买方进发

基金投顾“T份额”来了

转型七年：买方投顾打不过首发新基，长期深陷“三低”循环

中经记者 孙汝祥 夏欣 北京报道

自2019年10月基金投顾试点启动以来，中国财富管理行业从“卖方销售”向“买方投顾”转型已满七年。在这“双轨”并行的七年间，强势的“卖方”与弱势的“买方”，转型的起点与终点之间，力量对比的天平始终向前者倾斜。

投顾份额（T类份额）落地之前的旧模式之下，费用不透明、利益错位、路径依赖，三重困局层层嵌套：投资者为申购费、赎回费、管理费、销售服务费、尾随佣金层层叠加的“糊涂账”买单；公募基金被困在“新发—冲量—尾佣分成—再新发”的规模游戏中；投顾机构服务费占比低、话语权弱，买方投顾始终打不过首发新基，长期陷在“低收费—低服务—低黏性”的循环里。

不仅如此，对于行业和市场生态而言，在接受《中国经营报》记者采访的十余位业内专家与机构人士一致认为，旧模式阻碍了行业向买方投顾转型，助推了“基金赚钱、基民不赚钱”，放大了“追涨杀跌”。

专业人士认为，当投顾机构的收入同时来自客户服务费和渠道尾佣时，“买方立场”只是口号而非制度保障。同时，旧模式通过激励渠道推销高换手产品、鼓励短线交易，系统性地放大了投资者的行为偏差，成为“追涨杀跌”的重要的“顺周期放大器”。

实际上，发达市场如美国也经历过类似困局。随着“清洁份额”（Clean Shares）落地，美国通过“费用分离”实现了制度性改善。其“费用分离—利益一致—买方投顾”的脱困路径，也为国内投顾份额改革提供了重要参照。

痛点一：行业向买方投顾转型受阻

2019年10月，基金投顾试点开始，以公募基金为代表的资管行业正式开启向买方投顾转型之路。

“这是财富管理服务边界的不断拓展。产品代销解决的是优质金融产品如何有效触达客户，买方投顾进一步回答的是，在产品日益丰富、净值持续波动的环境下，如何帮助客户做选择、做组合并长期持有。”上海秩汇科技创始人、董事长兼CEO徐海宁表示，产品筛选和销售服务仍是重要基础，同时还要增强客户画像、资产配置、动态跟踪、预期管理和行为陪伴等能力。基金投顾为这些服务提供了账户化、持续化的业务安排，与基金管理、产品销售等环节相互衔接，共同构成更加完整的财富管理服务链条。

与此同时，也有专业人士指出，向买方投顾转型的目标和初衷虽好，但实际效果并不尽如人意，而旧模式正是转型的制度性阻碍。

“旧模式下，买方立场在商业上不可持续。”国新证券财富业务相关负责人直言，在整个链条上，投顾收入占比低，机构没有动力推动投顾业务，买方投顾长期陷在“低收费—低服务—低黏性”的循环里。

“旧有模式构成了向买方投顾转型的制度性障碍。”南开大学金融学教授田利辉强调，当投顾机构的收入同时来自客户服务费和渠道尾佣时，“买方立场”就只是口号而非制度保障。

田利辉认为，只要投顾能够通过推销特定产品获取额外收益，就没有内在动力去真正践行“最优价格执行”和“投资者利益优先”。“旧模式下的利益格局如同‘制度的牢笼’，将行业困在卖方销售的旧轨道上，无法通过市场自发力量完成向买方投顾的跃迁。”田利辉称。

“旧有模式提高了行业向买方投顾转型的难度。机构的收入来源、内部考核、产品体系和客户付费习惯，长期围绕产品销售运转，专业的投顾服务难以在短期内形成独立、稳定的收入。”西南财经大学金融学院、中国金融研究院院长罗荣华表示。

罗荣华解释，买方投顾需要围绕客户账户组织业务，但当产品保有收入占比较高时，机构仍会关注卖出多少产品、形成多大保有量，客户账户的长期结果难以成为唯一中心。

考核周期也存在错位。获客、转化和保有可以按月或按季度考核，长期持有、回撤管理和行为改善往往需要三年、五年甚至更长时间观察。“若员工收入和晋升主要取决于短期销售指标，要求其持续投入难以迅速兑现的陪伴服务，会产生明显的组织张力。”罗荣华表示。

