

机器人投顾：对中国的价值在于打通财富管理价值链

2016年10月26日

投资要点

- ❖ 机器人投顾是指根据用户个性化需求，提供产品选择、资产配置、交易执行、税收管理等服务的在线财富管理平台。其借助大数据和算法，赚取低成本β收益。目前美国已有近140家机器人投顾公司。2015年全美通过机器人投顾进行的财富管理规模达550-600亿美元。从供求两方面来看，机器人投顾进入爆发式增长阶段。
- ❖ 机器人投顾的核心竞争力：“技术+规模”实现低成本运营。一方面，机器人投顾通过具有自我学习能力的机器来替代人工，实现从0到1的创造，降低成本。另一方面，具有高品牌认知度、丰富的标准化产品、海量的用户的传统金融机构，通过从1到100的大规模复制，进一步将边际成本降至零。其中最受益的有两类公司：一是以Betterment为代表的优质早期初创公司；二是以先锋、嘉信和贝莱德为代表的技术跟进的传统公司。
- ❖ 美国机器人投顾健康发展的三个前提条件：①流量红利带来的低获客成本。移动互联网带来的流量红利与财富的代际转移相叠加，为机器人投顾提供充足的客群基础。②成熟的ETF市场可以满足机器人投顾多元产品需求。截至2016年5月底，美国ETF数量为1646只，管理资产达到2.204万亿美元。③规模庞大的养老金理财需求。美国个人养老金理财市场规模14.3万亿，占全球整体市场55%。预计未来10到30年全球还将有5-11万亿规模增量从社保转向私人养老金市场。除此之外，FINRA、SEC等机构的监管规则逐渐明确，行业透明度高，有利于加速技术普及和技术迭代，为行业发展保驾护航。
- ❖ 中国尚不具备美国模式的发展基础：①移动互联网流量红利逐步消失。2016年互联网金融创业公司的获客成本升至1000-3000元。②标准化产品严重不足，全球配置受限于资本管制，无法满足β策略要求。③过度依赖社保单一支柱，缺乏个人养老理财刚性需求。
- ❖ 机器人投顾在中国的价值在于：打通财富管理价值链。目前我国财富管理行业处在产品推销的初级阶段，主要体现的销售属性，收费在前端。这种商业模式不仅收入波动大，而且与客户利益冲突。理论上讲，机器人投顾有利于将其引导至稳定合理的财富管理后端收费模式。
- ❖ 金融垂直平台有望获得机器人投顾竞争优势。目前监管政策在牌照发放和数据使用方面不利于初创公司发展，初创公司尚处于模仿探索阶段。金融垂直平台有望建基于具有金融基因的互联网公司和具有互联网基因的金融公司。互联网公司破局关键在于：搭建完整的产品平台、实现较高的流量转化率。金融公司破局关键在于：坚定的战略转型、持续的技术投入、妥善处理客户分层和新旧业务协同。
- ❖ 建议关注积极拥抱变化的传统金融公司。①金融公司的品牌优势和客户资源不可替代。一方面，在客户心中已经打上了对金融机构信赖的烙印。另一方面，11.86万亿美元金融资产的绝大部分都存储或托管在金融公司。②金融垂直平台说到底还是金融。互联网解决的是获客渠道和服务方式的问题，其提供的内容依然是金融服务，依然需要接受金融监管，需要遵循金融的规律来办事。③金融公司估值中尚未体现互联网元素。代表案例广发证券贝塔牛和平安一账通值得关注。
- ❖ 风险因素：机构研发投入和转型速度低于预期；政策趋严限制行业发展。

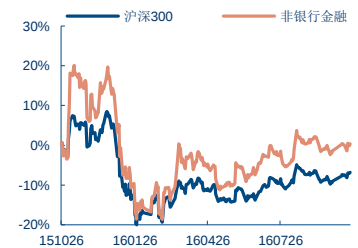
重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PB(倍)			评级
		2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	
广发证券	17.63	1.73	0.98	1.02	1.73	1.74	1.58	持有

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2016年10月24日收盘价

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

1. 非银行金融（保险）行业重大事项点评——从资本监管走向管资本、管业务并重 (2016-09-07)
2. 非银行金融行业重大事项点评——保费增速是风险观测的重要指标 (2016-08-24)
3. 定价权系列报告之证券篇——低成本是核心竞争力 (2016-08-02)
4. 非银行金融行业重大事项点评——寿险利润仍存持续负增长风险 (2016-08-01)
5. 中信证券非银香港调研之国泰君安国际（1788.HK）——金融服务战略落地，市场份额实现扩张 (2016-06-23)

目录

机器人投顾：方兴未艾的财富管理工具	1
基于算法和大数据的数字化财富管理	1
有望成为标准化的财富管理工具	2
从供求两方面来看，步入爆发式增长阶段	3
核心竞争力：“技术+规模”实现低成本运营	5
边际成本差是机器人投顾的收费基础	5
通过技术降成本，实现从 0 到 1 的创造	7
通过规模降成本，实现从 1 到 100 的大规模复制	7
技术性突破与规模化应用相互迭代	8
金融科技龙头公司和及时跟进的传统公司最受益	9
美国市场：健康发展的三个前提条件	11
行业发展脉络清晰，分工明确	11
市场健康发展的三前提条件	11
明确的监管规则为长远发展保驾护航	14
中国市场：金融垂直平台有望胜出	15
尚不具备美国模式的发展基础	15
意义在于打通财富管理价值链	16
初创公司尚处摸索阶段，破局存在困难	17
金融垂直平台有望获得竞争优势	18
关注积极拥抱变化的传统金融公司	19
代表案例：广发证券“贝塔牛”和中国平安“平安一账通”	20
风险因素	24
附录：海外主要机器人投顾平台介绍	24
Wealthfront：用户信息收集和税务筹划是功能亮点	24
Betterment：行业独角兽，致力于新业务开拓	25
FutureAdvisor：主攻存量用户，成为贝莱德服务的一环	26
Charles Schwab Intelligent Portfolios：平台为王	26
Vanguard Personal Advisor：先天基因和品牌优势	26

插图目录

图 1: 投资咨询价值链	1
图 2: 机器人投顾主要以 β 策略为主	1
图 3: 机器人投顾主要优势	2
图 4: 机器人投顾填补传统财富管理行业空白	3
图 5: 客户对机器人投顾的兴趣度	3
图 6: 客户使用机器人投顾管理资产的可能性	3
图 7: 美国机器人投顾资产规模渗透率	4
图 8: 美国机器人投顾市场空间预测	4
图 9: 美国机器人投顾融资情况	4
图 10: 美国机器人投顾公司每年新设情况	5
图 11: 主流机器人投顾平台业务分类	5
图 12: 三种主要商业模式	6
图 13: 通过自我学习的机器来替代人工	7
图 14: 机器人投顾平均费率远低于传统投顾	7
图 15: 美国 TOP5 机器人投顾平台管理规模	8
图 16: 未来机器人投顾可能技术突破点	8
图 17: Betterment Institutional 与传统投顾合作, 实现共赢	9
图 18: 嘉信 SIP 盈利模式	10
图 19: 美国机器人投顾行业发展趋势	11
图 20: 美国智能手机用户增长及人口渗透率	12
图 21: 投资者愿意尝试机器人投顾的比例	12
图 22: 愿将 50% 资产交给机器人投顾的客户比例	12
图 23: 美国 ETF 净资产占可投资资产份额变化	12
图 24: 全球及美国 ETF 资产规模及数量变化趋势	13
图 25: 2014 年全球私人养老金前十大资产管理规模国家	13
图 26: 美国 DC 计划逐渐超过 DB	13
图 27: 美国 DC 计划资产规模逐年升高, 为个人养老金投资带来机会	14
图 28: 中国智能手机用户增长及人口渗透率	15
图 29: 我国沪深交易所 ETF 数量及交易额	15
图 30: 我国 ETF 品类分布	16
图 31: 我国沪市 A 股投资者结构	16
图 32: 中美财富管理发展路径比较	17
图 33: 数字化投顾新增创业公司	17
图 34: 数字化投顾融资阶段公司数	17
图 35: 我国劳动/退休人口比例下降, 老龄化加剧	19
图 36: 非 OECD 国家私人养老金理财缺口预测	19
图 37: 金融机构排在公众提供个人信息意愿榜首	20
图 38: “i 股票”推荐组合界面	21
图 39: “i 配置”推荐组合界面	21

图 40: “i 股票”组合详情界面	22
图 41: “i 配置”组合详情界面	22
图 42: 投资子页面下机器人投顾推荐组合	23
图 43: 保险子页面下机器人投顾推荐组合	23
图 44: 平台用户风险偏好相对较低	23
图 45: 当前没有形成账户闭环	23

表格目录

表 1: 传统财富管理机构及机器人投顾平台准入门槛比较	2
表 2: 主要投顾类型比较	3
表 3: 代表初创和传统平台费率及投资门槛比较	7
表 4: 当前主流机器人投顾平台新技术突破	9
表 5: 美国关于机器人投顾具体监管细则	14
表 6: 当前部分布局机器人投顾的公司	17
表 7: 当前我国机器人投顾有关监管要求	18
表 8: 我国证券市场波动性大，有效性不高	18
表 9: 不同机构参与竞争优劣势分析	19
表 10: “i 股票”四种量化策略	21
表 11: 四种量化策略收益率	21
表 12: “i 配置”主要产品组合要素	22
表 13: 一账通及陆金所移动端月活跃用户数	24
表 14: Betterment 三类账户配置策略	25
表 15: Vanguard 与主流初创公司机器人投顾平台费用比较	27

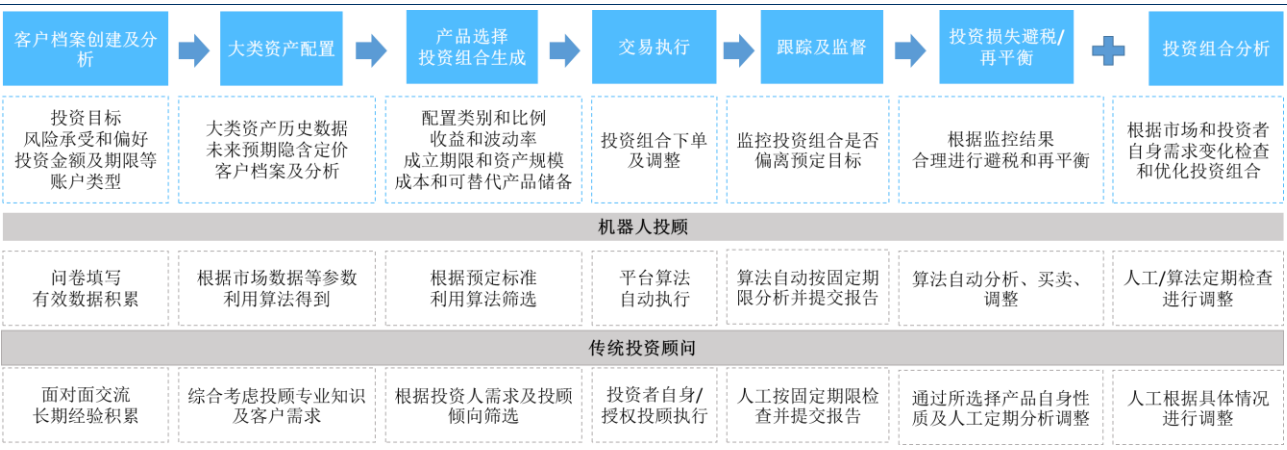
机器人投顾：方兴未艾的财富管理工具

基于算法和大数据的数字化财富管理

机器人投顾（Robo-Advisor）又称智能投顾，是指根据用户风险偏好、财务状况、理财目标等个性化需求，基于算法提供产品选择、资产配置、交易执行、税收管理等服务的在线财富管理平台。该业务发轫于 2005 年全美证券交易商（NASD）第 2210-6 号解释文件生效之日。2008 年金融危机后，以 Wealthfront、Betterment、Personal Capital 为代表的众多初创企业崭露头角。近两年以嘉信理财、先锋基金、贝莱德、富达投资为代表的大型金融机构开始推广应用该业务，使其步入快速发展阶段。2014 年这一概念被引入中国，2015 年成为资本追逐热点。尽管中美应用场景存在较大差异，但丝毫没有阻止其在中国的创新试验。

机器人投顾并未改变投顾传统价值链，而是将其以全流程自动化的形式实现。机器人投顾将传统投顾流程移至线上，通过大数据挖掘和量化算法替代人工，完成整个价值链中的核心功能模块，是一次资金端去中介化的技术升级。

