

# 非银金融

## 以美为鉴，如何看待国内公募基金降费空间及演变节奏？

近期市场关于公募基金管理费调降的讨论较多，据经济观察网报道，“目前监管部门已基本明确了公募产品固定管理费调降事宜”、“降费将采取‘新老划断’”，相关措施最快或于一个月内出台。

部分市场讨论将中美基金费率简单类比，认为国内公募基金管理费率显著高于美国，应直接对标进行调降。本文在深入研究美国公募基金费率历史变迁的基础上，对国内公募基金降费空间及演变节奏进行推演，以供参考。

我们的核心观点：

**1) 美国共同基金费率的下行是一个长期过程。**1980-2010 年，美国股票型基金综合费率自 2.32% 下降至 0.95%，其中销售费率（将一次性的销售费用年化）从 1.64% 下降至 0.11%，贡献了绝大部分降幅。而管理费用主要发生于 90 年代中期之后，下降节奏则较销售费用率缓慢，如普信金融平均管理费率从 90 年代 0.64% 的平均水平下降至近年的 0.50% 左右。

**2) 多重因素造成了中美费率上的差异。**一是长期以来，我国资本市场机构化程度较低、有效性较弱，主动管理的溢价更高，二是投资者教育以及投顾体系尚不成熟，基民整体对费率的关注度不高，三是商业模式的差异，美国基金销售虽然也以代销为主，但买方投顾体系下渠道费用主要由投资者单独支付，而国内则存在较大比例的尾随佣金，造成名义上的管理费率“虚高”。

**3) 若对标美国进行调降，bottom line 应不低于 1.0%，市场化定价下应给予一定主动管理溢价。**22 年国内主动权益基金尾佣率为 34.1%，剔除尾佣后，基金公司实际收到的管理费率约为 0.93%；若加回尾佣，美国同期共同基金费率为 1.00%，或作为对标底线。此外，应考虑国内主动管理的超额收益能力以及公募行业高质量发展的内在需求，应给予一定溢价。

**4) 若以“新老划断”方式调降，预计存量基金调降以量变为主，短期内或难以出现大规模演化。**以美为鉴，老基金跟随调降是一个长期过程；而从国内来看，我们预计存量基金调降将以量变为主。一方面，供给端头部公募长期 Alpha 能力或延续，另一方面，买方投顾体系尚未建立、个人投资者仍更关注业绩等因素存在，投资者的认知差短期或难以弥合。我们观察 22 年存量权益基金费率调降的效果，发现对个人投资者的影响并不明显。22 年共有 15 只权益基金调降管理费率，其中 8 只在降费前后取得了较行业更快的规模增长，仅汇添富中证电池主题联接一定程度上受益于费率下降带来的个人投资者配置提升（管理费率从 0.5% 下降至 0.15%，降幅达 70%）。

**风险提示：**资本市场表现持续疲软；宏观经济复苏不及预期；买方投顾推进不及预期

证券研究报告

2023 年 06 月 21 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

周颖婕

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521060002

zhouyingjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《非银金融-行业研究周报:曙光初现，顺周期预期渐起》 2023-06-18

2 《非银金融-行业研究周报:当前时点建议关注保险优质标的》 2023-06-11

3 《非银金融-行业点评:基金投顾业务管理规定征求意见稿点评：试点转常规，看好基金投顾长期发展！》 2023-06-10

## 内容目录

1. 美国公募基金费率演化趋势及成因	4
1.1. 趋势：综合费率持续下行	4
1.2. 为何 80-90 年代销售费率大幅下行？	5
1.3. 管理费率的下行由市场有效性提升及规模效应推动	6
2. 结合中美差异，如何看待国内公募降费空间？	8
2.1. 市场有效性+投资者理性程度+商业模式区别造成费率差异	8
2.2. 国内主动权益基金降费空间的探讨	10
3. 若以“新老划断”方式调降，后续演变节奏会如何？	10
3.1. 美国经验：老基金长期跟随调降	10
3.2. 若以“新老划断”方式调降，预计存量基金调降以量变为主，短期内难以出现大规模演化	12
4. 风险提示	13

## 图表目录

图 1：各类基金费率持续下行（%）	4
图 2：股票型基金综合费率及拆分（bp）	5
图 3：债券型基金综合费率及拆分（bp）	5
图 4：Load 权益基金销售费率拆分（bp）	5
图 5：Load 债券基金销售费率拆分（bp）	5
图 6：股票型基金前端费率（%）	6
图 7：免佣基金占比持续提升	6
图 8：美国投顾收费类型	6
图 9：美国投顾费率分布	6
图 10：普信金融平均管理费率	7
图 11：被动投资占比持续提升（万亿美元）	7
图 12：指数型基金费率显著低于主动型基金（%）	7
图 13：富达基金阶梯管理费率（group fee 部分）	8
图 14：美国基金规模的提升（万亿美元）	8
图 15：中美主动管理型权益基金管理费率对比	8
图 16：中美主动管理型权益基金跑赢基准比例对比	9
图 17：美国基金持有者以家庭为主（2022 年，万亿美元）	9
图 18：美国家庭购基以投顾和退休计划为主（2022 年）	9
图 19：国内尾随佣金率	10
图 20：贝莱德及普信金融尾佣大致测算	10
图 21：国内主动权益基金名义及实际管理费率	10
图 22：存量权益基金费率调整比例	11
图 23：富达平台主动权益类基金费率分布（按基金成立时间分组）	11

图 24：2004 年主动权益基金费率下降因素拆解 .....	12
图 25：老基金费率逐步高于整体 .....	12
图 26：美国共同基金个人投资者考虑因素（%） .....	12
图 27：国内基金个人投资者考虑因素（满分 5 分，2020 年） .....	12
图 28：个人投资者权益基金中被动配比创历史新高 .....	13
表 1：美国共同基金费用概况 .....	4
表 2：2022 年管理费率调降的权益基金清单及效果（边际变化大的标黄） .....	13

## 1. 美国公募基金费率演化趋势及成因

### 1.1. 趋势：综合费率持续下行

美国共同基金（对应国内开放式公募基金）的投资者会产生两种主要类型的费用：持有人费用和年度运营费用。持有人费用包括类似国内的认申购费、赎回费等，由投资者一次性支出。年度运营费用则按照管理规模的一定比例每年收取，包括管理费、销售服务费（12b-1）以及其他杂项费用（托管费、审计费等）。

