，即免佣基金。

免佣基金通常指不收取前端和后端佣金、且 12b-1 费用低于 0.25% 的基金，12b-1 费用本质上是前后端佣金的替代，

可拆分为分销&营销费用、服务费用。12b-1 费率上限为 1%，其中市场和分销费用上限为 0.75%，服务费上限为 0.25%。12b-1 诞生之初即存在争议，它通过激励中介机构去销售或鼓励客户持续持有基金，期望帮助基金增加规模以降低单位成本，但在其诞生之后的几十年中，有研究发现基金规模增长了但并未因 12b-1 变得更加便宜。¹² 对于 Fee-only Advisors 来说，其更倾向于推荐客户购买“真”免佣基金（True No-loads Fund）¹³，即“**No Loads, No 12b-1**”的基金，这类基金是规模增长的主力，其中的代表即为先锋集团。

表 6：不同类型基金及份额的销售费率模式

| 类型 | 份额 | 费率模式 |
|------|--------|---|
| 含佣基金 | A 份额 | 有前端佣金，无后端佣金，可能同时收取 12b-1 费用 |
| | B 份额 | 无前端佣金，有后端佣金，后端佣金随持有时间递减，通常同时收取 12b-1 费用 |
| | C 份额 | 按持有时间收费，通常 12b-1 费用较高，甚至达到 1%上限 |
| 免佣基金 | 广义免佣基金 | 无佣金，0.25%以内 12b-1 费用 |
| | 真免佣基金 | 无佣金，无 12b-1 费用 |

资料来源：SEC，招商证券

根据 ICI 统计，被动管理股票和债券基金的平均费率为 0.05%，主动管理股票基金平均费率为 0.66%，主动管理债券基金平均费率为 0.44%。¹⁴ 我们以费率最便宜的基金类型，即指数基金，来估计除投顾费率以外的其他成本。对于人工投顾来说，按平均投顾费率 1%估算，则全指数投顾账户的平均费率约为 1.05%；对于智能投顾来说，投顾费率在 0.25-0.5%之间，则全指数投顾账户的平均费率约为 0.3-0.55%之间。需要注意的是，基金费率计算中包含了 12b-1 费用（如果有 12b-1 费用），因此对于低成本投顾组合来说，实际费率可能更低。若采用前文介绍的先锋集团的 Personal

Advisor 来估算人工投顾账户的总体费率，全指数基金组合费率可低至 0.35%，随着账户规模的增加总体费率可更低。

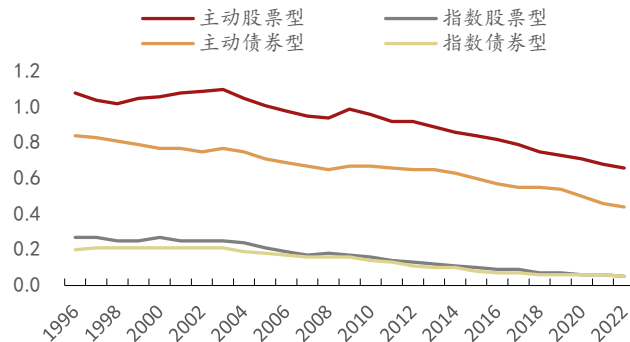


图 8：美国主动和被动基金平均费率变动（%）

资料来源：ICI，招商证券；规模加权平均费率

三、国内投顾业务发展现状

（一）基金投顾试点已四年，相关规范政策频发

过去我国市场上的投顾业务模式基本以“卖方投顾”为主，即投顾机构主要通过产品代销赚取佣金，往往从自身短期利益出发，导致投顾利益与客户利益不一致。而基金投顾业务作为“买方投顾”，投资者是基金投顾市场上的买方，支付投顾服务费用，这意味着基金投顾是以投资者最大利益为核心，为其提供长期的理财规划和理财引导。

2019 年 10 月证监会下发《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》（下称《通知》），拉开了我国买方基金投顾业务的序幕。

