

2025年09月12日

超配

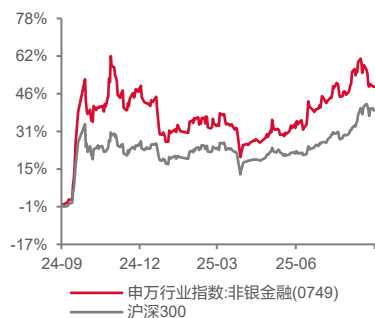
公募费改三阶段启动，销售费率优化助推长期投资和权益类发展

——资本市场聚焦（八）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

- 1.公募销售费用改革启动，险企资本保证金管理迎修订——非银金融行业周报（20250901-20250907）
- 2.券商分类评价规定修订落地，关注中报配置窗口期——非银金融行业周报（20250818-20250824）
- 3.产品优化+模式创新+科技赋能，激活健康险发展新动能——保险业态观察（九）

投资要点：

- **事件：**证监会于9月5日就《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，标志着公募费改第三阶段正式启动。
- **公募费改一二阶段成效初显，三阶段合计每年让利超500亿元。**公募第一阶段管理费率改革于2023年7月启动，将管理费率、托管费率统一降至不超过1.2%和0.2%；第二阶段交易费率改革于2024年4月启动（7月实施），明确交易佣金不得高于市场平均的两倍，且对分配比例上限由30%降至15%，并通过“三严禁”推动市场佣金回归研究。我们以2025H1全市场非货币开放式基金交易额12.1万亿元来看，以45亿元交易佣金测算，同比下滑34%，佣金费率为万分之3.69，较2024H1同期的万分之6.9费率大幅降低。根据监管测算，三阶段降费每年预计将为投资者让利超500亿元。其中，一、二阶段降费规模分别约为140亿元、68亿元；第三阶段降费规模约为300亿元，降幅约为34%。
- **销售费率全面优化，第三阶段费改正式启动。**新规对基金销售环节中的认申购费、赎回费、销售服务费、客户维护费全面优化，切实降低投资者交易成本。
 - 1) **降低认申购费率，但整体影响有限。**从现阶段市场水平来看，股票和混合型基金的认申购费率为1.2%、申购费率为1.5%，债券型基金认申购费率为0.6%、申购费率为0.8%，意见稿将认购和申购费率统一化，并将股票型、混合型、债券型的认申购费率上限分别调降至0.8%、0.5%、0.3%。我们以2025H1末数据测算，股票型、混合型、债券型开放式基金最高认购费率超过意见稿规定的基金数量占比达26%、52%、37%，规模占比达33%、52%、40%，其中混合型基金或面临更大的调整压力。此外，意见稿鼓励销售机构在覆盖成本的前提下，进一步加大认申购费打折力度，此前第三方销售平台和银行代销渠道均有不同程度打折，多数渠道给予一折优惠，我们认为对认申购费率的调降或许伴随着打折系数的相应调整，进而实现基金销售机构的收入平衡，整体来看对客户体验和节奏影响有限。
 - 2) **优化赎回费安排，全额计入基金资产。**意见稿一方面将四档赎回费率安排简化成三档，降低收费机制复杂性；另一方面，优化7日、30日、6个月持有期限的赎回费安排，分别调整至不低于赎回金额的1.5%、1%和0.5%。此外，此前规定对于持有期限超过6个月/3-6个月/少于3个月/少于30天的赎回费归入基金资产的比例设定为不低于25%/50%/75%/100%，而此次意见稿要求将赎回费全额计入基金财产，降低销售机构“快进快出”的销售引导动机，有利于降低快速和大额赎回压力，提升基金运行的稳定性，并有效呵护投资者利益。
 - 3) **降低销售服务费率，非货基仅首年收取。**意见稿将股票+混合型、指数+债券型、货基的销售服务费率上限分别调降至0.4%/年、0.2%/年、0.15%/年，较现阶段水平大幅降低。我们以2025H1未开放式基金数据进行测算，货币市场基金超过意见稿上限的只数和规模占比分别为47%和52%，显著高于其他基金类型，以代销货基为主的销售渠道受影响较大。同时，对持有期超过1年的基金份额（货基除外），不再继续收取销售服务费，显著降低投资者成本的同时，推动长期投资行为和习惯的养成。
 - 4) **差异化设置尾佣比例，引导权益类基金发展。**对于尾佣比例，意见稿维持对个人客户50%的上限，和对机构投资者销售股票和混合型基金30%的上限，但对机构投资者非权益类基金的尾佣比例由30%降至15%。我们认为此次调整，一方面以更高的尾佣上限激励销售机构对个人投资者的资源倾斜，引导居民更好地共享资本市场发展红利；另一方面通过

