

大央行下的资管生态

——2026年金融机构配置行为展望

行业研究 · 深度报告

金融

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：王剑	证券分析师：孔祥	证券分析师：陈俊良	证券分析师：田维韦	证券分析师：王德坤	证券分析师：王京灵
021-60875165	021-60375452	021-60875161	021-60875161	021-61761035	0755-22941150
wangjian@guosen.com.cn	kongxiang@guosen.com.cn	chenjunliang@guosen.com.cn	tianweiwei@guosen.com.cn	wangdekun@guosen.com.cn	wangjingling@guosen.com.cn
S0980518070002	S0980523060004	S0980519010001	S0980520030002	S0980524070008	S0980525070007

- **当下我国金融体系正显著呈现“大央行”特征。**这表现在：中国人民银行通过多种基础货币投放工具与宏观审慎管理框架，深刻重塑着资产管理行业的生态与运行逻辑，核心体现为央行流动性操作对金融市场定价权的强化引导，例如在债券市场通过买卖国债释放政策信号，抑或通过结构性政策工具为中央汇金等资本市场“国家队”提供资金支持，从而在流动性供给与资产价格形成中发挥中枢作用。
- **结合2026年债券市场，金融机构这一格局正引发结构性的力量重构：**大型商业银行凭借其与央行更为紧密的流动性关联、更稳定的负债基础及其系统重要性地位，市场定价影响力将持续增强；而公募基金及中小银行，则因基金销售新规下赎回管理趋严、自身负债增长乏力及监管引导等因素，在债券投资特别是长期限品种的配置上相对受限，定价权有所削弱。
- **同样展望2026年资本市场，在央行着力维护流动性合理充裕、推动社会融资成本稳中有降的背景下，权益市场慢牛格局的底层逻辑依然稳固。**居民资产配置中“存款搬家”的趋势预计将持续，为市场带来增量资金，预计潜在迁入资管产品和直接入市得规模可能在4-5万亿元体量；以此为基础，保险资金因负债端久期匹配需求，理财资金在净值化转型后寻求收益增强，均有动力增加对国内权益资产的配置。此外，随着人民币资产国际化进程与估值吸引力显现，外资增配中国权益资产亦是一个长期趋势。相关因素叠加，2026年我国资产管理行业又将迎来新的战略发展机遇。
- **风险提示：**长端利率下行；资本市场收益波动；监管趋严等。

- 美元是我们的货币，却是你们的问题。

——约翰·康纳利（20世纪70年代的美国财政部长）

- 建设现代中央银行制度，建设强大的中央银行，是新时代构建现代金融体系的重要任务。“十四五”时期，人民银行聚焦健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，实现币值稳定和金融稳定双目标，加快完善中央银行制度，为金融强国建设、经济高质量发展提供坚实支撑。

——现任中国人民银行行长潘功胜

[01] 央行银行篇：大央行时代

[02] 银行理财篇：多资产逐鹿

[03] 保险资管篇：浮动化负债

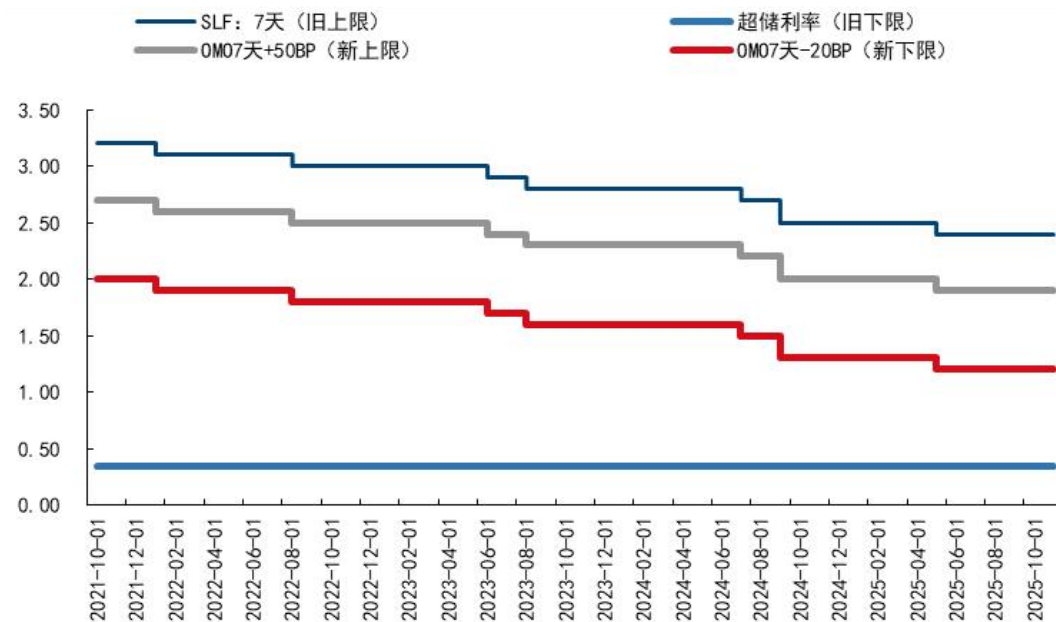
[04] 证券基金篇：多谱系共舞

央行控盘：意图收窄利率走廊

➤ 完善利率传导机制：引入7天逆回购利率，构建更窄的利率走廊

- 核心政策利率由MLF利率转变为7天逆回购利率：2024年6月，中国人民银行行长潘功胜在2024陆家嘴论坛上明确，央行主要政策利率是公开市场7天期逆回购操作利率，并要逐步淡化其他期限工具利率的政策色彩
- 早在2015年，我国就形成了以OMO为利率中枢、SLF利率为上限、超额准备金利率为下限，但宽度较大。新利率走廊机制启用临时隔夜正逆回购工具，上下限分别为7天OMO操作利率加点50BP和减点20BP，宽度显著收窄至70BP。
- 更窄的利率走廊能够约束资金利率的运行区间，央行的调控也会更灵活；同时，对比加点和减点的幅度来看，央行对于利率向上波动的容忍度明显更高；另外，隔夜回购工具由央行向一级交易商操作，央行的主动权更强，调控更为直接。

图：新旧利率走廊机制



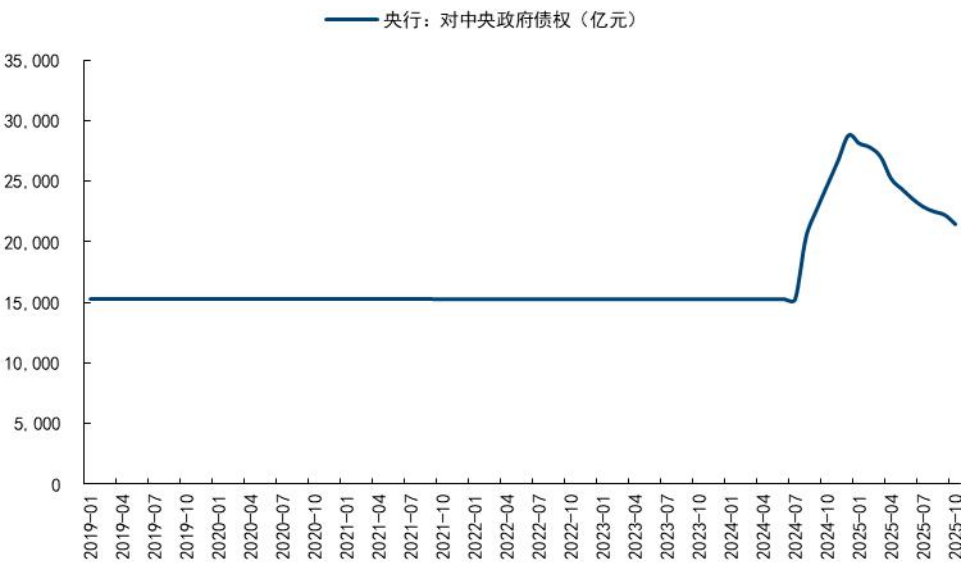
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

央行控盘：通过买卖国债来调控长债利率



- 通过买卖操作直接锚定长债价格：2024年7月以来，央行从初期通过国债借入操作纠偏长债利率过低，到后续将国债买卖纳入常化工具箱，既化解了债市潜在风险，也为货币政策与财政政策协同提供了关键抓手。
 - 2024年7月央行通过“借入+卖出”中长期国债，向市场释放数千亿元可交易券源，直接打压长债价格、推升利率；2024年8月正式启动国债买卖操作，从“应急干预”到“常态调控”；2024年9月至2025年1月逐月常态化操作；2025年因供求失衡等因素暂歇；2025年10月重启国债买卖操作，明确根据收益率曲线形态灵活调整，意味着机制成熟化与政策协同深化。
- 加强预期管理：通过“多渠道发声+政策表态”等信号传递锁定长债利率区间。
 - 例如，央行行长在陆家嘴论坛、货币政策委员会例会上直接提及长债利率，如2024年6月潘功胜警示“非银机构期限错配风险”，2025年3月例会强调“防债市负反馈”，通过高层背书强化预期约束。

图：2024年7月以来央行国债买卖操作

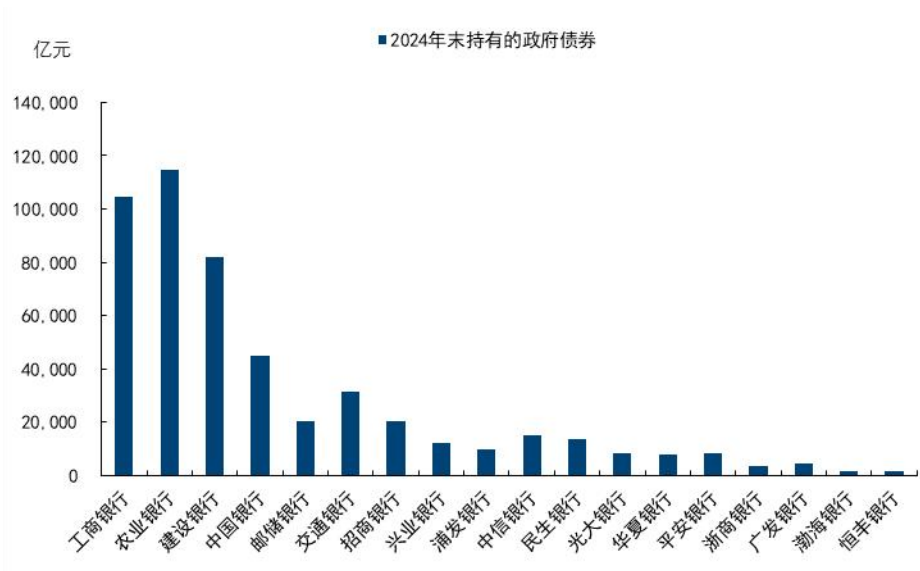


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

央行控盘：加强大行交易力度，提升长债定价权

- 定向操作引导机构行为：通过与大行、政策性银行开展一对一交易（如协议回购、专项国债承销指导），引导其在关键价位买卖长债。
 - 例如，2024年4月座谈后，政策性银行加大长债抛售力度，推动10年国债利率提升。
- 央行强化一级交易商考核：以交易层面约束锚定大行债券定价权。
 - 2025年9月12日，央行官宣优化一级交易商考评办法，时隔七年的重大调整。其中，货币市场传导方面，新增“资金紧张时期稳市表现”与“债市波动时期稳市表现”两大指标，通过强化一级交易商的逆周期责任，将大行等核心机构的债券定价行为纳入政策引导框架，为货币政策框架转型与利率传导效率提升提供制度保障。这一调整既是对过往市场波动经验的总结，更是适配利率市场化深化的关键举措。

图：大行是政府债券的主要持有者

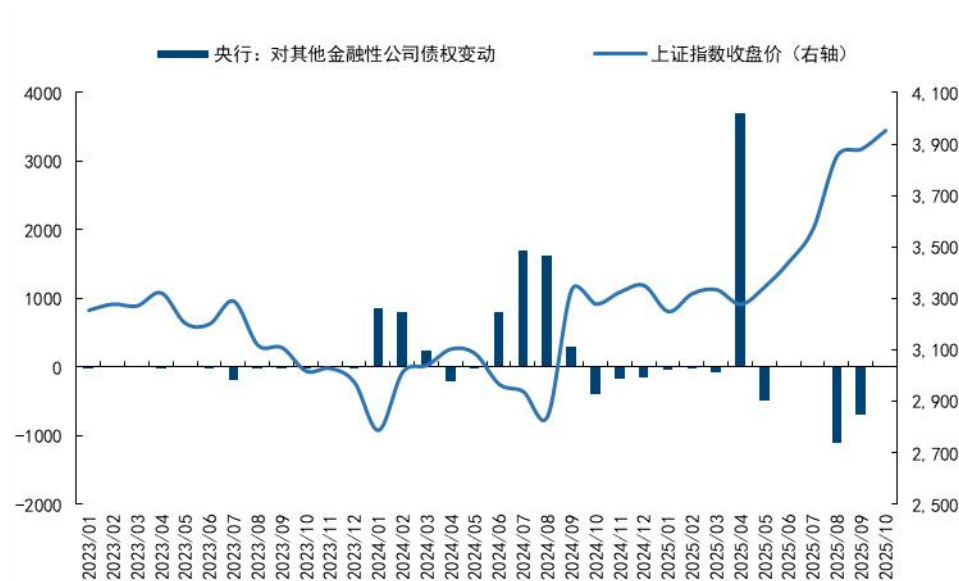


资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

央行控盘：为“国家队”提供弹药，意在资本市场稳定

- 现代货币体系中，资本市场并非央行货币政策的核心目标。但当资本市场遭遇极端波动（如暴跌、流动性枯竭），可能引发金融风险向实体传导时，央行会通过定向流动性工具介入，以“风险防控”为核心提供资金支持

图：央行对中央汇金的流动性支持和上证综指

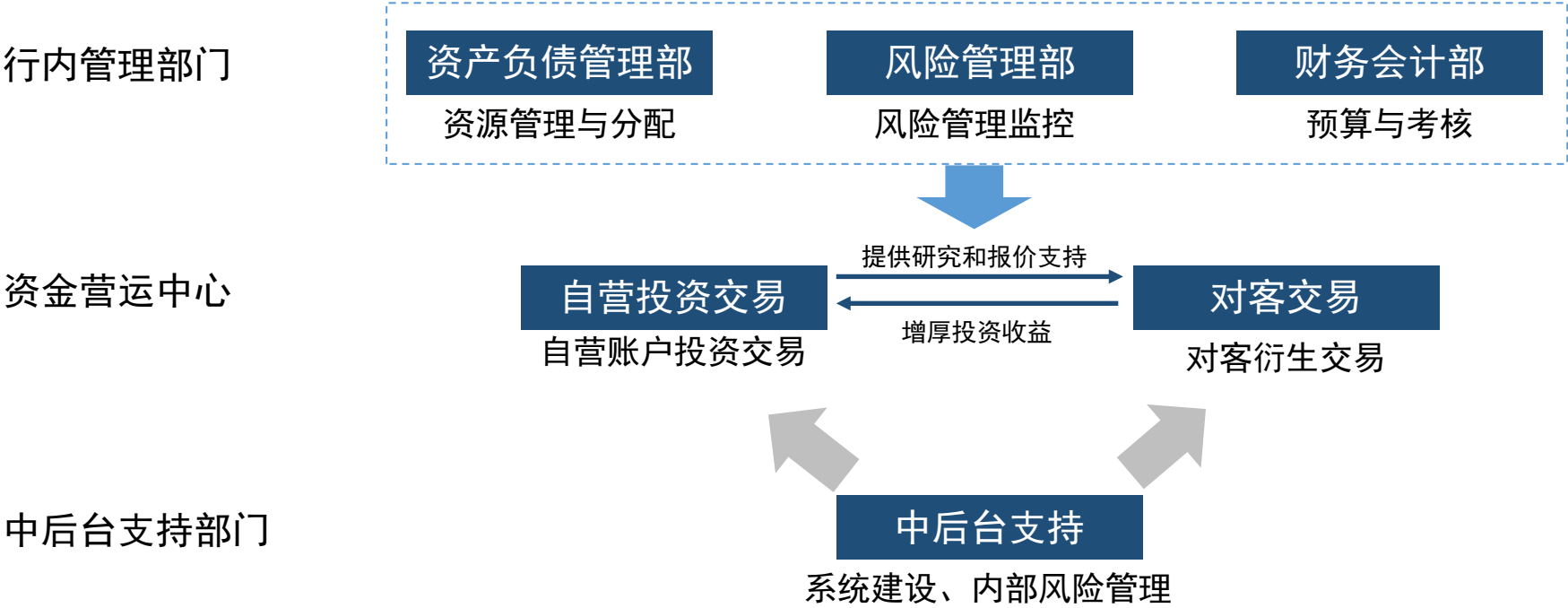


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从央行动机到银行行为：银行金融市场部职能重塑

➤ 判断大行将通过加大交易、作市、报价、代客等方式，持续拓展金融市场部职能。

图：银行金融市场业务架构

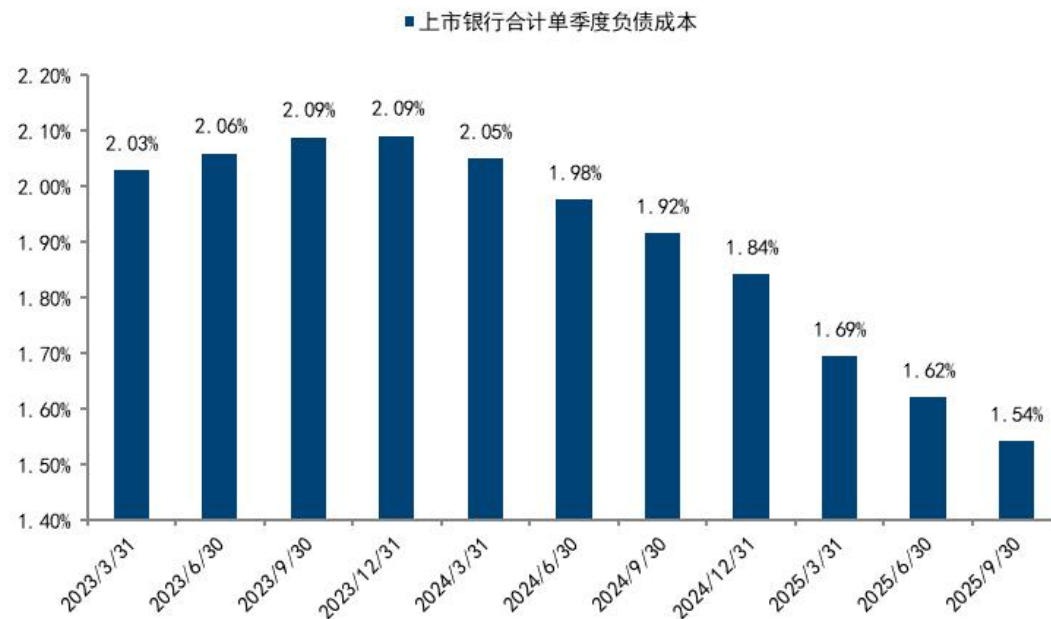


资料来源：上市银行年报，国信证券经济研究所整理

银行分化：负债成本下行有利于银行配置债券

- 债券收益率较贷款等偏低，较高的负债成本往往导致银行被迫投放收益率较高的贷款。但随着存款挂牌利率下调以及持续重定价，银行负债成本下行，对资产端的收益率要求也相应下降，有利于加强债券配置