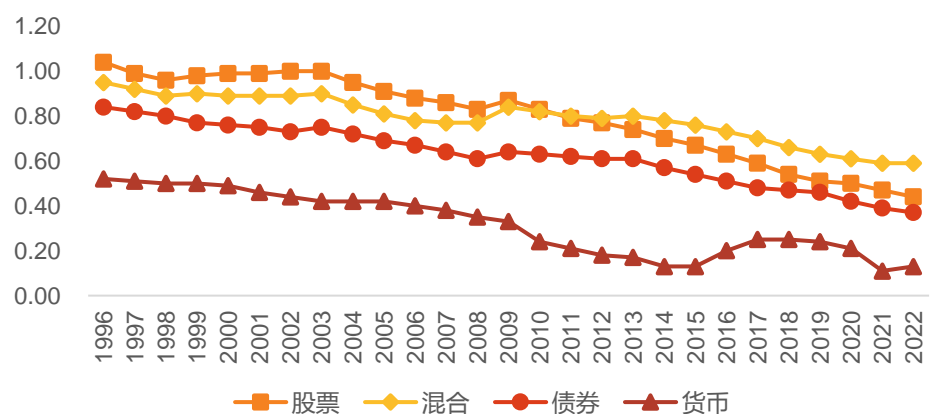
表 1：美国共同基金费用概况

基金费用类型	具体费用
持有人费用（投资者一次性支出）	销售费用 Sales Load（包括前端、后端等形式） 赎回费用 Redemption Fee 转换费用 Exchange Fee 账户管理费用 Account Fee 购买费 Purchase Fee
年度运营费用(按一定比例每年收取)	管理费 Management Fees 销售服务费 Distribution and/or Service（12b-1）fees 其他费用 Other Expenses(从基金资产扣除的所有未在表中披露的费用，包括股东服务费用、保管费用、法律和会计费用、转让代理费用和其他管理费用)

资料来源：Investor.gov，天风证券研究所

上世纪 90 年代以来，美国各类基金综合费率整体呈下行趋势。根据美国投资公司协会（Investment Company Institute，以下简称 ICI）的统计，截至 2022 年，美国股票型、混合型、债券型、货币型基金综合费率（包括持有人费用和年度运营费用）分别为 0.44%、0.59%、0.37%、0.13%，较 1996 年分别下降 58%、38%、56%、75%。

图 1：各类基金费率持续下行（%）

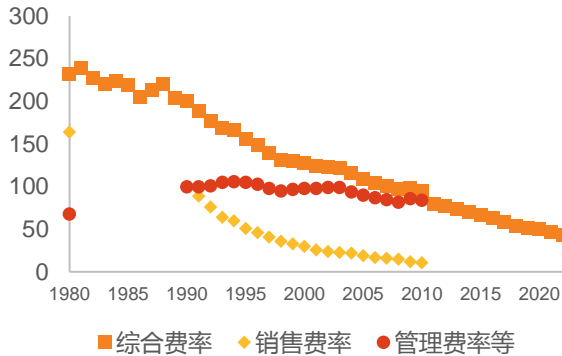


资料来源：ICI，Lipper，Morningstar，天风证券研究所

进一步拆解，综合费率的下行前期主要由销售费率下降驱动，管理费率下降则主要发生在 1995 年后且节奏更缓慢。分别拆分股票型和债券型基金的综合费率。1980-2010 年，股

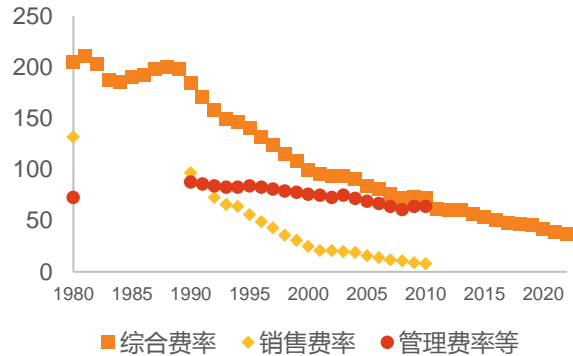
票型基金综合费率自 2.32% 下降至 0.95%，其中销售费率(将一次性的销售费用年化)从 1.64% 下降至 0.11%，贡献了 112% 的降幅；债券型基金则贡献了 93% 的降幅。持续费用率则以管理费用为主，其下降主要发生于 1996 年之后，下降节奏较销售费用率缓慢。

图 2：股票型基金综合费率及拆分 (bp)



资料来源：ICI，天风证券研究所

图 3：债券型基金综合费率及拆分 (bp)

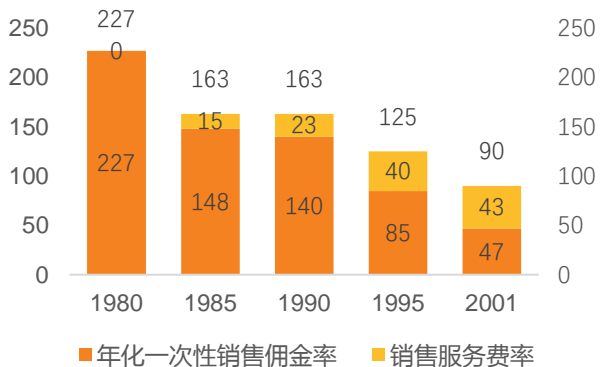


资料来源：ICI，天风证券研究所

## 1.2. 为何 80-90 年代销售费率大幅下行？

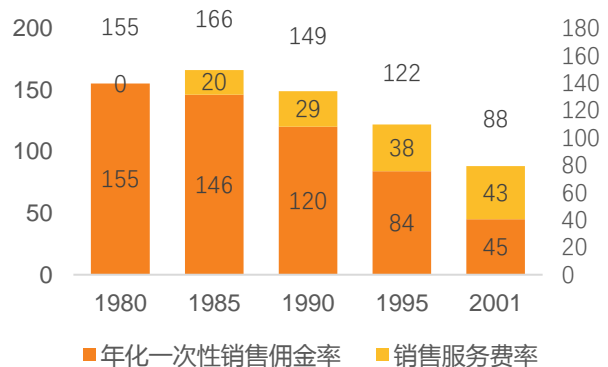
12b-1 费用的推出仍未能减缓基金销售费率下行趋势。1980 年，美国证监会（SEC）首次颁布《1940 年投资公司法》的 12b-1 规则，允许使用基金资产来支付分销相关的费用，该费用称为“12b-1 费用”。但 12b-1 费用的推出仍未能抵消一次性销售佣金费率下行的冲击，1980-2001 年，Load 权益基金一次性销售佣金及 12b-1 的合并费率自 2.27% 下降至 0.90%、债券基金则由 1.55% 下降至 0.88%。

