

公募基金的工具化、平台化与解决方案化 ——机构立体博弈系列之三

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

- 伴随我国社会经济蓬勃发展和居民财富不断积累，公募基金经过26年发展，已成为资本市场最大专业机构投资者之一，管理规模超过30万亿元。过去我国公募基金发展离不开权益市场牛市，如2019-2021年“茅指数”“宁指数”推动一批投资经理因管理规模迅速扩张而拥有较大市场影响力。但随着市场风格快速轮动，专注特定板块或风格（包括成长/价值/大盘/中小盘）的基金经理难以适应，最终导致影响力逐步减弱。与此同时，公募基金规模仍然高歌猛进，期间表现出结构化特点（如红利、短债产品扩张），这对下一步公募基金机构扩张提供了经验，具体体现在：
- **工具化：**公募基金行业中的被动指数化投资发展迅速，ETF和指数联接基金持续扩张，一方面来自投资理念进化，尤其是随着市场有效程度提升，超额收益挖掘愈发困难，另一方面随着投资者对成本敏感度增加，越来越多个人和机构投资者倾向于选择低成本的被动型基金。同时，富有创新意识的基金公司加大相关指数产品的研发，补全指数产品谱系，如除了传统宽基指数基金，还有更多行业类、Smart Beta类等也被挖掘，这些产品具有较高的流动性和透明度，适宜匹配各种投资策略。
- **平台化：**公募基金持续加强涵盖主动权益、固定收益、被动投资、绝对收益、海外投资、ABS/REITs、商品与期货期权衍生品等在内的多资产多策略研究能力；具体体现在在打造底层资产清晰、风格稳定、业绩持续、布局全面的产品线基础上，积极发展FOF/MOM业务，持续大类资产配置能力；以此为基础，构建“Beta工厂”，包括积极推动组织架构创新，加快推进投研信息化建设，优化完善投研流程，构建并强化投资管理能力。
- **解决方案化：**这体现以客户为中心，在传递正确投资观基础上，挖掘客户真实的投资目标和风险意愿；在此过程中，加强对客户的精细化管理，深刻把握老龄人口、中产阶级、Z时代等不同客群多元化的理财需求和差异化的理财习惯，依靠高效和智能销售体系，打造标准化、体系化的销售服务能力，最终落地定制化、系统化的需求解决方案，将投资与顾问相结合，实现财富管理与资产管理的殊途同归。公募基金与“金主”银行理财、保险资管、信托等互动竞合愈发精彩。
- **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。

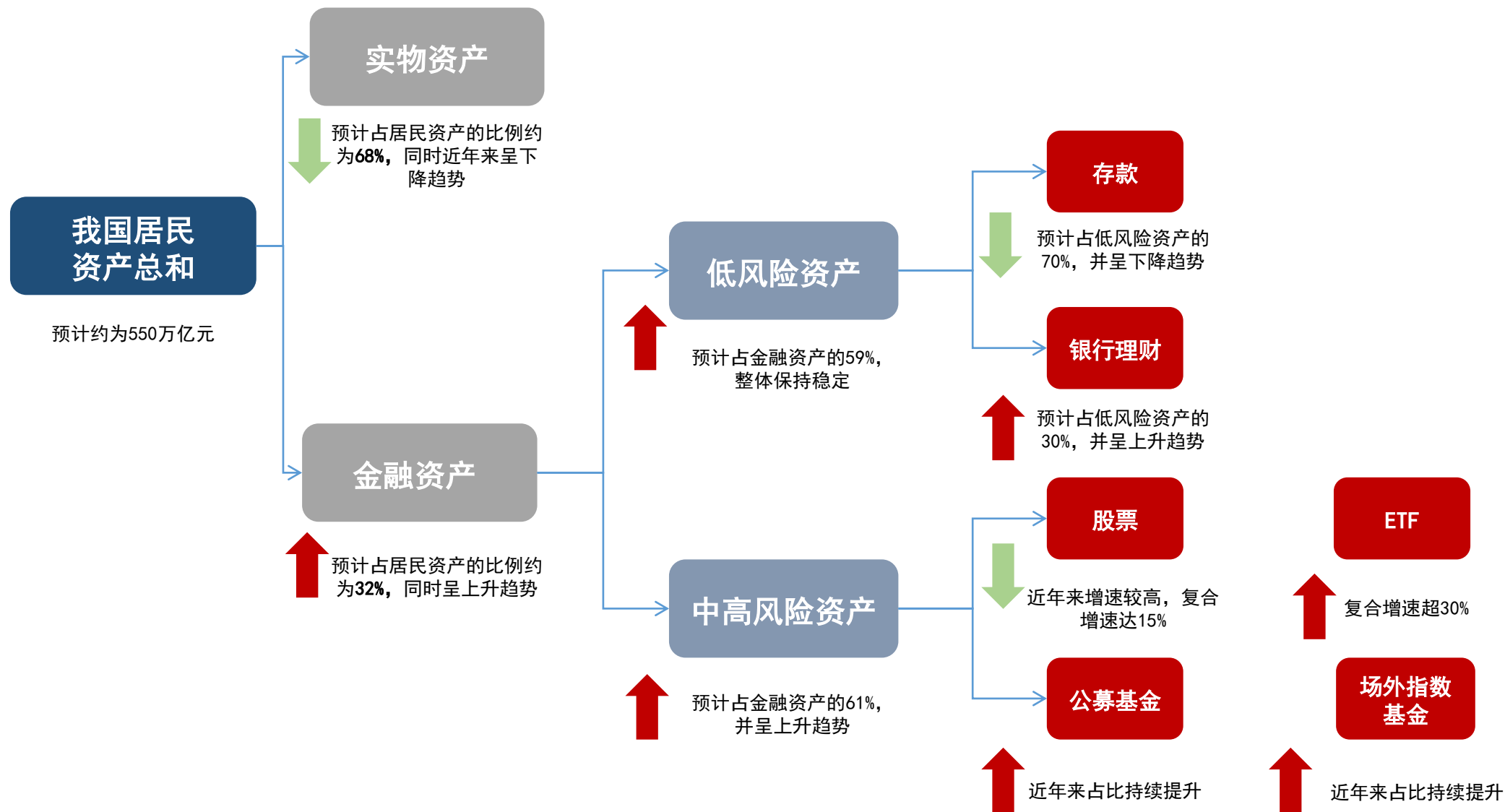
【 01 】 格局篇：资管地位

【 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

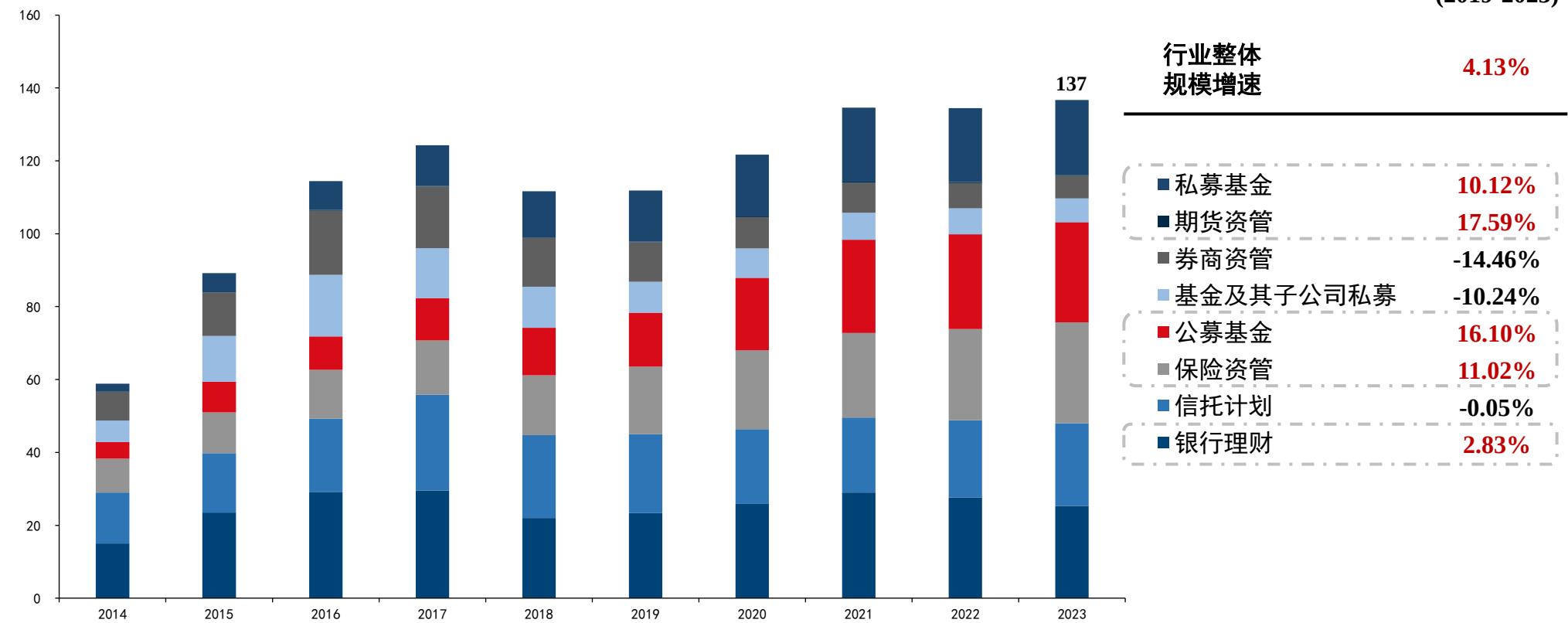


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

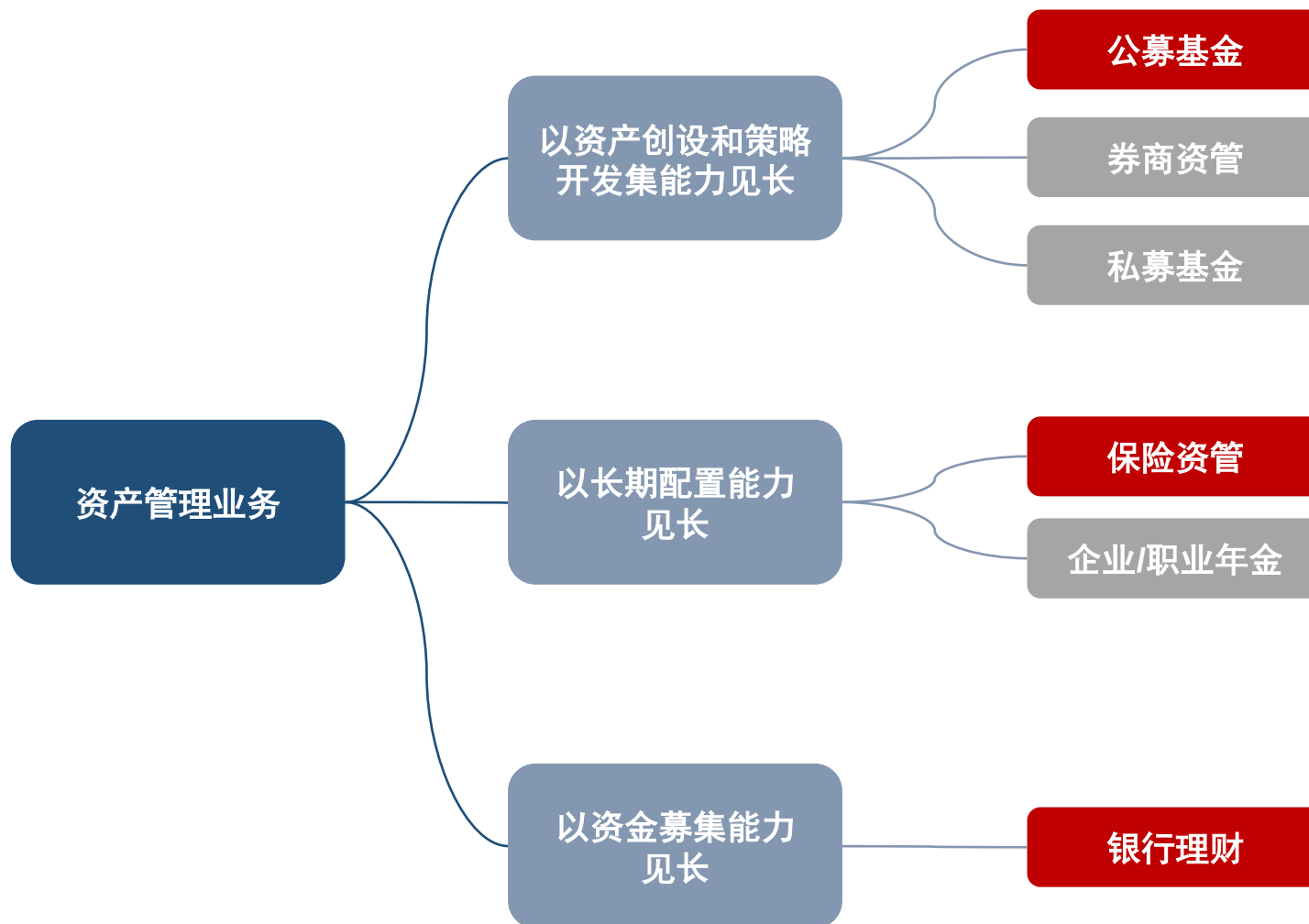
➤ 净值化转型有序推进，行业整体规模企稳回升，行业结构发生显著变化。

图：资产管理行业整体规模变动情况（万亿元）

CAGR
(2019-2023)



资料来源：iFind，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2024年6月末，资管行业规模约140.39万亿元，其中公募基金规模为29.26万亿元，位居行业第一位，创历史新高，较2023年末增加近2万亿元，增长7.3%；保险资管以27.67万亿元，位居第二位；银行理财以26.80万亿元，位居第三位。

图：我国资管行业规模构成



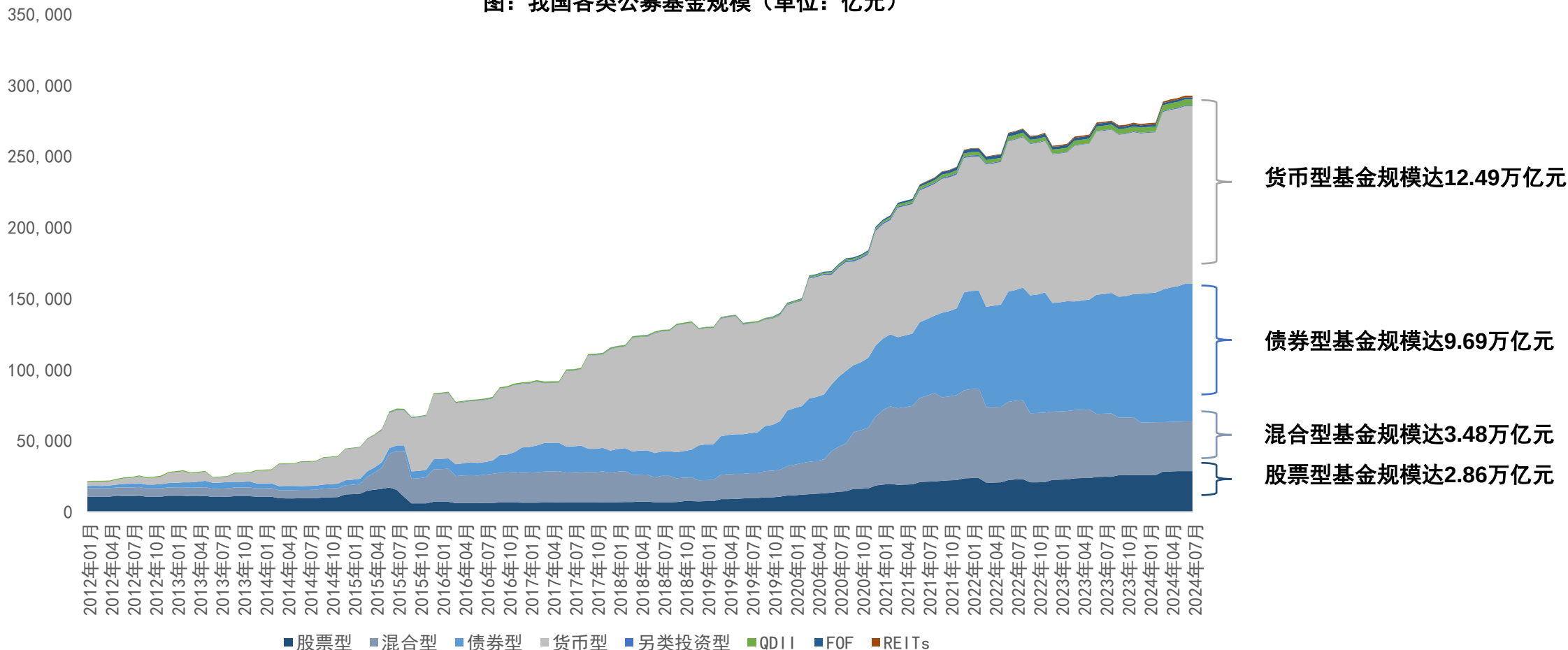
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：公募基金规模根据最新规模统计，数据截至2024-06-30；银行理财规模根据中理财网理财市场报告统计，数据截至2023-12-31；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2023-12-31；信托产品规模根据信托业协会公布统计，数据截至 2023-12-31 ；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 2024-05-31。

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2024年7月5日，两者规模分别为12.49万亿元及9.69万亿元，分别占总规模的43%及33%；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2024年7月5日，规模约为3.48万亿元，较2023年11月下降14%。

图：我国各类公募基金规模（单位：亿元）

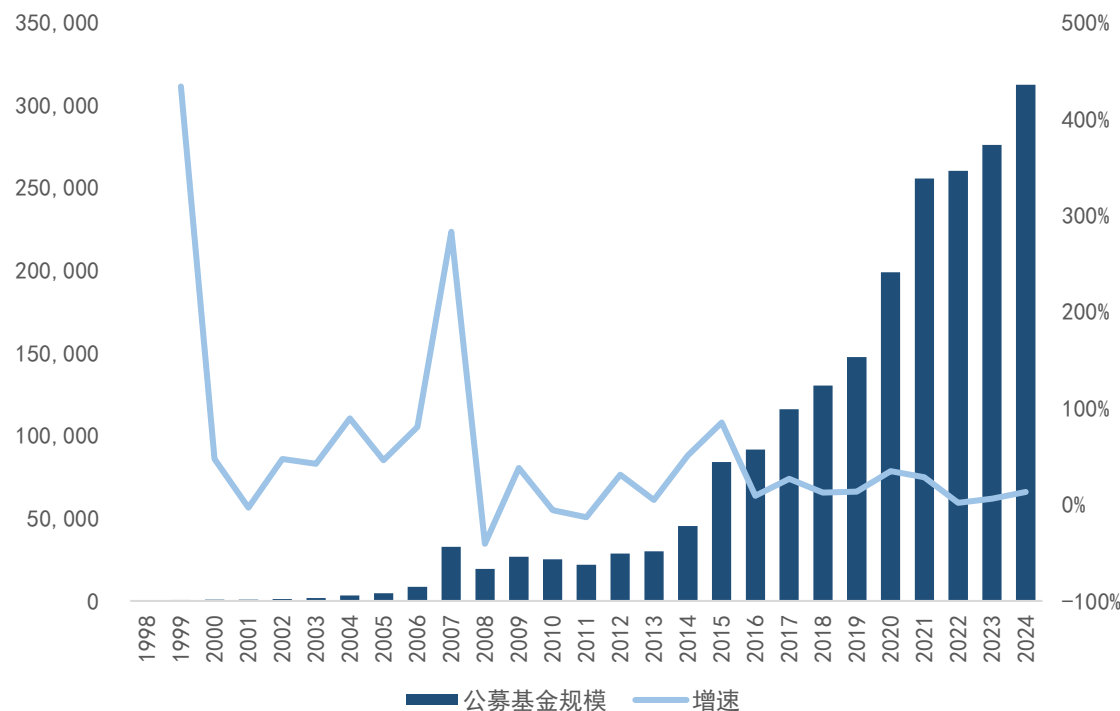


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当前我国公募基金规模超30万亿元

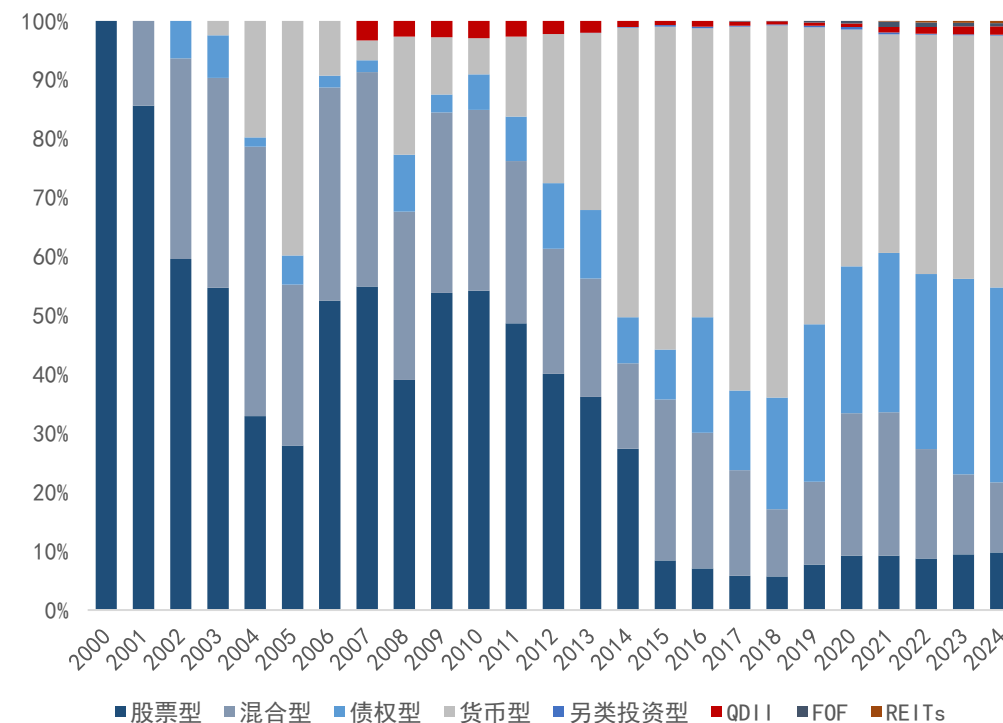
- 自1998年第一只公募基金发行以来，公募基金行业已历经25年的演进。随着行业的发展成熟，行业规模、份额、基金数量、产品形式等均迎来显著增量。
- 截至2024年5月末，我国公募基金行业管理人数量达162家，基金规模达31.24万亿元，对应基金数量11941只。2014年以来，基金规模实现复合增速21.3%

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

图：2000-2024年各类基金规模占比（单位：%）

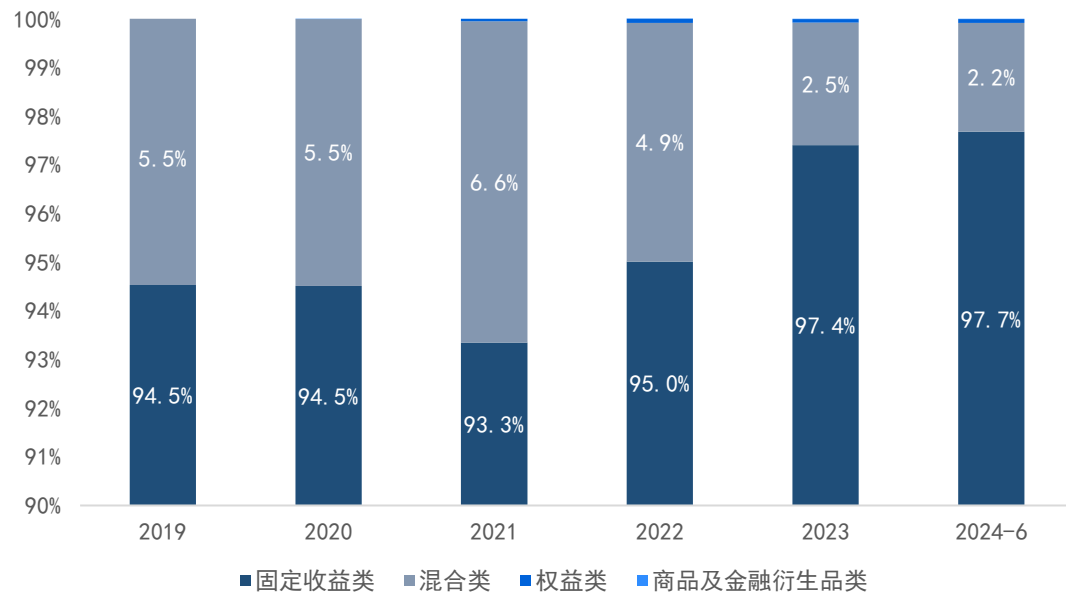


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募vs理财：产品形式更多元

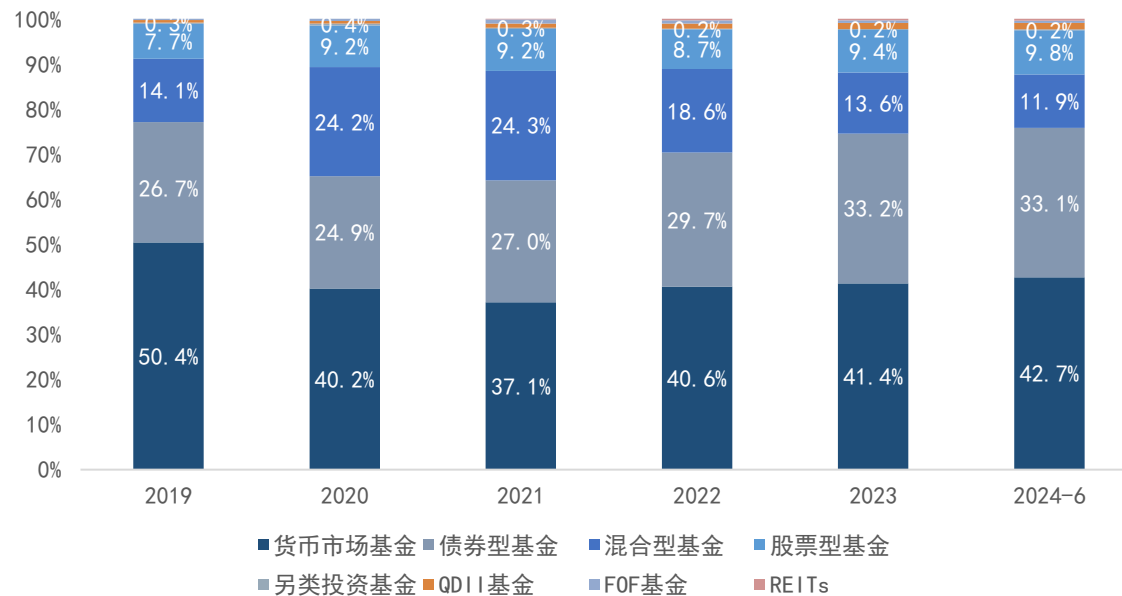
- 银行理财产品主要以固定收益类产品为主。截至2024年6月末，银行理财产品中固定收益类产品占比为97.7%，混合类占比为2.2%，权益类和商品及金融衍生品类占比均不足0.1%。数据进一步显示，从2021至今，固定收益类产品份额不断增加。
- 与银行理财相比，公募基金的产品形式多样化。公募基金主要以货币市场基金、债券型基金、混合型基金及股票型基金为主，还包括另类投资基金、QDII基金及REITs等。截至2024年6月末，公募基金中货币市场基金占比为42.7%，债券型基金、混合型基金、股票型基金占比分别为33.1%、11.9%、9.8%，其余另类投资基金等其他类型合计占比为2.5%。

图：银行理财投资性质规模分布情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金投资性质规模分布情况

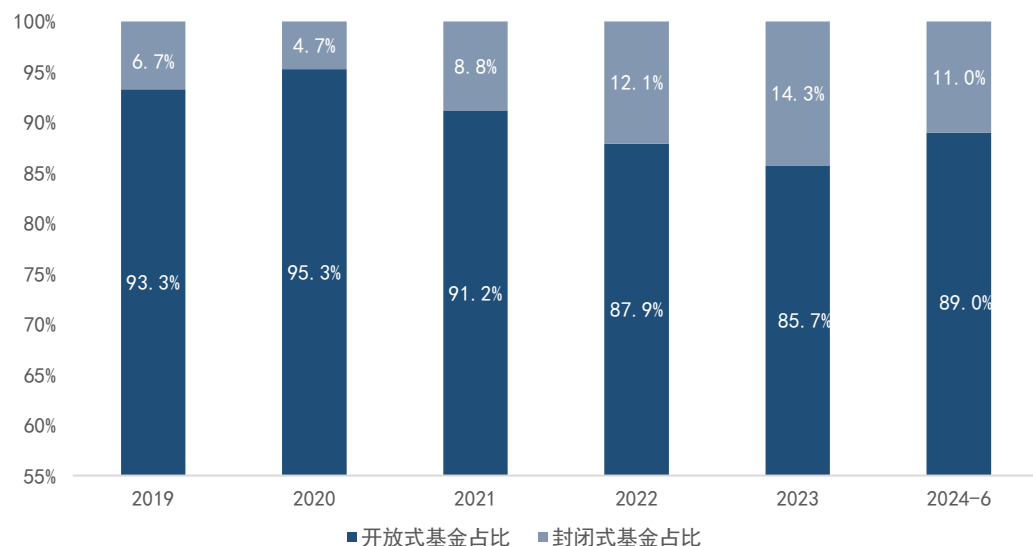


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募vs理财：开放式产品为主，流动性更好

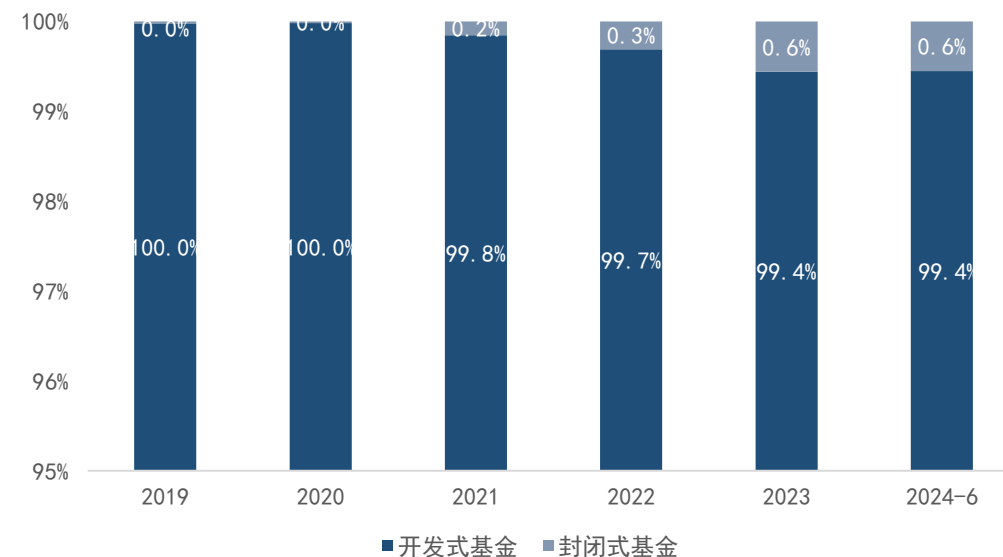
- 银行理财封闭式产品份额较高。截至2024年6月末，银行理财开放式产品规模占比为88.97%，封闭式产品规模占比为11.03%；2019年至今，银行理财的开放式产品规模占比均保持在85%以上，相对公募基金而言，封闭式产品所占比例较高。
- 与银行理财相比，公募基金主要以开放式产品为主。据Wind数据显示，截至2024年6月末，公募基金开放式产品规模占比为99.45%，封闭式产品规模占比为0.55%；2019年至今，公募基金的开放式产品规模占比均超过99%，公募基金的产品几乎全部采用开放式模式。

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

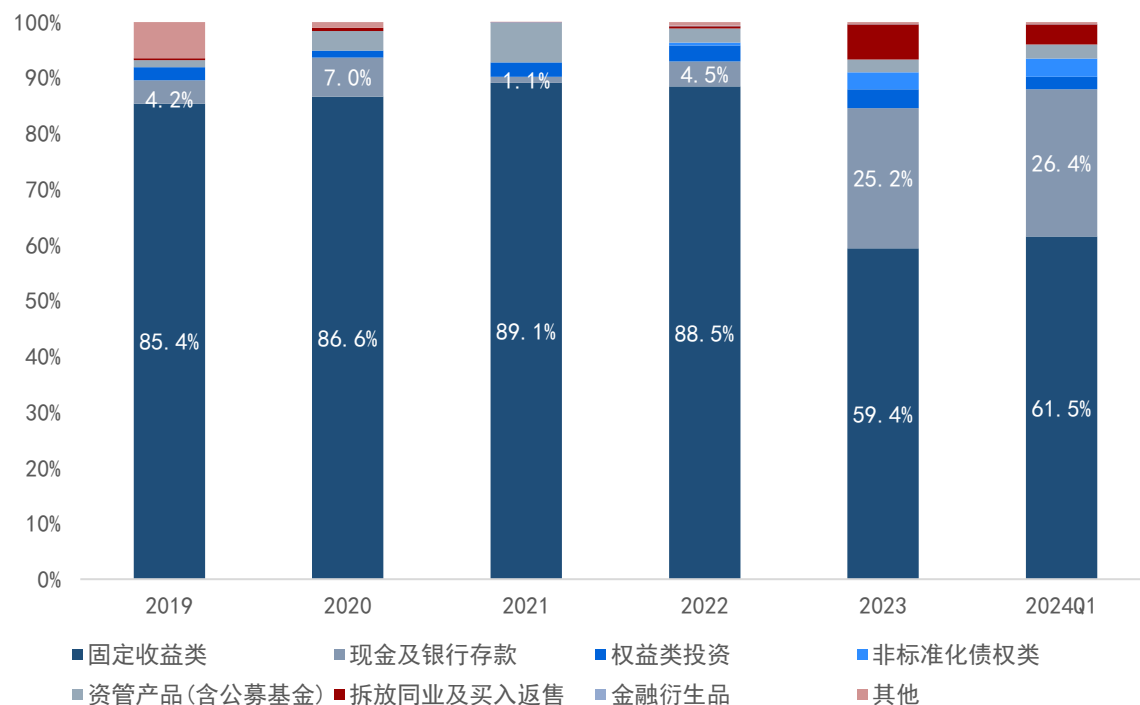


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募vs理财：重配标准资产

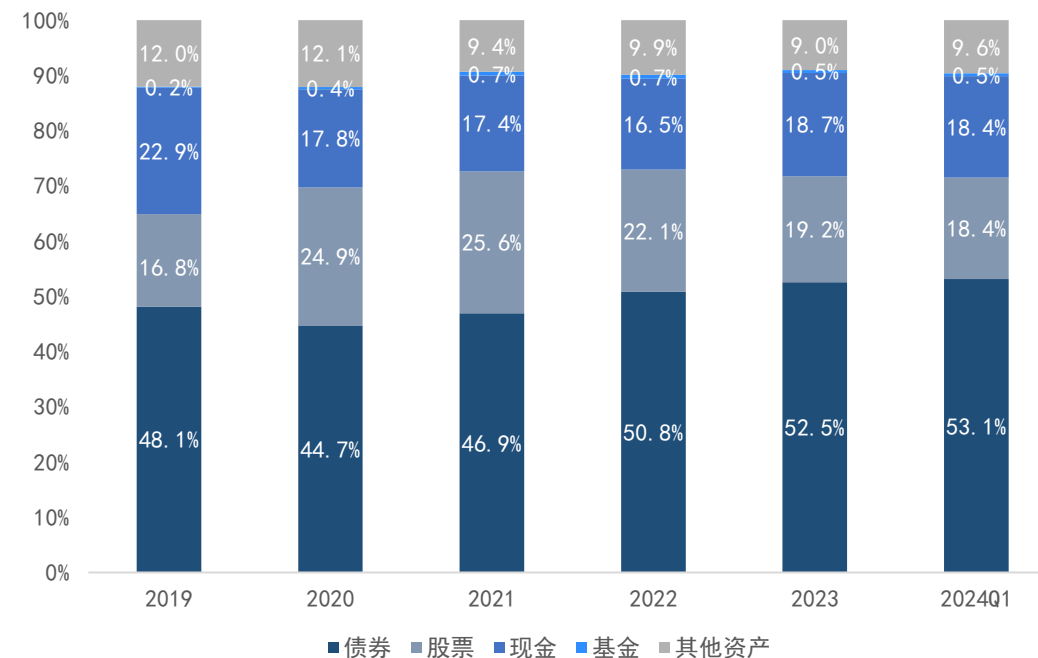
- 截至2024年一季度，公募基金主要投向债券、股票、现金资产，其占比分别为53.12%、18.38%、0.50%，覆盖了大部分投资资产规模；银行理财主要投向固定收益类、现金及银行存款、权益类投资的占比分别为61.51%，26.42%，2.21%。
- 总体来看，2019年至今，公募基金债券资产的占比均在50%左右，而股票资产维持在20%左右，主要是以债券、股票为主的标准化资产。

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

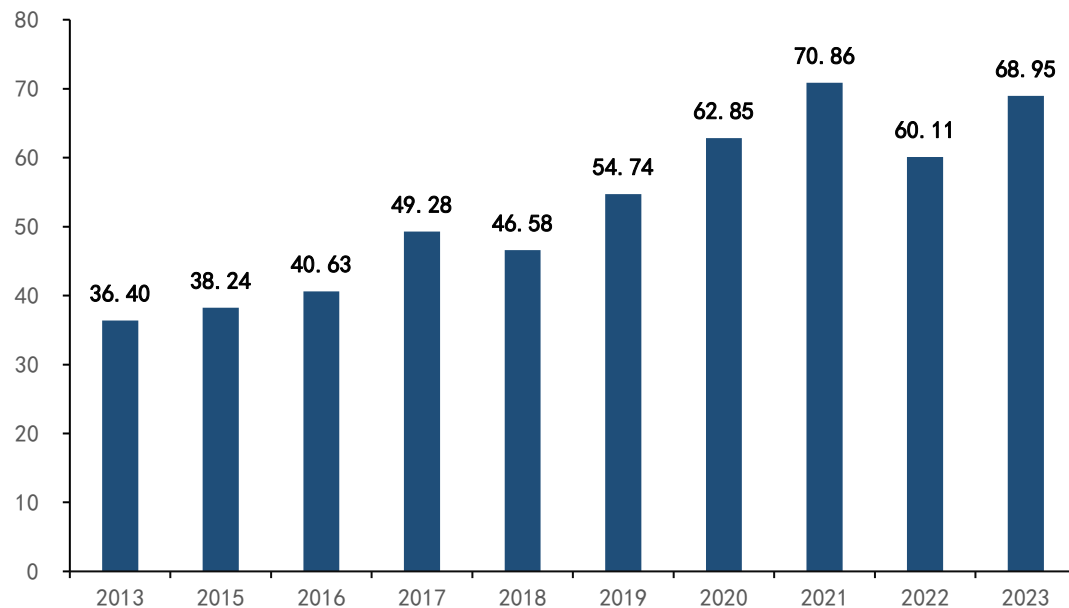
【 03 】 风口篇：探路寻机

【 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

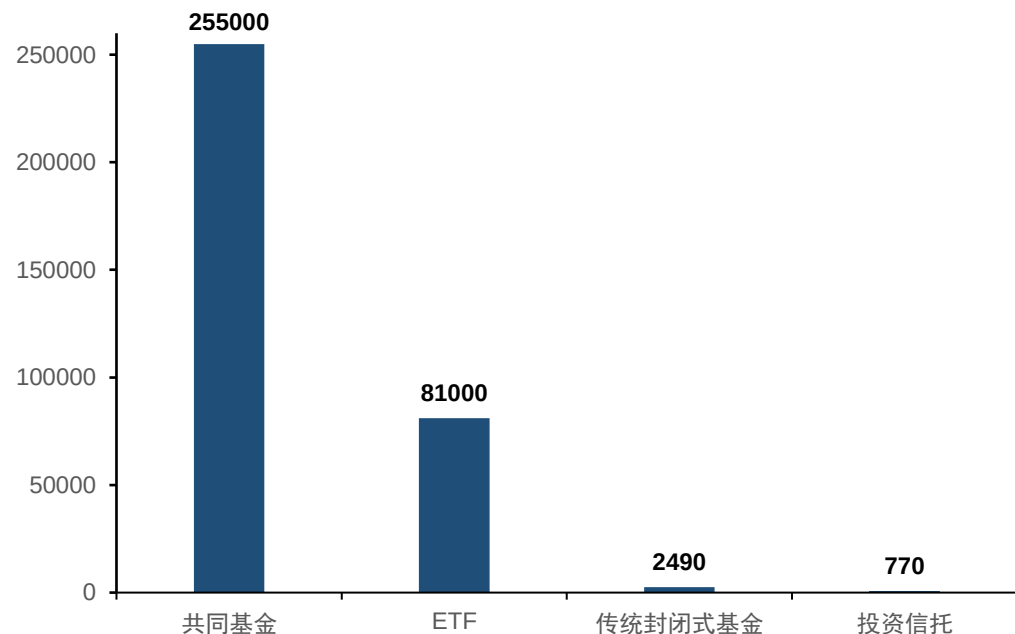
- 美国投资公司协会（ICI）发布的“美国投资公司协会2024年年报（2024 ICI Fact Book）”显示，截至2023年底，全球开放式基金总规模达68.95万亿美元。
- 在美国，基金业不仅包括开放式基金，还包括封闭式基金和单位投资信托等。具体而言，美国基金含四类：共同基金、ETF、投资信托和封闭式基金。截至2023年底，美国基金总净资产（也即美国注册投资公司总净资产）为33.9万亿美元，包括共同基金，规模为25.5万亿美元；ETF，规模为8.1万亿美元；传统封闭式基金，规模为2,490亿美元；单位投资信托，规模为770亿美元。

图：全球开放式基金总规模（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：美国基金净资产（单位：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

