基金投顾“T份额”来了

编者按/7年试点，公募基金投顾终于迎来制度性的“关键一跃”。日前，中国证券投资基金业协会正式下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问份额设立工作的通知》，就行业有序设立基金投资顾问专属份额（“T类份额”）提出了明确的指导与规范。基金投顾T类份额通过免申购费、免尾佣、投顾费单列，从制度根源物理切断了渠道与投顾的利益绑定。当“卖产品赚佣金”的捷径被切断，“凭专业管账户”成为机构生存的唯一出路。

这是一场从“卖方销售”向“买方投顾”的彻底重构。基金公司被迫回归投研本源，代销渠道直面尾佣退潮的阵痛，而投顾机构则需纯粹靠专业陪伴能力立足。本期专题，我们将穿透费率表象，深度拆解T类份额的政策内核，全景剖析产业链各方的博弈与重塑，共同探寻财富管理回归“以投资者回报为中心”的时代答案。

“双轨”七年：投资者算不清“糊涂账”，机构未挣脱“路径锁”

中经记者 孙汝祥 夏欣 北京报道

2019年10月，证监会正式启动公募基金投资顾问业务试点工作，标志着基金行业开启了从“卖方销售”向“买方投顾”的转型进程，行业由此进入卖方销售与试点投顾“双轨”并行的时段。

7年来，基金投顾试点在改善投资者盈利体验、推动业务模式与利益机制革新等方面取得了显著成效，行业从“卖产品”向“管账户”的转型方向已然确立。

中基协数据显示，截至2026年9月底，我国境内公募基金规模已达39.32万亿元。然而据业内人士估算，投顾规模仍在千亿元级别徘徊。同时，“基金赚钱、基民不赚钱”的行业之痛仍未得到根本缓解。

接受《中国经营报》记者采访的10余位专业人士一致认为，这一困局的根源在于投顾份额（T类份额）落地前的旧模式下，费用不透明、利益错位、各主体激励与投资者长期收益脱节，从根本上阻碍了行业向买方投顾转型。

多位受访者指出，旧模式下，投资者面临申购费、赎回费、管理费、销售服务费、尾随佣金层层叠加却难以分辨流向的“糊涂账”；同时，难以判断投顾建议究竟基于专业判断还是佣金驱动，调仓损耗与利益冲突持续侵蚀长期收益。

据受访机构测算，投顾策略下双重收费推高综合持有成本最高接近年化2%。

对于各类机构而言，基金公司虽掌握底层产品定价权，却将20%—50%的管理费以尾随佣金形式让渡给渠道，投研能力被迫让位于“渠道友好型”产品设计，陷入“新发—冲量—尾佣分成—再新发”的规模游戏。

而代销渠道的收入则高度依赖尾随佣金。“卖基金一单赚15块、卖投顾一单赚5块”的激励落差，使其天然倾向于推销高尾佣产品而非适配客户的最优配置，也导致“买方投顾打不过首发新基”。

投顾机构显性服务费分成偏低，纯服务费转化率仅一成左右，大量机构依赖尾佣维持运营，被迫将投顾做成“带策略包装的销售”，陷入“低收费—低服务—低黏性”的非良性循环。

专业人士强调，旧模式让上述各类机构落入了“路径依赖”陷阱，整个行业被困在“规模导向”的旧逻辑中。

费用迷局

“基金投顾业务在产品代销基础上进一步升级，把‘销售结束’变为‘服务开始’，从销售单一产品转向管理客户账户，使投顾与客户利益保持一致。”上海秩汇科技创始人、董事长兼CEO徐海宁表示，2019年基金投顾试点启动，组合配置、账户管理和持续顾问服务有了更清晰的业务载体。

“传统基金销售让公募基金走进千家万户，大幅降低了居民参与资本市场的门槛；2019年以来的基金投顾试点，更是行业主动向‘以客户利益为中心’迈出的关键一步，从‘卖产品’升级到‘管账户’，方向正确，也积累了宝贵经验。”一位业内人士对“卖方销售”与“买方投顾”的积极意义予以肯定。

然而，多位专家同时指出，在从“卖产品”到“管账户”的转型过程中，旧模式遗留下来的费用结构问题，仍然困扰着大多数投资者。在旧模式下，投资者买入一只基金投顾组合，表面上是“一篮子打包”的便捷服务，实际上却承担了多层费用。