图：上市银行负债成本持续下行



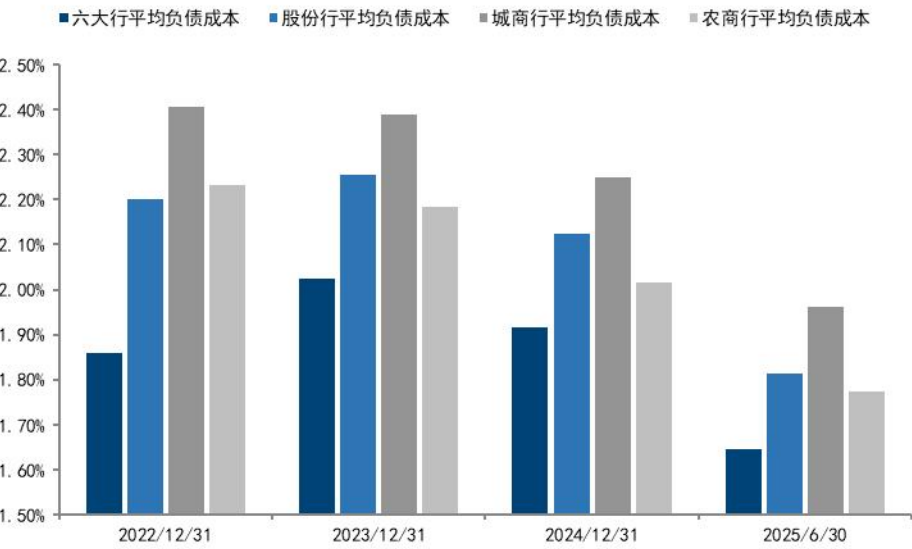
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行分化：大行发力表内债券投资，定价权提升



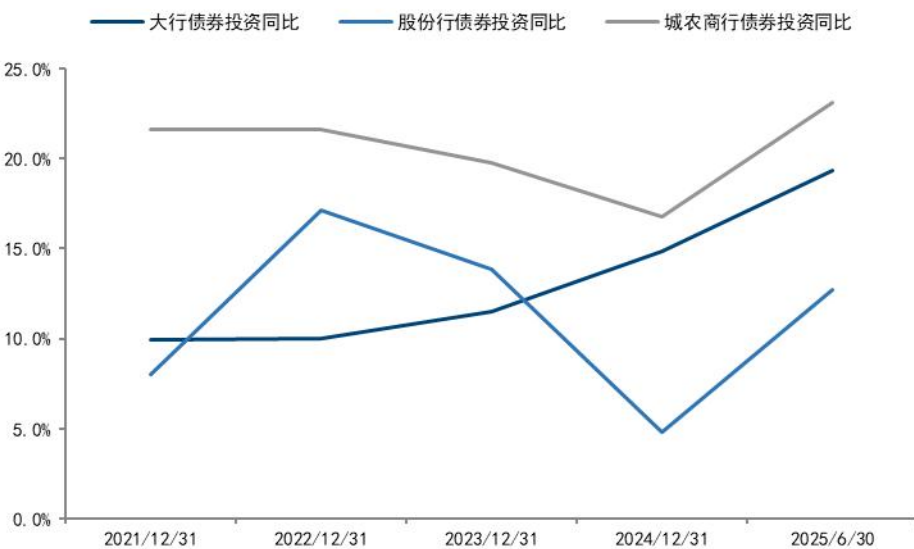
➤ 大行负债成本低于中小银行，叠加支持实体经济要求下资产增速较快和信贷需求相对较弱的局面，2024年以来发力债券投资，债券投资增速明显提升。

图：大行负债成本低于中小银行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类银行债券投资增速变化

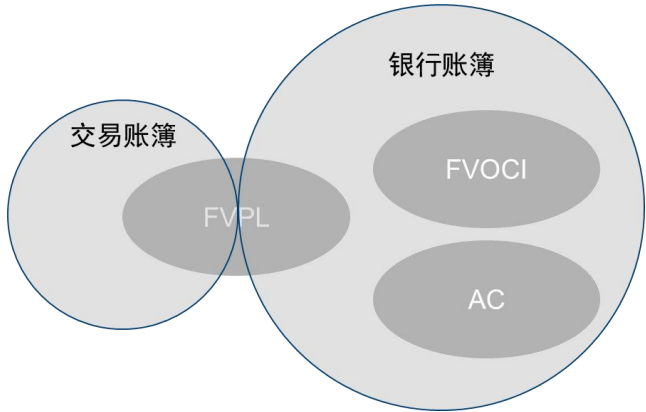


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行分化：利率风险敞口构成大行买长债掣肘

- 对于不满足交易账簿要求（主动管理、随时交易、每日计量公允价值且变动计入损益）的银行账簿资产，银行账簿利率风险值（ ΔEVE ）可以较为全面地衡量银行的利率风险
- 系统重要性或业务复杂程度较高的商业银行， ΔEVE 超过一级资本15%的应在监管中予以关注

图：资产负债表金融投资分类与银行账簿的关系



资料来源：金融监管总局，国信证券经济研究所整理

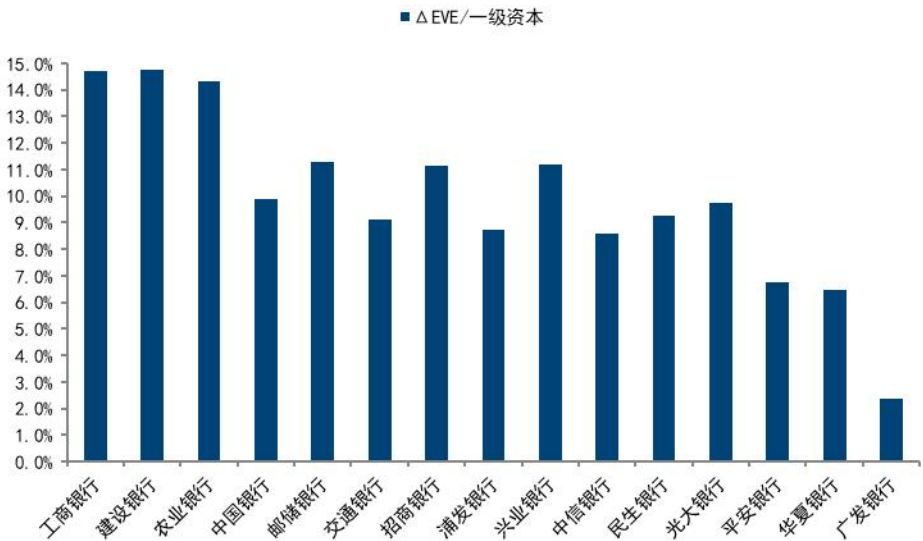
表：银行账簿利率风险标准化计量框架



注1：六种情形包括平行上移、平行下移、变陡峭、变平缓、短期利率上移、短期利率下移
注2：平移情形下利率冲击幅度设定为250bps，其他情形下冲击幅度为短期利率300bps、长期利率150bps

资料来源：金融监管总局，国信证券经济研究所整理

图：主要国股行2024年末 ΔEVE 占一级资本比重

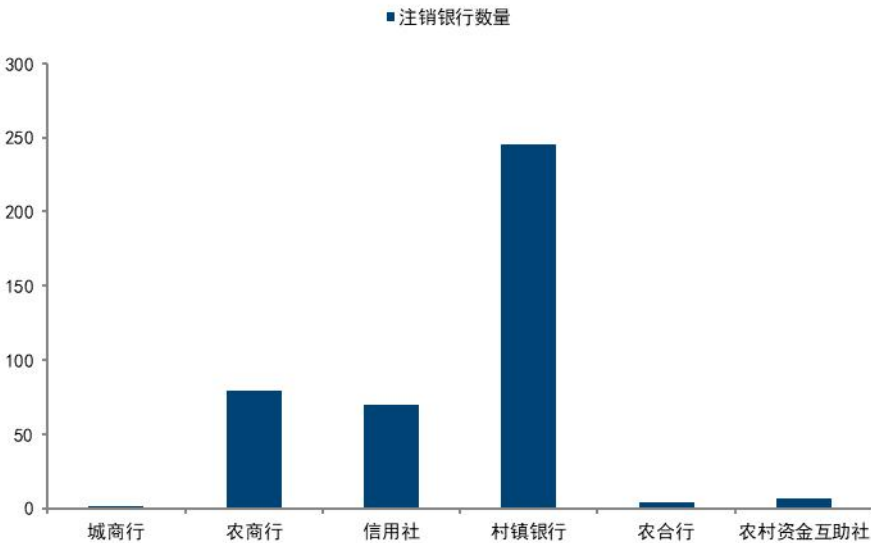


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

银行分化：中小行走向表外资管和财富代销

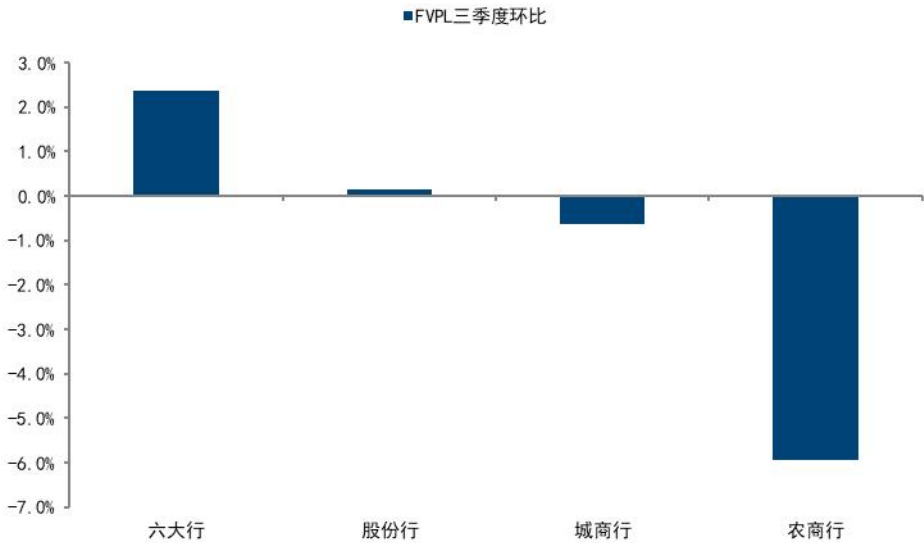
- 企业预警通数据显示，截至2025年11月底，今年以来已有406家银行注销，其中主要是农商行、农信社和村镇银行。
- 中国人民银行金融市场司负责人曹媛媛在7月14日举行的新闻发布会上表示，“中小银行的债券投资也需要保持合理的‘度’。要把握好投资收益和风险承担的平衡。对于个别债券投资较为激进的金融机构，应该关注债券面临的利率和信用风险。”
- 中小行合并加快叠加监管指导，中小银行波段交易有所收敛

图：今年以来有406家银行注销



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

图：中小银行三季度交易性资产配置减少



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 中小银行从表内走向表外，加大财富管理业务投入力度。受市场和政策双重因素影响，银行过去几年的财富管理业务收入下滑，2025年则迎来拐点。以招商银行为例，FOF（参考“长盈计划”）和均衡型（参考“启明星计划”）基金是重要销售增量方向。

表：招商银行各类产品代销规模及保有量情况

	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2024/6/30	2025/6/30
非货币公募基金销售额（亿元）	6,107	6,080	3,351	2,968	5,980	2,890	2,664
保费销售额（亿元）	840	771	724	968	1,172	334	852
信托销售额（亿元）	4,691	4,151	1,125	846	879	641	918
理财保有量（万亿元）	2.45	2.78	2.67	2.55	2.47	-	2.46
非货币公募基金保有量（万亿元）	na	0.87	0.76	0.77	0.95	-	1.04

数据来源：公司公告，基金业协会，国信证券经济研究所整理

表：招商银行手续费收入构成

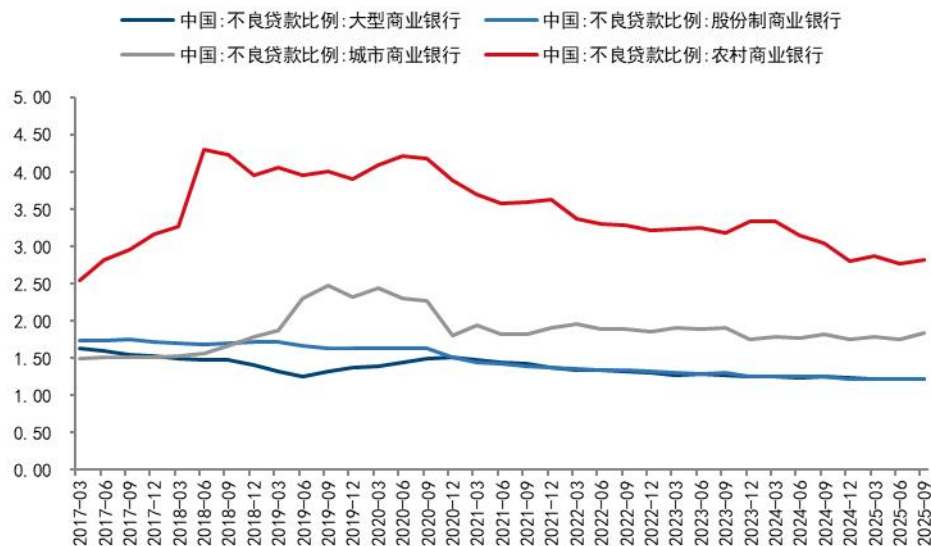
百万元	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2024/6/30	2025/6/30
银行卡	19,474	19,377	21,399	19,525	16,761	8,634	7,221
结算清算	12,601	13,902	15,051	15,492	15,505	7,859	7,602
受托理财	10,162	11,998	17,037	10,394	9,088	4,588	4,675
代销合计	22,421	28,072	23,004	21,970	12,715	7,146	7,210
其中：代销基金	9,042	12,315	6,599	5,179	4,165	2,132	2,438
代销保险	5,753	8,215	12,426	13,585	6,425	3,950	3,209
代销信托	7,626	7,542	3,979	3,206	2,125	1,064	1,563
托管业务	4,215	5,433	5,791	5,328	4,891	2,484	2,607
公募和资管	2,867	4,850	6,153	6,153	6,925	3,931	3,458
其他	14,944	18,686	14,937	13,972	15,155	7,224	9,094
手续费收入合计	86,684	102,318	103,372	92,834	81,040	41,866	41,867

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

银行分化：尾部中小银行风险渐起与合并加快

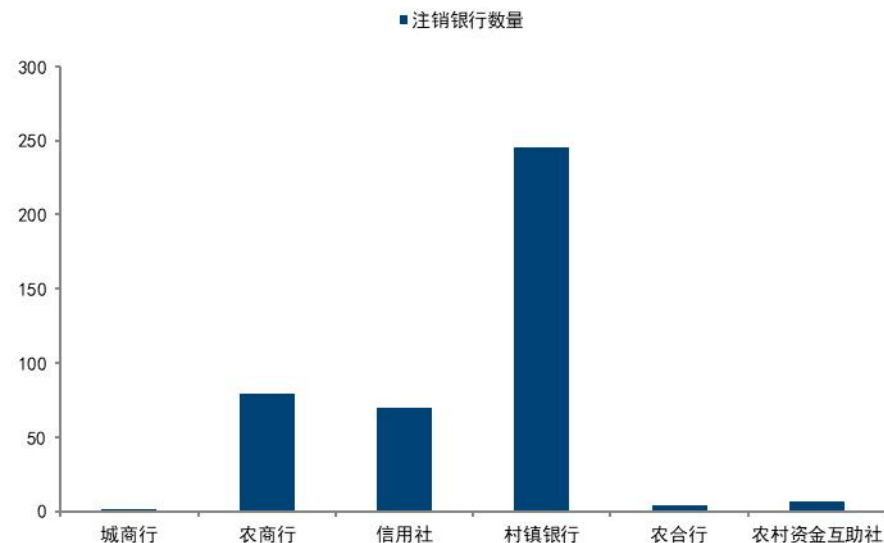
- 近几年中小银行风险暴露，尤其是农村金融机构的风险偏高；
- 在风险处置中，合并是重要手段之一。企业预警通数据显示，截至2025年11月底，今年以来已有406家银行注销，主要是农商行、农信社和村镇银行，其中有140家的状态为批复合并；
- 如吉林省于2025年8月份成立吉林农商行。吉林农商行由长春农商银行和13家法人机构新设合并组建而成，再逐步吸收合并其他农商银行及发起设立的省内村镇银行，最终实现全省统一法人。此外，农业银行也参与吉林省农信改革，承接了192家农商行及村镇银行网点。

图：农商行不良率明显更高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：今年以来有406家银行注销



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

【 01 】 央行银行篇：大央行时代

【 02 】 银行理财篇：多资产逐鹿

【 03 】 保险资管篇：浮动化负债

【 04 】 证券基金篇：多谱系共舞

银行理财：存款搬家有利于理财规模增长



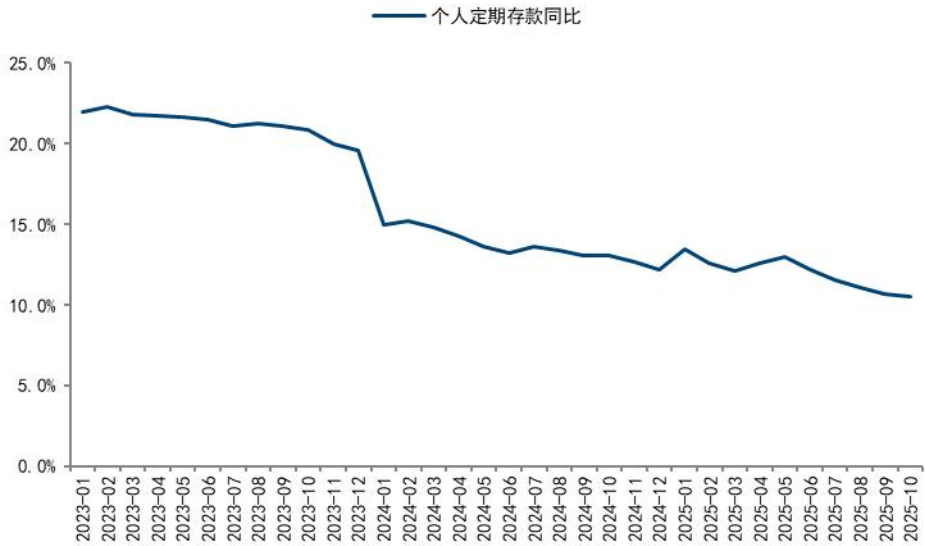
➢ 传统储蓄利率持续走低，房地产投资属性减弱，迫使居民寻求更高收益的理财渠道，资金更多转向银行理财

图：银行挂牌利率持续下调（以工商银行为例）

	2015/10/24	2022/9/15	2023/6/8	2023/9/1	2023/12/22	2024/7/25	2024/10/18	2025/5/20
活期	0.30%	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%	0.15%	0.10%	0.05%
整存整取：								
3个月	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%	1.05%	0.80%	0.65%
半年	1.55%	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%	0.85%
一年	1.75%	1.65%	1.65%	1.55%	1.45%	1.35%	1.10%	0.95%
二年	2.25%	2.15%	2.05%	1.85%	1.65%	1.45%	1.20%	1.05%
三年	2.75%	2.60%	2.45%	2.20%	1.95%	1.75%	1.50%	1.25%
五年	2.75%	2.65%	2.50%	2.25%	2.00%	1.80%	1.55%	1.30%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

