

“平台式、一体化与多策略”行动方案 ——中国机构配置手册（2025版）之公募基金篇

行业研究 · 深度报告

非银金融 · 公募基金

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

- 在中国大资管中，公募基金相较于银行理财子公司和保险资管核心优势在于其高度专业化、灵活透明和市场化的运作机制。第一，投资能力深度聚焦，公募基金以主动权益投资为长期核心竞争力，通过深度产业研究、精细化组合管理和多元策略工具形成对超额收益挖掘优势，股票投资比例上限最高，显著区别于理财以固收为主、保险资金追求绝对收益的属性限制。第二，产品标准化与透明度突出，严格执行净值化管理和每日公开披露持仓信息。第三，渠道与客户生态成熟，依托券商、互联网代销等市场化渠道实现高效触达，覆盖从零售到机构的全客群服务体系，资金属性更为灵活，避免理财依赖母行渠道的销售瓶颈或保险资金的长久期负债约束。第四，制度红利显著，公募基金20余年发展形成完善的制度优势，如税收优惠（如公募分红免税）叠加投资范围广泛（可投商品期货、REITs等），在多资产配置领域具备先发优势。这些特质共同构筑了公募基金的护城河，成为居民财富向资本市场转移的核心载体。
- 提升公司治理，加大上市公司分红，培养长线资金，资本市场正反馈正在形成，未来公募基金将是长期资金的核心管理方。养老金等长线资金具备逆周期配置和平抑市场非理性波动的功能特性，是资本市场健康高质量发展的“压舱石”和“稳定器”。长期资金入市短期内可以为资本市场注入长期稳定的大规模增量资金流，将显著改善资本市场的资金结构，提升市场韧性和抗风险能力，推动优化资本市场生态，最终形成“优质资产-稳定收益-资金流入”的正向循环。公募基金等资产管理机构作为中长期资金入市的主要资金桥梁，是长期资金的主要供给方和核心管理者。
- 以此为背景，公募基金推动平台式、一体化与多策略，实现自身高质量发展。在推动平台化发展方面，平台化的本质是通过投研、科技赋能构筑统一资源枢纽。头部机构积极开发集成化IT系统，实现对投研数据、风控指标及客户行为的全面集成与分析，核心价值在于消除信息割裂，形成跨部门的资源协同网络。如此，既提升了效率，又降低决策碎片化风险，助力公司从单一资管服务向综合性财富管理平台跃升。在推动一体化协同方面，一体化运营的核心在于将平台能力融入投资价值链闭环，在实践中比如研究团队识别宏观信号后，投资经理可即时获取并触发组合调整指令，风控团队同步发布风险评价观点，高效联动大幅缩短决策链条。在推动多策略融合方面，基金公司围绕股债衍生品构建丰富策略工具箱（如宏观对冲、量化CTA、ESG因子投资）；同时通过“核心+卫星”模式实现跨风格、跨周期的动态配置。以FOF产品为例，资产机构底层整合内部数十种精选策略，借助一体化风控系统实时评估相关性并调整权重，实施精细化资产配置，实现“多而不杂”，在复杂市场环境下分散风险并稳定增强收益。
- 风险提示：资本市场景气度下滑，政策风险，宏观经济下行风险，投资者风险偏好变化等。

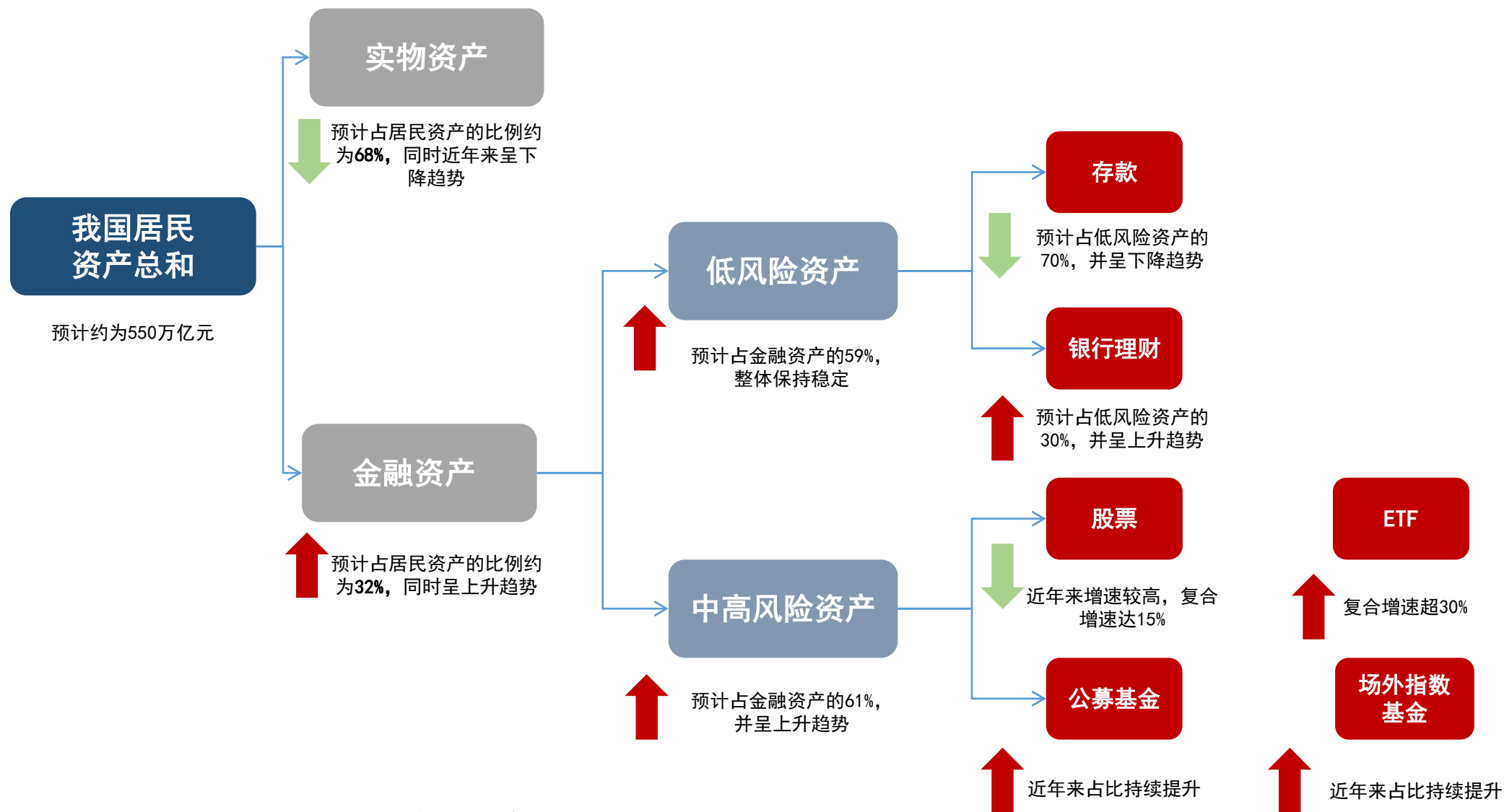
[01] 格局篇：资管地位

[02] 对标篇：发展路径

[03] 风口篇：探路寻机

[04] 突破篇：范式转变

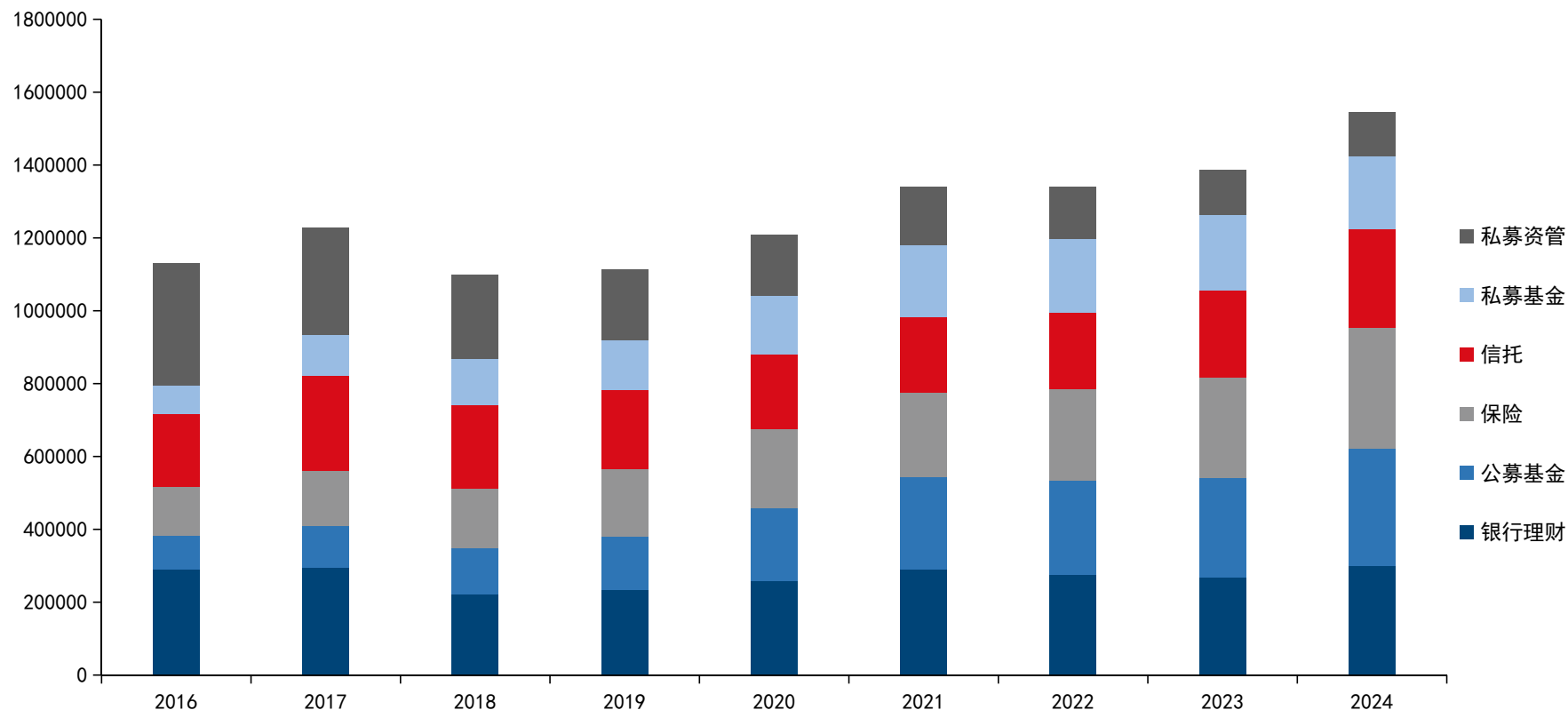
中国财富的再迁徙：从居民财富到产品配置



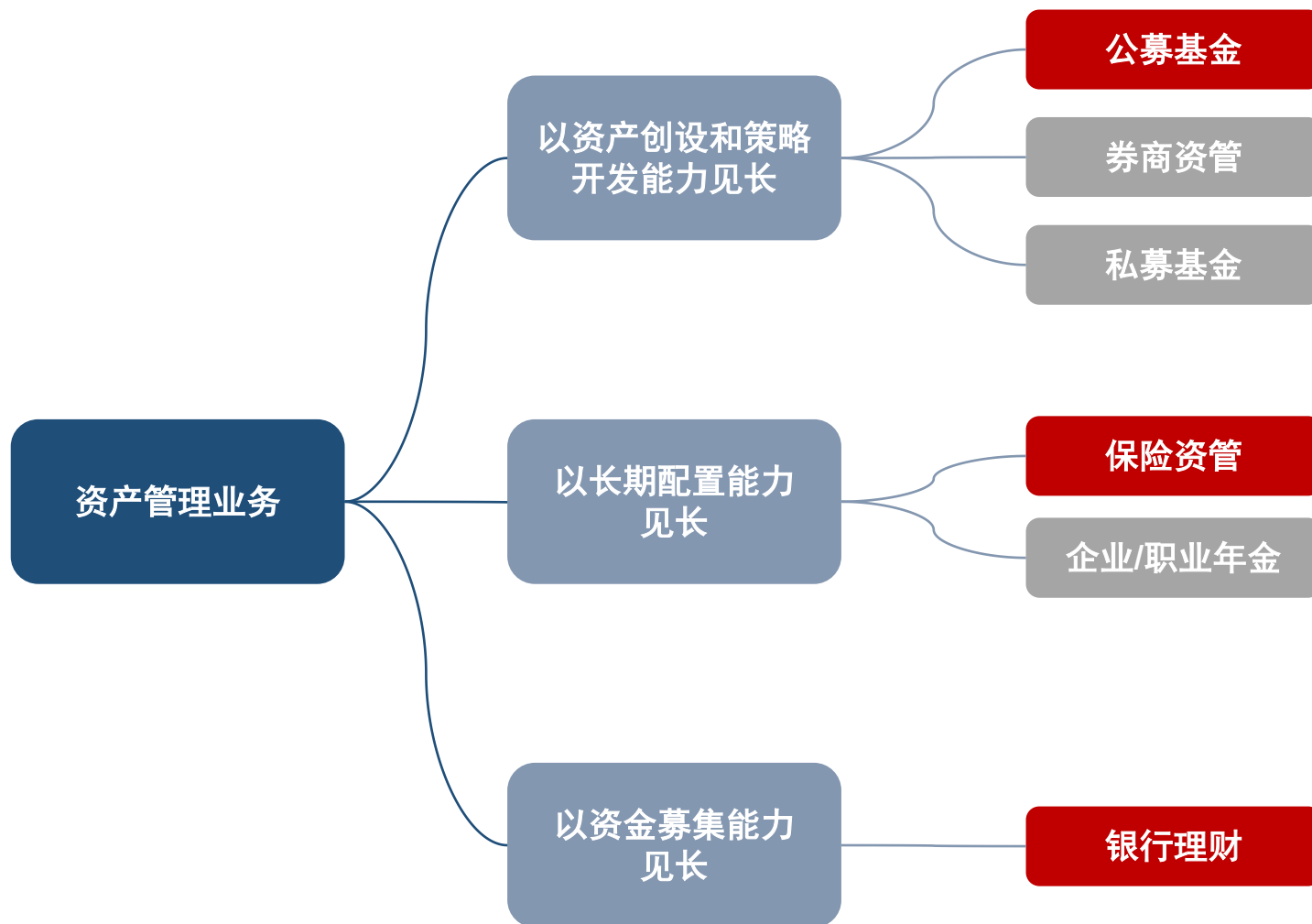
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 净值化转型有序推进，行业整体规模企稳回升，行业结构发生显著变化。截至2024年末，公募基金是管理规模最大的资管行业之一。
- 各个主要行业2016-2024年规模CAGR：银行理财0.4%、公募基金17.1%、保险资金12.0%、信托3.7%、私募基金12.3%、私募资管-11.9%。

图：资产管理行业整体规模变动情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



- 熟悉资本市场，股权 类资产、复杂金融工具投资运作经验丰富
- 成熟的多元投资策略开发体系
- 平台型机构具备业务协同优势
- 配套系统完善，可提供交易、风控、绩效分析等业务支持

- 具备相对成熟的大类资产配置能力
- 具有期限长、规模大、稳定性强的优势，与长久期的资产能更好地匹配
- 具备全面审慎的风控体系

- 背靠银行端优势，销售网点众多，实时追踪投资者需求，覆盖不同年龄段、不同财富积累阶段的客户群体
- 注重信息科技投入，通过大数据描绘用户画像
- 理财业务与线上场景深度融合

➤ 公募基金成为资管行业的“排头兵”。据Wind数据显示，截至2025年5月末，资管行业规模约147.82万亿元，其中公募基金规模为31.77万亿元，位居行业第二位；保险资管以34.93万亿元，位居第一位；银行理财以29.14万亿元，位居第二位。

图：我国资管行业规模构成



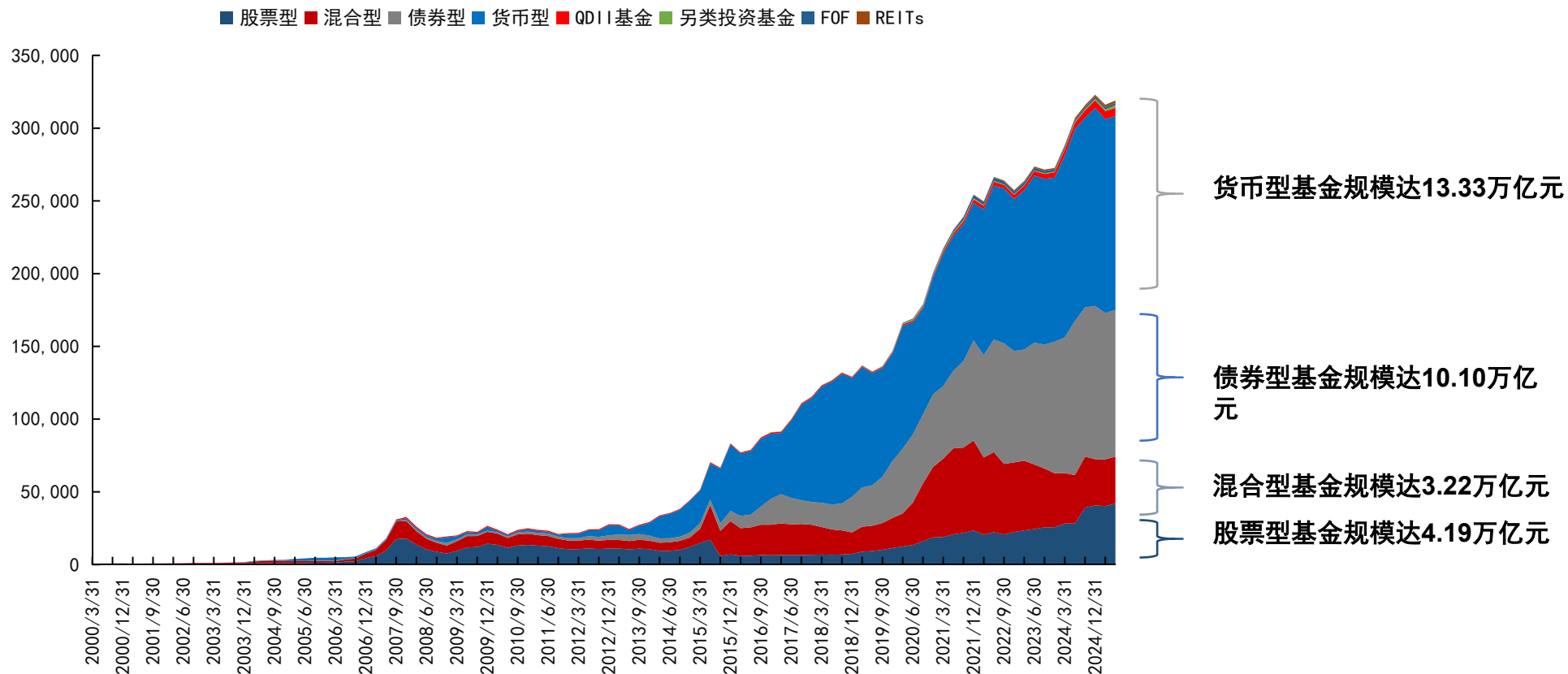
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：公募基金规模根据最新规模统计，数据截至2025-06-03；银行理财规模根据中理财网理财市场报告统计，数据截至2025-03-31；保险规模根据国家金监总局发布保险业经营情况表中的资金运用余额统计，数据截至2025-03-31；信托产品规模根据信托业协会公布统计，数据截至 2024-06-30 ；私募基金、私募资管规模根据中国基金业协会公布，数据截至 2025-04-30。

公募基金规模扩张同时产品结构调整

- 近年来，货币型基金及债券型基金规模持续扩张，截至2025年一季度末，两者规模分别为13.33万亿元及10.10万亿元，分别占总规模的42.2%及31.8%；自2023年末以来，受市场低位震荡等因素影响，混合型基金规模有所收缩，截至2025年一季度末，规模约为3.422万亿元，较2023年11月下降约15%。

图：我国各类公募基金规模（单位：亿元）

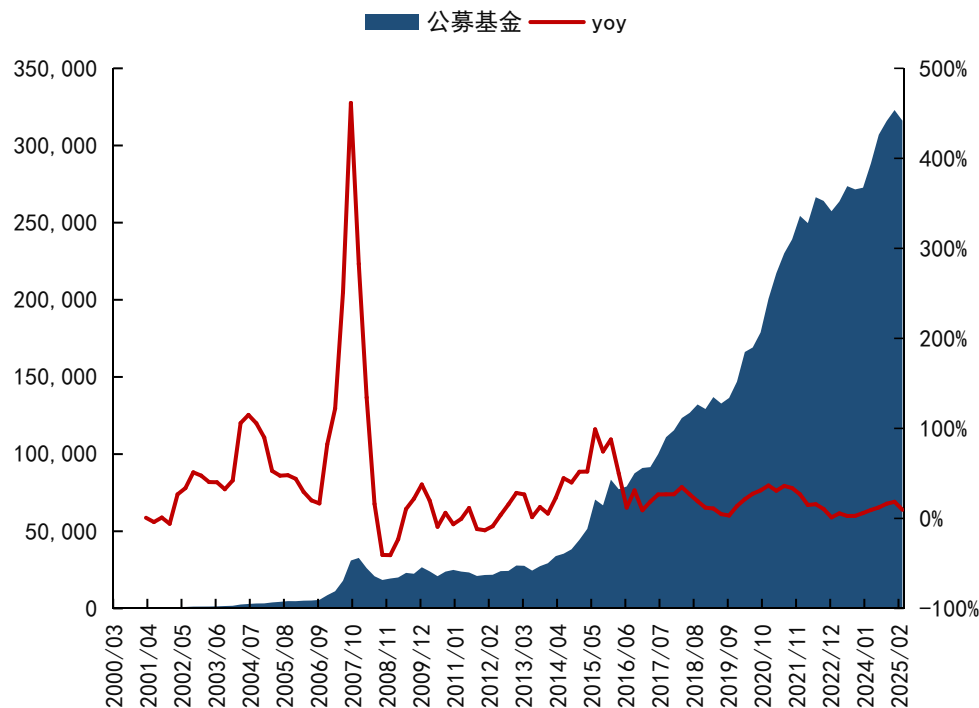


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当前我国公募基金规模超30万亿元

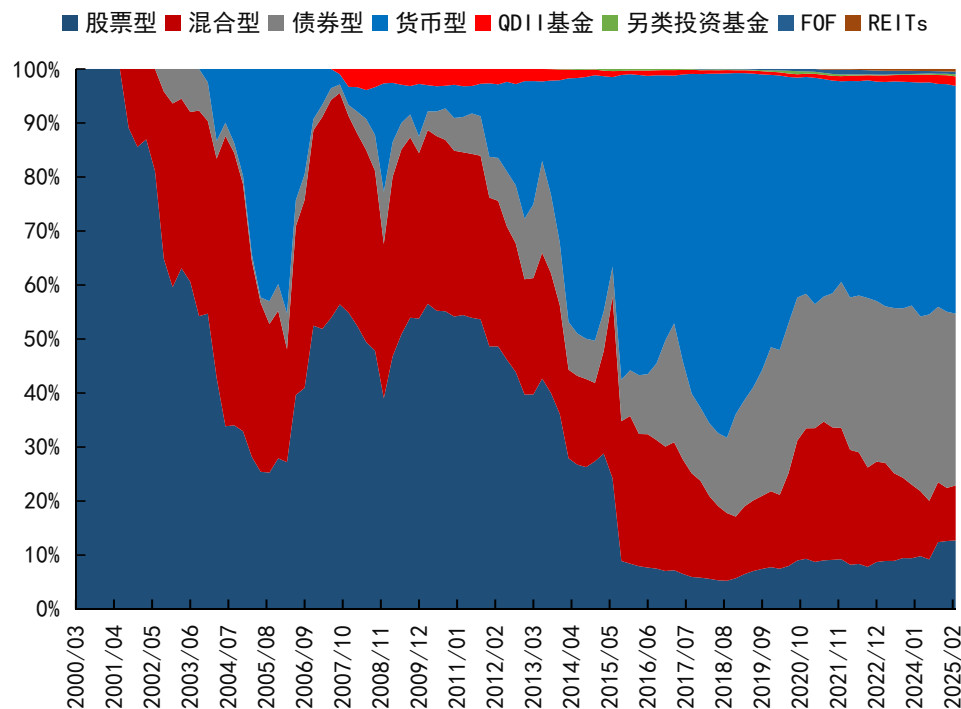
- 自1998年第一只公募基金发行以来，公募基金行业已历经25年的演进。随着行业的发展成熟，行业规模、份额、基金数量、产品形式等均迎来显著增量。
- 截至2025年5月末，我国公募基金行业管理人（含持有公募牌照的券商资管、保险资管等）数量达163家，基金规模达32.01万亿元，对应基金数量12771只。股票型、混合型、债券型、货币型为主要公募基金品种。

图：公募基金管理规模及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2000-2024年各类基金规模占比（单位：%）

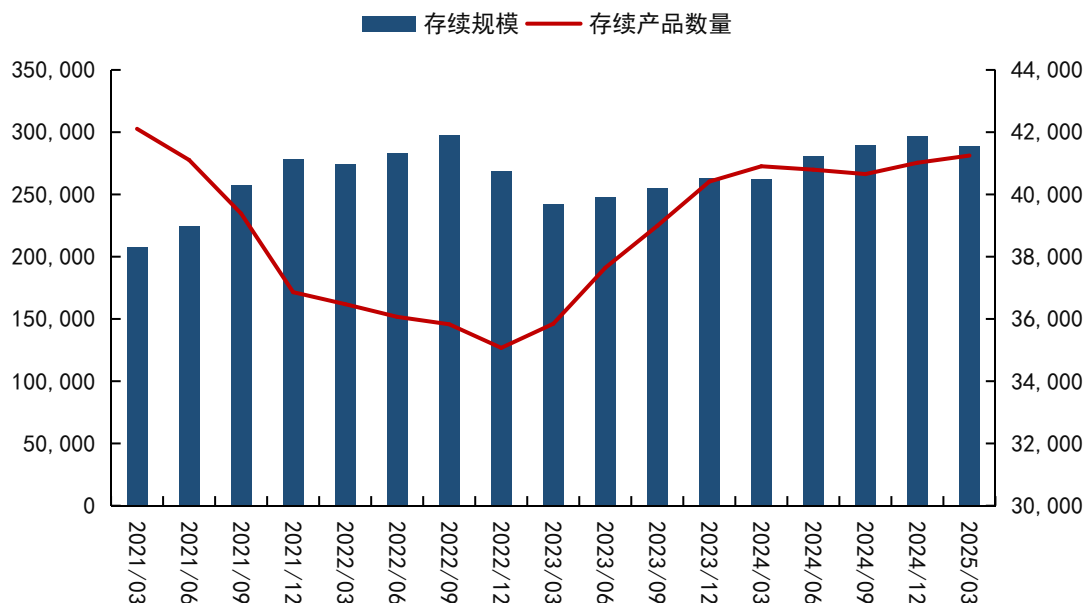


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募vs理财：产品形式更多元

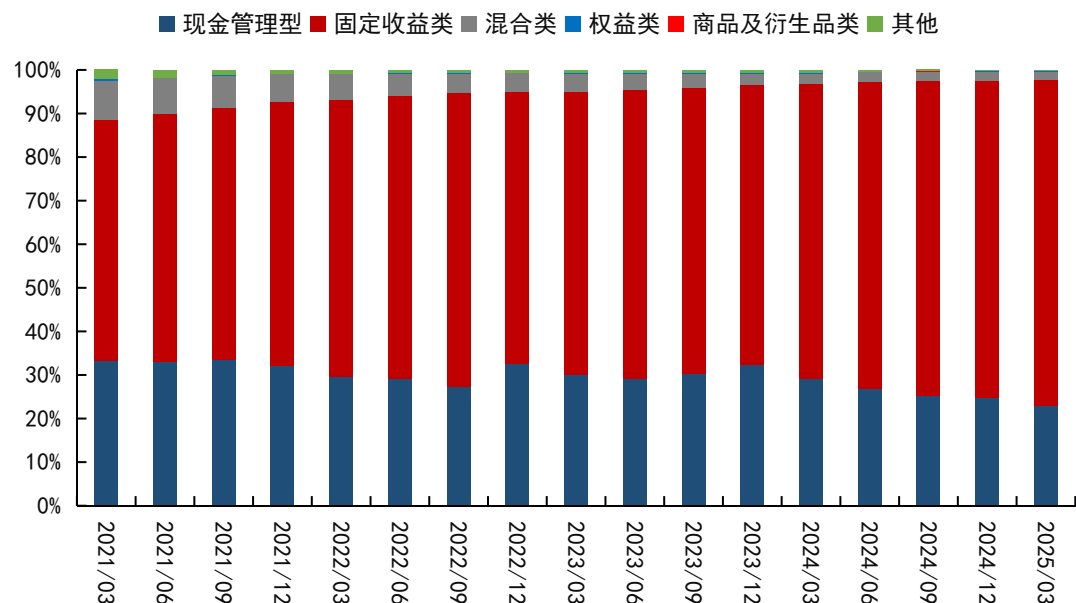
- 银行理财产品主要以固定收益类产品为主。截至2025年3月末，银行理财产品中现金管理型+固定收益类产品占比为97.7%，混合类占比为2.0%，权益类和商品及金融衍生品类占比均不足0.1%。并且，从2021至今，固定收益类产品规模占比不断增加。
- 与银行理财相比，公募基金的产品形式多样化。公募基金主要以货币市场基金、债券型基金、混合型基金及股票型基金为主，还包括另类投资基金、QDII基金及REITs等。

图：银行理财存续规模及存续产品数量（单位：亿元、只）



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理
注：左轴为规模，右轴为数量

图：银行理财投资性质规模分布情况

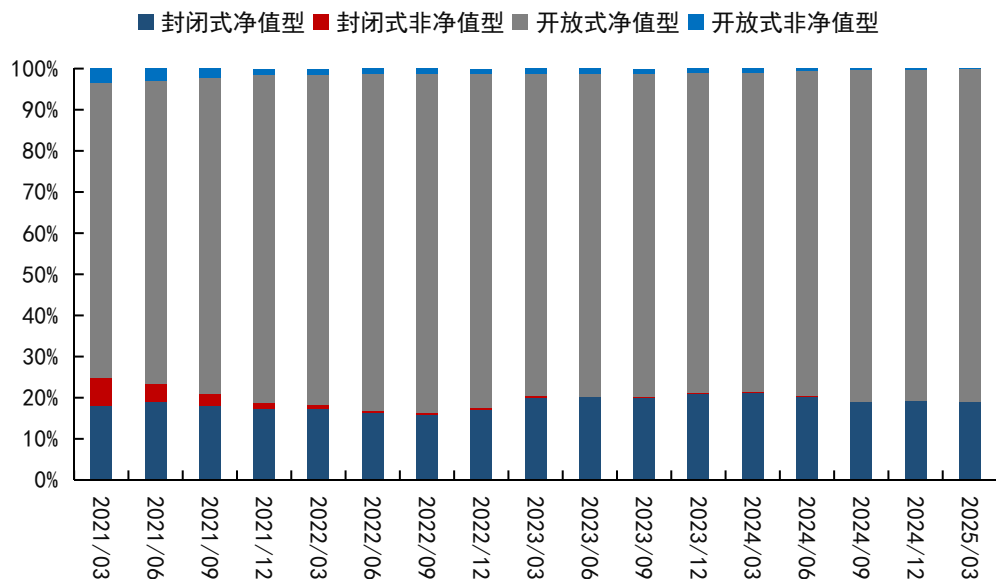


资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

公募vs理财：开放式产品为主，流动性更好

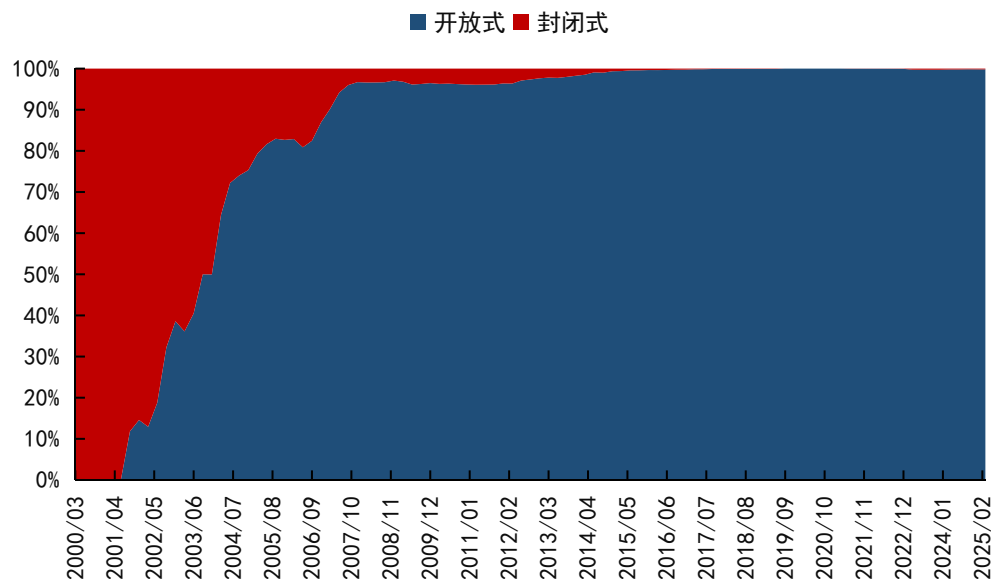
- 银行理财封闭式产品份额较高。截至2025年3月末，银行理财开放式产品规模占比为80.94%，封闭式产品规模占比为19.06%；2019年至今，银行理财的开放式产品规模占比均保持在80%以上。相对公募基金而言，银行理财的封闭式产品所占比例较高。
- 与银行理财相比，公募基金主要以开放式产品为主。据Wind数据显示，截至2025年3月末，公募基金开放式产品规模占比为99.80%，封闭式产品规模占比为0.20%；2019年至今，公募基金的开放式产品规模占比均超过99%，公募基金的产品几乎全部采用开放式模式。

图：银行理财产品形式



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金产品形式

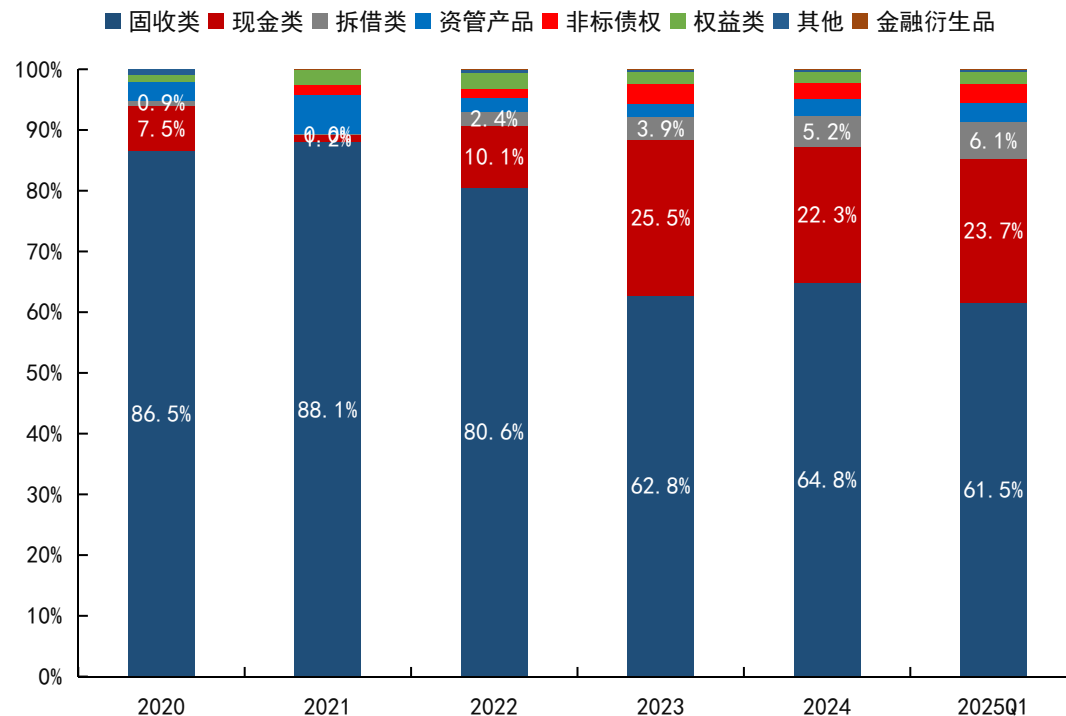


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募vs理财：重配标准资产

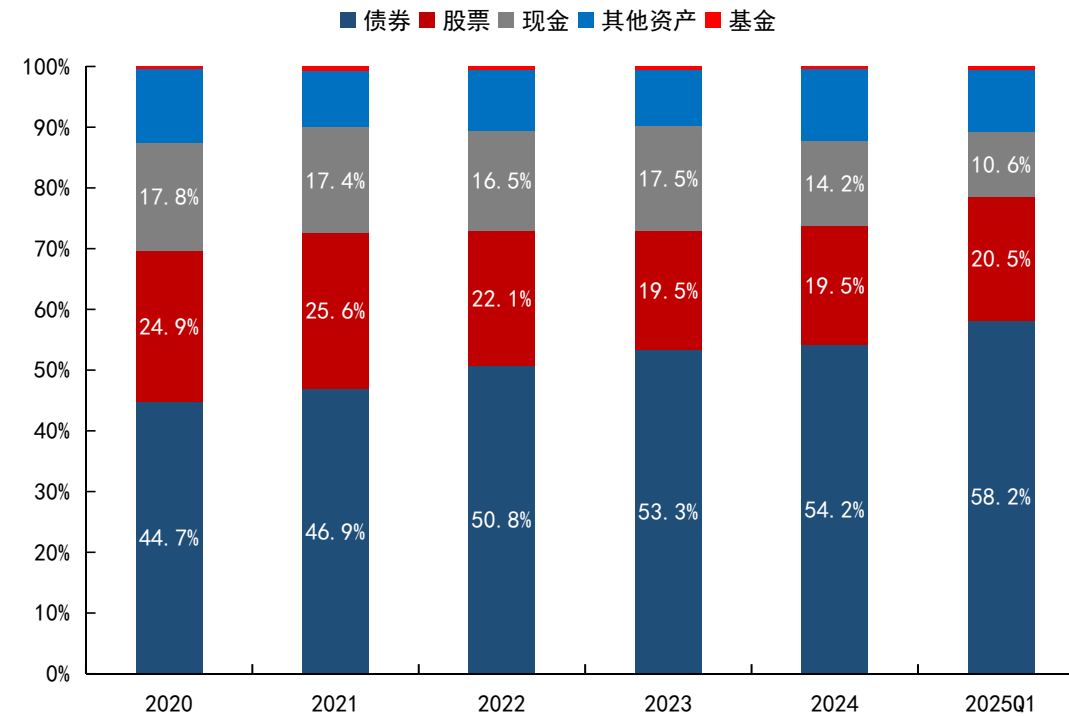
- 截至2025年一季度末，公募基金主要投向债券、股票、现金资产，其占比分别为58.2%、20.5%、10.6%，覆盖了大部分投资资产规模；银行理财主要投向固定收益类、现金及银行存款、拆放同业买入返售，投资占比分别为61.5%，23.7%，6.1%。
- 总体来看，2019年至今，公募基金债券资产的占比均在60%左右，而股票资产维持在20%左右，主要是以债券、股票为主的标准化资产。

图：银行理财资产配置结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金资产配置结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 格局篇：资管地位

【 02 】 对标篇：发展路径

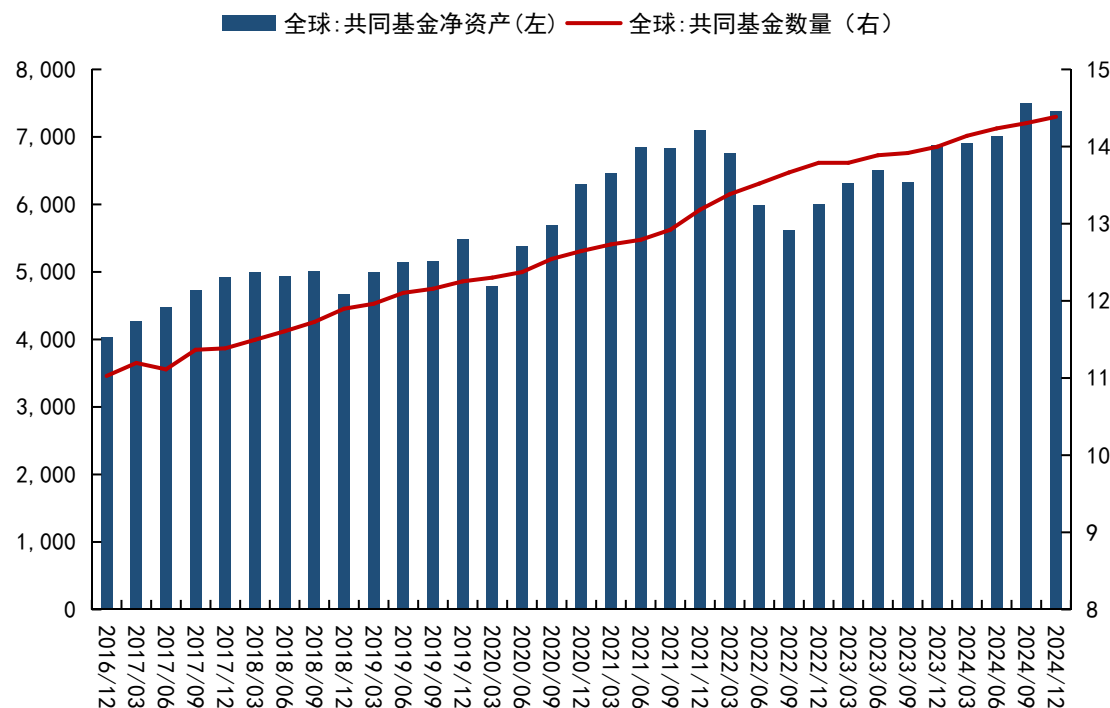
【 03 】 风口篇：探路寻机

【 04 】 突破篇：范式转变

资管年鉴里的70万亿美元全球公募基金

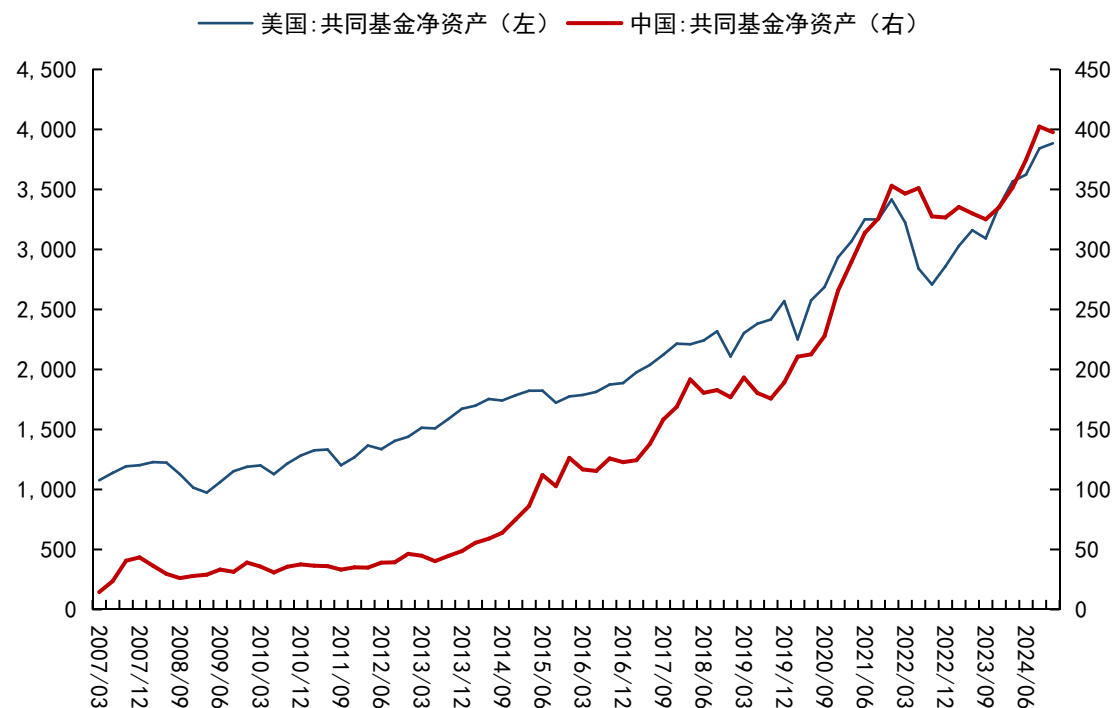
- 美国投资公司协会（ICI）数据显示，截至2024年底，全球开放式基金总规模达73.86万亿美元。
- 在美国，基金业不仅包括开放式基金，还包括封闭式基金和单位投资信托等。具体而言，美国基金含四类：共同基金、ETF、投资信托和封闭式基金。截至2024年底，美国基金合计净资产（也即美国注册投资公司总净资产）为38.84万亿美元。相比之下，按照ICI数据披露，中国共同基金合计净资产为3.98万亿美元，约为美国的1/10。

图：全球开放式基金总规模（单位：十亿美元、万只）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：中国、美国基金净资产（单位：十亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

全球资管规模前五十名排名



表：2024年全球资管规模前50名排名（单位：百万欧元）

24年排名	变动情况	23年排名	公司名称	AUM（百万欧元）
1	不变	1	BlackRock	9,173,307
2	不变	2	Vanguard Asset Management	7,791,196
3	不变	3	Fidelity Investments	4,439,170
4	不变	4	State Street Global Advisors	4,014,428
5	不变	5	J . P . Morgan Asset Management	2,772,941
6	不变	6	Goldman Sachs AM International	2,319,567
7	不变	7	Capital Group	2,275,470
8	不变	8	Amundi	2,036,588
9	上升	10	BNY Mellon Investment Management	1,785,000
10	下降	9	PIMCO	1,689,570
11	上升	20	UBS Asset Management	1,494,326
12	不变	12	Invesco	1,434,895
13	下降	11	Legal & General Investment Management	1,348,025
14	上升	15	Morgan Stanley Investment Management	1,320,380
15	下降	13	Franklin Templeton	1,318,274
16	下降	14	PGIM	1,312,337
17	下降	16	T . Rowe Price	1,307,654
18	上升	23	Geode Capital Management	1,208,001
19	下降	18	Natixis Investment Managers	1,166,454
20	下降	17	Wellington Management International	1,161,587
21	下降	19	Nuveen	1,075,932
22	下降	21	Northern Trust Asset Management	1,068,741
23	上升	30	Charles Schwab Investment Management	974,702
24	下降	22	Blackstone	942,000
25	上升	26	DWS Group	896,097

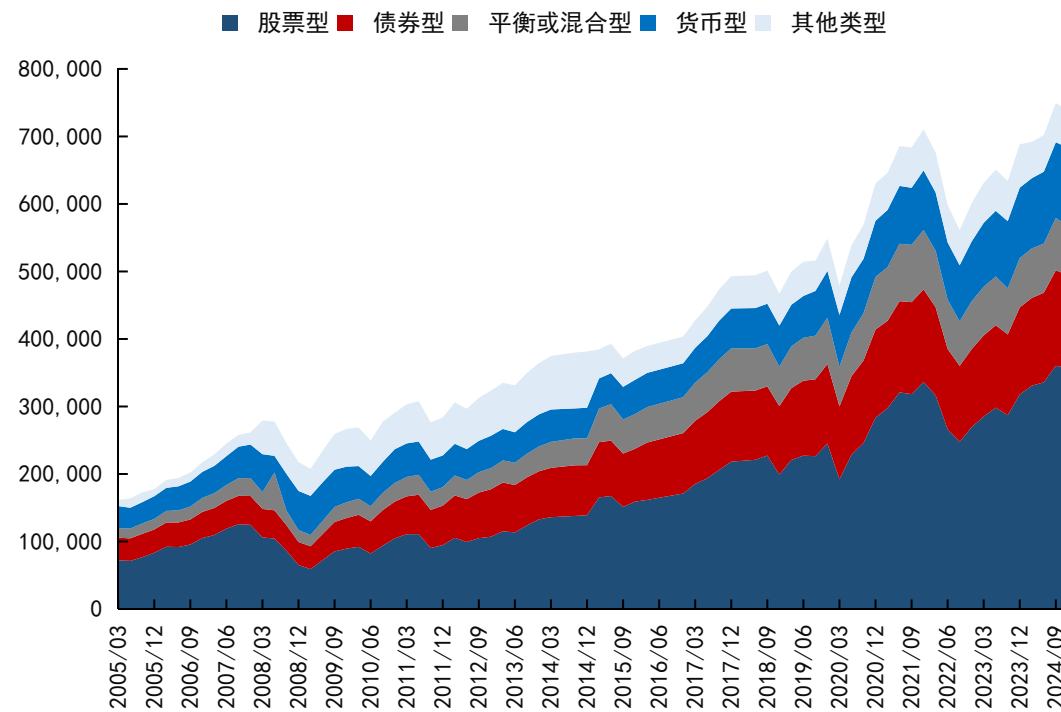
24年排名	变动情况	23年排名	公司名称	AUM（百万欧元）
26	下降	25	AXA Investment Managers	844,356
27	不变	27	Sumitomo Mitsui Trust AM	799,280
28	上升	29	PGIM Fixed Income	760,559
29	下降	28	Insight Investment	747,613
30	下降	24	Schroder Investment Management	741,298
31	上升	33	Federated Hermes	686,283
32	下降	31	China Life Asset Management Company	683,445
33	上升	36	Ping An Asset Management Co .	659,798
34	上升	37	Brookfield Asset Management	658,625
35	上升	39	AllianceBernstein	656,456
36	下降	34	BNP Paribas Asset Management	655,887
37	上升	40	HSBC Asset Management	643,751
38	不变	38	New York Life Investments	621,821
39	上升	44	Dimensional Fund Advisors	613,353
40	下降	35	Affiliated Managers Group	609,706
41	不变	41	Manulife Investment Management	599,297
42	上升	47	Apollo Global Management	589,775
43	不变	43	Columbia Threadneedle Investments	577,000
44	上升	46	APG Asset Management	569,048
45	下降	32	MUFG Asset Management	547,196
46	下降	45	Macquarie Asset Management	544,675
47	下降	42	MetLife Investment Management	543,484
48	不变	48	MFS Investment Management	541,473
49	上升	50	Allianz Global Investors	533,000
50	下降	49	Generali Asset Management	531,769

资料来源：IPE，国信证券经济研究所整理

AI行情下股票增值推动开放式基金规模逐步反弹

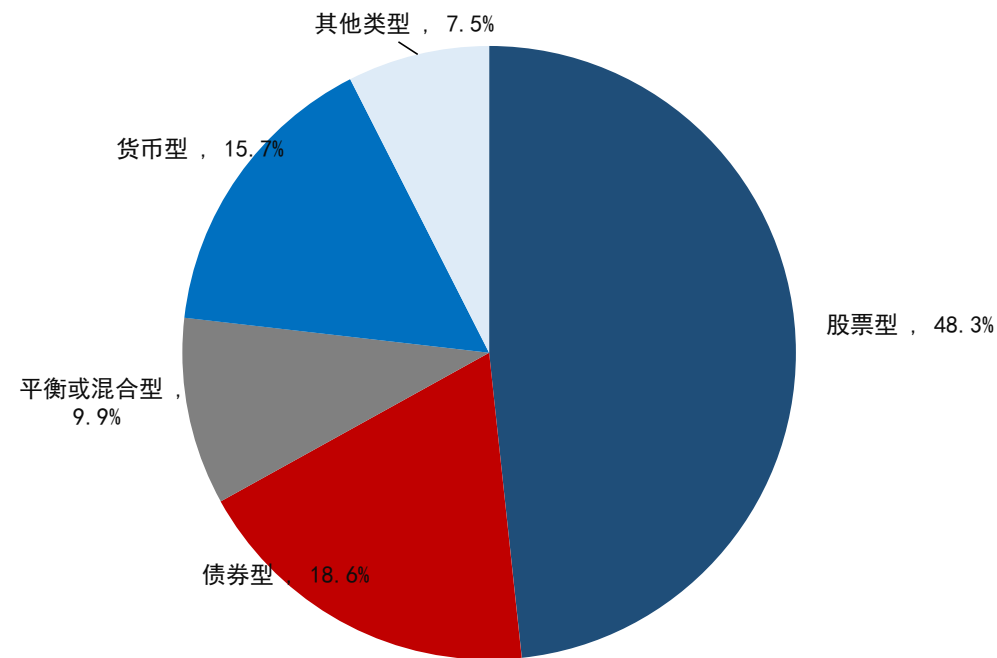
- 2024年，在股票和债券市场价值抬升的影响下，开放式基金总净资产反弹至73.86万亿美元，突破历史高点。而股债市场反弹原因则包括：2024年美国、中国等主要国家AI产业推动股票市值扩张；全球不少央行之间协调一致的政策为全球金融系统提供了稳定的预期；全球宏观经济条件超越预期等。
- 截至2024年末，股票型基金是资产规模占比最大的类型，占全球基金净资产总额的48.3%，同比提升约2个百分点。债券型、货币型、混合型基金分别占18.3%、15.7%、9.9%，其他类型基金（包括担保型/通胀保值型基金、不动产基金和其他基金等）占比最小，为7.5%。

