

2025 年 09 月 08 日

证券研究报告 | 市场点评报告

销售新规发布，行业生态重塑

《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

分析师：王骅

分析师登记编码：S0890522090001

电话：021-20321067

邮箱：wanghua@cnhbstock.com

分析师：宋逸菲

分析师登记编码：S0890524080003

电话：021-20321087

邮箱：songyifei@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《以投资者为本的转型之路——证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》点评》2025-05-08

2、《各类主动基金经理关注哪些方向？——2024Q3 主动权益型基金季报点评 20241030V1》2024-10-30

投资要点

④2025 年 9 月 5 日，证监会正式发布《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》）。《规定》落实了 2025 年 5 月 7 日证监会发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》中合理调降公募基金认申购费和销售服务费的要求，也标志着公募基金费率改革进入第三阶段。

④**压降认申购费率：**《规定》降低了公募基金的最大认申购费率水平，将股票型基金、混合型基金、债券型基金的认申购费率上限分别调降至 0.8%、0.5%、0.3%，并鼓励销售机构在覆盖成本的前提下，进一步加大认申购费折扣力度。

④**规范销售服务费率：**将股票型基金和混合型基金、指数型基金和债券型基金、货币市场基金的销售服务费率上限进一步下调，对于持续持有期限超过一年的股票型基金、混合型基金、债券型基金，不得继续收取销售服务费，基金管理人也不得通过在特定基金销售机构设置专属份额、实行差异费率等形式。

④**优化赎回费安排：**《规定》不仅将赎回费全额计入基金财产，还将赎回费率根据持有时长简化成三档，少于 7 天、7 至 30 天、30 天至 6 个月对应的赎回费率下限分别为 1.5%、1.0%、0.5%，适用的产品类型也拓宽至股票型基金、混合型基金、债券型基金和 FOF，旨在通过增加短期持有赎回成本，引导投资者长期投资。

④**差异化调整客户维护费：**对个人客户的销售保有量，维持现行 50% 的客户维护费比例不变，对机构投资者销售股票型基金和混合型基金的保有量维持现行 30% 的比例不变，销售其他基金则由 30% 降至 15%。

④**推动机构直销业务发展：**明确了基金行业机构投资者直销服务平台（FISP 平台）的法律依据及功能定位。

④**规范投顾业务双重收费：**基金销售机构若同时开展投顾业务，则对投顾业务形成的保有量不得再收取客户维护费。

④**总结：**监管导向明确，有利于公募基金行业持续优化行业产品结构，从价格内卷转向专业服务能力和投资者陪伴质量提升，推动行业整体向更加规范、健康和以投资者利益为核心的高质量发展方向迈进。与此同时，新规对基金代销机构也形成多维度压力，甚至可能改变部分机构的商业模式。

④**风险提示：**本报告主要基于公募基金市场现状和政策本身的解读，政策解读可能不到位，不涉及投资建议。

2025 年 9 月 5 日，证监会正式发布《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》）。《规定》落实了 2025 年 5 月 7 日证监会发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》中合理调降公募基金认申购费和销售服务费的要求，也标志着公募基金费率改革进入第三阶段。

具体来看，《规定》主要围绕调压降公募基金认申购费，规范销售服务费率，优化赎回安排，明确管理费分佣安排，推动直销业务发展，规范投顾业务双重收费等内容展开，进一步推动行业转向提升专业服务能力和投资者陪伴质量，推动行业向规范、健康和以投资者利益为核心的高质量发展方向迈进。

1. 压降认申购费率

表 1：压降认申购费相关规则修订：

《规定》内容	原要求/行业现状
基金管理人销售其管理的基金，不收取认（申）购费、销售服务费	基金管理人发售基金份额、募集基金，可以收取认购费 办理基金份额的申购，可以收取申购费
股票型基金、混合型基金、债券型基金的认申购费率上限分别为 0.8%、0.5%、0.3%。	股票型基金认/申购费率上限 1.2%/1.5% 混合型基金认/申购费率上限 1.2%/1.5% 债券型基金认/申购费率上限 0.6%/0.8%

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

《规定》降低了公募基金的最大认申购费率水平，将股票型基金、混合型基金、债券型基金的认申购费率上限分别调降至 0.8%、0.5%、0.3%，并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。