图 1：投资咨询价值链



资料来源：FINRA，中信证券研究部

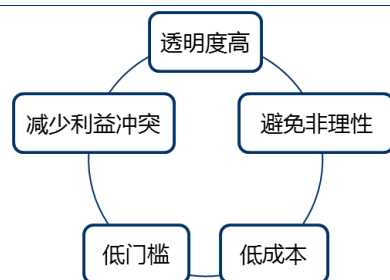
借助大数据和算法，赚取低成本 β 收益。由于机器人投顾面向广大 C 端用户，要求配置策略具有两大功能：一是容量大；二是提供稳定的长期收益。目前主流平台均采用被动投资策略。由于 ETF 具有成本低、流动性高、资产规模大、对时间不敏感的特性，因此多数平台均利用各类 ETF 产品构建资产配置组合，有效分散风险，赚取长期系统性风险补偿。与传统投顾相比，对用户而言，机器人投顾具有低门槛、低成本、透明度高、避免投顾非理性和利益冲突的优点。

图 2：机器人投顾主要以 β 策略为主



资料来源：中信证券研究部

图 3：机器人投顾主要优势



资料来源：中信证券研究部

有望成为标准化的财富管理工具

机器人投顾填补传统财富管理行业未能覆盖的大众需求。一方面，传统财富管理行业受高昂的人工成本限制，只能覆盖高净值人群，无法满足大众理财需求。另一方面，在长期回报下降，大众普遍金融专业知识不足的背景下，大众理财需求日益强烈。机器人投顾低成本的高效服务恰好填补这一空白，首先受到习惯使用互联网技术的年轻客群的青睐。

机器人投顾正在分流高端理财客户，提升高端理财效率。机器人投顾吸引了习惯使用互联网技术，并对服务费率敏感的高端客群。Betterment CEO Jon Stein 曾经提到：平台新增客群中高净值比例正在上升，最大资产规模达到 1000 万美元。这将对传统投顾产生两方面影响：一是，向客户提供更具差异化的服务以匹配其高费率；二是，以机器人投顾为辅助工具，提高效率，降低成本。

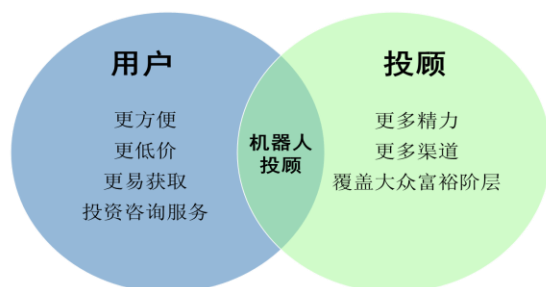
机器人投顾有望成为标准化的财富管理获客工具。传统大型财富管理机构已通过自主研发或收购兼并，实现平台搭建；中小型公司则通过与独立第三方公司合作，实现技术对接。根据 Cerulli Research 的预测，未来 3 年大部分财富管理机构将配备机器人投顾，机器人投顾有望成为标准化的财富管理获客工具。

表 1：传统财富管理机构及机器人投顾平台准入门槛比较

传统财富管理机构	准入门槛	机器人投顾平台	准入门槛
美林集团	100 万美元	Wealthfront	500 美元
摩根大通银行	500 万美元	Betterment	0 美元
高盛集团	500 万美元	嘉信 SIP	5000 美元
花旗银行	300 万美元	先锋 PAS	5 万美元
渣打银行	100 万美元	Personal Capital	10 万美元
汇丰银行（亚洲客户）	300 万美元	Merrill Edge Guided Investing	5000 美元
汇丰银行（英国客户）	200 万英镑	Fidelity Go	5000 美元
巴克莱银行	200 万美元	Jemstep	0 美元

资料来源：相关公司网站等公开资料，中信证券研究部

图 4：机器人投顾填补传统财富管理行业空白



资料来源：BlackRock，中信证券研究部

表 2：主要投顾类型比较

	全方位财务顾问	折扣经纪商	在线投资平台	机器人投顾
投顾模式	收取较高佣金 向投资者提供定制化 全方位投资服务	以最低佣金标准来为投资者进行 证券服务 多数不提供研究咨询等其他服务	通过网络进行交 互提供服务	提供基于算法的定制 化机器人投顾服务
特点	专业化程度高，需求匹 配较好	专业化程度高	缺乏人工互动	完全数字化
服务内容	完备的综合化建议	投资组合、管理以及少数咨询建议	投资交易、管理 以及少量建议	投资管理和自动化多 元配置
目标客群	超高净值及高净值客 户	高净值客户及大众富裕阶层	各阶层均可	主要为大众富裕阶层
服务费用	高	中等	较低 按交易笔数收取	较低

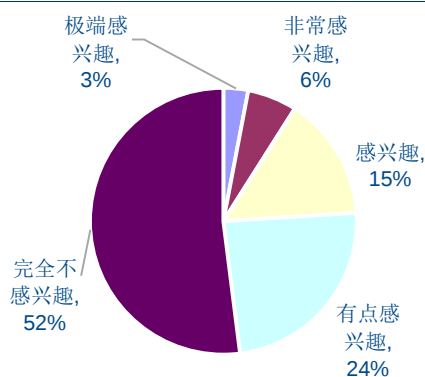
资料来源：AT Kearney，中信证券研究部

从供求两方面来看，步入爆发式增长阶段

从需求端来看：存量和增量用户双向叠加，加速提升行业渗透率。根据 AT Kearney 的调查，48%的用户对机器人投顾感兴趣，69%的用户表示可能使用机器人投顾。机器人投顾对费率敏感型存量用户和资产额较小的增量用户均具有吸引力。存量和增量用户双向叠加，将加速提升行业渗透率。AT Kearney 预测 2020 年美国机器人投顾渗透率将达到 5.6%，财富管理规模达 2.2 万亿美元，与 2015 年 550-600 亿美元（第三方咨询机构 Aite Group 的测算数据）相比，将是爆发式增长。

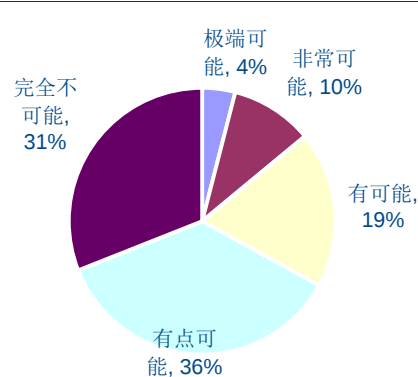
从供给端来看：机器人投顾备受资本青睐，技术迭代和模式创新层出不穷。根据海外数据平台 Tracxn 统计，2008-2015 年机器人投顾行业累计融资额超 7.8 亿美元，其中 2014-2015 年占比超过 70%。目前仅美国已有近 140 家机器人投顾公司，其中 81 家创立于 2014-2015 年。

图 5：客户对机器人投顾的兴趣度



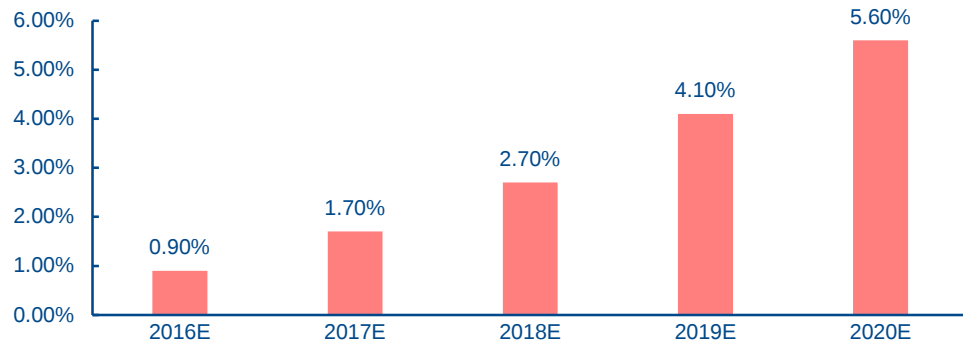
资料来源：AT Kearney，中信证券研究部

图 6：客户使用机器人投顾管理资产的可能性



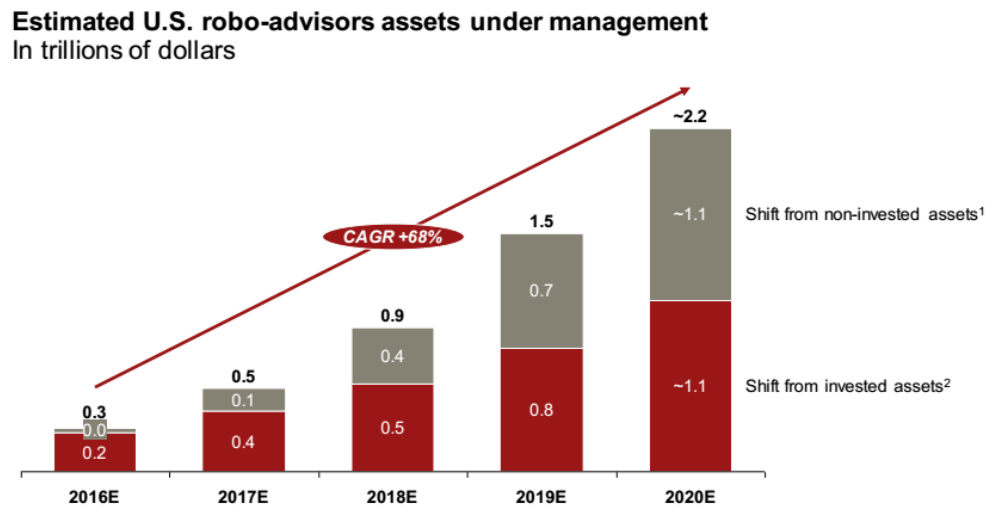
资料来源：AT Kearney，中信证券研究部

图 7：美国机器人投顾资产规模渗透率



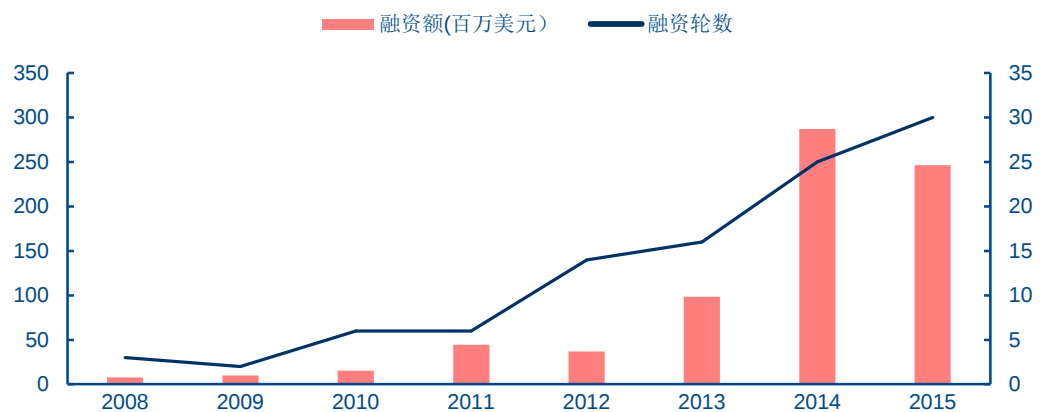
资料来源：AT Kearney，中信证券研究部

图 8：美国机器人投顾市场空间预测



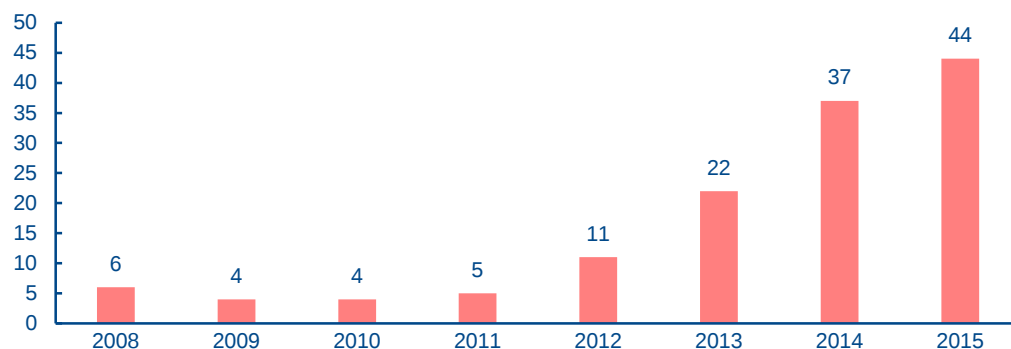
资料来源：AT Kearney，中信证券研究部

图 9：美国机器人投顾融资情况



资料来源：Tracxn Report: Robo Advisors (Feb. 2016)，中信证券研究部

图 10：美国机器人投顾公司每年新设情况



资料来源：Tracxn Report: Robo Advisors (Feb. 2016)，中信证券研究部

核心竞争力：“技术+规模”实现低成本运营

边际成本差是机器人投顾的收费基础

目前主流机器人投顾平台分为三种商业模式。1) 第三方财富管理平台。2) 基金管理公司平台。3) 技术服务商。其中第一类和第二类都是 B2C，而第三类则是 B2B2C。第三方财富管理平台的收入来源是资产管理费。基金管理公司的收入来源包括：自身产品运营费和资产管理费。技术服务商的收入来源包括：向 B 端收取的技术服务费，以及向 C 端代收的与 B 端的收入分成。

