下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业深度

逆周期、再平衡与账户经营——《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》解读

多元金融

核心观点

2026 年 10 月 9 日，证监会发布《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《运作办法》征求意见稿”）《关于实施〈公开募集证券投资基金运作管理办法〉有关问题的规定（征求意见稿）》（以下简称“《配套规定》征求意见稿”）《证券投资基金信息披露内容与格式准则第 6 号〈基金合同的内容与格式〉（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。

摘要

本次《运作办法》公开征求意见，是公募基金运作规则自 2014 年实施以来的首次系统性修订。2024 年新“国九条”确立主线，中长期资金入市指导意见及实施方案跟进，《推动公募基金高质量发展行动方案》部署修订《运作办法》，销售费用管理规定、绩效考核指引相继落地，本次修订是上述政策在投资运作环节的承接，回应产品发行“好做不好发、好发不好做”、风格漂移、大额申赎冲击、违规成本偏低等长期问题。

修订“宽供给”与“严约束”并进，意在推动行业从“重规模”转向“重回报”。供给侧，降低非固收类基金成立门槛，拓宽投资工具与产品形态；行为侧，强化业绩比较基准约束和投资风格稳定性要求，建立大额资金申赎监测机制，压缩建仓期；退出侧，完善迷你基金安排、上调罚则，推动尾部出清。

如果说《资管新规》重构的是资管业务的监管逻辑，那么本轮围绕公募基金高质量发展的系列政策，正在完善面向个人财富管理业务的监管框架，并将深刻影响行业的商业模式与评价体系。监管的目的并不是推动收费方式整体转向，而是对经济特征不同的卖方销售与买方投顾两类业务实施区分监管。这一转变集中体现在三个方面：一是收费方式由赚取销售费用向赚取账户管理收入转变；二是业务重心由产品业绩向投资者账户收益转移；三是责任约束上，适当性底线与信义义务的差别得以厘清。

我国财富管理行业正处在从“卖产品”向“管账户”转变的过程中。对公募基金管理人、基金销售机构、投资顾问机构等资管及财富管理机构而言，围绕单品营销的存量竞争已十分激烈，而面向账户管理的增量空间依然广阔。负债端的行为是资产端决策的约束条件，负债端管理将成为行业的老问题、新机会。

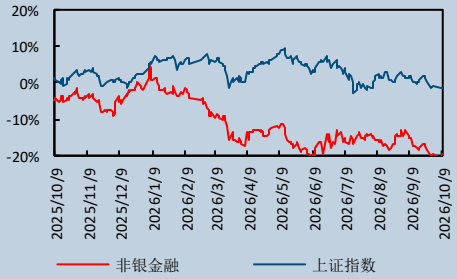
风险提示：市场价格波动的不确定性，企业盈利预测不确定性，技术更新迭代。

维持 强于大市

赵然
zhaoran@csc.com.cn
021-68801600
SAC 编号:S1440518100009
SFC 编号:BQQ828
亓良宸
qiliangchen@csc.com.cn
SAC 编号:S1440524080005
何泾威
hejingwei@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525070007

发布日期： 2026 年 10 月 12 日

市场表现



相关研究报告

2026.04.19	【中信建投非银金融】公募绩效考核新规落地，长期主义导向优化行业生态
2026.01.05	【中信建投非银金融】公募销售新规正式稿有哪些变化？
2025.12.14	【中信建投非银金融】如何理解《公开募集证券投资基金销售行为规范（征求意见稿）》？
2025.12.07	【中信建投非银金融】如何理解《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》？
2025.09.07	【中信建投非银金融】如何理解公募基金销售费用新规征求意见？

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》迎修订 1
二、本质之辨：“卖产品”与“管账户”是两种生意、两个立场 6
（一）收入函数：赚销售的钱，还是赚账户的钱 7
（二）度量标尺：是聚焦产品的业绩，还是客户的账户价值 7
（三）利益方位：顺周期的助推，还是逆周期的克制 8
（四）经营资产：经营流量与货架，还是经营信任与账户 8
（五）能力结构：考验把产品推出去，还是把账户管到底 9
（六）责任约束：守住适当性底线，还是负起受托责任 9
三、转折之势：旧模式承压与新模式到来，已是进行时 11
（一）需求之变：居民财富再配置，考验的不只是选品更是账户 12
（二）供给之变：产品侧内卷无法解决账户侧痛点 12
（三）收入之变：费率改革改写收入函数，销售的钱压降、账户的钱扶正 12
（四）制度之变：考核、披露与账户基础设施同步重塑 13
（五）机制之变：群体行为直接传导至资产价格 13
四、实践之况：账户化转型的成绩与阻力 14
（一）客户侧：账户服务的有效性，数据上已有不少支持 14
（二）机构侧：收入结构与组织形态开始移动 15
（三）阻力尚存：规模小、收费低、盈利难、人才缺 16
（四）两点冷静：防话术化，正视投顾业绩的未决问题 16
五、制度之鉴：成熟市场的账户模式不只是长出来的，更是磨出来的 16
（一）美国：五件工具，把卖方模式慢慢改造成买方模式 17
（二）英国：把佣金改成费用——收费方式即激励方式 17
（三）日本：账户制与全权委托，买服务替代买产品 18
（四）镜鉴：账户化的五个必要条件 19
（五）对行业机构的建议：收入、考核、能力三线并进 19
资料来源 21
风险分析 25

下载日志已记录，仅供内部参考

一、《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》迎修订

2026 年 10 月 9 日，证监会就《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《运作办法》征求意见稿”）、《关于实施〈公开募集证券投资基金运作管理办法〉有关问题的规定（征求意见稿）》（以下简称“《配套规定》征求意见稿”）及《证券投资基金信息披露内容与格式准则第 6 号〈基金合同的内容与格式〉（征求意见稿）》公开征求意见，这是现行办法自 2014 年实施以来首次系统性修订，也是《推动公募基金高质量发展行动方案》在运作层面的落地。变化可大致归为四类：**设立与退出“宽进严管”、投资运作“知行合一”、产品创新“松绑赋能”、治理责任“层层压实”。**

本次修订主要是贯彻《推动公募基金高质量发展行动方案》工作部署，为规范公募基金投资运作，支持权益类基金发展，提高公募基金运作灵活度。从政策脉络看，本次修订是 2024 年以来资本市场改革部署的延续落地。2024 年 4 月新“国九条”确立强监管、防风险、促高质量发展主线，提出大力发展权益类公募基金、推动行业从规模导向向投资者回报导向转变；2024 年 9 月以来，中长期资金入市指导意见及实施方案相继出台，指数化投资行动方案、“五篇大文章”实施意见跟进配套，“长钱长投”制度框架逐步成形。《推动公募基金高质量发展行动方案》作为公募行业改革主体文件，在提出浮动费率、考核改革等 25 条举措的同时，已明确部署修订《公募基金运作管理办法》；此后销售费用管理规定、基金公司绩效考核指引先后落地，费率与考核改革先行就位。本次修订正是上述部署在投资运作环节的直接承接，相关政策脉络如下图表 1 所示。

图表1： 近年来公募基金改革相关政策脉络

时间	政策文件	发文机关	核心内容
2024 年 4 月	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	国务院	资本市场高质量发展纲领文件，提出大力发展权益类公募基金、推动行业从规模导向向投资者回报导向转变、稳步降低行业综合费率
2024 年 9 月	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	中央金融办、中国证监会	打通社保、保险、理财等资金入市堵点，构建“长钱长投”制度环境，引导基金公司从规模导向向投资者回报导向转变
2025 年 1 月	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局	提出商业保险资金、社保基金、基本养老保险基金、企（职）业年金、公募基金加大入市力度的具体安排，对国有保险公司全面实行三年以上长周期考核
2025 年 1 月	《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	中国证监会	丰富股票 ETF、债券 ETF 及场外指数基金供给，建立 ETF 快速注册机制，降低指数投资成本，为中长期资金入市提供便利渠道
2025 年 2 月	《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	中国证监会	围绕科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融完善资本市场产品制度体系，提出丰富公募基金产品谱系、稳步降低综合费率、推动权益类公募基金纳入个人养老金投资范围
2025 年 5 月	《推动公募基金高质量发展行动方案》	中国证监会	公募行业改革主体文件，围绕收费模式、考核激励、权益投资规模与稳定性等提出 25 条举措，推动行业从“重规模”向“重回报”转型，并明确修订《公募基金运作管理办法》

下载日志已记录，仅供内部参考

时间	政策文件	发文机关	核心内容
2025 年 12 月	《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》	中国证监会	调降认申购费与销售服务费，赎回费全部计入基金财产，对持有超一年的基金份额不再收取销售服务费，自 2026 年 1 月 1 日起施行
2026 年 4 月	《基金管理公司绩效考核管理指引》	中国证券投资基金业协会	建立以基金投资收益为核心的考核体系，基金投资收益考核中三年以上中长期指标权重不低于 80%，强化管理人与持有人利益绑定

资料来源：国务院、证监会、基金业协会官网，中信建投证券

本次管理办法作出的修订具体分四个方面：一是完善基金投资运作监管要求；二是支持权益类基金发展；三是优化部分投资运作指标和机制；四是过渡期安排。以降低权益类基金成立门槛、扩容投资工具与产品形态“放开供给侧”；以风格稳定性约束、逆周期布局要求、大额申赎监测“规范管理人行为”；以迷你基金强制退出机制、处罚升级“加快尾部出清”，推动行业从“重规模”转向“重回报”的高质量转型。变化较大的主要修订内容见图表 2。

图表2： 《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》修订概览

类别	修订事项	变化前（2014 年办法）	变化后（征求意见稿）
一、设立与退出：宽进严管	1. 成立门槛	全部基金统一 2 亿份/2 亿元	固收类维持 2 亿元；其他类型降至 5000 万份/5000 万元
	2. 建仓期	6 个月内组合达标	缩短至 3 个月；未达标不得办理申赎和上市交易
	3. 迷你基金与发起式基金	发起式满 3 年不足 2 亿元自动终止；迷你基金处置须召开持有人大会	删除发起式自动终止条款；拟持续运作的，管理人自担基金运作固定费用；拟转换运作方式、合并或提前终止的，仍须召开持有人大会；合同须约定规模过低终止
二、投资运作：知行合一	4. 混合基金分类监管	无细分要求	分偏股（权益≥60%）/偏债（≤30%）/其他（区间≤40%）；权益+转债超 30%不得称“固收增强”；存量宽区间产品应显示“灵活配置”
	5. 业绩比较基准	无专条规定	必须设置，建立全流程管理机制
	6. 风格漂移治理	名称示向的，80%以上非现金资产投向该方向	量化界定投资方向，80%以上总资产达标并建风格库；非主题基金不得集中投资单一行业或主题
	7. 单一投资者集中度	合同可自行约定限制	申购致超 50%不接受；赎回超 50%须报告；超 20%须持有≥3 个月且单日净赎回≤10%；禁一致行动人规避
	8. 逆周期布局	无规定	依市场容量、流动性、估值等逆周期布局；禁同一渠道布局多只同类产品诱导频繁申赎
三、产品创新：松绑赋能	9. 指数基金交易限制	仅豁免“双十”限制	完全被动豁免举牌披露、短线交易、减持限制；增强及抽样复制豁免个股 10%上限（不超成份券比例）
	10. 持基比例与 FOF	非 FOF 持基上限 10%	上限提至 30%；FOF 可投 ETF 联接基金；REITs 适用双十、不受持基限制
	11. 衍生品与运作形式	衍生品比例符合证监会规定；封闭式每年强制分红	股指期货、国债期货轧差计入股债资产；新增永续封闭式；删除强制分红
	12. 投研与基金经理管理	无规定	建投资授权体系，重要投资须有持续研报支持；投资管理人员可兼任养老金、私募资管，薪酬不与私募业绩挂钩
四、治理责任：层层压实	13. 持有人大会机制	修改合同原则上须开会	增工具、调比例≤10%、细化描述、变更基准等事项，协商一致+提前 30 日公告即可，5 日内备案