图 4：Load 权益基金销售费率拆分 (bp)



资料来源：ICI，天风证券研究所

图 5：Load 债券基金销售费率拆分 (bp)



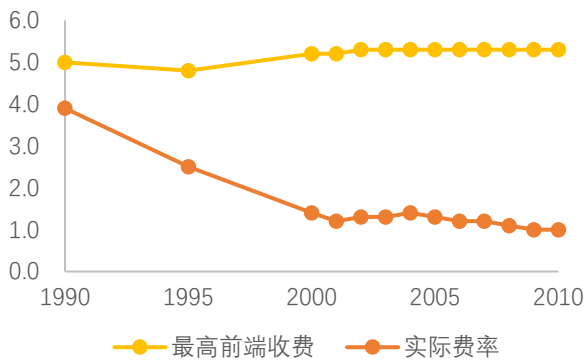
资料来源：ICI，天风证券研究所

我们认为有两大因素推动了 80-90 年代美国基金销售费率的下行，一是更低成本的直销以及基金超市等渠道的出现，加剧了费率竞争，二是买方投顾体系逐步建立，渠道费用逐步整合进投顾费，由投资者在基金财产外单独支付。

原因之一：直销、基金超市等更低成本的渠道相继出现，加剧了行业竞争。1980 年后美国共同基金规模快速增长，在此过程中基金市场参与者迅速丰富，逐渐形成零售客户直销、机构客户直销、咨询机构（包括注册投资顾问、保险公司、经纪商等）、退休计划、基金

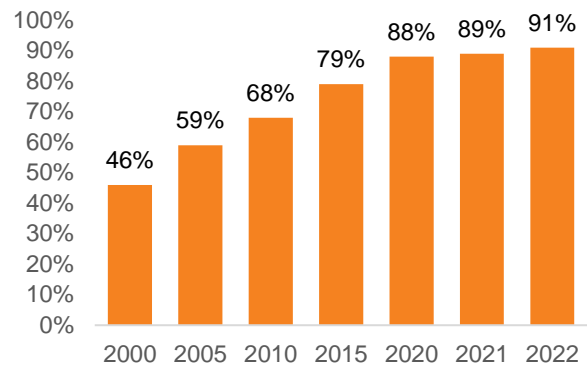
超市五类渠道，销售渠道间竞争激烈。直销渠道方面，先锋基金于 1975 年成立，1976 年推出首支指数基金，1977 年率先终止与外部投资顾问的合作，通过成本更低的直销渠道抢占市场；基金超市方面，嘉信理财则于 1984 年推出 MarketPlace 共同基金中心，提供一站式的免佣基金销售平台。据 ICI 报告显示，1990-2000 年，股票型共同基金的实际前端销售费率下降了 2.5pct 至 1.4%。同时，免佣基金占全部基金的比重亦在持续提升，2000-2022 年从 46% 提升至 91%。

图 6：股票型基金前端费率（%）



资料来源：ICI, Lipper, Morningstar, 天风证券研究所

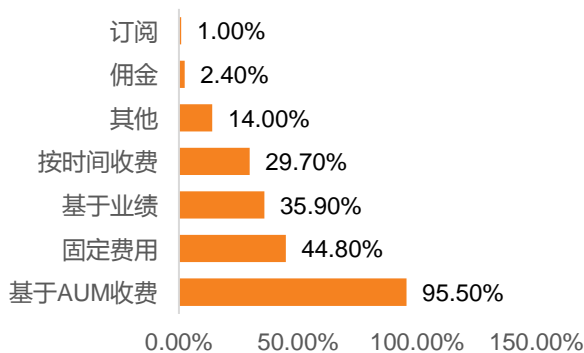
图 7：免佣基金占比持续提升



资料来源：ICI, Lipper, Morningstar, 天风证券研究所

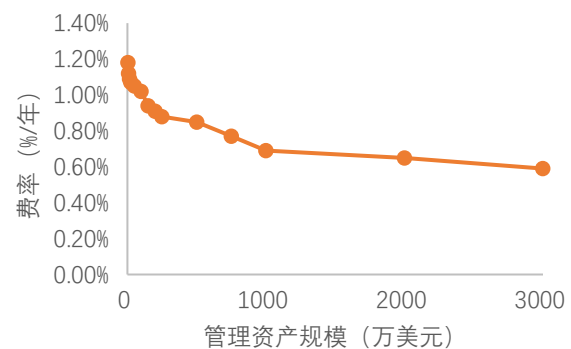
**原因之二：买方投顾体系逐步建立，渠道费用逐步整合进投顾费。**一方面，佣金自由化倒逼供给端变革，另一方面，个人养老金体系的发展使得客户需求更为个性化，税收优惠、养老等财富管理需求有望推动美国买方投顾体系的形成。在此过程中，投资者单独向销售渠道支付投顾费用，以此补偿销售渠道，基于资产的收费方式也逐渐成为最主流支付方式。据 AdvisoryHQ 的统计，美国投顾费率在 0.6-1.2%/年，其中包含了作为渠道的费用。