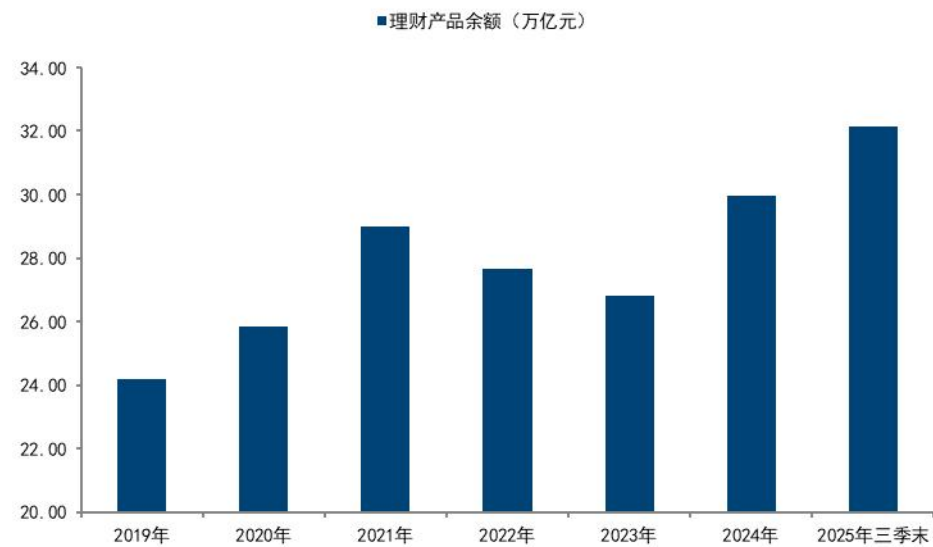
图：个人定期存款增速回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 2023年债市波动影响结束后，银行理财产品规模持续增长。《中国银行业理财市场季度报告》数据显示三季度末理财产品存续规模32.13万亿元，结合普益数据推测，目前银行理财实际规模可能在33万亿元左右

图：银行理财产品规模持续增长



资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

图：银行理财产品规模持续增长

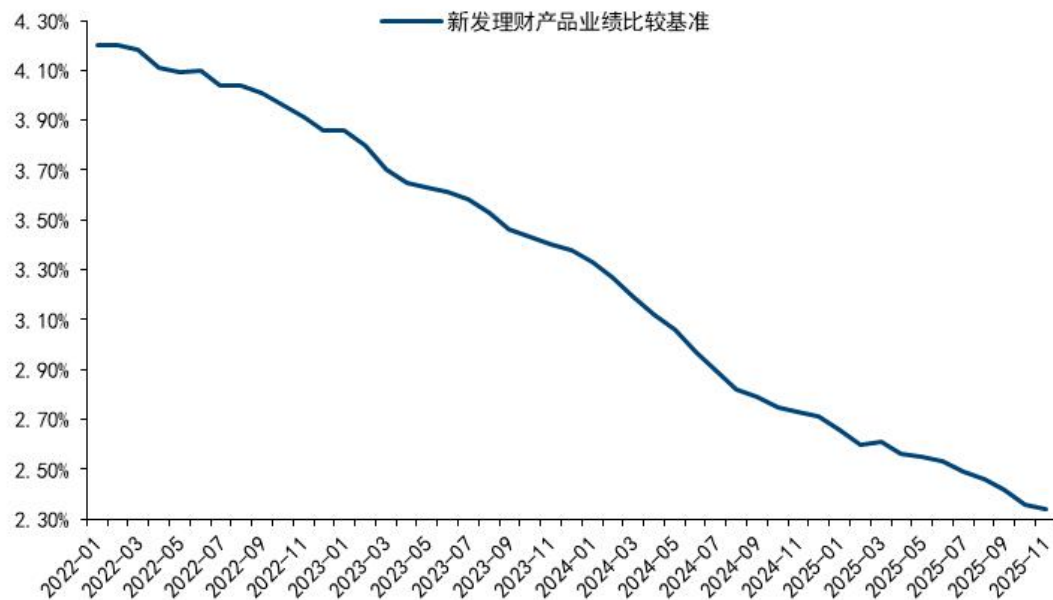


资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

银行理财：报价基准预计下行，但估计26年仍会保持在2%以上

- 我们认为后续理财规模将继续增长，原因一是尽管新发理财产品业绩比较基准持续下行，但仍远高于存款利率，二是银行基于壮大中收业务考虑，也在营销端加大支持

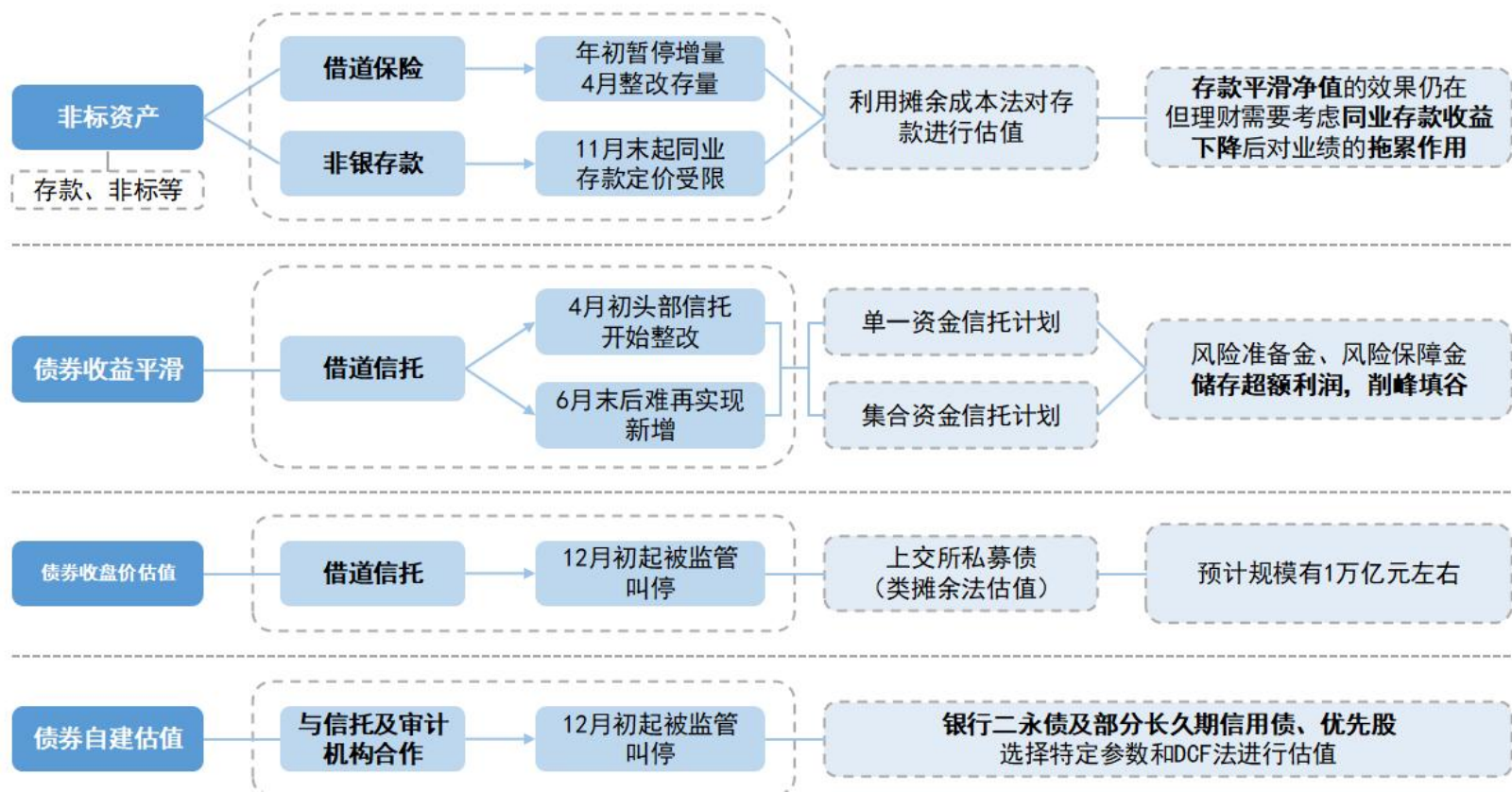
图：银行新发理财产品业绩比较基准



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

➤ 2023年以来，银行理财采用的借道非标、收盘价估值、信托平滑、自建估值模型等工具陆续被限制或叫停。

图：2023年以来银行理财平滑净值的探索

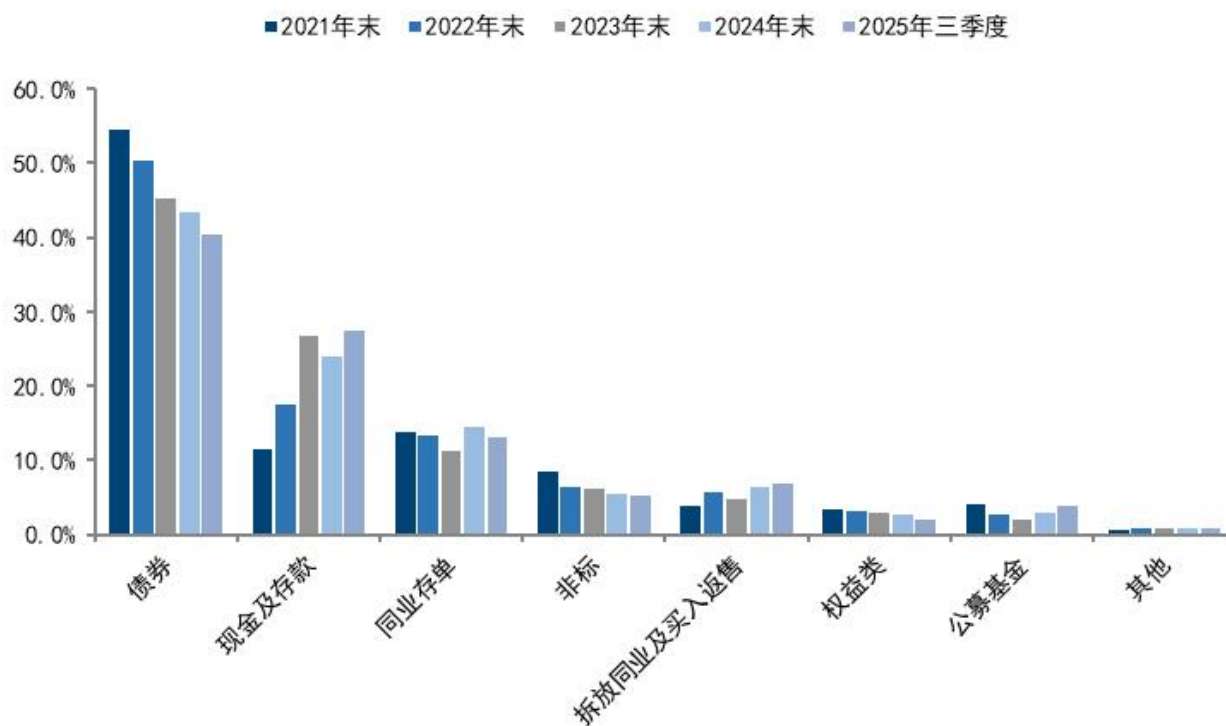


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行理财：增加ETF/存款配置，但对基金、权益使用仍窄

- 但银行理财的目标客群风险偏好仍然较低，大部分银行理财客户将理财产品视为存款的替代品，对净值波动容忍度不高。
- 从资产配置来看，银行理财存款化现象突出，对银行存款的配置比例增加

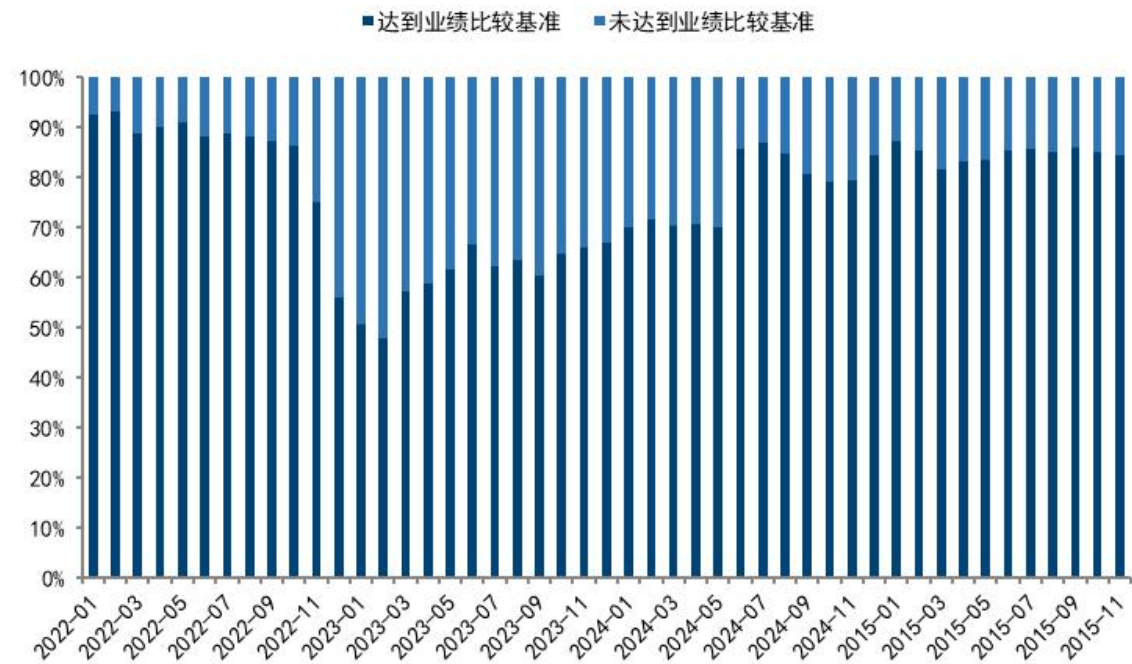
图：银行理财产品资产投向



资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

➢ 低利率环境下，打破刚兑后居民风险偏好提升，从传统存款、现金理财、纯债理财转向多资产产品。同时资本市场改革深化与金融科技发展，降低了多元资管产品的投资门槛与信息成本，使得分散配置、追求长期稳健回报成为新常态。银行理财今年以来通过多资产配置较好达到了业绩比较基准。

图：大部分封闭式理财产品能达到业绩比较基准



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行理财：中低波“固收+”将持续带来增量



- 以招银理财为例，其打造的“全+福”系列产品包括价值+、红利+、量化+、黄金+、全球+、多元+、指数+、结构+等多个策略方向，满足不同风险偏好的客户需求。该系列产品累计募集规模突破3700亿元。
- 招银理财截至11月14日的数据显示，今年以来R3中风险固收+类型含权产品平均年化收益率3.33%，R3中风险偏债混类型含权产品平均年化收益率达到7.49%；今年以来R3中风险固收+平均最大回撤-0.43%、R3中风险偏债混合型产品平均最大回撤-1.34%，均优于同期二级债基指数（885007.WI）最大回撤-1.64%；R3中风险固收+/R3中风险偏债混合型持仓客户正收益占比超99%。

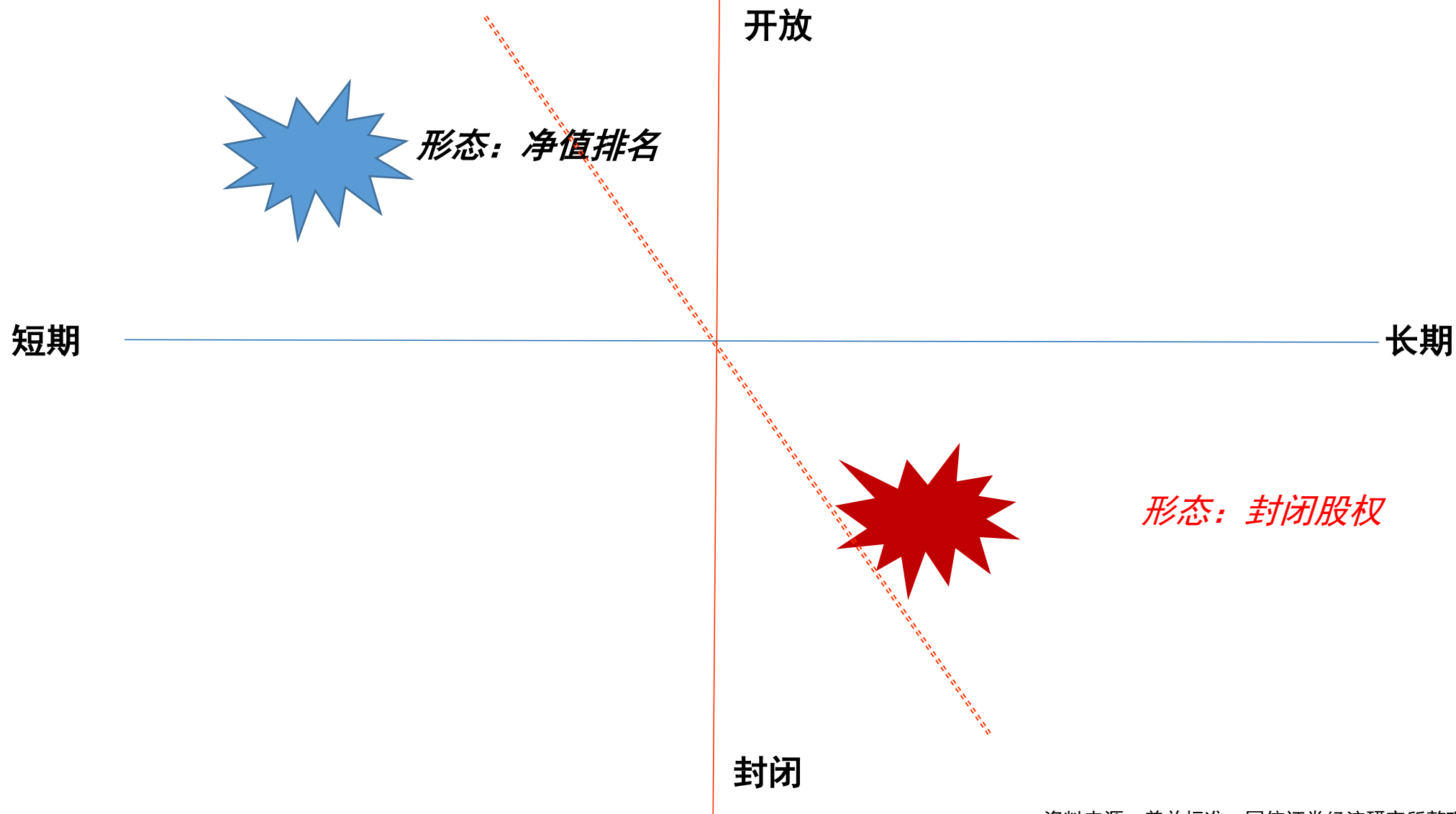
表：招银理财“全+福”系列策略

“价值+”	价值+是结合价值投资和固收类资产配置的一种理财方式。具体来说产品固收部分配置境内高评级债券、权益部分主要投资于深度价值、均衡价值、质量价值等策略方向的股票、基金、指数。
“红利+”	以固定收益投资为核心，辅以股息红利策略争取增强收益。在固定收益部分，主要配置国内高信用评级债券；而在权益部分，则主要投资于那些高分红且估值较低的公司，并根据市场情况适时配置优先股、中性策略以及黄金等其他相关性较低的资产。
“全球+”	针对部分客户希望适度参与海外市场的需求，全球+系列策略应运而生。策略以本土为根基，全球布局，主要采用固定收益投资，并辅以境内外权益策略以增强收益。在固定收益部分，策略主要配置国内高信用等级债券，并根据市场时机选择性地配置境外债券。在权益增强部分，策略可投资于海外股票市场、A股及港股，并采用全球大类资产配置策略指数等多元化投资工具。
“量化+”	通过配置约80%的固定收益类资产以追求稳健性，同时利用20%的量化资产，并在适当的时候采用其他低相关性策略争取增强收益，力争为投资者提供了一种在稳健与增长之间寻求平衡的投资选择。
“结构+”	固收+期权产品，通常以存款、债券等固定收益资产打底，然后将测算获得部分固收收益投资于期权等衍生品工具，通过衍生品结构设计争取达到收益增强目的的理财产品。
“多元+”	固定收益部分主要投资于国内高信用等级债券；增强部分则根据市场机遇灵活地在股票、商品、衍生品以及各类另类资产和策略中进行配置。
“黄金+”	一种结合黄金投资和固收类资产配置的理财方式。固收部分配置境内高评级债券；其余部分主要投资于黄金类资产及其他低相关策略。
“债券+”	债券投资通常涉及在债券基础之上进行增强操作，例如通过引入国债期货进行对冲、运用利率量化策略等方法，在确保风险可控的同时，追求超额回报。