对于销售机构，当前银行、券商、三方等主要基金代销机构对于持营基金的申购费均按现行价格的一折收取，因此实际影响可能偏弱。但是认购费率上限大幅下调对于依赖首发基金的销售机构影响较大，直接冲击“重首发+高周转”的销售模式。

对于基金品类，影响较大的是偏股混合型基金，按照行业现状，此类品种多数按照股票型基金的费率收取方式，严格执行《规定》后，混合型基金认申购费率大幅减少，对于寻找高中收的销售机构，该品类的推广价值大幅降低。

2. 规范销售服务费率

表 2：规范销售服务费相关规则修订：

《规定》内容	原要求/行业现状
股票型基金和混合型基金、指数型基金和债券型基金、货币市场基金的销售服务费率上限分别为 0.4%/年、0.2%/年、0.15%/年。	基金管理人可以从基金财产中计提一定的销售服务费，专门用于基金的销售与基金持有人的服务。
对于持续持有期限超过一年的股票型基金、混合型基金、债券型基金的份额，不得继续收取销售服务费。	
不得通过在特定基金销售机构设置专属份额、实行差异费率等形式	

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

《规定》将股票型基金和混合型基金、指数型基金和债券型基金、货币市场基金的销售服务费率上限进一步下调，对于持续持有期限超过一年的股票型基金、混合型基金、债券型基金，不得继续收取销售服务费，基金管理人也不得通过在特定基金销售机构设置专属份额、实行差异费率等形式。

调降销售服务费率直接降低了投资者持有成本，同时也降低了基金销售机构的代销收入。《规定》对互联网第三方销售机构冲击显著：首先，强势渠道通过差异化份额掌握销售话语权的模式面临失效；其次，随着 A 类份额销售难度提升，无申赎费的 C 类份额或将成为销售机构主推品种，新规明确禁止对持有期超一年的非货产品收取销售服务费，将削减存量产品收入；第三，货币基金销售服务费上限统一下调导致头部机构货基保有收入直接缩水。

3. 优化赎回费安排

表 3：优化赎回费安排相关规则修订：

《规定》内容	原要求/行业现状
将赎回费全部计入基金财产。	针对股票基金、混合基金： (1) 收取销售服务费的，持有期少于 30 日的赎回费全额计入基金财产； (2) 不收取销售服务费的，持有期少于 30 日的赎回费全额计入基金财产，30 日—3 个月的 75% 计入，3-6 个月的 50% 计入，6 个月以上的（如有）25% 计入。 ETF、LOF、分级基金、指数基金、短期理财产品基金等股票基金、混合基金以及其他类别基金除外。
对于股票型基金、混合型基金、债券型基金和 FOF：持有期少于 7 日、7-30 日、30 日-6 个月的赎回费率分别不 低于 1.5%、1%、0.5%。 ETF、同业存单基金、货币市场基金以及中国证监会认可 的其他基金除外。	针对股票基金、混合基金： (1) 收取销售服务费的，持有期少于 30 日的赎回费率不低于 0.5%； (2) 不收取销售服务费的，持有期少于 7 日、7-30 日、30 日-6 个月的赎回费率分别不低于 1.5%、0.75%、0.5%。 ETF、LOF、分级基金、指数基金、短期理财产品基金等股票基金、混合基金以及其他类别基金除外。

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

《规定》不仅将赎回费全额计入基金财产，还将赎回费率根据持有时长简化成三档，少于 7 天、7 至 30 天、30 天至 6 个月对应的赎回费率下限分别为 1.5%、1.0%、0.5%，适用的产品类型也拓宽至股票型基金、混合型基金、债券型基金和 FOF，旨在通过增加短期持有赎回成本，引导投资者长期投资。ETF 交易灵活、成本透明的特性或将吸引相当一部分追求策略调整效率的机构投资者，或将带来一定产品替代效应。

《规定》中值得探讨的是债券基金的赎回费设置。由于大部分的债券型基金主要面向机构客户，在低利率环境下，少量短债基金则起到了“货币+”的功能，基金管理人在设计赎回费率时也充分考虑了以上两类投资者的投资习惯，将基金 C 类份额的零赎回费率定在 1 个月甚至 7 天以内。较高的惩罚性费率虽然可以抑制基金大额赎回加剧债市波动的问题，但也在一定程度上可能抑制投资者的常规投资需求。另外，债券基金本身收益预期不高，较高的惩罚性费率也将抑制常规的投资需求。

