

2024年04月23日

超配

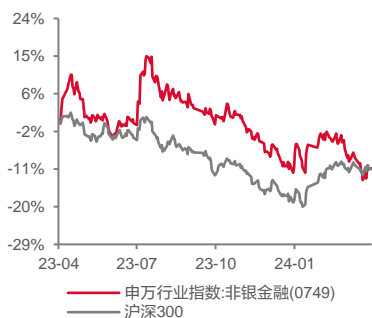
# 公募佣金改革正式落地，回归本源优化市场生态

——非金融行业简评

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

- 1.政策优化助推资本市场发展，新能源车险新规有望改善盈利能力——非金融行业周报（20240415-20240421）
- 2.寿险开门红持续改善，财险回暖增速提升——上市险企2024年3月保费点评
- 3.券商股权变更频出，关注年报预期差下的低估值配置机遇——非金融行业周报（20240325-20240331）

投资要点:

- **事件:** 证监会于4月19日发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，标志着自2023年7月8日公募基金一阶段管理费率 and 托管费率改革、12月9日交易费率改革意见稿之后，二阶段改革的正式落地，新规自2024年7月1日起施行。
- **一阶段费率改革进程跟踪:** 目前高于费率要求的产品数占比仅**1.5%左右**。一阶段费率改革注重在主动权益类基金管理费率和托管费率的调整上，近一年的改革成效显著。据Wind数据显示，截至2024年4月22日全市场管理费率高于1.2%的主动权益类产品数量仅146只，占比1.5%，规模占比1.2%；托管费率高于0.2%的权益类产品数量为149只，占比1.6%，规模占比1.2%。
- **新规较意见稿进一步细化，推动公募回归投研业务本源。** 新规共19条，较意见稿的16条进一步完善，细节优化主要体现在：
  - 1) 在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，同时新增其他类型基金不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用等约束，强调了佣金使用的合规性，杜绝研究服务之外的资源支持，对于成交量较小的ETF产品的流动性支持将显著削弱；
  - 2) 新规明确不得通过结算模式转换规避分配比例上限约束，杜绝迷你产品通过转券商结算模式来进行用佣金换规模的违规操作，推动管理人更加聚焦投研业务发展；
  - 3) 正式规定券商结算基金可使用交易佣金向第三方券商支付研究服务费用，给予券结产品更丰富的投研资源选择；
  - 4) 新增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，进一步保障投资者权益；
  - 5) 新增高管职责要求，并扩大合规性审查范围，将高管利益与业务合规相挂钩，督促其切实履行相应职责。
- **静态测算市场佣金约下滑30%+，“三严禁”推动市场佣金回归研究。** 针对基金年报已披露的交易量、交易佣金等数据，我们进行以下几个维度的测算：
  - 1) **费率测算:** 新规要求除被动股票型之外的其他类型基金交易佣金费率不得超过市场平均的两倍，我们测算公募佣金费率已由2022年的万7.6降至2023年的万7.3，但仍高于市场平均佣金率的2倍（测算得2023中报全市场平均佣金率为万2.7），但从边际来看部分公募已在2023下半年启动合同重新厘定，年末费率较年中的万7.4也有一定下滑。监管明确将组织行业机构于2024年7月1日前完成首次股票交易佣金费率调整，对后续费率调整保持关注。不过需注意的是，全市场股票佣金费率2H2023有一定抬升，我们认为财富管理转型推动下的费率回升趋势已显现并有望持续；
  - 2) **总佣金测算:** 我们以2023年报静态测算，若交易佣金费率下调至万5，则总交易佣金约为115亿元，下降幅度约32%，让利约53亿元；若后续市场回暖带动交易量提升，则让利空间更为可观；

**3) 分配比例下移测算:** 新规明确权益类基金佣金分配比例上限由30%至15% ( 新开户自第二年起需满足, 权益AUM不足10亿元的维持30%不变 ), 此次调整为2007年交易席位制度设立后的首次下调, 调整后对部分大型券商控股基金子公司的直接分仓有所影响。我们以市场公募基金Top60 ( CR60已达89.4% ) 作为样本, 静态测算得2023年全市场约有3.8亿交易佣金将返还市场进行重新分配, 但佣金分配的多元化有望丰富市场参与主体, 促使券商提供更为优质的研究服务, 从而推动行业良性竞争。此外, 新规给予券商结算模式豁免权, 不受分配比例上限约束, 未来此模式有望成为券商破局的增长点;

**4) 市场佣金返还测算:** 新规要求基金管理人“三严禁”, 即严禁将交易佣金分配等与基金销售/保有规模挂钩、严禁向券商承诺佣金或利益交换、严禁使用交易佣金向第三方转移支付费用。现阶段上述行为较为常见, 新规下有望推动公募基金回归“代客理财”的业务本源, 杜绝以规模为大的单一追求, 切实将投资者回报放在首位。我们测算发现虽然交易佣金费率的下调会带来研究佣金的减少, 但若市场佣金全部回归研究 ( 例如在市场佣金占比40%的情况下 ), 则对行业的影响不见得特别悲观。

