

专题研究报告

中外资产管理行业比较研究

核心观点

中美日资管行业的发展分析。美国资产管理行业展现了先行市场的演进逻辑与成熟形态。美国资管行业的发展阶段经历了从共同基金普及到账户化、指数化与平台化演进，其核心特征是养老金主导、高权益配置，头部集中，被动化与平台化。

日本资产管理行业展现了高储蓄经济体的资管扩容路径。日本资管行业的发展阶段经历了从泡沫繁荣到制度驱动的再扩容，其重要特征是 NISA 制度推动资金迁移，ETF 化和头部化显著，券商资管主导格局明显。

而中国资产管理行业正处在资管新规重塑后的转型升级与渗透率提升期。按行业演进逻辑划分，中国资管行业在不同发展阶段的核心差异不只在规模大小，而在于行业增长逻辑的根本切换：从牌照扩张到通道膨胀，再到监管重塑，最终走向标准化、净值化和居民资产配置功能强化。中国资管行业发展的核心特征是总量扩张、结构再平衡、公募崛起、ETF 提速与居民资产迁移。

中美日资管行业：对比与对标。把中美日三国放在同一张坐标系里观察，各自所处的发展台阶截然不同。美国早已走完“居民间接入市—养老金制度化—资管深度嵌入经济体系”的全过程，进入以账户化、被动化、平台化为特征的成熟终局；日本在高储蓄底色之上，依靠 NISA、GPIF 与海外配置完成了“缓慢但持续”的制度驱动型扩容；中国则刚刚迈入资管新规重塑后的渗透率提升期，居民资产从地产与存款向标准化产品迁移的进程才刚刚起步。

以公募基金规模占 GDP 比重指标看，三国间公募比值呈现明显梯度差异，表面看是规模大小之别，实质上却是三个不同发展阶段的投影，这一落差恰好与监管层对中国资管发展潜力的权威判断高度吻合。三国资管行业的分化，根植于居民资产配置结构、养老金制度深度、被动化与工具化进程，以及金融体系组织方式四个底层变量。

中国资管行业的长期发展空间巨大，美日两条路径各有可借鉴之处，但实现方式既不会简单复制美国，也不会机械照搬日本。中国资产管理行业从美国可以借鉴的，是“账户化—长钱化—指数化”这一成熟终局所揭示的方向感；从日本可以借鉴的，则是更贴近自身禀赋的现实路径。美日经验提供了方向与路径，但中国资产管理行业的最终演进必然带有中国自身的制度烙印。

中国资产管理行业的未来发展趋势。居民财富向金融资产迁移、资本市场长期健康发展，是同一进程的两面，也是中国资管行业未来十年最确定、最值得把握的结构性主线。对资管机构而言，这场变迁的真正机会，不在于押注某一轮行情，而在于看清资金迁移的链条、踏准业务放量的时序、并提前构建起贯通全程的体系化能力。

风险提示：政策不及预期。

发展研究·专题研究

证券分析师：陶鹏春
0755-81982322
taolc@guosen.com.cn
S0980511040002

相关研究报告

《证券行业发展趋势研究》——2022-11-15
《高质量发展期券商重资本发展路向再思考》——2023-09-11

内容目录

1. 美国资产管理行业：先行市场的演进逻辑与成熟形态	4
1.1. 美国资管行业的发展阶段：从共同基金普及到账户化、指数化与平台化演进	4
1.2. 美国资管行业的核心特征：养老金主导、高权益配置，头部集中，被动化与平台化显著	7
2. 日本资产管理行业：高储蓄经济体的资管扩容路径	13
2.1. 日本资管行业的发展阶段：从泡沫繁荣到制度驱动的再扩容	13
2.2. 日本资管行业的核心特征：NISA 制度推动资金迁移，ETF 化和头部化显著，券商资管主导格局明显	15
3. 中国资产管理行业：资管新规重塑后的转型升级与渗透率提升期	19
3.1. 中国资管行业的发展阶段：从多牌照制度奠基到居民财富迁移与渗透率提升	19
3.2. 中国资管行业的核心特征：总量扩张、结构再平衡、公募崛起、ETF 提速与居民资产迁移 ..	21
4. 中美日资管行业：对比与对标	26
4.1. 行业规模与渗透率：同一指标，三种发展阶段	26
4.2. 多重差异及其根源：结构比规模更重要	27
4.3. 发展对标与演进路径：美日各有可鉴，中国空间巨大	28
5. 中国资产管理行业的未来发展趋势	30
5.1. 承接结构：迁移链条上的“节点之争”	30
5.2. 业务时序：产业演进中的崛起次序	31
5.3. 竞争壁垒与格局终局：穿越全链条的体系化能力	32
风险提示	33

