

策略深度报告 20250518

短期交易博弈和中长期生态构筑——论公募新规的短中长期影响

2025 年 05 月 18 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋珺逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

5 月 7 日，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，引导和督促基金行业从“重规模”向“重回报”的方向转变。短期来看，抢筹是市场对政策的预期反应；而中长期看，优化收费模式、完善行业考核机制等举措指向资本市场生态的重构。

■ 短期：各路资金基于公募加配预期的抢筹构成市场短期交易逻辑

近期金融板块及指数的明显波动，或主要源于市场资金围绕公募增配预期的博弈。鉴于公募新规颁布不足一周，且其中关于业绩基准的细则尚未敲定，我们认为众多基金产品在单日集体调仓的可能性较低，实际调仓节奏或更倾向循序渐进。因此，5 月 14 日金融股异动更合理的解释是：部分资金基于公募的加配预期提前布局，叠加市场情绪传导、触发量化策略跟随交易，加剧了买盘的流入及相关板块的上行斜率。

■ 中长期：公募配置行为将会如何变化？

产品视角看，主动偏股基金或逐渐演变为“类指增”产品。考核新规下，基金持仓结构的调整是必然趋势，以往依赖押注高弹性赛道获取超额收益的策略，将逐步转型为以基准指数为核心的配置体系，即 60%-80% 左右仓位紧密跟踪基准指数，剩余仓位通过精细化选股捕捉超额收益。当前，对标中大盘宽基指数的主动偏股基金占比超 70%，得益于该类指数“市场代表性较强+行业分布相对均衡+主/被动产品生态协同利于资金共振”，后续或仍为主流。为贴近基准，公募配置的分散化程度有望加大，预计管理人将着重完善对指数权重靠前大盘股的配置覆盖。

机构视角看，规模越大的基金越“有动力”保收益。大规模基金更倾向通过贴近基准的保守配置，实现稳健收益，契合自身发展需求与投资者期望，以在长期竞争中保持优势。

■ 中长期：公募新规对于市场生态的影响？

本轮公募调仓或与 16-17 年外资流入存在共性。16-17 年，外资加速流入和鲜明的审美偏好带来“明牌效应”，公募新规也是一种政策的“明牌”，但区别在于本轮主要基于资金面逻辑，相关板块缺乏基本面的强比较优势支撑。

从风格层面看，基准指数的估值溢价将迎来系统性抬升。美日被动化进程中，代表性的“标杆”指数具备估值溢价，且近 10 年市场均呈现大盘相对小盘超涨的趋势。对于 A 股市场而言，后续更多中长期资金有望以被动指数形式入市，且本轮新规落地后，主动型基金配置向指数靠拢也将加速被动化进程，沪深 300 为代表的中国“标杆”指数有望迎来估值的系统性抬升，长期来看，小盘高估值+大盘低估值的格局将发生改变和逆转。基于静态测算，新规有望拉动沪深 300 上涨 6.8%。

从个股/行业层面看，金融、食品等板块欠配龙头股或将获增配。新规落地后，以基准为主要考核的机制将在 1-2 年内，推动公募资金向欠配的基准指数成分股腾挪。个股角度看，贵州茅台、中国平安、招商银行等个股相对核心指数明显低配。行业角度下非银金融、银行、食品饮料、公用事业等板块整体低配，长期来看公募资金回补有望对该类行业形成拉动。

■ **风险提示：**政策理解不到位；海外历史经验或不完全适用于 A 股；经济增长不及预期；地缘政治风险；海外政策不确定性

相关研究

《阻碍黄金继续上涨的理由》

2025-05-14

《并购重组跟踪（十九）》

2025-05-13

内容目录

1. 各路资金基于公募加配预期的抢筹构成市场短期交易逻辑	4
2. 中长期，公募配置行为将会如何变化?	5
2.1. 产品视角看，主动偏股基金或逐渐演变为“类指增”产品	5
2.2. 机构视角看，规模越大的基金越“有动力”保收益	7
3. 中长期维度，公募新规对于市场生态的影响?	7
3.1. 本轮公募调仓或与 16-17 年外资流入存在共性	7
3.2. 从风格层面看，基准指数的估值溢价将迎来系统性抬升	8
3.3. 从个股/行业层面看，金融、食品等板块欠配龙头股有望获增配	11
4. 总结	13
5. 风险提示	13

