

从近期政策导向和机构生态看财富代销

产品代销迈向新格局

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师：王剑 021-60875165
证券分析师：孔祥 021-60375452
证券分析师：陈俊良 021-60933163
证券分析师：王德坤 021-61761035

◆ 银行

wangjian@guosen.com.cn
kongxiang@guosen.com.cn
chenjunliang@guosen.com.cn
wangdekun@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980518070002
执证编码：S0980523060004
执证编码：S0980519010001
执证编码：S0980524070008

事项：

生态分化成为 2025 年中国财富管理市场的重要转型方向。银行、互联网平台和券商各自展示出自身禀赋优势，其中银行依托线下高净值客群优势构建理财、公募、保险的产品货架，互联网平台凭借流量大数据聚焦长尾客户组合产品，券商则借力机构、投行资源发力 ETF、“雪球”等衍生品组合。近期 ETF 产品销售，银行财富代销政策导向均印证这一变化。

国信金融观点：2025 年 3 月 21 日，金融监管总局发布《商业银行代理销售业务管理办法》，自 2025 年 10 月 1 日起施行；同时，中基协公布代销机构公募基金保有规模数据，基金代销格局有新变化和亮点。

《商业银行代理销售业务管理办法》进一步明确商业银行代销业务规范，旨在推动商业银行代销业务有序发展。在《办法》落地实施后，私募基金代销或更加回归券商渠道。从商业模式上看，虽然券商客户粘性和覆盖广度不如银行，但胜在业务抓手多，可实现多方变现。财富管理市场的分割化和阵地化或将加速，未来预计将形成银行、券商和互联网三方新格局：**第一，商业银行未来或主打“现金管理类产品+传统公募首发+保险”代销，通过县域下沉和私人银行投顾获得增量发展空间；第二，券商主打“被动指数+券结基金+私募基金”，增量在于多条线协作；第三，互联网三方主打流量变现模式，凭借流量优势和投顾能力加强对长尾客户覆盖，在类固收公募基金和股票指数基金代销方面有望延续良好发展趋势。**

尤其在公募基金代销方面：第一，保有规模存量角度，国股行非货币基金、权益基金保有规模仍领先其他机构，券商股票指数基金领先优势进一步扩大；增量角度，券商的非货币基金保有规模增量最显著，其中绝大部分由股票指数基金贡献；第三，监管引导及市场环境变化或影响基金代销业务格局。一方面，在监管引导中长期资金入市及促进资本市场高质量发展背景下，股票指数基金的地位有所增强，ETF 等股票指数基金扩容，将使得券商的代销基金保有规模市占率有提升潜力。另一方面，年初以来主动权益基金超额收益回归，或再度吸引资金流入，具备渠道优势的国股行，其权益基金保有规模或可据此企稳。

评论：

◆ 允许银行间接代销私募基金但设置一定要求，或促进私募基金代销回归券商渠道

3 月 21 日，金融监管总局发布《商业银行代理销售业务管理办法》（以下简称“《办法》”），自 2025 年 10 月 1 日起施行。《办法》从代销业务内部管理制度、合作机构管理、代销产品准入管理、销售管理、产品存续期管理、监督管理等方面进一步明确商业银行代销业务规范，旨在推动商业银行代销业务有序发展。

其中，对银行代销最直接的影响，在于第二十八条相关内容，包括：

第一，商业银行代销投向非标资产、未上市企业股权的产品，应当由多个部门综合评估并获得高级管理层批准。

- 目前商业银行代销的私募股权投资基金较少。商业银行代销的投向非标资产的产品主要是理财产品。《办法》第二十二条规定，商业银行的关联方为代销业务合作机构的，商业银行对其在合作机构管理和代销产品准入等方面的要求应当不低于其他合作机构，这意味着母行代销理财子公司发行的投向非标资产的理财产品也需要符合这一要求。

第二，商业银行代销投向私募投资基金或聘请私募基金管理人担任投资顾问的产品，应当由多个部门综合评估并获得高级管理层批准。其中，此处的私募基金或者聘请私募基金管理人担任投资顾问的产品设置了一定的准入门槛，包括私募基金管理人管理的私募股权投资基金规模合计不低于五亿元、管理的私募证券投资基金规模合计不低于三亿元，在中国证券投资基金业协会登记不少于三年等。

- 与2016年的《中国银监会关于规范商业银行代理销售业务的通知》（银监发〔2016〕24号）相比，《办法》仍然规定代销业务是商业银行代销持牌金融机构的产品，因此私募基金仍然无法由银行直接代销。
- 此前为符合监管要求，私募基金管理人往往采用通过信托及资管计划嵌套私募基金的方式，或者以信托或资管计划为通道、自身担任投资顾问的方式，由商业银行间接代销私募基金。《办法》对这种情况进行了单独规定，相当于对符合一定要求的私募基金管理人（即管理的私募股权投资基金规模合计不低于五亿元、管理的私募证券投资基金规模合计不低于三亿元，在中国证券投资基金业协会登记不少于三年等标准），承认了这种间接代销私募基金的合规性。
- 但是也对间接代销私募基金的商业银行也提出了更高要求，即商业银行应当由多个部门综合评估并获得高级管理层批准，这对商业银行间接代销私募基金产品设置了一定门槛，未来或促进私募基金代销回归券商渠道。