图表目录

图 1: 美国资产管理业资产净值分布 (2025 年)	5
图 2: 美国共同基金发展情况 (2010-2025 年)	6
图 3: 美国指数型基金的增长态势 (2020-2025 年)	7
图 4: 美国退休市场资产规模变化 (1995-2025 年, 单位: 万亿美元)	8
图 5: 全球 Top10 资管机构近五年 AUM (单位: 万亿美元)	10
图 6: 美国共同基金和 ETF 在竞争性市场中的进入与退出 (2015-2025 年)	11
图 7: 美国前八大目标日期基金的市占率 (2021-2024 年)	12
图 8: 日本基金类资产的资产净值总额 (2016-2025 年, 单位: 百万日元)	14
图 9: 日本养老金核心管理机构 GPIF 的 AUM 历年情况 (2015-2025 年)	16
图 10: 日本上市 ETF 产品数量与规模 (2019-2025 年)	17
图 11: 日本公募资管机构市占率历年情况 (2014-2025 年)	18
图 12: 日本公募资管机构市场集中度历年情况 (2014-2025 年)	18
图 13: 各类型资管业务产品规模存量 (2025 年底)	22
图 14: 公募基金日益成为中国资管行业的核心 (2020-2025 年)	23
图 15: 中国资管行业各子行业历年 AUM (2020-2025 年, 单位: 万亿)	23
表 1: 美国资产管理行业集中度显著提升 (2005-2025 年)	10
表 2: 全球头部资管机构 AUM 对比 (2025 年末)	11
表 3: 贝莱德体现了头部资管平台的增长模式 (2025 年)	12
表 4: 日本投资信托全貌: 净资产总额与基金数量 (2026.04, 单位: 百万日元)	14
表 5: 公募基金在宏观经济金融部门中的规模占比	21
表 6: ETF 市场的快速发展 (2010-2026 年 6 月)	24
表 7: 中国居民资产结构 (2018-2025 年)	25
表 8: 我国养老金规模情况 (2023 年末)	26
表 9: 美国家庭资产负债表结构 (2022-2025 年)	27
表 10: 中国资管行业的成长空间——一个情景分析	30

随着房地产的财富储存功能减弱、存款利率进入下行通道，规模庞大的居民储蓄正面临再配置的压力——这是过去二十年从未出现过的局面。与此同时，监管层多次明确指出，当前我国居民资产中股票、基金等权益类资产合计占比仅约 15%，大体相当于美国 30 年前的水平，资产管理和财富管理服务和需求潜力巨大。变化正在中国居民资产负债表上悄然发生，足以重塑整个金融体系。一边是居民财富“无处安放”的现实焦虑，一边是资管行业“潜力巨大”的政策判断，二者交汇之处，正是一个值得深入研究的时代命题：中国居民财富的金融化迁移，将以何种方式、沿何种路径展开，又将把资产管理行业带向何方？

要回答这个问题，仅靠观察中国自身的短暂历史远远不够。资产管理行业的演进有其内在规律，而美国与日本作为两个走在前面的领先样本，恰好提供了两面可供借照的镜子：美国展示了一个居民财富高度金融化、养老金深度入市、被动化与账户化主导的“成熟终局”；日本则呈现了一个同样高储蓄、低风险偏好的东亚经济体，如何在制度推动下走出一条渐进扩容之路。中国当前所处的阶段、面临的居民配置结构与制度禀赋，与这两个市场既有相似之处，又有本质差异。正因如此，本报告选择以中美日三国横向对比为主线，试图在借鉴他山之石的过程中阐明中国资管行业的真实坐标与可能路径。