差异化制度安排，引导销售机构对权益类基金销售的权重提升，同时鼓励机构投资者加大对股票和混合型基金配置力度，进而形成“销售端推动+机构端配置”的正向循环。

- **支持直销渠道发展，基金投顾不得双重收费。**证监会同意公募基金行业机构投资者直销服务平台（FISP）正式启动运行，由中国结算建设并运营，FISP平台通过制定统一业务标准、对接多元主体、为各类机构投资者投资公募基金提供了集中式、标准化、自动化的“一站式”全流程数据信息交互服务，有效解决了公募基金行业传统直销业务运营成本高、效率低、风险大等问题，更好支持各类中长期资金入市。此外，意见稿明确开展基金投顾业务的销售机构不得收取客户维护费，从费用机制上切断了投顾机构与基金销售端的利益绑定，倒逼投顾机构将精力集中在提升投研能力、优化组合管理、改善客户收益上，共同推动公募基金行业从“产品销售导向”向“财富管理导向”转型。
- **投资建议：**公募三阶段费改正式全面落地，认申购费率降低在现行费率折扣优惠下整体影响有限，但赎回费全额计入基金资产将提升基金运行的稳定性，并有效呵护投资者利益。此外，销售服务费率的降低和非货基仅首年收取销售服务费，将推动长期投资行为和习惯的养成。同时，对尾佣比例进行差异化设置，也引导销售机构将资源更多地向个人投资者和权益类基金销售倾斜。我们认为政策规范下的公募行业高质量发展可期，对券商业务增长形成正向刺激，建议把握并购重组、财富管理转型、创新牌照展业和ROE提升在内的逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。
- **风险提示：**权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。

表1 机构交易佣金测算

时间	交易量（亿元）	交易佣金（亿元）	同比变化	佣金费率测算
2023	230,714	168	-10.8%	0.0729%
2024	213,151	110	-34.7%	0.0515%
2025H1	121,041	45	-34.0%	0.0369%
24H2-25H1	236,112	87	-37.7%	0.0368%

资料来源：Wind，东海证券研究所

表2 开放式基金认申购费相关数据梳理

市场现状（截至 2025H1）			认申购费率		超标只数		超标规模	
（亿元）	基金只数总计	基金规模总计	现阶段最高	意见稿上限	数量	占比	金额	占比
股票型基金	5573	67,407	1.50%	0.80%	1443	25.9%	22,154	32.9%
混合型基金	8756	58,183	2.00%	0.50%	4517	51.6%	30,471	52.4%
债券型基金	7514	207,047	1.50%	0.30%	2782	37.0%	82,820	40.0%

资料来源：Wind，证监会，东海证券研究所

表3 开放式基金销售服务费相关数据梳理

市场现状（截至 2025H1）			销售服务费		超标只数		超标规模	
（亿元）	基金只数总计	基金规模总计	现阶段最高	意见稿上限	数量	占比	金额	占比
股票型基金	1040	9,096	1.00%	0.40%	269	25.9%	2,376	26.1%
混合型基金	8695	58,176	1.50%	0.40%	1835	21.1%	13,694	23.5%
指数型基金	4415	53,007	0.60%	0.20%	644	14.6%	4,076	7.7%
债券型基金	7460	207,053	0.60%	0.20%	1362	18.3%	31,790	15.4%
货币市场基金	960	360,340	0.25%	0.15%	452	47.1%	187,369	52.0%

资料来源：Wind，证监会，东海证券研究所

表4 开放式基金赎回费率相关数据梳理

现行规则				意见稿		
前提条件	持有期	赎回费率（不低于）	计入基金资产	持有期	赎回费率（不低于）	计入基金资产
收取销售服务费的	[0,30)	0.50%	全额	[0,7)	1.5%	全额
	[0,7)	1.50%	全额		1.0%	
	[7,30)	0.75%	全额		0.5%	
不收取销售服务费的	[30,365)	0.50%	[30,90): 不低于 75% [90,180): 不低于 50% [180,365): 不低于 25%	[30,180)	0.5%	全额
	≥365	0.00%			0.0%	

资料来源：Wind，证监会，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089