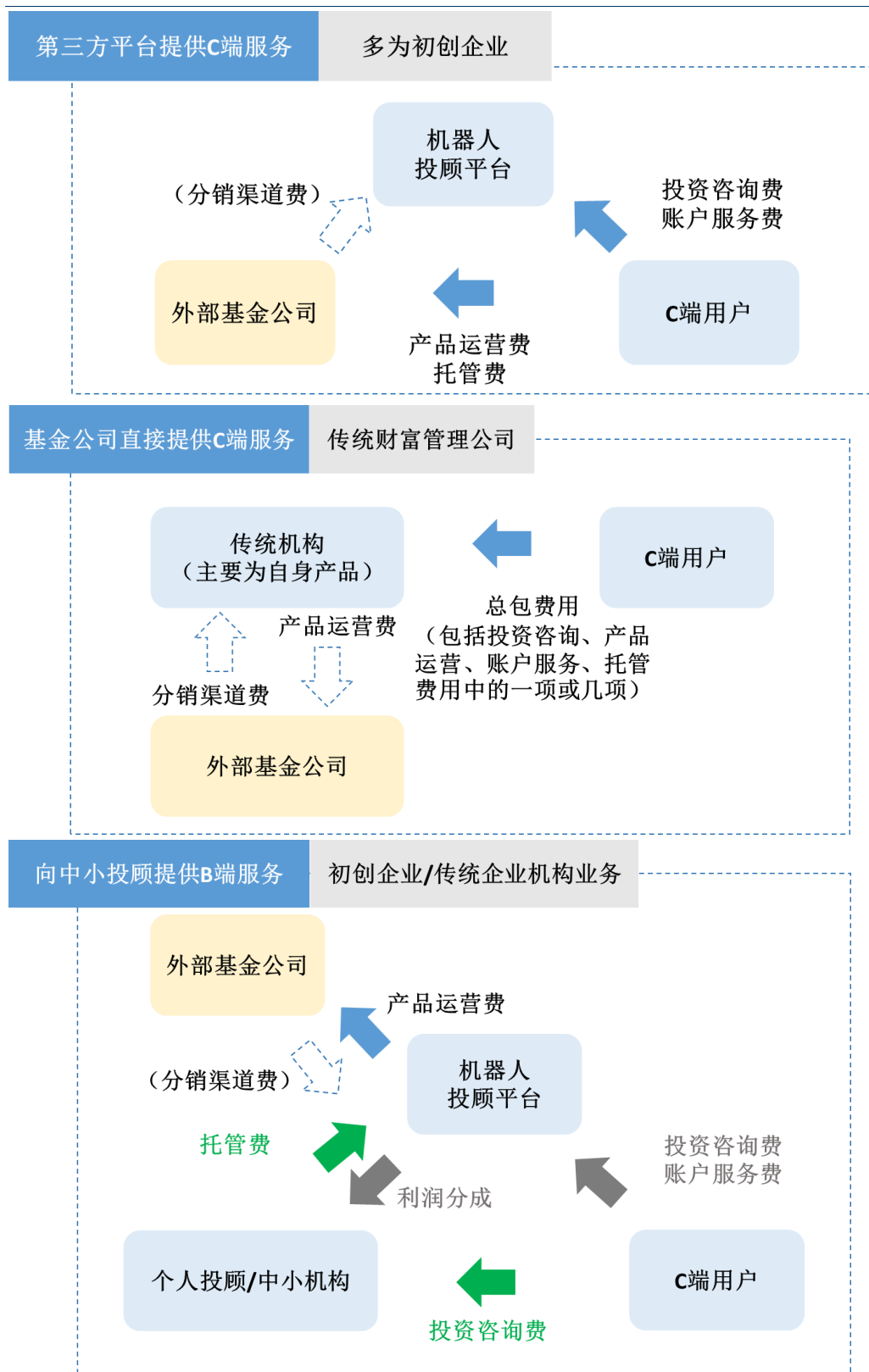
图 11：主流机器人投顾平台业务分类



资料来源：中信证券研究部

边际成本差是机器人投顾的收费基础。尽管三种商业模式的收费方式和收入来源各有不同，但其收费基础都是技术进步和规模经济性带来的成本节约。这也是机器人投顾在成熟的财富管理市场能够占有一席之地，并迅速发展壮大的基础。

图 12：三种主要商业模式

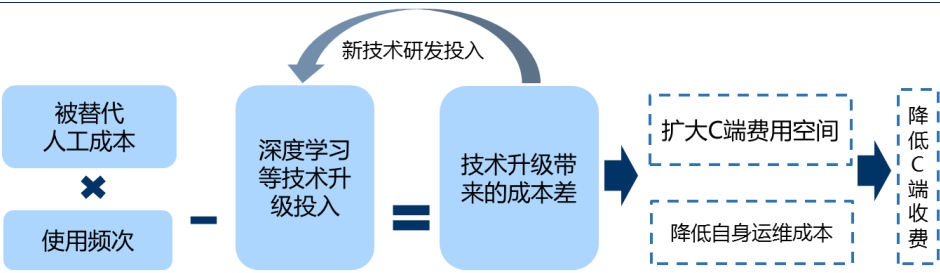


资料来源：中信证券研究部

通过技术降成本，实现从 0 到 1 的创造

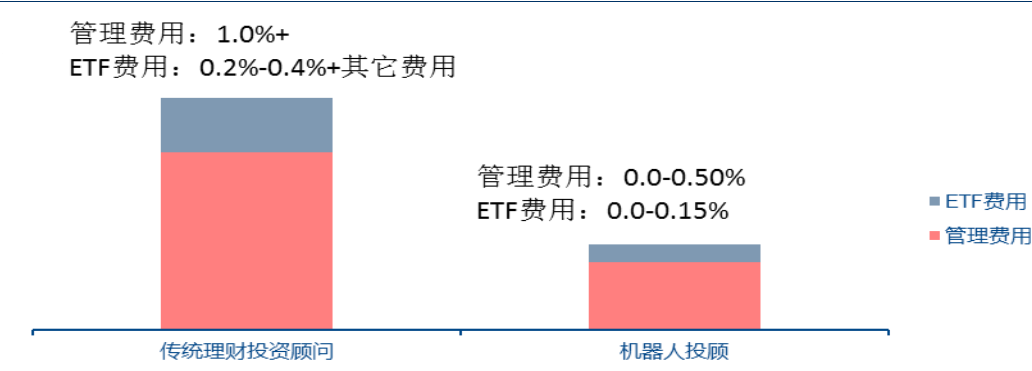
新兴产业的发展离不开两个前提条件：一是解决大问题；二是具有独特的解决方案，机器人投顾也不例外。一方面，金融科技初创企业抓住了财富管理高费率的核心痛点；另一方面，计算技术和数据处理能力的提升，为机器人投顾提供了技术基础。机器人投顾通过具有自我学习能力的机器来替代人工，降低后台运维成本，扩大客户服务范围，进而满足客户财富管理降费需求。传统投顾的管理费率在 1% 左右，还要加 ETF 产品运营费和其他费用，而机器人投顾管理费率可降至 0.5% 以下，ETF 费率也低于传统业务。

图 13：通过自我学习的机器来替代人工



资料来源：中信证券研究部

图 14：机器人投顾平均费率远低于传统投顾



资料来源：Citi Research，中信证券研究部

通过规模降成本，实现从 1 到 100 的大规模复制

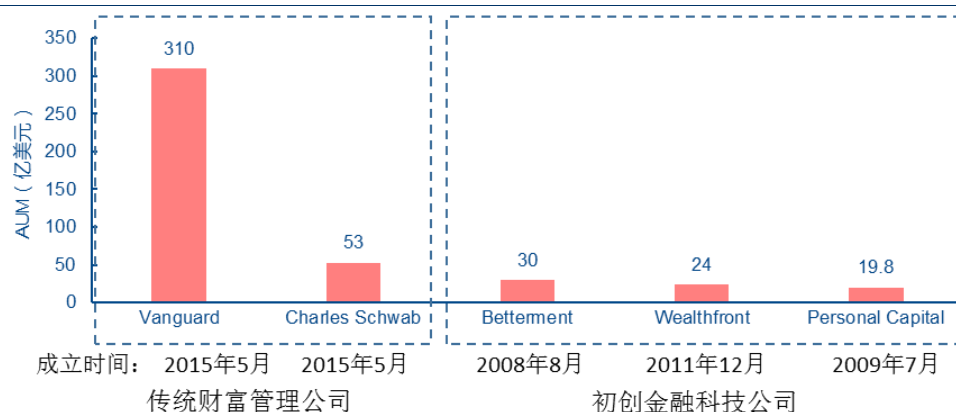
由于技术的溢出效应和规模的乘数效应，近两年传统财富管理机构在机器人投顾领域异军突起，正在成为行业发展的中坚力量。首先，传统财富管理机构具有高品牌认知度、丰富的标准化产品、海量的用户。在财富管理规模从 1 到 100 的复制过程中，规模乘数效应大幅摊薄了单位技术开发成本，将平台边际成本降至零，进而转化为降低用户收费标准。这是先锋 PAS 和嘉信 SIP 业务实现规模赶超的基础。

表 3：代表初创和传统平台费率及投资门槛比较

	Betterment	Wealthfront	Schwab Intelligent Portfolios
投资门槛	无	500 美元	5000 美元
咨询费用	0.35%（1 万美元以下） 0.25%（1 万至 10 万美元） 0.15%（10 万美元以上）	0（1 万美元以下） 0.25%（1 万美元以上）	无
佣金	无	无	无
ETF 管理费	0.05%~0.40%	0.05%~0.34%	0.03%~0.55%，
其它费用	每月 3 美元 （1 万美元以下非自动充值账户）	无	无

资料来源：平台官网，中信证券研究部

图 15：美国 TOP5 机器人投顾平台管理规模



资料来源：Tracxn Report: Robo Advisors (Feb. 2016)，中信证券研究部

技术性突破与规模化应用相互迭代

长期来看，赚钱是投资的终极目的，用户最终比较的是综合账户的净收益。因此，机器人投顾在低成本解决合理避税和再平衡问题之后，将深入到投顾服务流程的各个环节寻找新的突破点。比如通过非结构化数据挖掘用户需求、多账户及目标聚合统筹、人机实时互动、机器自主学习和定价等。随着深度学习、卷积神经科学等技术越来越多地应用于机器人投顾领域，技术突破的可能性在提高。一旦实现技术性突破，财富管理机构将通过大规模复制来降低成本。技术性突破与规模化应用将相互迭代，随着用户量和数据量的增大，机器学习效率也越来越高，逐步推动行业进入螺旋式上升的轨道。

图 16：未来机器人投顾可能技术突破点



资料来源：Accenture，中信证券研究部

表 4：当前主流机器人投顾平台新技术突破

平台名称	差异化新技术	功能亮点
Wealthfront	独创同时包括税收损失收割和税收优化直接指数化的税收筹划功能	将最多为投资者提供 2.03% 的额外年收益
	3 月底发布 Wealthfront 3.0 版本	大幅优化人工智能和 APIs 技术，可为用户提供更加个性化投资建议
Betterment	9 月推出的税收协调组合，将不同税收政策的多个账户资产作为单一投资组合进行管理，更有效进行资产配置	产生每年 0.48% 的额外收益，30 年期累计收益 15%
	提供特色 ETF 部分购买功能	允许用户购买非整份 ETF，保证账户内所有钱均可用于投资，实现利用最大化
	配备 SmartDeposit 服务，引导用户定存定投	用户设置每月自动投资金额上限和银行账户金额上限，当关联银行账户金额达到所设上限时，SmartDeposit 自动将超出部分转入投资账户保证银行账户中不积压不必要的现金
Future Advisor	可用于现有账户资产组合优化	通过用户导入的经纪业务、IRA 和 401(k) 账户提供个性化建议；如果投资者已经在 TD Ameritrade 或 Fidelity 开设账户，则无需进行资产转移