4. 差异化调整客户维护费

表 4：差异化调整客户维护费相关规则修订：

《规定》内容	原要求/行业现状
对于向个人投资者销售形成的保有量，客户维护费占基金管理费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，销售股票型基金和混合型基金获得的客户维护费占	对于向个人投资者销售形成的保有量，客户维护费占基金管理费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，客户维护费占基金管理费的

《规定》内容	原要求/行业现状
基金管理费的约定比率不得超过 30%；销售其他基金获得的客户维护费占基金管理费的约定比率不得超过 15%。	约定比率不得超过 30%。

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

《规定》中指出对个人客户的销售保有量，维持现行 50% 的客户维护费比例不变，对机构投资者销售股票型基金和混合型基金的保有量维持现行 30% 的比例不变，销售其他基金则由 30% 降至 15%。

整体而言，此举压降面向机构客户非权益类产品的尾佣比例，差异化调整安排有利于引导机构聚焦个人客户服务和权益类基金发展。对于以货币基金、债券基金为导向的销售机构则影响较大，存量基金产生的尾佣将大幅减少。

5. 推动机构直销业务发展

《规定》彰显了对于整顿收费乱象和支持基金直销的决心，明确了基金行业机构投资者直销服务平台（FISP 平台）的法律依据及功能定位，要求行业机构积极对接平台，并鼓励机构投资者通过 FISP 平台申赎公募基金。

早在 2022 年 4 月的《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》中，监管就指导强化行业基础设施建设，抓紧推出“基金 E 账户”APP，为个人投资者提供“一站式”的基金账户及份额信息查询服务，并建设行业性的机构投资者直销服务平台。2025 年 5 月的《推动公募基金高质量发展行动方案》中又指出加快推出机构投资者直销服务平台，便利各类机构投资者参与基金投资。

FISP 平台通过制定统一业务标准、对接多元主体、汇集行业直销力量，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。未来平台将有力助推基金直销，叠加“禁止直销渠道收取认申购费、销售服务费”相关内容，其成本优势愈发明显，未来可能对以机构投资者为主的三方代销机构产生较大的影响。

6. 规范投顾业务双重收费

对于基金投顾业务，《规定》要求基金销售机构若同时开展投顾业务，则对投顾业务形成的保有量不得再收取客户维护费。对于同时拥有代销牌照和投顾牌照的机构，未来将衡量投顾费收入和尾佣收入贡献，或将可能降低其开展基金投顾业务的意愿，通过 FOF 实现基金投顾功能的可能性或有所提升。

7. 总结

监管导向明确，有利于公募基金行业持续优化行业产品结构，从价格内卷转向专业服务能力和服务质量提升，推动行业整体向更加规范、健康和以投资者利益为核心的高质量发展方向迈进。

与此同时，新规对基金代销机构也形成多维度压力，甚至可能改变部分机构的商业模式：（1）以机构客户、非权益类基金代销为主业的机构，FISP 平台可能分流其代销业务，叠加客户维护费比例受限，传统代销收入空间被压缩；（2）依赖“重首发+高周转”等高频交易盈利的机构，认申购费率上限大幅下调、赎回费全额计入基金财产，使其以交易规模为核心的盈利模式支撑减弱；（3）主推 C 类份额的机构，销售服务费率上限降低、持有超 1 年免销售服务费及短期赎回费率提升，或将削弱其靠短线交易获利的逻辑。

目前新规暂且处于征求意见稿阶段，参考以往的文件落地经验，新规的内部细节可能仍具备细化与优化的空间。但是不管对于基金管理人还是投资者都需要意识到，值得牺牲流动性长期持有的是能够穿越牛熊的超额收益，真正反映基金投研能力的主动管理型基金将凸显价值，优秀的主动管理基金经理将更加受到机构的追捧，否则流动性更强的 ETF 品种将对现有产品形成替代。

8. 风险提示

本报告主要基于公募基金市场现状和政策本身的解读，政策解读可能不到位，不涉及投资建议。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 未经本公司事先书面授权 任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。