资料来源：招银理财官网，国信证券经济研究所整理

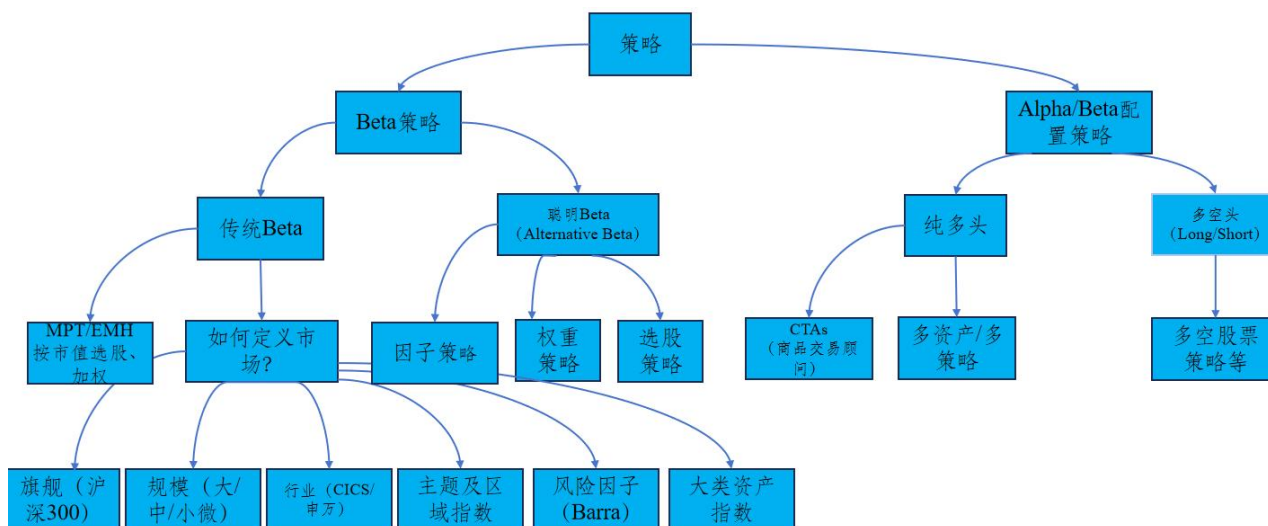
理财做“固收+”之前准备：寻找“Good Money”

图：寻找匹配“固收+”的合适资金来源



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

表：以ETF为例看产品工具箱



资料来源：《主动组合管理》，国信证券经济研究所整理

- ✓ 宽基：沪深300、中证500、中证1000、中证2000，本质是选风格；
- ✓ 行业：金融、周期还是科技细分，如储能半导体等，也是选风格；
- ✓ Smart beta：红利、自由现金流、动量等，尚在挖掘。



序号	产品名称	管理人	净值增长率	最大回撤	年化波动率
1	璀璨人生成就系列开放式净值型(两年开放行业主题08)	青银理财	10.52%	0.46%	4.15%
2	信颐2041净值型	信银理财	9.20%	1.30%	2.68%
3	阳光金24M增利2号	光大理财	8.62%	0.86%	3.01%

资料来源：普益数据，国信证券经济研究所整理

招银理财以“绝对收益”为目标，持续丰富投资策略库

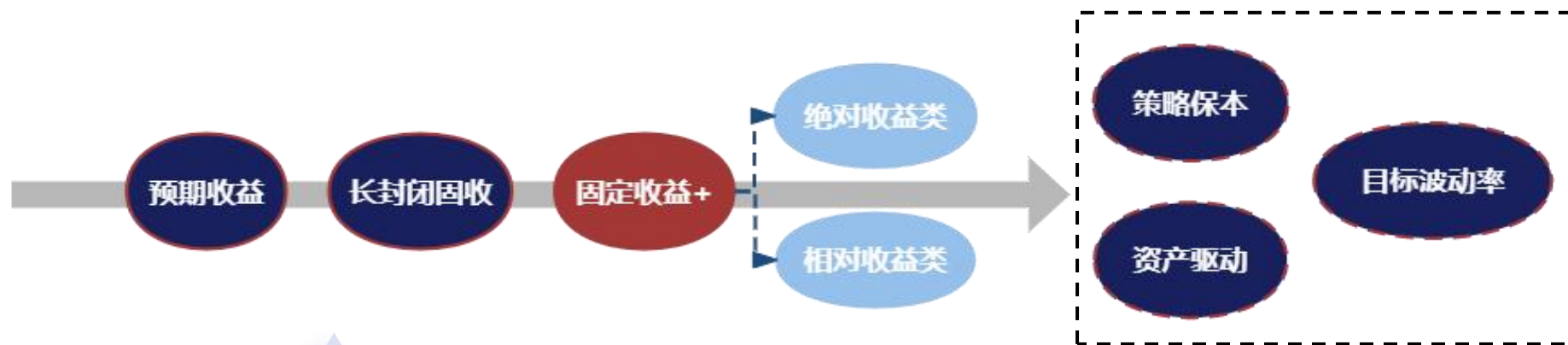


资料来源：招银理财官网，国信证券经济研究所整理

公募基金权益投研：通常相对侧重垂直领域深度挖掘					
侧重拼相对收益，深度挖掘，注重深入挖掘信息差，提升投研决策质量。					
上游能源材料	中游需求推动	强周期/可选消费	必须消费行业	科技成长行业	交通运输行业
煤炭开采	电气设备	房地产	农林牧渔	电子	港口
石油开采	水泥制造	乘用车	食品饮料	传媒	航运
有色金属	化学制品	家用电器	医药生物	通讯	高速公路
电力	机械	金融	商业贸易	计算机	
钢铁等	建材等		轻工制造		
			纺织服装		
项目类	固收	股票	另类	境外	FOF策略
非标债权	存款存单	优先股	中性策略	外币存款	目标日期
股票质押	国债期货	高股息	黄金	中资美元债	目标风险
转债融资	ABS	深度价值	指增策略	结构性存款	红利低波
两融业务	可转可交债	质地优先	TRS+PUT	美国国债	翻石头
定增业务	二永债	优势成长	自主量化	标普500	自主可控
资产流转	利率量化	SmartBeta	CTA策略	全球科技	新生代
S股权等	信用挖掘	策略主题		全球消费	不抱团
侧重持续寻找和打磨适合理财客户的“绝对收益”策略组合					
招银理财：先做加法，再做减法，兼顾深度和广度					

资料来源：招银理财官网，国信证券经济研究所整理

总结：银行理财“固收+”的产品策略选择



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

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 央行银行篇：大央行时代

【 02 】 银行理财篇：多资产逐鹿

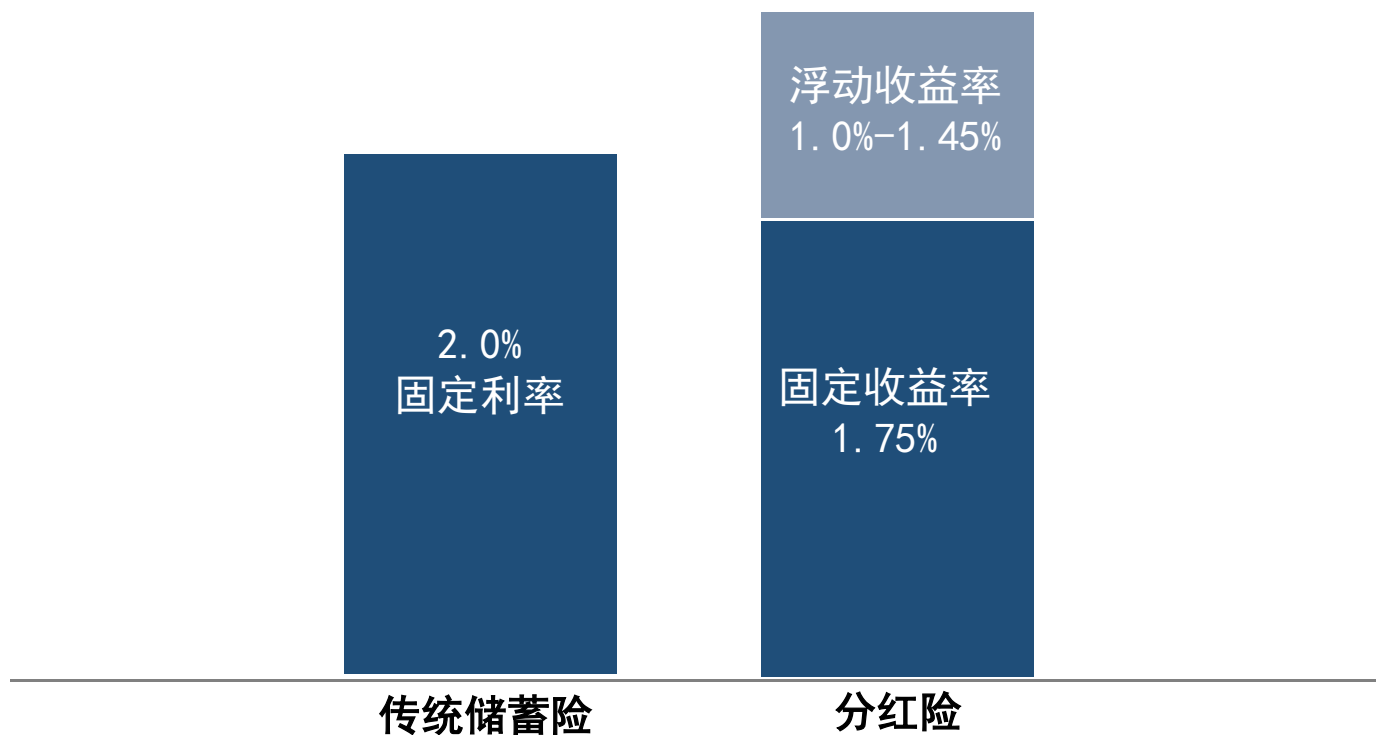
【 03 】 保险资管篇：浮动化负债

【 04 】 证券投资基金篇：多谱系共舞

2026年险资负债端增量——“低保底+高浮动”产品突围

- 分红险成为保险行业应对利率下行周期的关键产品。分红险是指保险公司在每个会计年度结束后，将上一会计年度该类分红保险的可分配盈余，按一定的比例分配给客户的一种人寿保险。因其“低保底+高浮动”的特点，险企与客户共担收益风险，有效降低险企的刚性兑付成本，因此在利率下行时期，分红险具有较大的发展潜力。
- 分红险核心的价值在于重构负债成本结构，化解长期利差损风险。在传统寿险模式下，预定利率形成刚性兑付义务，当投资端收益持续下行时，险企需以自有资本弥补缺口。而分红险通过将大部分收益设置为“非保证红利”，显著降低保证利率水平，使险企在低利率环境中获得更大缓冲空间。

图：传统险及分红险收益率构成

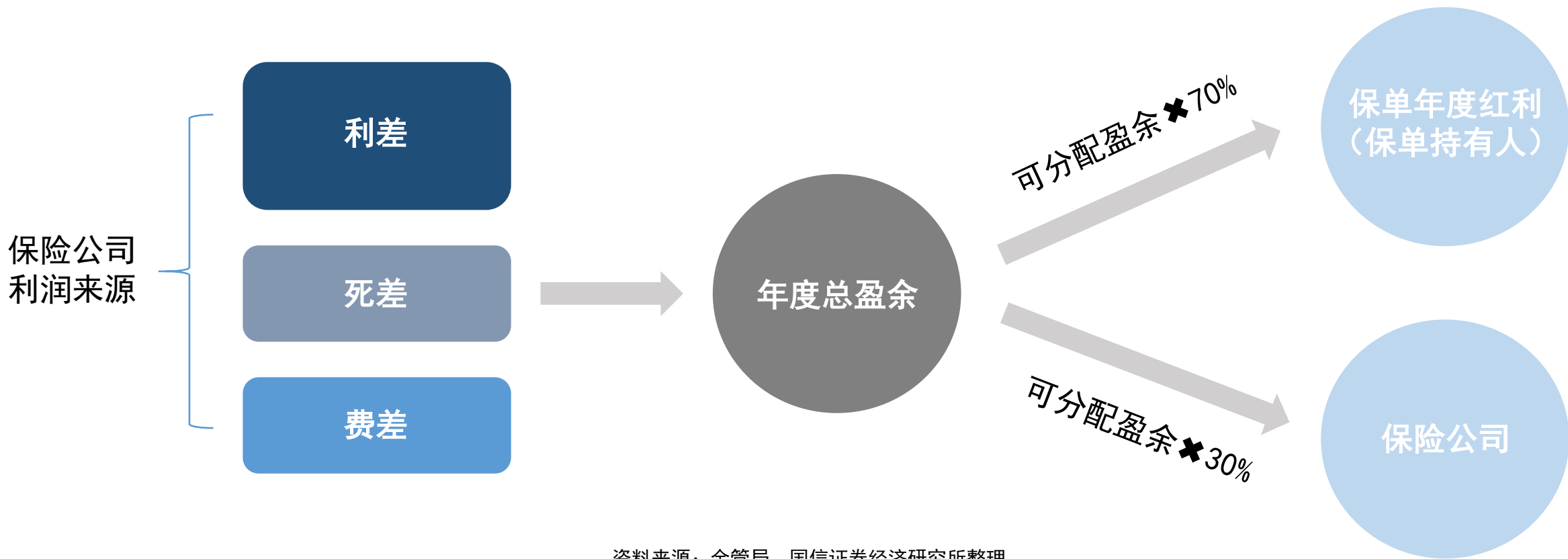


资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

分红险：收益加大浮动，久期略有下降

可分配盈余是红利分配的基础，指分红险业务在满足各项责任准备金提取、风险边际覆盖后，经审计可用于股东和保单持有人分配的盈余总额。2020年2月21日，原银保监会布《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》（银保监办发〔2020〕7号），明确保险公司为分红保险账户确定可分配盈余时，分配给保单持有人的比例必须统一为70%（既保险公司自留收益为30%）。

图：分红险红利运作方式



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

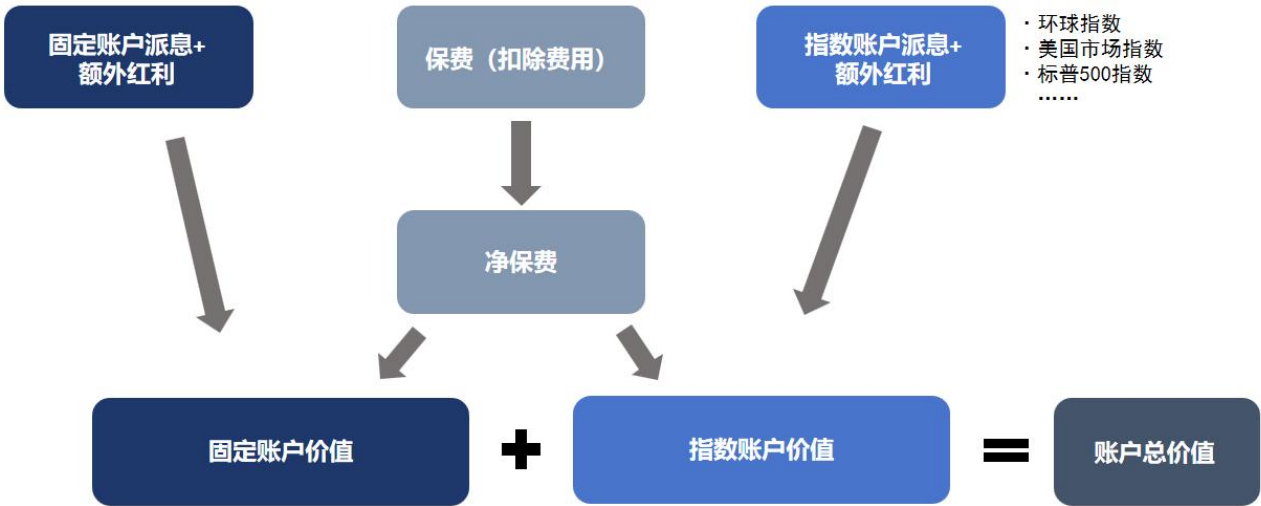
经过多年的发展，美国保险市场逐渐形成了以年金险为核心支柱的产品体系，产品形态高度多元化。其中，固定年金、变额年金及指数型年金共同构建了多层次产品体系，精准匹配不同风险偏好客户的储蓄需求。当前，美国分红险和变额险的市场份额已超过59%，年金险在退休家庭中的渗透率超过60%，成为覆盖医疗、长期护理等刚性支出的核心工具。

图：美国IUL运作模式

	保障期限	主要功能	收益构成	投资风险
定期寿险 (Term Life)	固定期限（10-30年）	纯身故保障，无储蓄功能	无现金价值，主要提供身故保障	低
终身寿险 (Whole Life)	终身保障（至被保人身故）	身故保障 + 强制储蓄	固定利率2%-4%	无市场风险，收益稳定但偏低
万能寿险 (Universal Life)	终身保障（可设定至100岁）	身故保障 + 灵活储蓄	最低保证收益1%-2%+浮动收益	利率波动风险（收益挂钩市场利率）
指数型万能险 (IUL)	终身保障（与指数表现挂钩）	身故保障 + 收益封顶托底	保底收益（0%-2%）+ 指数收益分成（年封顶约12%）	市场风险可控（下行保底、上行封顶）
投资型万能险 (VUL)	终身保障（依赖账户表现）	身故保障 + 主动投资	现金账户投资共同基金（无保底）	高风险（收益无封顶，亏损需追加保费）