图 8：美国投顾收费类型



资料来源：东方财富网, 天风证券研究所

图 9：美国投顾费率分布



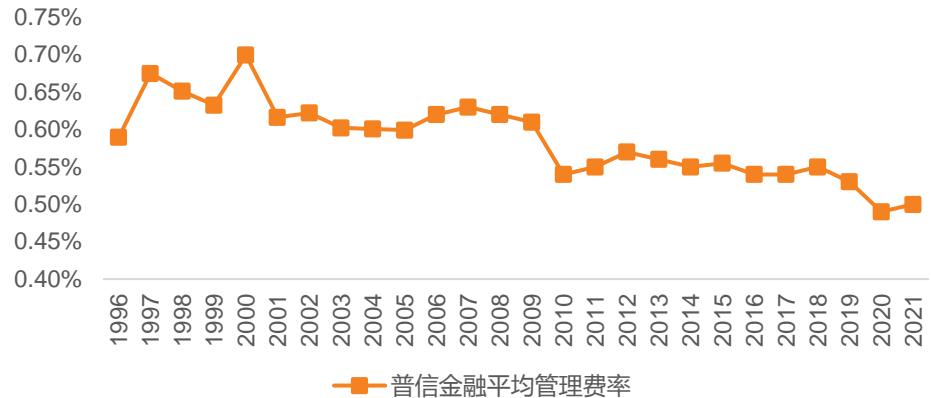
资料来源：AdvisoryHQ, 天风证券研究所

### 1.3. 管理费率的下行由市场有效性提升及规模效应推动

90 年代中期以来，基金管理费率持续下行。以主动管理基金公司普信金融为例，其 22 年末管理规模达 1.3 万亿美元，以营业收入/期初期末管理规模表征平均管理费率，普信金融平均管理费率从 90 年代 0.64% 的平均水平下降至近年的 0.50% 左右。



图 10：普信金融平均管理费率

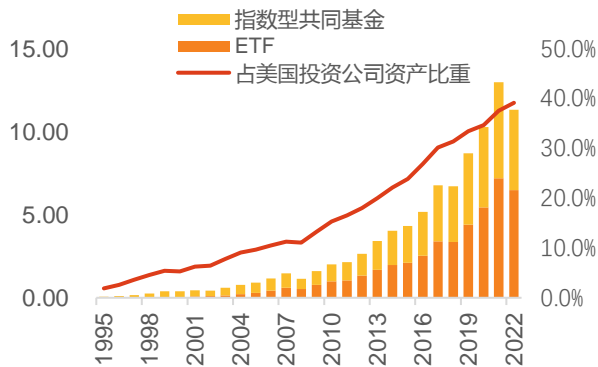


资料来源：Wind, T.RowerPrice, 天风证券研究所

我们认为，驱动美国公募管理费率长期下行的主要因素包括 1) 随着市场有效性的提升，主动管理费率溢价降低、被动基金投资者偏好上升；2) 美国基金市场繁荣发展带动机构管理规模提升，规模效应提供更大的降费空间。

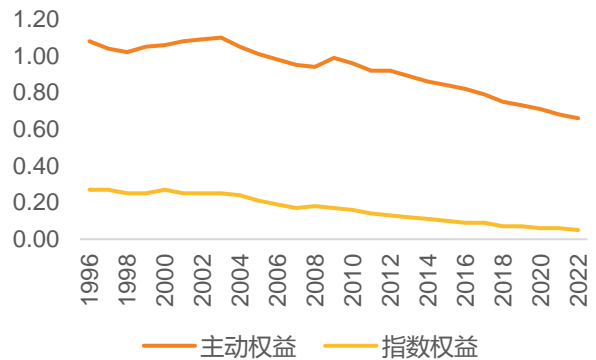
**原因之一：有效性提升，主动管理溢价下行。**市场有效性的改善导致主动管理难以创造超额收益，一方面，投资者对于主动管理型基金的付费意愿持续下行，需求端推动主动管理型基金调降管理费率，另一方面，ETF 以及指数型共同基金的推出和发展带动整体基金下行。据 ICI 统计，1995-2022 年，美国 ETF 及指数型共同基金规模从 600 亿美元增长至 11.3 万亿美元，占美国投资公司管理资产比重从 1.9% 提升至 39.1%。

图 11：被动投资占比持续提升（万亿美元）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

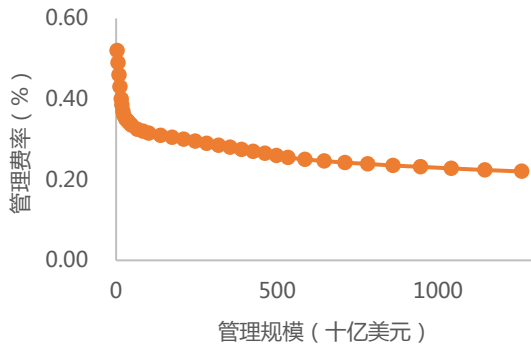
图 12：指数型基金费率显著低于主动型基金 (%)



资料来源：ICI, Lipper, Morningstar, 天风证券研究所

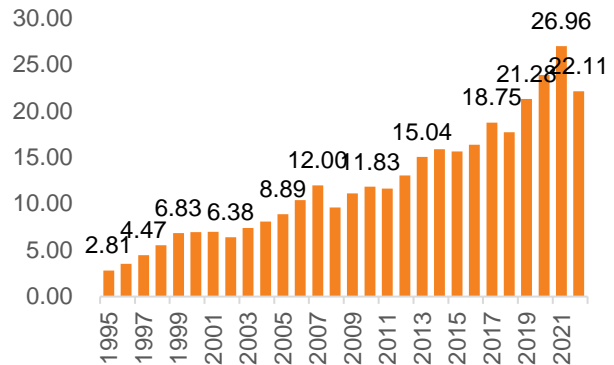
**原因之二：规模效应降低运营成本，带来更大降费空间。**70 年代以来，股市长牛、养老金体系建设等因素推动美国公募基金管理规模大幅提升，规模效应的存在为基金公司降费提供了更大的空间。以 Fidelity Contrafund 为例，作为富达基金旗下最大的主动权益类公募基金（最新资产规模 1025 亿美元），其管理费分为 group fee 及 individual fee 两个部分，其中 group fee 基于富达旗下所有基金的管理规模总和阶梯收取，对于超过 1.26 万亿美元的部分仅收取 0.22% 的费用，大幅低于 0-30 亿阶段的 0.52%，individual fee 则为单只基金的特定管理费率，基准为 0.30%，随超额业绩浮动收取。规模效应降低了基金公司的运营成本，推动供给端持续降费。

