

## 宏观点评

日期： 2023.12.11

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

### 相关研究

- 《以进促稳、先立后破——12月政治局会议点评》(2023/12/8)

# 如何理解公募交易管理新规

## 事件描述

证监会 12 月 8 日就《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》（以下简称“规定”）公开征求意见。

## 事件点评

**要点一：大幅调降证券交易佣金费率水平。**目前市场平均股票交易佣金费率约为万分之 2.5，而多数基金的交易佣金费率为万分之 8。在新规之下，基金的佣金费率上限将下降至万分之 5 左右，券商机构佣金的收入将锐减。在此背景下，研究实力雄厚的大型卖方机构可能会要求公募基金将佣金分配更加集中化以弥补佣金费率的下降，小型卖方机构则面临更大的生存挑战，卖方生态将受到巨大冲击，马太效应将愈加明显。

**要点二：降低证券交易佣金分配比例上限。**目前一家基金管理人通过一家证券公司进行交易的佣金总额占比上限是百分之三十。比较普遍的现象是券商的基金子公司通常会给母公司贡献百分之三十的佣金。在新规之后，基金的券商母公司获得的子公司佣金将减半，大型卖方机构在单个基金获得的收入也将受到限制，理论上利好小券商。不过我们认为即使是百分之十五的上限，也难以惠及到很多家券商，小券商获得佣金的难度仍大。

**要点三：强化基金管理人、证券公司内部制度要求。**对于基金公司而言，禁止使用软佣，意味着软佣服务的成本将由自己支付，基金公司的支出将大大增加，对于相关服务的需求也需要大幅压缩。对于券商而言，靠卖基金来获取佣金收入的模式也将被终结。研究实力将成为赚取佣金的核心竞争力。很多研究实力不强、主要以卖基金来获取收入的券商将面临巨大的挑战。未来基金的销售量将不再是券商交易佣金收入的来源，基金的保有量才能有助于券商的收入。基金投顾业务将迎来较大的发展契机。券商的业务模式将从“卖方代销”向“买方投顾”转变。

**要点四：明确基金管理人层面信息披露内容和要求。**证监会要求基金公司对相关信息进行详细的披露，旨在进行更全面的监管，保证各项规则有效执行。从中央金融工作会议的指导方向和证监会的一系列举措来看，目前证监会对推行相应改革的决心较强，政策落实的效果有保证。

**基金和券商的合作模式将发生巨大变革。**证监会出台《规定》旨在降低交易佣金来向广大基民让利，同时规范交易佣金的使用范围，使佣金真正使用在研究服务上，提高卖方研究服务和买方投资水平。在新规的背景下，券商的卖方研究所可能会经历较强的供给侧改革。研究实力不够强的中小卖方研究所可能难以存活，需要考虑业务转型。注册制改革之后，券商的研究业务在整个业务链上的重要性大大提升。我们认为未来券商研究所将从单一的对机构的业务模式转向对机构、个人和产业研究的有机结合，中小券商研究更要突出特色化，避免盲目扩张。大方向上是由卖方研究向买方研究转型。公募基金则需开源节流，节约对投研帮助较小的服务需求。

**风险提示：** 政策落实情况不及预期。

## 公募基金费率改革进入第二阶段

证监会12月8日就《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》（以下简称“规定”）公开征求意见。《规定》对**证券交易佣金费率、佣金分配比例、基金管理人和证券公司内部制度、基金管理人层面的信息披露内容和要求**等方面制定了明确的规范。

根据上海证券报报道，公募基金费率改革分为三个阶段：第一阶段是基金管理人管理费用的改革。今年7月7日，证监会印发《公募基金行业费率改革工作方案》，制定了基金管理费用的新规则。第二阶段是基金交易费用的改革。12月8日的《规定》即是第二阶段改革的方案。第三阶段是基金销售费用的改革。目前尚未开始，预计于2024年底前完成。

我们认为本次《规定》的落地将给基金和券商的合作及运营模式带来深刻的影响。二级市场的投研体系将发生巨大的变革。

### 要点一：大幅调降证券交易佣金费率水平

《规定》第四条指出：基金管理人管理的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，且不得通过交易佣金支付研究服务等其他费用；其他类型基金通过交易佣金支付研究服务费用的，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。

目前市场平均股票交易佣金费率约为万分之2.5，而多数基金的交易佣金费率为万分之8。在新规之下，基金的佣金费率上限将下降至万分之5左右，券商机构佣金的收入将锐减。在此背景下，研究实力雄厚的大型卖方机构可能会要求公募基金将佣金分配更加集中化以弥补佣金费率的下降，小型卖方机构则面临更大的生存挑战，卖方生态将受到巨大冲击，马太效应将愈加明显。

### 要点二：降低证券交易佣金分配比例上限

《规定》第五条指出：一家基金管理人通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额，不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之十五。证券公司控股的证券经纪业务子公司纳入母公司合并计算。股票型、混合型基金管理规模合计未达到十亿元人民币的基金管理人，不受前款比例限制，但通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额，不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之三十。

目前一家基金管理人通过一家证券公司进行交易的佣金总额占比上限是百分之三十。比较普遍的现象是券商的基金子公司通常会给母公司贡献百分之三十的佣金。在新规之后，基金的券商母公司获得的子公司佣金将减半，大型卖方机构在单个基金获得的收入也将受到限制，理论上利好小券商。不过我们认为即使是百分之十五的上限，也难以惠及到很多家券商，小券商获得佣金的难度仍大。