《通知》表示试点机构从事基金投顾业务，可以接受客户委托，按照协议约定向其提供基金投资组合策略建议，并直接或间接获取经济利益。根据与客户协议约定的投资组合策略，试点机构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，开展管理型基金投资顾问服务。即基金投顾可以代客户作出全委托型的交易决策。

目前基金投顾业务开展试点已经四年，期间相关的基金投顾业务相关政策频发，规范行业健康发展。2019年后发布的基金投顾相关规范文件和政策要点梳理如下：

表 7：我国基金投顾业务试点以来相关政策梳理

| 发布时间 | 发行部门 | 文件名称 | 政策要点 |
|---------|-------------|---------------------------------------|---|
| 2020.4 | 中国证监会 | 《证券投资基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》 | 明确区分了证券投资咨询顾问业务、基金投资顾问业务和发布证券研究报告业务；对运用算法、模型等信息化技术手段向客户提供自动化证券投资基金投资咨询服务的机构提出备案要求，该类产品或指智能投顾。 |
| 2021.8 | 中国证券投资基金业协会 | 《公开募集证券投资基金投资顾问业务数据交换技术接口规范（试行）指引》 | 统一规范了基金投顾业务的系统框架、规范要求和交易模式，降低各机构系统开发和运维成本。 |
| 2021.11 | 中国证券投资基金业协会 | 《公开募集证券投资基金投资顾问服务协议内容与格式指引（征求意见稿）》 | 就基金投资顾问服务的协议内容与格式、业绩及客户资产展示等进行了规范。 |
| | | 《公开募集证券投资基金投资顾问服务风险揭示书内容与格式指引（征求意见稿）》 | |
| 2023.3 | 中国证券投资基金业协会 | 《公开募集证券投资基金投资顾问服务协议内容与格式指引》 | 明确了基金投顾服务方式和内容、基金投顾服务相关费用、管理型基金投顾服务的内容、基金投顾机构及基金投顾人员禁止行为、争议处理措施情况和客户的权利义务、风险揭示书的内容与格式要求等多项内容。 |
| | | 《公开募集证券投资基金投资顾问服务风险揭示书内容与格式指引》 | |
| 2023.6 | 中国证监会 | 《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》 | 沿用试点期间对“投资”活动的规范原则，强化对“顾问”的引导和监管，针对新问题新情况补齐短板。 |

资料来源：证监会，基金业协会，公开资料整理，招商证券

（二）基金投顾持牌机构各具优势，管理规模稳步增长

截至 2023 年 10 月，已有 60 家机构获得基金投顾试点资格，其中包括了 29 家证券公司、25 家公募基金、3 家银

行与 3 家第三方独立销售机构。其中除 3 家银行外，57 家机构均已展业，以线上渠道为主开展业务，在基金代销平台或直销 APP 上线了各类投顾组合。

表 8：基金投顾试点资格机构清单

| 试点资格批次 | 机构类别 | 机构名称 |
|----------------|-------|---|
| 第一批 2019.10 | 公募基金 | 华夏财富、嘉实财富、中欧财富、南方基金、易方达基金 |
| 第二批 2019.12 | 第三方机构 | 盈米基金、腾安基金（腾讯旗下）、先锋领航投顾* |
| 第三批 2020.2 | 证券公司 | 国泰君安证券、华泰证券、中信建投证券、银河证券、国联证券、申万宏源证券 |
| | 银行 | 招商银行、工商银行、平安银行 |
| 第四批 2021 年 | 公募基金 | 广发基金、汇添富基金、博时基金、银华基金、鹏华基金、招商基金、华泰柏瑞基金、华安基金、交银施罗德基金、工银瑞信基金、申万菱信基金、万家基金、国泰基金、兴证全球基金、国海富兰克林基金、景顺长城基金、富国基金、建信基金、民生加银基金、农银汇理基金 |
| | 证券公司 | 山西证券、中银证券、国信证券、中信证券、兴业证券、光大证券、招商证券、中泰证券、东方证券、东兴证券、华宝证券、华西证券、南京证券、安信证券、平安证券、渤海证券、国金证券、浙商证券、华安证券、华创证券、财通证券、东方财富证券、中金财富 |