1. 美国资产管理行业：先行市场的演进逻辑与成熟形态

1.1. 美国资管行业的发展阶段：从共同基金普及到账户化、指数化与平台化演进

美国资管行业的长期演进，核心从来不是某一类产品规模的单点放大，而是居民财富金融化、养老金账户制度化、资本市场长期扩容、费率竞争与产品创新几条主线在不同阶段持续共振的结果。如果把时间拉长，美国公募基金行业几乎完整经历了从“投资工具雏形”到“居民主流配置容器”，再到“指数化与账户化基础设施”的全过程。1940 年，美国共同基金规模仅 4.5 亿美元、基金数量 68 只；到 2025 年底，美国共同基金资产净值达 31.38 万亿美元，共同基金数量为约 8,030 只（该统计口径含 FOF）。这一跨越说明，美国基金业在近八十年中已从边缘产品成长为国民级财富管理中介。

更重要的是，这一扩张并不是均匀发生的，而是存在非常鲜明的阶段特征。若按行业演进逻辑划分，大致可分为三个阶段：1946—1979 年为制度奠基与居民理财启蒙期，1980—1999 年为养老金驱动的规模化扩张期，2000 年至今为指数化、ETF 化与平台化深化期。这一划分背后的本质区别，不仅是 AUM 大小不同，更是行业增长引擎的切换：早期靠产品制度化，中期靠养老金与家庭财富入市，后期则靠账户渗透、费率压缩、被动替代和平台整合。

1946—1979 年：制度奠基与居民理财启蒙期

这一时期的美国资管行业规模尚小，但制度基础逐步成型。共同基金开始在监管、税制和销售网络的支持下，成为居民可接触的标准化金融产品。此时行业的关键特征不是爆发式增长，而是“可投资、可销售、可监管”的基础设施逐步确立。共同基金开始承担居民间接参与资本市场的功能，但尚未成为家庭财富配置的核心容器。

从产业角度看，这一阶段的重要性在于，它为后续养老金账户扩张和居民大规模入市提供了产品承接平台。如果没有共同基金这一标准化载体，即便后续 401(k)、

IRA 等长期账户制度逐步成熟，资金也缺乏足够低门槛、可分散、可持续申购的承接工具。

1980—1999 年：养老金驱动的规模化扩张期

美国资管行业真正意义上的高增长发生在 1980—2000 年。以 ICI 数据测算，这二十年间美国共同基金规模从 1,348 亿美元扩张至近 7 万亿美元，年复合增速达 23.9%；基金数量从 564 只增至 8,155 只，年复合增速约 14.4%，远超其他历史时期。我们看到的表层现象是基金规模和产品数量迅速膨胀，其直接原因是 401(k) 制度推广、IRA 账户扩张、家庭直接储蓄向专业化投资迁移；其深层驱动则是养老金制度把劳动收入持续、自动、长期地转化为资本市场资金。

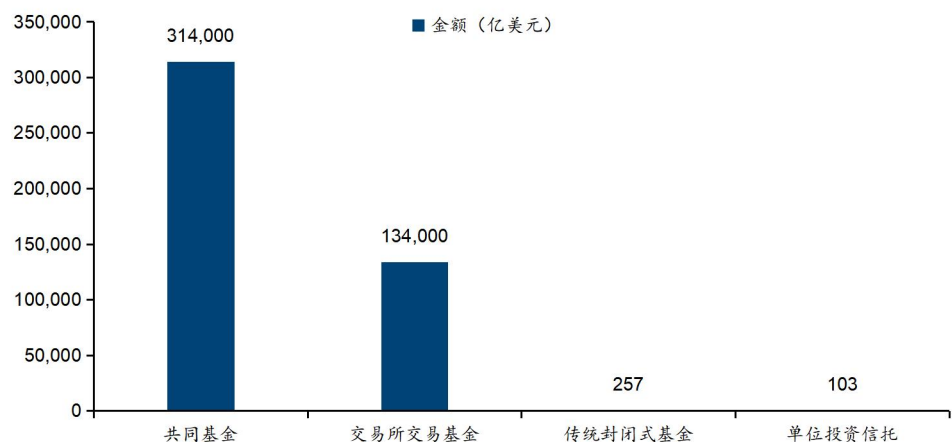
这也是美国资管行业与许多后发市场的根本区别：其核心增长不是“先有产品，再去营销募集”，而是先有制度化长期资金入口，再由公募基金体系承接资金并反过来强化资本市场深度。账户制养老金带来的不是一次性增量，而是持续、逆周期、低换手、长久期的现金流。它改变了资管行业的客户结构和经营模式，使行业不再仅依赖短期行情和销售推动，而是开始嵌入居民工资收入、退休安排和生命周期资产配置之中。

