



如何认识公募基金费率与规模的关系？

资产管理业专题研究系列之六 | 2019.11.7

中信证券研究部

赵文荣
首席配置分析师
S1010512070002

刘方
组合配置分析师
S1010513080004

张依文
量化策略分析师
S1010517080004

厉海强
首席产品分析师
S1010512010001

王兆宇
首席量化分析师
S1010514080008

姜鹏
金融产品分析师
S1010515090001

朱必远
金融产品分析师
S1010515070004

核心观点

本报告从美国共同基金费率特征及演变模式入手，分析费率变化的原因及与规模的关系，论述国内公募基金降费的必要性与可行性，研究发现低费率品种占比上升是长期费率下降主因，管理成本的下降而非“烧钱”是主动降费的关键，此外投资者结构、市场有效性、基金销售渠道模式都对费率变化有明显影响。

- **投资聚焦：**国内多家公募机构先后降低管理费率，降费成为一个受关注的业务焦点问题。虽然从国际经验看，美国共同基金费率也在持续降低，但由于投资者结构、市场有效性和商业模式等多方面的差异，公募基金降费能否吸引增量资金、哪些公募产品适合降费仍有待细究。
- **美国共同基金费率概况：**各类型基金规模加权平均费率持续下降，规模越大费率越低。1) 2000 年至 2018 年，股票型共同基金规模加权平均费率从 0.99% 降至 0.55%，降幅达 44%，同期混合型和债券型共同基金费率也呈明显下降态势；2) 管理成本决定各类型基金的费率水平。因资金受众面更窄、投资管理难度更大，行业和国际股票型基金及中小盘风格基金的费率一般会更高。
- **为什么美国共同基金费率持续走低？**1) 长牛环境下，规模上涨摊低单位成本，为降低费率创造条件；2) 市场有效性提升、技术进步和政策催化的作用：低费率的指数型共同基金、指数型 ETF 和免佣基金大规模发展，拉低了行业平均费率；3) 结构变化：大体量增量资金持续流入低费率产品带来了行业资产结构调整，这也是美国共同基金行业平均费率走低的主要原因。
- **国内公募基金费率现状：**国内公募基金降费趋势显现，债券型基金尤甚。1) 投资类型：各类型基金规模加权平均费率趋于下降，债券型规模加权平均费率更低；2) 管理方式：除主动管理型股票基金，债券型基金和指数型股票基金的规模加权平均费率均低于简单平均费率。
- **国内公募基金低费率能否吸引资金净流入？**1) 主动管理型股票基金：资金对费率敏感性不高；2) 债券型基金：低费率基金净赎回明显更小；3) 普通股票指数基金和股票 ETF：资金偏好与费率无稳定量化关系，但降费能提高申赎活跃度。此外宽基 ETF 在降费短期窗口内有资金净流入，但可持续性有待观察。
- **中美基金运作环境差异何在？**1) 市场端：市场弱有效使主、被动产品业绩有显著差异，指数基金未能如美国市场受欢迎；2) 资金端：美国共同基金是长期化市场，是退休储蓄的主投资目标；而国内投资者平均持有期短，看重短期业绩；3) 产品端：共同基金销售渠道多样，以退休计划等配置型销售为主，而国内公募基金对代销渠道依赖性强，销售激励对营销偏好影响大。
- **结论与业务建议：**1) 首先公募机构应重视低费率品种的长足发展，如 ETF、普通指数基金、养老目标日期等；2) 成本下降而非“烧钱”是降费主因，提高管理能力，降低运营成本是竞争点；3) 机构持有人占比高的品种，费率更敏感，如债券型基金；4) 主动型股票基金的业绩而非费率是投资者更加关注的因素。
- **风险因素：**持有人机构化进程不及预期；基金代销模式变化较大。

目录

投资聚焦	1
管理成本和管理难度决定长期费率水平	1
共同基金费率构成及基金份额种类	1
美国股票型共同基金费率九连降	2
管理成本和管理难度决定了各类型产品的费率水平	2
为什么美国共同基金费率持续走低？	3
规模角度：规模持续增长摊薄固定费用，为降费奠定基础，形成正反馈	3
结构角度：同风险等级下，低费率产品的不断开发	4
资金偏好：同资产类别中，资金持续流入低费率产品	9
小结：低费率品种开发带来的资产结构显著变化是费率走低的主因	10
国内公募基金降费趋势显现，债券型基金尤甚	11
费率趋于下降，债券型基金规模加权平均费率更低	11
主动型股票基金规模加权平均费率更高	13
国内公募基金低费率能否吸引资金净流入？	14
资金对低费率主动管理型股票基金偏好不明显	15
低费率债券型基金的净赎回更小	15
低费率指数型股票基金申赎活跃度提升，宽基 ETF 短期资金净流入	15
中美基金运作环境差异何在？	18
市场有效性提升利于提高资金对费率的敏感性	18
美国共同基金是长期化市场，国内投资者持有期限偏短	19
美国共同基金以配置型销售为主，国内公募基金更依赖渠道代销	21
结论与业务建议	23
风险因素	25

插图目录

图 1：美国各类型共同基金规模加权平均费率	2
图 2：美国股票型共同基金平均费率	2
图 3：美国主动管理型股票共同基金资产总规模和费率走势	4
图 4：指数型和主动管理型共同基金规模加权平均费率	5
图 5：各类型指数基金规模和总数量（规模单位：万亿美元）	5
图 6：主被动管理方式下各类型基金规模占比	5
图 7：备案的指数型 ETF 规模占比	6
图 8：各类型 ETF 规模和总数量（规模单位：万亿美元）	6
图 9：指数型共同基金和指数型 ETF 市场规模占比	6
图 10：指数型股票 ETF 平均费率	7
图 11：指数型债券 ETF 平均费率	7
图 12：各类型股票 ETF 净发行额（单位：亿美元）	7
图 13：免佣基金（不含 12b-1 费用）在共同基金总销售额中占比	8
图 14：免佣基金净资产总额（单位：十亿美元）	8
图 15：各收费模式下 401(k) 计划的投资占比	9
图 16：免佣基金资金净流入（单位：十亿美元）	9
图 17：国内股票型基金资金净流入（单位：亿美元）	9
图 18：国际股票型基金资金净流入（单位：亿美元）	9
图 19：债券和混合型基金资金净流入（单位：亿美元）	10
图 20：债券型基金规模及其平均费率	10
图 21：我国股票型基金平均费率及规模（单位：百亿元）	13
图 22：我国债券型基金平均费率	13
图 23：我国主动管理型基金平均费率	13
图 24：我国指数型基金平均费率	13
图 25：我国主动管理型股票基金平均费率	14
图 26：我国指数型股票基金平均费率	14
图 27：主动管理型债券基金平均费率	14
图 28：指数型债券基金平均费率	14
图 29：主动管理型股票基金净申购中位数（单位：亿元）	15
图 30：债券型基金净申购中位数（单位：亿元）	15
图 31：普通股票指数型基金净申购中位数（单位：亿元）	16
图 32：股票 ETF 净申购中位数（单位：亿元）	16
图 33：普通股票指数型基金总申赎中位数（单位：亿份）	16
图 34：股票 ETF 总申赎中位数（单位：亿份）	16
图 35：易方达沪深 300ETF 第一次降费前后规模对比	17
图 36：易方达沪深 300ETF 第二次降费前后规模对比	17
图 37：华泰柏瑞中证 500ETF 降费前后规模对比	17
图 38：嘉实中证 500ETF 降费前后规模对比	17
图 39：美国超八成基金公司独立基金顾问	18
图 40：美国基金发起人数变化	18
图 41：中国家庭主要金融资产投资结构	19
图 42：持有共同基金的美国家庭投资者数量及占比	19
图 43：美国长期共同基金持有人结构（单位：万亿美元）	20

图 44: 美国家庭投资者股票共同基金账户结构 (单位: 万亿美元)	20
图 45: 美国家庭投资者持有共同基金的投资目标分布	20
图 46: 国内个人投资者持有单只公募基金的平均时间分布	20
图 47: 2018 年国内各类型基金规模持有人结构	21
图 48: 历年机构投资者投资占比	21
图 49: 美国家庭投资者购买共同基金的首要渠道分布	22
图 50: 国内股票型基金尾随佣金水平 (单位: 亿元)	22
图 51: 国内混合型基金尾随佣金水平 (单位: 亿元)	22
图 52: 国内债券型基金尾随佣金水平 (单位: 亿元)	22
图 53: 美国股票 ETF 规模与数量统计 (单位: 百亿美元)	23
图 54: 美国目标日期基金规模与数量 (单位: 百亿美元)	23
图 55: 指数型和主动管理型共同基金的平均规模及数量占比 (规模单位: 亿美元)	24
图 56: 国内主动管理型股票基金尾随佣金水平 (单位: 亿元)	25

表格目录

表 1: 美国共同基金销售费用收费模式	1
表 2: 2018 年各类型共同基金的费率分布	3
表 3: 美国共同基金平均费率对比	11
表 4: 2019 年以来公募降费产品明细	26

■ 投资聚焦

随着国内公募基金的不断发展和对未来资管产品扩容的预期，行业竞争愈发激烈，降低基金费率成为基金公司吸引投资者的重要手段之一。新发基金的费率频频创出新低，存量基金开始出现调低费率来应对的状况。其中指数型产品首当其冲，继部分指数基金出现 0.15% 的低管理费率后，多家大中型基金公司的产品也先后出现主动降费。主动权益产品市场出现了管理费 1% 以下的产品，此后申万菱信、长信基金、华商基金和中欧基金等基金公司的部分产品费率出现跟调现象。

从美国共同基金发展来看，费率降低是大势所趋。据 ICI 统计，2000 年至 2018 年，美国股票型共同基金平均费率从 0.99% 降至 0.55%，降幅达 44%；同期，混合型和债券型共同基金的费率也有不同程度的降低，分别从 0.89% 和 0.76% 降至 0.66% 和 0.48%。具体到管理人，2018 年先锋基金（Vanguard）旗下产品的平均费率仅为 0.09%，比 2017 年下降 0.01%，道富（State Street）和贝莱德（BlackRock）分别以 0.17% 和 0.30% 的平均费率紧跟其后。

目前国内公募基金费率跟海外成熟市场差距较大。随着中国金融市场及基金业的进一步开放，未来海外资管机构陆续进入中国市场，预计会催化国内公募基金费率的下调。但由于国内外市场有效性、立体化程度、政策环境、投资者结构及产品销售体系的较大差异，降费带来的规模效应值得探讨。我们通过研究美国共同基金降费原因、费率结构、及政策环境，结合国内公募基金费率变化、市场对“价格战”的反应，分析国内基金管理费率的状况及变化趋势中的差异性，从而对公募基金产品布局和业务开展给出一些参考建议。

■ 管理成本和管理难度决定长期费率水平

共同基金费率构成及基金份额种类

根据 SEC 说明，美国共同基金费用主要分成两大块。第一块是持有人直接费用，包括认购和申购产生的销售费用（也称为 Load，分为前端和后端，通常支付给销售机构）、赎回费、转换费（同公司旗下产品之间转换）、账户管理费（部分公司有）以及购买费（通常支付给管理人）；第二块是年度运营费用，包括管理费、营销费用（即 12b-1 费用）、托管费、财务费、法律费等。按收费模式划分，美国共同基金通常有 A、B、C 三种不同的份额，以满足基金投资者在支付销售费用时的不同偏好，主要区别在于收费的时间和方式。

表 1：美国共同基金销售费用收费模式

收费模式		收费方式	备注说明
收费基金	A 类	◇ 申购/认购时直接支付	◇ 设有折扣门槛，大量申购基金时
		◇ 按照买入基金市值的一定比例收取，无后端费用	◇ 能享受费率优惠
		◇ 通常还需支付较低水平的 12b-1 费用	◇ 持有基金公司的基金数额超过一定水平，也能享受费率减免
	B 类	◇ 赎回时直接支付	◇ 持有期越长，递延销售费用越低
		◇ 按照赎回基金市值的一定比例收取，无前端费用	◇ 长期持有基金时更倾向于后端
		◇ 通常还需支付的 12b-1 费用高于 A 类和 C 类，满足一定年限后自动转换为 A 类，12b-1 费用下降	◇ 收费模式

收费模式	收费方式	备注说明
C 类	平层收费 (level-load)	<ul style="list-style-type: none"> 每天从基金资产中计提 无前端费用，但需支付较高水平的 12b-1 费用，满足一定年限后不可转换为 A 类，无销售折扣 1 年内赎回收取低于 B 类的后端费用，1 年以上则免收
	零收费 (no-load)	<ul style="list-style-type: none"> 无前/后端费用 通常需支付较低水平 ($\leq 0.25\%$) 的 12b-1 费用
	免佣基金	可通过基金超市、雇主支持的退休计划、折扣经纪商及基金公司的直销渠道来购买

资料来源：美国证监会，中信证券研究部

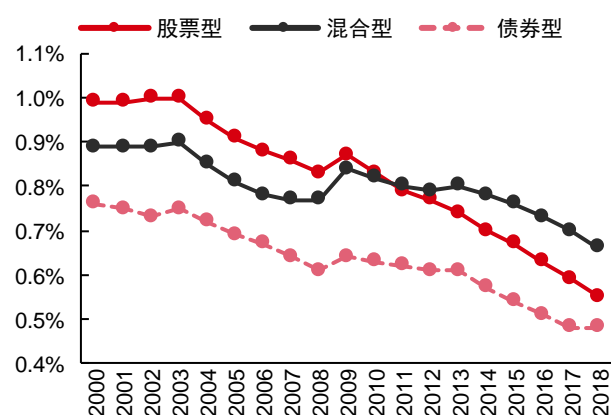
12b-1 费用主要用于补偿投资顾问或销售机构在基金宣传、打印和发送招募说明书及传单等方面的花费，支付的前提是基金管理机构在基金发行时就已经参与了 12b-1 计划，并最终需要董事会批准同意才能进行相关支付，该费用的收取最高限额是 1%。值得注意的是，12b-1 费用本质上属于销售费用的一种，但由于他是从基金资产中每日计提，在持有期间持续支付，因此该费用在统计时计入当年基金的运营费用。