资料来源：资本市场标准网，招商证券（注：按照投顾编码顺序排列，先锋领航投顾已于 2023 年 11 月被蚂蚁（杭州）基金销售有限公司收购，更名为蚂蚁投顾）

已展业的证券公司、基金公司、第三方机构各有所长，特色化布局基金投顾业务：

1.证券公司渠道、服务的综合优势较为明显。券商自身渠道广泛，客户基础较大，多为风险偏好较高的投资者，线下渠道主要为分布全国的营业部，线上 APP 渠道也在不断完善。并且有一定投顾团队基础，拥有较丰富的财富管理经验，投资研究能力较强，在投、顾两端均具有相对优势。

2.基金及基金子公司投研能力强，但渠道能力相对较弱。基金公司及子公司拥有完备的投研团队，主动管理经验丰富。但直销客户基础小，主要靠外部渠道代销、引流，所以试点基金公司积极与外部销售机构合作，尤其是第三方销售

机构，通常会在第三方销售平台上线多个投顾策略产品，甚至是渠道定制化策略。

3.第三方机构销售渠道优势突出，互联网运营能力强，但投研能力较弱。第三方机构把握线上渠道，拥有庞大的客户流量，易于覆盖大众客户和长尾客户，且线上运营经验成熟。但投研能力、产品能力较弱，因此多寻求与基金公司、券商等合作，积极引入外部投顾策略。

经过四年的发展，基金投顾规模稳步增长。根据证监会《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》起草说明，截至2023年3月底，基金投顾服务资产总规模达1464亿元，覆盖投资者约524万户，10万元以下个人投资者占比94%。基金投顾业务整体规模稳步增长，与公募FOF相比，规模差距逐渐缩小。

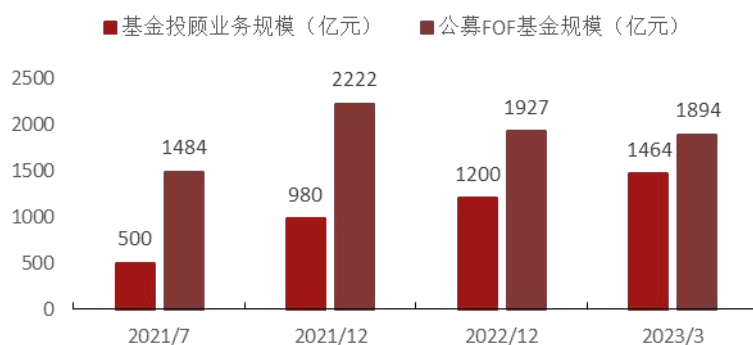


图9：我国基金投顾业务规模与公募FOF规模对比

资料来源：证监会官网，Wind，招商证券

（三）国内基金投顾业务费用情况

目前我国有两种投顾模式：管理型投顾和非管理型投顾，其中管理型投顾是目前绝大多数持牌机构采取的形式。

管理型投顾是指持牌机构投顾主理人接受客户委托，代替客户做出具体品种、数量与买卖时机的决策，并代替客户

执行基金产品交易。

非管理型投顾，也称建议型投顾，是指接受客户委托，按照合同约定向客户提供基金投资组合策略建议，辅助客户做出投资决策。客户可以在自主交易账户选择一键跟投或灵活跟投，调仓由客户自主完成。

与传统的卖方销售模式相比，基金投顾业务采用买方投顾模式，并收取投顾服务费。持牌机构可以在不同的基金代销平台或自家直销平台上发布投顾策略产品，策略组合中持有的基金需在销售平台中可购买。因此持牌机构在不同的平台中发布的同一策略组合可能存在一定差异，主要在于不同平台的基金销售清单差异。