因此，在《办法》落地实施后，私募基金代销或更加回归券商渠道。从商业模式上看，虽然券商客户粘性和覆盖广度不如银行，但胜在业务抓手多（交易、研究、托管、融资、场外衍生品等），可实现多方变现。

◆ 代销格局：银行、券商、互联网三分天下

《办法》颁布加速了财富管理市场的分割化和阵地化，未来预计将形成银行、券商和互联网三方新格局。

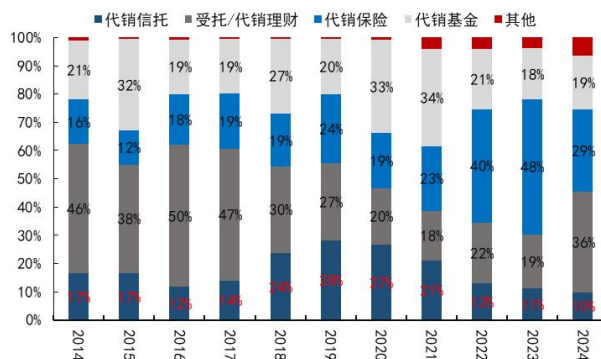
第一，商业银行未来或主打“现金管理类产品+传统公募首发+保险”代销，通过县域下沉和私人银行投顾获得增量发展空间。从客群来看，商业银行未来的客群发展主要分为两类：一是目前存量的低风险客户仍将占据主流，潜在发展方向是深入县域、深入基层。由于商业银行客群的基本盘风险偏好低，因此未来现金管理类产品、保险产品仍将是商业银行最主要的代销产品，其中包括理财、货币基金、短债基金等在内的现金管理类产品主要用来提升客户服务体验，保险产品则因为佣金丰厚或为银行贡献较多利润。此外，商业银行在公募产品首发方面仍然具备一定优势。在低风险客户经营方面，随着经济发达区域客户财富积累增加、投资能力增强，这些地区的客户风险偏好或持续提升，未来商业银行的增量空间主要来自向县域客群、基层客群下沉，将风险偏好最低的存款客户转变为财富管理客户。二是随着商业银行投顾能力增加，未来通过为高净值客户提供投顾服务也具有增量发展空间。那些产品货架丰富、品牌影响力大、在私人银行业务上具备先发优势的银行或继续处于领先优势。以招商银行为例，其代销信托、代销理财、代销保险及代销基金等财富管理业务的收入占比较为均衡。

图1: 招行财富管理手续费及佣金收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: 招行各年年报, 国信证券经济研究所整理

图2: 招行代销产品收入占比变化

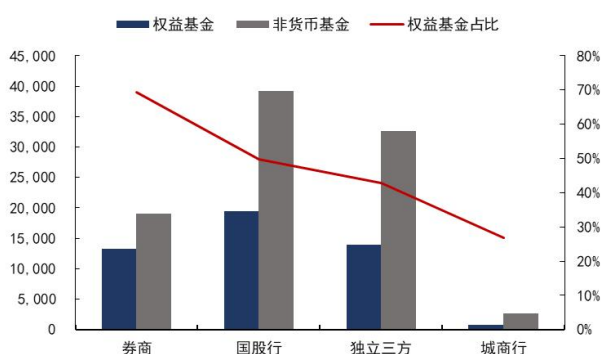


资料来源: 招行各年年报, 国信证券经济研究所整理

第二, 券商主打“被动指数(宽基+Smart beta, 含ETF和联接)+券结基金+私募(尤其量化等细分产品线)”, 增量在于多条线协作。一是公募基金方面, 券商的代销基金保有规模中权益基金、股票指数基金占比显著高于其他机构。这一方面是因为券商客户普遍更加重视权益资产配置, 另一方面是券商在权益基金发行管理过程中, 与基金公司合作开展的研究、交易、做市、营销等业务场景较多。截至当前, 采用券商交易结算的权益基金共860余只, 占全部权益基金比例约18%, 占比逐步提升中。二是私募基金方面, 一方面银行代销私募基金门槛有所提高, 部分私募基金或更加依赖券商销售渠道; 另一方面券商近年来打造的交易基础设施、场外衍生品业务能力、托管服务能力能够帮助私募基金实现极速交易和投资策略开发, 券商有望据此加强与私募基金的合作粘性。