资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

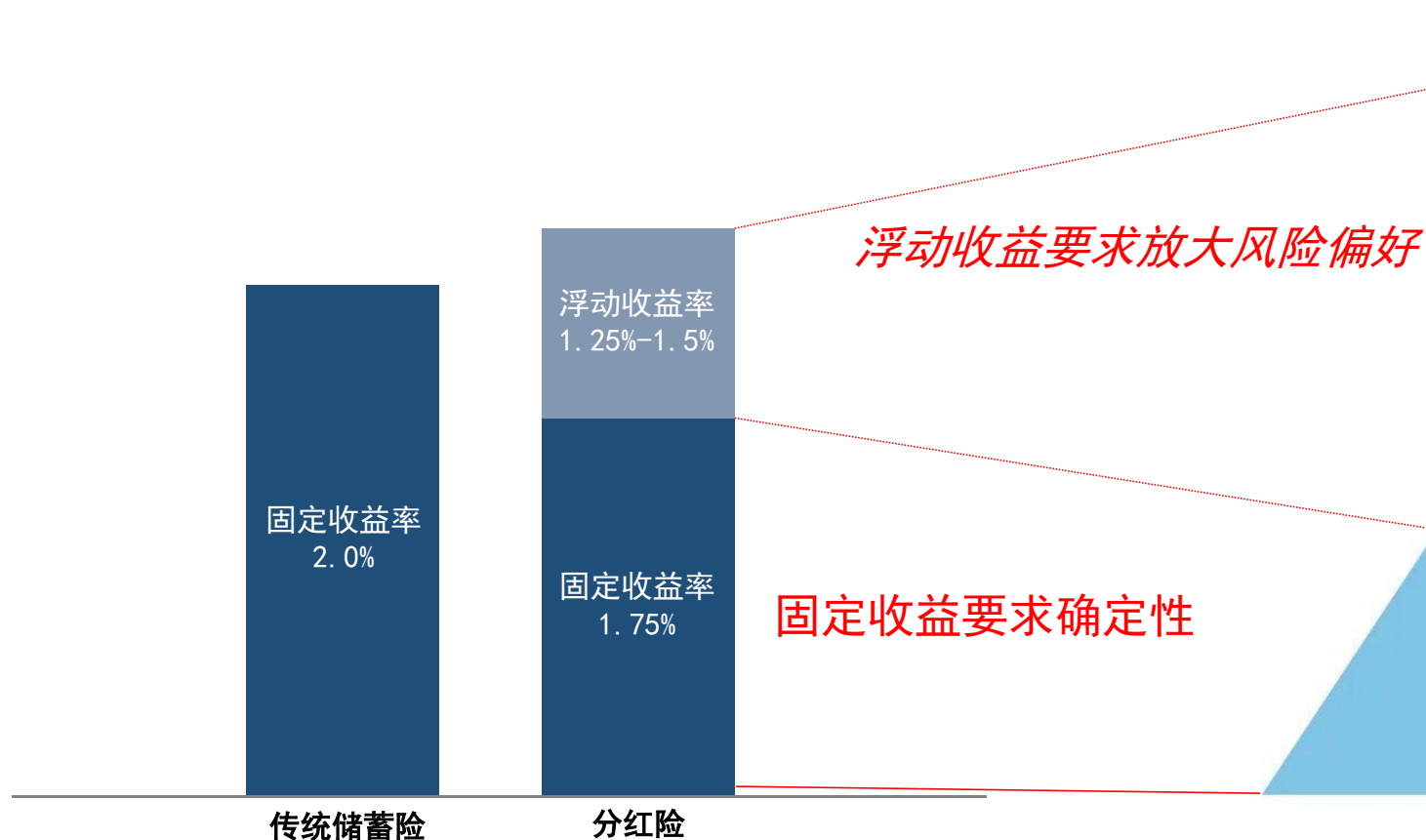
图：美国IUL运作模式



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

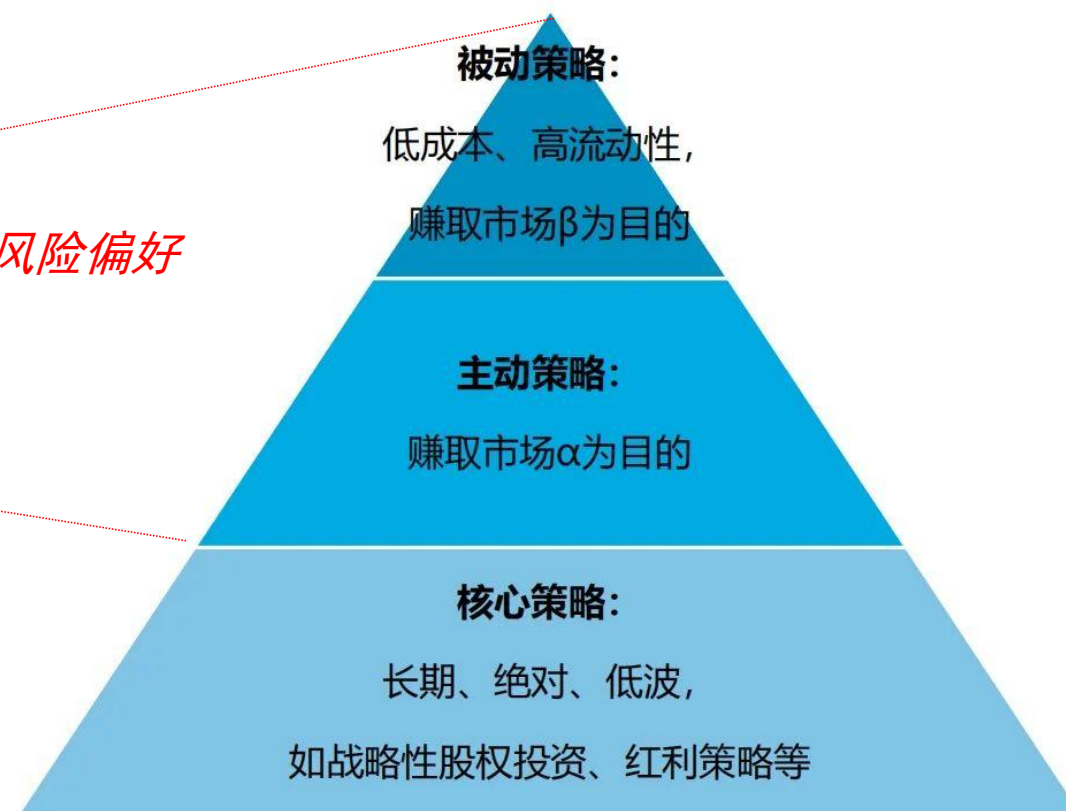
分红险将促进险资加大ETF和主动权益产品参与

图：后续保险主要销售浮动受益产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：保险公司权益配置结构分层建设

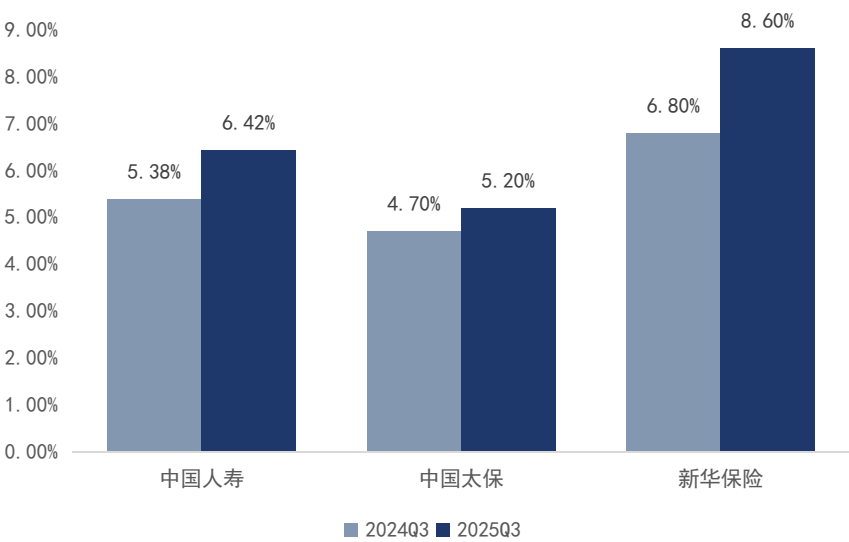


资料来源：太平洋保险，国信证券经济研究所整理

资本市场回暖，2025险资获利颇丰

- 2025年前三季度，资本市场迎来反弹，以股票为代表的权益类资产公允价值大幅提升，带动上市险企投资收益率同比改善。截至三季度末，新华保险、中国人寿、中国人保、中国太保总投资收益率分别为8.6%/6.42%/5.40%/5.20%，同比增长1.8pt、1.04pt、0.80pt、0.50pt。
- 2025年，险资持续加大FVOCI权益类资产配置力度。截至三季度末，中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险FVOCI权益类资产占金融资产的配置比例分别为4.13%/10.48%/7.46%/6.26%/2.82%，相较2024年中期分别增长1.07pt、1.71pt、3.20pt、0.69pt、1.30pt。从中长期来看，随着负债端“开门红”的启动，我们预计险资资产端配置机遇主要集中在以下几方面：1) 进一步挖掘包括OCI权益类等资产在内的高分红投资机会，叠加相关政策突破，在一定程度上打开险资配置空间。2) 长债仍是险资配置的“基本盘”，匹配险资长期资产配置需求，降低资产负债久期错配风险。3) 当前险资配置境外资产占比较低，相较于海外，仍有一定提升空间。

图：上市险企总投资收益率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

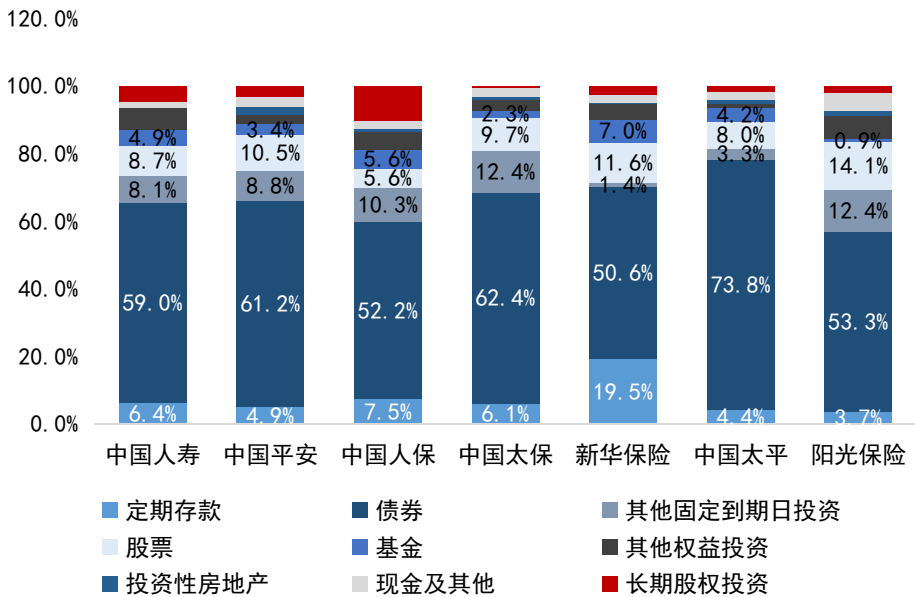
表：上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产（FVTPL）	2,127,924	33%	2,666,334	35%	387,020	27%	723,365	27%	526,553	39%	1,286,239	32%
其他权益工具投资（OCI权益）	263,039	4%	575,028	7%	152,645	10%	168,229	6%	38,126	3%	239,413	6%
其他债权投资（OCI固收）	3,795,067	60%	3,241,903	42%	591,946	41%	1,740,402	65%	527,528	39%	1,979,369	49%
债权投资（AC固收）	183,037	3%	1,228,986	16%	324,826	22%	53,637	2%	260,849	19%	410,267	12%
合计	6,369,067	100%	7,712,251	100%	1,456,437	100%	2,685,633	100%	1,353,056	100%	3,915,289	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 截至2025年中期，保险业股票及证券投资基金投资规模达4.7万亿元，占其总投资资产的13.1%，较监管要求上限仍有一定空间。
- 截至2024年末，上市险企偿付能力充足率均显著高于监管要求，其中中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险综合偿付能力充足率分别为207.8%/204.1%/281.0%/256.0%/217.6%。按照本次《通知》的要求，上市险企权益投资规模占总资产的比例仍有较大的提升空间。

图：2024H1上市险企资产配置比例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：保险公司投资单一创业投资基金监管要求

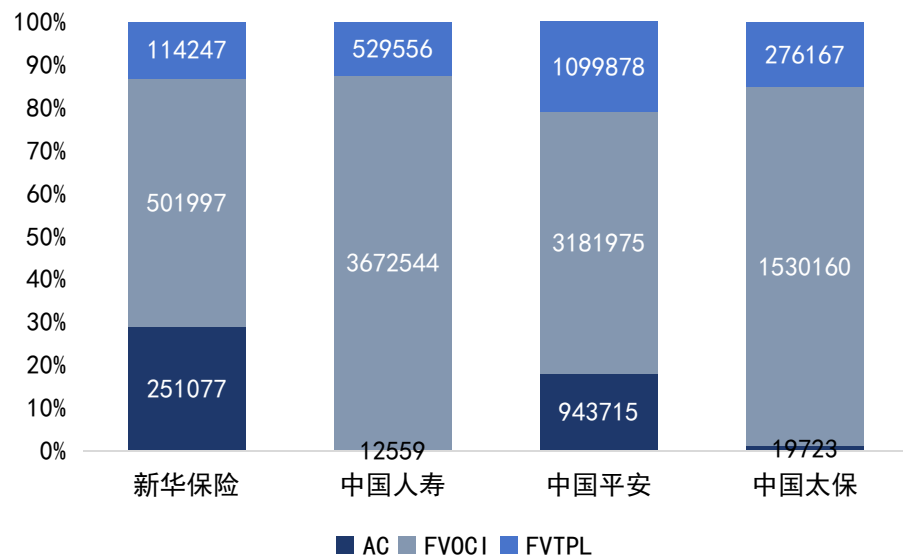
	2024综合偿付能力充足率	总资产（百万元）	权益投资占总资产比例	新规定上下限要求
中国人寿	207.8%	6769546	18.7%	30%
中国平安	204.1%	12957827	6.5%	30%
中国人保	281.0%	1766384	17.0%	40%
中国太保	256.0%	2834907	14.4%	40%
新华保险	217.6%	1692297	22.2%	30%

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

预计险资OCI账户稳定，TPL权益有所增配

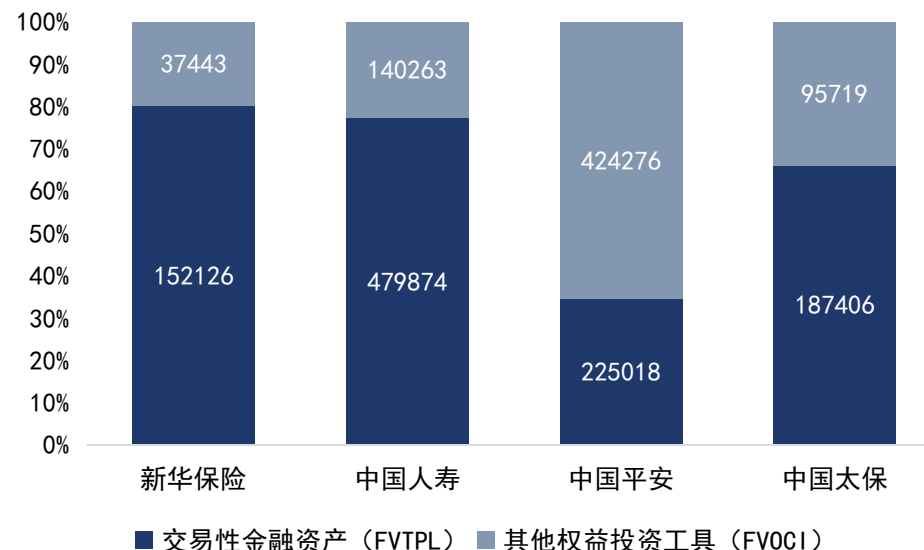
- 从会计计量方式来看，我们分别拆分了上市险企的债券及股票投资类型。债券方面，中国太保、中国人寿FVOCI占比较高，新华保险AC占比较高。股票方面，中国平安FVOCI权益资产占比最高，约占股票投资的65%，新华保险、中国人寿、中国太保约为30%。

图：2025H1上市险企债券投资类型（按会计计量方式）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2025H1上市险企股票投资类型（按会计计量方式）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

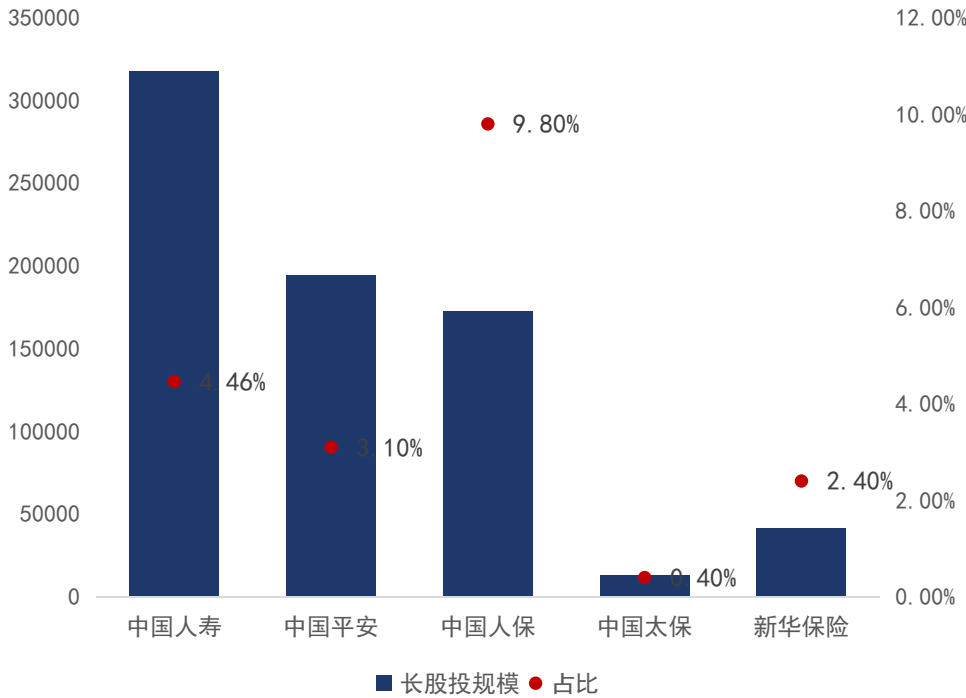
- 中国人寿及新华保险设立私募证券投资基金：通过各自出资50%的方式成立私募基金，主要投向为二级市场优质的高分红类股票，会计方面主要按照FVOCI计量，能够有效降低投资收益波动，匹配险资长期需求。因此我们预计中国人寿和新华保险将通过私募基金配置部分OCI权益类资产，在把握长期高分红收益的同时降低利润表波动。
- 平安资管将京沪高铁间接持股转为直接持股：挖掘优质的长期股权投资机遇，降低股价波动对利润表的影响，平滑中长期投资收益波动。

表：保险公司权益类资产及长期股权投资计量方式

会计准则	资产类型（按计量方式）	内容
IFRS9	FVOCI权益资产	计入FVOCI的股票，仅有分红收益计入利润表，其市值波动计入资产负债表的综合收益科目，卖出时浮盈亏变动不能再计入利润表，且一经指定不得撤销。分红收益相对稳定，但FVOCI股票的市值增长将不再对利润表产生影响。
	FVTPL权益资产	在IFRS9的要求下，由于基金赎回时发行方有无条件交付现金的义务，因此属于债务工具，且无法通过资产特征测试，只能被计入FVTPL权益类资产。股票一般直接计入FVTPL，其市值波动将实时体现在利润表中，但是险企也可以选择将其指定为FVOCI。
长期股权投资	长期股权投资（权益法计量）	按照投资企业对被投资单位的持股比例不同，长期股权投资可分为权益法计量和成本法计量两种。其中占股比例在20%至50%的，属于对被投资单位具有重大影响，采用权益法计量。
	长期股权投资（成本法计量）	占股在50%以上（不含）的，属于对被投资单位实施控制，采用成本法计量。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2025H1上市险企长期股权投资规模及占比（单位：百万元、%）