不仅如此，养老金扩张在带来 AUM 增长的同时也抬升了居民对权益资产的接受度，反过来提升资本市场深度和长期回报表现；而资本市场的长期回报，又进一步强化养老金账户和共同基金的吸引力。这种“账户—基金—市场”的正反馈，构成了美国资管行业长期领先的制度底盘。

2000 年至今：指数化、ETF 化与平台化深化期

进入 2000 年后，美国公募市场开始从“共同基金单核时代”走向“共同基金+ETF 双轨并行时代”；2008 年以后，ETF 占比加速提升，而 2015—2023 年传统共同基金几乎每年净流出，说明行业竞争焦点已从“公募替代银行储蓄”转向“ETF 替代传统共同基金”。这并不意味着投资者离开了基金体系，而是意味着他们在同一体系内，持续从高费率、低透明度、低交易效率的旧载体，迁移至低费率、高流动性、标准化、适配顾问与养老金场景的新载体。

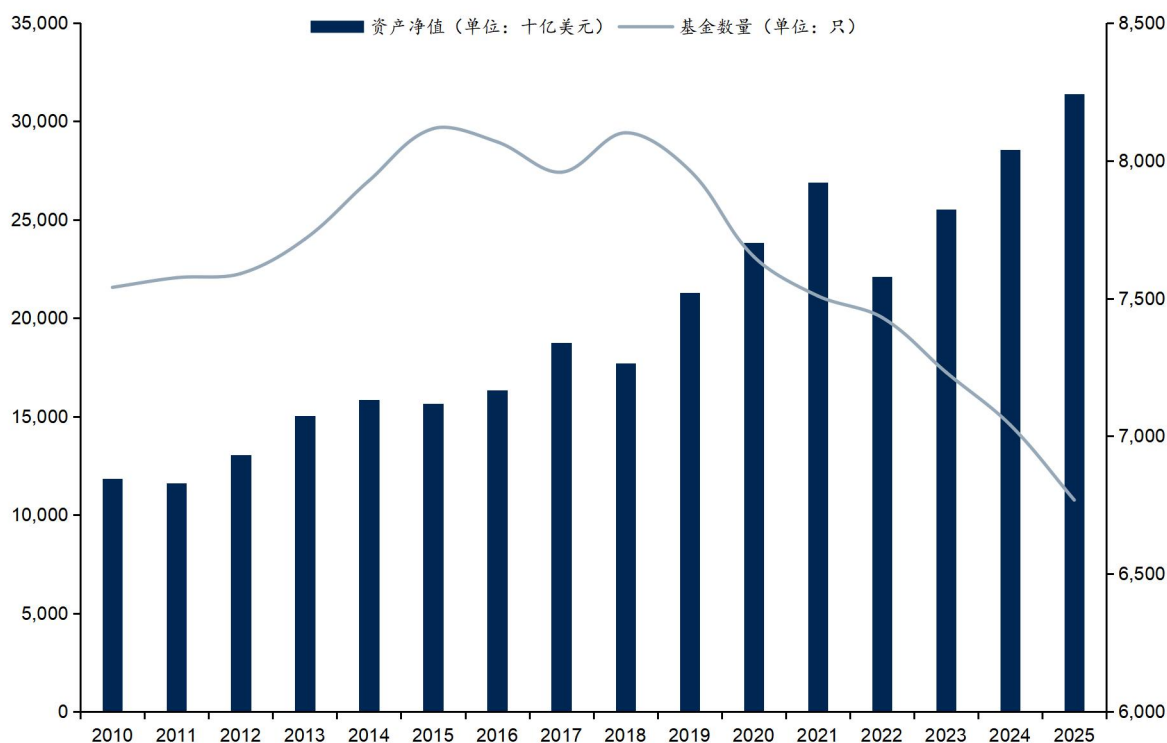
图1：美国资产管理业资产净值分布（2025 年）



资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理。

这种结构迁移在 2025 年的规模数据上体现得尤为清晰。2025 年末，美国共同基金总规模达 31.4 万亿美元；美国 ETF 总规模达 13.4 万亿美元（约 4,817 只），全年美国 ETF 净流入 1.49 万亿美元。从全球范围看，全球 ETF 规模已超 19.8 万亿美元，美国占比约 68%。这意味着 ETF 在美国已不再是共同基金的补充工具，而是全球最核心的证券化配置载体之一。

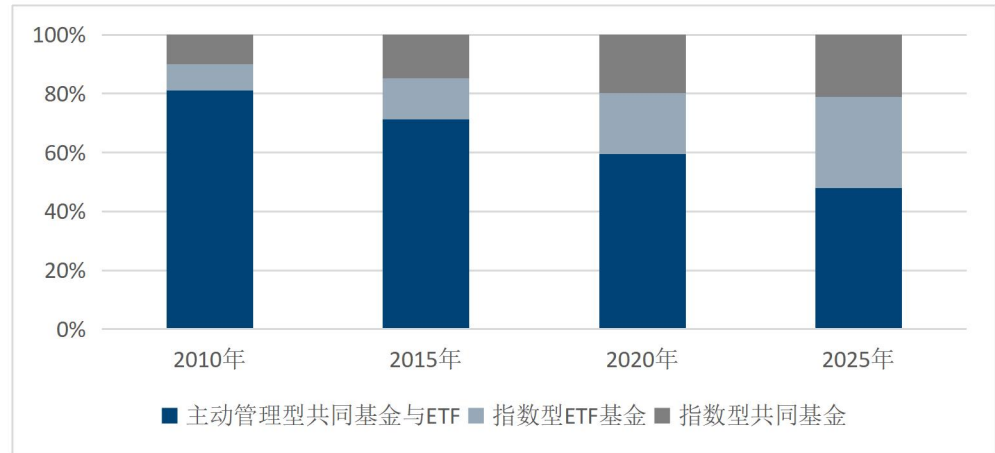
图2：美国共同基金发展情况（2010-2025 年）