全球资管规模前二十名排名

表：2022年全球资管规模前20名排名（单位：百万欧元）

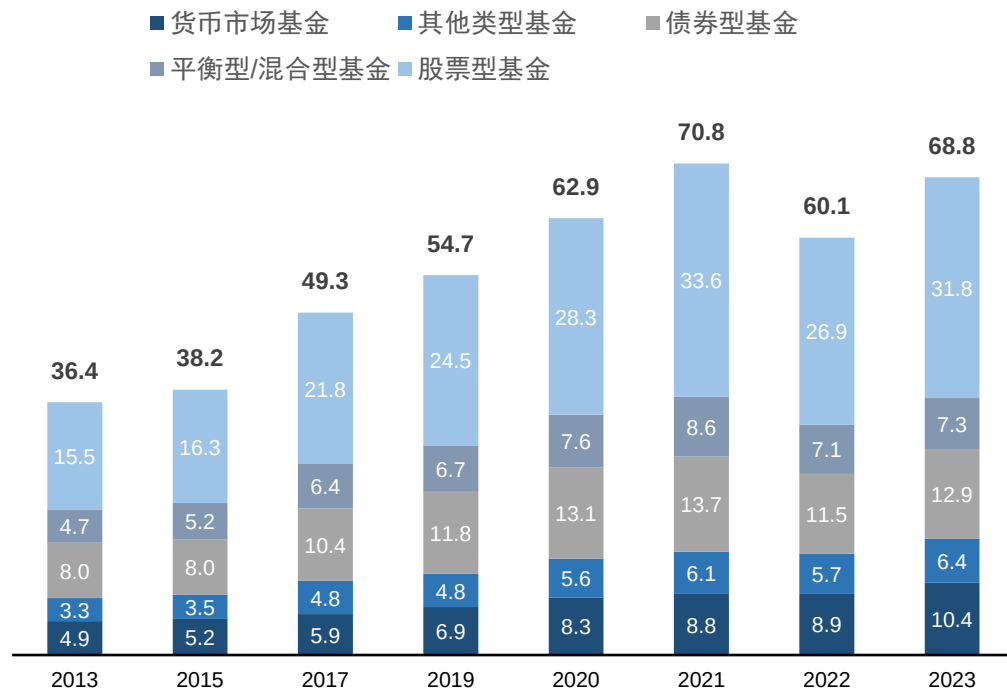
排序	公司名称	所属国家	派系	2022年管理规模
1	BlackRock	美国	资管系	8,052,929
2	Vanguard Asset Management	美国	基金系	6,743,333
3	Fidelity Investments	美国	基金系	3,652,639
4	State Street Global Advisors	美国	银行系	3,262,097
5	J.P.Morgan Asset Management	美国	资管系	2,616,400
6	Goldman Sachs Asset Management International	美国	投行系	2,152,088
7	Capital Group	美国	基金系	2,044,383
8	Amundi	法国	资管系	1,903,995
9	PIMCO	美国/德国	资管系	1,631,071
10	BNY Mellon Investment Management	美国	银行系	1,615,000
11	Legal&General Investment Management	英国	资管系	1,351,130
12	Invesco	美国/英国	资管系	1,320,654
13	Franklin Templeton	美国	资管系	1,296,418
14	PGIM	美国	资管系	1,290,622
15	Morgan Stanley Investment Management	美国	资管系	1,222,448
16	T.Rowe Price	美国	资管系	1,194,379
17	Wellington Management International	美国	基金系	1,082,381
18	Natixis Investment Managers	法国	资管系	1,078,785
19	Nuveen	美国	资管系	1,018,179
20	UBS Asset Management	瑞士	银行系	996,688

资料来源：IPE，国信证券经济研究所整理

高通胀环境下开放式基金规模逐步反弹

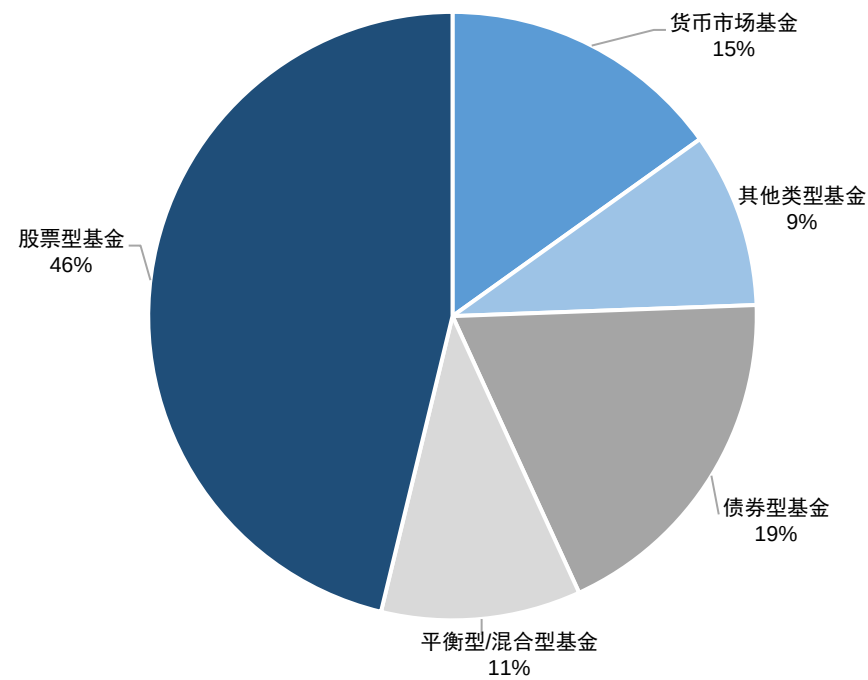
- 2023年，在股票和债券市场价值抬升的影响下，开放式基金总净资产反弹至68.8万亿美元，接近历史最高水平70.9万亿美元。而股债市场反弹原因则包括：2023年全球诸多地区通胀改善；全球不少央行之间协调一致的政策为全球金融系统提供了稳定的预期；全球宏观经济条件超越预期等。
- 截至2023年末，股票型基金是资产规模占比最大的类型，占全球基金净资产总额的46%，同比提升1个百分点。债券型、货币型、混合型基金分别占19%、15%、11%，其他类型基金（包括担保型/通胀保值型基金、不动产基金和其他基金等）占比最小，为9%。

图：全球基金净资产（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：股票型基金占全球基金净资产总额的46%

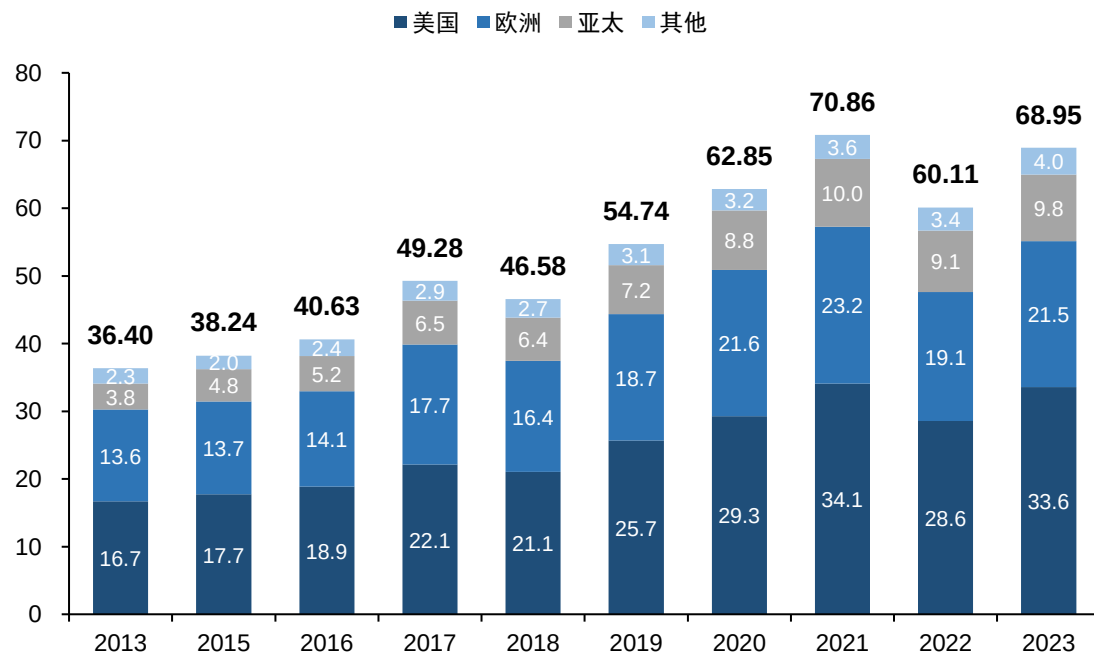


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

美国开放式基金总规模占全球一半

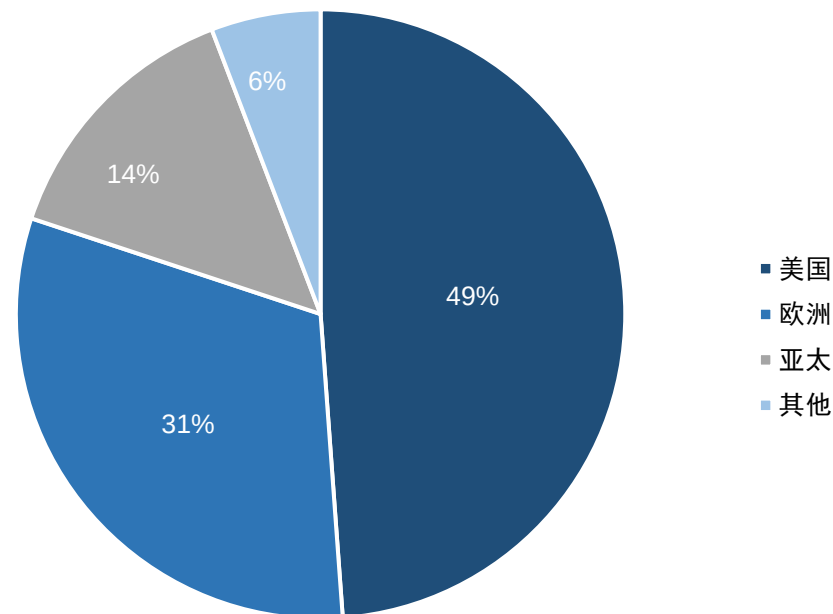
- 地区分布方面，截至2023年底，美国开放式基金（含共同基金和ETF）总规模33.6万亿美元，欧洲开放式基金总规模21.5万亿美元，亚太地区开放式基金总规模9.7万亿美元。全球基金总资产集中在美国和欧洲地区。这两个司法管辖区的严格监管框架对区域基金行业的发展起到关键作用。在过去几十年里，美国基金获得长足发展。一个原因是，基金可以出现在税收优惠账户，例如，它可以出现在美国养老第二支柱的401（k）计划中。与此同时，在欧洲的UCITS框架下，在一个国家设立的UCITS可以跨境销售到一个或多个其他欧洲国家，诸如此类的政策安排为基金行业的发展提供了便利。
- 亚太地区的基金占全球基金总资产的14%。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，该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：2023年全球四大地区开放式基金规模结构图

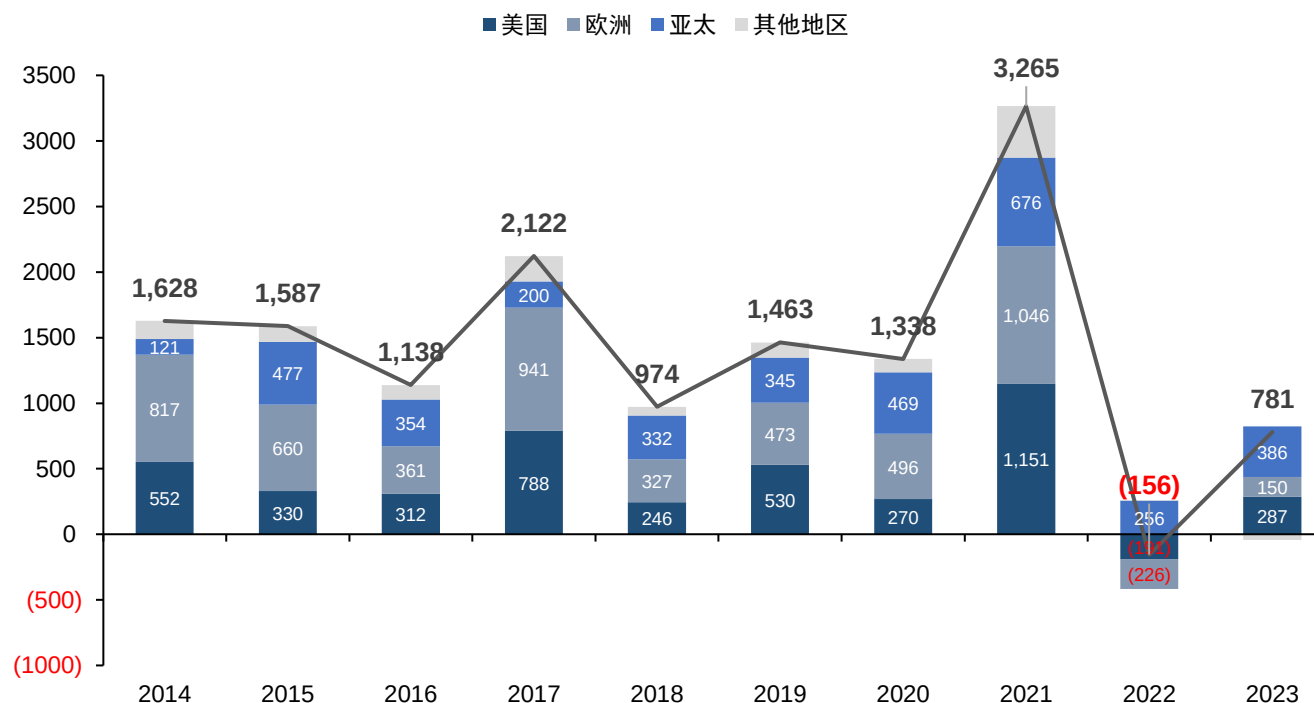


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

市场有赚钱效应下全球基金总需求回暖

- 2022年，全球对公募基金（包括股票型、债券型、平衡/混合型基金和其他基金）的需求普遍大幅下滑，从2021年创纪录的3.3万亿美元净发售额降至2022年出现1,560亿美元的净赎回额。经历了2022年的通胀飙升，央行加息带来的利率升高，2023年下半年全球范围内通胀回落，短端利率企稳，投资者对长期基金（不含货币市场基金）需求显著抬升，全球长期基金净销售额为7,810亿美元，较2022年增加9,370亿美元。
- 美国和亚太市场是2023年形势转变的主要驱动力。2023年，美国公募基金基金吸引净流入2,870亿美元；亚太市场净流入3,860亿美元，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1,500亿美元。

图：公募迎来了增量资金（单位：十亿美元）

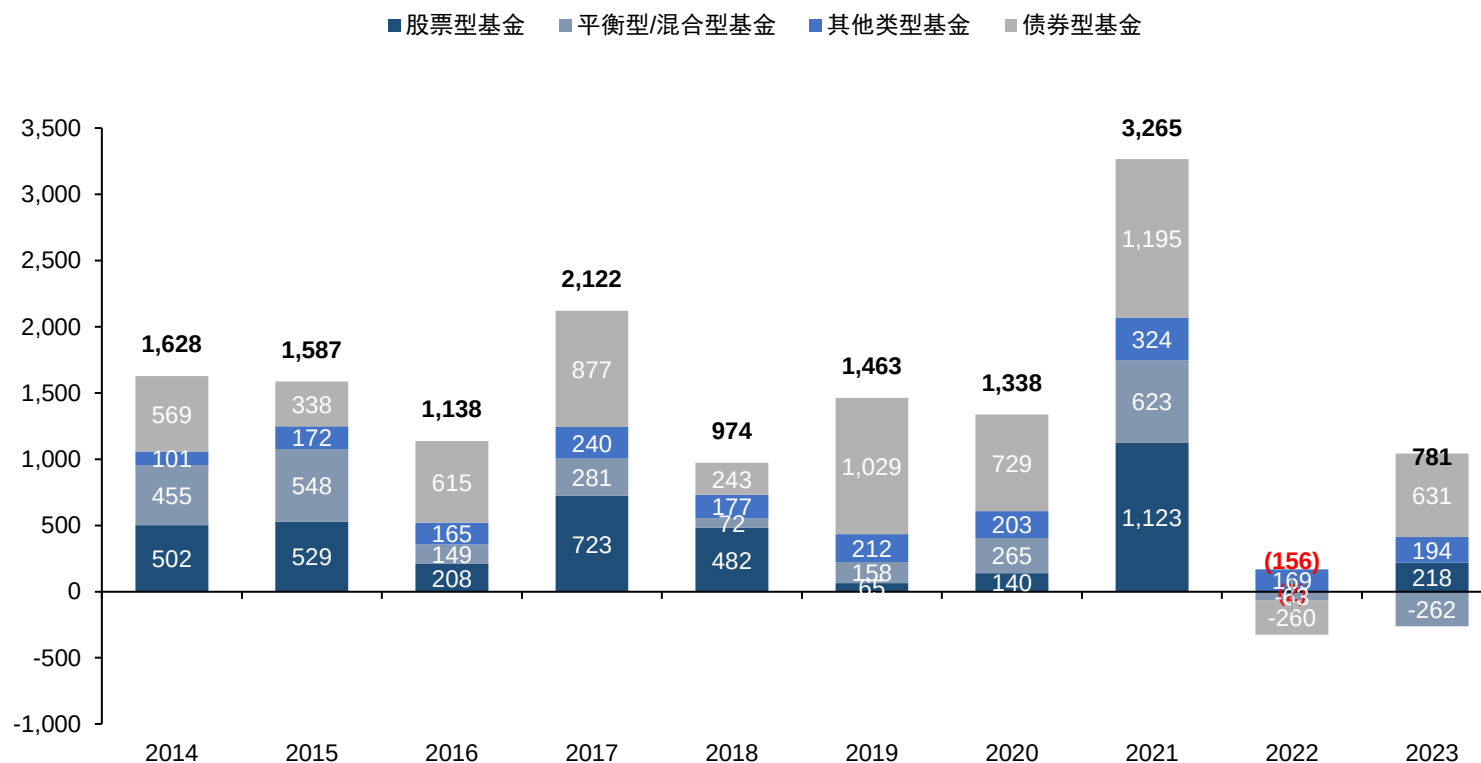


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

高票息背景下债基成为公募基金扩张主力

- 2023年，基金吸引净申购7,810亿美元（不含货币市场基金）。长期限基金内部，2023年，几乎所有类型基金都实现了净销售。债券基金的流入成为开放式基金的净销售额的主要贡献，债券基金从2022年的净流出2,600亿美元转为2023年净流入6,310亿美元；股票型基金从2022年净赎回20亿美元转为净申购2,180亿美元。

图：全球开放式基金的净销售额主要来自债券型基金的流入（单位：十亿美元）

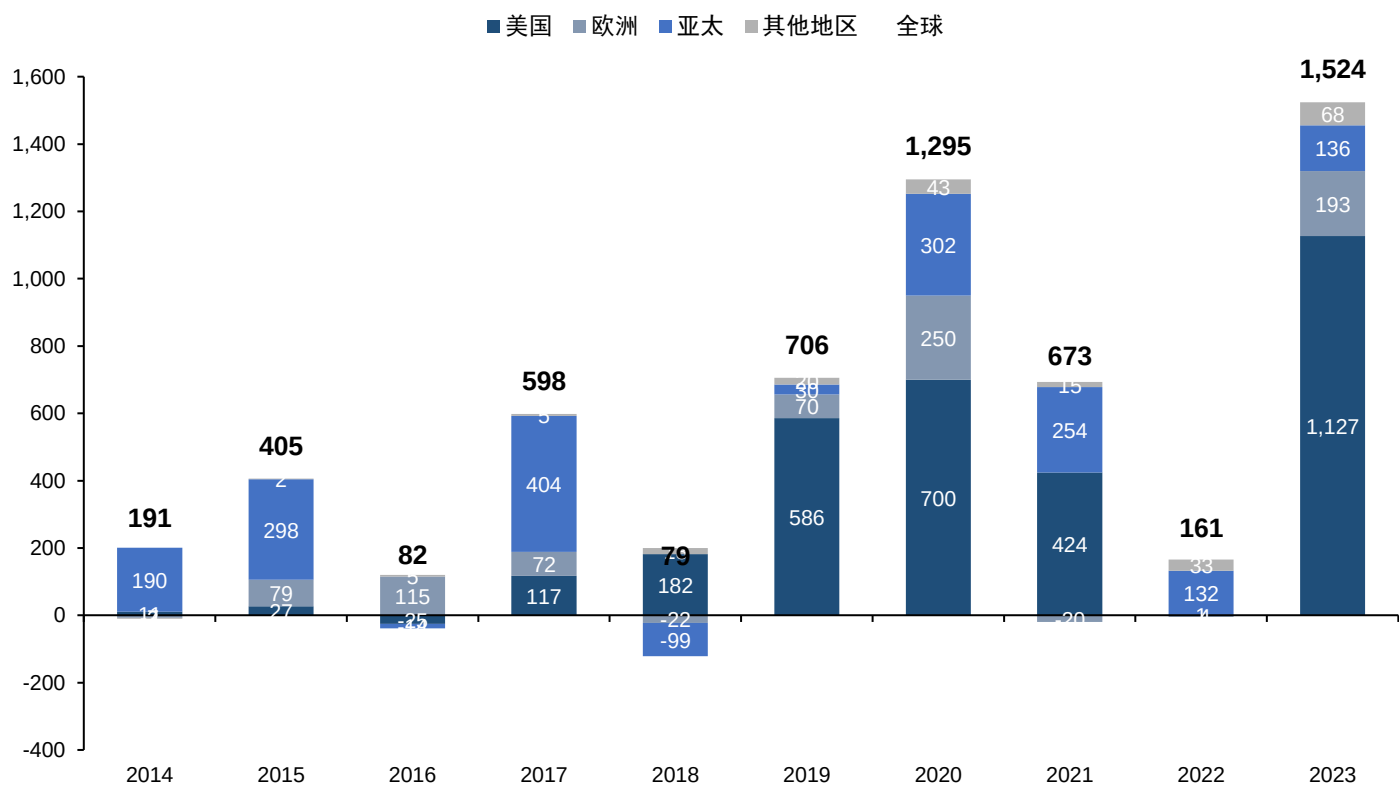


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

北美驱动全球货币市场基金净销售额扩张八倍

➤ 2023年，在美国地区货币市场基金驱动下，全球货币市场基金净销售额提升8.5倍，达1.52万亿美元，较2022年增加1.36万亿美元。2022年，美国货币市场基金净销售额仅为10亿美元；2023年，美国货币市场基金总净销售额达到1.13万亿美元。2023年，欧洲区域货币市场基金从2022年的净流出40亿美元转为净流入1,930亿美元；亚太区域货币市场基金的净流入1,360亿美元，与2022年的1,320亿美元几乎持平。

图：全球货币市场基金净销售额（单位：十亿美元）

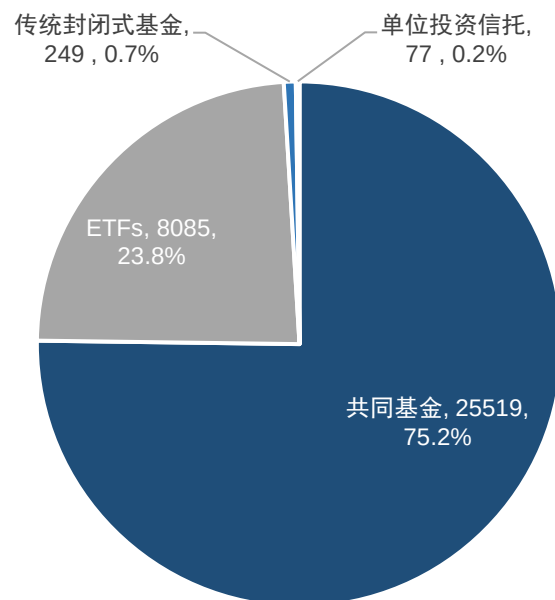


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

当前美国公募基金六成以权益为主

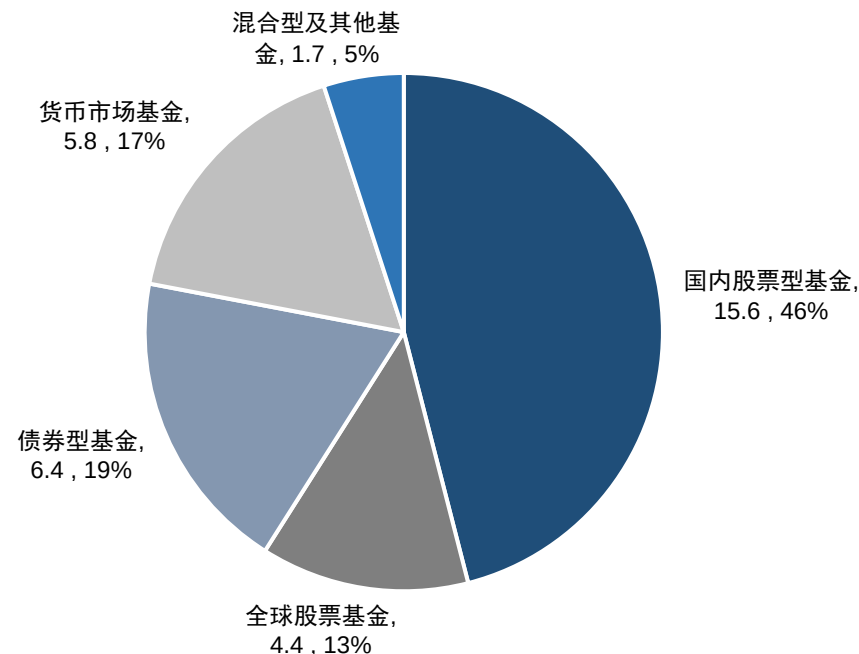
- 美国公募基金基本情况：美国注册投资公司净资产总额从2022年末的28.9万亿美元增长至2023年末的33.93万亿，同比提升17.56%。其中，共同基金占比最大，净资产合计为25.52万亿美元，占美国投资公司净资产总额的75%，绝大部分净资产为长期共同基金资产，其中股票型基金占共同基金净资产的52%；ETF也占有相当规模，净资产达到8.1万亿美元，占全球ETF净资产总额的72%；其余0.3万亿美元为封闭式基金和单位投资信托。
- 美国注册投资公司总规模主要集中于公募基金。其中，股票型基金持有近20万亿美元的净资产，占2023年年末投资公司总规模的59%。具体来看，美国本土企业股票基金持有15.6万亿美元；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2023年年末，美国的注册投资公司管理着美国家庭22.6%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2023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。



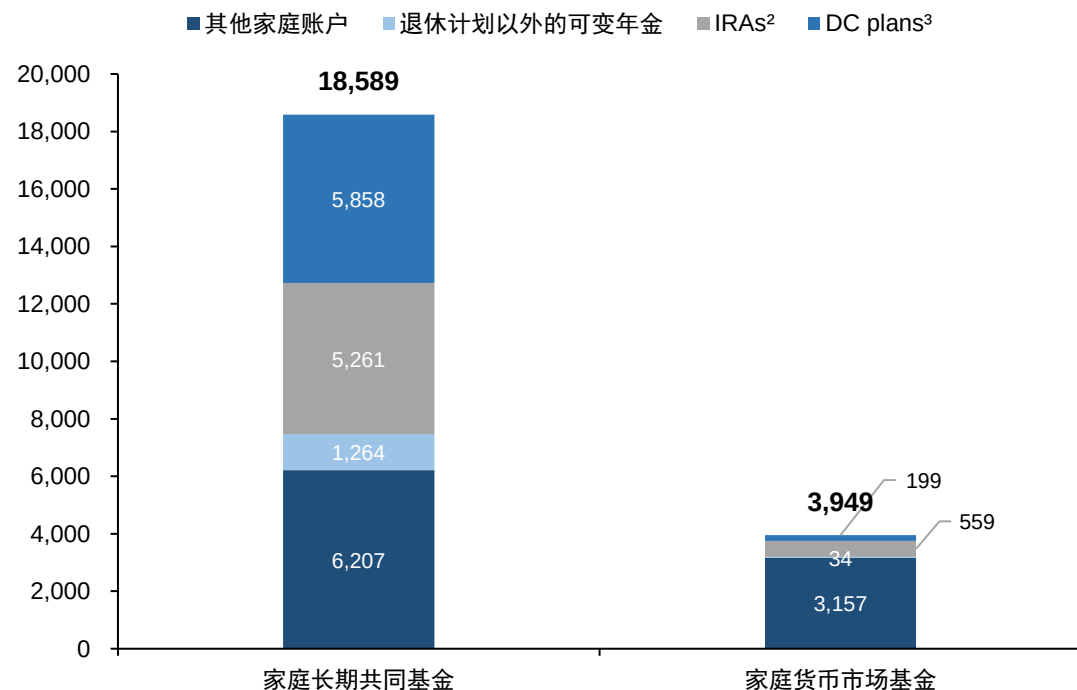
投资公司

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2023年年末，美国投资公司持有33%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22%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

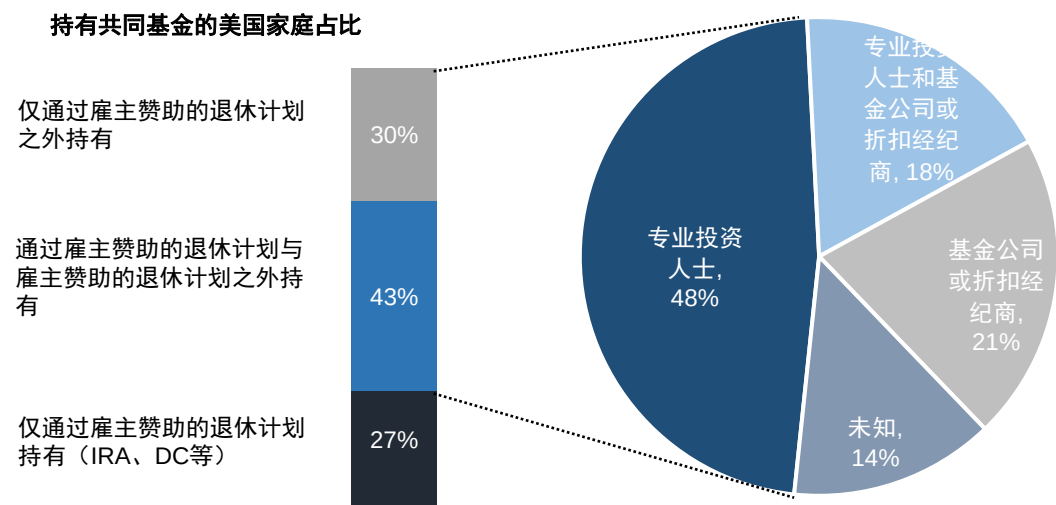
- 截至2023年底，DC计划和个人退休账户中持有的长期共同基金资产达11.1万亿美元，占家庭长期共同基金资产的60%。在退休计划之外，美国家庭还有1.3万亿美元的长期可变年金共同基金资产及少量货币市场基金。
- 个人退休金账户（IRA）和固定缴款（DC）退休金计划（尤其是401（k）退休金计划）对共同基金投资的不断增长，为公募基金市场带来了大量新增配置资金，大规模增量资金的涌入催生了大量的投顾服务需求。2023年，66%的家庭通过专业的投资人士（专业投资人士包括注册的投资顾问、提供全方位服务的经纪人、独立的理财规划师、银行和储蓄机构的代表、保险代理和会计师等）购买投资共同基金；其中，48%的家庭只通过专业投资人士购买基金，18%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

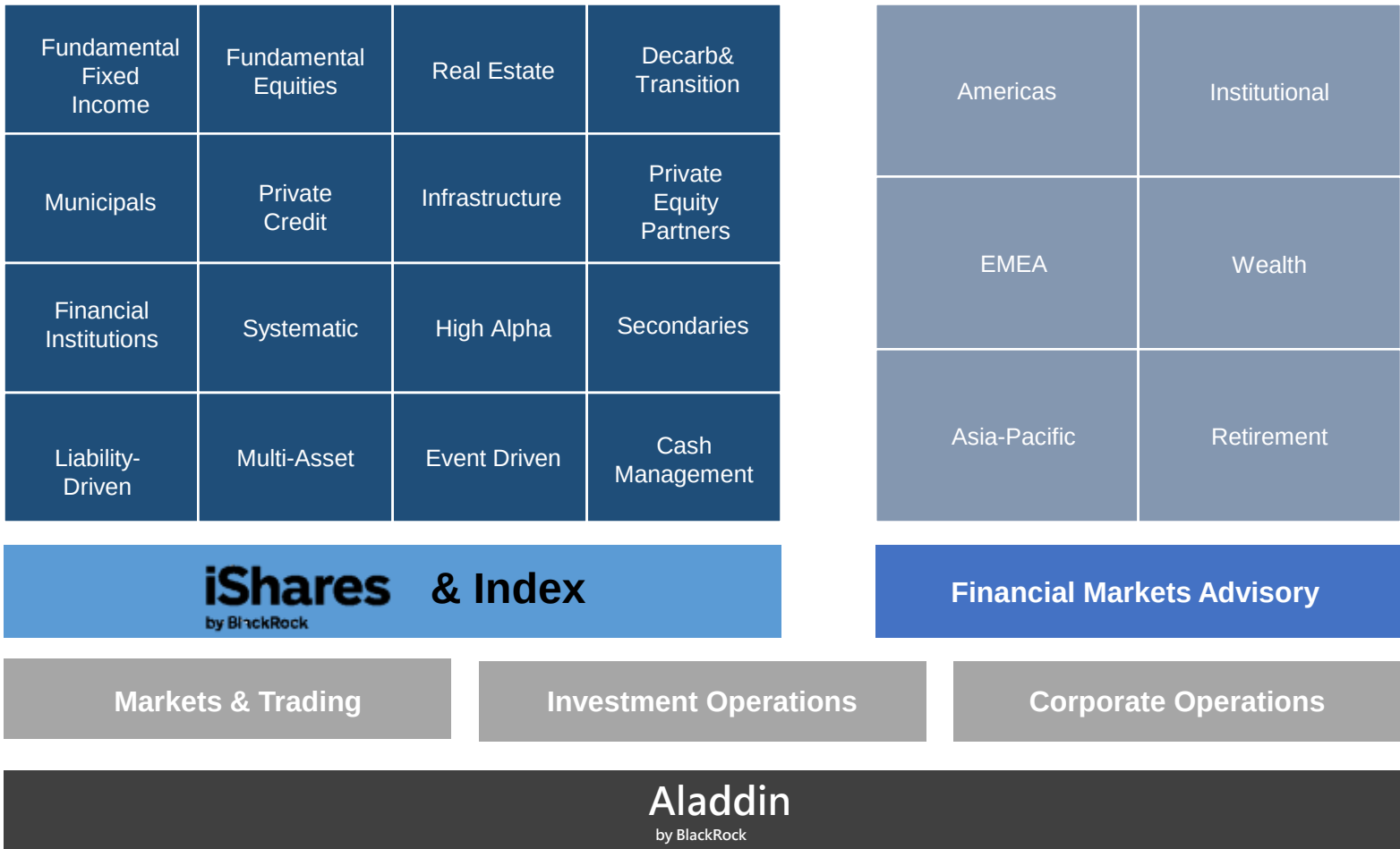


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

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2023年底，美国共同基金的净资产达25.5万亿美元，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%）。在拥有共同基金的家庭中，有19%的家庭还持有ETF。2023年末，美国ETF净资产达8.1万亿美元，约有12%的美国家庭（1520万户）持有ETF。

图：贝莱德多元化的产品及平台体系（“One BlackRock”体系）

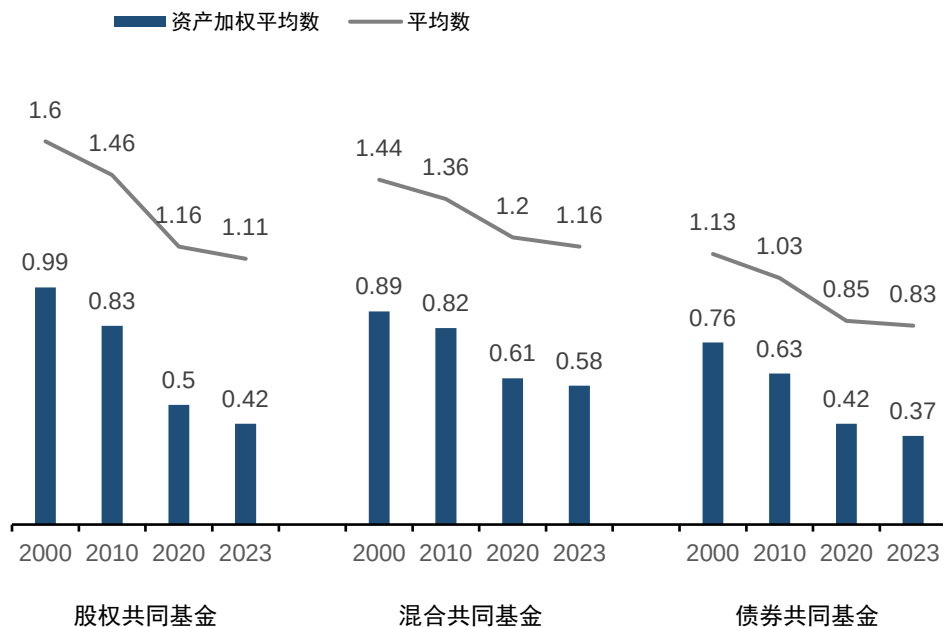


资料来源：贝莱德官网，国信证券经济研究所整理

发展趋势：产品费率持续下降

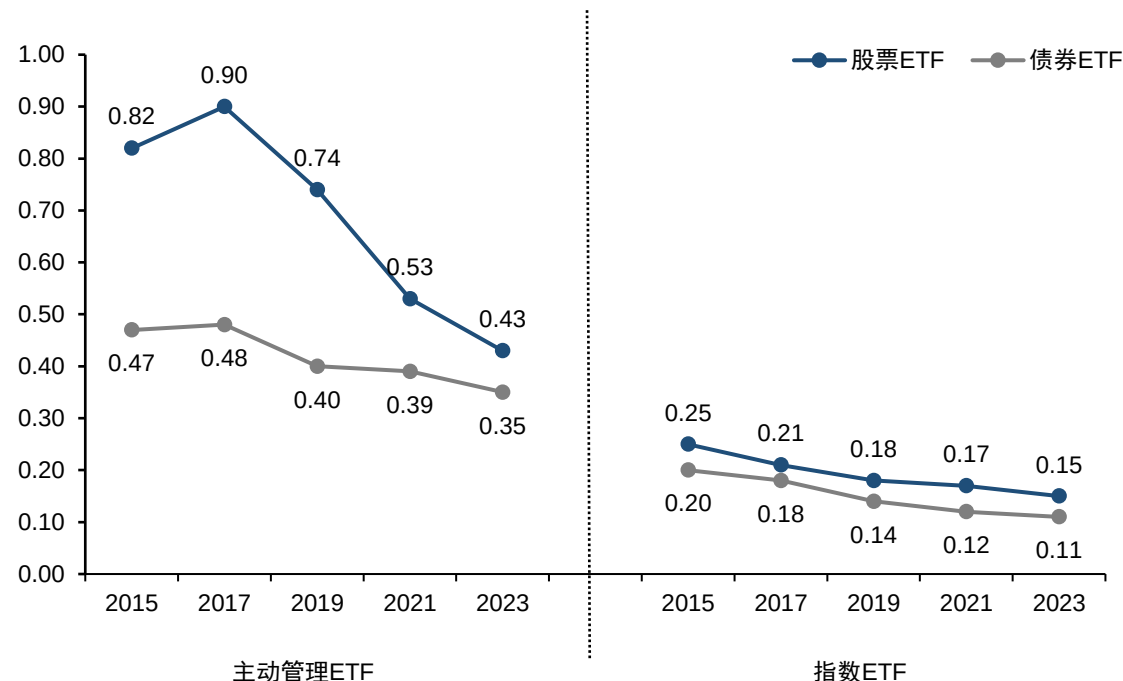
- 2000-2023年，共同基金的费率总体呈明显下降趋势。股票型基金的费率下降幅度最大，从2000年的0.99%下降至2023年的0.42%，降幅达57%；其次是债券型基金，费率从2000年的0.76%降至2023年的0.37%，降幅为51%；最后是混合型基金，费率从2000年的0.89%降至2023年的0.58%，降幅为25%。
- ETF的费率低于平均水平并且也呈下降趋势。从主动管理ETF来看：股票型ETF费率由2015年的0.82%下降至2023年的0.43%，降幅为48%；债券型ETF费率由2015年的0.47%下降至2023年的0.35%，降幅为26%。从指数ETF来看：股票型ETF费率由2015年的0.25%下降至2023年的0.15%，降幅为40%；债券型ETF费率由2015年的0.20%下降至2023年的0.11%，降幅为45%。

