钓头方进发

基金投顾“T份额”来了

尾佣退潮：基金公司、代销渠道、投顾机构三方利益版图生变

中经记者 王力凝 夏欣 北京报道

近日，中国证券投资基金业协会下发《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》（以下简称《通知》），就行业有序设立基金投资顾问专属份额（即“T类份额”，以下简称“投顾份额”）作出要求。

此前，《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》（以下简称《规定》）第十八条也已明确，投顾保有量不得收取客户维护费（即尾随佣金）。《通知》进一步明确，投顾份额不设置（认）申购费和客户维护费，管理费原则上按原基金管理费的60%收取。

在旧模式下，基金公司按管理费的一定比例向代销渠道支付尾随佣金，渠道再叠加投顾服务费，投资者事实上为“产品+渠道+投顾”三重成本埋单，而三方收入的锚点，几乎都落在产品规模和交易笔数上，与投资者账户的实际盈亏关系不大。

多位业内人士接受《中国经营报》记者采访时表示，新落地的投顾份额，将那条线性分成链条拆解为三个独立计价的专业板块：基金公司凭净管理费和产品力挣钱，代销渠道凭账户与服务能力挣钱，投顾机构凭组合管理和陪伴能力挣钱。这意味着，基金公司、代销渠道和投顾机构需要重新回答“凭什么获得收入”的问题。

投顾份额带来的变化，不只是收费结构，更是竞争逻辑从规模扩张转向投资管理、账户服务和长期客户价值。但变化并非没有代价——短期的收入重估、系统改造成本和渠道生存空间的收缩已摆在台面上。基金公司、代销渠道和投顾机构，将分别以怎样的姿态应对这场“账户革命”？



当“卖产品赚佣金”的捷径被切断，“凭专业管账户”便成了唯一的出路。这场改革不仅是对投资者综合持有成本的直接减负，更是对基金公司、代销渠道与投顾机构三方利益格局的彻底重塑。

视觉中国/图

基金公司告别“渠道公关商” 回归“产品说话”

投顾份额对基金公司最直接的冲击，是延续多年的“隐性抽佣”通道被物理切断。

申万菱信基金总经理邱春杨表示，这种变化是“从产品销售商到底层资产提供商”，基金公司必须依靠底层资产的Alpha能力和费率竞争力说话。这对投研能力强的机构是机遇，对“重营销、轻投研”的机构则可能承压。

华泰柏瑞基金副总经理裴晓思也认为，基金公司的盈利重心可能从销售驱动转向产品业绩与品牌驱动，旗下财富子公司或将承担更多买方投顾职能。

一位不愿具名的基金公司高管认为，改革之后，基金公司与投顾服务方之间的“隐性抽佣”通道被关闭，基金公司只能通过产品力和投研服务来获取投顾服务方的青睐，长期来看，真正能提供优质底层资产、产品工具属性鲜明、提供优质投研支持服务的基金公司将会获益。

易方达财富总经理韩香判断，基金公司的工作重心将转向“打造适配投顾组合的标准化底层工具，产品竞争力由渠道佣金水平转向业绩稳定性、风格清晰度、费率性价比”，不再依靠高佣金换取渠道流量，而是回归投资本源，专注做好投研，提供优质产品。

国新证券财富业务相关负责人算了一笔账：基金公司的收益结构将从“管理费×规模－尾佣分出”变为“净管理费×规模”，尾佣支出归零、渠道绑架减弱，业务定位从“产品供应商+渠道公关商”回退到“资产端Alpha生产者”，被动工具、养老目标、低费宽基类产品将成为主战场。

产品结构层面，鹏扬基金总经理助理易文强认为，投顾机构不再享有尾随佣金激励后，会“优先挑选管理费更低、业绩稳定的指数基金、宽基ETF联接、纯债基金搭建组合”，高收费、业绩平庸的产品吸引力下降，行业工具化、低成本化趋势加速。据其判断，头部大型公募将凭借主动权益、固收+、指数工具等标准化底层资产，成为全市场投顾机构的“产品工厂”，同时依托财富子公司打通“产品生产、资产配置、客户陪伴”闭环；中小公募则更适合走差异化细分赛道，聚焦债券、红利、行业主题、养老目标等特色产品，凭借小众策略稀缺性接入各类投顾组合。