图表目录

图 1: 以沪深 300 为基准的主动偏股基金显著低配非银金融、银行（单位：%）4

图 2: 以中证 800 为基准的主动偏股基金显著低配非银金融、银行（单位：%）5

图 3: 分业绩比较基准看，主动偏股基金的规模分布（单位：%）6

图 4: 2016 年开始，北向加速流入 A 股（单位：亿元）8

图 5: 2016 年末相较 2016 年年中，北向持续加仓消费龙头（单位：%；pct）8

图 6: 2016-2018 年，消费、周期的 ROE 持续抬升，盈利优势凸显（单位：%）8

图 7: 2011 年以来，标普 500 相对美国全市场指数点位和估值比双双提升（单位：倍）9

图 8: 2013 年以来，纳斯达克 100 相对纳指点位和估值比双双提升（单位：倍）9

图 9: 2005 年以来，日经 225 相对东证指数点位和估值比双双提升（单位：倍）10

图 10: 近年来，沪深 300、中证 A500 等表征市场的核心指数估值尚未见提升趋势（单位：倍）10

图 11: 2024 年主动偏股基金的行业配置分布及相对基准的多/欠配比例（单位：%）11

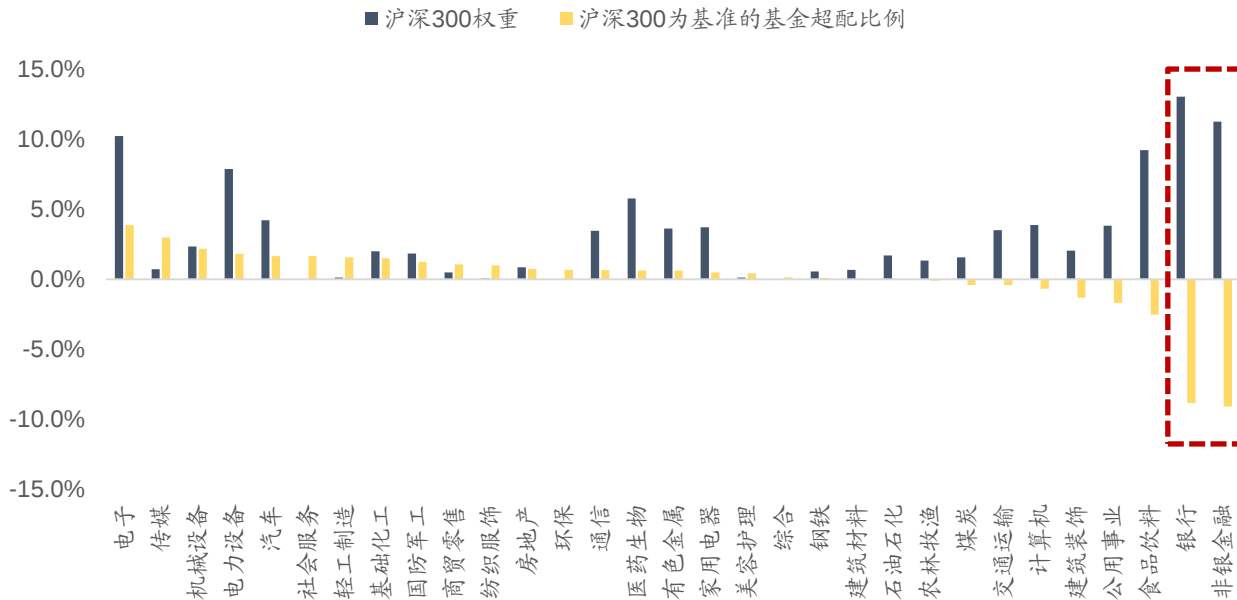
图 12: 主动偏股欠配的前 50 只个股（单位：%）12

5月7日，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》（下文简称《方案》），引导和督促基金行业从“重规模”向“重回报”的方向转变。5月14日午后，A股在大金融板块的带动下上攻，超级权重中国人保更是冲击涨停，再度引起《方案》是否会催生大金融“补仓潮”的讨论。短期来看，抢筹是市场对政策的预期反应；而中长期来看，优化收费模式、完善行业考核机制等举措指向资本市场生态的重构。

1. 各路资金基于公募加配预期的抢筹构成市场短期交易逻辑

《方案》引导公募基金回补低配板块，在增配预期下，市场资金积极抢筹。方案通过强化业绩比较基准约束，要求基金经理投资组合与基准紧密挂钩，当前大金融板块明显低配。若以沪深300为基准，非银金融、银行的权重分别为11%、13%，但主动偏股基金（截至2024年末，基金全部持股口径）对非银金融、银行的配置比例仅有2.2%、4.2%，低配比例均在9%附近；若以中证800为基准，则非银金融、银行低配比例分别为8.6%、7.4%。因此为避免业绩大幅偏离基准，基金经理有望减少风格漂移，回补银行、非银金融等板块。

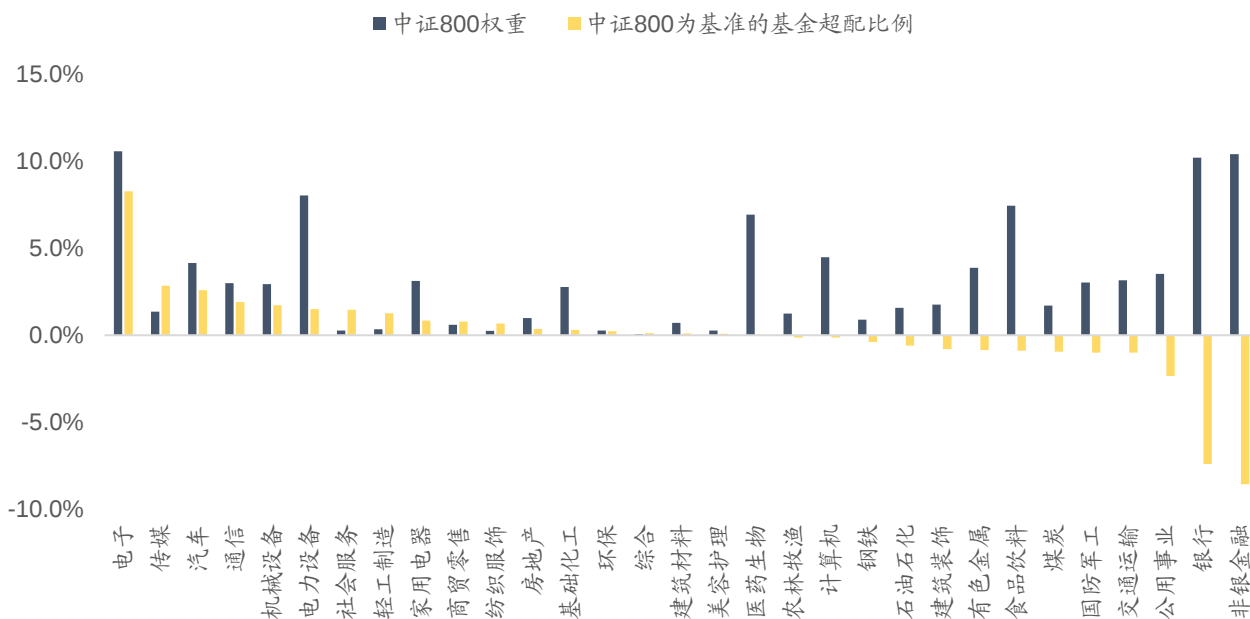
图1：以沪深300为基准的主动偏股基金显著低配非银金融、银行（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：沪深300权重截至时间为2024年末；基金超低配比例计算方式：沪深300为基准的基金持仓市值占比（截至2024年末，基金全部持股口径）-沪深300权重

图2：以中证 800 为基准的主动偏股基金显著低配非银金融、银行（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：中证 800 权重截至时间为 2024 年末；基金超低配比例计算方式：中证 800 为基准的基金持仓市值占比（截至 2024 年末，全部基金持股口径）- 中证 800 权重