对于投资者来说，若在某个平台上购买了基金投顾策略，相当于购买了一篮子基金，需要支付以下几类费用：

表 9：投顾组合费用明细

| 序号 | 费用明细 | 收费简单说明 |
|----|--------------------------|---|
| 1 | 投顾服务费 | 由投顾组合的持牌机构收取，按持有资产比例收取，多在 0.1%-1.0% 之间，不同风险定位的基金投顾策略费率之间差异较大；非管理型投顾还会采用固定年费的模式。 |
| 2 | 成分基金认购/申购费 | 由销售平台收取，不同的销售平台会有不同的收费优惠。 |
| 3 | 成分基金赎回费 | 由销售平台收取，不同的销售平台会有不同的收费优惠，通常按照持有期限阶梯收费，赎回费率不高于 1.5%。 |
| 4 | 成分基金运作费（包括管理费、托管费和销售服务费） | 管理费由基金管理人收取，再以尾佣的形式分给销售平台；托管费由托管人收取；销售服务费由销售平台收取。若存在费率优惠的情况，以基金管理人的公告为准。 |

资料来源：招商证券

1. 投顾服务费

投顾服务费由投顾组合的持牌机构收取。

目前来看，**管理型投顾产品**根据持有市值按一定比例收取，一般在 **0.1% 至 1.0%** 之间，为**固定管理费**。一般来说，偏短期理财的投顾组合服务费较低，而投资难度较高的权益

类组合的服务费相对较高。

非管理型投顾产品也会按一定比例收取投顾服务费，或者采用固定年费的模式。

以天天基金销售机构为例，我们统计了天天基金 app 上的管理型投顾策略产品，可以分为五类策略：闲钱升级（货债型组合）、稳健理财（固收+型组合）、均衡配置（股债均衡型组合）、追求收益（股票型组合）和养老投资。截至 2023 年 10 月，共有 317 个投顾策略产品（不包括养老投资），来自 31 家投顾持牌机构。

不同产品的投顾服务费率在 0.1%-1.0%/年之间，服务费每日计提，每日计提费用=当日投顾资产市值*投顾服务费率/当年天数。下面展示了不同类型策略的投顾服务费率分布情况，可以认为通常风险偏好越低的策略，投顾费率相对越低。

表 10：不同策略定位的投顾服务费率分布

| 策略定位 | 费率范围 | 费率众数 |
|------|------------|------|
| 闲钱升级 | 0.1%-0.3% | 0.1% |
| 稳健理财 | 0.15%-0.6% | 0.3% |
| 均衡配置 | 0.2%-0.8% | 0.4% |
| 追求收益 | 0.3%-1% | 0.5% |

资料来源：天天基金 app，招商证券

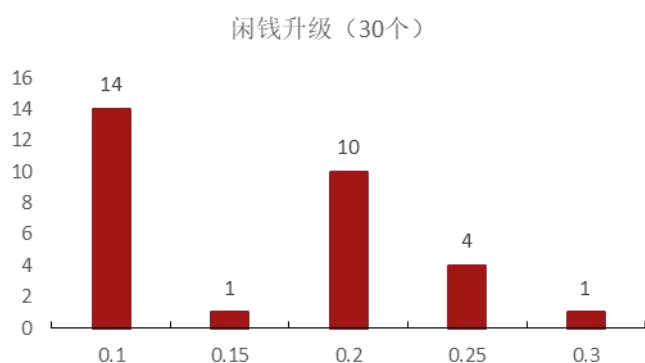


图 10：闲钱升级策略产品投顾服务费率分布 (%)

资料来源：天天基金 app，招商证券

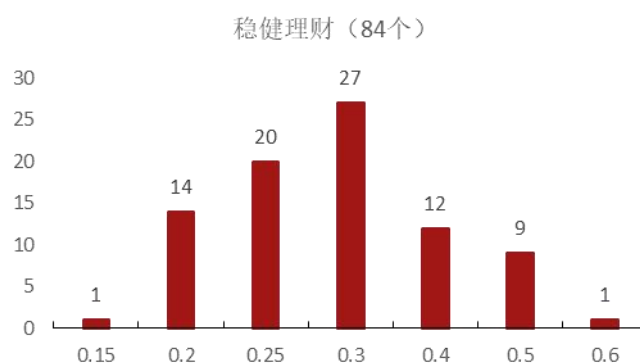


图 11：稳健理财策略产品投顾服务费率分布 (%)