下载日志已记录，仅供内部参考

类别	修订事项	变化前（2014 年办法）	变化后（征求意见稿）
	14. 法律责任	情节严重处警告、3 万元以下罚款	罚款上限提至 10 万元（涉金融安全且有后果者 20 万元）；罚则扩展至基准、风格等新义务

资料来源：证监会官网，中信建投证券

本次修订的问题导向清晰，《运作办法》征求意见稿配套的修订说明中四类监管要求分别对应行业四个核心痛点：

一、针对产品发行："好做不好发，好发不好做"的难点，《运作办法》征求意见稿提出"压实基金管理人投资运作主体责任，要求基金管理人强化基金产品的逆周期布局管理，坚持理性审慎投资，健全促进基金稳定运作的风险管理机制。"

其中，第八条指出基金管理人应当根据**市场容量、流动性、估值水平和本公司投资管理能力等因素**，加强基金产品的**逆周期布局管理**。第十八条指出股票基金、混合基金、基金中基金（FOF）等成立门槛，从规模 2 亿元、份额 2 亿份，分别降低至 5000 万元、5000 万份；固收类基金成立门槛保持不变。

顺周期发行产品时，成立门槛本不构成约束。**降低偏股型产品设立的门槛有助于缓解逆周期发产品的难度，增强公募基金逆周期布局的意愿和能力，减少对"帮忙资金"保成立的需求。**降低门槛也意味着产品供给会增加，"产品超市"战略的竞争会日趋激烈。产品端竞争的白热化意味着未来公募及整个资管行业的负债端竞争会越来越重要。当前市场**负债端管理的价值相对被低估，负债经营能力及产品体系的构建能力或将是公募基金博弈的新焦点。对于公募基金与代销渠道而言，如何拉长负债端久期、加强逆周期募资能力、筛选能承受波动的优质资金既是老问题，也是新机会。负债端的风险偏好决定了资产端的自由度。负债端（资金端）从来不是资产的影子，而是资产管理的约束条件。同时，产品体系的设计，产品发行节奏的规划，投资部、产品部与市场部之间的协调都会变得越来越重要。**

同时，第四十七条规定："按照本办法第十八条第一款成立的开放式基金，基金合同生效后，基金资产净值或者基金份额持有人数量**连续二十个工作日出现不满足本办法第十八条第一款规定情形的，基金管理人应当在定期报告中予以披露；连续六十个工作日出现前述情形的，基金管理人应当在十个工作日内向中国证监会派出机构报告并提出解决方案**，中国证监会认可的情形除外。拟持续运作的，基金管理人应当承担基金运作固定费用。拟转换运作方式、与其他基金合并或者提前终止基金合同的，基金管理人应当按照规定召开基金份额持有人大会进行表决。"这意味着"宽进"配"严出"，该政策有助于建立"有进有出"的产品生态：确有长期价值的给培育空间，低效的推动有序退出，留存成本内部化、由管理人承担。

二、针对产品端"风格漂移"的问题，《运作办法》征求意见稿提出"加强投资风格稳定性管理，强化业绩比较基准约束作用，要求行业主题基金清晰界定基金名称所示投资方向、非行业主题基金坚持分散投资原则。"

其中，第三十六条　基金管理人应当**为基金设置业绩比较基准**，中国证监会认可的情形除外。基金管理人应当建立**健全业绩比较基准全流程管理机制，确保业绩比较基准有效表征投资风格、衡量投资业绩和约束投资行为**，并符合法律法规、中国证监会有关规定。　第三十七条　基金名称显示投资方向的，基金合同、招募说明书**应当使用可识别或者可量化的方式清晰界定基金名称所示投资方向，界定范围应当符合市场基本常识和普遍认知、与投资方向直接相关，且百分之八十以上的基金总资产属于投资方向确定的内容**。前述投资方向包括特定市值、行业、主题、市场板块、地域、策略、资产类别等。基金管理人应当按照规定建立和维护投资对象风格库，确保投资对象风格库内证券符合基金合同、招募说明书关于投资方向的约定。基金名称未显示特定行业或

下载日志已记录，仅供内部参考

主题的，基金管理人应当加强分散投资管理，不得集中投资于单一行业或主题。

通过强化合同约束、基准约束和投资策略约束，公募基金产品定位将更加清晰，有助于缓解“宽基窄投”与“窄基漂移”的情况。我们认为政策的逻辑**并不是不允许发行主题类或赛道类基金产品，而是需要有明确的业绩比较基准，降低投资者的预期差，维护投资者利益。**明确的业绩比较基准意味着行业分工越来越细，产品越来越透明，产品体系越来越丰富。产品的“白盒化”意味着产品从“营销叙事”变成“可比较、可组合、可归因的模块”——机构要工具、渠道要货架、散户要透明。

对于行业的长期影响，或将在三个维度体现：（一）**行业格局“哑铃化”——平台化集中与精品店并存。**标准品靠规模经济（费率、渠道、运营）走向集中；真 alpha 与细分策略留下精品空间；最受损的是“无特色、无规模”的中间层。(二) **费率与商业模式重塑——“产品收入”让位于“服务收入”。**透明可比带来价格竞争，导致费率下行；基准化使得超额可计量，浮动费率与业绩挂钩，长期来看真 alpha 的定价能力反而可能上升；渠道从申购费/尾佣转向投顾服务费。**（三）投资者责任再分配——“透明度不免费”。白盒化把“风格选择与判断责任”部分从管理人转移给投资者，意味着账户管理的生态位逐步显现。**（这个问题将在报告的后半部分重点展开）

三、针对机构资金大额申赎冲击存量持有人利益、建仓节奏对市场扰动偏大的问题，《修订说明》提出“加强投资者结构管理，要求基金管理人建立健全大额资金申购赎回的监测、识别和管控机制，优化基金建仓期要求”。

其中，第二十一条要求管理人加强开放式基金份额持有人结构管理，遵循持有人利益优先和公平对待不同投资者的原则，**建立大额资金申购赎回的监测、识别和管控机制；损害投资者利益时可采取暂停申赎、限制申赎规模或比例、限制单一持有人持有比例、拒绝大额申赎等措施。**《配套规定》征求意见稿第六条设定量化约束：开放式基金（ETF 等获认可情形除外）接受认购、申购导致单一投资者占比超百分之五十的不得出现；因赎回导致超百分之五十的，**管理人应当在五个工作日内向派出机构报告并提出解决方案；**拟接受单一投资者占比超百分之二十的，应当确认持有期限不低于三个月、单日净赎回份额不超过总份额的百分之十；双方不得通过一致行动人等安排变相规避。第四十条优化建仓期安排：合同生效后三个月内投资组合须符合基金合同约定，**未达标不得办理赎回和上市交易；**现行办法建仓期为六个月，未规定未达标后果。

投资者结构管理与建仓期安排，约束都落在负债端，与第一点所述逆周期布局同向而行。单一投资者占比超百分之五十不得出现、超百分之二十即附加持有期与净赎回约束，针对的是机构资金快进快出对存量持有人的流动性冲击，机构定制业务的条款设计需要相应调整；一致行动人条款把关联账户合并看待，规避通道随之收窄。建仓期由六个月缩短至三个月并附加未达标后果，新发产品建仓节奏加快，“帮忙资金”保成立的操作空间相应压缩。整体看，资金以什么节奏、什么期限进出产品，开始与产品投什么、怎么投一样，成为有明确规则的要素；对管理人而言，**负债端的久期管理与投研、发行环节的协同，重要性趋于上升。**

四、针对自律管理职责边界不清、违规成本偏低的问题，《修订说明》提出“强化自律管理和行政监管，明确证券交易所应当按照审慎原则加强上市基金等规则制定、审核管理和监测监控；同时，提高行政处罚幅度，增加对责任人员的行政处罚依据，提高违规成本”。

其中，第三十五条明确：证券交易所及中国证监会认可的交易场所应当按照审慎原则，**对基金份额上市交易制定规则、加强审核管理和监测监控，**发现重大风险或违规事项应当及时处理并报告证监会及派出机构。法律责任方面，**罚款上限由三万元提高至十万元，涉及金融安全且有危害后果的提高至二十万元，**直接负责的主管人员和其他直接责任人员适用同等标准；罚则覆盖范围扩展，**新增对业绩比较基准管理、投资风格稳定、逆**

下载日志已记录，仅供内部参考

周期布局等本次新增义务的处罚依据，并与《证券投资基金法》相关条款衔接追责。

本次修订是义务与责任同步加码：新增义务有多宽，罚则覆盖就有多宽，责任穿透就有多深。业绩比较基准管理、投资风格稳定、投资者结构管理等事项由自律倡导转为法定义务，且均有对应罚则；直接责任人适用同等罚款标准，合规责任从公司层面穿透至高管与个人。对行业而言，合规要求从原则变为细则，基准管理、风格库维护、申赎管控等事项需要前置到日常运作流程。交易所一线监管职责明确后，上市基金的规则制定、审核与监测监控趋严，与本次为指数基金、ETF 松绑交易限制形成**“一端松绑、一端规范”**的结构：产品发展空间打开的同时，上市运作的规范同步加强。

除此之外，我们认为以下变化值得关注：

1、个人养老金份额类别与费率优惠。《运作办法》征求意见稿第四十二条规定：基金管理人可以针对个人养老金、基金投资顾问及中国证监会规定的其他业务设立单独的份额类别，按照规定对管理费、托管费实施费率优惠。

这一安排为中长期资金进入公募产品预留了制度接口。个人养老金单独份额类别加费率优惠，与权益类公募基金纳入个人养老金投资范围的政策导向相衔接，养老金资金配置公募产品的成本通道更加清晰。份额类别与费率优惠由部门规章确认后，相关安排从个案试点变为可普遍适用的制度工具，也为报告后半部分讨论的养老金投顾、账户维度全委托等后续安排提供了产品基础。

2、FOF 与投资工具拓宽。《运作办法》征求意见稿第十八条规定：基金中基金与其他非固收类基金一样，募集份额总额不少于五千万份、募集金额不少于五千万元即可成立，现行办法统一为两亿份、两亿元。《运作办法》征求意见稿第三十八条第（四）项规定：除基金中基金外，一只基金持有其他基金市值不得超过基金资产净值的百分之三十，现行办法为百分之十。《配套规定》征求意见稿第七条明确：基金中基金可以投资于交易型开放式基金的联接基金，交易型开放式基金的联接基金持有交易型开放式基金，其市值可以超过基金资产净值的百分之二十。