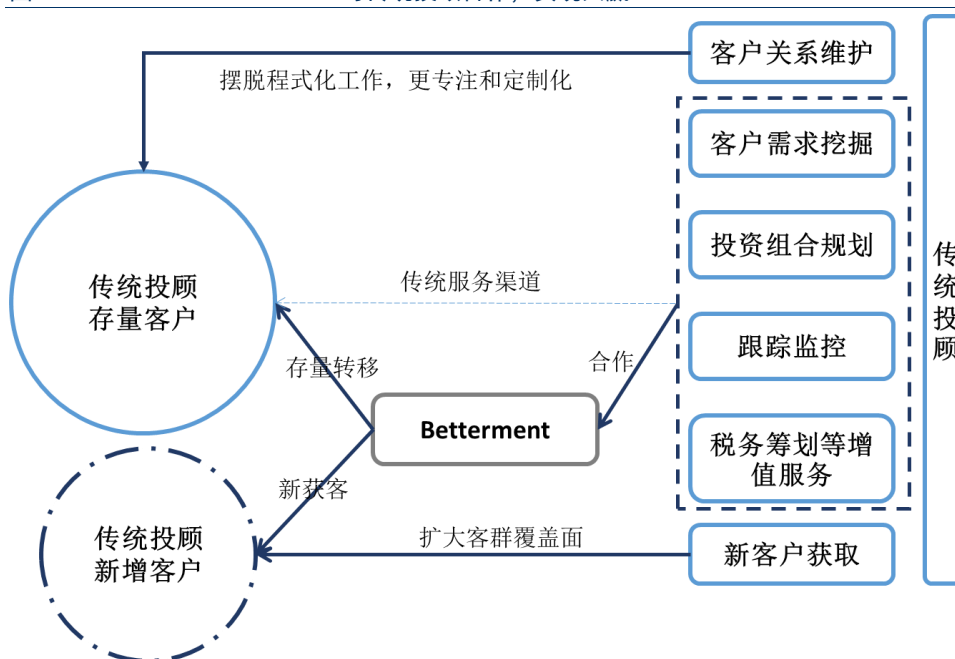
资料来源：相关平台官网，中信证券研究部

金融科技龙头公司和及时跟进的传统公司最受益

规模经济性是金融行业商业模式的基本属性。优势资源必然向龙头企业集中。在机器人投顾领域，有两类公司最受益：一是，凭借技术先发优势迅速破局，并形成规模效应的初创公司。二是，积极技术跟进的传统财富管理公司。

初创公司的典型代表是 **Wealthfront** 和 **Betterment**。最初它们针对科技从业人员定向开发产品，完成原始积累。然后凭借成本优势、差异化服务、客户转介绍扩大服务范围，逐步建立品牌认知。根据 Betterment CEO Jon 向 CB Insights 透露，现在每年 30%-40% 的新用户来自老用户的转介绍。目前 Betterment 资产管理规模为 50 亿美元。除 2C 业务外，Betterment Institutional 和 Betterment For Business 还分别向中小投顾和小微企业 401k 计划开放平台。目前 Betterment 签约 RIA 已经超过 300 个。2016 年 8 月 24 日，Betterment 和 Uber 达成合作协议，为 Uber 美国境内司机提供退休投资计划，并计划于 2017 年将这项服务推广至全球。

图 17：Betterment Institutional 与传统投顾合作，实现共赢



资料来源：相关平台官网，中信证券研究部

传统公司的典型代表是先锋、嘉信和贝莱德。

- 先锋的低成本运营的基因，与机器人投顾的理念高度吻合。先锋针对自身婴儿潮（1946 到 1964 年出生）为主的存量客户，推出半自动化机器人投顾服务（Vanguard Personal Advisor Service, PAS）。将算法和人工有机结合，在降低服务门槛和管理成本的同时，有效解决了存量用户对机器人投顾的信任问题。先锋是机器人投顾业务管理规模最大的公司，根据 Tracxn2016 年 2 月披露数据，PAS 业务 2015 年底管理规模为 310 亿美元。
- 嘉信理财单独设立一个机器人投顾子平台——嘉信智能（Schwab Intelligent Portfolios, SIP）。根据现有客户需求，选择底层产品和算法模型，对客户进行定向导流，既降低获客成本，又提升了客户转化率。由于嘉信具有完备的产品线（包括自己管理的标准化产品、旗下 OneSource 平台丰富的外部产品）和海量交易，具有显著的规模经济性。嘉信完全取消咨询费、账户服务费和佣金，仅收取组合内 ETF 的运营费。在上线的前 6 周内管理账户达到 23000 个，SIP 资产管理规模 15 亿美元，其中 20% 为新增账户。根据 Tracxn2016 年 2 月披露数据，SIP 管理规模达到 53 亿美元，在短时间内赶超了初创公司。
- 贝莱德则通过收购 FutureAdvisor 进入机器人投顾领域。与其它平台不同，FutureAdvisor 主要通过用户导入的既有经纪业务、IRA 和 401(k) 账户信息（主要为 Fidelity 和 TD Ameritrade）为其综合分析多账户资产状况并提供个性化建议。2015 年 8 月被收购时，其自身资产管理规模为 6.02 亿美元（4000 多名用户），注册用户超过 32 万人，追踪资产超过 400 亿美元。目前该平台已成为贝莱德解决方案（BlackRock Solutions）的一部分，被提供给贝莱德自身机构客户（银行、独立顾问、折扣经纪商等），拓展分销渠道。收购后 FutureAdvisor 已经与 BBVA Compass、RBC Wealth Management、LPL 和 U.S. Bankcorp 四家机构签订合作协议。根据贝莱德披露，2016 年 8 月 FutureAdvisor 自身资产管理规模上升为 9.37 亿美元。

图 18：嘉信 SIP 盈利模式



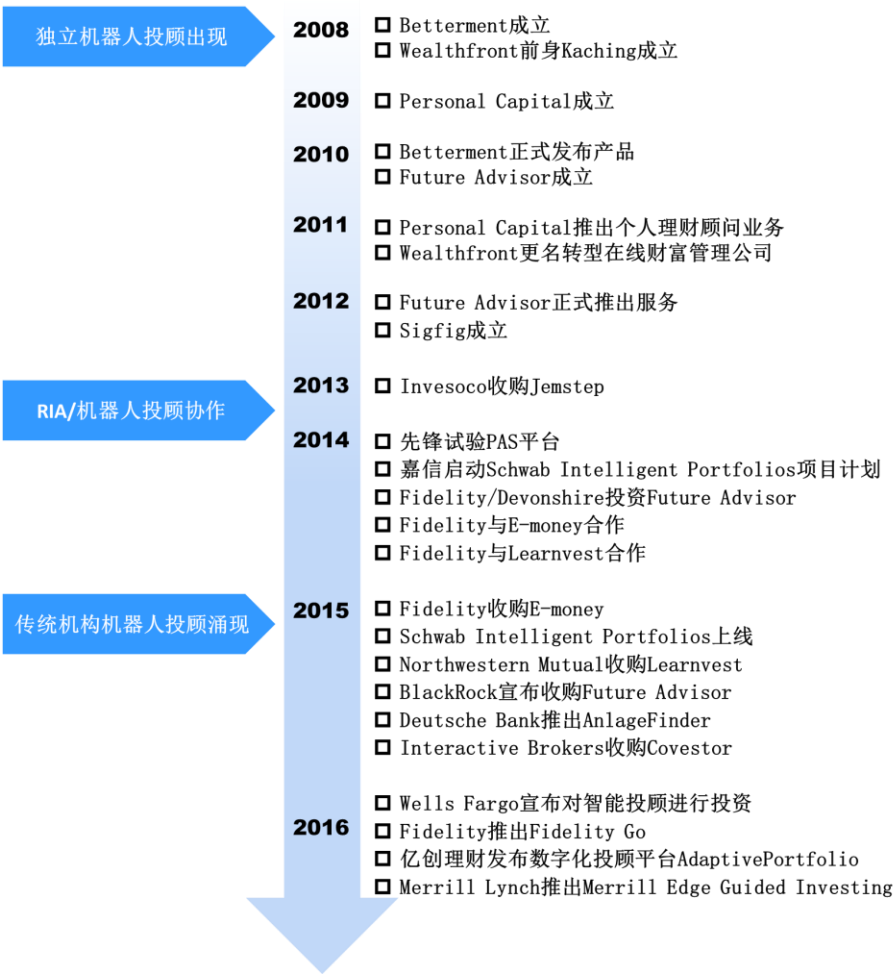
资料来源：相关平台官网，中信证券研究部

美国市场：健康发展的三个前提条件

行业发展脉络清晰，分工明确

初创企业实现从 0 到 1 的技术突破，传统企业实现从 1 到 100 的大规模复制。作为全球最成熟的市场，美国机器人投顾市场已经发展近 10 年。早期初创公司已出现优质代表性平台。传统金融机构紧随其后，并已体现出明显的后发优势。

图 19：美国机器人投顾行业发展趋势

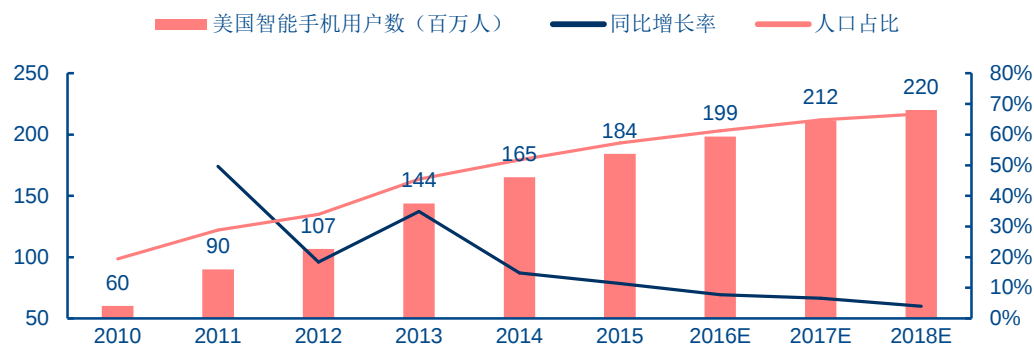


资料来源：中信证券研究部整理

市场健康发展的三前提条件

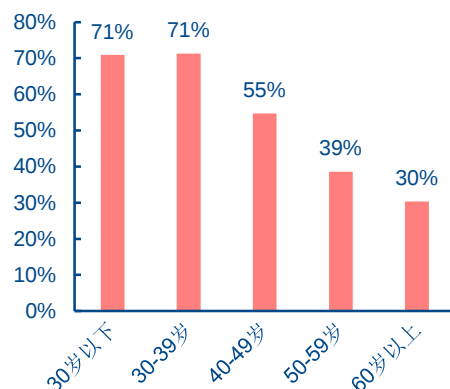
条件 1：流量红利带来的低获客成本。移动互联网带来的流量红利与财富的代际转移相叠加，为机器人投顾提供充足的客群基础。根据 eMarketer 数据，2015 年美国智能手机用户 1.84 亿，渗透率 57.3%，用户数 5 年 CAGR 为 25%。与此同时，随着“婴儿潮”一代逐渐步入老龄，财富代际转移使得理财客群人口结构、消费习惯及回报预期发生重大变化。Capgemini 和 RBC WM 的调查显示，Genration X（60 年代至 70 年代初生人）和千禧一代（80、90 后）对机器人投顾的接受度在 70%以上，他们对科技媒体的依赖进一步推动金融科技解决方案的普及。