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：%）

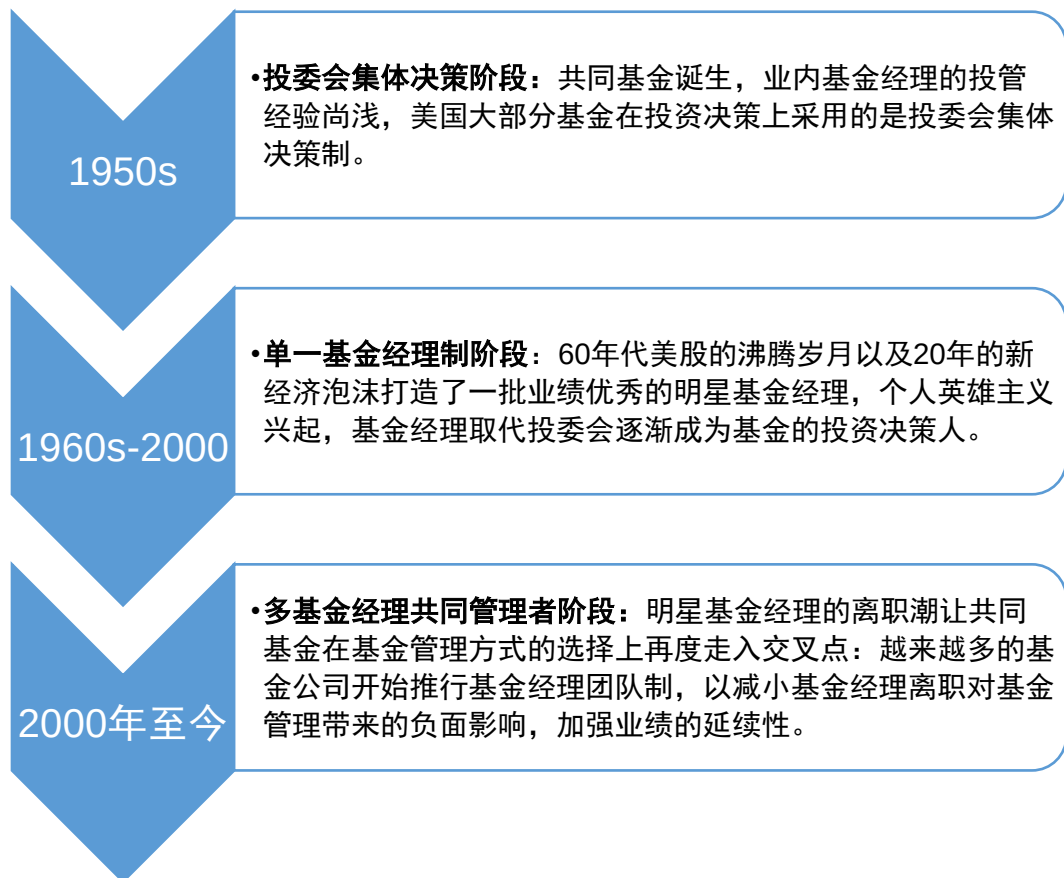


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

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

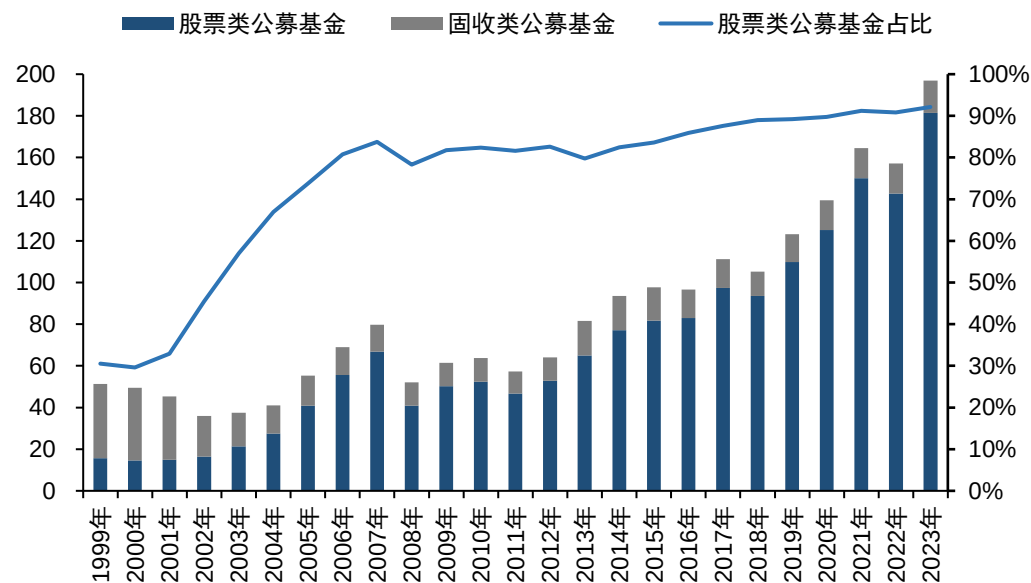
单一基金经理制	基金经理团队制	多人分仓管理制
• 单一基金经理制在美国的共同基金业中是最普遍的一种管理模式，即一只基金由一名基金经理管理。在单一基金经理运作的机制下，基金产品的个人色彩非常鲜明，基金经理如何择时、如何择股直接决定了基金产品的业绩。 • 优势：保证基金经理决策的独立性，同时也便于基金经理的业绩考核。 • 劣势：基金管理和业绩的连贯性上，基金经理离职可能会引发基金过往良好业绩的不可持续性和投资风格的改变，投资决策的不连贯可能会导致现有投资者的流失。 • 案例：美国富达基金公司，富达旗下的许多旗舰产品均采用单一基金经理制。其拥有有史以来最厉害的明星基金经理，彼得林奇，管理的麦哲伦基金的十三年里，年平均收益率为29%，而同期标准普尔500指数的涨幅平均只为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）

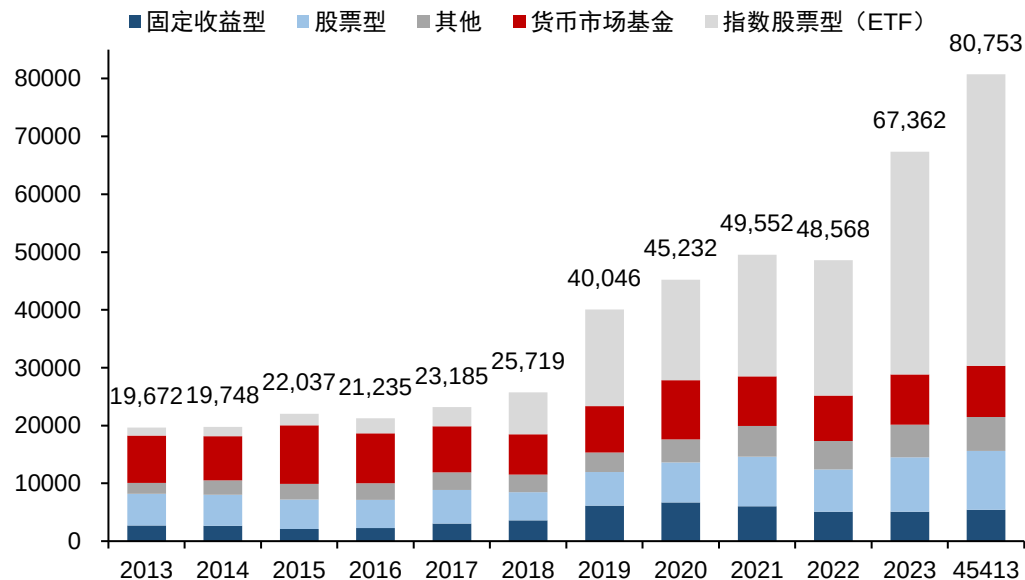


资料来源：日本投资信托协会，国信证券经济研究所整理

长期低利率地区：红利型基金机会独具（我国台湾省）

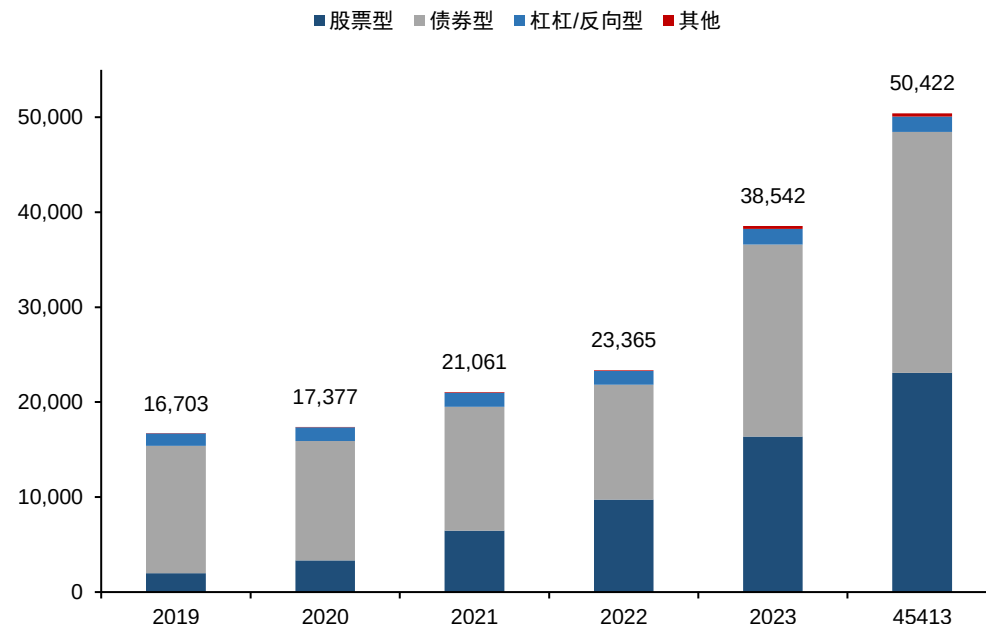
- 经历了长期低利率环境、资本市场高波动的中国台湾，ETF被视作一种财富存储的工具。自2019年，ETF规模超越普通基金成为台湾最大共同基金。截至2024年5月，台湾ETF规模达5.04万亿新台币（约1.23亿人民币）。其中，本土高股息与海外债券两类以生息为主要收益来源的资产成为本地投资者最为重要的配置方向。
- 目前，中国台湾前两大ETF分别是元大高股息ETF和国泰ESG永续高股息ETF，两只产品的规模均超过2000亿新台币。其中，成立于2007年的元大台湾高股息ETF，2023年末管理规模达到2534.66亿新台币，位居第一。中国台湾地区大部分高股息ETF都具备“月度分红”的条款，这是近年来出现的新现象，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

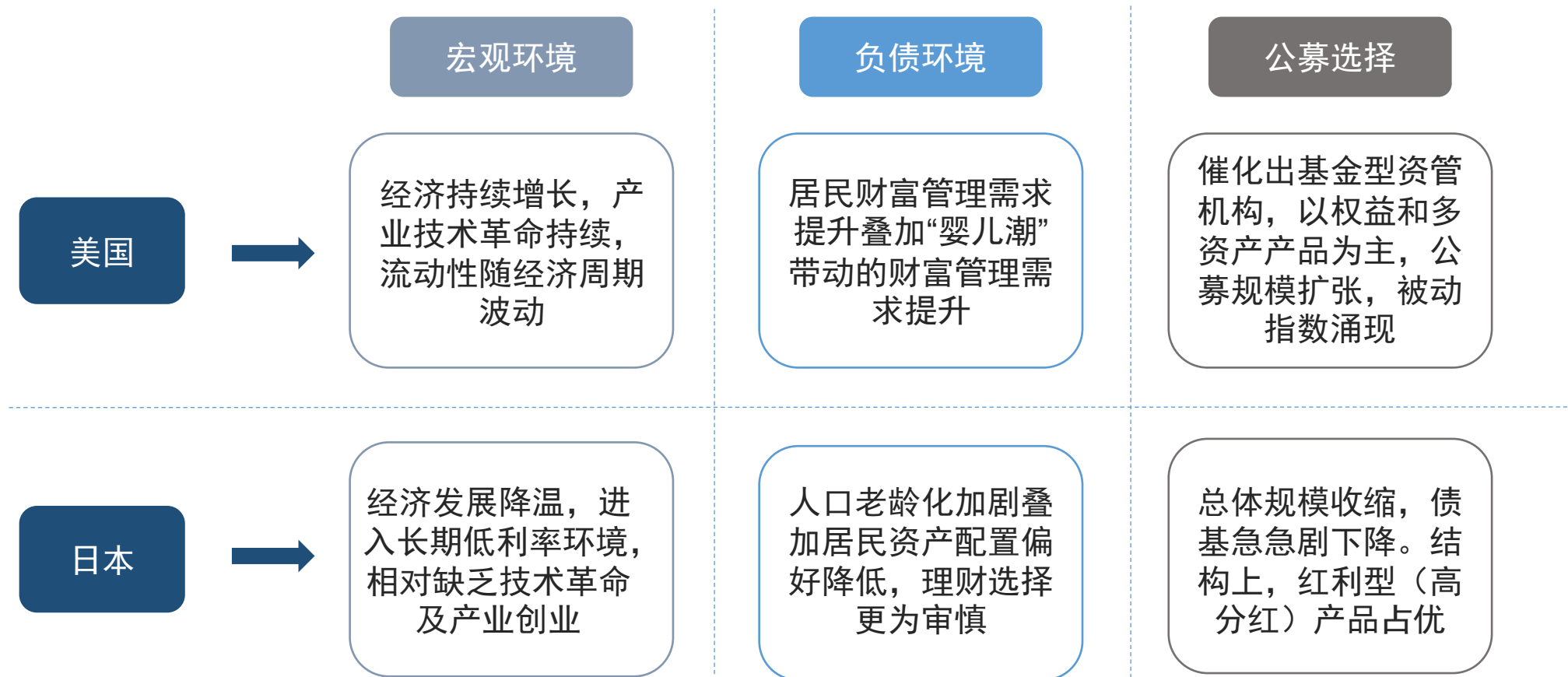
图：中国台湾ETF规模变化（单位：亿新台币）



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

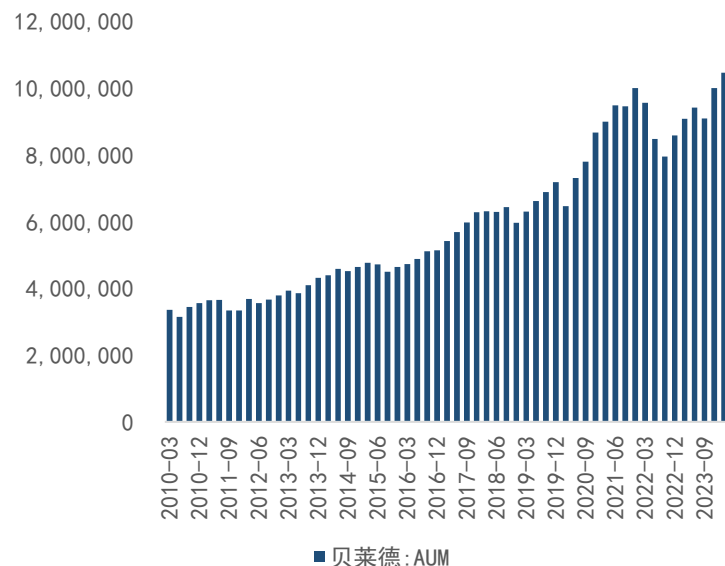
- 回顾美国及日本资管机构的发展历史，差异化文化、宏观、资产、负债环境铸就了其各具特色的公募基金发展模式。结合国外一流的资管发展经验，对我国资管机构未来发展具备一定借鉴意义。



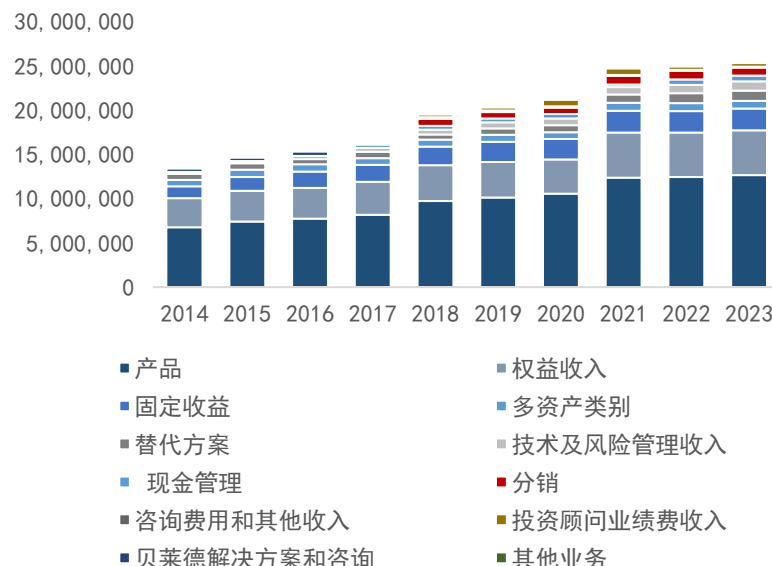
贝莱德：全能型资管机构

- 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，扩充并完善产品及渠道多元性，稳步提升资管规模及投资能力。截至2022年末，贝莱德AUM达8.59万亿美元。
- 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。

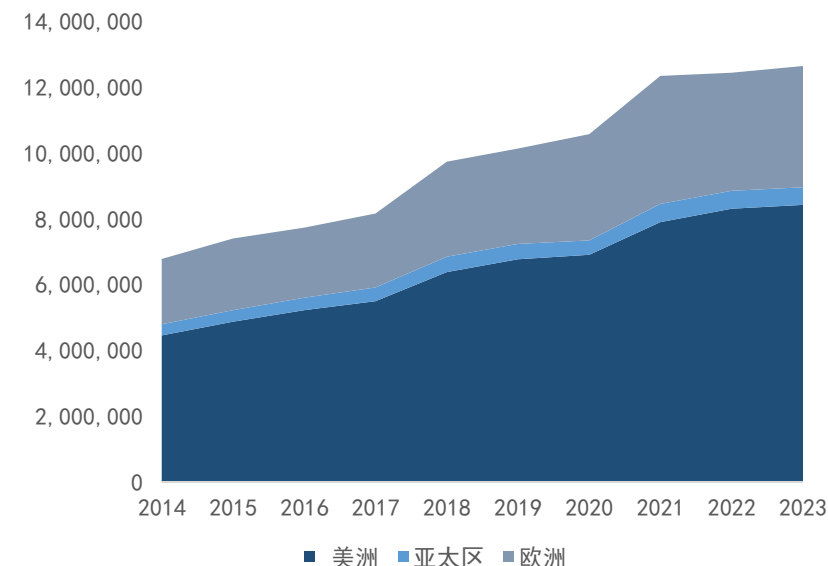
图：贝莱德历年AUM（单位：百万美元）



图：贝莱德收入拆分（单位：万元）



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

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

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

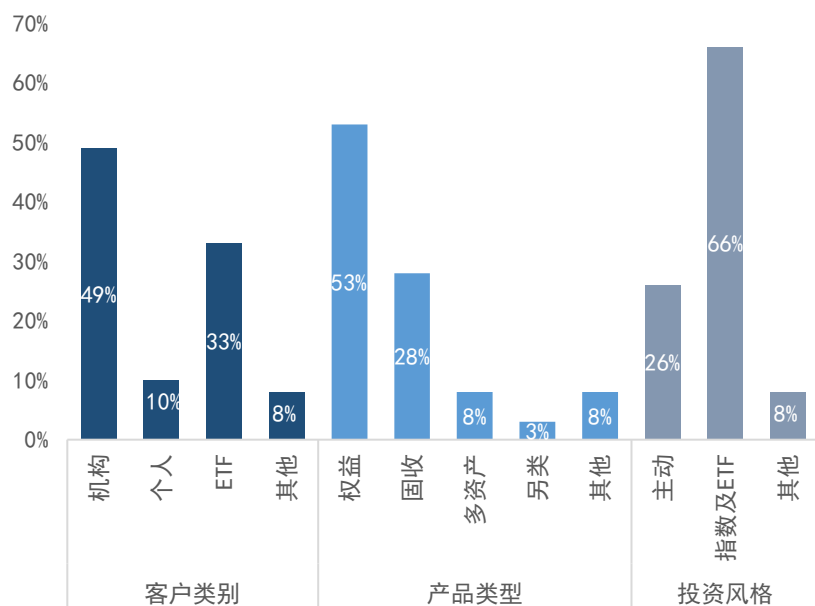


资料来源：公司财报, 国信证券经济研究所整理

贝莱德：以被动产品为代表的体系

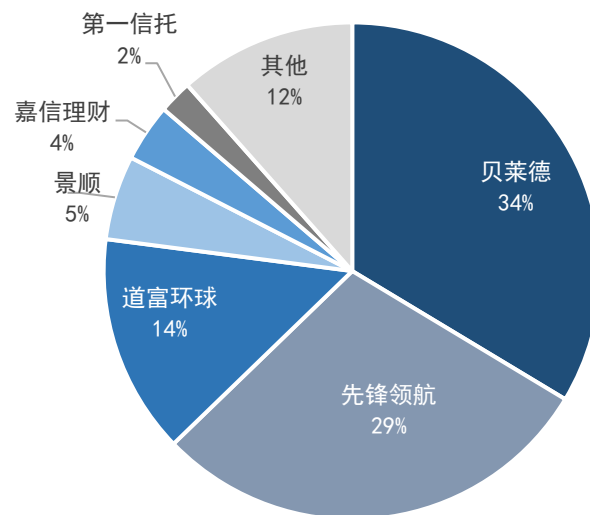
- 贝莱德通过旗下iShare平台全面布局ETF市场，提供超过1300种相关产品，并成为当前全球最大的ETF“供应商”。iShare下属的ETF产品具备规模大、品类全、费率低等优势，并成为贝莱德当前主要的营收来源之一。
- 美国ETF龙头优势显著，前六大机构占据80%以上市场份额。截至2022年，iShare约占美国ETF市场份额的34%，先等领航、道富环球、景顺、嘉信理财、第一信托市占率则分别为29%、14%、5%、4%，合计市占率为88.4%。

图：贝莱德客户及产品类型占比（单位：%）



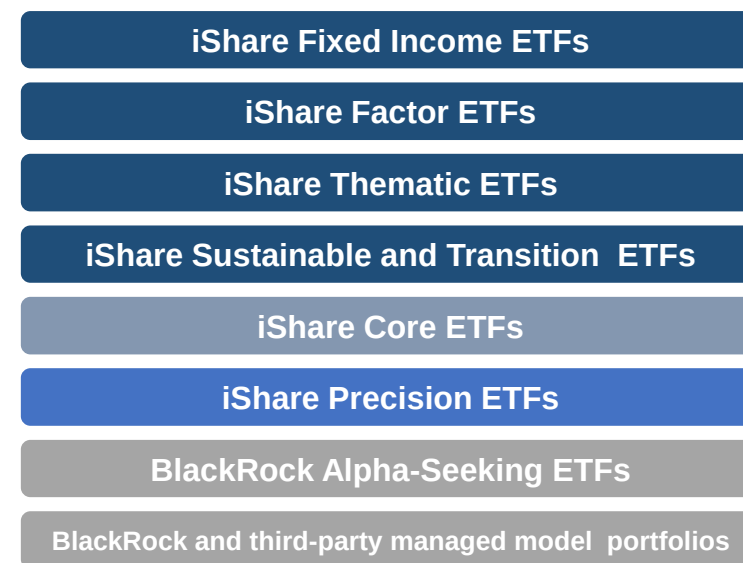
资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理
(数据截至2022年末)

图：2022年美国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。



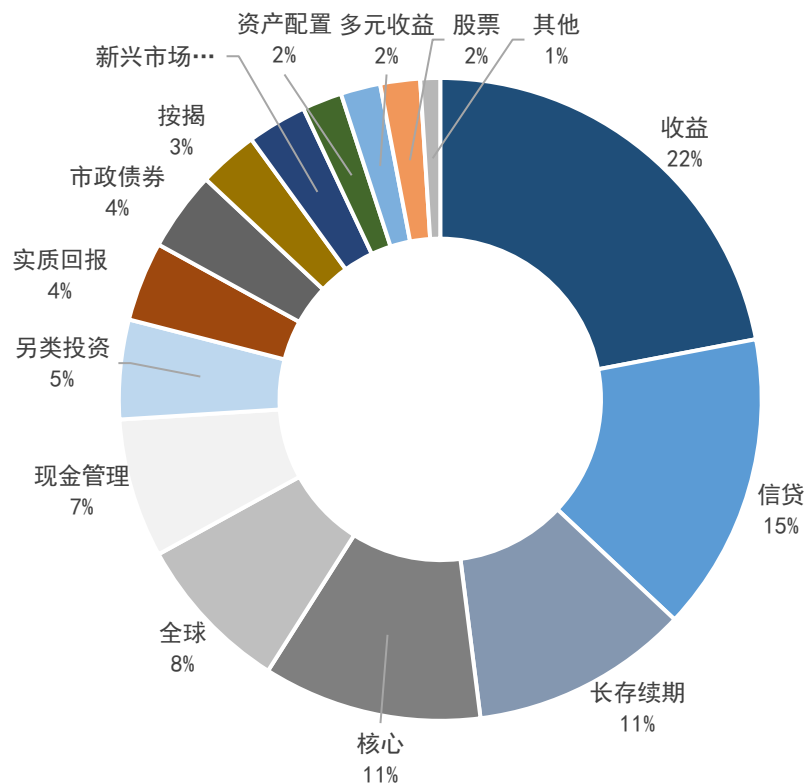
贝莱德：布局以阿拉丁平台为核心的科技体系

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:精品固收类资管机构

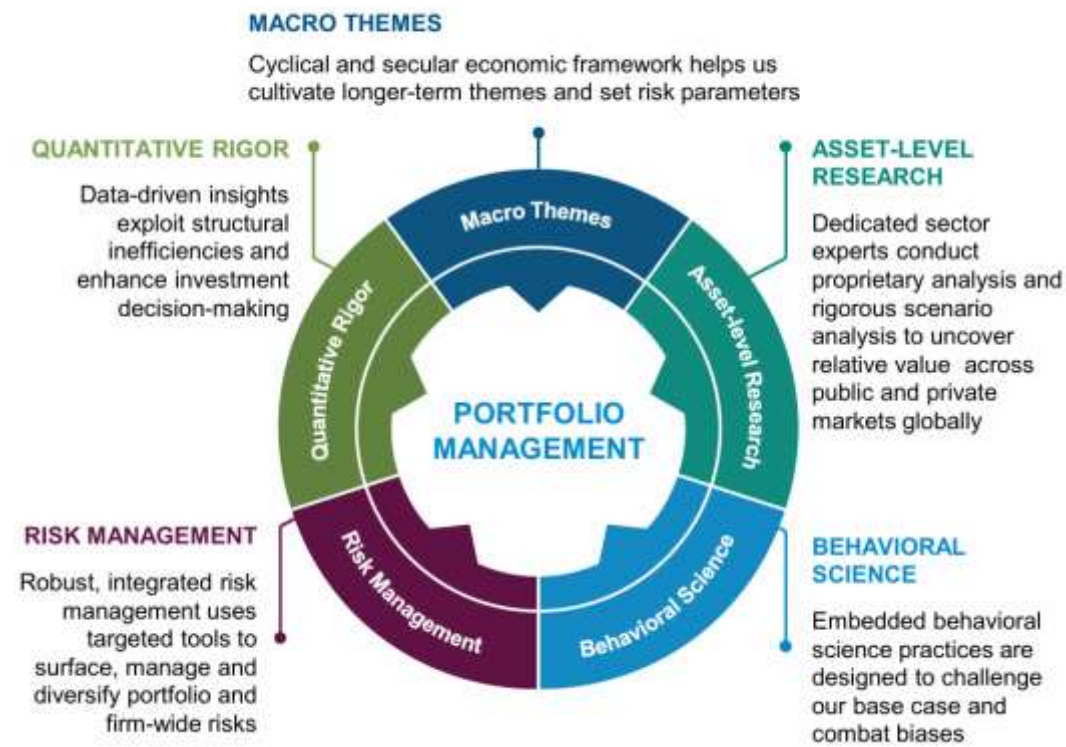
- PIMCO（太平洋投资管理公司）作为全球精品类资管机构，在过去50多年的发展历史中，专精固定收益资产管理，成为相应领域首屈一指的资产管理机构。截至目前，PIMCO资产管理规模达1.89万亿美元，管理的主要资产类型为债券。
- 公司坚持主动管理型投资理念，通过强大的风控力深耕低评级债券市场，实现较高超额收益。5年期内，PIMCO资产表现优于基准指数（扣除费用后）的比例为85%。

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

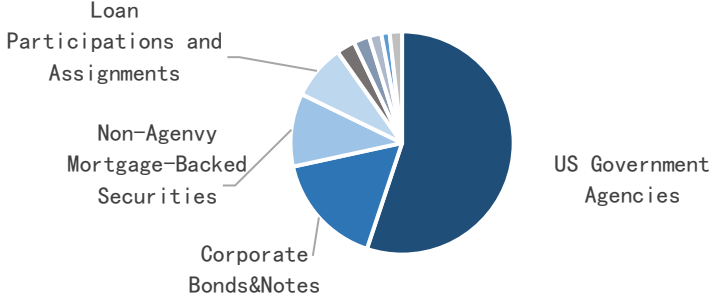
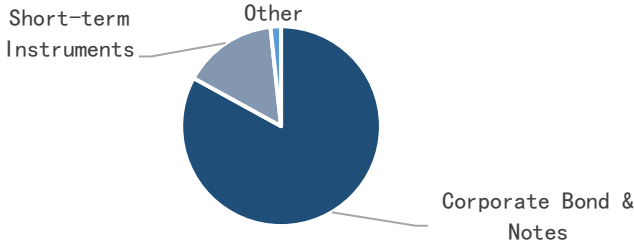
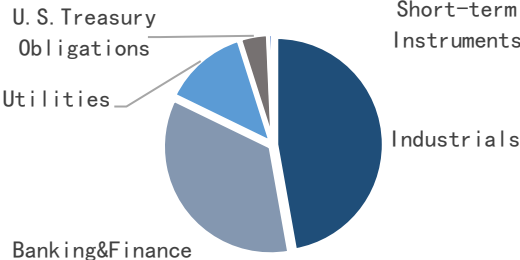
成员名	个人简介
Ben Bernanke	曾担任美联储理事会主席、总统经济顾问委员会主席、普林斯顿大学经济学教授等。同时也是2022年诺贝尔经济学获奖者，曾发表过有关各种经济和货币问题的文章，并撰写了多本学术书籍和两本教科书。
Joshua Bolten	担任华盛顿商业圆桌会议总裁兼首席执行官。曾担任Rock Creek Global Ascisors董事总经理、白宫幕僚长、管理和预算办公室主任等。
Gordon Brown	拥有爱丁堡大学历史学博士学位。担任联合国全球教育特使，并主持世界经理论坛全球战略基础设施倡议，曾担任英国首相、财政大臣等。
Mark Carney	曾担任联合国气候行动和金融问题特使、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

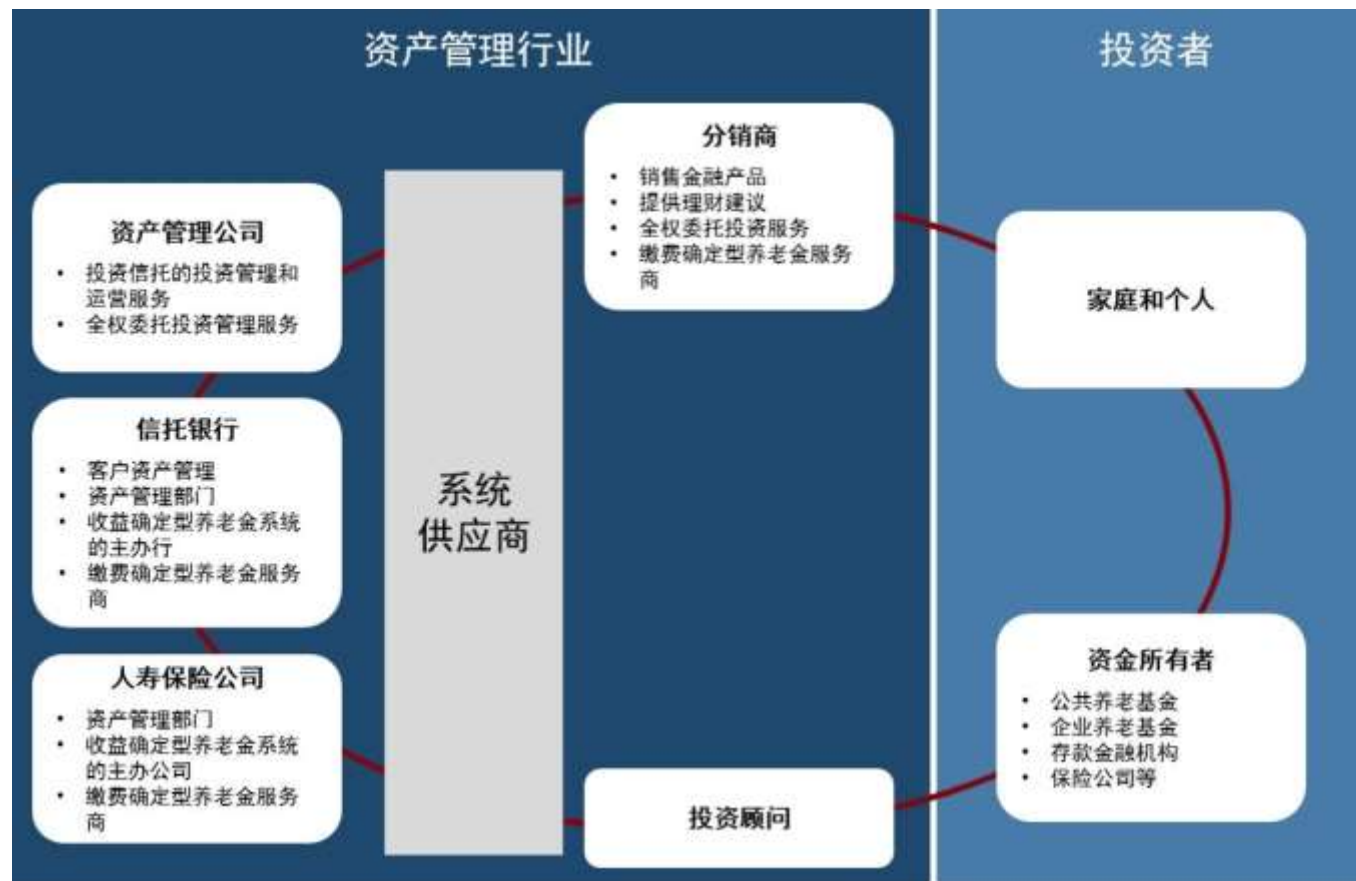
产品名称	平均年总回报（NAV）		配置结构
PCM Fund, Inc,	1年	0.45%	
	5年	2.57%	
	10年	5.76%	
PIMCO 0-5 Year High Yield Corporate Bond Index Exchange-Traded Fund	1年	8.99%	
	5年	2.90%	
	10年	3.72%	
PIMCO Investment Grade Corporate Bond Index Exchange-Traded Fund	1年	2.12%	
	5年	2.01%	
	10年	2.78%	

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

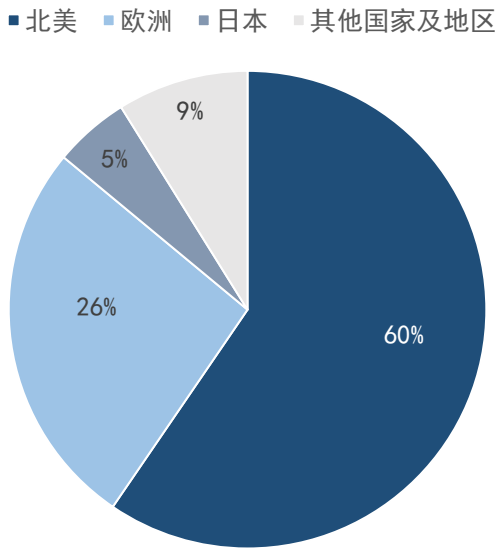


资料来源：FSA, 国信证券经济研究所整理

日本：低利率环境下资管发展借鉴

- 上世纪90年代以来，日本经济进入长期停滞期，央行持续降息使得日本进入长期低利率环境，与欧美等发达地区相比，利差持续扩大，日本国内固收类资产吸引力下降。在此背景下，日本资管业开始寻求境外优质资产，以博取超额投资收益。
- 截至2022年末，全球前50的资管机构中，北美、欧洲、日本资管规模分别为53.7万亿美元、15.9万亿美元、2.8万亿美元，对应占比为73.5%、21.7%、3.8%。其中，亚太地区前五大资管机构中，日本占4家，2家为保险系资管公司，分别为日本生命保险和日本第一生命保险，2022年资管规模分别为6425.28亿美元和5382.89亿美元。

图：2022年全球各地资管规模占比（单位：%）



资料来源：Thinking Ahead Institute，国信证券经济研究所整理

表：2022年亚洲前5大资管机构

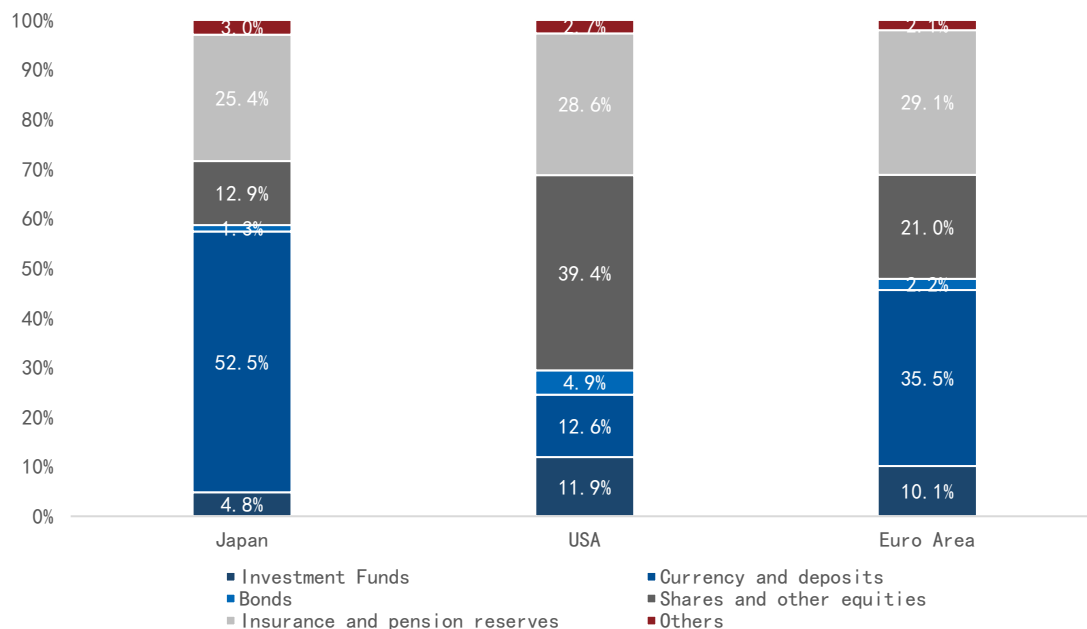
	公司	所属国家	AUM（亿美元）
1	住友三井信托	日本	8550.2
2	三菱日联金融集团	日本	7286.3
3	中国邮政储蓄银行	中国	7159.7
4	日本生命保险	日本	6425.3
5	第一生命保险	日本	5382.9

资料来源：Thinking Ahead Institute，国信证券经济研究所整理

日本：低利率环境下资产配置

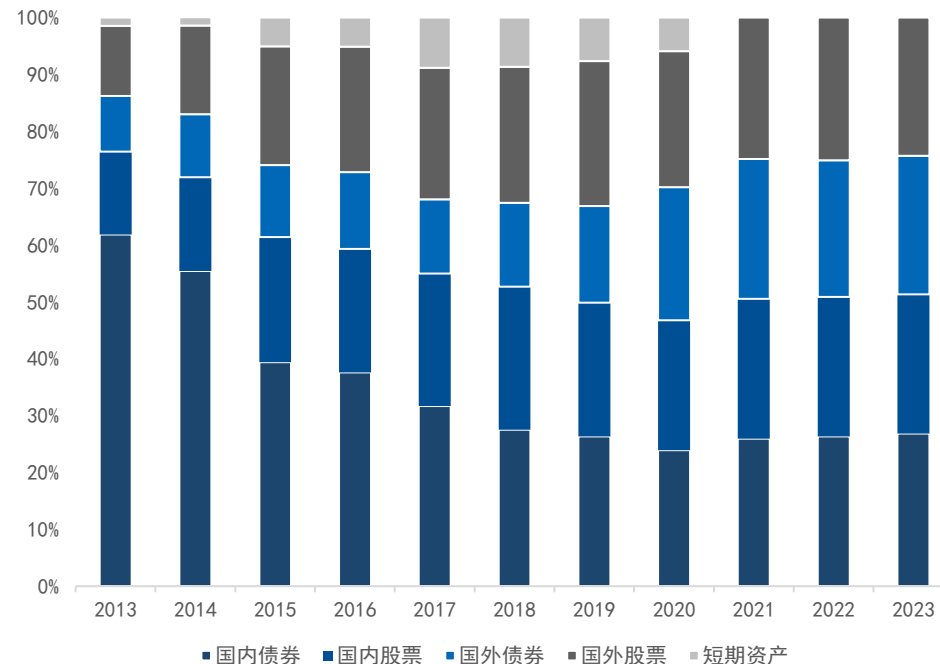
- 由于历史经验、制度环境、社会文化和传统观念等，日本民众在理财选择上普遍更为谨慎。相较于其他经济发达的国家，日本民众更偏向于持有现金作为其金融资产的核心组成部分，日本民众进一步提高了现金在的资产配置中的比例。此外，随着日本经济逐渐步入通缩阶段，物价水平持续走低，商品和服务的价格则呈现下降趋势，民众对未来经济前景的态度更加谨慎，并担心物价进一步下滑带来的负面影响。因此，他们更倾向于增持低风险资产，以此作为预防性储蓄的手段，从而保持资产的流动性和灵活性，应对可能出现的经济波动。
- 在此低利率环境下，资管公司通过减少对固定收益类资产的配置，增加对高风险资产、海外资产、长期资产的投资，以寻求更高回报。以日本政府养老投资基金为例，其国内债券配置比例呈现逐年递减的趋势，国内股票、国外债券及股票则均呈现上升的趋势，而对于短期资产的配置比例更是在2021年降至为0。

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：%）

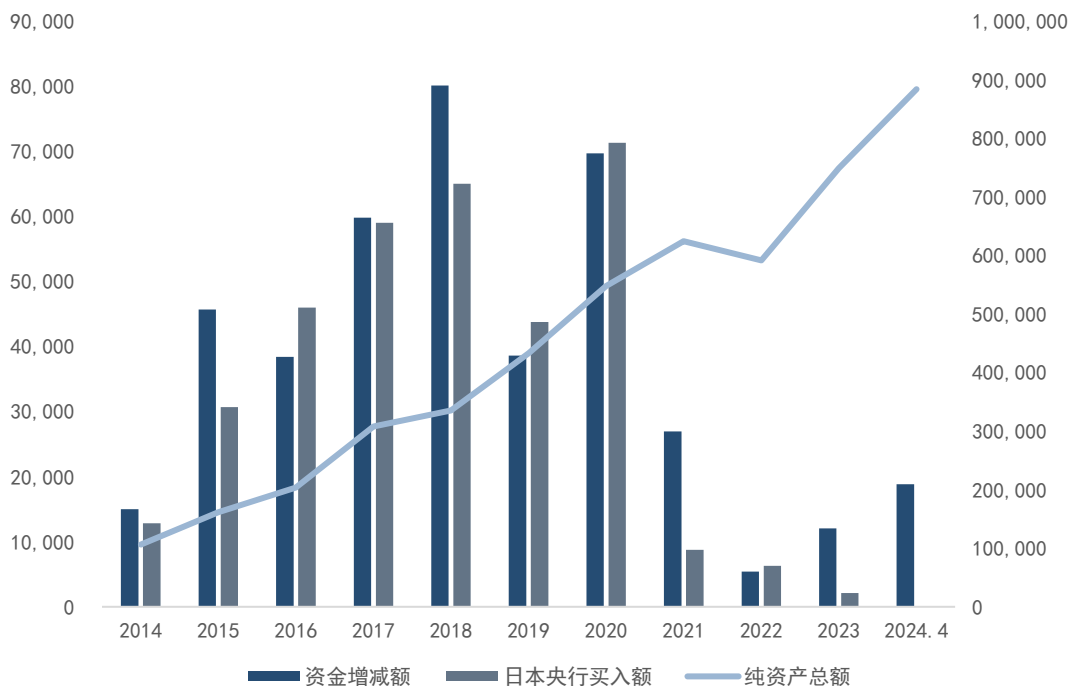


资料来源：GPIF, 国信证券经济研究所整理

日本：官方扩表推动资管规模扩张

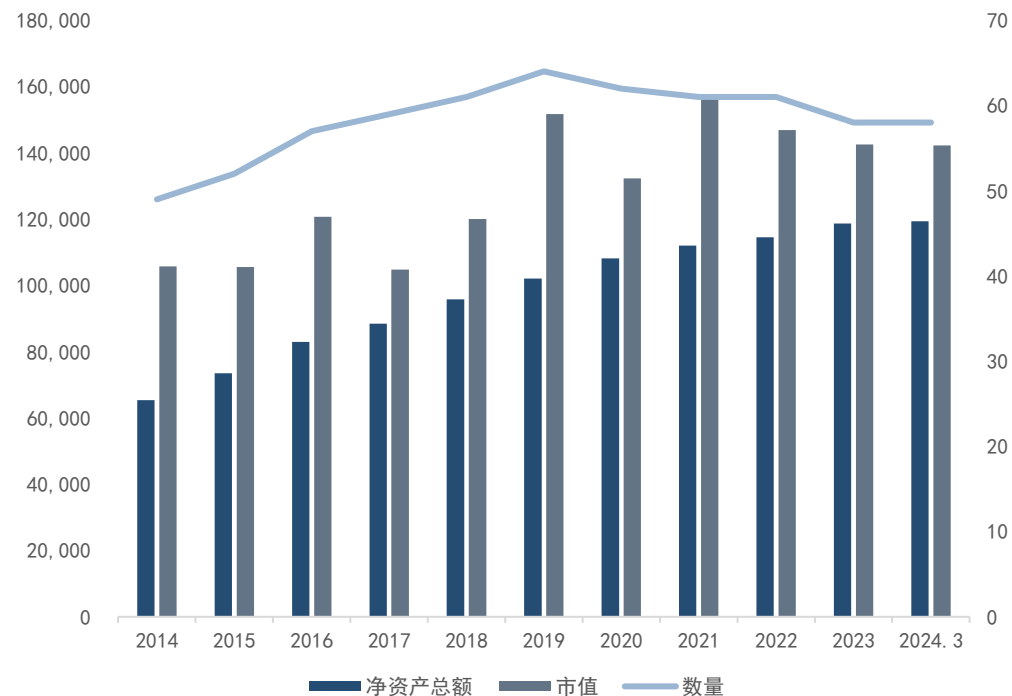
- 日本央行通过量化宽松政策（QE），大量购买政府债券和其他金融资产，以增加基础货币供应，刺激经济增长。这种政策导致了央行资产负债表的显著扩张，即“官方扩表”。作为QE政策的一部分，日本央行不仅购买政府债券，还直接购买风险较高的资产，如交易型开放式指数基金（ETF）和不动产投资信托（J-REITs）。央行的购买行为直接增加了资管行业的资产规模，尤其是那些管理ETF和J-REITs的资管公司。随着资产价格的上涨，资管产品的净值增加，吸引了更多的投资者，进一步扩大了资管规模。