底层工具的标准化与顶层配置的松绑是同步推进的，FOF 正处在两端变化的交汇处。一方面，风格钉牢、基准约束使单只基金越来越像规格清晰的“标准零件”，产品扩容的同时，投资者从数千只产品中逐一选品的难度上升，把零件组装成配置方案的环节价值相应提高，FOF 作为组合化载体的角色趋于重要。另一方面，持基上限放开、FOF 可投 ETF 联接基金，为以 ETF 及联接基金为底层构建组合留出了空间，底层配置的透明度和成本都有改善余地。面对这些变化，各家机构的准备程度并不相同。持基上限提高之后，基金研究不再只是 FOF 团队的内部工作，而正在成为公司层面的公共能力；FOF 的实质是多元资产配置，多资产团队如何搭建、与固收及权益团队如何协同、宏观与策略判断如何落到配置上，多数管理人还没有现成答案。这些变化与本次修订为个人养老金、基金投顾设立单独份额类别的安排相互衔接，“配置型”“方案型”产品的制度条件正在逐步齐备。

3、指数基金交易限制松绑。《运作办法》征求意见稿第四十四条规定：完全按指数构成比例投资的基金，持有上市公司有表决权股份达百分之五、未达百分之二十的，**不适用《证券法》第六十三条的权益披露规定**；持股达百分之五的，**不适用短线交易规定**；卖出非限售股份，**不适用减持新规约束**。《配套规定》征求意见稿第七条进一步明确：增强型、抽样复制指数基金的复制指数部分，**豁免个股百分之十的投资上限（不超指数成份券比例）**。

下载日志已记录，仅供内部参考

指数基金的交易规则开始与其被动投资的产品实质相匹配。此前指数基金因成分股权重自然上升，被动触发举牌披露、短线交易与减持约束，跟踪精度与产品容量长期受影响。豁免之后，被动资金越线的合规摩擦下降，大规模配置宽基指数产品的障碍相应减少，与《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》的方向相互呼应。规则适配跟上产品发展，指数基金尤其是 ETF 的扩容基础更稳。

4、股指期货、国债期货可用于风险管理。《配套规定》征求意见稿第一条规定：股指期货、国债期货可将买入、卖出期货合约价值合计**（轧差计算）计入股票资产、债券资产**。

风险管理工具口径的校准，影响不止于单只产品，更是作用于市场生态本身。市场急跌阶段，单只基金降低仓位属于理性选择，但全行业同步减仓叠加在一起，容易形成无承接下跌与流动性螺旋。“持有股票+空头期货”的组合获得制度承认之后，管理人可以在不减持现货的前提下管理净值波动，极端行情下“被动减持”的压力有望缓解。对以公募基金为边际定价力量的市场而言，这一工具或有助于平滑顺周期交易对波动的放大。

5、混合基金分类与“固收+”表述规范。《运作办法》征求意见稿第七条要求混合基金在合同中明确各类资产比例范围，按**权益类资产最低百分之六十以上、最高百分之三十以下、区间幅度不超过百分之四十**，区分为偏股、偏债及其他混合基金。《配套规定》征求意见稿第二条要求：权益类资产与可转债、可交债比例上限合计超百分之三十的混合基金，法律文件及宣传推介材料**不得使用“固收增强”“稳健收益”等表述**；存量权益区间百分之五十以上的产品可豁免比例要求，但**名称应显示“灵活配置”，基准应匹配权益权重**。

混合基金的风险边界有了可核查的量化标准。三分类与百分之四十的区间上限，使产品合同约定的资产比例与风险收益特征的对应关系清晰可验；权益与转债敞口超三成的产品不得再使用“固收增强”“稳健收益“类表述，名与实的差距收窄。存量产品通过更名“灵活配置”并匹配基准的方式获得豁免，投资者预期差有望随之收敛。混合基金是“基金赚钱、基民不赚钱”问题较为集中的品类，风险边界清晰之后，适当性错配有望缓解，也为浮动费率、考核改革等后续安排提供了更清晰的产品基础。

二、本质之辨：“卖产品”与“管账户”是两种生意、两个立场

近年来颁布的一系列政策主线是一致的：把行业经营的重心从规模转向投资者回报。过去，行业在一定程度上存在重发行、重销售、轻回报的倾向；本轮改革从产品、收费、考核、运作纪律等环节同时入手，重新明确了行业的评价标准——行业做得好不好，要看投资者的实际收益和持有体验；从业者做得好不好，要看为客户改善了多少账户收益。“高质量发展”落到公募行业，就是坚持以投资者利益为核心，推动产品规范运作、费用合理透明、考核注重长期、风险有序化解，让长期资金愿意来、留得住。

由此可以判断，国内财富管理行业下一阶段的核心变化，将是从“卖产品”转向“管账户”。推动这一转变的制度条件正在逐步具备：明确基准使产品更加透明、可比、便于配置；销售收费与持有期限挂钩、尾佣分层设限，浮动费率使管理人的收入与投资者回报挂钩；考核权重向长期业绩倾斜，管理人和基金经理与持有人利益逐步一致；个人养老金、投资顾问业务的专属份额与费率安排，为账户服务打开了制度空间。在这些变化下，“以产品为中心、以销量为收入”的销售模式，空间正在收窄；“以客户账户为对象、以资产配置和长期服务为能力、以账户收益和持有体验为标准”的账户管理模式，获得越来越明确的制度支持。这不只是一句口号，更是各项政策共同作用的结果：谁能率先完成从“产品思维”到“账户思维”的转变，谁就更有希望能在下一阶段的竞争中占据主动。

下载日志已记录，仅供内部参考

卖产品与管账户的差别不是柜台前的话术，而是两种商业模式，两个不同的生态位。

（一）收入函数：赚销售的钱，还是赚账户的钱

收入从哪里发生、由什么推动，往往决定了商业模式的行为方向。卖产品赚的是销售的钱，就是产品分销的对价，认申购费、赎回费，以及销售服务费、客户维护费这类由产品分销和渠道保有带来的费用。客户每一次买入、轮动，以及产品保有本身，都可能成为收入来源。管账户赚的是打理账户以及账户增值分润的钱，也就是账户受托的对价，以客户账户保有规模和服务质量为基础、与买方受托服务挂钩的持续费用，比如投顾费。客户不交易、不申购，服务收入依然存在。

两者都可能按保有计费，区别不只在计费时点或基数，更在收入对价。前者的对价是产品分销与渠道保有，机构有动力优先推销尾佣分成更厚的产品；后者的对价是客户账户的持续受托服务，相对而言与客户利益更一致。光靠道德约束很难改变行为，钱从哪里来，人就往哪里走。

差别正在被制度放大。公募基金费率改革以管理费—交易费—销售费三阶段推进并已全面收官，合计每年让利超 500 亿元[1] [2]。新规将认申购费率、销售服务费等上限下调，明确持有超一年不再收取销售服务费、尾随佣金分层设限（存量基金须在 12 个月内完成调整，2027 年 1 月 1 日全面落地）[3]。

销售的钱被压降，管理账户的收益则被重视。**《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》明确，基金销售机构同时开展基金投顾业务的，对基金投顾业务形成的保有量不得收取客户维护费**[4]——规定从制度上切断了一边收投顾费、一边拿渠道返佣的双重收费，使投顾收入转向以客户为服务支付的费用为主。**卖产品的激励更多让客户动起来，管账户的激励趋向让客户留下来**——基金销售从“赚产品佣金”转变为“赚服务价值”，需要基金销售端采取以客户资产管理费为核心的收费模式[5]。

（二）度量标尺：是聚焦产品的业绩，还是客户的账户价值

同一只沪深 300ETF，产品本身的业绩并无二致；但两位持有人的账户真实收益可能截然不同。产品业绩与客户收益是两个不同的指标，两者的差额，即卖产品模式下产品收益与客户收益之间的缺口。产品收益以时间加权口径计量，衡量管理人的能力；账户收益以资金加权口径计量，反映每一元钱实际拿到了什么。**当资金进出发生在不同时点，二者通常会出现差异，而这种差异的大小，正是行为的代价。**

中国资本市场的证据很多[6]：中国证券投资基金业协会《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告（2018 年度）》显示，41.2%的受访投资者自投资基金以来实现盈利，其中累计盈利超过 30%的投资者合计约 6.5%；景顺长城基金、富国基金、交银施罗德基金联合中国证券报发布的《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》显示，截至 2021 年 3 月的十五年间，主动股票方向基金业绩指数年化回报 16.67%，而三家管理人旗下主动股票基金个人客户账户平均收益率仅 8.85%，两者相差约 7.8 个百分点；中国证券报联合景顺长城等六家基金公司发布的《2022 年公募基金投资者盈利洞察报告》（统计区间 2017 年 7 月至 2022 年 6 月）显示，持仓不足 1 个月的投资者平均年化收益率为-4.59%、盈利人数占比仅 37.46%，持有 3 至 5 年的投资者平均年化收益率达 6.52%、盈利占比超过 90%。

晨星的研究同样指向这一点：投资者五年期年化回报持续低于基金回报；基民实际收益受 beta 收益、alpha 收益、显性与隐性成本（cost）、投资者行为损失（gamma）四大要素影响[7]。美国市场也不例外：晨星《Mind the Gap 2026》显示，截至 2025 年末的十年间，美国基金投资者平均年化回报 8.7%，低于基金整体年化总回报

下载日志已记录，仅供内部参考

9.9%，缺口 1.2 个百分点/年、约相当于基金总回报的 12%，且规律一致——**产品波动越大，缺口越深**[8]。

账户化的度量体系也正在被制度引入。2026 年起施行的信息披露新规要求成立满一年的主动管理股票型、混合型基金在定期报告中披露盈利投资者数量占比；统计显示，截至 2026 年 8 月 29 日，在 1700 余只已披露 2026 年中报的基金中，盈利投资者占比超过 90%的基金占半数以上；占比不足 10%的有 35 只（占 2.0%），占比不足半数的基金合计占 20.7%[9]。指标展现了产品视角看不见的真相：有基金净值上涨近 70%、盈利投资者占比却不足 20%，也有基金净值下跌 16%、盈利占比反而超过四分之三[9]；个别净值增长 57.87%、68.57%的基金，盈利投资者占比仅 9.92%、15.51%[10]。晨星（中国）评价该指标更能体现持有人的实际投资体验[10]。行为代价的大小，还可以从基金大年的反差中观察：据《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》测算，即便在 2019 年、2020 年基金整体取得高收益的年份，投资者交易行为带来的收益损耗仍分别达-24.52%和-32.45%[11]。**产品对过程负责，账户要对结果负责——度量标尺换了，行业的优化方向才会跟着换。**

