

非银金融

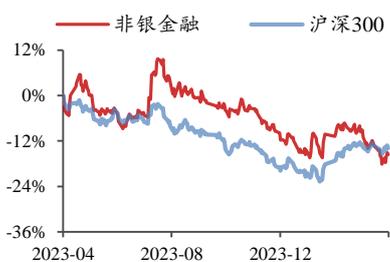
2024年04月20日

强化佣金分配监管，加速渠道向买方模式转型

——公募交易佣金落地点评

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《新“国九条”突出严管强基，推动高质量发展—行业周报》-2024.4.14
- 《推动资本市场高质量发展，关注券商结构性机会—资本市场新“国九条”及证监会配套政策点评》-2024.4.13
- 《投资收益支撑业绩，关注券商结构性机会—证券行业 2023 年报综述暨 2024Q1 前瞻》-2024.4.9

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

事件：2024年4月19日证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，首次股票交易佣金费率调降准备工作将于7月1日前完成。

● 正式稿严监管佣金分配，压实各方责任，佣金降幅超过此前预期

政策主要内容包括：(1) 调降基金股票交易佣金费率；(2) 降低基金管理人对单一券商交易佣金分配比例上限；(3) 全面强化基金管理人、证券公司相关合规内控要求；(4) 明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求。(具体见附表)

落地文件较征求意见稿的增量内容为：(1) 在此前要求“被动股票型基金交易佣金不得支付研究服务”基础上，新增不得支付“流动性服务”(券商ETF做市)。

(2) 在“股票交易佣金率原则上不得超市场平均佣金率两倍”基础上，明确“不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用。”(3) 在此前“券结模式基金不适用分配比例上限”基础上，明确“基金管理人不得通过转换存续基金证券交易模式等方式规避佣金分配比例上限要求”，驱动存量超单一分配上限的佣金向行业分流。(4) 明确“允许券结基金使用交易佣金向第三方证券公司支付研究服务费用。”(5) 在“基金管理人不得使用交易佣金向第三方转移支付费用”基础上，新增“证券公司不得使用交易佣金为基金管理人违规向第三方转移支付费用”表述，体现监管重视违规第三方转移支付，保护投资者合法权益。(6) 公募交易佣金合规管理职责从征求意见稿的“督察长”变为正式稿的“总经理、合规负责人”。

政策进一步降低基金投资者交易成本：据中证报报道，《规定》实施后，以2023年静态数据测算，公募基金年度股票交易佣金总额降幅达38%，2024年、2025年将分别为投资者节省32亿元、64亿元成本。2023年公募总佣金168亿元，同比-11%，机构佣金率为万7.3，预计调降后机构佣金率为万4.5。降佣带来总佣金体量收缩，公募、渠道、卖方研究、软件等业务链上细分行业马太效应或加剧。以64亿佣金收入减少测算，对2023年证券行业收入影响-1.6%，影响较小。

● 禁止佣金用于渠道返佣与违规三方支付，支持交易能力、研究服务

(1) 政策明确禁止交易佣金用于渠道返佣和违规第三方转移支付，允许用于研究服务。正式稿表述更加严格，从公募和券商两端严格规范佣金分配。监管表态证监会及派出机构将全面加强监管，对违规行为从严从重问责，压实托管人责任。研究分佣占比的提升或能较大程度对冲佣金总量的下降，对研究佣金盘子影响或较小；券商渠道端或加快向买方模式转型，从重销售向重保有转变，基金投顾和券结模式有望发展提速。部分渠道及转移支付成本或内化至公募，一定程度上或增加基金公司的成本支出。(2) 单一基金管理人给予单一券商佣金上限由30%降至15%，超限佣金或向行业分流。券结模式基金不受该分配比例限制影响。(3) 2B金融终端收入或承压，竞争加剧下产品价格或有下降，关注低价替代效应。

● 关注2024年第三阶段渠道费改政策，利于降低公募基金渠道费用

公募管理费和托管费、交易佣金先后调降，第三阶段渠道费改或提上日程，行业综合费率稳步下降。基金代销尾佣(管理费分成)比例或面临压降(市场有一定预期)，对三方、银行等代销收入带来一定压力，利好基金公司降低渠道费用。