近期金融板块及指数的明显波动，或主要源于市场资金围绕公募增配预期的博弈。鉴于公募新规颁布不足一周，且其中关于业绩基准的细则尚未敲定，我们认为众多基金产品在单日集体调仓的可能性较低，实际调仓节奏或更倾向于循序渐进。因此，5 月 14 日金融股异动更合理的解释是：部分资金基于公募的加配预期提前布局，叠加市场情绪传导、触发量化策略跟随交易，加剧了买盘的流入及相关板块的上行斜率。随着博弈性资金快速兑现浮盈，权重股迎来短期抛压，对后半周大盘指数形成拖累。

2. 中长期，公募配置行为将会如何变化？

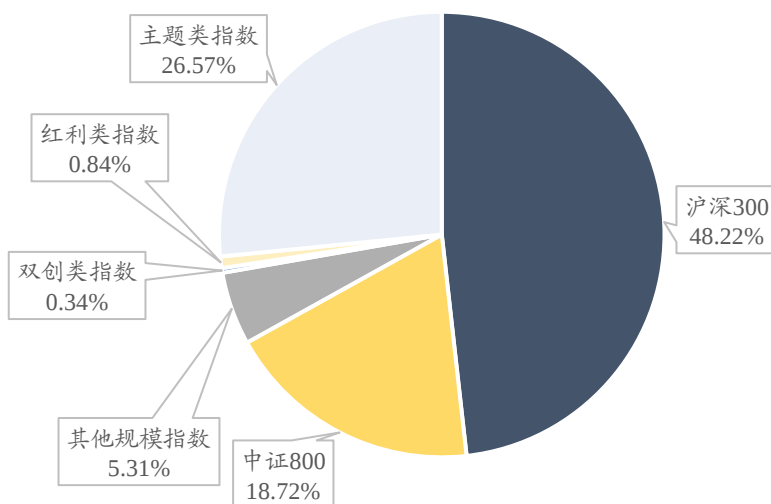
2.1. 产品视角看，主动偏股基金或逐渐演变为“类指增”产品

主动偏股基金或逐渐演变为“类指增”产品，即部分仓位配置基准，剩余部分挖掘个股的 α 机会。过去公募行业为实现规模增长的目的追求弹性，与监管层所倡导的理念存在偏离。考核新规之下，基金持仓结构的调整是必然趋势，以往依赖押注高弹性赛道获取超额收益的策略，将逐步转型为以基准指数为核心的配置体系，即以 60%-80% 左右仓位紧密跟踪基准指数，剩余仓位通过精细化选股捕捉超额收益。

当前，以中大盘宽基指数为基准的主动偏股基金占比超 70%。截至 2025Q1，沪深 300 和中证 800 是主动偏股基金的两大主要基准指数，相关产品规模分别达 1.7 万亿、

6476 亿元，占比为 48.2%、18.7%；以其他规模指数（如中证 500、中证 A500、中证 1000 等）为基准的主动偏股基金规模则为 1837 亿元，占比 5.3%。此外，约有 1%左右的产品对标双创类、红利类指数。其余 26.6%的主动偏股基金为赛道型产品，以 TMT、医药、消费等主题指数为基准。

图3：分业绩比较基准看，主动偏股基金的规模分布（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据截至 2025Q1

尽管当下部分基金存在基准与投资策略错配的问题，有待纠偏和优化，后续对于非赛道型产品而言，沪深 300 为代表的中大盘宽基指数或仍是主流基准。一方面，沪深 300、中证 A500 等核心指数市场代表性较强，且行业分布相对均衡，能够反映股市整体表现，适合作为均衡型产品的配置基准。另一方面，此类指数的“生态系统”完备，目前名义上对标的主动基金已占到大部分，同时被动投资工具形成强力支撑——截至 5 月 16 日，跟踪沪深 300、中证 A500、上证 50、中证 500 的 ETF 规模共计 1.59 万亿元，占股票型 ETF 总规模的 53%，主动与被动产品的生态协同有望加速形成资金共振效应。参考美股市场，2023 年末，全球包含衍生品在内的标普 500 被动指数类产品总规模高达 10 万亿美元，以标普 500 为基准的主动型共同基金规模接近 6 万亿；截至 5 月 16 日，若仅统计美国国内的主动权益产品，则以标普 500 为基准的占到四成，规模最大的前十只产品中有 7 只都对标标普 500。

为贴近基准，公募配置的分散化程度有望加大。以对标沪深 300、中证 800 指数的主动偏股基金为例，截至 2024 年，单个产品持股的中位数仅为 52 只，配置上明显较基准指数更加集中。往后，主动偏股基金需要通过扩大持股覆盖面来贴近基准。对于市场上半数以沪深 300 为基准的产品而言，鉴于该指数前 50 大成分股权重占比达 50%，前

100 只合计权重超 70%，且头部成份股通常不容易被调出，预计管理人将着重完善对前 100 只大盘股的配置覆盖。而对于采用中证 800 为基准的产品，指数前 250 大成份股的权重集中度为 72.3%，因此组合构建需要重点锚定的核心股票池更大。

2.2. 机构视角看，规模越大的基金越“有动力”保收益

大规模基金或更倾向“保守”配置，配置基准的比例更高。一方面，稳定收益是大基金稳固自身声誉与市场地位的关键。另一方面，机构为保障持续稳定的收入，有更强动力保证大体量基金业绩稳定，避免大幅波动引发投资者赎回等风险，进而影响管理费收益。因此，大规模基金更倾向通过贴近基准的保守配置，实现稳健收益，契合自身发展需求与投资者期望，以在长期竞争中保持优势。

