

# 全球最大公募 Vanguard 为何或将全面退出中国？

入华 9 年后，全球最大公募基金公司 Vanguard 为何全面调整在华策略。

全球最大公募基金公司 Vanguard (先锋领航)，在进入中国市场九年后，或将全面退出。

据从多个信源处获悉，Vanguard 计划关闭位于上海的独资实体——先锋领航投资管理（上海）有限公司（下称“先锋领航上海”），亦计划从与蚂蚁集团合作的投资顾问公司——先锋领航投顾（上海）投资咨询有限公司（下称“先锋领航投顾”）中退出。

Vanguard、蚂蚁集团及先锋领航投顾，并未直接否认 Vanguard 拟退出的消息，但均表示“不对市场传闻或谣言做回应。”蚂蚁方面还称，“目前先锋领航投顾公司及‘帮你投’产品运行一切正常”。

Vanguard 于 1975 年在美国成立，经过近 50 年的发展，已成为全球最大的公募基金管理公司；截至 2022 年 12 月 31 日，Vanguard 的资管规模达到 7.2 万亿美元（其中 5.7 万亿美元为指数产品，占

79%；1.5 万亿美元为主动产品，占 21%），在全球拥有超过 3000 万名投资者。

Vanguard 此前一度谋求在中国申请公募基金牌照，并为此招兵买马，但在 2021 年 3 月突然决定暂停申请，并裁掉其上海办公室一半的员工。

值得一提的是，近期中国证监会密集核准设立和批复了多家外商独资公募基金公司和证券公司，数量和节奏远超近年。而 Vanguard 为何在此时一再逆势而退？没有了 Vanguard 光环，“服务超 300 万用户、签约资产超 200 亿元”的“帮你投”又将何去何从？还有哪家美国资管巨头近期亦取消了中国公募牌照的申请....

## I. 入华九年后调整战略

Vanguard 于 2014 年在北京设立代表处，2017 年在上海自贸区设立外商独资企业 (WFOE)——先锋领航上海。2019 年 6 月，先锋领航上海 (持股 49%) 与蚂蚁集团旗下蚂蚁(杭州)基金销售有限公司 (持股 51%) 合资成立先锋领航投顾；同年 12 月，蚂蚁基金销售获中国证监会批复成为首批投顾试点参与机构之一。

2020 年 4 月，先锋领航投顾在支付宝 APP 上线了“帮你投”，最初

门槛设定为 800 元(后降至 100 元), 为客户提供基金产品挑选、基金申购、赎回、配置、调仓等全委托资产管理服务。官方介绍称, “帮你投”的投研团队由 Vanguard 集团负责中国区业务的投资专家组建, 并与全球投研团队合作, 基于 Vanguard 独家专利的“全球资本市场模型”(Vanguard Capital Markets Model) 中各类资产收益和数据变量进行系统分析, 计算出最适合投资者风险偏好的投资组合。

在外界看来, 投顾牌照来之不易, 而 Vanguard 方面对此却似乎并不珍惜, 颇令人意外。其实, 作为合资公司, 先锋领航投顾本身并没有投顾牌照, 牌照在大股东蚂蚁基金销售手中, 先锋领航上海只是与蚂蚁共同使用。据悉, Vanguard 高层为此非常不满, 认为中国团队办事不力。不过按照监管层对于投顾业务开展的谨慎态度、投顾牌照初期试点的特征与稀缺性, 外资不太可能直接拿到牌照。而蚂蚁方面率先获得这一牌照也引发业界讨论, Vanguard 万面对此业务的专业附加值被认为是重要因素。

“帮你投”服务费按总资产每日计算, 策略不同费率不同, 范围在年化 0.25%-0.5%之间。在用户持有期, 服务费按季度或在投资组合转出时收取投顾服务费。知情人士表示, “帮你投”运行三年来, 投入大量技术和资金, 但始终处于亏损状态。2021 年 7 月, 先锋领航投顾的注册资本从 5000 万元增加到 1.5 亿元。

