

2026年01月06日

超配

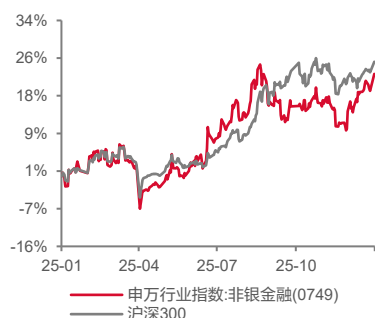
公募费改三阶段全面落地，差异化安排持续优化行业生态

——资本市场聚焦（十二）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1.从规模扩张到功能适配，加速一流投行差异化建设——资本市场聚焦（十一）

2.政策优化引导长期资金入市，一流投行建设或将提速——非银金融行业周报（20251201-20251207）

3.优化险企风险因子，培育壮大耐心资本——保险业观察（十二）

投资要点:

- **事件：**证监会于2025年12月31日修订发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》，于2026年1月1日起实施，标志着公募基金费率三阶段改革的全面落地。
- **四维度优化意见稿内容，各环节销售费用进一步细化。**相较于2025年9月发布的征求意见稿，新规在充分吸纳市场反馈后进行了多维度优化调整，核心差异集中在四方面：1）认申购费分类更细化，将指数型基金从征求意见稿的股票型、混合型分类中单独划出，其认申购费率上限与债券型基金统一调整为0.3%，而主动偏股型基金维持0.8%、其他混合型基金维持0.5%的上限标准，进一步强化对指数型产品的让利导向；2）赎回费规则更具灵活性，在征求意见稿仅对ETF、同业存单基金、货基豁免固定赎回费的基础上，新增个人投资者持有满7日的指数型基金、债券型基金，以及机构投资者持有满30日的债券型基金可另行约定赎回费的条款，缓解了此前市场担忧的债基流动性弱化问题；3）销售服务费豁免范围更清晰，明确除货币市场基金及证监会认可的其他基金外，所有类型基金持有满一年均不再收取销售服务费，将FOF、QDII等此前未明确的品种纳入豁免范围，同时保留货币基金的销售服务费收取规则；4）整改期限更宽松，将已发售基金销售费用结构和费率水平的调整期从意见稿的6个月（有信息技术系统改造需求的为12个月）统一延长至12个月，为行业预留了更充足的适应时间，此外还新增禁止基金管理人实施歧视性、排他性销售安排的条款，强化公平销售原则。
- **对投资者来说，投资成本显著降低，长期投资导向得到强化。**叠加前两阶段费率改革成果，新规落地后公募基金行业每年累计向投资者让利超500亿元，其中销售环节降费贡献约300亿元。具体来看：1）认申购费率大幅下调，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，并将主动偏股型、混合型、债券型/指数型的认申购费率上限分别调降至0.8%、0.5%、0.3%；2）赎回费全部计入基金财产的规则，彻底切断了销售机构通过诱导“赎回买新”获利的路径，而短期高赎回费（持有7日内不低于1.5%）与长期免销售服务费的差异化设计，有效激励投资者放弃短期炒作、践行长期投资，提升投资体验的同时，也有助于平滑基金运作波动。
- **对基金销售机构来说，虽面临盈利压力，但倒逼行业加速转型。**盈利层面，认申购费率下调、销售服务费豁免范围扩大，以及基金投顾业务不得收取客户维护费的要求，直接压缩了代销机构的核心收入来源，尤其是依赖尾随佣金的中小销售机构将面临较大盈利考验。渠道竞争层面，新规明确基金管理人直销自身产品可免认申购费及销售服务费，叠加行业机构投资者直销服务平台（FISP平台）的建立，直销渠道的成本优势显著凸显，预计将分流部分对成本敏感的机构及个人投资者，代销机构的市场份额可能进一步收缩。转型方向上，新规推动销售机构从“重规模、重流量”向“重服务、重保有”转变，未来机构需摒弃单纯的产品销售思维，通过提升资产配置建议、投资顾问服务等专业能力，从“卖产品”转向“提供解决方案”，才能在竞争中立足，而ETF因豁免赎回费的优势，其销售竞争力将进一步提升，有望成为头部销售机构的重点布局领域。
- **从行业生态来看，推动公募基金迈向高质量发展新阶段，加速行业分化整合。**对基金管理人而言，中小公司短期内将面临收入下降的经营压力，但新规通过设置差异化客户维护费支付比例上限（鼓励发展权益类基金），倒逼管理人将核心精力聚焦于提升投资管理能力，通过业绩表现而非渠道优势吸引投资者，强化了“业绩为王”的竞争逻辑。行业格局层面，

中小机构的核心投研能力和服务能力将面临更大压力，行业资源将进一步向头部机构集中，推动行业集中度提升。生态优化层面，新规明确基金销售结算资金利息归属于投资者、禁止歧视性销售等条款，进一步净化了行业环境，解决了长期存在的“赎旧买新”、“双重收费”等行业顽疾。同时，费率改革形成的立体降费体系，显著提升了公募基金的行业竞争力，有助于引导更多居民财富通过公募基金进入资本市场，为行业赋能居民财富管理、服务实体经济发展奠定了坚实基础。

- **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。

图1 公募基金销售费率改革细则梳理

费率类型	意见稿	正式稿
认申购费率	股票型基金 0.80%	主动偏股型基金 0.80%
	混合型基金 0.50%	其他混合型基金 0.50%
	债券型基金 0.30%	指数型基金 0.30%
		债券型基金 0.30%
赎回费率	持有期限（天）	费率
	[0,7)	1.50%
	[7,30)	1.00%
	[30,180)	0.50%
	≥ 180	0.00%
	赎回费全额计入基金财产	
	ETF、同业存单基金、货基另行约定	
销售服务费率	股票型、混合型基金	0.40%
	指数型、债券型基金	0.20%
	货币市场基金	0.15%
	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，不再收取销售服务费	除货币市场基金及证监会认可的其他基金外，所有类型基金持有满一年均不再收取销售服务费
客户维护费率 (客户维护费/基金管理费)	个人投资者	50%
	非个人投资者	股票型基金、混合型基金 30%
		其他基金 15%

资料来源：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