“双重收费问题突出，投资者既需要向基金公司缴纳基金本身的申购赎回费、管理费，还要向投顾机构单独支付投顾服务费，相当于同一笔投资承担了两层服务费用，成本显著高于单一收费模式。”北京大学光华管理学院院长、北京大学博雅特聘教授田轩表示。

鹏扬基金总经理助理易文强从行业实践角度出发，表示投资者买投顾组合，既要付投顾服务费（资产配置调仓费用），底层持有的A/C类基金还要计提尾随佣金（渠道销售服务费），形成双重扣费、利益冲突。

从投资者视角，资深投资者望京博格解释，之前购买基金，需要交管理费等费用给基金公司，如果购买投顾，除了原先的管理费外，投资者还要多交一份投顾费。“对于投资者来说，买投顾的成本要比单买基金高，这就降低了投顾对投资者的吸引力。”

在专家看来，双重收费不仅抬高了投资者成本，其不透明性也影响了投资者对投顾行业的信任。

“投资者买投顾策略，表面支付0.5%—1.2%/年的投顾服务费，底层却仍通过普通A/C份额承担申购费、销售服务费及管理费中的尾随佣金分成（渠道抽走管理费的20%—50%），综合成本最高接近2%/年。”国新证券财富业务相关负责人指出，双重收费叠加隐性尾佣，是“卖方销售”叠加“试点投顾”的过渡态给投资者造成的最大困扰之一。

“很多投资者关注的是‘申购费打1折’甚至‘零申购费’，却容易忽视销售服务费、管理费、托管费以及尾随佣金等持续性费用。”北京师范大学经济与工商管理学院副院长胡聪慧指出，投资者很难看清真实的综合成本。

“申购费、赎回费、管理费、销售服务费、尾随佣金层层叠加，普通基民难以分辨哪些钱流向了销售渠道，哪些钱用于投顾服务。”南开大学金融学教授田利辉直言，“在旧模式下，投资者支付的费用如同一笔‘糊涂账’。”

田利辉进一步表示，投资者更根本的困扰在于，投顾机构的收入来源与投资者利益并不一致：投顾一边向客户收取服务费，一边持续从基金公司获取尾随佣金，受托责任与销售利益互相撕扯。投资者难以判断投顾的建议究竟是出于专业判断还是佣金驱动。

由于相关费用计提方式不同，有些费用在交易时直接扣除，有些费用每天从基金资产中计提并反映在净值中，还有些费用发生在基金管理人和销售机构之间。“投资者通常能感知一笔显性扣款，却容易低估长期持续计提费用对复利的影响。”西南财经大学金融学院、中国金融研究院院长罗荣华称。

罗荣华表示，进入基金投顾场景后，客户还会产生费用叠加感。投资者支付投顾服务费后，底层基金仍然存在产品运作费用。

“如果底层份额还包含销售和客户维护相关成本，客户可能会困惑并追问自己是否为销售服务和顾问服务重复付费。即使总费率不高，费用的功能和去向缺少清晰解释，也会显著削弱信任感。”罗荣华如是提醒。

此外，多只底层基金具有不同的确认时间、持有期限和收费安排，调仓可能涉及赎回费、申购费、在途资金和短暂的市场暴露变化。

“投资者看到多笔交易，却未必理解调仓的原因、预期作用和实际成本。”罗荣华认为，若平台只展示单只基金，却不展示组合层收益、风险、费用和调仓贡献，客户就很难判断投顾服务是否创造了价值。

值得一提的是，2026年5月11日，易方达财富率先推出投顾尾随佣金“归零”。在销售费用新规过渡期内，通过“先收后返”模式，向投顾客户主动让利投顾策略底层基金产生的尾随佣金，降低了客户成本。不过，该模式存在税务摩擦成本，即由于返还金额被视为投资者所得，机构需按税法代缴个人所得税及扣除相关税费，会产生税收损耗。

利益错位

费用不透明是表象，更深层的问题在于，整个产业链的收入来源与责任归属之间存在着结构性错配。

据国新证券财富业务相关负责人介绍，在投顾份额改革前，公募基金产业链形成了“基金公司定费率—代销渠道拿尾佣—投顾方收低占比服务费”的三角分配结构。

具体而言，基金公司拥有管理费定价权，却把20%—50%管理费以“客户维护费”形式分给渠道；代销机构（银行/券商/第三方）收入骨架建立在尾佣保有量上，部分中小投顾机构尾佣收入占比甚至超过70%；而真正面向投资者提供配置服务的投顾方，显性投顾费（0.5%—1.2%/年）在综合费负中占比偏低，且常被尾佣抵扣稀释。