邱春杨提示，大型基金公司可以自建财富子公司直接做投顾，形成“产品加服务”的闭环；中小基金公司则更可能定位为“底层工具供应商”，依靠规模和费率取胜。

一位券商人士表示，基金公司原来很大一块管理费要拿出来返给渠道当销售费用，现在投顾份额不计提尾佣，看似腾挪空间少了，但也不用再靠高佣金换渠道资源了，可以把钱真正砸到投研上，拼产品业绩说话，角色慢慢从“给渠道做配套”回归到“专业投资管理人”的本职。

但是，也有基金行业人士认为，基金公司需要针对投顾场景补充设计专属份额、完善相关产品文件和信息披露，这对公司的产品条线管理能力、系统响应速度提出了更高要求；与此同时，随着投顾业务费率结构更透明、更贴近资产配置服务本身，基金公司在投研能力、资产配置能力、组合工具丰富度上的比较优势，会更直接地转化为业务竞争力。

“每只产品增设T类份额会给公司增加一定运营成本，若份额规模过小，还可能面临估值层面的问题。”一位基金公司相关负责人也提出了这样的担忧。

西南财经大学金融学院、中国金融研究院院长罗荣华表示，基金公司的角色将从“产品分发链条”转向专业分工：基金公司提供底层投资能力，长期业绩、风险控制、风格稳定性、策略容量、费率和透明披露，会影响产品能否进入投顾组合。他也提醒称，渠道资源依然重要，基金公司需要向专业买方清楚说明收益来源和组合功能，而不能简单依赖历史销售关系。

代销渠道尾佣熄火 站在“身份选择”十字路口

代销渠道，被普遍认为是这场利益重构中承压最直接的一方。

“代销渠道受冲击最大。”一位券商相关人士直言，过去躺着赚尾佣的模式走不通了，要么升级做投顾服务，靠专业能力收投顾服务费；要么就纯做交易通道，赚薄利的通道费。没有服务能力的渠道，生存空间会越来越小。

邱春杨的判断是，代销渠道将面临“身份选择”——要么升级为投顾服务方，收入从交易佣金转向按AUM收取的投顾服务费；要么成为纯技术平台，赚取平台服务费。没有投顾牌照和投研能力的传统渠道，生存空间可能被压缩。

国新证券财富业务相关负责人指出，按照《规定》第十八条，投顾保有量不得再收客户维护费，渠道从“尾佣食利者”退为“交易通道或账户载体提供方”，不能“一鱼两吃”。据其判断，纯销售尾佣池会在投顾账户扩容下持续“漏水”，渠道业务定位将从“货架主理人”转向“账户平台+投顾牌照方”，不少券商已把投顾业务纳入分类评价加分项，财富管理条线的考核指标正从“首发销量”切换到“投顾AUM留存”。

罗荣华则强调，渠道的价值不会被简单抹去，账户体系、客户触达、风险测评、交易执行、数据安全和线下服务网络都难以被简单替代。

在罗荣华看来，改革推动的是渠道收入更多依靠透明、可验证的账户运营和客户服务，产品上架和保有规模的权重可能下降，渠道需要通过更准确的客户画像、更稳定的账户运营和更高质量的服务重新形成价值基础。

不过，并非所有渠道都能顺利完成这场“身份切换”。

一位基金公司相关人士表示，渠道未来可能会向三个类别推演。

其一，拥有代销和投顾双牌照的机构，业务定位和盈利逻辑总体是正向重塑的，监管意图正是要求它们“放下单品销售思维，专心做资产配置、长期客户陪伴”。

其二，只有代销牌照、没有投顾牌照的银行、互联网等三方平台，如果完全失去底层佣金收入，仅靠微薄手续费收入，很难覆盖客户运营、投后服务成本，参与投顾生态的积极性可能被削弱，一种可能是渠道缩减甚至停止投顾产品的上架、宣传和陪伴服务，另一种可能是渠道转向基金公司索取更高的上架费、流量费弥补收益缺口，如果各大平台争相抬高合作收费标准，基金公司为了上架投顾组合被动加码投入，最终加剧代销平台之间、基金公司之间的恶性“内卷”竞争。