图：全球基金净资产（单位：十亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：股票型基金占全球基金净资产总额的48%

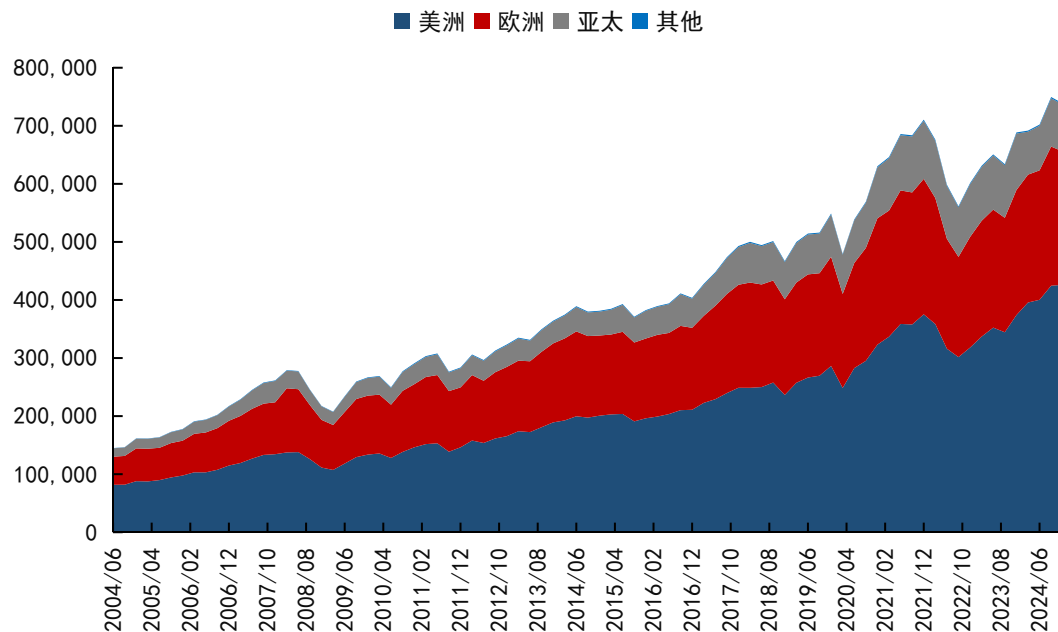


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

美国开放式基金总规模占全球一半

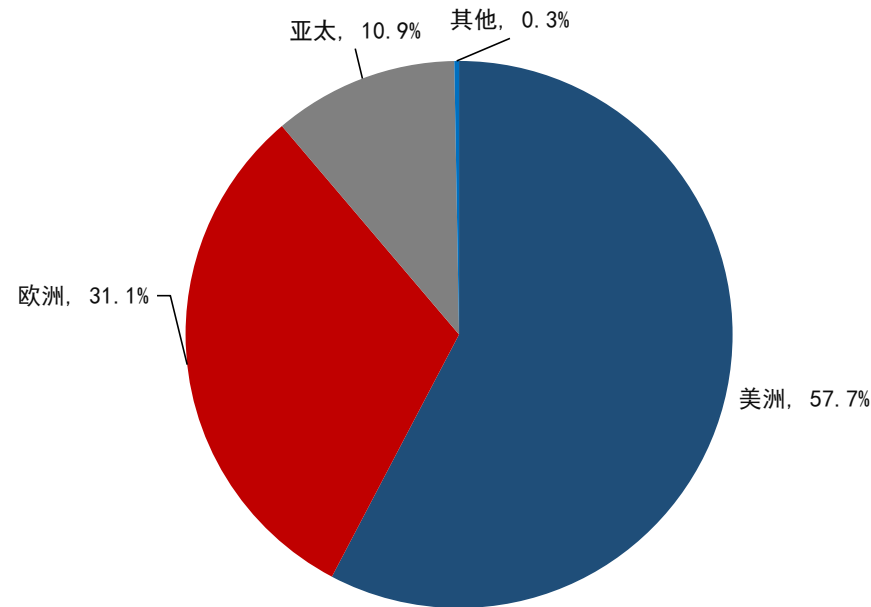
- 地区分布方面，截至2024年底，美洲开放式基金（含共同基金和ETF）总规模42.6万亿美元，欧洲开放式基金总规模22.9万亿美元，亚太地区开放式基金总规模8.1万亿美元。全球基金总净资产集中在美国 and 欧洲地区。这两个司法管辖区的严格监管框架对区域基金行业的发展起到关键作用。在过去几十年里，美国基金获得长足发展。一个原因是，基金可以出现在税收优惠账户，例如，它可以出现在美国养老第二支柱的401（k）计划中。与此同时，在欧洲的UCITS框架下，在一个国家设立的UCITS可以跨境销售到一个或多个其他欧洲国家，诸如此类的政策安排为基金行业的发展提供了便利。
- 亚太地区的基金占全球基金总净资产的10.9%。考虑到地区人口规模、区域内国家经济发展和财富迅速增长以及相关政府正在促进个人账户型储蓄和投资，亚太地区的基金市场有持续增长的潜力。

图：全球各地区开放式基金总规模（单位：万亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：2024年全球四大地区开放式基金规模结构图

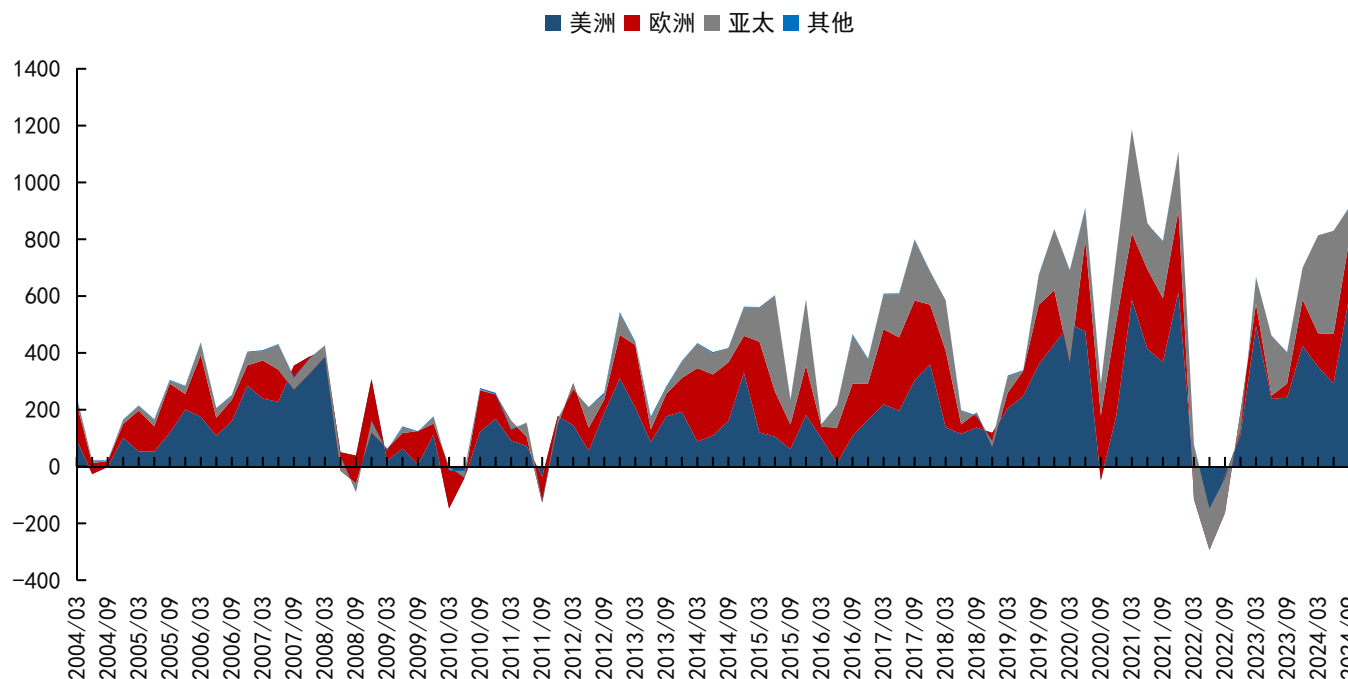


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

市场有赚钱效应下全球基金总需求回暖

- 2024年，全球对公募基金（包括股票型、债券型、平衡/混合型基金、货币型基金和其他基金）的需求连续回暖，规模扩张主力为股票型基金、债券型基金及货币型基金。其中，股票型基金主要基于美国股市总市值扩张，债券型基金及货币型基金主要基于高利率环境下短久期债券及货币基金的现金管理功能。
- 美国和亚太市场是2023年以来基金规模扩张的主要驱动力。2023年年初至2024年年末，美国公募基金吸引净流入3.49万亿美元；亚太市场净流入1.52万亿美元，亚太市场净流入主要由中国、日本两个市场驱动；欧洲市场净流入1.04万亿美元。

图：公募迎来了增量资金（单位：十亿美元）

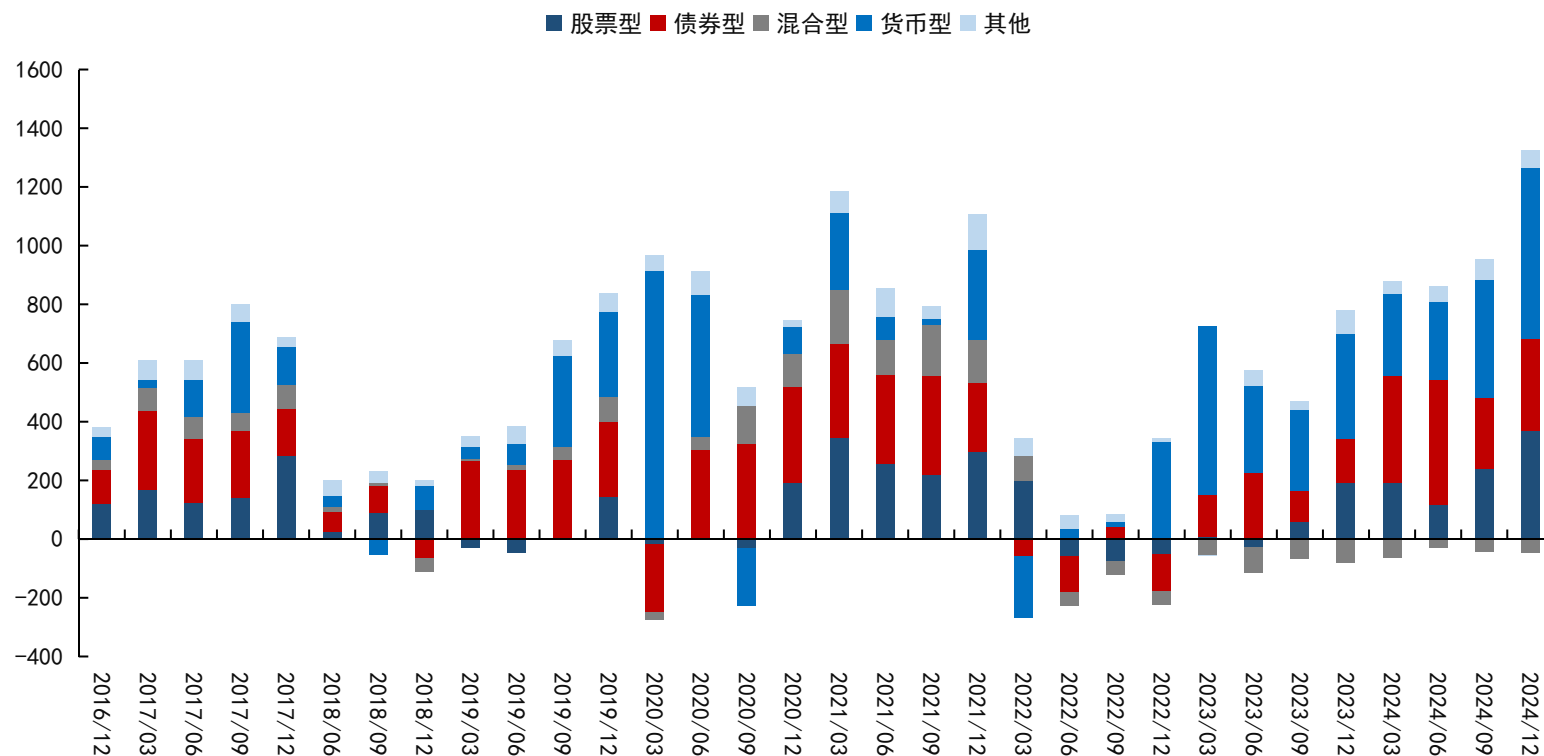


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

股票型、货币型基金成为公募基金扩张主力

- 2024年，基金吸引净申购3.83亿美元。长期限基金内部，2023年，几乎所有类型基金都实现了净销售。股票型、债券型、货币型基金净销售规模持续居于高位，平衡/混合型基金净销售额则持续低迷。伴随投资资产累计扩大，投资者投资经验、学习能力快速提升，对更高锐度、因子暴露更充分的产品需求增加。

图：全球开放式基金的净销售额主要来自股票型基金及货币型基金的流入（单位：十亿美元）

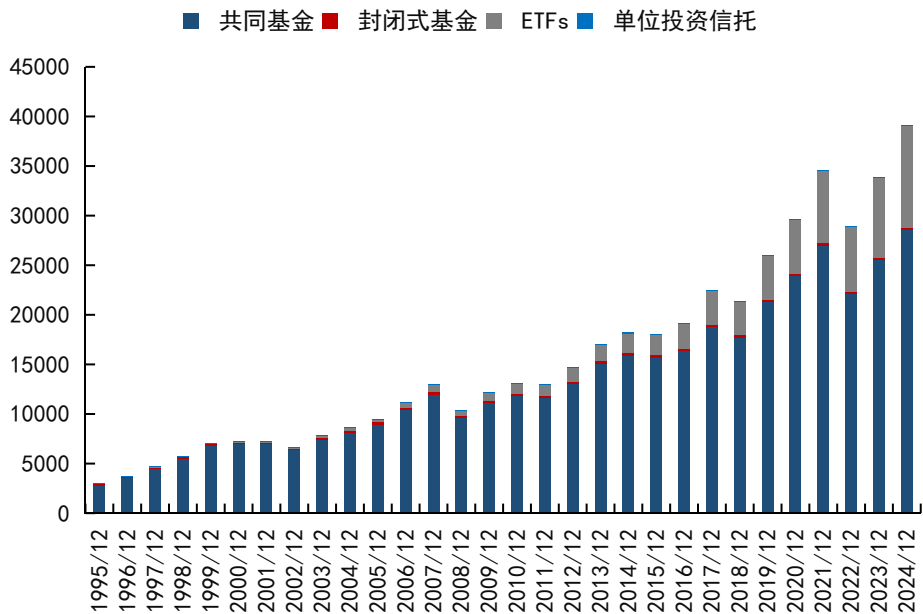


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

当前美国公募基金六成以权益为主

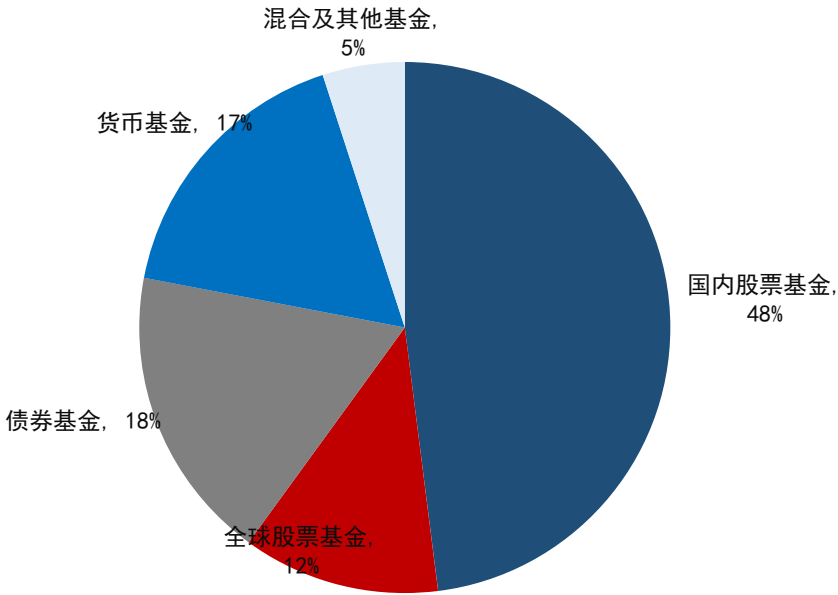
- 美国公募基金基本情况：美国注册投资公司净资产总额从2023年末的33.93万亿美元增长至2024年末的39.18万亿，同比提升15.5%。其中，共同基金占比最大，净资产合计为28.54万亿美元，占美国投资公司净资产总额的75%，绝大部分净资产为长期共同基金资产，其中股票型基金占共同基金净资产的52%；ETF也占有相当规模，净资产达到8.1万亿美元，占全球ETF净资产总额的72%；其余0.3万亿美元为封闭式基金和单位投资信托。
- 美国注册投资公司总规模主要集中于公募基金。其中，股票型基金持有近20万亿美元的净资产，占2023年年末投资公司总规模的59%。具体来看，美国本土企业股票基金持有15.6万亿美元；全球股票基金持有4.4万亿美元。债券型基金持有6.4万亿美元，而货币市场基金、混合型基金和其他类型基金（如大宗商品基金）持有剩余的7.5万亿美元。

图：美国注册投资公司净资产结构图（单位：十亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：美国注册投资公司总规模主要集中于长期基金（单位：十亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

➤ 美国公募基金的三大买方：



养老金

美国家庭是基金最大的投资者群体，截至2024年年末，美国的注册投资公司管理着美国家庭24%的金融资产。推动个人增持基金的主要因素为个人退休金账户（IRA）和固定缴款（DC）退休金计划（尤其是401（k）退休金计划）对共同基金投资的不断增长，截至2024年年末，通过IRA和DC退休金计划持有的共同基金约占美国家庭金融资产的10.0%，大大高于1990年1.3%。



主权基金/机构投资者

主权基金、企业和其他机构投资者也依赖于基金。如，机构可以使用货币市场基金管理部分现金和其他短期资产。同时，机构投资者对ETF市场的需求增长做出了贡献。共同基金、养老金、对冲基金和保险公司等机构的投资管理人利用ETF产品来进行市场投资，管理流动性和投资者现金流需求或是对冲风险。



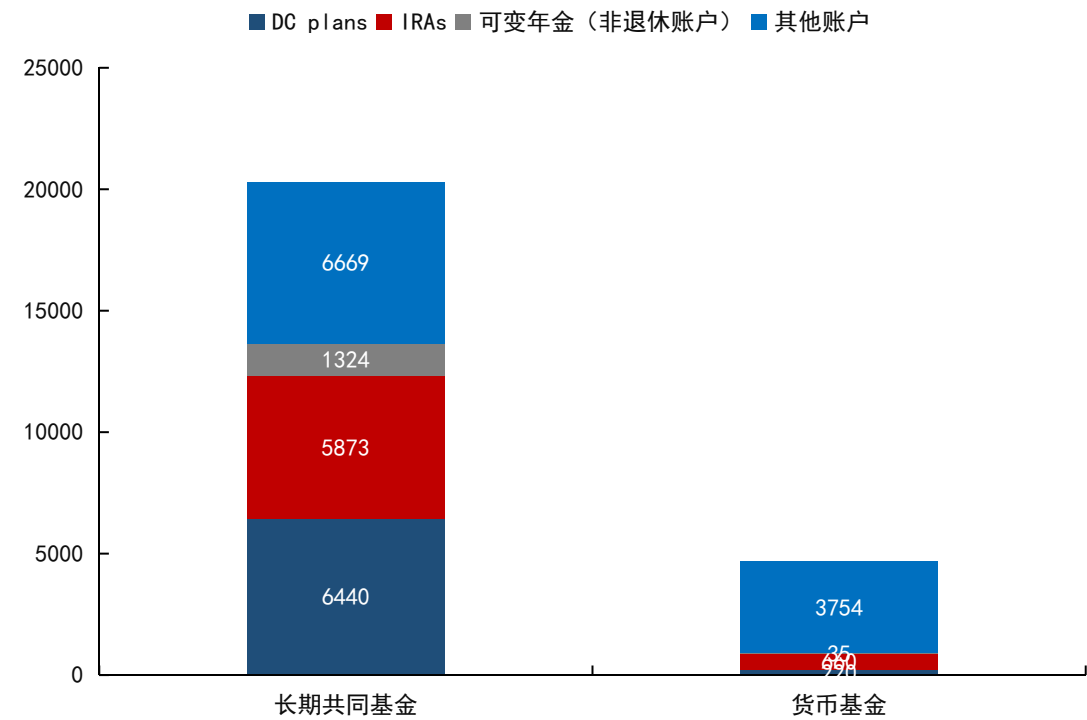
投资公司

过去30年里，美国投资公司一直是美国国内金融市场重要投资者。截至2024年年末，美国投资公司持有35%的美国上市公司股票。而在美国企业发行的债券以及由美国居民投资持有的外国债券中，有24%的债券是通过投资公司持有。

发展趋势：从单一产品走向服务集成，行业寡头明显

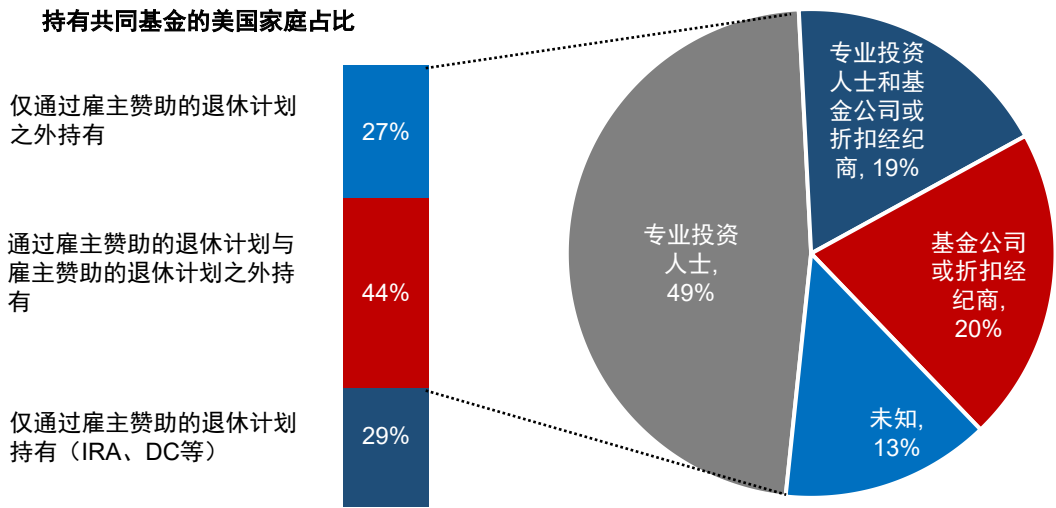
- 截至2024年底，DC计划和个人退休账户中持有的长期共同基金资产达12.3万亿美元，约占家庭长期共同基金资产的60%。在退休计划之外，美国家庭还有1.3万亿美元的长期可变年金共同基金资产及少量货币市场基金。
- 个人退休金账户（IRA）和固定缴款（DC）退休金计划（尤其是401（k）退休金计划）对共同基金投资的不断增长，为公募基金市场带来了大量新增配置资金，大规模增量资金的涌入催生了大量的投顾服务需求。2024年，68%的家庭通过专业的投资人士（专业投资人士包括注册的投资顾问、提供全方位服务的经纪人、独立的理财规划师、银行和储蓄机构的代表、保险代理和会计师等）购买投资共同基金；其中，49%的家庭只通过专业投资人士购买基金，19%的家庭通过专业投资人士和基金公司或折扣经纪人购买基金。

图：DC计划和IRA中持有的长期共同基金资产占家庭长期共同基金资产的60%



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：66%的家庭通过专业的投资人士购买投资共同基金

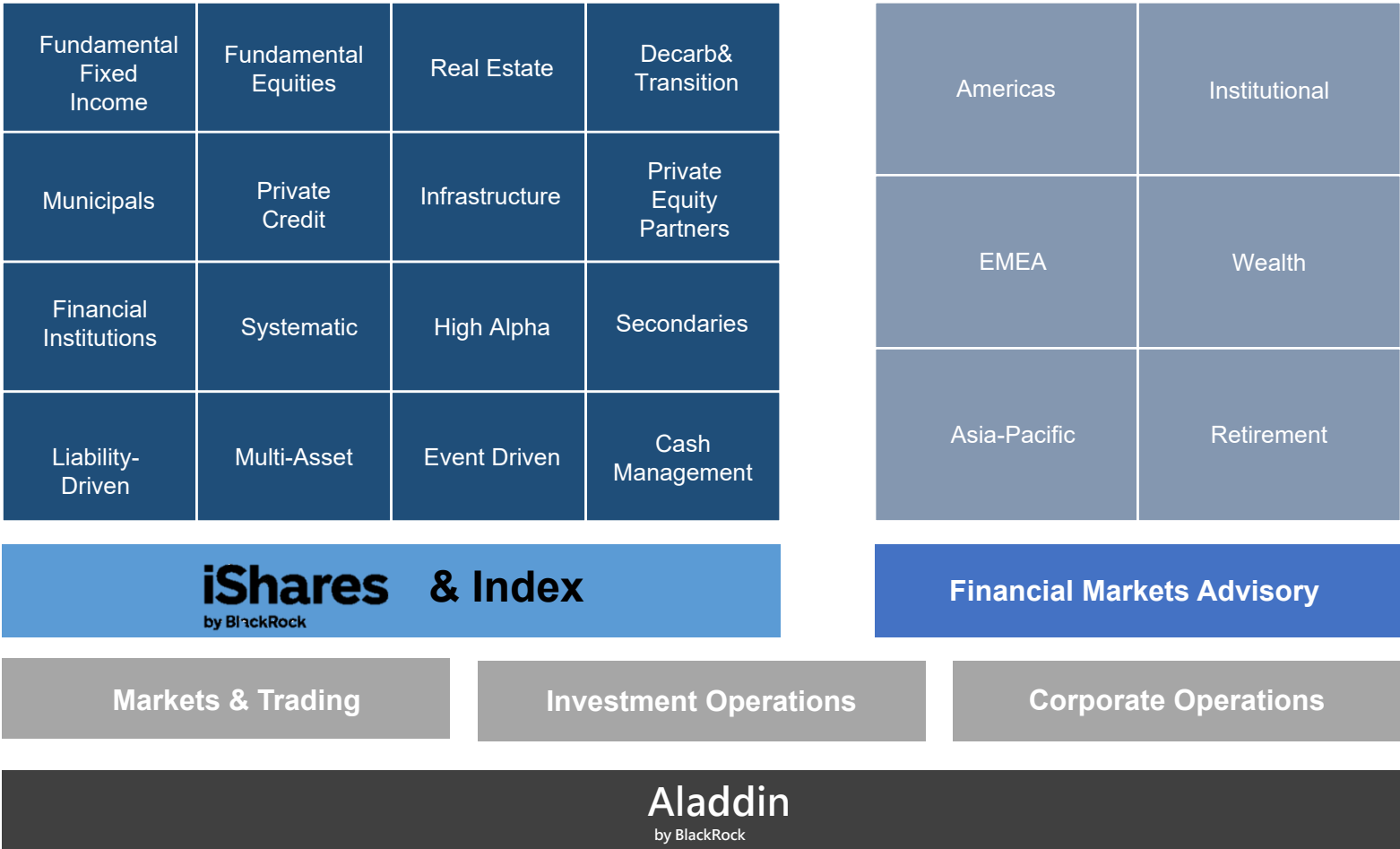


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

发展趋势：产品细分不断丰富

➢ 1945年，美国股票和混合型基金占资产管理总规模的90%。人口退休浪潮推动基金收益型产品及风险管理产品的创新，后来为满足不同客户需求出现大量细分行业的基金产品。截至2024年底，美国共同基金的净资产达28.5万亿美元，其中大部分为长期共同基金，仅股票基金就占美国共同基金净资产的52%；货币市场基金是第二大基金类别，占净资产总额的23%；债券基金（19%）和混合基金（6%）。2024年末，美国ETF净资产达10.3万亿美元，约有13%的美国家庭（1690万户）持有ETF。

图：贝莱德多元化的产品及平台体系（“One BlackRock”体系）

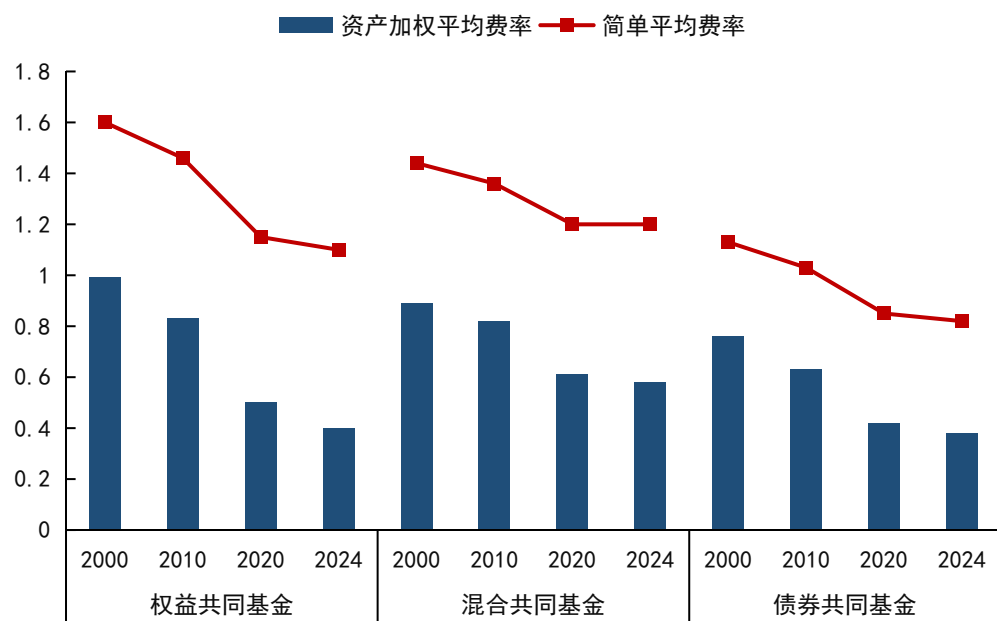


资料来源：贝莱德官网，国信证券经济研究所整理

发展趋势：产品费率持续下降

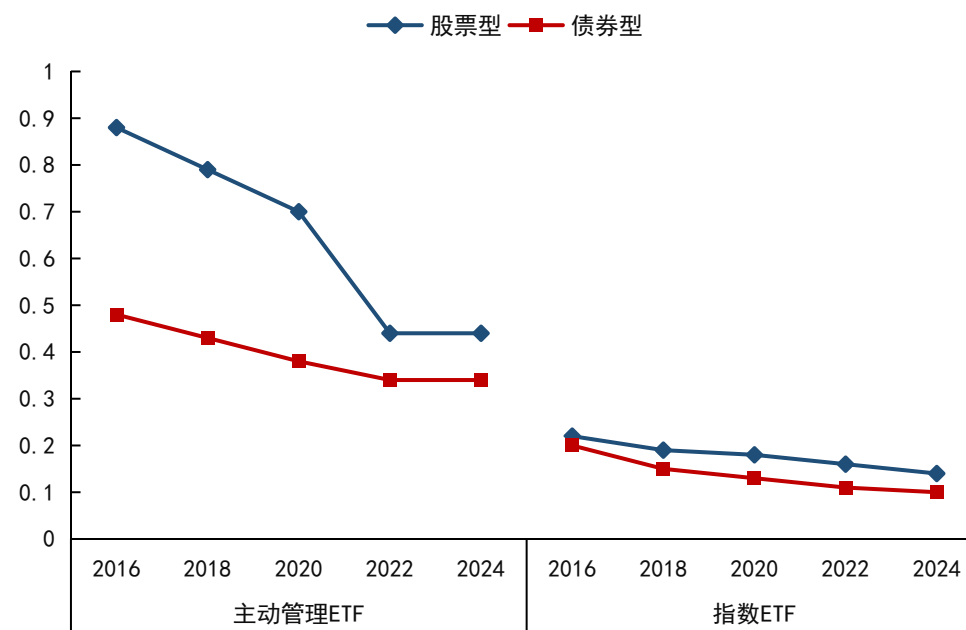
- 2000-2024年，共同基金的费率总体呈明显下降趋势。股票型基金的费率下降幅度最大，从2000年的0.99%下降至2024年的0.40%，降幅近60%；其次是债券型基金，费率从2000年的0.76%降至2024年的0.38%，降幅为50%；最后是混合型基金，费率从2000年的0.89%降至2024年的0.58%，降幅为25%。
- ETF的费率低于平均水平并且也呈下降趋势。从主动管理ETF来看：股票型ETF费率由2016年的0.82%下降至2023年的0.43%，降幅为48%；债券型ETF费率由2015年的0.47%下降至2023年的0.35%，降幅为26%。从指数ETF来看：股票型ETF费率由2015年的0.22%下降至2023年的0.14%，降幅约为40%；债券型ETF费率由2015年的0.20%下降至2023年的0.10%，降幅为50%。

图：共同基金的费率总体呈明显下降趋势（单位：%）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：主动管理与指数ETF费率持续下降（单位：%）

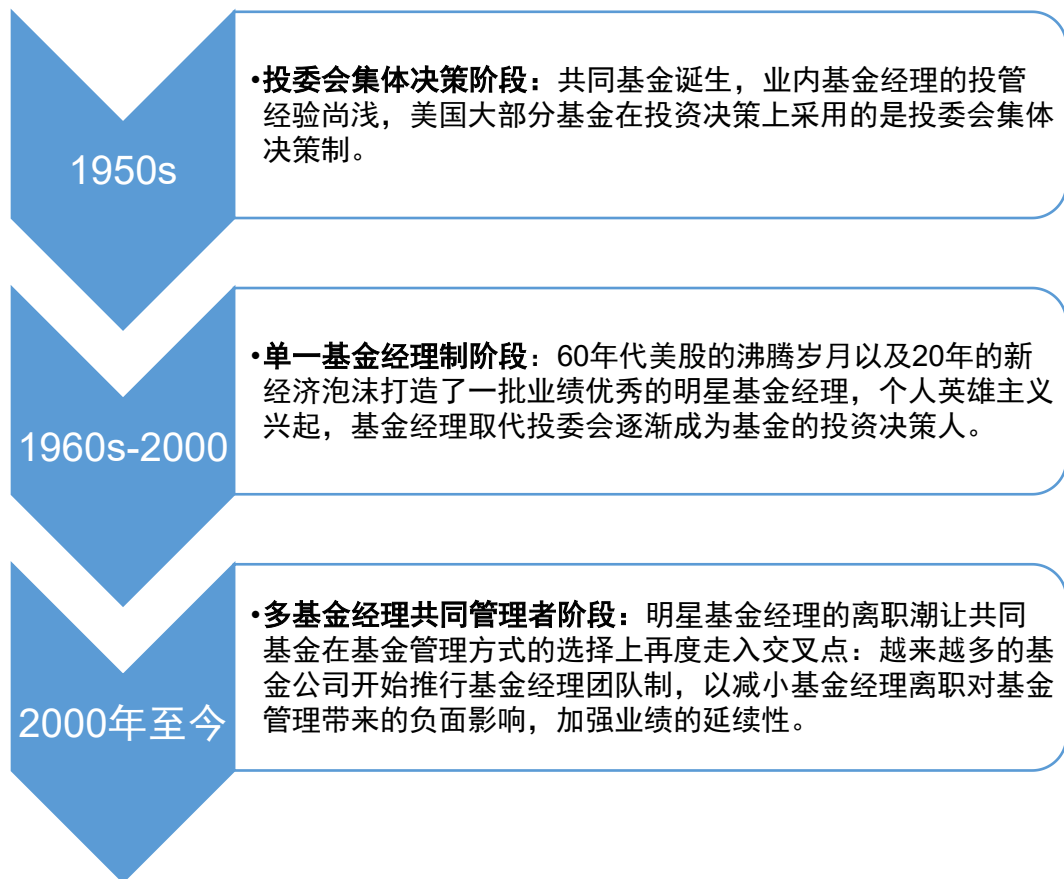


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

发展趋势：由单一基金经理制向团队管理制的转变

- 美国共同基金的基金经理是持有人资产的最终管理者，所以基金管理模式对于投资决策的有效性至关重要。
- 美国共同基金业中较为成功的三种基金管理模式：“单一基金经理制”、“基金经理团队制”以及“多人分仓管理制”。

图：基金管理模式的发展过程



资料来源：《中美公募基金发展情况比较与研究》，国信证券经济研究所整理

图：三种主要的美国基金管理模式

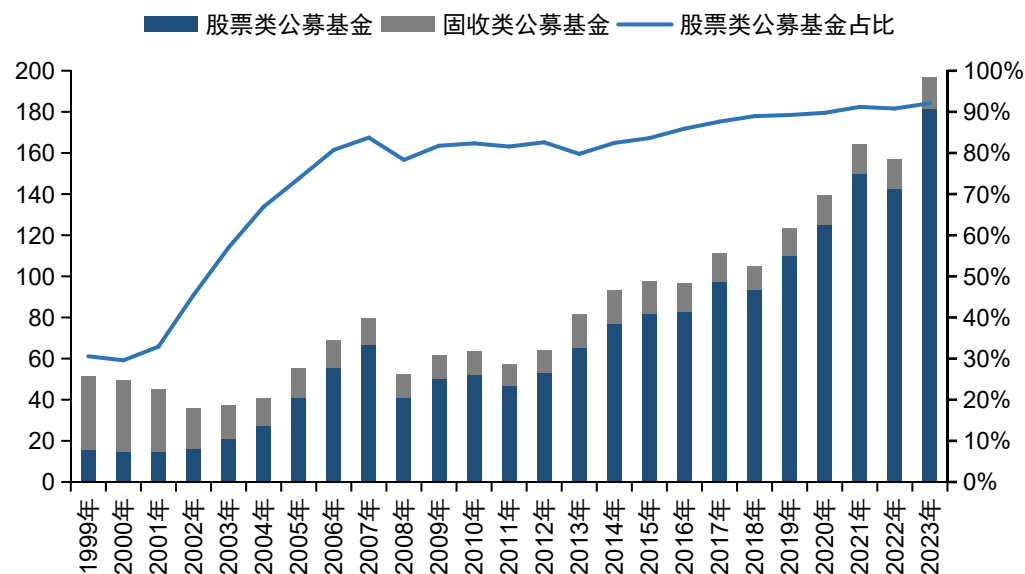
单一基金经理制 (Solo Manager)	基金经理团队制 (Co/lead Manager)	多人分仓管理制 (Multiple Manager)
• 单一基金经理制在美国的共同基金业中是最普遍的一种管理模式，即一只基金由一名基金经理管理。在单一基金经理运作的机制下，基金产品的个人色彩非常鲜明，基金经理如何择时、如何择股直接决定了基金产品的业绩。 • 优势：保证基金经理决策的独立性，同时也便于基金经理的业绩考核。 • 劣势：基金管理和业绩的连贯性上，基金经理离职可能会引发基金过往良好业绩的不可持续性和投资风格的改变，投资决策的不连贯可能会导致现有投资者的流失。 • 案例：美国富达基金公司，富达旗下的许多旗舰产品均采用单一基金经理制。其拥有有史以来最厉害的明星基金经理，彼得林奇，管理的麦哲伦基金的十三年里，年平均收益率为29%，而同期标准普尔500指数的涨幅平均仅为14%。	• 由两位或者两位以上的基金经理共同管理基金，以缓解因明星基金经理离任而产生的大量资产流失、基金规模过大基金经理精力不足以及投资误判等问题。基金经理团队制主要分为“一主一辅”或“一主多辅”模式与团队共同决策两种模式。 • 优势：可以在一定程度上规避基金经理离职带来的负面影响，降低在重大决策上出现失误的概率。 • 劣势：虽然基金经理团队制可以解决基金经理离职而带来的业绩延续性问题，但是在这种模式下基金经理之间的配合和默契度就变得至关重要。人际间的相互迁就有可能阻碍了思想的创新以及决策的果断性，基金业绩方面的表现可能并不优于个人经理所管理的基金。 • 案例：以精品策略发展的道奇·考克斯(Dodge&Cox)。	• 由多位基金经理对同一投资组合的不同部分分别进行独立决策的管理模式，在这一模式之下，产品策略或更为多元。 • 优势：一是克服了规模扩张对于业绩的限制问题；二是产品策略或更为多元；三是决策效率也相较基金经理团队制有所提升。 • 劣势：由于多人分仓管理制这种模式对于基金公司本身的文化和价值体系都有极高的要求，在美国基金业界中采用这种管理模式的公司较少。除此之外，在这一模式之下，同样也面临着产品风格不统一、不清晰等问题。 • 案例：资本集团旗下Ameriean Funds是多人分仓管理制的缔造者，已在这种制度下成功运作了60余年的时间。其产品遵循双层分散式架构，即首先将产品按照权益、固收、现金等不同资产类型划分成数个投资组合，再将上述投资组合二次划分至不同基金经理处进行单独决策。

资料来源：《中美公募基金发展情况比较与研究》，国信证券经济研究所整理

长期低利率国家：红利型基金机会独具（日本）

- **高股息——低利率时代的解决方案：**在长期处于低利率环境下的日本，其分红公司占上市公司总比例达到80%。很大意义上，作为宽基指数的日经225本身就可以看作一个股息收益指数，尽管绝对股息率水平不高，但相对于长债利率有很大优势。在全球地缘风险日趋复杂的情况下，高股息所代表的隐含回报，成为巴菲特青睐日本股市的理由之一。
- **低利率时代股票类基金成为了日本公募基金的主要产品。**为了应对低回报的资本市场逆境，日本公募在产品和服务上进行了多项创新，其中月度分红型产品始于1997年，是日本人口老龄化社会现实下非常成功的一款创新基金产品。月度分红型产品主要投资于剩余期限较短的固收产品，其具有再投资风险低、利率风险低的特点，这种特征与高频且稳定的现金流非常匹配固定收入减少的老年人的投资需求。2011-2014年间，月度分红型产品的平均规模曾占公募基金总规模的50%。
- 2016年，日本进入零利率时代、固收市场低迷、固收产品收益率大幅降低，以及市场同质化竞争低效、投资者风险偏好发生改变等原因，月度分红型产品的规模以及产品数量开始减少。截至2023年末，月度分红型产品净资产规模为20.98万亿日元，占比已降至10.65%。

图：日本债基几乎停滞，股票基金快速扩张（单位：万亿日元）



资料来源：日本投资信托协会，国信证券经济研究所整理

图：2015年后月度分红型基金产品规模收缩（单位：亿日元）

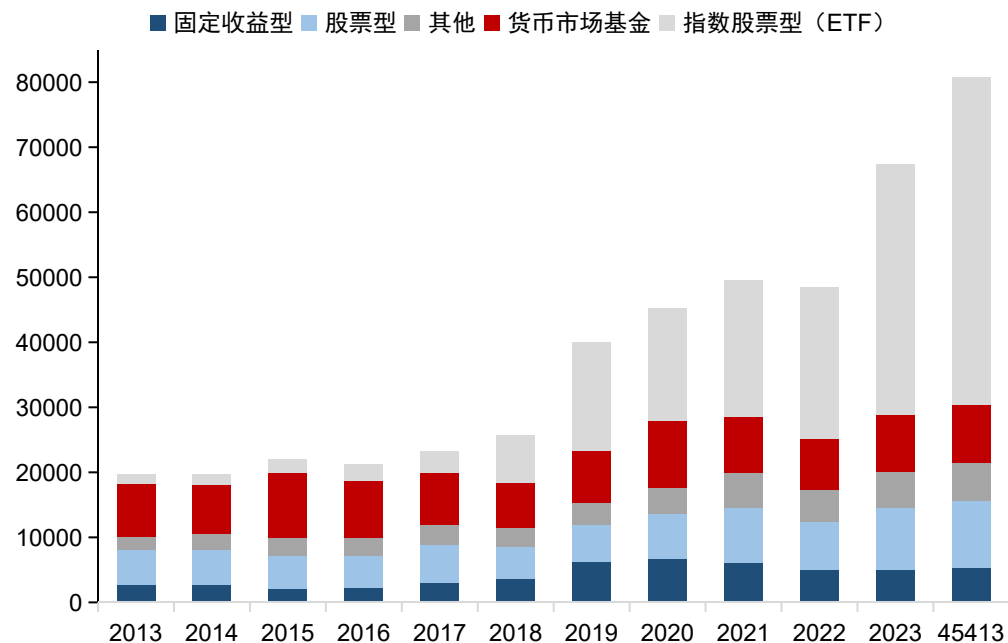


资料来源：日本投资信托协会，国信证券经济研究所整理

长期低利率地区：红利型基金机会独具（我国台湾省）

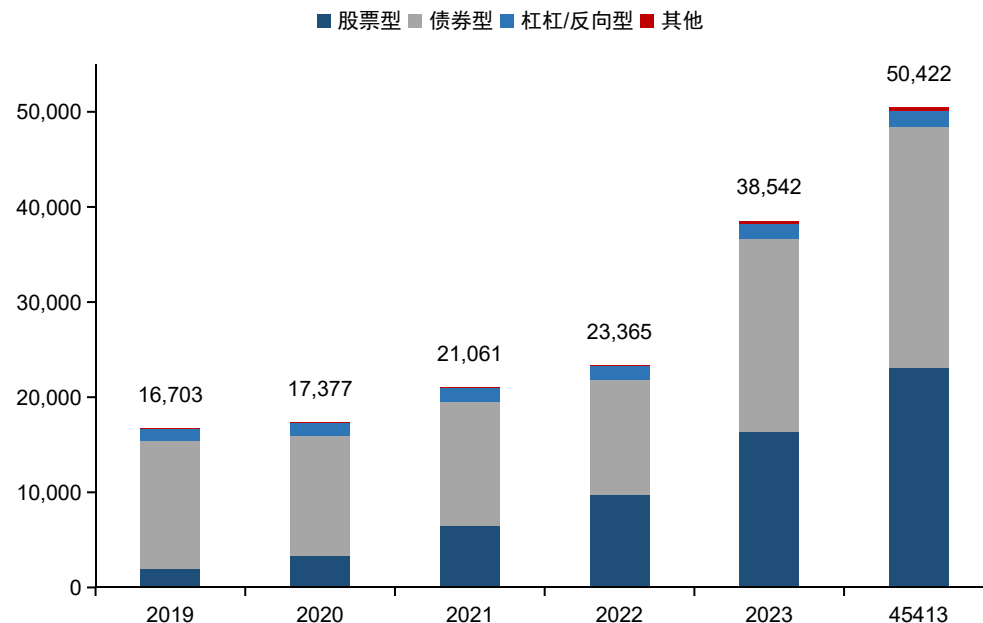
- 经历了长期低利率环境、资本市场高波动的中国台湾，ETF被视作一种财富存储的工具。自2019年，ETF规模超越普通基金成为台湾最大共同基金。截至2024年5月，台湾ETF规模达5.04万亿新台币（约1.23亿人民币）。其中，本土高股息与海外债券两类以生息为主要收益来源的资产成为本地投资者最为重要的配置方向。
- 目前，中国台湾前两大ETF分别是元大高股息ETF和国泰ESG永续高股息ETF，两只产品的规模均超过2000亿新台币。其中，成立于2007年的元大台湾高股息ETF，2023年末管理规模达到2534.66亿新台币，位居第一。中国台湾地区大部分高股息ETF都具备“月度分红”的条款，这是近年来出现的新现象，也是低利率环境和老龄化社会的产物。
- 2024年3月，中国台湾的一只月度配息（分红）的高股息ETF首发，募集规模超过了1750亿元新台币（约合人民币390亿元），创下亚太地区ETF首发规模的纪录。中国台湾地区受追捧的不仅是高股息ETF，还出现了科技+高股息结合的ETF。

图：中国台湾地区四大基金类型规模变化（单位：亿新台币）



资料来源：投信投顾公会，国信证券经济研究所整理

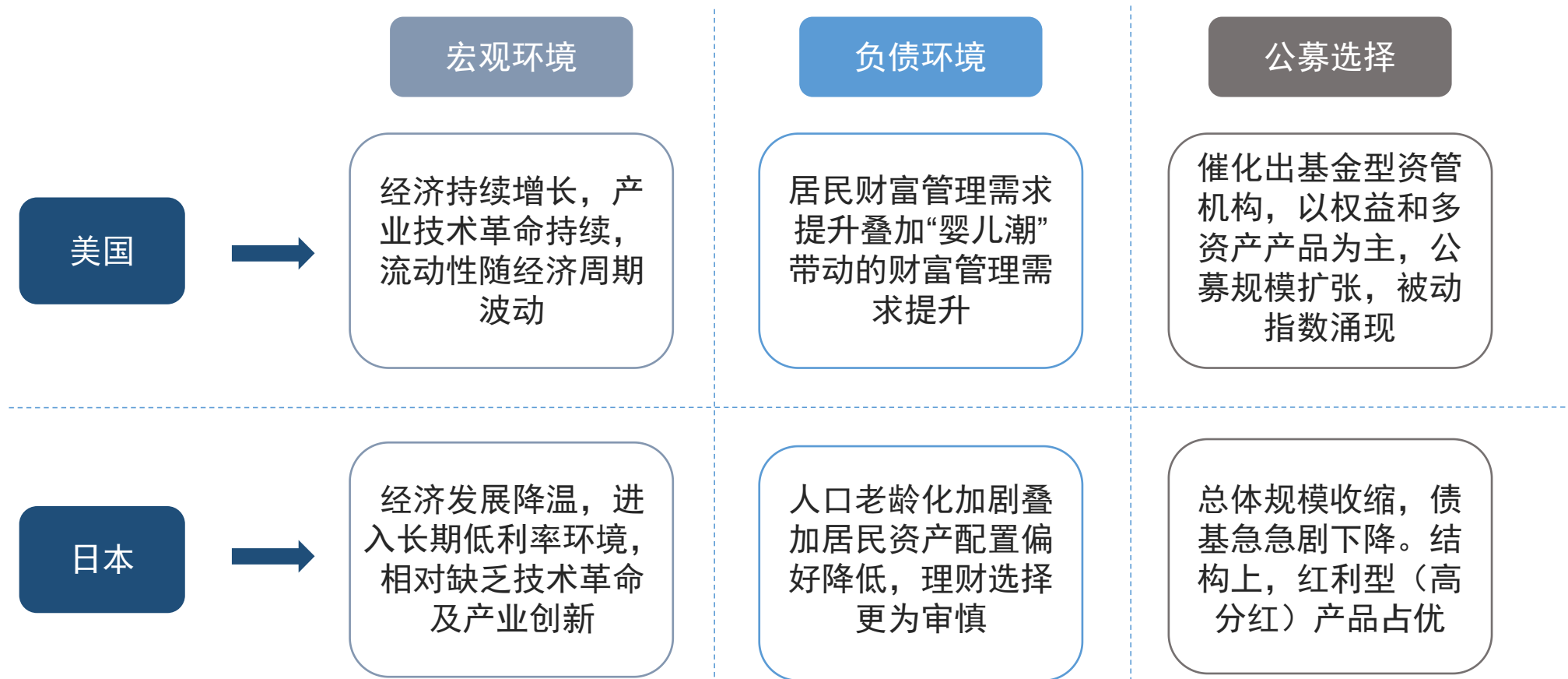
图：中国台湾ETF规模变化（单位：亿新台币）



资料来源：投信投顾公会，国信证券经济研究所整理

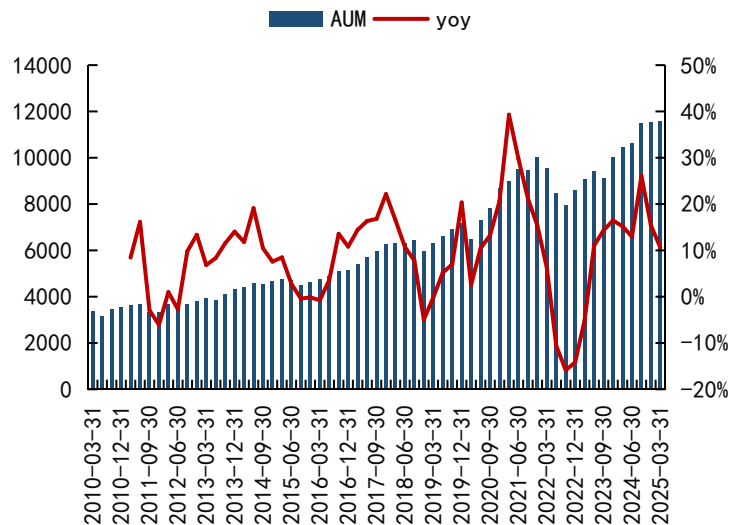
总结：公募发展机会取决于一国长期人口、产业、利率环境变迁

- 回顾美国及日本资管机构的发展历史，差异化文化、宏观、资产、负债环境铸就了其各具特色的公募基金发展模式。结合国外一流的资管发展经验，对我国资管机构未来发展具备一定借鉴意义。