随着美国共同基金收费体系逐步走向成熟，美国市场上各项费用都发生了较大的变化。1) 为避免申购费用影响基金持有人的购买需求，大部分共同基金的申购费都极低或直接免去；2) 赎回费主要是为了约束投资者短期赎回或抛售，影响基金长期投资，但加剧的市场竞争使得共同基金的后端收费逐渐被 12b-1 费用所取代；3) 免佣基金的市场份额持续上升，最大化降低基金持有人的固定成本。

美国股票型共同基金费率九连降

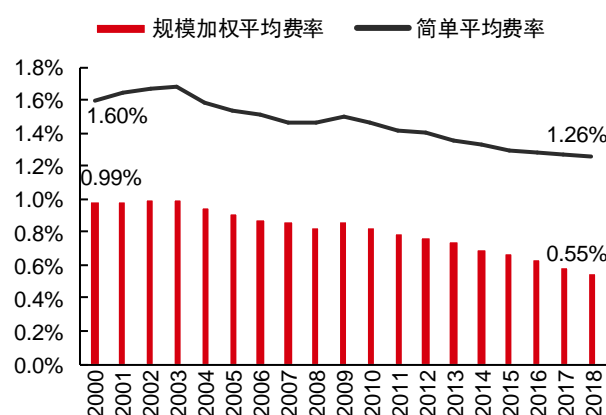
据 ICI 统计，2000 年美国股票型共同基金规模加权平均费率分别为 0.99%，截至 2018 年底，其规模加权平均费率降至 0.55%，降幅超过 44%。同期，混合型和债券型共同基金规模加权平均费率也有不同程度的下降，分别从 0.89% 和 0.76% 降至 0.66% 和 0.48%。值得注意的是，这是自 2009 年以来美国股票型共同基金连续第九年费率下降。

图 1：美国各类型共同基金规模加权平均费率



资料来源：ICI，中信证券研究部

图 2：美国股票型共同基金平均费率



资料来源：ICI，中信证券研究部

管理成本和管理难度决定了各类型产品的费率水平

费率与规模呈反向关系，规模越大费率越低，说明单位成本低导致产品费率低。不同于简单平均费率，规模加权平均费率更能反映投资者在共同基金市场承担的“单位资产成

本”。通过对比两种加权方式下的费率大小，可以直观反映规模和费率之间的关系。截至2018年底，美国股票型共同基金的简单平均费率为1.26%，远高于其规模加权平均费率，混合型和债券型共同基金也呈现出类似规律。由此可知，大规模基金对应的费率较低。

进一步地，我们分类型统计了美国共同基金费率的分布情况，结果发现：1) **同一分位点上各类型基金的费率差异明显，不确定性越高、管理难度越高的资产，其产品的费率也越高。**比如债券型和货币市场型基金的费率往往低于股票型和混合型基金；股票型基金中，专注于投资某个行业或者投资于全球的基金费率会更高，因为此类基金所持资产的管理难度和单位成本更高。2) **同类型基金费率分布较为分散，由规模与费率的关系来看，单位成本越高的产品，费率越高。**例如混合型基金费率能在0.61%到2.09%之间，指数型股票基金费率可低至0.06%，也可高达1.53%。费率分散的重要原因之一是规模不同，致使单位成本差异明显。

表 2：2018 年各类型共同基金的费率分布

投资类型	10%分位数	中位数	90%分位数	规模加权平均	简单平均
股票型基金	0.65%	1.16%	2.02%	0.55%	1.26%
成长	0.66%	1.10%	1.91%	0.71%	1.19%
行业	0.77%	1.31%	2.15%	0.73%	1.40%
价值	0.68%	1.10%	1.88%	0.66%	1.17%
混合	0.39%	0.98%	1.77%	0.33%	1.03%
国际	0.77%	1.25%	2.10%	0.68%	1.35%
混合型基金	0.61%	1.16%	2.09%	0.66%	1.28%
债券型基金	0.44%	0.81%	1.63%	0.48%	0.94%
投资级	0.35%	0.69%	1.50%	0.34%	0.79%
全球	0.64%	1.00%	1.81%	0.60%	1.13%
政府	0.29%	0.76%	1.60%	0.39%	0.84%
高收益	0.62%	0.95%	1.75%	0.73%	1.05%
地方政府	0.46%	0.76%	1.59%	0.52%	0.90%
货币市场型基金	0.17%	0.43%	0.87%	0.26%	0.47%
备注					
目标日期基金	0.35%	0.74%	1.46%	0.40%	0.82%
指数型股票基金	0.06%	0.33%	1.53%	0.08%	0.62%

资料来源：ICI，中信证券研究部

注：数据截至2018/12/31

总体来看，美国共同基金费率下降是长期趋势，管理难度和管理成本决定了长期费率水平。整体费率趋势性下降的原因有产品端的主动降费，也有资金端偏好低费率产品导致的资产结构变化等等，不同降费原因背后的驱动因素又有差别。进一步了解其费率下降原因，并与国内公募基金市场对比，有利于制定更合理的产品布局方案。

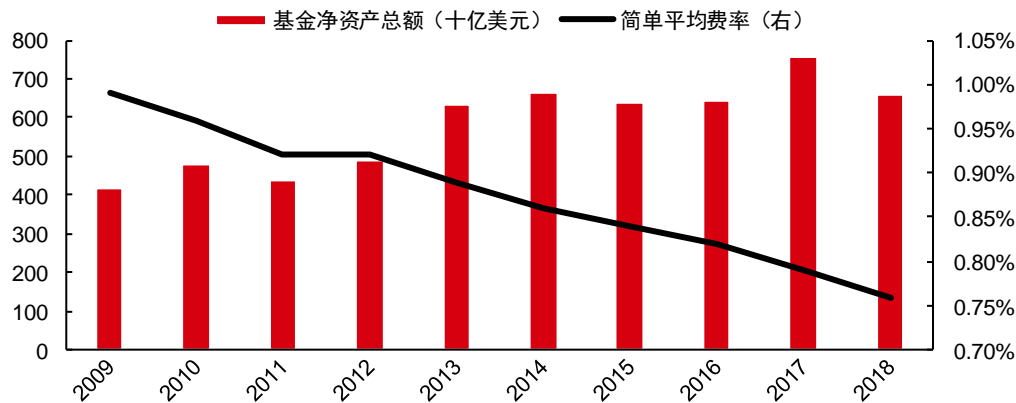
为什么美国共同基金费率持续走低？

规模角度：规模持续增长摊薄固定费用，为降费奠定基础，形成正反馈

美国共同基金管理的过程中有部分费用是相对固定的，基金规模增长带来的摊薄效应使得基金公司单位资产管理成本持续下降，在竞争性环境下最终表现为费率下降，形成正

反馈。统计美国主动权益型共同基金资产总规模和费率走势发现，2009年至2018年，美国主动权益型共同基金资产总规模增长56.67%，其平均费率降幅达23.23%。

图3：美国主动管理型股票共同基金资产总规模和费率走势



资料来源：ICI，中信证券研究部

先锋基金（Vanguard）的成功除了基金持有人即公司股东的内部管理架构创新外，另一个原因是做好持仓资产的“经营”（比如参与证券借贷），以增厚利润，进而有条件进一步降费，形成良性循环。当然美国共同基金费率下降也有一些其他原因。

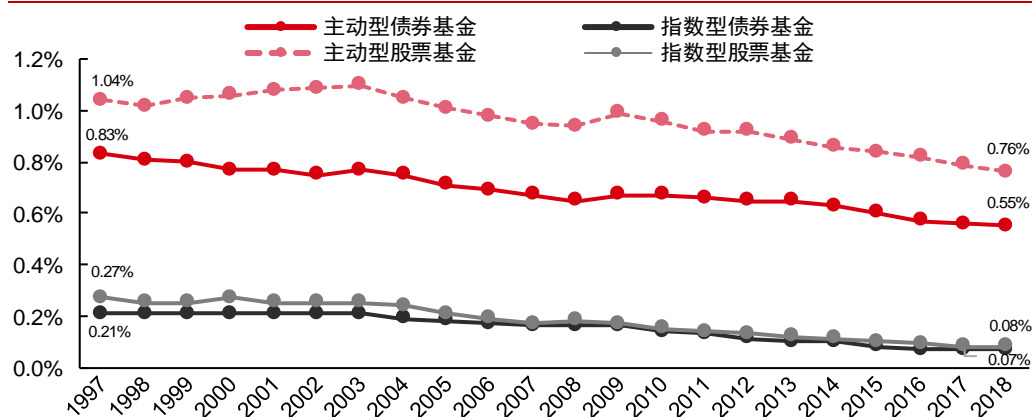
结构角度：同风险等级下，低费率产品的不断开发

指数型共同基金规模占比持续上升

与主动管理型基金不同，指数型基金管理难度低，持仓资产经营灵活性高，导致费率普遍较低。从美国共同基金发展来看，主要原因有以下几点：1）指数型共同基金采用被动管理方式，通过买入跟踪指数的成分股来复制回报，投资成本低，且投资组合变动不频繁，较低的换手率节省了交易成本，而稳定的持仓利于做证券借贷等衍生业务，增加了基金盈利；2）美国指数型共同基金主要投资于以标普500指数成分股为代表的美国大盘股，主动管理型股票共同基金在市值、地域和行业等方面跨度较大，而管理中小盘股票、海外股票或行业股票的投资组合所需成本更高；3）指数型共同基金的投资者通常直接给投资顾问支付报酬，而主动管理型共同基金则更倾向于将包括投资顾问报酬的所有成本绑定到基金费率之中。这些原因都使得指数基金的管理成本更低，进而让指数基金管理公司有能力压低费率，让利于持有人。

据此，我们统计了各类型共同基金在主被动管理方式下平均费率的情况。从历年共同基金费率水平来看，指数型股票基金和指数型债券基金的费率均持续偏低。比如，2018年主被动管理方式下股票型共同基金的规模加权平均费率分别为0.76%和0.08%，债券型共同基金规模加权平均费率分别为0.55%和0.07%。

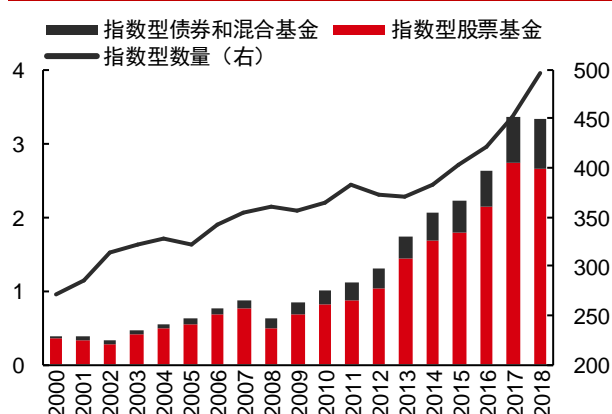
图 4：指数型和主动管理型共同基金规模加权平均费率



资料来源：ICI，中信证券研究部

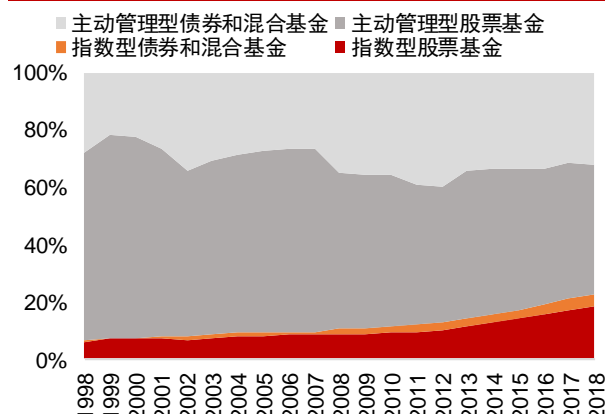
由于指数型共同基金费率显著低于主动管理型基金，其规模迅速增长改变了产品结构占比，自然会导致总体费率的下行。具体而言，指数型基金规模从 2000 年的 0.36 万亿美元增长到 2018 年的 3.32 万亿美元，规模占比也相应不断提升，2000 年指数型基金在共同基金的规模占比仅为 7.51%，而这一比例在 2018 年已提升至 22.62%。与此同时，尽管主动管理型股票共同基金平均费率的下降态势也十分明显，但其规模占比在持续缩小。