3. 中长期维度，公募新规对于市场生态的影响？

3.1. 本轮公募调仓或与 16-17 年外资流入存在共性

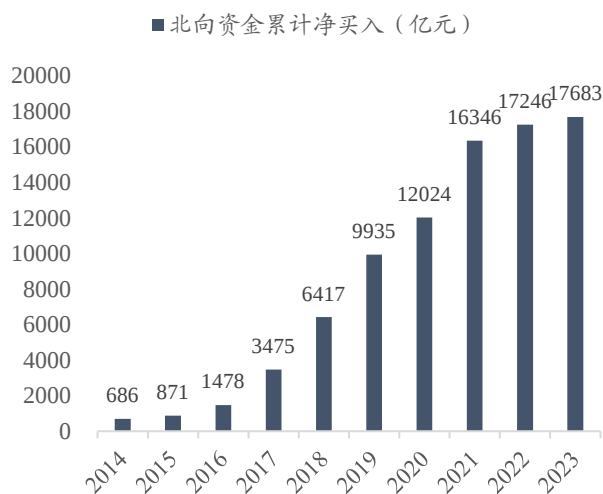
本轮公募调仓与 2016-2017 年外资流入，在资金行为上存在相似的“明牌效应”与预期共振逻辑，但核心区别在于本轮主要基于资金面逻辑，相关板块缺乏基本面的强比较优势支撑。

16-17 年，外资加速流入和鲜明的审美偏好带来“明牌效应”。2016 年起，随着陆股通机制深化，外资加速布局中国资本市场，其“以大为美”的价值投资偏好形成显著示范效应——持续重仓海天味业、贵州茅台、美的集团等消费龙头，推动相关标的在 2016-2017 年间实现显著超额收益。在外资“聪明钱”的引导下，内资机构逐步告别 2013-2015 年以中小创为主的成长股投资范式，转向消费、周期等蓝筹股的配置。市场形成“外资持续流入→龙头股价上行→价值共识强化→内资加仓”的正循环，驱动中国版“漂亮 50”行情的产生。

《推动公募基金高质量发展行动方案》是一种政策的“明牌”。《方案》通过强化业绩基准约束和长期考核，推动公募主动型产品向基准指数靠拢，形成市场共识。在此背景下，市场资金基于公募配置预期，“先手买入”偏低位筹码，以期享受后续增量资金所带来的估值溢价。

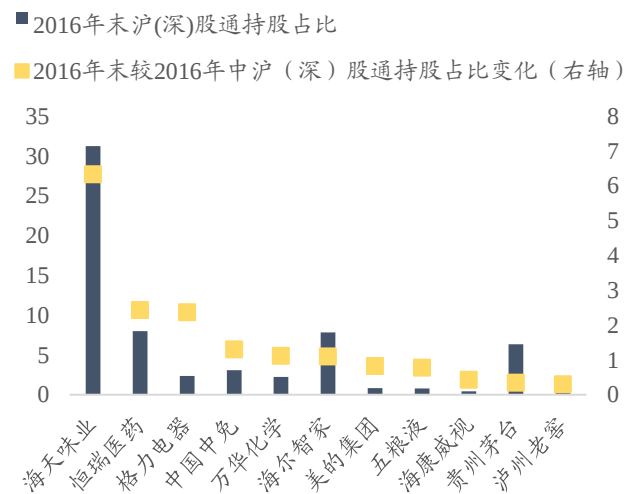
但区别在于，本轮主要基于资金面逻辑，相较 16-17 年或缺乏强基本面支撑。2016-2017 年，供给侧改革、消费升级等宏观逻辑驱动下，周期、消费风格盈利优势凸显，行情开展具备坚实的基本面基础；而本轮公募调仓中，基金欠配的大金融板块或并不具备明显的基本面比较优势，更多是抢筹资金博弈下的估值驱动。

图4: 2016 年开始, 北向加速流入 A 股 (单位: 亿元)



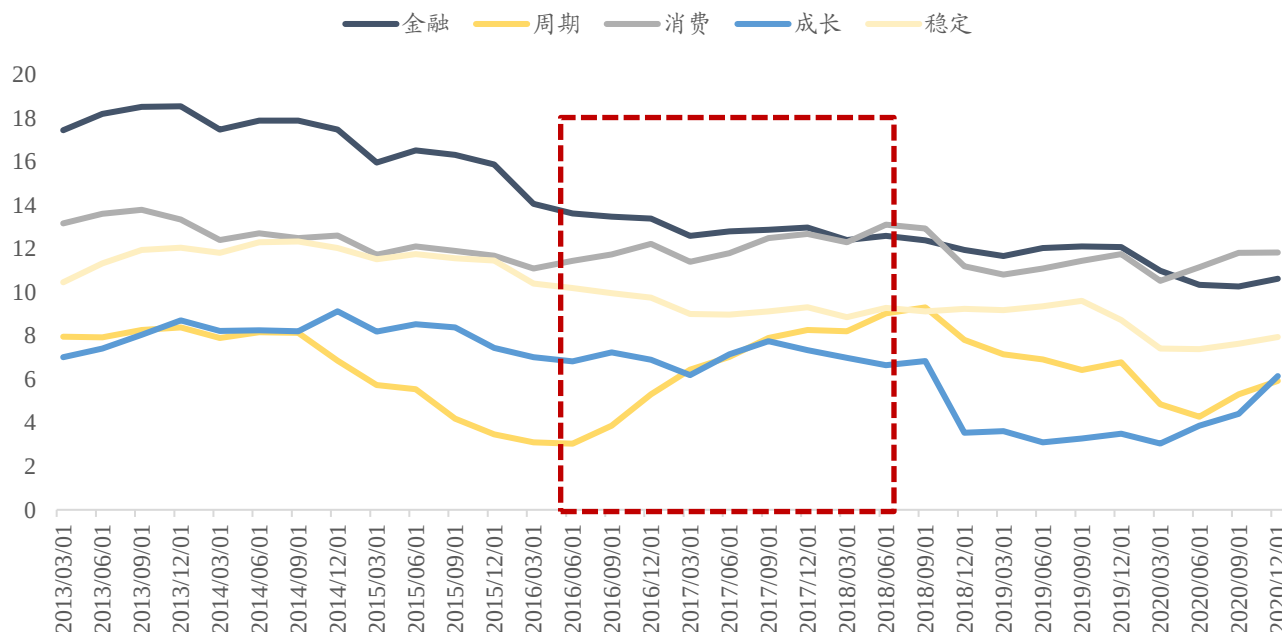
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2016 年末相较 2016 年年中, 北向持续加仓消费龙头 (单位: %; pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2016-2018 年, 消费、周期的 ROE 持续抬升, 盈利优势凸显 (单位: %)