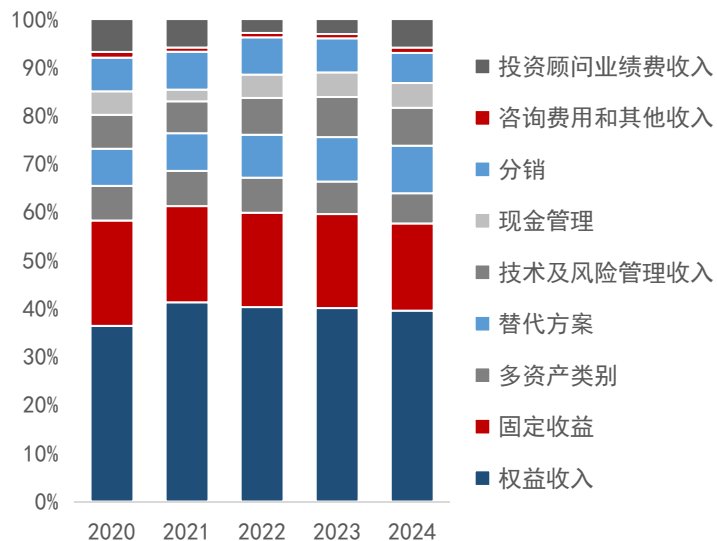
- 作为全球一流的全能型资管机构，贝莱德通过多元化及全球化的布局为投资者提供投资、顾问及风险管理等服务。自1988年成立以来，贝莱德通过行业及产业整合，扩充产品及渠道多元性，稳步提升资管规模及投资能力。截至2024年末，贝莱德AUM达11.58万亿美元。
- 近年来，贝莱德通过在全球领域的并购及收购，不断加快其业务布局，不断实现规模、产品、渠道、科技的突破。

图：贝莱德历年AUM（单位：十亿美元）



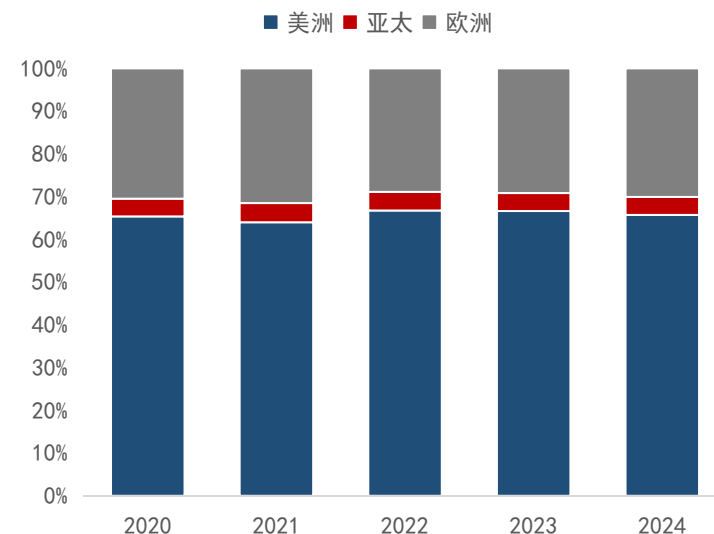
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：贝莱德收入结构



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：贝莱德全球各地区营收规模（单位：万元）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

➤ 经过多年深耕，贝莱德衍生出以被动风格为主的产品布局体系，结合其在多元化产品体系及全球化渠道布局，公司资管能力不断提升。

表：贝莱德收购/并购汇总

时间	被收购/并购公司	收购/并购意义
2005	State Street Research and Management	提升资管规模，扩大权益类产品品类
2006	Merrill Lynch Investment Managers	进一步拓展资管业务
2007	Quellos Group	提升FOF规模，一举成为最大的FOF平台
2008	Impact Inevsting	赋能阿拉丁平台的多资产配置能力
2009	R3 Capital Management	提高对冲基金规模及管理能力
2009	Barclays Global Investors	通过iShare平台，快速进驻ETF业务
2010	Helix Financial Group	加快布局地产板块
2010	Primasia Investment Trust	拓宽国际市场业务
2012	Claymore Investments	拓展加拿大市场的ETF市场
2012	Swiss Re Private Equity Partners	拓展私募股权投资业务领域
2013	Credit Suisse	拓展海外市场
2013	MGPA	地产投资规模进一步提升
2015	Infraestructura Institucional	提升基础设施投资能力
2015	FutureAdvisor	赋能数字化建设及零售渠道
2016	Bank of America Global Capital Management	提升现金管理业务能力
2017	Cachematrix	提升现金管理业务能力
2018	Tennenbaum Capital Partners	拓展信贷业务能力
2018	Citibanamex资管	拓展海外市场
2019	eFront	赋能阿拉丁平台另类投资等板块
2021	Aperio	拓展SMA业务及资管规模
2024	GIP	提升基础设施投资能力
2024	Preqin	赋能阿拉丁平台数据建设

资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

图：贝莱德产品及策略布局

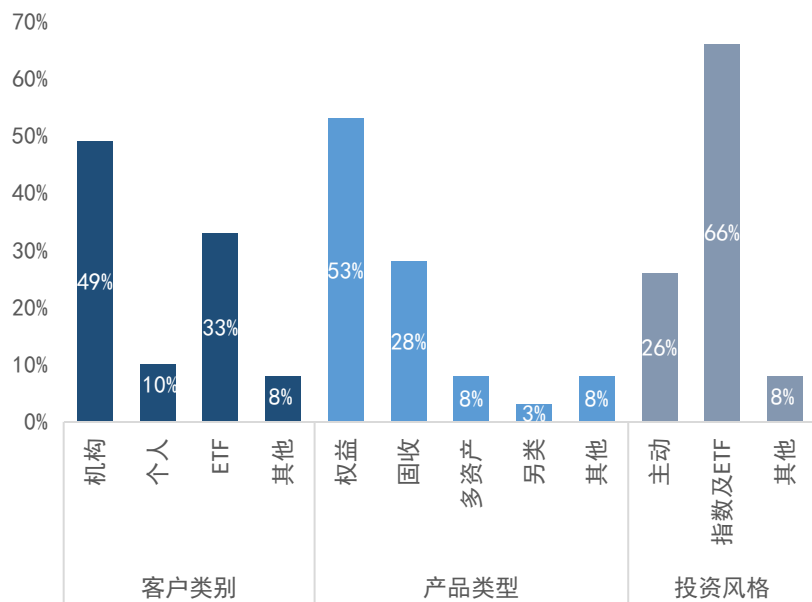


资料来源：公司财报, 国信证券经济研究所整理

贝莱德：以被动产品为代表的体系

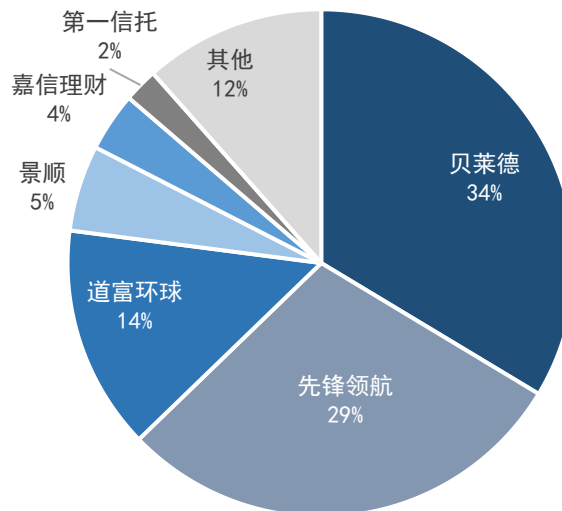
- 贝莱德通过旗下iShare平台全面布局ETF市场，提供超过1300种相关产品，并成为当前全球最大的ETF“供应商”。iShare下属的ETF产品具备规模大、品类全、费率低等优势，并成为贝莱德当前主要的营收来源之一。
- 美国ETF龙头优势显著，前六大机构占据80%以上市场份额。截至2024年，iShare约占美国ETF市场份额的34%，先锋领航、道富环球、景顺、嘉信理财、第一信托市占率则分别为29%、14%、5%、4%，合计市占率为88.4%。

图：贝莱德客户及产品类型占比（单位：%）



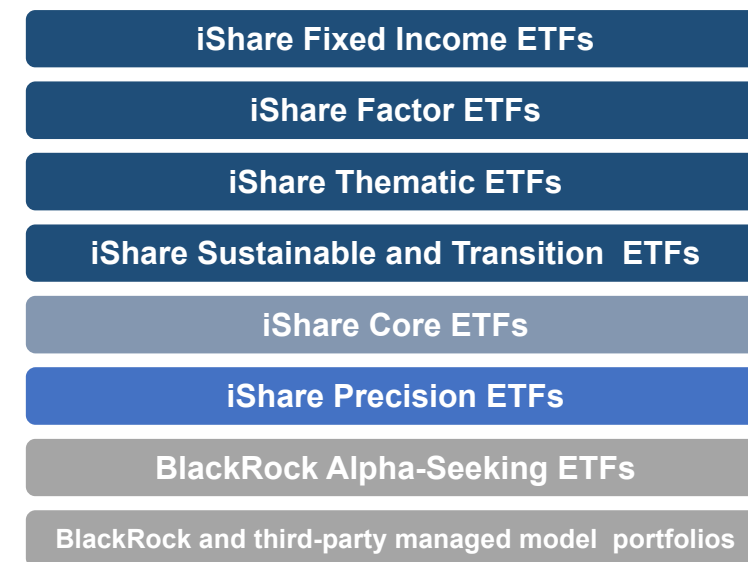
资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理
(数据截至2024年末)

图：美国ETF市场份额及占比（单位：%）



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

图：贝莱德ETF产品分类



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

贝莱德：布局以阿拉丁平台（Aladdin）为核心的科技体系

- Aladdin 平台基于其强大的数据基础，整合了风险分析、交易执行、数据管理与监控、组合管理等功能，能根据客户需要定制化情景分析和压力测试，其投资组合分析覆盖股票、固定收益、衍生品、商品等多个类别，支持通过分析相关性及联动性影响，构建具有低相关性、有效分散风险的投资组合。

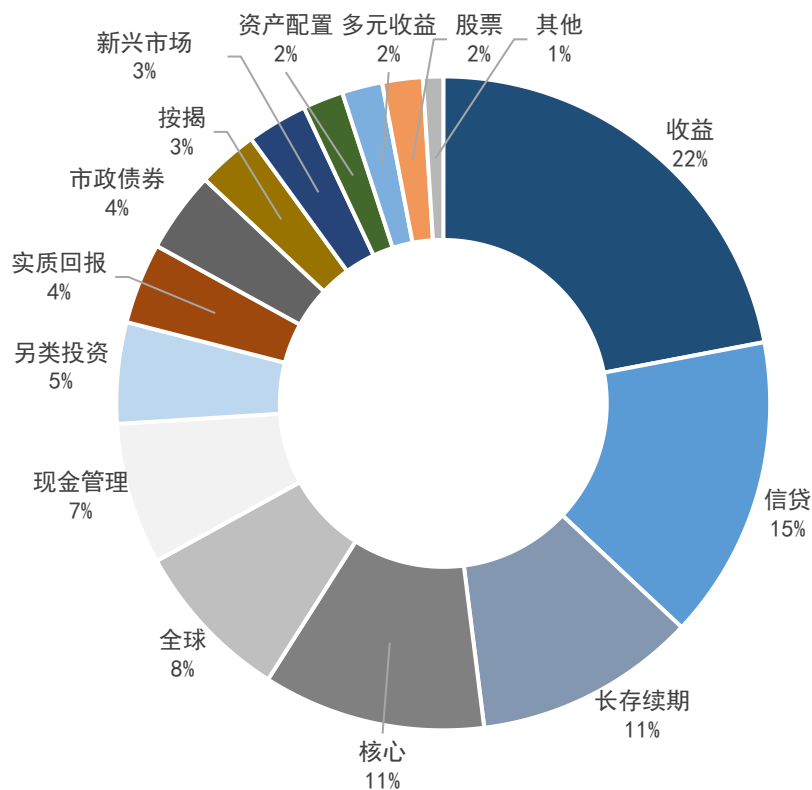


贝莱德：布局以阿拉丁平台为核心的科技体系

Aladdin投资组合管理决策支持系统	➤ Aladdin指Asset（资产）、Liability（负债）、Debt（债务）、Derivative（衍生品）。
投资组合头寸和风险敞口分析	➤ 安全和投资组合级风险分析——针对每种证券计算50+次分析； ➤ 行业、发行人、国家、评级等集中度分析； ➤ 时间序列/趋势分析。
投资组合风险和情景分析	➤ 使用分析方法和历史方法来评估风险/跟踪错误； ➤ 压力测试——包含不同情形和冲击。
证券估值和现金流预测	➤ 基于实时交易数据评估和分析； ➤ 相对价值分析。
绩效和归因	➤ 自下而上计算的每日收益； ➤ 按战略、国家和部门划分损益。

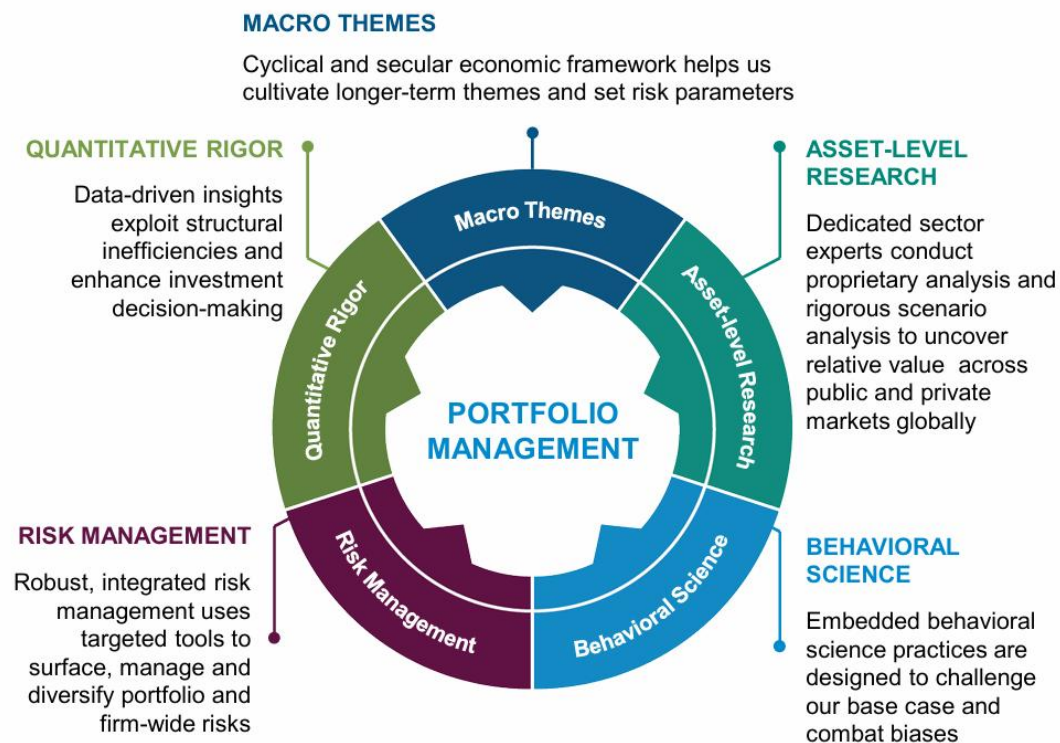
- PIMCO（太平洋投资管理公司）作为全球精品类资管机构，在过去50多年的发展历史中，专精固定收益资产管理，成为相应领域首屈一指的资产管理机构。截至目前，PIMCO资产管理规模达2.03万亿美元，管理的主要资产类型为债券。
- 公司坚持主动管理型投资理念，通过强大的风控力深耕低评级债券市场，实现较高超额收益。5年期内，PIMCO资产表现优于基准指数（扣除费用后）的比例为85%。

图：PIMCO资产管理结构（单位：%）



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

图：PIMCO组合管理理念



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

PIMCO: 打造主动管理型固收投资框架

- PIMCO通过结合自上而下及自下而上的投研框架，打造主动型投资组合。
- 其中，自上而下的投资框架主要包含经济论坛、投资委员会、投研团队三大核心部分，助力公司打造基于宏观形势形成穿越周期的固收投资框架。

图：PIMCO投研框架



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

表：全球顾问委员会核心成员简介

成员名	个人简介
Ben Bernanke	曾担任美联储理事会主席、总统经济顾问委员会主席、普林斯顿大学经济学教授等。同时也是2022年诺贝尔经济学获奖者，曾发表过有关各种经济和货币问题的文章，并撰写了多本学术书籍和两本教科书。
Joshua Bolten	担任华盛顿商业圆桌会议总裁兼首席执行官。曾担任Rock Creek Global Ascisors董事总经理、白宫幕僚长、管理和预算办公室主任等。
Gordon Brown	拥有爱丁堡大学历史学博士学位。担任联合国全球教育特使，并主持世界经理论坛全球战略基础设施倡议，曾担任英国首相、财政大臣等。
Mark Carney	曾担任联合国气候行动和金融问题特使、英格兰银行行长兼货币政策委员会、金融政策委员会、审慎监管委员会主席、金融稳定委员会主席、国际清算银行经济合作理事会主席、加拿大央行副行长等。
Michèle Flournoy	曾担任新美国安全中心联合创始人兼首席执行官、国防部政策副部长、首席副助理国防部长和副助理国务卿等。

资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

PIMCO: 多元固收产品

➤ 公司的产品线以生命周期基金和全资产配置基金为主，例如PIMCO RealPath Fund系列和PIMCO All Asset Fund系列等，这些基金通常投资于PIMCO旗下的多元化基金产品，包括ETF和主动管理类基金等。

表：PIMCO部分产品收益及配置情况

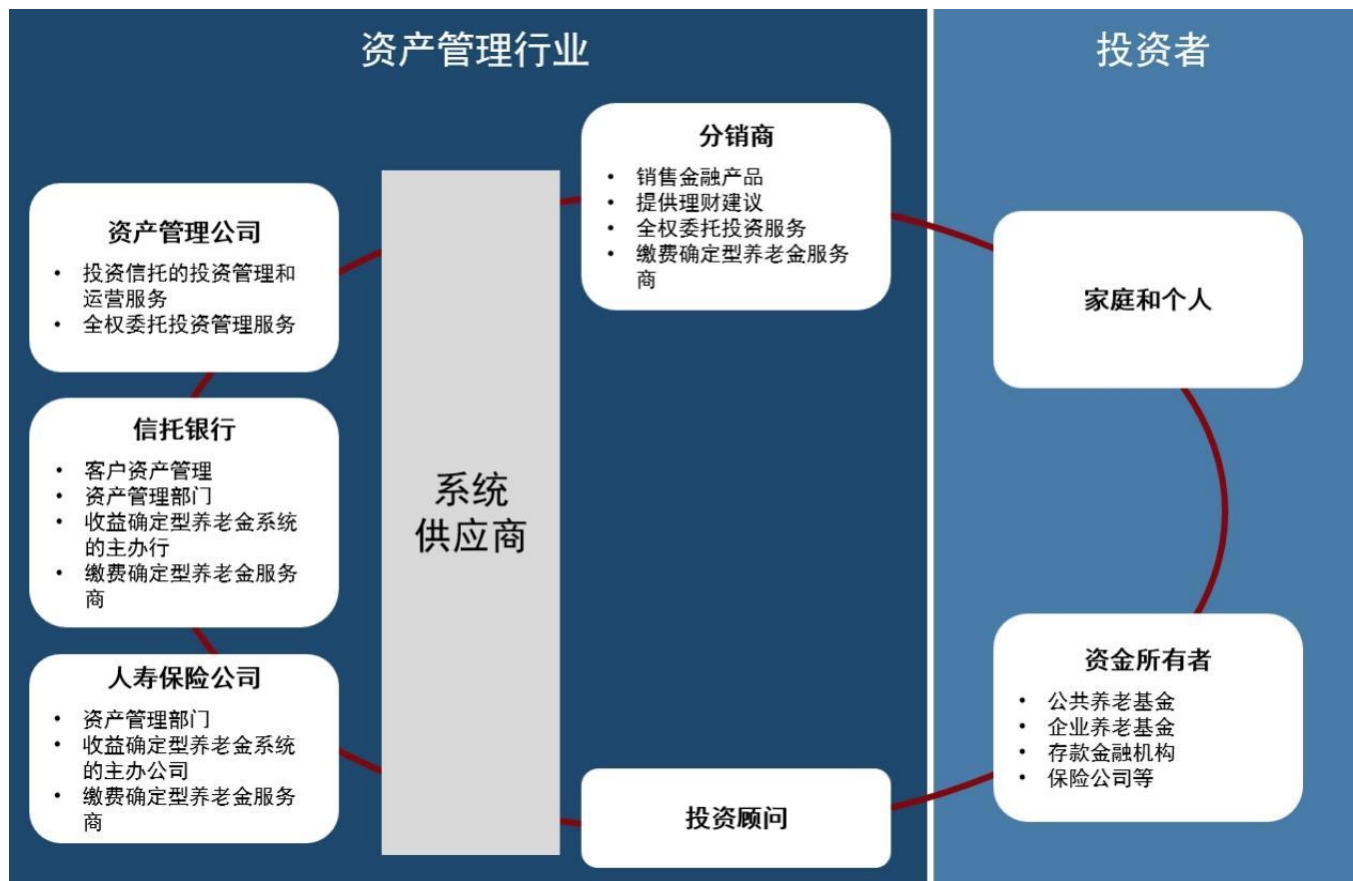
产品名称	平均年总回报（NAV）		配置结构
PCM Fund, Inc,	1年	0.45%	
	5年	2.57%	
	10年	5.76%	
PIMCO 0-5 Year High Yield Corporate Bond Index Exchange-Traded Fund	1年	8.99%	
	5年	2.90%	
	10年	3.72%	
PIMCO Investment Grade Corporate Bond Index Exchange-Traded Fund	1年	2.12%	
	5年	2.01%	
	10年	2.78%	

资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

日本：资管产品体系

- 20世纪80年代后半期，随着日本经济的快速扩张和金融市场的国际化趋势，日本官方提出了改革方案。1989年《投资信托管理公司许可制度指引》的发布，放开了外国资管公司在日本设立分支机构的限制，进一步放宽了本国非券商类金融机构的进入要求。随着政策的放宽，银行、保险公司等金融机构纷纷加入资管行业，市场参与主体逐渐丰富，形成了一个多方参与的资管体系，包括资管公司、分销商、投资顾问和投资者。

图：日本资管体系构成

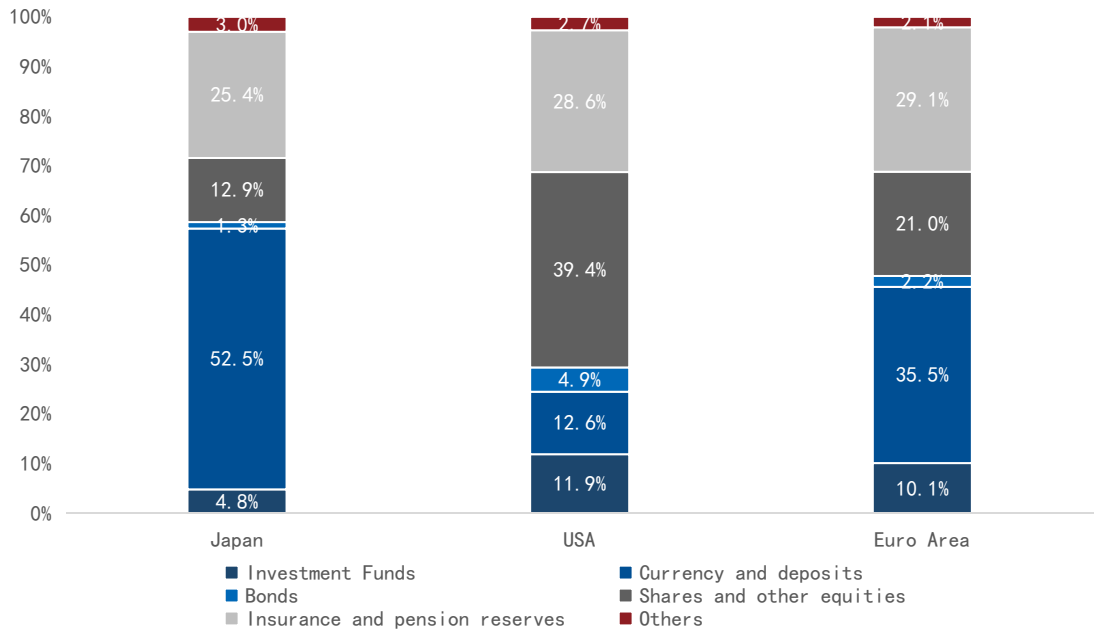


资料来源：FSA, 国信证券经济研究所整理

日本：低利率环境下资产配置

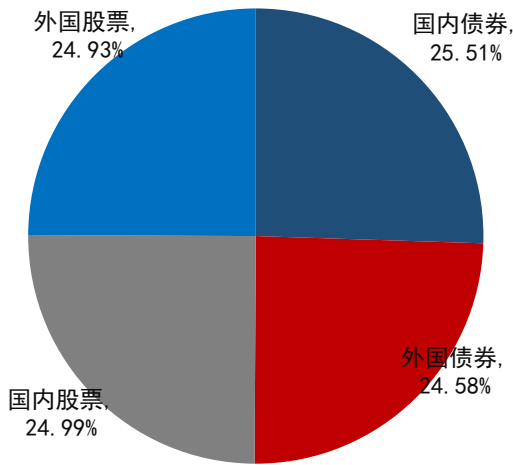
- 由于历史经验、制度环境、社会文化和传统观念等，日本民众在理财选择上普遍更为谨慎。相较于其他经济发达的国家，日本民众更偏向于持有现金作为其金融资产的核心组成部分，日本民众进一步提高了现金在的资产配置中的比例。此外，随着日本经济逐渐步入通缩阶段，物价水平持续走低，商品和服务的价格则呈现下降趋势，民众对未来经济前景的态度更加谨慎，并担心物价进一步下滑带来的负面影响。因此，他们更倾向于增持低风险资产，以此作为预防性储蓄的手段，从而保持资产的流动性和灵活性，应对可能出现的经济波动。
- 在此低利率环境下，资管公司通过减少对固定收益类资产的配置，增加对高风险资产、海外资产、长期资产的投资，以寻求更高回报。但总体上，公司对国内债券、国外债券、国内股票、国外股票的配置比例较为均衡

图：日本、美国与欧元区居民资产配置结构（单位：%）



资料来源：GPIF, 国信证券经济研究所整理

图：日本政府养老投资基金资产配置结构（单位：%）

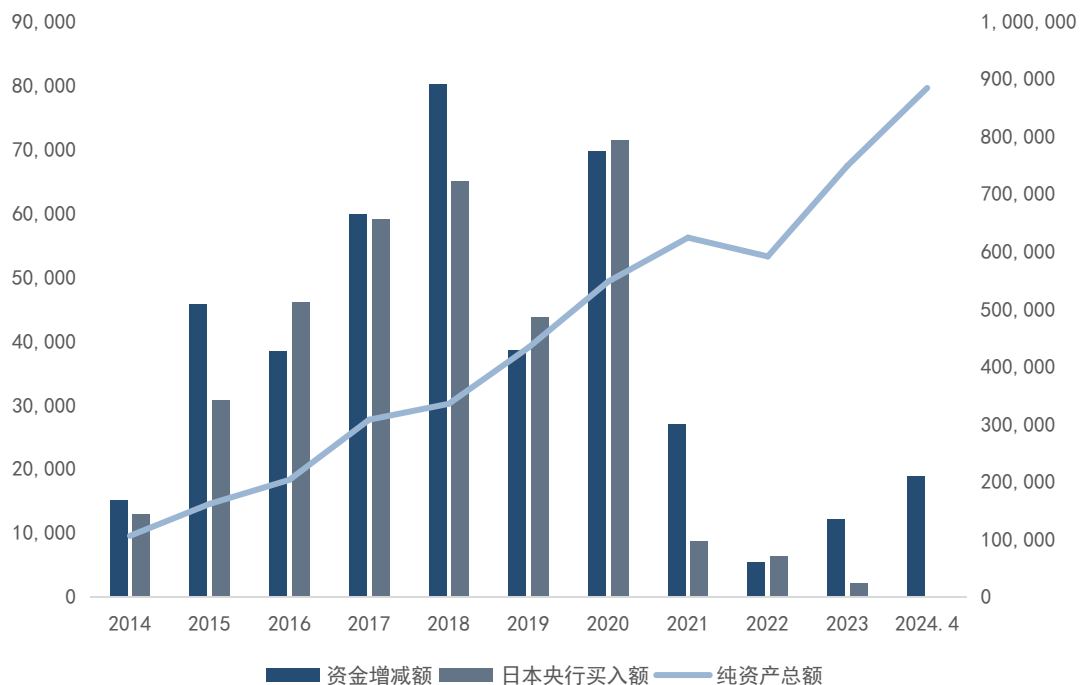


资料来源：GPIF, 国信证券经济研究所整理

日本：官方扩表推动资管规模扩张

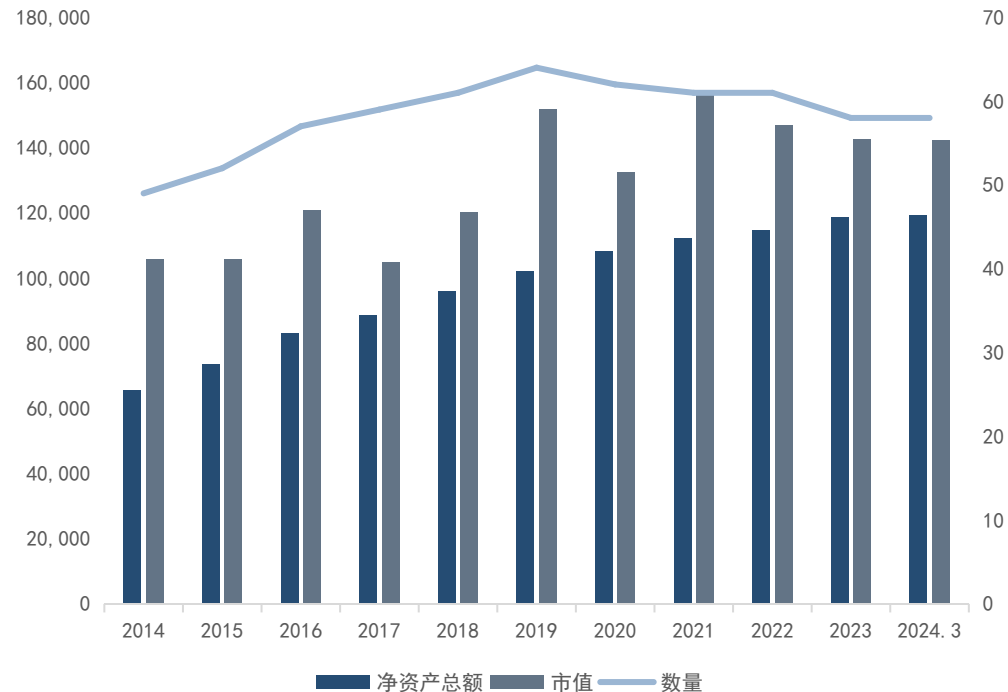
- 日本央行通过量化宽松政策（QE），大量购买政府债券和其他金融资产，以增加基础货币供应，刺激经济增长。这种政策导致了央行资产负债表的显著扩张，即“官方扩表”。作为QE政策的一部分，日本央行不仅购买政府债券，还直接购买风险较高的资产，如交易型开放式指数基金（ETF）和不动产投资信托（J-REITs）。央行的购买行为直接增加了资管行业的资产规模，尤其是那些管理ETF和J-REITs的资管公司。随着资产价格的上涨，资管产品的净值增加，吸引了更多的投资者，进一步扩大了资管规模。

图：2014年-2024年4月日本ETF净资产（单位：亿日元）



资料来源：日本投资信托协会, 国信证券经济研究所整理

图：2014年-2024年3月日本J-REITs数量及规模（单位：亿日元；个）



资料来源：日本投资信托协会, 国信证券经济研究所整理

日本资管发展借鉴：寻求资产出境



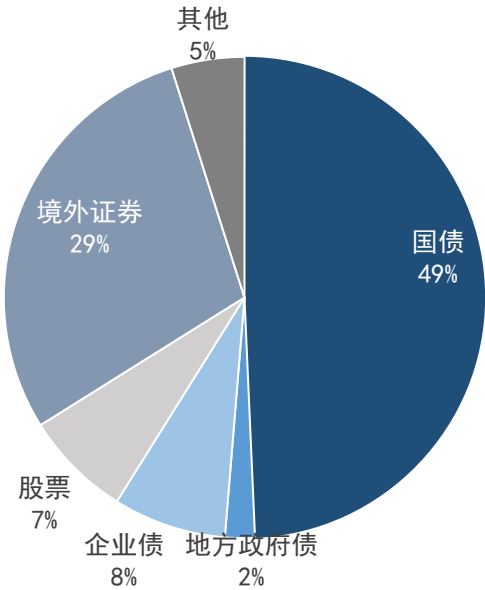
- 在日本利率长期下行的背景之下，日本保险资管主要通过配置国内股票、国外股票和国外债券增厚投资收益。
- 截至2022年末（LIAJ官网的最新更新日期），日本寿险行业一般账户投资收益率为2.33%，高于10年期国债收益率200bp。
- 2022年，日本人身险行业投资国内股票和国外证券的投资收益率分别为12.01%和3.61%，明显高于上述一般账户2.33%的投资收益水平。

表：2018-2022年日本寿险业资产主要以证券为主（单位：%）

	现金及现金等价物	拆借资金/短期贷款	货币信托	证券	贷款	有形固定资产	其他	合计资产
2018	2.3%	0.4%	1.6%	82.6%	8.2%	1.6%	3.3%	100.0%
2019	2.7%	0.5%	1.8%	81.9%	7.7%	1.6%	3.8%	100.0%
2020	2.6%	0.4%	2.1%	83.2%	7.2%	1.5%	3.0%	100.0%
2021	2.4%	0.4%	2.2%	83.3%	6.9%	1.5%	3.3%	100.0%
2022	2.8%	0.7%	2.3%	82.3%	7.1%	1.5%	3.3%	100.0%

资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

图：2022年日本寿险业境外证券占比较高（单位：%）

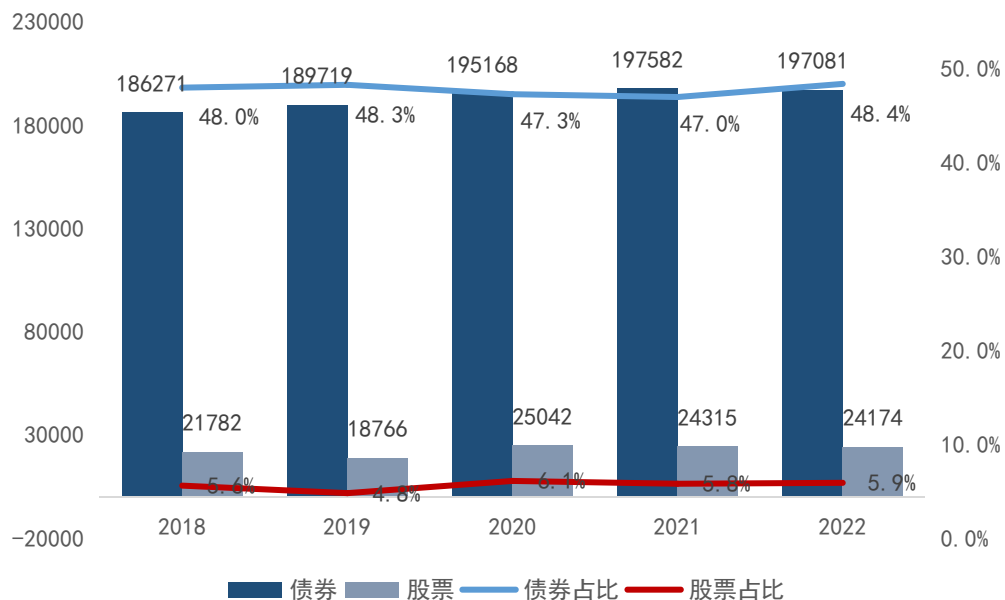


资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

日本保险资管：加大海外固收配置

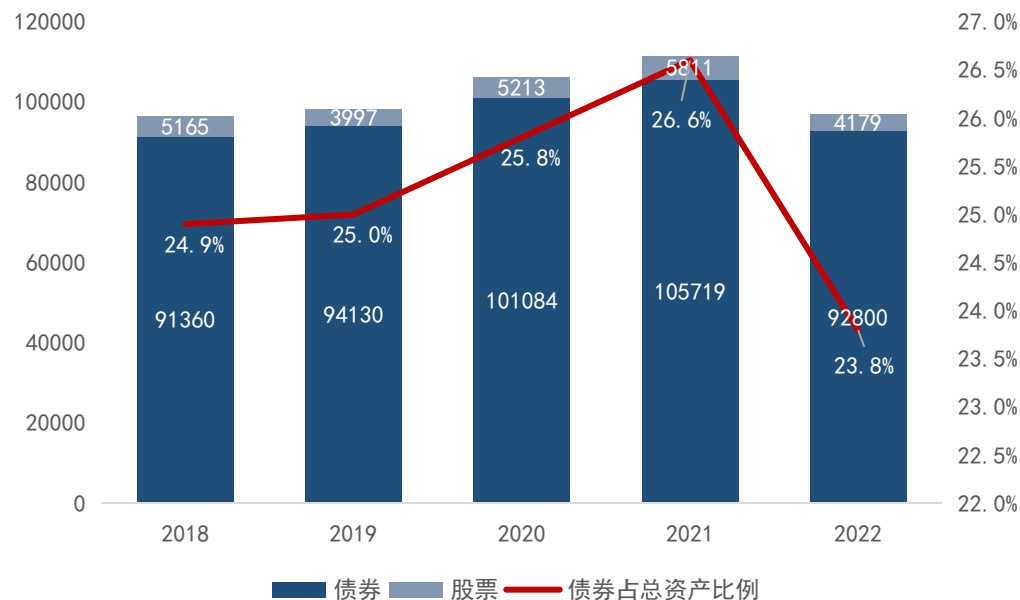
- 为应对日本国内长端利率下行趋势，日本保险业加大海外固收类资产配置。
- 2011年至2022年，日本寿险业海外固收类资产占海外证券比例维持在90%左右；截至2022年，海外固收类资产占海外证券的95.7%，海外权益类资产占比仅为4.3%。

图：2022年日本寿险业债券占比较高（单位：十亿日元，%）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

图：2022年日本保险业配置以债券为主（单位：十亿日元，%）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

日本保险资管：增配境外权益类资产



- 权益类方面，日本保险资管进一步加大境内外权益资产配置比例。
- 2012年至2023年，日本生命保险股票配置比例由17.1%提升至25.7%。其中国内股票占比由11.7%提升至13.8%，国外股票占比由3.8%提升至6.4%。2012-2023年，日本生命保险国内股票平均投资收益率为6.52%，国外股票平均投资收益率为4.60%。

图：日本生命保险资产配置策略

优先贷款	在对利差水平进行综合考量的情况下，考虑参与优先贷款； 运用“日赛绿色贷款”等，支持脱碳
国内债券	计划在观察利率水平的同时投资超长期日本国债； 计划通过投资货币互换的 <u>外国公司债券</u> 和日元计价的公司债券来确保投资收益
对冲国外债券	在有选择地出售低收益债券的同时，计划有选择地投资于外国公司债券，从中长期角度提供合理的收益率
非对冲国外债券	灵活控制外汇风险的整体风险敞口，同时监控利率和汇率水平
国内及海外股票	计划增加对 <u>外国股票和另类资产</u> 的投资； 维持国内股票敞口持平
国内房地产	投资现有物业的升级项目、收购新的优质物业

资料来源：日本生命保险官网，国信证券经济研究所整理

【 01 】 格局篇：资管地位

【 02 】 对标篇：发展路径

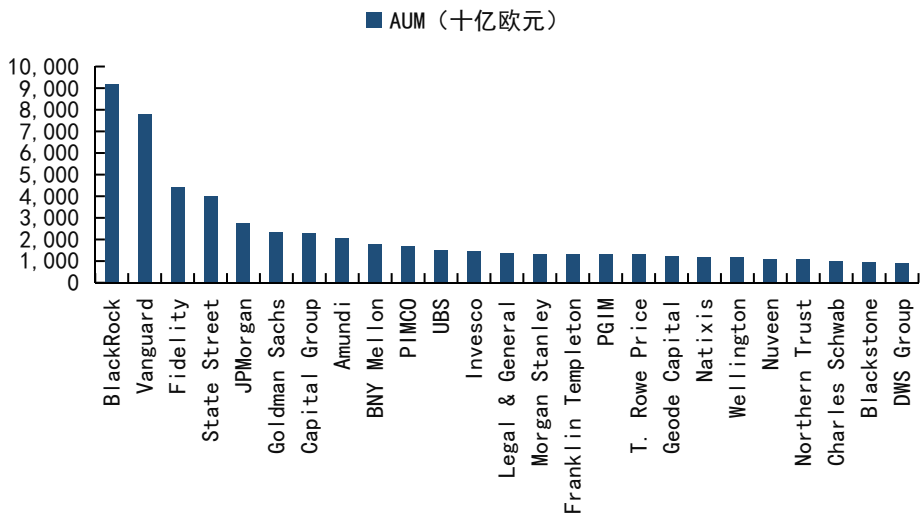
【 03 】 风口篇：探路寻机

【 04 】 突破篇：范式转变

我国保险资管/理财/基金均进入全球资管榜单

- 截至2024年底，全球资管500强的总体规模为111万亿欧元，同比+8.6%。全球资管市场高度集中，前10强占据市场份额近1/3，榜首依然为贝莱德集团（BlackRock），管理规模8万亿欧元（约合60万亿元）。
- 国内共52家资管机构进入前500强，其中包括10家保险资管公司、15家银行理财子公司、23家公募基金公司、3家券商和1家养老保险公司。其中，国内资管公司前三名均为保险资管，分别为国寿资管、平安资管和泰康资管。

图：全球资管500强前20名规模（单位：十亿欧元）



资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

图：国内资管机构前15名全球排名变化

公司名称	变化方向	变化幅度	2024年排名	2023年排名	2022年排名
中国人寿资产管理有限公司	↓	-1	32	31	38
平安资产管理有限责任公司	↑	3	33	36	45
泰康资产管理有限责任公司	↑	6	58	64	75
易方达基金管理有限公司	=	0	67	67	74
招银理财有限责任公司	↓	-6	77	71	71
兴银理财有限责任公司	↑	2	83	85	133
南方基金管理股份有限公司	↑	4	93	97	112
新华资产管理股份有限公司	↑	20	100	120	—
华夏基金管理有限公司	↓	-2	101	99	102
工银瑞信基金管理有限公司	↓	-1	106	105	104
嘉实基金管理有限公司	↓	-1	107	106	129
中国人保资产管理有限公司	↑	11	111	122	161
信银理财有限责任公司	↓	-1	114	113	—
广发基金管理有限公司	↓	-8	118	110	119
工银理财有限责任公司	↓	-17	119	102	92

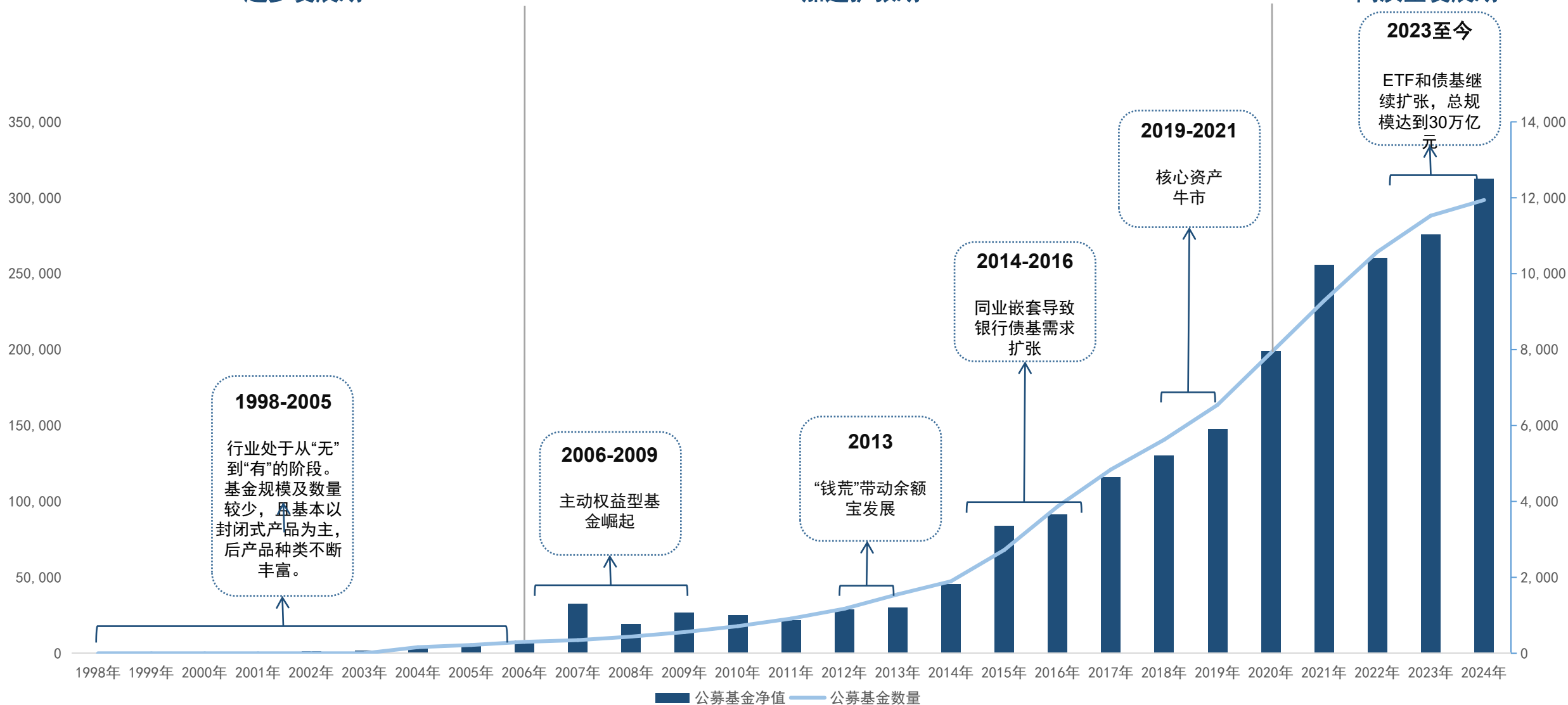
资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

我国公募基金发展离不开资产价格周期和客户需求挖掘

起步发展期

加速扩张期

高质量发展期

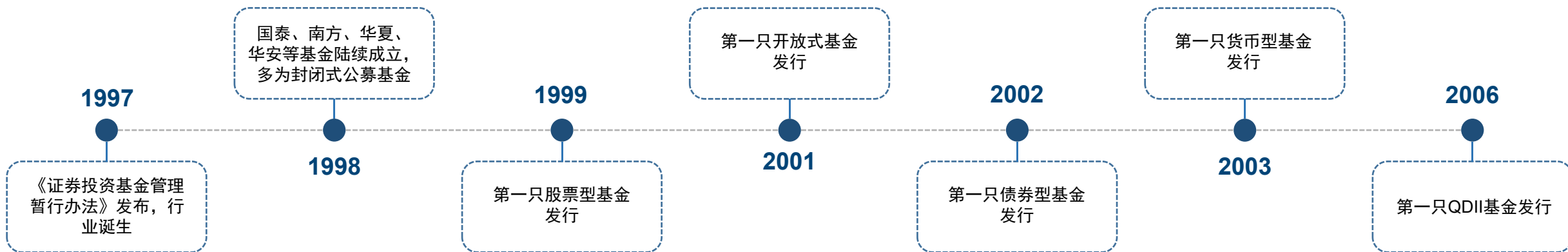


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

起步发展期（1998-2005）：实现“从0到1”的突破

- 自1997年11月国务院批准发布《证券投资基金管理暂行办法》起，我国基金行业正式成立。
- 1997年至2005年，我国公募基金行业经历了从无到有的阶段。在该阶段初期，产品多为封闭式主动股票型基金，类型相对单一。随着行业多元化的发展，行业陆续衍生出开放式基金、债券型基金、货币型基金、QDII基金等。

图：我国公募基金起源阶段梳理

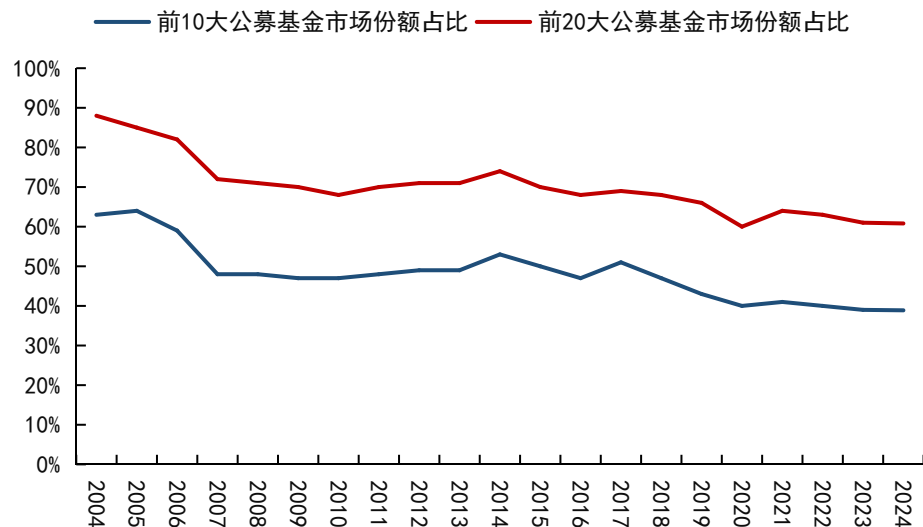


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

加速扩张期（2006-2020）：繁荣发展阶段

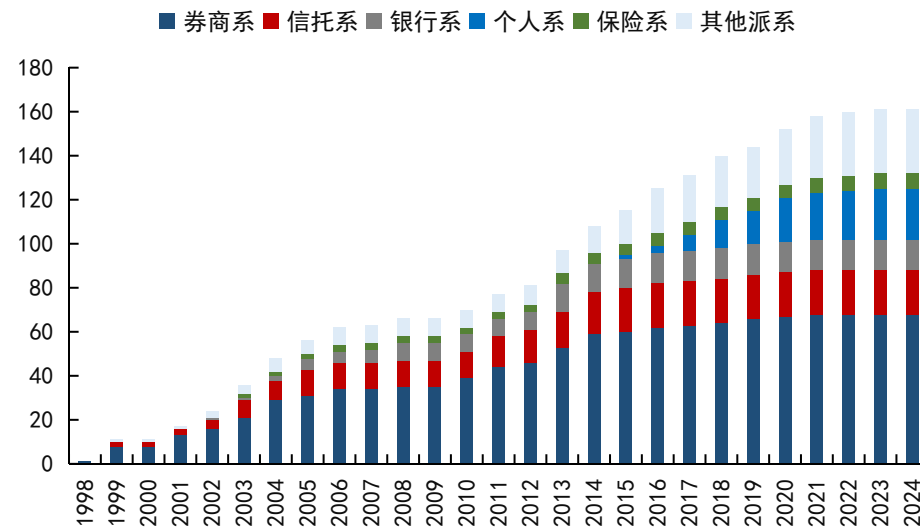
- 我国公募基金行业进入繁荣发展期，市场规模、产品类型、投资者数量均迎来多元化发展。各类派系公募基金涌现，包括券商系、信托系、银行系、个人系、保险系等。进入该时期的后半段，头部基金公司市场份额呈下降趋势，总体机构数量趋于稳定。
- 从产品层面来看，2005年至2007年，A股大幅上涨带动股票型基金发展，规模从5000亿元提升至15000亿元；2008年至2012年，随着A股市场的走低，债券型基金及货币型基金迎来高速发展；2013年“钱荒”带动余额宝发展，天弘一度位居行业首位；2014年至2020年，同业嵌套导致银行债基需求扩张。

图：头部公募基金市场份额有所下降（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：历年各类派系基金公司数量（单位：家）