图表3： 卖产品与管账户的六维对比

维度	卖产品（卖方模式）	管账户（买方模式）
收入函数	销售的钱：认申购费、赎回费、销售动作驱动的渠道费用	账户的钱：基于账户保有规模与服务质量的持续费用
度量标尺	产品跑多快：净值、排名、首发规模	客户赚没赚：账户收益、盈利客户占比、持有期限
利益方位	顺周期助推：牛市冲量、爆款驱动	逆周期克制：高位降温、低位陪伴
经营资产	流量与货架	信任与账户
能力结构	把产品推出去：选品、包装、渠道运营	把账户管到底：配置、再平衡、陪伴、账户数据
责任约束	适当性底线（销售合规）	受托责任（持续性义务）

资料来源：中信建投证券整理

（三）利益方位：顺周期的助推，还是逆周期的克制

同一段市场涨跌，在两种模式下可能意味着方向相反的机会与责任。卖产品模式下，市场越热、产品越好卖，渠道收入越依赖行情的助推，历史发行高峰多出现在市场高位，在牛市冲量、熊市蛰伏之下，客户高位集中入市，或是账户收益缺口的直接来源[6]。管账户模式下，高位做预期管理与再平衡、低位做陪伴与逆向配置，服务价值恰恰体现在行情过热等需要克制的时点：**同样的追涨杀跌，在卖方模式下是收入机会，在买方模式下是需要被纠正的行为**。一个顺着行情做生意，一个逆着人性做服务。前者经营难度低，后者短期体验差，但后者的账户结果通常更经得起时间检验。

（四）经营资产：经营流量与货架，还是经营信任与账户

卖产品经营的是流量与货架——以更快的流转、更多的触达换收入；管账户经营的是信任与账户——以更完整的客户视图、更长期的关系换留存。流量生意容易滑向价格战，压缩整体盈利空间。信任生意更可能积累复利，账户数据越完整、陪伴越持续，客户资产沉淀越深厚。一个做的是过路生意，一个做的是回头客生意。过路生意来钱快，回头客生意熬人，但熬出来的东西更扎实。

基础设施层面的差别也在显现。中证协就《证券公司客户综合账户管理指引（征求意见稿）》征求意见，在总结 2021 年以来 21 家试点券商实践基础上，推动账户管理功能优化试点转常规——搭建统一综合账户体系、开放同名账户资金划转、规范分类子账户管理，使客户全账户资产一屏查询，也为机构形成完整客户画像、开展资产配置提供数据基础[12]。**统一账户体系，是把账户从概念变成经营单元的底层工程；缺少它，管账户便难以落地为经营动作。**

下载日志已记录，仅供内部参考

（五）能力结构：考验把产品推出去，还是把账户管到底

卖产品的能力比较集中，选品、包装、渠道运营、销售激励，核心是把产品推出去。能力的好处是见效快。一个销售能力强的人，可能入行半年就能出成绩，三年就能带团队。行业里大量培训、话术、考核也是围绕这套能力搭建的，供给自然充足。

管账户要的是另一套功夫，了解客户只是起点，还要做资产配置、再平衡、行为引导、持续陪伴。投顾需在客户恐慌、贪婪或频繁交易时进行行为引导。这些事不产生即时反馈，也不容易量化。一个管账户的人，可能需陪伴客户较长时间，客户留存即是服务成效。

会卖的人未必会管，会管的人未必会卖。行业里常见的情况是，卖产品出身的人转做账户管理，本能地回归原有业务模式，推产品比做配置顺手，做交易比做陪伴更顺手，能力惯性比能力缺口更麻烦。人才供给也是现实约束。懂资产配置的人不少，懂行为金融的人不多，两样都懂、还能持续跟客户沟通的人就更少。头部机构还能靠内部培养和团队分工解决，中小机构就比较吃力。加上考核指挥棒不改，即便培训做了，人也会很快回到旧轨道上。能力建设的瓶颈往往不在培训本身，而在考核和工具。

还有一点值得注意：管账户的能力不容易标准化。卖产品可以做成话术手册、销售流程，流水线培训就能上手。管账户面对的是一个个具体的人、一笔笔具体的钱，标准化程度低，规模化难度大。AI 和工具可以解决一部分效率问题，但信任关系的建立，短期内还是得靠人。从能力结构看，卖产品的能力更集中、更容易培养、更适配旧模式的考核；管账户的能力更分散、培养周期更长、需要新的考核和工具配套。转型能不能走稳，能力这条线绕不开，但单靠培训解决不了，得跟考核、工具一起改。

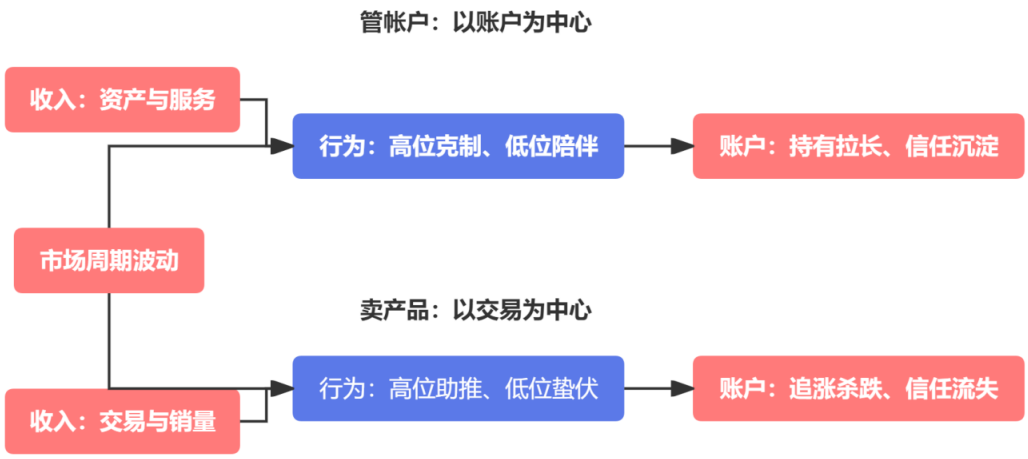
（六）责任约束：守住适当性底线，还是负起受托责任

适当性是把合适的产品卖给合适的人的合规底线；受托责任是以客户利益为核心的持续性经营义务。前者是销售的护城河，后者才是账户的地基。监管已经明确，无论是公募基金还是私募基金，都要坚守“受人之托、代客理财”的信义义务，持续强化制度约束和利益重构，加快实现从“重规模”向“重回报”的转型。制度落点同样具体：对投顾业务形成的保有量不得收取客户维护费[4]；销售端考核规范亦同步转向投资者收益[18]；投顾试点转常规的规则制定已列入监管立法工作计划[15]。

六个方面的差异合起来看，方向就比较清楚了。**钱从哪来，决定往哪走；拿什么衡量，决定优化什么；顺着行情还是逆着人性，决定行为往哪个方向偏；经营流量还是经营账户，决定机构的根基在哪里；能力集中在推销还是账户管理，决定竞争靠什么；守住底线还是负起受托责任，决定约束落在哪。**六个维度，两种模式在每个维度上指向不同的方向，长期跑出来的结果自然不同。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4： 卖产品与管账户的机制区别（同一市场周期下，两种收入函数导向两种行为模式与两种账户结果）



资料来源：中信建投证券整理

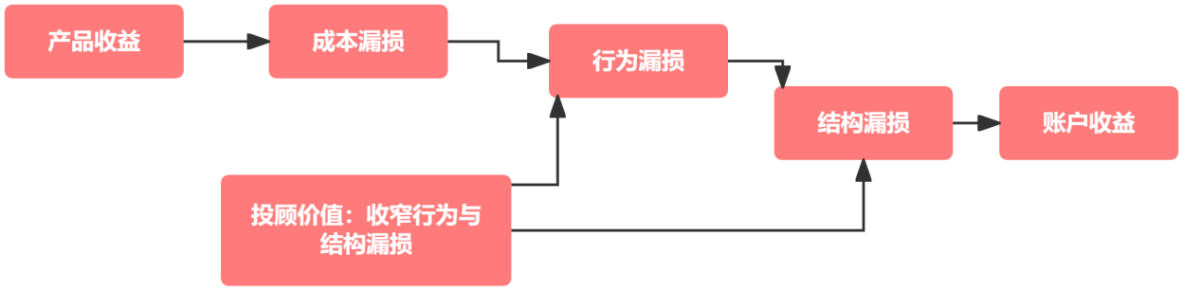
图表5： 基金赚钱、基民不赚钱的代表性量化证据

口径与期间	产品端收益	投资者（账户）端收益	缺口	来源
中国 主动股票方向基金 15 年（截至 2021 年 3 月）	年化 16.67%	年化 8.85%	约 7.8 个百分点/年	景顺长城等三家公司联合中国证券报发布的《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》[6]
美国 基金与 ETF 十年（截至 2025 年末）	年化 9.9%	年化 8.7%	1.2 个百分点/年，约合总回报的 12%	晨星《Mind the Gap 2026》[8]

资料来源：景顺长城等三家公司联合中国证券报发布的《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》、晨星公司，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6： 从产品收益到账户收益：漏损与投顾的价值（成本：费率与交易成本；行为：追涨杀跌、申赎错配；结构：期限与风险匹配失当）



资料来源：中信建投证券整理

三、转折之势：旧模式承压与新模式到来，已是进行时

既然卖产品与管账户的差别如此根本，为什么行业过去二十年并不焦虑？原因在于，资管新规之前，刚兑产品的存在使这一问题无需面对：收益固定、从不亏损、到期兑付。刚兑以机构信用和资金池腾挪为隐性担保，兑付来源并非资产现金流；摊余成本法将净值曲线熨平，只要底层不发生实质性信用风险，每日收益与到期收益几乎可以事先确定；资金池借助滚动发行、集合运作、期限错配，将个券风险稀释、延后、隐匿。三者叠加，形成了一类看似理想的资产：收益可观、净值平稳、到期兑付。从计量角度看，这类资产波动率趋近于零、超额收益为正，风险调整后收益高得与风险承担不相匹配——并非真的没有风险，而是风险被移出了计量范围，沉淀在信用尾部、流动性错配和期限错配等难以观察的环节。

在刚兑体系下，账户视角赖以成立的几个前提均不成立。其一，不存在配置问题：各类资产之间没有真实的风险收益差异，组合管理无从谈起。其二，不存在行为问题：净值不波动，投资者没有追涨杀跌的冲动。其三，不存在相关性问题：单一产品即可承载全部财富。其四，不存在负债匹配问题：产品收益固定、期限明确，天然对应短中期的确定性支出。因此，买产品即等于管理账户。账户视角并非被忽视，而是在刚兑体系下没有存在的必要。

资管新规落地后，旧模式逐步退出，且程度超出多数人的预期。第一，供给端变化。低风险高收益的资产逐渐消失，居民账户失去确定性的收益来源。第二，波动成为常态。稳健产品同样出现回撤，净值化将市场风险直接传导至数以亿计居民的账户；产品风险评级衡量的是单品的历史波动，而非账户的真实风险暴露。第三，估值平滑工具被逐一叫停。净值化之后的数年里，行业仍以估值技术复刻非标产品的持有体验，协议存款、信托平滑机制、收盘价估值、自建估值模型均属此类；监管自 2024 年起陆续收紧上述通道并要求限期整改。整改完成后，产品净值的每一次波动，都是市场波动的直接反映。