上述国新证券财富业务相关负责人强调：“这套体系最主要的问题是投顾方商业可持续性弱，买方立场难落地。纯服务费转化率低，全行业显性付费转化约一成。投顾机构若不自带销售渠道就缺乏收入底盘，倒逼其要么回归销售属性吃尾佣，要么压缩服务投入。”

“卖方模式的利益分配，直白地说，就是一套‘产品>渠道>服务’的价值排序。基金公司出产品，渠道负责卖，服务是个辅助配套。”创金合信基金副总经理黄越岷表示，虽然真正能留住客户的不仅仅是产品排名，还包括持续服务，如帮助客户理解为什么要买、买了之后怎么拿住、跌了怎么办。

“但遗憾的是，这些服务在卖方模式里并没有显现独立的价值。”黄越岷表示。

在业界看来，在这套三角分配结构下，基金公司、代销渠道、投顾机构三方各自的利益取向，与投资者的长期收益目标形成了三重背离。

一是基金公司与投资者之间的背离。

“基金公司追求规模扩张以获取更多管理费，更倾向于发行易销售、高费率的爆款产品，而非长期业绩稳健的标的。”田轩称。

二是代销渠道与投资者之间的背离。

“基金销售长期以卖方代理模式为主导，销售机构的收入主要来自于基金公司的佣金，天然倾向于推荐佣金更高的产品，而非完全基于投资者利益进行考虑。”中信建投证券金融工程及基金研究首席分析师姚紫薇表示。

田利辉亦认为，代销渠道高度依赖尾随佣金，倾向于推销尾佣更高的产品而非更适合客户的产品。

“代销渠道为维持尾随佣金收入，倾向于锁定客户资金，抑制客户资金向更优配置流动，甚至阻碍投顾机构提供客观建议，导致投顾建议偏离投资者的最佳利益。”田轩称。



备受瞩目的基金投顾专属份额（T类份额）靴子落地。这不仅是公募基金费率改革向深水区的延伸，更是财富管理行业从“卖方销售”向“买方投顾”彻底转型的重要节点。 视觉中国/图

胡聪慧分析，基金公司希望降低渠道成本，渠道则希望获得更高的销售收入和客户维护费，最终相关成本可能通过基金费用间接由投资者承担。

三是投顾机构与投资者之间的背离。

胡聪慧指出，投顾本应站在买方立场，根据客户目标选择最优产品；但如果投顾机构还能从某些底层基金取得尾随佣金，或者与相关基金公司存在利益关系，就可能产生产品选择偏向。频繁调仓还可能被用来展示“投顾在积极管理”，但未必真正创造扣除成本后的增量价值。

“投顾机构因分成过低，难以维持长期高质量的服务投入，甚至可能通过引导频繁交易或推销高佣金产品来弥补收入缺口，进一步加剧与投资者利益的背离。”田轩直言。

田利辉分析，投顾机构在双重收费模式下，既有动力做大客户资产规模以收取投顾费，又有动力频繁调仓以获取更多交易佣金和尾佣分成，可能导致客户的长期利益被置于机构短期收益之后。

“投顾机构如果同时具备销售属性，理财经理更有动力推荐尾佣比例高的基金组合，于是投顾既有动力把高尾佣产品放进组合，又向投资者收一笔投顾费，与‘投资者利益优先’的买方立场冲突，受托人责任与销售利益互相撕扯。”一位专业人士强调，只要投顾机构的收入与产品销量绑定，业务就很难从根本上摆脱“销售导向”。

罗荣华从收入与责任匹配的角度提出了更深层的问题。基金公司对底层产品管理负责，销售机构承担销售适当性和账户服务责任，投顾承担组合建议、风险匹配和持续服务责任。

“各主体的收入如果不能与相应职责清晰匹配，就容易出现服务价值难以定价、责任边界相互模糊的情况。”罗荣华进一步指出，制度优化的方向，是把产品管理价格、销售服务价格和顾问服务价格分开识别，并提高关联关系和利益冲突的透明度。

国新证券财富业务相关负责人将旧模式的核心利益冲突归结为“给超市付钱最多的商品摆在最前面”，而非客户最优解。从投顾人员的角度看，服务多、付出多，但整体创收不及产品销售为导向的业务。