- **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。

表1 公募基金第二阶段费率改革正式稿梳理

	主要内容
调降基金股票交易佣金费率	<p>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>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2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>市场平均股票交易佣金费率由中国证券业协会定期测算并向行业机构通报。基金管理人与证券公司约定的股票交易佣金费率高于前款规定的，应当在3个月内完成交易佣金费率调整。</p>
降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限	<p>上一年末股票型、混合型基金管理规模合计未达到10亿元人民币的基金管理人，年交易佣金总额分配比例不得超过30%。</p> <p>上一年末股票型、混合型基金管理规模合计达到10亿元人民币的基金管理人，年交易佣金总额分配比例不得超过15%。</p> <p>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>采用券商交易模式的基金无比例限制，新增租用交易单元模式的基金自第二年起需满足佣金比例限制。</p> <p>不得通过转换存续基金证券交易模式等方式，规避分配比例上限规定。</p>
全面强化基金管理人相关合规内控要求	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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>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。</p> <p>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>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>基金管理人的总经理、合规负责人等高级管理人员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>
全面强化证券公司相关合规内控要求	<p>证券公司应当加强交易单元出租、使用等环节的管理，按规定向证券交易场所履行报告等义务，出租交易单元收取的交易佣金不得低于相关服务成本。</p> <p>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。</p> <p>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>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。</p> <p>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> <p>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。</p>
明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求	<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> <p>基金管理人违反佣金分配比例上限的，应当在基金年度报告中进行披露和说明。</p> <p>基金管理人应当妥善保存本公司参与证券交易的文件材料，保存期不少于二十年。</p>

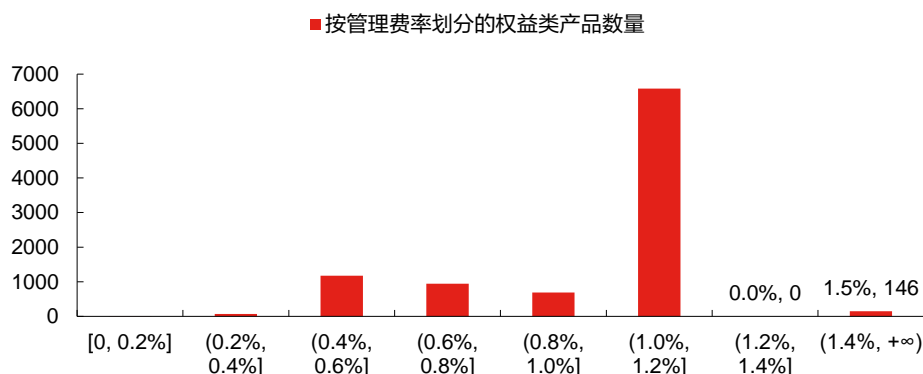
资料来源：证监会，东海证券研究所

表2 公募基金交易费用管理规定与意见稿的主要修订点梳理

条款	主要修订点
第四条	被动股票型基金的股票交易佣金不得支付研究服务（与征求意见稿一致）、流动性服务（新增）等其他费用。
第四条	（新增）其他类型基金不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用。
第五条	对于年交易佣金总额分配比例 15% 上限，证券公司控股的境内（新增“境内”）证券经纪业务子公司纳入母公司合并计算。
第五条	上一年末（新增时间节点）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。
第六条	（新增）基金管理人不得通过转换存续基金证券交易模式等方式，规避第五条规定。
第八条	（新增）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。
第九条	（新增）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。
第十一条	（新增高管职责要求）基金管理人的总经理、合规负责人等高级管理人员应当认真履行合规管理职责，合规负责人（意见稿中为督察长）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、（后面为新增责任）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。
第十三条	（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。

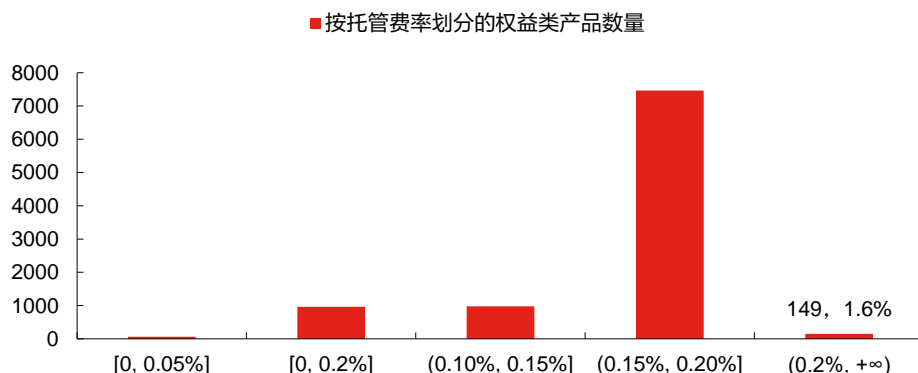
资料来源：证监会，东海证券研究所

图1 按管理费率划分的权益类产品数量（截至 2024 年 4 月 22 日）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 按托管费率划分的权益类产品数量（截至 2024 年 4 月 22 日）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表3 公募基金与全市场佣金率测算