资料来源：天天基金 app，招商证券

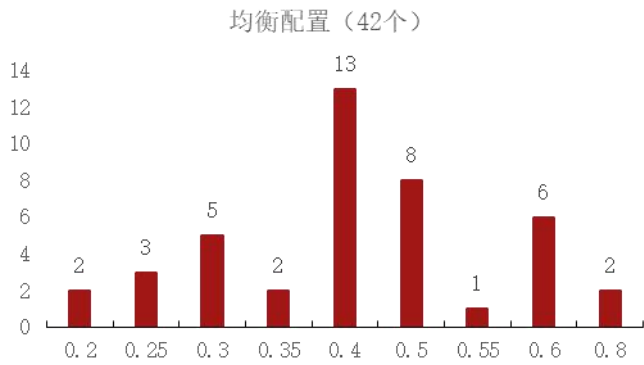


图 12: 均衡配置策略产品投顾服务费率分布 (%)

资料来源: 天天基金 app, 招商证券

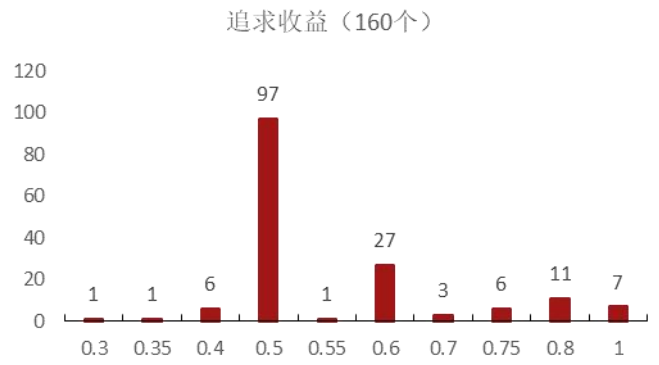


图 13: 追求收益策略产品投顾服务费率分布 (%)

资料来源: 天天基金 app, 招商证券

2. 成分基金交易费用 (认购/申购/赎回费)

投资者在销售平台买入投顾策略产品时, 需要支付买卖成分基金产生的交易费用 (认购/申购/赎回)。认购/申购费是按照一次性买入金额单笔费用计提, 不同的销售平台会有不同的费率优惠。赎回费率根据基金持有期限阶梯收费, 持有不达 7 天, 可能高达 1.5%, 持有时间大于 2 年, 可能没有赎回费, 不同的销售平台也会有不同的费率优惠。

目前大部分销售平台上的基金认购/申购费都有优惠, 因此投顾组合的交易费用也有对应的折扣。除此之外还有平台不收取任何交易费用, 或根据条件以交易费抵扣投顾服务费。例如:

腾安基金上线的投顾产品均由持牌机构提供策略, 免除调仓过程中产生的认购/申购费, 以及尽最大可能减免调仓过程中产生的赎回费 (法定归入基金资产部分的赎回费除外);

招商证券旗下的投顾产品在直销平台上均免除认购/申购费, 如基金管理人最低折扣限制的, 支付的费用将用于抵扣投顾服务费;

盈米基金旗下的且慢投顾平台中, 非管理型投顾产品中

各基金交易产生的交易手续费将会抵扣投顾服务费，不额外产生费用；

银河证券旗下的投顾产品在直销平台上会根据投资者持有策略的期限来调整交易费用，若持有 6 个月以上，交易费用全额抵扣投顾服务费，持有时间在 3-6 个月，则按照交易费用的 50% 抵扣，持有 3 个月以下，则不抵扣。

3. 成分基金运作费（管理费、托管费和销售服务费）

成分基金的运作费中管理费和销售服务费由相应的基金管理人收取，托管费由基金托管人收取，目前投顾策略产品中该部分的费用均无折扣。

（四）国内基金投顾业务存在问题

与美国的投顾市场相比，目前我国投顾业务处于萌芽阶段，市场仍然存在许多问题。美国的股票和债券市场自 1980 年以来经历了漫长的牛市，催生出美国共同基金完备且成熟的产业链，包括养老目标基金、基金投顾、ETF 等业务。在赚钱效应好的市场中，美国的投顾机构针对客户做“千人千面”的投顾策略，帮助客户进行资产配置，从而吸引更多的资金入市。结合上一章节中美国共同基金费率的分析，可以认为美国投顾的发展离不开长期赚钱的市场以及共同基金的降费（降费能够倒逼财富管理机构向“买方投顾”转型）。