“多方利益没拧成一股绳，基金公司想做大规模收管理费，渠道想多收尾随佣金，投顾想靠专业服务赚钱却因利益不通畅很难落地，真正出钱的投资者，也在为多重收费买单，这是典型的利益冲突。”招商基金投顾团队表示。

胡聪慧也认为，改革前行业最核心的矛盾可以概括为，基金推荐者有时也是销售收益的获得者，而真正承担投资结果和全部成本的却是投资者。

“在‘规模至上’‘重销售、轻服务’的生态中，各方利益均与投资者长期收益脱节。”田轩如是总结。

路径依赖

当费用不透明与利益错位长期并存，其后果不仅是投资者的困惑与损失，行业自身同样受到显著的负面影响。

“在投顾份额落地前，卖方销售与投顾试点双轨并行7年，没有让任何一方建立起健康的长期能力底座，反而把三类主体分别锁进不同的‘路径依赖陷阱’。”国新证券财富业务相关负责人直言。

“对于基金公司来说，费率定价权虚置，产品供给被渠道反向驯化。”上述国新证券财富业务相关负责人称，管理费名义由管理人定，但20%—50%以尾佣形式被渠道抽走，基金公司实际可支配费率随渠道议价能力浮动；为保产品货架曝光，基金公司倾向发行高费率、高尾佣、易做大规模的权益或含权产品，低费率工具型产品供给受限。

“长期看，基金公司投研能力让位于‘渠道友好型产品结构设计’，Alpha能力被销售费耗散，行业陷入‘新发—冲量—尾佣分成—再新发’的规模游戏。”上述负责人称。

罗荣华认为，基金公司的渠道准入、首发规模和短期排名容易获得较高权重，资源由此更多投向产品发行、营销协同和短期规模维护，长期投研、策略容量管理、产品定位和持有人服务可能受到挤压。产品数量持续增加后，同质化产品又会提高客户选择成本和公司的内部管理成本。

对于代销渠道，国新证券财富业务相关负责人表示，券商虽把投顾纳入分类评价，但经纪条线仍靠代销佣金分润，一线人员“卖基金一单赚15块、卖投顾一单赚5块”的激励落差，使买方投顾在分支机构永远打不过首发新基。“渠道越成功，越难自断尾佣脐带。”

“代销渠道过度依赖尾随佣金分成，会陷入价格竞争、流量争夺的同质化内卷，难以建立以客户需求为核心的服务竞争力。长期看难以构建差异化壁垒，削弱了行业整体的服务深度与专业价值。”田轩表示。

对投顾服务方而言，国新证券财富业务相关负责人表示，其商业模型“先天缺钙”，买方身份名实分离。“持牌投顾机构收入长期呈‘显性投顾费（0.5%—1.2%）+隐性尾佣’双轨，部分中小机构尾佣占比超70%、近100%靠尾佣养团队；纯服务费转化率为全行业一成左右、续费留存约40%，逼得机构把投顾做成‘带策略包装的销售’，流量获客、过度调仓、推高尾佣底层基金成为生存本能。”

“投顾机构利益绑定卖方渠道易引发利益冲突，投顾决策偏向高佣金产品而非适配用户需求，阻碍买方投顾核心服务能力建设，行业难以脱离佣金模式实现真正转型。”田轩称。

田利辉同样认同旧模式对各类机构的长期发展构成了“路径依赖”陷阱：代销渠道沉迷于流量变现和交易通道服务，难以积累真正的投顾专业能力；基金公司被迫通过高尾佣换取渠道准入，侵蚀了投研投入的空间；投顾机构陷入“低收费—低服务—低黏性”的负循环。整个行业被困在“规模导向”的旧逻辑中，难以培育以客户利益为中心的可持续商业模式。

“信任资本持续折旧，转型窗口被内部消耗。”国新证券财富业务相关负责人提醒道，“旧模式拖得越久，行业向买方切换的摩擦成本越高。”

罗荣华强调，行业长期转型需要同步改变收入和评价体系：基金公司更重视产品长期质量，渠道更重视客户留存和适当性，投顾更重视账户结果与行为改善。共同方向是把客户长期利益转化为可以观察、可以考核、可以持续投入的业务指标。“归根结底，下一阶段行业需要回答一个更具体的问题：投资者为什么愿意长期持有基金？”