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

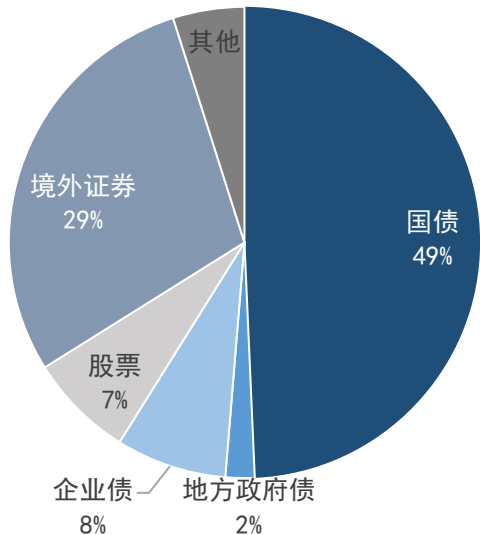
- 在日本利率长期下行的背景之下，日本保险资管主要通过配置国内股票、国外股票和国外债券增厚投资收益。
- 截至2022年末，日本寿险行业一般账户投资收益率为2.33%，高于10年期国债收益率200bp。
- 2022年，日本人身险行业投资国内股票和国外证券的投资收益率分别为12.01%和3.61%，明显高于上述一般账户2.33%的投资收益水平。

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：%）

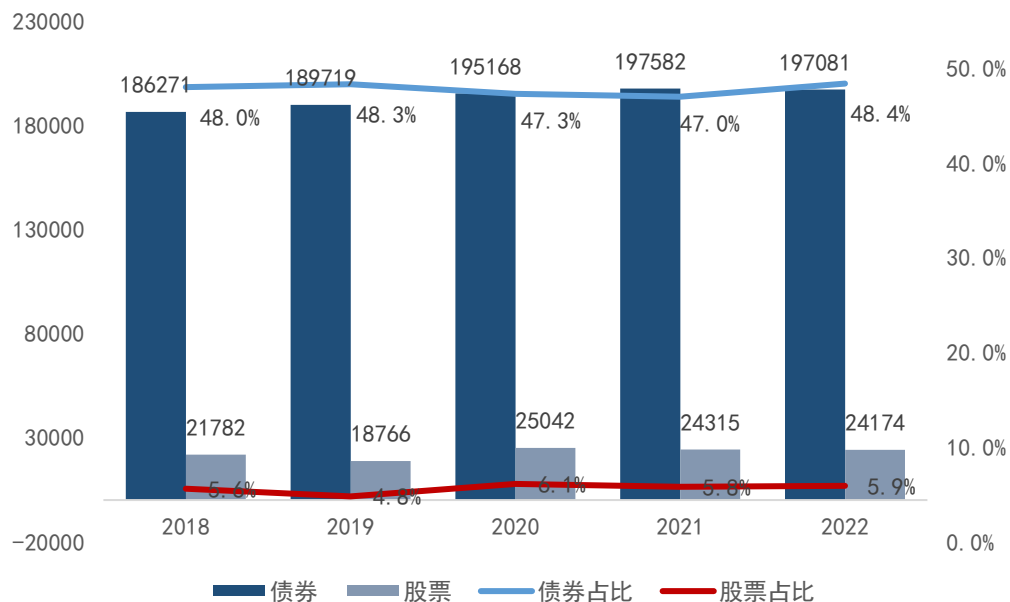


资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

日本保险资管：加大海外固收配置

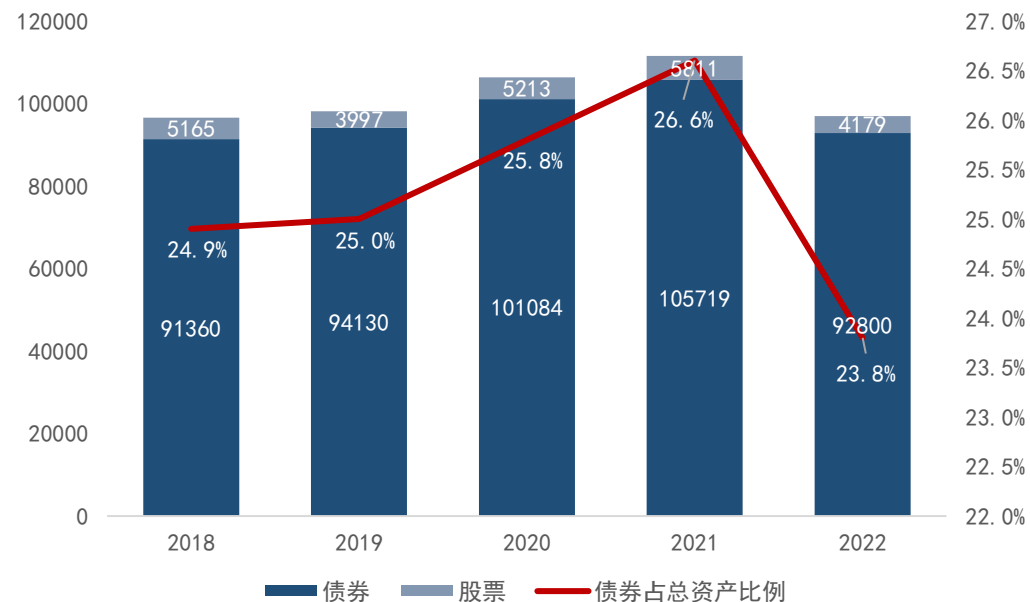
- 为应对日本国内长端利率下行趋势，日本保险业加大海外固收类资产配置。
- 2011年至2022年，日本寿险业海外固收类资产占海外证券比例维持在90%左右；截至2022年，海外固收类资产占海外证券的95.7%，海外权益类资产占比仅为4.3%。

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

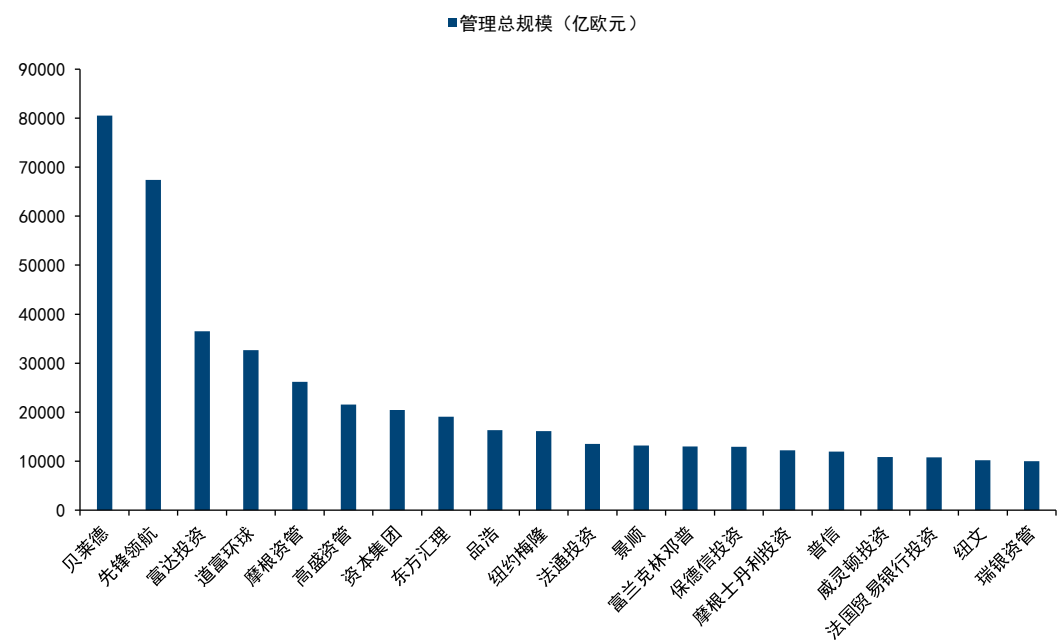
【 04 】 突破篇：范式转变

我国保险资管/理财/基金均进入全球资管榜单



- 截至2022年底，全球资管500强的总体规模为102.6万亿欧元（约合761.6万亿元），同比下降5.5%。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41家资管机构进入前500强，其中包括10家保险资管公司、13家银行理财子公司、15家公募基金公司、2家券商和1家养老保险公司。进入全球前100强的中国公司数量，从2022年的8家提高到10家。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：亿欧元）



资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

表：国内资管机构前15名全球排名变化

	2022年	2021年	名次变化
国寿资管	31	38	7
平安资管	36	45	9
泰康资管	64	75	11
易方达基金	67	74	7
招银理财	71	71	0
兴银理财	85	133	48
建信理财	91	86	-5
南方基金	97	112	15
华夏基金	99	102	3
农银理财	100	97	-3
工银理财	102	92	-10
中银理财	103	106	3
工银瑞信基金	105	104	-1
嘉实基金	105	129	24
广发基金	110	119	9

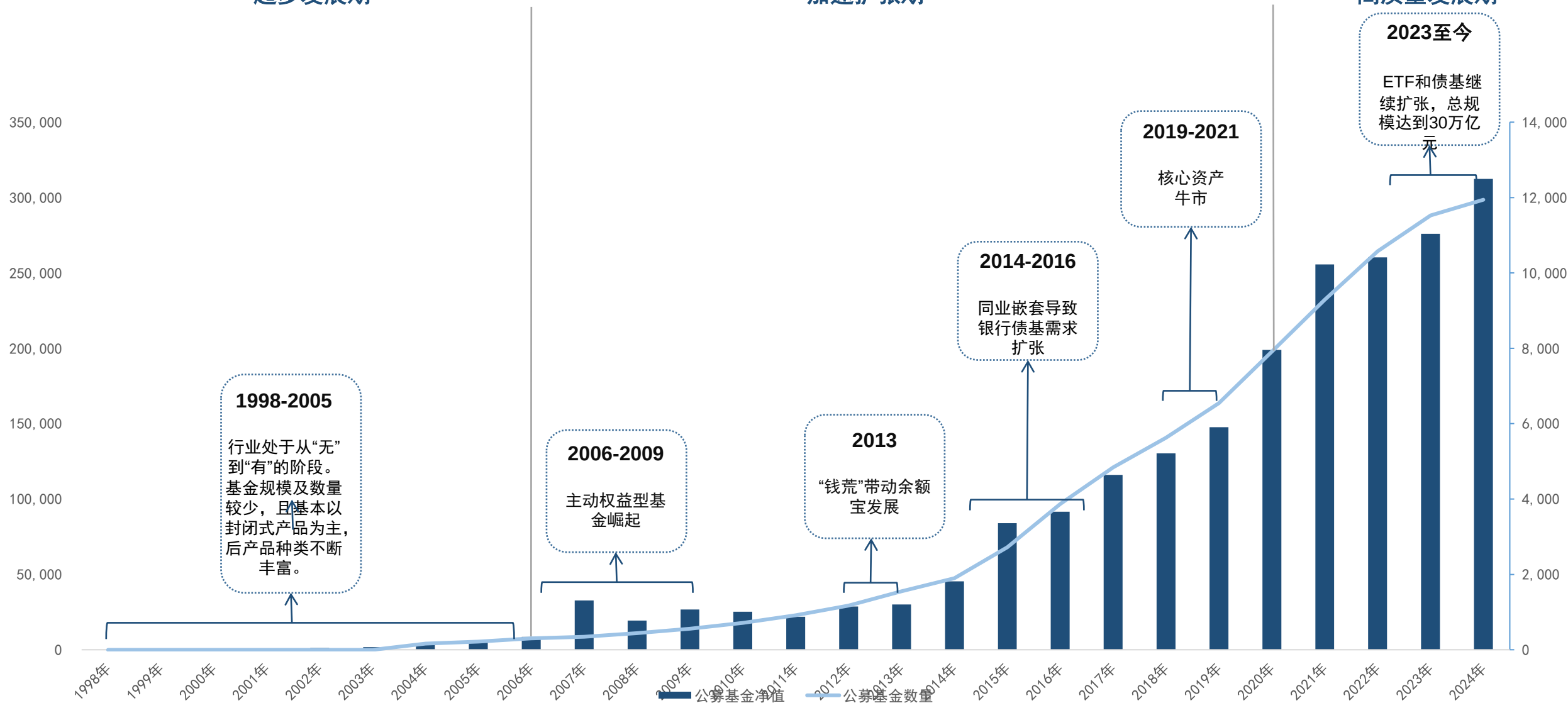
资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

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

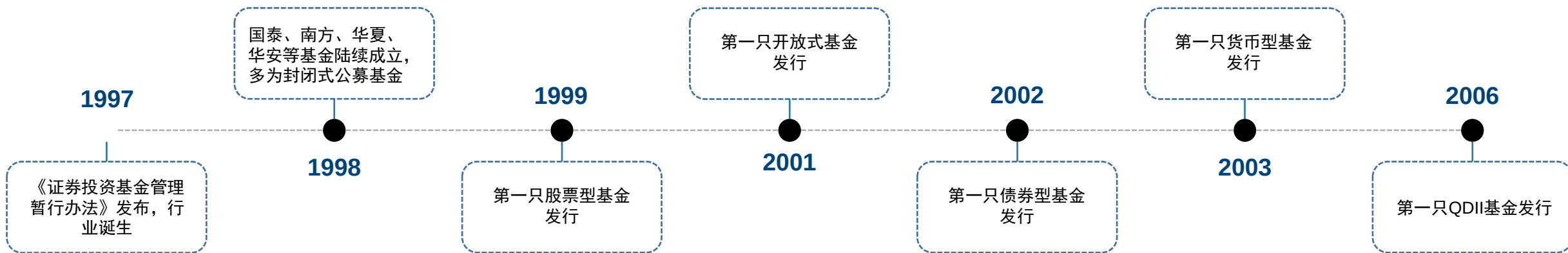


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

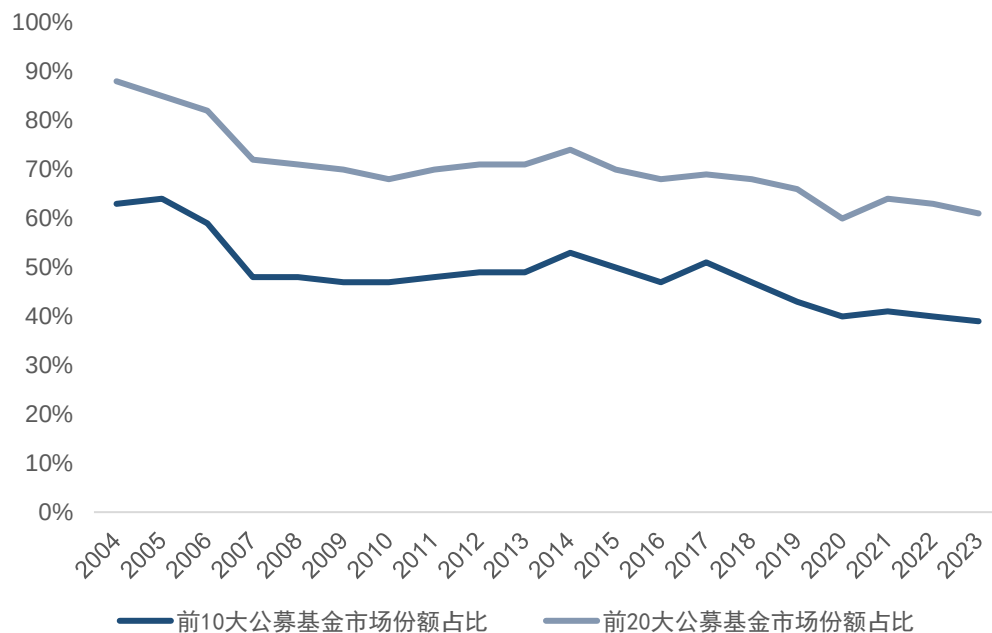


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

加速扩张期（2006-2020）：繁荣发展阶段

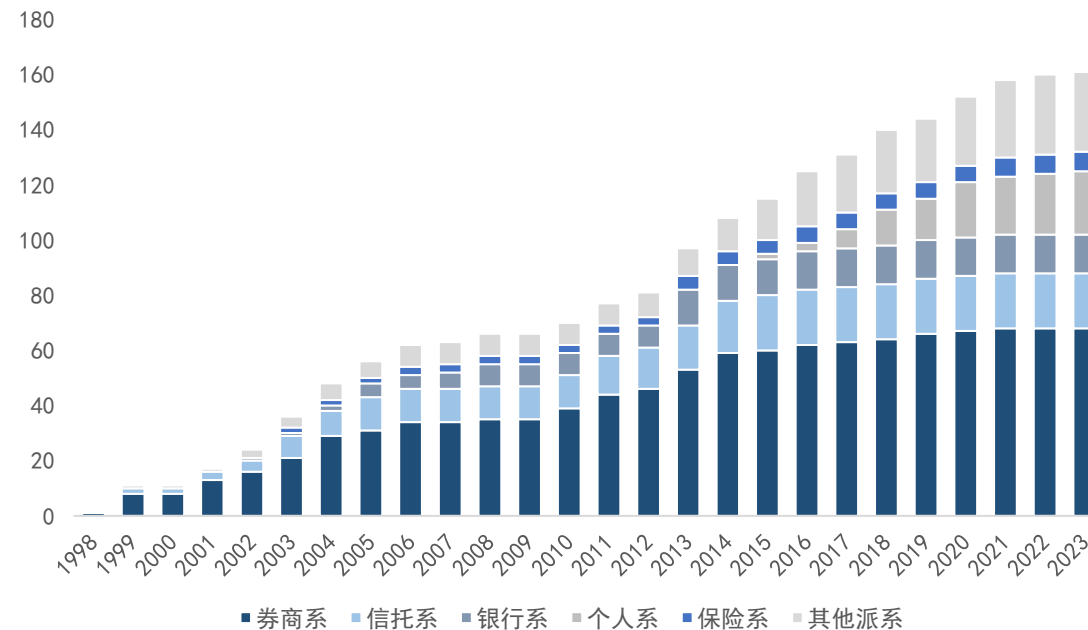
- 我国公募基金行业进入繁荣发展期，市场规模、产品类型、投资者数量均迎来多元化发展。各类派系公募基金涌现，包括券商系、信托系、银行系、个人系、保险系等。进入该时期的后半段，头部基金公司市场份额呈下降趋势，总体机构数量趋于稳定。
- 从产品层面来看，2005年至2007年，A股大幅上涨带动股票型基金发展，规模从5000亿元提升至15000亿元；2008年至2012年，随着A股市场的走低，债券型基金及货币型基金迎来高速发展；2013年“钱荒”带动余额宝发展，天弘一度位居行业首位；2014年至2020年，同业嵌套导致银行债基需求扩张。

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）

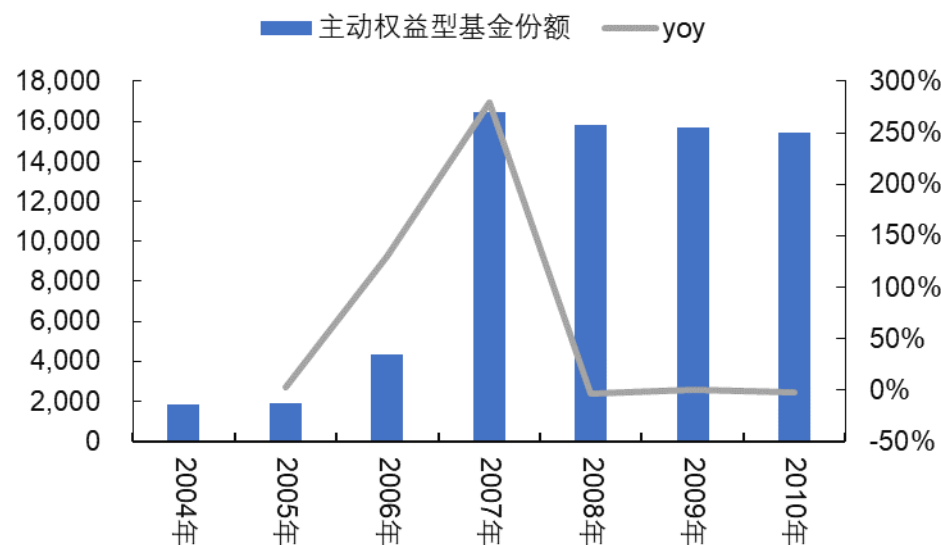


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2006-2009：主动权益型基金崛起

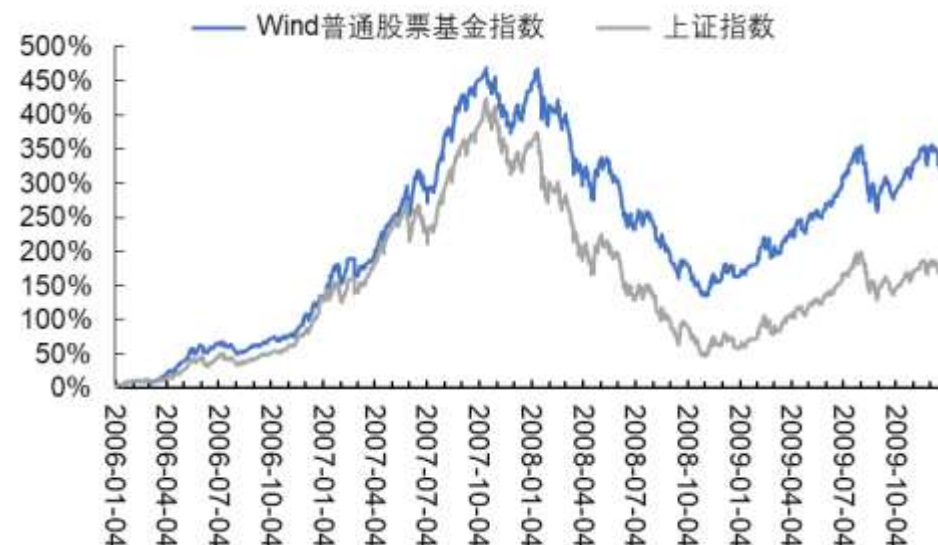
- 主动权益基金崛起：股市上涨提升权益资产吸引力，以主动权益基金为代表的公募基金成为个人投资者投资股市的渠道之一。
- 2006年，我国主动权益基金份额蹿升至4342亿份、同比+129.5%，并在2007年继续增长至1.65万亿份、同比+279.1%。占比角度，主动权益基金2006年、2007年增长份额占公募基金整体增长份额比重分别为162.7%、75.2%，成为稳定基金规模甚至是带动规模增长的中坚力量。
- 主动权益基金具备超额收益：2006年起，在经济保持高速增长、货币总体宽松、上市公司利润增长及投资者风险偏好提升的背景下，股市涨幅明显。普通股票型基金相对于市场仍能取得超额收益，对投资者吸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

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

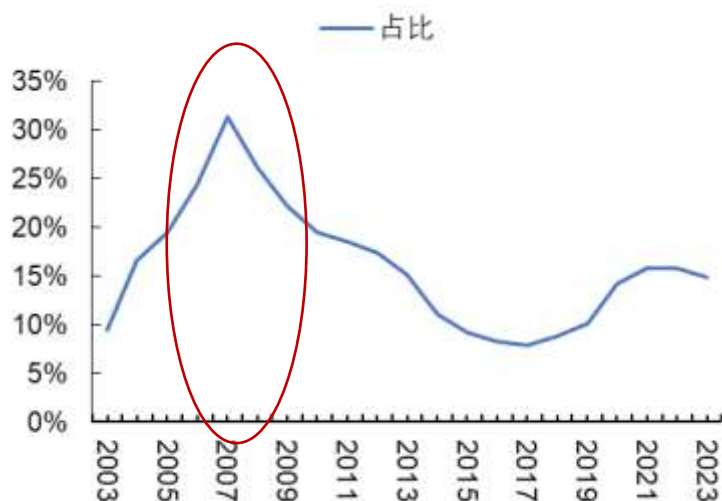


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2006-2009：主动权益型基金崛起

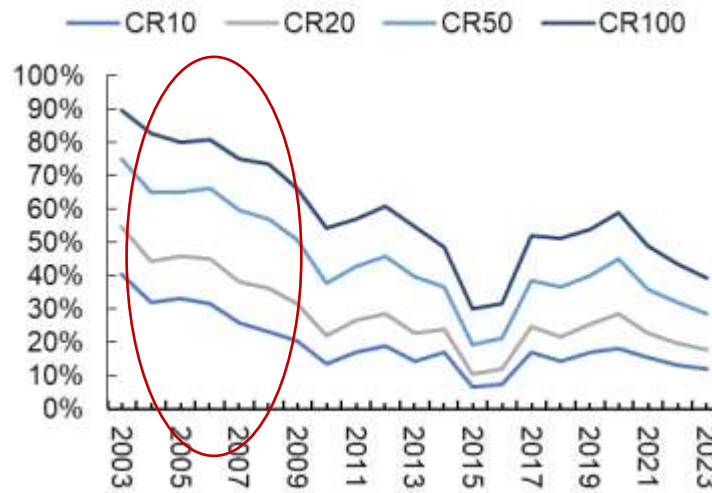
- 市值占比高、持股集中度高，公募基金对股票市场影响力大。从公募基金持股市值占A股自由流通市值角度考量，2003年起公募基金的市场影响力逐年增强，并在2007年达到峰值（当年公募基金持股占比已超30%）。此外，公募基金持股集中度在彼时亦处于较高水平，抱团程度高意味着基金投资行为一致性高，对股市亦能拥有较强的影响力。
- 股市高景气度对居民吸引力增强，公募基金成为个人投资者投资股市的渠道之一。2005年底，个人投资者持有基金份额占比仅53%，2006年底便蹿升至89%。考虑到期间基金新增份额以主动权益基金为主，因此个人投资者增加持有的基金亦以主动权益基金为主。

图：公募基金持股市值占A股自由流通市值比重



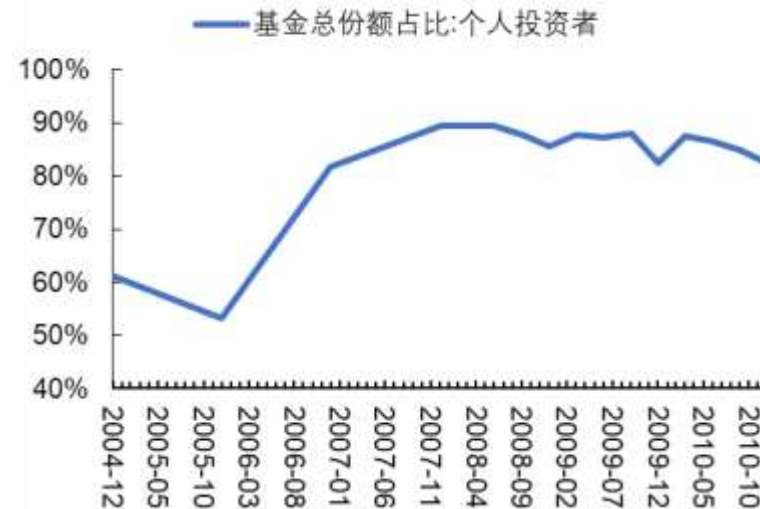
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



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

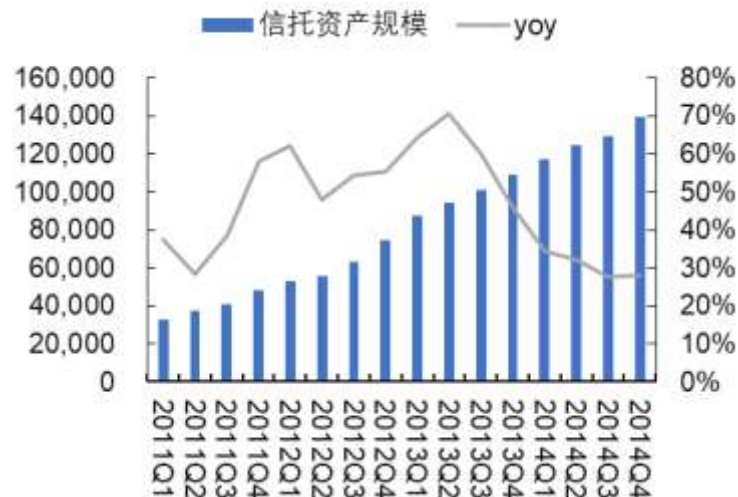
- “钱荒”背景下市场利率提升，类现金资产吸引力增强，促成以余额宝为代表的货币基金迅速发展。
- “钱荒”的成因：1) 2011年起经济下行压力加大，银行向实体经济放贷积极性不高，同时银行表内业务监管加强，银行借道表外、同业业务投向信托等非标资产，致使资金期限错配程度加深、杠杆加大，导致银行对流动性变化更加敏感；2) 时点冲击：美国退出QE预期、外汇占款回落及银行年中存贷比考核、上缴存款准备金等事件减少了市场上的流动性；3) 央行态度偏紧：2013年前5个月，央行OMO操作净回笼4780亿元，同时在5月发布的《2013年金融稳定报告》中表示了对银行表外业务和同业业务风险的关注。

图：2011年起我国经济下行压力加大



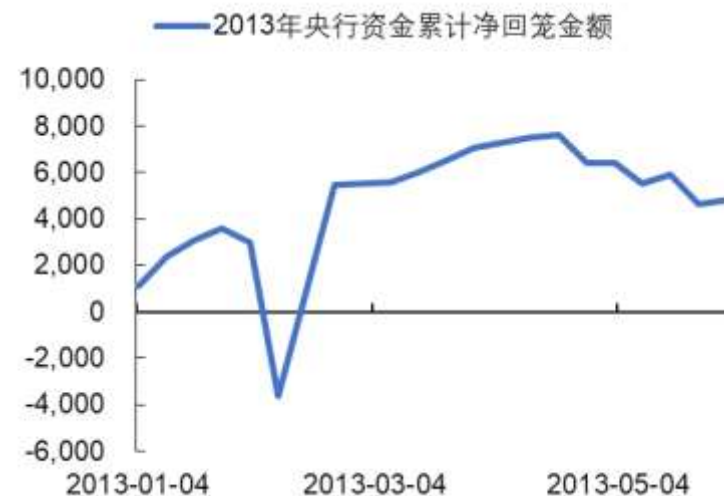
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

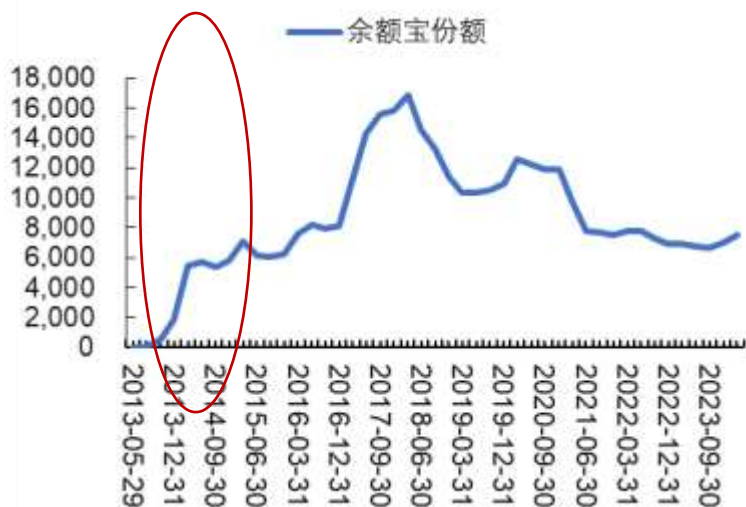


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2013：“钱荒”带动余额宝发展

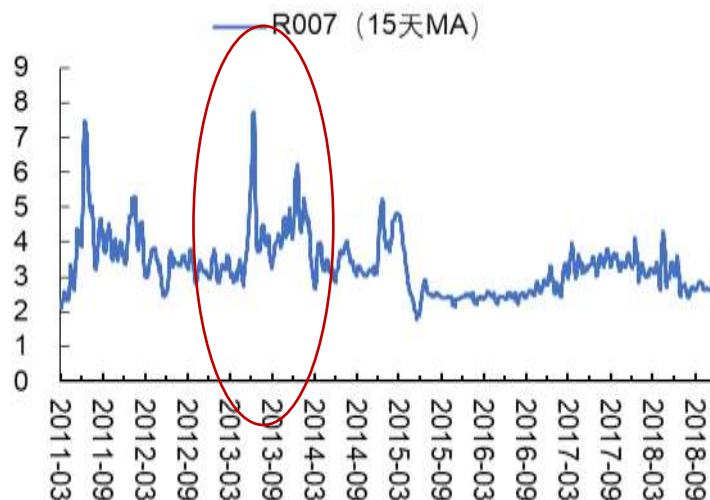
- 对零售客户而言，类活期存款、线上销售、较高的收益率等特性使得余额宝脱颖而出。2013年5月末，余额宝首发募集2.01亿份，一个月后升至42.44亿份，再一年后便升至5741.60亿份。
- 类活期存款：余额宝为T+1申赎规则，能够满足居民的日常流动性需要；线上销售：余额宝背靠支付宝流量优势顺势切入货币基金领域，线上销售方便快捷，初出茅庐便实现快速崛起；较高收益率：“钱荒”背景下市场利率提升，余额宝7日年化收益率一度接近7%，2013年全年简单平均收益率4.9%，远超同期活期存款利率。

图：天弘余额宝份额变化趋势（亿份）



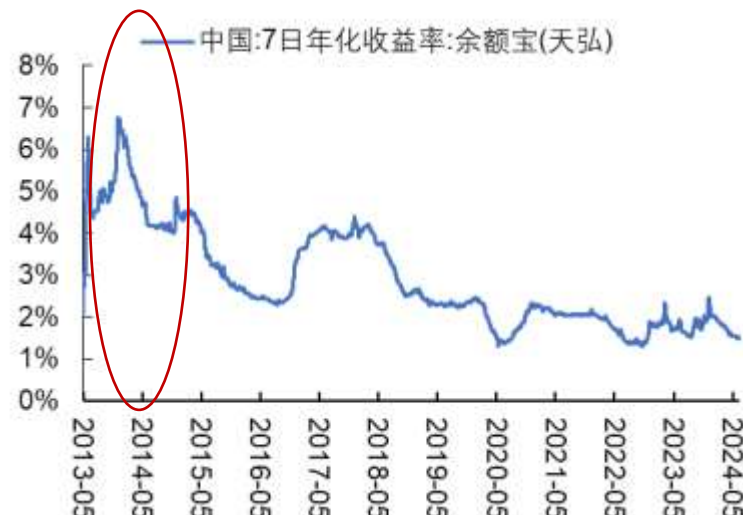
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

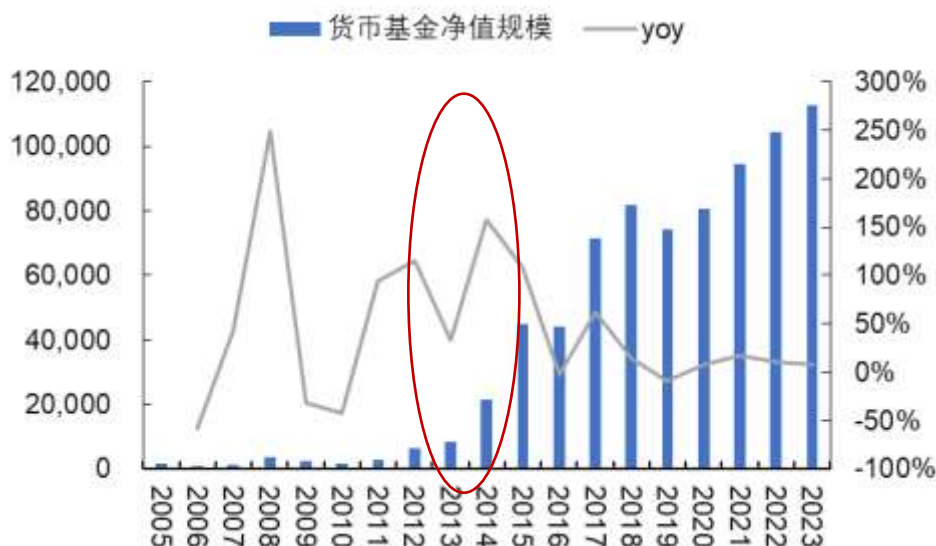


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2013：“钱荒”带动余额宝发展

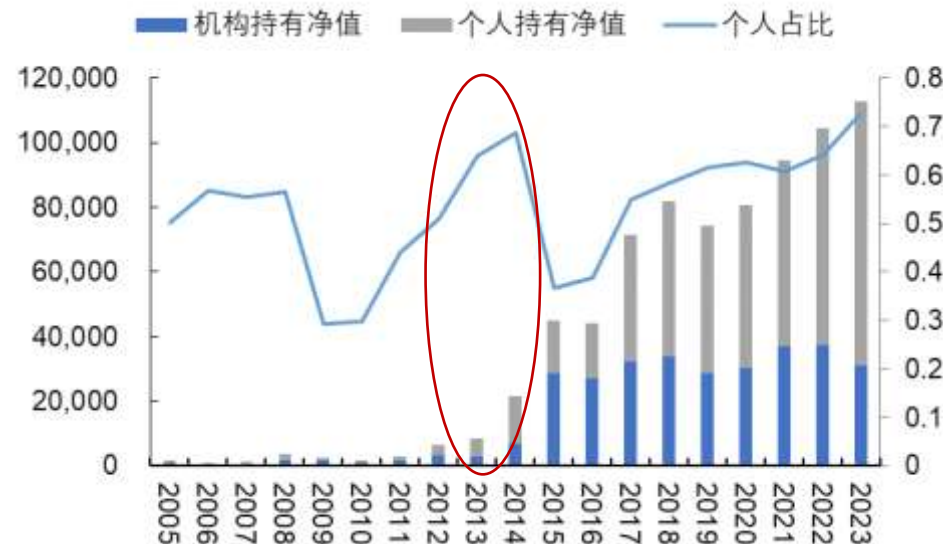
- 对机构客户而言，税收优惠使得货币基金备受青睐。根据财政部相关规定，投资基金不属于金融商品转让，不需缴纳增值税；对投资者从基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。结合当时货币基金收益率较高的特点，机构投资者持基份额亦呈显著增加态势。
- 个人投资者及机构投资者持基规模共同增长。货币基金净值规模增速：2013年+32.8%、2014年+157.5%。考虑到个人投资者线上申购更加便捷，因此个人投资者持基占比有所增加，2014年个人投资者持有规模占比达68.7%，为阶段高点。

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）

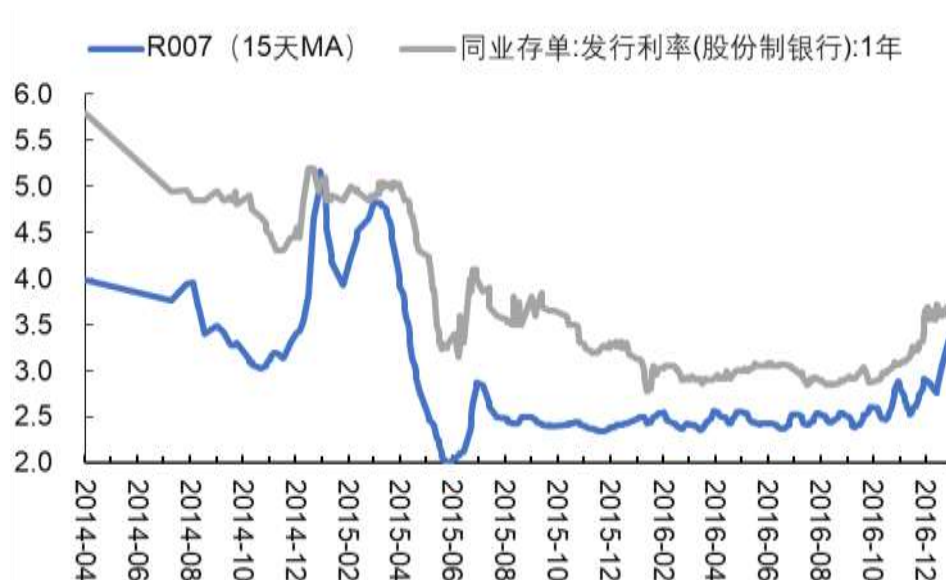


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2014-2016：同业嵌套导致银行债基需求扩张

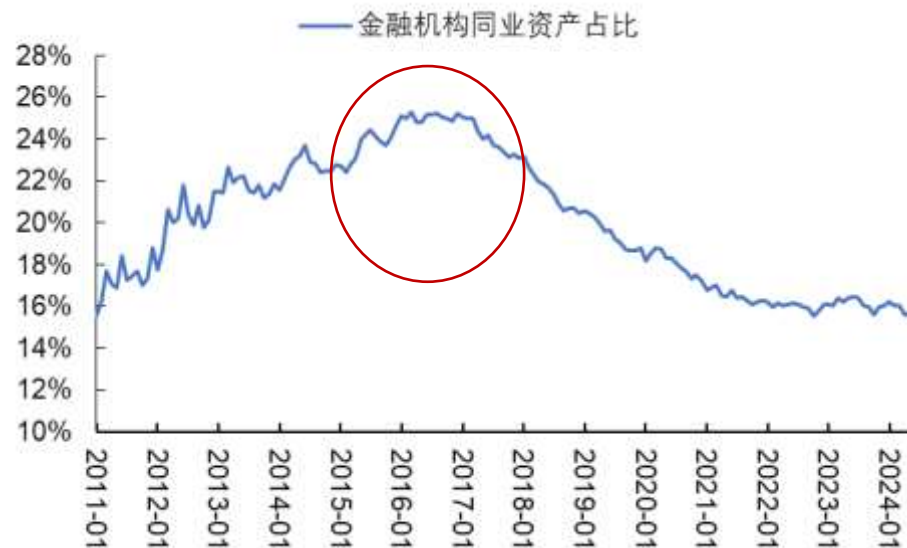
- 流动性宽松背景下，银行业主动增加负债并通过委外投资债券，资金空转严重。
- 2014年起我国逐步进入流动性宽松时期，使得银行同业业务规模持续扩大。这一期间，金融机构同业资产占总资产比重在高位持续提升。银行资产负债规模保持扩张，并委托外部机构投资债券，通过期限错配和加杠杆等方式增厚收益。