此外，罗荣华指出，传统产品体系以单只基金货架为中心，而买方投顾需要组合视角。客户的付费认知同样构成约束，如果服务价值无法被看见，买方模式就难以形成稳定需求。

美国经验也提供了跨国印证。“美国传统的销售佣金和12b-1分销费机制本质上是‘卖方付费’模式，基金公司从资产中提取费用支付给销售基金的经纪商，这笔钱与顾问是否真正为客户利益服务并不直接挂钩。”全球养老金融专家林羿认为，这种结构天然延缓买方模式发展，原因包括经济利益错位、定价机制混乱、监管信号滞后。

“正是DOL（劳工部）受托人规则酝酿期间行业普遍反映‘旧有份额结构无法适配收费顾问定价’，才促成了2017年SEC（美国证券交易委员会）对资本集团（Capital Group）‘清洁份额’申请的无异议函批复。”林羿指出，“这本身就说明，旧模式的制度惯性是转型的现实阻碍。”

痛点二：“基金赚钱、基民不赚钱”未根本改善

有机构人士表示，从投资者角度看，基金投顾业务试点至今，改善投资收益与体验的作用是在被逐步证实的。但在更多的专业人士看来，旧模式通过费用结构设计，在制度层面激励了“卖新基金、推高换手、鼓励短线”的行为链条，直接扩大了基金净值与基民实际收益之间的落差，助推了“基金赚钱、基民不赚钱”现象。

“在传统模式中，投顾机构、代销渠道的收入主要依赖尾随佣金与申购赎回费，收入高低与基金销量直接挂钩，而非和基民的长期收益绑定。”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，这种机制下，行业更倾向于引导渠道销售新基金、频繁推动基民调仓换手，而非帮助投资者长期持有适配产品。

“投顾机构双重收费的利益格局使其缺乏引导客户长期持有的内在激励。基金公司赚了管理费，渠道赚了佣金，但基民承担了市场波动和频繁交易的双重损耗。”田利辉也认为，旧有模式是“基金赚钱、基民不赚钱”的重要制度性推手。

“旧有模式可能扩大基金产品收益与投资者实际收益之间的差距。”罗荣华指出，基金净值收益描述的是产品在一段时间内的表现；投资者实际获得的收益，即按照每笔资金投入时间和金额计算的资金加权收益，还取决于何时申购、何时赎回、投入多少以及持有多久，而渠道展示和销售激励会影响这些决策。

招商证券基金投顾团队也表示，“基金赚钱、基民不赚钱”的背后，不只是投资者行为的问题，也是销售节奏、产品供给和渠道激励共同作用的结果。投顾的价值就是改善投资者行为偏差，坚持长期主义，但如果投顾服务被产品销售逻辑牵引，它的独立性和长期主义就会打折。

“投顾服务的重要价值，就是在产品净值和客户账户之间增加一层专业连接，帮助客户理解波动、管理预期，使长期产品业绩更有可能转化为客户实际持有收益。”徐海宁指出，市场越是波动，客户越需要及时、易懂的沟通服务。如果服务只集中在购买环节，客户面对净值回撤时容易在信息不足和情绪影响下作出短期决策。

就美国经验而言，林羿表示，从费用层面看，传统份额结构中的12b-1费和销售佣金，这类隐性成本长期存在会直接侵蚀普通投资者的净回报。从行为层面看，如果顾问的报酬与销售行为（而非长期持有）挂钩，就存在频繁调仓、频繁申赎的经济动机，这类操作即便对基金公司/顾问有利，也会通过交易摩擦成本和择时损耗，进一步拉大“基金业绩”和“基民实际到手收益”之间的差距。

痛点三：“追涨杀跌”现象没有明显缓解

除了助推“基金赚钱、基民不赚钱”，专业人士认为，旧模式还通过“销售激励—产品供给—资金流向—资产价格”的传导链条，系统性地放大了“追涨杀跌”行为，加剧了市场短期波动。

“旧模式对投资者‘追涨杀跌’具有较为直接的放大作用；对牛短熊长和市场整体波动，更准确的定位是‘顺周期放大器’。”罗荣华直言，其影响程度在基金产品、热门赛道和局部市场层面可能比较显著。