图 13：富达基金阶梯管理费率（group fee 部分）



资料来源：Fidelity，天风证券研究所

图 14：美国基金规模的提升（万亿美元）

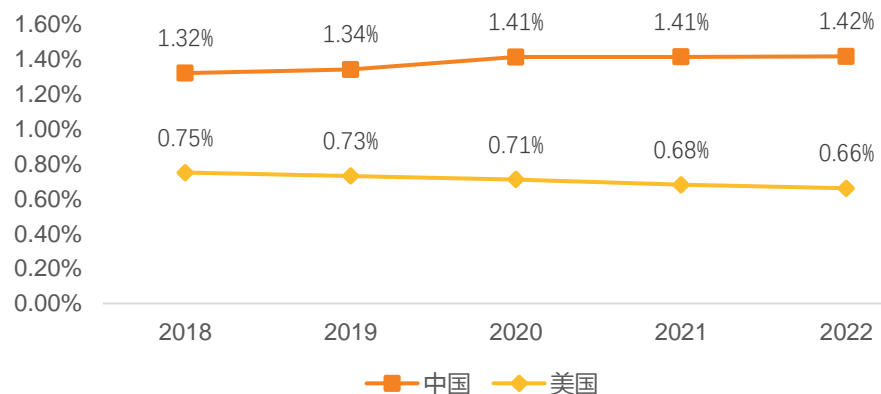


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 结合中美差异，如何看待国内公募降费空间？

对比中美主动权益基金的管理费率，可以看到国内水平明显更高，近5年中美平均水平分别为1.38%、0.71%，且国内下降更为平缓。多重因素造成了中美费率上的差异，一是长期以来，我国资本市场机构化程度较低、有效性较弱，主动管理的溢价更高，二是投资者教育以及投顾体系尚不成熟，整体基民理性程度不足，三是商业模式的差异，美国基金销售虽然也以代销为主，但买方投顾体系下渠道费用主要由投资者单独支出，而国内则存在较大比例的尾随佣金，造成名义上的管理费率“虚高”。我们认为，管理费率调降应结合中美环境的差异，下文将对潜在的降费空间进行初步探讨。

图 15：中美主动管理型权益基金管理费率对比



资料来源：Wind，ICI，天风证券研究所

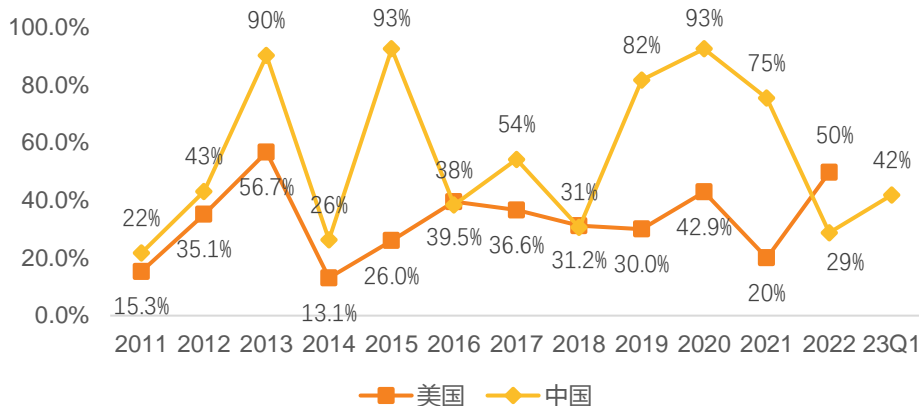
### 2.1. 市场有效性+投资者理性程度+商业模式区别造成费率差异

长期以来，我国资本市场机构化程度较低、有效性较弱，公募管理享有主动管理的溢价。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。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。以主动权益基金超越业绩基准比例作为参考，可以看到，2011-2022年美国平均每年比例在33%，而国内则达到56%，长期并较大幅度超出美国。但22年以及23Q1国内基金超越基准的比例下行，22年仅29%、23Q1有所回升但仍不足50%，我们认为原因在于机构化迅速提升背景下，超额收益来源缩小及被稀释，这也一定程度上促使投



投资者对费率的关注度提升。

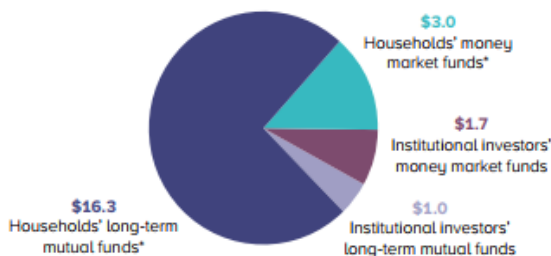
图 16：中美主动管理型权益基金跑赢基准比例对比



资料来源：Wind，标普 SPIVA，天风证券研究所

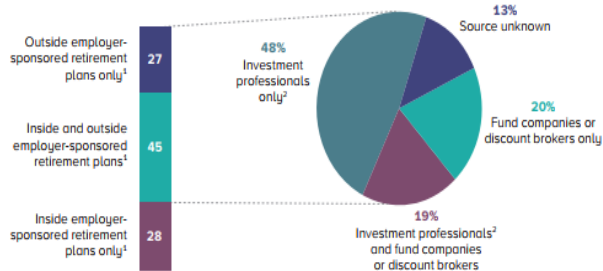
二是投资者教育以及投顾体系尚不成熟，整体基民理性程度不足。美国共同基金的持有者以家庭/个人为主，22 年的比例是 87.7%，高于国内的 52.49%，但持有方式为主要通过投顾或者养老基金的专业管理人，对费率的敏感程度更高。国内投资者教育仍在逐步推进，且买方投顾机制及理念尚不成熟，费率敏感性相对较弱。