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

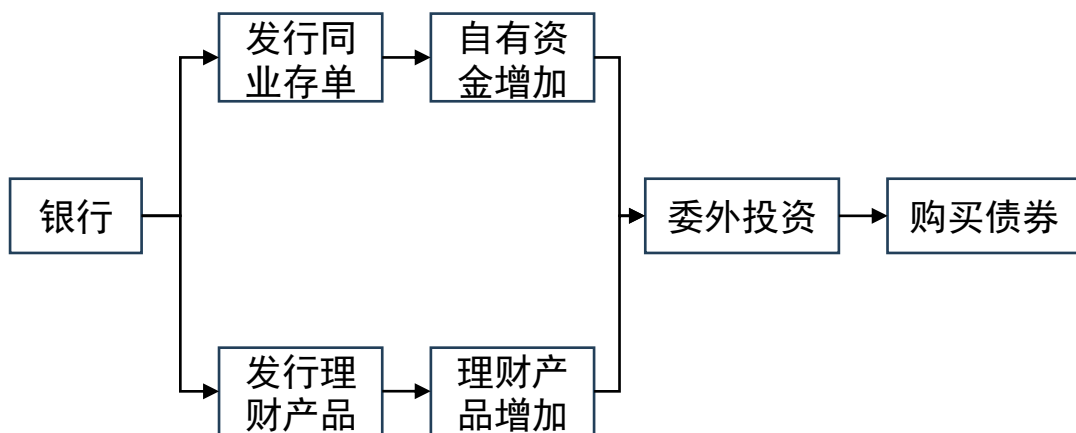


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2014-2016：同业嵌套导致银行债基需求扩张

- 银行的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

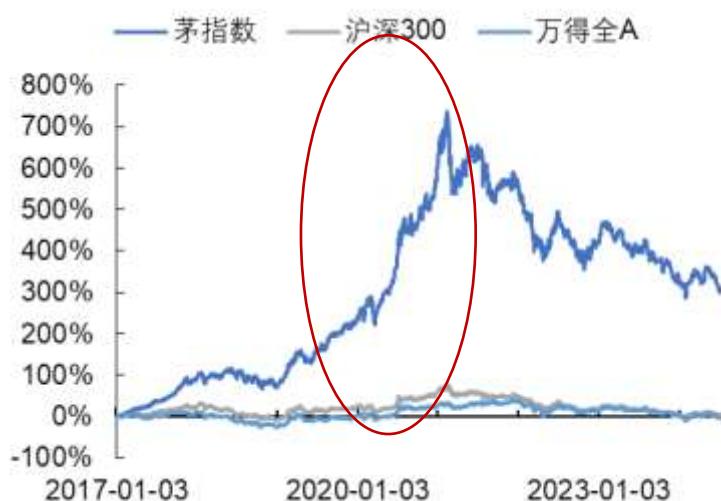


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019-2021：核心资产牛市

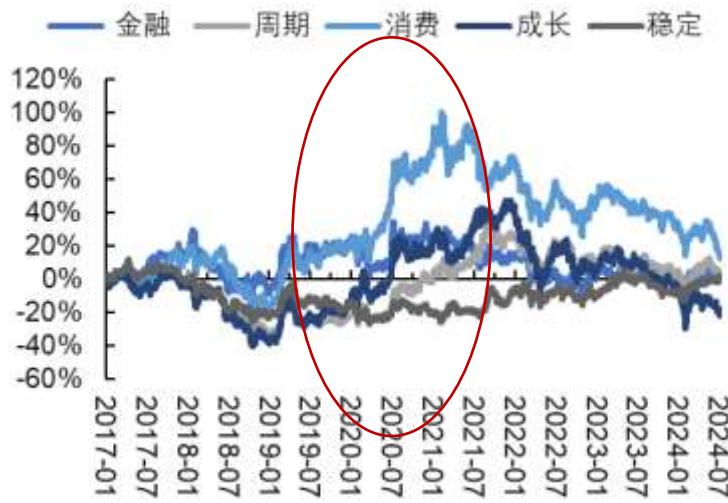
- 科技、消费、医药、新能源等行业接连涌现出行业性的投资机会，个人投资者带动主动权益基金规模扩张。
- **核心资产牛市**：以茅指数为代表的高成长性或高ROE行业的龙头公司超额收益明显。从风格看，消费、成长、周期（依靠汽车及有色带动）阶段性超额收益明显。实际上，自2017年北向资金净买入额迅速增长之时，A股核心资产牛市便已然启动。2019年初，在猪周期、券商资产质量担忧减轻的背景下，农业股、券商股再度开启牛市行情。半导体、新能源等行业在我国产业政策扶持下呈现高成长性，推动牛市行情延续。国内外货币宽松、我国疫后经济复苏态势良好，消费、医药等行业再现快速上涨，将核心资产牛市推向高潮。

图：2017年初以来茅指数累计超额收益变化趋势



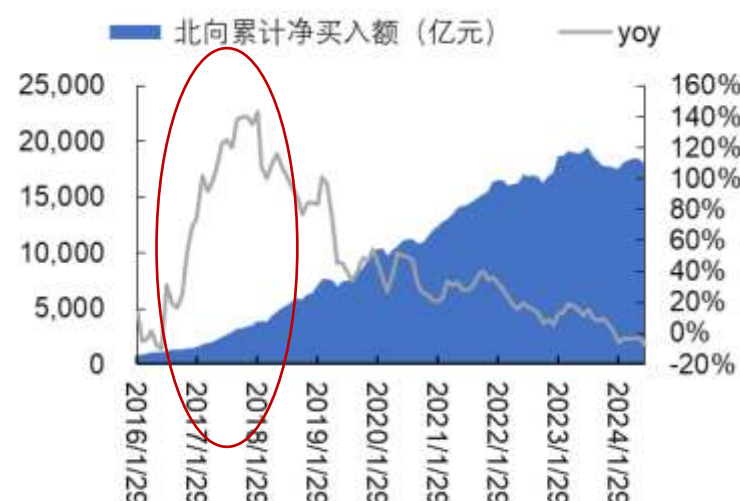
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）

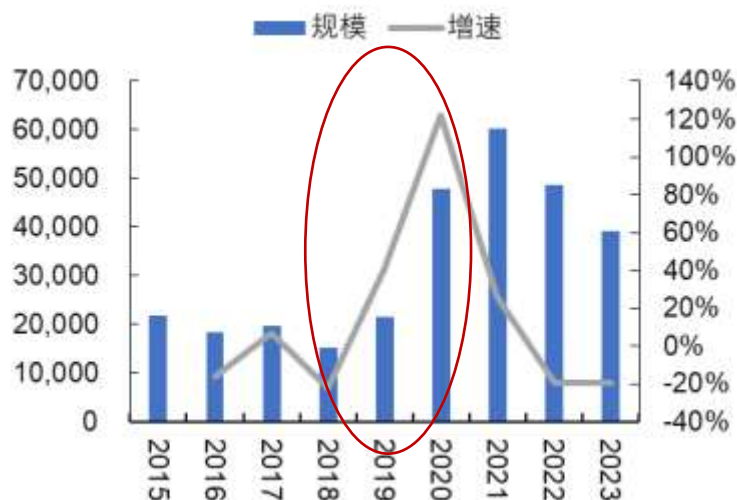


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019-2021：核心资产牛市

- 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

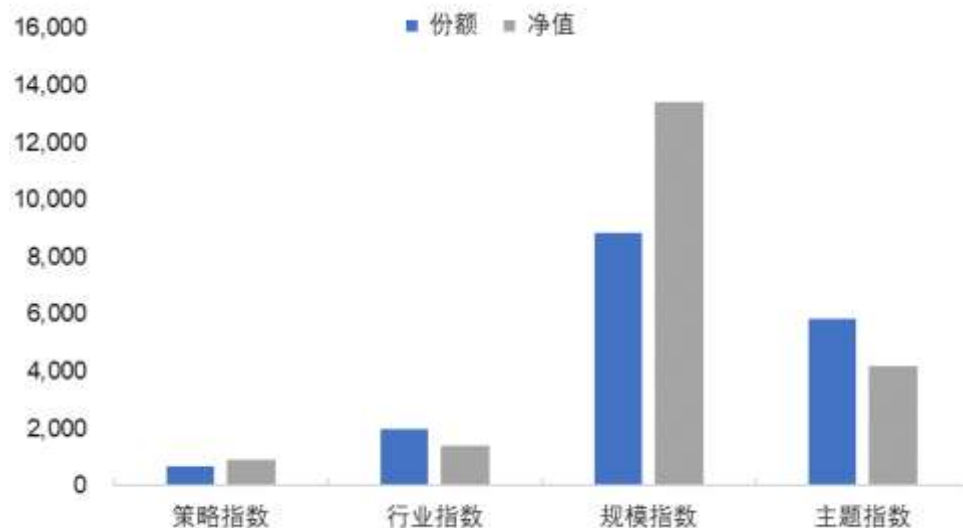


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业主题基金在核心资产牛市期间增长较快

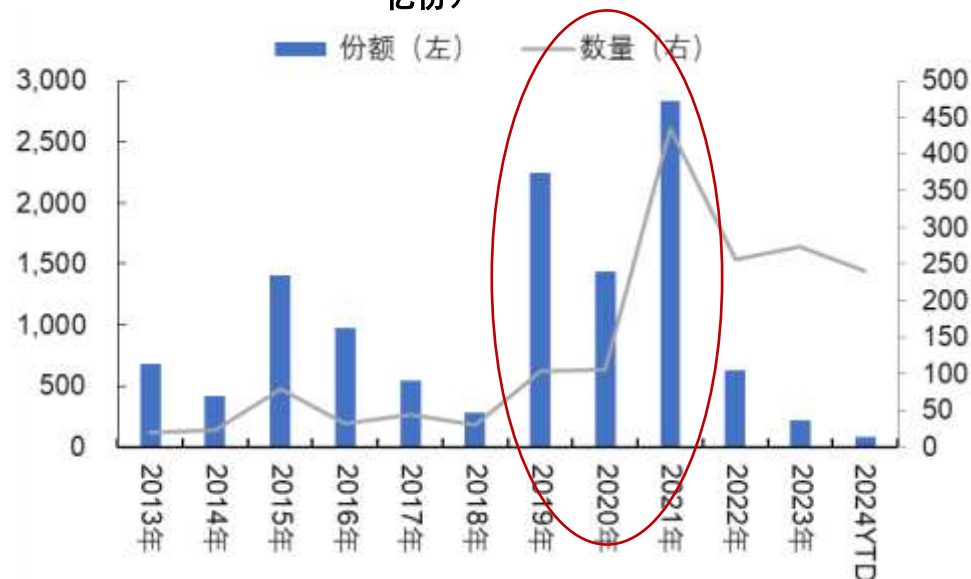
- 核心资产牛市中的行业性成长机会促进了行业主题基金快速发展。
- 以ETF测度，2019-2021年间行业主题基金数量及份额大幅度增长。
- 核心资产牛市期间发行较多行业主题ETF，致使目前众多ETF单位净值小于1。2022年起，核心资产投资热度降低，相关资产价格开始走低。截至目前，合计来看，跟踪行业指数和主题指数的ETF，其净值规模明显小于份额规模。

图：跟踪各类指数的ETF份额及净值合计（单位：亿份，亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业及主题ETF在2019-2021年期间数量及份额快速增长（单位：只，亿份）



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

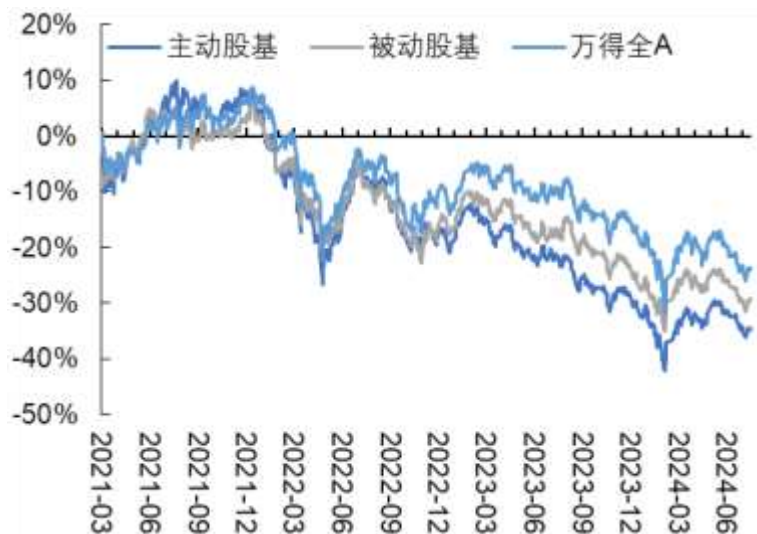
排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
1	华夏	华夏	华夏	华夏	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	易方达	易方达	易方达	易方达
2	嘉实	嘉实	易方达	天弘	华夏	华夏	工银	易方达	易方达	易方达	易方达	广发	华夏	华夏	华夏
3	易方达	易方达	嘉实	嘉实	工银	易方达	易方达	工银	建信	博时	汇添富	汇添富	广发	广发	广发
4	博时	南方	南方	易方达	嘉实	工银	华夏	建信	工银	南方	南方	华夏	富国	富国	嘉实
5	南方	博时	博时	南方	易方达	嘉实	南方	博时	博时	工银	华夏	富国	招商	招商	富国
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	招商
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
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	南方
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	汇添富
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	鹏华

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：按非货币公募基金规模排序

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

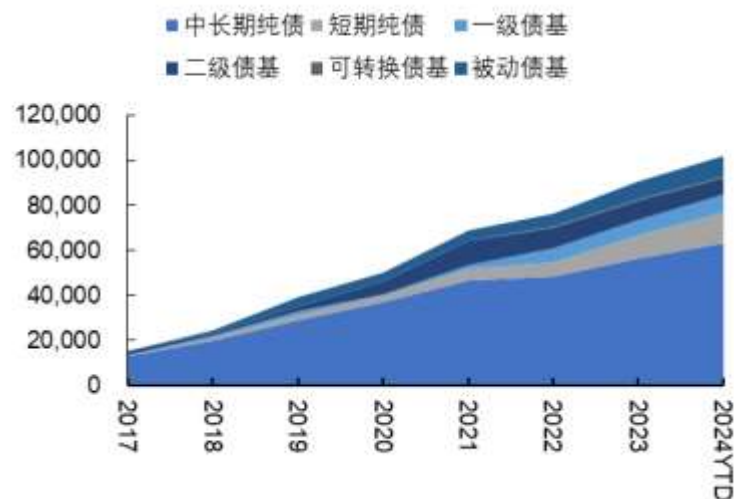


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）



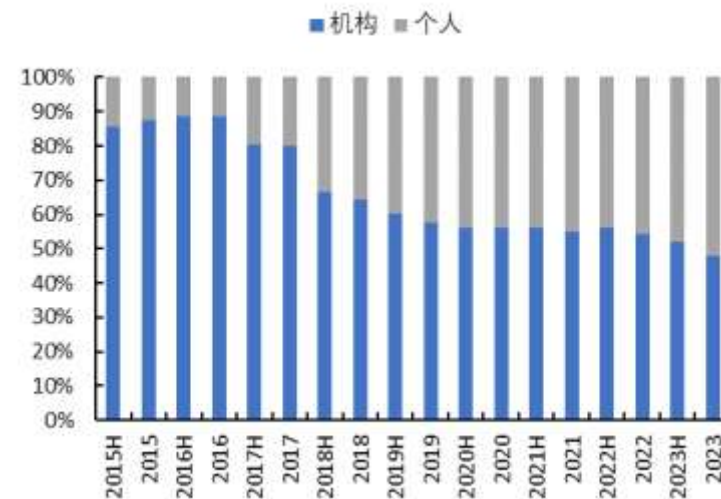
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：此处的债基剔除了混合一级债基和混合二级债基

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

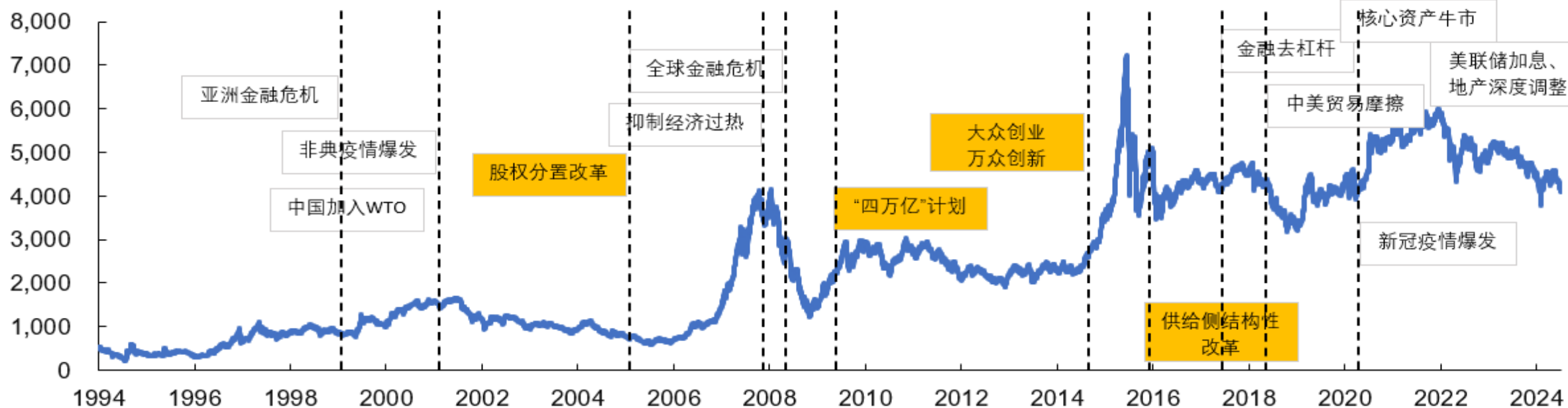
图：个人投资者持有ETF份额占比提升



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

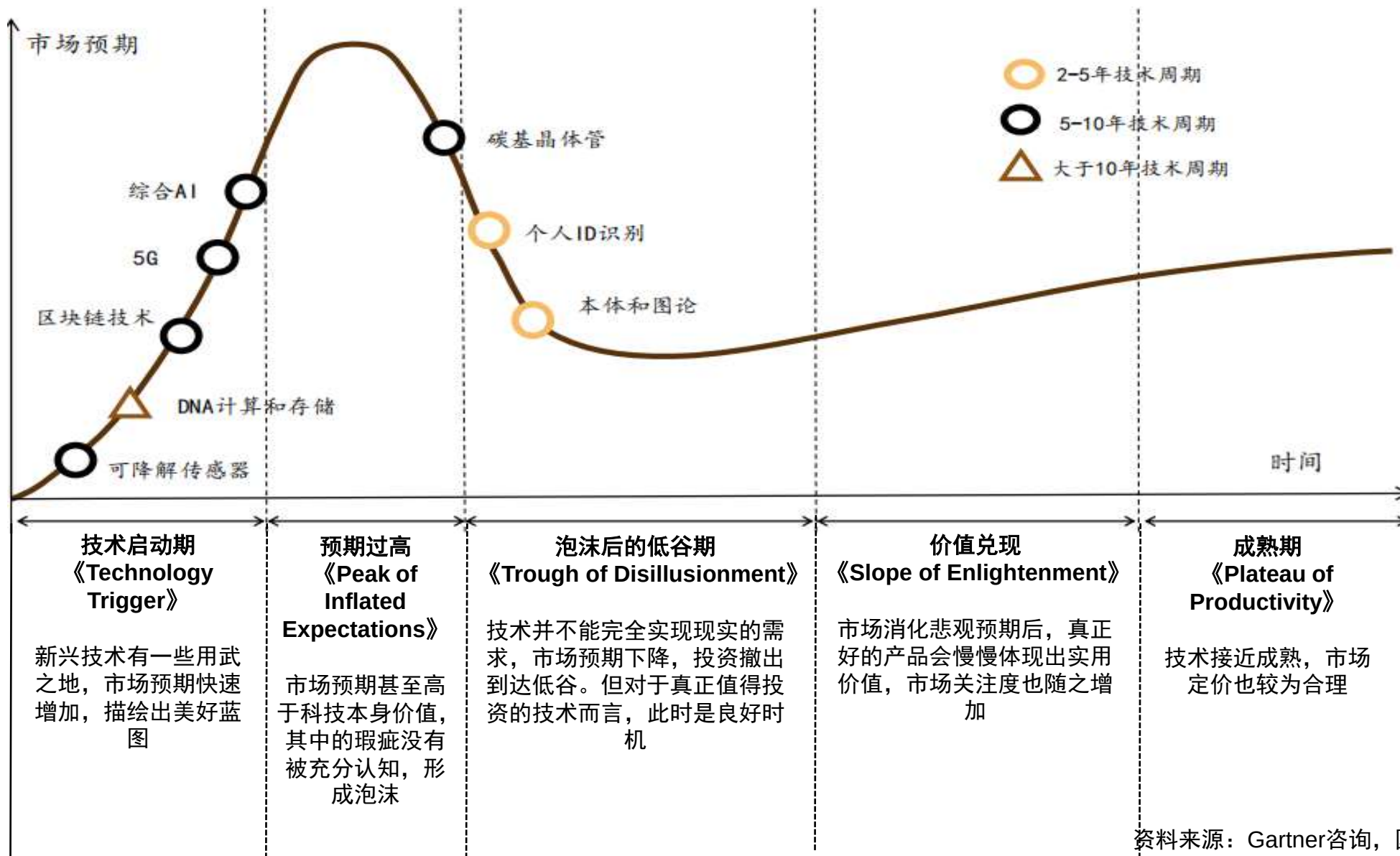
➤ 第一阶段：资本市场初建成 ■ 时代印记：1) 中国股市刚刚建立，还在摸索期；2) “入世”、“申奥”； ■ 核心驱动力：风险偏好+基本面 ■ 主线：深圳等经济特区成立，改革开放如火如荼，出口高速增长；	➤ 第二阶段：市场建设加速期 ■ 时代印记：1) 股权分置改革；2) 颁布《证券发行管理办法》，规范市场； ■ 核心驱动力：基本面+政策 ■ 主线1：围绕“工业化”展开布局； ■ 主线2：大力发展资本市场； ■ 主线3：全社会加大固定资产投资	➤ 第三阶段：金融危机消化期 ■ 时代印记：1) 09年4万亿帮助度过经济难关；2) 开始注重节能减排；3) 逐步扩大内需 ■ 核心驱动力：流动性+风险偏好 ■ 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

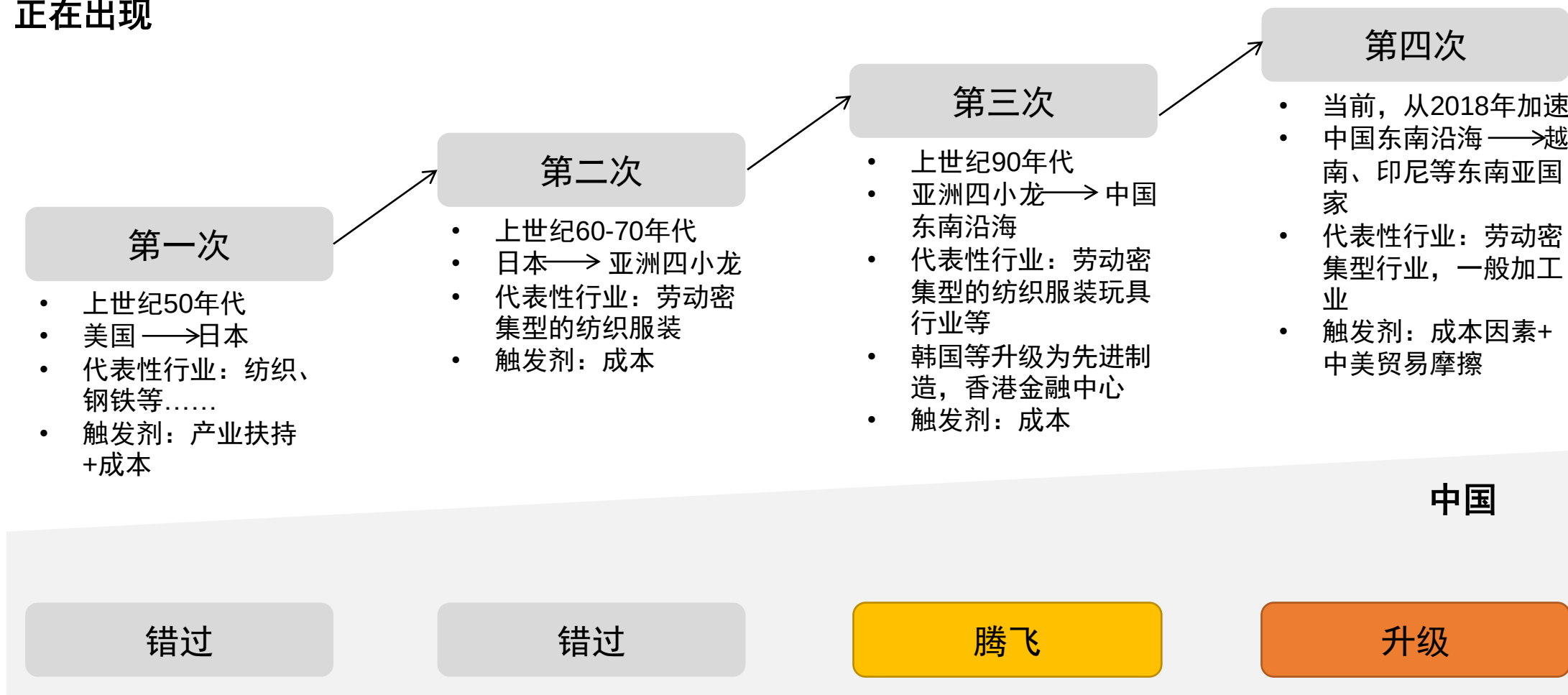
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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，鼓励“个人英雄主义”，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

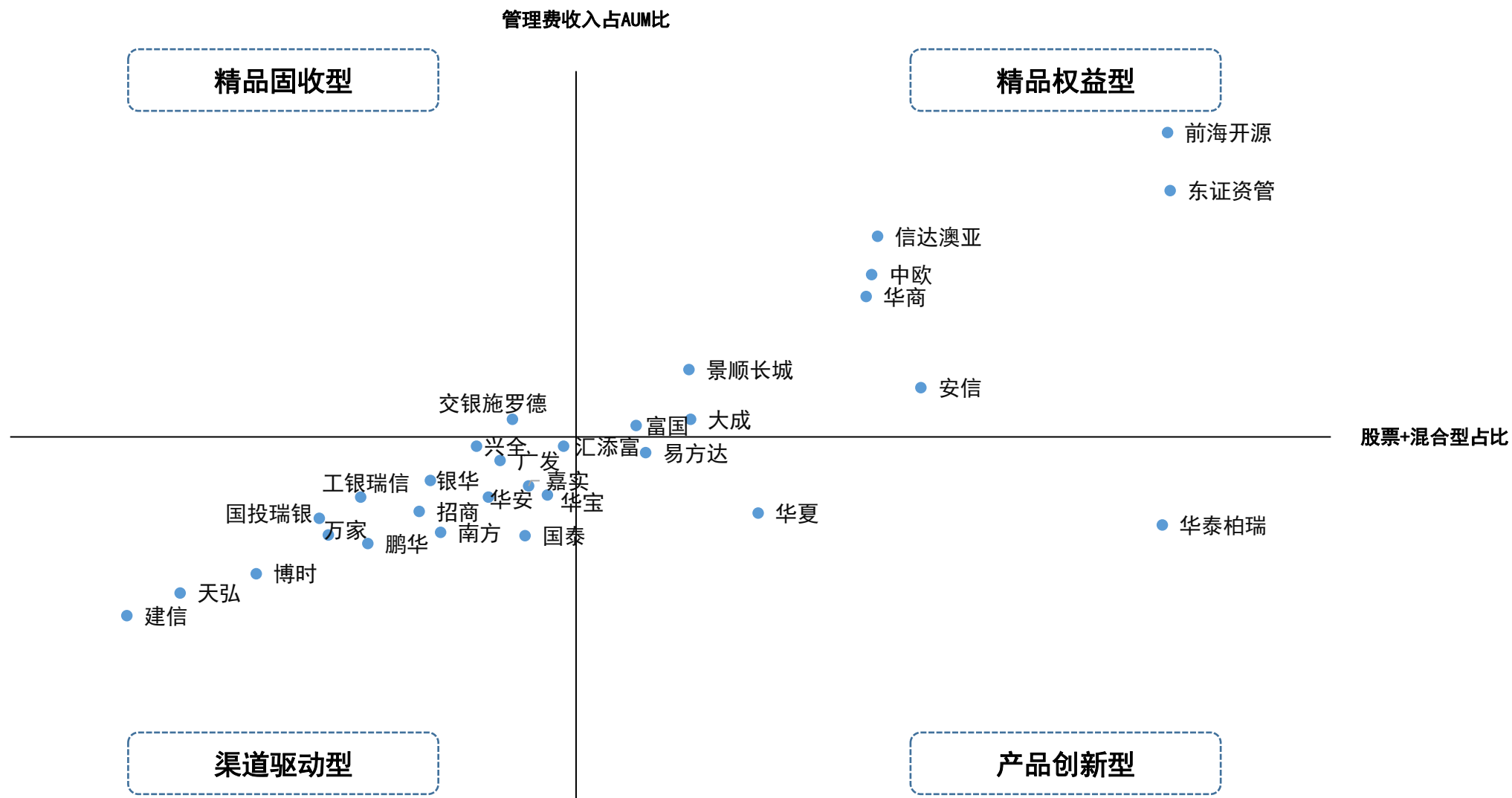
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

- 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2023年股票型+混合型基金净值占比，纵轴代表2023年基金公司管理费处以管理的净值规模。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 】 机遇篇：范式转变

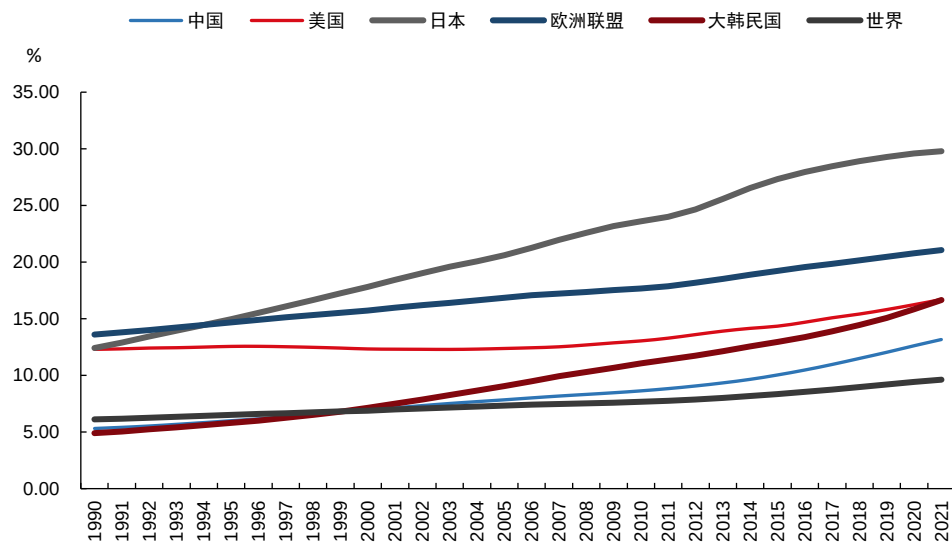
- 今后，中国资管行业的发展有三大机遇：**一是养老金**，需要在制度层面全面推进个人养老金账户、设计出与之相适配的税收激励政策，以及进一步完善其他配套政策；**二是高净值客户**，预计中国该群体的数量和投资规模将在未来五年延续较快增长；**三是中国居民财富再分配**，特别是从房地产和存款向金融资产的转移。
- 在具体的资产配置模式方面，无论是养老金、高净值客户，还是普通居民，都存在绝对收益和业绩弹性的双重需求，诸如“全天候”、“固收+”之类的均衡型资产配置模式在我国将具有较强的竞争力。

——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

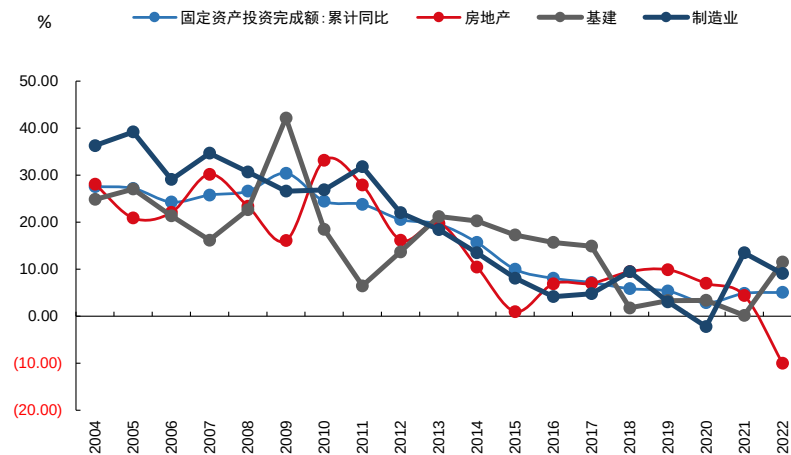
- 人口老龄化加剧、城镇化率快速突破后以城投和地产驱动的增长模式遇到瓶颈。这意味着此前通过劳动力、资源、环境等低成本要素大量投入来驱动经济增长的野蛮式投资模式已经走到尽头，因此2011年之后我国经济增长中枢下移。

图：我国人口老龄化加剧，与美国的优势在缩小



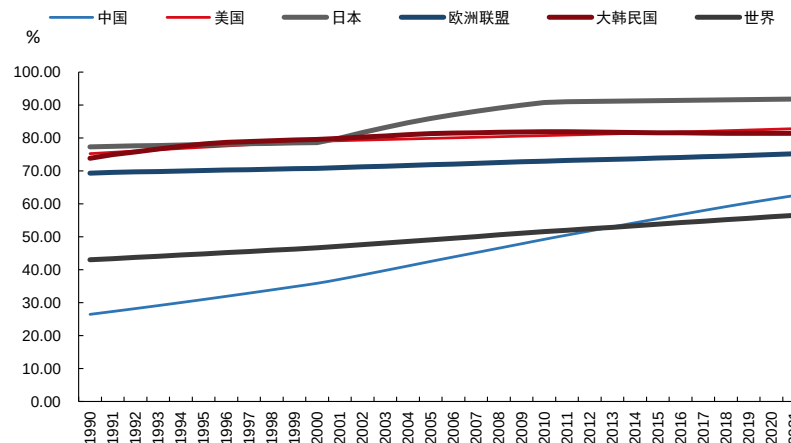
资料来源：世界银行，Wind，国信证券经济研究所整理

图：我国房地产和基建投资增速大幅下行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：我国城镇化率快速提高，已快达到70%

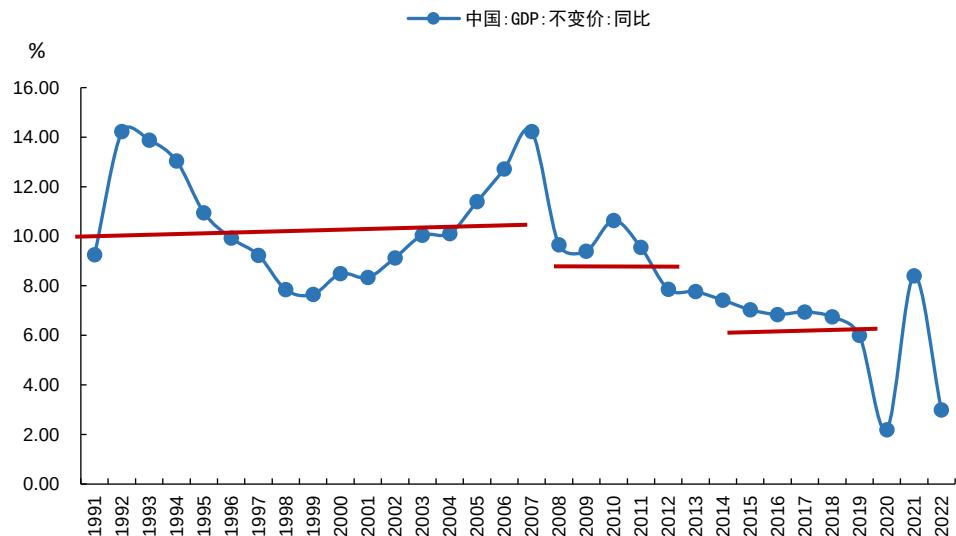


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“资产荒”形成：经济增长中枢下移，基础资产收益率下降

- 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。

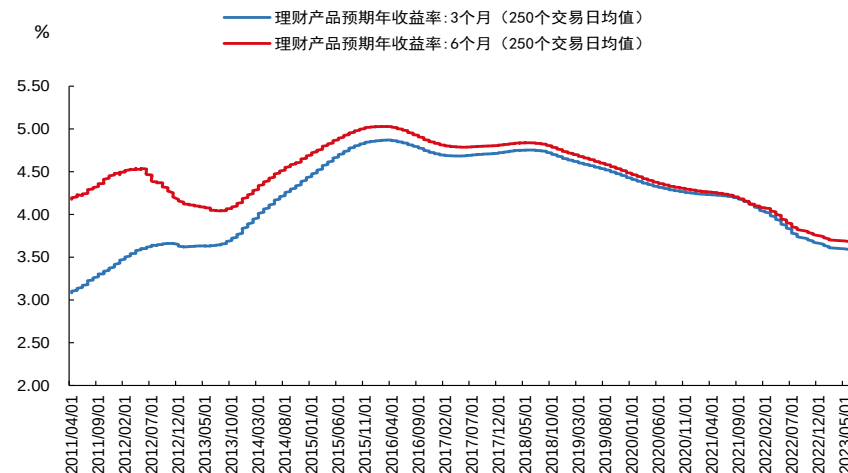
图：我国经济增长持续下台阶



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

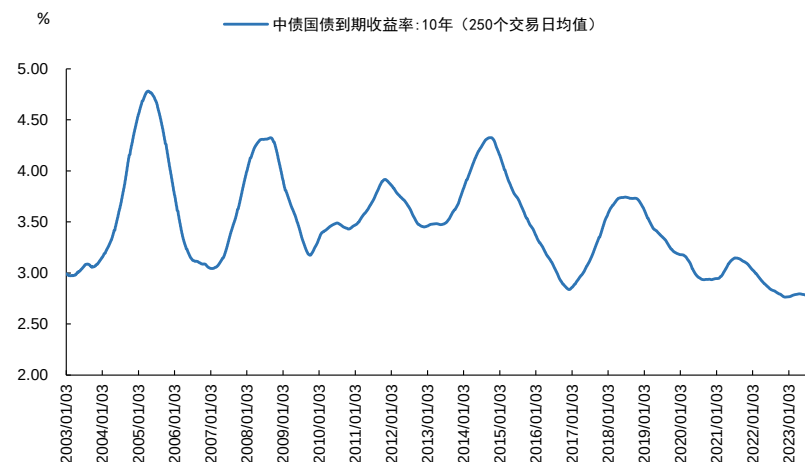
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：近年来理财产品收益率持续下行



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

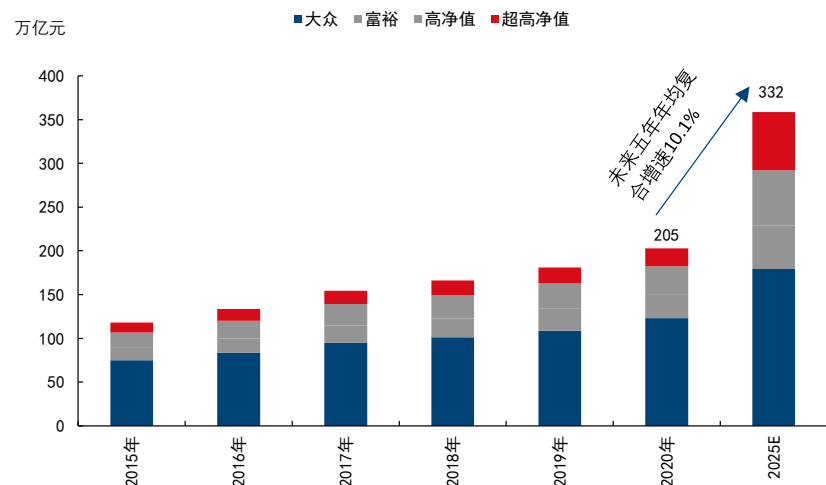


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。

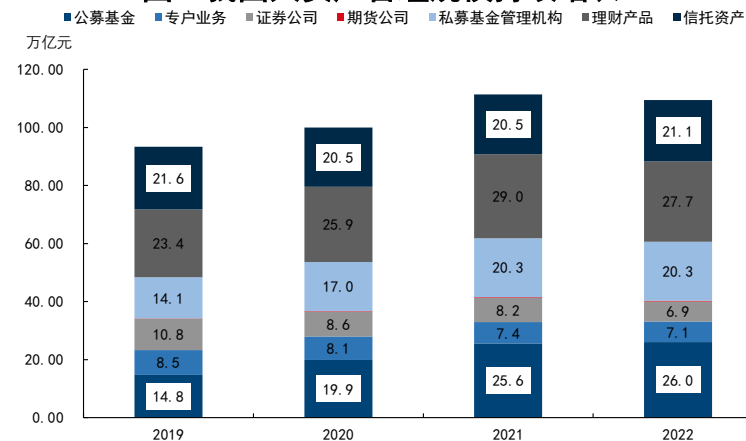
图：我国居民金融资产成长空间广阔



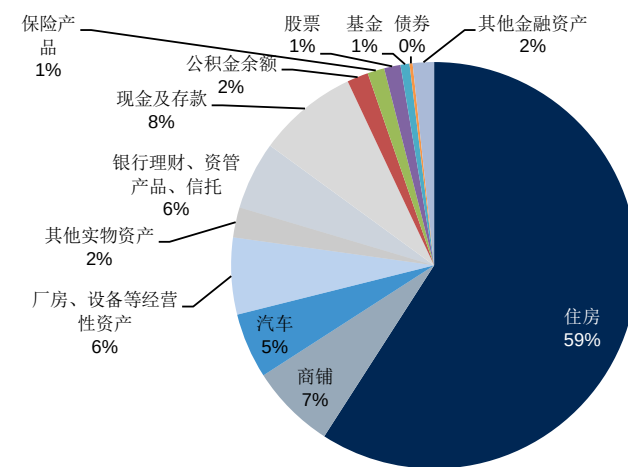
注：超高净值人群：个人金融资产>2500万美元；高净值人群：100万-2500万美元；富裕人群：25万-100万美元，大众人群：<25万美元。