截至 2023 年 3 月我国基金投顾服务资产总规模为 1464 亿元，对比公募基金市场超 26 万亿元的体量，渗透率极低，目前基金投顾业务仍存在以下几点问题：

1. 投资者认为投顾组合收益率不达预期。虽然在 2019-2020 年的牛市中部分基金投顾组合表现突出，但是在

随后的 2021-2023 年极端的结构性行情中市场赚钱效应差，公募基金整体表现欠佳，多数投顾组合的表现迅速回落。叠加投资者普遍存在的“追求短期利益”理念，使得投资者持有投顾组合的体验感较差。

2. “卖方”思维仍未完全转换，部分机构将基金投顾“产品化”，做成类 FOF 产品，追求规模与收益。实际上长期以来公募基金市场重视规模排名，规模越大佣金越高，未考虑投资者实际利益。若不能解决基金销售越多、投顾收费越多的情况，很难将“卖方投顾”的窘境打破。

3. 底层资产品种不够丰富，产品类型及投资工具仍需扩充。美国的共同基金市场能够提供的丰富完备的投资品种，覆盖海内外多个资产实现全球配置，不限于股票、债券，还有商品、房地产、对冲基金等。而目前我国投顾组合能够选择的底层资产多集中于国内的股债两类资产，主动投资仍是主流，大类资产配置的效果不够显著。

四、国内投顾费率机制相关建议

目前我国的基金投顾业务立足于基金组合形式，根据不同的投资目标来构建相应的基金组合，投资者可根据自身需求和风险偏好进行选择。该模式为投资者提供了多样化的基金投资策略，投资顾问还可根据投资者画像为其构建与之匹配的组合，从而实现“千人千面”。但目前投顾双重收费、综合费率较高等问题仍然存在，投顾组合离真正的私人定制组合也仍有距离。对比美国投顾现状，国内的基金投顾的更接近于更具有主动管理属性的智能投顾。结合国内外投顾费率的情况，我们认为我国基金投顾生态中的费率机制可以有

几下几点改进：

（一）鼓励投顾服务费采用浮动管理费方式，将基金投顾利益与投资者利益挂钩

投顾服务费方面，目前投顾策略产品多采用根据持有市值按一定比例收取的模式，该比例一般在 0.1%至 1.0%之间，为固定管理费，已有机构会根据投资者持有策略的期限来调整投顾服务费。结合我国公募基金市场上常见的浮动管理费模式，我们认为可以鼓励以下几种方式：1) 与组合内资产规模挂钩，规模越大，费率越低；2) 与组合业绩挂钩，组合多赚钱则多收取服务费，少赚钱则少收取服务费；3) 与投资者持有期限挂钩，持有期限越长，则费率越低。

（二）鼓励以投顾组合中成分基金交易产生的交易手续费抵扣投顾服务费

2023 年 6 月我国证监会发布的《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》第二十一条表示：基金投资顾问机构不得采用可能产生利益冲突的收费方式。同时开展基金销售业务的，应当对基金投资顾问业务相关基金销售费用收取作出合理安排，基金组合策略年度单边换手率超过 1 倍的，应当以基金交易费用抵扣基金投资顾问服务费等方式规避利益冲突。该项规定有效避免了为赚取基金交易佣金而频繁调仓的投顾策略。

传统卖方投顾的销售模式下，基金相关的费用与销售规模、客户换手率成正相关，而买方模式下，若投顾服务费仅根据客户资产规模或跟投份额来收取，其余基金运作费用均通过投顾服务费抵扣的方式操作，一定程度上能够避免投顾

机构与销售渠道之间的利益冲突。

目前已有持牌机构在直销平台上的投顾策略产品会根据投资者持有期限将基金交易手续费抵扣投顾服务费，或直接全部抵扣投顾服务费。我们认为若是代销平台上的投顾策略产品，也可采用该种方式，代销平台收取的基金交易费用可以让渡一部分给持牌机构以抵扣投顾服务费。

