

暗潮汹涌下积蓄的力量

金融产品行业生态报告

分析师：张青

分析师登记编码：S0890516100001
电话：021-20321154
邮箱：zhangqing@cnhbstock.com

分析师：孙书娜

分析师登记编码：S0890523070001
电话：021-20321306
邮箱：sunshuna@cnhbstock.com

分析师：李亭函

分析师登记编码：S0890519080001
电话：021-20321017
邮箱：litinghan@cnhbstock.com

研究助理：付伟

邮箱：fuwei@cnhbstock.com

研究助理：冯思诗

邮箱：fengsishi@cnhbstock.com

研究助理：张帅

邮箱：zhangshuai564576@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

①2023年，在震荡的A股市场和不断加剧的行业竞争下，各类金融产品赛道都陷入了深度调整的格局中。当我们无法继续“刀刀向内”的自我革新时，跳出原有的认知框架，去其他赛道寻找新的火种就成为了另一种有价值的选择。越来越多的金融机构都想知道其他竞品行业在做些什么，他们又会有哪些创新，这些变化又有哪些可以为我所用？这些想法是我们撰写《金融产品行业生态报告》的初衷，希望我们对行业的洞察，可以帮助那些转型中的金融机构，为行业的变革尽一些绵薄之力。

②当我们彻底步入“后资管新规时代”，我们会发现伴随着非标转标的浪潮越来越大、越来越彻底时，从非标流出的资金不断混注到资本市场中后，净值化产品的超额收益在过去两年中快速衰减，从公募基金到私募基金，从主观投资到量化投资，莫不如此。在过去，我们只需要寻找到一条合适的金融赛道长期耕耘，就可以找到投资的最终解，但现在，必须能够同时驾驭多品种投资，在不同的赛道间有机配置才能求得想要的答案，中国的金融产品市场正在经历“向产品要收益”到“向资产配置要收益”的转变过程。我们也期待在这样一轮转型过程中，我们的报告可以为大家提供更多的观点与思路。

③我们越来越深刻的感觉到，这场历史级的变革对于我们现有认知是颠覆性的重塑。在这半年的时间里，我们以更高的频次加强同金融同业沟通，从公司领导、中层骨干、投资经理到一线销售，不同的视角最终组合勾勒出这个变革中金融行业的真实样貌；我们尝试把一个个主观的、定性的观点，和一组组客观的数据相结合，跳出情绪去看待当下整个金融赛道的过去、现在和将来，一次次观点的推翻与重建，让我们对于未来的方向与结论更有信心。在《金融产品行业生态报告》中，我们系统性回顾了2023年上半年公募基金、银行理财、保险资管、私募基金、信托、券商资管和场外衍生品这几条赛道的数据变迁，更结合我们的视角进行了对未来发展方向的浅浅探索，数据和观点背后是金融产品生态的暗潮汹涌，那些许多人看不到的地方，正在有积极的变化在发生。

④**风险提示：**本报告基于历史公开数据的分析，存在失效风险，不代表对金融产品未来情况的预测，不构成投资建议。本报告所提及的金融产品仅供分析使用，不代表推荐。

内容目录

1. 公募基金：黎明前的曙光？	4
1.1. 低迷的基金募集行情倒逼财富管理行业步入“买方投顾”时代	5
1.2. 异军突起的微盘股，能否持续表现？	5
1.3. 主动投资 VS 被动投资，谁在引领新的风潮？	6
1.4. “买基金选大牌？”——明星基金经理是否信任？	7
1.5. 在深度震荡的格局中，公募基金如何寻找更稳健的投资方式？	9
1.6. 基金投顾业务迎来重大变革	11
1.7. 上半年公募基金市场数据回顾	12
2. 银行理财：沉默中积蓄的创新力量	18
2.1. 从“寻找张英”开始的权益投资经理 IP 建设	18
2.2. 在产品设计上积极调整与投资者的关系——让利型产品的积极尝试	19
2.3. 跳出投资的“卷”，在产品功能上积极有为	20
2.4. 上半年银行理财数据回顾	20
3. 保险资管：加强权益投资，从资产配置要收益的时代开始了	22
3.1. 海外保险资产配置：权益资产配置显著高于我国，重视多元资产配置	23
3.2. 挪威政府养老基金-全球（GPFG, Norway Government Pension Fund-Global）	24
3.3. 保险资金增加权益资产实现多元化配置，需要更多的规则建设	26
3.4. 上半年保险资管数据回顾	27
4. 私募基金：监管持续深入，定向解决问题	28
4.1. 《运作指引》是“资管新规”的延伸，规则对齐、防止套利的监管意图非常明确	29
4.2. 《运作指引》针对少数重点问题，进行直接的、定向的管控，比如取缔结构化发债、比如雪球产品，充分体现了监管的定向性和精确性	29
4.3. 私募证券基金“野蛮生长”的阶段彻底结束	30
5. 信托：迷茫中的探索	31
5.1. 非标到底还能不能做？	31
5.2. 中国信托行业的规模短期之内是否会大幅下降？	31
5.3. 中国信托公司的新方向在哪里？	32
5.4. 站在 2023 年展望信托行业的未来	33
6. 券商资管：如何寻找差异化竞争优势？	33
6.1. 券商资管在上半年的积极表现背后，依然有三大隐忧值得关注	33
6.2. 上半年券商资管数据回顾	35
7. 场外衍生品：莫愁前路无知己，天下谁人不识君	37
8. 风险提示	38

图表目录

图 1：公募基金月度发行份额（亿份）	4
图 2：2023 年以来市值风格指数表现	6
图 3：主被动基金规模变化情况	7
图 4：主被动基金业绩表现	7
图 5：2019 年以来市场风格与投资范式变化（分年度观测）	9
图 6：红利低波指数相对上证指数收益情况	10
图 7：2015-2023 年上半年公募基金管理只数及规模	12
图 8：公募基金产品分布	12
图 9：2023 H1 公募基金月度发行规模	13
图 10：2023 H1 不同类型基金的收益中位数（%）	14
图 11：2023H1 不同风格主动权益基金收益(价值成长维度)	14
图 12：2023 H1 各风格基金指数走势	14
图 13：2023H1 行业主题型基金指数走势	15
图 14：2023H1 港股指数走势	17
图 15：2023 年 6 月银行理财权益投资占比 3.2%	19
图 16：2023H1 银行理财市场存续规模（万亿）	21

图 17: 理财产品存续规模占比.....	21
图 18: 封闭式产品存续规模占比提升.....	21
图 19: 全市场新发封闭式产品期限下降.....	21
图 20: 理财产品资产配置情况.....	22
图 21: 2021.6-2023.6 理财产品平均收益率变化.....	22
图 22: 2011-2021 美国人身险合并账户资产配置结构.....	23
图 23: 美国人身险一般账户与独立账户资产配置及规模结构 (2021)	23
图 24: 2011-2018 英国保险行业资产配置结构.....	24
图 25: 1998-2022 GPF 基金资产配置结构及总市值 (十亿挪威克朗)	26
图 26: 1998-2022 GPF 基金投资收益率.....	26
图 27: 保费收入 (亿元) 及同比增速 (%)	28
图 28: 保险资金大类资产配置趋势.....	28
图 29: 2020-2022 年保险资金详细资产配置结构.....	28
图 30: 1990-2022 我国离婚率变动情况.....	32
图 31: 2023 年以来 1 年期城投债收益率.....	34
图 32: 2023 年以来 3 年期城投债收益率.....	34
图 33: 券商私募资管规模 (亿元)	35
表 1: 大/小/微盘指数日均成交额与流通市值占比.....	6
表 2: 明星绩优基金业绩延续性.....	9
表 3: 大类资产收益相关性 (2014/01/01-2023/09/30)	10
表 4: 2023 H1 各类型基金平均发行份额.....	13
表 5: 2023H1 行业主题型基金指数表现.....	15
表 6: 2023H1 固收类基金业绩表现.....	15
表 7: 2023H1 港股通基金业绩表现.....	16
表 8: 2023H1 主动股票型 QDII 业绩表现.....	17
表 9: 2023H1 被动型 QDII 全投资概况.....	17
表 10: 2023H1 债券型 QDII 业绩表现.....	18
表 11: 2023H1 券商集合理财产品数量 (只) 及收益情况 (%)	35
表 12: 2023H1 券商大集合改造产品数量 (只) 及收益情况 (%)	36
表 13: 2023 年上半年持牌券商管理的公募产品数量 (只) 及收益情况 (%)	37

2023年，在震荡的A股市场和不断加剧的行业竞争下，各类金融产品赛道都陷入了深度调整的格局中。当我们无法继续“刀刃向内”的自我革新时，跳出原有的认知框架，去其他赛道寻找新的火种就成为了另一种有价值的选择。越来越多的金融机构都想知道其他竞品行业在做些什么，他们又会有哪些创新，这些变化又有哪些可以为我所用？这些想法是我们撰写《金融产品行业生态报告》的初衷，希望我们对行业的洞察，可以帮助那些转型中的金融机构，为行业的变革尽一些绵薄之力。

另一方面，当我们彻底步入“后资管新规时代”，我们会发现伴随着非标转标的浪潮越来越大、越来越彻底时，从非标流出的资金不断混注到资本市场中后，净值化产品的超额收益在过去两年中快速衰减，从公募基金到私募基金，从主观投资到量化投资，莫不如此。在过去，我们只需要寻找到一条合适的金融赛道长期耕耘，就可以找到投资的最终解，但现在，必须能够同时驾驭多品种投资，在不同的赛道间有机配置才能求得想要的答案，中国的金融产品市场正在经历“向产品要收益”到“向资产配置要收益”的转变过程。我们也期待在这样一轮转型过程中，我们的报告可以为大家提供更多的观点与思路。

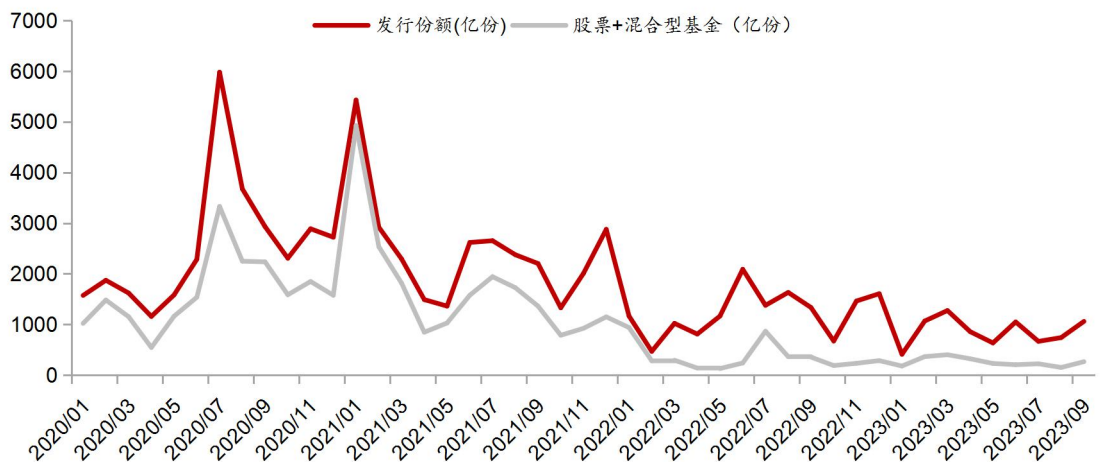
1. 公募基金：黎明前的曙光？

对于公募基金行业而言，2023年上半年最大的事件莫过于其保有规模首次超越同期银行理财时点规模（2023年6月30日时点数），坐上了金融产品赛道的“头把交椅”，也进一步印证了资管新规后各个金融产品赛道强弱关系的变化趋势。根据基金业协会数据，2023H1全市场公募基金数量10980只，规模27.69万亿元，相较年初增加6.37%（1.66万亿元），全市场基金份额25.80万亿份，相较年初增加7.76%（1.86万亿份）。

但在事件背后，作为行业观察者，我们也应该看到，受到A股市场整体震荡的影响，权益市场中的强势行业快速轮动，结构性行情突出，涨跌分化严重，投资者信心不足导致公募基金新发延续冷淡态势，公募基金的规模与份额走出了逆市增长的态势，很大程度上要归功于债券型基金和货币市场基金的贡献，两者在规模增速上分别达到11.53%、9.82%，撑起了公募基金行业的“大半边天”。

从公募基金新发的规模和结构看，呈现出“规模冰点”和“债强于股”的特征，投资者对于权益市场的信心趋于底部，从A股市场的大周期看，这往往是市场趋于底部的一个前置特征。在这个不断趋于底部的过程，投资者和行业从业者都承担了极大的煎熬。

图1：公募基金月度发行份额（亿份）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.1. 低迷的基金募集行情倒逼财富管理行业步入“买方投顾”时代

公募基金的销售在 2023 年步入低点，同 2021 年火热的募集形势形成鲜明的对比，尽管基金公司、财富管理机构乃至互联网的意见领袖都在反复重申当前市场的投资价值，但投资者不愿掏出真金白银的现实，还是让公募基金产业链条上的每一个投资者都格外疲惫。

公募基金行业长期流传一句话“好做不好卖，好卖不好做”，这样的故事在公募基金 20 余年的历史反复上演，追根溯源是中国财富管理行业“卖方销售”模式主导的结果。在市场高位的时候，财富管理机构和理财经理花费较少的精力就可以完成较多的基金产品销售，反之，在市场低位的时候，财富管理机构和理财经理花费更多的精力却也无法完成潜在的业绩指标，在这个逻辑的推动和 A 股市场大起大落的背景下，“理性”的财富管理机构更有意愿选择顺应趋势而不是逆势而为，从而会进一步加剧资本市场的波动。这里面固然有投资者“追涨杀跌”等不理性行为的结果，但机构端的推波助澜依然是主要的影响变量。

这种现实不仅对投资者购买公募基金的获得感造成了负面影响，对于 A 股市场的理性发展也构成了制约。改变“卖方销售”的模式，让财富管理真正以“客户为中心”，才是转变 A 股市场不合理资金供给结构的关键。从这个角度看，构建真正意义上的“买方投顾”，让投资者、资产管理机构和财富管理机构三者的权责利相统一，在专业投研和标准化服务模式的推动下，让投资者重拾信心，将是 A 股市场后续制度建设的重要一部分。

我们认为沿着这样的主线，未来有 5 个方向的制度建设会持续推动：

(1) 继续大力发展基金投顾，或参照成熟金融市场打造全产品谱系的财富管理投资顾问公司，通过放开牌照的方式扩大财富管理端的新增供应；

(2) 落实财富管理机构的收费模式，重投顾费、轻交易佣金，改变理财经理的激励机制，彻底改善财富管理机构的行为；

(3) 强化财富管理机构的 KYC，并将需求咨询与资产配置通过系统或流程的方式实现统一，确保投资者的利益得到有效的保障与跟踪；

(4) 鼓励财富管理机构打造开放的产品货架，实现产品策略的极大充分；

(5) 对财富管理机构的专业投研服务予以关注，特别是通过数量化的投研和资产配置来降低理财经理对客户资产配置的人为干预，确保资产配置服务的专业性和有效性。

1.2. 异军突起的微盘股，能否持续表现？

2023 年以来，国内经济持续处于弱复苏的环境中，市场大盘指数整体表现不及预期。但值得注意的是，结构性机会不断上演，其中以中证 2000 表征的小盘股指数和以万得微盘股指数为代表的微盘股指数在宏观流动性宽松的背景下，呈现出相对大盘明显的超额收益。除了宏观经济、市场流动性等角度以外，小微盘股和大盘股指数在行业上的分布特征也是两者业绩差异的原因所在：一方面，以“人工智能”为代表的概念板块中的标的主要集中在中小盘，这些概念在相关利好消息的刺激下受到资金的追捧；另一方面，以消费、医药为代表的核心资产在基本面不及预期、无增量资金流入等因素的影响下遭遇严重的下挫。相较小盘股指数，微盘股指数呈现出更强的绝对收益的获取能力。今年以来，截至 2023 年 9 月 28 日，中证 2000 相较沪深 300 指数超额收益为 6.04%；相较之下，同期万得微盘股指数今年以来涨幅高达 33.2%，相较沪深 300 的超额达到了 38.30%，走出了亮眼的独立行情。