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：我国大资产管理规模持续增长



图：当前我国居民金融配置比例处在低位

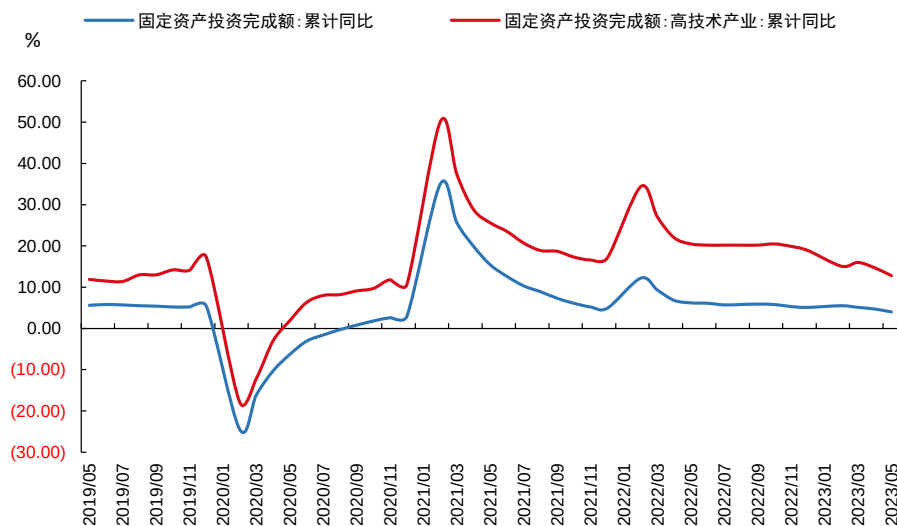


资料来源：《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，央行，2019年；Wind，国信证券经济研究所整理

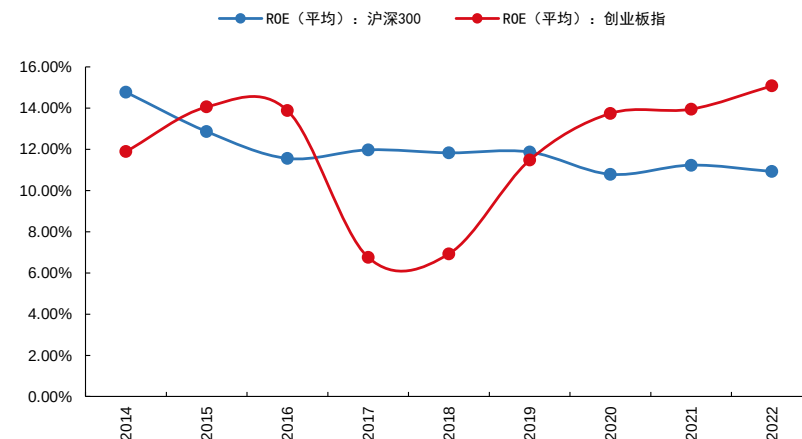
结构性机会：经济转型催生成长型投资机会

- 成长型资产是经济转型升级阶段值得持续关注的投资方向：资产管理的最终落脚点是要服务实体经济，与经济发展相辅相成。经济高质量转型背景下现代服务业、高端制造业、基础产业等崛起，将为资产管理行业带来结构性的投资机遇。
- 近年来我国高新技术产业投资大幅扩张，且盈利能力相较于传统产业的优势日益凸显。

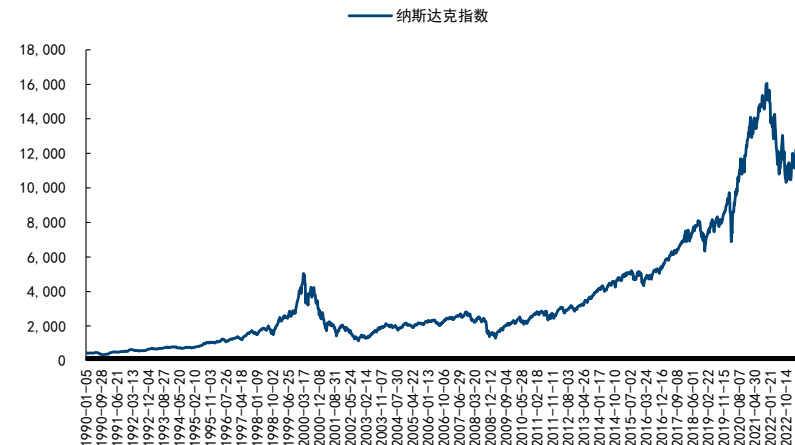
图：我国高技术产业投资增速持续处在高位



图：创业板指盈利能力较沪深300优势凸显



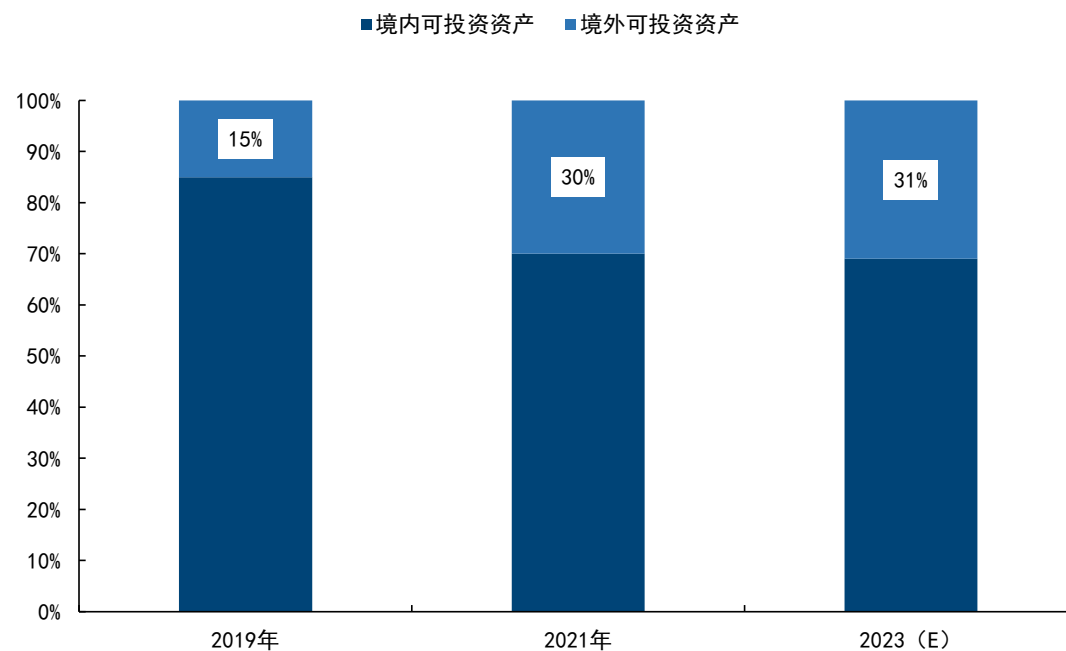
图：代表全球技术创新的纳斯达克持续走牛



结构性机会：跨境资产配置机遇提升

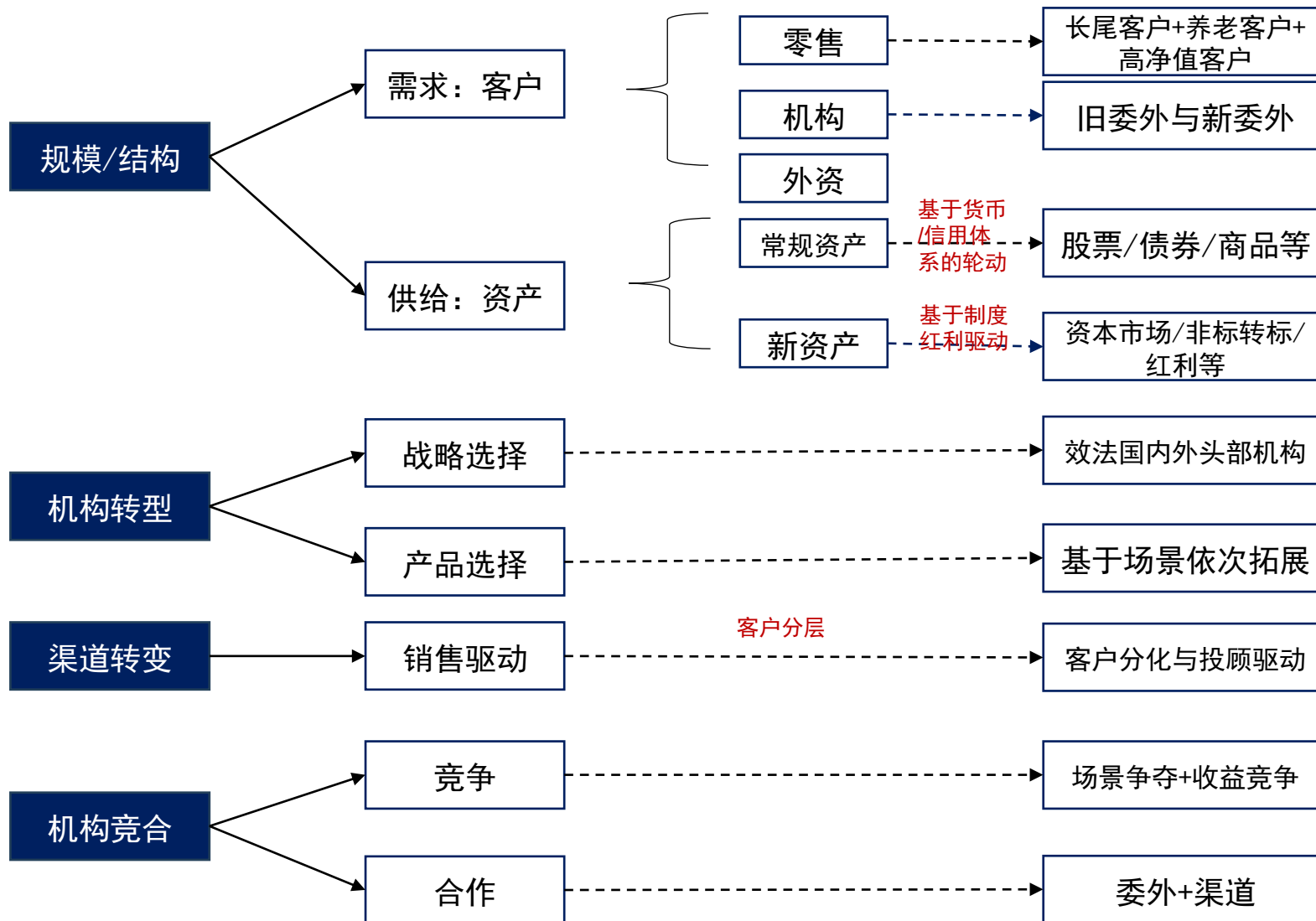
- 随着全球经济一体化的逐渐形成，以及人民币国际化加速推进，进行全球化海外资产配置将备受国内高净值人群的青睐。全球各个国家经济发展阶段都不尽相同，把投资视野拓宽到全球，跨地域国别的投资，让资产组合拥有更强的风险承受能力的同时，也能让投资者分享其他经济体成长的红利。

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

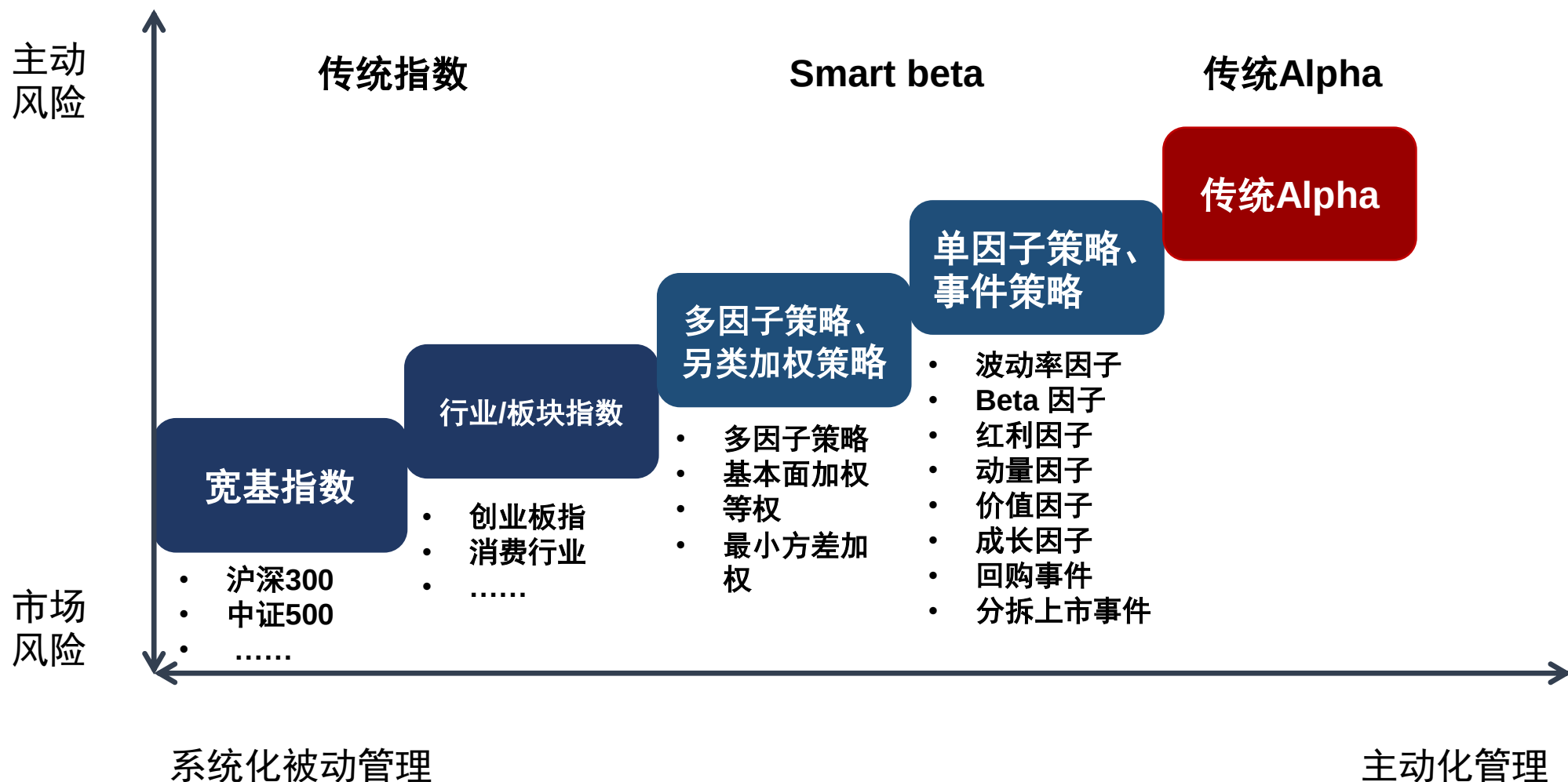
如果是增规模1000亿，稳定的增收2亿呢？

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。



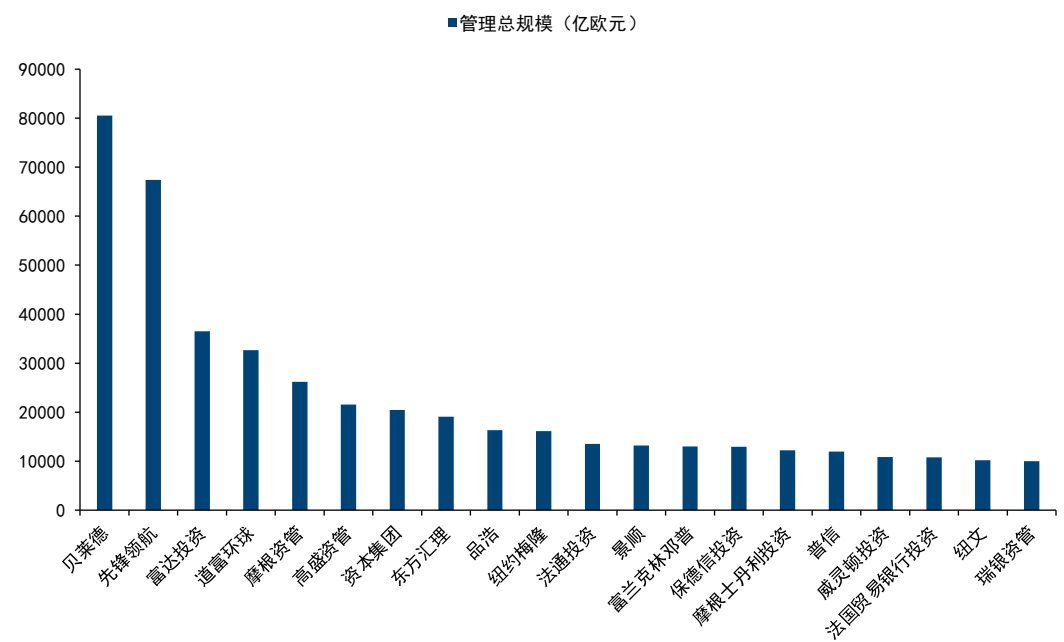


我国保险资管/理财/基金均进入全球资管榜单



- 截至2022年底，全球资管500强的总体规模为102.6万亿欧元（约合761.6万亿元），同比下降5.5%。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41家资管机构进入前500强，其中包括10家保险资管公司、13家银行理财子公司、15家公募基金公司、2家券商和1家养老保险公司。进入全球前100强的中国公司数量，从2022年的8家提高到10家。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：亿欧元）



资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

表：国内资管机构前15名全球排名变化

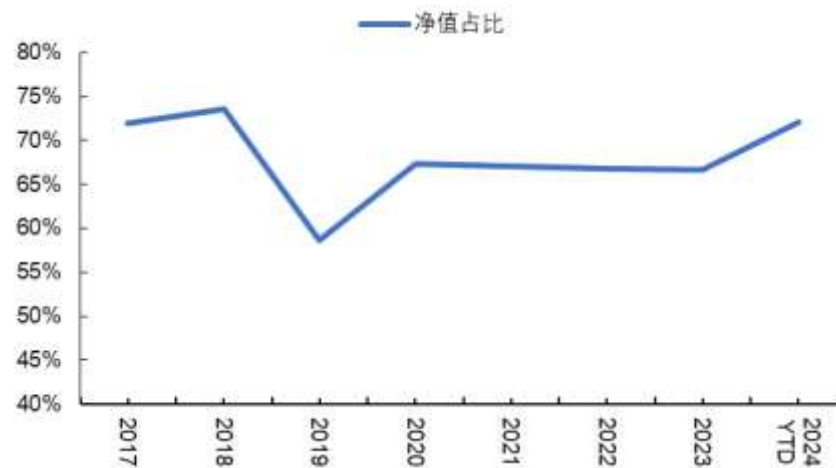
	2022年	2021年	名次变化
国寿资管	31	38	7
平安资管	36	45	9
泰康资管	64	75	11
易方达基金	67	74	7
招银理财	71	71	0
兴银理财	85	133	48
建信理财	91	86	-5
南方基金	97	112	15
华夏基金	99	102	3
农银理财	100	97	-3
工银理财	102	92	-10
中银理财	103	106	3
工银瑞信基金	105	104	-1
嘉实基金	105	129	24
广发基金	110	119	9

资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

被动基金：份额加速增长，规模占比提升，ETF占主要地位

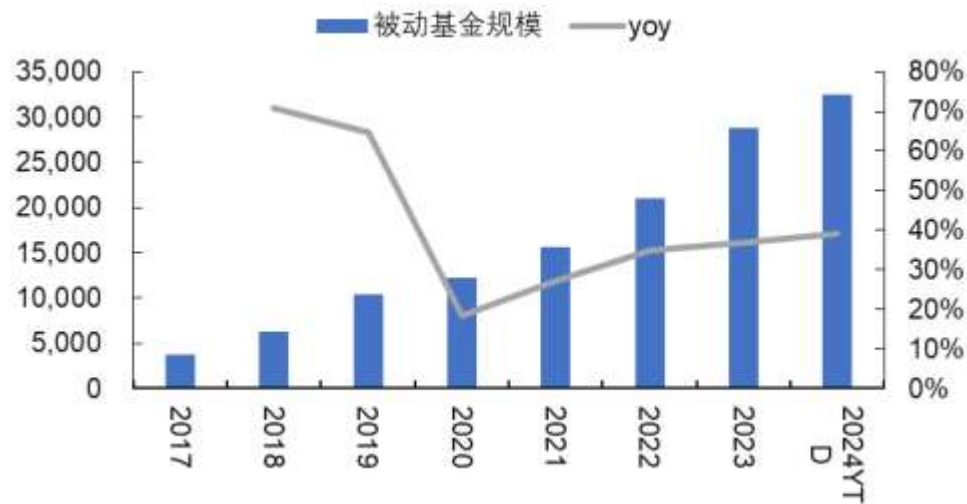
- 被动基金份额自2021年起加速增长。2021年底，我国被动基金份额为1.56万亿份，2021年、2022年、2023年、2024年至今，被动基金份额同比增速分别为27.2%、34.9%、36.7%、39.0%。被动基金增速提高顺应了投资理念转变和 market 发展趋势，被动股基、被动债基的发展均推动了被动基金份额增速提升。被动基金的发展使得其在全部分基金的份额占比、净值占比均持续提升。
- ETF是最主要的被动基金。我国被动基金包括场外基金和ETF，ETF净值占比约70%，是推动被动基金发展的主力。

图：被动基金中ETF占比约7成



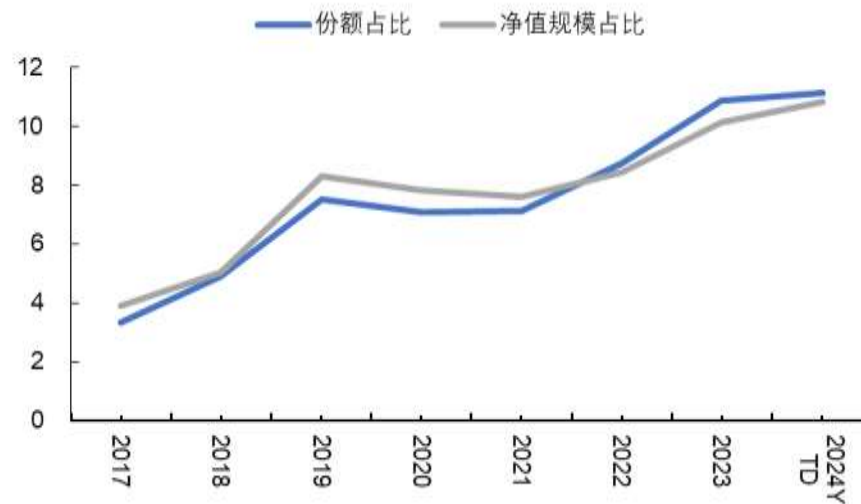
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

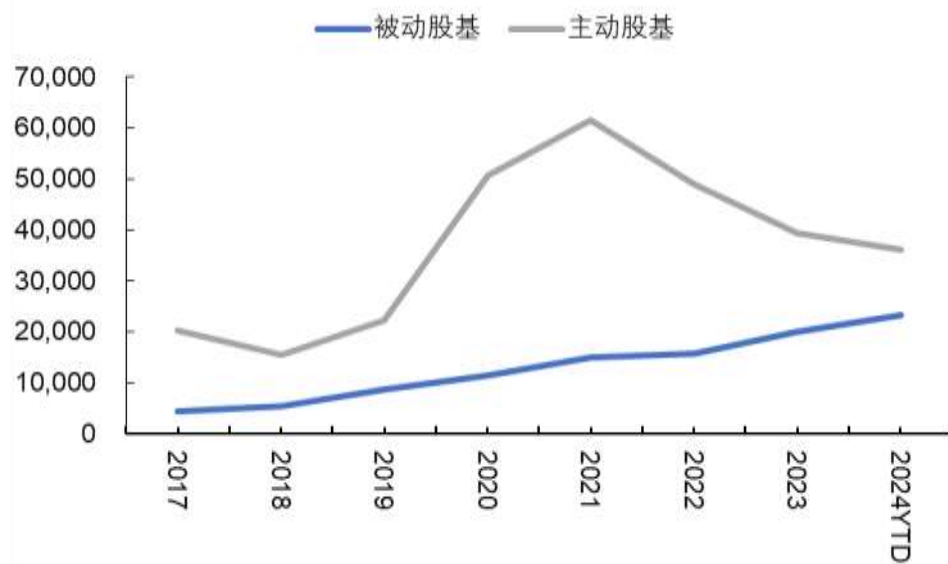


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动股基：稳定持续增长，规模已逼近主动股基

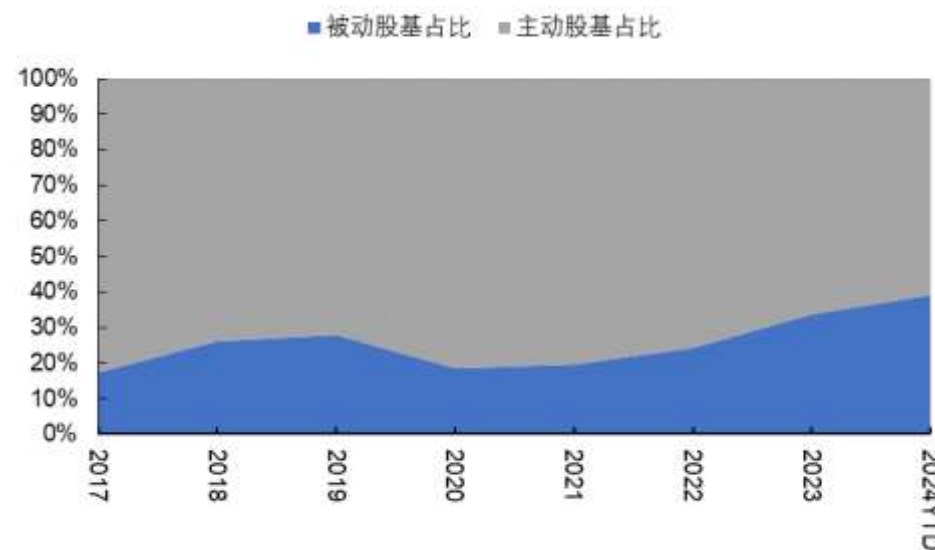
- 被动股基规模净值规模增长已逼近主动股基：规模对比方面，截至目前，被动股基净值规模已近2.32万亿元，稳步接近主动股基的3.61万亿元左右。增长趋势方面，被动股基规模呈现逐年提升态势，而主动股基则与股市景气度相关，2022年以来股市表现持续不佳，主动基金规模逐年下滑，并且累计下滑幅度明显。占比方面，2017年时被动股基占股票+混合型基金比重仅为17.1%，目前已升至39.1%。被动股基正在逐步成为推动股票基金规模稳定增长的核心动力。

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+混合型基金比重



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：此处混合基金不包括偏债混合型基金。

被动股基：ETF工具优势突出，场内化加速

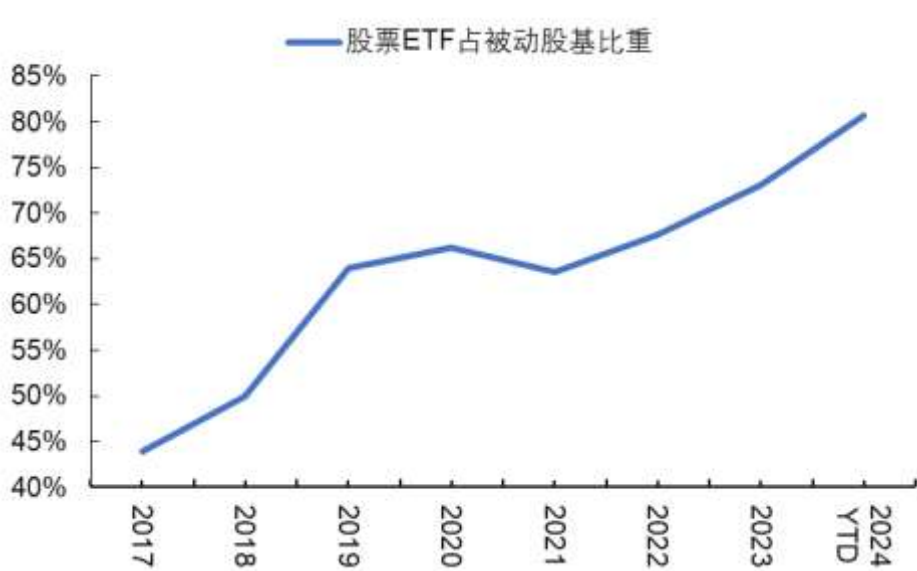
- **ETF的功能属性较强：**与直接交易股票和场外基金相比，ETF具备资产覆盖度广、透明度高、交易便利、策略稳定、交易及管理费率较低等优势，工具属性已广泛受到认可。
- **ETF是推动被动股基规模增长的引擎。**股票ETF规模占被动股基规模的比重由2017年的43.9%升至目前的80.7%。鉴于股票ETF已基本可主导被动基金的发展趋势，后续关于被动股基的分析，我们将以股票ETF为主。

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

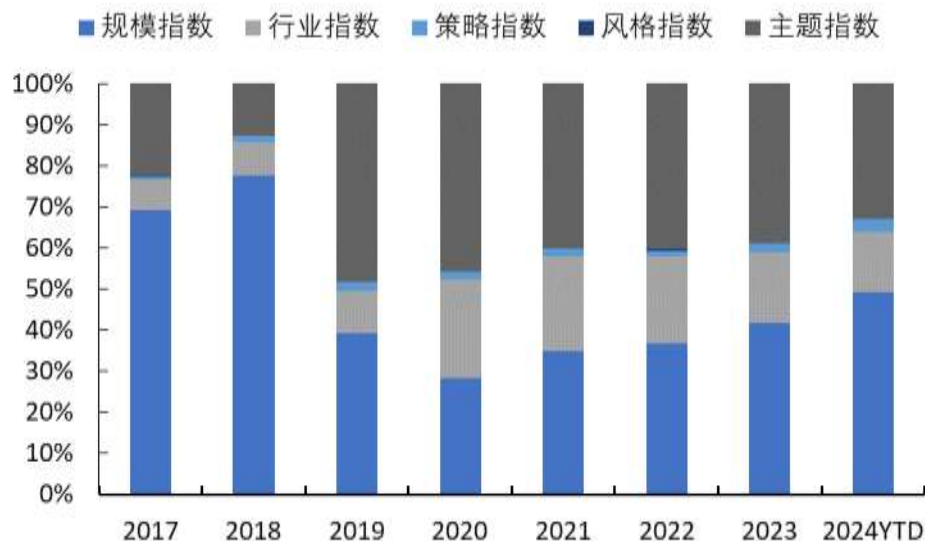


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票ETF：行业主题ETF增长较快，规模指数ETF规模领先

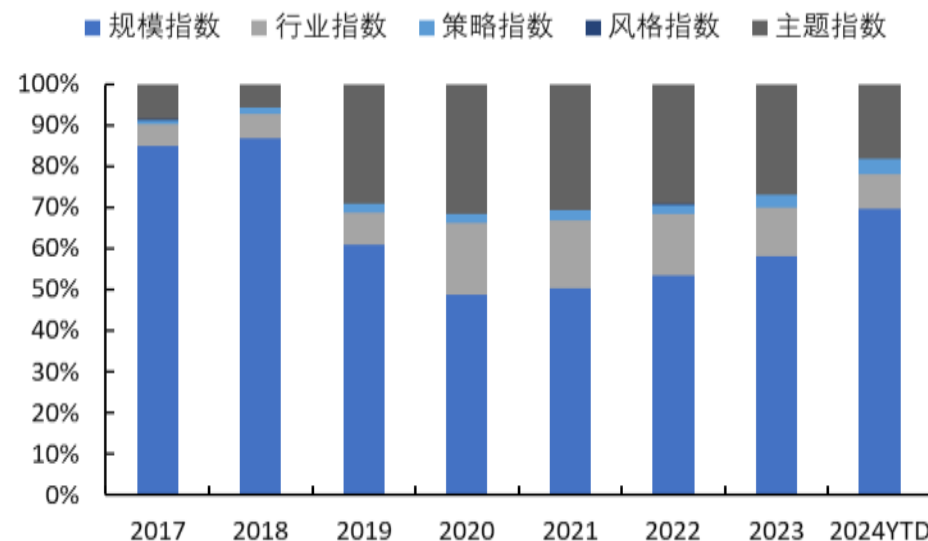
- 规模指数ETF份额占比、净值占比均遥遥领先。截至目前，规模指数ETF份额占比约50%、净值占比约70%，是规模最大的一类ETF。
- 行业主题ETF增长较快。受益于2019年起半导体、新能源、消费及医药等行业陆续出现的行业性的投资机会，行业主题ETF增长较快。2018年时，行业主题ETF份额占比略超20%、净值占比略超10%，截至目前，份额占比已近50%、净值占比已近30%。
- 成立时间早、指数样本空间大是规模指数ETF规模领先的主要原因。ETF发展初期以跟踪规模指数为主，长期的申赎、营销推动使得规模指数发展具备先发优势。规模指数样本空间大、成分股市值偏大，为规模指数ETF发展提供了容量基础。
- 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486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：管理人集中度较高

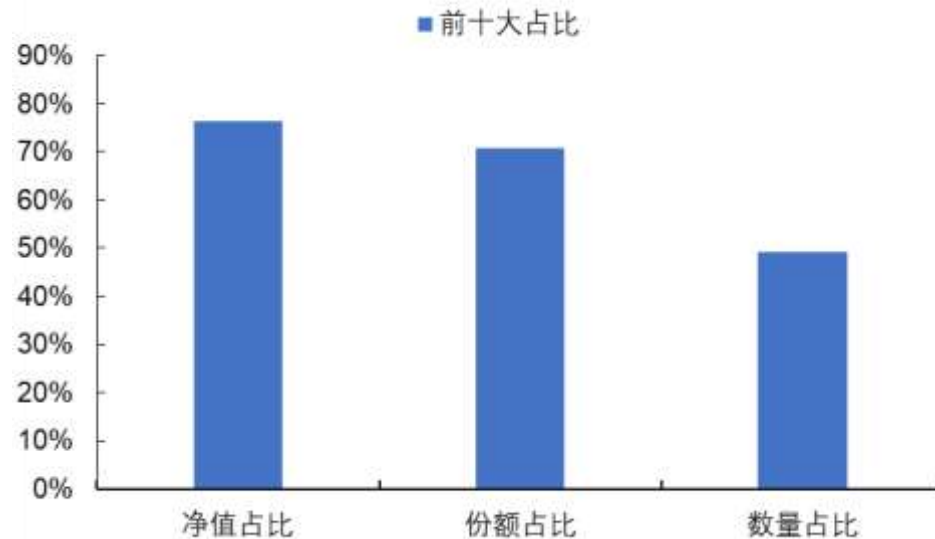
- 前10大管理人占据较高市场份额：目前股票ETF前10大管理人管理净值占比约75%、份额占比约70%、数量占比约50%。
- 华夏、易方达全方位领先，华泰柏瑞规模优势突出：无论从净值、份额还是数量而言，华夏、易方达相对其他管理人都具有明显优势。华泰柏瑞数量及份额优势不算突出，但管理净值规模较大，主因旗下大单品沪深300ETF、光伏ETF规模较大。
- 前10管理人中的其他管理人差异不明显。剩余的7家管理人，管理股票ETF的数量、份额及净值均较为接近。

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

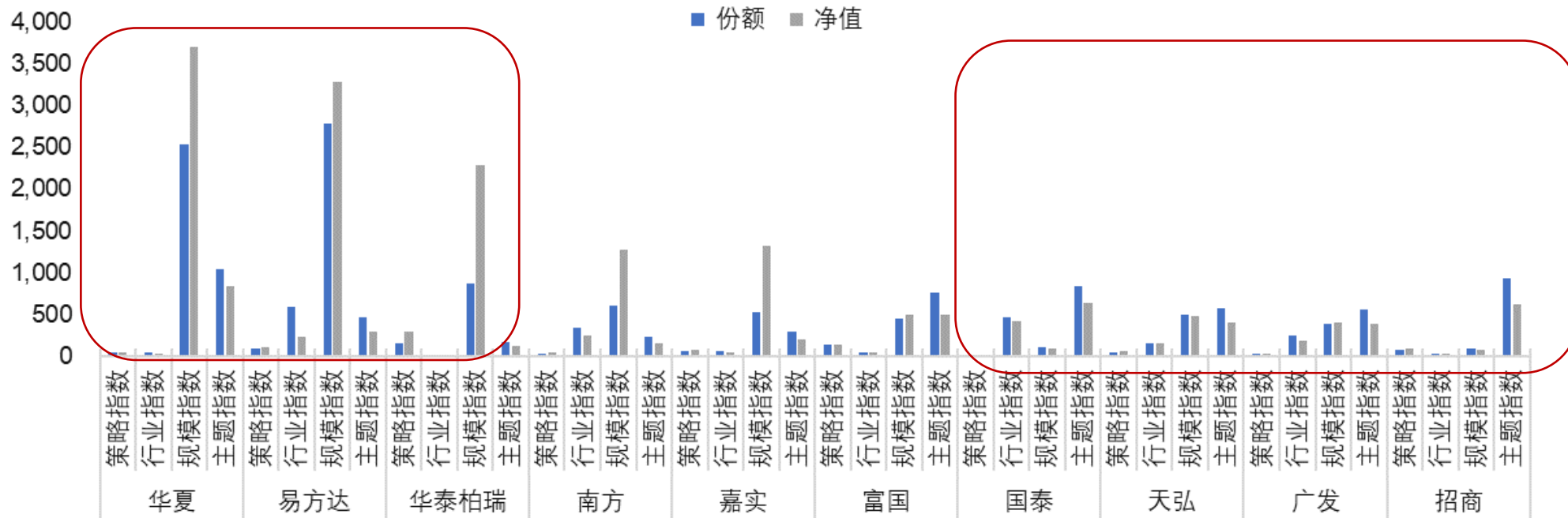


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票ETF：管理人发展方向差异化明显

- **规模指数ETF帮助基金大厂上量：**从类型看，华夏、易方达、华泰柏瑞等管理人规模指数ETF规模显著高于他们各自管理的其他类型的ETF；从管理人看，三者的规模指数ETF规模也显著高于其他管理人的同类产品。**其他管理人以行业主题ETF为重点发展方向：**前10大管理人中，国泰、广发、招商等管理人侧重发力行业主题ETF，其规模明显大于规模指数ETF。
- **差异化发展战略：**规模指数ETF跟踪指数样本空间大、成分股市值大，是促进ETF发展的有利条件，部分基金大厂有先发优势，更好的流动性吸引更多的投资者，形成正向循环，所以规模领先。行业主题ETF跟踪指数标的多、涉及概念范围广，近年来也发展较快。

图：规模前10大管理人的被动股基数量、份额及净值（单位：亿份，亿元）

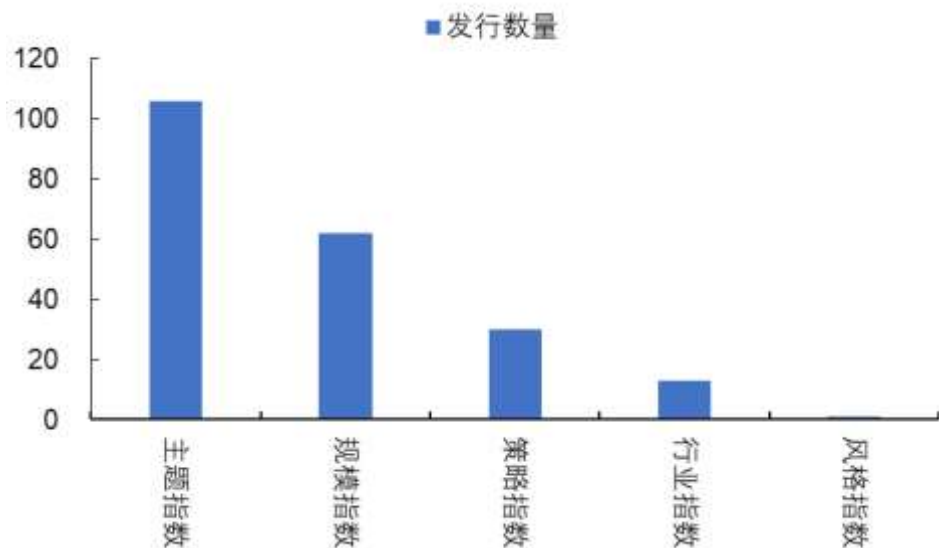


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024年以来新发ETF：以行业主题ETF为主

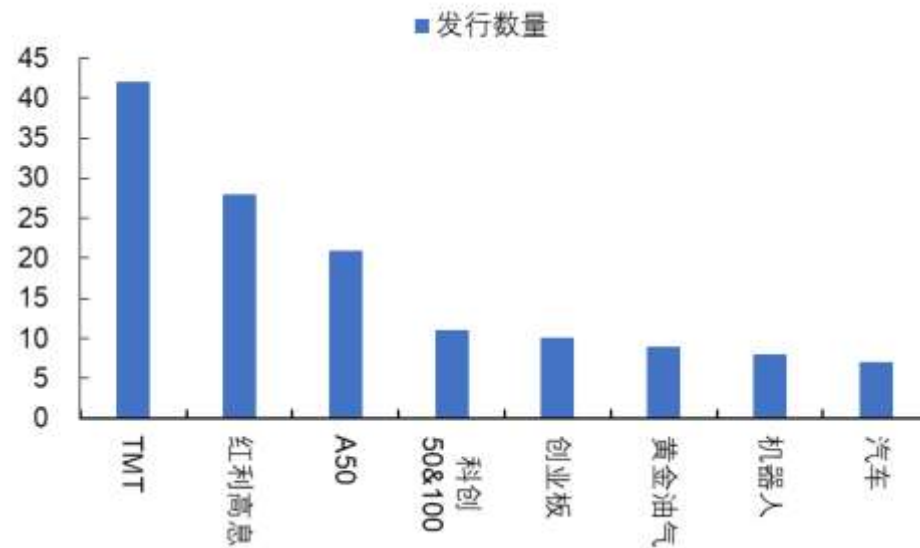
- **规模指数新发可依靠两种路径：**1) 跟踪已有指数，但是已发行相关产品的管理人具备先发优势，再发行跟踪已有指数的ETF必须要面临先发者的竞争压力；2) 跟踪新发布指数，各管理人基本处于同一起跑线。2024年1月，中证A50指数发布，各管理人相继发行跟踪产品，截至目前已成功发行21只相关ETF。
- **行业主题ETF：**因指数标的范围广，故可根据市场环境和投资者需要发行相应产品。2024年以来，TMT、红利、黄金、机器人等主题热度较高，因此发行的相关ETF也较多。