与此同时，替代性资产类别的吸引力也在下降。理财与存款的收益中枢持续下移，存款利率进入历史低位。存款替代的逻辑已经反转：过去是理财替代存款，如今是存款与理财在争夺同一批偏好低波动的资金，市场上已难以找到能够同时提供过去非标产品那般收益与稳定性的资产。

至此，产品波动不再等于账户风险，产品收益不再等于账户收益。产品收益要转化为账户收益，须经过两

下载日志已记录，仅供内部参考

个环节：一是口径，时间加权与资金加权的差异；二是行为，申赎时点与持有纪律。产品波动越大，两者的缺口越深。

旧模式承压的同时，新模式的推动因素也在聚集。需求端的资产再配置、供给端的产品同质化、收入端的费率改革、制度端的体系重构，几乎同时推进。

（一）需求之变：居民财富再配置，考验的不只是选品更是账户

居民财富正在经历一轮规模不小的再定价。存款利率进入历史低位，理财收益中枢下移，资金从存款流向需主动管理的资产，账户管理开始成为普遍问题。截至 2026 年 8 月末，公募基金资产净值 39.63 万亿元、产品 1.46 万只[16]；银行理财存续 33.29 万亿元（2025 年末）、平均收益率降至 1.98%[17]。再配置本身并不直接决定结果，搬向哪里、以什么纪律持有、如何匹配用款时点，或才是影响家庭财富结果的关键。**‘怎么管’的重要性正在上升。**

（二）供给之变：产品侧内卷无法解决账户侧痛点

产品数量不断增加，市场永远有优质的产品，但选对一只产品的概率并不会增加。客户真正稀缺的，或是把资产组织起来的能力。叠加风格漂移治理（业绩比较基准监管指引制定工作推进中[18]），投资者在数千只产品、数十种策略间完成有效选择的难度远超一般投资者的能力所及。在房地产财富效应弱化、长端利率下行、刚兑预期打破的背景下，居民获取高胜率资产回报的难度提升——财富管理的价值落点，正在从卖出一只好产品转向围绕客户目标组织资产。在供给过剩且相对同质化的时代，优质的产品很有价值，但账户的整合价值递增。

（三）收入之变：费率改革改写收入函数，销售的钱压降、账户的钱扶正

费率改革是这轮转型最直接的推手，因为收费方式直接决定了行业往哪走。公募基金管理费—交易费—销售费三阶段改革已全面收官，合计每年让利超 500 亿元[2]。对销售机构而言，认申购费、销售服务费与尾佣的多重下调，意味着以销量换收入的空间被压缩[3]，靠规模吃分成的旧模式面临压力[19]——晨星中国统计显示，非货币基金规模加权平均综合费率已从 2022 年的 1.41%降至 2025 年的 0.93%、三年降幅超 34%[20]。与收费下行同步，考核指挥棒被制度性改变：《推动公募基金高质量发展行动方案》要求基金公司将投资者盈亏及占比纳入考核评价体系、三年以上中长期收益考核权重不低于 80%，并建立以投资者盈亏为核心指标的销售机构分类评价机制[18][19]。**促成交易的收入空间收缩，客户盈利的考核权重上升，谁先完成收入结构调整，谁就更可能确立转型的先发优势。**

图表7： 公募基金费率改革三阶段要点

阶段	时间	核心内容	关键数据
第一阶段：管理费与托管费	2023 年 7 月启动	主动权益类基金管理费率、托管费率上限统一下调至 1.2%、0.2%	第一阶段、第二阶段分别每年让利约 140 亿元、70 亿元[2]
第二阶段：交易佣金	2023 年 12 月征求意见、2024 年 4 月发布、2024 年 7 月 1 日施行	调降基金股票交易佣金费率、强化佣金分配监管与透明化	公募基金证券交易佣金费率原则上不超过市场平均费率，被动产品更低

下载日志已记录，仅供内部参考

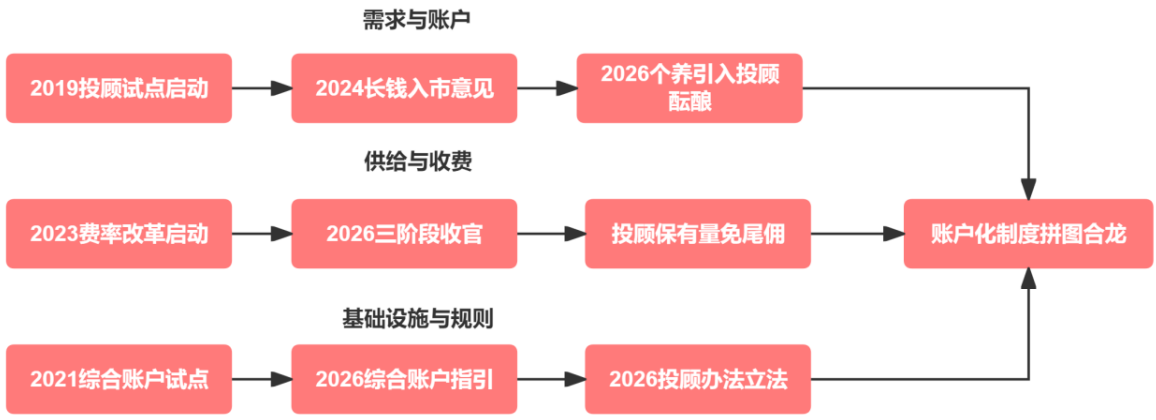
阶段	时间	核心内容	关键数据
第三阶段：销售费用	2025 年 9 月征求意见、2025 年 12 月发布、2026 年 1 月 1 日施行	认申购费上限：股票 0.8%、混合 0.5%、债券 0.3%；销售服务费上限：股混 0.4%、指数债 0.2%、货基 0.15%/年；持有超一年免销售服务费（存量基金 2027 年 1 月 1 日全面落地）；尾佣分层设限；投顾业务保有量不得收取客户维护费	第三阶段每年让利约 300 亿元；三阶段合计每年让利超 500 亿元[2]

资料来源：证监会官网，中信建投证券

（四）制度之变：考核、披露与账户基础设施同步重塑

如果说费率改革改变了怎么收费，那么考核、披露与账户基础设施的改革，改变的是凭什么收费、如何证明、用什么经营。四件事在 2025—2026 年间相继落地：**其一，披露新指标登场**——盈利投资者数量占比自 2026 年起施行、随半年报首次披露，把评价焦点从基金赚了多少转向多少人真正赚到了[9][10]；上半年市场较好，经过三季度的风格切换，相关数据有待进一步跟踪。**其二，销售考核转向投资者收益**——投资者盈亏纳入基金公司考核评价体系、销售机构分类评价机制同步建立，约束冲首发、冲规模的短期行为[18][19]；**其三，经营主体扩容**——2026 年 4 月证监会将《证券基金投资顾问业务管理办法》列入年度立法工作计划，基金投顾业务由试点转向常规进入倒计时[15]；**其四，账户基础设施合拢**——中证协就《证券公司客户综合账户管理指引》征求意见，推动始于 2021 年、21 家券商试点的综合账户管理转常规[12]。此外，个人养老金业务正酝酿引入投顾服务，产品池已扩容至“固收+”等品类，账户维度的全委托模式有望成为破局抓手[21]。

图表8： 中国财富管理账户化的制度拼图：三条路径的逐步贯通（账户准入、收费模式与基础设施同步推进）



资料来源：中信建投证券整理

（五）机制之变：群体行为直接传导至资产价格

需求、供给、收入、制度四方面的变化，讲的是旧模式为什么承压。还有一个更深层的变化，发生在市场机制本身。

传统金融学把投资者行为视为价格的外生扰动，价格由基本面决定，交易者只是噪声。但在一个由居民资金主导边际流向的市场里，该假设可能正在失效。巨额财富的集体行为，本身就构成了资产价格变动的原因之

下载日志已记录，仅供内部参考

一。投资者的买卖本身会改变价格，价格又反过来影响投资者决策。因果未必是单行道，更像一个双向反馈。

资管新规以来的资金大迁徙，使这一反馈回路开始运转。此前沉淀在非标资产里、习惯了确定收益的居民资金，被成体系地推向标准化资产，债券、基金、净值型理财，体量以数十万亿元计。这批资金的画像高度一致：低波动偏好、净值化约束、同质化配置。规模巨大，行为相似。

于是，三个机制把群体行为直接传导至资产价格。

第一个机制，赎回的连锁反应。净值下跌引发赎回，赎回抛售又压低净值。净值化之后，理财与基金第一次与市场同频共振，市场调整带来净值下跌，净值下跌触发客户赎回，赎回迫使管理人被动抛售，抛售又加剧市场下跌。从债市调整中理财连续减持债券，到零售客户赎回理财、理财赎回基金、基金卖出信用债的传导链条，财富端的行为不再只是价格的响应，也成了价格继续运动的原因。

第二个机制，同质化的放大效应。资金偏好相似、方向一致，对价格的影响或被成倍放大。当一批偏好相似、约束相似、考核相似的资金涌向同一类资产、同一条久期、同一个策略，边际上的买卖会被成倍放大。理财与基金在债券市场中的分量，使其申赎行为对价格的影响已不容忽略。它们曾经是市场的稳定器，在净值化与赎回压力之下，也可以迅速变成放大器。机构交易行为的潜在不稳定性，至今仍被不少市场参与者视为波动的放大来源。

第三个机制，真净值化让传导更快。市场波动直达净值，净值直达行为。在估值平滑仍在的年代，净值曲线是钝化的，市场波动被估值平滑机制缓冲，行为信号被延迟、被稀释。当平滑机制被逐一瓦解，市场波动得以无损地写入净值，净值又直接触发行为，回路的灵敏度被明显调高。行业的低波体验，过去可以靠估值技术做出来，如今须靠配置与陪伴管出来。

三条机制合起来，给出了账户收益不等于产品收益的第二重解释。缺口不只是度量口径上的差异，而是内生的、动态的，群体行为改变资产价格，资产价格再改变账户收益，账户收益又反过来塑造下一轮群体行为。换句话说，在净值化时代，财富管理行业第一次成为市场价格的内生变量。资金端的行为，经由市场，变成了资产端的定价变量。

上述判断对行业的含义是双重的。对机构而言，资金端管理不再只是服务问题，也有了一定的价格管理属性。客户的申赎节奏、持有纪律与预期引导，会通过回路反馈到资产端。对监管与行业生态而言，稳定投资者行为有比较清晰的正外部性。投顾与投资者教育，不只是对客户更公平的分配问题，也是让市场更稳的公共品问题。