虽然在今年以来有着亮眼的业绩表现，但对于小微盘标的的投资而言，策略容量以及市场风格转向的风险同样值得我们注意。从策略容量上看，万得微盘股指数的日均成交额不及

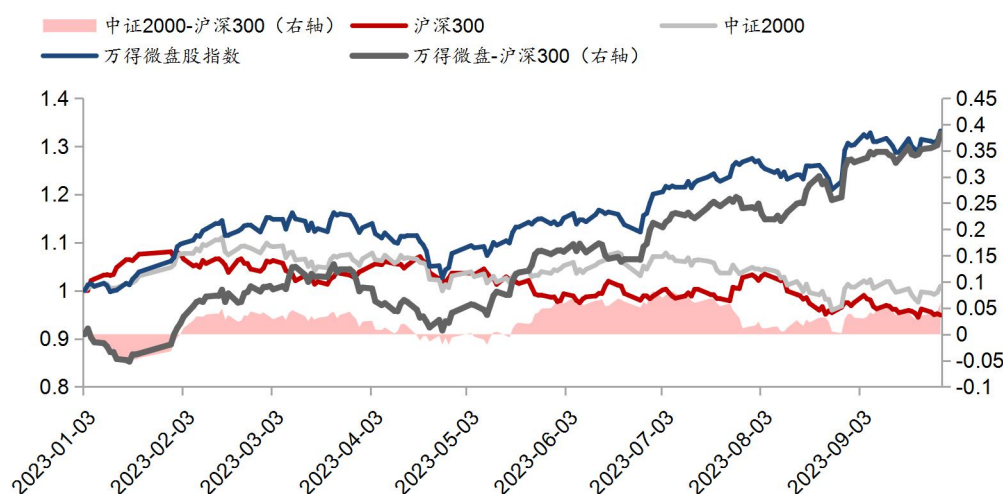
沪深 300 和中证 2000 的 1/10，其对应成分股的自由流通市值也仅占全部 A 股流通市值的 1% 左右，对于资金的承载量相较大盘和中小盘股票而言有明显的差距。拆分来看，今年以来万得微盘股指数的亮眼一方面来自于微盘风格的占优，另外指数成分股在资金拉升后的调整机制也是指数超额收益的来源，但资金量过大对微盘股造成的潜在冲击同样值得我们警惕。从市场风格的角度上来看，历史上大小盘风格的切换也时有发生，如 2008-2015 年小盘占优，2016-2020 年大盘占优，2021 年初至今小盘占优。举例而言，2017 年以来，以食品饮料为代表的核心资产在业绩基本面大幅提升的背景下，估值也得到了大幅提升，市场行情自 2019 年引爆一直延续到 2021 年，最终在 2021 年因为估值过高、基本面高增速无法延续的情况下经历了一波不小的杀估值行情。风格切换的影响因素有很多，除了宏观基本面，流动性、相对估值、资金偏好和行业基本面等都会影响到市场风格的变化，作为投资者的我们也需要持续警惕风格转向的风险。

表 1：大/小/微盘指数日均成交额与流通市值占比

证券代码	证券简称	区间日均成交额 (2022/12/31- 2023/09/30) (单位： 亿元)	区间日均成交额 (2018/12/31- 2023/09/30) (单位：亿 元)	自由流通市值占 比 (2023-09- 30)
000300.SH	沪深 300	2,333	2,478	46.41%
000852.SH	中证 1000	1,854	1,864	15.69%
399303.SZ	国证 2000	2,845	2,574	20.89%
932000.CSI	中证 2000	2,120	1,484	12.59%
8841431.WI	万得微盘股指 数	144	139	1.17%
881001.WI	万得全 A	8,919	8,414	/

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：2023 年以来市值风格指数表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3. 主动投资 VS 被动投资，谁在引领新的风潮？

在资产配置的时代下，纯粹的资产特征表达方式更受欢迎。对比 2023 年以来的主动权益基金和被动指数基金规模变化，我们发现，受权益市场震荡下跌影响，2023Q2 主动权益基金规模相较 2022Q4 下降 4.47%，且较 2021Q4 高点下滑 21.16%，而被动指数型基金则由于持

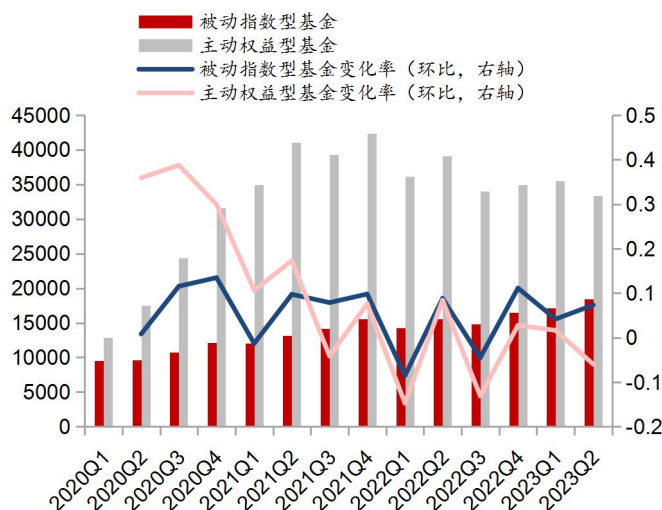
仓透明、费率低廉、板块定位鲜明、不存在风格漂移风险等优点获得配置者的偏好，迎来逆市的加仓，规模持续上涨。其中，科技成长领域的细分ETF如科创50ETF、半导体ETF、游戏ETF、芯片ETF、创新药ETF，以及央企红利类ETF因其符合产业升级发展方向、政策导向、高股息等原因，作为配置工具尤其获得投资者偏好，今年以来规模显著增长。

另一方面，对于权益型基金而言，主动投资相对被动指数超额收益率的衰减，也是今年以来被动产品规模逆势扩张，而主动管理产品规模持续缩水的重要原因。截至2023年6月30日，万得偏股混合型基金指数跑输万得全A指数4.50个百分点；到2023年9月28日，主动权益基金跑输被动指数的程度进一步加深，万得偏股混合型基金指数累计跑输万得全A指数8.02个百分点。我们在2023年9月5日发布的报告《为何主动权益基金会跑输被动指数？兼论基于低抱团视角的基金遴选策略》中，对主动权益基金跑输被动指数的现象进行了细致的解读，总的来看，主动权益基金跑输的原因主要在于其持仓结构、持股特征和当下市场主基调有所偏离造成的。从公募基金持股行业的角度来看，公募基金重仓板块如食品饮料、医药表现不佳，而公募基金低筹码板块如传媒、通信等有显著超额收益；从公募基金持股特征的角度来看，主动权益基金超额暴露的高成长、高盈利因子在2023年以来表现不佳；另外，在“弱现实”的背景下，A股历次抱团行情所依赖的业绩爆发难以形成，主题行情较为盛行。

全球的经验表明，机构投资者获得收益的主要来源是资产配置，而ETF和指数基金是最好的资产配置工具之一。因此，资产配置时代下，国内ETF和指数基金或将迎来规模的快速发展。随着2023年7月8日证监会发布公募基金费率改革工作安排，各家公募基金也响应号召主动降费，主动管理类基金费率的下调也将会使得公募基金更加关注以ETF为代表的指数基金产品开发。

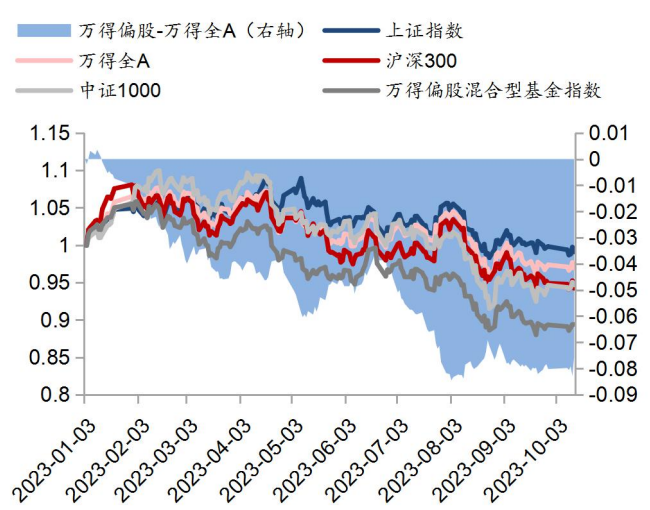
而还需关注的是，根据成熟金融市场的经验，在公募基金费率整体下降的背景下，越来越多的基金公司会选择在投顾业务上发力，从而形成财富管理端新的供应。从这个角度看，国内的公募基金在A股市场相对低位时大力布局投顾业务，多元化丰富收入来源，也是做强做大的一条重要路线。

图3：主被动基金规模变化情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：主动权益基金为普通股票型基金和偏股混合型基金

图4：主被动基金业绩表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.4. “买基金选大牌？”——明星基金经理是否信任？

从2020年开始，伴随着行情的深入和公募基金业绩的提升，明星基金经理效应就成为公

募基金市场上备受关注的—个话题，甚至部分基金经理受到投资者“粉丝”们的热捧。从销售渠道角度而言，名气更大、业绩更好的基金经理更容易被市场投资者所接受，是最直接的、最具有说服力的销售路径；从投资者的角度而言，明星基金往往也更容易吸引他们的眼球，即使对于专业的机构投资者而言，历史业绩也在筛选基金的过程中占据重要的权重。但是明星基金经理的业绩是否具有延续性呢？我们在遴选基金的时候，在明星基金经理亮眼的业绩之外，还需要考虑其他因素吗？在“买方视角”大势所趋的背景下，这些问题是投资者、基金管理人和销售渠道都面临的问题。

若我们以年度收益排名和基金规模作为界定明星基金经理的标准，我们对2019年以来明星基金经理的历年表现进行了统计。结果表明，**在市场风格延续时，前—年的明星基金经理往往在当年表现仍然较优，而当市场风格发生剧烈变化或者投资范式颠覆时，前—年的明星基金经理往往在当年表现靠后。**

回顾2019年以来的权益市场，我们不难发现，A股的投资范式发生了颠覆性的变化。在2019-2020年，核心资产一路上涨、巴菲特式的“价值投资”被奉为投资圣经，不论是消费、医药还是新能源都造就了大量的百亿明星基金经理，我们筛选出的明星基金经理中有67%的基金在2020年的表现处于前40%的水平，明星基金经理业绩持续性较好。

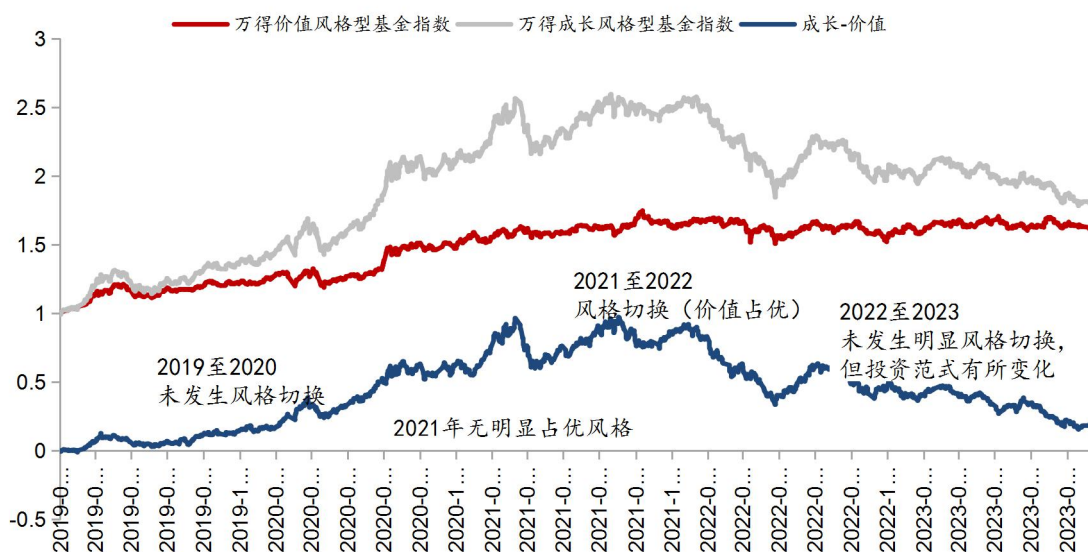
2021年，A股市场行情—改此前多年核心资产占优的风格，低估值周期股进入市场的视野，景气投资初现峥嵘，韩创带着他的景气投资框架坐上了年度冠军的宝座，在这一年部分看重估值的价值风格的基金经理同样表现不俗，明星基金经理业绩持续占比不足50%。

2022年，在复杂多变的国际局势和宏观背景下，周期板块再度站上了风口，价值风格的基金经理凭借其防御属性表现相对较优，也是在这一年景气投资逐渐走向失效，市场风格的变化使得众多明星基金经理的投资风格无法适应当年市场，明星基金经理业绩持续占比下降到了29%，业绩反转占比提高到了44%，购买明星基金经理产品的投资者在当年的心态经历了非常大的考验。

2023年以来，在较弱的宏观经济环境下，以TMT为代表的产业主题投资、小微盘投资、防御性的红利低波策略成为了股市中位数不多的亮点，自2022年以来的防御策略仍然有效，明星基金经理业绩延续性的指标有所改善。

因此，我们在进行基金筛选时除了绩效和规模的考量外，**基金经理的投资风格和市场行情的适配程度也是需要考量的维度。**因某—赛道或风格而成名的基金经理也往往因某—赛道的走弱或市场风格的切换而业绩大幅滑落。因此，明确公募基金的风格之后，其在所属风格中的业绩表现可能是更为合理的基金遴选方案。

图 5：2019 年以来市场风格与投资范式变化（分年度观测）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 2：明星绩优基金业绩延续性

	业绩持续占比	业绩反转占比	业绩变异度
2020 年	67%	10%	0.26
2021 年	41%	35%	0.32
2022 年	29%	44%	0.29
2023 年（截至 2023/06/30）	39%	28%	0.28

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：明星基金定义为在主动权益型基金中年初规模大于 5 亿元且年度收益率排名市场前 10% 的公募基金。业绩持续占比为前一年绩优基金当年业绩落入前 40% 区间占比，业绩反转占比为前一年绩优基金当年业绩落入后 30% 区间占比，业绩排名变异度为前一年绩优基金当年业绩排名分位数标准差。

我们认为明星基金经理的品牌扩张，在 2019 年-2021 年的上涨行情中，为公募基金的品牌建设起到了积极的贡献，虽然饭圈化并不严肃，但通过网络让更多的投资者了解公募基金以及基金经理，在某种程度上也具备一定投资者教育的积极作用。但当我们站在更长的周期去看待基金经理的业绩表现后，却可以清晰地看到市场行情的多变性以及基金经理相对不变的能力圈，没有长胜的基金经理，只有不停轮动的市场，无论对于个人还是机构，基金选品从来不是一件“一蹴而就”和“一成不变”的事情，只有在顶层的宏观和策略研究基础上，选择合适风格的基金经理，才是基金选品的应有之义。

1.5. 在深度震荡的格局中，公募基金如何寻找更稳健的投资方式？

从 2021 年一季度大盘蓝筹股开始调整以来，公募基金也步入了长达两年多的净值回调旅程，相比于公募基金过往的业绩表现，此次调整的深度和长度让绝大多数投资者倍感不适，投资者的获得感不佳，特别是在 2019-2021 年度市场上涨行情中因为“明星基金经理”而进入市场的投资者，持有公募基金的体验更加不适。如何提高投资者的体验感，让投资者能够真正实现长期持有并获得相对确定的回报？

战略视角下，大类资产之间的低相关性是天然的风险对冲手段。观察今年以来各大类资产的表现，不难发现，各类资产的收益风险特征有明显的差异：A 股、港股的主要指数均表现不佳，且呈现出较大的波动性；债券整体呈现温和上涨的态势；黄金涨幅明显；以纳斯达克

100 为代表的海外指数遥遥领先，今年以来涨幅高达 30% 以上。如果从历史数据的统计结果来看，2014 年以来，A 股上证指数与中债-总财富(总值)指数之间的长期相关性为-0.1，A 股与大宗商品尤其是黄金、原油之间呈现极低的相关性；从全球市场表现来看 A 股与海外市场指数之间、不同国家市场指数之间也同样呈现较低的相关性。因此，从长时间的战略资产配置的角度来说，选取底层资产类别不同的公募基金能够在一定程度上降低风险。值得注意的是，大类资产的战略配置需要较长时间维度才能体现其价值，短期内某些时间段可能呈现多种资产齐跌的态势，如 2022 年 11 月、2023 年 8 月的股债双杀。

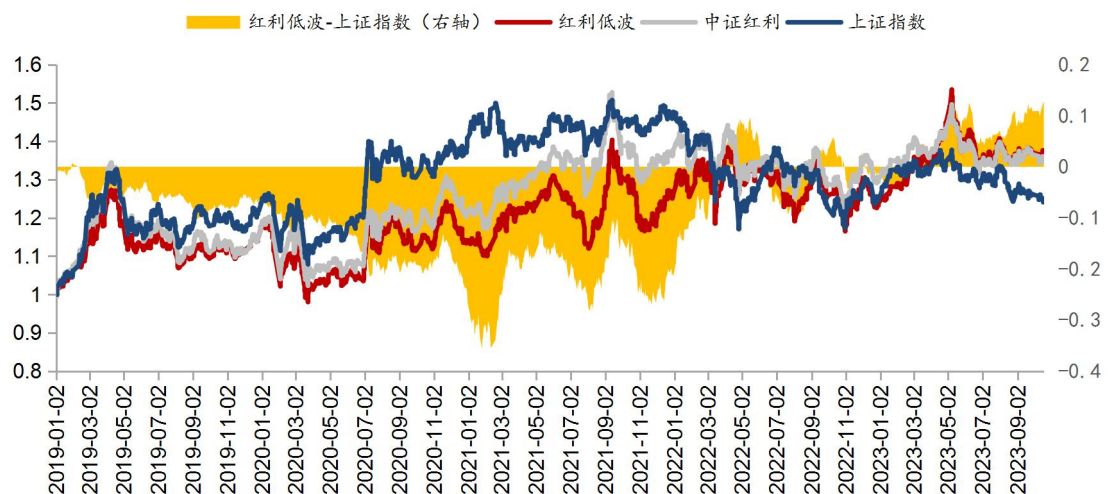
表 3：大类资产收益相关性（2014/01/01-2023/09/30）

资产类别	名称	上证指数	创业板指	恒生指数	中证转债	中债-总财富(总值)指数	COMEX 黄金	NYMEX WTI 原油连续	美元兑人民币	越南 VN30	纳斯达克 100	标普 500
A 股	上证指数	1	0.75	0.56	0.73	-0.1	0.02	0.05	-0.23	0.21	0.15	0.16
	创业板指		1	0.42	0.54	-0.07	0.02	0.04	-0.2	0.18	0.13	0.14
港股	恒生指数			1	0.35	-0.13	0.02	0.07	-0.38	0.28	0.21	0.22
债券	中证转债				1	0	-0.01	0.02	-0.13	0.13	0.1	0.1
	中债-总财富(总值)指数					1	0.06	-0.01	0.1	-0.09	-0.03	-0.04
商品及外汇	COMEX 黄金						1	0.03	-0.12	-0.04	0.02	0.01
	NYMEX WTI 原油连续							1	-0.02	0.07	0.15	0.19
	美元兑人民币								1	-0.15	-0.1	-0.11
海外指数	越南 VN30									1	0.08	0.11
	纳斯达克 100										1	0.93
	标普 500											1

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

战术层面上，通过优选特定策略的公募基金标的同样可以获得稳健的回报。以主动权益基金为例，由于长期来看红利策略的超额收益与长端利率呈现负相关性，低利率时代背景下，红利策略有其天然的优越性。纵观红利策略的历史表现，我们可以发现，红利低波策略呈现出防御性强、波动性小的特征，尤其在熊市和震荡市中存在明显的超额收益。具体来看，自 2021 年 2 月的核心资产估值泡沫破灭以来，低波红利指数表现出明显优于宽基的风险收益特征。除了高股息之外，低波动也是一个被长期验证有效的因子，“低波”和“红利”两个因子的融合会进一步提高策略的稳健性。因此，在非标信托等低波高息资产逐渐退出历史舞台、A 股牛短熊长的环境下，红利策略显然是一个兼顾稳健性和收益能力的配置选择。

图 6：红利低波指数相对上证指数收益情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

以单品销售为主要代表形式的“卖方销售”模式，在过去两年的A股市场中已经被证伪，顾问式服务模式得到了越来越多的关注，但如何将顾问式服务落地，却是说易行难。在深度了解客户需求的基础上，为客户在战略和战术两个层面去进行资产配置，将资产组合的波动性降低，才是做实顾问式服务的根本。从2023年上半年的行情看，无论是成熟的欧美市场、还是新兴市场均有不错的表现，在全球范围内寻求有效的资产配置，已经在不少机构中形成了相对统一的共识。而以红利策略为代表的Smart β 类指数基金，凭借相对良好的业绩获得了投资者越来越多的关注，Smart β 类指数基金也将在不断丰富过程中，为中国的公募基金市场提供更多可以选择的配置性标的。伴随着全球化投资和策略类投资的全面兴起，中国的财富管理市场也将真正意义步入大类资产配置的时代。

1.6. 基金投顾业务迎来重大变革

2023年6月，基金投顾征求意见稿正式发布，继2019年基金投顾试点展开后，基金投顾业务也迎来了新的变化。值得关注的是，此次变化有以下几个方向的调整，代表着监管对这项业务新的期许：

(1) 在客户完成KYC之前，不能展示投顾组合过往业绩。

本轮征求意见稿中“基金投资顾问机构在了解客户投资目标、投资期限、风险承受能力和偏好等情况前，不得展示基金组合策略”的表述，对于现有基金投顾业务是一轮“改头换面”的重塑。在可以展示业绩的情况下，基金投顾业务在销售渠道被理所当然地视为一种特殊的FOF进行推荐，良好的业绩是它最大的卖点，基金投顾本身的“买方投顾”定位被忽视。但在这轮监管驱动的变革之下，基金投顾将重回它在财富管理端的本意，基金投顾从来不是一个可以被标准化衡量的基金组合产品，而更应该体现出它对于投资者的适配性以及由此所演化的“千人千面”。

(2) 私募证券投资基金被纳入基金投顾的投资范围。

在本轮征求意见稿中的第三十八条，基金投顾业务可以对私募证券投资基金进行投资建议，但在操作细节上，依然受到两条规则的约束，首先是单一客户持有单只私募证券投资基金的市值不得高于该客户委托资产市值的5%，持有基金中基金产品、管理人中管理人产品的，以穿透后底层私募证券投资基金和资产单元占比计算；其次是单一基金投资顾问机构为所有客户配置私募证券投资基金的总规模，不得超过该基金投资顾问机构为客户配置公募基金募集证券投资基金总规模的10%。

我们认为这样的调整具有极大的积极意义：第一，私募证券投资基金被纳入基金投顾的业务范围，让基金投顾业务跳出了公募基金的业务藩篱，开始向全产品服务的财富管理迈出重要的第一步，后续券商资管、银行理财、标品信托是否会进一步被纳入基金投顾的体系中，值得持续关注；第二，私募证券投资基金相对灵活的投资策略对于现有以公募基金为主体的基金投顾业务将是有益的补充，无论是市场中性策略、高频量化还是套利策略，都将为基金投顾业务带来新的变化，更多元的资产配置、在更大的范围内分散风险，进而熨平基金投顾组合的风险，让投资者获得更好的投资体验。

尽管这次的征求意见稿相比于过去的基金投顾模式有了许多积极的变化，但是距离真正意义上的投顾服务可能还有不少的路要走，诸如提高KYC的颗粒度以限制许多机构在KYC过程中流于形式、诸如如何协调策略经理统一制定基金组合策略与理财经理服务投资者体现个性化方案制定之间的关系、诸如100%的年度换手率是否足够，这些问题仍然需要在执行中寻找

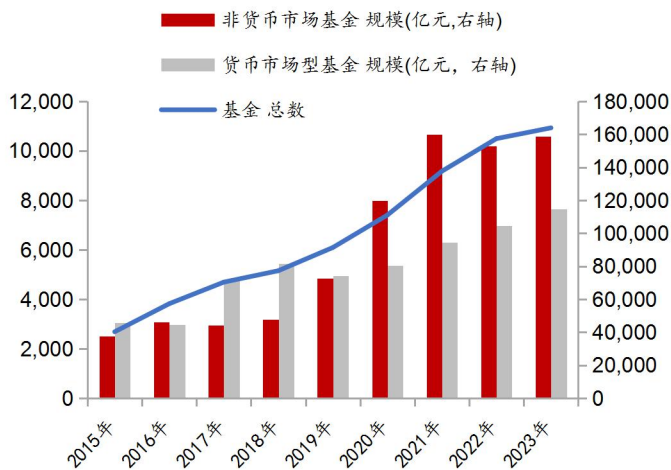
答案，建立中国财富管理市场的投顾式服务与完善绝非一朝一夕之功。

1.7. 上半年公募基金市场数据回顾

1.7.1. 公募基金市场规模与份额变化：规模与份额逆市增长

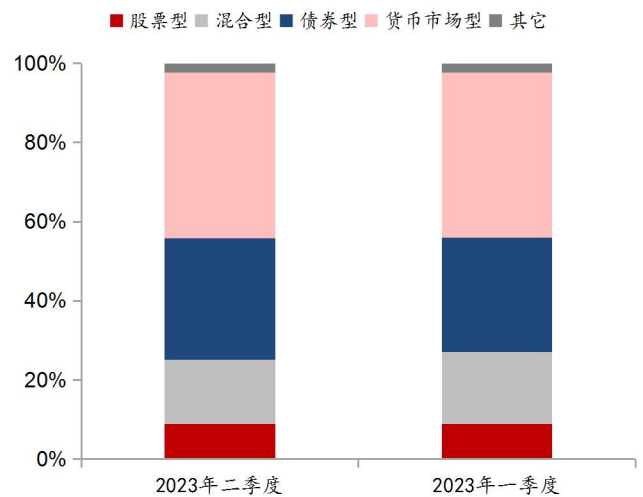
2023年上半年市场整体震荡，行业快速轮动，结构性行情突出，涨跌分化，虽然因投资者信心不足公募基金新发延续冷淡态势，但其保有规模首次超越同期银行理财时点规模（2023年6月30日时点数）。根据基金业协会数据，2023H1全市场公募基金数量10980只，规模27.69万亿元，相较年初增加6.37%（1.66万亿元），全市场基金份额25.80万亿份，相较年初增加7.76%（1.86万亿份）。规模与份额逆市增长，债券型基金和货币市场基金贡献主要增量，规模增速分别11.53%、9.82%。

图 7：2015-2023 年上半年公募基金管理只数及规模



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2023.6.30

图 8：公募基金产品分布



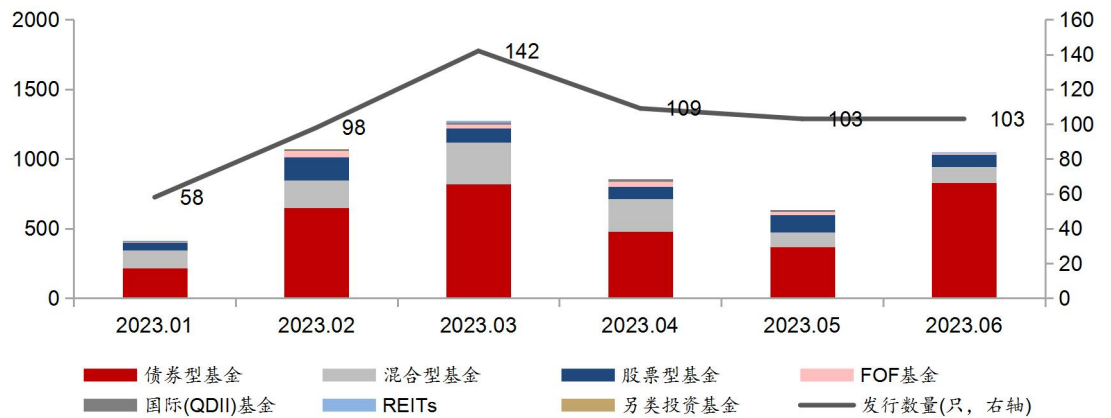
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.7.2. 上半年市场产品发行情况：数量和规模呈双减态势

2023上半年产品发行规模较去年同期大幅下滑。上半年共成立新基金613只，总合并发行份额5296.32亿份，平均发行份额为8.64亿份。与2022年同期相比，发行数量减少109只产品，发行份额同比减少21.95%，数量和规模呈双减态势。月度发行数量及规模上，第一季度有所修复后于第二季度转弱。

债券型基金发行规模仍居首位。具体来看，发行份额从大到小分别为债券型基金、混合型基金、股票型基金、FOF基金、国际(QDII)基金、REITs、另类投资基金和货币市场基金，上半年发行份额及占比分别为3358.04亿份（63.40%）、1084.05亿份（20.47%）、619.98亿份（11.71%）、152.24亿份（2.87%）、59.86亿份（1.13%）、22.00亿份（0.42%）、0.15亿份（0.00%）、0亿份（0.00%）。其中债券型基金中中长期纯债型和被动指数型债券基金备受青睐，发行份额占比分别34.90%、11.21%，混合型基金发行中主要为偏股混合型基金，发行份额占比为16.82%。

图 9: 2023 H1 公募基金月度发行规模



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 分类为 Wind 一级分类, 新发基金统计口径为认购截止日在 2023.1.1-2023.6.30

表 4: 2023 H1 各类型基金平均发行份额

类型	2023H1发行数量	2023H1合并发行份额(亿份)	平均合并发行份额(亿份)					
			1月	2月	3月	4月	5月	6月
债券型基金	169	3358.04	12.74	25.88	24.81	15.01	15.97	21.23
混合型基金	201	1084.05	5.07	5.61	6.15	7.31	3.90	4.11
股票型基金	140	619.98	11.17	8.11	2.71	3.04	4.59	4.07
FOF基金	68	152.24	0.48	3.79	2.35	4.92	1.63	1.03
国际(QDII)基金	30	59.86	6.84	2.03	1.86	2.23	1.69	0.10
REITs	4	22.00	5.00		5.50			6.00
另类投资基金	1	0.15		0.15				
总计	613	5296.32						

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

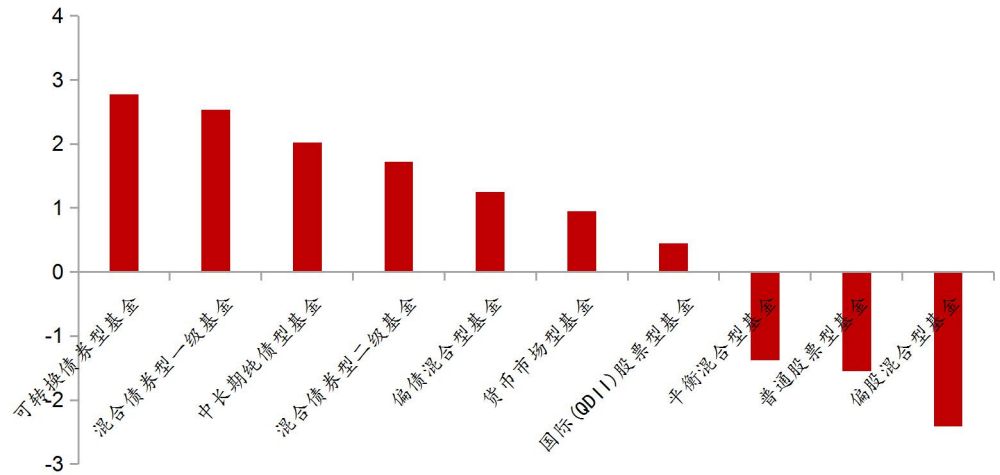
1.7.3. 公募基金市场表现

(1) 上半年整体业绩表现

2023 年上半年, 在股市分化显著、债市相对走强的背景下, 债券型基金整体获正回报, 含权益类公募基金整体表现不及固收类基金, 其中可转换债券型基金收益中位数居前, 偏股混合型和普通股票型基金的收益中位数落后于其他类基金。

QDII 基金中, 投资于港股的 QDII 基金跌幅较大, 而投资于美股、欧洲、新兴市场等区域的 QDII 基金则普遍录得较高正收益。

图 10: 2023 H1 不同类型基金的收益中位数 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

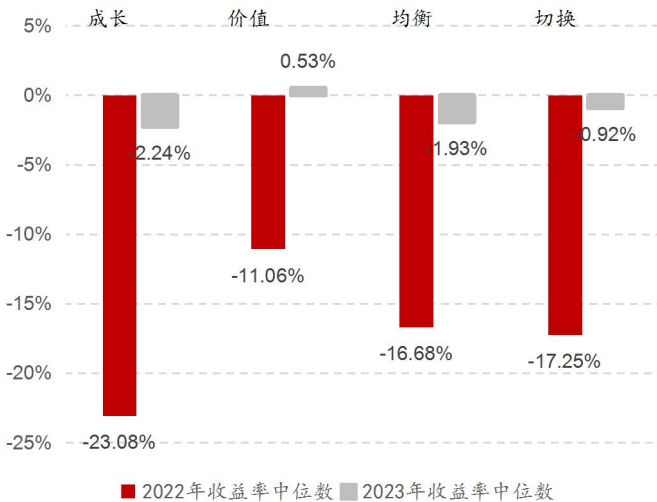
注: 统计区间 2022.12.30-2023.6.30。样本选择 2022.12.30 及之前成立的、在 2023.6.30 仍存续的标的, 仅保留初始份额

(2) 主动权益基金

价值风格整体跑赢成长风格

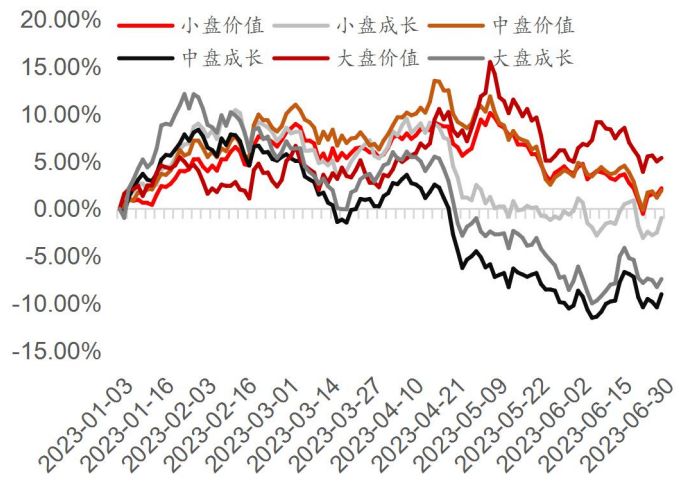
将主动权益类基金(普通股票型基金+偏股混合型基金)按照其投资风格进行划分, 在价值/成长维度上形成价值、成长、均衡、风格切换产品。2023 年上半年, 主动权益基金整体赚钱效应较弱, 从不同风格主动权益基金收益率看, 价值风格占优, 收益率中位数 0.53%, 相较成长风格(-2.24%)、均衡(-1.93%)取得超额收益。价值风格的投资标的具有低估值或高壁垒特点, 行业稳健增长、格局稳定, 以大盘居多, 前 5 月充分受益于中特估行情。从指数之间的表现来看, 价值风格整体优于成长, 大盘价值(5.38%)、小盘价值(2.17%)相对大盘成长(-7.41%)、中盘成长(-9.01%)取得超额收益。

图 11: 2023H1 不同风格主动权益基金收益(价值成长维度)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

图 12: 2023 H1 各风格基金指数走势

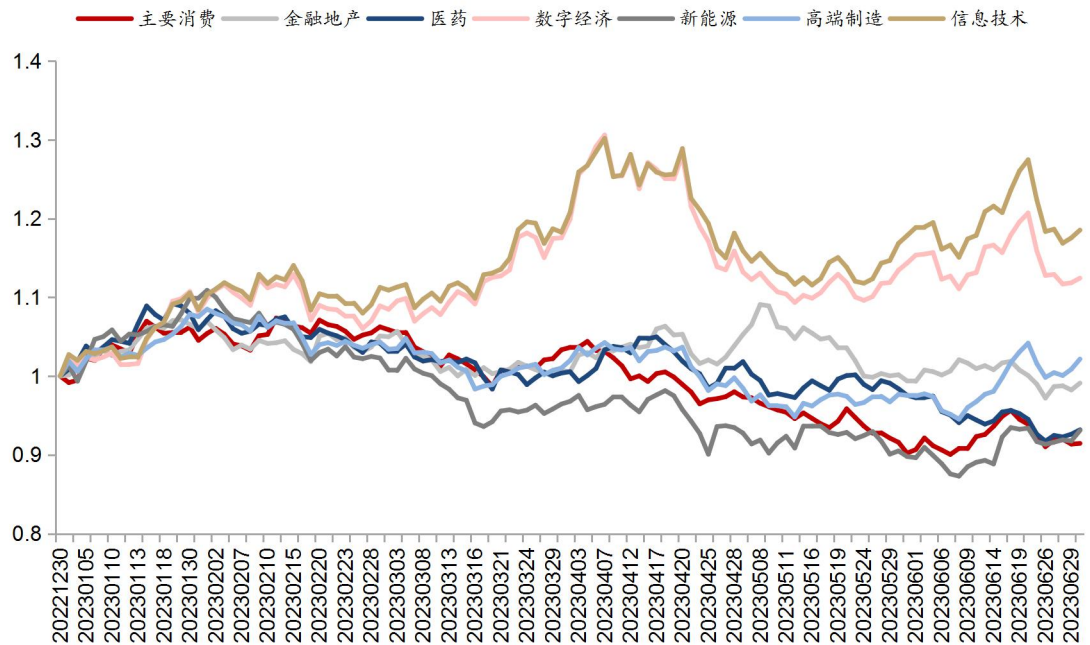


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

行业主题基金指数亦表现分化

行业主题基金方面，我们用各行业代表性行业主题基金合成基金指数，用以跟踪主题型基金表现。在数字经济、AIGC 浪潮等因素的催化下，信息技术、数字经济主题基金指数领涨，而受消费复苏不及预期、医疗反腐、新能源行业基本面变化等影响，主要消费、医药、新能源主题基金指数跌幅明显。

图 13: 2023H1 行业主题型基金指数走势



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

表 5: 2023H1 行业主题型基金指数表现

	主要消费	金融地产	医药	数字经济	新能源	高端制造	信息技术
区间收益率	-8.54%	-0.88%	-6.81%	12.44%	-6.90%	2.17%	18.54%
最大回撤	-16.14%	-10.89%	-15.99%	-16.29%	-21.27%	-12.87%	-14.30%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

(3) 固收类基金

2023 年上半年，纯债型基金绝对收益获取能力整体突出，短久期产品收益表现优于长久期产品。信用债型短期纯债基金表现最佳，区间收益率中位数 2.8%，利率债型中长期纯债基金整体收益最低，区间收益率中位数 1.38%。

固收+基金业绩相对 2022 年整体有所修复，转债增强型固收+基金表现整体优于股票增强型固收+基金。转债增强型产品中，固收+(20%转债增强)涨幅最高，区间收益率中位数 2.93%；受权益市场下跌影响，股票增强型产品中，权益中枢越低，收益中位数越为优秀，其中固收+(<=5%股票增强)区间收益率中位数最高，为 2.31%。

2023 年上半年，预期差驱动市场行情，可转债攻守优势凸显，带动可转债型基金表现强势，可转债基金(低仓位)区间收益率中位数最高，达 3.74%。

表 6: 2023H1 固收类基金业绩表现

分类	细分	中位数						
		区间收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率	滚动持有三个月正

								收益概率
短期 纯债型基金	信用债型	2.80%	5.85%	0.52%	0.15%	8.11	42.90	100.00%
	利率债型	1.72%	3.58%	0.60%	0.23%	3.30	14.85	100.00%
	均衡配置型	2.07%	4.31%	0.54%	0.21%	4.91	21.93	100.00%
中长期 纯债型基金	信用债型	2.05%	4.26%	0.27%	0.04%	10.31	98.46	100.00%
	利率债型	1.38%	2.87%	0.38%	0.09%	2.84	24.11	100.00%
	均衡配置型	1.86%	3.86%	0.35%	0.06%	6.57	66.66	100.00%
中债-总全价(总值)指数		0.88%	1.82%	0.88%	0.71%	0.36	2.58	89.83%
固收+基金 (股票增 强)	固收+(≤5%股票增强)	2.31%	4.81%	0.94%	0.36%	2.45	11.97	100.00%
	固收+(10%股票增强)	1.52%	3.15%	2.25%	1.25%	0.63	2.54	71.19%
	固收+(20%股票增强)	1.33%	2.75%	3.39%	2.08%	0.40	1.46	44.92%
	固收+(>25%股票增强)	1.33%	2.76%	4.75%	3.23%	0.27	0.95	36.44%
固收+基金 (转债增 强)	固收+(≤5%转债增强)	2.67%	5.58%	0.88%	0.21%	4.64	23.27	100.00%
	固收+(10%转债增强)	2.79%	5.83%	1.69%	0.47%	2.70	11.28	100.00%
	固收+(20%转债增强)	2.93%	6.13%	2.75%	1.29%	1.54	4.91	73.73%
	固收+(>25%转债增强)	2.44%	5.10%	3.50%	1.98%	1.03	2.58	42.37%
可转债型基 金	可转债基金(低仓位)	3.74%	7.84%	5.77%	2.33%	0.95	2.86	49.15%
	可转债基金(中仓位)	2.20%	4.59%	9.10%	5.42%	0.44	0.87	31.36%
	可转债基金(高仓位)	2.73%	5.69%	11.32%	7.35%	0.41	0.77	25.42%
中证转债		3.37%	7.07%	6.02%	2.54%	0.93	2.78	47.46%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

(4) 港股通基金

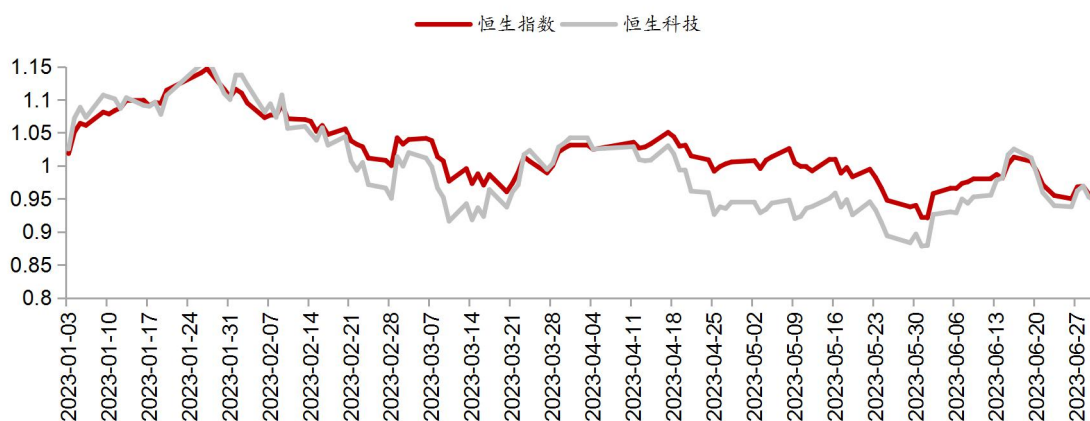
2023 年上半年港股通基金延续下跌趋势。受国内经济增长景气度环比下行、美联储加息预期升温等多重因素影响, 港股市场投资者情绪受到压制, 港股通基金收益率收跌, 中位数-11.42%, 平均收益-10.47%, 单只基金表现最好为 9.40%。

表 7: 2023H1 港股通基金业绩表现

	区间收益	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
平均值	-10.47%	-19.03%	-1.1	-1.03
最小值	-25.18%	-29.41%	-2.08	-1.77
25%分位数	-14.35%	-22.30%	-1.49	-1.36
50%分位数	-11.42%	-19.86%	-1.16	-1.16
75%分位数	-6.89%	-15.79%	-0.9	-0.92
最大值	9.40%	-8.17%	1.06	2.23

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

图 14: 2023H1 港股指数走势



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

(5) QDII 基金

2023 年上半年, 主动股票型 QDII 业绩表现分化, 投向美股市场表现优异。主动股票型 QDII 主要投向是港股市场和美股市场, 得益于美股纳斯达克市场上涨利好, 国内 QDII 股票型基金中主要跟踪美国科技股的品种涨幅表现优异, 跟踪港股的 QDII 型基金表现较弱。2023H1 主动股票型 QDII 收益率中位数-2.14%。

2023 年上半年, 被动型 QDII 分区域看, 百花齐放, 美股、日本、德国、法国主要指数基金涨幅均超 20%。

2023 年上半年, 债券型 QDII 人民币份额表现明显优于美元份额, 主要源于人民币贬值期间, 汇兑收益的贡献。

表 8: 2023H1 主动股票型 QDII 业绩表现

	区间收益(%)	夏普比率	卡玛比率	最大回撤率(%)
平均值	1.97	0.02	1.79	-15.2
最小值	-25.06	-0.14	-1.31	-35.68
25%分位数	-9.16	-0.06	-0.91	-20.69
50%分位数	-2.14	-0.01	-0.3	-14.52
75%分位数	9.96	0.09	2.37	-8.8
最大值	44.86	0.27	15.58	-4.61

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

表 9: 2023H1 被动型 QDII 全投资概况

投资区域	样本数	均值 (%)	MAX (%)	MIN (%)
中国香港	38	-3.59	9.39	-20.87
美股	35	24.1	44.71	-3.59
全球	10	0.2	25.34	-7.62
日本	5	20.91	22.53	16.54
英国	2	9.53	9.96	9.1
德国	1	21.44		
法国	1	23.15		
越南	1	17.66		

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

表 10: 2023H1 债券型 QDII 业绩表现

	2023H1 QDII 债基人民币份额收益统计			2023H1 QDII 债基美元份额收益统计		
	区间收益 (%)	区间最大回撤 (%)	夏普比率	区间收益 (%)	区间最大回撤 (%)	夏普比率
均值	2.86	-2.2	0.06	-0.87	-4.72	-0.04
最小值	-0.38	-4.46	-0.02	-4	-8.77	-0.15
25%分位	1.37	-2.65	0.02	-2.4	-6.31	-0.08
50%分位	2.89	-1.87	0.05	-0.85	-4.65	-0.05
75%分位	4.21	-1.59	0.09	0.46	-3.3	-0.01
最大值	5.68	-1.19	0.26	1.87	-1.32	0.08

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2023.6.30

2. 银行理财：沉默中积蓄的创新力量

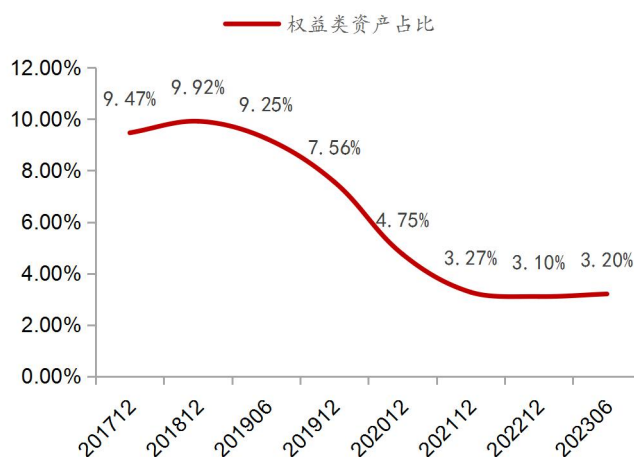
相较于 2022 年引发全网热议的两轮“破净潮”，银行理财在 2023 年上半年表现略显平静，但这看似平静的表象背后却有着不少新的变化正在发生，这些潜在的变化不仅是资管新规后规则对齐的延续，更是银行理财针对自己既有定位的一种突破，不仅为相对同质化的银行理财赛道提供新的思考，对于整个资管大赛道来说，也是一种难能可贵的积极尝试。

2.1. 从“寻找张英”开始的权益投资经理 IP 建设

2023 年 5 月份以来，招银理财发布了多篇《谁是张英》、《寻找张英》、《张英来了》等一系列文章，对于张英的投资理念、风格和过往业绩进行了系统的介绍，相比于公募基金经理的 IP 建设，银行理财子公司投资经理个人 IP 建设长期滞后，虽有部分公司试图通过短视频和文字的方式对投资经理的投资理念进行宣传，但并不成系统，一方面是银行理财产品线在过去长期集中于非标产品，打造个人 IP 的意义不大；另一方面则是商业银行体系强调协同的业务特征、相对保守的管理风格对于银行理财子公司依然有很大的影响。

由于缺乏同渠道的有效联动，“寻找张英”的一系列文案和活动并没有取得预期的声量和募集规模，但却是银行理财在权益投资方向上投资经理 IP 建设的积极尝试。银行理财坐拥超过 20 万亿的资产规模，但权益投资占比却在过去三年的时间维持在 5% 以内，这对中国的资产管理行业乃至整个金融市场不得不说是一个极大的遗憾。银行理财从非标逐步过渡到标债，但依旧停留在固收的范畴，如果能进一步向大类资产配置过渡，从配置中抓收益，对于投资者收益的增厚和资本市场的有序发展都将构成非常明显的积极贡献。

图 15: 2023 年 6 月银行理财权益投资占比 3.2%



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

从另一个角度看，“寻找张英”未达预期很重要的一个影响变量就是募集规则，根据 2021 年发布的《理财公司理财产品销售管理暂行办法》，除非与非机构投资者当面书面约定，评级在四级以上的理财产品销售，应当在营业网点进行，这导致许多在网络上了解该产品的投资者，因为购买链条过长而出现较大的认购损耗。资管新规后不断对齐的规则，让银行理财和公募基金在投资端回到同样的起跑线，但在公募基金已经高度线上化的目前，权益类的银行理财依然同公募基金有所错位，有待规则的进一步系统性完善。

2.2. 在产品设计上积极调整与投资者的关系——让利型产品的积极尝试

在“寻找张英”的同时，招银理财也在积极进行着产品端的创新，作为一只股票投资范围在 80%-95% 的典型权益类银行理财，这只产品打破了传统权益类理财产品的收费方式，即产品不赚钱不收管理费。根据其说明书显示，产品当日累计净值低于 1.00 元（不含）时，管理人将从下一自然日起暂停收取固定投资管理费。直至本产品累计净值高于 1.00 元（含）后，管理人恢复收取理财计划固定投资管理费，固定投资管理费率 1.50%/年，这既是对投资者的让利，也是理财子公司同投资者利益相互绑定的一种有益尝试。

“基金赚钱，基民不赚钱”，这是过去 20 年发生在中国财富管理市场中最让人遗憾的事情。在这个过程中，固然有基民不理性、追涨杀跌导致业绩损耗的原因，但资产管理机构和财富管理机构坐享更有利的商业条款，使得机构同投资者的利益不匹配进而放大投资者的行为偏差，也是不容忽视的一个重要根源。2022 年 4 月，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，其中明确提出“研究推动 ETF 集合申购业务试点转常规，积极推动公募 REITs、养老投资产品、管理人合理让利型产品等创新产品发展”，一方面是希望公募基金通过更低费率的方式让投资者留存更多收益，另一方面也是通过模式的革新以激励公募基金管理人为投资者创造更高的业绩。

我们跳出公募基金和银行理财这些更细微的分类，试着站在更高的“大资管”视角去看待这个新变化，招银理财虽然不在证监会的管辖范围，但这次产品设计的实践看，已经在践行资产管理行业高质量发展上做出了积极的探索，作为资管领域的头部机构，这种主动的尝试有望形成市场的示范效应，从而进一步带动银行理财乃至整个大资管行业产生新的蜕变。

2.3. 跳出投资的“卷”，在产品功能上积极有为

在产品创新端，银行理财在 2023 年也进行了积极的尝试，“活钱理财”引发了媒体的关注，较高的七日年化收益率、随时赎回秒到账、部分理财账户内资金可以直接用于消费（有 10 万元额度限制），集成了货币基金的收益性、高流动性以及在支付端的便捷性，这类产品一经推出就获得了市场的认可，各家银行机构纷纷跟进。从销售服务的角度看，这类功能实现的技术含量并不高，利用单只现金管理产品提供的 1 万元快赎上限，帮助认购“活钱理财”的客户将资金分配在不同的现金管理类产品或货币基金上，从而实现更高金额的快赎功能。

证监会和央行的相关负责人表示，“T+0 赎回提现”非法定义，是在基金普通赎回业务之外，基金管理人、基金销售机构开展的允许投资者在提交货币市场基金赎回申请当日即可在一定额度内取得赎回款项的增值服务。但此类产品利用银行理财的通路变相地放大了流动性风险，当总体垫资规模过大时或将引起风险的蔓延，特别是当越来越多银行机构纷纷跟进导致此类业务规模不断膨胀后，这种流动性风险已经不是单一机构所能掌控的，需要有监管在更高维度进行顶层的宏观把握。

截至 9 月 30 日，监管部门尚未对“活钱理财”类的服务模式进行最终的定性和指导，但我们认为银行理财产品在功能侧进行的大胆创新依然是值得鼓励的。在银行理财完成非标转标后，不同机构受限于相同的投资规则和底层资产，超额收益回落至行业平均水平后，向产品设计“要效益”就成为各家机构的必然选择，而银行理财作为最贴近大众居民的一类资管产品，在居民的现金管理、支付结算等基础功能上做文章，也就顺理成章了。

作为行业的观察者，我们对于这些积极的变化持有“乐见其成”的态度，特别是在“大资管”赛道下的不同金融产品，如果大家可以充分立足自己的禀赋与优势，去发展出自己的差异化特色，不仅容易获取到属于自己的稳定份额，也会让资管行业乃至整个金融赛道的内涵更加多元化，走上全面增长的“二次曲线”。

2.4. 上半年银行理财数据回顾

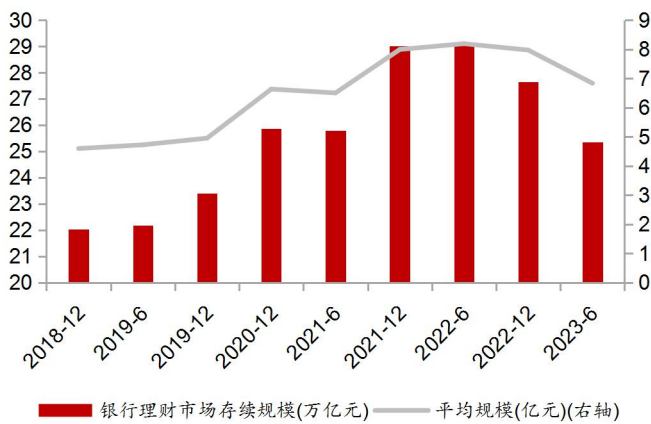
2.4.1. 银理财规模及类型：存续规模继续下降，产品类型分化进一步加剧

上半年银行理财存续规模继续下降，首次暂时被公募基金反超。截至 2023 年 6 月末，全国共有 265 家银行机构和 30 家理财公司共存续产品 3.71 万只，较年初增长 6.88%（0.24 万只）；存续规模 25.34 万亿元，较年初下降 8.35%（2.31 万亿元）。根据基金业协会数据，2023H1 全市场公募基金规模 27.69 万亿元，银行理财规模首次被公募基金反超。

单只理财产品平均规模自去年底打破上升趋势后继续下降。截至 2023 年 6 月末，每只理财产品平均规模 6.83 亿元，较年初下降 14.28%（1.14 亿元）。自 2018 年资管新规以来，银行理财产品单只平均规模保持上升趋势，本次为自 2022 年 12 月下行 2.69% 后的继续大幅下降，或因去年底赎回潮的影响，募集能力尚未完全恢复，叠加现金管理类产品单日快赎额度 1 万元限制下，单只产品平均规模下降导致。

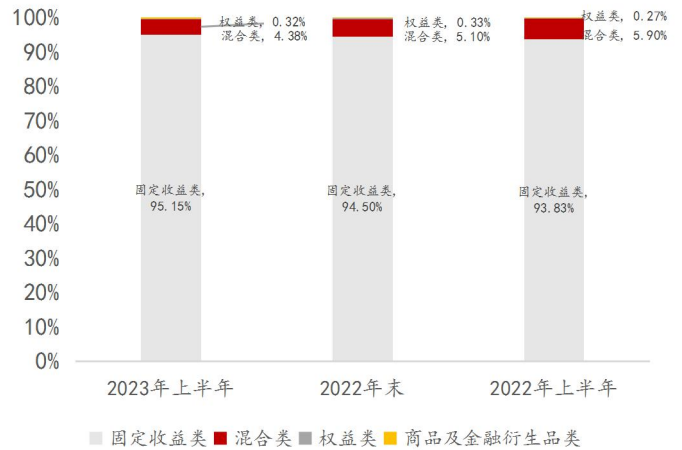
理财产品以固收类为主，受上半年债市表现相对较好影响，其规模占比进一步提升，混合及权益类规模持续下降。截至 2023 年 6 月末，固定收益类、混合类、权益类理财产品存续规模分别为 24.11 万亿、1.11 万亿、0.08 万亿元，占比分别为 95.15%、4.38%、0.32%，固收类规模占比保持上升趋势。

图 16: 2023H1 银行理财市场存续规模 (万亿)



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 华宝证券研究创新部

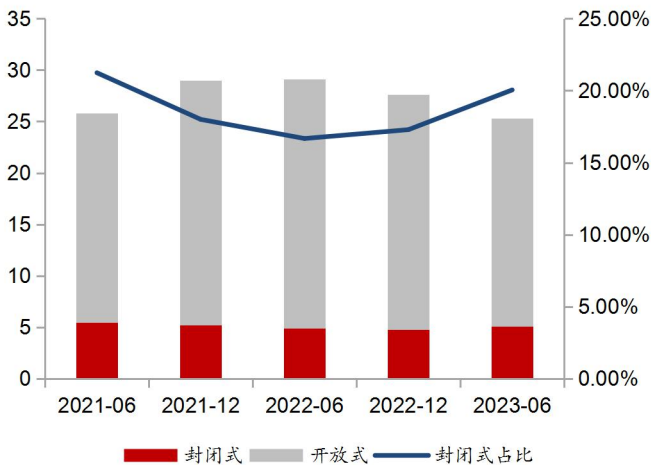
图 17: 理财产品存续规模占比



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 华宝证券研究创新部

开放式产品存续规模占比下降, 封闭式占比增加, 但新发封闭式产品期限下降。截至 2023 年 6 月末, 开放式理财产品存续规模 20.26 万亿元, 占比 79.95%; 封闭式理财产品存续规模 5.08 万亿元, 占比 20.05%, 占比较年初增加 2.76 个百分点。上半年新发封闭式理财产品加权平均期限在 326 至 381 天之间, 6 月份全市场新发封闭式产品加权平均期限为 346 天, 较年初缩短 30.32%。封闭式产品占比增加但期限下降, 或因为避免去年底赎回潮负反馈, 降低产品净值波动, 增发混合估值法产品, 但又需同时兼顾产品流动性有关。

图 18: 封闭式产品存续规模占比提升



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 华宝证券研究创新部

图 19: 全市场新发封闭式产品期限下降



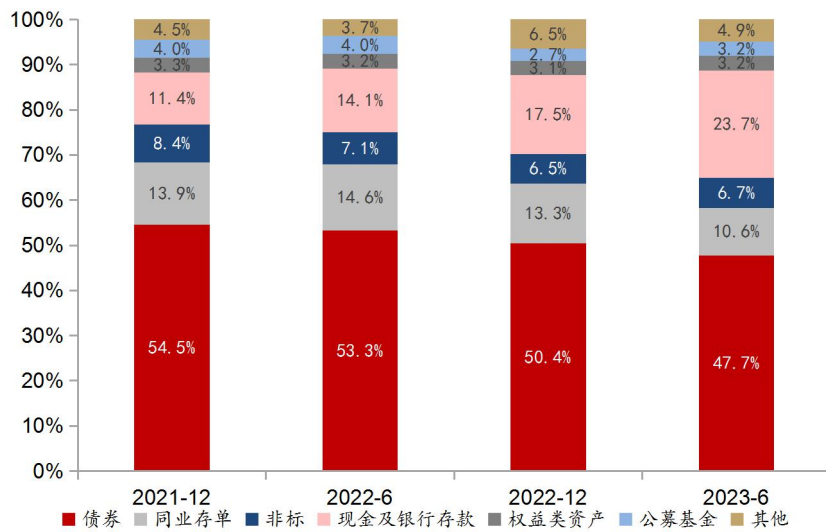
资料来源: 银行业理财登记托管中心, 华宝证券研究创新部

2.4.2. 银行理财资产配置: 现金及银行存款大幅增加

上半年银行理财配置债券、同业存单占比下降, 大幅增配现金及银行存款, 公募基金占比也有所提升。截至 2023 年 6 月末, 债券、同业存单配置占比 47.7%、10.6%, 较年初均下降 2.7 个百分点; 现金及银行存款、权益类资产、公募基金配置占比 23.7%、3.2%、3.2%, 分别较年初增加 6.2、0.1、0.5 个百分点。

非标资产配置规模保持下降趋势, 占比提升因整体规模下降。截至 2023 年 6 月末, 非标资产配置规模 1.85 万亿元, 较年初 (1.94 万亿元) 下降 4.64%, 资管新规后持续保持下降趋势, 配置占比 6.7%, 因理财产品总投资规模下降, 较年初 (6.5%) 微升 0.2 个百分点。

图 20：理财产品资产配置情况



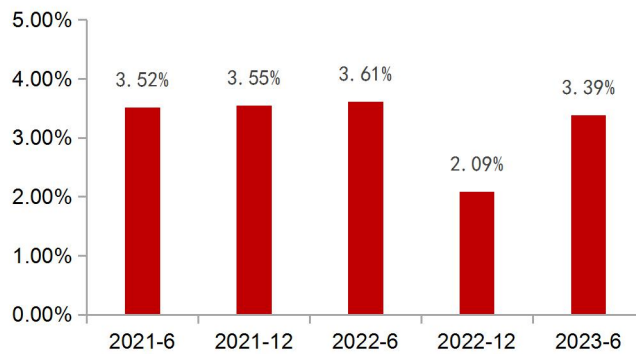
资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

注：根据《标准化债权类资产认定规则》，2021年起非标准化债权类资产统计口径统一

2.4.3. 银行理财收益表现：较年初明显回升

2023年上半年各月度，银行理财产品平均收益率为3.39%，相较2022年各月度理财产品平均收益率2.09%，收益率回升较为明显，但保持在4%以下。

图 21：2021.6-2023.6 理财产品平均收益率变化



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

注：根据银行业理财登记托管中心银行理财年报及半年报，2021-6、2021-12、2022-6为当月加权平均年化收益率，2022-12、2023-6为全年、上半年各月度平均收益率，数据仅供参考

3. 保险资管：加强权益投资，从资产配置要收益的时代开始了

上半年保险资金运用余额26.82万亿元，较年初增长7.07%，持续保持增长态势，从资产配置结构来看，以银行存款、债券和另类投资为主。在当前国内资本市场环境下，叠加负债端成本下调的滞后性以及寿险资金的长期性，结合优质长久期资产有限，保险资金资产配置存在较大压力，我们以欧美保险资金应对其历史发展阶段的资产配置压力后形成的配置结构寻求启发。

3.1. 海外保险资产配置：权益资产配置显著高于我国，重视多元资产配置

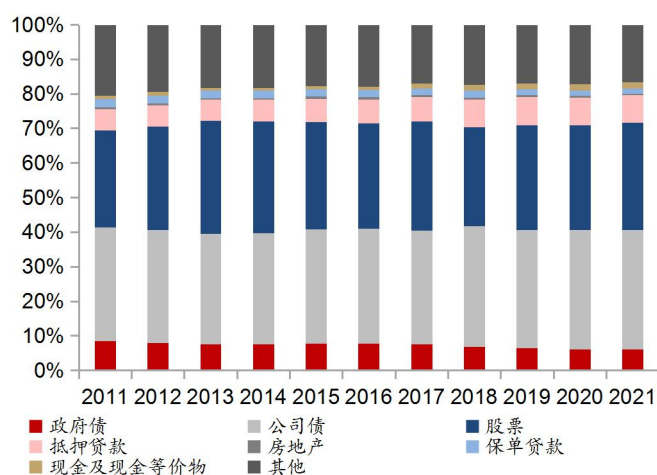
保险资金资产配置结构是监管政策、负债端结构、险企投资能力及考核体系、资本市场环境综合作用的结果。欧美保险资金配置结构，经过长期发展，穿越多个经济周期，已形成相对稳定且各具特色的配置结构。总结各国经验，差异中也呈现共同特征：一是配置较高的权益类资产，提升收益弹性以应对长期利率风险及负债端刚性成本调整滞后的压力；二是高度重视多元资产配置，以分散投资风险、稳定收益波动，匹配保险资金负债端特征。

3.1.1. 美国：人身险资产通过股票和多元化配置投资提升收益

结合人身险资金负债端刚性预定利率成本及长久期特性，美国人身险资金大类资产配置仍以固定收益资产为主，但同时呈现股票投资比例高及资产配置多元化特征。从综合账户整体来看，过去十年来（2011-2021）：1）政府债和企业债配置比例基本维持在40%的水平，为收益的稳定性奠定基础，并通过配置长久期资产有效降低负债期限错配形成的利率风险敞口；2）股票投资比例稳定保持30%左右的较高水平，通过高比例的权益类资产提高长期投资收益，是美国人身险行业收益来源的重要组成部分；3）多元配置于抵押贷款、房地产、保单贷款、衍生品、新兴市场资产等，合计投资比例在20%左右，通过多元化投资获取超额收益，缓解收益下行压力的同时有效进行风险分散，改善高比例股票投资带来的收益波动。基于此，2021年美国人身险资金投资收益率4.28%，高于美国10年期国债3.17个百分点，具有较强的竞争优势。

值得注意的是，负债端不同账户特征驱动其资产配置结构存在巨大差异，独立账户通过高比例股票配置博取高收益水平。美国人身险公司依据资金来源不同，将资金分为1）由保险公司承担部分或全部投资风险的一般账户，资金来源于保险公司表内传统寿险等保障型保险产品，资金运用属于险企对“自有资产”进行投资，资产配置受到严格监管约束；2）由投保人或受益人承担全部投资风险的独立账户，资金来源于变额年金、养老金产品等投资型保险产品，资金运用属于“代客理财”，资产配置追求收益，限制条件较少。不同的账户性质驱动其资产配置结构存在巨大差异。截至2021年末，一般账户管理资产规模占比61%，主要配置于债券（66.4%）、抵押贷款（12%）等，股票配置占比仅2.6%；独立账户管理资产规模占比39%，大量配置于权益类资产，股票配置比例76.2%。

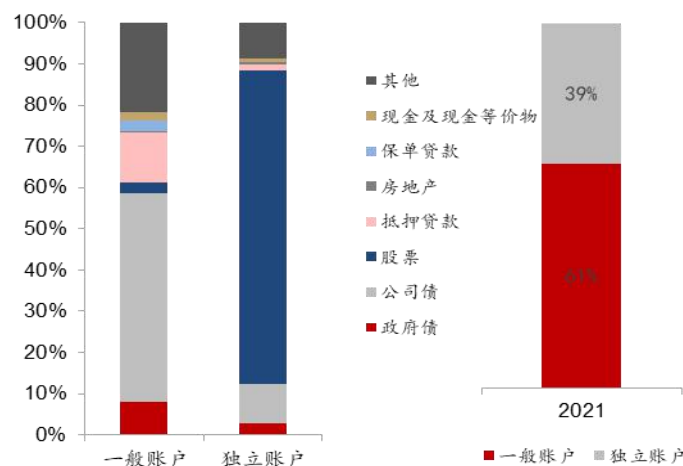
图 22：2011-2021 美国人身险合并账户资产配置结构



资料来源：ACLI 官网，华宝证券研究创新部

敬请参阅报告结尾处免责声明

图 23：美国人身险一般账户与独立账户资产配置及规模结构（2021）



资料来源：ACLI 官网，华宝证券研究创新部

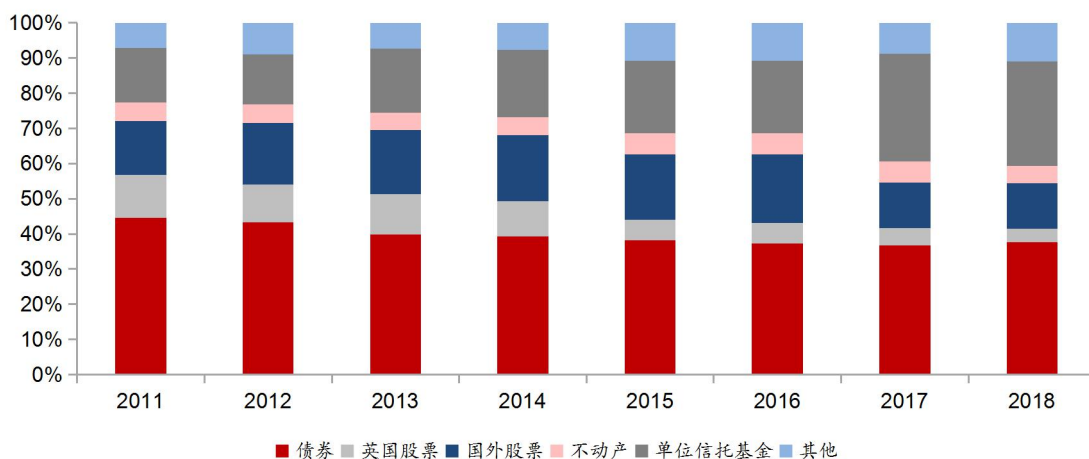
3.1.2. 英国：重视权益投资，不断向海外扩展，配置结构多元化

英国作为最早发展保险业务的国家之一，资产端监管方式主要关注后端偿付能力，对于投资范围和投资方式等，保险公司可自主决策，监管不直接设大类资产比例限制。基于此，英国保险公司资产配置结构特色鲜明，与美国存在较大差异，但也存在一致性特点：权益投资占比高、尤其是海外权益投资踊跃，资产配置结构也呈现高度多元化特征。

权益投资占比高，尤其是海外权益投资踊跃。2011年以来就英国保险行业整体配置结构而言，债券投资比例有下降趋势，同时受到单位信托基金（共同基金）配置比例大幅增加影响，考虑到单位信托基金（共同基金）中偏股基金占比较高于偏债型基金的特点，结合国外股票配置较高，所以虽然本国股票有下降趋势，但整体权益类投资占比高。

多元化资产配置，缓解国内资本市场承载压力。英国保险行业资产规模庞大，国内资本市场承载有限，同时结合监管宽松影响，英国保险行业资产广泛配置于未上市股权、房地产、衍生品、另类投资，包括私募股权、对冲基金等，并通过英国境内主体及海外子公司大量开展境外投资，缓解国内配置压力的同时，通过多元化配置寻求超额收益。

图 24：2011-2018 英国保险行业资产配置结构



资料来源：英国保险业协会(ABI)官网，华宝证券研究创新部

3.2. 挪威政府养老基金-全球（GPF, Norway Government Pension Fund-Global）

养老金作为长久期资金，具备积累期流动性要求低，注重投资安全性的特点，与长期寿险资金特征类似，因此养老基金成功管理经验对于保险资金管理也具有借鉴意义。挪威政府养老基金-全球（GPF, Norway Government Pension Fund-Global，以下简称 GPF 基金）规模居全球主权财富基金和全球公共养老基金前列，其投资管理取得巨大成功，是挪威养老储备基金（不直接用于养老金支付，可理解为第一支柱养老金的结余资金），也是挪威公共养老体系第一支柱的组成部分，我们以其作为对象，总结其投资管理特色，为保险资金资产配置提供参考。

3.2.1. GPFG 基金管理特色

GPFG 基金前身为挪威政府为管理其石油资源收入并为应对油气资源可能枯竭对本国经济的影响而成立的石油基金，后续更名为挪威政府养老基金-全球，并增加应对挪威人口老龄化问题职能，成为公共养老基金体系第一支柱的组成部分。

整体而言，GPFG 基金投资管理体系与保险公司资金运用管理体系有诸多类似之处，但 GPFG 基金有自己非常鲜明的特色，下面我们对其异同进行重点说明。

管理体系与合规风控管理方法与保险资金运用存在异曲同工之处：

1、就管理体系而言，GPFG 基金采取自上而下（议会-财政部-央行-央行下设投资管理公司 NBIM）逐级授权、自下而上汇报基金管理情况的管理模式，与保险资金三会一层及投决会逐级授权管理体系类似。

2、限制可投资资产范围及配置比例。明确可投资范围包括股票、债券、不动产、可再生能源基础设施等；大类资产配置比例限制包括权益类资产配置占比 60%-80%、固定收益类资产配置占比 20%-40%、高收益债配置比例不高于固收组合的 5%、新兴市场债券配置比例不高于固收组合的 5%等定量限制及债券投资须开展内部信用评级等定性要求，同时明确禁投资资产范围等。整体投资限制管理体系与保险资金大类资产配置及投资行为合规风控管理体系非常类似。

3、挪威央行针对投资组合的市场风险、不动产投资风险等风险大类分别设定杠杆比例、交易对手风险、不同国家不动产投资比例等限制指标，与保险公司资产端针对对市场风险、信用风险分别设定权益价格风险、房地产价格风险、利差风险、交易对手违约风险等风险控制管理体系有相似之处。

GPFG 基金管理具备非常鲜明的自身特色：

1、挪威财政部制定战略基准指数作为绩效衡量标准，投资组合执行形成的实际基准指数严格在阈值范围内落实战略基准指数。

在自上而下授权体系中，挪威财政部制定《GPFG 授权管理》，明确：1) 管理目标为在投资管理与风险控制框架内，满足短期流动性要求的同时，尽可能寻求最高投资收益；2) 制定**战略基准指数=70%*股票基准指数（基于富时全球股票指数系列，市值结合市场、汇率等综合计算得出）+30%*债券基准指数（70%*政府债券基准指数+30%*公司债券基准指数，分别结合彭博全球综合债券指数中的政府债券、公司债券为基础综合加权计算得出）**作为绩效衡量标准，实际投资组合按股债加权得出实际基准指数，央行下设投资管理公司 NBIM 需严格控制实际基准指数相对战略基准指数波动率的偏离度在阈值范围内，若实际基准指数偏离度超过阈值，需开展动态调整进行组合再平衡，确保实际基准指数与战略基准指数一致。基于此，GPFG 基金组合中权益资产配置持续保持在 70%左右的高比例水平。

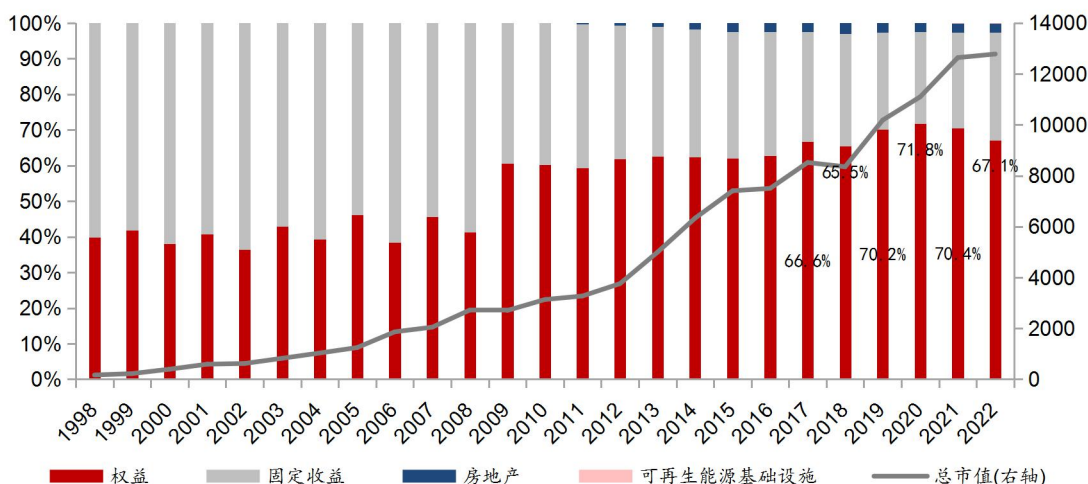
2、从风控体系落地执行的角度，进一步完善风控体系。因 GPFG 基金管理目标是在风险控制框架内尽可能寻求最高投资收益，所以为有效控制风险，GPFG 基金管理公司 NBIM 在财政部及央行风险控制指标体系的基础上，从风控体系落地执行的角度进一步制定了更加完善、详实的指标体系，包含绝对风险指标体系、相对风险指标体系和风险调整指标体系，全方位跟踪、评估、控制 GPFG 基金投资组合的各类风险。

3.2.2. GPFG 基金资产配置与业绩表现

资产配置结构：基于战略基准指数，高比例配置权益类资产。GPFG 基金以配置股票、固定收益为主（2022 年合计占比 97.3%），少量配置于房地产及可再生能源基础设施。基于

前述分析，GPFG 基金资产配置结构基于战略基准指数展开，而战略基准指数各资产权重亦经历多次调整，1998-2008 权益资产权重为 40%，2009-2016 权益资产权重为 60%，2017 权益资产权重提升为 70%并持续至今。GPFG 基金基于战略基准指数阈值管控机制，严格控制实际组合偏离目标配比，自 2009 年至今，持续维持高比例（70%左右）配置权益类资产。

图 25：1998-2022 GPFG 基金资产配置结构及总市值（十亿挪威克朗）



资料来源：NBIM 官网，华宝证券研究创新部

历史业绩：高收益+高波动，除极端异常年份外，均取得正收益。 GPFG 参与全球证券市场投资，且股票投资比例维持高配，使得投资收益有较大波动，但除 2001-2002 互联网泡沫、2008 全球金融危机、2011 欧债危机、2018 全球经济衰退中美贸易摩擦以及 2022 年高通胀背景下的股债双杀这几个异常年份外，GPFG 基金均取得了较高正收益。

图 26：1998-2022 GPFG 基金投资收益率



资料来源：NBIM 官网，华宝证券研究创新部

3.3. 保险资金增加权益资产实现多元化配置，需要更多的规则建设

3.3.1. 分账户管理传统险资金，对超长期资金通过提高权益投资并高度重视多元资产配置提升投资收益

鉴于保险资金负债端特征可能带来的天然资负错配风险，保险公司资产负债匹配管理既包

括业务整体的成本收益匹配、期限结构匹配、现金流匹配，在逻辑上不同类别产品的资产负债匹配也有其应有之义。险企不同类别产品，如传统寿险和投连险负债端与资产端存在极大差异，资产负债统一监管模式下，不同产品间资产负债错配问题很可能造成业务整体资产负债管理难度的提升，分账户管理模式（区别于独立账户由职能监管纳入统一法规制约）可提供解决思路。

借鉴海外保险资金和公共养老金资产配置经验，对负债端不同目的、不同期限资金，分账户管理，制定不同资产配置策略，对于超长期寿险资金或独立账户资金，可提高权益投资比例，并高度重视多元资产配置，在保持自身资产配置收益能力已有优势的前提下，平衡长短期、绝对收益和相对收益目标，进一步提升保险资金资产配置能力禀赋。

3.3.2. 拉长保险资金在资产端考核周期，引导保险资金关注比较基准而非绝对收益，推动长期资金入市积极性

9月10日，金融监管总局发布《国家金融监管总局关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》（下称“《通知》”），主要内容包括四个方面：1，差异化调节最低资本要求；2，引导保险公司回归保障本源；3，引导保险公司支持资本市场平稳健康发展；4，引导保险公司支持科技创新。

值得关注的是，在本次规则的调整中，有较多变化和保险公司投资资本市场直接相关。《通知》对于保险公司投资沪深300指数成分股，风险因子从0.35调整为0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从0.45调整为0.4；对于投资公开募集基础设施证券投资基金（REITS）中未穿透的，风险因子从0.6调整为0.5。《通知》还要求保险公司加强投资收益长期考核，在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。

风险因子下调，有利于降低实际资本的消耗，进而有助于加大险企投资权益类资产的积极性，更好契合此前监管引导长期资金入市的基调。但从实操的角度看，风险因子的调整对于引导保险资金入市的效果可能需要进一步观察，在实务中保险资管依然受限于资金委托方“既要超越比较基准”且“还要实现绝对收益”的约束，而在过去几年的配置中被动强化了对于另类（包含信托和保债计划）以及债券的配置。因此，我们认为风险因子的调整具有积极意义，但扭转境内保险公司长期低配权益的现状依然有很长的路要走。

引导保险资金入市不仅需要“行政命令”，更需要通过更精确、有效的监管规则变化，例如拉长资产端考核周期，降低险企投资经理短期收益波动的考核应对压力；引导保险资金更大力度参与全球化配置，在全球范围的多资产投资中分散风险，提高组合收益的稳定性；亦或是学习GPIF基金制订战略基准指数，引导保险资金更多关注业绩基准而非在不断市场环境中追求绝对收益，这些变化都将有助于推动长期资金入市，成为中国资本市场长期稳健发展的基石。

3.4. 上半年保险资管数据回顾

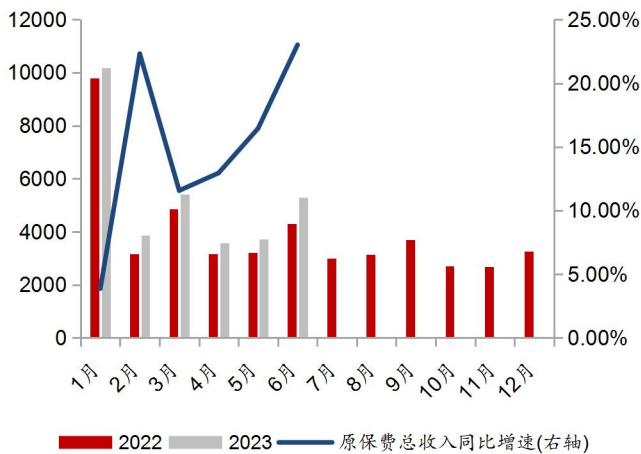
负债端：上半年储蓄型产品的热销推动负债端数据持续改善。截至2023年6月末，行业汇总本年累计原保费收入32054亿元，同比增长12.54%，其中人身险本年累计原保费收入24848亿元，同比增长13.38%；财产险本年累计原保费收入720亿元，同比增长9.75%。截至2023年6月末，人身险公司寿险、健康险、意外险保费本年累计收入分别为18670、4350、256亿元，分别同比增长16.86%、增长3.97%、下降11.11%；6月当月人身险公司寿险、健康险、意外险保费分别为2858、709、49亿元，当月同比大幅增加42.40%、增加4.57%、下降9.26%。

寿险保费大幅增长的原因大概率主要为：在投资者风险偏好持续下行的背景下，叠加传

统型人身险产品预定利率在7月底前从3.5%下调至3%的预期，使得2023年4月起，保费收入快速增长，尤其是对储蓄型的保险产品购买意愿在7月31日前提前释放。

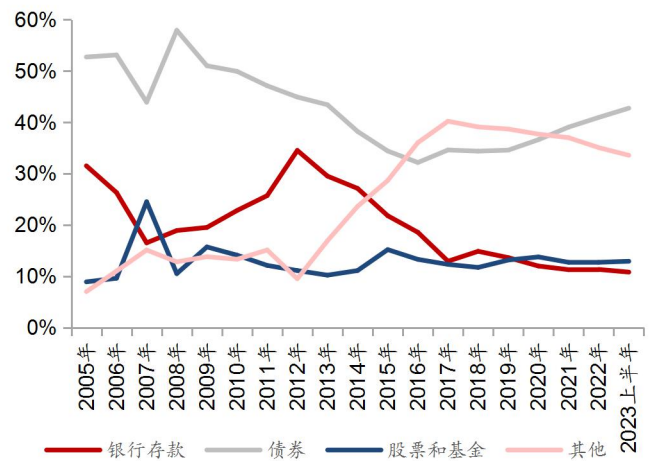
资产端：负债端新单保费持续贡献现金流，以增配债券为主。截至2023年6月末，保险资金运用余额26.82万亿元，较年初增长7.07%，负债端新单保费持续贡献现金流推动资金运用余额稳步增长。截至2023年6月末，保险资金资产配置占比分别为银行存款10.80%、债券42.73%、股票和基金12.91%、其他投资33.52%，分别较年初银行存款下降0.52个百分点、债券增加1.81个百分点、股票和基金增加0.2个百分点、其他投资下降1.49个百分点，主要以增配债券为主，银行存款和其他投资受利率下降及资产荒影响，占比进一步下滑。

图 27：保费收入（亿元）及同比增速（%）



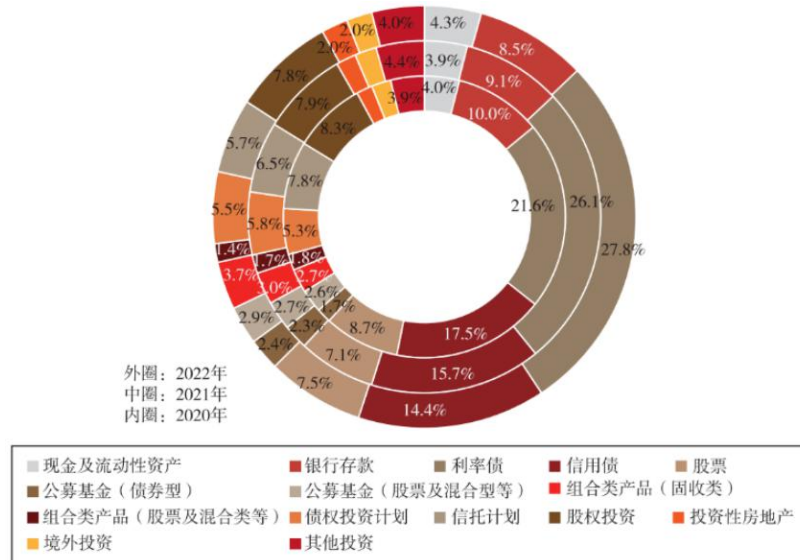
资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

图 28：保险资金大类资产配置趋势



资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

图 29：2020-2022 年保险资金详细资产配置结构



资料来源：保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，华宝证券研究创新部

4. 私募基金：监管持续深入，定向解决问题

2023年上半年，私募证券基金赛道表现波澜不惊，一方面是行情震荡下存量规模的下滑，另一方面是随着市场的成熟和策略的内卷，无论是高波动型产品还是稳健套利类产品，Alpha 衰减都十分明显。但平淡的市场表现背后，私募证券基金的底层规则正在被重塑，私募证券基

金乃至整个私募基金行业都将在规则明确后，迎来新的发展。

基金业协会于2023年4月28日发布了《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》（以下简称《运作指引》）。《私募投资基金登记备案办法》及配套指引从私募基金管理人的设立、变更、运作到私募基金的募、投、管、退，进行了全面系统的规定，对私募近些年政策智慧进行了阶段性汇总和梳理；《运作指引》在继承相关精神的基础上，瞄准私募证券投资基金这一特定领域，同时聚焦范围从登记备案转向产品运作，对私募证券投资基金的募集、投资、运作管理等环节提出了规范要求。

4.1. 《运作指引》是“资管新规”的延伸，规则对齐、防止套利的监管意图非常明确

《运作指引》的发布，真正意义上将私募基金纳入到监管的体系范围中来，私募基金对于中国金融乃至中国经济的重要意义逐渐体现。本次《运作指引》基本拉平了对私募证券投资的监管尺度，可以看作是对“资管新规”的一次查漏补缺，对引导私募行业回归“受人之托、代客理财”本源，提升主动管理能力及服务能力具备积极意义。

站在监管的视角看，不同赛道但同样实质的金融产品，在不远的将来将会规则趋于统一，监管的死角越来越少，制度套利也会越来越难。对于资产管理机构来说，选择什么样的赛道、选择什么样的产品载体，差异将会越来越小，强化投研团队的人力建设，专注于投资研究本身，将是各类投资管理机构争取更多市场份额的唯一法门。

4.2. 《运作指引》针对少数重点问题，进行直接的、定向的管控，比如取缔结构化发债、比如雪球产品，充分体现了监管的定向性和精确性

《运作指引》主要通过三种途径遏制结构化发债：

(1) 明令禁止私募基金管理人及相关人员参与结构化债券发行。

(2) 双10%规定，向公募基金看齐，要求投向单只债券的资金不得超过基金净资产的10%，同时管理人旗下所有的基金投资于同一债券的数量也不得超过存续数量的10%。

(3) 双25%规定，要求管理人及其关联方投向单只债券的资金不得超过基金净资产的25%，同时管理人及其关联方旗下所有的基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券的数量也不得超过存续数量的25%。

这三种途径通过对投资比例的限制，重点打击了私募债券基金当前的乱象，即使未来还有部分管理人想要进行结构化发债，难度也会急剧增加，在《运作指引》发布之前仅需一位管理人就能够完成的操作，现在需要至少四位管理人，操作难度大大增加，同时由于投资偏好等因素的影响，管理人对不同地区不同特点的债券偏好程度有所不同，这也将进一步增加结构化发债的难度。

本次《运作指引》的发布，首先有助于保护普通投资者的权益，普通投资者相对机构投资者在专业性以及抗风险能力上有所欠缺，而且容易受到债券私募产品表面上稳健收益的诱导，从而忽视了内在风险。对于财富管理市场而言，《运作指引》通过行政性手段直接戳破结构化发债的“魔法”，也有助于后续风险的充分释放，让市场彻底出清。

其次对债券市场而言，本次《运作指引》的发布，有助于化解当前地方政府高额的债务负担，限制高利率短久期的再融资渠道，使债券市场重回稳定。配合一系列化债政策的出台，从长期看，地方政府各类债务的风险将会平稳释放，债券市场的风险溢价将会下降。

除了取缔结构化发债以外，《运作指引》中关于衍生品交易相关的条款十分具有针对性，在限制券商资管和信托之后对私募基金方面的雪球发行进行了制度补全。第十七条（1）中将雪球产品发行的基金净资产规模从过去的 1000 万提升至 5000 万，大幅提高了资金募集门槛；第十七条（2）意味着雪球发行需要至少 5 家券商交易台进行合作；第十七条（3）对杠杆比例进行了压降，参与衍生品交易的名义本金一般情况下不能超过基金净资产的 200%，杠杆水平较高的部分保证金雪球由于所缴纳保证金不能超过基金净资产的 50%，杠杆上限将被砍半，值得注意的是 DMA-SWAP 允许敞口在一定范围内的多空策略以 4 倍杠杆进行运作，如果按照第十七条（3）规定执行那么杠杆水平将同样被降低到两倍；第十七条（4）中重申了第四条【禁止通道业务】并进行了衍生品交易相关的场景具化，可能意味着对零售端雪球发售的进一步限制。

我们认为，《运作指引》中对于衍生品交易的相关要求，并非是对雪球产品的禁止，而是针对雪球产品前期销售乱象的积极回应，无论是部分财富管理机构把雪球产品视为类固收替代的错误行为，还是部分私募证券基金充当产品通道的问题，都在这次的《运作指引》中得到了有效的控制。关注衍生品的风险，将其更多视作机构风险控制的工具，而非居民财富管理的直接配置，监管的思路与策略表露无遗。

4.3. 私募证券基金“野蛮生长”的阶段彻底结束

《运作指引》的发布对于私募证券基金行业具有历史性意义，对于长期游离于监管私募证券基金，正式被纳入到监管的体系中来，从 6 月份通过的《私募条例》到关于 9 月份发布《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》和《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》，从顶层制度构建到具体的操作细节，监管渗透的力度在不断增强、不断细化。这个变化，有助于私募证券基金的合规发展，对于整个基金产品赛道，也会带来规则上的新变化。

（1）私募证券基金相对于公募基金在“灵活性”方面的优势，可能在未来 3-5 年的时间里慢慢弱化；

（2）抓大机构，抓过去监管薄弱的量化：头部私募证券基金特别是量化基金将会受到更强的监管，从交易规则、内部管理等方面，监管将会持续提出新的规则建设；

（3）控小机构，控那些利用私募证券基金牌照做证券基金以外工作的机构：相比于公募基金，私募证券基金的管理人和产品只数远多于公募基金，对监管的覆盖面和及时性提出了更高的要求。而值得关注的是，部分私募证券基金在过去两年获得了远超市场平均水平的回报率，且无法有效归因，引发媒体对于其是否参与场外期权投资的联想，尽管这些案例在监管层面尚未有明确的说法，但私募证券基金特别是小型私募证券基金长期游走于监管之外的灰色地带，是维护市场正常秩序所不能容忍的，这和《运作指引》的精神也是一脉相承的。

值得关注的是，部分小型财富管理机构借由私募基金管理人资格进行买方投顾服务的探索，这对中国财富管理市场的供给具有一定的积极意义，但如果按照 1000 万的下限要求严格执行，不免有“误杀”的嫌疑。以成熟金融体的经验为范本看，尽快发放财富管理买方投顾的牌照或资格，在关上一扇门的同时打开一扇窗，“正本清源，堵不如疏”，才是引导财富管理有效转型从而促进金融大变革的有效手段。

5. 信托：迷茫中的探索

随着“新三分类”在 2023 年正式落地，中国的信托行业也全面走向了“受托管理”的新时代。这不仅是资管新规后，信托行业回归本源的一次重要动作，更是中国信托行业从 1979 年诞生以来，第一次剥离了“类信贷”的功能，是一次开创历史的重大变革。

相较于其他金融赛道的变迁，信托行业的底层业务逻辑出现了根本的变化，进而导致信托公司的组织架构、展业形式和人力建设也不可避免出现重大调整，在这个过程中，部分信托公司和从业者陷入了迷惘，中国的信托行业该走向哪里？非标到底还能不能做？服务信托会有生命力么？这些问题都需要中国的信托公司花费更多的时间来探索，才能在未来求得真解。

5.1. 非标到底还能不能做？

事实上，如果我们单纯解读“新三分类”，监管并没有完全禁绝信托公司开展非标业务，在 2023 年 6 月发布的《关于〈关于规范信托公司信托业务分类的通知〉实施后行业集中反映问题的指导口径（一）》中明确对信托公司开展非标的背景进行了严格的约束，“信托公司不得以私募投行角色、通过资产管理信托业务形式，开展实质为满足单一融资方特定融资需求而发行信托产品募资的业务”，并且在这个规则之下，监管又针对“私募投行”这一说法进行了更进一步解读。两相对照之下，监管的口径非常清晰，服务于“委托人”、体现“委托人”意志的非标是可以做的，服务于“融资人”的非标则属于“私募投行”，是监管严格限制的。

监管没有明确禁止信托公司开展非标业务，但实质已经关上了信托公司从非标业务上获取高收益的可能性，因为从 2007 年“新一法两规”开始，信托公司为房地产、地方政府融资平台和消费金融公司等机构（即“融资人”）提供的非标融资，是中国信托行业持续盈利的关键。“私募投行”这个说法实际上给这部分最具有赚钱能力的业务进行了统一的定性，而依次展开的业务限制，也是中国信托行业回归本源的最重要一步。“非标不死，标品不兴”，对于中国的信托行业而言，如果仍然可以在“私募投行”的领域中持续赚钱，又有多少信托公司会主动踏上新业务的转型之路呢？

对比于中国信托行业过去各种“绕监管”，“新三分类”后的中国信托行业则是一清二白，信托公司可以开展的业务都被监管写的清清楚楚。站在更高的视角看，中国的信托监管摆脱了过去分类不清导致的监管困难，而从另一方面，“新三分类”的出台区别于资管新规后各种口头指导（如压缩非标额度、控制非标和标品的占比），彻底完成了中国信托行业的“新老划断”。

5.2. 中国信托行业的规模短期之内是否会大幅下降？

中国信托行业的资产管理规模（包含主动管理和被动管理）已经在过去三年维持了平稳的态势，融资类的规模不断下降，投资类业务的占比持续上升，在这个过程中，有信托公司积极顺应转型方向、加大标品业务的作为，也有部分信托公司通过合同文本变化，将部分融资类信托“改造”为投资类信托，继续做着“换汤不换药”的工作。但这些“监管套利”的行为，在“新三分类”推行不断深入的背景下，会趋于式微。

值得关注的是，部分信托公司加大了对不良资产托管业务的投入，尽管此类业务的盈利能力较差，但具有单笔规模大的特征。部分信托公司的领导依然具有“规模情节”，在这种情节的驱使下，叠加房地产不良资产的增加，中国信托行业的受托管理规模不会在短期内出现断崖式的下降，有望在后续一段时间维持稳定。

但我们并不认为“规模情节”对于此刻的中国信托行业具有长期的、实质性的帮助，在“新三分类”下，信托公司必须跳出过去非标年代下“规模为王”的理念，寻找新的、稳定的、

可持续发展的业务方向，并做好成本控制，实现盈利能力的提升，才是信托行业转型真正的曙光。

5.3. 中国信托公司的新方向在哪里？

“新三分类”后，财富管理服务信托的关注度不断提升，但服务信托该怎么落地？信托公司在财富管理的蓝海中如何挣得自己的份额？转型中的中国信托公司，依然处于艰难的探索期，部分头部信托公司依托股东的支持，例如平安信托在其 2022 年度业绩报告中就表明，家族信托与保险金信托全年合计单数超 9000 单，累计规模超 1000 亿元，年增长率达 80%，其中，保险金信托已累计超 1.8 万单。这些头部公司在该项业务上已经取得了一定的先发优势，甚至已经实现了业务层面的盈亏平衡，而其他没有股东支持的信托公司又该如何发力？

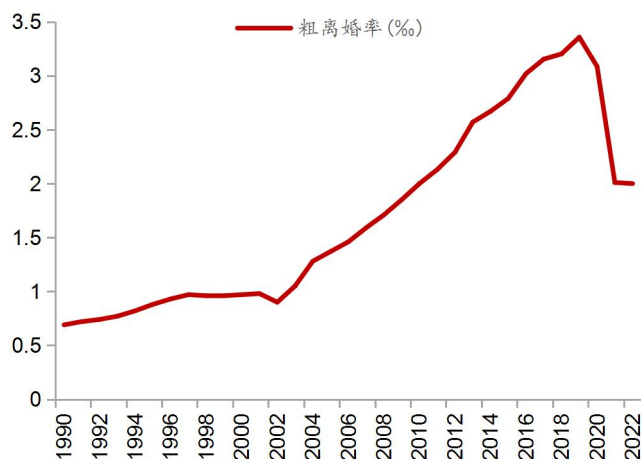
在 2023 年 8 月，上海信托联手易方达基金、浙金信托联手财通证券，依托基金投顾牌照所设立的家庭服务信托纷纷落地，服务信托同基金投顾业务实现了一次“跨界”合作，进一步丰富了财富管理服务信托的内容，迎合了投资者对于真正代表自身利益“买方投顾”模式的需求，有望在后续的业务发展中获得更大的市场份额。

在这个过程中，有三点值得进一步关注：

(1) 财富管理服务信托不同于更高起点的家庭信托，对于系统建设、流程优化与机构协作提出了更高的要求，在过去十几年中习惯于粗放成长的信托公司需要进一步加强精细化管理，才能在这项“高频次”的业务落地中实现较高的接单率并保持较低的错误率，从而赢得拥有高净值客户的渠道如银行、证券公司和三方财富等机构的信赖。

(2) 服务信托的最佳落地场景就是“服务”所发生的现场，但对于在非标年代顺风顺水的信托公司而言，去寻找合适的合作伙伴和场景去落地这些业务，是一条没有走过的路线。但财富管理服务信托的市场空间又很大，老龄化带来的养老服务需求、离婚带来家庭结构的变化、还是习惯于预付款模式发展的洗车、理发行业，无论是子女教育、资金安全还是资产隔离，居民对于资金安全的需求进一步提升，中国的变化就是服务信托最大的立足之地。

图 30：1990-2022 我国离婚率变动情况



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

(3) 无论是上海信托还是浙金信托的案例中，信托公司都仅仅以服务商的角度出现，客户依然来源于商业银行。这对于中国的信托公司来说，是一个亟需改变的现实，那些因非标而来的高净值客户，在非标灭失后也纷纷离开信托公司，信托公司如果想在泛财富管理的业务中获得更多的市场份额并赚取更高的利润，自营客户的来源是最大的痛点。从这个角度看，这项

业务虽然有许多亮点，但它仅仅是信托公司涉足财富管理服务的开始，还需要信托公司和从业者开发更多有价值的模式和方法，才能让它更具内涵和生命力。

(4) 产品设计是服务信托未来最大的差异化竞争点，相比于银行理财、公募基金和券商资管被“高度统一”的产品设计，服务信托如果发挥其在产品设计特别是产品分配方式的灵活性，可以在更“卷”的资管赛道竞争中走出自己独特的路线。如果中国的信托公司可以结合老龄化的时代背景，专注于客户需求，在定期定额型年金信托、定期增额型年金信托等产品开发上有所作为，有望在金融大赛道中形成自己的差异化优势。

5.4. 站在 2023 年展望信托行业的未来

(1) 伴随着非标日渐稀缺，新业务的盈利能力尚不足以支撑利润增长，信托公司的盈利能力会在未来 1-2 年不断下滑，收入、利润和 ROE 持续走低；

(2) 各家信托公司在组织架构上进行全面的调整，过去以小团队为主的“类合伙人”制度，将会按照“新三分类”的框架进行重新划分，非标的痕迹在信托公司中会被抹去；

(3) 基于财富管理服务信托的创新会越来越多，“买方投顾”的概念借由信托 SPV 的特质会有进一步的发挥影响力；

(4) 信托公司如果希望发力资产管理业务，需要在团队建设和薪酬方案上有更多的变革，对于一些规模较小的信托公司，将部分投研能力外包给有赋能意愿的外部机构，可能是更具性价比的选择；

(5) 从监管侧看信托，“新三分类”后确实更加清晰，但三分类后信托业务呈现出三种完全不同特质，慈善信托和民政部门关系更直接，资产管理信托和证监会关系更密切，而其他服务信托与国家金融监督管理总局的管辖范围更近，如何处理好信托业务的复杂性，做好多部门的通力合作，让中国的信托行业回归本源，更好的发挥它在中国经济和金融转型过程中的关键作用，值得更多的思考与布局。

6. 券商资管：如何寻找差异化竞争优势？

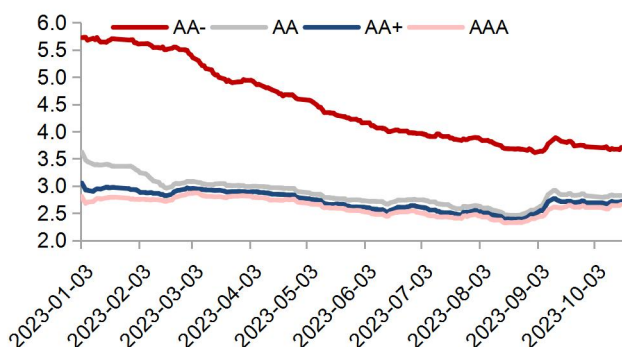
2023 年上半年，券商资管的各类产品表现整体回暖，在私募资管、大集合改造和公募产品三个方向上，券商资管的权益型产品都有一定的正收益，叠加债券型产品受益于政府一揽子化债计划的正面驱动，整体表现强于 2022 年。

6.1. 券商资管在上半年的积极表现背后，依然有三大隐忧值得关注

6.1.1. 债券型产品的收益来源于过于集中

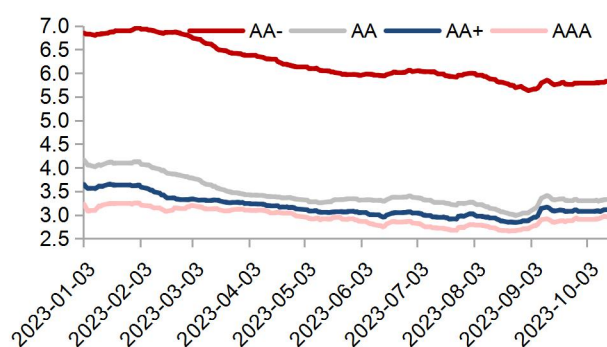
较多券商资管的债券型产品通过投资城投债获取了良好的收益，但伴随着城投债的风险释放，券商资管如何在更低的到期收益率下去帮助投资者创造收益，就变成了一个急需破解的难题，是通过组合投资的方式来实现更长周期的稳定回报，还是寻找新的、具有显著超额收益特征的资产？

图 31：2023 年以来 1 年期城投债收益率



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 32：2023 年以来 3 年期城投债收益率



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

6.1.2. 券商资管发展公募业务的优势到底在哪里？

截至 2023 年 6 月 30 日，已经有 13 家证券公司设立了自己的公募资管公司，而且越来越多的机构在同业的感召下，计划成立自己的公募资管公司，但相比于热闹的申请浪潮，券商资管如何打造自己的优势，在公募产品的大赛道中形成自己的战略优势，更值得证券公司思考。特别是伴随着中央政府一系列化债方案的持续推进，城投债的到期收益率快速下降，券商资管在固收类产品上陷入了“底层资产荒”，做固收还是做权益？又该如何构建自己的护城河？

在资管新规后，公募基金、银行理财、信托资管、券商资管乃至私募基金，不同赛道的监管规则就在不断对齐的过程中，规则拉直后意味着这个市场很难存在像非标一样“很能打”的产品，不同赛道的产品趋同化的特征愈发明显，对于投资经理乃至投研团队的能力要求自然在快速强化中。从东方红一战成名开始，业绩排名靠前的券商资管就陷入了持续的人员流失，成名的投资经理转战私募或公募，当新的投资团队发展到一定程度，继续从老东家挖角，这样的故事已经上演过多次。东方红作为公募权益型券商资管的极致，陷入了人员流失的困境。

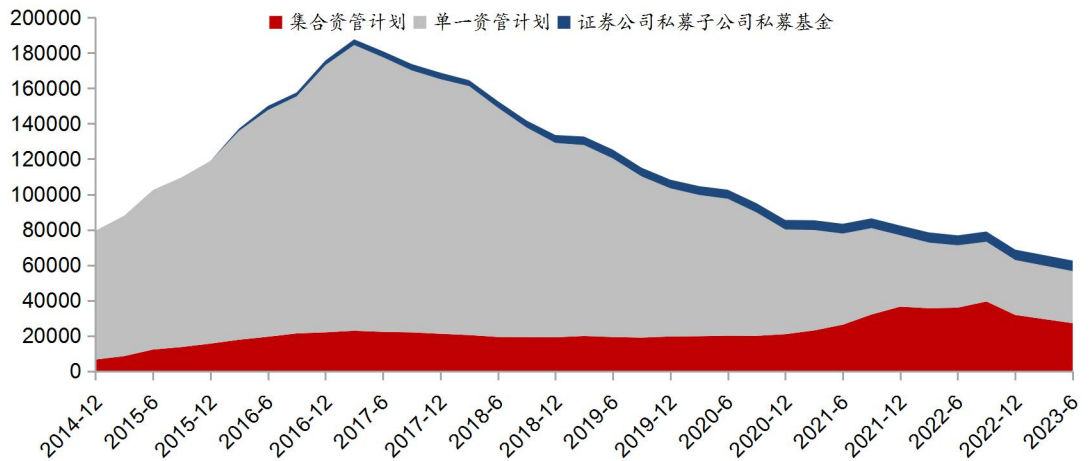
券商资管在固收端集中在城投债，虽然吃到了化债的红利，但下一阶段的投资方向在哪里？对于券商资管而言，尚未有整体破局的方案。相比于信托资管可以在产品设计上进行积极创新，相比于银行理财、公募基金的客群优势，券商资管在公募化、加强主动投资管理的路上，如何去寻找自己的差异化竞争优势，就成为决定未来成败的关键。而需要关注的是，券商资管的管理规模在 2017 年后步入规模持续下降的通道中，从 2022 年下半年开始，更是所有产品类型都出现了管理规模的回撤，不断下滑的规模对于券商资管的激励体系也进一步构成了冲击。

我们认为，在券商资管打造独创性优势方面，证券公司还是要发挥自己在投行、固收和研究等多方面的优势，以形成合力，亦或是形成体系化的服务模式，亦或是打造平台型的业务单元，让机构客户形成服务和路径依赖，才是证券公司发展资管业务的合理路径。

6.1.3. 证券公司应加强资管产品在直销渠道的渗透率

相比于商业银行的网点优势，证券公司的基层建设（营业部）依然处于较弱的态势，为了实现规模的快速扩张，券商资管会倾向于通过发行短周期产品、在商业银行代销端实现规模的快速增长。从经营性价比的角度看，这一选择无可厚非，但如果不能通过产品销售来实现高净值客户的培育，导致客群建设长期游离在证券公司的能力范围之外，当具有超额收益的产品优势不在时，代销端的客户也会因为黏性更差而快速流失。

图 33：券商私募资管规模（亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

从业务协作的角度看，资产管理和财富管理对于证券公司应该是“双轮驱动、相辅相成”的格局，以优秀的产品推动财富管理业务的发展，通过客群的塑造增强用户黏性以维系资产管理规模的稳定，只有这样才能持续降低获客成本、推动业务平稳快速增长。

值得关注的是，不仅券商资管倾向于通过代销扩张规模，事实上证券公司的财富管理部门也更倾向于通过代销外部机构的产品获取更多的对价，一方面说明证券公司内部不同业务条线由于天然的管理边界问题导致合作较少，证券公司缺乏统一战略下的相互合作，在短期内无法形成足够的业务合力；另一方面也说明证券公司发展财富管理的过程中，还是更加依赖于具有爆款特征的产品来实现客户扩展，缺乏自有品牌和资产配置理念的渗透。

6.2. 上半年券商资管数据回顾

6.2.1. 私募资管：整体表现回暖，债券型产品继续占优

2023 年上半年，私募集合资管计划除混合型外，其余类型产品收益率中位数回正，整体表现回暖。根据 Wind 统计显示，剔除 2023 年上半年新成立的以及没有更新净值数据的产品后，截至 2023 年 6 月末，2580 只券商私募资管集合理财产品收益率中位数 3.12%；分类别看，除混合型产品上半年收益率中位数为负以外，其余类型集合资管计划均实现正收益，其中债券型产品表现继续占优，收益率中位数 3.47%。券商私募资管产品数量方面，债券型、混合型型和 FOF 产品依然保持主要地位，产品数量合计占比达 93.6%，其中债券型集合资管计划数量占比更是达到 65.5%。

表 11：2023H1 券商集合理财产品数量（只）及收益情况（%）

序号	投资类型	纳入统计产品数量	收益率中位数
1	债券型	1689	3.47%
2	股票型	113	3.32%
3	另类投资	18	3.19%
4	FOF	313	1.05%
5	国际(QDII)	10	0.11%
6	货币市场型	24	0.00%
7	混合型	413	-0.49%
	合计	2580	3.12%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从上半年收益排名前 30 的产品来看，排名靠前的优秀私募产品管理人基本为头部券商，且绝大部分集中在含权益类的股票型产品、混合型产品中。债券型产品中，申港证券、中泰证券的多只产品上半年产品净值增长超过 10%。

6.2.2. 大集合改造：股票型改造产品数量有待进一步突破

券商大集合改造产品仍然以债券型、混合型为主，总体规模较小。Wind 统计显示，在剔除 2023 年上半年新成立的以及没有更新净值的产品后，截至 2023 年 6 月末，纳入统计的 43 家券商管理的 193 只券商大集合产品上半年收益率中位数为 1.37%，产品数量占比近一半的债券型产品上半年收益率中位数为 2.4%。

分产品类型来看，债券型产品方面，纳入统计的产品上半年收益排行前 10 中，华安证券资管产品占据其中 5 只，上半年收益率均超过 4%。混合型产品方面，纳入统计的 53 只产品中有 20 只取得正收益，排名前 5 的产品上半年收益均超 5%，其余券商大集合改造产品为负收益。

表 12：2023H1 券商大集合改造产品数量（只）及收益情况（%）

序号	投资类型	纳入统计产品数量	收益率中位数
1	股票型基金	5	5.98%
2	另类投资基金	1	3.23%
3	债券型基金	92	2.40%
4	货币市场型基金	35	0.62%
5	FOF 基金	5	-0.90%
6	混合型基金	53	-3.92%
7	国际(QDII)基金	2	-6.90%
	合计	193	1.37%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：A、C 份额合并计算产品数量

大集合产品公募化改造，公募牌照为“卡脖子”关键，三年改造期满未取得公募牌照的，其改造产品面临向监管申请延长存续期、产品清算、将产品管理人更换为其控股、参股的基金管理公司三种选择。截至 2023 年 6 月底前，由于监管暂未批复新的公募牌照申请（2023 年 7 月 28 日，招商证券的全资子公司招商资管获得证监会公募基金管理业务资格批复，为 2022 年 6 月《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》新规实施后首家获批券商资管机构，同时为 2020 年国泰君安证券资管后首次新增券商资管获批公募业务资格），而自 2022 年下半年至今，陆续有改造产品三年期满，绝大部分头部券商选择向监管申请延长一年存续期，也有少部分券商因产品规模小濒临公募基金清盘线标准选择清算，预计 2023 年下半年大集合产品规模扩容继续受到影响。

6.2.3. 公募产品：债券型基金继续稳健发力

11 家持牌机构的整体产品表现仍然呈现债强股弱特征。根据 Wind 数据披露的 11 家（除北京高华证券和 7 月取得公募基金业务管理资格的招商资管外）持牌券商资管公募基金数据统计，截至 2023 年 6 月末，356 只券商公募基金收益率中位数 1.53%。产品数量方面，券商公募基金仍然以债券型和混合型为主，合计产品数量占比达 80%。分类别看，除 FOF 基金上半年收益率中位数为负以外，其余类型均实现正收益，其中债券型基金表现占优，收益率中位数 1.97%。

表 13：2023 年上半年持牌券商管理的公募产品数量（只）及收益情况（%）

序号	投资类型	纳入统计产品数量	收益率中位数
1	债券型基金	136	1.97%
2	REITs	4	1.18%
3	股票型基金	31	0.97%
4	货币市场型基金	14	0.89%
5	混合型基金	150	0.04%
6	FOF 基金	21	-0.96%
	合计	356	1.53%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

7. 场外衍生品：莫愁前路无知己，天下谁人不识君

相较于过去 3 年，雪球产品在发行端的火热，2023 年上半年雪球产品的发行日趋清淡，除了“早利型”产品还有一定的发行规模外，传统形态的产品在财富管理市场上趋于式微。发行端的冷清，是雪球产品票息率大幅下降导致的结果，当投资者在承担极端情况下行损失的情况下，只能拿到不高于 8% 的票息利率，雪球产品的性价比不断下滑。

雪球产品的报价下滑，是其“高抛低吸”的底层操作逻辑对于市场作用的必然结果，特别是越来越多的财富管理资金流入这条赛道时，雪球产品的操作也在熨平对应标的的指数的波动率。通过数据观察可以看到，中证 500 指数和中证 1000 指数波动率自 2022 年 6 月的 24.84% 和 28.83% 下降到 2023 年 6 月的 12.62% 和 14.17%，更低的波动率使得雪球产品通过“高抛低吸”获利的难度日益提升，票息率下降也在预期之中。

雪球产品票息率的下降，是金融产品“反身性”的直接体现，高票息引发资金涌入，越来越多的雪球产品熨平了市场波动，最后导致雪球产品的票息率回归市场的均值。在资管新规后的几年时间里，从以大盘蓝筹股为风格的公募基金到雪球产品，这样的故事在中国金融产品市场上反复上演，这也提示我们在资管新规后的金融产品赛道，获取稳定超额收益的难度愈发提升，把单一产品或单一品类作为杀手锏，从而在财富管理市场中大杀四方的简单逻辑已经不复存在，大类资产配置的重要性进一步提升。

伴随着票息率的下降，雪球产品的关注度有所下降，但雪球产品天然具备的“反脆弱”属性，在过去几年的时间里已经得到了来自财富管理市场的认可，以雪球为代表的场外衍生品，其特殊性和重要性得到了越来越多投资者的关注。场外衍生品市场因雪球产品而兴起，绝不会因为雪球产品定价的下滑而消亡。站在财富管理需求的角度看，即便雪球产品淡出投资者的视野，也会有其他场外衍生品出现在金融产品赛道中，成为财富管理市场中新的组成部分。

资管新规后，伴随着各个金融产品赛道超额收益的回落，金融产品的工具属性也愈发强烈，“一招鲜吃遍天”的局面难以维系。通过大类资产配置降低资产组合的波动，是财富管理走向成熟的必经之路，而在这个过程中，中国金融产品的创设也必须要尽快丰富起来，为资产配置提供更多可以选择的“原材料”，才能实现金融变革的终极目标。从这个视角看，我们对于中国场外衍生品市场的长期发展抱有更多乐观的态势，即便没有了以宽基指数为标的的雪球产品，也会在行业指数的基础上发展出新的雪球产品，伴随着产品思路的进一步打开，也会有其他类似雪球、但分配形式更为灵活多样的场外衍生品出现，成为金融产品体系中重要的一个环节。

如果我们对比成熟金融体的数据，可以看到目前 A 股场外衍生品存量规模依然有较大的发展空间，截至 2022 年 12 月 31 日，我国证券公司场外衍生品存量规模占 A 股总市值比例在 2.4% 左右，与美国等成熟市场差距较大。基金业协会于 2023 年 4 月 28 日发布了《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》，针对雪球产品的募集、投资和运作提出了更为严格的要求，

这是监管部门对于雪球产品在财富管理机构销售乱象的积极回应，也是雪球产品之于中国金融市场愈发重要的一个侧面写照。《运作指引》并不是针对以雪球为代表场外衍生品的“一棍子打死”，而恰恰起到了正本清源的作用。我们相信，在排除制度套利、募集乱象等一系列问题后，中国的场外衍生品市场将会拥有更大的成长空间。

8. 风险提示

本报告基于历史公开数据的分析，存在失效风险，不代表对金融产品未来情况的预测，不构成投资建议。本报告所提及的金融产品仅供分析使用，不代表推荐。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。