图 20：美国智能手机用户增长及人口渗透率



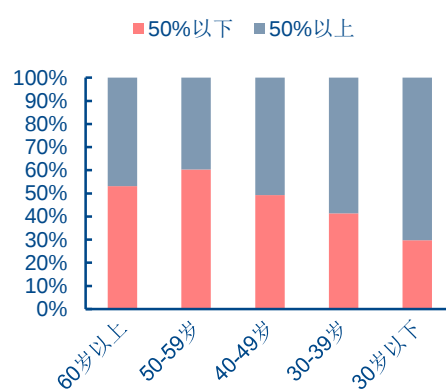
资料来源：eMarketer，中信证券研究部

图 21：投资者愿意尝试机器人投顾的比例



资料来源：Capgemini，RBC WM，中信证券研究部

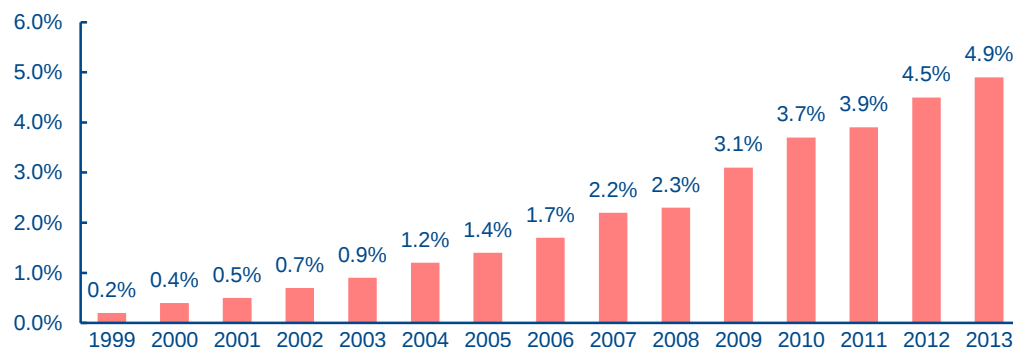
图 22：愿将 50%资产交给机器人投顾的客户比例



资料来源：Capgemini，RBC WM，中信证券研究部

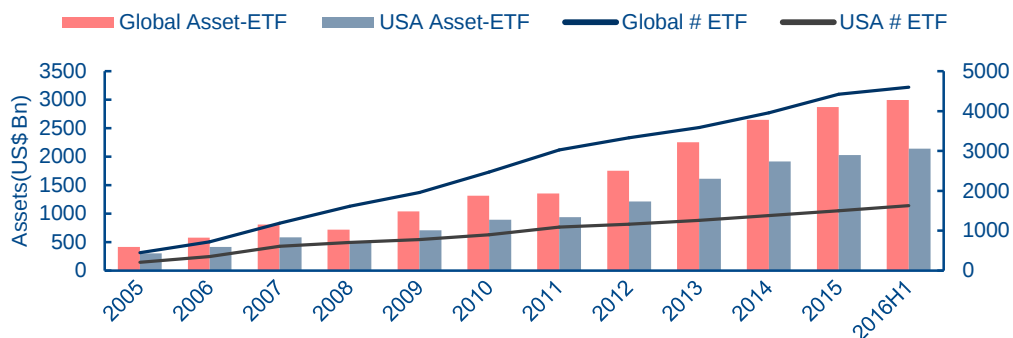
条件 2：成熟的资本市场提供的丰富的基础资产。成熟的 ETF 市场可以满足机器人投顾多元产品需求。ETF 具有追踪指数相对稳健且费率较低的特点，成为机器人投顾构建组合最主要的基础资产。过去 10 年间，全球特别是美国市场，ETF 资管规模快速增长。截至 2015 年 6 月底，全球 ETF 和 ETP 资产管理规模达到 2.971 万亿美元，首度超越全球对冲基金（2.969 亿美元）。根据美国投资公司协会(Investment Company Institute)数据，截至 2016 年 5 月底，美国 ETF 数量为 1646 只，管理资产达到 2.204 万亿美元，同比分别增加 12.35% 和 4.11%。

图 23：美国 ETF 净资产占可投资资产份额变化



资料来源：AT Kearney，中信证券研究部

图 24：全球及美国 ETF 资产规模及数量变化趋势

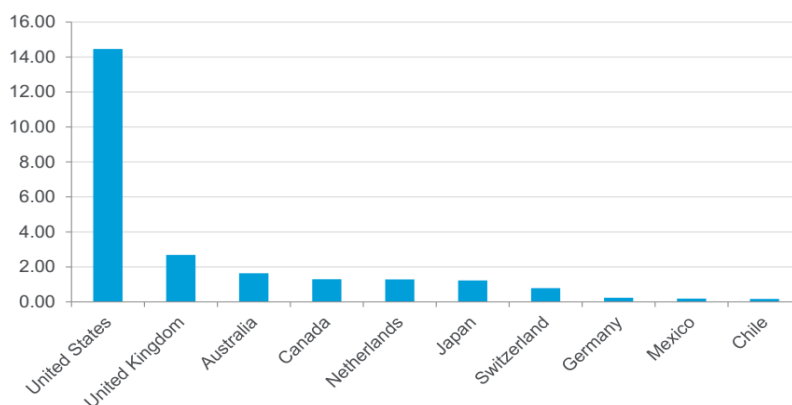


资料来源：ETFGI，中信证券研究部

条件 3：规模庞大的养老金理财需求。据 Hewitt 统计，全球私人养老金存量市场达到 26 万亿，其中美国占 55%，达到 14.3 万亿。随着人均寿命的延长，社会保险养老体系正面临严峻挑战。Citi 预测美国社保信托基金储备将于 2034 年开始规模萎缩，而美国 82% 的企业年金计划存在缺位现象。未来 10 到 30 年全球将有 5-11 万亿规模增量从社保转向私人养老金市场。随着越来越多的养老金计划从 Defined Benefit 转向 Defined Contribution，个人在养老账户管理上的主动权日益提高，养老金理财是刚需。

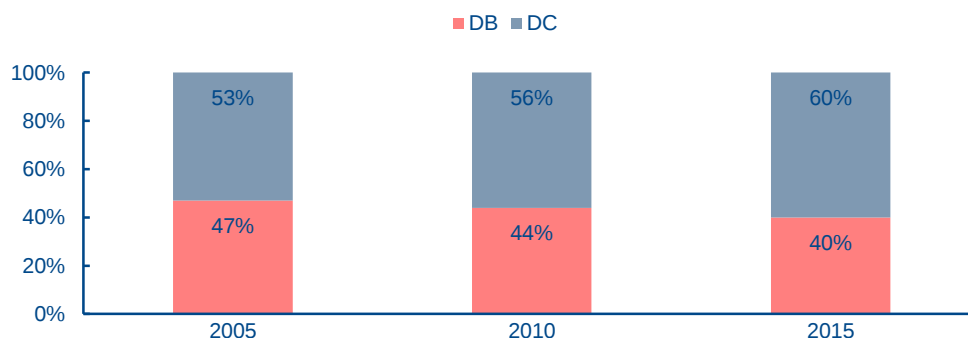
图 25：2014 年全球私人养老金前十大资产管理规模国家

The US accounts for >50% of global private pension assets, and the top-10 countries >90%



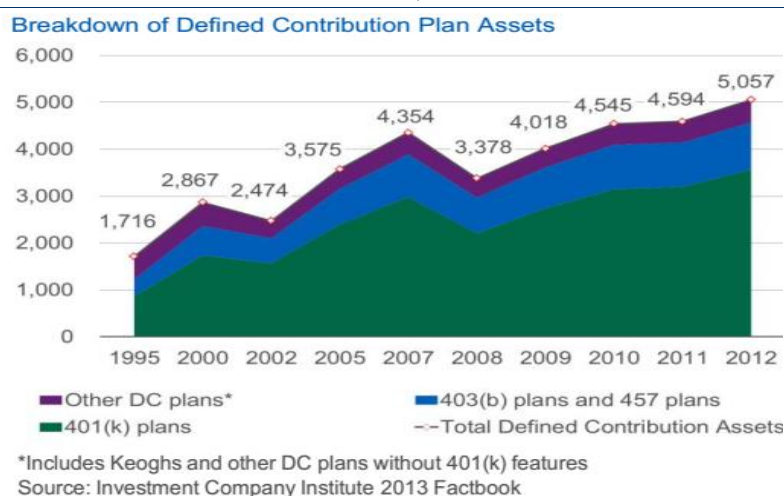
资料来源：OECD，Hewitt，Citi，中信证券研究部

图 26：美国 DC 计划逐渐超过 DB



资料来源：Wills Tower Watson，中信证券研究部

图 27：美国 DC 计划资产规模逐年升高，为个人养老金投资带来机会



资料来源：BlackRock，中信证券研究部

明确的监管规则为长远发展保驾护航

监管规则明确，行业透明度高，有利于加速技术普及和技术迭代。自 2015 年 8 月以来，FINRA、SEC、劳工部及部分州立证券监管机构相继对机器人投顾注册、使用第三方平台技术等做出明确规定，在技术管理、投资组合创建、减少利益冲突等方面均给出具体指导意见。监管细则主要着重于风险评测、算法、平台安全性的披露。行业透明度的提高，有利于加速技术普及和技术迭代。

表 5：美国关于机器人投顾具体监管细则

监管主体	具体事项	具体细则
SEC	2015 年 8 月 SEC 和 FINRA 联合发布了一份对投资者警示，提醒在使用机器人投顾时需要考虑的事项	需考虑： - 条款和具体情境； - 工具的局限性和关键的假设； - 对用户端输入资料的依赖性； - 信息安全保障问题
FINRA	2016 年 3 月出台《Report on Digital Investment Advice》	监管主要关注： - 对算法的管理和监督，相关从业者应评估算法是否与其投资分析方法一致； - 投资组合和利益冲突的监督，从业者需要面向用户使用的数字化投顾工具建立监督管理框架及流程 - 客户信息采集时需涵盖内容，需要了解客户的投资目标、客户特点及财务状况； - 使用机器人投顾前对客户和金融从业人员的教育和培训建议
马萨诸塞州证券部	2016 年 4 月发布关于该州注册平台对用户尽职调查充分性和投资决策适当性的政策； 2016 年 7 月发布监管指引，详尽规定了该州注册投顾使用第三方机器人投顾需满足要求	主要关注点： - 是否满足尽职调查要求； - 提供决策是否定制化； - 投顾决策合理性是否达标； - 是否以客户利益最大化行动 对使用三方平台的投顾： - 对其签约平台了解清晰； - 需通知用户其所接受服务决策可能直接来自三方机器人投顾平台； - 详细说明其所收取费用； - 详尽说明其服务局限性； - 明晰机器人平台可能会限制可提供产品范围； - 能够明白简洁向用户说明机器人服务内容
劳工部	2016 年 4 月发布利益冲突监管规则，机器人投顾将被视为 ERISA 规定下合格退休账户的受托人	机器人投顾需要评估其是否符合 ERISA 信托要求 这一要求可能不会对算法产生实质影响，但可能影响用户参与过程中获得的投资建议，具体的产品和补偿结构

资料来源：BlackRock，中信证券研究部

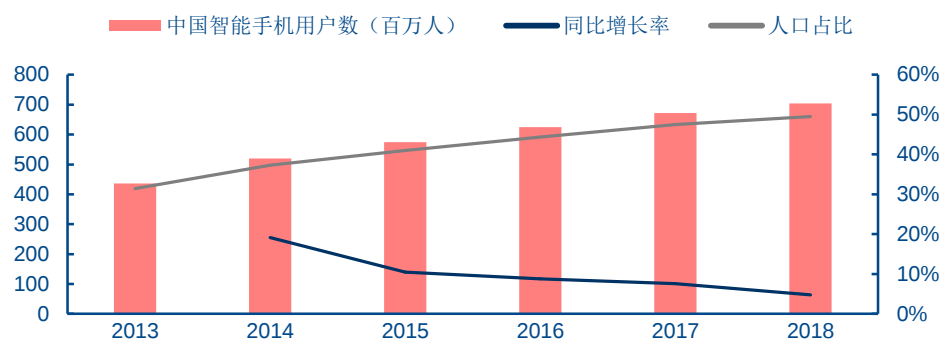
中国市场：金融垂直平台有望胜出

尚不具备美国模式的发展基础

美国机器人投顾市场健康发展的三个前提条件——流量红利、产品基础、养老理财刚需目前中国均不具备。

移动互联网流量红利逐步消失。从美国经验来看，留给初创企业的真空期约为 1-2 年，如果不能在这一阶段完成初始规模积累，与传统机构竞争将极为被动。目前中国移动互联网用户增速已经降至 10% 以下，并呈持续下降趋势。目前已经进入存量用户争夺阶段，线上获客成本迅速上升。根据第三方平台投之家数据，在金融创业领域，2013 年一家互联网金融创业公司的投资获客成本区间为 300-500 元，而 2016 年则涨为 1000-3000 元。