账户视角或也由此有了双重意义，既是个体公平的衡量尺度，也是市场稳定的调节器。

人在草木间

四、实践之况：账户化转型的成绩与阻力

管账户是不是一门好生意、对客户有没有价值，试点以来积累的数据已经能回答一部分，但行业整体跑通可持续的商业模式，还需要继续摸索。

（一）客户侧：账户服务的有效性，数据上已有不少支持

下载日志已记录，仅供内部参考

在有没有帮客户赚到钱这个标尺上，账户化服务的效果方向大体一致：持有更长、盈利占比更高、行为损耗更小。以第三方销售机构盈米基金为例，据其官网披露（机构自有口径），截至 2026 年 6 月末，其投顾服务资产规模超 570 亿元、签约客户超 50 万人；且慢平台投顾客户平均持仓时长 782 天、盈利客户占比超 80%，投顾资产规模中长钱占比超 65%[22]。同时，由新华财经、西南财经大学、易方达财富、晨星（中国）联合编制的《中国基金投顾业务洞察报告（2025）》行业统计表明：投顾客户累计盈利占比 76.9%、高于单基金客户的 63.4%，平均持有时长从 2022 年的 149.8 天升至 672.7 天（截至 2025 年 9 月末）[23]。从总量看，行业并不缺乏创造价值的能力——据晨星测算，2016—2025 年间中国公募基金累计为投资者创造约 6.27 万亿元财富[24]；真正的问题，是让创造的财富尽可能完整地抵达持有人的账户。

机构披露与独立研究印证了这一方向。据中欧财富《试点六周年：基金投顾业务发展白皮书（2025）》，基于其自有平台数据的统计显示：投顾用户相较单品用户呈现配置更分散、交易更逆向、持有周期更长的行为特征，更倾向于在市场低位加仓权益类策略、高位增配固收类策略；对截至 2025 年 9 月末的近三年数据跟踪显示，投顾用户持有一年期获得感优于单品用户的占比达 75%、平均高出约 2.2%，投顾策略持有人客均收益率好于单品客户 1.33 个百分点；截至 2025 年 8 月末，净值更平稳的多资产类投顾策略资金留存率高于波动及回撤更大的权益类与海外类策略[25]。投顾服务的价值，首先在于缩小投资者行为与产品收益之间的缺口——损耗每缩小一分，客户实际到手的收益便多一分，这也是客户愿意为投顾服务付费的理由。**投顾对客户的价值，首先不在多赚，而在少亏、多拿。**

上面这些数据大多来自少数头部平台和试点机构，样本有选择性。试点数据能说明方向，离证明全行业跑通商业模式还有距离。

（二）机构侧：收入结构与组织形态开始移动

客户侧的数据说明该做，机构侧的动作说明有人已经在做。方向对不对是一回事，能否形成商业闭环是另一回事。试点这些年，机构端的变化大致有三个层面。

第一个层面是收入结构的调整。过去财富管理条线的收入大头是认申购费和尾佣，行情好就多、行情差就少，波动跟着市场走。这两年不少机构开始把保有型收入、投顾服务费单独拉出来考核，追求的是不管市场涨跌、只要客户资产还在、收入就相对稳定的状态，这个转变不容易。交易性收入见效快，服务性收入来得慢，中间存在过渡期，收入增速可能不升反降。从披露数据看[26]：截至 2025 年 8 月末，中欧财富基金投顾管理规模较 2024 年末增长一倍；券商中，截至 2026 年上半年末国联民生基金投顾保有规模 174.48 亿元、较上年末增长 20%，东方证券基金投顾保有规模 158 亿元、客户复投率 76.8%，招商证券“e 招投”基金投顾保有规模 85.92 亿元、较上年末增长 84.73%；第三方平台起步更早，盈米基金投顾服务资产规模较 2025 年末增逾 60 亿元，2026 年 6 月末增至超 570 亿元。单家绝对量尚不算大，但保有型收入对交易性收入的替代已在各类型机构中同时发生。

第二个层面是组织形态的调整。过去卖产品，组织架构围绕产品转，产品部门、渠道部门、销售团队，链条清晰。管账户需要的能力不一样，客户诊断、配置方案、持续陪伴。有的机构成立了专门的投顾团队，有的把财富管理部和产品部打通，有的直接新设买方投顾中心。调整的方式各异，共同点是都在试图把原来以产品为中心的组织，往以客户账户为中心的方向挪。

第三个层面是考核和激励的跟进。组织调了、收入结构调了，考核不改，人还是按老路走。部分机构开始把客户留存率、盈利客户占比、投顾资产占比这些指标写进考核，权重也在往上提。这个过程比较慢，因为新

下载日志已记录，仅供内部参考

指标和旧指标往往同时存在，一线人员面对两套目标，通常会选择更容易完成的那套。考核指挥棒从销量转向客户结果，比发几个文件要难得多。

（三）阻力尚存：规模小、收费低、盈利难、人才缺

成绩单的另一面，是四方面尚未跨越的障碍。它们决定了管账户目前仍是有价值的少数派，离可持续的多数派还有距离。

一是规模还小。截至 2026 年初，60 家基金投顾持牌机构服务资产规模约 4500 亿元、累计服务客户数近 1000 万人[14]，相对 39.63 万亿元的公募总规模渗透率略高于 1%。

二是收费偏低。投顾服务费率总体低于传统申购费水平，收费能力取决于服务能力与客户信任的积累。

三是盈利偏难。行业盈利模式仍在探索之中，多数机构的投顾业务尚未形成稳定的商业闭环。2026 年上半年招商银行财富管理手续费及佣金收入 161.92 亿元、同比增长 26.53%，其中代理基金收入 39.35 亿元、增长 61.40%[27]；平安银行财富管理手续费收入 33.43 亿元、增长 35.6%，其中代理个人基金收入 15.25 亿元、增长 45.1%[28]。渠道保有格局亦在向头部平台集中：截至 2026 年二季度末，蚂蚁基金非货保有 2.21 万亿元、招商银行 1.58 万亿元、天天基金 8835 亿元，蚂蚁基金股票指数基金保有 6313 亿元、居行业首位[29]；第三方渠道（含保险）的非货保有规模已历史性反超银行[30]——渠道竞争或从谁卖得多转向谁留得住，但留得住的收费形态仍在培育。

四是人才偏缺。投顾队伍数量在持续扩容[14]，但人才供给与买方要求之间存在能力模型、激励与评价体系、服务工具与内容供给的错配——在考核导向未变的情况下，即便投顾接受了转型培训，行为模式也会迅速回到旧轨道上[13]。此外，重投轻顾仍较为普遍——部分机构提供组合后仍缺乏持续陪伴。

（四）两点冷静：防话术化，正视投顾业绩的未决问题

对管账户的论证越是充分，越需要保持两点冷静。这既是对行业负责，也是转型能够持续的前提。其一，账户、陪伴、配置这些说法本身并不直接产生价值，做得怎么样，关键还在做法有没有跟上。如果收入结构和考核体系没有同步调整，改变的可能只是说法，客户的综合成本也未必更低。客户的资金是实打实的，体验好不好、赚没赚到钱，时间一长多半会见分晓。检验标准或许就在于此：客户的真实盈亏和持有体验有没有切实改善[13][5]。其二，投顾在“投”上表现如何，还需要更多时间来验证[31]。晨星对主流平台 700 余只投顾组合的三年期评价显示（截至 2026 年 6 月末）：多数类别中超半数组合的费后业绩未能跑赢全收益基准，平均跑输约 1%—3%；机构组合平均好于个人主理组合，但差别主要在收益上，抗跌性上并不突出[32]。这意味着，**投顾服务的价值并不只在于“投”，还包括帮助投资者减少行为偏差、改善持有体验的“顾”，以及围绕长期财务目标展开的财务规划**[32]。由此可见，投顾的价值，一部分在投，一部分在顾；“顾”的部分见效慢，但可能是更持久的竞争力。行业下一阶段的竞争，或会从谁的组合跑得快，转向谁能把长钱留得住、把目标管到底[13]。

五、制度之鉴：成熟市场的账户模式不只是长出来的，更是磨出来的

从卖产品到管账户，不是中国独有的探索，成熟市场半个世纪前就启动了，至今还在深化。美国、英国、日本路径不同，但有一点相似：账户模式不只是靠行业自觉长出来的，也是靠收费制度、账户制度、义务制度

下载日志已记录，仅供内部参考

与平台基础设施等共同磨出来的。这对判断中国转型的路径和节奏，有参照意义。

（一）美国：五件工具，把卖方模式慢慢改造成买方模式

美国财富管理重心由交易与产品销售导向，逐步转向持续性账户服务和资产收费，可以从五组相互关联的变化理解。第一，交易及分销价格竞争加强。1975 年固定佣金制度放开、1977 年先锋将旗下基金转为无销售佣金的分销模式，变化加强了交易和分销环节的价格竞争，对依赖相关收费的传统经营模式形成压力。**第二，退休账户与默认投资机制为长期管理提供制度载体。**如 IRA 与 401(k)等退休账户扩大了长期配置与退休管理的应用场景，2007 年美国劳工部 QDIA 规则进一步支持符合条件的目标日期基金、平衡基金和专业管理账户作为默认投资选项，从而支持持续配置、调整与退休管理 [33]。**第三，投顾信义义务与平台服务共同支持持续账户管理。**注册投资顾问（RIA）数量总体增长，截至 2024 年末，SEC 注册的投顾机构管理资产约 144.6 万亿美元[1]，第三方托管平台与 TAMP 使顾问能够外包部分组合管理和运营职能，降低自建完整服务体系的负担 [33]。**第四，以再平衡为纪律的组合管理通过产品和账户形式规模化。**以 40/60 为代表的组合管理产品与专业管理账户可以将资产配置和再平衡规则嵌入管理过程，按既定规则调整偏离目标的资产权重，控制风险漂移，客户买的是省心和纪律，机构赚的是持续管理的钱，某种程度上就是账户化在产品与收费两端的落地形态：客户不必自己做配置与再平衡，制度替他执行了纪律。**第五，机构经营重心向持续性收费和平台化服务演进。**按资产规模收费的账户管理重要性提升，并购整合为银行及投顾机构扩大财富管理能力提供了加速路径。

回望这半个世纪，五组变化共同作用，美国财富管理发生的不只是服务理念的变化，也是商业模式的演进。持续性账户服务的发展，是市场竞争、退休制度、监管要求与平台能力等因素共同作用的结果。

（二）英国：把佣金改成费用——收费方式即激励方式

与美国市场竞争、退休制度和监管共同作用的演进相比，英国 RDR 通过直接改革零售投资建议的报酬与专业标准，更明确地推动了顾问经营模式向客户约定收费转变——收费方式一变，激励方向跟着变。英国金融服务局 2006 年启动零售分销审查（RDR），针对的问题包括产品方佣金对顾问推荐激励扭曲，以及建议报酬与产品收费捆绑造成的透明度不足。产品方佣金可能使顾问推荐偏向报酬更高的产品，形成与客户利益不完全一致的激励。从启动审查到核心规则实施历时约六年，核心是几件事：对 RDR 覆盖的新零售投资建议业务，原则上不再接受产品提供商以佣金支付顾问的报酬，而由顾问向客户事先披露并约定收费；要求顾问明确披露“独立”或“受限”的服务性质；独立建议须基于对相关市场的全面、公平分析，并保持不偏不倚、不受限制；此外，RDR 提高了零售投资顾问的最低专业资格要求[34]。

改革之后，行业的反应是连锁式的。产品端，FCA 的实施后评估显示，改革前佣金较高的产品销量明显下降，佣金驱动的产品推荐偏向有所减弱；顾问端，RDR 覆盖的零售投资建议业务下，顾问报酬的决定机制由产品方佣金转向客户约定收费，持续建议成为重要服务形态，但一次性建议与其他服务方式仍然并存。