(亿元)	公募基金 交易佣金	券商经纪 净收入	公募基金/券商 经纪净收入	公募基金 股票成交额	全市场 股票成交额	机构 佣金率	全市场 佣金率
2018	72	623	11.5%	85,980	897,132	0.08373%	0.03475%
2019	77	788	9.8%	94,493	1,269,322	0.08131%	0.03103%
2020	139	1,161	12.0%	177,263	2,061,075	0.07863%	0.02817%
2021	223	1,545	14.4%	283,301	2,572,526	0.07856%	0.03003%
2022H1	94	583	16.1%	123,006	1,142,287	0.07628%	0.02552%
2022	189	1,303	14.5%	248,983	2,239,616	0.07580%	0.02910%
2023H1	97	523	18.5%	130,354	1,112,581	0.07422%	0.02351%
2023	168	1,128	14.9%	230,722	2,121,416	0.07297%	0.02658%

资料来源：Wind，东海证券研究所

表4 不同类型产品交易佣金调整前后对比

	交易量 (亿元)	交易佣金 (亿元)	佣金费率	假设调整后 费率	调整后佣金 (亿元)	节约佣金 (亿元)	下降幅度
全市场							
2022	248,970	189	0.0758%	0.050%	124	64	34.0%
2023	230,714	168	0.0729%	0.050%	115	53	31.5%
权益类（剔除被动股票型之后的股票型基金+混合型基金）							
2022	211,928	166	0.0782%	0.050%	106	60	36.1%
2023	193,820	148	0.0761%	0.050%	97	51	34.3%
被动型（指数型开放式基金）							
2022	19,925	10	0.0498%	-	-	-	-
2023	22,522	10	0.0445%	-	-	-	-

注：全市场统计口径为开放式基金（非货币），权益类统计口径为 Wind 开放式基金分类中剔除被动股票型之后的股票型基金+混合型基金之和，被动型统计口径为 Wind 开放式基金分类中股票型基金项下的被动指数型基金。

资料来源：Wind，东海证券研究所

表5 不同市场佣金占比下的纯研究佣金测算

(亿元)	新规前 交易佣金	市场佣金占比 30%				市场佣金占比 40%			
		市场佣金	纯研究佣 金	新规后纯 研究佣金	变化	市场佣金	纯研究佣 金	新规后纯 研究佣金	变化
全市场									
2022	189	57	132	124	-8	75	113	124	11
2023	168	50	118	115	-2	67	101	115	14
权益类（剔除被动股票型之后的股票型基金+混合型基金）									
2022	166	50	116	106	-10	66	99	106	6
2023	148	44	103	97	-6	59	89	97	8

注：全市场统计口径为开放式基金（非货币），权益类统计口径为 Wind 开放式基金分类中剔除被动股票型之后的股票型基金+混合型基金之和。

资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 超过 15%分配比例的分仓超标梳理 (2023 年)

证券公司	基金管理人	交易佣金 (万元)	占比	15%上限下的 佣金(万元)	减少佣金 (万元)	合计减少佣金 (万元)
中信证券	华夏基金	16,676	28.3%	8,850	7,826	7,826
招商证券	招商基金	8,620	20.7%	6,260	2,360	4,856
	博时基金	8,504	21.2%	6,007	2,496	
东方证券	汇添富基金	9,483	16.9%	8,423	1,060	4,250
	东方红资管	7,287	26.7%	4,097	3,190	
中泰证券	万家基金	10,001	25.7%	5,830	4,172	4,172
兴业证券	兴证全球基金	9,087	24.9%	5,466	3,621	3,621
国泰君安	华安基金	10,407	21.0%	7,440	2,967	2,967
国信证券	鹏华基金	8,670	19.7%	6,599	2,070	2,070
广发证券	国金基金	3,900	31.9%	1,831	2,069	2,069
	安信基金	1,883	25.0%	1,131	752	
国投证券	永赢基金	1,989	25.0%	1,192	797	1,548
长江证券	长信基金	3,205	27.1%	1,776	1,429	1,429
申万宏源	申万菱信基金	2,935	27.9%	1,579	1,357	1,357
海通证券	海富通基金	3,483	23.2%	2,252	1,231	1,231
光大基金	光大保德信基金	2,185	26.1%	1,254	931	931
华泰证券	华泰柏瑞基金	4,627	15.1%	4,591	35	35
<b>合计</b>						<b>38,363</b>

注：以市场公募基金 Top60 (CR60 已达 89.4%) 作为统计样本

资料来源：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中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](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](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089