图：2024年以来各个指数类型的新发被动基金数量（单位：只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年以来各概念板块的新发被动基金数量（单位：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

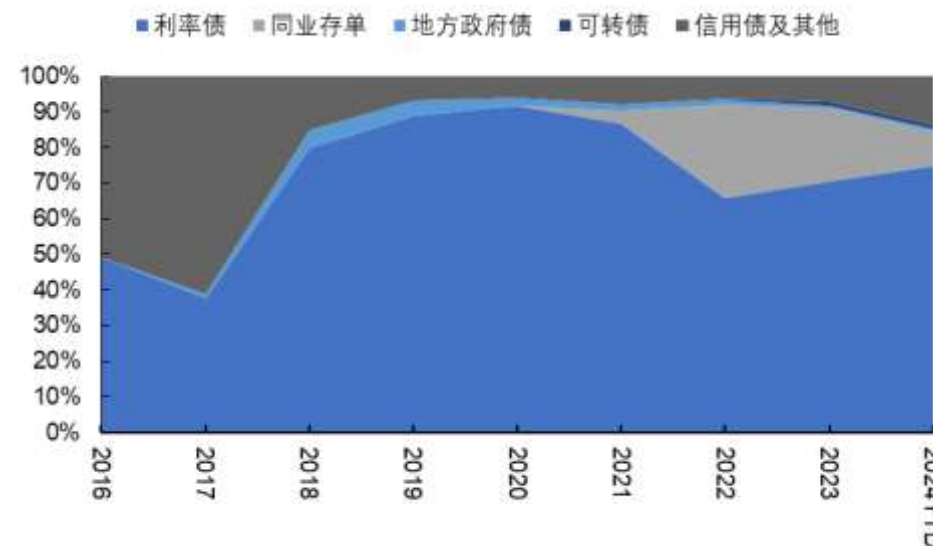
- 规模增长主要由被动利率债基带动：2018年以来，被动利率债基规模快速增长，推动了被动债基规模整体提升。被动利率债基快速扩张的原因：1) 2018年资管新规后，摊余成本类资金需求低回撤资产，利率债资产贴合其需求；2) 债市行情好；3) 2023年底银行资本新规后，为节省资本，银行对于底层资产透明的产品需求增加；4) 与直接投资利率债相比，投资利率债基金流动性更好且有税优。
- 占比来看：截至目前，被动债基中被动利率债基占比约75%、同业存单基金约9%，是近年来占比提升最明显的两类债基。同业存单净值稳定、波动率低，2021年在较多债券基金破净的情况下，同业存单指数基金获得大量银行理财和货基的配置，因此规模及占比迅速提升。鉴于被动利率债基占比最高，我们之后的分析将以被动利率债基为主。

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：被动债基以被动利率债基为主

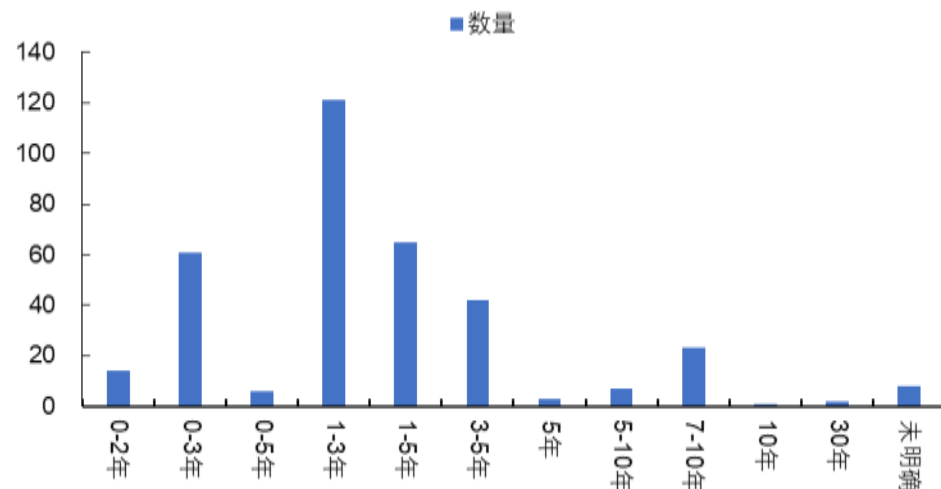


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动利率债基：以短久期为主，长久期占比略有提升

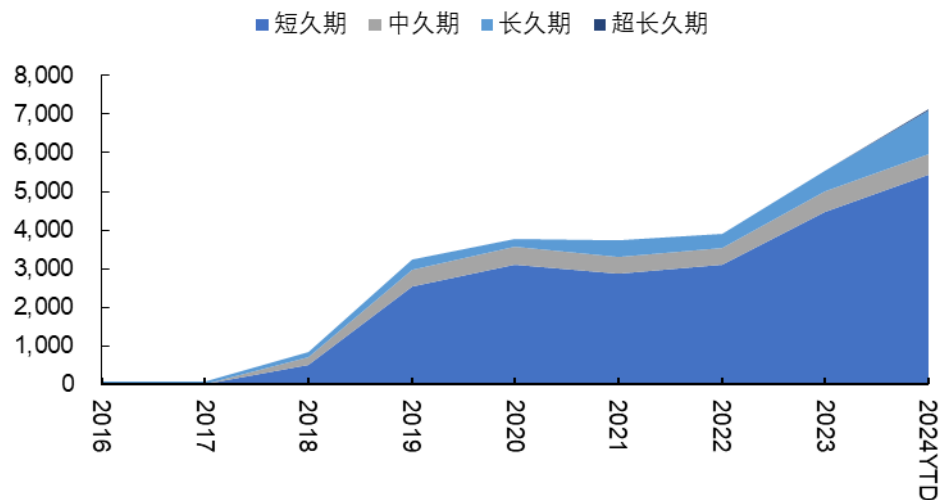
- **短久期利率债基占比最高：**被动利率债基中，短久期产品目前净值占比约75%。资管新规后产品净值化背景下，短久期产品底层资产波动率低，深受低风险资金的青睐。
- **长久期产品占比提升：**资产荒及利率中枢下行背景下，机构对长久期产品关注度提升，长久期产品占比持续提升。长久期产品占比从2019年的不足10%升至目前的16%左右。此外，超长久期的30年期产品也在2024年得以发行。

图：各个期限被动利率基金数量分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类期限的被动利率债基净值规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类期限的被动利率债基净值占比

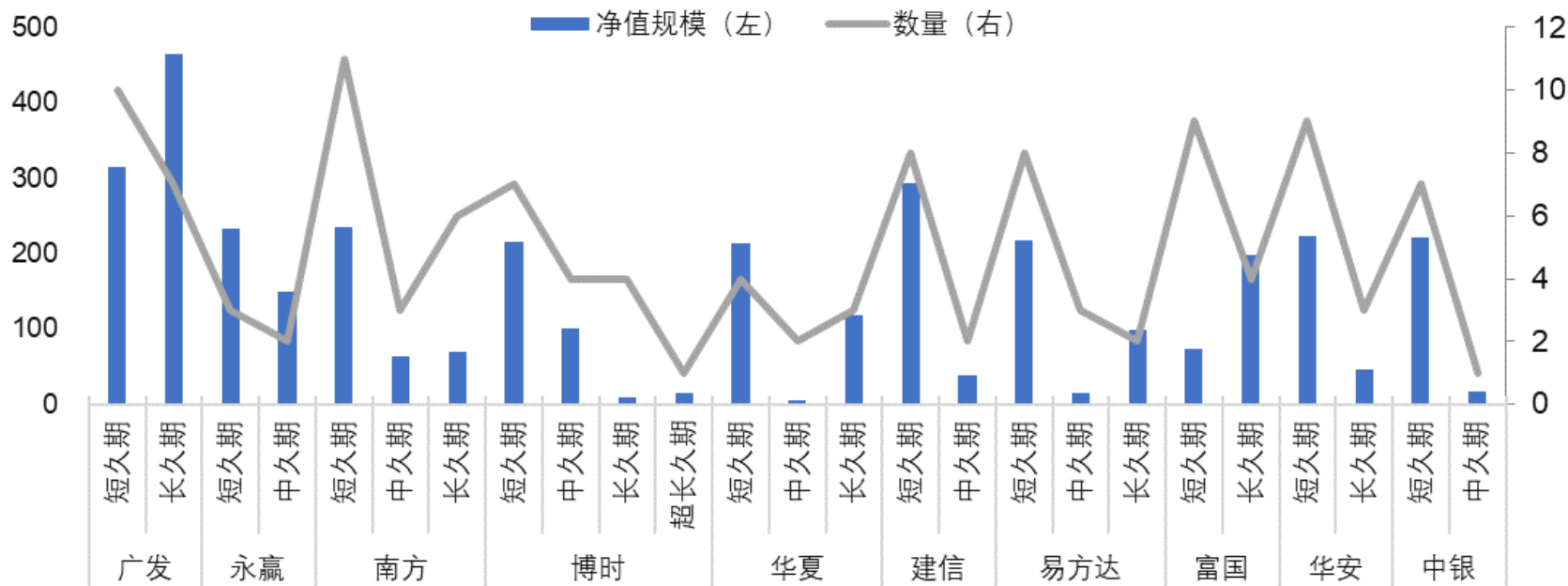


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动利率债基：契合银行资本管理办法资本节约要求

- 被动利率债基方便穿透，契合银行新资本管理办法下资本节约的要求。

图：各基金管理人被动利率债基净值规模及数量（单位：亿元、只）

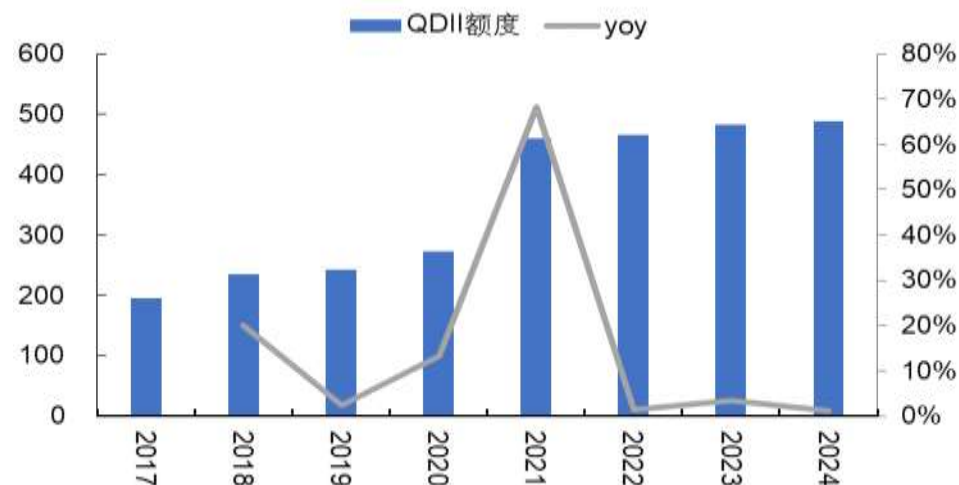


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：2021年以来增长迅速

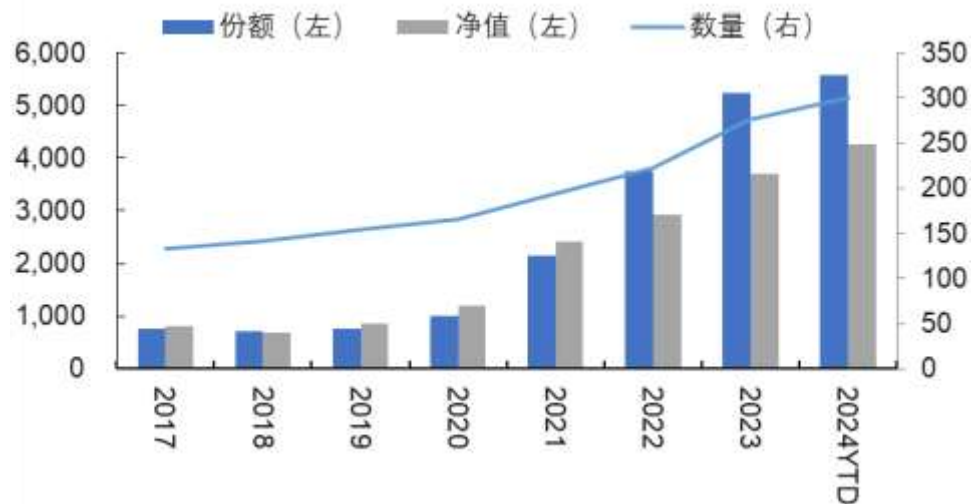
- **QDII额度放松**：2021年公募基金QDII额度大幅增加。以当前额度在20亿美元以上的基金公司进行计算，其合计QDII额度2021年时达到460.6亿美元、同比+68.3%。截至目前，其合计QDII额度为487.6亿美元。
- **QDII基金规模增长较快**：截至目前，QDII基金份额已达2017年的7倍多、净值已达2017年的5倍多，数量达到2017年的2倍多。快速发展下，QDII基金在全部基金中的份额及净值占比也呈明显提升趋势。

图：QDII额度前20名的额度变化（单位：亿美元）



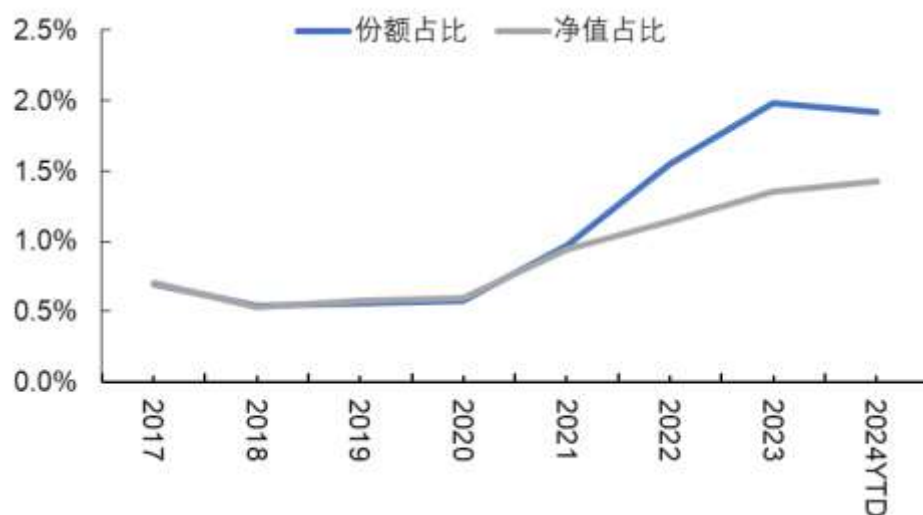
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

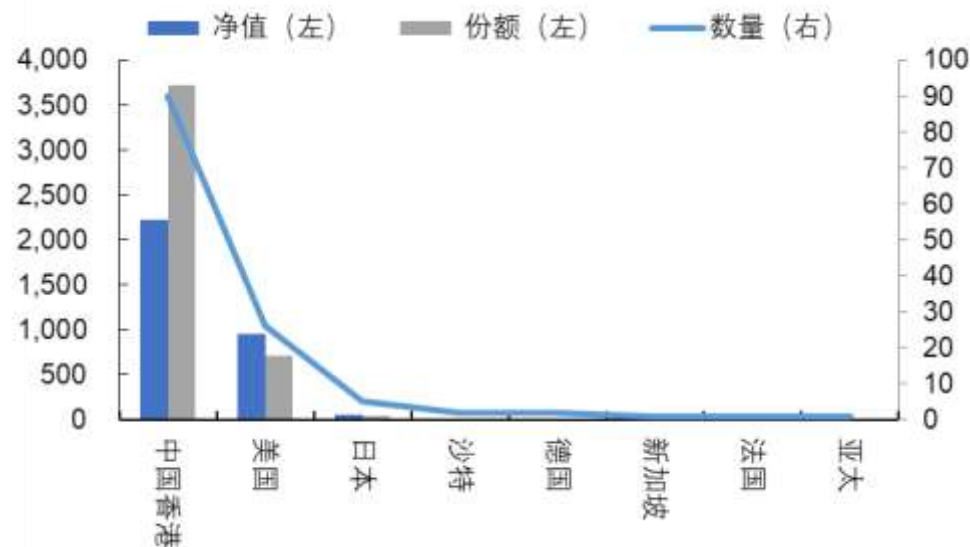


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：投资地区以中国香港、美国为主

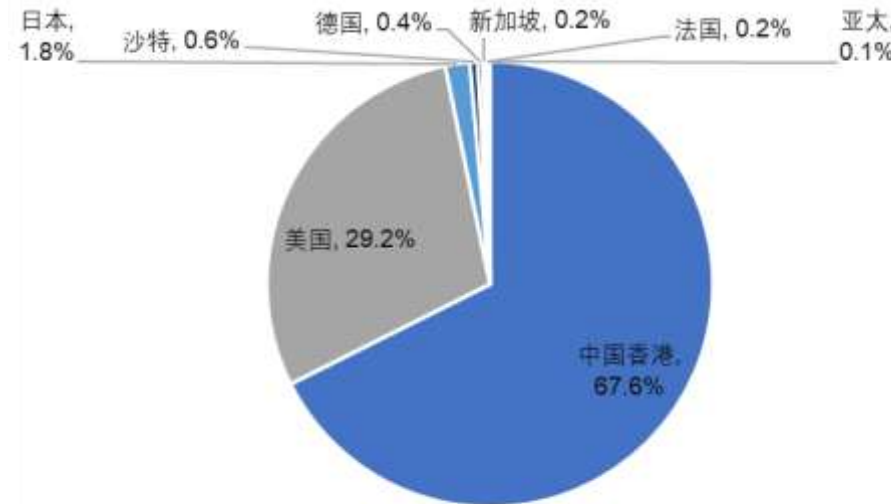
- 鉴于QDII ETF信息披露较全，我们以QDII ETF来测度QDII基金整体的投资地区分布。截至目前，QDII ETF份额达4521.05亿份、净值达3287.32亿元，份额、净值占整体QDII基金比重分别为81.0%、77.0%。
- **QDII基金投资地区以中国香港、美国为主。**截至目前，QDII ETF投向包括中国香港、美国、日本、沙特、德国、新加坡、法国等国家或地区，其中中国香港地区投资占比67.6%、美国投资占比29.2%。投资于中国香港的基金净值规模显著小于份额规模，系受香港资本市场景气度不佳影响，投资于美国的基金，情形正好与之相反。
- **底层资产：**投资于中国香港的QDII ETF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 ETF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 ETF主要投向中国香港、美国（单位：亿份、亿元、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QDII ETF投向各地区的净值占比

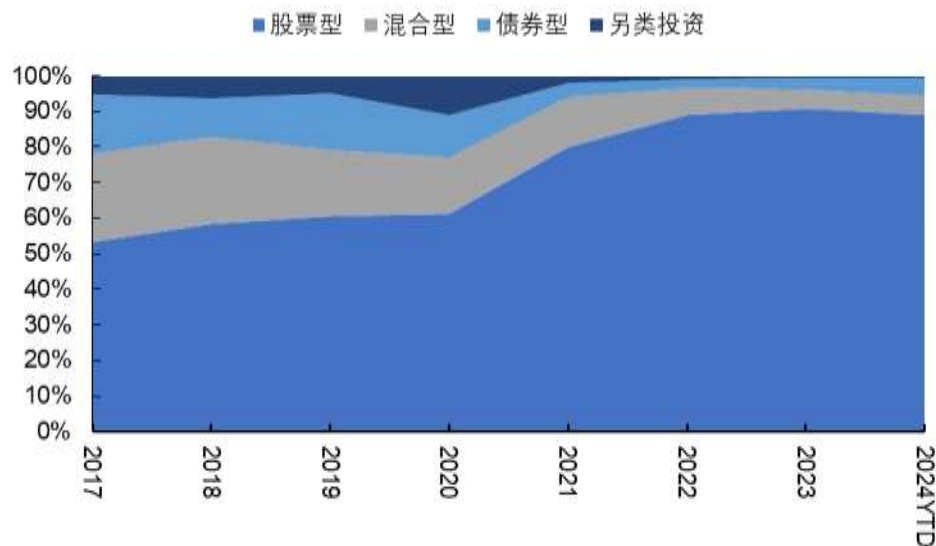


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：资产配置以股票为主，持有人以个人为主

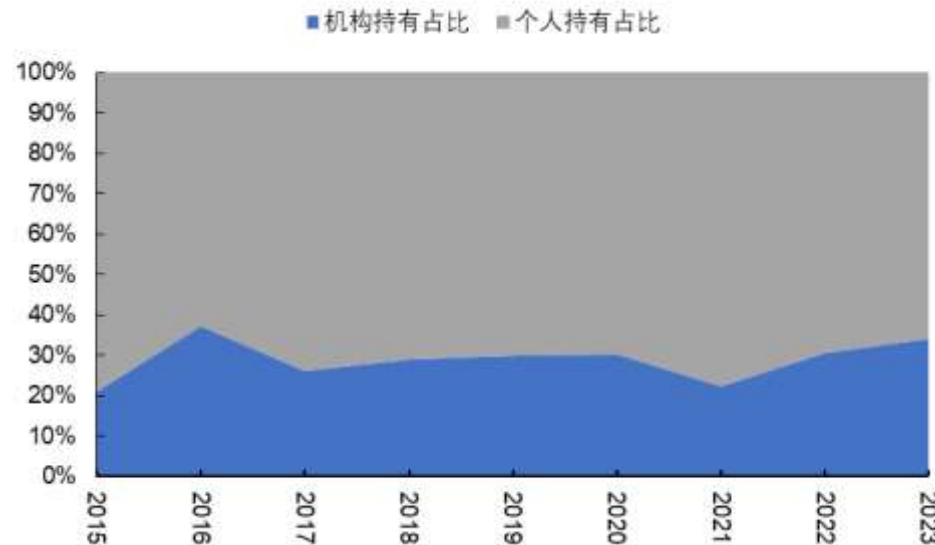
- QDII是个人投资者投资境外资本市场的良好工具。一方面，外汇管制使得个人难以直接投资境外资本市场，QDII基金可以汇集个人投资者分散的投资需求，实现跨境投资的目标；另一方面，QDII额度有限，机构投资者由于资金体量较大，难以实现大规模QDII基金投资。并且，众多证券公司、保险公司等机构自有外汇投资额度，不必再通过QDII基金进行投资。
- 股票型基金为最主要的QDII基金，且净值占比仍在提升。2017年时，股票型基金在QDII基金中占比仅略超50%，目前已经升至约90%。
- 持有人以个人为主，持有人结构基本稳定。QDII基金个人、机构持有占比约七三开，并且自2021年以来，海外股票资产吸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

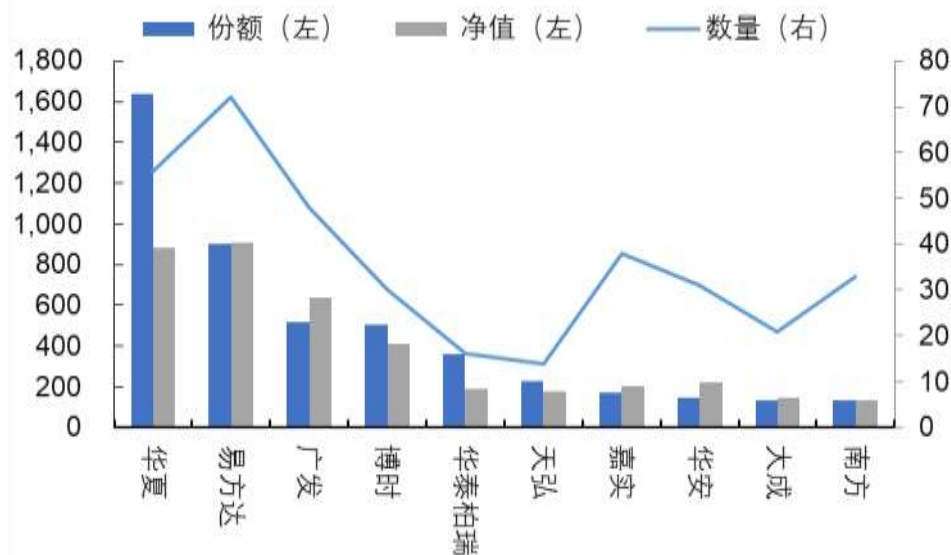


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：基金大厂为主要玩家，新发份额较少

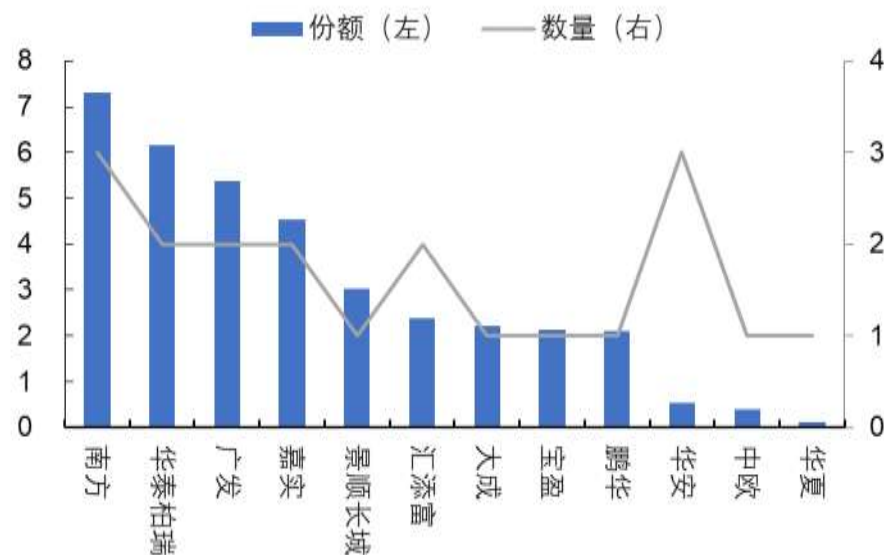
- 华夏、易方达、广发等管理人QDII基金规模领先。基金大厂发展QDII基金的最主要优势来自较高的QDII额度。此外，基金大厂QDII基金数量也较为领先，充足的人力配置为基金发行提供了支持。
- **2024年新发份额较少**：2024年以来，QDII基金仍主要由基金大厂发行，但整体发行数量及份额较少，或因QDII额度限制。QDII额度自2021年以来未见明显增长，或成制约QDII基金发展的最大因素。2024年，QDII基金新发20只、份额36.29亿份。

图：QDII基金玩家主要为大厂（单位：亿份、亿元、只）

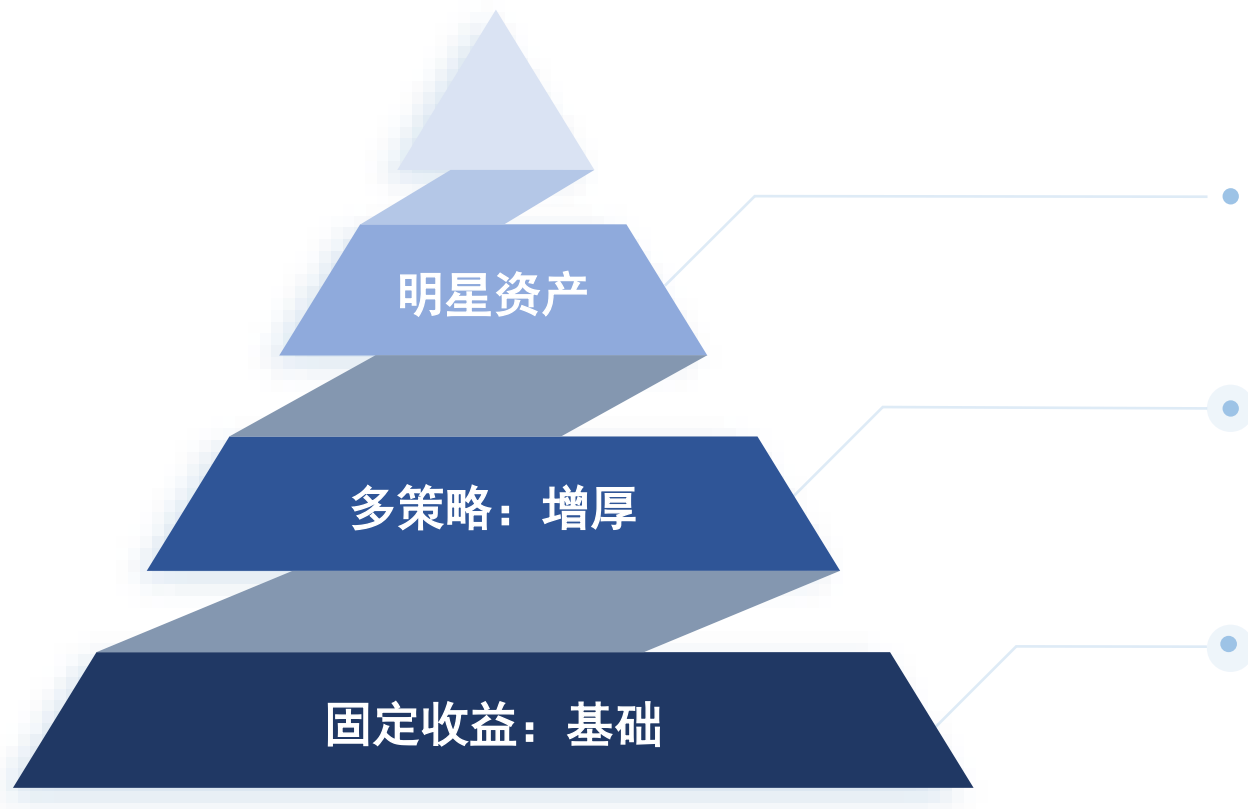
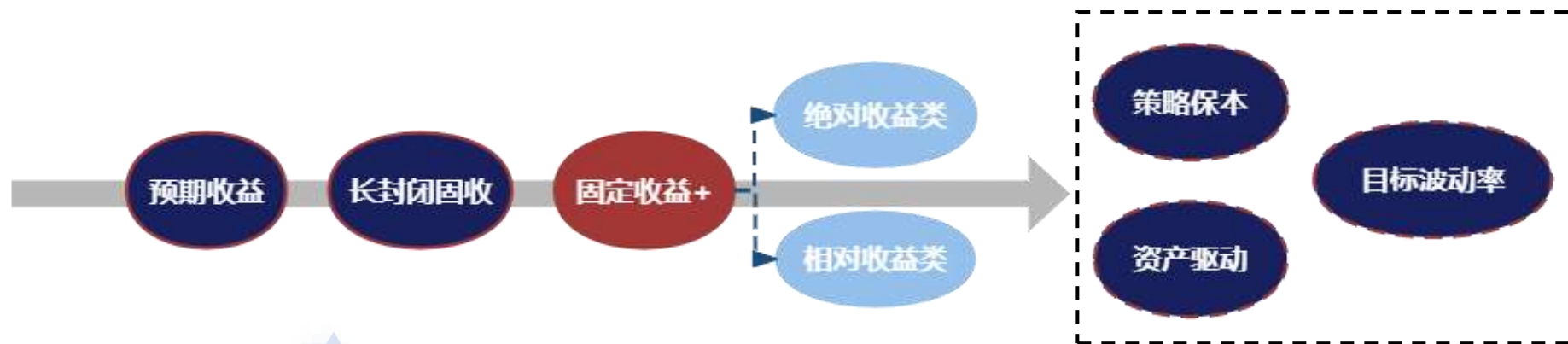


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年新发QDII基金数量及份额较少（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

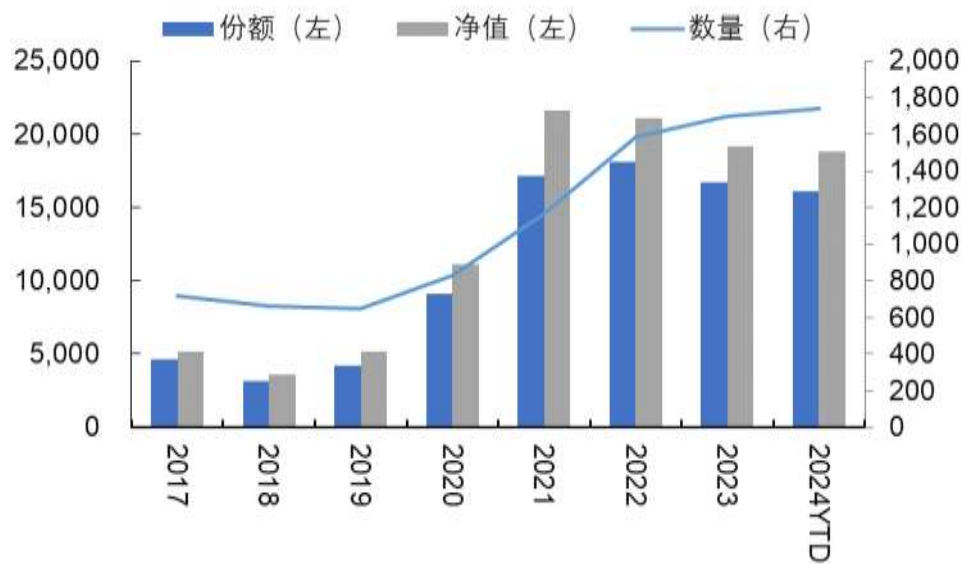
基础的固定收益资产：

- 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

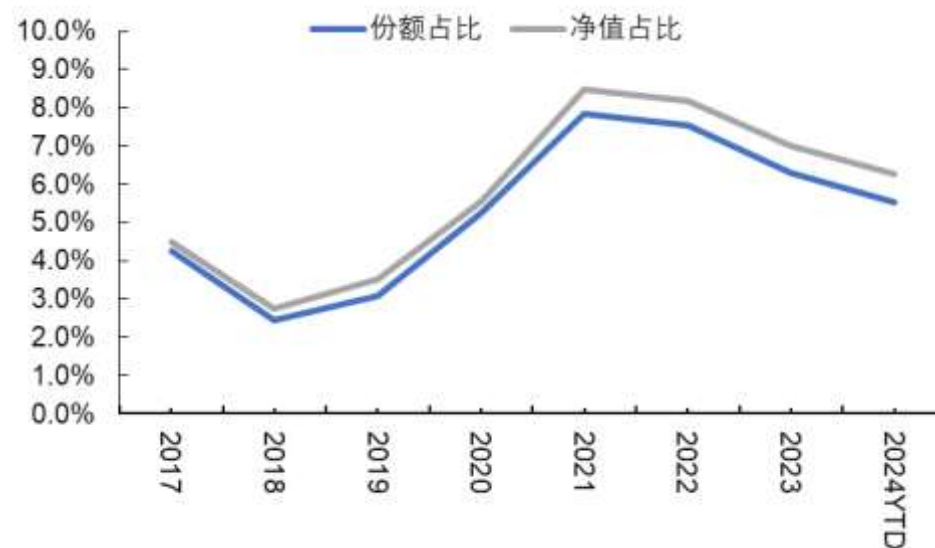
- “固收+”基金的主要表现形式：偏债混合基金、混合债券一级基金及混合债券二级基金，我们以此三类基金测度“固收+”基金的发展趋势。2019年起，“固收+”基金规模进入快速增长阶段，2020年、2021年数量、份额及净值明显提升。截至目前，“固收+”基金合计约1.61万亿份、净值规模约1.88万亿元。
- “固收+”基金以固收打底、以其他策略增厚收益的形式形成了一个类似看涨期权的收益结构，对于既想博取浮动收益、又不想本金大幅损失的投资者具备较强吸引力。2019年至2021年，“固收+”基金份额占比、净值占比持续提升，便与股票市场带来的收益增厚有关。2022年起，随着股市景气度下滑，“固收+”基金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

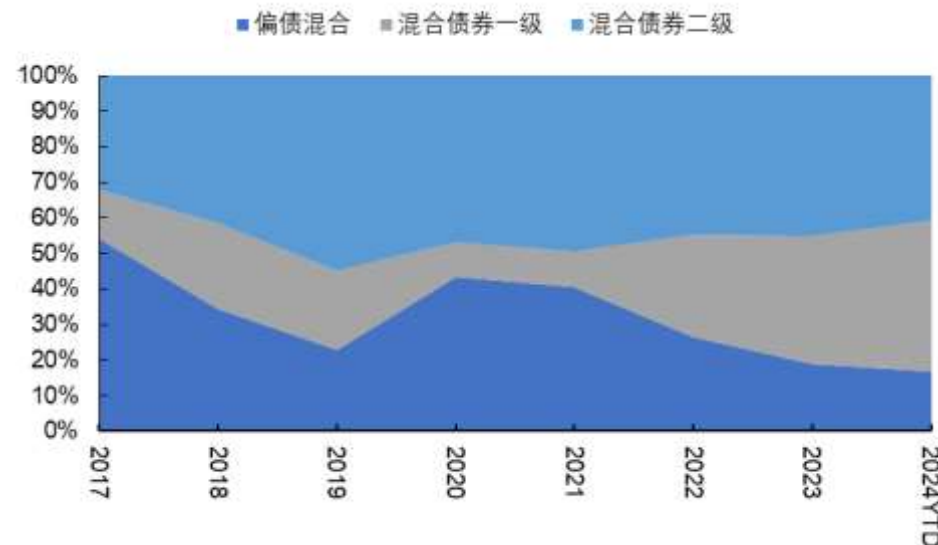
- “固收+”基金中混合二级债基目前占比最高。目前混合二级债基占“固收+”基金净值比重约40%，较2019年的约55%有所下降。
- 混合一级债基占比持续提升。混合一级债基底层资产以债券和现金为主，几乎没有股票资产，在债牛背景下规模得以持续扩张。
- 偏债混合基金规模及占比趋于下行。由于偏债混合基金分类为混合基金，机构配置需要占用一定的权益额度，故自2021年一年机构减少持有偏债混合基金致使其规模明显下滑，对应地，规模占比也呈明显下滑。
- “固收+”基金规模下滑主要因为偏债混合基金规模下滑。

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+：股票配置减少，债券配置增加，机构持有占比提升



➤ 资产配置方面：

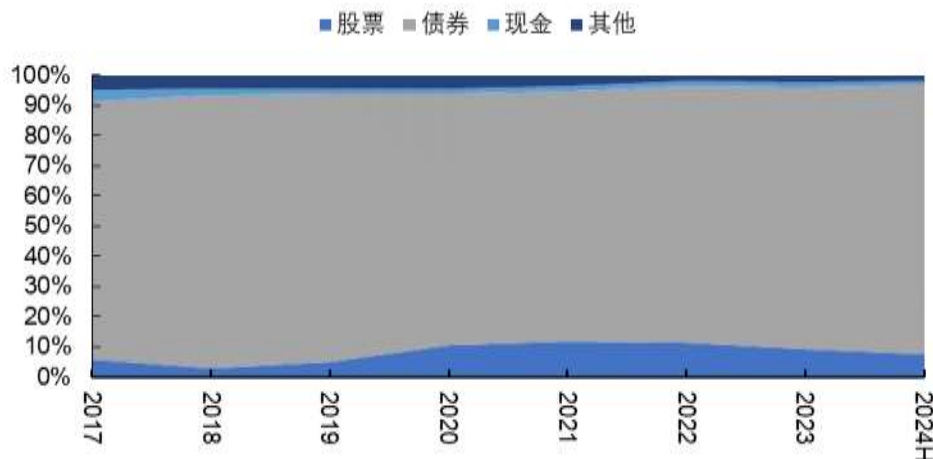
- **偏债混合基金**：股票配置占比略低于20%且保持稳定，债券配置占比约75%，其余约5%为现金及基金资产。配置结构近年来几无变化；
- **混合二级债基**：股票配置占比约12%，债券配置占比约85%，其余约3%为现金及基金资产。2021年以来，股票占比从近14%下降到约12%，债券占比从约81%上升至85%；
- **混合一级债基**：股票配置占比基本为0%，债券配置占比约97%，其余约3%为现金及基金资产。股票占比长期处于极低位置，债券占比从2017年的约91%持续提升，基金资产占比也略有下降。**资产配置比例基本接近纯债基金。**
- **全部“固收+”**：股票配置占比约8%，债券配置占比约89%，其余约3%为现金及基金资产。股票占比在2021年达到近年高点（约12%），此后开始下滑。基金占比略有下滑。债券占比保持提升。

➤ 持有人结构方面：

- **偏债混合基金**：机构持有占比略低于20%，个人持有占比略高于80%。2015年时机构、个人各持有约50%，随后因为偏债混合基金费率高（分类为混合基金）、占用机构权益额度等问题，机构持有占比持续下滑。
 - **混合二级债基**：机构持有占比约75%，个人持有占比约25%。2019-2021年核心资产牛市期间个人持有占比略有增加，其后便又下降。
 - **混合一级债基**：机构持有占比约65%，个人持有占比约35%。2015年时机构、个人持有占比分别为约75%、25%，此后个人持有占比逐步提升。债券牛市、个人投资者更加注重风险收益比等趋势变化或为主因。
 - **全部“固收+”**：机构持有占比约60%，个人持有占比约40%。
- **“固收+”基金持有人变动核心脉络**：机构、个人均减少持有偏债混合基金，且机构减少更快；均减少持有混合二级债基，减少速度接近；均增加持有混合一级债基，且个人增加更快。