图 17：美国基金持有者以家庭为主（2022 年，万亿美元）



资料来源：ICI，天风证券研究所

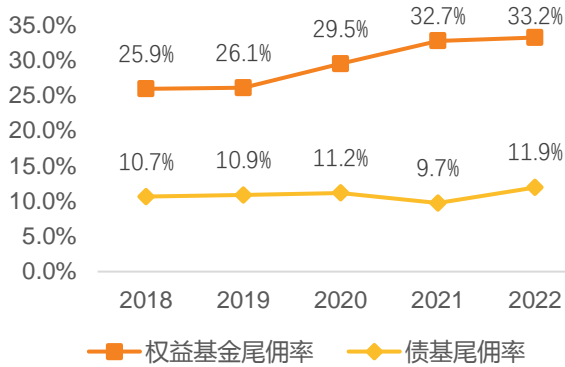
图 18：美国家庭购基以投顾和退休计划为主（2022 年）



资料来源：ICI，天风证券研究所

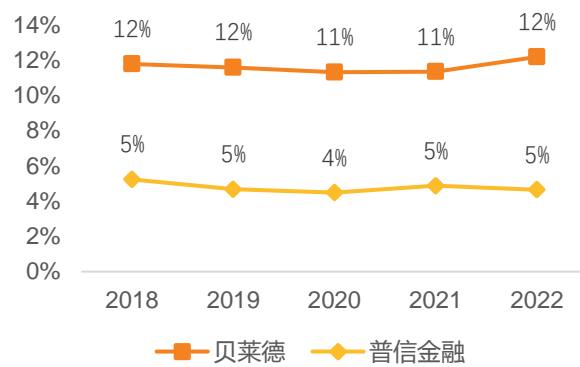
三是商业模式上具备差异，国内有尾随佣金的掣肘，美国几乎没有。中美在基金费率结构上亦存在较大差异，其中核心在于国内代销渠道尚处于卖方模式，除了认申购费、赎回费等交易性费用、销售服务费外，还从基金公司管理费中分成相当比例的客户维护费，2018-2022 年主动权益基金渠道尾佣占比已从 25.9%提升至 33.2%。而美国的养老金、投顾渠道均不收取尾佣，仅部分基金超市渠道会在基金公司管理费中分润（如嘉信理财的免佣基金交易平台 Onesource 对上架基金收取 0.40%左右的年化费用）。由于基金超市渠道占比较小（22 年仅 14%的家庭会由此途径买基），美国基金管理费绝大部分由基金公司实际获取，我们测算了贝莱德以及普信金融的尾佣率，仅分别在 12%、5%左右。

图 19：国内尾随佣金率



资料来源：ICI，天风证券研究所

图 20：贝莱德及普信金融尾佣大致测算

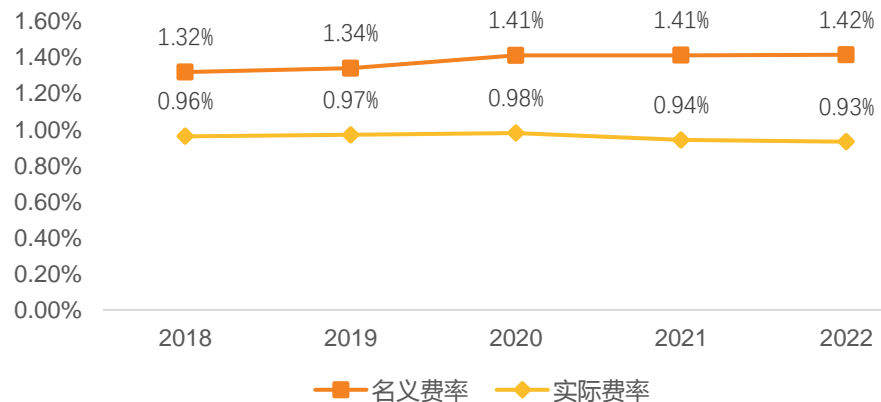


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 国内主动权益基金降费空间的探讨

剔除尾佣后，基金公司实际收到的管理费率为 0.93%。我们将由销售渠道收取的尾随佣金剔除，测算得到 2018-2022 年主动权益基金的实际管理费率分别为 0.96%、0.97%、0.98%、0.94%、0.93%，这一水平约对应美国 2010-2012 年左右。值得注意的是，由于个人投资者比重提升，渠道尾佣占比提升，基金公司实际管理费率分别在 21、22 年下降 4、1bp，降幅与美国近年水平相当。

图 21：国内主动权益基金名义及实际管理费率



资料来源：Wind，天风证券研究所

若对标美国进行调降，bottom line 应高于 1.0%，市场化定价下应给予一定主动管理溢价。2022 年美国主动权益基金资产加权平均费率为 0.66%，将此作为底线基准，剔除尾随佣金后对应费率水平为 1.00%。同时，考虑到美国公募基金规模更大、规模效应更强（截至 22 年末，约为中国 7.6 倍），以及主动管理创造超额收益的能力更强，应给予一定溢价。

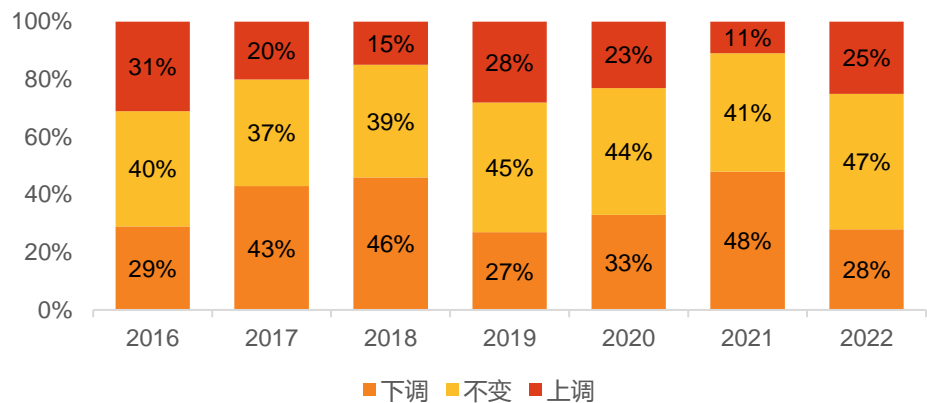
## 3. 若以“新老划断”方式调降，后续演变节奏会如何？

### 3.1. 美国经验：老基金长期跟随调降

美国每年有较大比例存量基金产品下调费率。据 ICI 统计，2016-2022 年平均每年有 36% 的存量权益产品下调费率，高于 22% 的上调比例（业绩报酬提升、AUM 下降导致的被动提