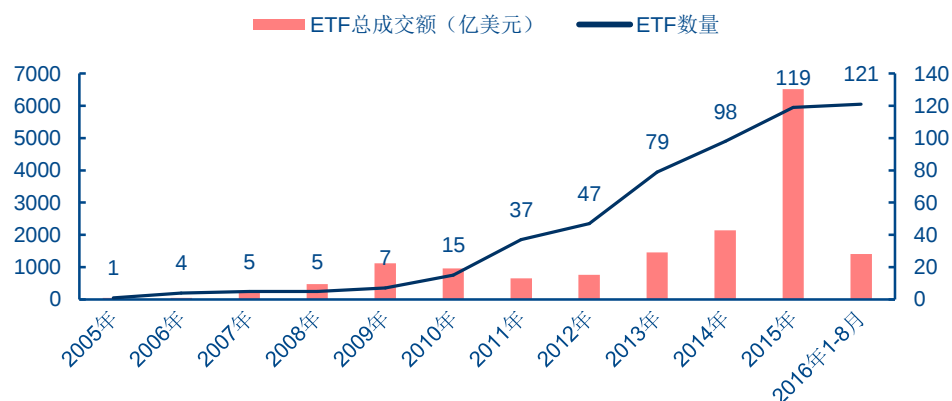
图 28：中国智能手机用户增长及人口渗透率



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

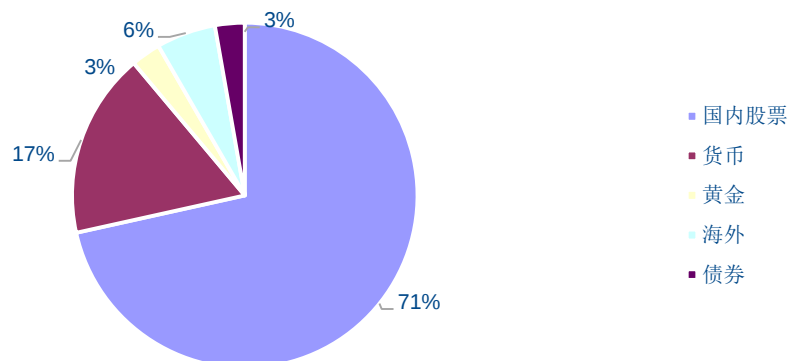
标准化产品严重不足，全球配置受限于资本管制。β 策略要求市场标准化产品数量丰富、品类齐全、工具化特征明显。只有这样，才能实现资产风险的分散。目前我国市场基金品类高度同质化，主动型产品占据主流，标准化产品严重不足，大大限制了投资组合的灵活性。由于受到外汇和资本管制的限制，无法实现海外产品的自由配置。

图 29：我国沪深交易所 ETF 数量及交易额



资料来源：Wind，中信证券研究部

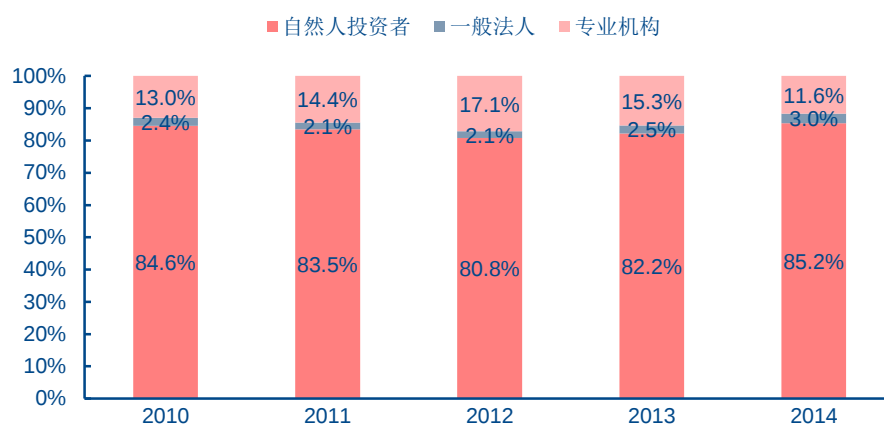
图 30：我国 ETF 品类分布



资料来源：Wind，中信证券研究部

过度依赖社保单一支柱，缺乏个人养老理财刚性需求。 社会养老保险制度本应由社保、企业年金、个人养老计划三支柱组成，但我国过度依赖社保单一支柱，其他两个支柱明显不足，因此个人缺乏养老理财刚需。另外，理财产品刚兑不仅破坏了风险定价体系，也不利于投资者对风险意识的培养，以及资产配置理念的形成。结果投资者热衷于自主投资，投机性较强，对合理匹配波动性风险，获取稳定收益的策略兴趣不大。

图 31：我国沪市 A 股投资者结构

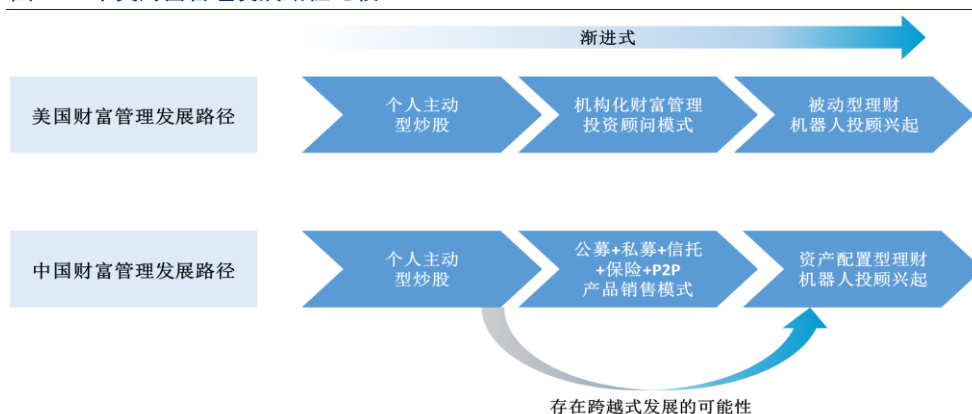


资料来源：上海证券交易所统计年鉴，中信证券研究部

意义在于打通财富管理价值链

机器人投顾在中国的价值在于：打通财富管理价值链。 目前我国财富管理行业处在产品推销的初级阶段，无论是银行、保险、证券，还是第三方理财机构，主要体现的销售属性，收费在前端。这种商业模式，不仅收入波动幅度大，而且与客户保值增值的利益诉求不一致，甚至有冲突。如何过渡到稳定合理的财富管理后端收费的商业模型是当务之急。理论上讲机器人投顾可以担此重任。尽管前面所述诸多障碍，但渐进式地摸索出一条适合中国国情的发展路径，具有可能性。因此尽管中美应用场景差异较大，仍然吸引了包括初创企业、传统互联网企业和传统金融机构争相布局。

图 32：中美财富管理发展路径比较



资料来源：中信证券研究部

表 6：当前部分布局机器人投顾的公司

机构名称 初创企业	平台名称	上线时间	配置标的	融资轮数	融资额	投资门槛	费用
弥财	弥财	2015.10	海外 ETF 美元配置	天使轮	1000 万人民币	5000 美元	账户余额 0.5%； 推广阶段 0
蓝海财富	蓝海智投	2015.10	海外 ETF 美元配置 QDII 人民币配置	Pre-A 轮	1700 万人民币	5 万美元	账户余额 0.5%
钱景	钱景私人理财	2014.08	国内公募基金	A 轮	数千万人民币	0	0
口袋财富	理财魔方	2014.12	国内公募基金	天使轮	1000 万人民币	0	推广阶段为 0
PINTEC	灵玃	2016	全球十大类资产	-	-	B2B2C 模式，提供给机构	
传统互联网公司							
京东金融	智能投顾·京东金融	2015.08	京东金融覆盖产品	-	-	0	0
百度金融	2016 年 9 月年度大会宣布未来 3-5 年机器人投顾是重要方向						
传统金融机构							
广发证券	贝塔牛	2016.05	量化 A 股 大类资产配置	-	-	1-10 万人民币 不等	0
中国平安	平安一账通	2016.01	平安旗下理财产品	-	-	0	0

资料来源：相关公司网站等公开资料，中信证券研究部

初创公司尚处摸索阶段，破局存在困难

初创公司集中成立于 2014-2015 年，尚处于早期培育阶段。根据 36Kr 统计，目前 50% 以上的公司获得天使轮融资。目前公开表示具有或即将推出机器人投顾功能的公司有 20 多家，大多数处于海外成熟产品的模仿阶段，仅初步完成全流程算法模型的搭建，能够运用数字化手段提供一定的投资咨询服务，正在逐步探索适合自身的发展方向。与国外成熟独立平台相比，存在较大差距。

图 33：数字化投顾新增创业公司

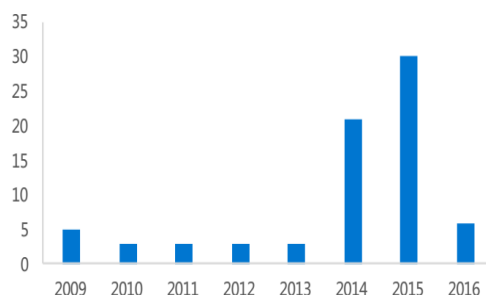
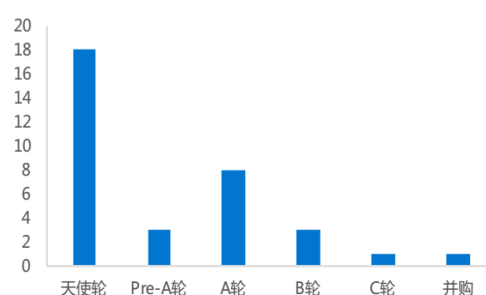
注：按 36Kr 机器人投顾是数字化投顾中的一类重要子分类
资料来源：36Kr，中信证券研究部

图 34：数字化投顾融资阶段公司数

注：按 36Kr 机器人投顾是数字化投顾中的一类重要子分类
资料来源：36Kr，中信证券研究部

牌照问题有待解决，监管细则尚未明晰。国内法规明确规定：投资顾问与资产管理分别监管。《证券、期货投资咨询管理暂行办法》规定证券投资咨询机构只能向客户提供咨询意见，下单交易必须由客户自主进行，而不能由投顾机构代为执行。这一规定使机器人投顾平台自动化投资存在法律阻碍。另外，目前监管部门尚未出台明确的针对机器人投顾的监管条例，行业尚处无章可循的摸索阶段。

表 7：当前我国机器人投顾有关监管要求

发布时间	发布主体	法律法规	主要内容	行业影响
1999 年	证监会	《证券法》 《证券投资顾问业务暂行规定》	投资顾问仅提供投资建议，不得进行全权委托管理	机器人投顾公司仅能将购买门槛低的公募基金作为资产配置的主要标的
2015 年	国家版权局与工信部	《账户管理业务规则（征求意见稿）》	取得证券投资咨询业务资格的证券投资咨询公司需取得账户管理资质，接受客户委托，才能就证券、基金、期货及相关金融产品的投资或交易做出价值分析或投资判断，代理客户执行账户投资或交易管理	账户管理资质的取得条件要求公司注册资本不低于 5000 万元人民币，这将成为机器人投顾公司竞争的重要影响因素
2016 年	江苏证监局	《证券期货经营机构与互联网企业合作开展业务自查整改的通知》	强调互联网投顾平台开展投资顾问服务需取得证监会许可	当前多数平台自身未获投资咨询牌照，部分与基金代销平台合作
2016 年	证监会	-	警示美港股等海外证券交易平台风险	境投资者通过境内互联网公司平台网站或移动端参与境外证券市场交易，没有法律保障
2016 年	证监会	-	就部分未持牌互联网平台打着“智能投顾”旗号进行基金产品销售问题作出回应	机器人投顾平台需根据业务开展具体情况申请牌照
2016 年	山西证监局	《警惕“智能投顾”非法投资咨询陷阱》	指出机器人投顾属于证券投资咨询业务，须取得经证监会“经营证券期货业务许可”	

资料来源：相关政府部门网站等公开资料，中信证券研究部

监管规定，金融机构不得将数据给予第三方使用。为保护客户隐私，创业公司大多没有用户数据，数据主要由用户自行填写，数据的真实性和有效性无从辨别。另外，历史市场数据是对投资产品的风险和收益判断的基础。由于我国资本市场年限短，证券市场历史不足 30 年，债券市场不足 40 年，期货和大宗商品市场近 10 年才取得长足发展。市场波动性大，投机性强，可供量化和数据分析的历史数据不足，建模基础薄弱。