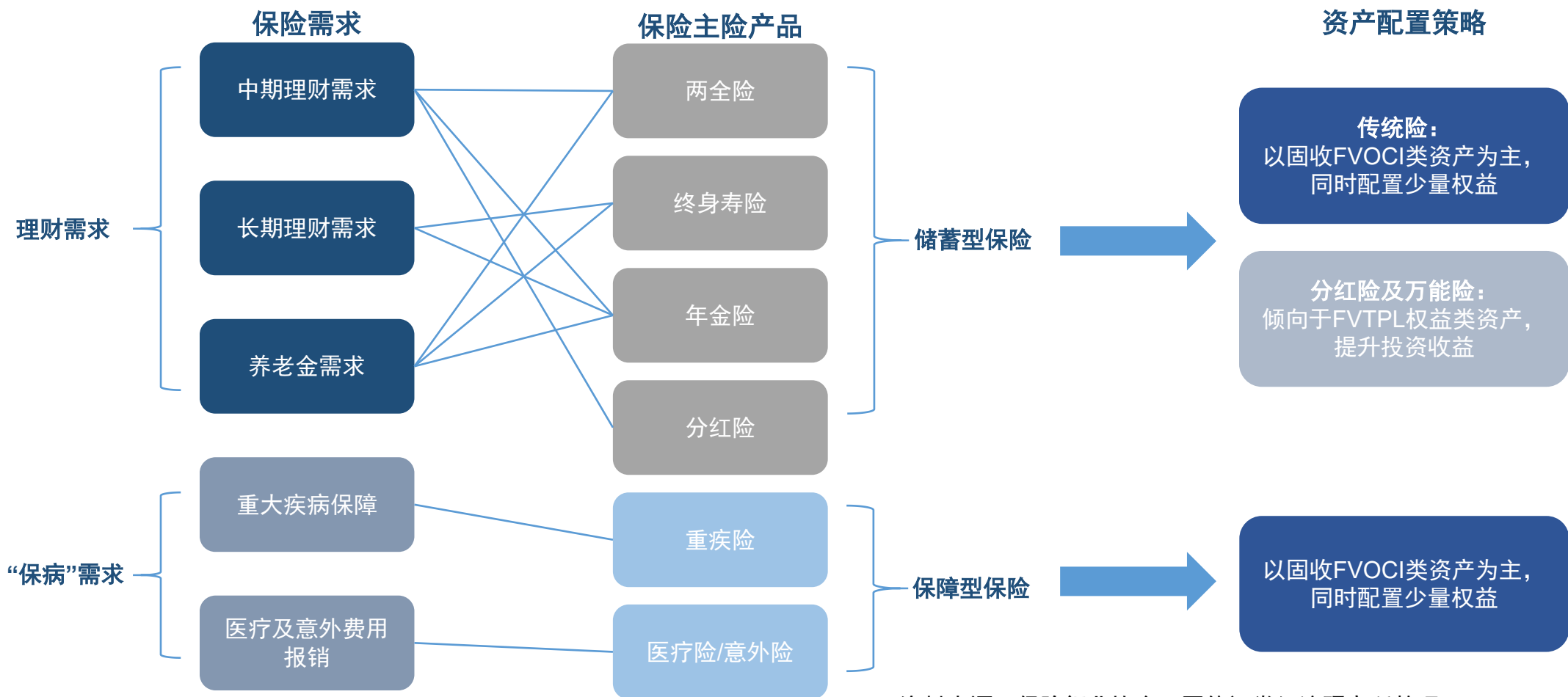


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

险资展望：债券交易与配置并举，股票仍是“胜负手”

考虑到当前行业面临的养老、医疗、养康、储蓄等多元需求，叠加渠道及产品改革初见成效，我们预计2026年“开门红”保费同比增速约为5%至6%，对应NBV增速为32%。资产端方面，上市险企把握市场反弹机遇，投资收益显著回暖。展望后续，随着续期及新单保费规模的扩大，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以OCI计量的资产）配置行情或将延续

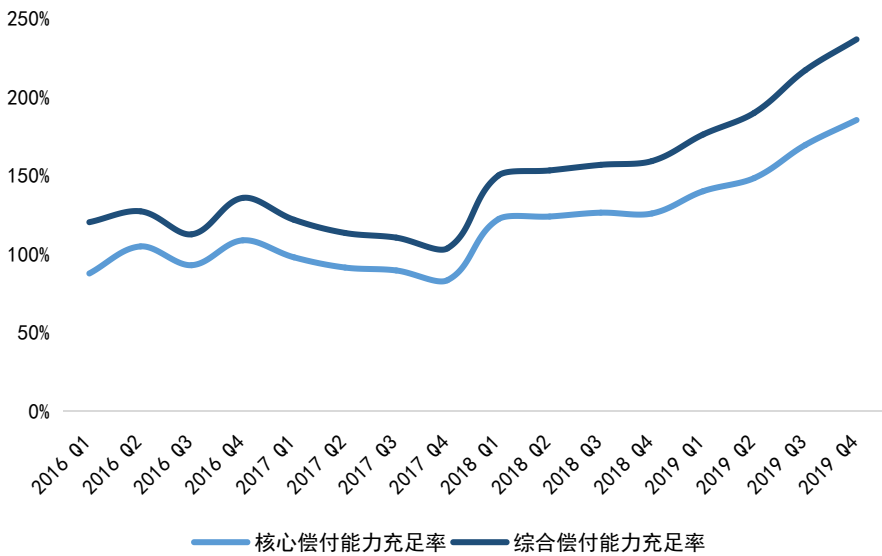
图： 保险需求、产品及资产配置策略之间的对应关系



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

- 天安财险债券违约，中小险企风险暴露加速。我们预计随着天安财险债券风险的暴露，行业尾部风险将持续出清，对于行业格局优化具有深远影响。天安财险债券违约不仅是长期风险的累计，同时也反映了中国金融市场打破刚性兑付、推进风险定价市场化的趋势。投资者应在关注收益的同时，关注金融机构的公司治理、股权结构和风险控制能力，对于尾部风险较高的机构进行精细化风险分析。
- 后续非上市险企将自2026年1月1日起执行新准则。当前上市险企及大型银行系保险公司已基本完成新准则的切换。但考虑到部分公司面临实际困难，监管允许其申请暂缓执行；其中申请截止日期为2025年6月30日。

图：天安财险偿付能力充足率（单位：%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表：保险债券未赎回情况统计

序号	债券起始日	不赎回日期	债券名称	发行规模（亿元）	发行期限	发行人	企业性质	发行方式
1	2011/6/20	2016/6/20	11华夏次级债	3	10	华夏人寿	民营	私募
2	2011/9/30	2016/9/30	11信泰次级债	2	10	信泰保险	民营	私募
3	2011/12/21	2016/12/21	11太平人寿债	80	10	太平寿险	公众企业	私募
4	2012/8/20	2017/8/20	12太平人寿债	75	10	太平寿险	公众企业	私募
5	2013/6/14	2018/6/14	13人保01	160	10	人保寿险	中央国有企业	私募
6	2013/12/23	2018/12/23	13人寿保险债	60	10	人保集团	中央国有企业	私募
7	2015/1/19	2020/1/19	15天安次级债	7.5	10	天安人寿	公众企业	私募
8	2015/9/29	2020/9/29	15天安财险	53	10	天安财险	中外合资	私募
9	2015/12/25	2020/12/25	15幸福人寿	30	10	幸福人寿	中央国有企业	公募
10	2015/12/25	2020/12/25	15天安人寿	20	10	天安人寿	公众企业	公募
11	2016/11/29	2021/11/29	16长安保险	5	10	长安保险	民营	公募
12	2019/3/29	2024/2/28	19百年人寿	20	10	百年人寿	公众企业	公募
13	2019/4/1	2024/2/29	19珠江人寿01	18	10	珠江人寿	民营	公募

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 央行银行篇：大央行时代

【 02 】 银行理财篇：多资产逐鹿

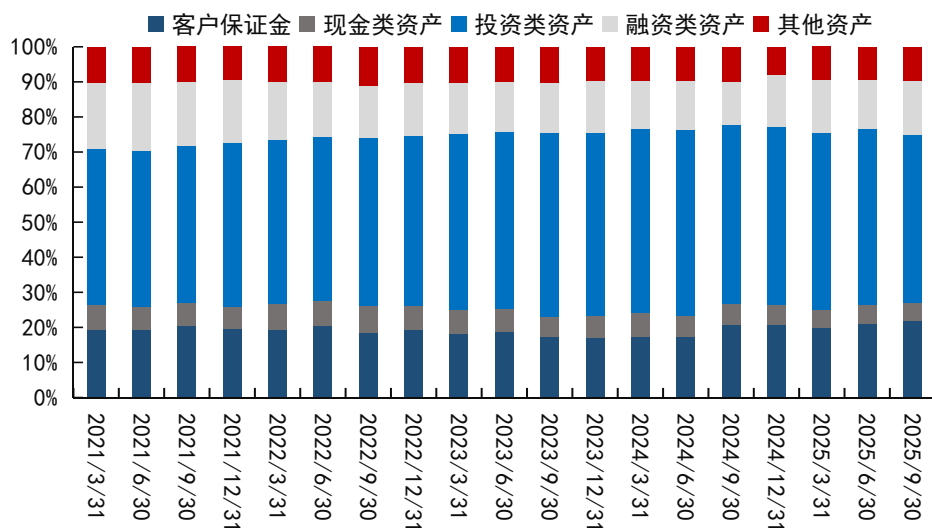
【 03 】 保险资管篇：浮动化负债

【 04 】 证券投资基金篇：多谱系共舞

证券公司：扩表持续，自营投资话语权提升

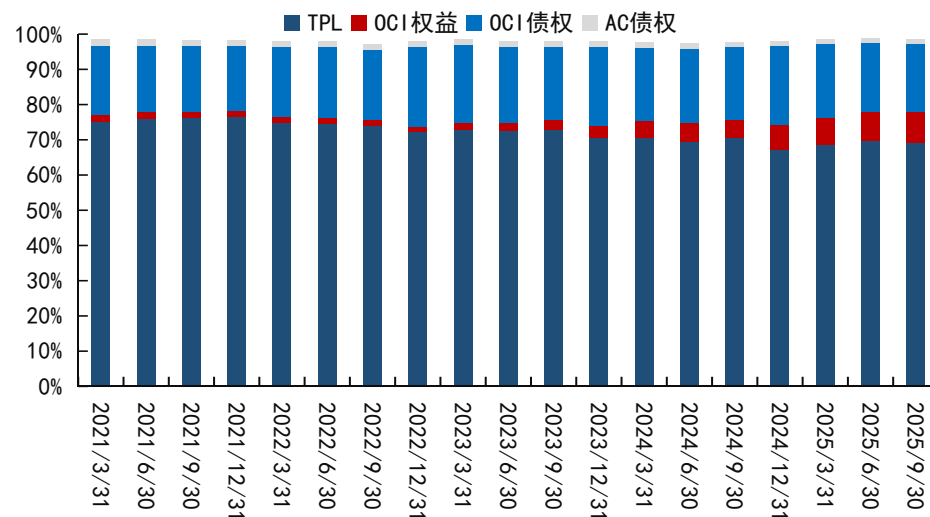
- 证券公司充分受益于股票市场回暖，客户保证金、融资类资产等被动扩表资产增长迅速，同时投资资产等主动扩表资产也保持增长。
- 证券公司金融投资资产中，OCI权益投资逐步成为一个重要扩表方向，占比越来越高。

图：证券公司资产结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司金融投资资产结构

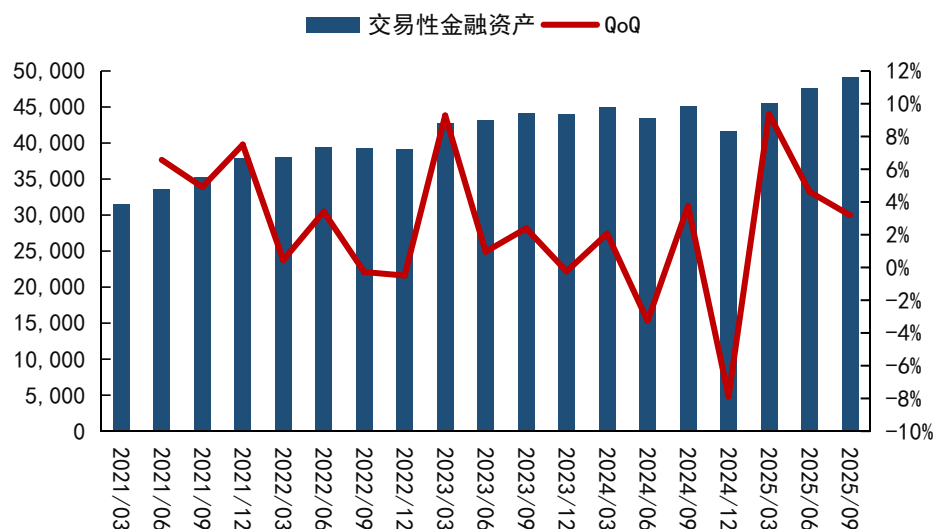


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

证券公司：OCI占比提升，权益仓位增长弹性弱于市场预期

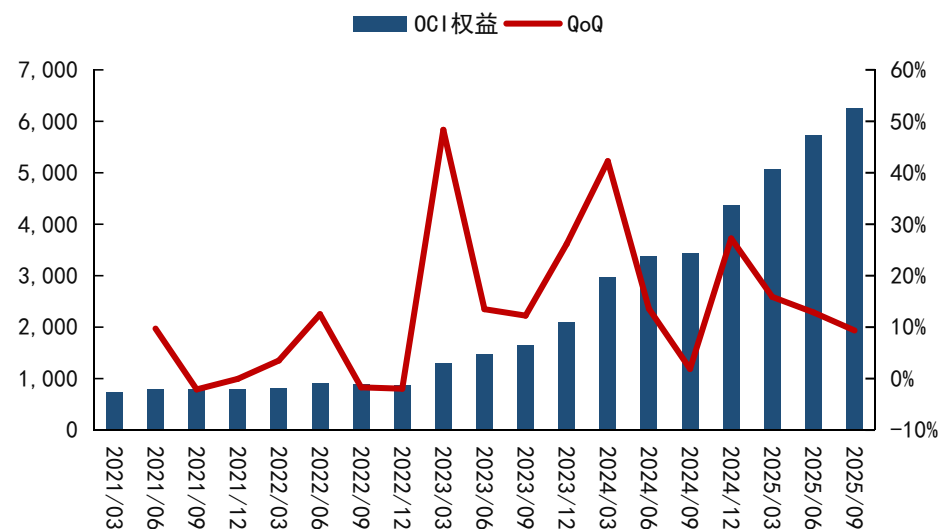
- 证券公司充分受益于股票市场回暖，客户保证金、融资类资产等被动扩表资产增长迅速，同时投资资产等主动扩表资产也保持增长。
- 证券公司金融投资资产中，OCI权益投资逐步成为一个重要扩表方向，占比越来越高。

图：证券公司TPL金融资产及环比增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司OCI权益投资工具及环比增速（亿元）

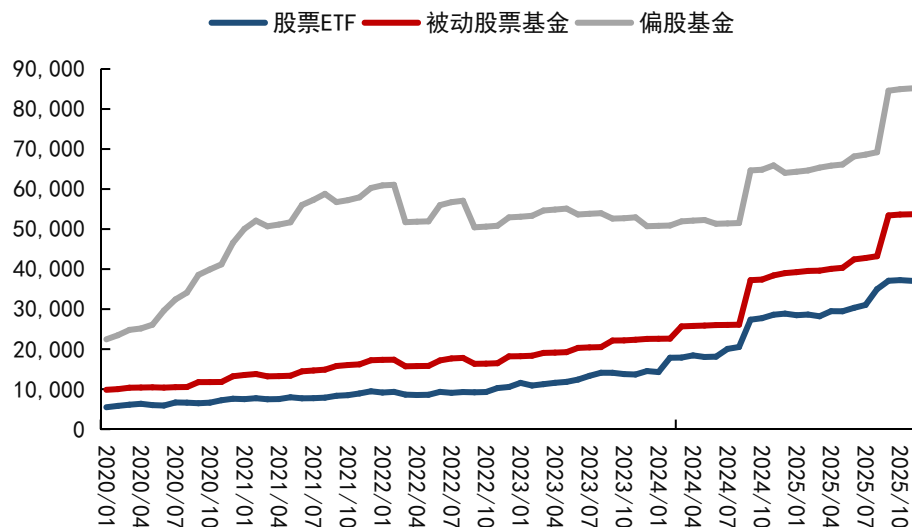


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金：主动和被动基金齐扩容

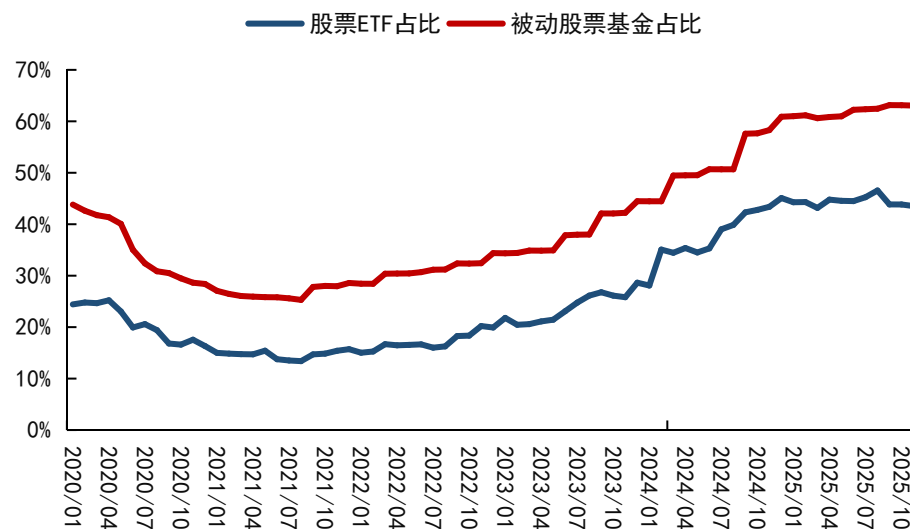
- 2021年至2024年，公募基金被动化趋势显著。2025年以来，被动化趋势有所减缓。
- 截至当前，股票ETF占股票基金规模比重约45%，被动型基金（包括股票ETF、场外被动基金）占比约60%。

图：股票型基金规模变化（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：股票ETF及被动股票基金占股票基金规模比重



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金：高质量行动方案塑造行业新范式



➤ 今年5月，证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，《方案》重点从公募基金产品和公募基金机构两方面，针对行业经营理念有偏差、功能发挥不充分、发展结构不均衡、投资者获得感不强等问题，提出针对性举措。