（三）构建多层次基金投顾费率体系

依照投顾组合的管理难度和标准化程度，可构建多层次收费标准。例如，被动型的指数基金管理费普遍较低，全指数基金组合相较主动型基金组合，在基金优选、日常交易、组合跟踪等方面管理难度更低，参考美国市场上全指数基金组合的费率普遍低于含主动基金组合的费率，我们认为应当适当降低投顾服务费率。非管理类投顾仅提供投资建议，并不参与账户的实际运作，也可收取相较管理类投顾更低的费用。

另外，投顾组合的标准化程度也反映着管理难度，标品投顾组合不涉及对账户进行“千人千面”的调整，对应的投顾费率也应偏低。美国的智能投顾相较于人工投顾的标准化程度较高，更适配于资金规模较小的长尾客户，这也解决了小规模资金购买人工投顾服务成本高的问题。

（四）若持牌机构的投顾策略中买入了自家管理人旗下的基金，其运作费应做适当减免

参考我国公募市场中 FOF 基金的收费模式，与基金运作相关的费用中，FOF 基金资产中持有基金管理人自身旗下的基金不收取管理费，持有基金托管人自身托管的基金不收取

托管费，申购自身旗下的基金（ETF 除外），应当通过直销渠道申购且不得收取申购费、赎回费（按照相关法规、基金招募说明书约定应当收取，并计入基金财产的赎回费用除外）、销售服务费（如有）等销售费用。

我们认为，若持牌机构的投顾策略中买入了自家管理人旗下的基金，应当免去成分基金的管理费和销售服务费，在直销平台上线的策略中成分基金应当免去交易费用，在代销平台上线的策略中成分基金的交易费用应做适当减免。

（五）事前、事中、事后保障投资者权益，增强信任是基金投顾可持续收费的基础

对于投资者缺乏信任的基金投顾服务，资金只会在账户内做短暂停留，投顾难以获得持续造血能力。营造良好的信任基础，需要事前对费率结构进行充分披露、事中对收费情况进行定期报告、事后为投资者提供可行的申诉渠道和补偿方案，尽可能打消投资者的担忧与疑虑，促进基金投顾行业有序健康发展。

参考资料：

- [1] 见 FRINRA, Working With an Investment Professional | FINRA.org, <https://www.finra.org/investors/investing/working-with-investment-professional>
- [2] 见 Think Advisor, The History of the Financial Planning Profession, Part 1, <https://www.thinkadvisor.com/2021/09/29/the-history-of-the-financial-planning-profession-part-1/>
- [3] 见 ICI, Trends in the Ownership Cost of Equity Mutual Funds
- [4] 见 ICI, Total Shareholder Cost of Bond and Money Market Mutual Funds
- [5] 见 ICI, Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2022
- [6] 见 IAI, INVESTMENT ADVISER INDUSTRY SNAPSHOT 2023
- [7] 见 FPA, 2022 Trends in Investing Survey
- [8] 见 IAI, INVESTMENT ADVISER INDUSTRY SNAPSHOT 2023
- [9] 见 IAI, INVESTMENT ADVISER INDUSTRY SNAPSHOT 2023
- [10] 见 Harness Wealth, Average Fees for Financial Advisors in 2023, <https://>

www.harnesswealth.com/articles/average-fees-for-financial-advisors/

[11] 见 MICHAEL KITCES, Financial Advisor Fee Trends And The Fee Compression Mirage, <https://www.kitces.com/blog/financial-advisor-average-fee-2020-aum-hourly-comprehensive-financial-plan-cost/>

[12] 见 MICHAEL KITCES, 12b-1 Fees: It Is Time To Bid Them Farewell? <https://www.kitces.com/blog/eliminate-12b-1-fee-marketing-distribution-cost-mutual-fund-trails/>

[13] 见 SEC, Division of Investment Management: Report on Mutual Fund Fees and Expenses

[14] 见 ICI, Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2022

【本文由招商证券基金评价团队姚紫薇、高艺、江景梅供稿，中国证券投资基金业协会审校】