其三，仅有投顾牌照、没有代销流量的独立投顾机构，其获客高度依赖互联网第三方代销平台，一旦渠道因为不赚钱而放弃推广投顾业务，独立投顾机构将失去主要获客渠道，整条投顾服务链路的流量供给直接缩水，行业容易走向头部渠道“寡头化”。

易方达财富总经理韩香把这种局面形容为“渠道自身的战略再定位考题”：“既可借此契机，突破原有路径依赖，推动商业模式向买方服务深度转型；也可立足存量优势，继续在产品销售领域做深做实。如何结合自身禀赋选择适配的发展路径，考验销售机构长期战略布局能力。”

投顾机构告别“双重收费” 陪伴与配置能力成胜负手

在受访者看来，投顾机构是此次利益重构中定位最清晰也最直接受益的一方——收入来源被彻底“单一化”。

韩香表示，投顾服务方彻底告别“投顾费+尾随佣金”双重收益模式，收入唯一来源为向客户收取的投顾服务费。这种收费结构与资产增值绑定更直接，资产增值是投顾和客户共同的目标。

另有券商人士告诉记者，之前最尴尬的是双重收费问题：投顾收了服务费，客户买的基金里还藏着尾佣，相当于一份服务收两份钱。现在尾佣拿掉了，投顾收费的合理性就立住了，收入完全来自客户付费，自然就得站在客户角度选产品、做配置，真正从“销售辅助”变成“客户的理财代理人”。

一家基金公司高管也有相似判断：投顾机构“只收纯粹的投顾服务费，不用再考虑渠道收入端的束缚，更加能够放开手去做好投研”。

国新证券财富业务相关负责人判断，竞争维度将从“产品筛选+尾佣套利”切换到资产配置、再平衡、情绪陪伴、行为纠偏，约30%的尾部纯尾佣机构可能在2027年出清，头部机构则依靠服务费率与AUM双升吃掉份额。

上海秩汇科技创始人、董事长兼CEO徐海宁将投顾机构的角色概括为“对账户结果负责”：投顾服务方“围绕资产配置、基金优选、组合管理和陪伴服务收取透明投顾费”，三方关系将从“基金公司用管理费向渠道购买保有量”转向“基金公司提供工具、渠道提供基础设施、投顾对账户结果负责”的专业分工。

不过，收入单一化不等于挑战消失。

徐海宁提醒，投顾机构获得更清晰的收费正当性的同时，也必须证明服务价值，并承担更高的信息披露、合规和持续服务责任。

罗荣华指出，投顾服务方“需要建立完整的买方能力”。单只基金评价只是起点，机构还要形成大类资产配置、风险预算、调仓纪律、组合交易、客户沟通和业绩归因体系。“服务费能否覆盖这些投入，取决于客户是否能够长期理解并认可其价值。”罗荣华判断，内部考核也会随之调整，投顾机构将更多关注账户风险、资金加权收益和持有完成度，新指标需要数据支持，也需要更长观察周期，机构在转型初期可能经历收入下降和投入上升并存的阶段。

一位金融机构相关人士表示，从行业生态角度看，投顾服务方的核心竞争力将集中于“策略研发、组合管理、风险控制与持续陪伴”，形成“专业能力—客户信任—资产规模—服务收入”的正向循环；他同时预计，头部投顾机构未来可能通过TAMP等中台模式赋能中小机构，形成“专业中台+特色化展业”的生态合作网络，而不是简单地由投顾机构取代渠道。

博弈深水区 改革后市场临大考

投顾份额落地，改变的是一套已经运行多年的利益分配机制，但制度调整只是起点。多位受访者提醒，投顾份额改革的意义更多在于打开了制度空间，而不是一次性完成利益格局的重新洗牌。

北京大学光华管理学院院长、北京大学博雅特聘教授田轩认为，这次改革“从制度层面理顺了利益关系，消除了原有模式的利益冲突，三方收入均与投资者长期收益挂钩”，将加速全行业向真正的买方投顾转型；但他也指出，行业格局会随之加速分化，即依赖尾随佣金生存的中小代销渠道盈利空间被压缩，头部机构则凭借服务能力、客户资源优势进一步抢占市场，以用户运营见长的互联网平台有望凭借低获客成本与高转化效率逆势崛起，依赖渠道返佣、缺乏核心策略的“伪投顾”将被淘汰。