改革提高了收费透明度和专业标准，但建议的可负担性与可获得性仍然存在问题。费用和支付意愿仍是影响客户使用建议服务的因素[35]；后续改革进一步着力改善建议的可负担性与可获得性，如 2015 年财政部与 FCA 联合启动财务咨询市场审查（FAMR），推动简化式与自动化咨询补位等 [35]。英国的路径是先禁佣金、再补充分

[1] 注：该数字为 SEC 注册投资顾问报告的监管资产管理规模，即 RAUM；覆盖的是 SEC 注册投顾行业整体，而不是仅面向个人的财富管理业务。

下载日志已记录，仅供内部参考

层服务。

英国的改革得出了一条结论：限制产品方佣金、提高收费与服务透明度，是削弱佣金驱动的推荐偏向的重要手段。中国关于基金投顾业务形成的保有量不得收取客户维护费的规定，在防范销售报酬干扰投顾服务方面具有相近的治理方向，但部分机构短期内可能面临收入结构调整和业务转型压力。

（三）日本：账户制与全权委托，买服务替代买产品

如果说英国的突出做法是改变收费，日本则是重塑税优账户。日本 NISA 于 2014 年启动。一般 NISA 最初年度投资上限为 100 万日元，2016 年提高至 120 万日元，免税持有期五年，旧制度下的新增投资受理截至 2023 年底。日本又于 2016 年推出 Junior NISA，于 2018 年推出定投 NISA；后者年度上限 40 万日元、免税期 20 年，投资对象限于适合长期、定期、分散投资的特定基金。到 2023 年末，一般 NISA 与定投 NISA 合计约 2,125 万账户，自 2014 年以来累计购买约 35 万亿日元[36]。

真正的转折发生在 2024 年。新版 NISA 做了四件事：制度永久化，将一般 NISA 五年、定投 NISA 二十年的免税持有期统一改为无限期；年投资上限扩大至 360 万日元（定投额度 120 万+成长额度 240 万），新设 1800 万日元的终身免税额度（其中成长额度上限 1200 万日元）；卖出后免税额度于次年按账面取得成本恢复，可循环使用；定投额度限定于金融厅指定的、以低成本指数型为主的长期分散型产品——纪律被直接写进了商品清单。四件事指向同一个方向：把账户从限时的优惠变成长期的基础设施。

效果在扩容后明显提速。金融厅数据显示，截至 2026 年 6 月末，NISA 账户达 3048 万个，较 2025 年末的 2821 万个增长 8.1%；累计购买额 85 万亿日元，已超过政府 2027 年末 56 万亿日元的目标。对比更能说明问题：旧制度十年间账户从 492 万户增至 2125 万户，新制度启动仅两年半即增至 3048 万户；仅 2026 年上半年购买额即达 13.8 万亿日元，其中投资信托占 61.9%，定投额度多数投向了指定指数产品[36]。

日本的启示因此很直接。改变居民行为的重要杠杆，不只在产品层面，也在账户规则和选择架构层面。免税额度给了居民开账户的理由，无限期免税持有降低了长期持有的制度障碍，额度恢复则提高了账户的灵活性，定投限定的低成本产品给了“不折腾”的理由。制度为居民降低了开始、坚持、控制成本的摩擦，也减少了自行筛选产品的负担。这与美国 QDIA 在选择架构上的逻辑相近，通过简化选择、约束产品范围和嵌入长期投资导向，降低对个人持续决策能力的依赖。对居民金融资产以存款为主、同样面临再配置命题的市场而言，路径的参考价值或在于，账户制度本身，可能就是降低行为摩擦的重要工具。

图表9： 美英日账户化的制度路径比较

经济体	机制起点	关键制度工具	演变与现状	对中国的启示
美国	固定佣金制瓦解，交易与销售收费进入竞争	佣金自由化（1975）、免佣基金（无销售负荷，1977）、IRA / 401(k)税优退休安排、雇主退休计划 QDIA 默认投资、信义家、受监管资产约 144.6 万亿美元（2024 年末）	SEC 注册投顾机构 15,870	账户化是收费—账户—义务—产品—平台五位一体的长周期工程
英国	佣金模式与客户利益冲突	RDR（2012 年 12 月 31 日生效）禁止所有从业顾问约 3.5 万人增至 3.64 万人[35]	与零售投资新建议相关的产品方佣金，要求顾问费事前约定，并建立独立 / 受限分（2012→2019）；2024 年	收费与产品销售脱钩，是顾问服务独立定价和分层

下载日志已记录，仅供内部参考

经济体	机制起点	关键制度工具	演变与现状	对中国的启示
		类和资质门槛；FAMR（2015）与针对性支持制度（2026 生效）修补建议鸿沟	约 9%的成年人在此前 12 个月获得过受监管金融建议（FCA 调查）	发展的前提；先断产品佣金、再补服务分层
日本	储蓄大国结构固化	NISA 税优账户（2014 年启动、2024 年扩容并永久化）；卖出后按账面取得成本恢复额度；定投投资额度限于适合长期定期分散投资的特定产品	账户 3,048 万个（2026 年 6 月末）、自 2014 年以来累计购买额约 85 万亿日元	税优账户是降低居民长期投资摩擦的重要工具；账户期限、额度规则和产品准入可以形成行为引导

资料来源：美国投资顾问协会、英国FCA、日本金融厅，中信建投

（四）镜鉴：账户化的五个必要条件

综合来看，账户化转型可能需要五个条件同时具备。第一，制度选择比理念倡导更管用。税收优惠、默认选项、信义义务这些看不见的手，或才是行为改变的重要杠杆。**第二，收费方式决定激励方向。**从佣金到费用、从交易费到资产费、从基于产品到基于账户的每次改写，都直接改变行业行为[33]。钱从哪来，人就往哪走。**第三，基础设施往往先行。**统一账户、全账户视图与开放平台是把账户变成经营单元的技术前提[12]。账户都看不全，配置和陪伴就无从谈起。**第四，能力与信任难以速成。**美国投顾行业从起步到成熟历时数十年，人才、投研与信任只能在长期经营中积累[13]，这部分没有捷径。**第五，须防代理问题。**账户化或须以信义义务与利益冲突防范加以约束，否则可能沦为以账户名义销售更高成本的产品[5]。制度设计需以防范代理问题为前提。

回到中国，四块拼图正在拼上。买方投顾从试点走向常规，头部机构的投顾规模持续扩张；公募基金费率改革压低了成本；业绩比较基准与盈利投资者占比披露，把评价焦点从基金赚了多少转向多少人真正赚到了；个人养老金账户制落地并全面推开。方向与美英日类似，用制度把账户做成个人与市场之间的标准接口。差距同样存在，与理财、公募的体量相比，投顾服务的规模仍然微小；收费可持续性、短期考核与长期目标、跨机构账户视图等，仍待破题。账户视角也并非万能方案，它同样有成本与代理问题，需要加以约束。

（五）对行业机构的建议：收入、考核、能力三线并进

对头部的资管及财富管理机构而言，持续打磨投研体系、丰富产品货架、构建策略矩阵已是“必选项”；与此同时，行业竞争重心正从“规模”转向“回报”，负债端管理的布局与投入日益重要——账户管理与产品营销是两种不同的逻辑：账户模式以客户留存和长期回报为经营目标，销售模式以交易促成和销量为经营目标。建议以“收入、考核、能力”三线并进推进转型：三线互为支撑，收入结构定激励方向，考核体系定行为选择，能力建设定转型的可持续性。

第一，收入线：提高经常性收入占比，夯实账户模式的现金流基础。保有型费用和投顾费，对应的是“客户留下来”的激励结构，是账户模式的现金流基础；同时要警惕“以投顾之名、行销售之实”。若仅更名而收费结构与考核机制未变，客户长期体验将给出检验。关键是把激励从“促成交易”真正转向“留住客户”。

第二，考核线：把客户结果写入考核体系，让考核导向与监管要求同向。将投资者盈亏、持有时长、复投率、留存率纳入一线与总部考核，与监管导向保持一致。投资者盈亏纳入基金公司考核评价体系意味着产品设计、发行节奏、持续营销策略都会发生改变。

第三，能力线：搭好“账户基础设施＋分层服务＋配置能力”的组合。以统一账户视图与诊断引擎打通数

下载日志已记录，仅供内部参考

据基础；以“一对一深度、一对多标准、AI 长尾”的分层服务应对人才约束；以资产配置和投研能力提供投资端支撑——既要避免重投轻顾，也要避免顾而不投。账户组合的费后业绩长期要靠“投、顾、规划”的综合能力来证明。

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源

[1] 界面新闻：《定了！公募费率改革收官，每年让利超 500 亿元》（2025-12-31，含“证监会测算数据显示，三阶段将累计为投资者每年让利超 500 亿元，其中第一阶段约 140 亿元、第二阶段约 70 亿元、第三阶段约 300 亿元”的表述），https://www.jiemian.com/article/13835385.html。

[2] 证券日报：《公募基金费率改革收官 每年将为投资者让利超 500 亿元》（2026-01-04），中证协投资者之家转载，https://www.sac.net.cn/tzzzj/zxsd/xscyw/202601/t20260106_80711.html 。

[3] 中国证监会：《中国证监会修订发布〈公开募集证券投资基金销售费用管理规定〉》（2025-12-31），https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7606047/content.shtml；规定全文见证监会公告〔2025〕22 号，https://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7606091/content.shtml。

[4] 中国证监会：《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》（自 2026 年 1 月 1 日起施行）。来源：中国政府网《国务院公报》，https://www.gov.cn/gongbao/2026/issue_12646/202603/content_7064116.html。

[5] 中国证券投资基金业协会：《重构基金销售底层逻辑 推动公募与投资者双向奔赴》（中基协官网 2025-10-14 发布，中国证券报 2025-09-19 首发），https://www.amac.org.cn/xwfb/hydt/202510/t20251014_26971.html。

[6] 中国证券投资基金业协会：《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告（2018 年度）》，https://www.amac.org.cn/hyyj/hjtj/202001/P020231126399697862843.pdf；经济参考报（新华社官网）：《提供专业组合投资能力和全周期顾问服务 景顺长城投顾业务获准展业》（2021-12-16，含《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》核心数据），http://www.jjckb.cn/2021-12/16/c_1310376435.htm；中国证券报·中证网：《2022 年公募基金投资者盈利洞察报告》（第二期）发布报道（2023-05-29），https://www.igwfmc.com/main/zxzx/gsxw/a/20230525/1059313.html。

[7] 财联社：《晨星中国董事长陈鹏：破局基民的收益达不到基金的收益，买方投顾成行业高质量发展关键》（2025-11-10），https://www.cls.cn/detail/2195465 。

[8] Morningstar：《Mind the Gap 2026》（2026 年发布），https://www.morningstar.com/content/cs-assets/v3/assets/blt9415ea4cc4157833/blt852a4301adc2f5db/6a7373d51f7b5ae2da78e1e8/US_Mind_the_Gap_2026.pdf 。