● 风险提示：政策落地和执行具有不确定性。

附表 1：正式稿进一步规范公募交易佣金分配及管理，利于降低基金投资者交易成本

序号	要点	详情
1	调降基金股票交易佣金费率	<p>(1) 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、【流动性】服务等其他费用。</p> <p>(2) 其他类型基金可以通过交易佣金支付研究服务费用，但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，【且不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用】。</p> <p>(3) 明确平均佣金费率水平的发布机制。由证券业协会根据行业交易佣金费率变化情况定期测算，行业机构在规定期限内相应调整。</p>
2	降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限	<p>(1) 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 15%（原 30%）。对权益类基金管理规模不足 10 亿元的管理人，维持佣金分配比例上限 30%。证券公司控股的【境内】证券经纪业务子公司纳入母公司合并计算。</p> <p>(2) 基金管理人管理的采用券商交易模式的基金不适用上述分配比例规定。【基金管理人不得通过转换存续基金证券交易模式等方式，规避该条规定】。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上述规定。</p>
3	全面强化基金管理人相关合规内控要求	<p>(1) 要求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。</p> <p>(2) 基金管理人不得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。【基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，使用交易佣金向第三方证券公司支付研究服务费用的除外。】证监会及派出机构将全面加强交易行为监管，对相关违规行为从严从重问责。</p> <p>【3】【基金管理人委托货币经纪公司为基金提供经纪服务的，相关服务费用不得从基金资产中列支。】</p> <p>(4) 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。</p> <p>(5) 【基金管理人的总经理、合规负责人等高级管理人员】（征求意见稿为“督察长”）应当认真履行合规管理职责，【合规负责人】对本公司证券交易涉及的证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配、投资运作管理，以及存续基金转换交易模式等进行合规性审查。</p>
4	全面强化证券公司相关合规内控要求	<p>【1】【证券公司不得使用交易佣金为基金管理人违规向第三方转移支付费用。】证券公司应当加强证券交易服务能力建设，强化人员岗位配置，加大信息系统投入，提供更加安全、便捷、优质的证券交易服务。</p> <p>(2) 证券公司应当建立健全基金销售业务的利益冲突识别、评估和防范机制，有效防范基金销售与证券交易、研究服务等业务的利益冲突。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。</p> <p>(3) 证券公司应当建立健全研究服务内部管理制度，持续强化研究人员等人才队伍建设，提升研究服务专业能力、业务质量和合规水平，严格规范研究服务从业人员执业行为。证券公司应当根据基金管理人等专业机构投资者的研究服务需求，制定相应制度流程，配备充足专业人员，在研报解读、跟踪研究等方面提供专业、审慎的研究服务。</p>
5	完善披露机制	<p>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中国证券投资基金业协会另行公布。</p>

资料来源：证监会、开源证券研究所

注：加粗部分是本次规定在此前征求意见稿基础上新增的内容。

附表 2：以 38%佣金降幅估算，预计市场平均股票交易佣金费率水平为万 2.38

	2023 年	测算	降幅
基金公司总佣金（亿元）	168.35	104.38	-38%
公募机构佣金率	0.0730%	0.0452%	-38%
被动股票指数型佣金	10.03	5.36	-47%
占比	6%	5%	
被动股票指数型佣金率	0.0445%	0.0238%	-47%
其他类型佣金	158.33	99.02	-37%
占比	94%	95%	
其他类型佣金率	0.0760%	0.0476%	-37%

数据来源：Wind、开源证券研究所

附图：2023 年公募总佣金 168 亿元，同比-11%


数据来源：Wind、开源证券研究所

附表 3：超出分配比例上限的佣金或向行业分流

单位：亿元	2022 年
总佣金	188.73
25 家交易佣金分配比例超上限的基金公司总佣金	59.72
交易佣金分配比例超上限的佣金	4.77
占 25 家基金公司总佣金比例	8%
占全市场总佣金比例	3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们统计 44 家上市券商和 7 家佣金排名前 40 的非上市券商共 51 家券商样本以及相应券商旗下共 53 家公募基金数据

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn