

费率改革进入收官阶段 - 公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）点评

事件描述

2025 年 9 月 5 日，中国证监会就《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》（以下简称规定）公开征求意见。同日，中国证监会同意公募基金行业机构投资者直销服务平台（以下简称 FISP 平台）正式启动运行。

事件点评

公募基金行业费率改革进入收官阶段。自 2023 年 7 月中国证监会启动公募基金行业费率改革，费率改革按照“管理费用—交易费用—销售费用”的实施路径，分阶段推进费率改革。第一阶段主要降低了主动权益类公募基金产品的管理费率 and 托管费率，相应费率统一下调至 1.2%、0.2% 以下；第二阶段调降基金股票交易佣金费率，即被动股票型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率，其他类型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍。本次征求意见稿主要内容包括：一是合理调降公募基金认购费、申购费、销售服务费率水平，降低投资者成本。二是优化赎回安排，明确公募基金赎回费全额计入基金财产。对于股票型基金、混合型基金、债券型基金和基金中基金，赎回费收取的持有期上限延展至 6 个月。三是鼓励长期持有，明确对投资者持有期限超过一年的股票型基金、混合型基金、债券型基金，不再计提销售服务费。四是坚持权益类基金发展导向，设置差异化的尾随佣金支付比例上限。五是强化基金销售费用规范，统筹解决基金销售结算资金利息归属、基金投顾业务双重收费等问题。六是建立基金行业机构投资者直销服务平台，为基金管理人直销业务发展提供高效、便捷、安全服务。

对公募基金行业的影响。赎回费和销售服务费的收取模式调整有利于公募基金存续规模的长期稳定。由于对不同类别的基金采取了差别化的费率调整，我们认为公募基金行业规模结构会发生变化，债券型基金规模可能下降，被动指数型股票基金和货币基金规模有望获得进一步提升。基金销售机构的业务收入来源结构调整为客户维护费和销售服务费为主，有利于引导基金销售机构行为，从“重首发”转向“重保有”的业务模式。

风险提示：

- 1、正式稿与征求意见稿的内容可能不同；
- 2、基金销售机构业务转型动力不足，影响公募基金行业规模增长。

宏观点评

日期： 2025.09.12

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《经济放缓，市场强劲》(2025/8/22)
- 《稳定币：中国香港稳定币监管政策点评-最适配 B2B 跨境支付场景》(2025/8/13)
- 《7.30 中央政治局会议点评》(2025/7/31)
- 《《金融机构产品适当性管理办法》：“卖者尽责、买者自负”并重》(2025/7/25)
- 《6 月经济的边际变化值得关注》(2025/7/21)
- 《中央城市工作会议-不能简单理解为棚改信号》(2025/7/16)
- 《稳定币：技术革新重构全球支付体系》(2025/7/14)
- 《经济仍需政策呵护——5 月宏观月度观察》(2025/6/19)
- 《《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法（征求意见稿）》：对银行理财行业的影响》(2025/5/29)
- 《关税落地首月，经济有何影响——4 月宏观环境观察》(2025/5/21)

公募基金行业费率改革进入收官阶段

根据2025年5月7日中国证监会印发的《推动公募基金高质量发展行动方案》的工作安排，2025年9月5日，中国证监会就《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。该规定标志着公募基金行业费率改革进入收官阶段，自2023年7月中国证监会启动公募基金行业费率改革，费率改革按照“管理费用—交易费用—销售费用”的实施路径，分阶段推进费率改革。第一阶段主要降低了主动权益类公募基金产品的管理费率 and 托管费率，相应费率统一下调至1.2%、0.2%以下；第二阶段调降基金股票交易佣金费率，即被动股票型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率，其他类型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍。本次征求意见稿主要内容如下：

一是合理调降公募基金认购费、申购费、销售服务费率水平，降低投资者成本。将股票型基金的认购费率、申购费率上限由1.2%、1.5%，调降至0.8%；将混合型基金的认购费率、申购费率上限由1.2%、1.5%，调降至0.5%；将债券型基金的认购费率、申购费率上限由0.6%、0.8%，调降至0.3%。将股票型基金和混合型基金的销售服务费率上限由0.6%/年，调降至0.4%/年；将指数型基金和债券型基金的销售服务费率上限由0.4%/年，调降至0.2%/年；将货币市场基金的销售服务费率上限由0.25%/年，调降至0.15%/年。