图：《方案》要点梳理

对象	要点	具体内容
基金公司	改革基金公司绩效考核机制	1、出台基金公司绩效考核管理规定，要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重，基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，前者包括基金净值增长率、业绩比较基准对比等指标，后者包括基金利润率、盈利投资者占比等指标。 2、基金公司股东和董事会对公司高管的考核，基金投资收益指标权重不低于50%；对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于80%。 3、对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于80%。
	强化监管分类评价的引导作用	1、将投资者盈亏及占比、业绩比较基准对比、权益类基金占比、投研能力评价情况等纳入基金公司评价指标体系。 2、将三年以上中长期业绩、自购旗下权益类基金规模、投资行为稳定性、权益投资增长规模等指标的加分幅度在现有基础上提升50%。 3、前述指标占“服务投资者能力”的评分权重合计不低于80%。
	加大薪酬管理力度	1、完善证券基金经营机构薪酬管理制度，督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。 2、强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。
	优化行业发展格局	1、支持优质头部基金公司业务创新发展，促进资产管理和综合财富管理能力双提升。 2、支持基金公司市场化并购重组，推动严重违规机构依法出清。
	加强监管引导与制度供给	1、在基金公司监管分类评价中，显著提升权益类基金相关指标权重，突出权益类基金发展导向，依法强化分类评价结果运用。 2、制定公募基金参与金融衍生品投资指引，更好满足公募基金加强风险管理、稳定投资行为、丰富投资策略等需求。
基金产品	强化业绩比较基准的约束作用	1、制定公募基金业绩比较基准监管指引，明确基金产品业绩比较基准的设定、修改、披露、持续评估及纠偏机制，对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管，切实发挥其确定产品定位明晰投资策略、表征投资风格、衡量产品业绩、约束投资行为的作用。 2、对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬。
	建立浮动管理费收取机制	1、对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，对符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平，如持有期间产品实际业绩表现符合同期业绩比较基准的，适用基准档费率；明显低于同期业绩比较基准的，适用低档费率；显著超越同期业绩比较基准的，适用升档费率。 2、在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%。
	稳步降低基金投资者成本	引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。
	突出权益产品导向	1、优化权益类基金注册安排，实施ETF快速注册机制，原则上自受理之日起5个工作日内完成注册；对主动管理权益类基金和场外成熟宽基股票指数基金，原则上自受理之日起10个工作日内完成注册；对明确约定最低持股比例要求的混合型基金、债券型基金，原则上自受理之日起15个工作日内完成注册。 2、推动权益类基金产品创新发展，积极支持主动管理权益类基金创新发展，研究推出更多与基金业绩挂钩、投资者回报绑定、鼓励长期持有的浮动费率基金产品；大力发展各类场内外指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金；研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品。
	支持各类基金产品协调发展	加大含权中低波动型产品、资产配置型产品创设力度，修订完善基金中基金（FOF）、养老目标基金等产品规则，适配不同风险偏好投资者需求，促进权益投资、固定收益投资协调发展。

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

➤ 《方案》以“强监管、防风险、促发展”为核心导向，通过系统性制度重构引导行业从规模扩张转向质量提升。

图：《方案》内容及影响

主旨	重点内容	对应条款	具体影响
费率模式与利益绑定机制改革	对主动管理权益类基金推行浮动管理费率，根据业绩表现分档收取管理费，业绩低于基准需少收费用	第1条	1、 基金公司经营逻辑转变 ：打破“旱涝保收”模式，倒逼机构提升投研能力，管理费收入将与投资者收益深度绑定，头部机构可能凭借投研优势扩大市场份额，中小机构面临转型压力。 2、 行为长期化 ：通过薪酬与业绩的强关联（如三年业绩低于基准10%需降薪），抑制基金经理短期博弈行为，推动投资策略转向长期价值创造。
	强制高管及基金经理自购产品并延长锁定期，绩效薪酬与中长期业绩挂钩	第8条	
考核评价体系重构	全面实施三年以上长周期考核，权重不低于80%，引入基金利润率、盈利客户占比等投资者回报指标	第5条	1、 市场波动率下降 ：长周期考核将降低基金换手率，减少追涨杀跌行为，增强市场稳定性。 2、 行业生态优化 ：考核导向从“规模扩张”转向“回报创造”，推动中小机构聚焦细分赛道（如主题ETF、智能投顾），形成差异化竞争格局。
	修订基金分类评价标准，降低规模排名权重，提升权益类基金占比及投研能力评分	第6条、第9条	
权益投资规模与市场稳定性提升	实施股票ETF“5日快速注册”机制，推动中低波动含权产品扩容	第10条、第11条	1、 资金供给优化 ：权益类基金有望为市场引入长期稳定资金，促进投融资平衡。 2、 风险防控强化 ：通过业绩基准约束，降低行业集中度风险，防范系统性风险传导。
	强化业绩比较基准约束，严控主题基金风格漂移，动态调整产品注册节奏	第2条	
投资者服务能力升级	出台基金投顾管理规定，推广机构投资者直销服务平台	第15条	1、 投资体验改善 ：投顾业务规范化和组合投资服务普及，将提升投资者资产配置效率；信息披露透明化有助于降低信息不对称，增强信任感。 2、 投资成本降低 ：综合费率改革叠加销售费用调降，提升投资者净收益。
	修订信息披露模板，新增跟踪误差、信息比率等透明度指标	第3条	
监管与风控体系强化	完善流动性风险防控机制，建立压力测试和巨额赎回应急预案	第19条	1、 合规水平提升 ：通过分类评价和风险画像，倒逼机构完善内控，新规将进一步遏制违规行为。 2、 行业韧性增强 ：衍生品投资指引的出台将提升风险对冲能力，结合逆周期调节机制，增强行业抗冲击能力。
	严查股权代持、风格漂移等违规行为，修订《证券投资基金法》提升违法成本	第24条	

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

公募基金：基准指数与主动股基行业权重差异比较



➤ 强化基准作用下，行业配置或面临纠偏。主动股基对银行与非银金融的低配程度过高，对电子、医药高配程度过高。

图：沪深300、中证A500与主动股基的行业配置权重差异-截至2025年中报

行业名称	市值(亿元)	占基金净值比(%)	占基金股票投资市值比(%)	全A行业权重(%)	欠配程度(%)
银行	1,183.69	3.46	4.03	12.11	-8.09
非银金融	749.96	2.19	2.55	6.66	-4.10
公用事业	348.30	1.02	1.19	3.59	-2.40
石油石化	222.20	0.65	0.76	2.97	-2.21
交通运输	596.92	1.74	2.03	3.37	-1.34
建筑装饰	172.79	0.50	0.59	1.90	-1.31
煤炭	127.32	0.37	0.43	1.68	-1.24
计算机	1,066.18	3.11	3.63	4.83	-1.20
基础化工	871.57	2.55	2.97	3.92	-0.95
机械设备	1,282.60	3.75	4.36	4.88	-0.52
钢铁	125.93	0.37	0.43	0.89	-0.46
环保	145.15	0.42	0.49	0.88	-0.39
房地产	297.51	0.87	1.01	1.19	-0.18
食品饮料	1,407.27	4.11	4.79	4.94	-0.16
农林牧渔	397.33	1.16	1.35	1.46	-0.11
建筑材料	182.38	0.53	0.62	0.72	-0.10
综合	36.25	0.11	0.12	0.13	-0.01
纺织服饰	266.92	0.78	0.91	0.69	0.21
美容护理	213.47	0.62	0.73	0.40	0.32
轻工制造	428.92	1.25	1.46	1.08	0.38
商贸零售	490.96	1.43	1.67	1.10	0.57
国防军工	1,079.33	3.15	3.67	3.09	0.58
社会服务	367.56	1.07	1.25	0.54	0.71
家用电器	871.41	2.54	2.97	1.96	1.00
有色金属	1,298.97	3.79	4.42	3.25	1.17
电力设备	2,208.15	6.45	7.51	6.31	1.21
汽车	1,793.95	5.24	6.10	4.55	1.56
通信	1,339.25	3.91	4.56	2.91	1.64
传媒	1,331.26	3.89	4.53	1.75	2.78
医药生物	3,532.36	10.31	12.02	6.71	5.31
电子	4,953.28	14.46	16.85	9.55	7.30

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：多资产指数投资策略

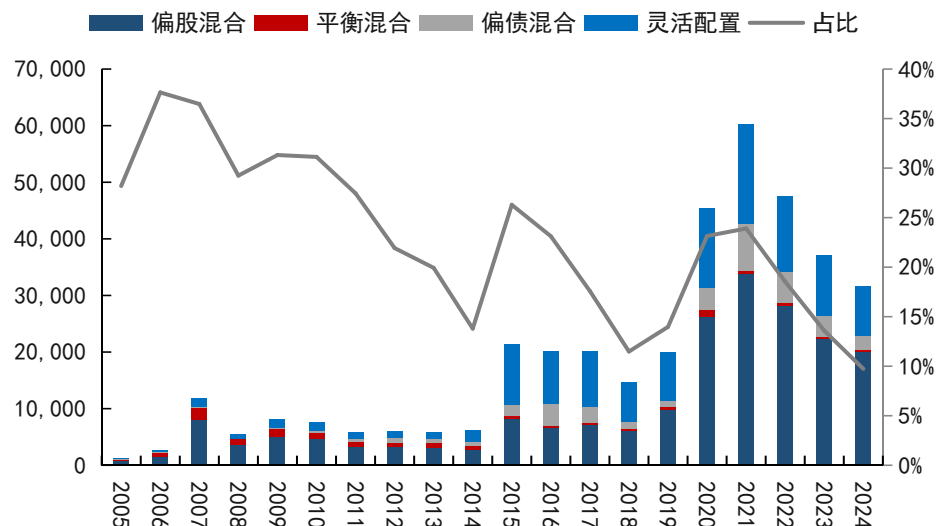
策略类型	策略简介	代表指数
恒定比例策略	保持投资组合中各类资产的比例固定，是多资产指数编制中较为常见的策略之一。其中股债恒定比例最为经典，目标是将投资组合中的股票和固定收益等资产固定在预先设置的比例之上，以使得投资组合在股债资产内部进行风险分散。随着底层资产的多样化，恒定比例策略已由传统的股债恒定比例拓展至涵盖更多类别的资产。	标普股债平衡指数系列（S&P Balanced Equity and Bond Indices）、标普多资产平衡指数（S&P U.S. Balanced Multi-Asset Index）、晨星多资产高收益指数（Morningstar Multi-Asset High Income Index）、富时多资产综合指数系列（FTSE Multi-Asset Composite Index Series）及纳斯达克美国多资产多元化收益指数（NASDAQ US Multi-Asset Diversified Income Index）
目标风险策略	目标风险策略可通过调整不同资产的配置比例以满足事先预设好的风险收益水平，其投资逻辑简单清晰，旨在保持不同时段上风险恒定。通常使用该策略构建投资组合时，会设定不同的风险等级，如保守（Conservative）、中性（Moderate）、激进（Aggressive）等，以满足不同投资者的风险偏好。	标普目标风险指数系列（S&P Target Risk Index Series）、贝莱德 ESG 意识资产配置指数系列（BlackRock ESG Aware Asset Allocation Index Series）、晨星目标风险指数系列（Morningstar Target Risk Indexes）
风险控制策略	风险控制策略通过调整底层资产配置比例来实现预先设定的风险（波动率）目标。该策略需预先设定目标风险水平，然后根据各个资产的波动率情况调整相应仓位权重，从而保证组合风险控制接近目标风险。	标普 500 风险控制指数系列（S&P 500 Risk Control Indices）、标普 500 风险控制 2.0 指数系列（S&P 500 Risk Control 2.0 Indices）、标普风险管理指数系列（S&P Managed Risk Index Series）、MSCI 最大暴露风险控制指数（MSCI Maximum Exposure Risk Control Indexes）
风险平价策略	风险平价策略是指保持组合中任一资产风险占全部组合风险的比重相等，通过构建一个风险来源平衡的跨资产投资组合来实现优越的风险调整回报。该策略使得风险较高的资产配置更低的权重，风险较低的资产配置更高的权重，从而有助于投资组合在不同经济周期下获得相对稳定的表现。	标普风险平价指数（S&P Risk Parity Indices）、标普风险平价 2.0 指数（S&P Risk Parity 2.0 Indices）、标普 MAESTRO5 指数（S&P MAESTRO 5 index）
目标日期策略	根据投资者的目标日期（通常是退休日期）来制定投资组合的策略。在这种策略下，投资组合的资产配置会随目标日期的临近而变化。一般而言，随着时间的推移，投资组合的风险会逐渐降低，风险较高的资产（如股票）会逐步转为更稳健的资产（如债券和现金等），以减少市场波动对投资的影响。目标日期策略与投资者的年龄紧密挂钩，能够为投资者提供一站式养老解决方案，较好匹配养老账户投资需求。	标普目标日期指数系列（S&P Target Index Series）、道琼斯目标日期指数（Dow Jones Target Date Indices）、标普退休收入和支出转移指数（S&P STRIDE Index）等
其他策略	动态资产配置策略、风险因子量化策略、核心卫星策略、期权组合策略等。	--

资料来源：中证指数，国信证券经济研究所整理

公募基金：混合基金的发展历程体现了后续多资产ETF需求

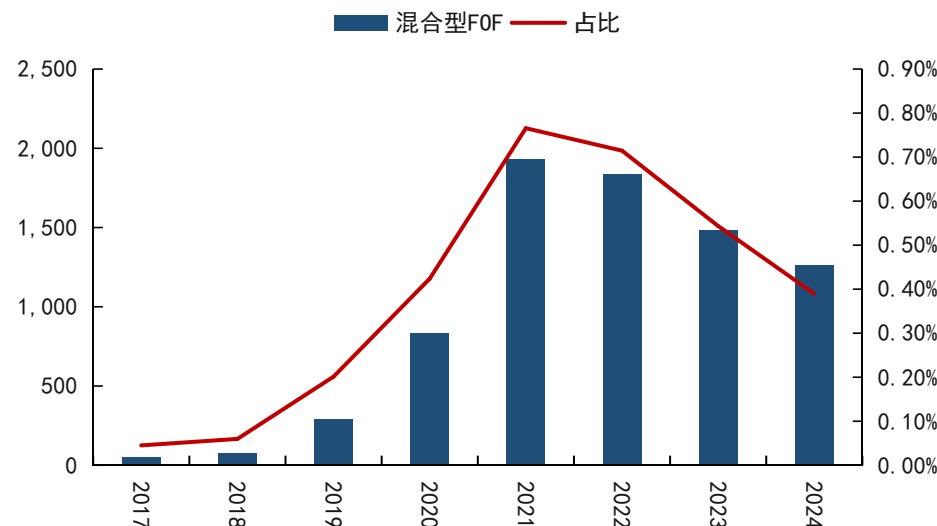
- 我国多资产基金一度经历高潮发展期，说明投资者对多资产投资需求较强。只是目前尚未有多资产ETF上市。
- 混合型基金发展：偏股型混合基金、灵活配置型基金为规模最大的混合型基金，但规模增长并不稳定，极易受到股票市场表现的影响。2021年以来，伴随主动股基吸引力持续下降，混合型基金规模持续收缩。截至2024年末，混合型基金规模3.16万亿元、占比为9.7%。
- 混合型FOF基金发展：混合型FOF基金当前规模较小，但有较多目标日期产品纳入个人养老金基金，个人养老金扩容，FOF产品或有增长。

图：我国混合型基金规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：我国混合型FOF基金规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金：指数创设已较为丰富，多资产产品创新思路可借鉴



图：中证指数公司多资产指数系列

指数代码	指数简称	指数全称	发布时间	指数代码	指数简称	指数全称	发布时间
000834.CSI	价值7030	中证价值股债恒定组合70/30指数	2012-08-30	931737.CSI	债股利差平衡	中证债股利差平衡指数	2021-08-24
000835.CSI	价值3070	中证价值股债恒定组合30/70指数	2012-08-30	931738.CSI	债股利差平衡（含转债）	中证债股利差平衡指数（含可转债）	2021-08-24
000836.CSI	成长7030	中证成长股债恒定组合70/30指数	2012-08-30	931739.CSI	债券利差稳健（含转债）	中证债券利差稳健指数（含可转债）	2021-08-24
000837.CSI	成长3070	中证成长股债恒定组合30/70指数	2012-08-30	932410.CSI	红利股债RP	中证红利股债风险平价指数	2024-11-21
930844.CSI	企业年金	中证企业年金可投资指数	2016-09-12	932411.CSI	红利股债10/90	中证红利股债恒定比例10/90指数	2024-11-21
930867.CSI	目标2055	中证目标日期2055指数	2016-08-02	932412.CSI	红利股债20/80	中证红利股债恒定比例20/80指数	2024-11-21
930868.CSI	目标2035	中证目标日期2035指数	2016-08-02	932413.CSI	红利股债30/70	中证红利股债恒定比例30/70指数	2024-11-21
930869.CSI	目标2045	中证目标日期2045指数	2016-08-02	932414.CSI	红利股债稳健配置10%	中证红利股债稳健配置10%策略指数	2024-11-21
930887.CSI	300DRC	沪深300下行风险控制指数	2016-08-18	932415.CSI	红利股债稳健配置20%	中证红利股债稳健配置20%策略指数	2024-11-21
930888.CSI	500DRC	中证500下行风险控制指数	2016-08-18	932416.CSI	红利股债稳健配置30%	中证红利股债稳健配置30%策略指数	2024-11-21
930929.CSI	中证MARP	中证多资产风险平价指数	2017-01-09	932435.CSI	红利低波股债10/90	中证红利低波股债恒定比例10/90指数	2025-01-17
931061.CSI	时钟配置	中证时钟配置策略指数	2018-01-22	932436.CSI	红利低波股债20/80	中证红利低波股债恒定比例20/80指数	2025-01-17
931143.CSI	CS红利配置	中证红利配置策略指数	2019-04-22	932437.CSI	红利低波股债30/70	中证红利低波股债恒定比例30/70指数	2025-01-17
931389.CSI	300波控3	沪深300波动率控制5%指数	2019-11-15	H11180.CSI	合成期权	中证股债动态合成期权策略指数	2012-10-16
931390.CSI	500波控3	中证500波动率控制10%指数	2019-11-15	H30322.CSI	股债RP	中证股债风险平价指数	2014-06-09
931391.CSI	红利波控3	中证红利波动率控制5%指数	2019-11-15	H30345.CSI	300波控1	沪深300波动率控制20%指数	2014-07-08
931678.CSI	目标保守	中证目标风险保守指数	2021-04-09	H30346.CSI	300波控2	沪深300波动率控制10%指数	2014-07-08
931679.CSI	目标稳健	中证目标风险稳健指数	2021-04-09	H30347.CSI	500波控1	中证500波动率控制25%指数	2014-07-08
931680.CSI	目标平衡	中证目标风险平衡指数	2021-04-09	H30348.CSI	500波控2	中证500波动率控制15%指数	2014-07-08
931681.CSI	目标积极	中证目标风险积极指数	2021-04-09	H30449.CSI	红利波控1	中证红利波动率控制20%指数	2014-11-19
931736.CSI	债股利差稳健	中证债股利差稳健指数	2021-08-24	H30450.CSI	红利波控2	中证红利波动率控制10%指数	2014-11-19