图 5：各类型指数基金规模和总数量（规模单位：万亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

图 6：主被动管理方式下各类型基金规模占比



资料来源：ICI，中信证券研究部

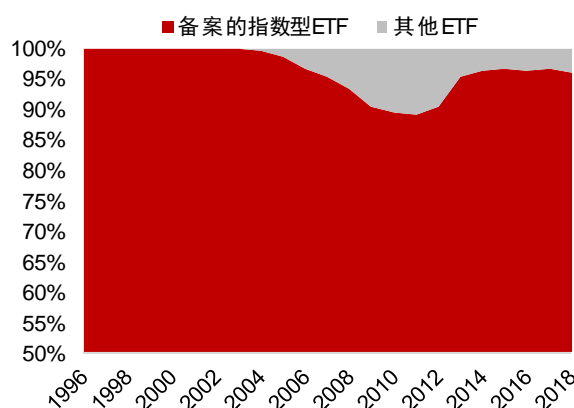
指数型共同基金的迅速发展也助推了混合型共同基金费率趋势性下降。截至 2018 年底，混合型共同基金规模约 1.4 万亿美元，在美国共同基金中的规模占比仅约 9%。尽管混合型共同基金规模增长缓慢，但其费率降幅显著，从 2013 年 0.8% 降至 2018 年 0.66%。究其原因，主要是混合型共同基金中规模结构发生了变化，近年来投资者对平衡型共同基金的需求与日俱增，其规模占比从 2013 年的 33% 提升至 2018 年的 41%。由于该混合型基金子类大量持有指数型产品，因此平衡型共同基金费率较低，致使混合型共同基金整体费率呈现下降态势。

牛市叠加先天低成本、高仓位优势使得 ETF 规模后来居上

长牛氛围下，ETF 因其成本低廉、交易便利等属性在过去 10 年也极受欢迎。按管理

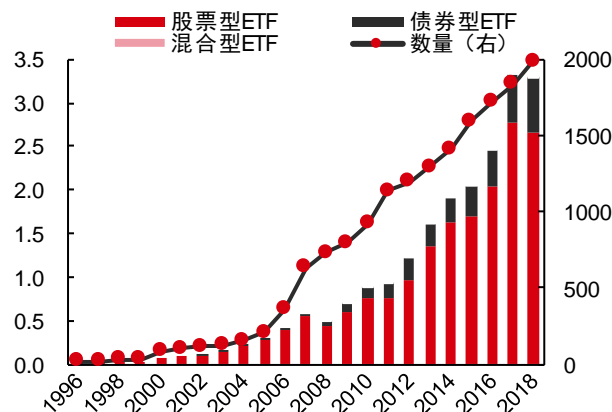
方式划分，绝大部分 ETF 都是被动管理的，并且按照 1940 年的《投资公司法案》在 SEC 注册备案。截至 2018 年底，主动管理型 ETF 和未按该法案注册的指数型 ETF 规模仅占 3.91%，而按该法案注册的指数型 ETF 规模占比 96.09%；在全部 ETF 产品中，与指数型共同基金规模结构类似，股票型 ETF 的规模占比也最高，达 80.61%。此外 2005 年至今，ETF 数量几乎呈直线上升。

图 7：备案的指数型 ETF 规模占比



资料来源：ICI，中信证券研究部

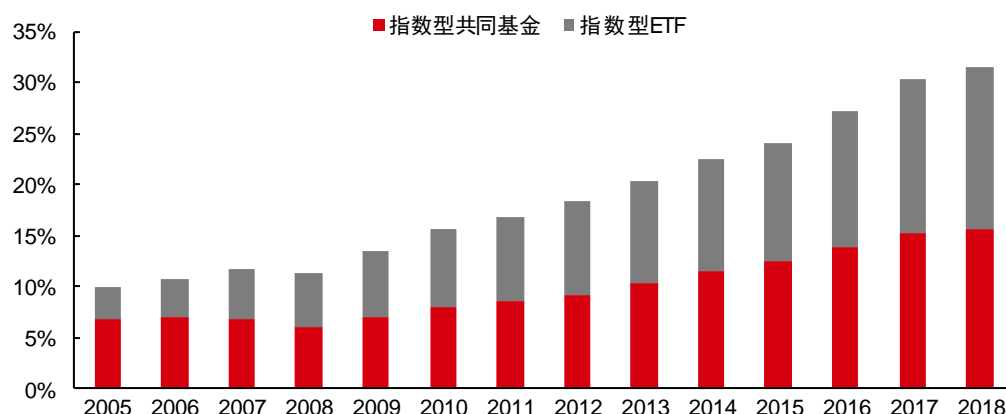
图 8：各类型 ETF 规模和总数量（规模单位：万亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

2018 年指数型 ETF 规模已经超过指数型共同基金。从绝对数值来看，2005 年 ETF 规模仅为 0.30 万亿美元，而 2018 年其规模已增长至 3.37 万亿美元；从规模占比来看，2005 年指数型共同基金和指数型 ETF 在长期共同基金中的规模占比总和仅为 10%，而在 2018 年这一比例上升至 31.4%，其中指数型 ETF 规模占比从 3.3% 提升至 2018 年的 15.7%。

图 9：指数型共同基金和指数型 ETF 市场规模占比

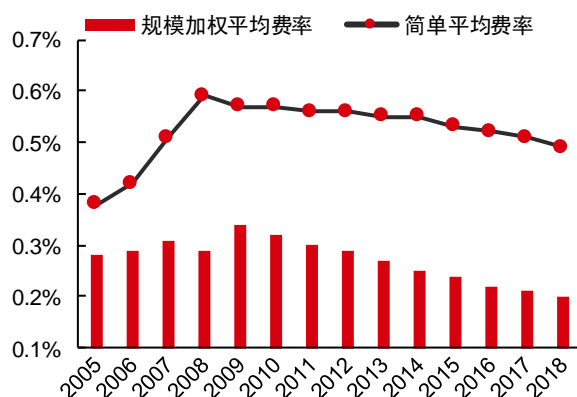


资料来源：ICI，中信证券研究部

ETF 产品的成功离不开其收费模式。目前美国 ETF 投资顾问的分销、运营和会计服务费通常由投资者直接支付，而不是通过基金的 12b-1 费用间接收取。虽然有些 ETF 仍将服务费捆绑到基金的总费率中，但这部分费率通常仅在 0.01%-0.06% 之间。也正是因为大部分 ETF 都是指数型产品，且未将分销、会计服务等费用捆绑起来，所以 ETF 费率很低。统计显示，2009 年之前股票 ETF 规模加权平均费率逐年攀升，但在 2009 年之后持续下降，债券 ETF 费率走势变化类似。截至 2018 年，指数型股票 ETF 的规模加权平均费率

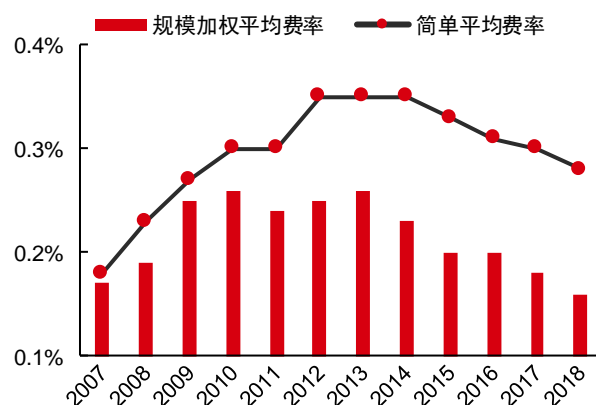
仅为 0.2%，比 2017 年下降 0.01%。

图 10：指数型股票 ETF 平均费率



资料来源：ICI，中信证券研究部

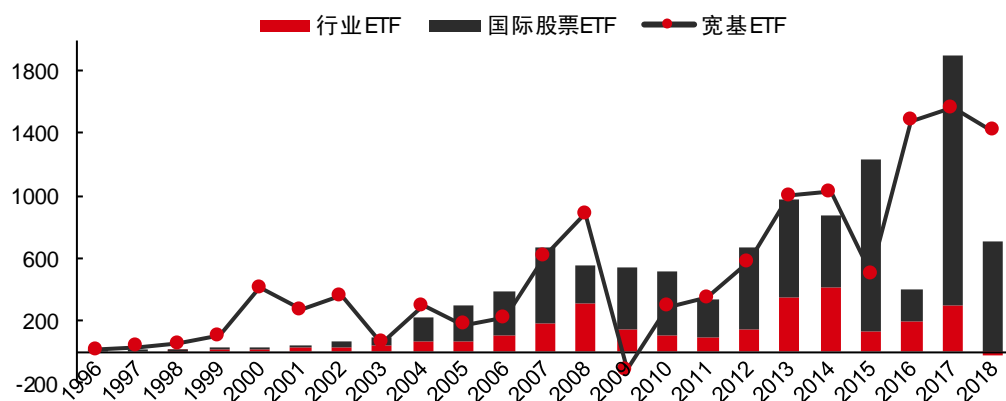
图 11：指数型债券 ETF 平均费率



资料来源：ICI，中信证券研究部

结合美国 ETF 市场的发展历程，只有在布局管理难度高或资金覆盖面低的品种时才会出现费率升高的现象。以股票 ETF 为例，1) 2005 年之前，主导 ETF 市场的是那些跟踪宽基（如标普 500 指数）、投资于国内大市值股票的产品。但随着 ETF 的需求不断提升，基金公司开始增加股票 ETF 类型。2) 2005 年至 2009 年，行业 ETF 和国际股票 ETF 净发行额达到 2450 亿美元，比同期宽基 ETF 的净发行额高出 39%。而跟踪国际股票指数或行业指数的 ETF 产品管理成本更高，其费率较之国内宽基 ETF 也更高，这就使得该期间 ETF 的平均费率呈上升态势。3) 2009 年之后，ETF 行业的内部竞争愈加激烈，对产品费率产生了下行压力。加之股票 ETF 规模增长极快，规模摊薄固定费用带来的利润增厚也让基金公司有能力发行更低费率的 ETF 产品。

图 12：各类型股票 ETF 净发行额（单位：亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

债券 ETF 是一种相对较为创新的产品，其平均费率走势及其变动原因与股票 ETF 基本相同。截至 2006 年底，和美国政府债券指数挂钩的债券 ETF 规模占比约为 67%，由于这些券种具有极佳的交易深度和流动性，因此管理这类投资组合的成本相对较低。2007 年之后债券 ETF 开始大规模发展，形式也开始多样化。金融危机下美国政府债券的低收益率使得市政债券 ETF 的份额下降，而高回报的公司债券、高收益债券和国际债券深受投资

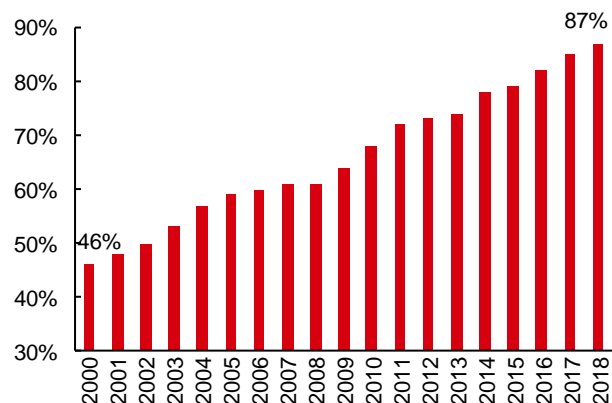
者喜爱，但这些债券的管理成本较高，因此债券 ETF 品种的多样化推升了其平均费率。近年来债券 ETF 市场已趋于成熟，随着净资产总额的大幅增加、行业竞争加剧，基金公司有动力和资本去降低产品费率。

免佣基金大发展，规模增长迅速

美国免佣基金是指无前端、后端费用且 12b-1 费用不超过 0.25%，通常由基金公司直接销售给投资者，不涉及销售费用较高的分销渠道（如提供投资咨询服务的证券经纪商、保险公司等），而是通过折扣经纪商、基金超市等流向投资者。免佣基金一经推出，便极受投资者欢迎。

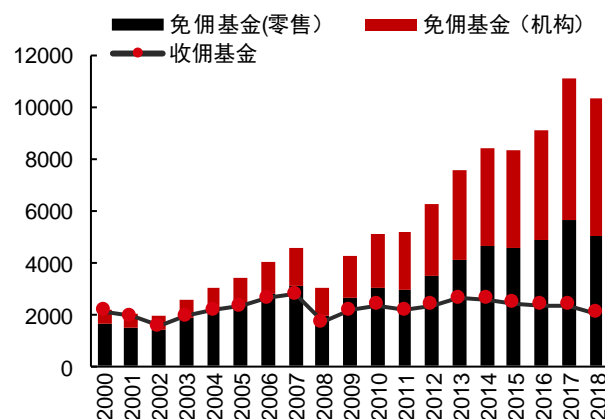
从销售端来说，2000 年以来，零费率的免佣基金在共同基金总销售额中的占比持续上升，截至 2018 年，该比例已高达 87%。从规模变化趋势来看，截至 2018 年底，免佣基金在共同基金中的规模占比从 2000 年的 42.95% 猛升至 70.74%，零售端和机构端的规模均大幅增长，其中机构端增长更快，2018 年规模占比达 51.13%。

图 13：免佣基金（不含 12b-1 费用）在共同基金总销售额中占比



资料来源：ICI，中信证券研究部

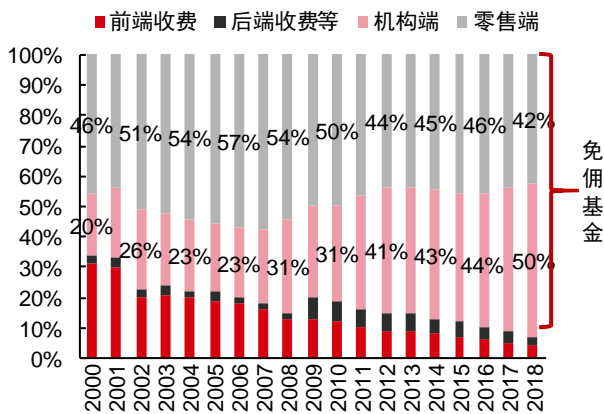
图 14：免佣基金净资产总额（单位：十亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