升等原因)，42%的产品则未变化。

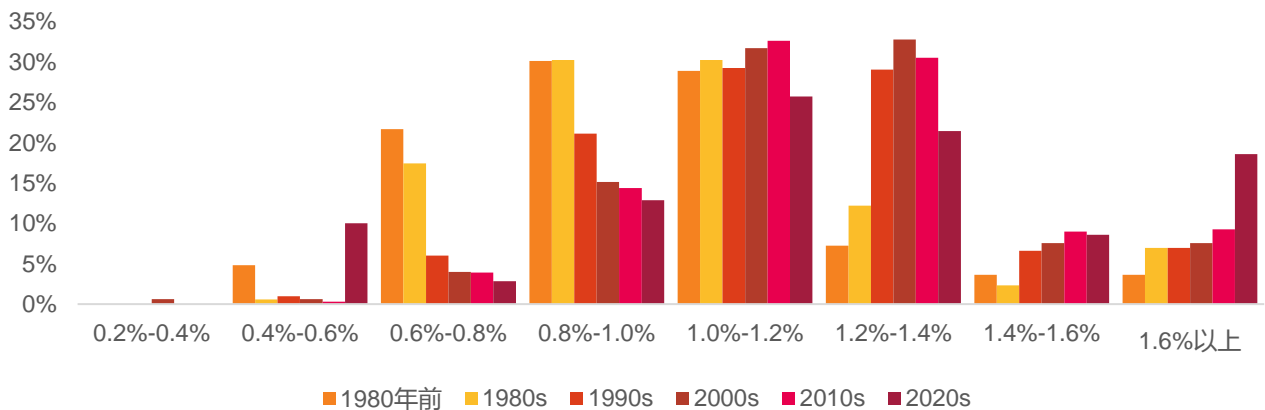
图 22：存量权益基金费率调整比例



资料来源：ICI，天风证券研究所

**持续的费率调整推动新老基金费率分布趋同。**以富达基金平台代销的共同基金产品（包括自有和外部产品）为例，统计其 NTF（No Transaction Fee，不收短期交易费）的主动权益产品（共 1651 只），发现不同年代发行的产品当前费率分布相近，且老产品由于管理规模更大、偏大市值（管理难度相对低）等原因，低费率产品比例甚至更高。

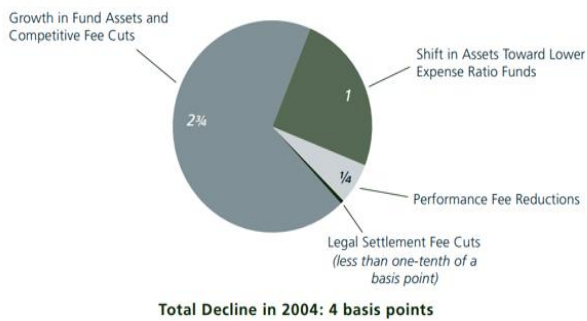
图 23：富达平台主动权益类基金费率分布（按基金成立时间分组）



资料来源：Fidelity，天风证券研究所

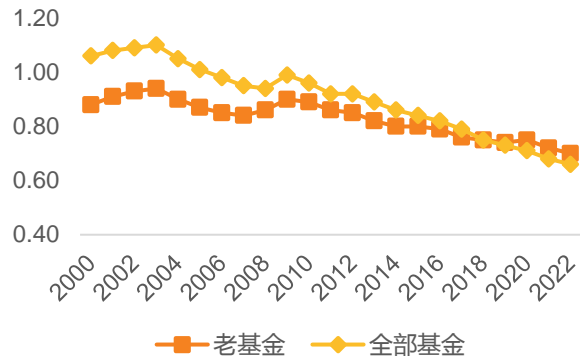
进一步地，我们拆解费率下行的因子，发现资金向低费率产品迁移是主要的驱动因素。因子拆解上，据 ICI 的分析，2000 年初存量产品降费和资金向低费率产品迁移重要程度相当（04-06 年主动权益基金平均费率分别下降 4/4/2bp，后者分别贡献 1、2.25、0.75bp），近年来资金向低费率产品迁移则成为主要动力（17-18 年分别贡献 78%、91%原因），说明老基金费率下调幅度的贡献降低（17-18 对应 0.9、0.4bp）。从另一维度也可得出类似结论，统计 2000 年至今持续运营的主动权益基金，其平均费率水平从 0.88%下降至 0.70%，逐渐高于整体水平。

图 24：2004 年主动权益基金费率下降因素拆解



资料来源：ICI，天风证券研究所

图 25：老基金费率逐步高于整体



资料来源：ICI，天风证券研究所

注：老基金指自 2000 年以来一直存在的基金

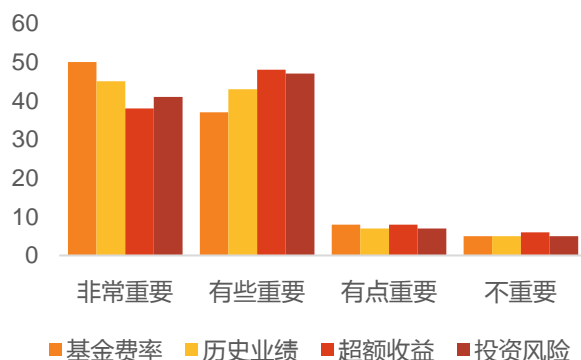
### 3.2. 若以“新老划断”方式调降，预计存量基金调降以量变为主，短期内难以出现大规模演化

据经济观察网报道，管理费率调降可能以“新老划断”方式进行，即新基金降费而老基金不强制降费，这长期大概率会引起老基金费率逐步对应调整。但演变的节奏会如何？

我们认为，这个问题的核心在于两个方面，一是老基金能否保持足够的获取超额收益水平的能力，以支撑现有的费率水平，二是从投资者感知角度出发，基民会在多大程度认知超额收益水平和费率水平的实际变化。从前一个角度，我们认为随着公募基金投研体系日益强、头部公募能力建设，有望仍保持良好的长期 Alpha 获取能力。

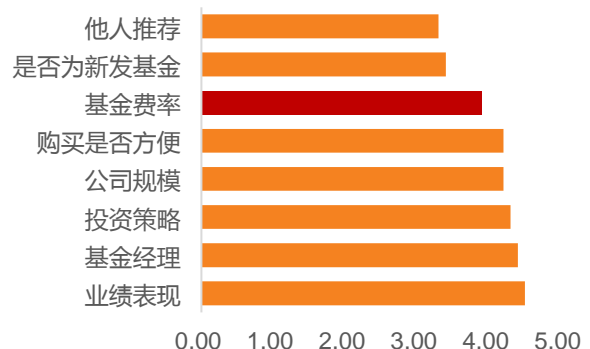
**投资者感知角度，对超额收益水平及费率差异的认知差短期或难以弥合。**ICI 的问卷调查结果显示，2022 年美国近 50% 的个人投资者认为费率非常重要，是购买基金时首要的考虑因素，高于历史业绩、超额收益等指标。而国内基民对费率的重视程度并不高，中基协 2020 年的问卷调查显示，基金费率在基民购买基金的考虑因素中重要性排名第 6，低于业绩表现、基金经理等指标。