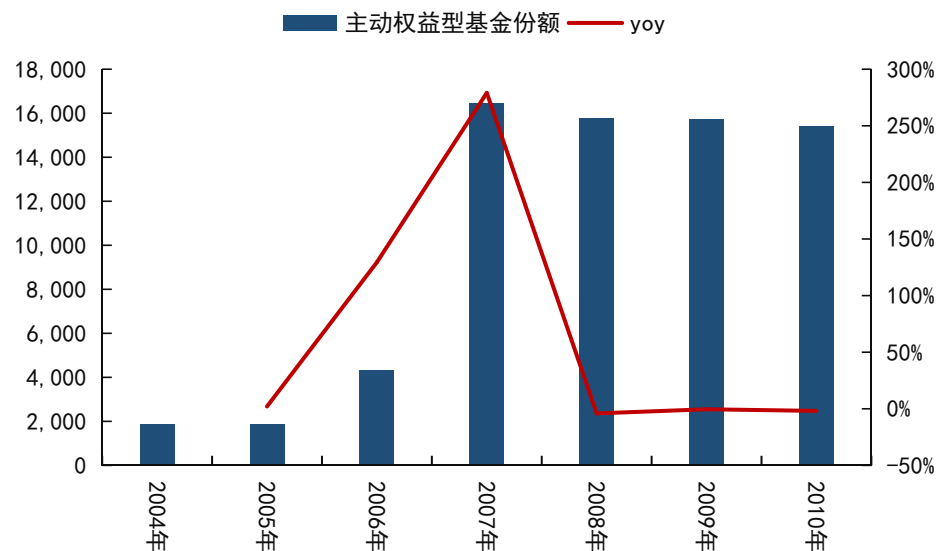


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2006-2009：主动权益型基金崛起

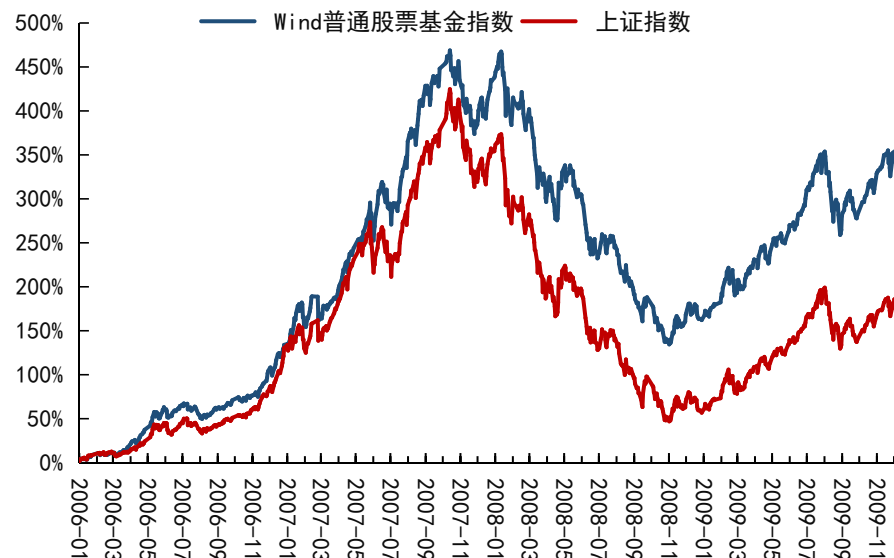
- **主动权益基金崛起：**股市上涨提升权益资产吸引力，以主动权益基金为代表的公募基金成为个人投资者投资股市的渠道之一。
- 2006年，我国主动权益基金份额蹿升至4342亿份、同比+129.5%，并在2007年继续增长至1.65万亿份、同比+279.1%。占比角度，主动权益基金2006年、2007年增长份额占公募基金整体增长份额比重分别为162.7%、75.2%，成为稳定基金规模甚至是带动规模增长的中坚力量。
- **主动权益基金具备超额收益：**2006年起，在经济保持高速增长、货币总体宽松、上市公司利润增长及投资者风险偏好提升的背景下，股市涨幅明显。普通股票型基金相对于市场仍能取得超额收益，对投资者吸引力较强。

图：2006年起主动权益型基金规模跃升（单位：亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：普通股票基金与上证综指累计涨跌幅比较

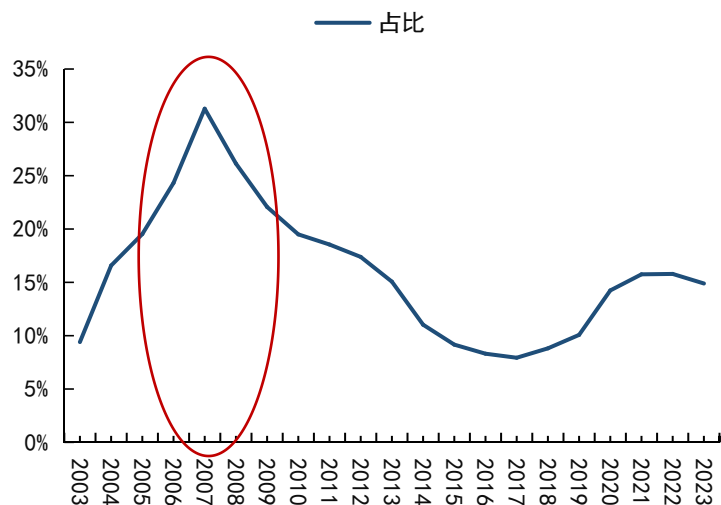


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2006-2009：主动权益型基金崛起

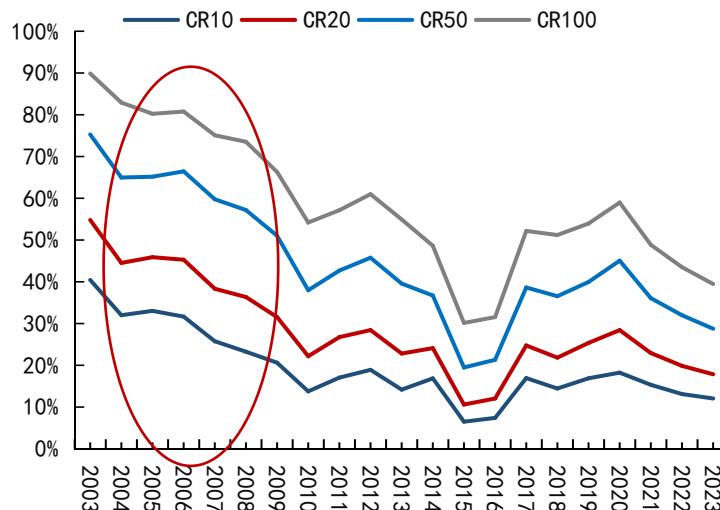
- 市值占比高、持股集中度高，公募基金对股票市场影响力大。从公募基金持股市值占A股自由流通市值角度考量，2003年起公募基金的市场影响力逐年增强，并在2007年达到峰值（当年公募基金持股占比已超30%）。此外，公募基金持股集中度在彼时亦处于较高水平，抱团程度高意味着基金投资行为一致性高，对股市亦能拥有较强的影响力。
- 股市高景气度对居民吸引力增强，公募基金成为个人投资者投资股市的渠道之一。2005年底，个人投资者持有基金份额占比仅53%，2006年底便蹿升至89%。考虑到期间基金新增份额以主动权益基金为主，因此个人投资者增加持有的基金亦以主动权益基金为主。

图：公募基金持股市值占A股自由流通市值比重



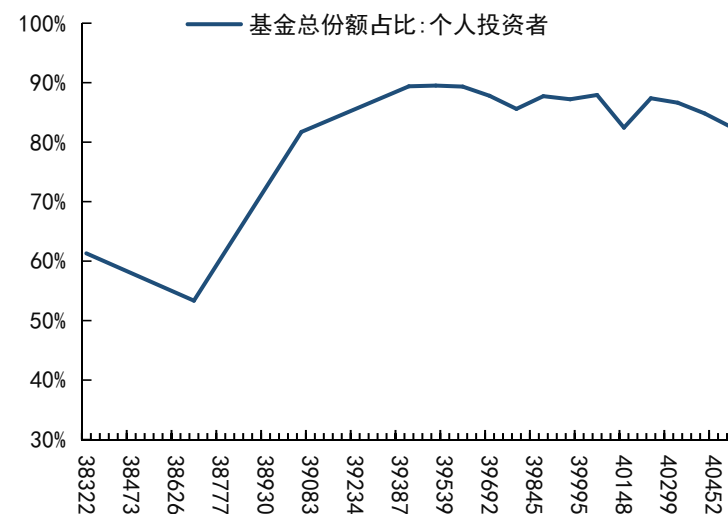
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金持股集中度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：个人投资者持有基金份额占比自2006年起明显提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2013：“钱荒”带动余额宝发展

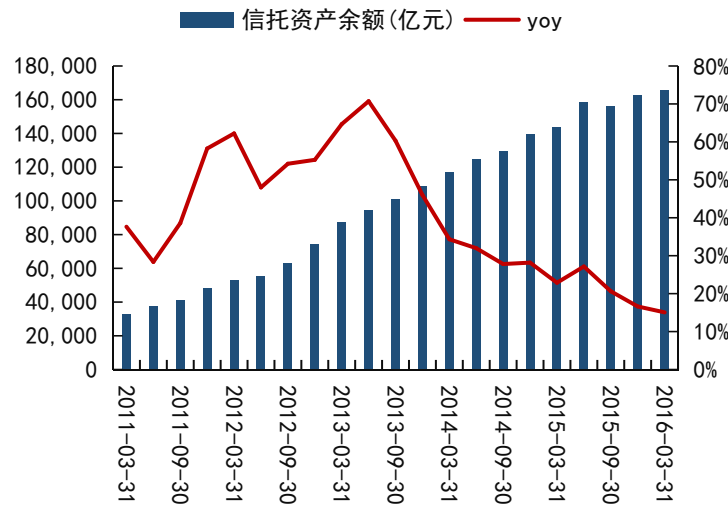
- “钱荒”背景下市场利率提升，类现金资产吸引力增强，促成以余额宝为代表的货币基金迅速发展。
- “钱荒”的成因：1) 2011年起经济下行压力加大，银行向实体经济放贷积极性不高，同时银行表内业务监管加强，银行借道表外、同业业务投向信托等非标资产，致使资金期限错配程度加深、杠杆加大，导致银行对流动性变化更加敏感；2) 时点冲击：美国退出QE预期、外汇占款回落及银行年中存贷比考核、上缴存款准备金等事件减少了市场上的流动性；3) 央行态度偏紧：2013年前5个月，央行OMO操作净回笼4780亿元，同时5月发布的《2013年金融稳定报告》中表示了对银行表外业务和同业业务风险的关注。

图：2011年起我国经济下行压力加大



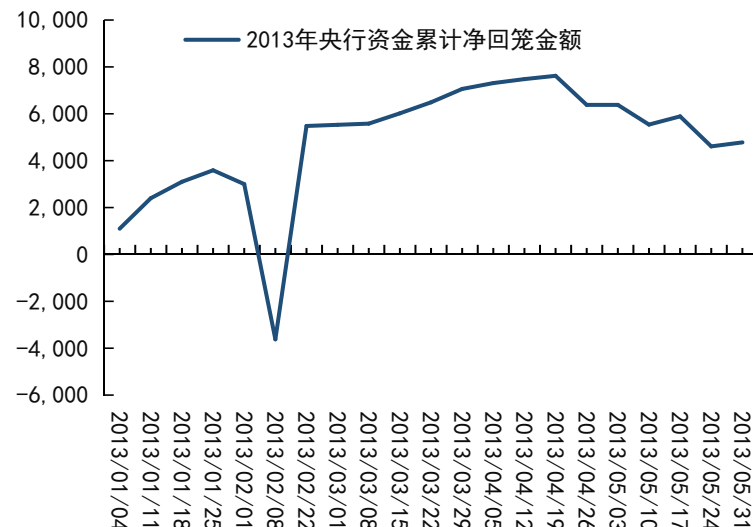
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：信托资产余额在2013年呈高增长态势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2013年前5月央行OMO资金累计净回笼金额

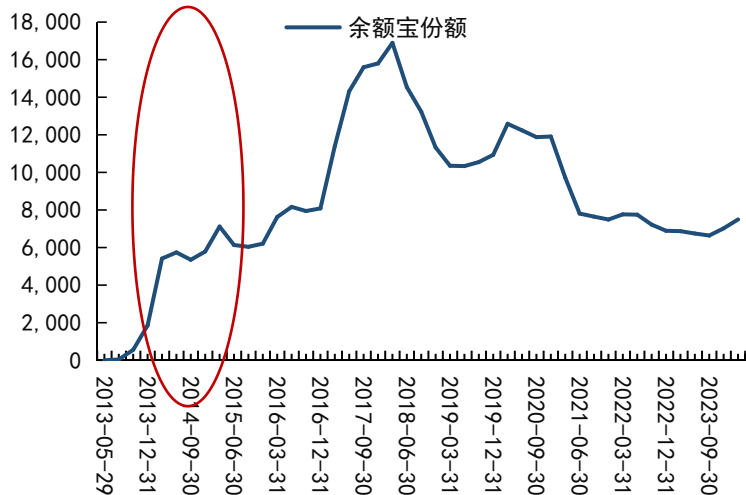


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2013：“钱荒”带动余额宝发展

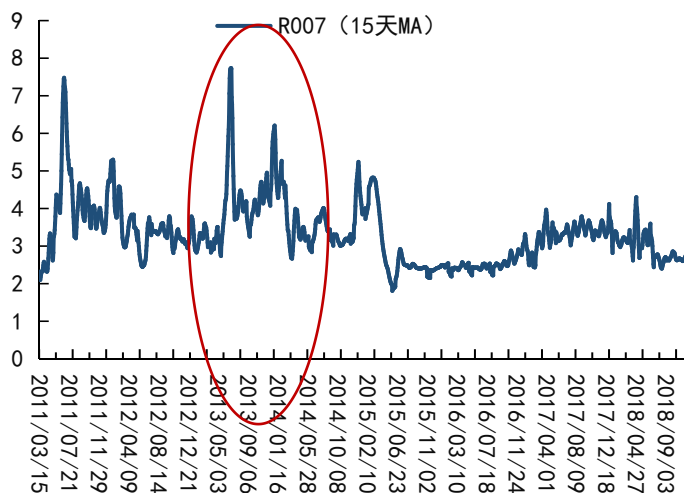
- 对零售客户而言，类活期存款、线上销售、较高的收益率等特性使得余额宝脱颖而出。2013年5月末，余额宝首发募集2.01亿份，一个月后升至42.44亿份，再一年后便升至5741.60亿份。
- 类活期存款：余额宝为T+1申赎规则，能够满足居民的日常流动性需要；线上销售：余额宝背靠支付宝流量优势顺势切入货币基金领域，线上销售方便快捷，初出茅庐便实现快速崛起；较高收益率：“钱荒”背景下市场利率提升，余额宝7日年化收益率一度接近7%，2013年全年简单平均收益率4.9%，远超同期活期存款利率。

图：天弘余额宝份额变化趋势（亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：R007：7天利率（15天移动平均）在2013年明显上升（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：余额宝7日年化收益率

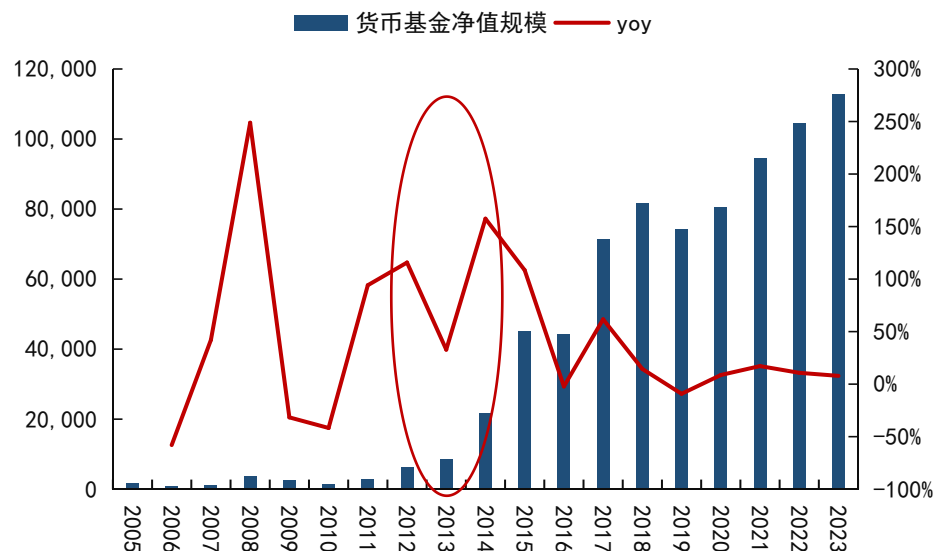


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2013：“钱荒”带动余额宝发展

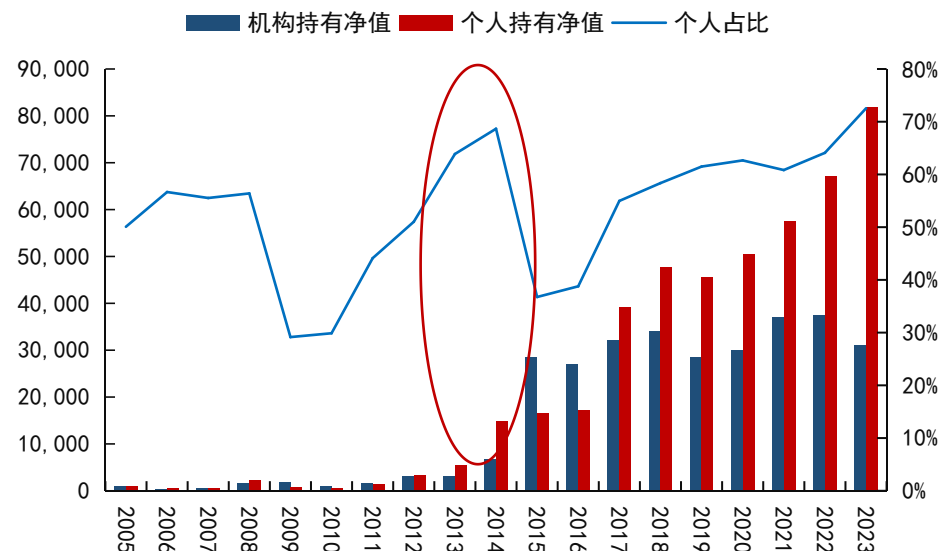
- 对机构客户而言，税收优惠使得货币基金备受青睐。根据财政部相关规定，投资基金不属于金融商品转让，不需缴纳增值税；对投资者从基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。结合当时货币基金收益率较高的特点，机构投资者持基份额亦呈显著增加态势。
- 个人投资者及机构投资者持基规模共同增长。货币基金净值规模增速：2013年+32.8%、2014年+157.5%。考虑到个人投资者线上申赎更加便捷，因此个人投资者持基占比有所增加，2014年个人投资者持有规模占比达68.7%，为阶段高点。

图：货币基金净值规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：机构及个人投资者持有货币基金规模及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2014-2016：同业嵌套导致银行债基需求扩张

- 流动性宽松背景下，银行业主动增加负债并通过委外投资债券，资金空转严重。
- 2014年起我国逐步进入流动性宽松时期，使得银行同业业务规模持续扩大。这一期间，金融机构同业资产占总资产比重在高位持续提升。银行资产负债规模保持扩张，并委托外部机构投资债券，通过期限错配和加杠杆等方式增厚收益。

图：2014年-16年我国总体处于货币政策宽松时期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2014至2016年金融机构同业资产占比迅速增加

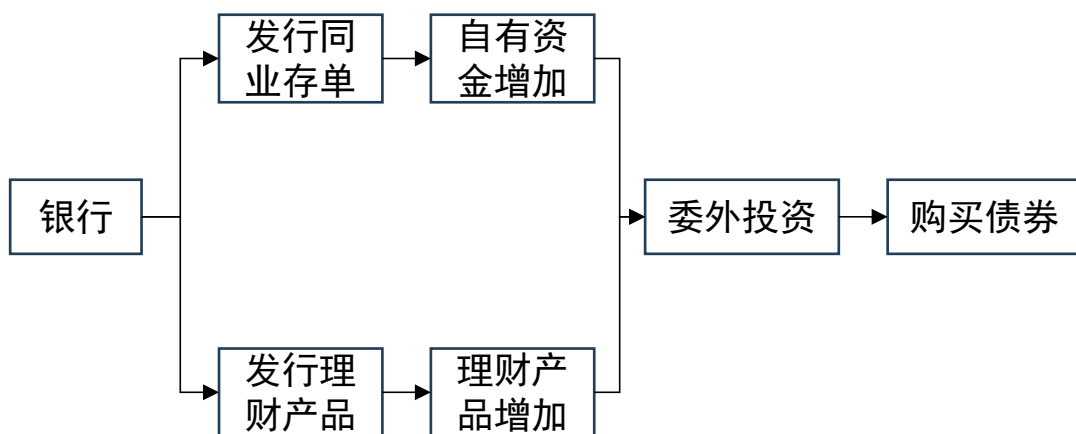


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2014-2016：同业嵌套导致银行债基需求扩张

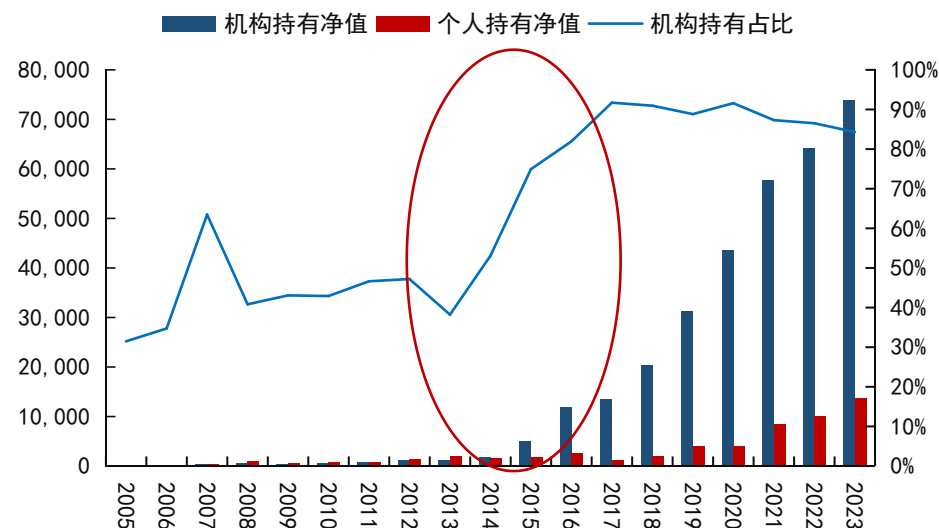
- 银行机构通过委外管理加大债券基金投资，推动债基规模大幅扩张。
- 机构持有债基增加，推动债基总规模增长。规模来看，债基净值规模从2013年底的3087亿元增至2016年底的1.45万亿元，累计增幅达368.3%。持有人占比来看，机构持有净值占比自2014年的53.1%持续提升至2016年的81.9%，机构投资者几乎主导了这一轮债基规模的扩张。由于机构投资者以交易赚取资本利得为主，故所投债基绝大部分为中长期纯债债基，受此影响，中长期纯债基金占债基比重由2014年的44.6%升至2016年的70.6%。

图：银行委外投资业务链条



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

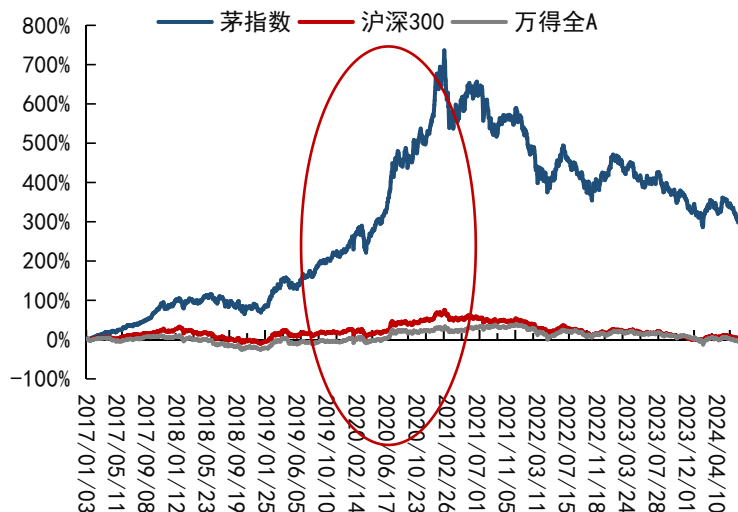
图：机构持有债基占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 科技、消费、医药、新能源等行业接连涌现出行业性的投资机会，个人投资者带动主动权益基金规模扩张。
- **核心资产牛市**：以茅指数为代表的高成长性 or 高ROE 行业的龙头公司超额收益明显。从风格看，消费、成长、周期（依靠汽车及有色带动）阶段性超额收益明显。实际上，自2017年北向资金净买入额迅速增长之时，A股核心资产牛市便已然启动。2019年初，在猪周期、券商资产质量担忧减轻的背景下，农业股、券商股再度开启牛市行情。半导体、新能源等行业在我国产业政策扶持下呈现高成长性，推动牛市行情延续。国内外货币宽松、我国疫后经济复苏态势良好，消费、医药等行业再现快速上涨，将核心资产牛市推向高潮。

图：2017年初以来茅指数累计超额收益变化趋势



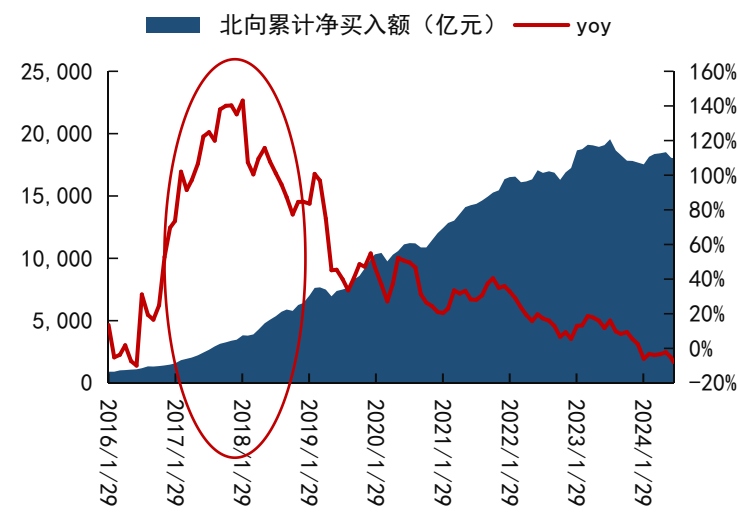
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：消费、成长、周期风格期间超额收益明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

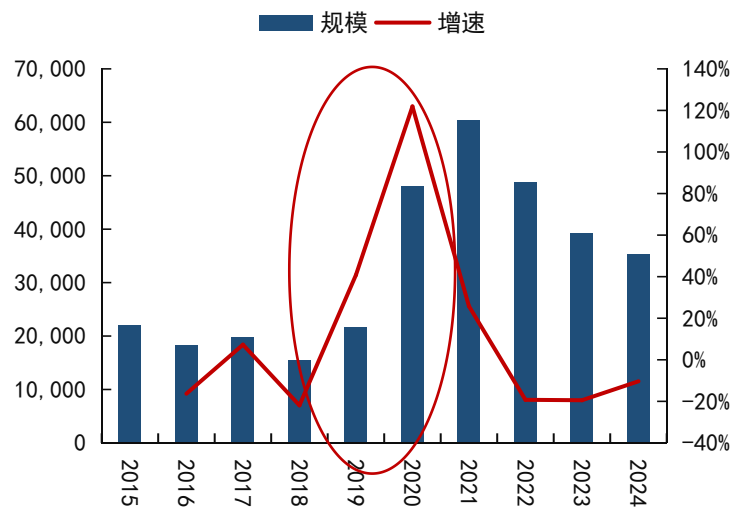
图：北向资金净买入额及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

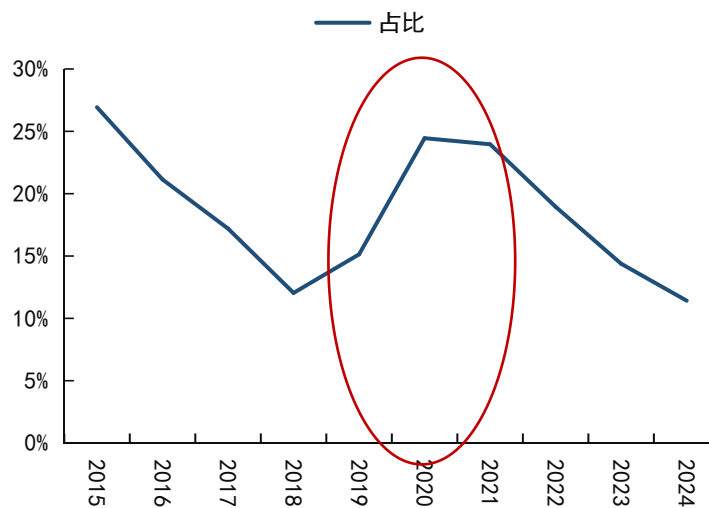
- 主动权益基金规模连续高速扩张，规模占比连续提升，个人持有主动权益基金占比提升。
- 规模：主动权益基金从2018年末的1.54万亿元增长至2021年末的6.04万亿元，2019年-2021年三年同比增速分别为41%、122%、26%。规模占比：主动权益基金占全部基金规模比重由2018年末的12.0%升至2021年末的24.0%，且2019年-2021年主动权益基金增长规模占全部基金增长规模的63%、57%、29%。
- 持有人占比：个人持有者持有主动权益基金占比在2019年-2021年期间连续提升，并在2021年升至80.8%的阶段高位。2018年时，因基金持仓灵活配置型基金规模大幅减少，故个人持基占比上升明显。

图：主动权益基金净值规模及增速（单位：亿元）



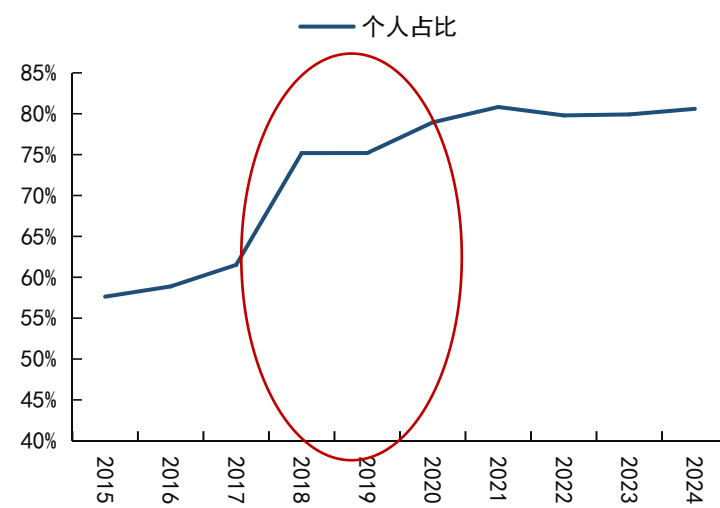
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主动权益基金净值规模占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：个人投资者持有主动权益基金占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高质量发展期（2021年至今）：从“百家争鸣”到“格局稳定”



- 随着我国公募基金行业的演进更迭，各类基金公司呈现出差异化竞争优势。
- 2010年至2014年期间，华夏、嘉实、易方达凭借非货币基金位列行业前列；2015年至2020年，天弘基金凭借“余额宝”跃升至行业首位；2021年开始，行业格局重塑，易方达、华夏、广发等基金凭借其多元化渠道及产品等优势位列行业前列。ETF规模和债基规模持续扩张，成为管理人扩大规模的重要抓手。

表：公募基金总管理规模排名变迁

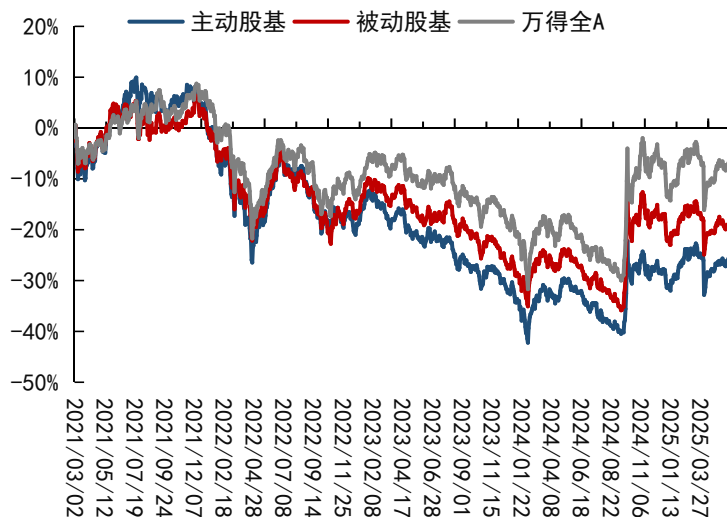
排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
1	华夏	华夏	华夏	华夏	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	易方达	易方达	易方达	易方达	易方达
2	嘉实	嘉实	易方达	天弘	华夏	华夏	工银	易方达	易方达	易方达	易方达	广发	华夏	华夏	华夏	华夏
3	易方达	易方达	嘉实	嘉实	工银	易方达	易方达	工银	建信	博时	汇添富	汇添富	广发	广发	广发	广发
4	博时	南方	南方	易方达	嘉实	工银	华夏	建信	工银	南方	南方	华夏	富国	富国	南方	南方
5	南方	博时	博时	南方	易方达	嘉实	南方	博时	博时	工银	华夏	富国	招商	招商	天弘	天弘
6	广发	广发	广发	中银	南方	南方	建信	南方	南方	建信	广发	南方	博时	嘉实	富国	富国
7	大成	华安	工银	广发	中银	广发	博时	招商	汇添富	汇添富	嘉实	博时	汇添富	南方	博时	嘉实
8	银华	大成	中银	工银	广发	建信	招商	华夏	广发	华夏	博时	招商	南方	博时	嘉实	博时
9	华安	工银	大成	博时	建信	中银	中银	中银	华夏	嘉实	富国	嘉实	嘉实	汇添富	鹏华	招商
10	富国	银华	建信	华安	招商	汇添富	嘉实	嘉实	嘉实	广发	工银	中欧	鹏华	鹏华	建信	建信

资料来源：中国证券投资基金业协会，国信证券经济研究所整理。注：按全部公募基金规模排序

2023至今：ETF和债基规模扩张

- 股熊背景下，主动股基表现不佳，ETF工具的多重优势受到认可，股票型、跨境型ETF推动ETF规模逆势扩张。
- 主动股基表现不佳：2021年3月指数在高位徘徊不前，最终在美联储加息、俄乌战争、上海封城等事件影响下开始走熊。2023年熊市延续。熊市中主动股基表现反不如被动股基，吸引力下降。
- 利率下行债市走牛：利率中枢背景下债市行情较好，驱动中长久期债基扩容。资管新规后，低风险的摊余成本类资金需要低回撤资产，驱动短久期债基扩容。商业银行资本新规下，对底层资产透明、收益率稳定的资产需求增长，驱动被动债基扩容。
- ETF规模逆势扩张：2023年ETF规模从年初的1.4万亿份增长至年末的2.0万亿份，且月度同比增幅总体呈上升趋势。

图：熊市中主动股基收益率表现不佳



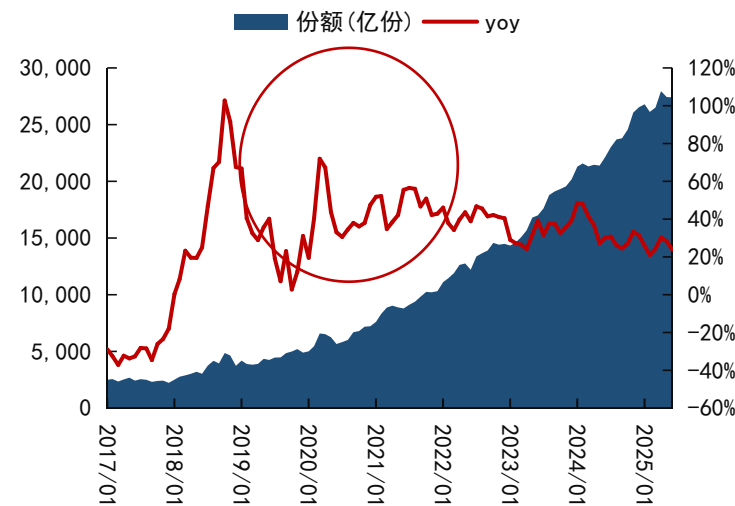
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：10年期国债收益率呈下行趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：ETF规模保持扩张

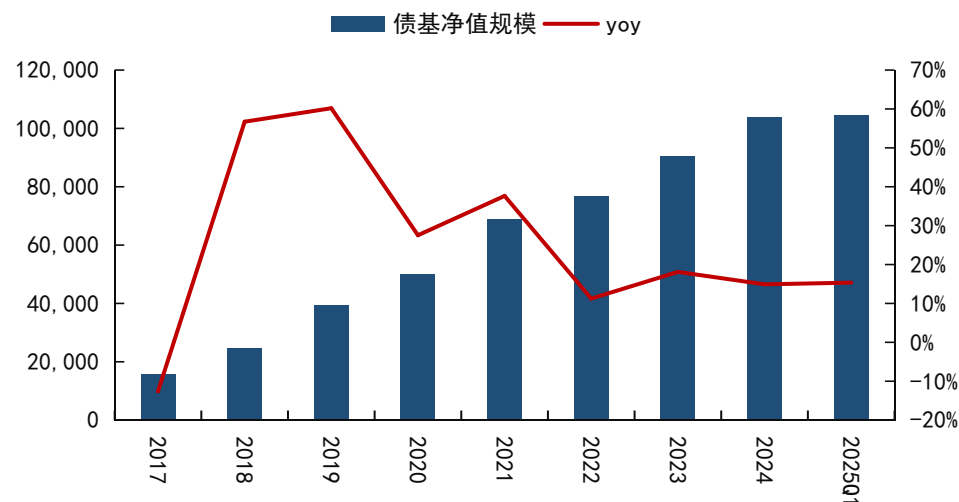


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2023至今：ETF和债基规模扩张

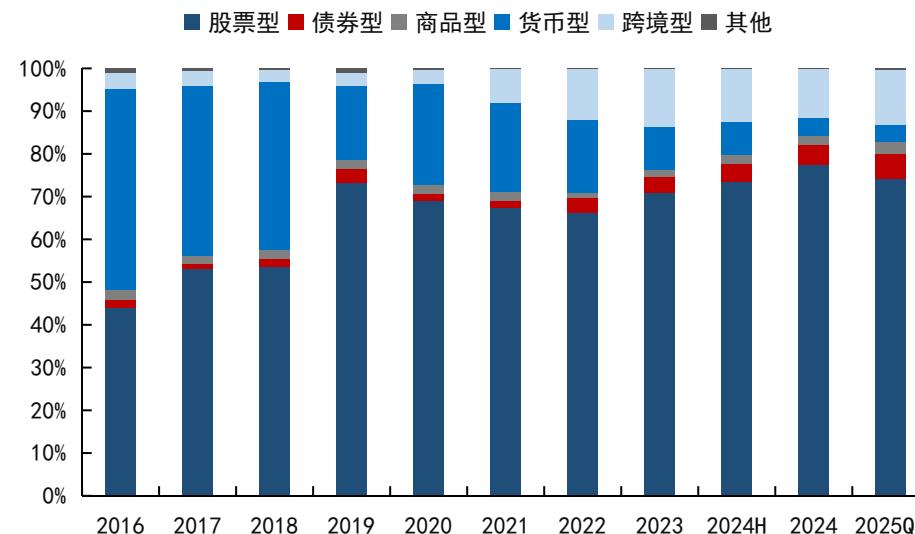
- **股票型、跨境型ETF占比持续提升：**目前，股票ETF份额占全部ETF比重约70%，跨境型ETF份额占比约20%，是主要的两类ETF。一方面，股票ETF为国内投资者提供了灵活、便捷、低费率的工具，以ETF参与股市投资的理念逐步传播；另一方面，基金公司QDII额度提升、投资者海外投资需求扩大促进了跨境型ETF的发展。
- **ETF个人持有比例持续上升：**目前，ETF个人持有比例约52%、机构持有比例约48%。一方面，个人投资者对灵活性要求更高，ETF作为场内工具恰好可以满足其需求；另一方面，对于跨境ETF而言，由于QDII额度限制，机构难以大规模参与，且众多证券公司、保险公司等机构自有外汇投资额度，不必使用跨境ETF。

图：债基规模持续扩容（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

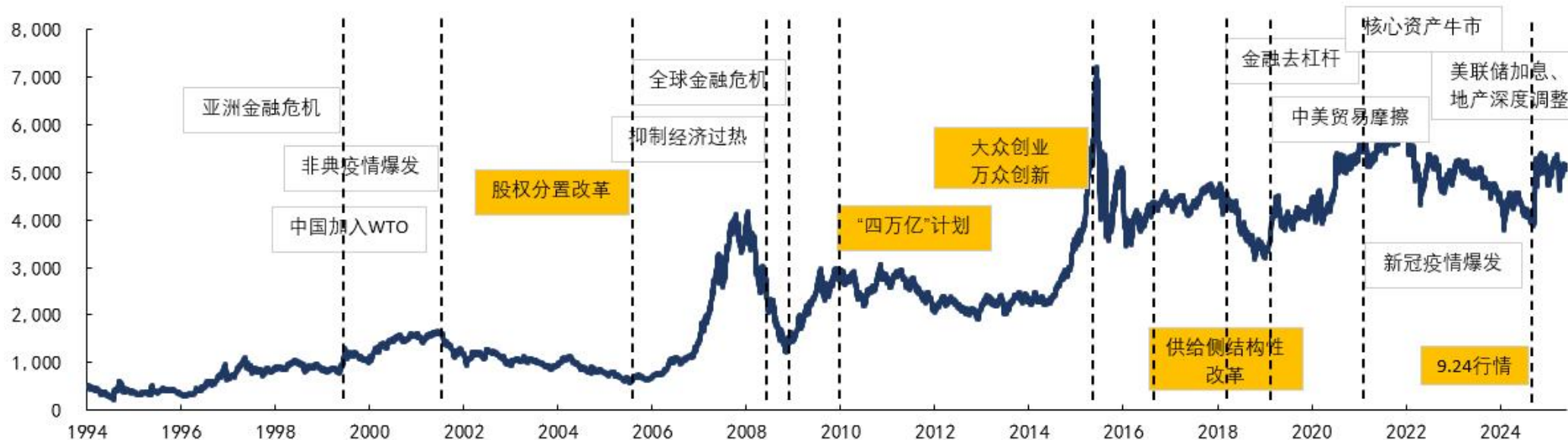
图：股票ETF占比提升，货币ETF占比下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中国资管行业变化映射了时代变迁

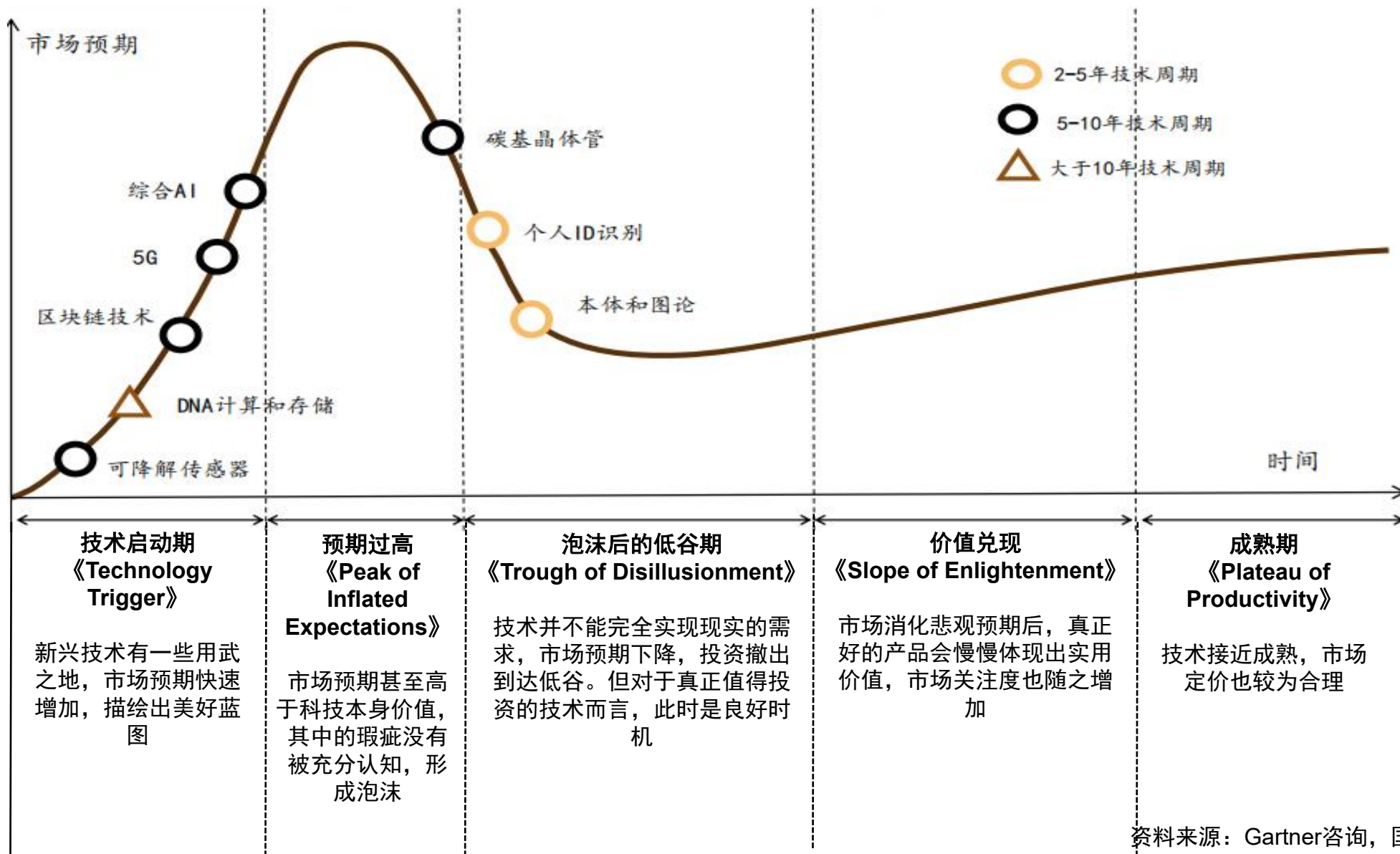
➤ 第一阶段：资本市场初建成 ■ 时代印记：1) 中国股市刚刚建立，还在摸索期；2) “入世”、“申奥”； ■ 核心驱动力：风险偏好+基本面 ■ 主线：深圳等经济特区成立，改革开放如火如荼，出口高速增长；	➤ 第二阶段：市场建设加速期 ■ 时代印记：1) 股权分置改革；2) 颁布《证券发行管理办法》，规范市场； ■ 核心驱动力：基本面+政策 ■ 主线1：围绕“工业化”展开布局； ■ 主线2：大力发展资本市场； ■ 主线3：全社会加大固定资产投资	➤ 第三阶段：金融危机消化期 ■ 时代印记：1) 09年4万亿帮助渡过经济难关；2) 开始注重节能减排；3) 逐步扩大内需 ■ 核心驱动力：流动性+风险偏好 ■ 主线1：大力推动基础设施建设； ■ 主线2：与基建配套的中游制造业	➤ 第四阶段：升级换挡期 ■ 时代印记：1) 供给侧结构性改革；2) 金融去杠杆；3) 中美贸易摩擦 ■ 核心驱动力：转型 ■ 主线1：全民消费升级； ■ 主线2：4G/5G技术发展
□ 代表行业 ① 采掘、有色 ② 建材 ③ 商业贸易	□ 前期代表行业 ① 交运 ② 钢铁 ③ 银行 □ 后期代表行业 ① 有色、采掘 ② 房地产 ③ 机械设备	□ 前期代表行业 ① 汽车 ② 采掘、有色 ③ 房地产 □ 后期代表行业 ① 计算机、电子 ② 家电、传媒 ③ 电气设备	□ 代表行业 ① 食品饮料、医药 ② 新能源、电子、计算机 ③ 非银



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

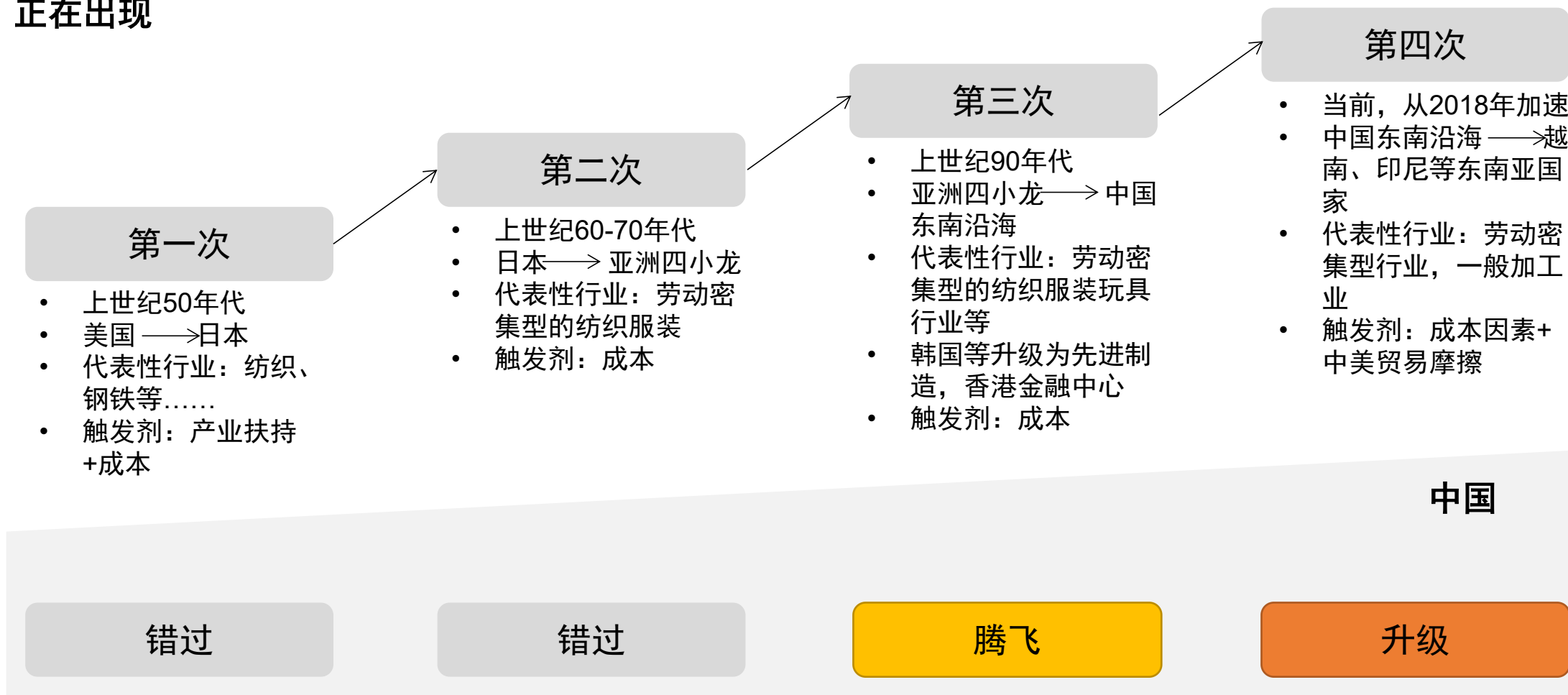
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

技术革命带来成长性赛道机会



资料来源：Gartner咨询，国信证券经济研究所整理

全球第四次产业转移 正在出现



- 从发展模式来看，当前公募基金行业主要可以分为以下四类：
- 精品权益型：“股票+混合型”基金占比较高，管理费收入贡献高于均值；
 - 精品固收型：侧重固收型基金策略，管理费收入贡献高于均值；
 - 渠道驱动型：渠道优势（如券商、保险、银行系基金公司）推动业务发展，是当前前三十大基金公司的主要选择；
 - 产品创新型：仅少数机构选择该策略，“股票+混合型”基金占比偏高。

表：公募基金战略及策略实施对比

战略选择	策略实施	代表机构
精品权益型	高主动管理类权益产品占比，高管理费率，低渠道分成，推动投研体系完善和核心员工激励	中欧基金、景顺长城基金
产品创新型	权益赛道为主，持续创新新迭代，如针对海外先进经验发力被动权益、量化等产品线，优化管理费率	华夏基金、华泰柏瑞等
精品固收型	固收型产品占比高，提升相关产品线主动管理能力，如发力“固收+”产品线	鹏扬基金、蜂巢基金等
渠道领先型	以银行系和头部互联网公司持股为主，同业资源丰富，渠道能力强，发力机构资管业务，以量的快速扩张弥补现有产品管理费率偏低不足	招商基金、博时基金、天弘基金、永赢基金、兴业基金等