罗荣华详细拆解了放大机制：市场上涨、某些基金近期业绩突出时，销售机构和平台更有动力展示相关产品，基金公司也倾向于加大热点产品的营销力度，价格上涨由此更容易被理解为基金经理能力较强或者相关赛道仍将延续；回撤时，这套机制反向运行，业绩下降导致新增申购减少，投资者集中赎回，基金被迫变现流动性较好的资产。如果多只产品的持仓方向接近，同步赎回会增加局部市场的调整压力。

罗荣华指出，已有研究发现基金进入互联网平台后，资金对历史业绩的追逐明显增强，这种追逐还会反向激励基金经理提高风险承担以争取排名。由此，渠道放大效应与基金经理行为扭曲形成了闭环。

“旧模式的费用设计不是在抑制投机，而是在为投机提供制度便利，在制度层面激励了短期化投资行为。”田利辉直言，C类份额“免申购费、按日计提销售服务费”的设计，是为短期交易者量身定制的工具。渠道有动力推销C类份额以持续获取销售服务费，投资者则被“免申购费”的表象吸引进行短线操作。这种费用结构鼓励资金快进快出，加剧了市场的短期波动。

多位受访者同时表示，虽然旧模式放大了“追涨杀跌”，但旧模式并非“追涨杀跌”的唯一原因。

“‘追涨杀跌’是人性，需要通过模式来调整。”国新证券财富业务相关负责人表示，“如果频繁申赎不损机构分毫反而增厚收入，机构无激励做逆向陪伴；基金公司为冲规模密集发行高弹性赛道工具基，供给端配合需求端放大行业轮动，进一步缩短‘牛短熊长’的节律。考核周期短，天然鼓励顺势营销，会放大资金的行为。”

林羿认为，“牛短熊长”更多是市场结构、投资者结构和信息环境等宏观因素共同作用的结果，制度性的份额结构问题只是其中一个助推因素，不宜过度归因。

但林羿同时也指出，当顾问的收入依赖于新发基金的销售佣金或申购费时，行业整体就会倾向于在市场情绪高涨、产品好卖的时点集中发行和推广新基金，而非在市场低位时鼓励逆向布局。等到市场下跌、赎回压力上升时，由于旧有模式下投顾与客户之间往往缺乏透明、持续的费用沟通机制，信任基础薄弱，一旦市场波动加剧，客户“用脚投票”式赎回的意愿也会更强烈，这就加剧了“杀跌”效应。

在徐海宁看来，市场运行特征由宏观经济、流动性、估值和投资者结构等多重因素决定，不能简单归因于某一种财富管理业务模式。顺周期特征在不同渠道和不同类型客户中都可能出现，财富管理与资产管理服务可以在其中发挥一定的缓冲作用：产品供给不只围绕短期热点，产品配置不只依据近期排名，服务也不因市场转弱而减少。

海外经验：费用分离缓解利益冲突

旧模式暴露出的三重痛点，其制度惯性也被多位专业人士反复提及。实际上，美国也曾经历与中国当前高度相似的痛点，正是由于“清洁份额”的推出，推动了费用结构的彻底分离，重构了利益格局。

“20世纪80年代以前，美国基金销售以前端佣金为主导模式。投资者在购买基金时需一次性支付较高比例的销售佣金。这一模式下，销售机构的收入与投资者的交易频率直接相关，与投资者回报之间缺乏一致性，销售机构更倾向于鼓励投资者进行频繁交易而非长期配置。”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。

1980年，美国证券交易委员会实施Rule 12b-1，允许基金从资产中提取一定比例的费用用于市场营销和分销支出，持续性的收费方式让投顾机构开始注重持营而非销售。

姚紫薇认为，这一规则的出台，标志着基金销售费用结构开始发生深刻变化。前端佣金比例逐步下调，基金整体综合费率进入长期下行通道。

但双重收费、费用不透明，利益冲突等问题也随之而来。

“传统的A类份额（前端申购费+较低12b-1费）、B类份额（递延销售费+较高12b-1费）、C类份额（无申购费但持续收取较高12b-1费）并存，普通投资者很难分辨自己实际承担的总费用，也很难判断这些费用是否对应了实际获得的服务。”林羿指出，经纪商/顾问的报酬与其推荐的份额类型直接挂钩，行业内长期存在“为佣金而非为客户利益推荐产品”的批评声音。

