



# 戴志锋：财富管理行业的 结构之变



文/意见领袖专栏作家 戴志锋



核心要点：在对财富管理行业的收入、利润和市值测算，进一步细化对国内基金产品结构、费率以及投顾模式的研究，分析未来变化趋势、并定量测算。我们预计，未来 10 年公募基金规模增速 16.5%，其中权益型产品增速 22%；尽管未来 10 年综合费率下降 8%，但受益于增量市场及产品结构优化，收入增速达 18.5%，并且投顾业务有望贡献 10%收入。

1、产品结构：未来 10 年权益型产品增速 22%，指数化占比加速提升需 10-15 年后

美国产品结构的变迁过程，经历 4 个阶段。1、发展初期（1970 年前）：1929 年大萧条后，监管体系初步确立。2、货基崛起（1971-1982 年）：

经济滞胀、利率市场化之前，货基受到青睐，规模占比从 8.1%-74.1%。3、权益时代（1982-2000 年）：利率下行、混业放开、养老金入市、美股长牛等迎来权益型基金时代，规模占比从 17.1%-61.7%。4、被动化兴起（2001 年至今）：市场定价效率提升，被动型基金规模 CAGR15.7%。

国内产品结构变化趋势及定量测算。1、变化趋势：权益型产品占比持续提升。从发展程度（证券化率、机构化率仅相当于美国 90 年代左右），以及发展趋势（经济调结构、直接融资占比提升，资管新规破刚兑、净值化，无风险收益率下降），权益型基金大发展仍处于初期，未来至少 10-15 年保持较快增速。2、定量测算：未来 10 年权益型产品增速 22%，10 年后放缓至 13%。核心假设：对证券化率、机构化率的提升速率进行三种情形假设，并分两阶段测算（未来权益型产品增速先快后慢，占比先提升后稳定）。测算结果：到 2030 年，在中性情形下公募基金产品规模 92.7 万亿元，对应 CAGR 16.5%，其中权益型产品增速最快，CAGR 达 22.2%，规模占比提升至 53.8%；到 2040 年，权益型产品年均增速放缓至 13.3%。

国内指数化发展趋势及定量测算。1、发展趋势：从市场定价效率、机构投资者占比的变化趋势看，指数化发展处于初期。目前指数型产品占比仅 8.2%，相当于美国 60-70 年代。2、定量测算：指数产品占比显著提升预计在 10-15 年后。假设机构占比年均提升 0.5-1pct（美国近 20 年提升速率），至少仍需要 15-20 年时间才提升至 40%以上。

2、费率：未来 10 年综合费率下降 8%，受益于增量市场及产品结构



优化，收入增速 18.5%

美国基金费率变化过程及原因。1、总费率呈现下行趋势，股票型基金总费率由 1980 年 2.32% 降至 2020 年 0.6%。2、上半场（1980-2000 年）销售费率下降更快（由 1.64% 降至 0.3%），原因是增量市场中，渠道竞争激烈，免佣基金占比显著提升，前端费率大幅下降，12b-1 费率对前端销售费的替代。3、下半场（2000-2020 年）管理费率（包含 12b-1）下降更快（由 0.98% 降至 0.5%），原因是市场有效性提升，指数产品占比提升、以及产品的规模效应。

国内费率变化趋势。1、渠道费率竞争已经开始：主要是竞争加剧、尾佣支撑；头部渠道规模成本优势，通过“价格战”保持优势地位。2、管理费竞争还未全面开始：目前主动型产品超额收益明显，管理人对客户仍有议价权，指数化程度还较低。3、尾佣分成会维持较高比例：体现渠道对管理人的议价能力，头部渠道未来会保持强势（产品同质化越强、渠道集中度高于管理人集中度）。

国内费率的定量测算：未来 10 年综合费率下降 8%，受益于增量市场及产品结构优化，收入增速 18.5%。1、核心假设：与产品结构两阶段类似，第一阶段渠道费率加速下降、主动市场下管理费率维持，第二阶段渠道费率斜率放缓、指数化占比提升之下管理费率下降幅度加大。2、测算结果。阶段一：2030 年的合计综合费率为 0.74%，仅较 2019 年下降 8%，受益于增量市场及产品结构优化，收入增速 18.5%。阶段二：2040 年的综合费

率为 0.58%，较 2030 年下降 22%，收入增速放缓至 7.7%。

3、投顾：未来委托账户模式更丰富、底层资产更全面，未来 10 年为公募贡献 10%收入

美国投顾模式。1、全能投行模式，如美林，定位高端、模式重、收费高；2、独立财务顾问，如爱德华·琼斯，差异化定位中小客群，重视社区营销；3、第三方投顾平台模式，如嘉信理财。

国内投顾发展趋势。1、目前国内两种投顾模式的局限。传统投顾：银行券商人工投顾，仍是渠道代销的卖方模式，没有转化成为基于 AUM 收费的买方投顾形式（委托账户）。基金投顾：基金组合形式的智能投顾，在“投”方面底层资产限于基金，在“顾”方面尚无很强的辨识度。2、未来投顾模式：线上+线下，差异化竞争。一是依据账户功能以及投资决策权，形成多种委托账户模式；二是底层资产更全面丰富，如多类型和多地区的资产；三是“顾”的环节结合技术应用，提供线上+线下客户陪伴服务。

国内投顾业务测算。假设至 2030 年，国内基金投顾在三种情形假设

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_31670](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31670)