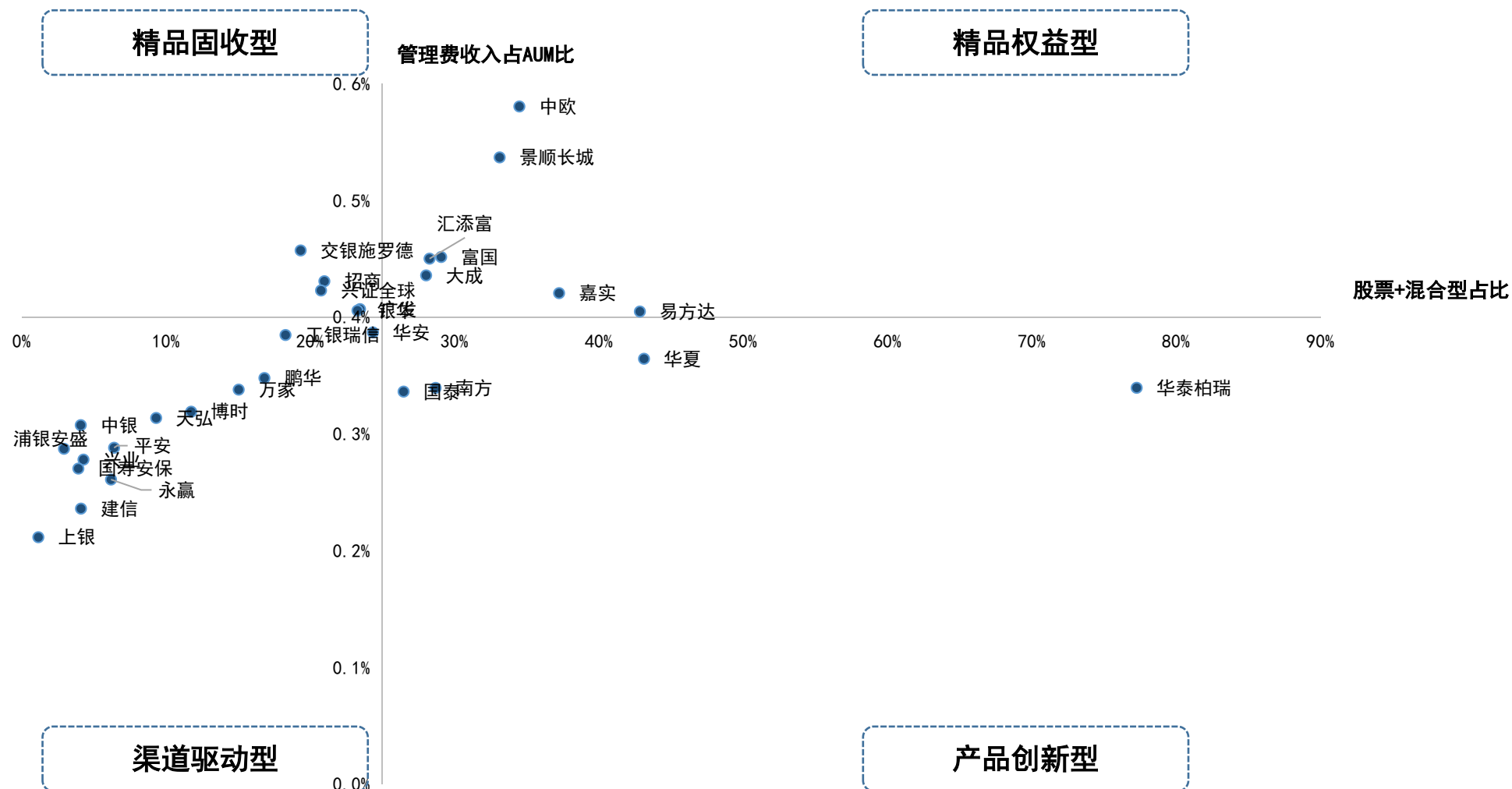
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

- 为什么乐高能够诞生90多年，还稳坐拼搭积木类玩具王座？我们认为其核心吸引力是创新，其自诞生起，就不断研发和生产新产品来满足用户的需求，乐高的迷人之处还在于变化，它拥有超过3700种砖型模块，仅仅6块积木就能形成超过9.15亿种潜在组合。
- 这些年，无论主动还是指数化，华夏基金都在创设颗粒度越来越小的资产类别，就像可以用一小块一小块的乐高拼出各种形状、各种大小的造型一样，我们相信只有对资产的理解和管理有了这样的颗粒度，才能给财富管理带来更多可实现的“创意组合”，才能更好地服务于财富管理。

—— 华夏基金总经理 李一梅

产品结构调整下公募基金路径选择与执行

图：前30大公募基金管理费收入与股票+混合型基金占比



其中横轴代表2024年股票型+混合型基金净值占比，纵轴代表2024年基金公司管理费除以管理的净值规模。资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

【 01 】 格局篇：资管地位

【 02 】 对标篇：发展路径

【 03 】 政策篇：探路寻机

【 04 】 突破篇：范式转变

➤ 今年5月，证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，《方案》重点从公募基金产品和公募基金机构两方面，针对行业经营理念有偏差、功能发挥不充分、发展结构不均衡、投资者获得感不强等问题，提出针对性举措。

图：《方案》要点梳理

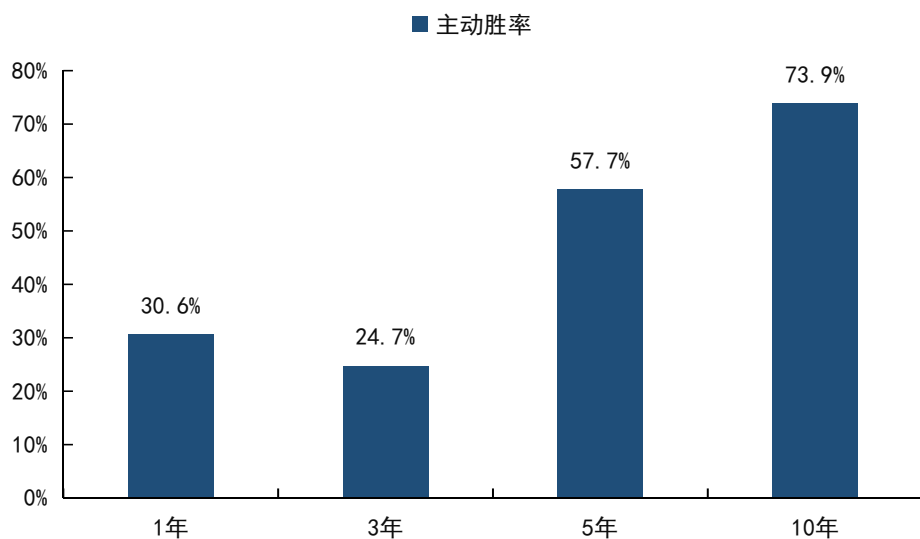
对象	要点	具体内容
基金公司	改革基金公司绩效考核机制	1、出台基金公司绩效考核管理规定，要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重，基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，前者包括基金净值增长率、业绩比较基准对比等指标，后者包括基金利润率、盈利投资者占比等指标。 2、基金公司股东和董事会对公司高管的考核，基金投资收益指标权重不低于50%；对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于80%。 3、对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于80%。
	强化监管分类评价的引导作用	1、将投资者盈亏及占比、业绩比较基准对比、权益类基金占比、投研能力评价情况等纳入基金公司评价指标体系。 2、将三年以上中长期业绩、自购旗下权益类基金规模、投资行为稳定性、权益投资增长规模等指标的加分幅度在现有基础上提升50%。 3、前述指标占“服务投资者能力”的评分权重合计不低于80%。
	加大薪酬管理力度	1、完善证券基金经营机构薪酬管理制度，督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。 2、强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。
	优化行业发展格局	1、支持优质头部基金公司业务创新发展，促进资产管理和综合财富管理能力双提升。 2、支持基金公司市场化并购重组，推动严重违规机构依法出清。
	加强监管引导与制度供给	1、在基金公司监管分类评价中，显著提升权益类基金相关指标权重，突出权益类基金发展导向，依法强化分类评价结果运用。 2、制定公募基金参与金融衍生品投资指引，更好满足公募基金加强风险管理、稳定投资行为、丰富投资策略等需求。
基金产品	强化业绩比较基准的约束作用	1、制定公募基金业绩比较基准监管指引，明确基金产品业绩比较基准的设定、修改、披露、持续评估及纠偏机制，对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管，切实发挥其确定产品定位明晰投资策略、表征投资风格、衡量产品业绩、约束投资行为的作用。 2、对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬。
	建立浮动管理费收取机制	1、对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，对符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平，如持有期间产品实际业绩表现符合同期业绩比较基准的，适用基准档费率；明显低于同期业绩比较基准的，适用低档费率；显著超越同期业绩比较基准的，适用升档费率。 2、在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%。
	稳步降低基金投资者成本	引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。
	突出权益产品导向	1、优化权益类基金注册安排，实施ETF快速注册机制，原则上自受理之日起5个工作日内完成注册；对主动管理权益类基金和场外成熟宽基股票指数基金，原则上自受理之日起10个工作日内完成注册；对明确约定最低持股比例要求的混合型基金、债券型基金，原则上自受理之日起15个工作日内完成注册。 2、推动权益类基金产品创新发展，积极支持主动管理权益类基金创新发展，研究推出更多与基金业绩挂钩、投资者回报绑定、鼓励长期持有的浮动费率基金产品；大力发展各类场内外指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金；研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品。
	支持各类基金产品协调发展	加大含权中低波动型产品、资产配置型产品创设力度，修订完善基金中基金（FOF）、养老目标基金等产品规则，适配不同风险偏好投资者需求，促进权益投资、固定收益投资协调发展。

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

主动股基胜率不高是投资者体验不佳的主要原因

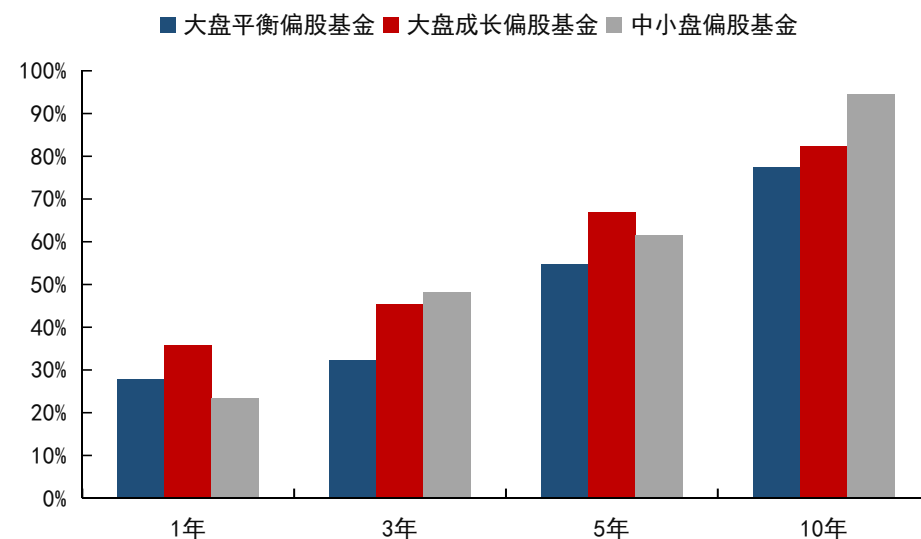
➤ 投资者获得感方面，主动股基胜率不高是体验不佳的主因。根据晨星公司统计，截至2025年4月末，绝大部分的主动股基收益率在短、中、长期内均难以跑赢沪深300指数，也难以跑赢同类被动股基，显示主动股基超额收益创造能力整体偏弱。《方案》注重对主动股基进行优胜劣汰管理，基金业绩不佳的产品将面临管理费率下调、基金经理绩效减少等情形，基金业绩优秀的产品则有望实现管理费率升档、基金经理绩效合理适度提升等奖励。这类举措将促进“良币驱逐劣币”，基金管理能力较强的基金经理、基金业绩优秀的产品将在市场上具备更强竞争力。短期可能主动股基创收能力有所减弱，甚至规模可能有收缩。但长期中有利于基金公司与基金投资者利益趋于一致，优秀的产品脱颖而出，不仅可以提升投资者获得感，也有利于基金公司长期可持续发展。

图：主动股基胜率（截至2025-4-30，以沪深300为基准）



资料来源：晨星，国信证券经济研究所整理

图：主动股基胜率（截至2025-4-30，以同类被动股基为基准）



资料来源：晨星，国信证券经济研究所整理

➤ 《方案》以“强监管、防风险、促发展”为核心导向，通过系统性制度重构引导行业从规模扩张转向质量提升。

图：《方案》内容及影响

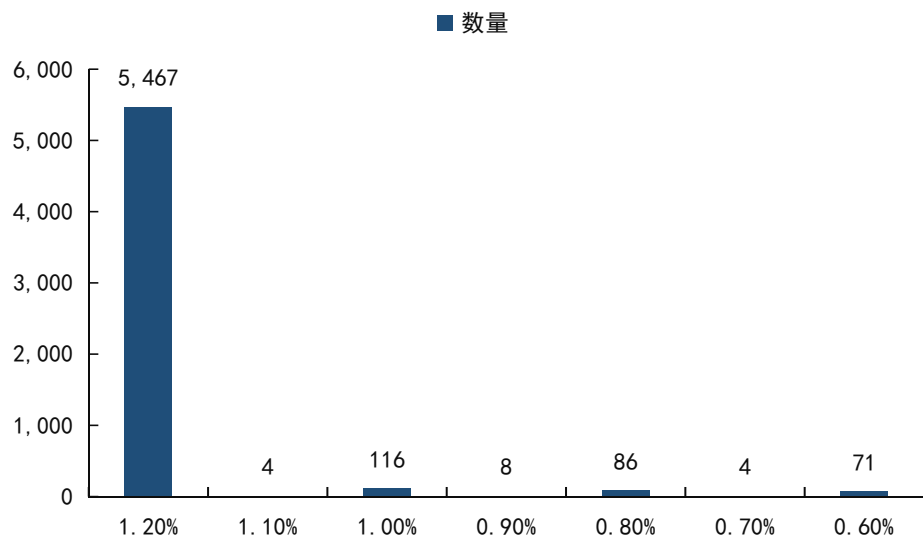
主旨	重点内容	对应条款	具体影响
费率模式与利益绑定机制改革	对主动管理权益类基金推行浮动管理费率，根据业绩表现分档收取管理费，业绩低于基准需少收费用	第1条	1、 基金公司经营逻辑转变 ：打破“旱涝保收”模式，倒逼机构提升投研能力，管理费收入将与投资者收益深度绑定，头部机构可能凭借投研优势扩大市场份额，中小机构面临转型压力。 2、 行为长期化 ：通过薪酬与业绩的强关联（如三年业绩低于基准10%需降薪），抑制基金经理短期博弈行为，推动投资策略转向长期价值创造。
	强制高管及基金经理自购产品并延长锁定期，绩效薪酬与中长期业绩挂钩	第8条	
考核评价体系重构	全面实施三年以上长周期考核，权重不低于80%，引入基金利润率、盈利客户占比等投资者回报指标	第5条	1、 市场波动率下降 ：长周期考核将降低基金换手率，减少追涨杀跌行为，增强市场稳定性。 2、 行业生态优化 ：考核导向从“规模扩张”转向“回报创造”，推动中小机构聚焦细分赛道（如主题ETF、智能投顾），形成差异化竞争格局。
	修订基金分类评价标准，降低规模排名权重，提升权益类基金占比及投研能力评分	第6条、第9条	
权益投资规模与市场稳定性提升	实施股票ETF“5日快速注册”机制，推动中低波动含权产品扩容	第10条、第11条	1、 资金供给优化 ：权益类基金有望为市场引入长期稳定资金，促进投融资平衡。 2、 风险防控强化 ：通过业绩基准约束，降低行业集中度风险，防范系统性风险传导。
	强化业绩比较基准约束，严控主题基金风格漂移，动态调整产品注册节奏	第2条	
投资者服务能力升级	出台基金投顾管理规定，推广机构投资者直销服务平台	第15条	1、 投资体验改善 ：投顾业务规范化和组合投资服务普及，将提升投资者资产配置效率；信息披露透明化有助于降低信息不对称，增强信任感。 2、 投资成本降低 ：综合费率改革叠加销售费用调降，提升投资者净收益。
	修订信息披露模板，新增跟踪误差、信息比率等透明度指标	第3条	
监管与风控体系强化	完善流动性风险防控机制，建立压力测试和巨额赎回应急预案	第19条	1、 合规水平提升 ：通过分类评价和风险画像，倒逼机构完善内控，新规将进一步遏制违规行为。 2、 行业韧性增强 ：衍生品投资指引的出台将提升风险对冲能力，结合逆周期调节机制，增强行业抗冲击能力。
	严查股权代持、风格漂移等违规行为，修订《证券投资基金法》提升违法成本	第24条	

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

大型机构带头发行浮动管理费率产品

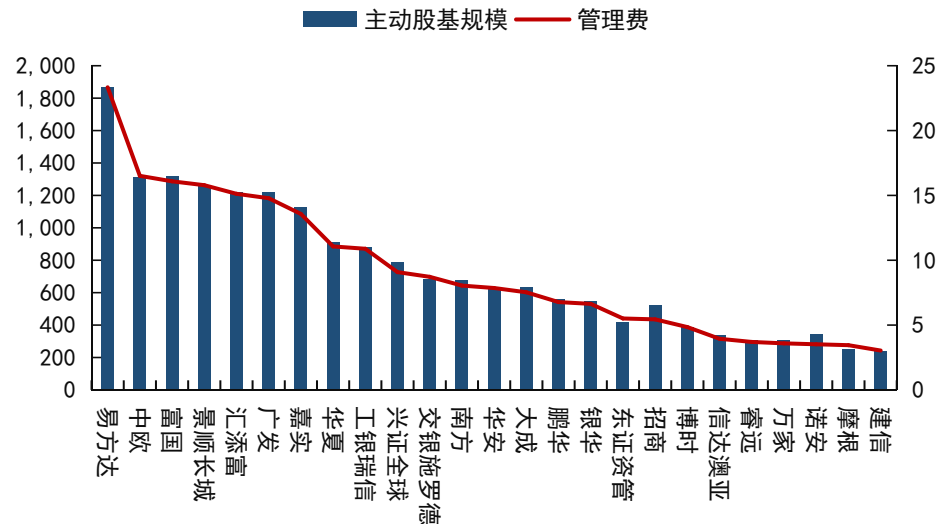
- 截至当前，主动股基（普通股票型+偏股混合型）管理费率多处于0.6%-1.2%区间，其中，1.2%的产品数量占据绝大多数。
- 基金公司层面，总体大型基金公司主动股基管理规模较大，易方达、中欧、富国等基金公司主动股基管理规模及管理费收入居前。按照《方案》要求，管理规模居前的机构将带头试点浮动费率产品，在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%。大型基金公司主动股基当前管理费收入尚可，能够为浮动管理费率基金的探索提供支持。

图：主动股基管理费率处于0.6%至1.2%之间（单位：只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各基金公司主动股基管理费及规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

大型机构带头发行浮动管理费率产品

➤ 5月底，首批浮动管理费率基金已发布。一共26只产品，多由大型机构的资深投资经理进行管理。

图：首批浮动管理费率基金概况

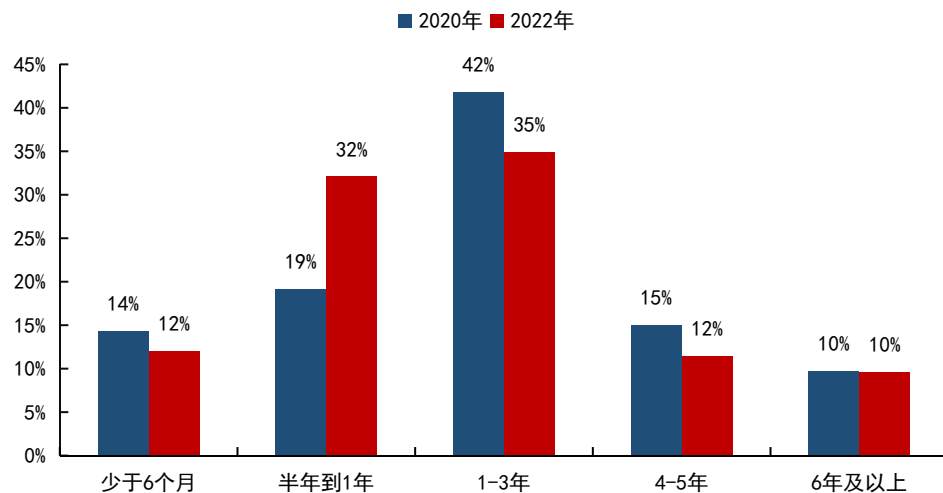
产品名称	基金公司	托管人	基金经理	基金经理年限(年)
东方红核心价值混合型	东方红资产管理	浦发银行	周云	11.95
富国均衡配置混合型	富国基金	建设银行	孙彬	6.01
嘉实成长共赢混合型	嘉实基金	中国银行	李涛	4.56
天弘品质价值混合型基金	天弘基金	浦发银行	贾腾	5.73
华安竞争优势混合型	华安基金	建设银行	栾超	8.63
交银施罗德瑞安混合型	交银施罗德基金	浦发银行	黄鼎	3.65
汇添富均衡潜力优选混合型	汇添富基金	农业银行	卞正	3.26
华夏瑞享回报混合型	华夏基金	建设银行	王君正	11.14
中欧大盘智选混合型	中欧基金	工商银行	沈悦	5.04
广发价值稳进混合型	广发基金	中国银行	王明旭	6.61
易方达成长进取混合型	易方达基金	中国银行	刘健维	5.87
博时卓睿成长股票型	博时基金	建设银行	田俊维	9.61
银华成长智选混合型	银华基金	建设银行	王晓川	3.02
宏利睿智领航混合型	宏利基金	农业银行	孟杰	4.72
南方瑞享混合型	南方基金	中信银行	李锦文，袁立	6.47
平安价值优享混合型	平安基金	农业银行	何杰	6.77
景顺长城成长同行混合型	景顺长城基金	招商银行	农冰立	6.23
工银瑞信泓裕回报混合型	工银瑞信基金	招商银行	郭雪松	5.70
兴证全球合熙混合型	兴证全球基金	招商银行	陈聪	2.53
招商价值严选混合型	招商基金	交通银行	朱红裕	11.18
万家新机遇同享混合型	万家基金	工商银行	束金伟	5.42
鹏华共赢未来混合型	鹏华基金	--	--	--
大成至臻回报混合型	大成基金	--	--	--
安信价值共赢混合型	安信基金	--	--	--
华商致远回报混合型	华商基金	--	--	--
信澳优势行业混合型	信达澳亚基金	--	--	--

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

改进投资者体验需要多管齐下

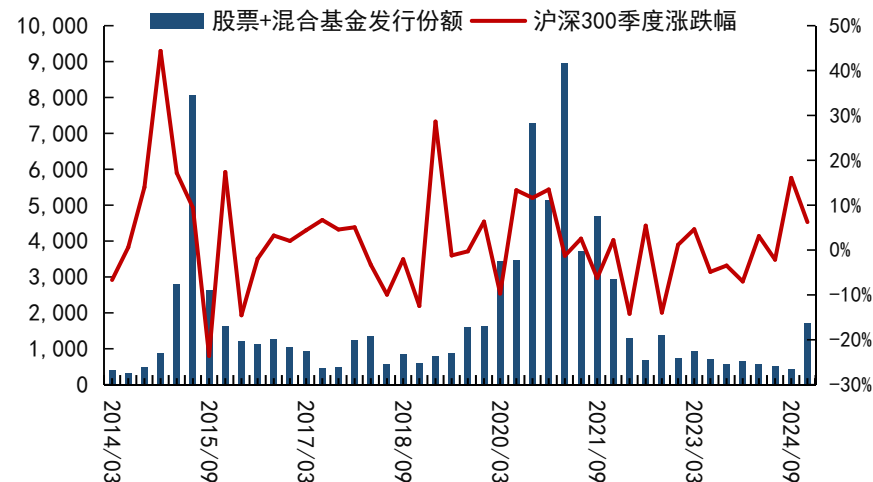
- 《方案》重点从改变基金公司“规模经营”逻辑，增加考核方式等方式，促进公募基金提升投资者获得感。
- 在实践中，基民的短期化交易导致基民在基金净值波动中高买低卖，错失长期复利机会。投资者行为偏差主要体现在短期化操作与认知错位。一是频繁申赎与追涨杀跌。根据中基协发布的《全国公募基金市场投资者状况调查报告2022》，有14%的基民持有单只基金时间短于6个月，19%的基民持有单只基金时间介于半年到1年之间。
- 公募基金行业层面，渠道激励扭曲与产品供给失衡，成为行业结构性矛盾。银行等渠道为获取高额代销费，推动基金公司频繁发行新基金，而增长的费用主要由投资者承担。

图：个人持有者持有单只基金时长分布



资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

图：股票+混合型基金往往在指数快速上涨阶段发行较多（单位：亿份）

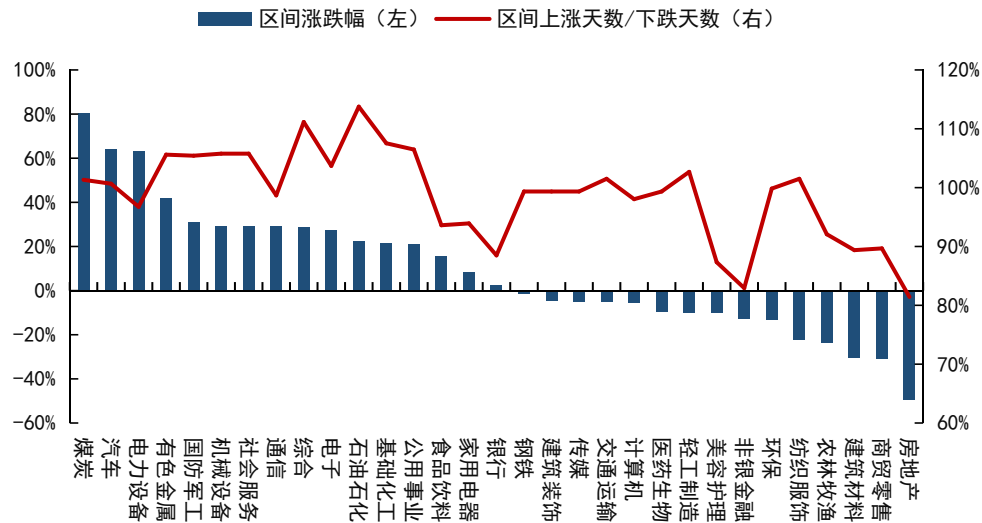


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

强化业绩基准作用，严控风格飘移

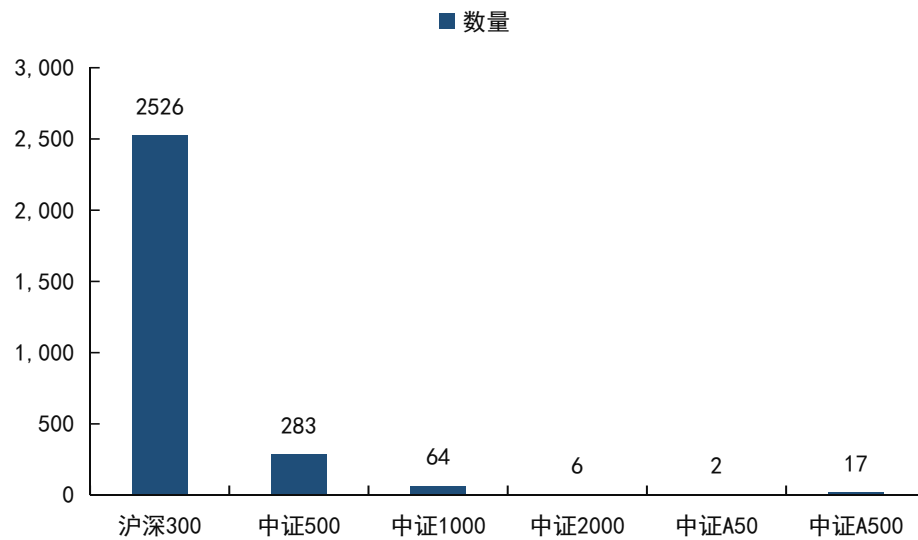
- 押注赛道是以往爆款基金频频成功的主要手段。市场环境 with 风格切换的冲击亦能影响投资者体验，这主要体现在行业或者赛道分化加剧收益不平均。以2020至2024年区间各个行业的区间涨跌幅为例，排名靠前的行业涨幅约在60%–80%区间，排名靠后的则在–40%左右。基金“押中”某个赛道便可乘势起飞，错过赛道则只能望洋兴叹。
- 强化业绩基准的作用，杜绝风格漂移，并做好投资者与产品适配性优化，是实现公募基金“负债端”稳定的关键。
- 主动股基层面，绝大多数主动股基以沪深300为业绩基准。

图：各个行业2020年至2024年区间涨跌幅呈现巨大差异



资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

图：主要指数作为业绩基准的主动股基产品数量（单位：只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：只统计普通股票型、偏股混合型基金

基准指数与主动股基行业权重差异比较

➤ 强化基准作用下，行业配置或面临纠偏。主动股基对银行与非银金融的低配程度过高，对电子、医药高配程度过高。

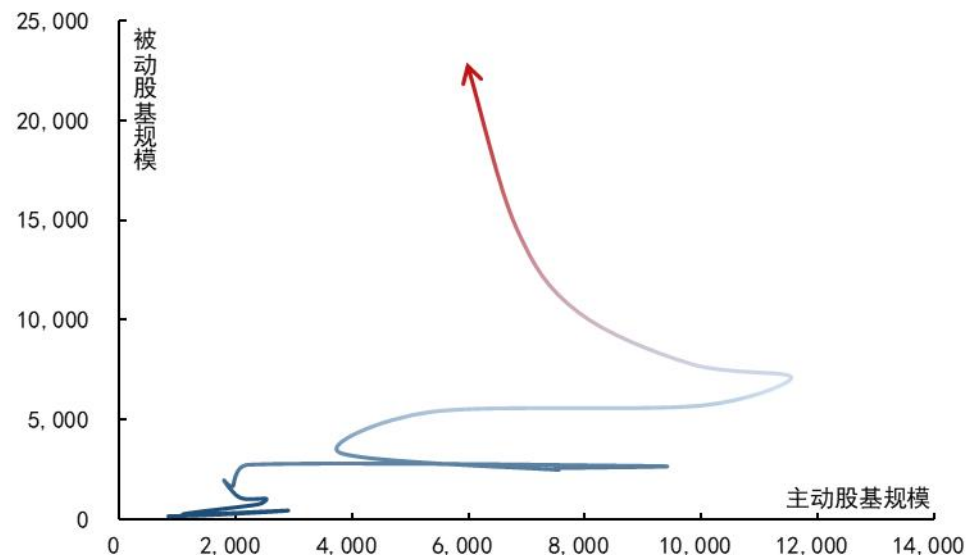
图：沪深300、中证A500与主动股基的行业配置权重差异-截至2025Q1末（单位：%）

行业名称	主动股基权重	沪深300权重	主动股基-沪深300	中证A500权重	主动股基-中证A500
电子	15.99	9.50	6.49	10.72	5.27
医药生物	10.83	6.13	4.70	7.58	3.25
电力设备	10.45	7.24	3.21	8.56	1.89
食品饮料	6.87	9.13	-2.26	7.34	-0.47
汽车	6.38	4.64	1.74	5.17	1.21
机械设备	4.29	2.46	1.83	3.19	1.10
通信	4.22	3.24	0.98	3.34	0.88
家用电器	3.86	3.74	0.12	3.80	0.06
计算机	3.56	3.65	-0.09	4.92	-1.36
传媒	3.50	0.71	2.79	1.65	1.85
有色金属	3.30	4.12	-0.82	5.05	-1.75
银行	3.23	14.56	-11.33	9.35	-6.12
国防军工	2.95	1.72	1.23	3.47	-0.52
基础化工	2.90	1.83	1.07	2.82	0.08
交通运输	2.16	3.62	-1.46	3.83	-1.67
社会服务	1.60	-	1.60	0.30	1.30
公用事业	1.58	3.75	-2.17	3.28	-1.70
非银金融	1.50	10.81	-9.31	5.97	-4.47
轻工制造	1.43	0.12	1.31	0.34	1.09
商贸零售	1.36	0.54	0.82	0.67	0.69
房地产	1.21	0.78	0.43	1.00	0.21
石油石化	1.21	1.58	-0.37	1.62	-0.41
农林牧渔	1.12	1.47	-0.35	0.63	0.49
纺织服饰	0.98	0.04	0.94	0.16	0.82
煤炭	0.81	1.39	-0.58	1.16	-0.35
建筑装饰	0.68	1.91	-1.23	1.97	-1.29
美容护理	0.52	0.13	0.39	0.25	0.27
建筑材料	0.48	0.65	-0.17	0.68	-0.20
环保	0.47	-	0.47	0.37	0.10
钢铁	0.44	0.54	-0.10	0.81	-0.37
综合	0.11	-	0.11	-	0.11

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

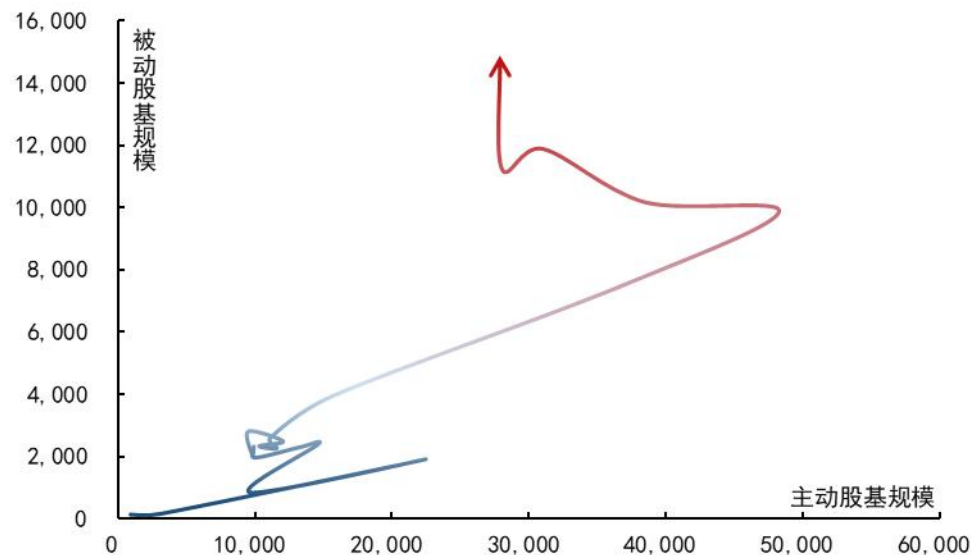
- 机构投资者会阶段性增持主动股票基金，个人投资者对主动股票基金的信心似乎短期难恢复。股票基金被动化趋势仍在推进。
- 机构投资者：截至2024年末，机构投资者持有被动股票基金规模逼近2.3万亿元，持有主动股票基金则下降至约6,000亿元。2015年及2019-2021年间，机构投资者增持偏股混合基金、灵活配置基金。2023年，机构持有被动股基超过主动股基，此后领先优势迅速扩大。
- 个人投资者：对于主动股基的信心仍未见恢复。截至2024年末，个人投资者持有的主动股基约2.8万亿元，持有被动股基约1.5万亿元。2022年来，个人持有被动股基持续增长、主动股基持续下降。2024年，伴随行情回暖，个人持有主动股基规模只是未下降，未见回升。

图：机构投资者持有的股票基金规模变化轨迹图（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：颜色越蓝表示时间越早，越红表示时间越晚
时间维度为2005年至2024年，后同

图：个人投资者持有的股票基金规模变化轨迹图（单位：亿元）

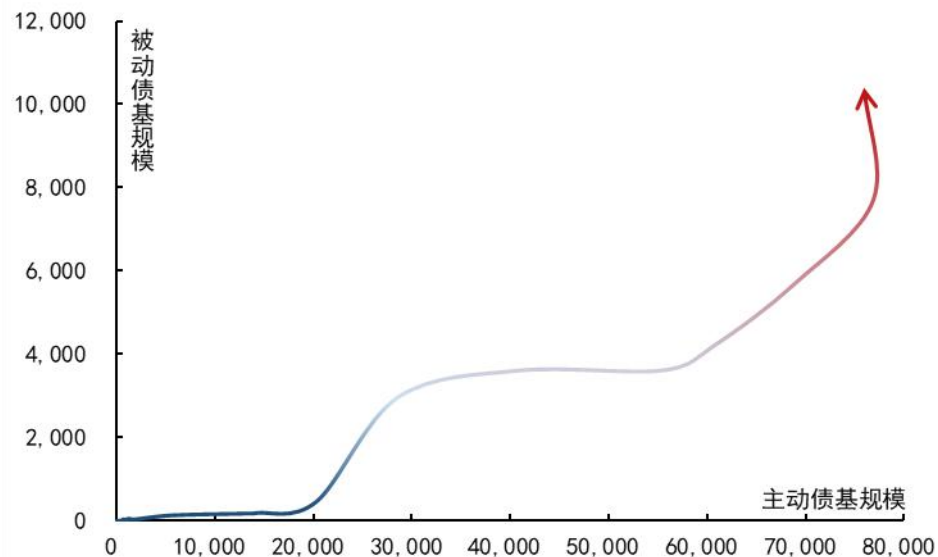


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：颜色越蓝表示时间越早，越红表示时间越晚

债券基金产品：主动与被动齐头并进

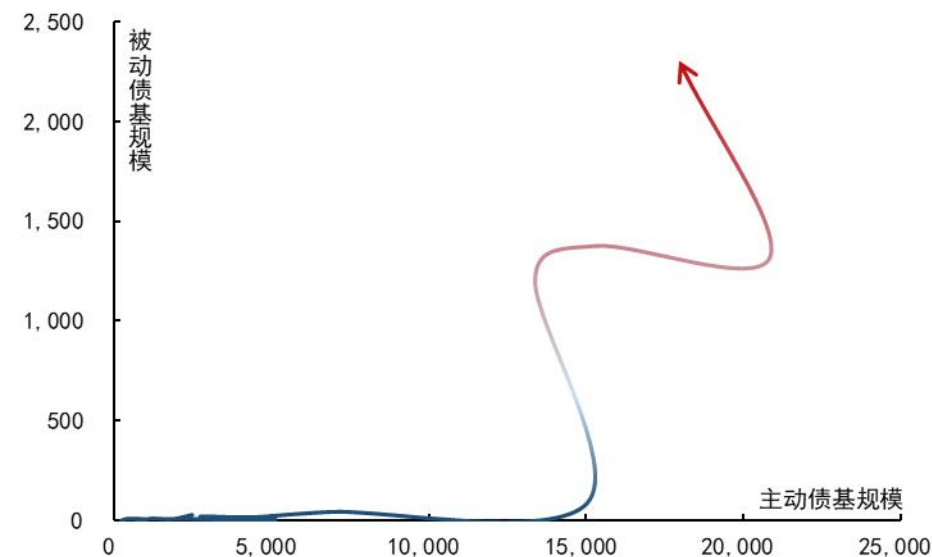
- 产品丰富、市场环境变化、投资者需求增加促使主动债券基金与被动债券基金共进式发展。
- 机构投资者：2019年，被动债基密集发行53只，推动被动债基扩容至100只，机构投资者持有被动债基开启第一波快速增长。此外，资管新规逐步落地，理财资金等配置资产逐步实现非标转标，推动机构持有债基整体扩容。
- 个人投资者：2022年，同业存单指数挂钩的被动债基密集发行，吸引大量个人投资者，推动个人投资者持有的被动债基一举突破1,000亿元。

图：机构投资者持有的债券基金规模变化轨迹图（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：颜色越蓝表示时间越早，越红表示时间越晚

图：个人投资者持有的债券基金规模变化轨迹图（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：颜色越蓝表示时间越早，越红表示时间越晚

- 从因子有效性来看，红利、低波、价值、质量、现金流等因子长期有效，Rank IC>0的时期不低于70%。成长、动量因子有效性相对较弱。
- 从因子相关性来看，相关性较强的因子两两组合或更多组合，能够增强因子暴露，从而有望增厚收益，提升投资组合的长期表现。此外，将相关性较弱的因子两两组合或更多组合，则能够降低投资者收益波动性，提升夏普比率。
- 目前国内主流的指数公司，比如中证指数、华证指数等，均已发布一系列多因子指数，为未来多因子指数投资提供基准参考。

图：主要SmartBeta因子有效性

因子	Rank IC	Rank ICIR	t值	Rank IC>0占比
价值	0.08	0.44	2.26	0.70
红利	0.06	0.49	2.50	0.70
低波	0.10	0.64	3.25	0.74
质量	0.06	0.69	3.50	0.85
现金流	0.04	0.71	3.63	0.74
动量	-0.03	-0.18	-0.93	0.44
成长	-0.02	-0.23	-1.18	0.41

资料来源：中证指数，Wind，国信证券经济研究所整理
注：计算时间为2010年至2024年

图：主要SmartBeta因子相关性

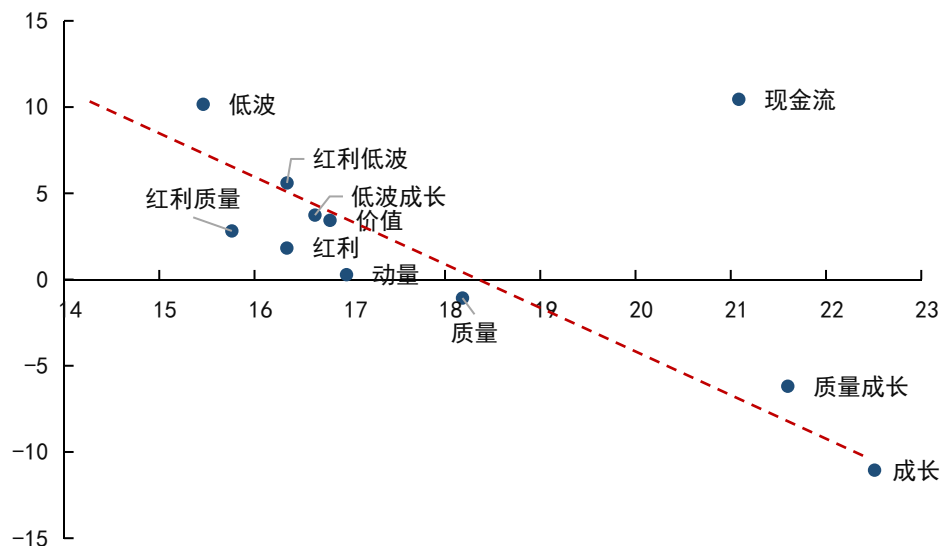
	价值	成长	红利	低波	质量	动量	现金流
价值	1.00	0.05	0.72	0.52	0.40	0.01	0.37
成长	0.05	1.00	-0.06	-0.05	0.06	0.11	-0.03
红利	0.72	-0.06	1.00	0.41	0.22	0.05	0.23
低波	0.52	-0.05	0.41	1.00	0.18	-0.23	0.10
质量	0.40	0.06	0.22	0.18	1.00	0.10	0.56
动量	0.01	0.11	0.05	-0.23	0.10	1.00	0.09
现金流	0.37	-0.03	0.23	0.10	0.56	0.09	1.00

资料来源：中证指数，国信证券经济研究所整理

主要因子风险收益特征差异明显

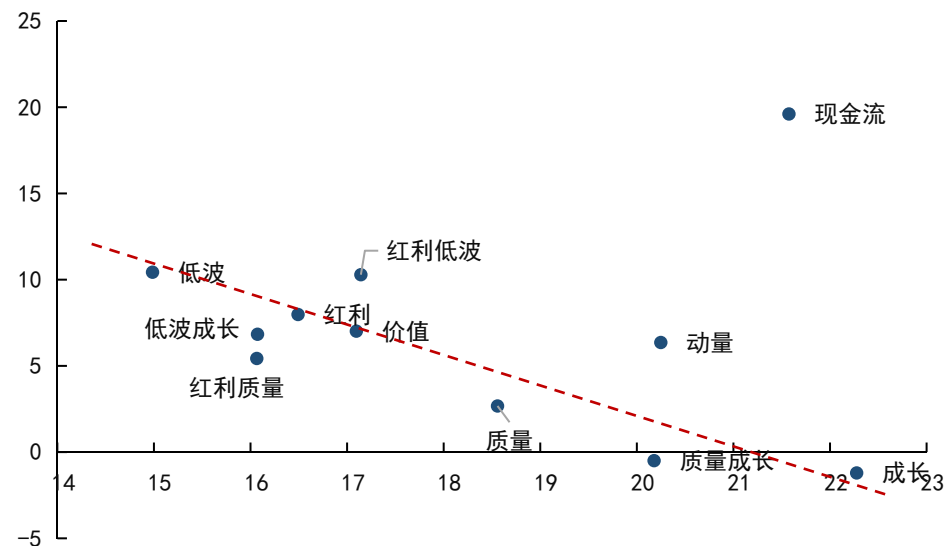
- 风险越高，预期收益率越高？各个因子的历史表现却并非如此。
- 3年时间维度（2022年3月-2025年3月）：各个因子的波动率与收益率相关性为负，并且较为显著。低波、红利低波等因子不仅波动率低，而且收益率高。
- 5年时间维度（2020年3月-2025年3月）：各个因子的波动率与收益率相关性仍旧为负，显著程度有所降低。

图：主要SmartBeta因子近3年年化收益率与波动率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：横轴为年化波动率，纵轴为年化收益率

图：主要SmartBeta因子近5年年化收益率与波动率

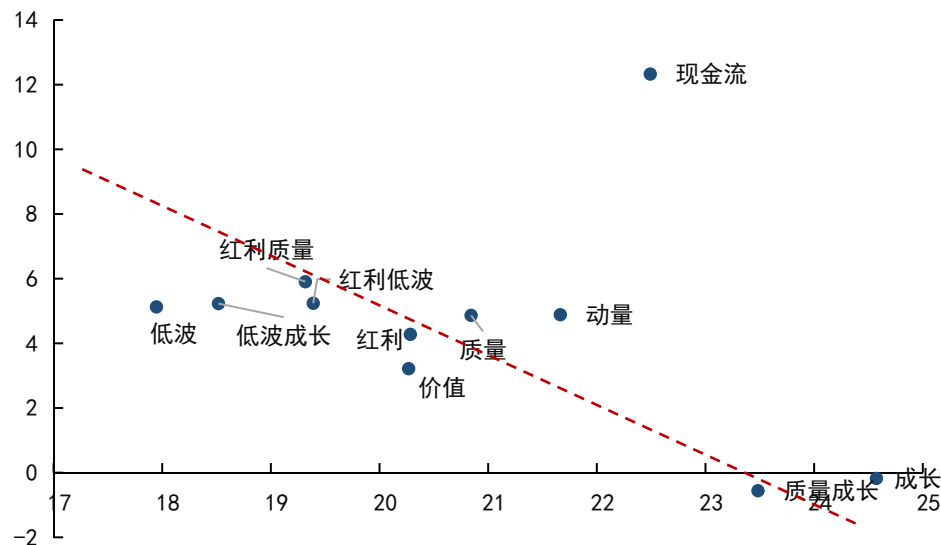


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：横轴为年化波动率，纵轴为年化收益率

主要因子风险收益特征差异明显（续）

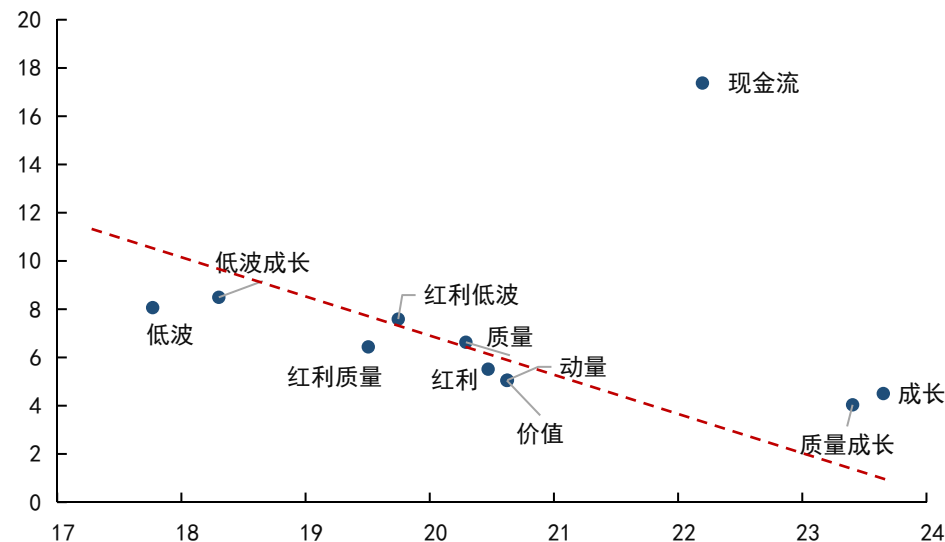
- 更长时间维度来看，各个因子的收益率基本可以保持为正，但波动率与收益率之间的负相关关系仍旧保持。
- 10年时间维度（2015年3月-2025年3月）：除质量成长、成长因子收益率为负以外，其余各个因子收益率均为正。
- 15年时间维度（2010年3月-2025年3月）：各个因子收益率均转正，但收益率与波动率负相关关系未改变。
- 因此，时间推移或许可以提升因子的收益率，但似乎难改变因子的风险收益相关性，这能够为SmartBeta产品开发与投资提供参考。

图：主要SmartBeta因子近10年年化收益率与波动率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：横轴为年化波动率，纵轴为年化收益率

图：主要SmartBeta因子近15年年化收益率与波动率

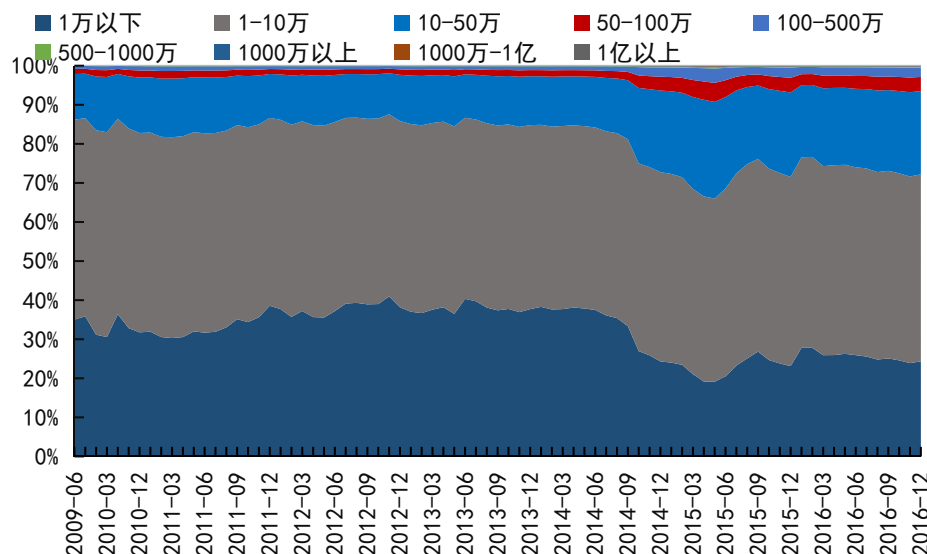


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：横轴为年化波动率，纵轴为年化收益率

散户群体持股户均持股市值较小，稳定市场需注重引导长期资金入市

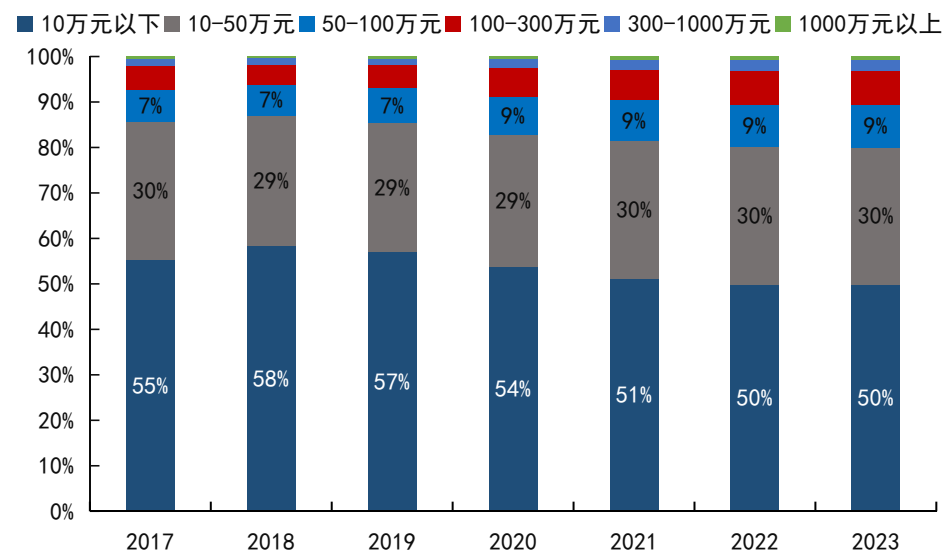
- 根据中证登统计，绝大部分个人投资者持股市值不足**50万元**。截至2016年底（此后中证登停止披露相关数据），持股市值在50万元以下的自然人账户数量占比为93.6%，其中1万元以下占比24.4%、1-10万元占比47.9%、10-50万元占比21.3%。
- 根据上交所统计，近年来持股市值**50万元以上**的个人投资者占比有所提升，但绝对比例仍较低。截至2023年底，持股市值在50万元以下的自然人账户数量占比为80.1%，其中10万元以下占比49.9%、10-50万元占比30.2%。
- 户均持股市值规模较小，为博取较高的投资收益，投资者便容易进行高仓位投资。低户均市值+高仓位+A股高波动率三者叠加，使得散户持有A股的投资体验不佳。