表 8：我国证券市场波动性大，有效性不高

	平均值	中位值	最大值	最小值
沪深 300 指数 1 年收益	27.6%	1.3%	315.5%	-70.4%
沪深 300 指数 2 年收益	56.3%	3.7%	551.3%	-48.9%
沪深 300 指数 3 年收益	43.4%	18.0%	488.8%	-50.0%
沪深 300 指数 5 年收益	49.3%	8.1%	306.7%	-61.4%
S&P500 指数 1 年收益	6.7%	10.3%	68.6%	-48.8%
S&P500 指数 2 年收益	14.0%	18.0%	95.0%	-51.8%
S&P500 指数 3 年收益	19.8%	28.8%	101.7%	-46.8%
S&P500 指数 5 年收益	38.3%	18.4%	177.5%	-17.6%

注：以 2005 年 1 月至 2016 年 9 月 30 日沪深 300 及 S&P500 指数为基础计算得出
券研究部

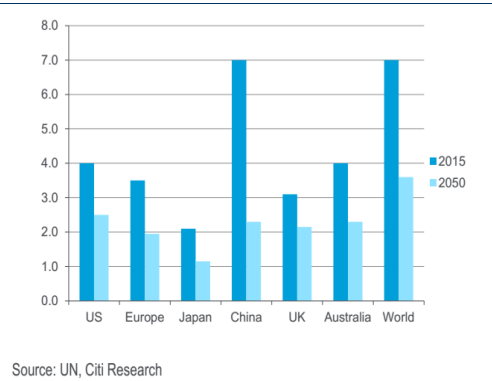
资料来源：Wind，中信证

金融垂直平台有望获得竞争优势

金融垂直平台有望获得竞争优势。我们回到美国机器人投顾健康发展的三个前提条件，只有金融垂直平台，兼具互联网和金融两大属性。其中互联网具有流量红利；金融具有产品基础。当然这个产品基础是仅限于国内的比较优势。当前我国正在逐步建立健全三支柱养老体系，坚持社会统筹和个人账户相结合的基本养老保险制度，完善个人账户制度。根据 Citi

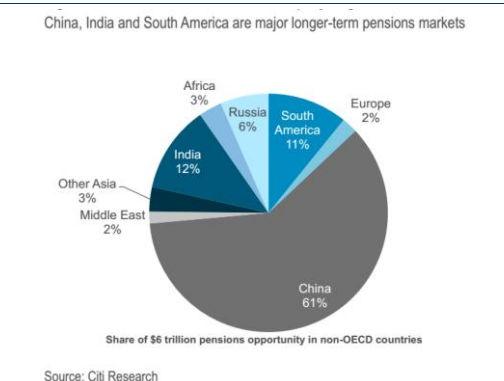
预测，我国未来 10-30 年存在至少约 3.6 万亿私人养老金理财缺口。尽管短期内尚无法培育出类似美国的显性个人养老金理财需求，但随着人口老龄化加剧，无风险收益率持续下降、货币波动风险增加，金融机构已经聚集了大量的理财需求。有希望通过客户教育，逐步过渡到长期理财需求。

图 35：我国劳动/退休人口比例下降，老龄化加剧



资料来源：UN, Citi, 中信证券研究部

图 36：非 OECD 国家私人养老金理财缺口预测



资料来源：Citi, 中信证券研究部

金融垂直平台有望建基于具有金融基因的互联网公司和**具有互联网基因的金融公司**。机器人投顾是互联网与金融的粘结剂。对于互联网公司破局的关键在于：搭建完整的产品平台、实现较高的流量转化率。对于金融公司破局的关键在于：坚定的战略转型、持续的技术投入、妥善处理客户分层和新旧业务协同。

表 9：不同机构参与竞争优劣势分析

参与竞争机构	优势	劣势
初创公司	- 探索和调整方向更加灵活多样 - 对顶尖技术人才激励机制好，通过吸引技术人才可能率先实现技术突破	- 资金端缺乏有效获客手段，用户信任培育和投资者教育需要时间和成本，获客成本大幅抬高平台运营成本 - 缺乏丰富的对接资产，仅能够接入有限产品，难以实现实质性多元化配置 - 缺乏专业人才，对于资产配置模型的开发和优化存在一定障碍 - 缺乏相关牌照，部分采取与具有基金代销资格的机构合作，无法形成有效账户闭环，大幅损害体验性
传统互联网公司	- 技术储备具有优势，新技术应用和扩散速度快 - 拥有丰富流量储备，具备一定客户信任基础，存在投资者教育和市场培育的基础	- 金融专业人才缺乏，对于核心金融模型的开发和优化存在一定障碍 - 缺乏充足的对接资产，核心关键在于搭建足够深厚的产品平台 - 部分缺乏相关牌照，需要通过新设、并购和合作实现账户闭环
传统金融机构	- 品牌效应高，拥有充足的存量客户，经过多年培养，客户信任程度高，转化较为容易 - 具有先天投资者教育的机会和义务 - 积累了丰富的产品资源，为业务开拓奠定基础	- 中后台技术长期外包，需要持续投入支持技术的开发与 IT 系统的内化升级，核心在于 IT 部门的重新定位 - 妥善处理费用侵蚀效应带来的品牌替换，以及后续带来的缩减开支等一应变化 - 合理应对传统业务和数字化服务的协同关系，完成账户的分层服务和相应的定价体系

资料来源：中信证券研究部

关注积极拥抱变化的传统金融公司

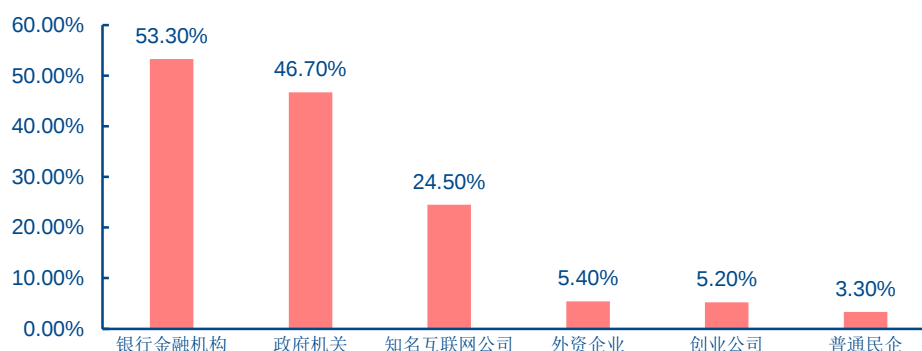
投资机会分析：挖掘具有估值底线的可能性。我们认为具有金融基因的互联网公司和具有互联网基因的金融公司最有可能在未来我国特色的创新试验中占据主动，应当关注二类公司中具有优质用户基础和成熟产品平台的标的。考虑到机器人投顾业务将面临较长的市场培育期和业绩变现等待期，建议更多关注相关标的中已有确定研发投入和产品落地、具有估值底线的品种。

金融公司的品牌优势、客户资源和产品基础不可替代。金融机构经营的是信用，金融业务是建立在信用基础上的特殊的中介业务。由于政府为金融机构信用背书由来已久，尽管有存款保险制度和保险保障基金的存在，但在客户心中已经打上了对金融机构信赖的烙印。根据瑞信全球财富管理报告，截至 2015 年末，中国财富管理规模 22.82 万亿美元，其中 52% 为金融资产。这 52% 的金融资产的绝大部分都存储或托管在金融公司。

金融垂直平台说到底还是金融。金融业务市场准入严格，沉淀成本和信息成本巨大，并且具有天然的规模经济属性。互联网解决的是获客渠道和服务方式的问题，其提供的内容依然是金融服务，依然需要接受金融监管，需要遵循金融的规律来办事。

金融公司估值中尚未体现互联网元素。除互联网金融概念股之外的金融公司，估值中均未体现互联网元素。其中一个原因是，互联网业务在主业中占比不高。但其发展潜力值得关注。由于这类公司估值有底线，在弱市中具有进可攻退可守的优势。

图 37：金融机构排在公众提供个人信息意愿榜首



资料来源：企鹅智酷，中信证券研究部

代表案例：广发证券“贝塔牛”和中国平安“平安一账通”

广发证券贝塔牛

贝塔牛内嵌于广发证券移动理财平台——易淘金内，于 2016 年 6 月 15 日正式上线。6 月 20 日迭代上线“一键下单”和广发证券自主研发的“股票策略”。平台包括“i 股票”和“i 配置”两大板块，其中“i 股票”为客户提供量化投资策略，“i 配置”提供资产配置服务。根据公司中期业绩会披露，“贝塔牛”用户数 5 万户，交易客户约 4 万户，短期内尚无法对业绩有所贡献。

图 38：“i 股票”推荐组合界面



资料来源：易淘金，中信证券研究部

图 39：“i 配置”推荐组合界面



资料来源：易淘金，中信证券研究部

“i 股票”提供量化投资策略，通过跟单培养用户理性思维。作为传统券商，广发证券客户偏向交易型。“i 股票”通过量化投资建议，培养客户理性思维，实现投资者教育。目前“i 股票”主要提供 4 种策略。根据算法计算全市场股票的数据，根据用户可投资金额和风险偏好，推荐数只上涨概率最大的股票构建股票池，可实现一键跟单买入。每天根据监测结果在盘前推送策略。持续的个性化投资建议的推送有助于增加现有交易客户粘性，保持用户换手率和活跃度，对经纪业务“拉新促活”有所贡献。

表 10：“i 股票”四种量化策略

策略	策略特点	起投门槛
短线智能	擅长波段操作，智能调仓换股，追求进取收益	1 万
综合轮动	擅长风险控制，综合多指标全方位选股，追求收益与风险平衡	10 万
价值精选	擅长蓝筹精选，识别各行业具有相对估值优势个股，追求稳健收益	10 万
灵活反转	擅长布局抄底，筛选市值较低且具有相对超跌特征的个股，追求大幅反弹	10 万

资料来源：易淘金，中信证券研究部

表 11：四种量化策略收益率

策略	1 个月	3 个月	6 个月	1 年
短线智能	-0.94%	1.86%	9.24%	26.12%
综合轮动	-2.23%	3.11%	6.79%	37.14%
价值精选	-2.24%	-2.30%	-1.33%	16.94%
灵活反转	-2.79%	-1.03%	0.93%	40.42%
中证 800	-2.63%	1.46%	0.63%	-1.13%

注：计算时点为 2016 年 9 月 30 日

资料来源：易淘金，中信证券研究部

“i 配置”提供资产配置服务，为后续产品积累数据并培育市场。“i 配置”基于 Black Litterman 模型，通过市场历史数据以及广发研究团队的观点，为用户提供定制的产品组合。目前投资品类包括权益、固收、商品、现金及其它五大类。其中，权益和固收又细分为国内和海外两类产品；其它包括对冲基金和另类资产。平台提供 15 个投资组合，根据客户风险偏好和投资期限进行匹配。“i 配置”主要用于积累用户数据，并引导客户向资产配置方向转化。

图 40：“i 股票”组合详情界面



资料来源: 易淘金, 中信证券研究部

图 41：“i 配置”组合详情界面



资料来源: 易淘金, 中信证券研究部

表 12：“i 配置”主要产品组合要素

客户特征	具体分类
投资偏好	保守、谨慎、稳健、积极、进取
投资年限	6 个月、1 年、3 年
投资门槛	5 万

资料来源: 易淘金, 中信证券研究部

平安一账通

平安集团旗下创新式综合金融理财平台。平安一账通，即以用户为单位，通过一个账户管理所有平安账户和搭挂的多个其他机构的网上账户的平台。目前能获取数据来源的账户品种超过 100 个，成为机器人投顾业务所需数据的重要支撑。2016 年 1 月平安在其新版一账通中的保险和投资子页面下，分别内嵌了初级的机器人投顾产品。通过用户的个人信息及搭挂平台的数据积累，为用户分别推荐保险组合和投资组合。

图 42：投资子页面下机器人投顾推荐组合



资料来源：平台 APP，中信证券研究部

图 43：保险子页面下机器人投顾推荐组合



资料来源：平台 APP，中信证券研究部

夯实产品线成为当前发力点。平安一账通依托平安集团全牌照优势，正在大量引入新的资产品类，夯实平台底层产品基础。以投资项下机器人投顾为例，目前主要服务流程包括客户档案建立、相应产品推荐及组合未来收益预测、相应产品购买入口三项主要流程。目前平台资产池内主要产品包括现金类、固收类、债券类、权益类 4 个类别，对应投资于货币基金、银行理财产品、债券及权益基金。目前平台主要着力点在于丰富产品线，未来将引入保险、黄金等更多投资品类。