“用了 Vanguard 的牌子，还用了他们的投资理念和技术，非但不能得到什么实质性的回报，还要继续砸钱，Vanguard 肯定不甘心就这样给蚂蚁‘做嫁衣’。”前述知情人士表示，Vanguard 是一家非常讲求成本效益的公司，不管在全球哪个市场，不赚钱的业务就会压缩甚至关停，“其实在决定不申请中国公募基金牌照后，Vanguard 继续参与帮你投就已经没有什么意义了，因为产品端没有任何自己布局的机会。”

公募基金是先锋领航的主业，也一直被确定为其在华长期发展战略的重要部分。在证监会全面放开基金公司、证券公司外资持股比例后，先锋领航上海在 2020 年下半年正式筹备牌照申请工作，聘请了大成基金前总经理罗登攀挂帅，并聘用了大批员工。

但在 2021 年 3 月，Vanguard 暂缓在中国申请基金管理公司牌照的消息不径而走，并裁掉其上海办事处一半的人员。Vanguard 当时对外回应称，暂缓公募牌照申请是“鉴于（中国）公募基金市场规模庞大，而直销基金的市场较小”，“Vanguard 相信其现阶段通过合资投顾服务，能为投资者带来更多价值”，计划将其中国的资源集中于发展与蚂蚁集团合作的“帮你投”投顾服务。

不过，经过三年的运营，“帮你投”的发展与 Vanguard 所期待的有所不同。“帮你投”方面拒绝提供最新的客户数量和资管规模情况，

不过其前 CEO 曾公开披露过一组数据: 截至 2021 年底“帮你投”累计服务用户超 300 万, 签约资产规模突破 200 亿元; Vanguard 亚洲区总裁 Scott Conking 在 2022 年 1 月的一次公开演讲中则称, 合资公司“已服务超 100 万投资者”。

“存量客户和在管规模还非常有限, 把起投门槛从 800 元降到 100 元后也没有什么效果, 还没上规模, 所以对外公布的是‘累计’和‘签约’。”一位投顾行业的人士称, “从商业模式看, ‘帮你投’目前整体上只有‘投’, 没有‘顾’。而‘投’只是工具, ‘顾’才是核心。”

如果 Vanguard 确定退出, 合资投顾公司还能否继续使用“先锋领航”的旗号? 当初因看重 Vanguard 品牌而参与“帮你投”的投资者, 蚂蚁方面将如何善后? Vanguard 和“帮你投”方面都没有回答有关提问。

## II. Vanguard 战略水土不服?

Vanguard 所说的“直销基金的市场较小”, 言外之意是中国公募基金市场以高佣金的代销渠道为主, 这与其发展理念格格不入。在全球市场, Vanguard 统一采取的是“0 尾随佣金”战略, 公募基金产品的销售始终坚持直销策略, 从不与渠道分佣。

而这在目前的中国公募基金市场几乎是不可能的。例如在银行代销基金的收入中，除了认购费和申购费，最主要的就是尾随佣金。基金公司的主要收入来源虽然是基金管理费，但他们并不能得到全部的管理费收入，需按一定比例分出尾随佣金支付给代销渠道作为销售激励。

此前，中国基金公司付给销售渠道的尾随佣金普遍达到管理费收入的 50%，有的甚至高达 80%；公募基金公司被以银行为主的销售渠道裹挟，早已是行业的公开秘密。

其实，美国公募基金市场在 1980 年至 2000 年间也出现过收取较高营销佣金的阶段。当时全球石油危机过后，经济开始复苏，美国股债双生带来赚钱效应，加之养老金投资计划快速发展，共同助推了基金市场的扩容。在此背景下，美国基金公司的普遍做法是提升管理费，以支付高额的宣传费和营销佣金。

但率先打破这一行业格局的，正是 Vanguard 的创始人约翰·博格 (John C. Bogle)。当时，Vanguard 反其道而行之，非但没有提高管理费，反而还降低了费用。约翰·博格还把“让投资者支付的运营成本保持在行业最低水平，让投资者无须为基金支付隐藏的销售费用”这一原则写进了 Vanguard 的员工手册。