盈米基金相关人士也认为，新规之后，行业格局将呈现“加速分化、能力重估”的特征：过去行业竞争的是渠道资源和销售规模，改革后，客户信任、服务能力、投研水平成为新的核心竞争力，真正具备买方服务能力的机构，价值将更加凸显，而主要依赖尾佣和销售驱动、缺乏服务能力的旧模式，将面临持续收缩的压力。

裴晓思对节奏的判断更为具体：短期看，部分依赖尾佣的机构可能经历阵痛，行业洗牌加速；中期看，行业有望从“销售比拼”转向“专业能力比拼”，券商（投研+线下服务）、公募（策略+产品）、第三方（科技+流量）可能形成差异化分工的开放生态；长期看，头部机构或通过系统、投研、客户规模形成壁垒，中小机构则靠细分客群和差异化策略突围。

财富管理的转型是一场持久战，不可能一蹴而就。

邱春杨举例说：美国从20世纪80年代开始改变基金的收费方式，不再只靠卖出一笔产品赚一次性佣金，而是改成按管理资产的规模持续收服务费。经过近四十年的演变，帮客户做资产配置的“专业理财顾问”最终取代了传统的“卖货经纪人”。到2022年，美国这类理财顾问管理的资金规模已经达到了114万亿美元。以美国知名的头部财富管理平台LPL Financial为例，他们的收入结构也发生了巨大变化：靠卖产品拿佣金的比例，从2011年的50%大幅下降到了2022年的27%；而靠提供专业理财服务获得的收入，则从29%上升到45%。

鉴于此，邱春杨判断，中国目前正处于这一转型的加速期，但节奏可能更快、推动力度或更强，短期会出现收入重估和业务磨合，部分机构可能因不愿承担系统改造和服务成本而比较谨慎，中期将推动牌照扩容、同业合作和TAMP等基础设施发展。

南开大学金融学教授田利辉的判断同样落在“分化”二字上：行业格局将加速分化，头部机构凭借品牌、客户基础和系统能力更容易完成转型，中小机构则需在细分客群或差异化服务上寻找生存空间。但田利辉同时强调，当“卖产品赚佣金”的路径被切断，“为客户创造价值赚服务”就成了唯一的出路，这是一种制度性的加速度。

罗荣华提醒，实际收入变化“不能简单预判”，因为客户基础、组织效率、服务能力、费率水平和合同安排都会影响结果；新的利益冲突也并未随改革消失，公募系投顾可能偏向自有基金，销售平台可能影响产品展示，投顾机构也可能追求账户规模和调仓活跃度，开放式产品筛选、关联关系披露、最优价格执行和组合层长期评价仍然不可缺少。他判断，短期市场份额更多反映渠道和存量基础，长期客户留存和实际账户结果才更能代表买方能力，份额改革具有方向性意义，竞争格局还需要较长时间观察。

更值得关注的，是改革设计本身留下的缝隙。

前述不愿具名基金公司相关人士坦言，投顾份额只是取消了投顾保有量对应的尾随佣金，没有平衡不同资质渠道的生存空间，也无法根除代销机构引导投顾盲目冲规模的利益动机。在其推演中，只有代销牌照、没有投顾牌照的渠道一旦失去收入支撑，可能转而向基金公司索取更高的上架费和流量费，由此加剧行业“内卷”，而这恰恰是改革试图消除的问题的另一种变体。

在徐海宁看来，这场转型有一个相对完整的时间轴：短期是收入重估和业务磨合，中期是基础设施和牌照生态的完善，长期才有望形成“低成本底层工具+专业账户管理+分层陪伴服务”的生态。因此，行业不会简单变成投顾机构取代渠道，而是渠道中的销售、交易、投顾和服务职能被重新定价。

尾佣的退潮，让基金公司、代销渠道和投顾机构第一次站在了同一条起跑线上——谁能证明自己的专业价值，谁就能留住收入。对于一个已经围绕“规模”运行多年的行业而言，投顾份额改变的或许并不只是一种份额设计，而是一笔基金资产背后谁创造价值、谁获得收入、谁承担责任的关系。

这场重新定价，真正的考验，从改革落地之后才刚刚开始。