二是优化赎回安排，明确公募基金赎回费全额计入基金财产。对于股票型基金、混合型基金、债券型基金和基金中基金，赎回费收取的持有期上限延展至6个月。对于交易型开放式指数基金（ETF）、同业存单基金、货币市场基金以及中国证监会认可的其他基金，基金管理人可以根据产品投资运作特点另行约定赎回费收取标准。

三是鼓励长期持有，明确对投资者持有期限超过一年的股票型基金、混合型基金、债券型基金，不再计提销售服务费。

四是坚持权益类基金发展导向，设置差异化的尾随佣金支付比例上限。向非个人投资者销售形成的保有量中，非股票型基金和混合型基金的客户维护费占基金管理费的约定比率上限由30%调降至15%。

五是强化基金销售费用规范，统筹解决基金销售结算资金利息归属、基金投顾业务双重收费等问题。

六是建立基金行业机构投资者直销服务平台，为基金管理人直销业务发展提供高效、便捷、安全服务。

图表 1：《规定》中费率调整汇总

	申购费			认购费			赎回费			销售服务费			客户维护费		投顾费用					
	旧规	新规	降幅	旧规	新规	降幅	旧规		新规	变动	旧规	新规	降幅	旧规	新规	旧规	新规			
股票型基金	1.50%	0.80%	-47%	1.20%	0.80%	-33%	(一) 收取销售服务费的，持有期少于30日，不 低于0.5%，全额计入基金财产； (二) 不收取销售服务费的，持有期少于7日， 不低于1.5%，全额计入基金财产；持有期少于 30日，不低于0.75%，全额计入基金财产；持 有期少于3个月，不低于0.5%，75%计入基 金财产；持有期长于3个月但少于6个月的， 不低于0.5%，50%计入基金财产；持有期长 于6个月的，25%计入基金财产。		持有期少于7 日的，不低 于1.5%的限 额；持有期 满7日、少 于30日的， 不低于1%； 持有期满30 日、少于6个 月的，不低 于0.5%，全 部计入基金 资产。	全部计入基 金资产，统 一以持有期 限设置赎回 费率	0.60%	0.4%（持 有一年以上 不再收取）	-33%	对于向个人 投资者销售 形成的保有 量，客户维 护费占基 金销售佣 金的约定比 率不得超 过50%。对 于向非个人 投资者销售 形成的保有 量，销售其 他基金和混 合型基金基 金获得的客 户维护费占 基金销售佣 金的约定比 率不得超 过30%。	对于向个人 投资者销售 形成的保有 量，客户维 护费占基 金销售佣 金的约定比 率不得超 过50%。对 于向非个人 投资者销售 形成的保有 量，销售其 他基金和混 合型基金基 金获得的客 户维护费占 基金销售佣 金的约定比 率不得超 过30%。	基金销售机 构同时开展 基金投资顾 问业务的， 应当坚持投 资者利益优 先，严格执行 相关规则，对 投资顾问业 务形成的保 有量，不得 收取客户维 护费，切实 防范利益冲 突。				
混合型基金	1.50%	0.50%	-67%	1.20%	0.50%	-58%		0.60%	0.4%（持 有一年以上 不再收取）		-33%									
债券型基金	0.80%	0.30%	-63%	0.80%	0.30%	-63%		0.40%	0.2%（持 有一年以上 不再收取）		-50%									
FOF	可以参照上述费率水平约定收取 标准			可以参照上述费率水平约定收取 标准			参照上述标准在基金合同、招募说明书中约 定赎回费的收取标准和计入基金财产的比例				参照上述费率水平约定计提标准									
指数型基金																				
货币基金	可以参照上述费率水平约定收取 标准			可以参照上述费率水平约定收取 标准			根据产品投 资运作特点 另行约定赎 回费收取标 准				0.40%	0.20%	-50%							
同业存单基金											0.25%	0.15%	-40%							
										参照上述费率水平约定计提标准										