用户“基民”比例高，教育成本相对较低。平安一账通有效用户多由“基民”转化而来，具有风险意识，对资产配置接受度高，教育成本较低。根据易观千帆披露数据，目前平台移动端月活人数在 150 万到 200 万左右，约 20%~30% 的用户在选择产品时会参考平台给出的推荐组合。保守计算机器人投顾业务当前潜在客户数约为 31.9 万人。但目前由于牌照限制，还无法实现一键下单和自动交易。

图 44：平台用户风险偏好相对较低



资料来源：平台 APP，中信证券研究部

图 45：当前没有形成账户闭环



资料来源：平台 APP，中信证券研究部

如与陆金所平台成功对接，未来将占据更多主动性。同属平安集团的陆金所是当前最好的互联网理财平台，多层次产品平台已经基本搭建完毕。2015 年线上理财市场规模约 10000 亿，而陆金所资产管理规模达到 2400 亿，今年 4 月达到 2900 亿，市场份额约 25%-30%。根据易观千帆数据监测，平台移动端月活跃用户 350 万-450 万，公司预估潜在市场约 1 亿人。机器人投顾所需用户基础和产品平台均具有较大优势。陆金所人均投资额约 7 万/人，是机器人投顾服务的典型目标群体。如果“平安一账通”的技术能够成功对接至陆金所平台，将在未来的市场竞争中占据更有利的位置。

表 13：一账通及陆金所移动端月活跃用户数

月份	一账通 APP 月活跃用户数（万）	陆金所 APP 月活跃用户数（万）
2016 年 1 月	174.35	387.05
2016 年 2 月	166.58	387.81
2016 年 3 月	202.45	449.19
2016 年 4 月	212.43	463.77
2016 年 5 月	252.67	372.93
2016 年 6 月	265.04	380.18
2016 年 7 月	209.68	355.49
2016 年 8 月	152.50	352.70

资料来源：易观千帆，中信证券研究部

具打通平安集团价值链的基础，建议关注新版本改进方向。平安作为综合性金融集团，有能力实现对用户财富管理需求的全覆盖。未来一账通或更加关注用户身份特征，基于用户生活和家庭内部需求等多个维度进行资产配置。目前平台发展方向依据集团整体战略进行动态调整，能否打通平安集团价值链还有待观察，建议关注新版本改进方向。

风险因素

1. 技术发展低于预期；
2. 机器人投顾相关政策趋严限制行业发展；
3. 相关传统金融机构研发投入和转型速度低于预期。

附录：海外主要机器人投顾平台介绍

Wealthfront：用户信息收集和税务筹划是功能亮点

以低净值客户为目标，行业第一批受益者。Wealthfront 前身为财富管理公司 Kaching，2011 年正式涉足机器人投顾业务。平台凭借低成本优势，主要服务于中低净值的客户，成为行业爆发期的第一批受益者。根据 Wealthfront 自身披露，其平均 ETF 运营费率为 0.12%，此外对 1 万美元以上资产加收 0.25% 的资产管理费。2013 年公司管理资产规模开始迅速增长，2014 年资产管理规模年中突破 10 亿美元；截止 2015 年底，其管理规模达到 29 亿美元；根据 AdvisoryHQ9 月最新披露数据，目前平台资产管理规模超过 40.2 亿美元。

简洁定制化问卷清单是亮点。相比于很多平台使用标准 25 题问卷建立客户信息档案，Wealthfront 问卷仅涉及 7 道问题，内容涵盖了寻求服务目的、用户个人和家庭信息、投资额及风险偏好等多种信息。Wealthfront 雇佣大量经济学家、数学家、数据分析师甚至作家从事多元化研究，得以结合用户信息和行为经济性研究成功提供定制化服务。

提供特色税务筹划功能是重要的增值项。Wealthfront 是唯一一家同时提供每日税收损失收割和税收优化直接指数两项税收筹划功能的平台。根据平台自身测算，两项功能将最多为投资者提供 2.03% 的额外年收益。

- **税收每日损失收割 (Tax-Loss Harvesting)：**用确认的损失来抵消所获得的收益从而达到节税的目的，同时挑选与卖出 ETF 高度相关的资产（组合）作为替代，不仅基本维持了满足投资者的风险-收益水平，也可对节约的税收收益进行再投资。Wealthfront 对所有节税账户均提供本项服务。
- **税收优化直接指数化 (Tax-Optimized Direct Indexing)：**通过直接买进最多 S&P500 和 S&P1500 中 1001 只股票，将 ETF 用个股组合代替。可卖出单只股票实现个股层面税收损失收割，并且用户不需要承担额外佣金，同时平台也省去对应 ETF 的运营费用。Wealthfront 目前为投资规模在 10 万美元以上的用户免费提供这一服务。

Betterment：行业独角兽，致力于新业务开拓

通过 0 门槛扩大覆盖客群，行业最大第三方平台。Betterment 成立于 2008 年，相较 Wealthfront，平台最大的特点是其 0 投资门槛。管理费用采用梯度设置，资产余额 1 万美元以下收取 0.35%，1-10 万 0.25%，10 万以上 0.15%。平台主要提供退休定制理财服务，根据平台统计，目前注册用户超过 175000 名，资产管理规模超过 50 亿美元。

允许同步外部账户信息，目标式综合财务管家。Betterment 允许用户将所有外部账户同步至 Betterment，平台综合审视用户财务状况后给予资产配置建议。此外，Betterment 基于投资目标、金额和期限提供多账户定制化建议，而非仅考虑风险偏好。

表 14：Betterment 三类账户配置策略

账户类型	主要目的	策略类型	平台配置标准建议
退休目标	税收优惠的 IRA 或其他退休金账户	主要权衡成长性和稳定性，并综合考虑退休年限的延迟，相对积极	20 岁-45 岁股票配置建议 90%；80 岁以上股票配置建议 35%；退休年龄假设为 65%
财富增值	无明确目标，仅仅希望进行财富增值	策略更积极，仅与年龄挂钩	20 岁-65 岁股票配置建议 90%；65 岁以上股票配置建议 55%；
常规目标	储蓄购车房、结婚大额支出	主要以储蓄为主	距离目标 20 年，股票配置建议 90%；至目标达成至 5 年内，股票占比自 35% 逐步降低

资料来源：相关平台官网，中信证券研究部

优化功能细节，确保用户体验。Betterment 以投资体验著称，在多项标准化服务中注重优化细节。平台提供每日账户再平衡功能（频率最高）以及特色 ETF 部分购买服务，用户在 Betterment 上可以购买非整数份 ETF，保证资金利用最大化。此外，Betterment 还配备 SmartDeposit 服务，用户设置每月自动投资金额上限和银行账户金额上限，当关联银行账户金额达到所设上限时，SmartDeposit 自动将超出部分转入投资账户保证银行账户中不积压不必要的现金。

独创税务筹划功能实现多账户综合税务筹划。Betterment 提供目前所有平台内最强大的税务筹划服务。平台独有 Tax Loss Harvesting+税务筹划服务在过去 13 年中平均每年为投资者提高 0.77% 的收益。同时，2016 年 9 月平台上线 Tax-Coordinated Portfolio 功能，能够为用户不同纳税政策的账户提供整体税务筹划，平均每年提高收益 0.48%。

开发 Betterment Institutional 和 Betterment For Business，涉足小微机构客户业务，拓宽获客渠道，增加平台潜在客户。

- 2015 年 1 月正式上线的 Betterment Institutional 允许传统投顾使用 Betterment 平台现有一系列功能辅助服务现有用户并挖掘新增客户，使投顾能够更专注于与客户的关系。客户使用 Betterment 平台向平台付费，之后根据双方商定进行利润分成，通过合作的方式完成存量和增量可获的沉淀。

- **Betterment For Business** 则是针对小微企业的创新 401(k)账户计划，通过为小微企业提供智能化的投顾方案，为计划发起人、员工和投顾提供服务，从而收取佣金。**Betterment** 利用其低成本和较为成熟的服务体系，吸引传统投顾在平台分享自身客户资源，为平台积累数据和进一步获客带来极大便利。

FutureAdvisor：主攻存量用户，成为贝莱德服务的一环

迎合已有账户或多渠道投资用户，提供多选项资产财务规划。FutureAdvisor 主要面向已有账户或者偏好多渠道理财的用户。用户注册后既可以选择使用该平台进行投资，也可以选择使用已经开设的理财账户。FutureAdvisor 自成立即与 Fidelity 和 TD Ameritrade 合作，开设二者账户的用户可将信息导入获取投资意见，但实际资产仍托管于传统金融机构。在该平台投资账户服务费率为每年 0.5%，前三个月免费，投资门槛 10000 美元；既有资产投资建议不向 C 端收费。

组建专业投资团队，致力于长期收益。FutureAdvisor 筹建了专业的投资团队，基于 MPT 理论、Black Litterman 模型和 Fama-French 三因子模型构建投资模型，并将人工和算法有机结合，以帮助平台为客户获得长期收益。根据平台披露，截至 2016 年 7 月份，平台 30 多岁的用户的累计收益率为 23.2%。

融入贝莱德解决方案，拓展 B2B2C 业务。由于 FutureAdvisor 与存量业务的无缝衔接，2015 年 8 月被贝莱德收购，并被提供给贝莱德的机构用户。虽然目前 FutureAdvisor 仍然保持初创公司的独立性，以保证机制的灵活，但已被纳入贝莱德解决方案，逐步成为贝莱德全套服务中的一环。

Charles Schwab Intelligent Portfolios：平台为王

降维拓展业务，依托平台优势。SIP 业务是嘉信业务板块的一次拓展，使其投顾服务人群下限降至 5000 美元。相对于初创公司来看，嘉信提供的投资组合相对简单，但依托其完善的账户闭环服务，SIP 业务规模迅速增加，截至 2016 年 6 月底平台资产管理规模已经达到 82 亿美元。

多业务协同，规模经济性获得低成本。与初创企业不同，SIP 并不收取平台管理费，但其子公司通过账户沉淀的现金和用户购买的 ETF 等多个环节获得利润。依靠庞大的客户资源和产品线，SIP 依靠规模经济性进一步压低 C 端费率，获得竞争优势。

辅助公司传统业务，培育潜在客户。同 Betterment 相同，嘉信在开发面向个人用户的智能平台后，2015 年 6 月推出了针对专业投顾的 Institutional Intelligent Portfolios 业务。但与 Betterment 致力于提供第三方服务软件开辟新的收入渠道不同，嘉信该项业务主要用于辅助公司现有的机构业务（Schwab Advisor Services），使其可以参与小额低门槛的竞争，同时也为自身公司培育新兴客户作为公司潜在目标客户。其收费标准取决于咨询顾问当前在公司托管业务规模，高于 1 亿美元可免费享受该项服务，1 亿美元以下则需缴纳 10bp 的费用。

Vanguard Personal Advisor：先天基因和品牌优势

O2O 个人投顾平台，线上线下良性互动。为取信于自身大量婴儿潮时期用户，Vanguard 采用人工与算法混合服务方式，核心步骤的客户需求挖掘、投资组合构建和之后的客户关系维护，都有拥有 CFP 牌照的专业投资顾问参与。投资额 50 万美元以上客户拥有一对一的理财顾问；50 万以下的客户则通过免费电话团队来服务，成功将人工与机器有效结合。截至 2016 年 6 月底，PAS 业务管理规模已经达到 410 亿。

充分发挥自身品牌和平台效应，扩大核心优势。Vanguard 一直是低费率基金公司的代表，在财富管理业界拥有极高的品牌认知度。Vanguard 是仅次于 BlackRock 的第二大资产管

理公司，2015 年底资产管理规模达到 3.4 万亿。根据 Lipper（Thomson Reuters）的统计，2015 年美国共同基金的行业平均费率为 1.01%，而 Vanguard 的费率仅为 0.18%。

品牌效应、客群规模和产品规模为其提供了初创公司难以企及的规模经济性优势。Vanguard Personal 的费率为 0.3%，投资门槛为\$50,000。这给初创公司造成巨大压力，以\$150,000 投资额计算，Vanguard 费率仅为 Personal Capital 的 34%，而仅需比 Wealthfront 每月多缴付 6.25 美元，比 Betterment 每月多缴付 18.75 美元即可享受持牌 CFP 的专业服务。

表 15: Vanguard 与主流初创公司机器人投顾平台费用比较

	Vanguard	Personal Capital	Wealthfront	Betterment
%150,000 对应费率	0.30%	0.89%	0.25%	0.15%
每年费用	\$450.00	\$1,335.00	\$375.00	\$225.00
每月其它平台 与 Vanguard 的费用差	-	\$73.75	\$-6.25	\$-18.75

资料来源：相关平台官网，中信证券研究部