图：中国自然人账户数占比（按流通市值）



资料来源：中国证券登记结算公司，国信证券经济研究所整理

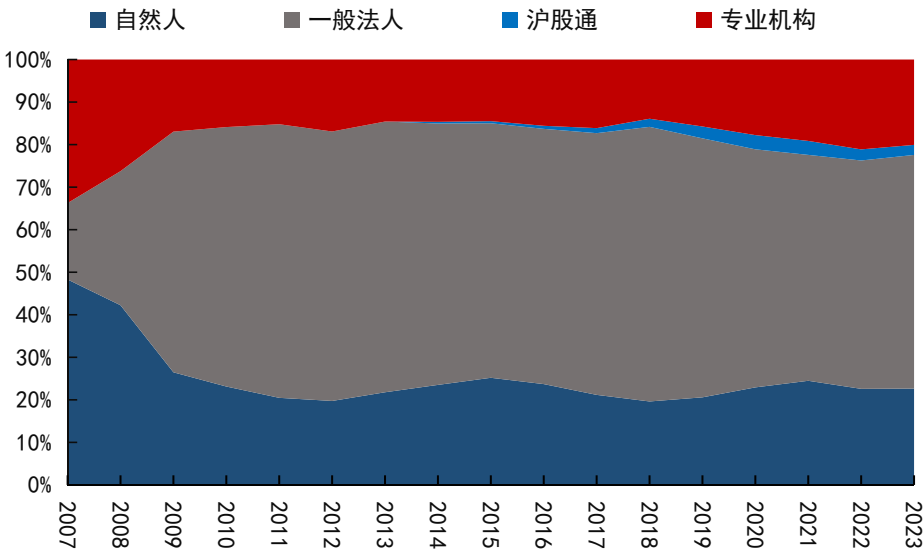
图：自然人投资者持股账户数占比（按市值）



资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

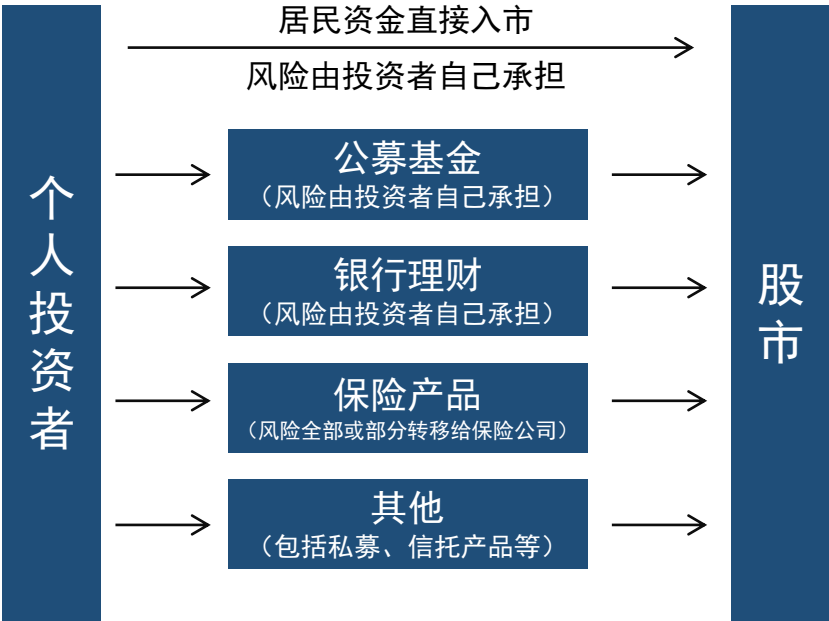
- 存款利率逐步降低，存款转化为股市投资资金的潜力巨大。但考虑到我国居民储蓄习惯较强，仍较为看重收益的稳定性，居民资金直接入市的动能较小。居民大概率通过购买公募基金、银行理财、保险等机构投资者的产品，间接投资股市。
- 需要注意的是，保险产品是“类资金池”的管理模式，居民购买保险产品、保险再进行权益投资的这一方式与其他机构不同，居民获得保险产品较高的确定收益率，风险全部或部分由保险公司承担。而居民通过公募基金、银行理财等产品投资股市时，风险由居民自身承担。

图：各类投资主体持有股票市值占比



资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

图：个人投资者资金入市的途径

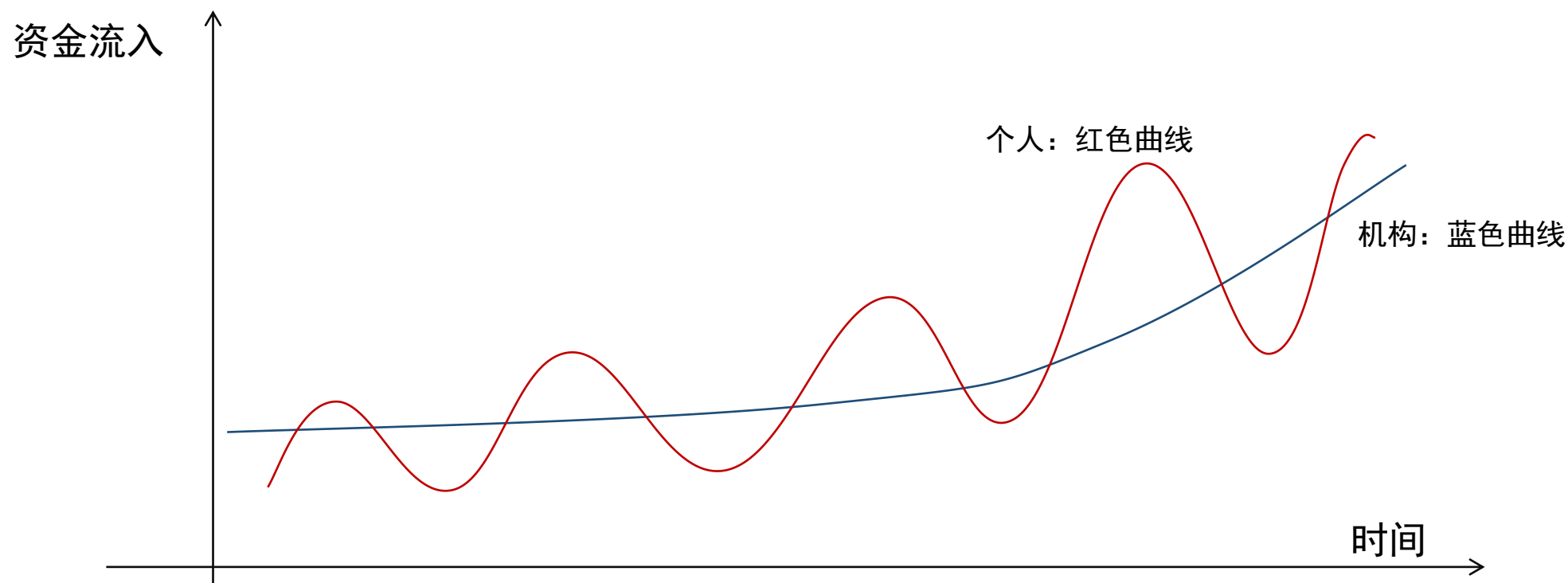


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资本市场长期中获得资金净流入，公募基金发展空间良好

- 我们将资本市场的资金流入区分为机构资金流入及个人资金流入。理论上，机构资金流入会伴随机构资产负债表的扩张而持续增长，个人资金的流入则受到各种短期因素的影响，呈现较大的波动，尤其是在社交平台加快信息传播速度后，这种波动会更明显。

图：资本市场的资金流动情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 当前，股票ETF产品开发最充分，跨境产品次之，债券及商品ETF仍具备发展空间。但伴随机构投资者节省资本、流动性需求提升，债券ETF是良好的发展方向。此外，散户投资者对债券ETF的投资也在增长，网红产品鹏扬30年国债ETF即吸引较多个人投资者。商品ETF目前以黄金ETF为主，未来品种仍可拓宽，比如白银、能源、化工等领域。
- 股票ETF细分来看，部分方向尤其是smart beta也可增加布局。目前绝大部分股票ETF以追踪宽基指数为主，主题策略及行业ETF规模相对较小。不同于宽基70%由机构投资者持有，行业主题型ETF是个人投资者的主阵地。行业主题ETF中大单品特征显著，具有高波动、高贝塔、高收益特征的ETF更容易做大规模，且先发优势同样重要。

图：各类型ETF份额及净值规模（单位：亿份、亿元）

ETF类型	份额	净值
股票型	18,209	28,925
债券型	62	1,439
商品型	140	755
跨境型	4,618	3,970

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类型股票ETF份额及净值规模（单位：亿份、亿元）

股票ETF类型	份额	净值
主题指数	5,306	4,368
规模指数	10,255	21,904
行业指数	2,158	1,952
策略指数	468	681
风格指数	21	19

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基金资管受益：加强产品创设，丰富投资者工具



- 当前，股票ETF产品开发最充分，跨境产品次之，债券及商品ETF仍具备发展空间。但伴随机构投资者节省资本、流动性需求提升，债券ETF是良好的发展方向。此外，散户投资者对债券ETF的投资也在增长，网红产品鹏扬30年国债ETF即吸引较多个人投资者。商品ETF目前以黄金ETF为主，未来品种仍可拓宽，比如白银、能源、化工等领域。
- 股票ETF细分来看，部分方向尤其是smart beta也可增加布局。目前绝大部分股票ETF以追踪宽基指数为主，主题策略及行业ETF规模相对较小。不同于宽基70%由机构投资者持有，行业主题型ETF是个人投资者的主阵地。行业主题ETF中大单品特征显著，具有高波动、高贝塔、高收益特征的ETF更容易做大规模，且先发优势同样重要。

图：机构持有人占比较高的ETF类型

代码	简称	持有净值(亿元)	持有份额(亿份)	占比(%)
510300.0F	华泰柏瑞沪深300ETF	1,704.30	488.71	80.46
510310.0F	易方达沪深300ETF	1,336.41	783.71	95.08
159919.0F	嘉实沪深300ETF	981.24	270.81	94.47
510330.0F	华夏沪深300ETF	966.61	271.08	97.41
510050.0F	华夏上证50ETF	924.04	378.43	81.78
510500.0F	南方中证500ETF	633.62	126.68	85.75
159915.0F	易方达创业板ETF	336.32	203.68	65.18
588080.0F	易方达上证科创板50ETF	243.43	333.61	68.86
512100.0F	南方中证1000ETF	216.37	109.01	89.67
510180.0F	华安上证180ETF	184.11	55.78	95.96

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：个人持有人占比较高的ETF类型

代码	简称	持有净值(亿元)	持有份额(亿份)	占比(%)
588000.0F	华夏上证科创板50ETF	536.02	718.73	74.84
512880.0F	国泰中证全指证券公司ETF	232.06	296.32	77.42
512170.0F	华宝中证医疗ETF	146.95	494.78	67.53
512000.0F	华宝中证全指证券ETF	141.79	188.76	70.44
512480.0F	国联安中证全指半导体ETF	125.47	176.90	61.28
512010.0F	易方达沪深300医药卫生ETF	124.35	381.07	72.73
510880.0F	华泰柏瑞红利ETF	108.55	33.96	58.46
159949.0F	华安创业板50ETF	104.06	144.16	65.88
515790.0F	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	55.39	81.52	65.62
512690.0F	鹏华中证酒ETF	47.64	80.75	51.28

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

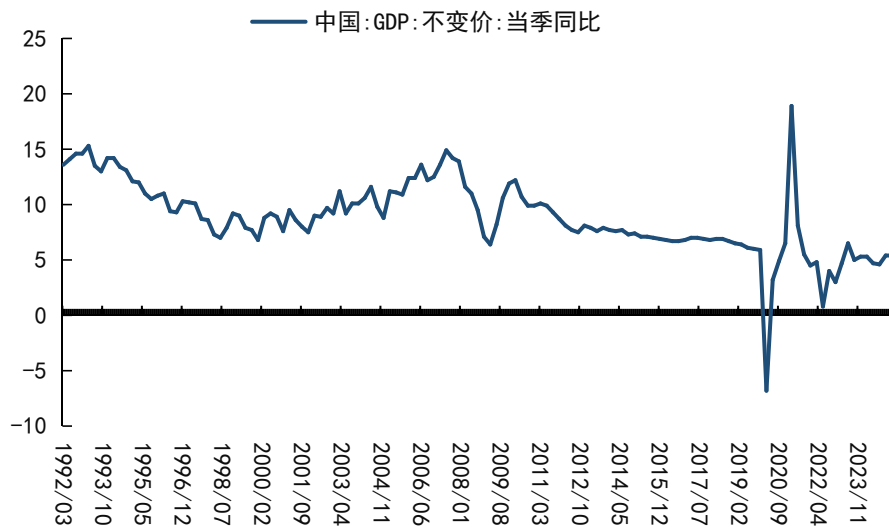
- 今后，中国资管行业的发展有三大机遇：**一是养老金**，需要在制度层面全面推进个人养老金账户、设计出与之相适配的税收激励政策，以及进一步完善其他配套政策；**二是高净值客户**，预计中国该群体的数量和投资规模将在未来五年延续较快增长；**三是中国居民财富再分配**，特别是从房地产和存款向金融资产的转移。
- 在具体的资产配置模式方面，无论是养老金、高净值客户，还是普通居民，都存在绝对收益和业绩弹性的双重需求，诸如“全天候”、“固收+”之类的均衡型资产配置模式在我国将具有较强的竞争力。

——泰康保险集团执行副总裁兼首席投资官 段国圣

“资产荒”形成：经济增长中枢下移，基础资产收益率下降

- 人口老龄化加剧、城镇化率快速突破后以城投和地产驱动的增长模式遇到瓶颈。这意味着此前通过劳动力、资源、环境等低成本要素大量投入来驱动经济增长的野蛮式投资模式已经走到尽头，因此2011年之后我国经济增长中枢下移。
- 促改革、调结构，但经济增长中枢再下台阶是必然趋势。2014年我国积极加速推动高质量发展转型，加快构建“双循环”发展格局，预计未来经济中枢仍将保持在较好水平。但全球新经济发展格局下，我国经济增速中枢已难以回到城投地产投资主导时代的高水平。
- 随着经济增速下台阶，我国基础资产的收益率持续下行。近年来十年期国债收益率中枢下移，居民主要配置的金融资产（存款和理财产品）收益率也跟随下行。预计随着经济增长中枢的进一步下移，无风险收益率将继续下降。

图：我国经济增速持续下台阶（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近年来十年期国债收益率持续下行

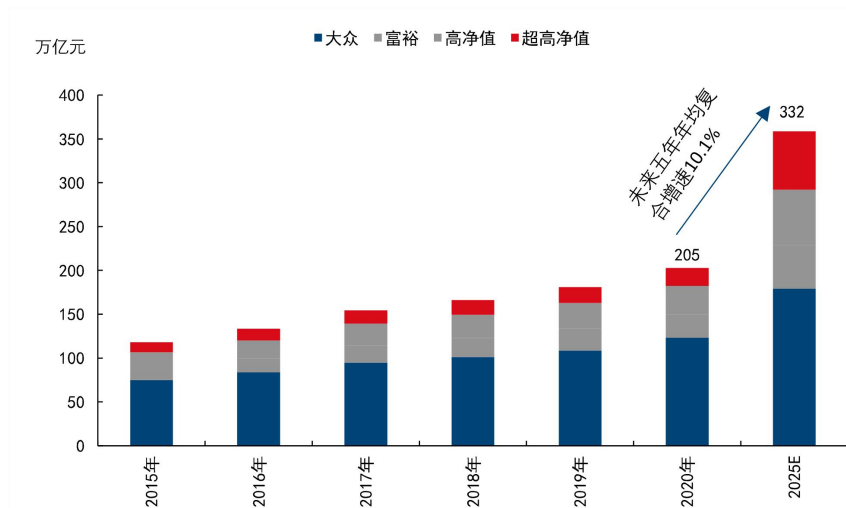


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结构性机会：居民财富增长与配置结构调整

- 居民财富增长空间广阔，且高净值客群增长更快。麦肯锡预测2025年我国个人金融资产将达到332万亿元，2021-2025年年均复合增速为10.1%，且超高净值和高净值客户金融资产更快。
- 资产配置结构上：资产配置的大逻辑将重塑，投资品类更加多样化，逐步转向全市场。当前我国居民家庭资产配置住房比例接近60%，金融资产也以保本型的存款和理财产品为主。随着房地产收益率下降、刚性兑付打破、无风险利率下台阶、居民财富管理意识崛起等因素，未来居民金融资产配置结构将更加多元化，权益类、产业基金、另类资产等资产种类配置比重将逐步提升，为大资产管理行业发展提供良好的环境。

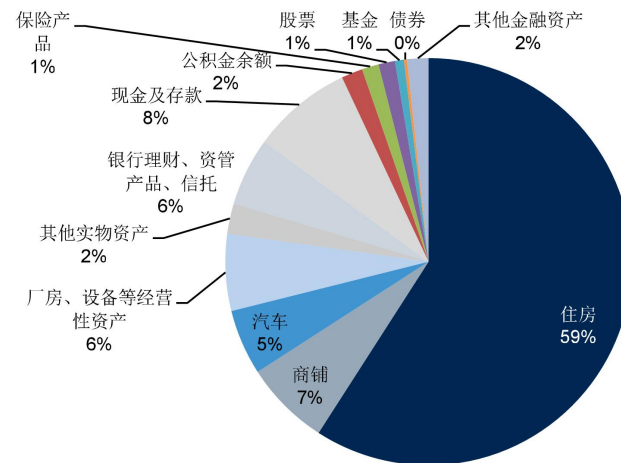
图：我国居民金融资产成长空间广阔



注：超高净值人群：个人金融资产>2500万美元；高净值人群：100万-2500万美元；富裕人群：25万-100万美元，大众人群：<25万美元。

资料来源：《未来十年全球财富管理和私人银行的趋势及制胜战略》，麦肯锡，2021年；国信证券经济研究所整理

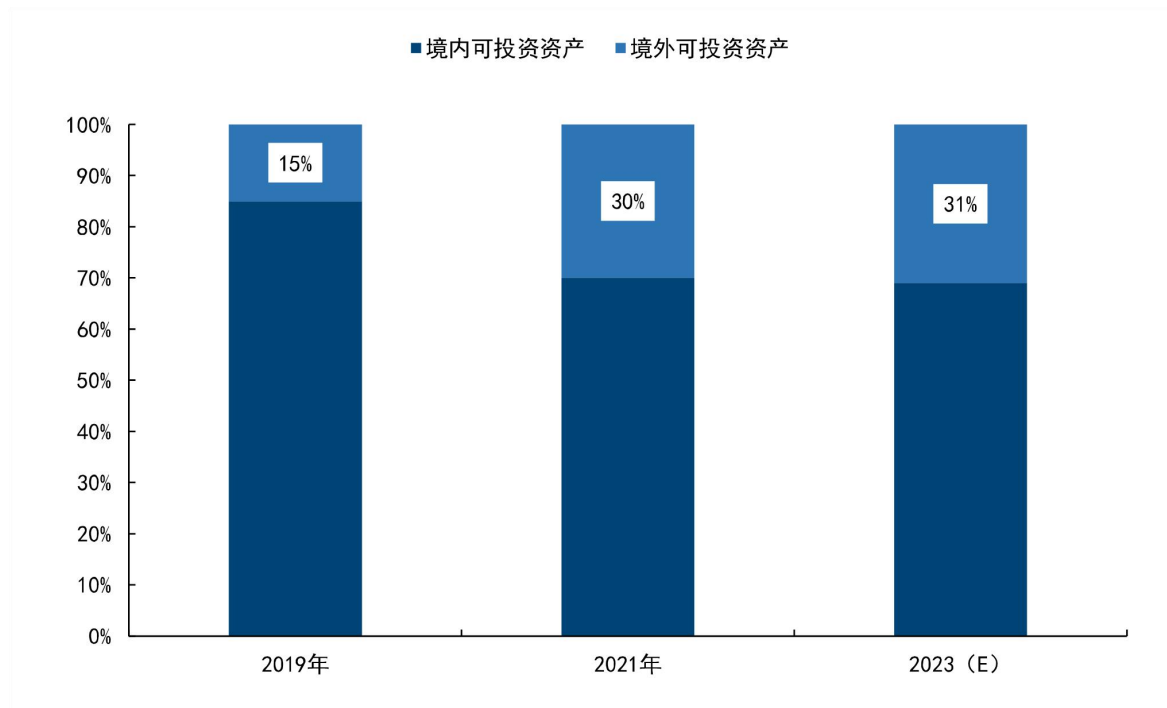
图：当前我国居民金融配置比例处在低位



资料来源：《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，央行，2019年；Wind，国信证券经济研究所整理

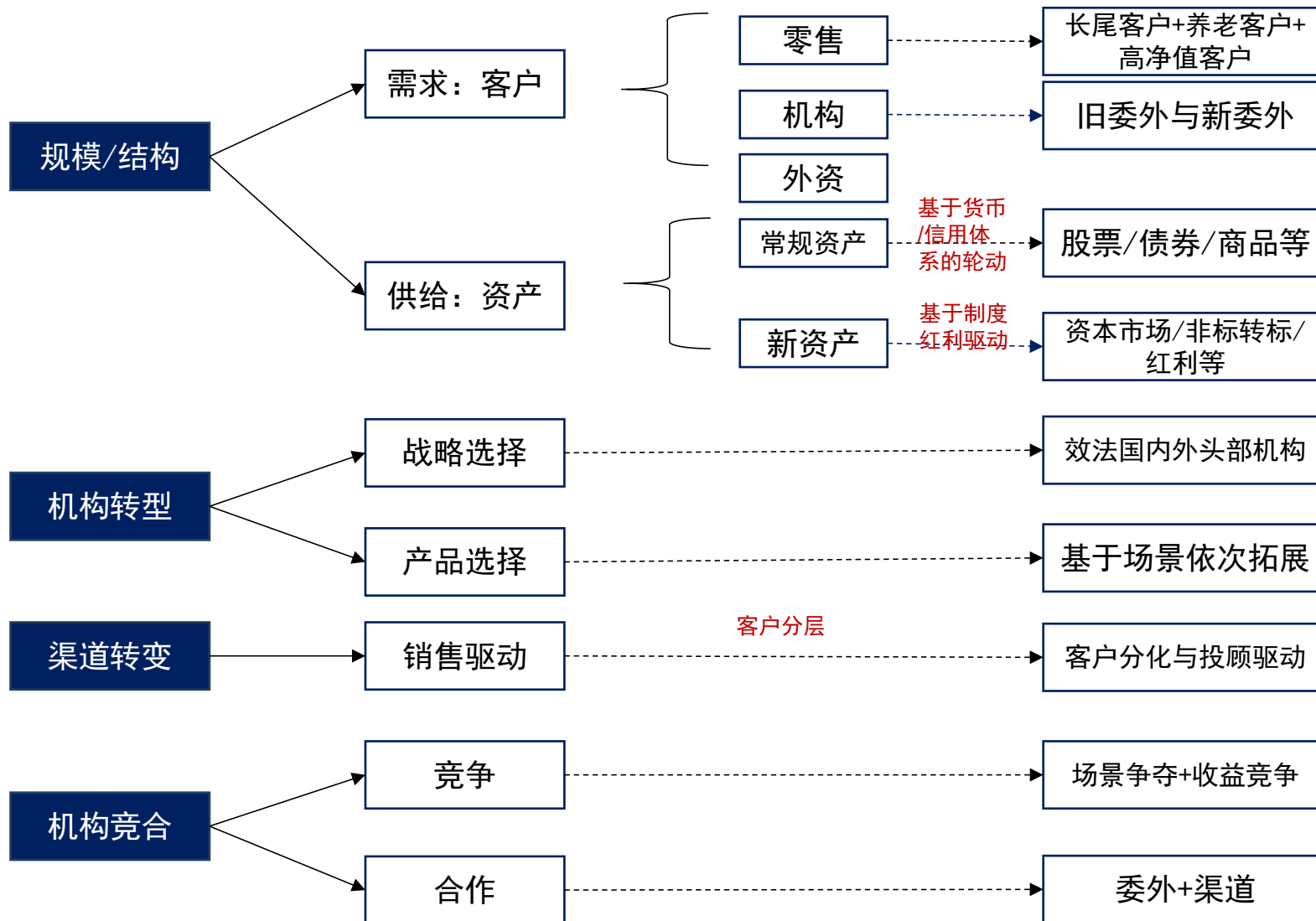
- 随着全球经济一体化的逐渐形成，以及人民币国际化加速推进，进行全球化海外资产配置将备受国内高净值人群的青睐。全球各个国家经济发展阶段都不尽相同，把投资视野拓宽到全球，跨地域国别的投资，让资产组合拥有更强的风险承受能力的同时，也能让投资者分享其他经济体成长的红利。

图：中国高净值人群境内外资产配置比例



资料来源：《2021中国私人财富报告——中国私人银行：纳川成海》，招商银行&贝恩咨询，2021年，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



01

如果想要规模增长10亿，增收1000万，我们做什么？

基于既有品种新交易策略

- 期权波动率交易
- 基金折价套利
- 大宗交易套利
- 高频交易策略
- 事件驱动策略
- 130/30多空基金
- 危机债策略
- IRS交易策略

02

如果是增规模100亿，增收5000万？

基于新品种或新市场

- 商业票据
- 可转债/可交债
- 科创板
- ABS、REITs
- 海外债券
- 多市场宏观对冲
- CTA FOF

03

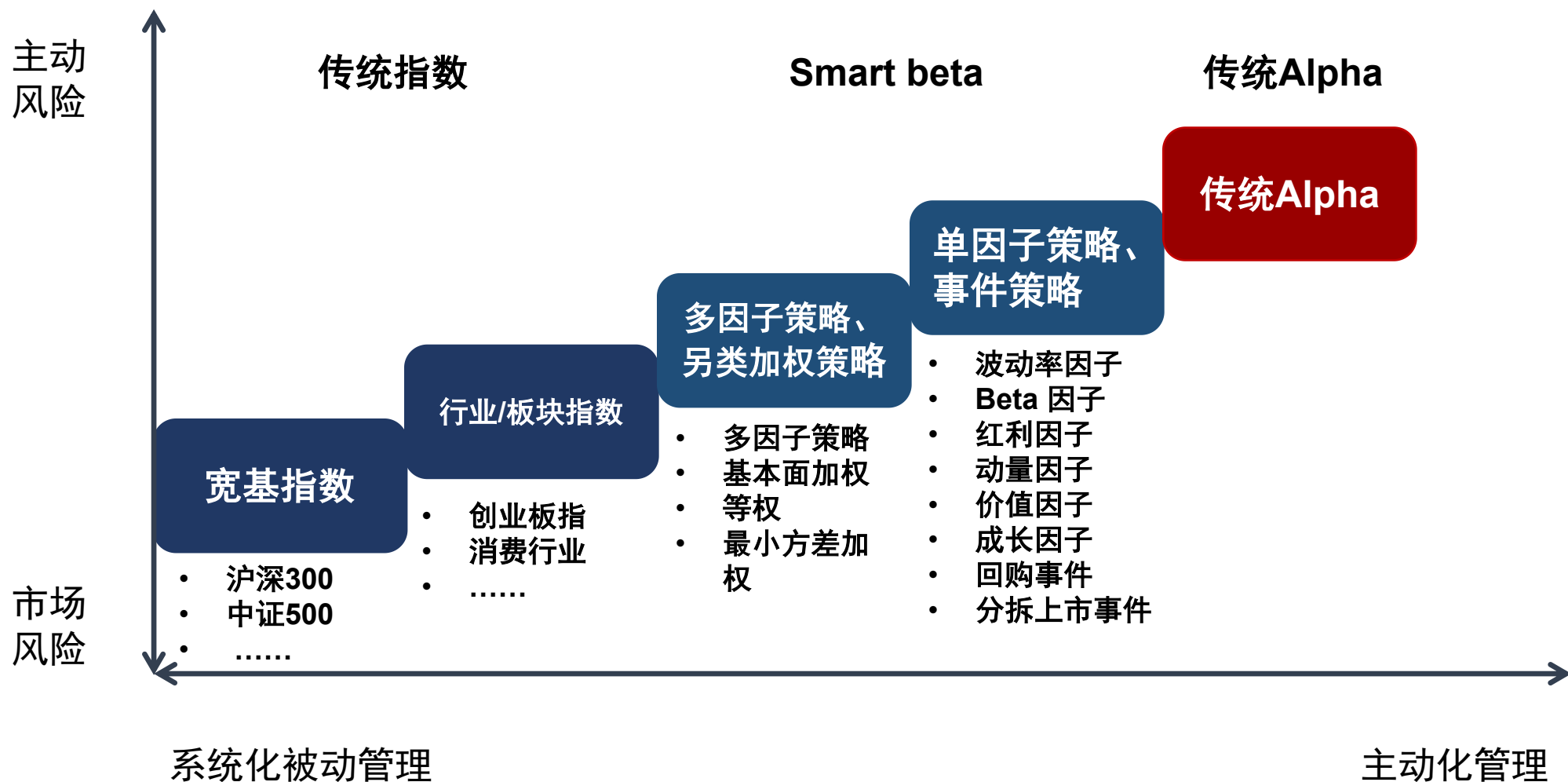
如果是增规模1000亿，稳定的增收2亿呢？

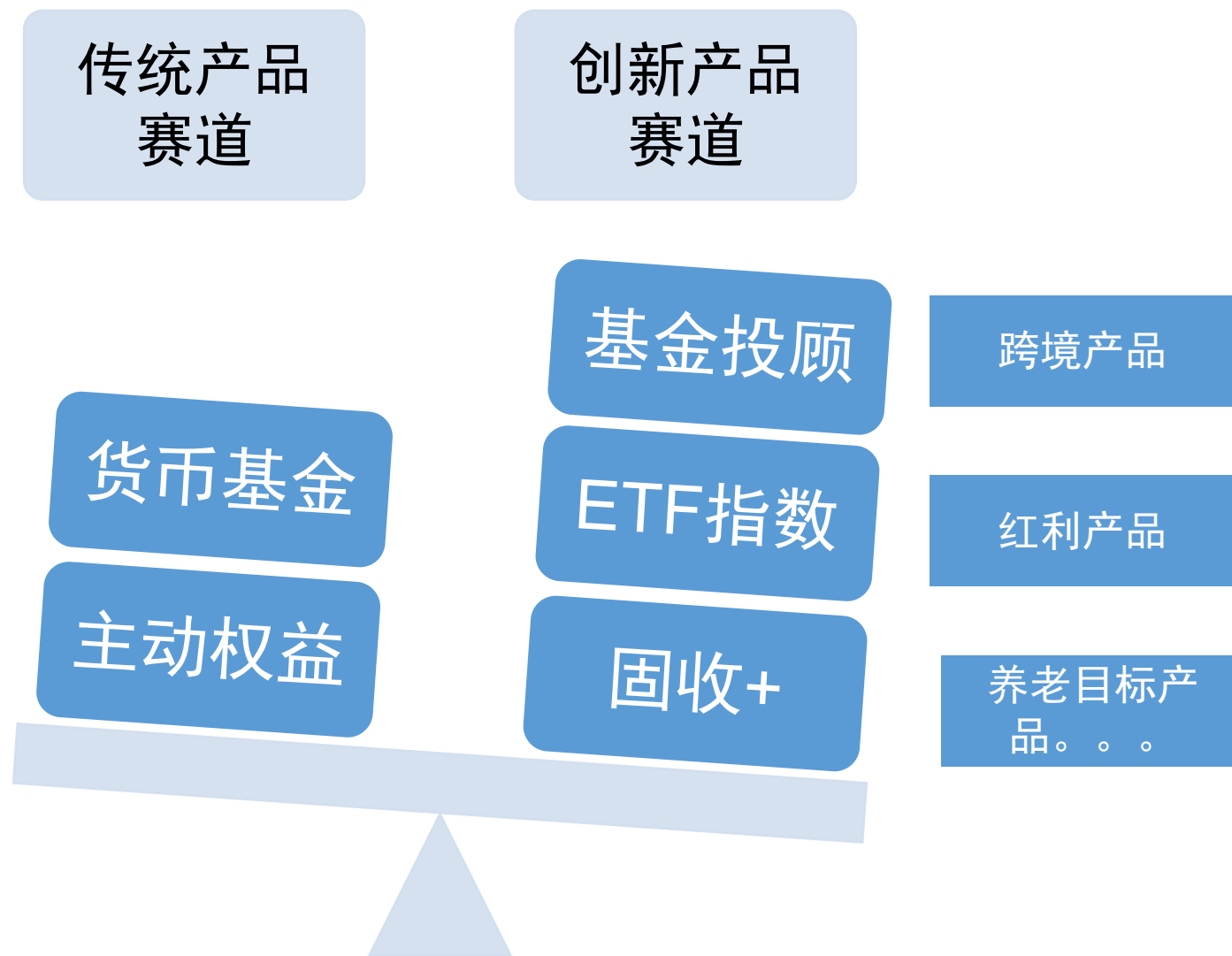
基于新牌照或新模式

- 大养老：职业年金、公募养老基金
- 被动投资：ETF、smart beta
- 解决方案服务
- 财富管理：FOF与财富定制账户

净值化转型： $\alpha + \beta$ 多元化突围

➤ 坚持Alpha+Beta思路，进一步完善产品线布局，并探索传统市场Beta之外多样化的Beta。

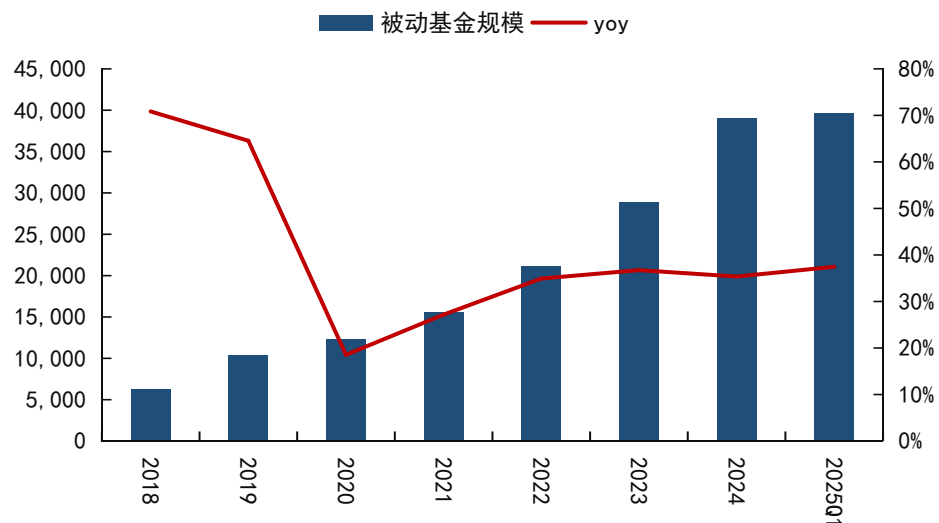




被动基金：份额加速增长，规模占比提升，ETF占主要地位

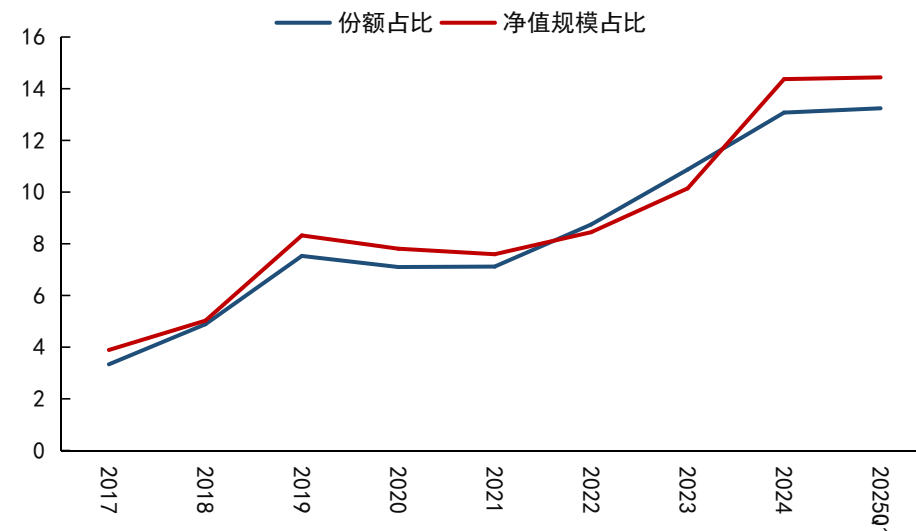
- 被动基金份额自2021年起加速增长。2021年底，我国被动基金份额为1.56万亿份，2021年、2022年、2023年、2024年，被动基金份额同比增速分别为27.2%、34.9%、36.7%、39.0%。被动基金增速提高顺应了投资理念转变和 market 发展趋势，被动股基、被动债基的发展均推动了被动基金份额增速提升。被动基金的发展使得其在全部分基金的份额占比、净值占比均持续提升。
- ETF是最主要的被动基金。我国被动基金包括场外基金和ETF，ETF净值占比约70%，是推动被动基金发展的主力。

图：被动基金份额自2021年期加速增长（单位：亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：被动基金份额占比、净值规模占比呈提升趋势（单位：%）

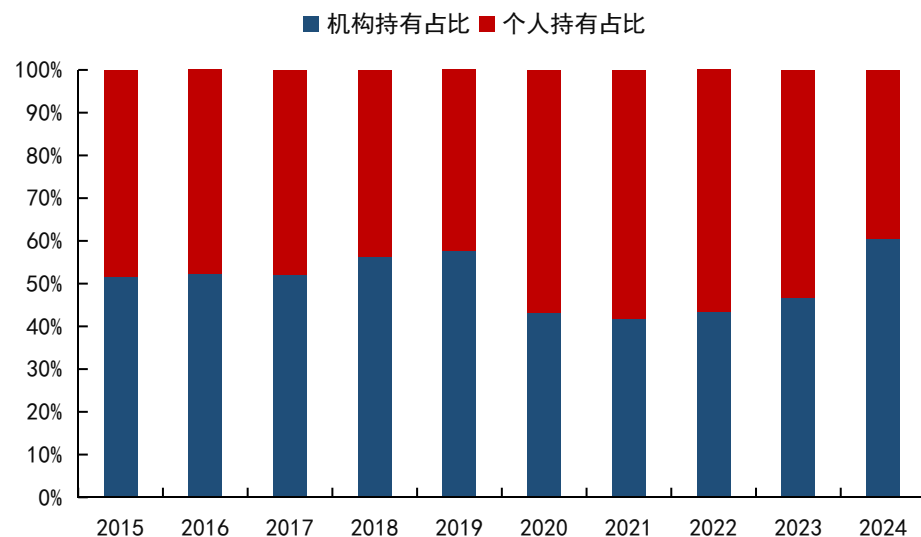


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动股基：个人持有占比略高，被动债基以机构持有为主

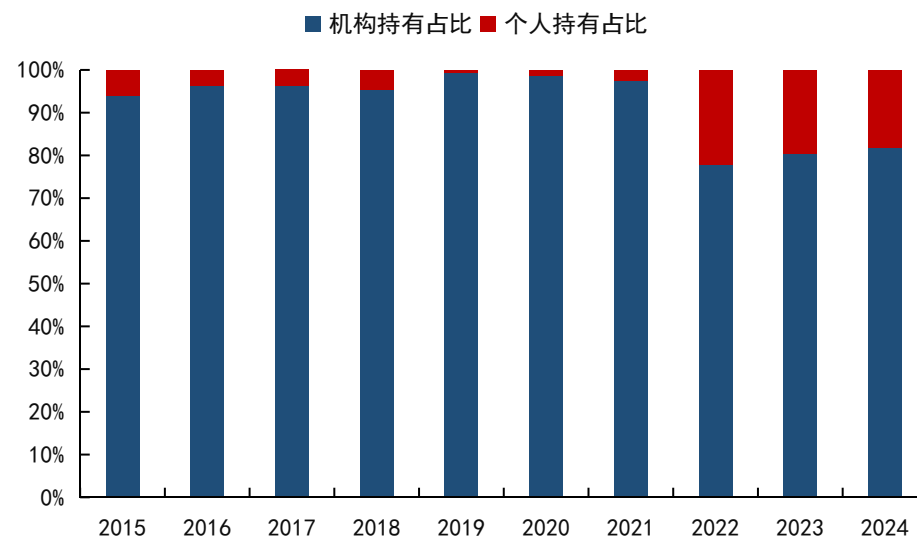
- 被动股基及被动债基持有人结构呈现较大差异。对被动股基而言，个人投资者持有净值占比处于50%-60%区间，并且占比在2020年有明显提升；被动债基持有人以机构投资者为主，2019年时占比一度接近100%，2022年时占比降至80%左右，主因当年个人投资者大量买入挂钩同业存单指数的基金。
- 持有人结构差异源于不同的投资诉求。对于个人投资者而言，主动基金超额收益降低驱使其寻找更加灵活、便捷和低费率的投资工具，被动股基的功能属性正好可以适用；对于机构而言，需综合考虑久期、资本节约、收益率稳定性等因素，被动基金底层资产透明、收益较稳定等特点恰好可以符合其需求。

图：被动股基个人持有占比略高于机构持有占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：被动债基以机构持有为主

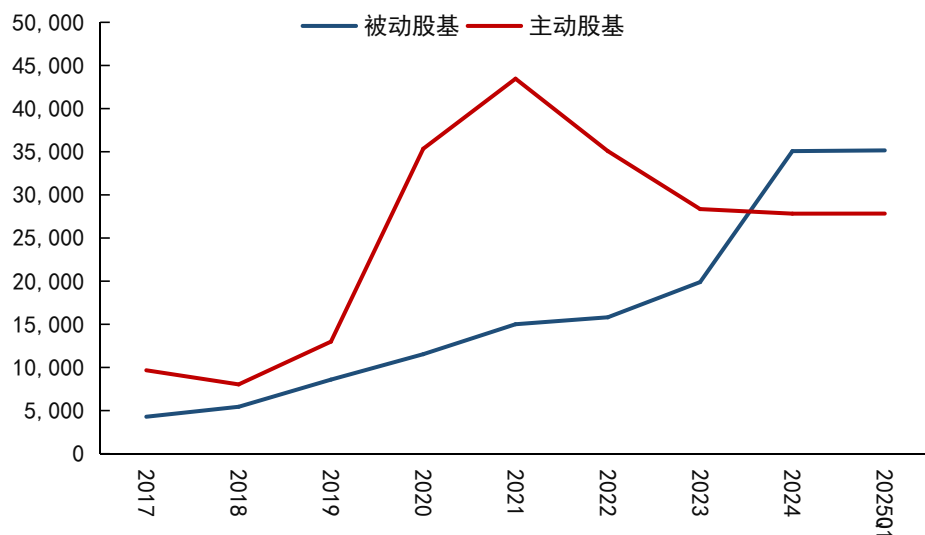


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动股基：稳定持续增长，规模已超越主动股基

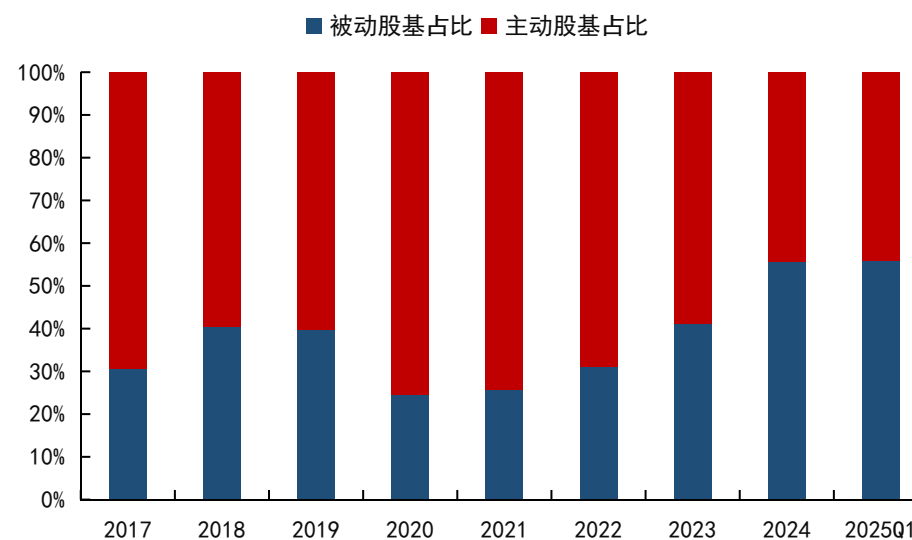
- **被动股基规模净值规模增长已超越主动股基：**规模对比方面，截至2025Q1末，被动股基净值规模已近3.52万亿元，超越主动股基的2.78万亿元左右。增长趋势方面，被动股基规模呈现逐年提升态势，而主动股基则与股市景气度相关，2022年以来股市表现持续不佳，主动基金规模逐年下滑，并且累计下滑幅度明显。占比方面，2017年时被动股基占股票+混合型基金比重仅为17.1%，目前已升至39.1%。被动股基正在逐步成为推动股票基金规模稳定增长的核心动力。

图：被动股基与主动股基净值规模增长对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：被动股基、主动股基占股票型基金比重



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动股基：ETF工具优势突出，场内化加速



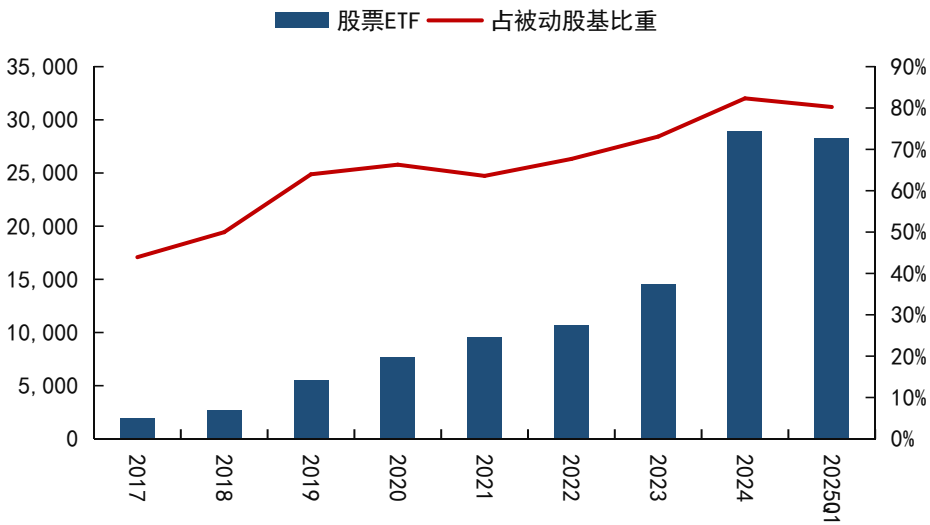
- **ETF的功能属性较强：**与直接交易股票和场外基金相比，ETF具备资产覆盖度广、透明度高、交易便利、策略稳定、交易及管理费率较低等优势，工具属性已广泛受到认可。
- **ETF是推动被动股基规模增长的引擎。**股票ETF规模占被动股基规模的比重由2017年的43.9%升至目前的80.7%。鉴于股票ETF已基本可主导被动基金的发展趋势，后续关于被动股基的分析，我们将以股票ETF为主。

图：ETF基金的投资优势

	ETF	股票交易	场外基金
资产覆盖度	★★★★	★	★★★★
资产透明度	★★★★	★★	★★
分散化投资	★★★★	★	★★★★
交易便利性	★★★★	★★★★	★
策略稳定性	★★★★	—	★★
交易费率优势	★★★★	★★	★
管理费率优势	★★★★	—	★★

资料来源：华宝私人财富，国信证券经济研究所整理

图：股票型ETF净值占被动股基净值比重



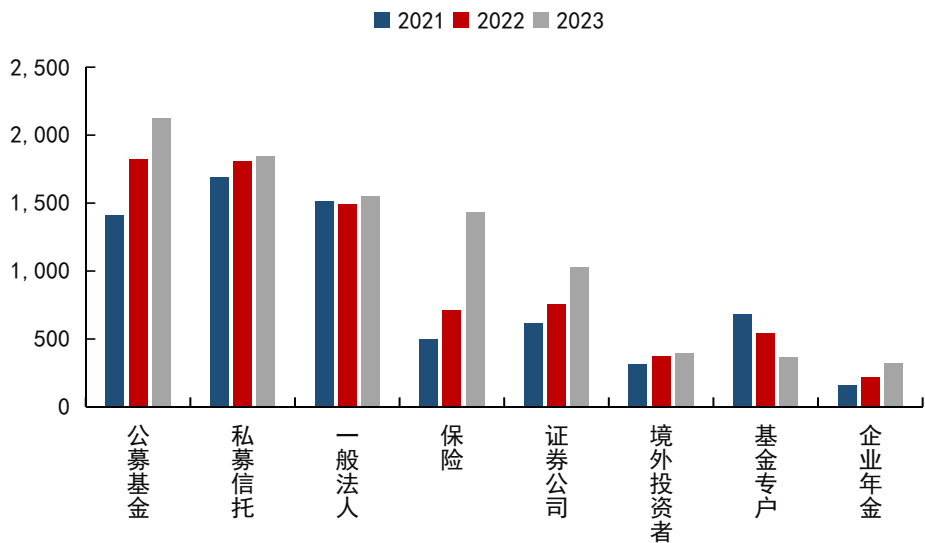
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ETF基金持有人分布：保险、券商、外资等机构持续增持



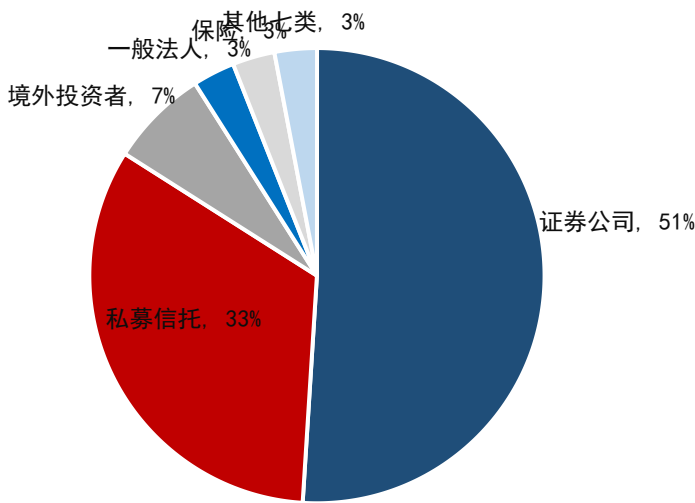
- 根据上交所披露，沪市机构投资者中，公募基金（主要为ETF联接基金）、私募和一般机构的日均ETF持仓市值分别为2,124亿元、1,844亿元和1,552亿元，排名靠前。除社保基金、沪股通投资者、财务公司和期货资管之外，其余机构投资者日均持仓均超100亿元。
- 2023年，保险机构和企业年金的日均持仓同比增幅最为明显，分别达到102%和46%。
- 2023年，沪市ETF机构投资者成交额占比超60%，券商自营、私募信托和境外投资者成交额排名靠前，其中券商自营或受到做市业务影响，私募信托及境外投资者可能采取ETF套利交易等高频交易策略。