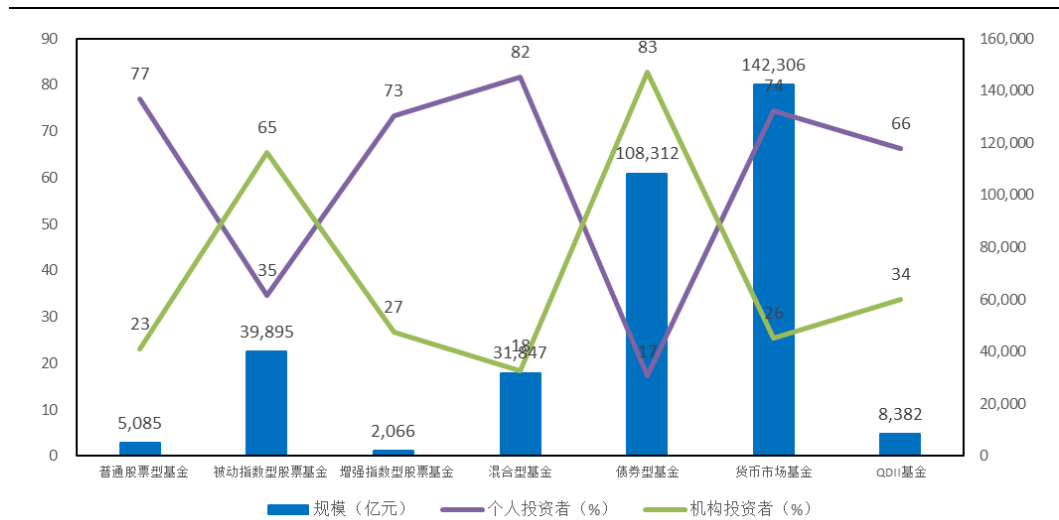
对公募基金行业的影响：

赎回费和销售服务费的收取模式调整有利于公募基金存续规模的长期稳定。由于对不同类型的基金采取了差别化的费率调整，我们认为公募基金行业规模结构会发生变化，债券型基金规模可能下降，被动指数型股票基金和货币基金规模有望获得进一步提升。基金销售机构的业务收入来源结构调整为客户维护费和销售服务费为主，有利于引导基金销售机构行为，从“重首发”转向“重保有”的业务模式。

对基金投资者的影响

对于投资者而言，认（申）费率和销售服务费的调降降低了投资和持有公募基金的成本，赎回费全部计入基金起到了维护投资者权益的作用。这些措施均有利于公募基金存续规模的长期稳定。但是，《规定》将股票型基金、混合型基金、债券型基金和基金中基金的赎回费收取持有期上限延展至 6 个月，我们认为会影响投资者尤其是机构投资者对公募债券型基金的配置，预计债券型基金可能有 2.8 万亿元的流出。

图表 2：分类别公募基金持有人分析（2025 年中报）



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

个人投资者主要投资于混合型基金、被动指数型股票基金、债券基金和货币基金。被动指数型股票基金和货币基金不受新的赎回费规则影响。混合型基金 C 类份额经常被个人投资者用于短期的战术配置，我们认为这个功能将会由被动指数型股票型基金替代。债券基金中短债基金如果执行赎回费的安排，其以放弃短期流动性来获取高于货币基金的定位将无法维持，我们认为这部分投资（约 0.5 万亿元）有可能转向短期银行理财产品。