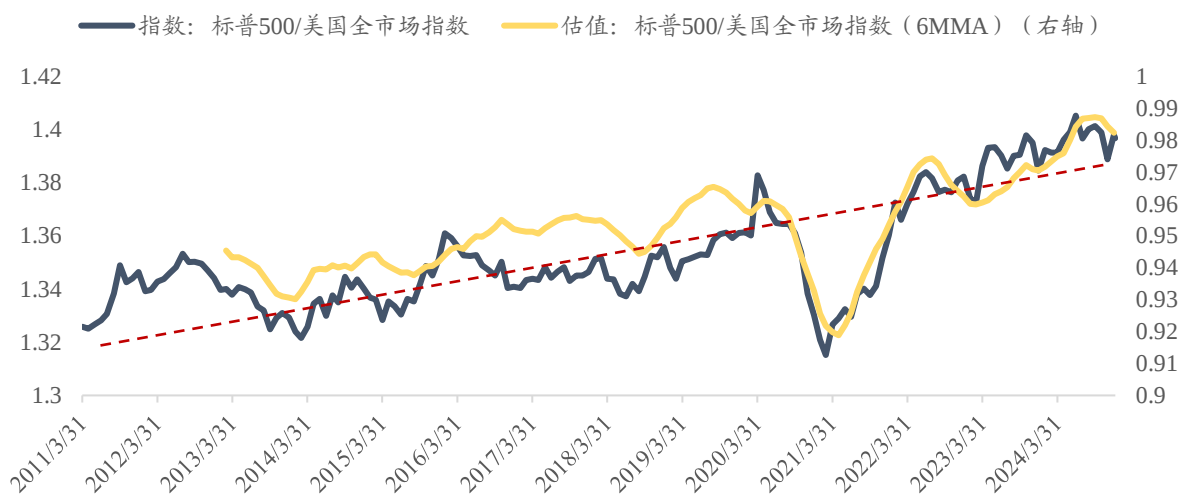
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 从风格层面看, 基准指数的估值溢价将迎来系统性抬升

如前文所述, 我们推断沪深 300、中证 800 为代表的中大盘宽基指数后续仍为主流基准, 因此长期来看, 公募向基准靠拢的趋势将推动此类指数的估值中枢上行, 并且助长大盘风格。

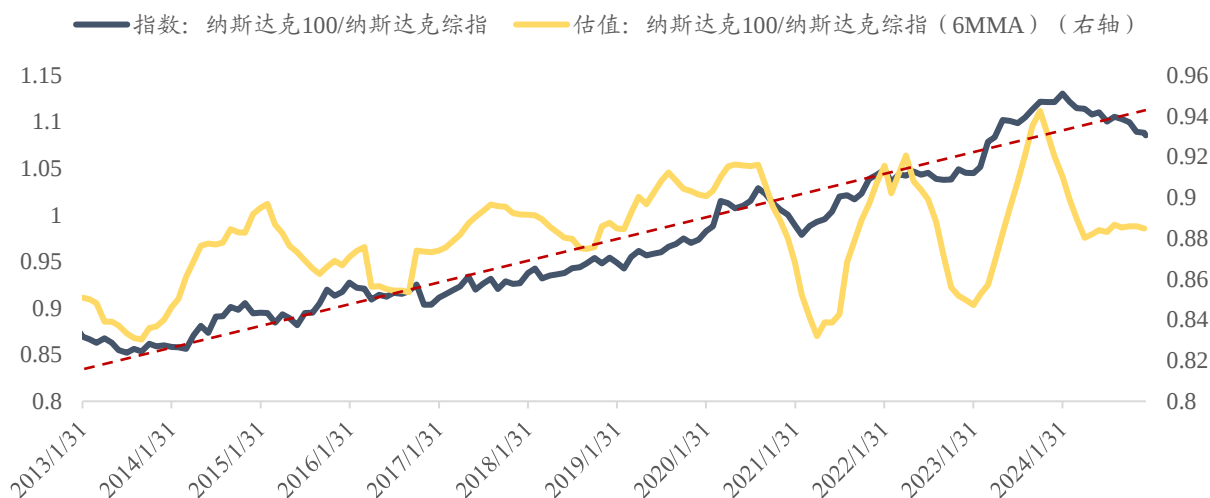
美日市场经验为我们提供了参考。我们在此前报告《被动化浪潮下的 A 股：从美/日市场看未来趋势》中强调，在美日市场中，一方面，随着被动化进程的推进，一些具有代表性的“标杆”指数往往具备更强的“吸金”能力，并因此获得估值溢价；另一方面，被动化助推了市场大小盘分化格局的形成，不论从指数的相对点位还是从相对估值角度看，美日市场均呈现大盘相对小盘超涨的趋势——美股中，标普 500 相对美国全市场指数、纳斯达克 100 相对纳斯达克综指，日股中日经 225 相对东证指数，其相对点位及估值中枢都于 2013 年以来稳步上移。