图：沪市机构投资者持有的ETF规模变化（单位：亿元）



资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

图：沪市机构投资者ETF成交额占比

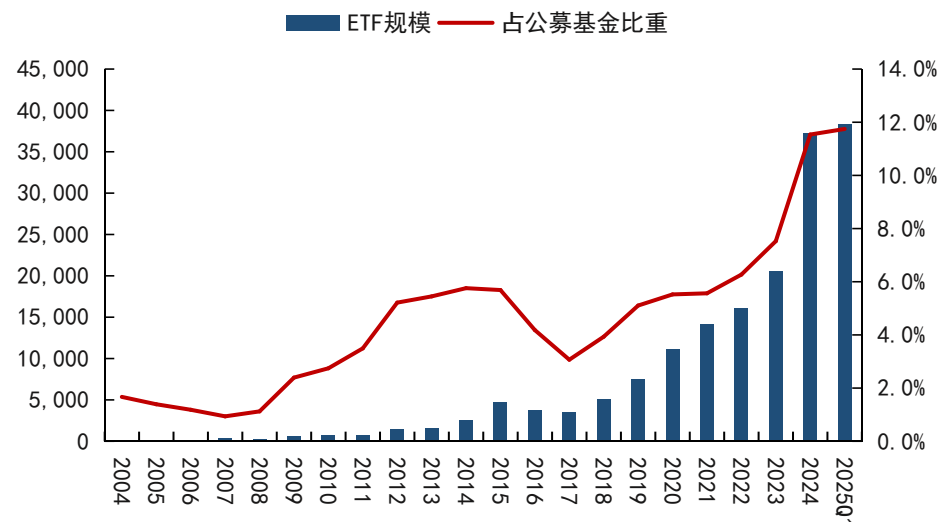


资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

ETF已是我国最重要公募基金品种之一

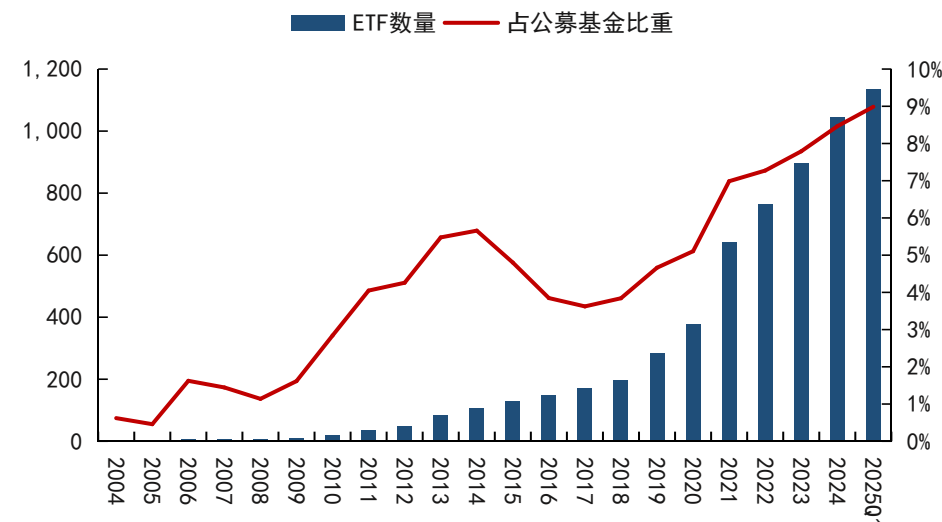
- 无论从规模角度还是数量角度，ETF已经成为最重要的公募基金品种之一。
- **规模角度：**自2004年首只ETF产品成立以来，ETF发展经历两波高潮。一是2007年至2015年，期间新产品不断成立、挂钩基础资产不断丰富，推动ETF规模扩张。二是2019年至今，ETF成为机构投资者与个人投资者优选的投资工具，规模快速增长，规模占比迅速提升。截至2025年一季度末，ETF规模占公募基金比重达11.7%，这意味着ETF市场的资金流动、产品布局已对公募基金整体有充足影响力。
- **数量角度：**截至2025年一季度末，ETF产品数量占公募基金比重达9.0%，并且占比提升趋势仍在持续，ETF的优良属性正持续吸引投资者。

图：ETF规模及占公募基金比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：ETF数量及占公募基金比重（单位：只）

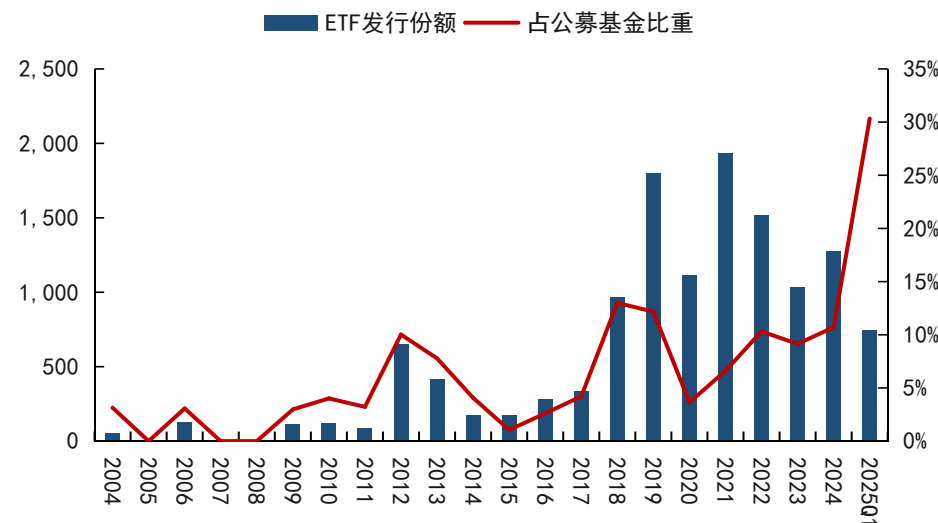


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ETF已是我国最重要公募基金品种之一（续）

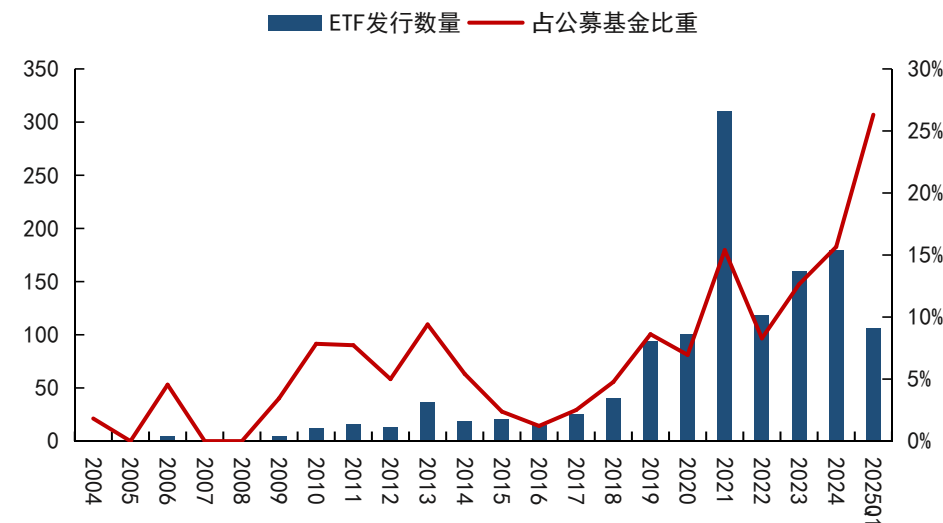
- **产品发行角度：**ETF产品的发行数量及规模，当前已经接近公募基金整体的1/3。从监管引导、投资者需求出发，ETF发行力度持续提升。
- **监管引导：**当前，引导中长期资金入市以促进资本市场平稳健康发展是政策的核心目标之一。当前的ETF已兼具体量庞大、投资便利、波动小于股票等风险资产等属性，基本与中长期资金的投资需求契合，发展ETF有利于推动中长期资金入市。
- **投资者需求：**机构投资者在利率下行趋势下，需更多考虑多资产配置以增强组合收益，ETF将成为核心配置工具之一。个人投资者投资理念日趋成熟，在追求短期收益的同时也更加注重风险管理，ETF受到广泛青睐。

图：ETF发行规模及占公募基金比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：ETF发行数量及占公募基金比重（单位：只）

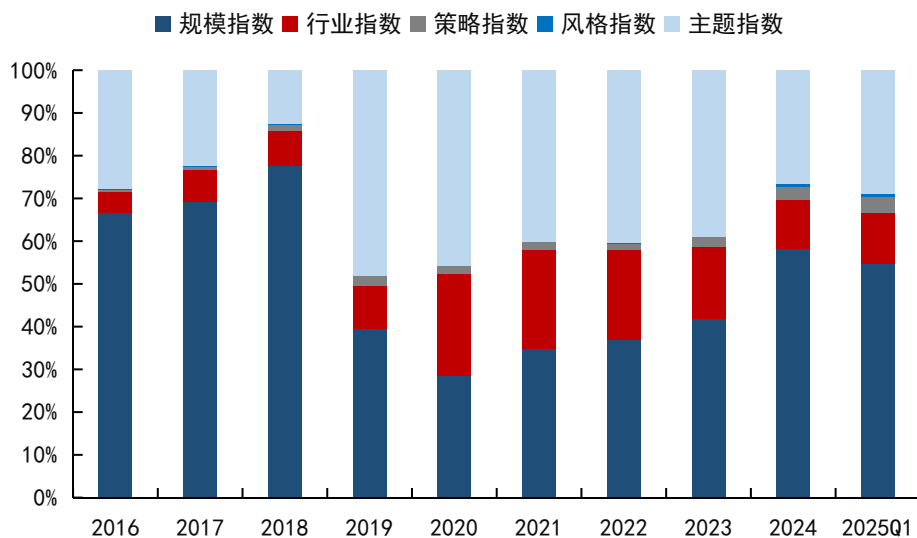


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票ETF：行业主题ETF增长较快，规模指数ETF规模领先

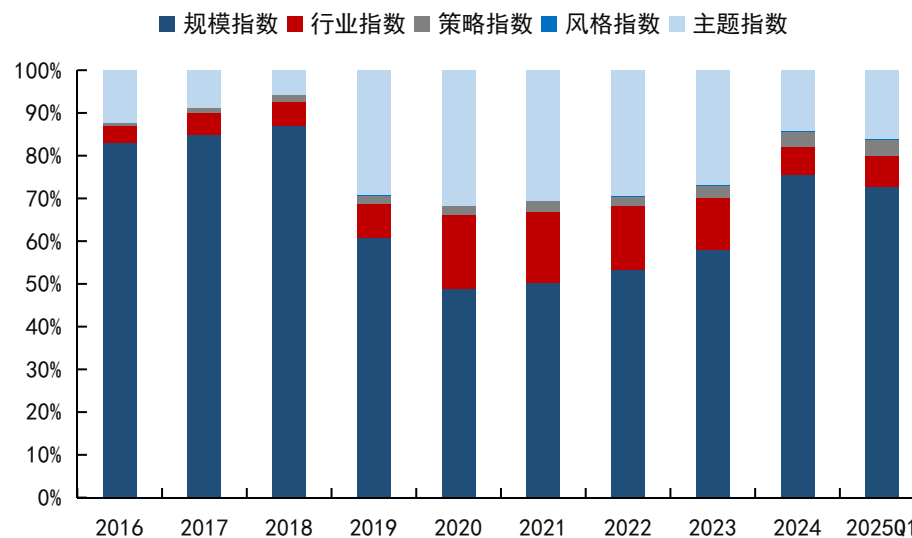
- 规模指数ETF份额占比、净值占比均遥遥领先。截至目前，规模指数ETF份额占比约50%、净值占比约70%，是规模最大的一类ETF。
- 行业主题ETF增长较快。受益于2019年起半导体、新能源、消费及医药等行业陆续出现的行业性的投资机会，行业主题ETF增长较快。2018年时，行业主题ETF份额占比略超20%、净值占比略超10%，截至目前，份额占比已近50%、净值占比已近30%。
- 成立时间早、指数样本空间大是规模指数ETF规模领先的主要原因。ETF发展初期以跟踪规模指数为主，长期的申赎、营销推动使得规模指数发展具备先发优势。规模指数样本空间大、成分股市值偏大，为规模指数ETF发展提供了容量基础。
- 行业主题基金可跟踪的指数标的范围广，将来具备较大发展空间。从数量端，目前行业主题ETF共超530只，数量占比已超60%。

图：股票ETF各类型基金份额占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：股票ETF各类型基金净值占比

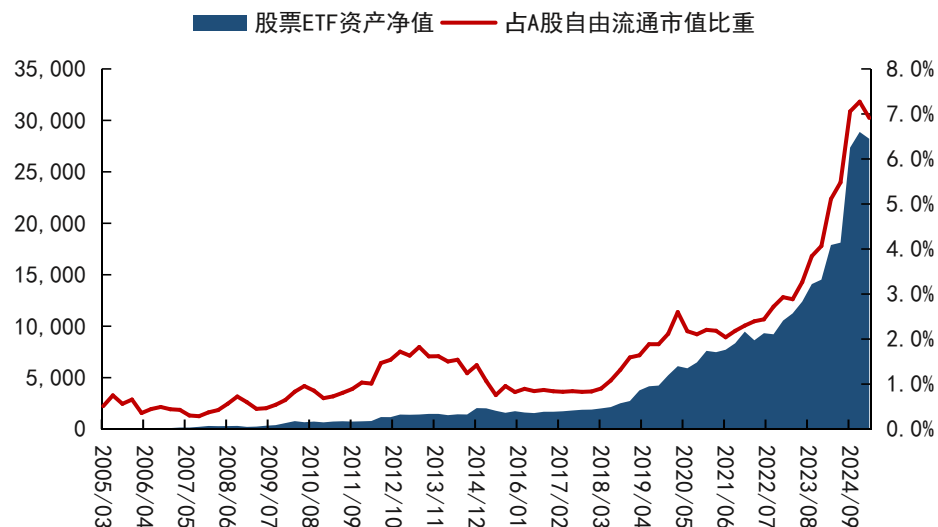


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票ETF对资本市场定价已有充分影响力

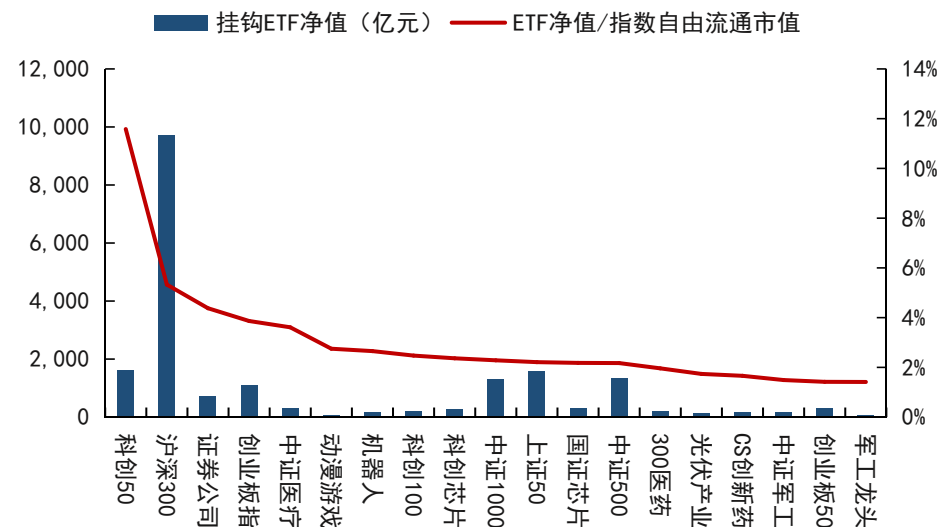
- 股票ETF是规模最大、产品最多的ETF品种，也是近年来发展最快、最受重视的ETF品种。
- 股票ETF对股票市场的定价能力日益凸显。2021年以来，股票ETF资产净值增长提速，从起初的不足1万亿元迅速增长至3万亿元左右。截至2025年一季度末，股票ETF资产净值占A股自由流通市值比重已经达6.9%，ETF资金流动已经能显著影响股票市场表现。
- 科创50、沪深300指数挂钩ETF资产净值占指数自由流通市值比重超过5%。科创50指数挂钩ETF资产净值达到1,595亿元，占指数自由流通市值比重为11.6%。沪深300指数挂钩ETF资产净值达到9,710亿元，占指数自由流通市值比重为5.3%。

图：股票ETF规模及占A股自由流通市值比例（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：部分指数挂钩的ETF规模及占指数自由流通市值比例（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票ETF对资本市场定价已有充分影响力（续）

➤ 宽基指数、行业主题指数挂钩ETF资产净值占指数自由流通市值比例高于策略风格指数，意味着SmartBetaETF仍具备较大发展空间。

图：部分指数挂钩的ETF规模及占指数自由流通市值比例（单位：亿元）

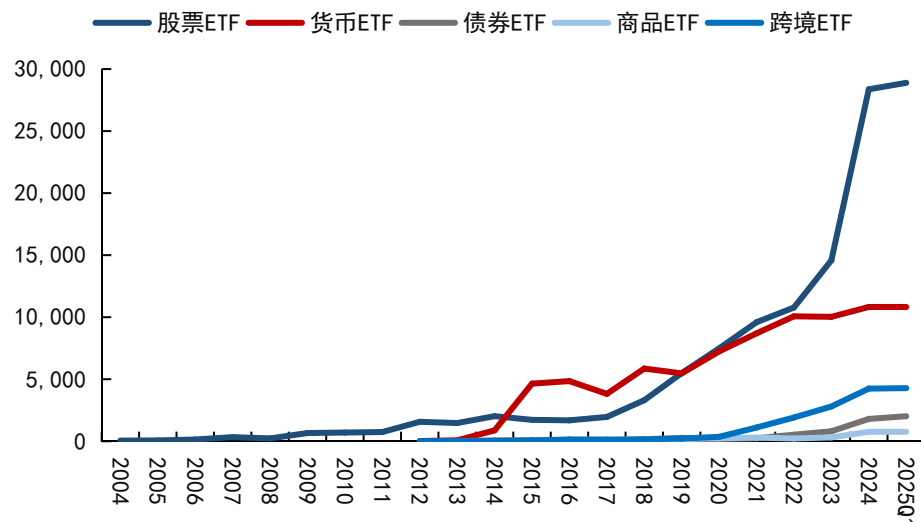
指数代码	指数名称	挂钩ETF产品数量	ETF份额（亿份）	ETF净值（亿元）	指数自由流通市值	ETF净值/指数自由流通市值	指数风格	ETF个人持有占比	ETF机构持有占比
000688.SH	科创50	15	1,692.41	1,595.41	13,777.21	11.58%	规模指数	54.54%	45.46%
000300.SH	沪深300	27	2,817.78	9,710.47	182,264.01	5.33%	规模指数	8.84%	91.16%
399006.SZ	创业板指	15	659.89	1,106.06	28,619.58	3.86%	规模指数	34.29%	65.71%
000698.SH	科创100	10	209.88	181.31	7,328.41	2.47%	规模指数	59.48%	40.52%
000852.SH	中证1000	15	590.59	1,307.87	57,256.84	2.28%	规模指数	7.97%	92.03%
000016.SH	上证50	12	614.80	1,582.25	71,583.79	2.21%	规模指数	14.93%	85.07%
000905.SH	中证500	27	361.01	1,348.57	62,058.72	2.17%	规模指数	16.12%	83.88%
399673.SZ	创业板50	9	384.63	304.95	21,490.49	1.42%	规模指数	61.17%	38.83%
931643.CSI	科创创业50	15	535.35	276.84	24,048.02	1.15%	规模指数	62.34%	37.66%
000510.SH	中证A500	32	2,413.85	2,181.31	197,215.59	1.11%	规模指数	16.43%	83.57%
指数代码	指数名称	挂钩ETF产品数量	ETF份额（亿份）	ETF净值（亿元）	指数自由流通市值	ETF净值/指数自由流通市值	指数风格	ETF个人持有占比	ETF机构持有占比
000015.SH	红利指数	1	74.85	225.03	23,784.51	0.95%	策略指数	48.01%	51.99%
000922.CSI	中证红利	6	157.03	204.61	39,586.68	0.52%	策略指数	21.83%	78.17%
h30269.CSI	红利低波	6	163.73	178.60	34,763.50	0.51%	策略指数	14.99%	85.01%
399296.SZ	创成长	1	100.91	37.42	16,040.12	0.23%	风格指数	63.06%	36.94%
930955.CSI	红利低波100	4	86.18	108.69	48,667.07	0.22%	策略指数	8.02%	91.98%
SPCLHCP.SPI	标普大盘红利低波50	1	51.96	72.37	38,331.39	0.19%	策略指数	9.18%	90.82%
399324.SZ	深证红利	2	22.81	33.51	20,501.06	0.16%	策略指数	37.90%	62.10%
000690.SH	科创成长	3	4.82	5.05	4,647.60	0.11%	策略指数	69.19%	30.81%
930740.CSI	300红利低波	1	39.42	52.76	50,747.72	0.10%	策略指数	5.03%	94.97%
000151.SH	上证国企红利	2	19.03	17.76	17,079.89	0.10%	策略指数	85.37%	14.63%
指数代码	指数名称	挂钩ETF产品数量	ETF份额（亿份）	ETF净值（亿元）	指数自由流通市值	ETF净值/指数自由流通市值	指数风格	ETF个人持有占比	ETF机构持有占比
399975.SZ	证券公司	12	727.23	706.43	16,135.77	4.38%	四级行业指数	65.51%	34.49%
399989.SZ	中证医疗	4	888.31	288.27	7,982.18	3.61%	主题指数	67.86%	32.14%
930901.CSI	动漫游戏	3	70.11	68.78	2,501.35	2.75%	主题指数	34.66%	65.34%
h30590.CSI	机器人	6	213.91	165.34	6,229.39	2.65%	主题指数	64.64%	35.36%
000685.SH	科创芯片	7	192.17	260.83	11,028.20	2.37%	主题指数	68.62%	31.38%
980017.CNI	国证芯片(CNI)	4	313.30	301.01	13,804.88	2.18%	主题指数	47.06%	52.94%
000913.SH	300医药	1	622.96	214.98	10,963.63	1.96%	一级行业指数	67.88%	32.12%
931151.CSI	光伏产业	10	229.41	132.81	7,645.46	1.74%	主题指数	68.46%	31.54%
931152.CSI	CS创新药	7	241.64	152.76	9,199.59	1.66%	主题指数	67.25%	32.75%
399967.SZ	中证军工	4	176.71	164.26	11,020.26	1.49%	主题指数	50.69%	49.31%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产品格局：股票ETF发展领先，其他品种跟进

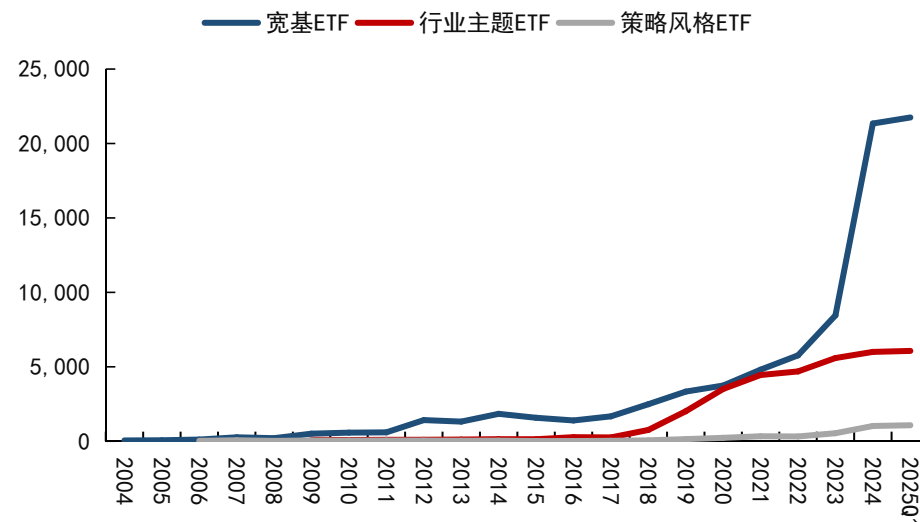
- ETF整体来看，股票ETF与其他品种ETF、股票ETF内部各个品种发展趋势有所分化。
- **股票ETF发展显著领先于其他品种ETF。**自2018年起，股票ETF发展提速，并在2023年、2024年连续突破，规模已经遥遥领先其他品种ETF。期间，救市资金、保险资金等机构资金涌入，成为股票ETF扩容的核心力量。跨境ETF在2023年、2024年期间同样取得快速发展。
- **宽基指数ETF是促进股票ETF发展的主要品种。**2019年至2021年，受益于A股市场核心资产牛市，行业主题型ETF等行业因子暴露突出的产品，规模快速增长。2023年以来，机构配置基本主导股票ETF的发展，宽基指数ETF一举成为规模最大的股票ETF品种。

图：各类ETF资产净值规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类股票型ETF资产净值规模变化（单位：亿元）

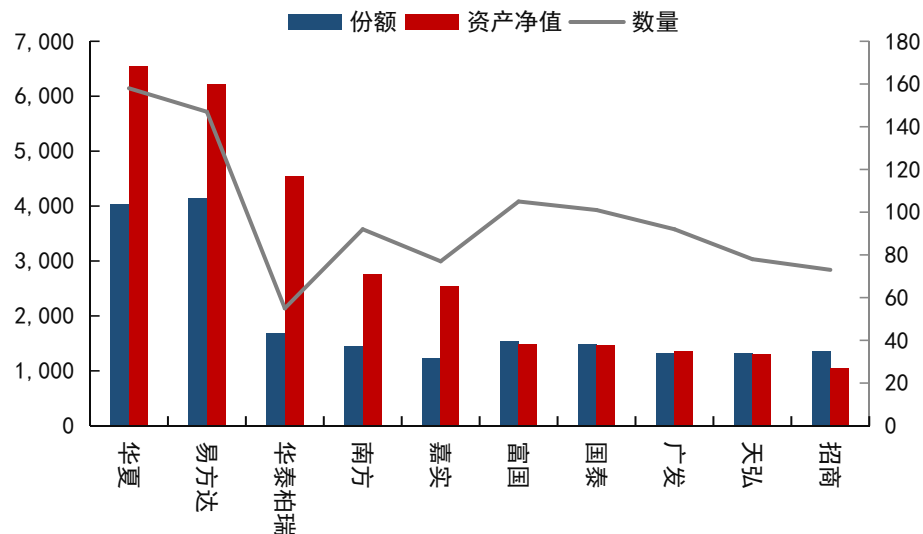


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票ETF：管理人集中度较高

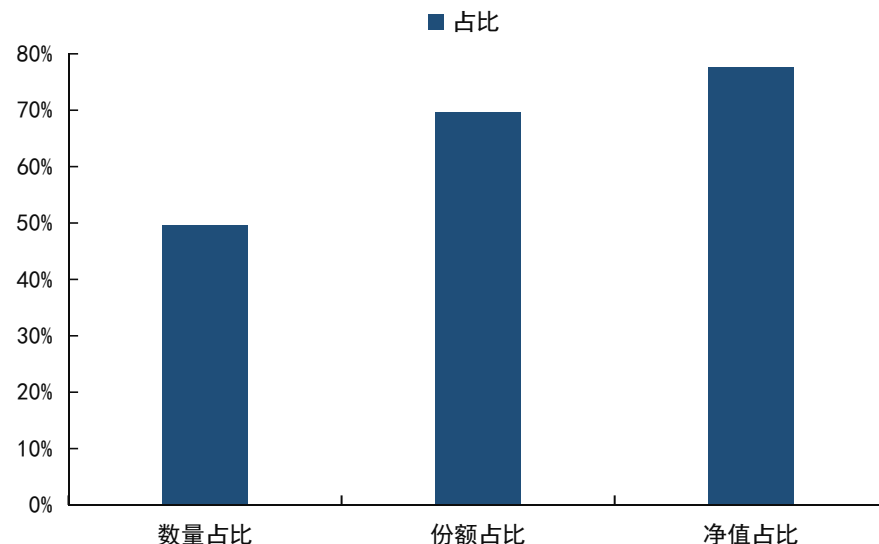
- 前10大管理人占据较高市场份额：目前股票ETF前10大管理人管理净值占比约75%、份额占比约70%、数量占比约50%。
- 华夏、易方达全方位领先，华泰柏瑞规模优势突出：无论从净值、份额还是数量而言，华夏、易方达相对其他管理人都具有明显优势。华泰柏瑞数量及份额优势不算突出，但管理净值规模较大，主因旗下大单品沪深300ETF、光伏ETF规模较大。
- 前10管理人中的其他管理人差异不明显。剩余的7家管理人，管理股票ETF的数量、份额及净值均较为接近。

图：规模前10大管理人的被动股基数量、份额及净值（单位：只，亿份，亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：前10大管理人数量占比、份额占比及净值占比



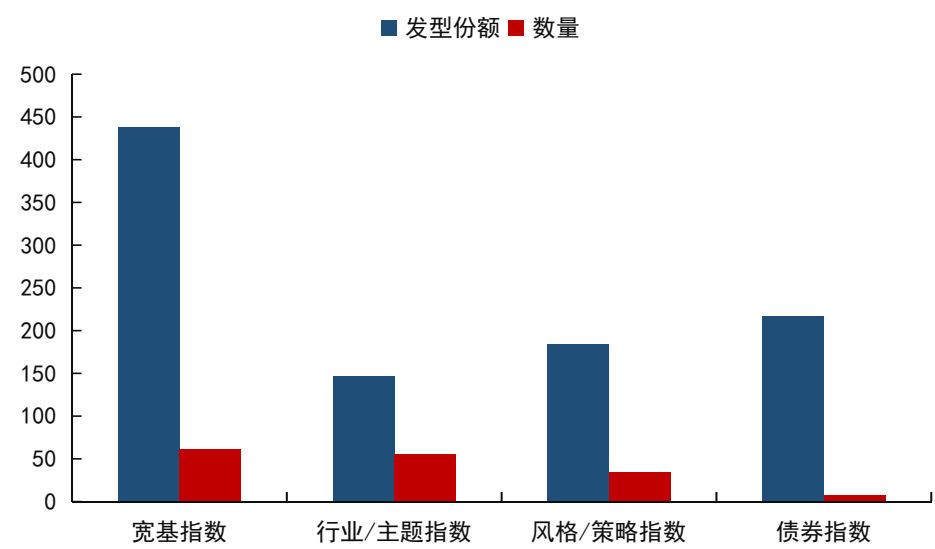
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024年以来新发ETF：以行业主题ETF为主



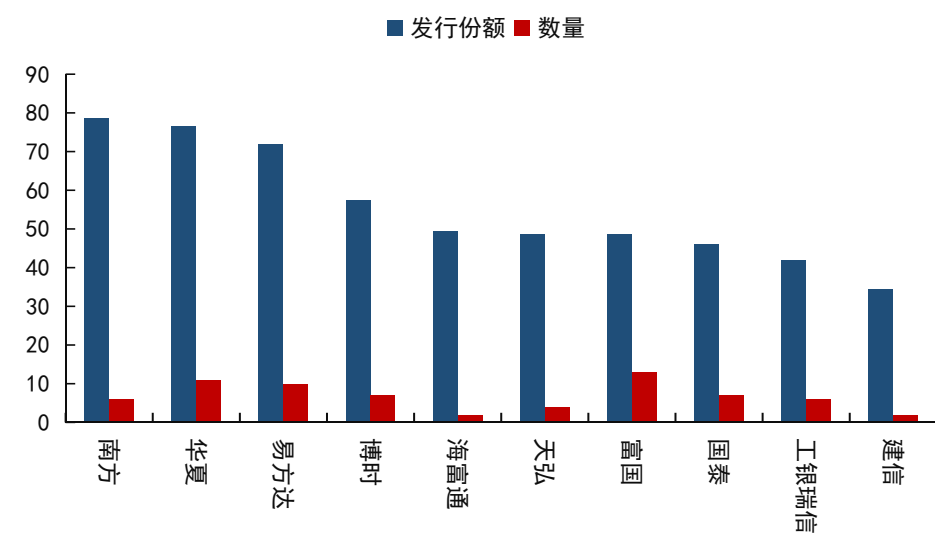
- **规模指数新发可依靠两种路径：**1) 跟踪已有指数，但是已发行相关产品的管理人具备先发优势，再发行跟踪已有指数的ETF必须要面临先发者的竞争压力；2) 跟踪新发布指数，各管理人基本处于同一起跑线。2024年以来，中证A50、A500指数发布，成为众多基金产品竞相跟踪的宽基指数。
- **行业主题ETF：**因指数标的范围广，故可根据市场环境和投资者需要发行相应产品。2024年以来，TMT、红利、黄金、机器人等主题热度较高，因此发行的相关ETF也较多。

图：2025年以来各个指数类型的新发ETF份额及数量（单位：亿份、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年以来各主要基金公司ETF产品发行份额及数量（单位：亿份、只）

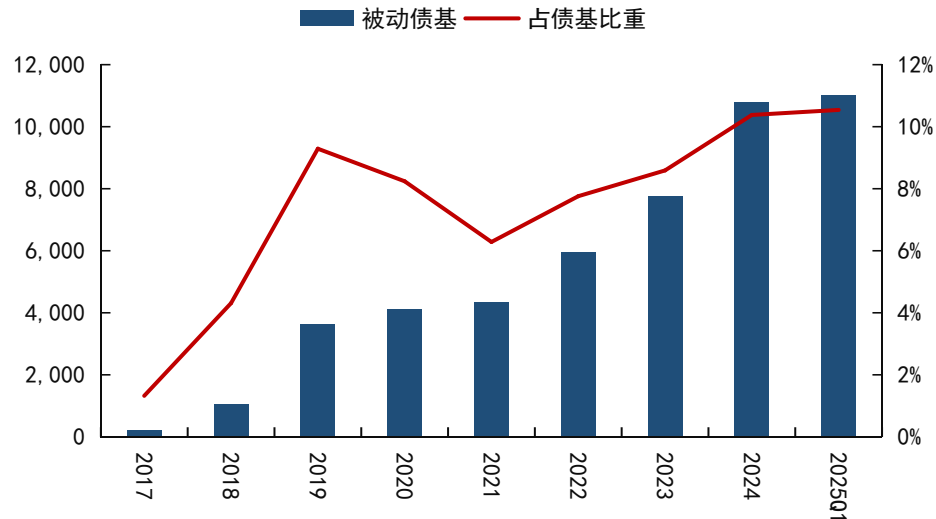


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动债基：被动利率债基占比最高，同业存单基金有所提升

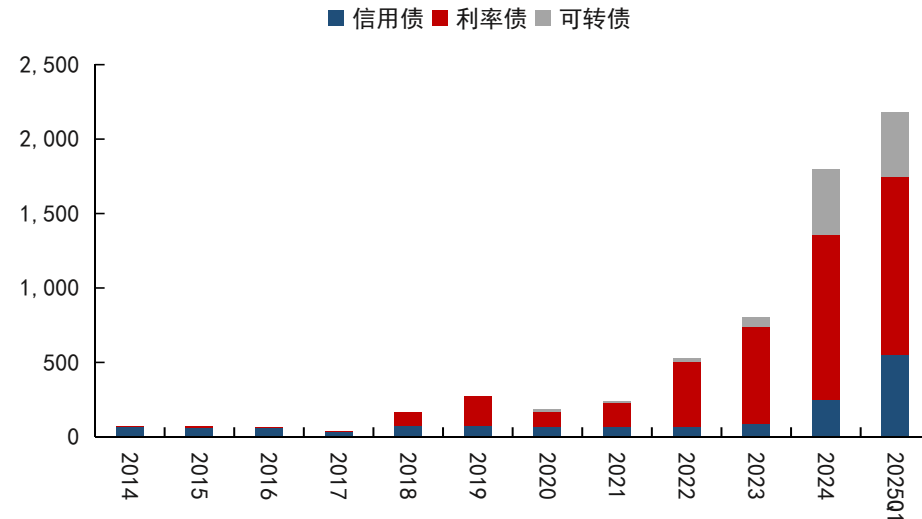
- 规模增长主要由被动利率债基带动：2018年以来，被动利率债基规模快速增长，推动了被动债基规模整体提升。被动利率债基快速扩张的原因：1) 2018年资管新规后，摊余成本类资金需求低回撤资产，利率债资产贴合其需求；2) 债市行情好；3) 2023年底银行资本新规后，为节省资本，银行对于底层资产透明的产品需求增加；4) 与直接投资利率债相比，投资利率债基金流动性更好且有税优。
- 截至目前，被动债基中被动利率债基、同业存单基金是近年来占比提升最明显的两类债基。同业存单净值稳定、波动率低，2021年在较多债券基金破净的情况下，同业存单指数基金获得大量银行理财和货基的配置，因此规模及占比迅速提升。

图：被动基金各类型基金净值规模增长趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：债基ETF规模增长趋势（单位：亿元）

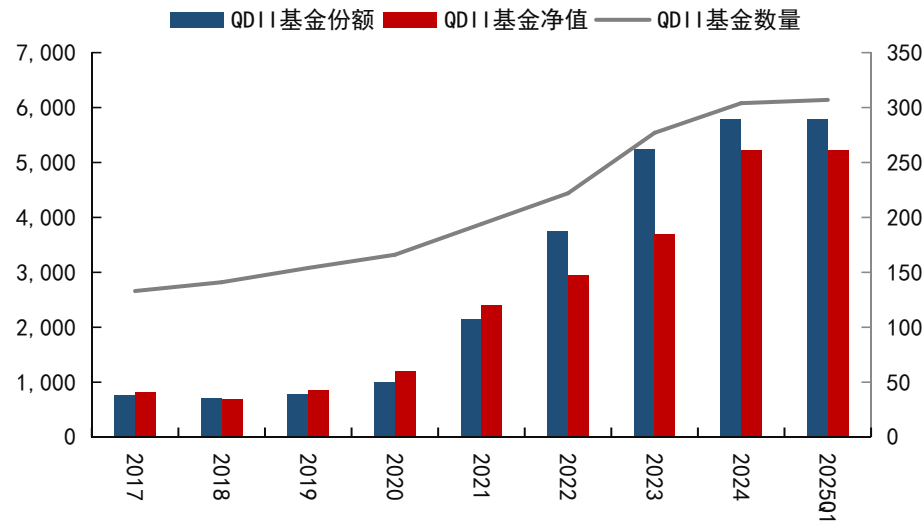


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：2021年以来增长迅速

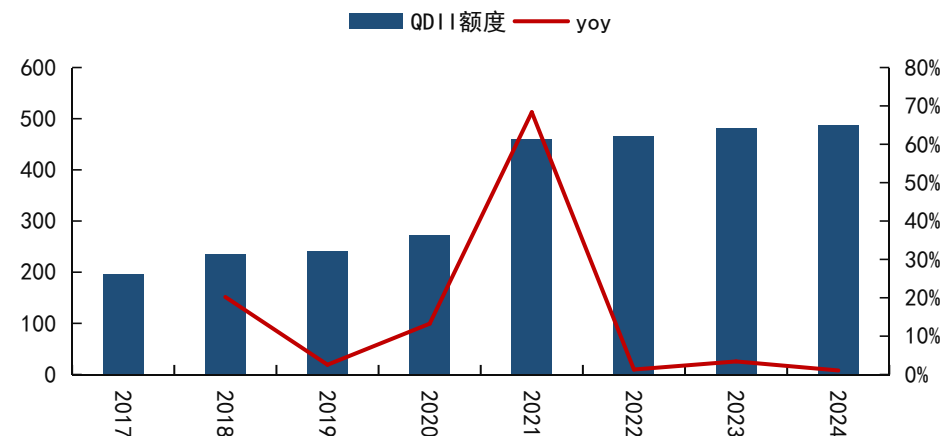
- **QDII额度放松**：2021年公募基金QDII额度大幅增加。以当前额度在20亿美元以上的基金公司进行计算，其合计QDII额度2021年时达到460.6亿美元、同比+68.3%。截至2024年末，其合计QDII额度为487.6亿美元。
- **QDII基金规模增长较快**：截至目前，QDII基金份额已达2017年的7倍多、净值已达2017年的5倍多，数量达到2017年的2倍多。快速发展下，QDII基金在全部基金中的份额及净值占比也呈明显提升趋势。

图：QDII基金份额、净值及数量变化（单位：亿份）



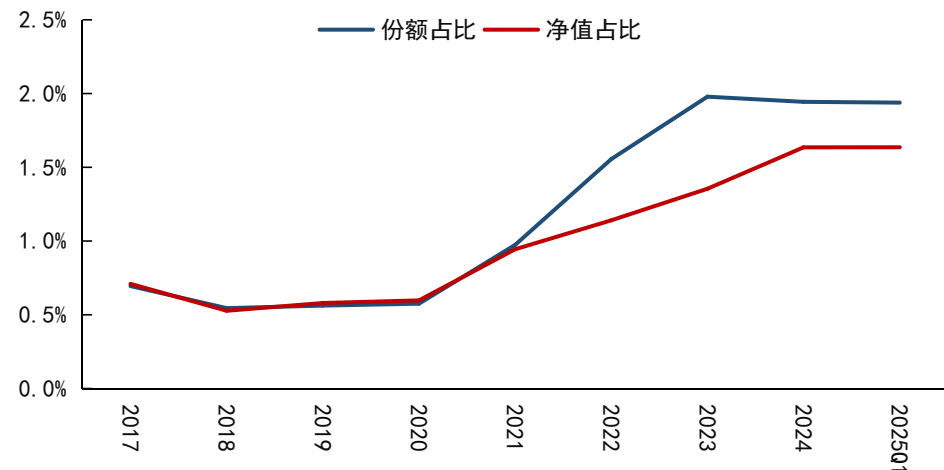
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QDII额度前20名的额度变化（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QDII基金份额、净值占全部基金比重

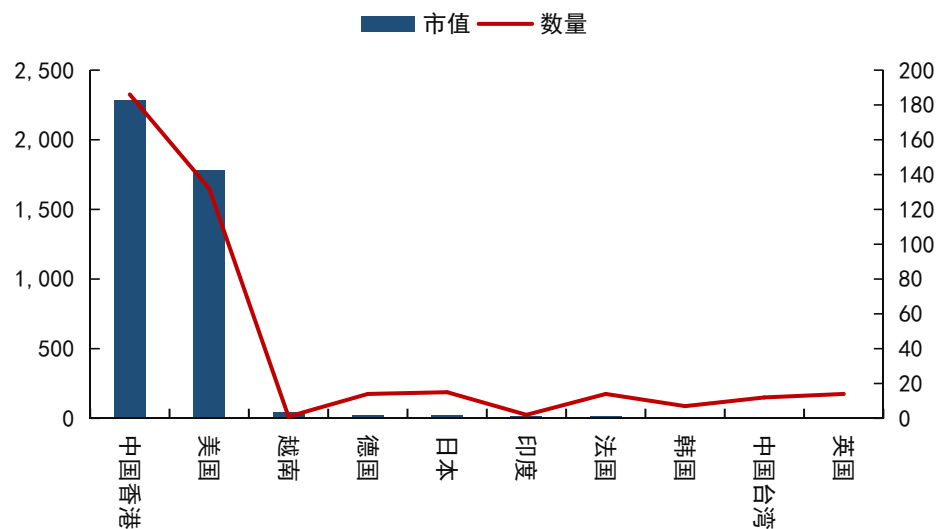


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：投资地区以中国香港、美国为主

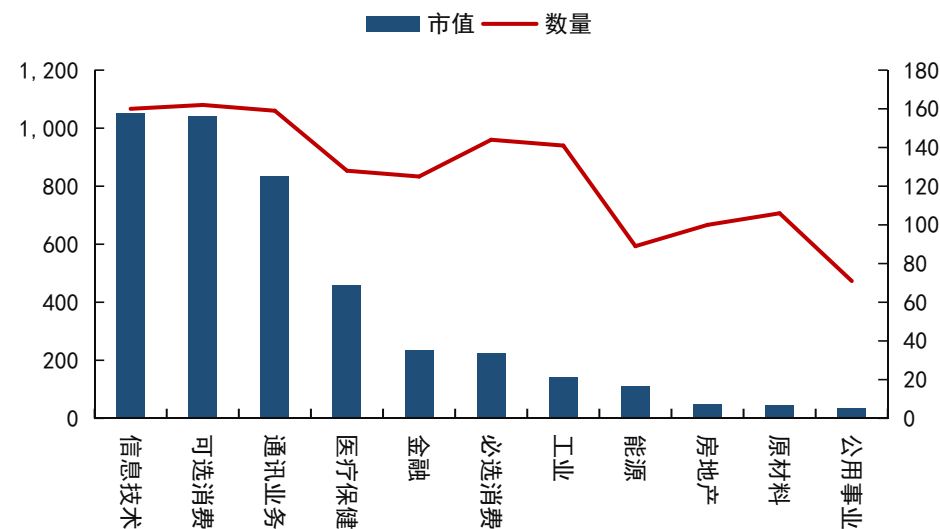
- **QDII基金投资地区以中国香港、美国为主。**截至2025Q1末，QDII 基金投向包括中国香港、美国、日本、沙特、德国、新加坡、法国等国家或地区，其中中国香港地区投资占比49%、美国投资占比42%。投资于中国香港的基金净值规模显著小于份额规模，系受香港资本市场景气度不佳影响，投资于美国的基金，情形正好与之相反。
- **底层资产：**投资于中国香港的QDII 基金底层资产以互联网、恒生科技、医药、消费等主题或行业为主，另有少量金融等行业。投资于美国的QDII 基金底层资产则以信息科技、中概互联网等为主，另有少量生物医药等行业。

图：QDII 基金主要投向中国香港、美国（单位：亿元、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QDII 基金投向各行业的净值及数量（单位：亿元、只）

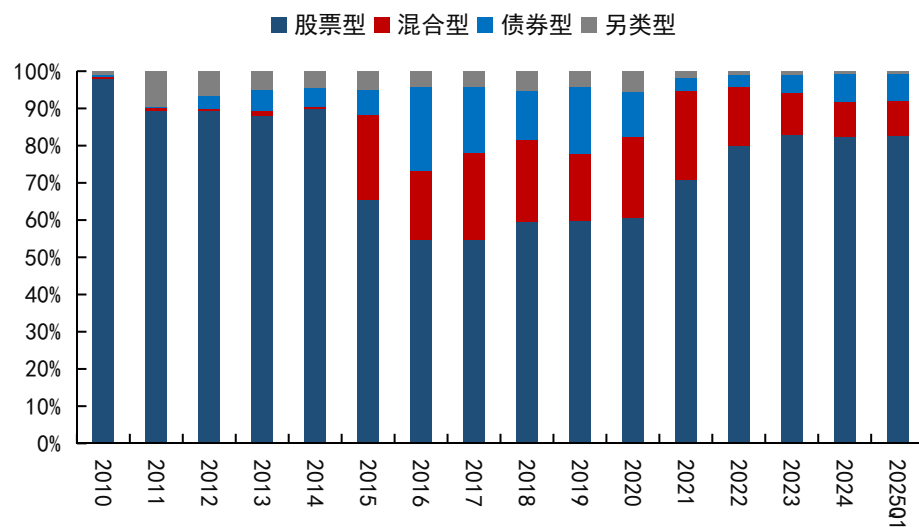


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：资产配置以股票为主，持有人以个人为主

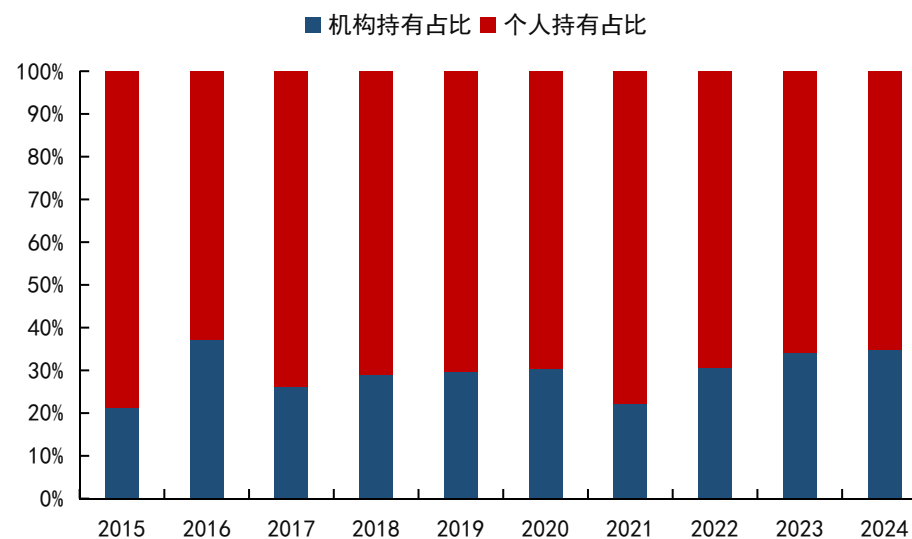
- **QDII是个人投资者投资境外资本市场的良好工具。**一方面，外汇管制使得个人难以直接投资境外资本市场，QDII基金可以汇集个人投资者分散的投资需求，实现跨境投资的目标；另一方面，QDII额度有限，机构投资者由于资金体量较大，难以实现大规模QDII基金投资。并且，众多证券公司、保险公司等机构自有外汇投资额度，不必再通过QDII基金进行投资。
- **股票型基金为最主要的QDII基金，且净值占比仍在提升。**2017年时，股票型基金在QDII基金中占比仅略超50%，目前已经升至约90%。
- **持有人以个人为主，持有人结构基本稳定。**QDII基金个人、机构持有占比约七三开，并且自2021年以来，海外股票资产吸引力增强，个人投资者占比略有提升。

图：QDII基金以股票型基金为主，且其净值占比仍在提升趋势中



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QDII基金以个人持有为主

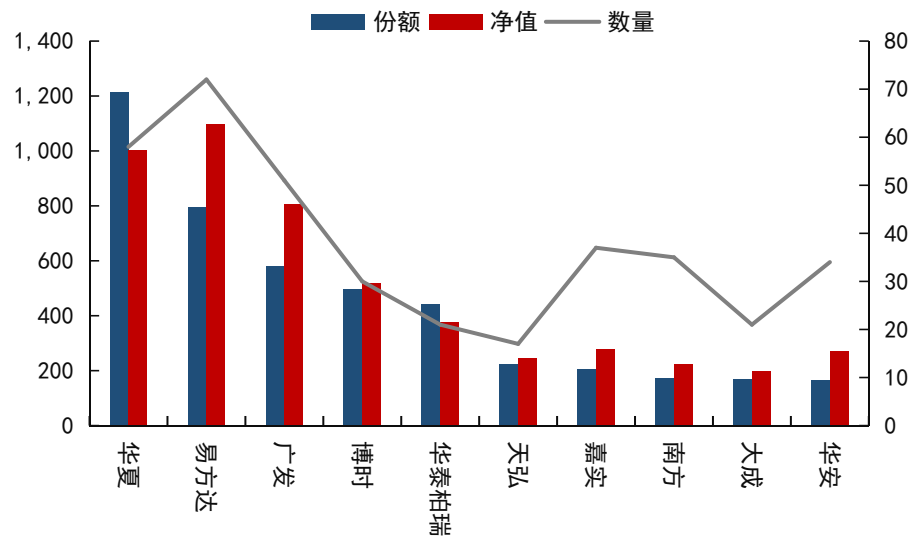


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：基金大厂为主要玩家，新发份额逐年下降

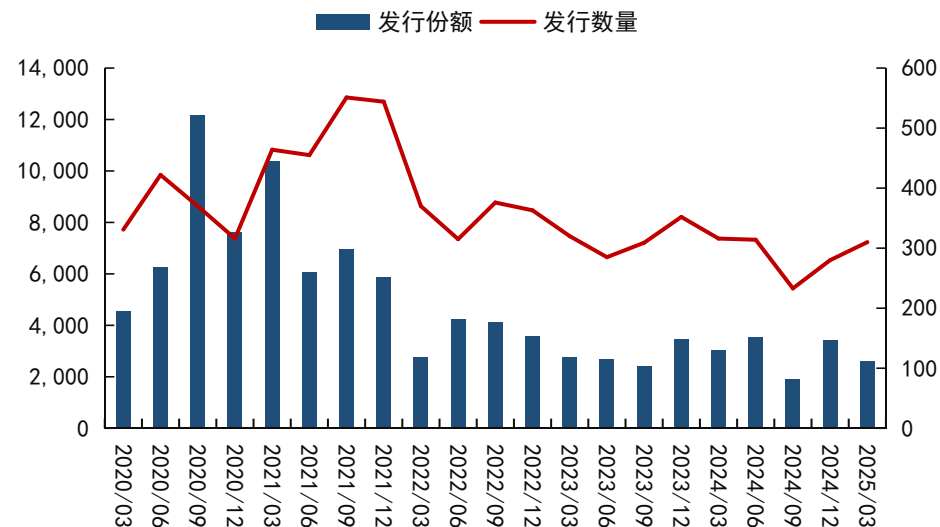
- 华夏、易方达、广发等管理人QDII基金规模领先。基金大厂发展QDII基金的最主要优势来自较高的QDII额度。此外，基金大厂QDII基金数量也较为领先，充足的人力配置为基金发行提供了支持。
- **2024年新发份额较少**：2025年以来，QDII基金仍主要由基金大厂发行，但整体发行数量及份额较少，或因QDII额度限制。QDII额度自2021年以来未见明显增长，或成制约QDII基金发展的最大因素。