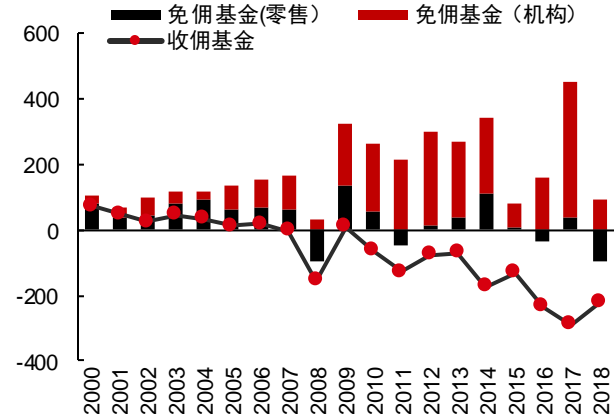
免佣基金大受欢迎除了投资者专业素养提高的原因外，还得益于美国养老金市场的繁荣，401(k)计划和其他退休账户都倾向于投资免佣基金，这对机构端份额的增长起到了关键的支撑作用。截至 2018 年底，401(k)计划投资免佣基金的规模占比高达 92%。此外，资金持续流向免佣基金也助推了其规模的增长。2010 年至今，免佣基金约有 2 万亿的资金净流入，同期收佣基金累计有 1.4 万亿美元的资金净流出。

图 15：各收费模式下 401(k) 计划的投资占比



资料来源：ICI，中信证券研究部

图 16：免佣基金资金净流入（单位：十亿美元）



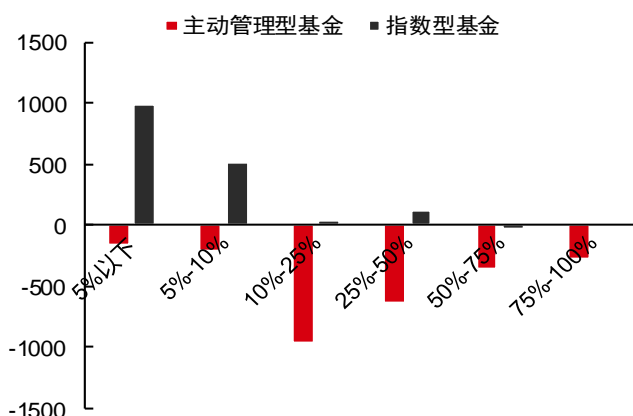
资料来源：ICI，中信证券研究部

资金偏好：同资产类别中，资金持续流入低费率产品

资金净流入和市场涨跌均能引起产品规模变化，仅从产品端的规模变化来研究，并不能准确评估投资者对低费率产品的偏好。据此，我们按费率大小将共同基金分成 6 组（比如 5%-10% 表示费率处于 5% 到 10% 分位数之间的基金在 2018 年总的资金净流入），来分析 2018 年不同类型基金的新进资金流向。

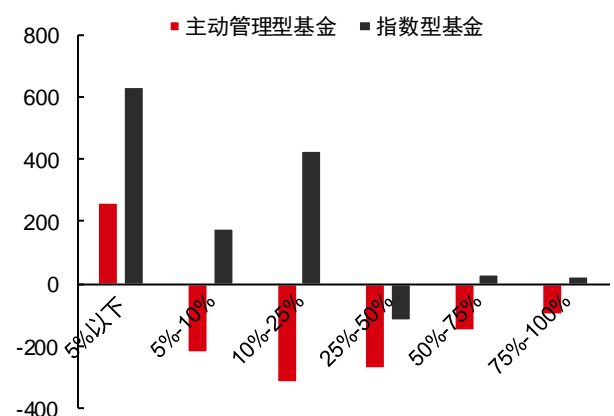
结果显示，2018 年国内股票型基金的资金净流入大量集中于低成本基金。结合费率区间来看，主动管理型的国内股票基金在每个费率的四分位区间均能观察到显著的资金净流出，但费率较低的基金遭遇的资金净流出较小（如小于 10% 分位数区间）；除了第三个四分位区间（50%-75%），指数型国内股票基金在其他费率区间均获得了不同程度的资金净流入，而且费率最低的四分位区间获得的资金净流入最大（1540 亿美元），显著高于其他区间。

图 17：国内股票型基金资金净流入（单位：亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部注：统计区间为 2018 年全年

图 18：国际股票型基金资金净流入（单位：亿美元）

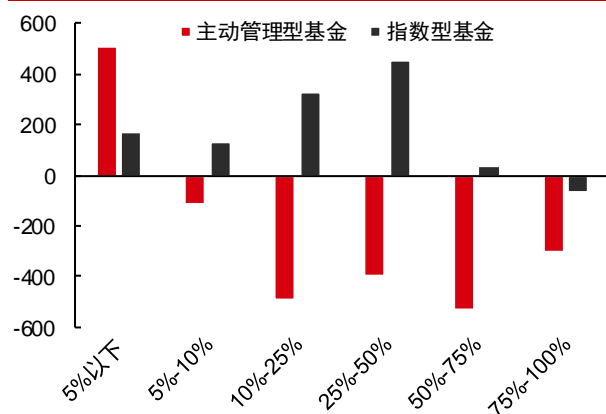


资料来源：ICI，中信证券研究部注：统计区间为 2018 年全年

国际股票型基金的投资者同样更喜欢配置低成本的产品。对于主动管理型来说，2018 年只有费率在 5% 以下的分位数区间获得了 260 亿美元的资金净流入；与指数型国内股票基金类似，指数型国际股票基金除了一个四分位区间，其余费率区间也都取得了资金净流入

入，其中最低费率的四分位区间的资金净流入高达 1240 亿美元。

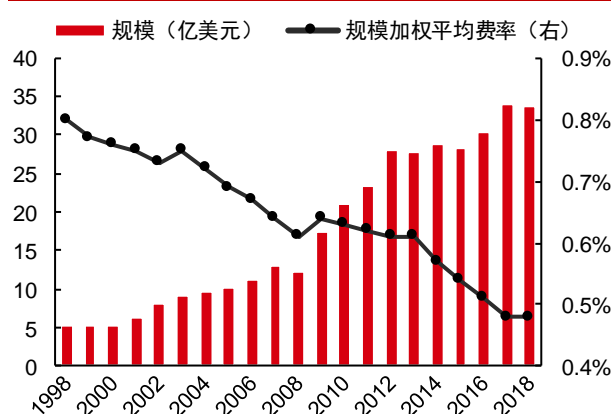
图 19：债券和混合型基金资金净流入（单位：亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

注：统计区间为 2018 年全年

图 20：债券型基金规模及其平均费率



资料来源：ICI，中信证券研究部

注：剔除市政债等免税基金；统计区间为 2018 年全年

同样的规律在债券型及混合型基金上也适用。在费率最低的 5%分位数区间，主动管理型的债券和混合基金净流入最大（2018 年净流入 510 亿美元）；而费率低于中位数的那些指数型债券和混合基金，则在 2018 年获得了高达 1080 亿美元的资金净流入。

这也就解释了债券型基金规模在 2018 年有所缩减，但并没有带来的费率上升。首先，2018 年美联储偏紧的货币政策使得低费率产品受到资金偏爱，尤其在 4 季度，美国 10 年期国债和 3 个月国债的利差收窄，致使资金偏好短期债券型基金，而短期债券型基金综合费率较低；其次，指数型基金“逆市”获资金净流入，2018 年主动管理的债券型共同基金遭遇 340 亿美元的资金净流出，而同期指数债券型共同基金资金净流入高达 360 亿美元。

小结：低费率品种开发带来的资产结构显著变化是费率走低的主因

通过上面的分析，费率长期下降存在多重因素，包括以下三点：1）规模效应：从存量产品角度来看，美国的长牛行情支持了数十年持续膨胀的风险资产配置需求，而规模上涨摊薄固定费用，增厚基金公司利润，在竞争环境下持续出现主动调低费率；2）结构变化：从同风险等级的产品角度来看，在市场有效性不断提高的背景下，指数型共同基金、ETF 和免佣基金进入市场，低费率基金大规模发展，这些管理成本天然低廉的产品占比上升，促成了长期费率持续下降；3）资金偏好：对于同类资产，资金对费率比较敏感，持续流入低费率产品。

概括来讲，规模长期下降的原因主要包括成本下降后的存量产品降费、低费率品种布局、增量资金流向低费率产品三种因素，且这三种因素又相互共存共振，形成正反馈。那么三种因素当中哪个影响更大？为了进一步探究美国共同基金费率持续走低的主因，我们统计了长期共同基金的规模占比和平均费率变化。2018 年美国股票型、混合型和债券型基金在美国共同基金中总规模占比达 83%，因此选取这三类基金研究大致能反映市场整体情况。

从产品端来看：1)美国主动管理型股票基金，2009年至2018年资产总规模增长57%，对于存量产品来说，主要依靠规模增长摊低单位成本，在竞争性环境下主动降费；2)但从同风险等级产品来看，股票型基金加权费率十年调降了28%，而作为子类的主动型基金、指数型基金的费率下降幅度分别为18%和10%，都低于整体水平，这说明主动降费不是主要原因，低费率产品的开发和结构性上升才是主因。对比股票型和债券型基金，股票型基金降费力度更大，规模占比也提升更多，说明风险性资产的低费率产品可开发空间更大。

从需求端来看，增量资金的确倾向于选择功能同质的低费率基金，但这种状况与投资者结构（配置型资金的占比）、产品销售机制（销售费用归入产品费率还是由投资者直接支付）形成的基础环境关系密切，需要切换维度做分析，本文留待中美基金运作环境部分分析。

表 3：美国共同基金平均费率对比

投资类型	规模占比			平均费率			2018 年费率降幅	
	2008	2017	2018	2008	2017	2018	相对 2008 年	相对 2017 年
股票型基金	38%	55%	52%	0.83%	0.59%	0.55%	-0.28%	-0.04%
主动管理型	87%	73%	71%	0.94%	0.79%	0.76%	-0.18%	-0.03%
指数型	13%	27%	29%	0.18%	0.08%	0.08%	-0.10%	0.00%
混合型基金	6%	8%	8%	0.77%	0.70%	0.66%	-0.11%	-0.04%
债券型基金	16%	22%	23%	0.61%	0.48%	0.48%	-0.13%	0.00%

资料来源：ICI，中信证券研究部

国内公募基金降费趋势显现，债券型基金尤甚

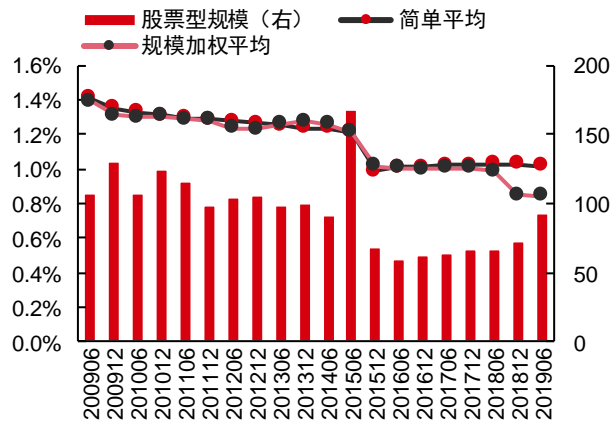
与美国共同基金相比，国内公募行业相对年轻，但也经历了粗放式发展、监管规范、“宏观环境红利”和政策放宽等发展历程。由于国内外市场结构、监管环境等方面均不同，基金费率也有所差异。今年以来，国内公募基金“价格战”已从申赎费、销售服务费领域蔓延至管理费层面，由于绝大部分申赎费、销售服务费的优惠条件均与渠道绑定，因此该部分我们仅局限于研究降低管理费对产品的影响。

我们分别统计了不同加权方式下，各类型基金的平均管理费率。具体而言，我们筛选出统计时点存续的所有公募基金，剔除 ETF 联接基金和非初始份额基金（即在存续份额基础上新增加的份额类型），再分类型统计样本基金的平均费率，每半年统计一次。

费率趋于下降，债券型基金规模加权平均费率更低

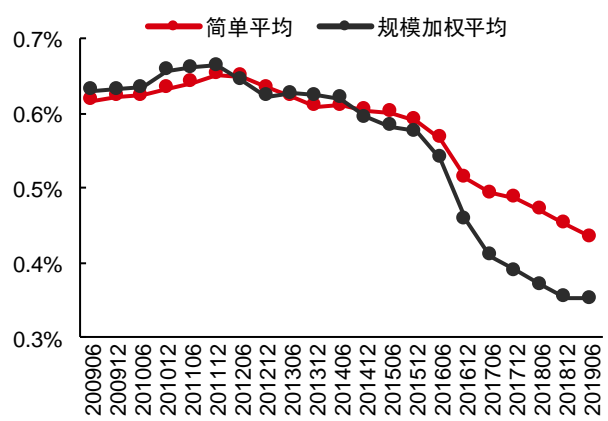
股票型基金降费趋势显现。从费率走势来看，股票型基金仅在 2015 年下半年平均费率有走低趋势，主要因为 2015 年 8 月 8 日《证券投资基金运作管理办法》(修订)要求股票型基金仓位提升至 80%，使得 300 多只股票型基金集体转型为混合型基金，市场上股票型基金数量大幅降低，而调整类型的样本管理费率多为 1.5%；从费率结构来看，2018 年之前，股票型基金在两种加权方式下的平均费率差异不大，而在 2018 年之后，规模加权平均费率比简单平均费率更低，截至 2019 年 6 月底，两种加权方式下股票型基金的平均费率分别为 1.01%和 0.85%。

图 21：股票型基金平均费率及规模（单位：百亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 22：债券型基金平均费率