[9] 睿远基金：《解读基金中报新指标：盈利投资者数量占比》（2026-08-31，含对已披露基金中报数据的梳理）。来源：睿远 FUND 公众号，官网：https://www.ruiyuanfund.com/ ，转载链接：https://finance.sina.cn/fund/jjgdxw/2026-08-31/detail-inqfkkp7229932.d.html。

[10] 证券日报：《基金赚钱≠你赚钱！这个新指标很关键！》（2026-08-29）。来源：证券日报之声公众号，官网：http://www.zqrb.cn/ ，转载链接：https://finance.cctv.com/2026/08/29/ARTI3wz6sAwk5a7DSiDzBF4I260829.shtml。

[11] 经济参考报（新华社官网）：《〈公募权益类基金投资者盈利洞察报告〉在京发布》（2021-10-21，含 2019 年、2020 年投资者行为损耗分别达-24.52%、-32.45%的数据），http://www.jjckb.cn/2021-

下载日志已记录，仅供内部参考

10/21/c_1310259775.htm ；另见中国证券报·中证网深度报道：《求解基民不赚钱难题 重磅报告探索破局之道》（2021-10-21），https://www.cs.com.cn/tzjj/jjdt/202110/t20211021_6212169.html。

[12] 中国证券业协会：《证券公司客户综合账户管理指引（征求意见稿）》（2026 年 8 月）。转引自：证券时报：《券商客户综合账户管理迎新规》（2026-08-31），https://www.stcn.com/article/detail/4165359.html；东方财富网转载证券日报相关报道（2026-08-31），https://wap.eastmoney.com/a/202608313860523912.html。

[13] 资管中国：《向买方进发人才谈丨盈米基金：投顾人才面临三重错配，教材编写促游击队走向正规军》（2026-09-03）。来源：资管中国公众号，新浪财经转载：https://finance.sina.com.cn/jjxw/2026-09-03/doc-iniqnyae1082241.shtml。

[14] 中国基金报：《基金投顾试点再扩容！监管严把准入关，三大考核维度划定门槛》（2026-07-13，含中基协召开基金投顾教材编写启动会、人才队伍建设提速等表述），新浪财经转载：https://finance.sina.cn/stock/ggyj/2026-07-13/detail-inihscma8938600.d.html。

[15] 中国证监会山西监管局：《基金投顾牌照持续扩容 行业发展迎新机遇》（2026-09-23），https://www.csrc.gov.cn/shanxi/c106408/c7653569/content.shtml 。

[16] 中国证券投资基金业协会：《公募基金市场数据（2026 年 8 月）》（2026-09-18），https://www.amac.org.cn/sjtj/ ；中国经济网：《8 月底公募基金规模合计 39.63 万亿元》（2026-09-28），http://www.ce.cn/macro/more/202609/t20260928_3239204.shtml 。

[17] 银行业理财登记托管中心：《中国银行业理财市场年度报告（2025 年）》。转引自：财联社（2026-01-23），https://www.cls.cn/detail/2267972 。

[18] 中国证监会：《推动公募基金高质量发展行动方案》（证监发〔2025〕21 号，2025-05-07），http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7555822/content.shtml 。

[19] 财联社：《基金代销江湖洗牌，蚂蚁基金首破 2 万亿，银行发力指数基金》（2026-09-14），https://www.cls.cn/detail/2482535。

[20] 证券日报：《省到就是赚到！费率改革三年，你的基金账单变了吗？》（2026-07-20，含晨星中国数据），新浪财经转载：https://finance.sina.com.cn/wm/2026-07-20/doc-iniimkkn8215650.shtml。

[21] 中国基金报：《个人养老金的"最后一公里"，基金投顾能打通吗》（2026-09-23），中国基金报官网：https://www.chnfund.com/article/AR87cc88d4-5e65-3c8a-5953-3a23de64c040；上海证券报：《首批“固收+”纳入个人养老金产品名录 26 只基金增设 Y 类份额》（2026-09-29），中国经济网转载：http://www.ce.cn/macro/more/202609/t20260929_3241546.shtml。

[22] 盈米基金官网业务数据（截至 2026 年 6 月末：投顾服务资产规模超 570 亿元、签约客户超 50 万人、且慢平台投顾客户平均持仓时长 782 天、盈利客户占比超 80%、中长钱占比超 65%），https://yingmi.com/；证券时报：《盈利占比最高超 90%！最新基金投顾数据来了》（2025-12-17，含截至 2025 年 9 月末且慢平台数据），https://www.stcn.com/article/detail/3544629.html。

下载日志已记录，仅供内部参考

[23] 新华财经（国家金融信息平台）、西南财经大学、易方达财富、晨星（中国）：《中国基金投顾客户投资行为洞察报告（2025）》（2025-12-16 发布），新华财经报道：https://www.cnfin.com/gs-lb/detail/20251216/4351357_1.html；另见西南财经大学发布报道：https://fba.swufe.edu.cn/lxwm.htm。

[24] 新华网：《晓焓说金融丨基金大数据里的秘密：赚钱最多的有个共同点》（2026-05-05，含晨星测算），http://www.xinhuanet.com/money/20260502/17083ab8315843f9b7f63fb1afb95f17/c.html 。

[25] 中欧财富：《试点六周年：基金投顾业务发展白皮书（2025）》（2025-12-11 发布）；同花顺财经：《中欧财富 2025 基金投顾白皮书重磅出炉》（2025-12-11），http://m.10jqka.com.cn/20251211/c673135880.shtml；中国基金报：《中欧财富 2025 基金投顾白皮书重磅出炉》（2025-12-11），https://www.chnfund.com/article/AR134b57e3-a139-93a3-4244-3a1e1f152984。

[26] 新华网（转引上海证券报）：《基金投顾规模"加速度"下的新抉择》（2025-09-15，含"中欧财富截至 8 月末基金投顾管理规模较去年末实现倍增"），http://www.news.cn/20250915/c2646130ca5e46268e7f30cecd14fa64/c.html；上海证券报·中国证券网：《阅卷·机构半年报丨招商证券上半年归母净利润破百亿 科技投资成效凸显》（2026-08-25，含"e 招投"保有规模 85.92 亿元、较 2025 年末增长 84.73%），https://www.cnstock.com/commonDetail/772325；上海证券报：《多家机构递交材料，剑指牌照!》（2026-08-31，含盈米投顾规模超 570 亿元、签约客户超 50 万名），东方财富网转载：https://finance.eastmoney.com/a/202608313860253460.html；财联社：《券商财富管理集体向"买方时代"转身，多数据曝光》（2026-09-01），https://www.cls.cn/detail/2470889。

[27] 招商银行：《2026 年半年度报告》（2026-08-28）。来源：上交所、港交所披露，巨潮资讯网：http://www.cninfo.com.cn/ 。

[28] 平安银行：《2026 年半年度报告》（2026-08-15）。来源：深交所披露，巨潮资讯网：http://www.cninfo.com.cn/ 。

[29] 中证金牛座（中国证券报）：《上半年新增 588 亿元！招商银行发力股票指数基金代销》（2026-09-14），https://jnzstatic.cs.com.cn/zzb/htmlInfo/133199.html 。

[30] 财联社：《公募代销百强榜出炉！银行霸主地位意外遭挑落，56 家券商入围》（2026-09-13），https://www.cls.cn/detail/2481688。

[31] 财联社：《基金投顾为客户赚钱了吗？最新收益榜单出炉！医药与黄金策略冲到前排》（2026-08-27），https://www.cls.cn/detail/2466397。

[32] 晨星（晨星投资说）：《过去三年，基金投顾组合在投资上交出一份怎样的成绩单？》（2026-08-19，即晨星《基金投顾组合观察报告（2026H1）》）。来源：晨星投资说公众号，晨星（中国）官网：https://www.morningstar.cn/articles/f3d8cb7e0ea1d1ae3f781990773afd83.html。

[33] 美国投资顾问协会（IAA）：《Investment Adviser Industry Snapshot 2025》（2025 年 5 月发布，2024 年末数据：SEC 注册投顾 15,870 家、管理资产 144.6 万亿美元），https://www.investmentadviser.org/wp-content/uploads/2025/05/Snapshot2025.pdf 。

下载日志已记录，仅供内部参考

[34] FCA: "Retail Distribution Review – six months in"（2013-07-25）及 Europe Economics《RDR Post Implementation Review》（2014，转引自 FCA 官网），https://www.fca.org.uk/news/press-releases/retail-distribution-review-six-months-%E2%80%93-how-firms-are-implementing-rdr。

[35] FCA: "Financial Adviser Survey findings"（2026-04-23，受监管建议覆盖约 9%成年人、受咨询资产约 1 万亿英镑），https://www.fca.org.uk/news/news-stories/fca-publishes-findings-financial-adviser-market-survey。FCA: Financial Advice Market Review 专页（2015 年 8 月启动）及 Targeted Support 近最终规则 PS25/22（2025-12），https://www.fca.org.uk/firms/financial-advice-market-review-famr。FCA：《Evaluation of the impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review》，https://www.fca.org.uk/publication/corporate/evaluation-of-the-impact-of-the-rdr-and-famr.pdf

[36] 日本金融厅：《NISA 口座の利用状況に関する調査結果の公表について》（2026 年 6 月末時点，2026-10-02 公表），https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20261002.html ；另可参考英文报道 TokyoBrief（2026-10-02），https://tokyobrief.com/jp/articles/nisa-purchases-pass-2027-target-accounts-trail。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

市场价格波动的不确定性：资本市场价格的影响因素较多，包括宏观经济的波动、全球经济形势的变化以及投资者情绪的波动，都可能引发股价变动，或对券商、保险公司等机构的估值造成影响，非银金融行业的业绩受市场价格和交易量的影响较大。

企业盈利预测不确定性：证券、保险行业的盈利受到多种因素的影响，报告针对行业估值、业绩的预测存在一定的不确定性，此外行业内部竞争的加剧也可能导致预测结果出现偏差。

技术更新迭代：新兴技术的快速发展要求金融机构不断跟进并适应技术变革的步伐，然而技术更新迭代速度加快也带来了高昂的研发投入和人才培训成本，可能增加券商及保险公司经营成本，同时技术创新的爆发具有一定的不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

赵然

中信建投研究发展部非银金融与前瞻研究首席分析师。中国科学技术大学应用统计硕士。曾任中信建投金融工程分析师，覆盖大类资产配置和 FOF 研究，2018 年 Wind 金牌分析师金融工程第 2 名团队成员，2020 年，2021 年 Wind 金融分析师非银金融第 1 名，2020 年，2021 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第 1 名。目前重点覆盖非银金融行业与金融科技领域研究，聚焦财富管理、科技金融、数字金融等热点领域。多次参与监管机构及各类金融机构等深度课题研究。

亓良宸

亓良宸，中信建投非银金融与前瞻团队分析师，上海财经大学金融硕士，主要覆盖财富管理行业，对财富管理转型、基金投顾等细分领域有较为深入的研究，BASE 上海。

何泾威

非银金融&金融科技团队分析师，厦门大学硕士，行业覆盖交易所、供应链金融、财富管理、私募股权投资等领域。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称中信建投）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk