

2024年03月19日

证券研究报告 | 政策点评报告

# 明确高质量发展，打造一流投资机构

## 《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》点评

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：王骅

分析师登记编码：S0890522090001

电话：021-20321067

邮箱：wanghua@cnhbstock.com

研究助理：冯思诗

邮箱：fengsishi@cnhbstock.com

研究助理：宋逸菲

邮箱：songyifei@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

### 投资要点

④事件：2024年3月15日，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》（以下简称《意见》），鉴于目前证券基金机构经营理念有偏差、功能发挥不充分、治理水平待强化、合规意识和水平不高等问题仍较为突出，制定本《意见》以促进一流投资银行和投资机构的形成。本文针对《意见》对公募基金行业的指引做出解读。

④总体要求：“力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。”我们认为，投资最终要解决的问题是，如何让客户获益且可持续，如何持续增加社会的效益。坚持投资与研究的互为一体，坚持团队智慧相传与合力，坚持产品与服务的守正创新，或可作为建设一流优质投资机构的具象表达。

④校正行业机构定位，督促实现高质量发展：根据《意见》的要求，“行业机构要形成适合各类投资者需求的多样化金融产品和服务体系，落实好科技、绿色、普惠、养老、数字金融等“五篇大文章”的战略布局。”公募基金可在产品创设、投研建设、服务模式等方面围绕“五篇大文章”进行展业。

④促进行业功能发挥：公募基金应充分发挥在研究和定价上的专业性，响应监管的要求，积极进行逆周期产品布局，保证投资行为稳定性，并引导投资者长期投资、理性投资；对于以公募基金为代表的金融机构而言，在“买方模式”已经成为行业共识的背景下，金融机构不光是产品的提供者和销售者，更应该是投资者的服务者。投资者需求是前提，而基金公司“平台型、团队制、一体化、多策略”的投研体系建设是保障投资者需求得以解决和满足的关键，长期陪伴则是维系投资者关系的保障；统筹开放与安全，坚持“引进来”和“走出去”并重，当前“基金互认”、“ETF互挂”、“跨境理财通”等跨境互联互通业务有序推进，凭借各种业务模式的优势，共同促进高水平对外开放的制度建设。

④风险提示：本文仅对《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》进行解读，可能与后续正式稿有所出入，具体内容则参见监管官方文件；本文仅对公开披露信息进行统计分析，报告中所载任何建议、意见、推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，不作为投资意见。

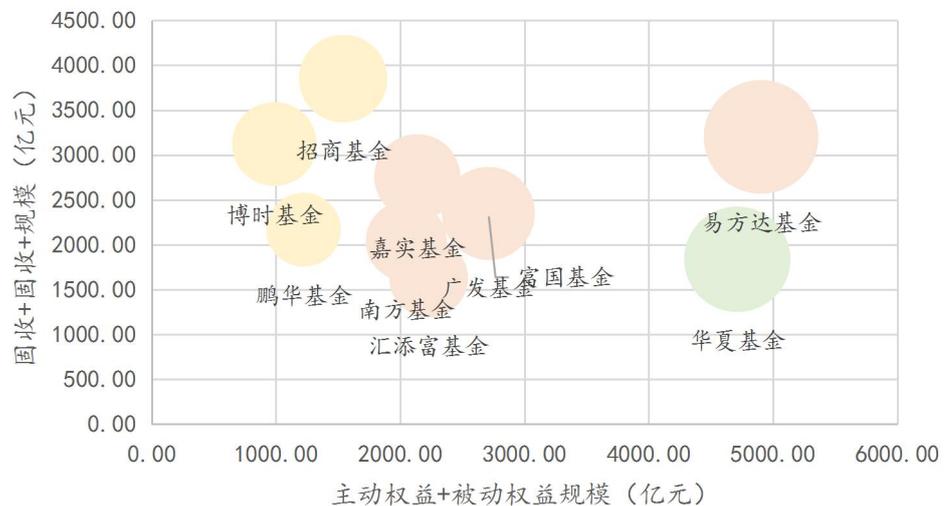
**事件：**2024年3月15日，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》（以下简称《意见》），鉴于目前证券投资基金经营理念有偏差、功能发挥不充分、治理水平待强化、合规意识和水平不高等问题仍较为突出，制定本《意见》以促进一流投资银行和投资机构的形成。本文针对《意见》对公募基金行业的指引做出解读。

## 1. 总体要求

《意见》指出，“力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构，力争在战略能力、专业水平、公司治理、合规风控、人才队伍、行业文化等方面居于国际前列。”

从1998年第一家公募基金成立起，公募行业从“老十家”逐步发展到百家争鸣，行业扩张与集中并行。近10年头部基金管理人集中度保持稳定，规模排名前10的管理人市场占比始终稳定在40%-50%，呈现一定的马太效应。从产品线布局 and 战略定位来看，截至2023/12/31规模排名前10的公募基金的发展模式各异，包括易方达、广发等平台型公司，华夏为代表的指数大厂，招商、鹏华等固收大厂，曾经规模跻身前十的兴全、中欧则以主动权益为亮点。诚然，管理规模一定程度体现了这些头部投资机构过往的投资管理能力、客户服务能力以及风险管理能力，但即便是目前头部的投资机构，依然存在一些问题。我们认为，投资最终要解决的问题是，如何让客户获益且可持续，如何持续增加社会的效益。坚持投资与研究的互为一体，坚持团队智慧相传与合力，坚持产品与服务的守正创新，或可作为建设一流优质投资机构的具象表达。

图1：规模前10公募基金固收与权益产品规模分布



资料来源：Wind，华宝基金研究创新部

注：红色指平台型公司，绿色指指数大厂，黄色指固收大厂；规模数据截至2023/12/31

## 2. 校正行业机构定位，督促实现高质量发展

根据《意见》的要求，行业机构要形成适合各类投资者需求的多样化金融产品和服务体系，落实好科技、绿色、普惠、养老、数字金融等“五篇大文章”的战略布局。

2023年中央金融工作会议，明确了“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数

字金融五篇大文章”。科技金融是指推动科技创新和产业发展深度融合，近年来的公募基金产品创设中，越来越多投向信息技术、人工智能、生物技术、新材料和新设备的主被动产品被发行，引导更多资源集聚到战略性新兴产业中的优秀和潜力企业中去。在绿色金融方面，公募基金正在持续完善 ESG 评价体系、建设 ESG 数据平台、并开发符合绿色发展方向的基金产品。在普惠金融、养老金融方面，公募基金可以通过构建类别齐全、策略丰富、风格清晰的产品体系，进一步为各类养老金提供适配的投资工具，并大力发展第三支柱个人养老金业务、推动投顾投教服务，形成符合投资者需求的财富管理解决方案。在数字金融方面，进一步强化数智化赋能，深化运用互联网、大数据、人工智能、区块链等科技手段，持续优化服务模式、提升服务效能，或是公募基金作为服务行业的后续发力方向。

### 3. 促进行业功能发挥

#### 3.1. 保持投资的稳定性，发挥维护市场稳定健康运行主力军的作用

为促进行业长期健康良性发展，金融机构也应确立稳定的投资风格与适当的逆周期布局。2023 年下半年以来，受国内外经济环境等多重因素影响，A 股表现不达预期，为提振市场信心，证监会在 2023 年 8 月便提出“建立公募基金管理人‘逆周期布局’激励约束机制，减少顺周期共振”；2024 年 1 月，证监会再次表示“将继续支持行业机构逆市布局，并将研究制定‘逆周期布局’激励约束机制”。本次《意见》，则又一次强调了“强化逆周期布局，强化投资行为稳定性”，由此可见监管对于逆周期布局和投资稳定性的重视。在过去卖方思维主导的销售模式导向下，公募基金的发行和产品线布局更多呈现出“顺周期”特征，机构习惯性“追涨杀跌”，导致市场往往在高位时积蓄的过多资金，在低位时又缺乏资金支持，不仅使得投资者难以获得较好的投资体验与预期的收益，也使得资本市场资金分布呈现不均匀的状况，从长期来看不利于市场健康发展。公募基金产品线和投资行为的“逆周期布局”，更强调金融机构从长期视角和投资者的投资体验出发，并加强了公募基金与投资者利益的一致性以及公募基金作为维护市场稳定性和健康运行的重要角色。除此之外，当前市场的公募基金为了在短期内取得可观的业绩，会出现风格漂移现象。按照《意见》中对于投资行为稳定性的要求，基金公司需要创设更多风格和策略稳定的主被动产品，并且配套相应的约束和考核机制，避免基金经理在实际投资中因为短期业绩诉求导致风格漂移。

整体而言，在本次《意见》的指引下，公募基金应充分发挥在研究和定价上的专业性，响应监管的要求，积极进行逆周期产品布局，保证投资行为稳定性，并引导投资者长期投资、理性投资。

#### 3.2. 促进提高专业能力

《意见》指出，投资机构应摒弃明星基金经理现象，强化“平台型、团队制、一体化、多策略”投研体系建设；服务实体经济与居民财富管理，强化投资者服务能力建设，提升服务的适配性。

在传统“卖方模式”下，基金公司为了提升产品的销量，会不断挖掘产品亮点，通过产品新发、明星基金经理等营销方式吸引投资者的眼球，明星基金则是营销成本较低、理解门槛较低的宣传方式，而这种追逐市场阶段性热点、忽略投资者实际需求、盲目扩大管理规模的方式势必给基民带来较大的伤害。

在公募基金高质量发展的当下，“平台型、团队制、一体化、多策略”给出了一条行之有效的发展路径。“平台型”和“团队制”意味着拓宽管理半径，“多策略”则提供多样化的产品工具箱，可成为买方投顾发展的土壤。当前，“平台型”和“团队制”在固收+产品中广泛运用，多组搭档凭借其在各自领域的深入研究和默契的配合彼此成就；在权益型基金中，部分基金公司也开始探索这种模式，弱化单一基金经理，由能力风格不一的基金经理形成团队共同管理基金产品，发挥各个基金经理在细分领域的能力优势。

对于以公募基金为代表的金融机构而言，在“买方模式”已经成为行业共识的背景下，金融机构不光是产品的提供者和销售者，更应该是投资者的服务者。投资者需求是前提，客户需求的持续挖掘和跟踪是业务开展的第一步，而基金公司“平台型、团队制、一体化、多策略”的投研体系建设是保障投资者需求得以解决和满足的关键，长期陪伴则是维系投资者关系的保障。

### 3.3. 提升服务中长期资金能力:积极配合引导长期资金入市，维护资本市场良好的资金结构

为打造长期稳定的资本市场，对于中长期资金的培育和引入必不可少。近年来，我国监管部门为优化资本市场资金结构也在持续推出各项政策。例如，2022年《关于推动个人养老金发展的意见》和《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》的发布，标志着我国个人养老金制度的落地与完善，个人养老金制度的全面推行，有望为公募基金市场带来一定的增量资金和稳定资本。再如，2023年12月6日，财政部联合人力资源社会保障部起草了《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》，明确全国社保基金可以投资于包含公募REITs在内的公开募集证券投资基金，规定REITs与股票等权益类金融产品的合计比例不得高于40%，进一步丰富了社保基金的可投资范围和投资灵活性。从考核机制上而言，2023年10月底，财政部下发《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，监管部门强调保险资金的“长周期考核”，助力长期资金提升对资本市场短期波动的容忍度，提升资本市场资金的稳定性。

根据国家金融监督管理总局公布信息，2023年保险资金运用余额27.67万亿元，较年初增长10.46%，保险资金运用余额高速扩张。尽管我国中长期资金入市情况有所改善，但与境外成熟金融体系相比，比例仍有较大提升空间，资本市场结构有待优化。为吸引养老、社保等中长期资金的入市，除了监管层面的政策支持外，公募机构的产品创新、专业投资管理人才队伍的培养、投顾类服务的配套，都将在一定程度上提升长期资金入市的积极性。

### 3.4. 助力推进高水平开放

统筹开放与安全，坚持“引进来”和“走出去”并重，有序推进“基金互认”、“ETF互挂”、“跨境理财通”等跨境互联互通业务试点，研究探索推进跨境经纪业务试点。

跨境互联互通业务为海内外投资者提供了一个投资两地市场的机会，境外投资者可精细化布局内地宽基与细分赛道而内地投资者可丰富其跨境资产配置工具，因此该业务有助于吸引境内外中长期资金入市，推动资本市场活跃开放。在“基金互认”方面，目前共存续117只香港互认基金，《香港互认基金管理暂行规定》中明确约定香港互认基金不以内地市场为主要投资方向，给内地投资者提供更多泛亚太市场乃至欧美市场的投资选择。在跨境基金方面，互挂投资

下的 ETF 主要投资于另一基金公司管理的 ETF 产品，通过投资于标的 ETF 实现对标的指数的紧密跟踪，当前已有沪（深）港、中日、中新互挂，通过互挂的投资方式，可以减少成份股跨多个市场、时区和货币的不便，降低投资成本、提升投资效率，同时由于标的 ETF 可提供流动性，产品受个股停牌等公司行为影响较小。陆港互联互通方面，“跨境理财通”则为粤港澳大湾区居民提供更加丰富多元的理财选择，进一步打开多元资产配置的空间。

表 1. 泛互通形式梳理

形式种类		制度安排	覆盖市场与产品形式
跨境基金	非互挂形式	QDII、QFII 制度	全球多地股票型、混合型、债券型 QDII 基金
	互挂形式		已有沪（深）港、中日、中新互挂，多以 ETF 链接基金的形式
陆港互联互通		沪港通、深港通、债券通、跨境理财通	陆股通 ETF、港股通 ETF；债券；跨境理财通中包括 R1-R4 级的理财产品
互认基金		香港互认基金相关法规文件：如《香港互认基金管理暂行规定》	泛亚太市场乃至欧美市场公募基金

资料来源：Wind, 上交所, 深交所, 港交所, 华宝证券研究创新部

## 4. 风险提示

本文仅对《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》进行解读，可能与后续正式稿有所出入，具体内容则参见监管官方文件；本文仅对公开披露信息进行统计分析，报告中所载任何建议、意见、推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，不作为投资意见。

### 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，本报告清晰准确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。