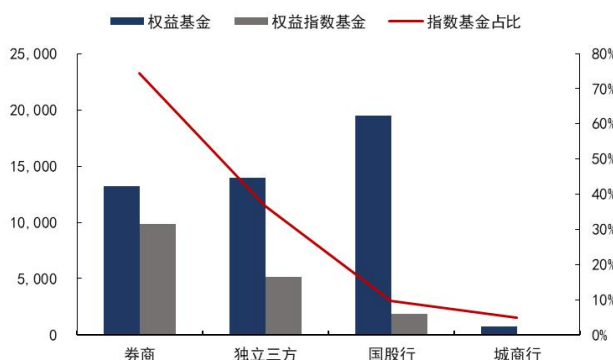
第三, 互联网三方主打流量变现模式, 凭借流量优势和投顾能力加强对长尾客户覆盖。近期互联网机构均开始通过投教等方式加大线上和线下融合, 意在立体化的抢夺客户, 最终与银行、券商等渠道全面角逐。例如蚂蚁借助理财场景流量, 东财借助证券等交易流量, 流量变现的模式给很多中小机构带来逆袭机会。截至2024年末, 互联网三方机构代销基金保有规模仅次于国有大行, 并且呈现全部规模中类固收基金(以非货币基金减去权益基金近似)占比较高、权益基金中股票指数基金占比较高两大特点。一是互联网三方机构凭借流量优势覆盖到风险偏好较低的长尾客户, 代销类固收基金能力较强。二是互联网三方机构投顾能力突出, 引导客户运用股票指数基金改善资产配置的观念得到广泛认可。

图3: 2024年末各类代销机构基金保有规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 2024年末各类代销机构权益基金保有规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 基金代销: 券商依靠股票指数基金快速发力, 国股行保持类固收产品优势地位

保有规模存量角度, 国股行非货币基金、权益基金保有规模仍遥遥领先其他机构, 券商股票指数基金保有

规模遥遥领先其他机构，并且领先优势进一步扩大。截至 2024 年末，国股行保有非货币基金接近 3.92 万亿元，其中权益基金约 1.95 万亿元；券商保有权益基金 1.32 万亿元，其中股票指数基金约 0.98 万亿元。

保有规模增量角度，券商的非货币基金保有规模增量最为显著，其中绝大部分由股票指数基金贡献。国股行及城商行权益基金规模流失严重，主要为主动权益基金规模流失，类固收基金规模增长领先于其他机构。独立三方机构凭借类固收基金和股票指数基金规模增量，使得整体非货币基金规模增长较为稳健。

监管引导及市场环境变化或影响基金代销业务格局。一方面，在监管引导中长期资金入市及促进资本市场高质量发展背景下，股票指数基金的地位有所增强，ETF 等指数基金发行良好，份额及净值规模持续增加。券商在代销股票指数基金方面有独特优势，尤其是做市和托管方面。股票指数基金扩容，将使得券商的代销基金保有规模市占率有提升潜力。另一方面，2025 年年初以来，股票市场行情改善，主动权益基金超额收益回归，或重新吸引资金流入，具备渠道优势的国股行，其权益基金保有规模或可据此企稳。此外，独立三方机构流量优势依旧，伴随投顾能力建设持续深入，其在股票指数基金代销方面的潜力可持续被发掘。

表1: 各类代销机构公募基金保有规模变化（单位：亿元）

机构类型	权益基金			非货币基金			股票指数基金		
	2024H2	2024H1	变动	2024H2	2024H1	变动	2024H2	2024H1	变动
券商	13,225	11,760	1,465	19,055	16,081	2,974	9,827	7,757	2,070
国股行	19,498	20,244	-746	39,158	37,060	2,098	1,880	1,307	573
独立三方	13,949	13,431	518	32,657	30,834	1,823	5,112	4,347	765
城商行	730	796	-66	2,716	2,674	42	36	27	9
其他	1,116	953	163	1,781	1,470	311	184	155	29

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2: 各类代销机构类固收基金及主动权益基金保有规模变化（单位：亿元）

机构类型	类固收基金			主动权益基金		
	2024H2	2024H1	变动	2024H2	2024H1	变动
券商	5,830	4,321	1,509	3,398	4,003	-605
国股行	19,660	16,816	2,844	17,618	18,937	-1,319
独立三方	18,708	17,403	1,305	8,837	9,084	-247
城商行	1,986	1,878	108	694	769	-75
其他	665	517	148	932	798	134

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示：

政策风险，资本市场大幅波动的风险，宏观经济增速不及预期的风险，基金销售下滑等。

相关研究报告：

- 《银行业点评-大行负债缺口何时扭转？——银行资负视角》——2025-03-21
- 《银行业投资策略-高股息还是高成长？——2019 年启示》——2025-03-12
- 《银行理财 2025 年 3 月月报-整改与转型的“赛跑”》——2025-03-08
- 《银行业专题-浙江农信系统的改革和实践成效》——2025-03-04
- 《收益率曲线上移对银行的影响-银行利率风险情况分析》——2025-02-16

免责声明

分析师声明

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。

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.GSI）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显观点
	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

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 层
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