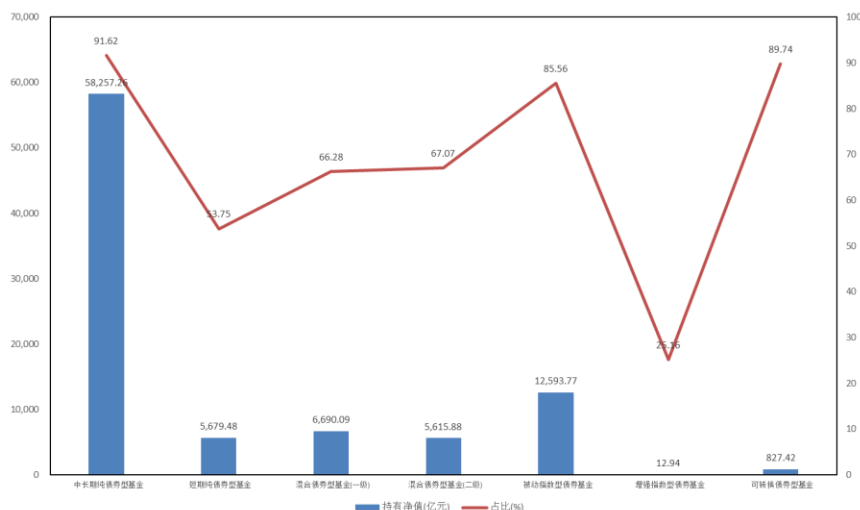
机构投资者主要投资于被动指数型股票基金、债券基金和货币基金。被动指数型股票基金和货币基金不受新的赎回费规则影响。机构投资者持有约 9 万亿元公募债券基金，其中中长期债券基金规模为 5.83 万亿元，被动指数型债券基金规模为 1.26 万亿元，短债基金规模为 0.56 万亿元。根据国家金融监管总局和中国理财网公布的数据，2025 年 6 月底保险资金投资公募基金规模为 1.66 万亿元，银行理财产品投资公募基金规模为 1.38 万亿元。假设机构投资者仅以相同比例配置于债券基金和货币基金，我们估算保险资金投资公募债券基金规模为约为 1.2 万亿元，银行理财产品约为 1 万亿元，银行自营投资约为 6.8 万亿元。

银行自营与保险资金投资于公募债券基金主要原因为税收优惠和流动性管理。我们按照 10 年期国债收益率 1.9%，隔夜回购利率 1.3% 和 140% 的杠杆比例测算公募债券基金理论年化收益率为 2.14%，即持有半年的税收优惠约为 27bps。也就是说持有期低于 6 个月的税收优惠并不能覆盖赎回费的支出。因此，我们认为配合银行自营与保险资金流动性管理的 6 个月

以下债券型基金投资（约 20%或 1.6 万亿元）有可能转向债券直投。

银行理财产品投资于公募债券基金主要原因为流动性管理。银行理财产品存续规模中持有期限低于 6 个月的规模占比在 2025 年基本维持在 70%，以此比例估算，我们认为银行理财产品投资于公募债券基金中约 0.7 万亿元将会改道公募基金专户或券商资管计划进行投资。

图表 3：分类别债券基金规模及机构持有人占比



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

对基金销售机构的影响

整体来看，认（申）费率的下调和明确赎回费全额计入基金资产，会导致基金销售机构的业务收入来源结构调整为客户维护费和销售服务费为主，有利于引导基金销售机构行为，从“重首发”的销售推动业务模式转向“重保有”、客户投资收益为导向的财富管理模式。短期内，由于费率调整对于不同类型的基金产品有差异，不同基金销售机构所受到的影响也有不同。

商业银行主要销售混合型基金、货币基金和债券型基金。混合型基金和债券型基金受本次费率调整影响最大，如前面所论述，我们认为银行渠道有可能将销售重点转向推动被动指数型股票基金替代混合基金、银行理财产品替代债券型基金。

证券公司主要销售股票型基金和 QDII 基金。考虑到股票型基金产品存量规模中 85% 为被动指数型股票基金，QDII 基金的规模增长实际受投资者投资策略和外汇额度限制影响，本次费率调整对证券公司的销售行为影响不大。

独立基金销售机构主要销售货币基金和债券型基金，同时在股票型基金和混合型基金的存续规模占比也在逐年提升。由于独立基金销售机构暂时没有银行理财产品的销售资格，其债券型基金的保留量将会逐渐流失，我们认为这部分的投资者需求可能转向商业银行代销的银行理财产品。

直销与机构代销。《规定》要求向非个人投资者销售形成的保有量中，非股票型基金和混合型基金的客户维护费占基金管理费的约定比率上限由 30%调降至 15%，同时推动基金行业机构投资者直销服务平台（FISP）的建设与运营。我们认为这些措施将会引导机构投资者通过（FISP）而非代销形式来参与公募基金投资。

风险提示

- 1、正式稿与征求意见稿的内容可能不同；
- 2、基金销售机构业务转型动力不足，影响公募基金行业规模增长。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010