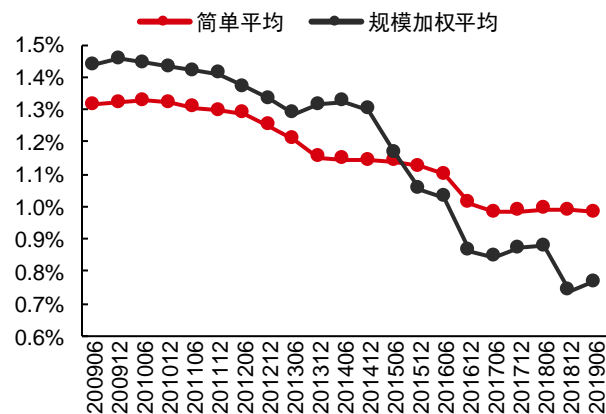


资料来源：Wind，中信证券研究部测算

债券型基金降费已久。具体而言，债券型基金简单平均费率从 2011 年的 0.65% 逐步降低至 0.44%；同期，规模加权平均费率从 0.66% 降低至 0.35%，降幅明显。此外，2015 年之后，债券型基金规模加权平均费率较低，体现出了该类别上规模和基金费率有较为明显的负相关性。

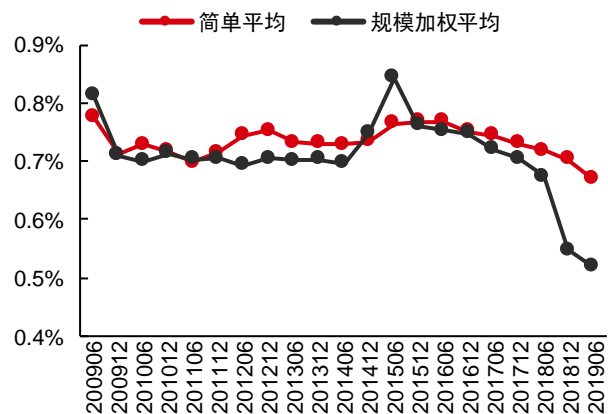
进一步地，我们按照管理方式将基金划分成主动管理型和指数型。可以发现，主动管理型基金费率持续降低，指数型基金费率在 2015 年之后也呈加速下降态势。截至 2019 年 6 月底，主动管理型基金和指数型基金的规模加权平均费率分别为 0.77% 和 0.52%。此外，两种管理方式下基金的规模加权平均费率均显著低于简单平均费率。

图 23：主动管理型基金平均费率



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 24：指数型基金平均费率

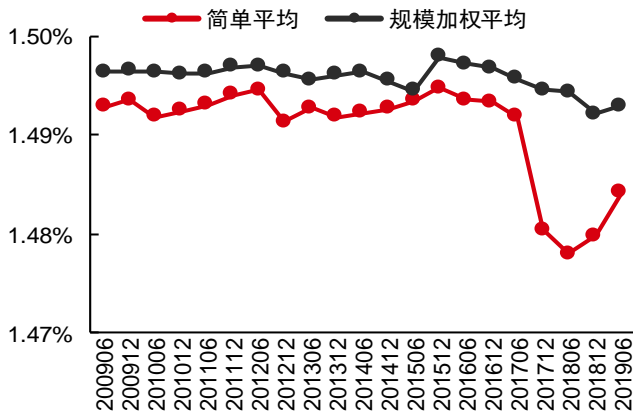


资料来源：Wind，中信证券研究部测算

主动型股票基金规模加权平均费率更高

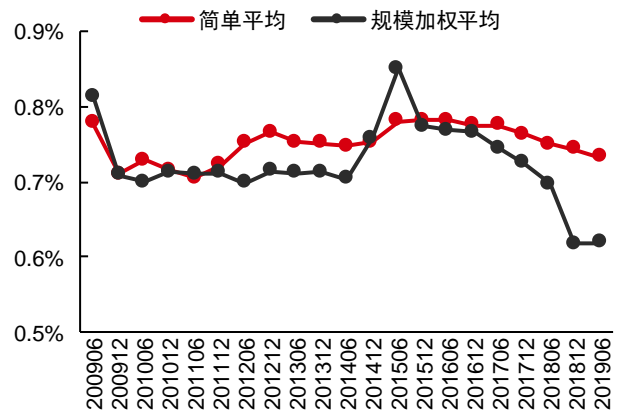
同样地，针对股票型基金和债券型基金，我们从主被动管理方式维度分别统计了其平均费率的变化趋势。结果发现，除了主动管理型股票基金，指数型股票基金和主动被动管理方式下的债券基金与前文呈现的规律基本一致，都是规模加权平均费率更低。这说明规模越大的主动管理型股票基金，其费率越高。

图 25：主动管理型股票基金平均费率



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

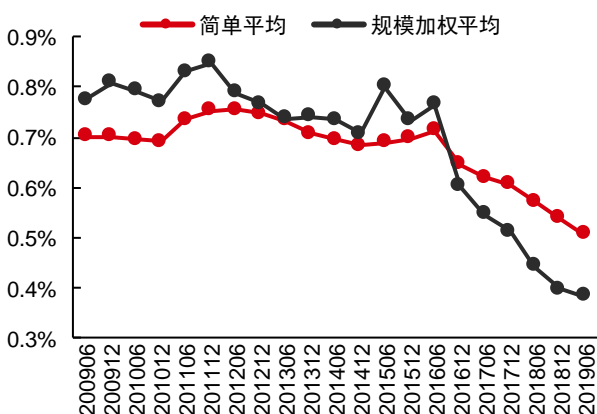
图 26：指数型股票基金平均费率



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

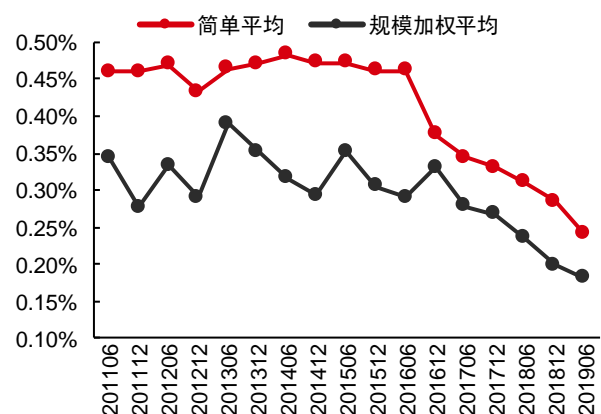
究其原因，我们认为由于主动管理型股票基金无需跟踪特定指数，操作风格各异，相比较管理费率，基金业绩是其规模更为重要的影响因素。业绩越好的主动管理型股票基金更容易吸引增量资金，以做大规模，同时其业绩也能为产品定价，索取较高的管理费

图 27：主动管理型债券基金平均费率



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 28：指数型债券基金平均费率



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

综合以上分析，国内公募基金费率特点主要有三个方面：1）总体趋势上，股票型基金和债券型基金的平均费率都趋于下降；2）管理方式维度下，主动型基金和指数型基金的平均费率也呈下降态势，且指数型基金规模加权平均费率加速下降；3）按管理方式划分股票型基金和债券型基金，除了主动管理型股票基金外，指数型股票基金、主被动管理方式下的债券基金均是规模越大，费率越低。

国内公募基金低费率能否吸引资金净流入？

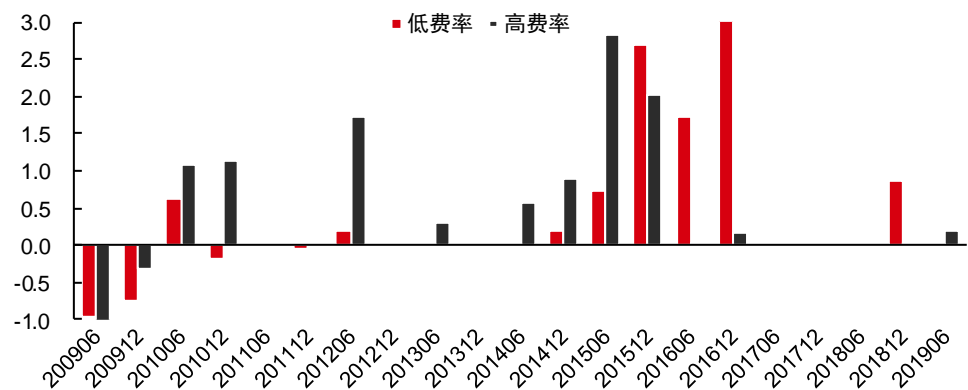
不同于美国股市十年长牛行情，国内股市牛短熊长、震荡居多，资金净流入和市场涨跌均能引起产品规模变化，仅从规模角度来研究费率的影响显然比较片面。据此，我们从产品净申购角度来研究费率对增量资金偏好的影响，从产品总申购研究费率对产品成交活跃度的影响。按费率大小分组，前 30%分位数为低费率组，后 30%分位数为高费率组。

为减小异常值对统计结果的影响，我们以中位数代表该组的净申购额或者总申购赎回金额。

资金对低费率主动管理型股票基金偏好不明显

从主动管理型股票基金统计结果来看，资金对产品费率敏感度不稳定。2015 年之前，多数情况下高费率组的净申购中位数更高，而在 2015 年之后，多数情况下低费率组的净申购中位数更高。此外，由于近期两组净申购中位数均较小，难以看出资金是否还持续偏好低费率产品。

图 29：主动管理型股票基金净申购中位数（单位：亿元）

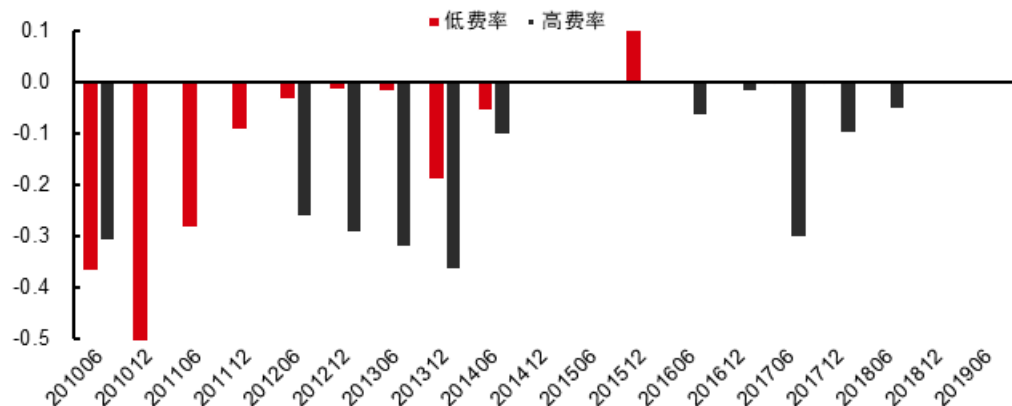


资料来源：Wind，中信证券研究部测算

低费率债券型基金的净赎回更小

我们同样按费率大小对债券型基金进行分组，并统计各组净申购情况。图中显示，2010 年以来，多数债券型基金处于净赎回状态，且资金在费率大小上有明显偏好。具体而言，同样是净赎回，但低费率组债券型基金的净赎回明显偏低，甚至偶尔还是净申购。

图 30：债券型基金净申购中位数（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

低费率指数型股票基金申赎活跃度提升，宽基 ETF 短期资金净流入

我们将指数型股票基金分为普通股票指数型基金和股票 ETF，分别探究资金对费率的

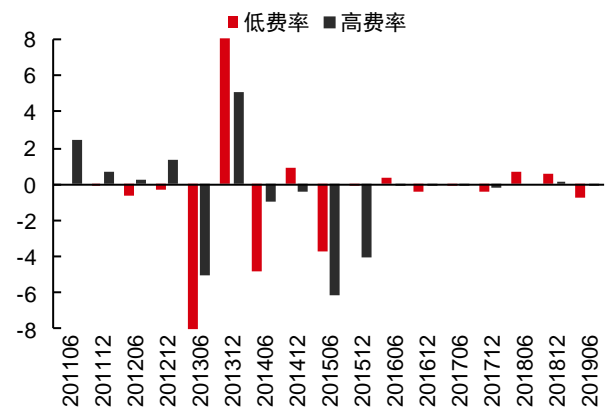
敏感性。结果显示，这两类股票指数基金上的净申赎和费率并未表现出稳定的数量关系，说明从历史数据来看，国内资金对于低费率普通股票指数型基金和股票 ETF 的敏感性不高，对于成本端的关注度不如国外。

图 31：普通股票指数型基金净申购中位数（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

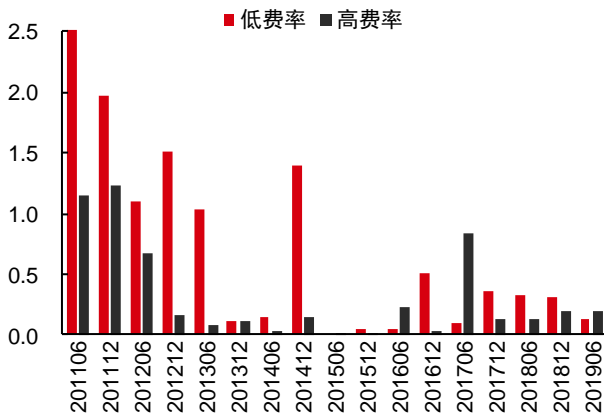
图 32：股票 ETF 净申购中位数（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