图7：2011 年以来，标普 500 相对美国全市场指数点位和估值比双双提升（单位：倍）



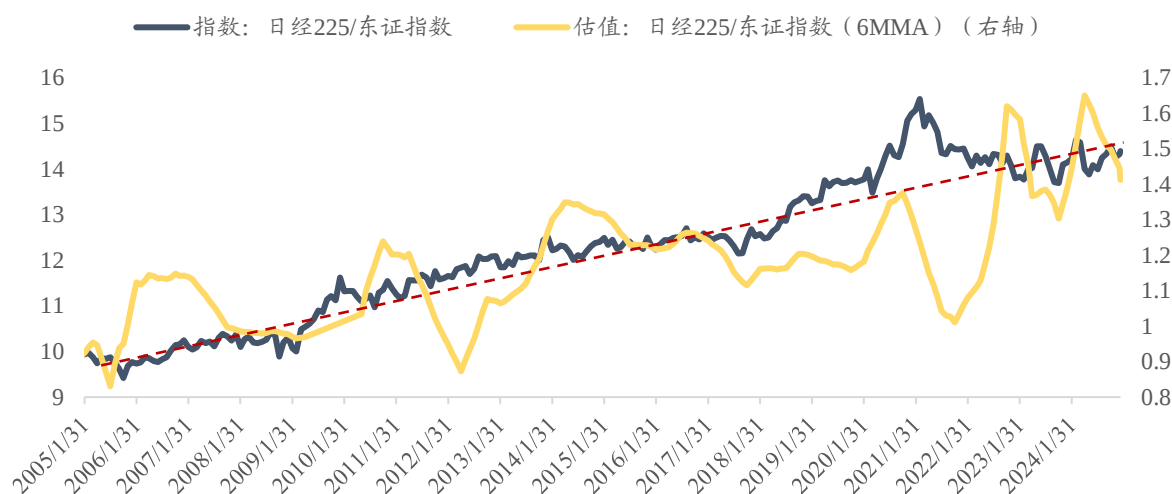
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所；注：估值采用 PE-TTM

图8：2013 年以来，纳斯达克 100 相对纳指点位和估值比双双提升（单位：倍）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所；注：估值采用 PE-TTM

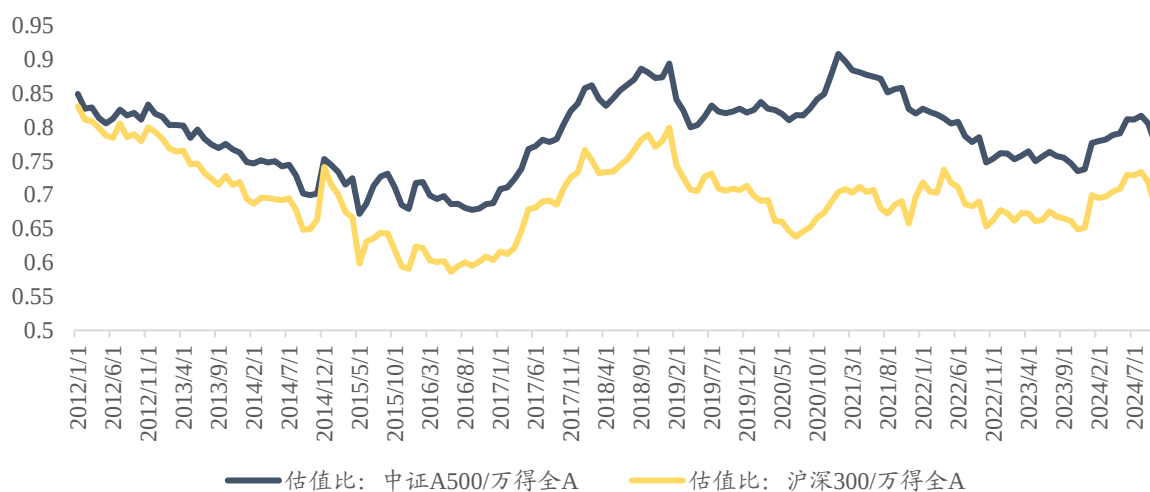
图9：2005年以来，日经225相对东证指数点位和估值比双双提升（单位：倍）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所；注：估值采用 PE-TTM

主动型基金配置向指数靠拢，是另一种形式的被动化。从国内被动指数基金的发展情况来看，当前 A 股市场 ETF 整体渗透率仍偏低，被动化进程相较美日较为缓慢，被动化率整体处于美国 2012 年/日本 2017 年水平，我国依然是大票估值低、小票估值高的格局，且近年沪深 300 相对全 A 的估值并未见明显的抬升趋势。后续，更多中长期资金有望以被动指数形式入市，且本轮新规落地后，主动型基金配置向指数靠拢也将加速被动化进程，沪深 300、中证 A500 为代表的中国“标杆”指数有望迎来估值的系统性抬升，长期来看，小盘高估值+大盘低估值的格局也将发生改变和逆转。

图10：近年来，沪深300、中证A500等表征市场的核心指数估值尚未见提升趋势（单位：倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所，估值采用 PE-TTM

基于静态测算，新规有望拉动沪深 300 上涨 6.8%。若仅统计截至 25Q1 以沪深 300 和中证 800 为基准的主动偏股基金，考虑到规模越大的基金越“有动力”保收益，我们假设规模大于 50 亿元的基金（25Q1 总规模为 4221 亿元），基准指数配置比例将升至 80%；10-50 亿元规模的基金（25Q1 总规模约为 1 万亿元），配比升至 70%；10 亿以下的（25Q1 总规模约为 4919 亿元）升为 60%。则静态视角下，根据基金持股规模*基准指数配比/基准指数自由流通市值来测算，将拉动沪深 300 上涨 6.8%。

3.3. 从个股/行业层面看，金融、食品等板块欠配龙头股有望获增配

新规落地后，以基准为主要考核的机制将在 1-2 年内，推动公募基金向欠配的基准指数成分股腾挪。2024 年主动偏股基金全部持仓口径下，从个股角度看，公募基金对于贵州茅台、中国平安、招商银行等个股相对核心指数明显低配，未来 1-2 年内，资金有望向欠配的基准指数成分股腾挪。从行业分布来看，金融、食品饮料等板块个股整体欠配较多，且行业角度下非银金融、银行、食品饮料、公用事业等板块整体低配，长期来看公募基金回补有望对该类行业形成拉动。