尽管事后看来，约翰·博格的超前理念终有一天成为行业趋势，但这让 Vanguard 起初在竞争中处于明显劣势，也未能引起同行共鸣。

真正触发美国基金行业费率下降的，是销售服务费 12b-1 (类似中国市场的尾随佣金) 的改革。1980 年之前，基金持有人只能一次性预付给投顾当前和未来的服务费用；1980 年之后，美国证券交易委员会(SEC) 根据 1940 年《投资公司法》采用了 12b-1 规则，投顾的服务费可以从基金资产中计提。也就是说，12b-1 改变了渠道和投顾的收费方式，从基于交易额的一次性收费转变为基于保有量的持续性收费。如此一来，基金买卖双方的利益捆绑在了一起，中间商难以从中分羹。

多年来，Vanguard 一直坚持低成本策略，旗下产品以低费率的被动投资产品为主，且费率远低于市场平均水平，例如被动投资基金 (ETF 和指数型) 费率基本都在 0.20% 以下，规模超过 1000 亿美元的普通指数基金中，费率最高的为 0.17% 最低的仅为 0.04%。

目前中国的基金销售格局仍是银行代销为主，且短期内难以改变。“不走银行渠道，不支付尾随佣金的商业模式，能否在中国奏效尚未可知。”接近 Vanguard 高层的人士此前透露。

“中国的公募基金收费结构相当复杂。个人投资者在投资期间承担了

各种显性和隐性的费用。与许多国家一样，佣金制模式可能导致‘对投资者最有利’和‘对销售最有利’两者之间的利益冲突。我们希望看到有更多的低成本和费用制投资选择提供给投资者，同时提高投资者全部费用公示的透明度。” Scott Conking 在前述演讲中称。

### **III. 加速开放下的不同选择**

2023 年开年以来，中国证监会核准设立和批复了五家外商独资机构，数量和节奏远超 2022 年（一家）、2021 年（四家）和 2020 年（一家）。

3 月 3 日，中国证监会核准设立联博基金管理有限公司，该公司由美国联博集团(AllianceBernstein) 旗下联博香港有限公司 100%控股。截至目前，中国市场已有八家外商独资公募基金公司，贝莱德基金、路博迈基金富达基金、施罗德基金以及联博基金是新设立泰达宏利基金、上投摩根基金、摩根士丹利华鑫基金是由中外合资公司股权变更为外商独资公司。

此外，据了解，瑞银集团 (UBS Group)和安联投资 (Allianz Global Investors) 也正在准备申请公募基金牌照，即将向中国证监会递交申请材料。

值得一提的是，在证监会最新的行政许可公示信息中，仍有外商独资

公司范达基金管理有限公司的申请进度。自 2020 年 10 月 29 日接收申请材料、2021 年 3 月 12 日提出第一次反馈意见后，这一申请两年来没有任何进展。

据了解，范达基金的申请主体——范达集团有限公司 (Van Eck Associates Corporation)，在 2022 年底取消了中国公募基金牌照的申请计划，其派到中国的相关团队也已经返回美国。

在中国证监会 2021 年 3 月 12 日提出的反馈意见中，证券基金机构监管部审核员一连提出了六个问题，但仅涉及展业模式、发展规划，以及流动性危机预案等常规问题。值得一提的是，此前所有外商独资公募基金申请反馈意见中都出现过的“系统跨境部署、数据跨境流动”等相关问题，范达集团没有被问及。

据外媒报道，“美中关系的不确定性以及疫情导致业务启动延迟”是 Van Eck 退出的主要原因。

范达成立于 1955 年，总部位于纽约；截至 2020 年末，范达的资产管理规模达 690 亿美元，是美国第七大 ETF 发行商。范达集团中国区总经理唐华曾表示，获得中国公募基金牌照后，范达计划在中国市场提供 ETF 产品。

“范达希望将过去所积累的量化投研经验移植到中国市场, 并进行本土化改造, 从而在投资管理上与本土基金公司呈现一定的差异性。”唐华在 2022 年 10 月表示。但就在两个月之后, 范达集团董事会决定取消申请中国公募牌照。

范达于 2013 年在上海注册了外商独资机构范达投资管理 (上海) 有限公司, 但目前该公司还未登记为私募基金管理人。据悉, 范达并没有放弃中国私募基金市场的计划, 但主要目的是开展 QDLP 这类在中国募资后投向海外市场的业务。