转折点在2017年。当年，SEC正式批准推出“清洁份额”，即专门面向付费制独立投顾、机构投资者设立的专属基金份额类别。

鹏扬基金总经理助理易文强表示，“清洁份额”的核心规则包括：彻底取消12b-1销售费用、所有渠道尾随返佣、客户维护费；份额仅计提两项刚性基础费用，即基金管理费、托管费（纯投资运作开支）；投顾服务费与基金费用完全切割，投顾单独向客户收取咨询费，不与基金公司分成；无申购费、赎回费捆绑，费率极简。

“由于‘清洁份额’把管理费之外的所有费用都从基金费率中剥离，投资者第一次可以清楚地看到，自己付给基金公司的钱和付给顾问的钱分别是多少，这为‘货比三家’提供了制度基础。”林羿强调。

值得一提的是，国新证券财富业务相关负责人介绍，早在2013年，英国RDR（零售分销审查制度）即禁止基金公司向投顾支付尾佣，强制费用外显，这也成为“清洁份额”的雏形。

“英国RDR通过限制产品提供方以佣金影响顾问建议，推动顾问收费和平台收费从产品费用中分离。”罗荣华指出，美国与英国改革在法律基础和业务模式上存在差异，共同目标是提高费用透明度、减少佣金对建议的影响。

对于投顾行业而言，“清洁份额”的效果是显而易见的。

“‘清洁份额’的核心设计是剥离所有分销费用和前端费用，使基金份额本身成为‘清洁’的投资工具。投顾只能通过向客户收取基于资产规模的投顾服务费来获得报酬，投资者利益与投顾利益在制度层面实现了对齐。”田利辉表示。

“顾问不再因份额尾佣高低扭曲推荐；投资者看清‘基金成本’和‘顾问成本’两本账，付费意愿重建；买方顾问商业化跑通，RIA（注册投资顾问）凭AUM×顾问费率存活，与产品方绝缘，买方投顾渗透率升至个人养老金账户约85%。”国新证券财富业务相关负责人称。

“行业从‘卖产品’成功转向‘卖服务’，长期持有体验大幅提升。”田轩指出，“清洁份额”推出后，从规则层面将投顾服务费用与基金产品费用拆分，明确费用披露规则，取消了渠道层面的隐形尾随佣金，仅收取纯粹的资产管理费，直接降低了投资者综合成本，同时让投顾机构收入与投资者资产增值绑定，而非产品销售佣金，激励其通过优化配置和提升业绩来留住客户，理顺了利益关系，缓解了频繁调仓的利益冲突问题。

姚紫薇表示，伴随费率下行和市场竞争加剧，美国财富管理行业的收费模式逐渐从佣金制向投顾服务费制迁移。投资顾问不再依赖产品销售佣金，而是向客户收取基于资产管理规模的顾问费。

“这一转变使投顾机构的收入与客户的资产增值直接相关，即：客户资产增长，投顾收入相应增加；客户资产缩水，投顾收入亦随之减少。双方利益由此实现深度绑定，投顾机构的行为导向亦从产品销售转向以客户利益为核心。”姚紫薇称。



郭婵媛/制图

徐海宁指出，“清洁份额”并不是取消渠道和顾问的服务价值，而是将基金管理费用与销售、顾问服务报酬相对分开，由不同机构根据实际服务内容确定收费，使投资者更容易识别产品成本和服务成本。其背后反映的是财富管理行业分工逐步专业化：资产管理人专注于产品和投资，渠道发挥客户触达与基础服务作用，顾问则围绕客户目标提供配置和持续服务。

“对国内市场而言，更值得借鉴的不是某一种具体收费形式，而是提高费用透明度、明确服务责任，并在不同业务模式并存的情况下形成与服务价值相匹配的收费机制。”徐海宁表示。

值得一提的是，2026年11月，中国投顾份额（T类份额）落地，其“不设尾佣、费用分离”的方向与美国“清洁份额”颇为相似，二者都意在让基金费用与投顾费用各归其位、让投资者看清两本账。