图 11：2024 年主动偏股基金的行业配置分布及相对基准的多/欠配比例（单位：%）

所属行业	以沪深300为基准 的基金配置比例	沪深300权重	以沪深300为基准 的基金超配比例	以中证800为基准 的基金配置比例	中证800权重	以中证800为基准 的基金超配比例
非银金融	2.2%	11.3%	-9.1%	1.8%	10.4%	-8.6%
银行	4.2%	13.0%	-8.8%	2.8%	10.2%	-7.4%
食品饮料	6.7%	9.2%	-2.5%	6.6%	7.4%	-0.9%
公用事业	2.2%	3.8%	-1.7%	1.2%	3.5%	-2.3%
建筑装饰	0.7%	2.0%	-1.3%	1.0%	1.8%	-0.8%
计算机	3.2%	3.9%	-0.7%	4.3%	4.5%	-0.1%
交通运输	3.1%	3.5%	-0.4%	2.2%	3.2%	-1.0%
煤炭	1.2%	1.6%	-0.4%	0.8%	1.7%	-0.9%
农林牧渔	1.2%	1.3%	-0.1%	1.1%	1.2%	-0.1%
石油石化	1.7%	1.7%	0.0%	1.0%	1.6%	-0.6%
建筑材料	0.7%	0.7%	0.0%	0.8%	0.7%	0.1%
钢铁	0.7%	0.6%	0.1%	0.5%	0.9%	-0.4%
综合	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
美容护理	0.6%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%
家用电器	4.2%	3.7%	0.5%	4.0%	3.1%	0.8%
有色金属	4.2%	3.6%	0.6%	3.0%	3.9%	-0.9%
医药生物	6.4%	5.8%	0.6%	7.0%	6.9%	0.0%
通信	4.1%	3.5%	0.7%	4.9%	3.0%	1.9%
环保	0.7%	0.0%	0.7%	0.5%	0.3%	0.2%
房地产	1.6%	0.9%	0.7%	1.4%	1.0%	0.4%
纺织服饰	1.0%	0.1%	1.0%	0.9%	0.3%	0.7%
商贸零售	1.5%	0.5%	1.1%	1.4%	0.6%	0.8%
国防军工	3.1%	1.8%	1.2%	2.0%	3.0%	-1.0%
基础化工	3.5%	2.0%	1.5%	3.1%	2.8%	0.3%
轻工制造	1.7%	0.1%	1.6%	1.6%	0.3%	1.3%
社会服务	1.7%	0.0%	1.7%	1.7%	0.3%	1.5%
汽车	5.9%	4.2%	1.7%	6.7%	4.2%	2.6%
电力设备	9.7%	7.9%	1.8%	9.5%	8.0%	1.5%
机械设备	4.5%	2.3%	2.2%	4.7%	2.9%	1.7%
传媒	3.7%	0.7%	3.0%	4.2%	1.3%	2.8%
电子	14.1%	10.2%	3.9%	18.9%	10.6%	8.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：统计口径为 2024 年公募基金年报披露的主动偏股基金全部持股，指数权重数据截至 2024 年末

图12：主动偏股欠配的前50只个股（单位：%）

代码	股票名称	行业	主动偏股基金权重	沪深300权重	中证800权重	中证A500权重	相对沪深300欠配	相对中证800欠配	相对中证A500欠配
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	1.80%	4.64%	3.46%	4.24%	-2.84%	-1.67%	-2.44%
601318.SH	中国平安	非银金融	0.35%	2.75%	2.05%	2.51%	-2.40%	-1.70%	-2.16%
600036.SH	招商银行	银行	0.67%	2.36%	1.76%	2.15%	-1.69%	-1.09%	-1.48%
300059.SZ	东方财富	非银金融	0.10%	1.58%	1.18%	1.44%	-1.48%	-1.08%	-1.34%
601166.SH	兴业银行	银行	0.07%	1.35%	1.01%	1.23%	-1.29%	-0.94%	-1.17%
600030.SH	中信证券	非银金融	0.13%	1.38%	1.03%	1.26%	-1.25%	-0.90%	-1.13%
600900.SH	长江电力	公用事业	0.56%	1.75%	1.31%	1.60%	-1.19%	-0.75%	-1.04%
601398.SH	工商银行	银行	0.36%	1.18%	0.88%	1.07%	-0.82%	-0.52%	-0.71%
601816.SH	京沪高铁	交通运输	0.06%	0.88%	0.66%	0.80%	-0.82%	-0.59%	-0.74%
601328.SH	交通银行	银行	0.08%	0.89%	0.66%	0.81%	-0.81%	-0.58%	-0.73%
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	0.34%	0.99%	0.74%	0.91%	-0.65%	-0.40%	-0.57%
000725.SZ	京东方A	电子	0.14%	0.79%	0.59%	0.72%	-0.64%	-0.44%	-0.57%
002594.SZ	比亚迪	汽车	0.65%	1.24%	0.93%	1.13%	-0.60%	-0.28%	-0.49%
600887.SH	伊利股份	食品饮料	0.34%	0.93%	0.70%	0.85%	-0.59%	-0.36%	-0.51%
600000.SH	浦发银行	银行	0.03%	0.59%	0.44%	0.54%	-0.55%	-0.40%	-0.50%
601288.SH	农业银行	银行	0.30%	0.83%	0.62%	0.75%	-0.53%	-0.32%	-0.46%
300124.SZ	汇川技术	机械设备	0.10%	0.61%	0.46%	0.56%	-0.51%	-0.36%	-0.46%
000001.SZ	平安银行	银行	0.05%	0.55%	0.41%	0.50%	-0.50%	-0.36%	-0.45%
600016.SH	民生银行	银行	0.02%	0.50%	0.37%	0.00%	-0.48%	-0.35%	0.02%
601766.SH	中国中车	机械设备	0.04%	0.49%	0.37%	0.45%	-0.45%	-0.33%	-0.41%
603019.SH	中科曙光	计算机	0.07%	0.51%	0.38%	0.47%	-0.44%	-0.31%	-0.40%
601088.SH	中国神华	煤炭	0.25%	0.70%	0.52%	0.63%	-0.44%	-0.27%	-0.38%
601728.SH	中国电信	通信	0.11%	0.54%	0.41%	0.50%	-0.44%	-0.30%	-0.39%
600028.SH	中国石化	石油石化	0.05%	0.47%	0.35%	0.43%	-0.42%	-0.30%	-0.38%
601169.SH	北京银行	银行	0.03%	0.44%	0.33%	0.00%	-0.42%	-0.30%	0.03%
601919.SH	中远海控	交通运输	0.08%	0.48%	0.36%	0.44%	-0.40%	-0.28%	-0.36%
600406.SH	国电南瑞	电力设备	0.09%	0.49%	0.37%	0.45%	-0.40%	-0.28%	-0.36%
601988.SH	中国银行	银行	0.17%	0.56%	0.42%	0.51%	-0.39%	-0.25%	-0.34%
601668.SH	中国建筑	建筑装饰	0.23%	0.61%	0.45%	0.55%	-0.38%	-0.22%	-0.32%
601857.SH	中国石油	石油石化	0.12%	0.49%	0.37%	0.45%	-0.37%	-0.25%	-0.33%
600050.SH	中国联通	通信	0.05%	0.41%	0.31%	0.37%	-0.36%	-0.26%	-0.33%
601229.SH	上海银行	银行	0.08%	0.44%	0.33%	0.00%	-0.36%	-0.25%	0.08%
601012.SH	隆基绿能	电力设备	0.10%	0.46%	0.35%	0.42%	-0.36%	-0.24%	-0.32%
601985.SH	中国核电	公用事业	0.13%	0.48%	0.36%	0.44%	-0.35%	-0.23%	-0.31%
603501.SH	韦尔股份	电子	0.09%	0.43%	0.32%	0.39%	-0.34%	-0.23%	-0.30%
601818.SH	光大银行	银行	0.02%	0.35%	0.26%	0.00%	-0.33%	-0.24%	0.02%
600919.SH	江苏银行	银行	0.37%	0.70%	0.52%	0.64%	-0.33%	-0.15%	-0.26%
300498.SZ	温氏股份	农林牧渔	0.11%	0.43%	0.32%	0.00%	-0.32%	-0.21%	0.11%
002714.SZ	牧原股份	农林牧渔	0.19%	0.51%	0.38%	0.47%	-0.32%	-0.19%	-0.27%
601211.SH	国泰海通	非银金融	0.09%	0.41%	0.30%	0.00%	-0.32%	-0.21%	0.09%
000100.SZ	TCL科技	电子	0.14%	0.46%	0.34%	0.42%	-0.32%	-0.20%	-0.28%
600999.SH	招商证券	非银金融	0.03%	0.35%	0.26%	0.00%	-0.31%	-0.22%	0.03%
600436.SH	片仔癀	医药生物	0.01%	0.31%	0.23%	0.29%	-0.31%	-0.23%	-0.28%
000625.SZ	长安汽车	汽车	0.02%	0.32%	0.24%	0.29%	-0.30%	-0.22%	-0.28%
600089.SH	特变电工	电力设备	0.01%	0.31%	0.23%	0.29%	-0.30%	-0.22%	-0.28%
603259.SH	药明康德	医药生物	0.37%	0.67%	0.50%	0.61%	-0.30%	-0.13%	-0.24%
603288.SH	海天味业	食品饮料	0.07%	0.37%	0.28%	0.34%	-0.30%	-0.21%	-0.27%
600905.SH	三峡能源	公用事业	0.01%	0.30%	0.23%	0.28%	-0.29%	-0.21%	-0.27%
688981.SH	中芯国际	电子	0.63%	0.91%	0.68%	0.83%	-0.28%	-0.05%	-0.20%
601006.SH	大秦铁路	交通运输	0.03%	0.30%	0.22%	0.27%	-0.27%	-0.20%	-0.25%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：统计口径为2024年公募基金年报披露的主动偏股基金全部持股，仅统计以沪深300、中证800为基准的基金，指数权重数据截至2024年末