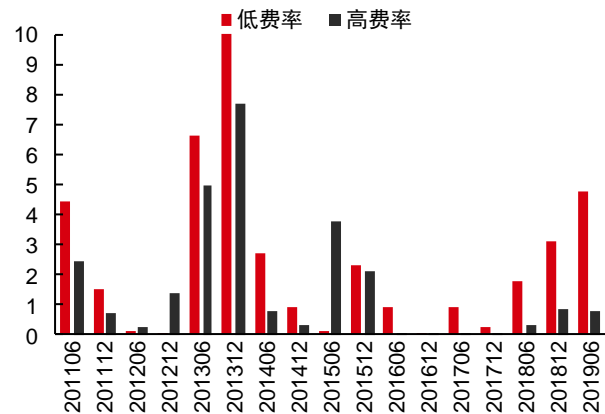
但从总申赎份额来看，降低费率能显著提升产品的成交活跃度。具体而言，2011 年至今的所有半年度区间中，普通股票指数型基金和股票 ETF 在低费率组的总申赎份额高于高费率组的占比分别为 61.90% 和 76.47%。因此，尽管这两类指数型股票基金的资金净流入对费率不敏感，但交易活跃度与费率呈现明显的负相关。

图 33：普通股票指数型基金总申赎中位数（单位：亿份）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 34：股票 ETF 总申赎中位数（单位：亿份）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

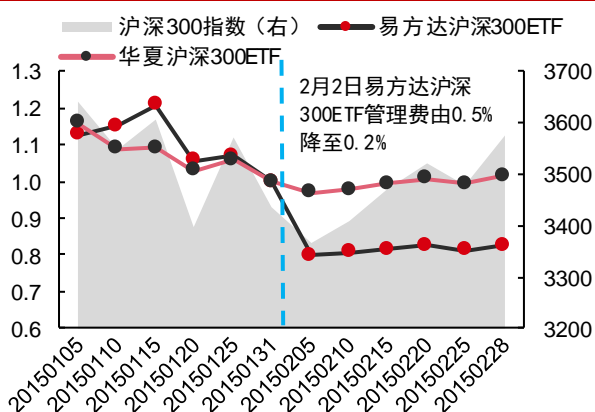
以半年度窗口为基准分析增量资金对费率的敏感性难以保证除费率外的因素在半年内保持不变，因此我们从微观角度来研究降费窗口前后产品规模的变化情况，并据此推定降费在短期内能否吸纳资金流入。考虑到场外基金份额数据披露较为低频，难以从短期视角研究，因此我们仅对股票 ETF 降费窗口前后进行研究。

具体而言，我们会从上市地、流动性、规模、跟踪指数等角度挑选与降费基金可比的样本，为对比更直观，我们在降费时点将目标样本和可比样本的规模归一化。截至 2019 年 7 月 20 日，跟踪沪深 300 指数和中证 500 指数的 ETF 产品中，降费的有易方达沪深

300ETF、易方达中证 500ETF、嘉实中证 500ETF 和华泰柏瑞中证 500ETF（所有调整管理费的基金明细见附录中表 4）。

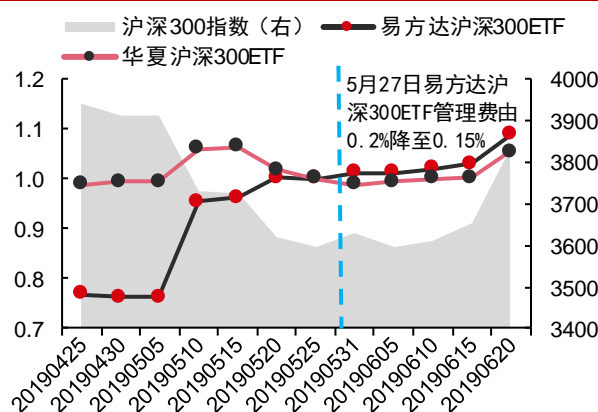
我们选取华夏沪深 300ETF 作为易方达沪深 300ETF 的可比样本。由于 2015 年 2 月 2 日易方达沪深 300ETF 遭遇 8.27 亿份的净赎回，因此第一次降费后，易方达沪深 300ETF 规模骤降，但对比之后近一个月的规模，我们并未发现 0.3% 的降幅有吸引资金流入的迹象。与之形成对比的是 2019 年 5 月 27 日，易方达沪深 300ETF 的第二次降费，降幅仅为 0.05%，但其规模在降费极短窗口中有一定的相对增长。

图 35：易方达沪深 300ETF 第一次降费前后规模对比



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

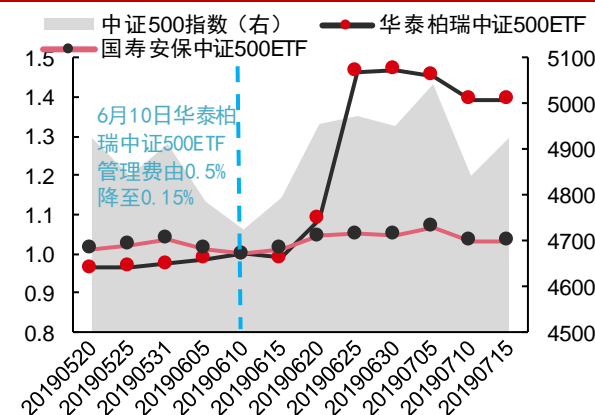
图 36：易方达沪深 300ETF 第二次降费前后规模对比



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

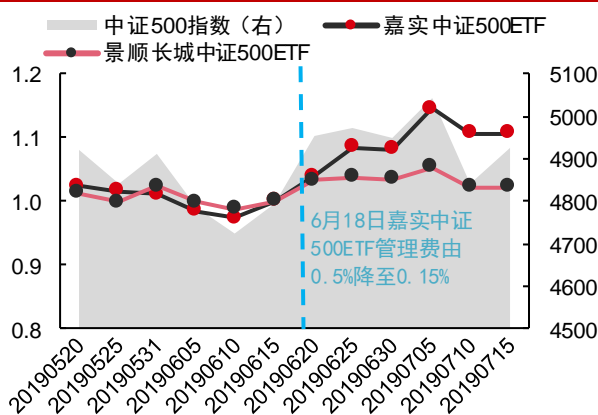
进一步地，我们分别以国寿安保中证 500ETF 和景顺长城中证 500ETF 作为华泰柏瑞中证 500ETF 的参照样本，来研究两只中证 500ETF 近期降费的前后表现。结果显示，两只产品在降费之后规模都有提升，其中华泰柏瑞中证 500ETF 由于在 2019 年 6 月 25 日获得 1.38 亿份的净申购，因此规模骤升，从之后的表现来看，华泰柏瑞中证 500ETF 降费带来的增量资金并不显著；嘉实中证 500ETF 则不同，在降费后的 20 天内，规模逐步与景顺长城中证 500ETF 拉开差距，但持续性不强。

图 37：华泰柏瑞中证 500ETF 降费前后规模对比



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 38：嘉实中证 500ETF 降费前后规模对比



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

总结而言：1) 针对主动管理型股票基金，资金对其费率大小的敏感性不高；2) 低费

率债券型基金的净赎回额明显更小；3）从季度申赎数据来看，普通股票指数基金和股票ETF 的资金偏好与费率并无稳定的数量关系，但降费能提高产品的成交活跃度；4）比较宽基 ETF 在降费窗口前后表现，宽基 ETF 降费后短期有部分资金净流入，可持续性有待观察。

■ 中美基金运作环境差异何在？

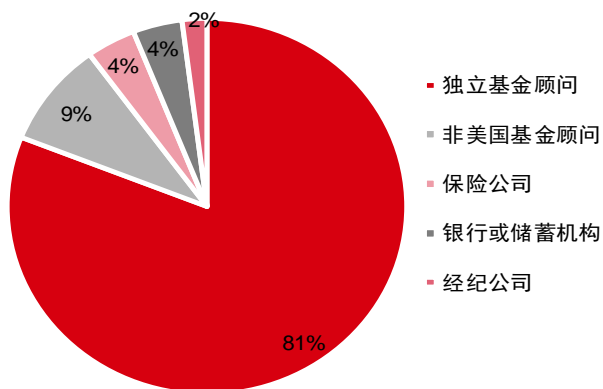
相比较美国共同基金费率，国内公募基金费率仍然偏高，行业整体费率下行是必然趋势。但为何低费率产品在中美市场的表现差异如此之大？美国低费率产品能持续吸引资金净流入，助力指数基金、免佣基金等低费率品类脱颖而出；而国内资金仅在类型层面呈现出对低费率产品的偏爱，对于同属于某个细分子类的产品，资金对费率的敏感度极低。据此，我们从市场端（监管环境、市场有效性）、资金端（投资者结构、资金特点）和产品端（销售渠道、费率结构）这三个角度来进行对比分析。

市场有效性提升利于提高资金对费率的敏感性

作为全球最大的共同基金所在地，美国基金业的蓬勃发展离不开其完善的监管制度、丰富的产品类型、完全开放的市场格局以及灵活的薪酬体系等。就监管环境来说，美国按制定的主体可分为联邦证券法案和州政府法案，联邦政府法案主要包括《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《1940 年投资公司法》和《1940 年投资顾问法》，这些法规严格规定了投资公司及投资顾问设立、运作的要求，美国基金业在严格的法律和监管下运行，共同基金的法规管制极其严格。

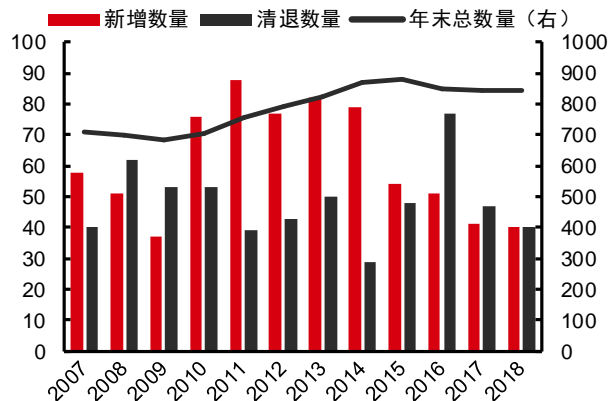
尽管如此，美国监管部门从未从法律和行业运营等角度设立任何进入基金市场的障碍，这大大刺激了美国基金业的良性竞争，美国可以发行共同基金的金融机构包括各种金融公司（投资顾问公司、证券公司、保险公司、商业银行和外国金融机构等），相对开放的市场促进了创新产品的发展，也提高了客户服务水平。此外，较低的进入门槛和良性的行业竞争推动了参与主体的进入退出机制市场化，这对于行业长期健康发展极其重要。截至 2018 年，81%基金公司由独立基金咨询公司管理。

图 39：美国超八成基金公司为独立基金顾问



资料来源：ICI，中信证券研究部

图 40：美国基金发起人数量变化



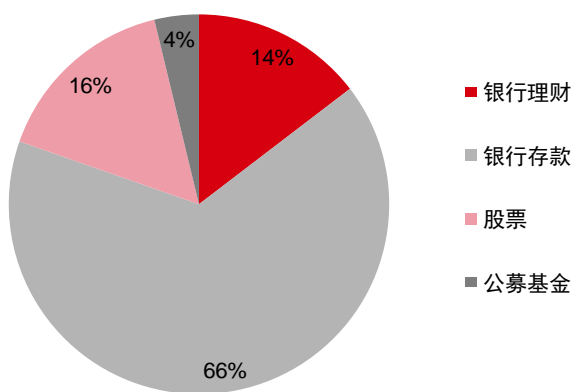
资料来源：ICI，中信证券研究部

另一方面，美国股票市场相对成熟，有效的股票市场使得主被动投资业绩差异不大，基金投资成本逐渐被投资者关注到，这也造就了低费率的指数基金爆发式增长。而国内股票市场有效性相对较弱，大部分投资者目前关注的焦点仍然在业绩端，而非成本端。

美国共同基金是长期化市场，国内投资者持有期限偏短

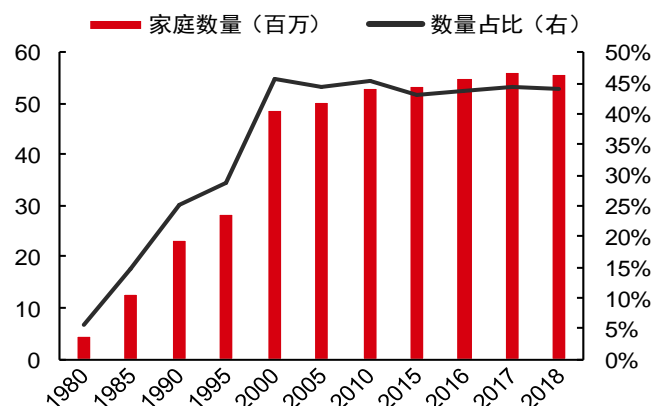
据中国证券投资基金业协会统计，2016 年中国家庭金融资产大部分为银行存款，占比高达 65.8%，持有的公募基金净值仅为 3.48 万亿元，占比约 3.8%，因此国内公募基金只是少数居民财富管理的对象，作为专业化投资管理服务的一环远未发挥其财富管理的作用，公募产品也没有成为财富管理的主流工具。与国内形成鲜明对比的是，美国人投资共同基金十分普遍，2018 年持有共同基金的家庭投资者数量占比达 44%。

