



王剑：我们离真正的财富管理还有多远？



意见领袖 | 王剑

1

自营是一门生意吗？

众所周知，券商有自营投资业务，将自有资金投资于股票或债券。而当股市或债市迎来牛市时，自营投资获利巨大，券商的业绩也就会很好。但是，此时，我们会发现一个现象，券商的估值水平反而会回落。因为，券商的市值不会随着自营投资收益的增长而同步增长，于是估值回落。

这背后的道理其实也很简单：自营投资收益一定程度上靠天吃饭，行情好的时候大赚一笔，行情不好的时候赚不到钱，甚至有时还会亏钱。这样的“生意”——甚至称不上是一种生意，投资者是不会给估值的。所以，收益大增时，券商股票的市值不会同比例大增。于是，估值（比如用 PE 表示）就会回落。

这就是我们股票定价上的一个基本原理：投资者是为上市公司的可持续的、收益相对稳定的生意估值。对于不可持续的收益，赚一笔当然不是坏事，但很难给予高估值。自营投资，在过去就不是一门“生意”，因此，在估值上不会给予过多考虑。

因此，要想获得投资者的青睐（体现为获得他们给予的估值，估值是用真金白银投票的结果），我们致力于寻找那种能够创造稳定回报、护城河强的生意。

财富管理是不是这样生意呢？或许是的，但那指的是真正意义的财富管理。而如果是财富管理的初级阶段，即以代销为主的初级阶段，代销的收入反倒更像是自营，加剧波动。



2

财富管理与资产管理

财富管理与资产管理的区别，老生常谈很久了，但有很多场合依然会被混淆。

资产管理，是接受客户的委托，客户交过来一笔资产，代他管理这笔资产，管理资产取得的收益或损失，都归客户所有。管理人按约定收取一笔管理费。因此，资产管理“出售”的是管理人管理这笔资产的专业才能。

虽然资产管理也是服务业，也是为客户服务的，但是，管理人的主要工作对象是资产。也就是说，他的职责，是按照和客户的约定，管理好这笔资产。

证券投资基金业是典型的资产管理业。基民买了基金，把资金交给基金管理人，基金管理人按约定将这笔钱用于证券投资，投资的收益和风险归客户所有，管理人自己按约定收取管理费。管理人服务的对象是客户，但日常工作内容主要是从事资产的投资。

财富管理业就很不一样。严格地讲，财富管理业是管理人为客户量身定做财富管理方案，可能的内容包括：资产配置方案、养老方案、家族传承方案、融资或买保险的方案等，实际操作中还会涉及非金融服务，比如法律服务、商务服务甚至一些生活服务（就学、就医、出行等）。简言之，财富管理是为客户量身定做的、与财富相关的一系列个性化配置方案。

比如，管理人通过分析一位客户的情况，给出一个资产配置方案，其中包括购买一定金额的某只基金。因此，财富管理业的服务对象、工作对象都是客户，其最终产品是财富配置方案。至于这个方案中包括的基金，则是资产管理业的产品。

这样看，财富管理更像是资产管理的买方，或下游。

上次有位专家的比喻非常贴切：就像看病，财富管理业是医生看病开药方，资产管理业是制药。

所以，代销是财富管理中的一个环节，甚至是占比较小的一环节。当给客户完成制定财富配置方案后，如果涉及到基金的配置，那么机构通过基金代销业务就直接能将基金卖给客户。如果客户想去别的渠道买（比如别的渠道费率更低），也无妨。但是这样的情况其实较少，因为，对于很多高净值客户来说，也不在意那一点点代销费（他们的时间成本更高），他们觉得“一站式”服务搞定一切，是最为方便的。

当然，国内真正做到这一水平的财富管理业务，还不算多。大部分金融机构可能仍然重在金融产品代销。他们也不可能为客户提供财富配置方案设计的工作，只是资本市场火了，愿意买基金的客户多了，于是基金热销，大家赚一笔代销费。

这就是为什么，我们金融机构的代销收入出现类似自营业务的波动：市场好时大赚一笔，市场不好时不赚，甚至有时还得亏钱（代销产品产生亏损时，客户投诉）。

这就回到了本文开头的提问：这种大波动的业务，应该给高估值吗？如果参考自营投资，这当然是一种不能享受高估值的业务。毕竟，代销和

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_45853

