

# 公募费率改革激荡证券业 “销售换佣金”模式或被颠覆

证券时报记者 谭楚丹 许盈

上周五,证监会发布了《关于加强公募基金证券交易管理的规定(征求意见稿)》(简称《征求意见稿》)。文件一出,备受市场关注。

“此次改革将对券商与公募基金合作模式产生巨大影响。”上海一家小型券商财富管理业务负责人表示。其中,券商多年来“基金销售换交易佣金”的商业模式或被颠覆。券商与基金的合作模式未来将产生怎样的变化值得关注。多位券商人士认为,大型券商受影响程度较大,不过大券商也普遍愿意投入更多力量进行产品研究与客户服务,新规若正式落地或有利于引导券商业务长期高质量发展。

此外,从券商内部考核而言,代销考核机制将面临调整——基金销售与交易佣金脱钩,受访人士认为“保有量”指标才是关键。实际上,近年来,已有多家券商尝试调整考核机制,加大对AUM(资产管理规模)的考核。

## 全行业面临“缩水”冲击

对于《征求意见稿》,券商财富管理业务人士认为,其中对行业影响较大的条款有:整体降低公募基金证券交易佣金费率且实施动态调整;禁止渠道返佣;禁止转移支付。

在业内人士看来,这意味着券商整体交易佣金收入将受到冲击,面临“缩水”压力,尤其是部分过于依赖交易佣金的券商。据悉,若以2022年数据测算,公募基金股票交易佣金总额将由188.68亿元下降至126.36亿元,降幅为33.03%。

与此同时,《征求意见稿》也让“基金销售换交易佣金”的商业模式可能无以为继。《征求意见稿》明确提出,公募基金“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”。

谈及《征求意见稿》的影响,一家已上市的中型券商财富管理部人士向证券时报记者表示,由于其供职的公募基金销售规模不大,所以影响有限。“在我们看来,头部券商受到的影响会比较大。”

上海一家小型券商的财富管理业务负责人也有相似观点,认为大型券商由于销售规模大,或在总量上受到更大的影响。此外,由于新规明确要求公募基金“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”,也指引大家选择行业内相对靠前的券商,或对中等偏上的券商形成一定利好,对尾部券商则是利空。

上海一家大型券商金融产品部总经理分析,“我们受影响的程度(佣金收入下滑的比例)预计和行业的平均水平差不多。”

## 重新审视券商与公募产业链

《征求意见稿》将“基金销售与交易佣金”解绑,将券商与公募产业链中的核心利益打破,这也意味着券商与公募基金之间的关系及商业模式面临新的动态平衡。

“以后可能不会被下任务强行卖首发基金了。”一家大型券商投顾业务人士告诉证券时报记者,其苦于近年来供职单位“重首发、轻持营”的销售风气。另有业内人士表示,随着交易佣金不能用于利益交换,传统注重基金首发的销售策略将难以维系。

据悉,以ETF(交易型开放式指数基金)销售为例,由于ETF是马太效应很强的基金品种,基金公司为了争取先发优势,往往不惜血本向券商以交易置换基金销售规模。而券商在ETF首发中由于获得的对价高,而从管理费中获得的分成很低,因此也倾向于完成创收更高的首发业务。

在上述投顾业务人士看来,从实践情况看,一些购买首发基金的客户持有体验并不好,“以后基金销售与交易佣金脱钩后,也许会倒逼券商把

更多精力放在持营上。”

另一位小型券商经纪业务人士有不同观点,认为“重首发”的现状要在短时间内改变或仍有难度,“因为基金公司确保产品成立的压力,高佣金之下会促使销售人员更多地卖新基金。打破‘重首发’现状或许需要更进一步的政策出台,比如规定首发基金给券商的尾佣不得高于老基金,也就是说同类产品的销售与管理机构的佣金要拉平,这样才能彻底改变现状。”

证券时报记者从多家券商人士处获悉,实际上,部分券商近年来已致力于提高对持营基金的重视程度,逐渐改变“重首发、轻持营”的格局。

尽管“重首发”的销售策略可能会面临变化,但多名受访券商认为,券商与基金公司在基金销售方面仍然是紧密的合作关系。在资源交换问题上,券商的代销优势除了交换基金公司的交易佣金外,实际上还有其他的合作点。前述中型券商财富管理业务人士认为,一是研究服务;二是券结业务,预计未来更多的首发基金会采用券结+银行三方代销的模式;三是基金投顾。

“券商在基金销售领域最大优势在于它对基金产品的研究能力。尤其是大券商愿意投入很大研究力量来进行产品的配置与推荐工作。”上述上海大型券商金融产品部总经理表示,“整体而言,在基金销售业务上,券商与基金公司共同目标仍然是要服务好基民。”

## 考核导向将往何处去?

券商的基金销售与交易佣金的解绑产生的另一个问题,是券商内部考核机制的重塑。

《征求意见稿》明确提出,券商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。

若与交易佣金脱钩,未来券商基金代销考核机制会有怎样的演化?对此,多名受访人士有着一致共识,认为未来将重点考核保有量,此外可能还会考核后端的尾随佣金等。

前述上海大型券商金融产品部总经理表示,上述规定能引导各券商建立更好的考核方式。“不管是销售部门、分支机构还是从业人员,都不能简单地考核交易量,而是应该重点考

上周五,证监会发布了《关于加强公募基金证券交易管理的规定(征求意见稿)》。文件一出,备受市场关注。券商认为,此次改革将对券商与公募基金的合作模式产生巨大影响。

机构名称	股票+混合公募基金保有规模(亿元)	非货币市场公募基金保有规模(亿元)
中信证券	1510	1900
华泰证券	1352	1587
广发证券	847	1059
中信建投证券	767	849
招商证券	744	825
中国银河证券	638	672
平安证券	599	637
国泰君安证券	517	672
国信证券	516	552
海通证券	433	491

券商多年来“基金销售换交易佣金”的商业模式或被颠覆。多位券商人士认为,大型券商受影响程度较大,不过大券商也普遍愿意投入更多力量进行产品研究与客户服务,新规落地或有利于引导券商业务长期高质量发展。

从券商内部考核而言,基金代销考核机制将面临调整——基金销售与交易佣金脱钩。受访人士认为“保有量”指标才是关键。实际上,近年来,已有多家券商尝试调整考核机制,加大对AUM(资产管理规模)的考核。

图虫创意/供图 谭楚丹/制表 周清宇/制图

合规展业、销售保有规模、投资者长期持有收益等指标。未来要明确将销售人员利益与投资者利益绑定。”

“从海外经验看,亦有相似路径。美国在上世纪80年代之前以基于交易收费(如申赎费)为主。之后,过渡到按照保有量收费的模式。2000年以后则转向买方投顾模式,基于账户来收费。”前述金融产品部总经理介绍。

业内有观点称,上述《征求意见

稿》未来若落地,或将推动买方投顾进一步崛起。中金公司非银分析师表示,“我们认为,基金销售与公募交易佣金解绑,将进一步净化基金销售的行业环境,唯有坚持买方投顾模式的财富管理机构方能获得客户青睐并实现AUM保有量的稳健增长。”

“以客户为中心提供服务”正是财富管理本质的核心,多名受访人士表示,高附加值的服务将从基金销售

往泛财富管理、投顾服务费转移。

一家头部券商基金投顾业务人士表示,客观来说,降低佣金成本、鼓励保有规模和投资者长期收益的导向,将为基金投顾创造更为有利的发展条件。随着这些要素的聚集,对基金投顾的未来可以有更多的期待,“当下还不敢说基金投顾将迎来春天,不过这个冬天,起码星星之火成小火苗了。”

# 卖方研究竞争格局面临重塑 软佣将退出江湖

证券时报记者 杨庆婉

继下调管理费之后,公募基金行业费率改革的第二步“降佣”如期而至,与证券交易佣金息息相关的卖方研究竞争格局将重新洗牌,用交易佣金支付研究服务费用的商业模式也可能发生改变。

上周五,证监会发布的《关于加强公募基金证券交易管理的规定(征求意见稿)》(简称《征求意见稿》),用“三个严禁”来防范基金销售与证券交易、研究服务等业务的利益冲突,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,软佣可能将彻底退出江湖。

## 交易佣金或大幅减少

近几年,公募基金行业份额和规模增长迅速,但受市场影响赚钱效应不明显,基民体验普遍不佳。今年7月,证监会启动公募基金行业费率改革,先降管理费,再降交易佣金。随着《征求意见稿》的发布——第二步“降佣”如期而至,合理调降公募基金的证券交易佣金费率,降低单一券商

的分配比例,严禁使用交易佣金向第三方转移支付费用等。

券商卖方研究所的主要收入来源是为公募基金提供研究服务以赚取研究佣金,并主要通过证券交易佣金的方式支付。公募基金支付给券商的证券交易佣金,一部分属于代销基金、尾随佣金等市场佣金;另一部分属于研究佣金,不同的券商按照各自的业务禀赋比例有所不同。研究实力强的券商市场佣金和研究佣金可能达到5:5,市场销售能力强的则可能是8:2。从全行业平均来看,研究佣金的比例低于市场佣金。

一位中小券商研究所所长预测,从静态看,公募基金交易佣金总量将减少35%左右,“预计2024年A股市场表现可能是先抑后扬,若公募基金的交易量回升15%左右,能抵消至少1/3的佣金率下降的损失。”

## 软佣将被叫停

《征求意见稿》除了下调交易佣金率外,还降低公募基金向单一券商支付佣金的分配比例,并严禁开展软佣服务。

对权益类基金管理规模超过10亿元的管理人,通过一家券商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%,这一比例上限原来是30%。券商控股的证券经纪业务子公司纳入母公司合并计算。

这意味着,即使券商旗下控股的公募基金子公司,合理合法给母公司支付的证券交易佣金总额也不能超过

15%。“某些大型券商研究所,旗下公募基金子公司规模领先,每年贡献的佣金以上限计算非常大,以后贡献率也会有所下降。反过来说,这条规定也利好那些研究实力突出,但旗下并没有大型公募基金子公司的券商研究所。”一位头部券商研究所所长表示。不过,这个限制对权益类基金资产管理规模不足10亿元的管理人,还是开了个口子,维持佣金分配比例上限30%。采用券商交易模式的基金,原则上也不适用15%这条规定。

而在过去,卖方研究所可能帮基金公司购买专家咨询服务、Wind或同花顺等金融终端、彭博等数据库等,产生的费用也依然用交易佣金支付,俗称软佣。这一次,软佣可能就此销声匿迹,《征求意见稿》提出的“三个严禁”,就包括严禁使用交易佣金向第三方转移支付费用。

## 卖方研究仍是展业利器

降佣在卖方研究业内早有预期,公募基金费率改革的效果正在发酵,卖方研究的商业模式可能发生改变,竞争格局也会重构。总体上,降费降佣利好基民,也有利于公募基金行业高质量发展,促进证券行业回归本源,是一场促进金融业可持续发展的改革。

上述中小券商研究所所长认为,《征求意见稿》利好研究佣金,只有研究佣金才能名正言顺地获取各类公募基金的分成收入,券商从公募基金获取的证券交易佣金中,市场佣金大概率会下降,研究佣金的比例有望提升。他认为,第三方的专家咨询公司

等各类机构利用部分券商通道,获取大量基金公司佣金,销售返佣更是基金分佣的大头,这次严格限制渠道返佣和转移支付,必将极大压缩这类佣金分成收入。研究佣金将能获得更高比例的佣金分成,另外,销售能力强的中小券商也会更加重视研究所的作用。

不过,从短期来看,费率下降对券商是一大利空,尤其对以研究佣金为主的券商研究所造成冲击。具备较强研究实力的头部券商市场份额会更加集中,中小卖方研究所生存空间受到挤压,展业更加艰难。部分中小卖方研究所可能会退出赛道,转而专注某些有优势的特色产业研究,或者放弃卖方研究,成为以对内服务为主的研究所。

这是关乎券商整体发展战略的问题。业内人士认为,卖方研究仍然是券商开发机构业务的一大利器,尽管人力成本高、前期投入大,但考虑到目前零售业务即散户买卖股票的交易佣金费率已经接近成本线,并且在“一人多户”时代新增有效开户日益困难,很多有意做大做强机构业务的券商也不愿意放弃研究业务。

未来卖方研究所将何去何从?综合各家卖方研究所的探索来看,指望“以量补价”在弱市情况下是不可行的,更多需要节流开源,不排除有以下几种路径:一是,降本增效,重点投入优势和核心行业研究;二是,强化对内服务,改变纯卖方的定位,探索更多研究服务的兑现方式;三是,拓展私募基金、保险资管、海外机构等客户群体,加大服务力度。

## 扛住改革阵痛 证券业当回归本源

证券时报记者 谭楚丹

上周五,《关于加强公募基金证券交易管理的规定(征求意见稿)》(简称《征求意见稿》)发布后,一石激起千层浪,此后的两天,“颠覆”成为证券业内对此新规的主流评价。

交易佣金是基金公司用来置换券商各类资源的唯一资金池。《征求意见稿》剑指券商两大业务的核心环节,深刻影响“基金券商合作销售模式”及“卖方研究销售模式”。监管部门此举有望铲除行业沉疴痼疾,推动证券业加速回归业务本源。

首先,在卖方研究方面,基金公司一直通过分仓派点来交换券商研究服务,导致证券研究行业出现以分仓佣金养人、分析师激励过高、首席速成、频繁跳槽等浮躁现象。这也进一步导致券商布局研究业务成本大幅提高,近年来不少中小型研究所通过高薪挖人、烧钱提高研究排名,以快速获得基金公司更多的研究佣金。

随着《征求意见稿》的推出,公募基金降佣措施将进一步落实,有望改变研究行业乱象。此外,《征求意见稿》提出的费用支出规范化、阳光化,将有效杜绝不规范的操作,比如少数券商依靠投研之外服务获取大额佣金、基金公司内部少数人决定佣金的不合理分配。监管部门的新举措有利于卖方研究生态的建设,推动行业回归研究本质,倒逼券商提高自身研究能力。

另一方面,券商的经纪及财富管理业务同样面临商业模式的变革。现有的“基金销售规模换交易佣金”模式,容易助长券商做大代销规模冲动,助长重首发、轻持营风气,影响投资者的体验。

监管新措施的出台以及考核指挥棒的调整,有助于券商从通道业务转型,真正把握住财富管理的核心——以客户为中心,与客户利益捆绑在一起,通过强化买方投顾能力,提升客户的获得感,帮助客户资产保值和增值。

作为资本市场的重要参与方,券商实际上承担着支持实体经济、为投资者理财的重任,应该时刻牢记金融工作的使命,才能确保金融工作沿着正确方向前进。

此次交易佣金的改革,为证券业更好服务国家重大战略和居民财富管理需求、促进资本市场平稳健康发展指明方向。回归本源,聚焦主业发展,意味着券商要构筑基业长青“护城河”,提高证券交易服务能力,研究服务能力建设来提供更加专业、优质的服务。