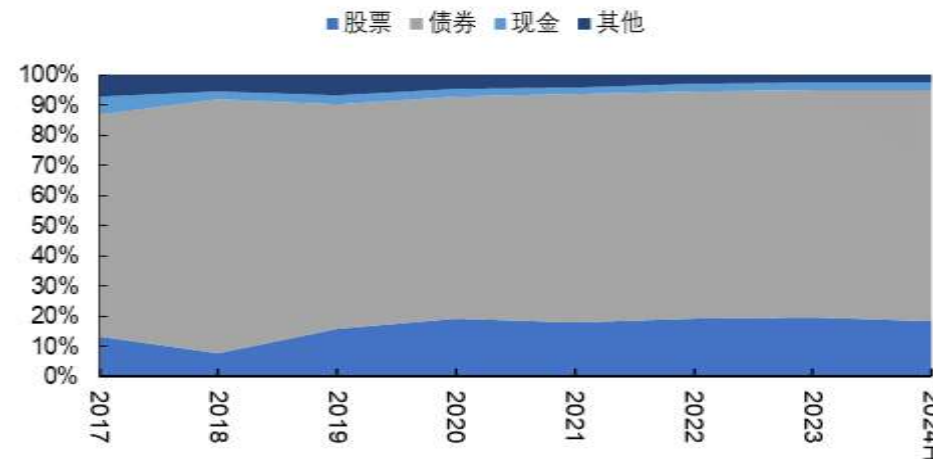
固收+：资产配置明细及变化

图：“固收+”基金各类资产配置占比



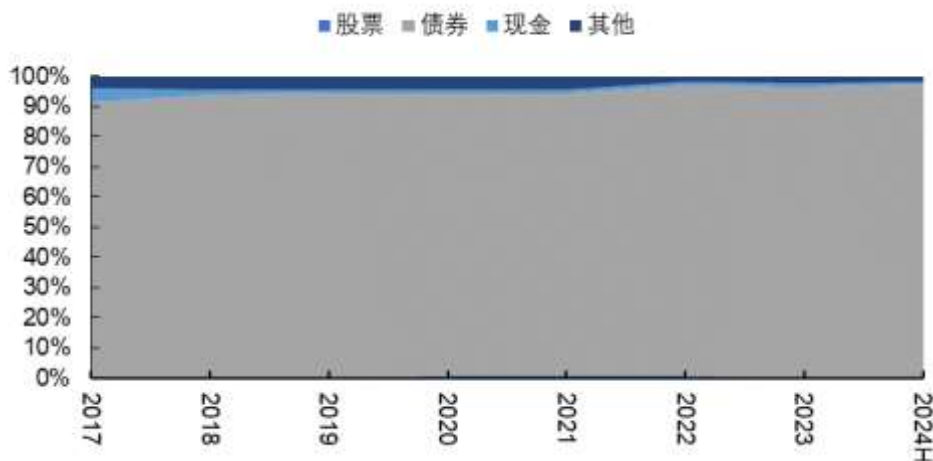
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：偏债混合基金各类资产配置占比



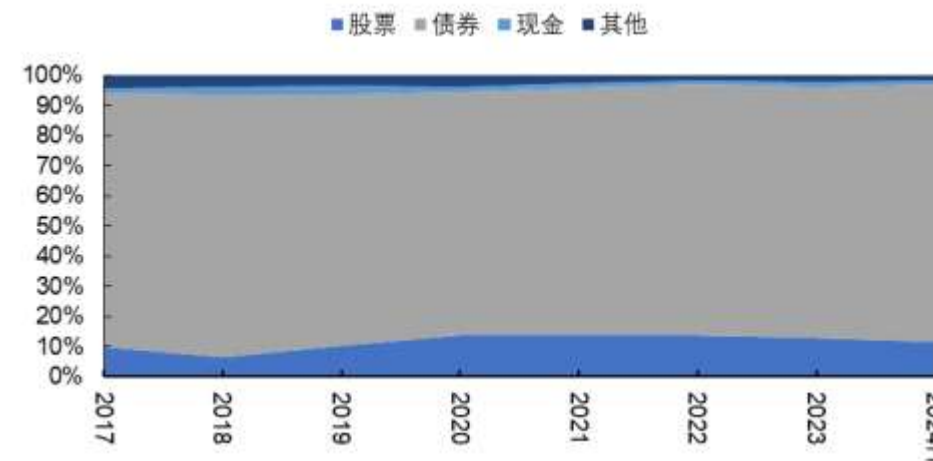
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：混合债券一级基金各类资产配置占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

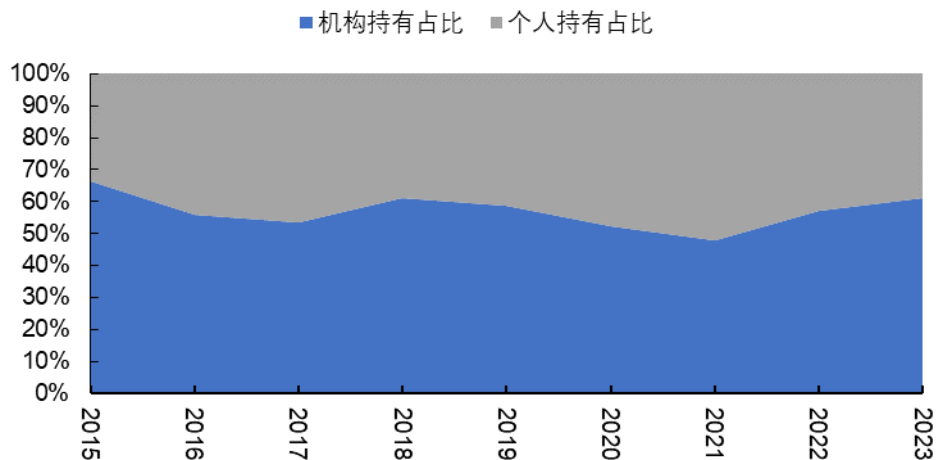
图：混合债券二级基金各类资产配置占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

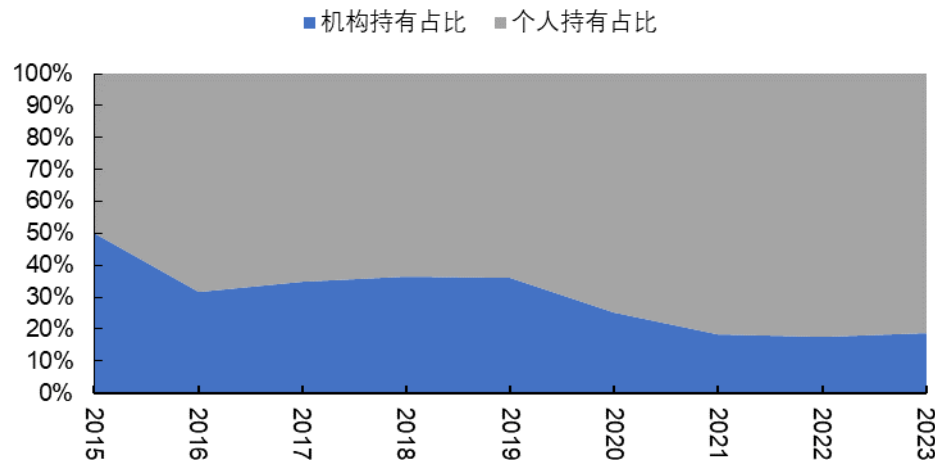
固收+：持有人结构明细及变化

图：“固收+”基金机构及个人投资者持有占比变化



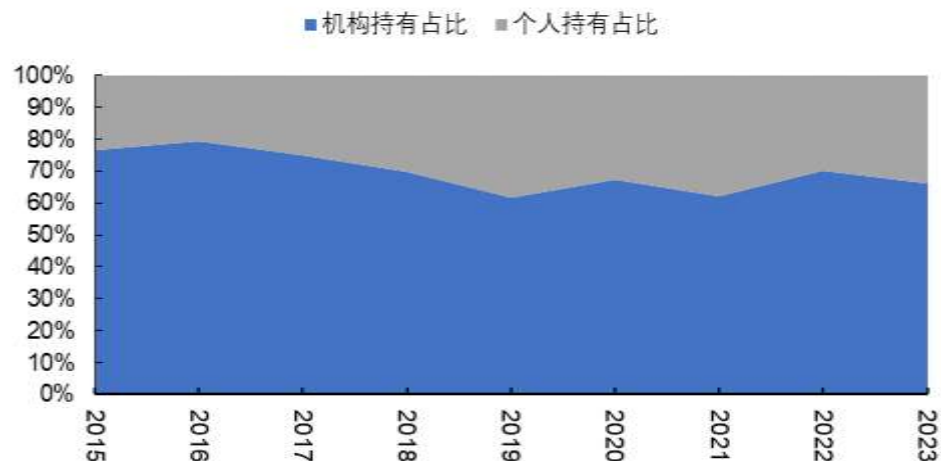
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：偏债混合基金机构及个人投资者持有占比变化



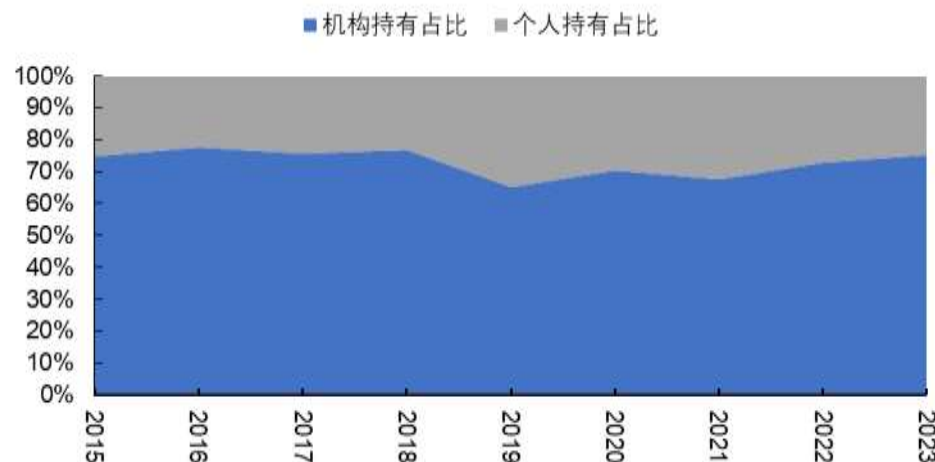
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：混合债券一级基金机构及个人投资者持有占比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

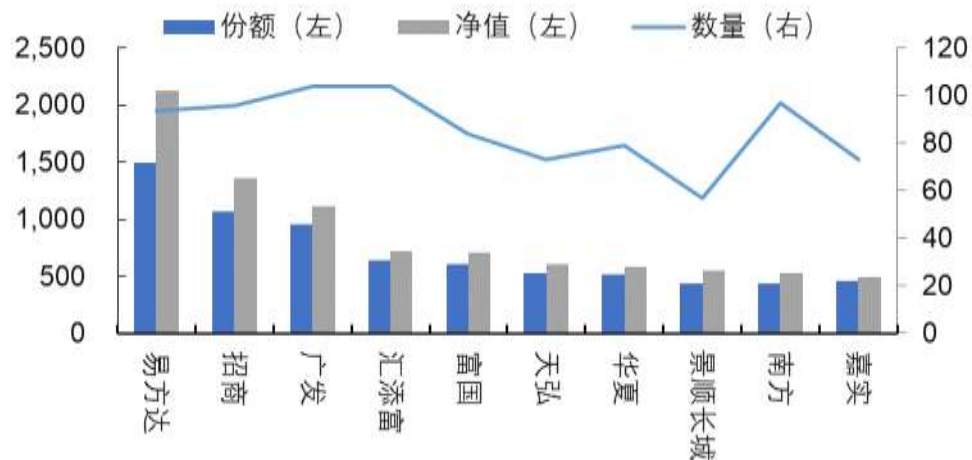
图：混合债券二级基金机构及个人投资者持有占比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

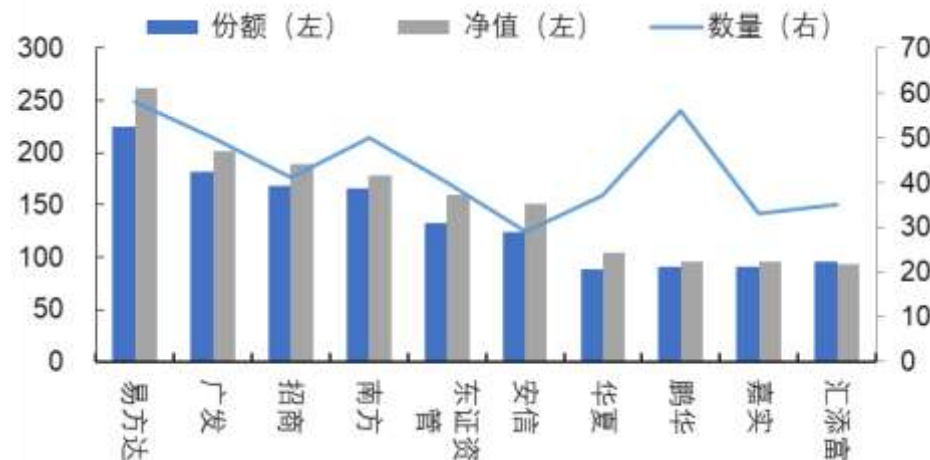
固收+：基金大厂具备一定优势，但排名靠前的管理人差距不大

图：“固收+”基金管理人规模前10名（单位：亿份、亿元、只）



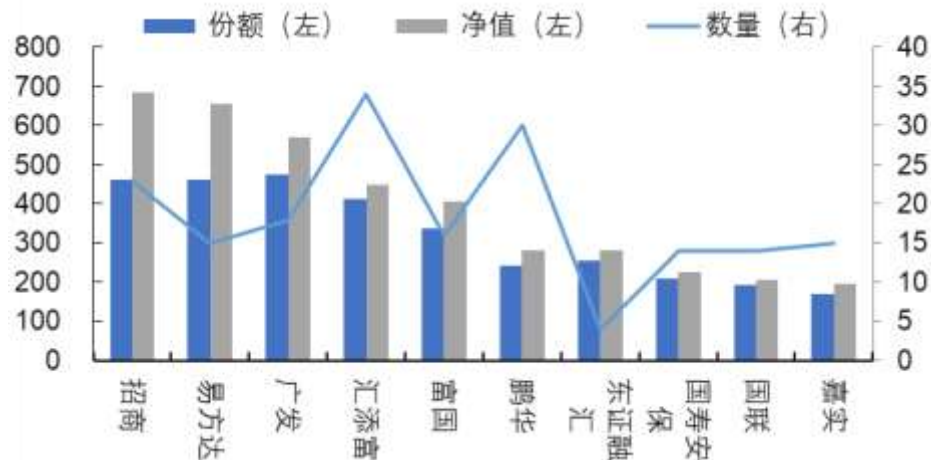
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：偏债混合基金管理人规模前10名（单位：亿份、亿元、只）



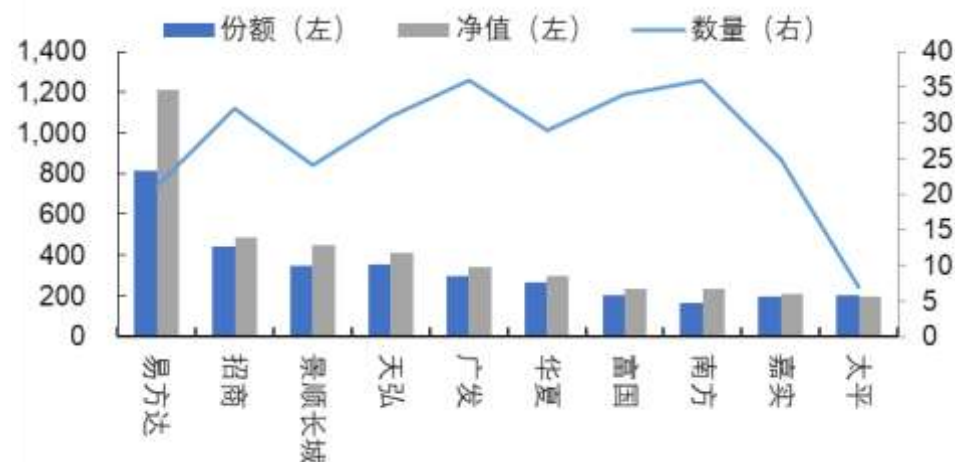
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：混合债券一级基金管理人规模前10名（单位：亿份、亿元、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：混合债券二级基金管理人规模前10名（单位：亿份、亿元、只）

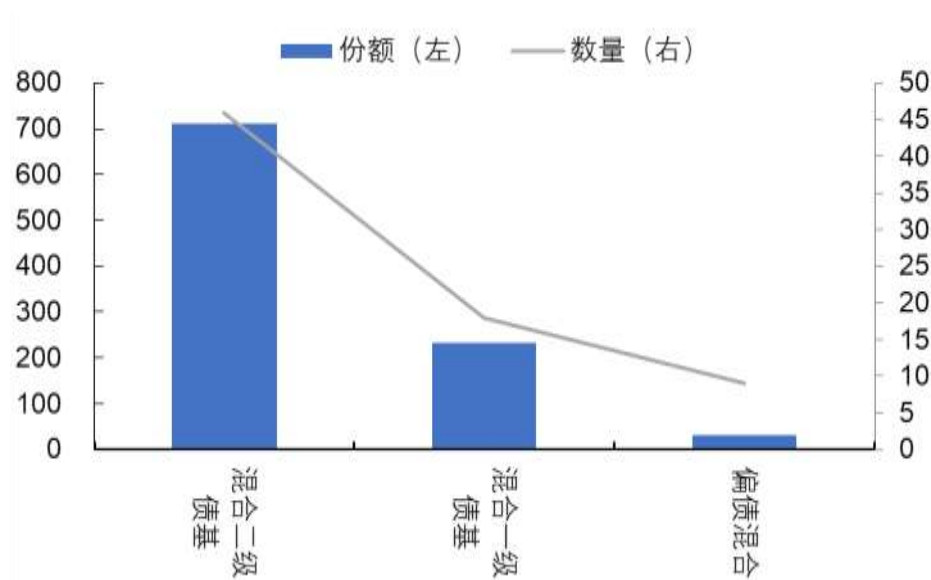


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

固收+：2024年新发基金以混合二级债基为主

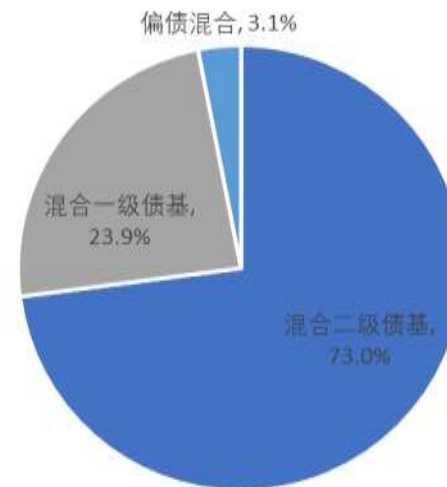
- 2024年以来新发“固收+”基金以混合二级债基为主。2024年初至今共发行9只偏债混合基金、18只混合一级债基、46只混合二级债基，发行份额：偏债混合基金30.28亿份、混合一级债基233.22亿份、混合二级债基710.93亿份。
- 混合二级债基能较好兼顾股票资产收益弹性和固收稳定性。与偏债混合基金及混合一级债基相比相比，混合二级债基股票资产配置居中，考虑到今年上半年我国股票市场整体估值较低，部分主题如红利、人工智能等出现了结构性机会，混合二级债基满足了投资者既注重收益稳定、又想浅尝收益弹性的需求。

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



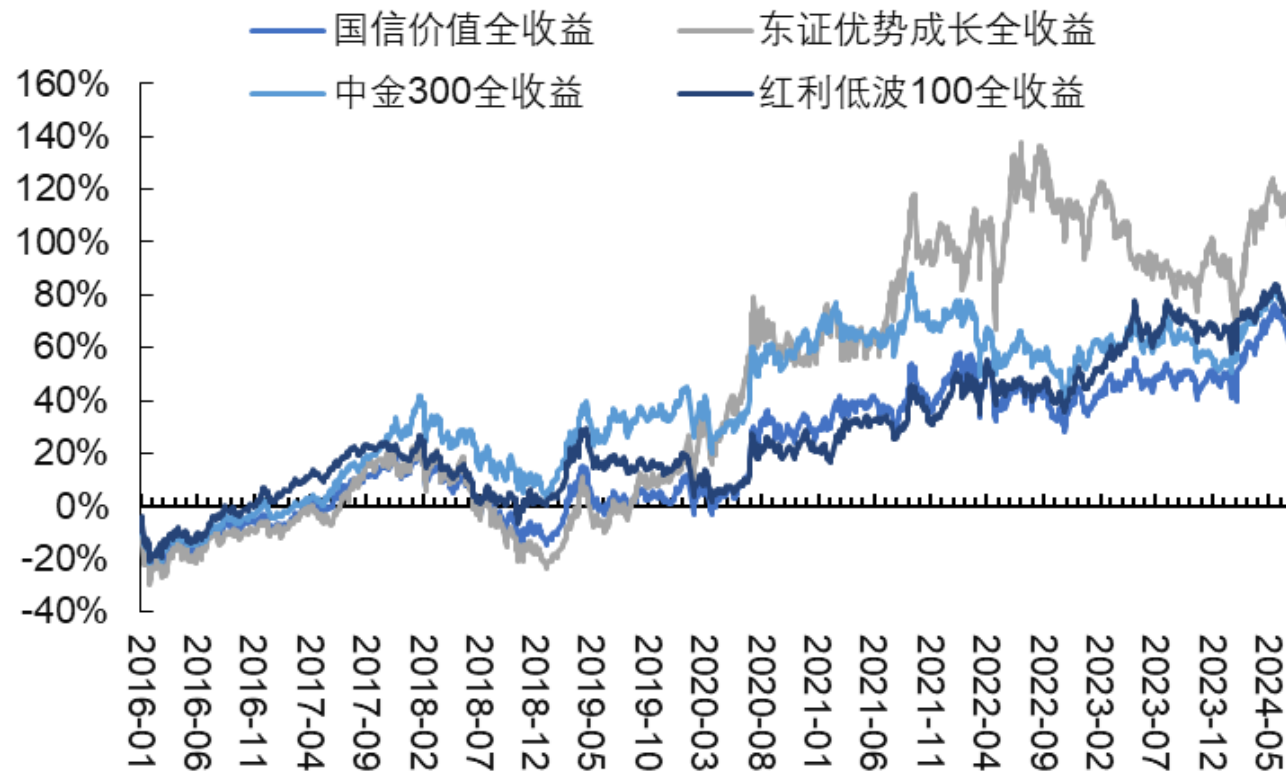
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



固收+：Smart Beta或具有良好的收益增厚效果

➤ Smart Beta包含因子众多，其中价值、成长、规模、红利等因子在过去几年中呈现出较好的收益增厚效果。

图：价值、成长、规模、红利因子部分指数走势图

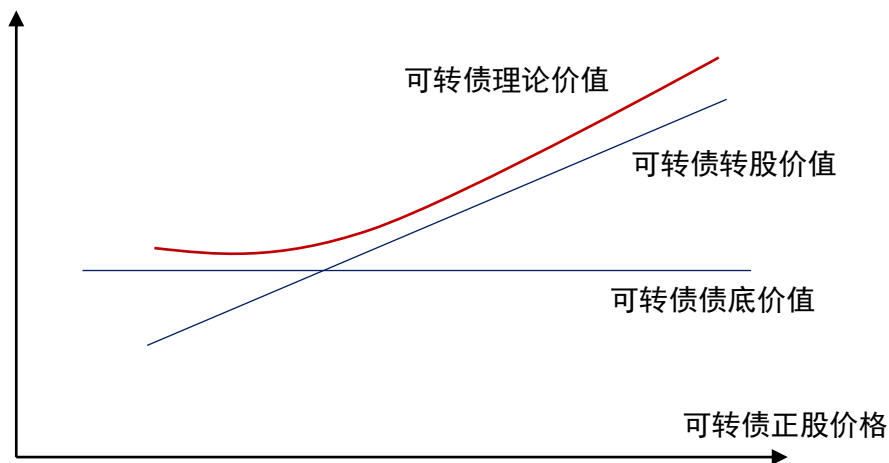


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。
- **年初以来可转债下跌：**目前上市可转债合计市值不足8500亿元，成交额约为820亿元。2024年以来，由于股市下行及部分可转债正股质量不佳，可转债指数亦有明显下跌。

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

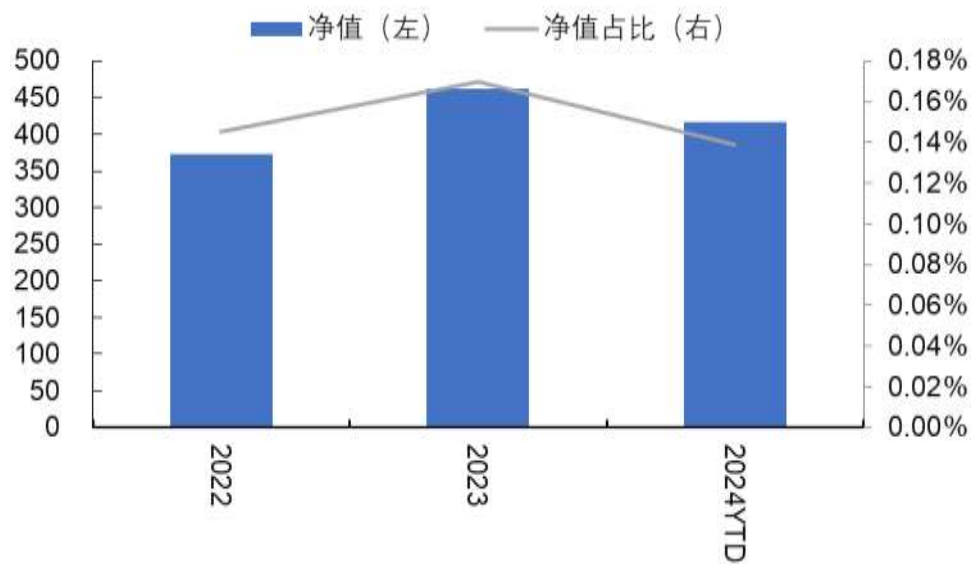


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

可转债基金：目前规模小、数量少，可积累管理经验

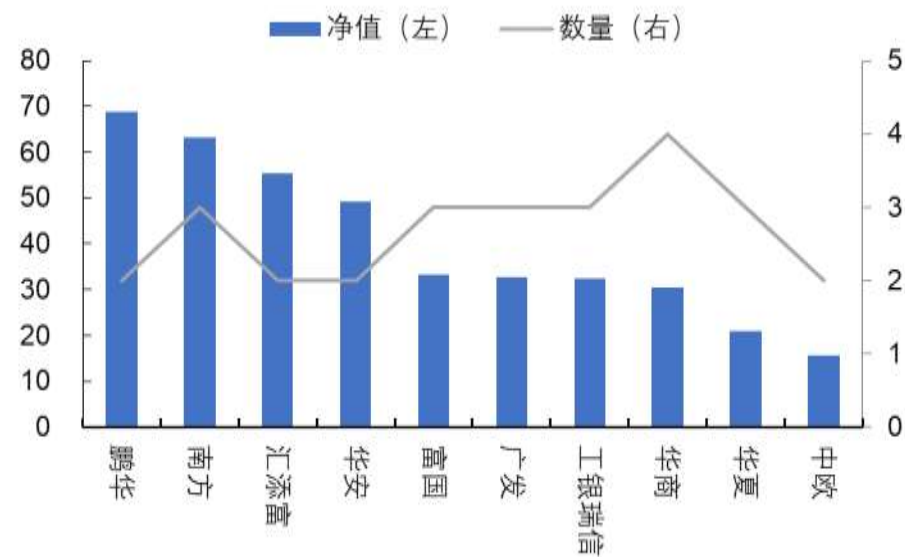
- **目前共35家基金公司发行有可转债基金：**截至目前，35家基金公司共管理有73只、约420亿元可转债基金，合计净值占全部基金的0.14%、占债券基金的0.4%，规模较小。
- **管理人角度：**目前鹏华、南方、汇添富等公司管理规模超50亿元，管理规模较为领先。整体上，管理规模靠前的仍主要为基金大厂，虽然管理规模都不算很大，但是能够积累可转债基金管理经验，对于在“固收+”等策略中配置可转债或有一定参考意义。

图：可转债基金净值规模及占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：目前可转债基金管理人规模前0名的基金净值和数量（单位：亿元、只）

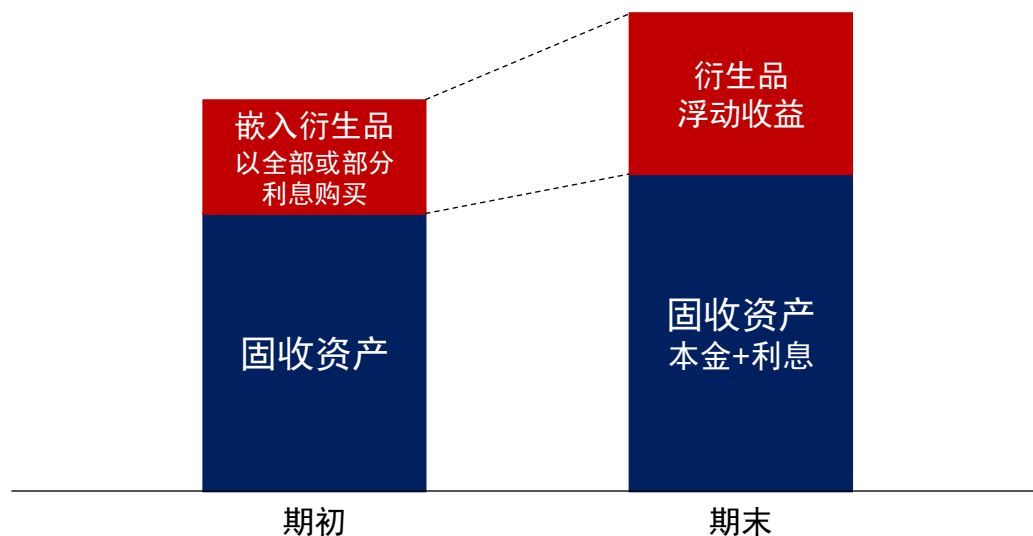


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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（单位：亿元）

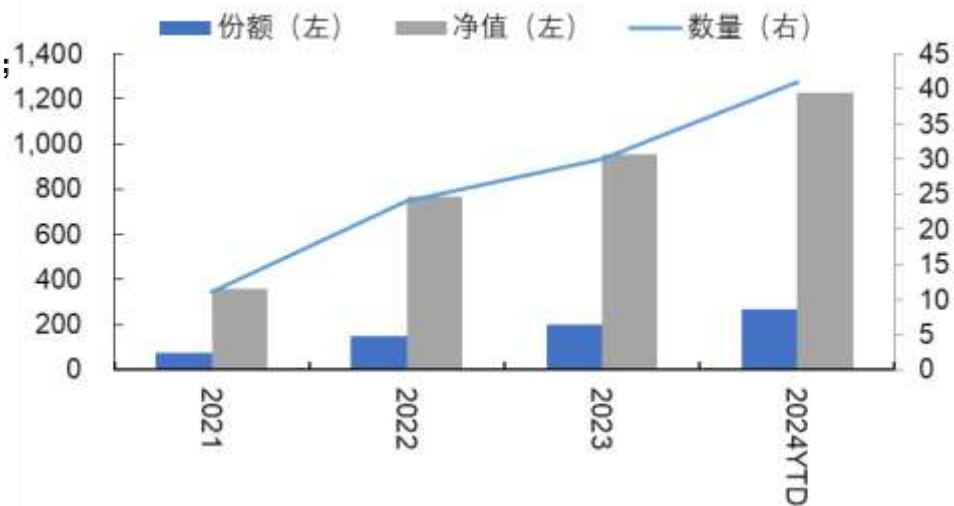


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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：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：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：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

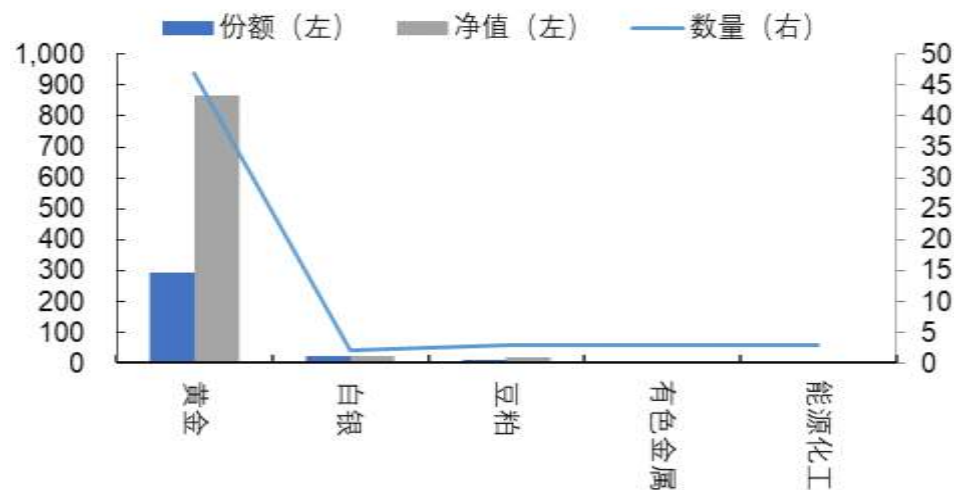
- 商品投资是大类资产配置中的关键部分之一，商品基金的发展可为基金公司投资商品提供充足管理经验，并将商品投资应用于“固收+”等投资理念中。
- **商品基金以黄金为主**：目前商品基金约330亿份、净值约920亿元，投资商品包括黄金、白银、豆粕、有色、能源化工等，其中黄金基金净值占比为87.9%。
- **黄金价格或仍面临有利催化**：年初以来，在中国央行购金、地缘政治紧张、美联储降息预期下，黄金已经累计较大涨幅。目前来看，前述因素推动黄金上涨的动力仍然存在，黄金价格或仍有上涨空间。

图：COMEX黄金价格走势（单位：美元/盎司）



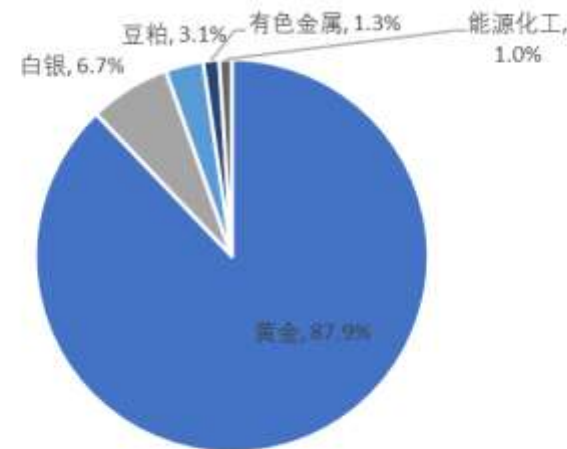
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类商品基金份额、净值及数量（单位：亿份、亿元、只）

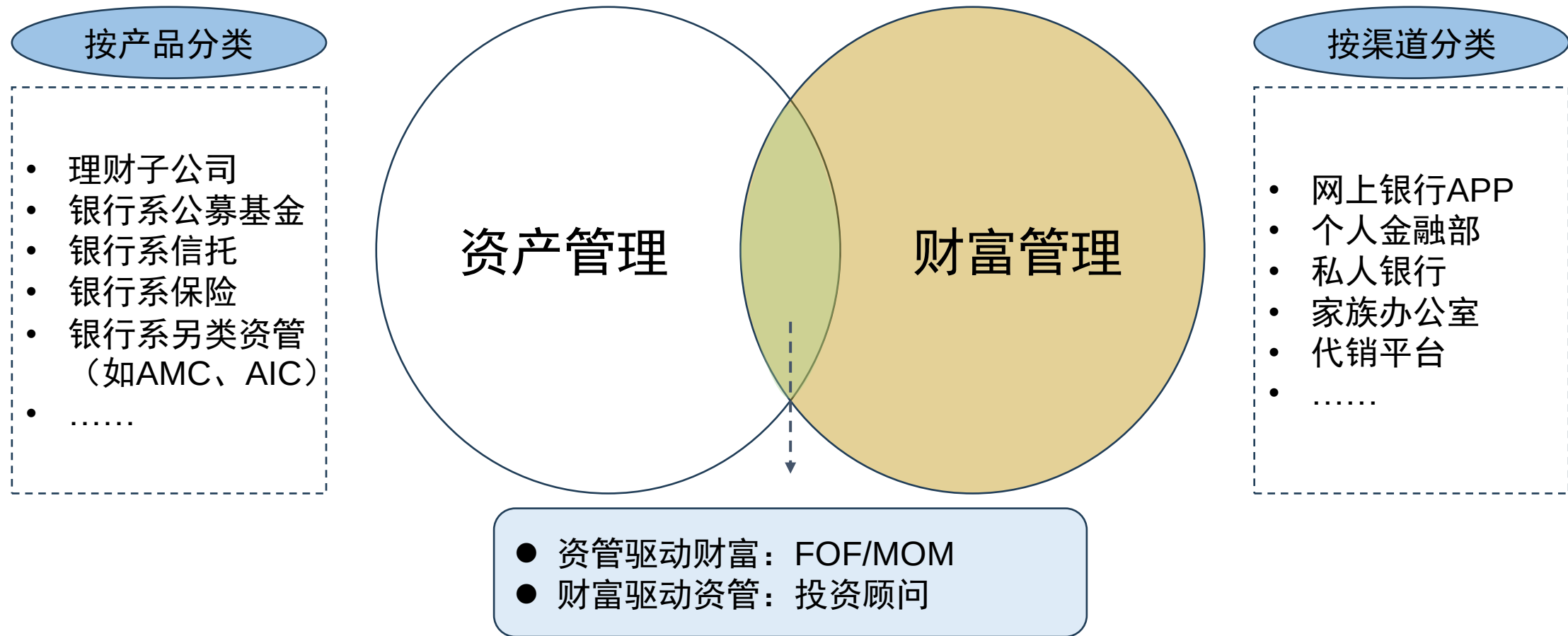


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：商品基金以跟踪黄金为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

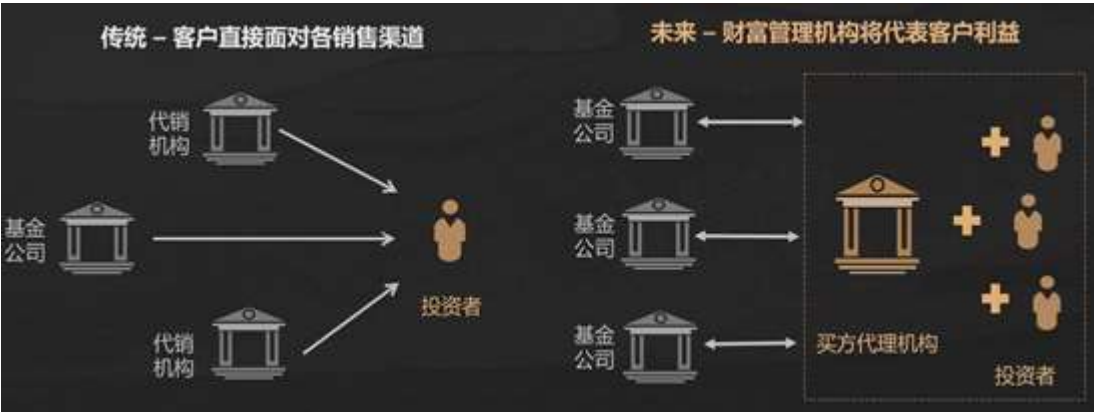


资料来源：Beta财富管理，国信证券经济研究所整理

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

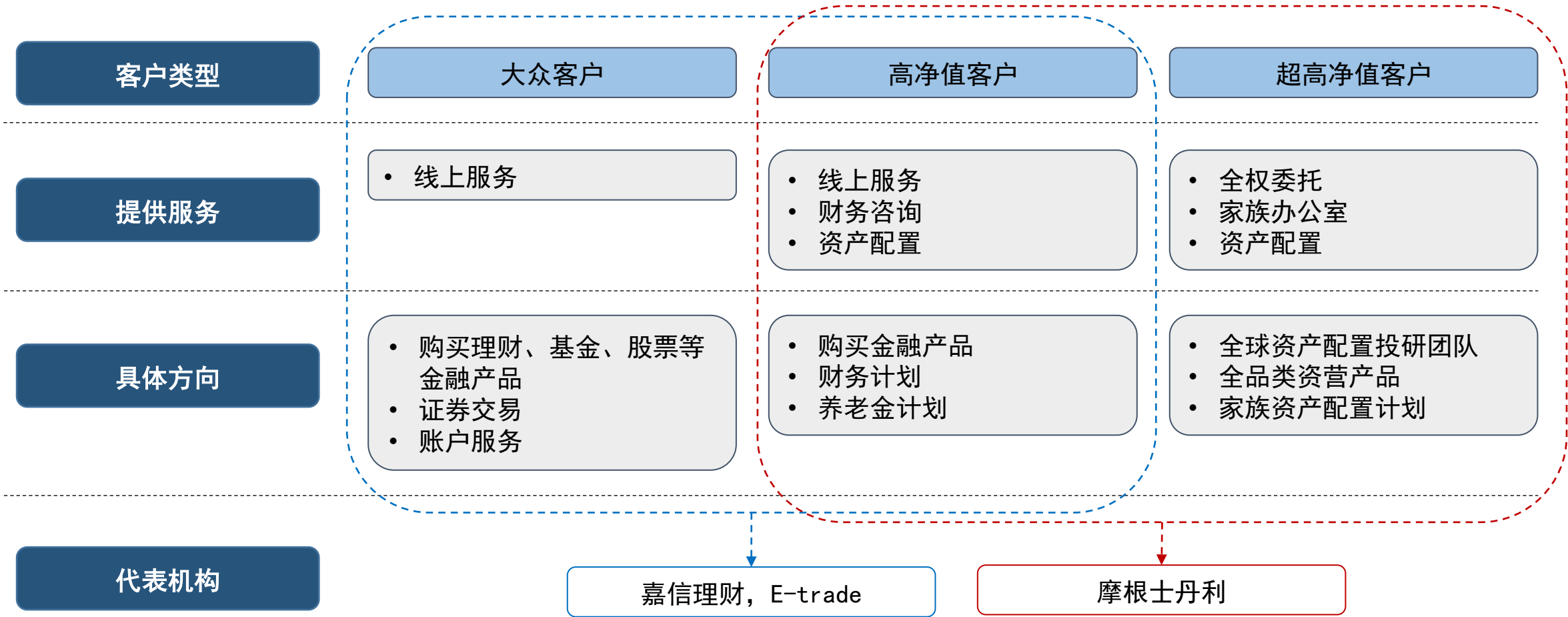


资料来源：嘉实财富，国信证券经济研究所整理

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	通过定期报告披露	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

- 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。

免责声明



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