图：截至2025Q1末-QDII基金玩家主要为大厂（单位：亿份、亿元、只）

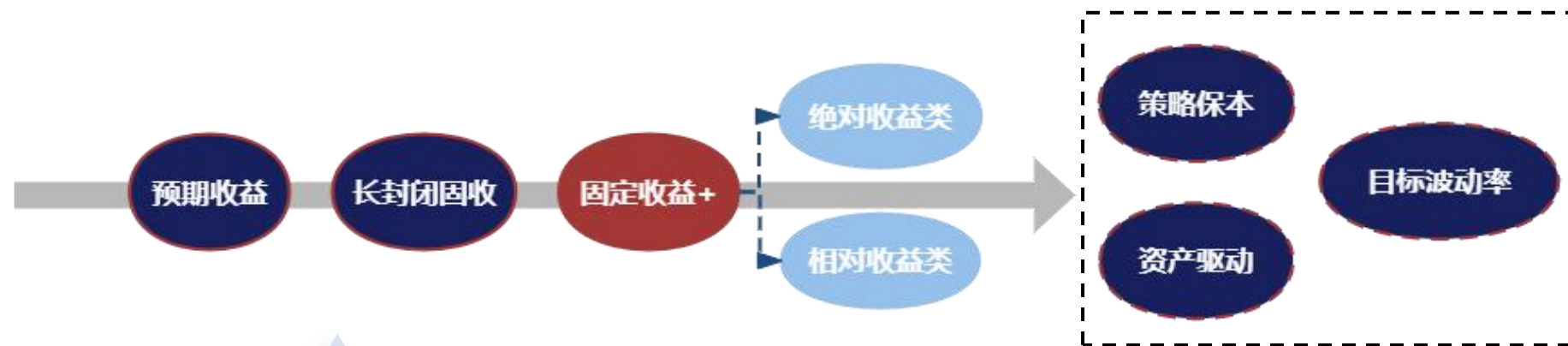


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：新发QDII基金数量及份额（单位：亿份、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



挖掘不同时期具有显著优异的风险收益的各类“抢手”资产：

- 2014年：股票质押回购
- 2015年：杠杆优先级
- 2019-20年：转债、打新

收益增厚的各类策略：

- 权益多头策略
- 权益中性策略
- 国债期货策略
- 期权策略
- FOF/MOM
- 商品CTA策略

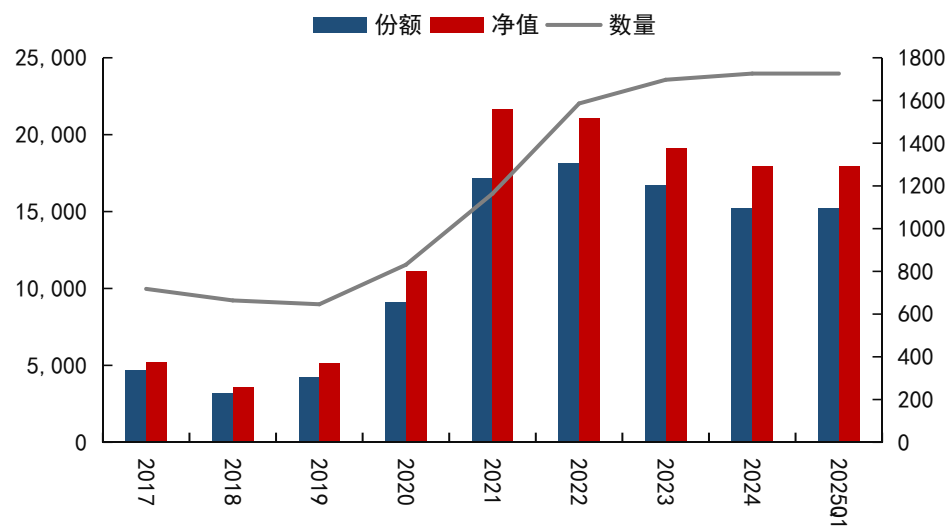
基础的固定收益资产：

- 各类标准化债券
- 各类非标准化资产
- 固定收益资管产品
- 券商收益凭证

固收+：规模持续增长，占比略有下降

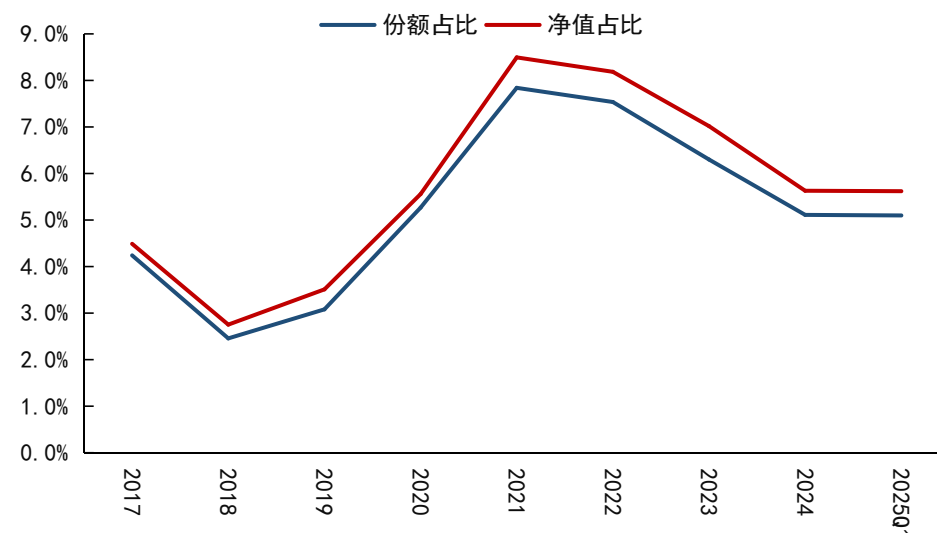
- “固收+”基金的主要表现形式：偏债混合基金、混合债券一级基金及混合债券二级基金，我们以此三类基金测度“固收+”基金的发展趋势。2019年起，“固收+”基金规模进入快速增长阶段，2020年、2021年数量、份额及净值明显提升。
- “固收+”基金以固收打底、以其他策略增厚收益的形式形成了一个类似看涨期权的收益结构，对于既想博取浮动收益、又不想本金大幅损失的投资者具备较强吸引力。2019年至2021年，“固收+”基金份额占比、净值占比持续提升，便与股票市场带来的收益增厚有关。2022年起，随着股市景气度下滑，“固收+”基金份额及净值占比有所下滑。

图：“固收+”基金份额、净值及数量变化趋势（单位：亿份、亿元、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：“固收+”基金份额、净值占全部基金比重

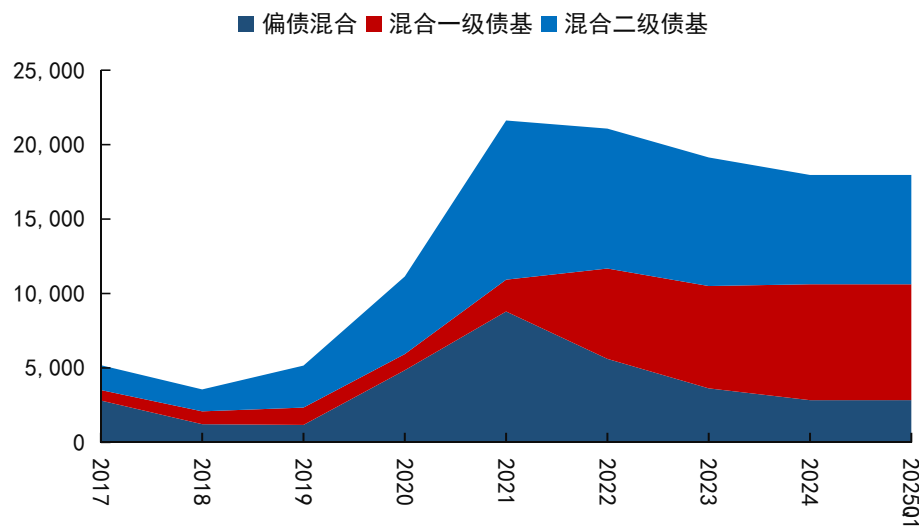


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

固收+：混合二级债基占比最高，混合一级债基占比持续提升

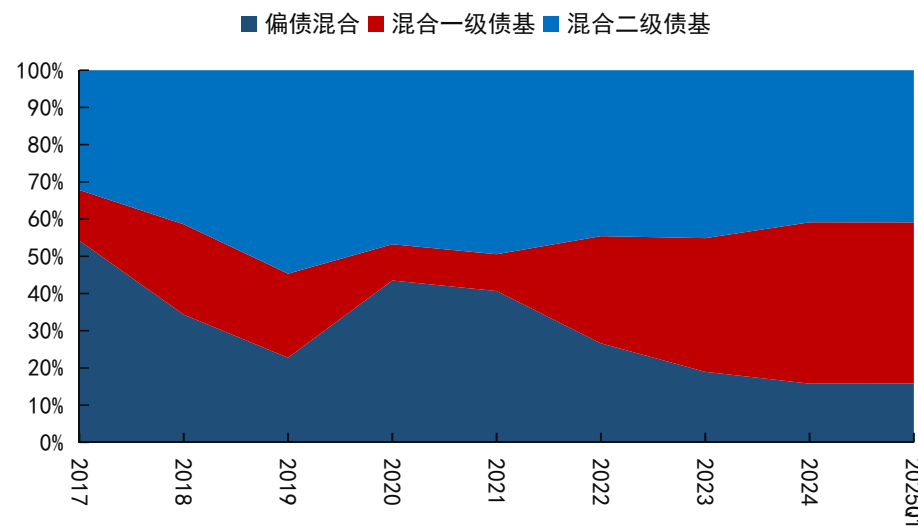
- “固收+”基金中混合二级债基目前占比最高。目前混合二级债基占“固收+”基金净值比重约40%，较2019年的约55%有所下降。
- 混合一级债基占比持续提升。混合一级债基底层资产以债券和现金为主，几乎没有股票资产，在债牛背景下规模得以持续扩张。
- 偏债混合基金规模及占比趋于下行。由于偏债混合基金分类为混合基金，机构配置需要占用一定的权益额度，故自2021年一年机构减少持有偏债混合基金致使其规模明显下滑，对应地，规模占比也呈明显下滑。
- “固收+”基金规模下滑主要因为偏债混合基金规模下滑。

图：“固收+”基金细分类别的净值变化趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：“固收+”基金细分类别的净值占比变化

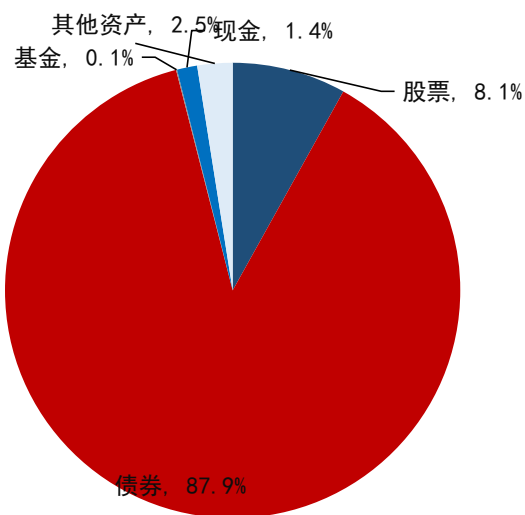


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

固收+：2024年新发基金以混合二级债基为主

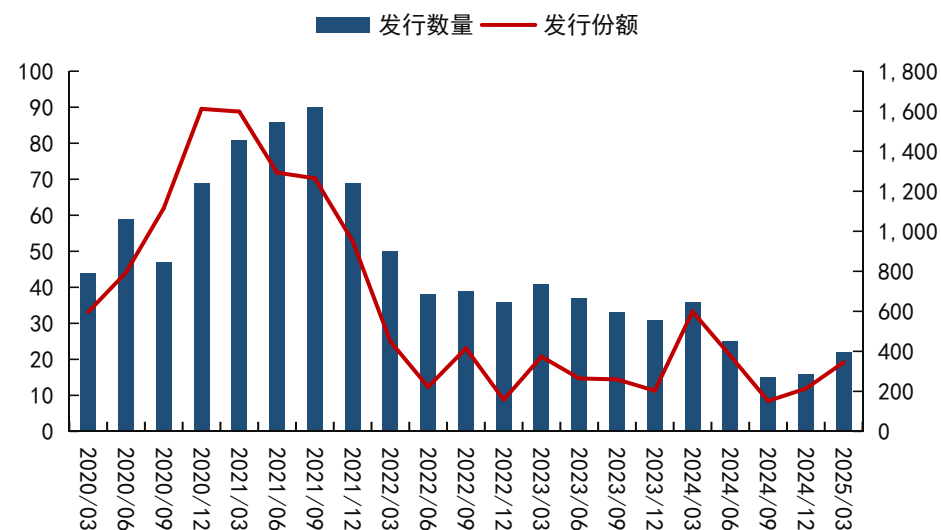
- 2025年以来新发“固收+”基金以混合二级债基为主。
- 混合二级债基能较好兼顾股票资产收益弹性和固收稳定性。与偏债混合基金及混合一级债基相比，混合二级债基股票资产配置居中，考虑到今年上半年我国股票市场整体估值较低，部分主题如红利、人工智能等出现了结构性机会，混合二级债基满足了投资者既注重收益稳定、又想浅尝收益弹性的需求。

图：“固收+”基金资产配置分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：“固收+”基金发行份额及数量变化（单位：亿份、只）



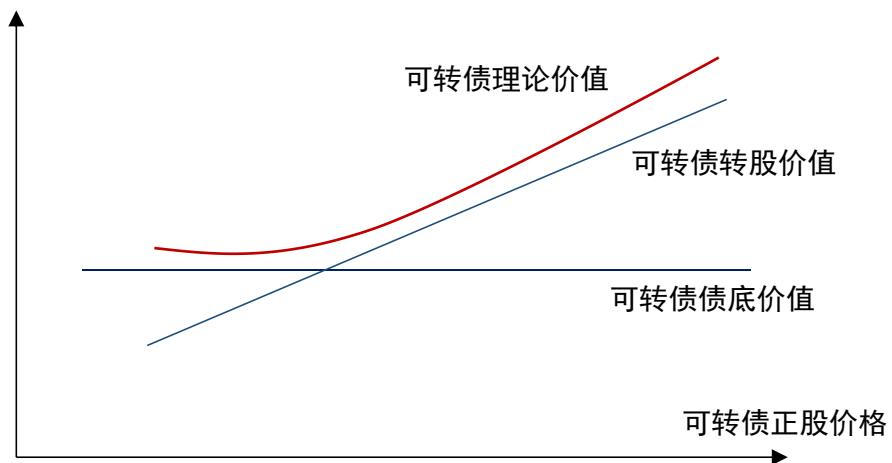
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



可转债：兼具股性与弹性，或可融入“固收+”成为弹性来源

- **可转债兼具股性与债性：**可转债隐含了对正股的看涨期权，当正股价格大于转股价格时，看涨期权为实值期权，可转债表现出股性，价格与正股价格变动趋势基本相同；当正股价格小于转股价格时，看涨期权为虚值期权，可转债表现出债性，价格有债底保护。
- **实际中，可转债价格股性更为突出：**我们将万得可转债等权指数与万得全A2018年以来的累计涨跌幅进行了对比，可以发现，可转债等权指数不仅取得明显绝对涨幅，相对涨幅也较大。
- **年初以来可转债超额：**目前上市可转债合计市值不足8500亿元，成交额约为800亿元。2025年以来，可转债指数有良好超额表现。

图：“固收+”基金细分类别的净值变化趋势（单位：亿元）



资料来源：中信建投财富管理，国信证券经济研究所整理

图：万得转债等权指数与万得全A累计涨跌幅比较

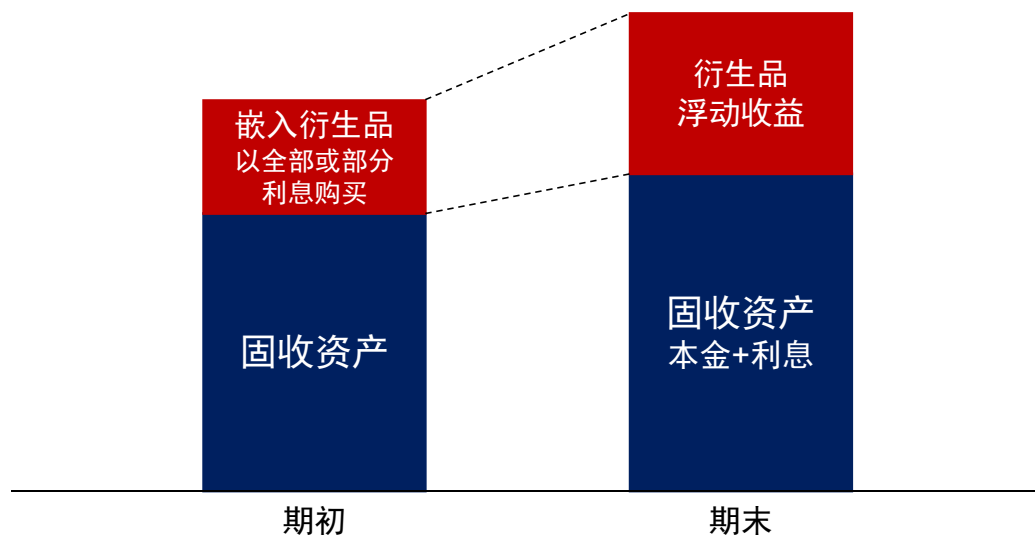


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

场外衍生品：SAC体系下的场外衍生品为产品创新重要工具

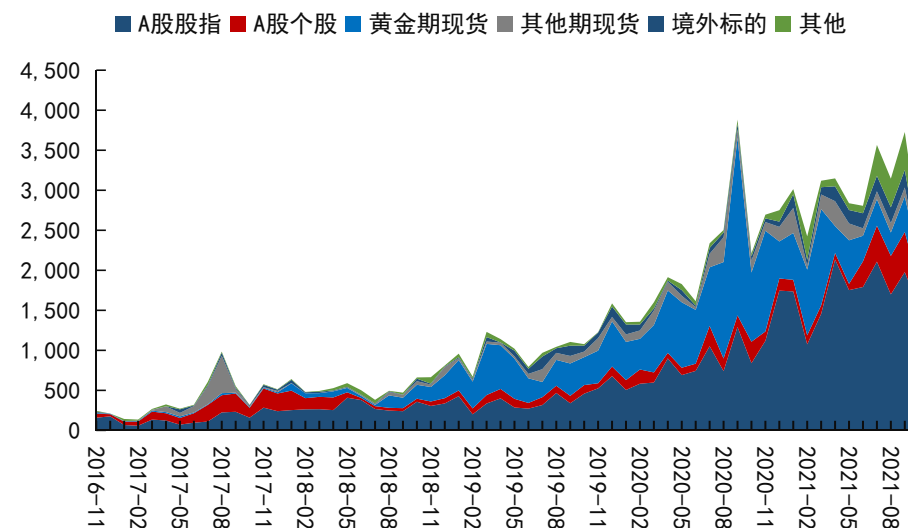
- “固收+”可寻求以嵌入衍生品的方式增厚产品收益：比如结构性存款产品，即是在普通存款的基础上嵌入场外期权，将投资者收益与金融类或非金融类资产挂钩。部分浮动收益类的银行理财产品、券商收益凭证也是嵌入场外期权，以实现保本+浮动的收益结构。
- SAC体系下的场外衍生品可挂钩股指、个股、商品、境外标的，形式较多，故用于金融产品创新的较多。SAC体系下，合格机构投资者与券商签订场外合约，券商在场内或场外进行对冲。

图：“固收+”以衍生品增加产品收益



资料来源：国投财富，国信证券经济研究所整理

图：SAC体系的场外衍生品名义本金规模-按挂钩标的（单位：亿元）

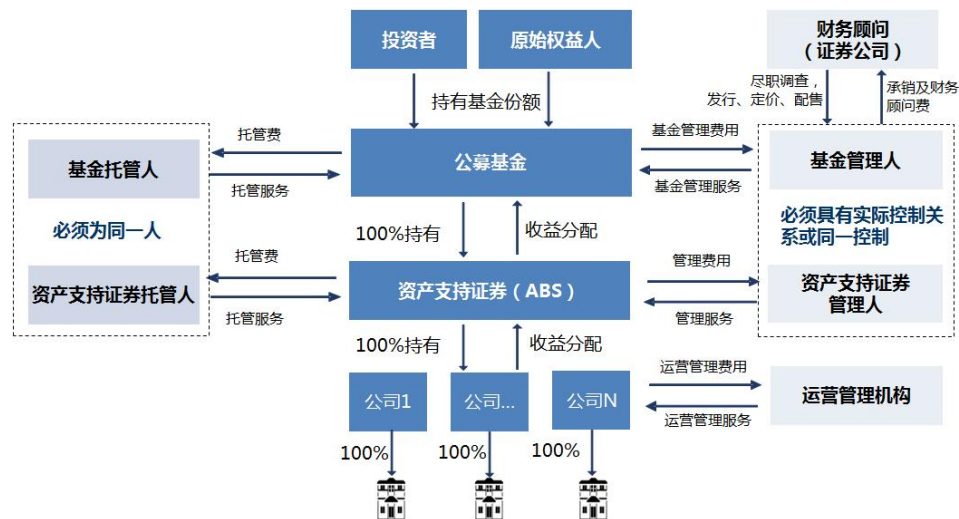


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募REITs：规模持续扩张

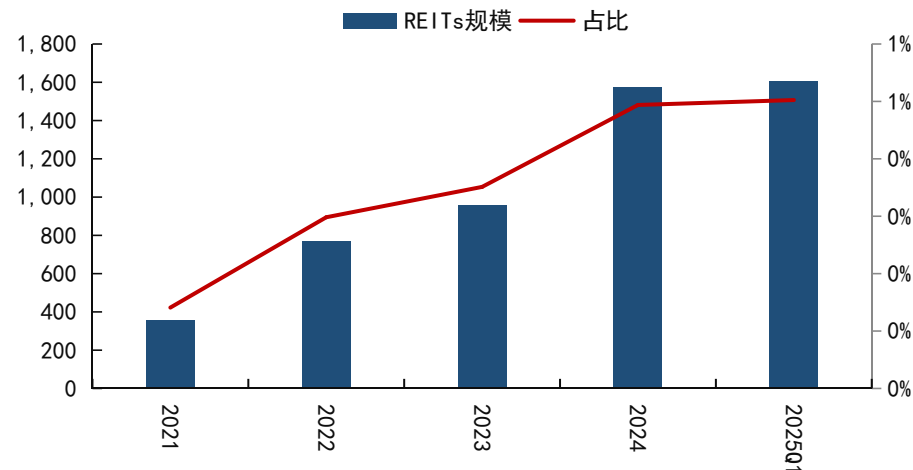
- 我国“公募+ABS”架构不具有独立法人资格，仅通过发行基金产品的方式募集资金。我国公募REITs具有四大特点：1）一是80%以上基金资产投资于ABS；2）二是基金通过ABS和底层项目公司等SPV取得项目完全所有权或经营权利；三是基金管理人主动运营管理基础设施项目；四是封闭式运作。
- 规模持续扩张，价格回升后保持稳定。2021年我国首次发行公募REITs，此后规模及数量便开始稳步增长。中证REITs全收益指数在今年初停止了近两年左右的下跌，并在较大幅度回升后企稳。

图：我国公募REITs采用“公募+ABS”架构



资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

图：公募REITs基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中证公募REITs全收益指数走势

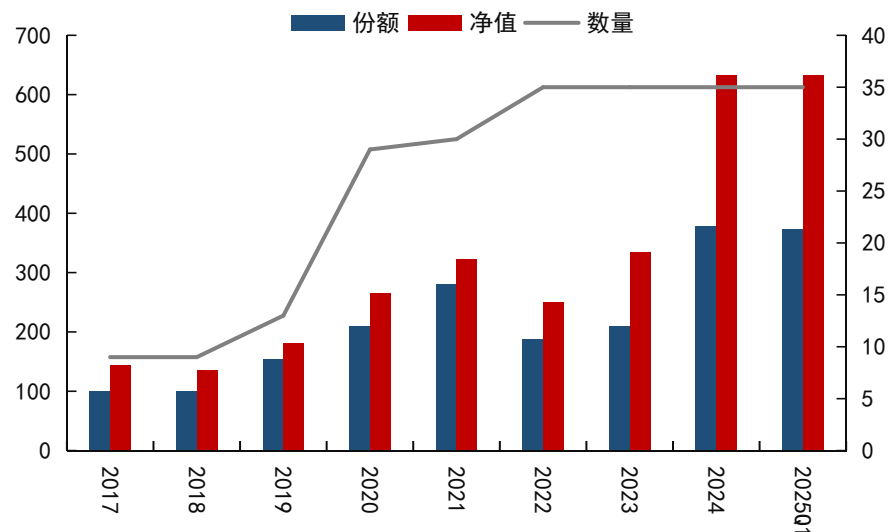


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

商品基金：以黄金基金为主

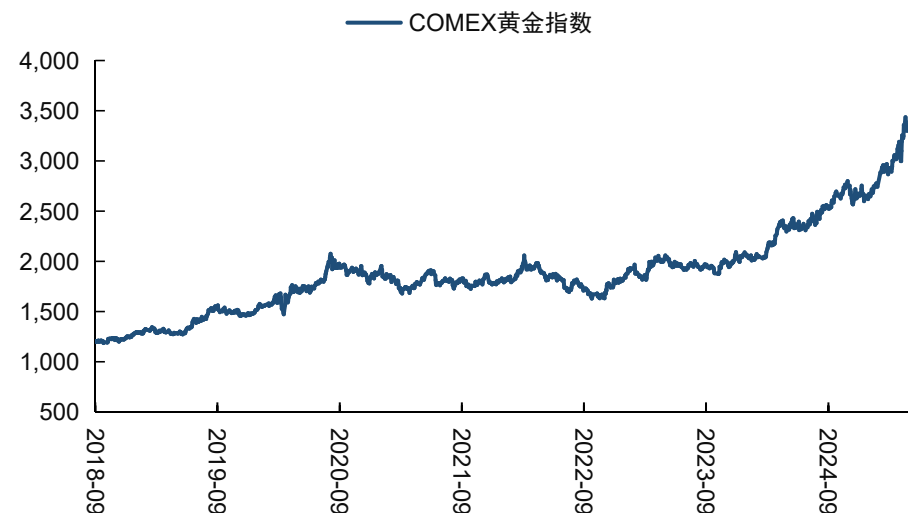
- 商品投资是大类资产配置中的关键部分之一，商品基金的发展可为基金公司投资商品提供充足管理经验，并将商品投资应用于“固收+”等投资理念中。
- **商品基金以黄金为主**：目前商品基金约370亿份、净值约6300亿元，投资商品包括黄金、白银、豆粕、有色、能源化工等，其中黄金基金净值占比约90%。
- **黄金价格或仍面临有利催化**：年初以来，在中国央行购金、地缘政治紧张、美联储降息预期下，黄金已经累计较大涨幅。目前来看，前述因素推动黄金上涨的动力仍然存在，黄金价格或仍有上涨空间。

图：商品基金份额、净值及数量（单位：亿份、亿元、只）

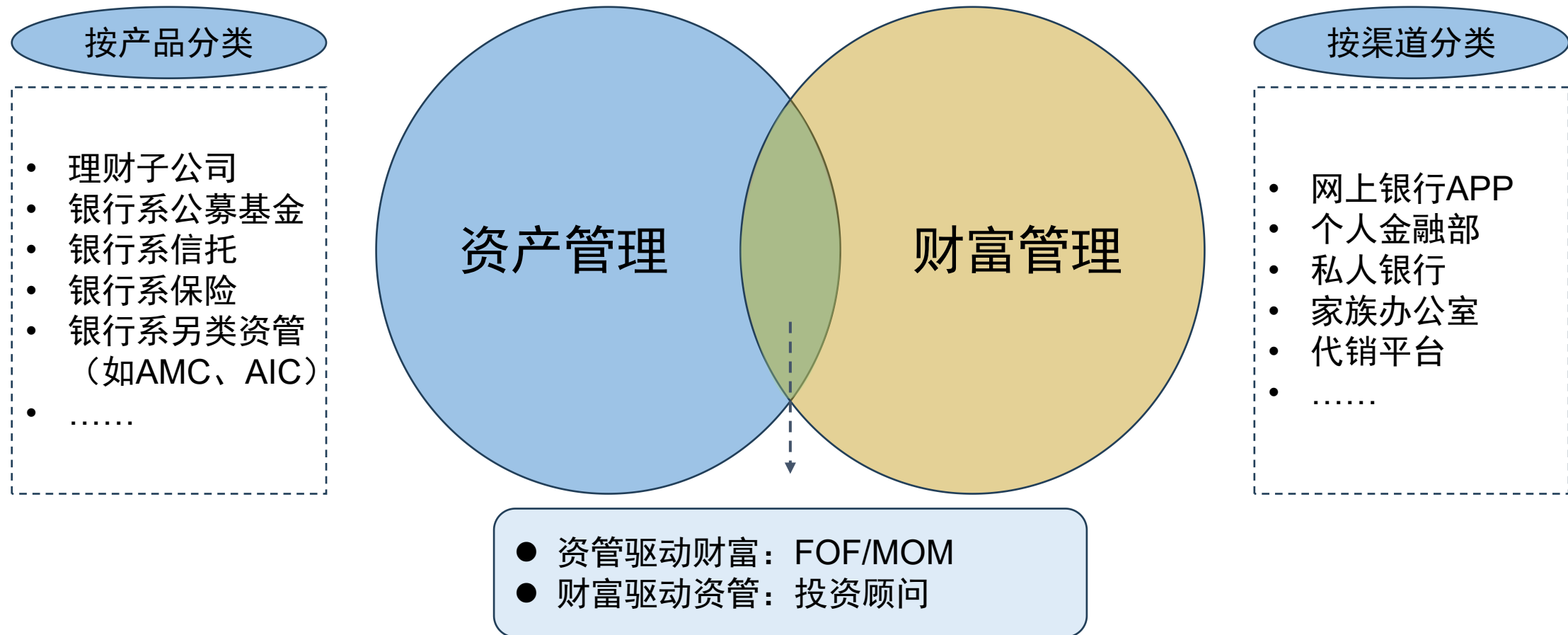


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：COMEX黄金价格走势（单位：美元/盎司）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

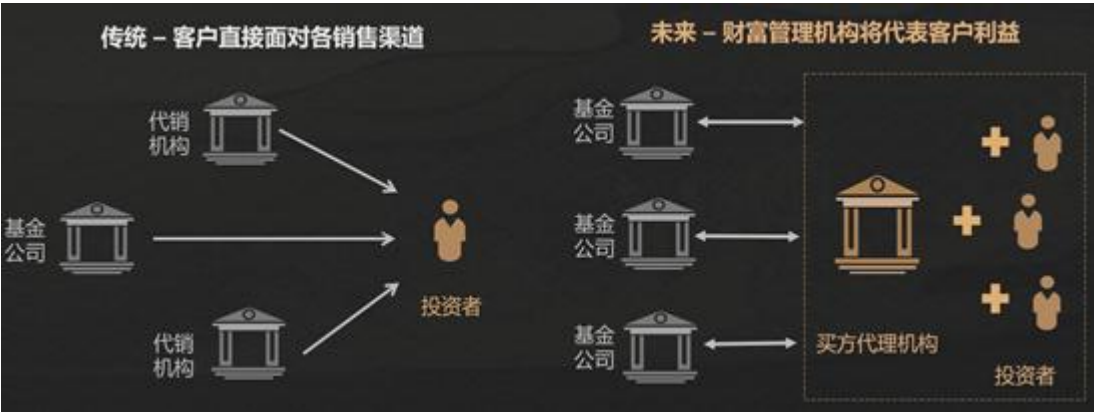


资料来源：Beta财富管理，国信证券经济研究所整理

投顾模式下买方代理机构与客户利益一致

- “买方代理”模式下财富管理客户、基金投顾以及基金公司之间的利益关系一致：客户的目标是实现长期资产增值；基金公司的目标是长期持有客户资产、推动客户资金的净流入并实现长期的资产增值；而“买方代理”模式下的基金投顾有动机挑选优质资管机构及优质资管产品，从而帮助客户实现资产的长期增值以及基金公司资管规模的稳定增长。
- 基金投顾与FOF有相似之处，但与FOF产品不同的是，对基金投顾而言，投资者陪伴服务则是一项非常重要的工作。

图：基金投顾模式与传统卖方代理模式的差异

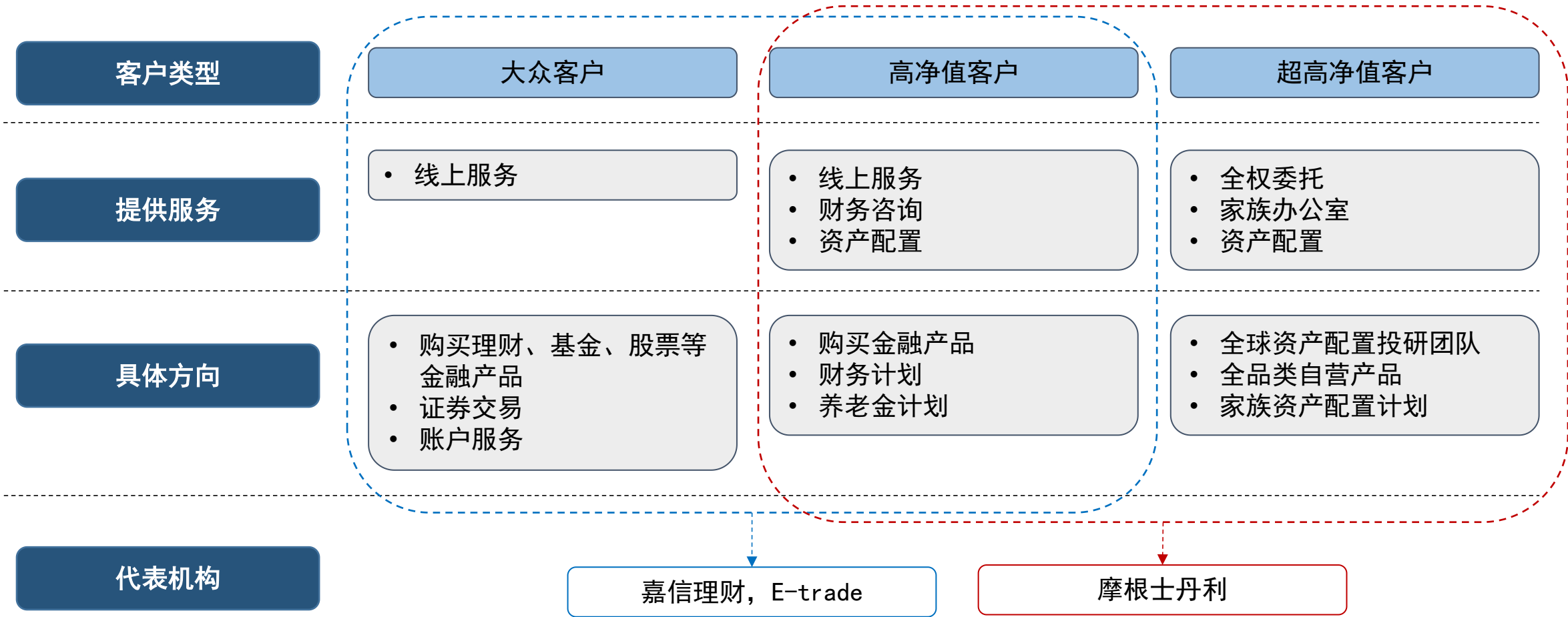


资料来源：嘉实财富，国信证券经济研究所整理

图：基金投顾与FOF机构的差异

	公募 FOF	基金投顾
相同点	底层投资于一揽子公募基金产品，通过组合管理的方式实现预定的投资目标（收益率、波动率、回撤等）	
表现形式	公募基金产品	基金投顾服务
业务模式	标准化产品的销售	“千人千面”，根据客户需求提供定制化服务
组合费用	卖方代理的基金申购费、基金管理等	买方代理的顾问服务费
不同点	持仓披露	白盒策略为主，持仓可见或买入可见
考核方式	产品净值增长率	客户回报、客户体验
陪伴服务	定期报告	前中后的全程陪伴，灵活多样的陪伴服务
资金权属	所有权和操作权	所有权归属客户，操作权转移（赋权）给投顾

资料来源：嘉实财富，国信证券经济研究所整理



资料来源：深交所研究，国信证券经济研究所整理

附录

《推动公募基金高质量发展行动方案》逐条解读

一、总体要求

- 近年来，我国公募基金行业在服务实体经济与国家战略、促进资本市场改革发展稳定、满足居民财富管理需求等方面发挥了积极作用，但也暴露出**经营理念有偏差、功能发挥不充分、发展结构不均衡、投资者获得感不强**等问题。为推动行业加快实现高质量发展，制定本方案。
- 以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实党的二十届三中全会、中央经济工作会议、中央金融工作会议、2024年9月26日中央政治局会议以及新“国九条”关于“稳步推进公募基金改革、推动证券基金机构高质量发展、支持中长期资金入市”的决策部署，主要体现以下基本原则：坚持党对金融工作的全面领导，坚定不移走好中国特色金融发展之路，建设符合中国式现代化本质要求的公募基金行业；坚持以强监管、防风险、促高质量发展为主线，校正行业发展定位，实现功能性和盈利性的有机统一；坚持问题导向、目标导向，切实回应市场关切，**推出一系列投资者可感可及的政策举措**，解决行业发展及监管制度机制方面存在的突出问题；坚持以投资者为本，督促行业机构牢固树立以投资者最佳利益为核心的经营理念，并贯穿于公司治理、产品发行、投资运作、考核机制等基金运营管理全链条、各环节，恪守“受人之托、忠人之事”的信义义务，实现从重规模向重投资者回报转型；坚持市场化、法治化方向，借鉴国际成熟经验，探索建立符合我国国情、市情的行业发展新模式，力争用**三年左右**时间，扎实推动各项政策举措落地见效，形成行业高质量发展的“拐点”。
- 本质是强化绝对收益导向，既要...，又要...，调整了行业“相对排名+规模驱动”的发展模式。**

二、优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制

- **1.建立与基金业绩表现挂钩的浮动管理费收取机制。**对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，对符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平。如持有期间产品实际业绩表现符合同期业绩比较基准的，适用基准档费率；明显低于同期业绩比较基准的，适用低档费率；显著超越同期业绩比较基准的，适用升档费率。**在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%；**试行一年后，及时开展评估，并予以优化完善，逐步全面推开。
- **2.强化业绩比较基准的约束作用。**制定公募基金业绩比较基准监管指引，明确基金产品业绩比较基准的设定、修改、披露、持续评估及纠偏机制，对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管，切实发挥其确定产品定位、明晰投资策略、表征投资风格、衡量产品业绩、约束投资行为的作用。
- **监管选择业绩浮动而非持有期限浮动；**
- **浮动管理费产品在2019年左右公募推出过一批，但没有出爆款，这次强制进行了60%占比要求，考虑到较高的运作成本(如计费工作复杂)，大机构会先尝试。**

- 具体来看，当投资者发生赎回、份额转出或基金合同终止等情形时，管理费收取规则如下：持有期限不足一年，按1.20%的年费率收取管理费；持有期限达到一年及以上，则依据持有期间年化收益率或分为三档差异化收费。
 - ✓ 第一档，向上浮动：若持有期间相对业绩比较基准的年化超额收益率（扣除超额管理费后）超过6%且持有收益率（扣除超额管理费后）为正，按1.50%年费率确认管理费；
 - ✓ 第二档，向下浮动：若持有期间的年化超额收益率在-3%及以下，按0.60%年费率确认管理费；
 - ✓ 第三档，除上述两种情形外，维持1.20%年费率不变。
- 从产品投向和业绩比较基准选用上看，首批上报的产品均为全市场选股的基金，主要对标沪深300、中证A500、中证500、中证800等主流宽基指数。

二、优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制

- 3.加强透明度建设。修订主动管理权益类基金信息披露模板，强化基金产品业绩表现及管理费分档收取的信息揭示，综合展示产品中长期业绩、业绩比较基准对比、投资者盈亏情况、换手率、产品综合费率水平、管理人实际收取管理费等信息，提升信息披露的可读性、简明度和针对性。
- 4.稳步降低基金投资者成本。出台《公募基金销售费用管理规定》，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。推动降低基金登记结算、指数授权使用、信息披露、审计及法律服务等相关固定费用。
- 销售渠道展示比信息部门披露更加重要；
- 降低投资者成本，其实随着指数化模式运作，权益产品成本已经很低廉，货币基金综合成本（包括管理费+托管费）更加高昂，后面货币基金产品会有冲击；
- 基金投顾模式，通过额外顾问服务来弥补管理费缺失。

三、完善行业考核评价制度，全面强化长周期考核与激励约束机制

- 5.改革基金公司绩效考核机制。出台基金公司绩效考核管理规定，要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重。基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，前者包括基金净值增长率、业绩比较基准对比等指标，后者包括基金利润率、盈利投资者占比等指标。**基金公司股东和董事会对公司高管的考核，基金投资收益指标权重不低于50%；对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于80%。对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于80%。**
- 6.强化监管分类评价的引导作用。将投资者盈亏及占比、业绩比较基准对比、权益类基金占比、投研能力评价情况等纳入基金公司评价指标体系。将三年以上中长期业绩、自购旗下权益类基金规模、投资行为稳定性、权益投资增长规模等指标的加分幅度在现有基础上提升50%。前述指标占“服务投资者能力”的评分权重合计不低于80%。
- **参考了保险公司的考核模式，但数据标准越复杂，越上有对策，下有政策，基金公司仍然有调整的空间；**
- **产品基准过去不重要，未来有根据市场环境“优化”的地方。**

三、完善行业考核评价制度，全面强化长周期考核与激励约束机制

- 7. 重塑行业评价评奖业态。修订《公募基金评价业务管理暂行办法》及相关自律规则，构建以五年以上长周期业绩为核心的评价评奖体系，优化基金评价评奖指标，提高投资者盈亏、业绩比较基准对比情况的指标权重，杜绝以短期业绩排名为导向的不合理评价评奖活动。强化监管执法力度，提高评价评奖的专业性与独立性，推动不适格评价评奖机构出清，打击非持牌机构违规开展评价评奖活动。
- 8. 督促行业加大薪酬管理力度。完善证券基金经营机构薪酬管理制度，督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。严格落实基金公司高管和关键岗位人员绩效薪酬延期支付制度，对于严重违法违规的责任人员薪酬依法予以追索扣回。**对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬。**
- **单纯从本次文件看，其实高高举起，轻轻放下，基金经理仍有市场化薪酬机会。**

四、大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥



- 9.加强监管引导与制度供给。在基金公司监管分类评价中，显著提升权益类基金相关指标权重，突出权益类基金发展导向，依法强化分类评价结果运用。**制定公募基金参与金融衍生品投资指引，更好满足公募基金加强风险管理、稳定投资行为、丰富投资策略等需求。**
- 10.推动权益类基金产品创新发展。积极支持主动管理权益类基金创新发展，研究推出更多与基金业绩挂钩、投资者回报绑定、鼓励长期持有的浮动费率基金产品。大力发展各类场内外指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金。**研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品。**
- **“既要，又要”考核下，含衍生品的公募基金产品有一定发展想象空间；**
- **互换便利核心要求是可质押，这与公募基金参与稳定市场要求相一致。**

四、大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥



- 11.优化权益类基金注册安排。实施股票交易型开放式指数基金（英文简称ETF）快速注册机制，原则上自受理之日起5个工作日内完成注册。对主动管理权益类基金和场外成熟宽基股票指数基金，原则上自受理之日起10个工作日内完成注册。**对明确约定最低持股比例要求的混合型基金、债券型基金**，原则上自受理之日起15个工作日内完成注册。
- 12.建立基金销售机构分类评价机制。将权益类基金保有规模及占比、首发产品保有规模及占比、投资者盈亏与持有期限、定投业务规模等纳入评价指标体系。对分类评价结果靠前的基金销售机构，在产品准入、牌照申请、创新业务等方面依法优先考虑。督促基金销售机构完善内部考核激励机制，加大对保有投资者盈亏情况的考核权重。
- **对权益型产品“开绿灯”同时，混合债基、二级债基产品仍有所放开；**
- **针对销售渠道的监管，比如银行、互联网平台等，其实很难落地。**

五、促进行业高质量发展，加快建设一流投资机构

- 13.完善基金公司治理。修订《证券投资基金管理公司治理准则》，充分发挥国有大股东在公司治理架构中的功能，推动董事会、管理层履职尽责。改革优化基金公司独立董事选聘机制，提升履职专业性与独立性，更好发挥监督作用。防范大股东不当干预与内部人控制。
 - 14.强化核心投研能力建设。建立基金公司投研能力评价指标体系，引导基金公司持续强化人力、系统等资源投入，加快“平台式、一体化、多策略”投研体系建设，支持基金经理团队制管理模式，做大做强投研团队。鼓励基金公司加大对人工智能、大数据等新兴技术的研究应用，支持符合条件的基金公司设立科技及运营服务子公司。支持基金公司依法实施员工持股等长效激励措施，提升核心团队稳定性。
 - 15.提升服务投资者水平。积极推动基金公司着力提高对各类中长期资金的服务能力，研究创设更加适配个人养老金投资的基金产品。启动行业机构投资者直销服务平台正式运行，为机构投资者提供集中式、标准化、自动化的“一站式”数据信息交互服务。出台《证券投资基金投资者公募基金业务管理暂行办法》《公开募集证券投资基金投顾业务管理规定》，促进基金投顾业务规范发展。
- 考虑到分红来自于管理费，奖金来自于绩效，所以作为应对，后续基金推动员工持股意愿增加；
 - 行业层面的产品直销平台有想象空间，可能对东财、蚂蚁、招行等渠道方有巨大挤出效应；
 - 基金投顾转常规大概率近期实施。

五、促进行业高质量发展，加快建设一流投资机构

- 16.支持各类基金产品协调发展。修订《公募基金运作管理办法》，完善优化公募基金成立标准、存续条件及退出机制，进一步细化产品分类标准，有序拓展公募基金投资范围和投资策略，提升公募基金运作灵活度。加大含权中低波动型产品、资产配置型产品创设力度，修订完善基金中基金（英文简称FOF）、养老目标基金等产品规则，适配不同风险偏好投资者需求，促进权益投资、固定收益投资协调发展。
 - 17.优化行业发展格局。支持优质头部基金公司业务创新发展，促进资产管理和综合财富管理能力双提升。制定中小基金公司高质量发展示范方案，支持特色化经营、差异化发展。出台《公募基金运营服务业务管理办法》，推动降低信息技术系统租赁与使用费，助力行业机构降本增效。支持基金公司市场化并购重组，推动严重违规机构依法出清。
 - 18.夯实行业文化根基。建立健全行业文化建设工作评估评价体系，定期开展评估反馈，加大对正面典型的宣传推广。完善从业人员执业操守自律准则，更好发挥行业自律监督作用。定期开展廉洁从业现场检查，强化行业政商“旋转门”综合治理，大力弘扬和践行“五要五不”的中国特色金融文化。
- 针对产品改革，整体是长期正确而困难的事；
 - 基金业行业格局迎变化，既有良性主动推进（如华安-海富通），也有恶性被动执行（如个别自然人系基金公司）。

六、守牢风险底线，提升行业发展内在稳定性

- 19.完善行业多层次流动性风险防控机制。出台公募基金参与互换便利业务操作指引，明确公募基金通过互换便利业务应对流动性风险的业务规范。修订《公募基金风险准备金监督管理办法》，优化行业风险准备金管理制度，根据基金公司分类评价结果与风险状况合理设定计提比例并动态调整，研究拓宽风险准备金投资范围和使用用途。
- 20.强化对基金长期投资行为的引导。建立常态化逆周期调节机制，根据市场情况动态调整产品注册节奏与进度。强化主题基金注册监管，出台主题基金投资风格监督自律规则，加强对基金投资交易的监测分析与跟踪检验。**督导基金公司完善新股定价决策机制，促进合理审慎报价。**合理约束单个基金经理管理产品数量和规模，加强对管理规模较大的基金经理持股集中度的监测力度与风险提示。**出台公募基金参与上市公司治理规则，助力提升上市公司质量。**
- **参与互换便利、拓展风险准备金实际意义不大，核心还是资本量级太少；**
- **基金参与上市公司治理有想象空间，比如分红政策、兼并收购等；**

六、守牢风险底线，提升行业发展内在稳定性

- 21.持续提升行业合规水平。修订《基金经理兼任私募资产管理计划投资经理工作指引》，提高公募基金经理兼任及业务风险隔离要求。加强对基金公司对外提供投资顾问服务的监管。持续稳妥做好类通道业务清理。**从严从重查处泄露分红信息、协助避税、销售环节输送不正当利益等违规行为。**督促基金公司强化内部管理，加大追责问责力度。
- 22.提高行业声誉管理、预期引导能力。督促基金公司完善声誉风险管理机制，强化舆情监测应对，对不实信息、敏感舆情快速回应。坚决落实党中央决策部署，唱响经济光明论，做好宏观经济、社会民生及资本市场领域政策解读和舆论引导，充分发挥行业引导和塑造预期的积极作用。支持基金公司积极维权，用好法律、行政监管等手段，共同打击编造传播虚假信息、敲诈勒索等行为。
- **基金分红政策调整可能颠覆债基的发展逻辑，目前银行自营部门借助基金分红规避债券交易和持有税收仍是合法合规的。**

七、强化监管执法，将“长牙带刺”落到实处

- 23.进一步加大法制供给。推动《中华人民共和国证券投资基金法》修订，加强基金公司股东股权、公司治理、基金运作、人员管理、市场退出等重点领域制度供给，丰富监管执法手段，大幅提高违法违规成本。推动加强行政执法与刑事司法衔接，从严打击利用未公开信息交易、内幕交易、操纵市场等严重违法犯罪行为。
- 24.严格行业机构股权及高管准入要求。严把基金公司、基金销售机构准入关，加强股东资质审核，持续强化对入股主体股权结构、出资来源的穿透核查，严厉打击股权代持、私下转让股权、以非自有资金入股等违规行为。抓紧出台《证券投资基金托管业务管理办法》，提高托管机构准入门槛。完善基金公司高管任职管理制度，提高履职要求，将违法违规的高管依法纳入诚信档案，适用相关禁业要求。
- 25.强化法规制度执行。建立行业最佳实践分享机制，加大执法标准、典型案例公示力度。加大跨辖区交叉检查力度，强化技术手段运用，提升发现问题发现能力。坚持打重打大，统筹采取行政处罚、行政监管措施和自律措施，做到严而有序、严而有效。稳步公开对基金公司及从业人员采取行政监管措施情况。建立严重违法违规行为通报警示教育机制。
- 整体是长期正确而困难的事，推动行业整合与出清。

- 过去基金公司运作模式：经营“明星基金经理”+经营流量资源。
 - ✓ 部分依靠内部培养，形成自身投资体系闭环；部分通过向市场持续挖掘投资经理；
 - ✓ 什么是好的投资经理：战胜市场基准；
 - ✓ 经营互联网、银行等渠道，牛市启动时机多发快发产品；
- 未来基金公司运作模式：
 - 基准导向：找到优秀的资产或策略，找到匹配的业绩基准，形成产品后再去匹配合适投资经理；
 - 产品布局：全市场、成长、价值、周期、医药、金融、科技、消费、红利等；预计价值类、红利类，Reits产品迎来发展快车道，科技成长产品ETF化，ETF产品类型更趋丰富。
 - 案例：木头姐通过主动管理、高集中度和主题细分捕捉成长机会，比如ARK通过多只ETF覆盖不同创新方向，形成垂直领域深度布局；
 - 未来跑赢基准，更强调团队协作。

- 个人产品与机构产品需求体现差异：
 - ✓ 其中个人产品：主动权益和被动指数各有所长，成长型和红利-收入型产品为主；
 - ✓ 其中机构产品：核心是提供解决方案，如匹配负债端要求，管理利率等指标风险，基准定制化。
- 产品和运作模式的调整是个长期过程，中小基金公司先活下去，大基金公司先进行探索。

产品创设方向	优势	不足
浮动费率	政策专门推动，契合考核激励要求	运营费用较高
指数增强	持续博弈终局，契合团队投研优势	私募竞品明显，缺乏工具优势
Smart-Beta	费率高于纯被动，因子资源丰富	客户认识不足，缺乏因子谱系产品
衍生品对冲	匹配风险对冲、绝对收益考核	机构资源差异，私募竞品明显
可质押指数	政策推动，匹配互换便利需求	象征性业务，市场缺乏需求
另类资产	Reits、跨境等赛道增量需求显著	市场容量限制，监管政策约束
债券ETF	匹配交易、流动性管理、配置需求	产品研发有限，客户认识不足

- 本报告为分析框架，文中所涉及的基金产品均为举例之用，不涉及具体的投资建议。
- 资本市场景气度下滑。基金底层资产如股票、长久期债券等均为资本市场，如资本市场景气度下滑，股票、债券等资产的投资特性或将发生变化，本报告中的观点或不再适用。
- 政策风险。公募基金行业为重要的金融行业之一，近年来规范公募基金行业发展的政策时有加强，政策变化或将影响公募基金行业的投资策略和战略决策，对行业经营有较为显著的影响。
- 宏观经济下行风险。公募基金产品的资金来源和资金用途均与宏观经济息息相关，如宏观经济下行超出预期，则公募基金行业发展或将受到较显著的影响。
- 投资者风险偏好变化。公募基金产品工具化进程中，投资者风险偏好将会对基金产品的发展方向造成显著影响。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032