图 41：中国家庭主要金融资产投资结构



资料来源：AMAC，中信证券研究部注：数据截至 2016 年

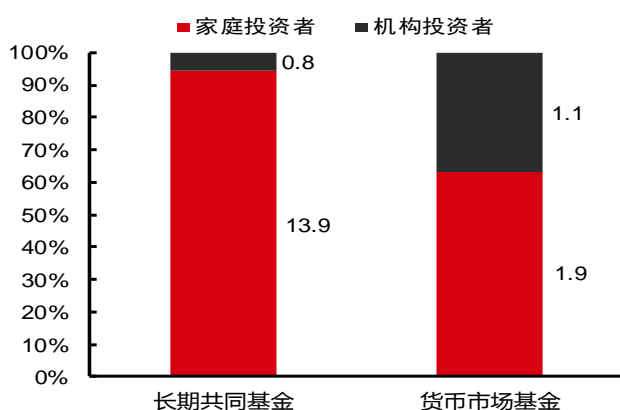
图 42：持有共同基金的美国家庭投资者数量及占比



资料来源：ICI，中信证券研究部注：数据截至 2018 年

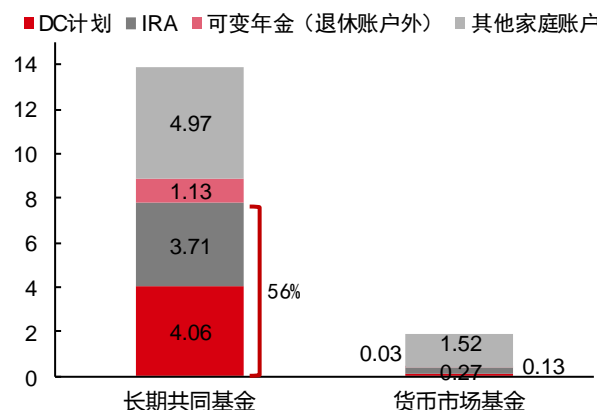
美国共同基金受家庭投资者重视主要受益于美国养老金市场持续稳定的发展。过去数十年中，受税收优惠政策和专业化投资服务等因素驱动，美国共同基金市场通过服务于养老金投资计划发展极为迅速。因此不同于国内的个人投资者，美国家庭投资者主要通过 DC 计划和 IRAs 等退休账户来持有共同基金。由于美国养老金体系是以 401(k) 和 IRAs 等不承诺收益的养老金计划为主，对短期风险容忍度相对较大，而账户中的资金是交给第三方进行管理，管理人员负责提供投资工具清单，指导投资者投资共同基金、债券和货币市场，充分发挥了投顾环节的“机构化配置思维”的作用。

图 43: 美国长期共同基金持有人结构 (单位: 万亿美元)



资料来源: ICI, 中信证券研究部

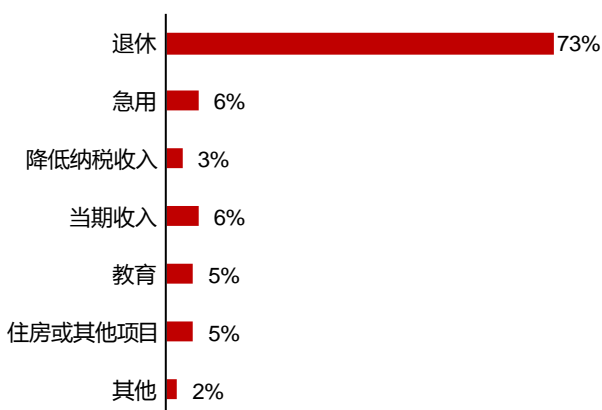
图 44: 美国家庭投资者股票共同基金账户结构 (单位: 万亿美元)



资料来源: ICI, 中信证券研究部注: DC 计划包括 401(k)、403(b)和 457 计划等; IRA 包括传统、罗斯和雇主支持的个人退休账户

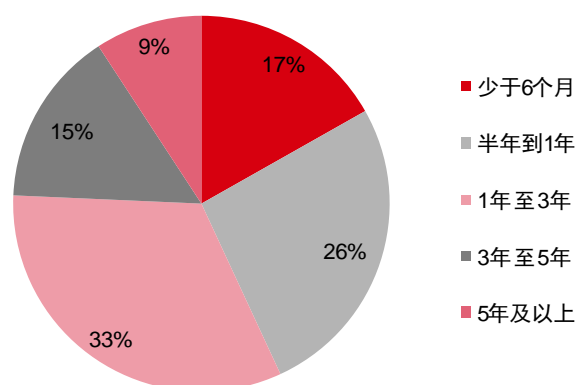
这种机制也使得通过退休账户投资共同基金相对比较理性, 对于他们来说, 退休储蓄是购买基金的首要目标, 而非“发家致富”, 这使得他们偏重于长期投资, 在专业管理机构的研究对比下, 通过退休账户投资共同基金的家庭投资者对产品费率也会更为敏感。

图 45: 美国家庭投资者持有共同基金的投资目标分布



资料来源: ICI, 中信证券研究部

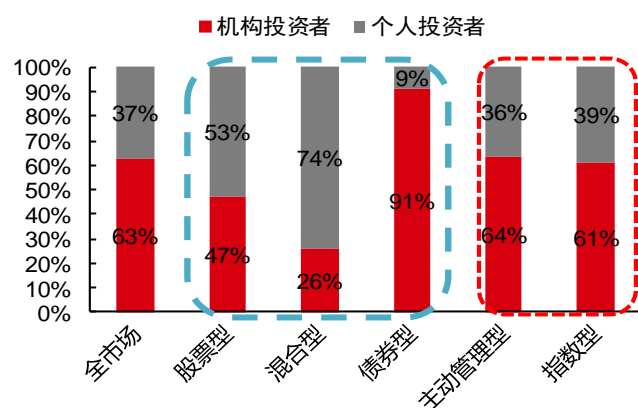
图 46: 国内个人投资者持有单只公募基金的平均时间分布



资料来源: AMAC, 中信证券研究部注: 数据统计截至 2016 年

为进一步对比, 我们统计国内各类型基金规模持有人结构, 可以看到股票型和混合型基金机构投资者占比较低, 分别为 47%和 26%。个人投资者持有基金的平均时间不超过 1 年、3 年的占比高达 43%和 76%。因此, 国内公募基金的个人投资者大多没有长期持有的意愿, 短期业绩决定了他们的去留, 申赎费率及运营费率并未引起个人投资者的关注, 这是部分公募基金降费后并未吸引资金净流入的原因。

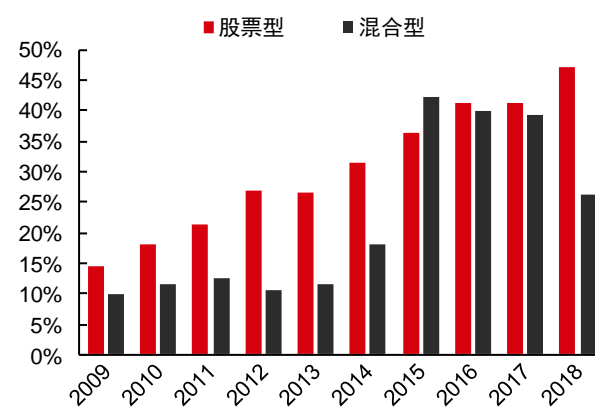
图 47：2018 年国内各类型基金规模持有人结构



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

注：全市场包含股票型、混合型和债券型，

图 48：历年机构投资者投资占比



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

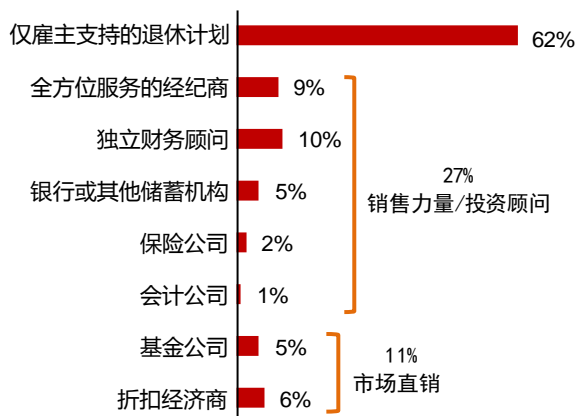
美国共同基金以配置型销售为主，国内公募基金更依赖渠道代销

完善的法律监管、有效的市场环境能给富有竞争性的低费率产品提供流通场所，理性基金投资者会兼顾基金业绩评价和既定的投资成本，这两点都有利于提高投资者对成本端（费率）的敏感性。但决定“价格战”护城河的是基金公司管理产品所需要的运营成本，较低的产品运营成本才能让基金公司有能力持续地让利于民。

美国家庭投资者普遍持有共同基金，与其渠道多样性有很大关系。与国内主要通过银行等间接融资渠道发行基金的模式完全不同，美国家庭投资者主要通过企业雇主的养老金计划进入共同基金市场，很多单位的雇主都和基金公司签订契约，为雇员提供养老金、退休金计划，美国共同基金市场的大飞跃就是 1980 到 2000 年的 20 年，正好是养老金计划的全面推出。据 ICI 统计，美国家庭中有 62% 的比例通过雇主发起的退休计划购买共同基金，其余渠道包括经纪商、独立财务顾问、银行或其他储蓄机构、保险公司及基金公司直销等。值得注意的是，通过银行或其他储蓄机构购买共同基金仅占 5%。

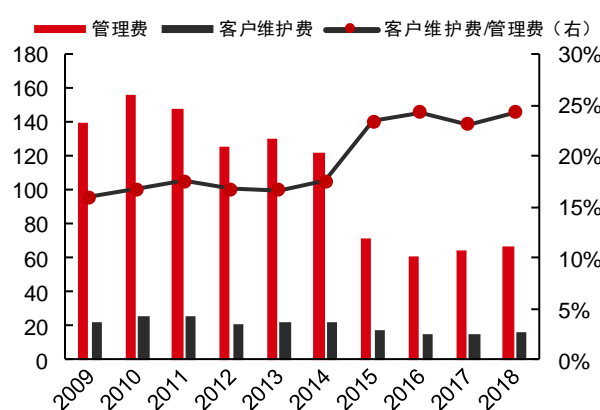
而国内购买基金的渠道则比较单一，主要有银行、券商等代销和基金公司直销，且直销规模最小。从费率构成来看，我国公募基金的费用构成与美国共同基金类似，也可分成单次支付的销售费用（认购/申购费、赎回费）和间接承担的运营费用（管理费、托管费、销售服务等）。但国内为了扩大或维持基金规模，基金公司往往不得不支付给代销机构巨额的报酬作为销售激励。我国现行的基金收费模式中，销售机构收取的费用包括 100% 的申购（认购）费、75% 的赎回费（25% 计入基金资产）及从基金管理费中分去的一定比例的客户维护费（即尾随佣金）。其中申购、赎回费由投资者在交易时直接支付，客户服务费则包含在管理费中，会侵蚀基金公司的利润，且具有较强的刚性。

图 49：美国家庭投资者购买共同基金的首要渠道分布



资料来源：ICI，中信证券研究部注：雇主支持的退休计划包括 DC 计划（如 401(k)、403(b) 和 457 计划）和雇主支持的 IRA 计划

图 50：国内股票型基金尾随佣金水平（单位：亿元）

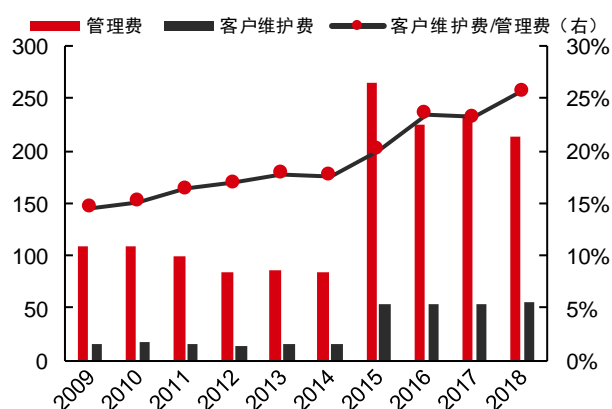


资料来源：Wind，中信证券研究部

我们统计了 2009 年以来股票型、混合型和债券型基金年度管理费用和客户维护费。结果显示，除了债券型基金，其余类型客户维护费在管理费中的占比均呈上涨态势。

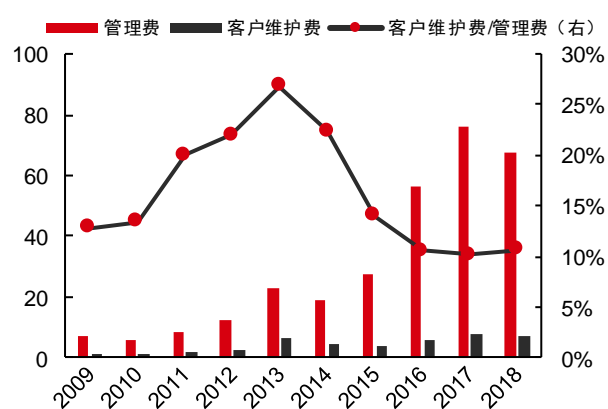
具体而言，近年来股票型基金的客户维护费呈小幅下降，但管理费收入萎缩更快。混合型基金客户维护费维持高位是因为 2015 年部分股票转型所致。两者的客户维护费在管理费中的占比均在 25% 左右。债券型基金近年来管理费收入持续上升，而客户维护费变化较小，最终导致客户维护费占比呈下降态势，并维持在 10% 左右。因此，渠道代销费用的刚性制约下，股票型和混合型基金降费空间不大，而债券型基金降费的空间则相对较大。

图 51：国内混合型基金尾随佣金水平（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 52：国内债券型基金尾随佣金水平（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

此外，渠道代销基金的卖方投顾模式也会让投资者对费率“脱敏”。在销售激励的驱动下，代销人员一方面鼓励投资者频繁更换基金或者认购新基金，另一方面则不断向基金公司追索客户维护费，强化了刚性成本。

综合中美基金在市场端、资金端和产品端的差异，我们认为：1) 随着国内金融逐步放开并完善，市场有效性提升毋庸置疑，机构投资者占比也是长期趋势，开发布局低费率产品，尤其是指数化产品、税收优惠产品是关键；2) 国内公募基金销售模式短期难以改

变，代销渠道议价能力强、刚性成本制约了降费空间，强行降费的“烧钱”效果未必如预期；3）债券型基金客户维护费占比较低，费率市场化空间较大，费率之争更激烈。

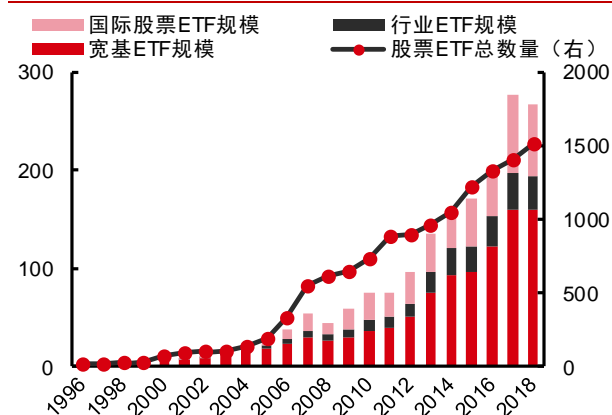
■ 结论与业务建议

费率走低是资产管理业的必然趋势，需战略性重视低费率基金品种的开发

从美国共同基金发展经验来看，降费是长期趋势。2000年至2018年，美国股票型共同基金平均费率从0.99%降至0.55%，降幅达44%；混合型和债券型共同基金平均费率分别从0.89%、0.76%降至0.66%和0.48%。

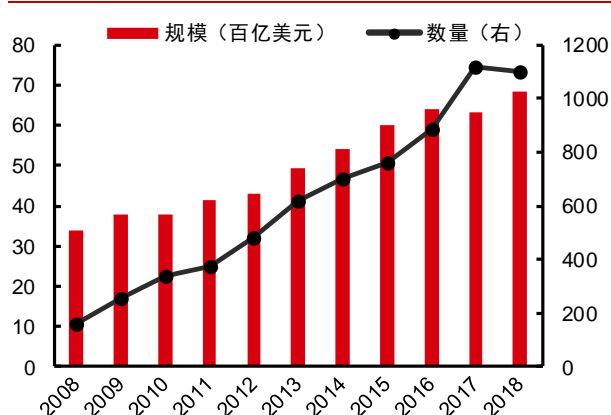
美国共同基金行业平均费率持续走低主要由于资金持续流入低成本基金，资金净流入和美股长牛共同助推低成本基金的规模爆发式增长。以美国股票ETF和目标日期基金为例，近10年两者规模和数量几乎呈直线上升，而国内目前除了宽基ETF发展势头较好，国际股票ETF发展显著滞后，养老目标日期基金仍处于布局初期。随着国内金融放开、基金市场机构化，投资者对费率的敏感性提升，在类型和数量上对低成本基金的需求会越来越大，据此建议国内公募基金战略性重视发展ETF、指数基金、养老目标基金等低成本基金。

图 53：美国股票 ETF 规模与数量统计（单位：百亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

图 54：美国目标日期基金规模与数量（单位：百亿美元）



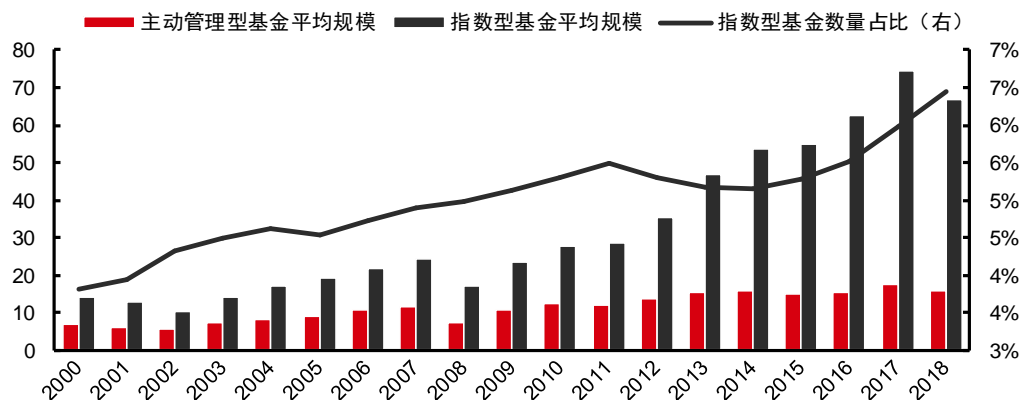
资料来源：ICI，中信证券研究部

提高管理能力，降低运营成本，是费率持续走低的关键

资金流向低费率产品、新发产品费率下调等均可导致行业费率降低。但单纯地下调产品费率反映的是产品端的竞争，资金流向引起的资产结构调整反映的是资金端的偏好，只有这两者形成正反馈机制时，才有行业健康繁荣发展的积极意义。伴随良性循环出现的单位成本持续下降，而非主动“烧钱”是费率持续走低的关键条件。

资金净流入带来的规模增长也会使得基金公司单位成本摊薄，为降费创造条件，以实现“普惠金融”。美国指数型基金费率能持续降低也得益于产品平均规模的持续增长，截至2018年，指数型股票共同基金的平均规模（66.78 亿美元）约为主动管理型股票共同基金平均规模（15.74 亿美元）的四倍。

图 55：指数型和主动管理型共同基金的平均规模及数量占比（规模单位：亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

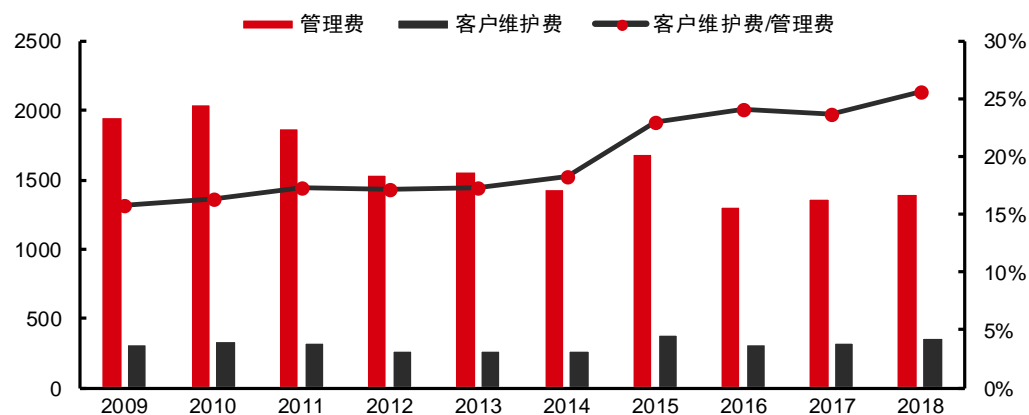
机构配置为主的产品，如债券型基金，持有人对费率的敏感性高

机构配置为主的产品，如债券型基金，费率之争不可避免。1) 主被动管理方式下，2016 年以来债券型基金的平均费率均持续走低，且规模加权平均费率更小。因此存续的债券型基金大多是费率越小，规模越大；2) 增量资金对于低费率债券基金明显更为偏爱，资金对费率的敏感性较高。因此降低费率大概率能吸引增量资金流入，抢占市场份额；3) 债券型基金客户维护费在管理费中的占比持续降低，目前约占 10%。因此代销渠道对债券型基金管理人利润的侵蚀程度相对较轻，债券型基金的运营成本优势使其有空间出现费率竞争，其实过去几年已经表现得比较明显。

主动管理型股票基金应关注业绩，做好投教服务

对于主动管理型股票基金，持有人偏好和渠道环境均不支持降费，预计也不太可能靠费率竞争做大规模。1) 主动管理型股票基金的规模加权平均费率更高，即规模越大的产品，约定的费率也越高。2) 对于主动管理型股票基金，增量资金偏好与其费率大小并无清晰的数量关系，说明费率并非投资者衡量主动管理型股票基金的首要因素。3) 销售端来看，主动管理型股票基金的尾随佣金在管理费收入中占比已超过 25%，且具有刚性。因此，主动型股票基金发展的关键在长期业绩。

图 56：国内主动管理型股票基金尾随佣金水平（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

■ 风险因素

持有人机构化进程不及预期；基金代销模式变化较大；其他不可预知的政策变化。

■ 相关研究

资产管理业专题研究系列之九—探究公募基金转融通对业务生态的影响（2019.11.1）

资产管理业专题研究系列之八—商品 ETF：单品种方兴未艾，多品种摩厉以须（2019.10.31）

资产管理业专题研究系列之七—银行理财子公司的产品布局探讨（2019.10.30）

资产管理业专题研究系列之五—美国“头部”资管机构市场格局及其成功模式（2019.07.22）

资产管理业专题研究系列之四—WFOE PFM 的发展现状及特征（2019.06.24）

资产管理业专题研究系列之三—“头部”私募证券管理人格局与特征（2019.04.08）

资产管理业专题研究系列之二—公募基金行业分析与展望（2019.01.22）

资产管理业专题研究系列之一—公募主动权益基金规模十年变迁特征（2018.12.04）

附录

表 4：2019 年以来公募降费产品明细

基金代码	基金名称	成立时间	管理费（降费前）	管理费（降费后）	降费时间	投资类型	规模（亿）
510310.SH	易方达沪深 300ETF	20130306	0.20%	0.15%	20190527	被动指数型	89.56
510580.SH	易方达中证 500ETF	20150827	0.50%	0.15%	20190422	被动指数型	6.95
159922.SZ	嘉实中证 500ETF	20130206	0.50%	0.15%	20190618	被动指数型	24.39
512510.SH	华泰柏瑞中证 500ETF	20150513	0.50%	0.15%	20190610	被动指数型	6.67
512090.SH	易方达 MSCI 中国 A 股国际通 ETF	20180517	0.50%	0.15%	20190422	被动指数型	7.87
512520.SH	华泰柏瑞 MSCI 中国 A 股国际通 ETF	20180426	0.50%	0.15%	20190610	被动指数型	3.96
000008.OF	嘉实中证 500ETF 联接 A	20130322	0.50%	0.15%	20190618	被动指数型	17.87
006286.OF	华泰柏瑞 MSCI 中国 A 股国际通 ETF 联接 A	20181010	0.50%	0.15%	20190610	被动指数型	0.59
001214.OF	华泰柏瑞中证 500ETF 联接 A	20150513	0.50%	0.15%	20190610	被动指数型	4.11
110020.OF	易方达沪深 300ETF 联接 A	20090826	0.20%	0.15%	20190527	被动指数型	80.44
006255.OF	中邮中证价值回报量化策略 A	20181129	1.00%	0.50%	20190508	被动指数型	0.55
007028.OF	易方达中证 500ETF 联接 A	20190320	0.50%	0.15%	20190422	被动指数型	9.88
006704.OF	易方达 MSCI 中国 A 股国际通 ETF 联接 A	20190313	0.50%	0.15%	20190422	被动指数型	2.36
004716.OF	信诚量化阿尔法	20170712	1.50%	1.00%	20190703	普通股票型	0.81
000058.OF	国联安安泰灵活配置	20130423	1.50%	0.90%	20190705	灵活配置型	1.89
006279.OF	中金瑞祥 A	20181113	1.00%	0.50%	20190704	灵活配置型	0.02
002161.OF	银华万物互联	20170502	1.50%	0.60%	20190704	灵活配置型	0.69
002639.OF	天弘价值精选	20160616	1.50%	0.60%	20190704	灵活配置型	2.97
002504.OF	鹏华金鼎灵活配置 A	20160413	1.50%	0.80%	20190628	灵活配置型	5.04
005489.OF	中金衡优 A	20180608	1.50%	0.80%	20190619	灵活配置型	0.58
004734.OF	中欧瑾灵 A	20171201	1.50%	0.60%	20190619	灵活配置型	3.15
003598.OF	华商润丰 A	20170125	1.50%	0.60%	20190619	灵活配置型	0.17
003603.OF	景顺长城泰安 A	20161209	0.60%	0.50%	20190619	灵活配置型	1.30
001357.OF	泓德泓富 A	20150609	1.50%	0.70%	20190609	灵活配置型	26.26
001206.OF	广发聚惠 A	20150415	0.80%	0.60%	20190608	灵活配置型	0.00
519971.OF	长信改革红利	20140806	1.20%	0.90%	20190603	灵活配置型	1.26
001148.OF	申万菱信多策略 A	20150331	1.50%	0.60%	20190530	灵活配置型	0.51
006457.OF	平安估值优势 A	20181205	1.50%	0.80%	20190508	灵活配置型	2.23
000271.OF	中邮定期开放 A	20131105	0.60%	0.30%	20190619	中长期纯债型	2.88
519160.OF	新华安享惠金 A	20131113	0.70%	0.40%	20190506	中长期纯债型	27.03
110037.OF	易方达纯债 A	20120503	0.60%	0.35%	20190401	中长期纯债型	26.42
000815.OF	鑫元合享纯债 A	20181113	0.60%	0.30%	20190304	中长期纯债型	13.55
001918.OF	圆信永丰兴利 A	20160223	0.40%	0.30%	20190130	中长期纯债型	2.05
000084.OF	博时安盈 A	20130423	0.40%	0.30%	20190705	短期纯债型	89.09
740601.OF	长安货币 A	20130125	0.33%	0.30%	20190701	货币市场型	24.23

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：数据截至 2019 年 7 月 23 日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由 CLSA (UK) 分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买 (400021) Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。