图 26：美国共同基金个人投资者考虑因素（%）



资料来源：ICI，天风证券研究所

图 27：国内基金个人投资者考虑因素（满分 5 分，2020 年）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

进一步地，22 年以来基金主动管理的效率实际有所下降，但我们观察 22 年存量权益基金费率调降的效果，对个人投资者的影响并不明显。我们据 Wind 统计，22 年共有 15 只权益基金调降管理费率，其中 8 只在降费前后取得了较行业更快的规模增长。深入分析发现，

其中 6 只在降费前后机构持有份额的比例大幅提升，其费率调降主要吸引了机构投资者；而剩余两只中，广发安享作为灵活配置型基金，受益于高固收配比带来的业绩稳健型，22 年债基配置比例平均达 95%，净值表现良好，仅汇添富中证电池主题联接一定程度上受益于费率下降（管理费率从 0.5% 下降至 0.15%，降幅达 70%）。

表 2：2022 年管理费率调降的权益基金清单及效果（边际变化大的标黄）

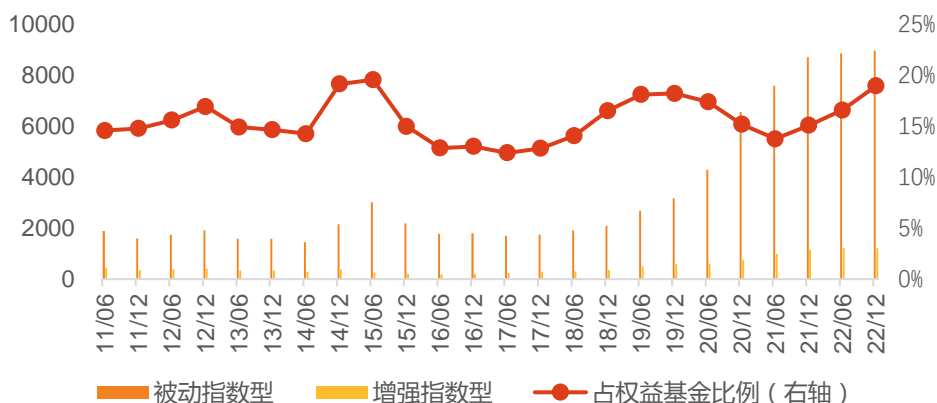
证券简称	调降时间	降幅	当前	净值规模（亿元）						净值规模环比增速					机构持有比例		
				21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	21Q4	22Q2	22Q4
东方量化多策略	2022/1/6	0.7%	0.8%	1.5	1.4	1.4	1.5	1.2	0.4	-10%	0%	8%	-18%	-66%	97%	96%	97%
广发安享	2022/1/14	0.1%	0.5%	11.5	12.6	21.7	52.3	43.3	41.6	9%	72%	141%	-17%	-4%	55%	51%	17%
创金合信鑫利	2022/2/10	0.4%	0.4%	0.1	2.0	2.1	3.6	2.0	1.8	2402%	5%	68%	-44%	-11%	0%	95%	30%
国泰民福策略价值	2022/2/11	0.7%	0.8%	11.2	9.4	7.9	6.7	4.7	2.4	-16%	-16%	-15%	-30%	-50%	87%	86%	80%
德邦民裕进取量化精选	2022/3/18	0.3%	0.7%	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	-11%	22%	-17%	10%	1%	67%	73%	74%
财通多策略福瑞	2022/4/14	0.9%	0.6%	2.4	2.1	2.2	2.0	1.9	1.9	-10%	4%	-10%	-6%	3%	65%	67%	69%
国泰融丰外延增长	2022/4/19	0.5%	1.0%	10.8	8.5	7.9	8.6	5.8	3.1	-22%	-6%	8%	-32%	-46%	92%	86%	75%
东方红睿逸	2022/4/20	0.7%	0.8%	52.7	51.4	51.8	41.3	41.6	43.3	-2%	1%	-20%	1%	4%	0%	0%	0%
东方红智逸沪港深	2022/4/20	0.5%	1.0%	36.4	34.9	28.0	26.5	26.8	27.1	-4%	-20%	-5%	1%	1%	1%	1%	1%
汇添富中证电池主题联接	2022/5/23	0.4%	0.2%	7.1	7.2	8.0	6.5	7.3	8.7	2%	11%	-19%	12%	19%	4%	2%	1%
招商丰茂	2022/7/1	0.7%	0.8%	1.0	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	-21%	-10%	-8%	11%	-5%	12%	17%	39%
恒生前海恒裕利	2022/7/7	0.4%	0.4%	0.2	0.1	0.1	0.3	1.5	1.6	-16%	-50%	401%	345%	5%	0%	0%	97%
招商优势企业	2022/8/16	0.9%	0.6%	0.4	0.4	1.9	2.9	3.4	31.3	-15%	437%	51%	17%	820%	37%	11%	44%
南华丰淳	2022/8/17	0.2%	1.0%	1.5	1.0	1.0	4.2	4.3	4.4	-33%	-4%	322%	4%	1%	0%	0%	84%
泰信智选成长	2022/9/16	0.9%	0.6%	0.2	0.2	0.2	2.0	3.1	3.2	-19%	-13%	1140%	54%	1%	15%	0%	96%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：净值规模环比增速高于权益基金整体增速则标黄

而个人投资者对被动产品配比的提升，也说明对于费率的关注程度在提升，我们预计“新老划断”后存量基金调降以量变为主，但短期内难以出现大规模演化。据 wind 统计，个人投资者对权益基金的配置中，被动指数型和增强指数型的比例自 21 年中以来持续提升，截至 22 年末达到 18.9%，创历史新高。我们认为，这一定程度反映了基民对于费率的关注程度在提升。综合我们的整体判断，预计“新老划断”后存量基金调降以量变为主，但短期内或难以出现大规模演化。

图 28：个人投资者权益基金中被动配比创历史新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 风险提示

- 1) 资本市场表现持续疲软：市场不好会导致主动管理基金创造超额收益的能力变差，以及提升投资者费率敏感性，加速费率调降过程；
- 2) 宏观经济复苏不及预期：主要影响居民的资产配置，导致权益基金投资的减少；
- 3) 买方投顾推进不及预期：参考美国的体系，费率下行的重要因素在于买方投顾体系的建立。



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com