《规定》第六条指出：基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，原则上不适用第五条的规定。基金管理人新增租用交易单元模式进行证券交易的，对应基金产品证券交易佣金比例应当自第二年起满足第五条规定。

采用券商交易模式的基金（券结），对相应券商的佣金分成比例不受百分之十五的限制。这样，基金与券商之间可以通过券结的合作模式绕开第五条的限制。我们认为未来券结基金将成为基金管理人**与有实力的券商进行深度绑定的重要方式**，可能会是大型券商大力发展的方向。

### 要点三：强化基金管理人、证券公司内部制度要求

《规定》第七条指出：基金管理人应当建立健全证券公司选择、协议签订、服务评价、交易

佣金分配等管理制度，严禁将证券公司选择、交易单元租用、交易佣金分配等与基金销售规模、保有规模挂钩，严禁以任何形式向证券公司承诺基金证券交易量及佣金或利用交易佣金与证券公司进行利益交换，严禁使用交易佣金向第三方转移支付费用，包括但不限于使用外部专家咨询、金融终端、研报平台、数据库等产生的费用。基金管理人应当建立交易、投研、销售等业务隔离机制，基金销售业务人员不得参与证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等业务环节。

这一条对基金和券商的合作模式影响非常大。基金公司使用交易佣金支付专家咨询、金融终端等服务的模式俗称“软佣”。目前基金对券商的佣金分仓中，研究服务、软佣服务和产品销售三分天下。而这一规定将后两者全部禁止，佣金只限于支付研究服务，对行业的业务结构将产生深刻影响。对于基金公司而言，禁止使用软佣，意味着软佣服务的成本将由自己支付，基金公司的支出将大大增加，对于相关服务的需求也需要大幅压缩。对于券商而言，靠卖基金来获取佣金收入的模式也将被终结。研究实力将成为赚取佣金的核心竞争力。很多研究实力不强、主要以卖基金来获取收入的券商将面临巨大的挑战。对于卖方研究所而言，这样的佣金分配制度能在一定程度上缓解佣金费率下调带来的冲击。

《规定》第二条指出：基金管理人应当建立健全提供证券交易、证券研究报告服务（以下简称研究服务）的证券公司选择机制，选择财务状况良好，经营行为规范，交易能力、研究实力较强的证券公司参与证券交易。

这一条明确指出基金公司应与研究实力强的证券公司合作。众多研究实力不足的小型券商未来将更加难以获得佣金收入。

《规定》第十一条指出：证券公司应当建立健全科学合理的薪酬绩效考核制度，重点考核销售部门、分支机构、从业人员的合规展业、销售保有规模、投资者长期投资收益等，不得将基金的证券交易量、交易佣金直接或间接作为销售部门、分支机构的业绩考核指标，也不得与基金销售人员的薪酬绩效挂钩。

这一条与第七条共同限制了基金销售和交易佣金之间的利益互换。未来基金的销售量将不再是券商交易佣金收入的来源，基金的保有量才能有助于券商的收入。基金投顾业务将迎来较大的发展契机。券商的业务模式将从“卖方代销”向“买方投顾”转变。

## 要点四：明确基金管理人层面信息披露内容和要求

《规定》第九条指出：基金管理人应当于每年3月31日前，在官方网站公开披露选择证券公司的标准和程序、与提供服务的证券公司的关联关系、股票交易佣金费率、交易量年度汇总及分配明细、交易佣金年度汇总支出及分配明细等信息。有关信息披露格式与内容由基金业协会另行公布。

尽管多项规定对基金公司和券商的业务模式进行了颠覆性的变革，但由于很多具体细节的监控难度较大，政策执行的力度和有效性存在一定不确定性。证监会要求基金公司对相关信息进行详细的披露，旨在进行更全面的监管，保证各项规则有效执行。从中央金融工作会议的指导方向和证监会的一系列举措来看，目前证监会对推行相应改革的决心较强，政策落实的效果有保证。

## 基金和券商的合作模式将发生巨大变革

一直以来，基金与券商的合作模式存在着“利益不匹配”的问题。基金使用交易佣金支付券商的各项服务。由于交易佣金本质上是属于广大基民的资产，所以基金管理人实际上是在使用基民的钱来支付券商的服务。这种利益错位就容易导致交易佣金被不合理地使用，导致很多行业乱象。证监会出台《规定》旨在降低交易佣金来向广大基民让利，同时规范交易佣金的使用范围，使佣金真正使用在研究服务上，提高卖方研究服务和买方投资水平。

在新规的背景下，券商的卖方研究所可能会经历较强的供给侧改革。研究实力不够强的中小卖方研究所可能难以存活，需要考虑业务转型。对于券商的研究业务而言，其可以发展的方向有三个：对机构（买方）的服务，对个人（财富管理）的服务，以及与公司自身相关的产业研究。过去多年中，卖方研究所的主要焦点都在机构服务上。但注册制改革之后，券商的研究业务在整个业务链上的重要性大大提升，比如研究所提供的投价报告成为注册制下 IPO 的重要一环。所以我们认为未来券商研究所将从单一的对机构的业务模式转向对机构、个人和产业研究的有机结合，中小券商研究更要突出特色化，避免盲目扩张。大方向上是由卖方研究向买方研究转型。

公募基金则需开源节流，节约对投研帮助较小的服务需求，并和研究实力较强的大型券商深度绑定，更大力度发展券结基金。

## 风险提示

政策落实情况不及预期。

## 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:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 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:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

## 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		Ratings	Definitions
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.	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: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai  
 Postcode: 200120

### Shenzhen

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

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
 Postcode: 100037