资料来源：中证指数，国信证券经济研究所整理

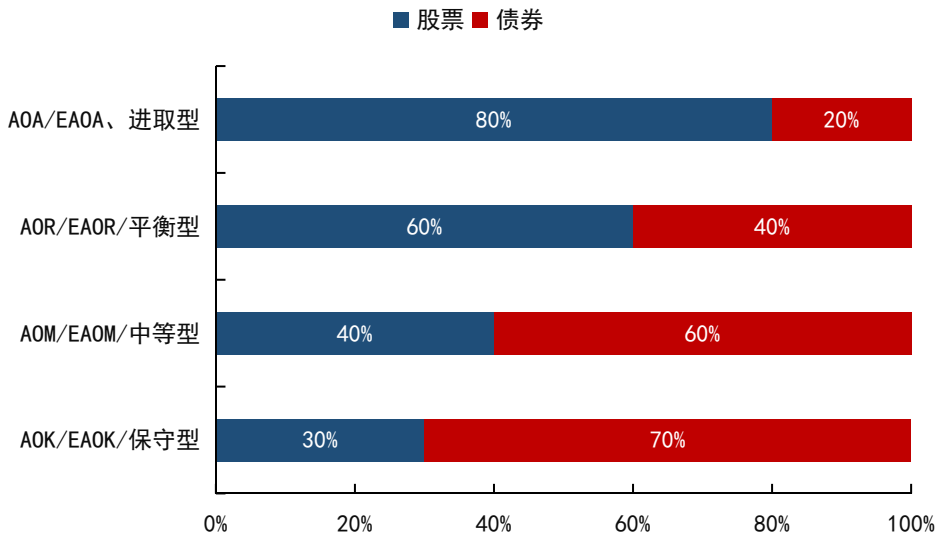
- **产品形式：**美国多资产 ETF 绝大多数采用 ETF-FOF产品形式，即以 ETF 为主要投资对象，以确保底层资产的流动性，避免因申赎或调仓等可能导致的较大跟踪误差。
- **恒定比例策略为最常见的策略：**以iShares旗下多资产ETF为例，其资产配置采用股票、债券恒定比例投资，越保守的策略股票投资比例越低，债券投资比例越高，越进取的策略则反之。

图：美国前十大多资产ETF（单位：亿美元）

代码	名称	AUM	管理方式	产品形式
AOR	iShares Core Growth Allocation ETF	22.7	ETF-FOF	被动
AOA	iShares Core Aggressive Allocation ETF	21.5	ETF-FOF	被动
AOM	iShares Core Moderate Allocation ETF	14.6	ETF-FOF	被动
CGBL	Capital Group Core Balanced ETF	12.5	多资产混合	主动
NTSX	WisdomTree U.S.Efficient Core Fund	12.2	多资产混合	主动
DRSK	Aptus Defined Risk ETF	9.99	ETF-FOF	主动
PCEF	Invesco CEF Income Composite ETF	8.19	基金-FOF	被动
HNDL	Strategy Shares Nasdaq 7HANDL Index ETF	7.94	ETF-FOF	被动
AOK	iShares Core Conservative Allocation ETF	6.35	ETF-FOF	被动
YYY	Amplify High Income ETF	5.51	多资产混合	被动

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：截至2024年底

图：iShares旗下多资产ETF股债配置比例

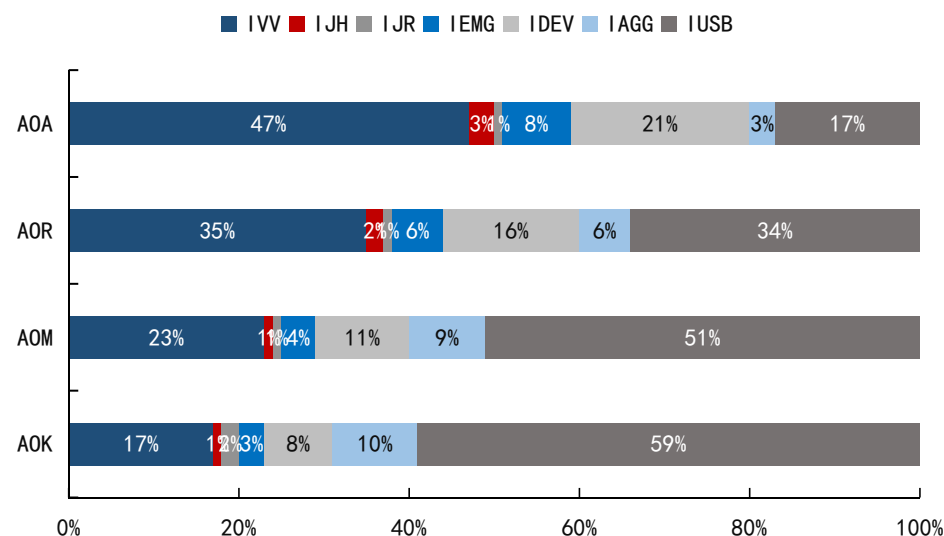


资料来源：iShares，国信证券经济研究所整理

公募基金：美国 iShares 以ETF-FOF产品形式构建系列产品

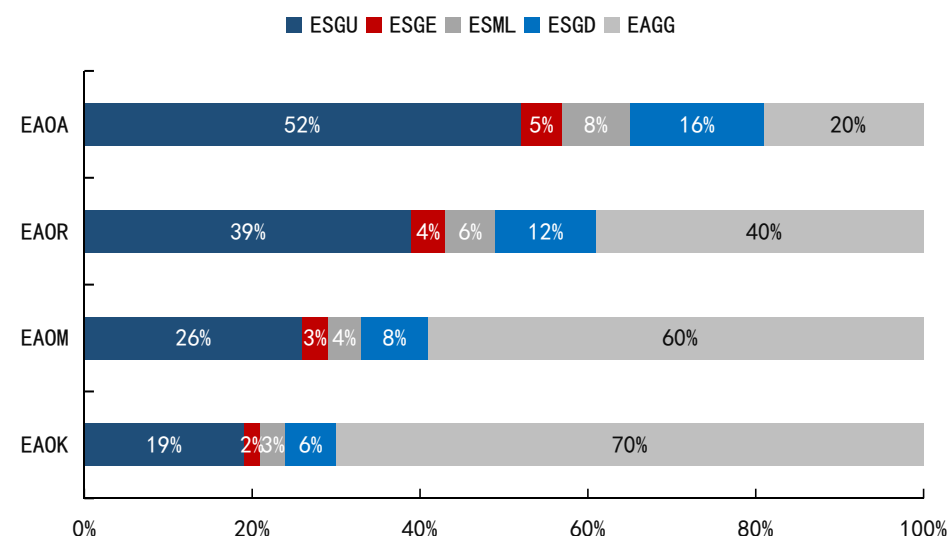
- **产品形式：**iShares旗下的核心配置基金由七只iShares核心ETF构建而成，但每只核心配置基金中这些风险敞口的权重取决于风险设定。风险设定最高的AOA，其配置IVV、IJH、IJR、IEMG、IDEV等权益型ETF比例越高。风险设定最低的AOK则配置IAGG、IUSB等固收型ETF比例越高。
- ESG意识配置ETF的资产配置比例思路，与核心配置ETF大体一致。

图：iShares核心配置ETF系列的资产配置比例



资料来源：iShares，国信证券经济研究所整理

图：iShares ESG 意识配置ETF系列的资产配置比例



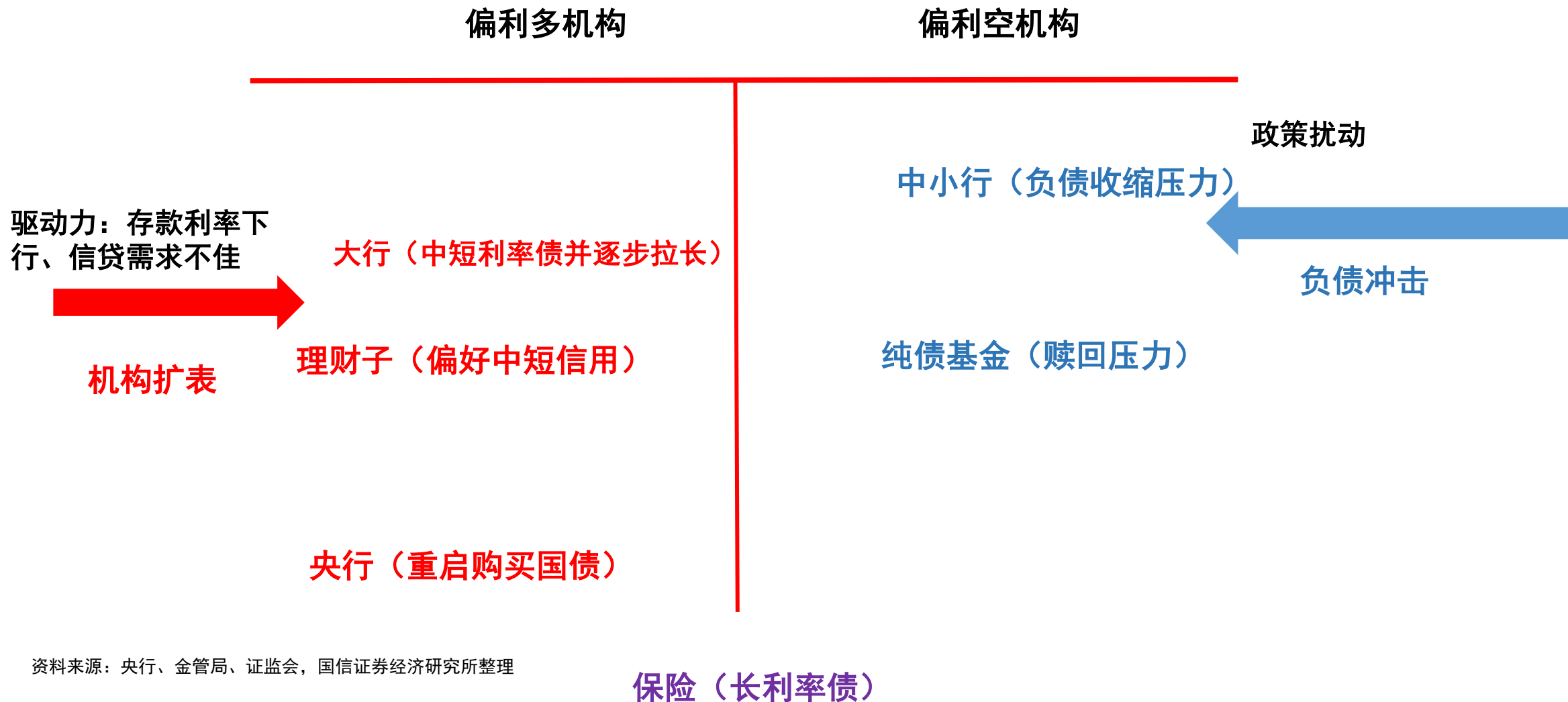
资料来源：iShares，国信证券经济研究所整理

表：各类型金融机构行为模式总结

	边际动向	对债市影响	对股市影响
央行	完善货币政策体系和宏观审慎管理体系	通过缩短利率走廊实现对流动性管控，同时通过买卖国债等政策引导长债收益波动	通过为汇金提供融资为“国家队”补充稳定市场弹药
大行	增加交易盘占比，加大交易做市	对市场定价权提升，尤其如果能放开EVE等指标考核，定价权会扩至长端	N/A
中小行	负债增速放缓，赎基诉求较强	对交易盘利空，尤其长端	N/A
银行理财	稳住纯债产品，增加多资产产品布局	对信用债有持续配置盘	有少部分（千亿元级别）资金入市
保险资管	产品浮动增加，需要博取收益弹性	对长债配置力度有所减弱	对权益有显著增量（万亿元规模），尤其利好成长板块
券商自营	资产配置方向轮动	通过杠杆、债券借贷、转债增厚等多种方式提高潜在回报	稳定OCI账户规模，逐步加大交易盘
公募基金	债券基金有赎回压力，存款搬家促进“固收+”和权益产品有显著增长	长久期交易策略难度加大	被动和主动产品均有增量，尤其关注基准设定和股债混合ETF等产品创新

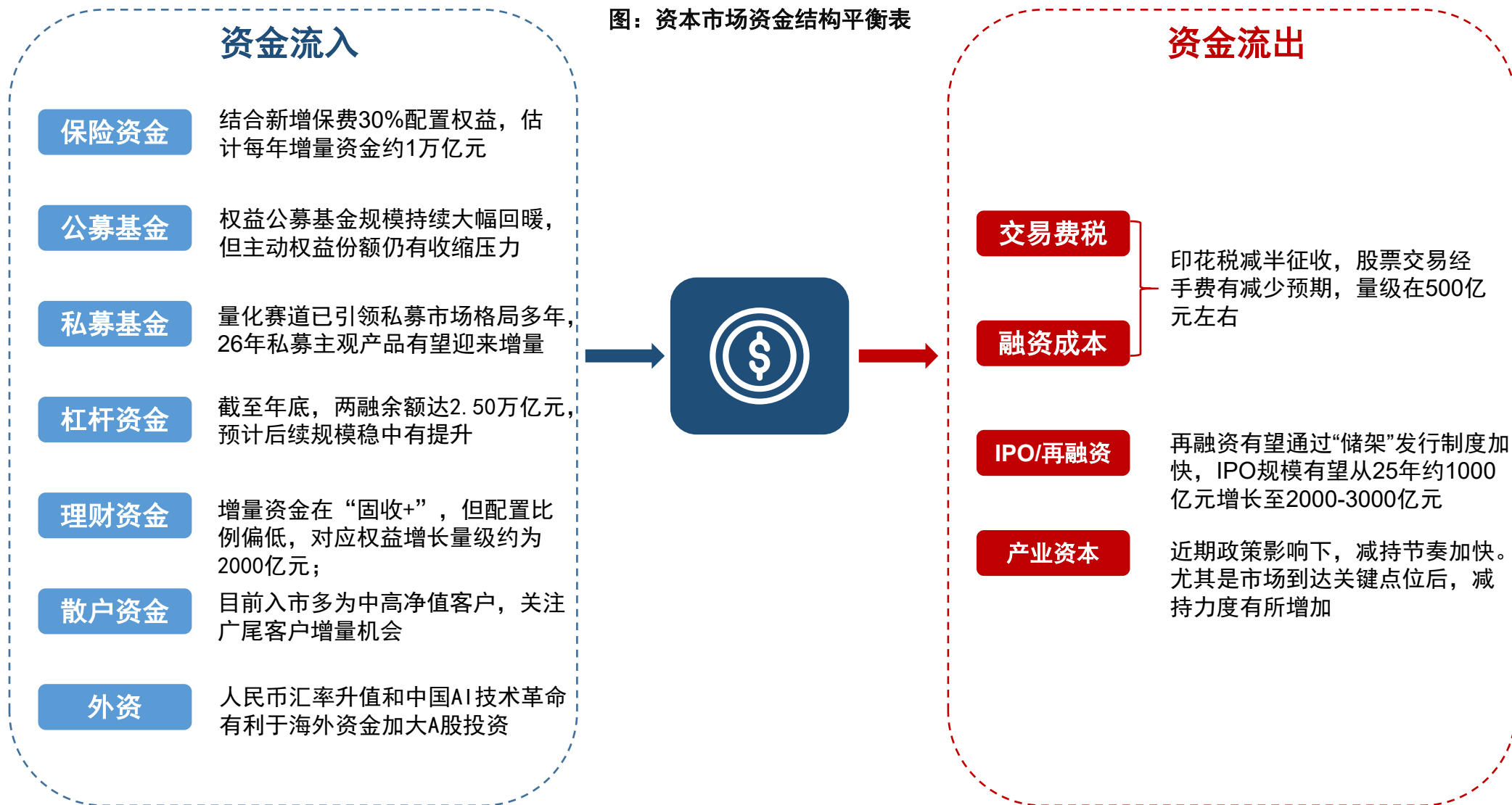
资料来源：央行、金管局、证监会，国信证券经济研究所整理

图：各类型机构行为对债市影响



资料来源：央行、金管局、证监会，国信证券经济研究所整理

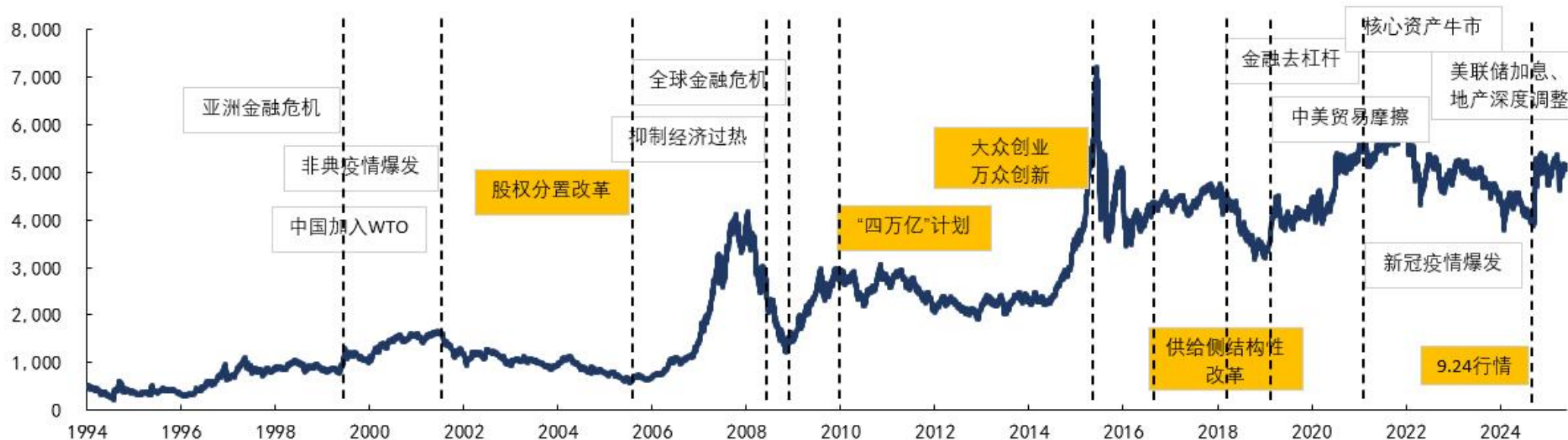
图：资本市场资金结构平衡表



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

在希望的田野上，全面牛市有望启动

<p>➤ 第一阶段：资本市场初建成</p> <p>■ 时代印记：1) 中国股市刚刚建立，还在摸索期；2) “入世”、“申奥”；</p> <p>■ 核心驱动力：风险偏好+基本面</p> <p>■ 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；</p>	<p>➤ 第二阶段：市场建设加速期</p> <p>■ 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；</p> <p>■ 核心驱动力：基本面+政策</p> <p>■ 主线1：围绕“工业化”展开布局；</p> <p>■ 主线2：大力发展资本市场；</p> <p>■ 主线3：全社会加大固定资产投资</p>	<p>➤ 第三阶段：金融危机消化期</p> <p>■ 时代印记：1) 09年4万亿帮助渡过经济难关；2) 开始注重节能减排；3) 逐步扩大内需</p> <p>■ 核心驱动力：流动性+风险偏好</p> <p>■ 主线1：大力推动基础设施建设；</p> <p>■ 主线2：与基建配套的中游制造业</p>	<p>➤ 第四阶段：升级换挡期</p> <p>■ 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</p> <p>■ 核心驱动力：转型</p> <p>■ 主线1：全民消费升级；</p> <p>■ 主线2：4G/5G技术发展</p>
<p>□ 代表行业</p> <p>① 采掘、有色</p> <p>② 建材</p> <p>③ 商业贸易</p>	<p>□ 前期代表行业</p> <p>① 交运</p> <p>② 钢铁</p> <p>③ 银行</p> <p>□ 后期代表行业</p> <p>① 有色、采掘</p> <p>② 房地产</p> <p>③ 机械设备</p>	<p>□ 前期代表行业</p> <p>① 汽车</p> <p>② 采掘、有色</p> <p>③ 房地产</p> <p>□ 后期代表行业</p> <p>① 计算机、电子</p> <p>② 家电、传媒</p> <p>③ 电气设备</p>	<p>□ 代表行业</p> <p>① 食品饮料、医药</p> <p>② 新能源、电子、计算机</p> <p>③ 非银</p>



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。指数为万得全A

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 一、资本市场景气度下滑的风险；
- 二、政策风险；
- 三、国际贸易争端风险；
- 四、AI等创新技术应用不及预期的风险；
- 五、海外利率及汇率波动风险。
- 六、经济增长不及预期的风险。

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