4. 总结

公募新规落地，短期来看，抢筹是市场对政策的预期反应；而中长期看，优化收费模式、完善行业考核机制等举措指向资本市场生态的重构。

各路资金基于公募加配预期的抢筹构成市场短期交易逻辑。鉴于公募新规颁布不足一周，且其中关于业绩基准的细则尚未敲定，我们认为众多基金产品在单日集体调仓的可能性较低，实际调仓节奏或更倾向循序渐进。因此，5月14日金融股异动更合理的解释是：部分资金基于公募的加配预期提前布局，叠加市场情绪传导、触发量化策略跟随交易，加剧了买盘的流入及相关板块的上行斜率。

中长期，公募配置策略将迎来调整。产品视角看，主动偏股基金或逐渐演变为“类指增”产品。考核新规下，基金持仓结构的调整是必然趋势，以往依赖押注高弹性赛道获取超额收益的策略，将逐步转型为以基准指数为核心的配置体系。当前，对标中大盘宽基指数的主动偏股基金占比超70%，后续或仍为主流。为贴近基准，公募配置的分散化程度有望加大，预计管理人将着重完善对指数权重靠前大盘股的配置覆盖。机构视角看，规模越大的基金越“有动力”保收益。大规模基金更倾向通过贴近基准的保守配置，实现稳健收益，契合自身发展需求与投资者期望，以在长期竞争中保持优势。

公募新规将对A股市场中长期生态构筑形成重要影响。本轮公募调仓或与16-17年外资流入存在共性。16-17年，外资加速流入和鲜明的审美偏好带来“明牌效应”，公募新规也是一种政策的“明牌”，但区别在于本轮主要基于资金面逻辑，相关板块缺乏基本面的强比较优势支撑。从风格层面看，基准指数的估值溢价将迎来系统性抬升。本轮新规落地后，主动型基金配置向指数靠拢将加速被动化进程，沪深300为代表的中国“标杆”指数有望迎来估值的系统性抬升，小盘高估值+大盘低估值的格局将发生改变和逆转。基于静态测算，新规有望拉动沪深300上涨6.8%。从个股/行业层面看，金融、食品等板块欠配龙头股或将获增配。

5. 风险提示

政策理解不到位：对政策理解不到位可能在分析其影响时形成误判；

海外历史经验或不完全适用于A股：不同国家和地区的经济环境、市场结构等方面存在显著差异，海外经验或不能完全适用于中国市场；

经济增长不及预期：经济复苏不及预期可能影响企业盈利修复，加剧市场不确定性；

地缘政治风险：极端地缘事件的发生会压制整体市场风险偏好，加大股市波动性；

海外政策不确定性：海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>