资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理。

更深层地看，ETF 时代的本质，不只是“基金换了个壳”，而是把资本市场进一步模块化、标准化和账户化。ETF 降低了持有成本，提升了流动性和透明度，更重要的是提升了投顾、养老金计划、模型组合、目标日期基金和机构战术配置的实施效率。因此，当前美国资管行业的发展阶段已经不再是简单的产品扩容，而是明显进入了账户渗透深化、指数化替代与平台整合并进的成熟阶段。

图3: 美国指数型基金的增长态势 (2020-2025 年)



资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理。

美国资管行业这一发展路径显示, 成熟市场的成长往往不再体现为总量高增, 而更多体现为存量结构重估。共同基金时代的核心变量是开户数、养老金缴费和居民财富入市; ETF 时代的核心变量则转向费率压缩、渠道主导权转移、指数化替代、头部平台集中与投顾生态协同。因此, 观察美国资管行业, 不能只看 AUM 增长本身, 更要拆分增量 AUM 究竟来自市场上涨还是净流入、来自动主动还是被动、来自零售自主申购还是养老金和顾问渠道配置。这些结构指标决定了行业利润率、机构份额和估值体系的分化方向。

1. 2. 美国资管行业的核心特征: 养老金主导、高权益配置, 头部集中, 被动化与平台化显著

养老金账户是美国资管行业最重要的长期资金底盘

美国资管行业之所以能够长期维持全球领先, 本质上是因为其背后存在一个高度制度化、持续现金流入、以账户形式锁定长期投资需求的养老金体系。与许多市场更依赖短期风险偏好和周期性申赎不同, 美国资管行业最核心的增量资金, 并不完全取决于投资者是否当下看好市场, 而在很大程度上取决于劳动收入如何稳定地转化为投资账户沉淀。

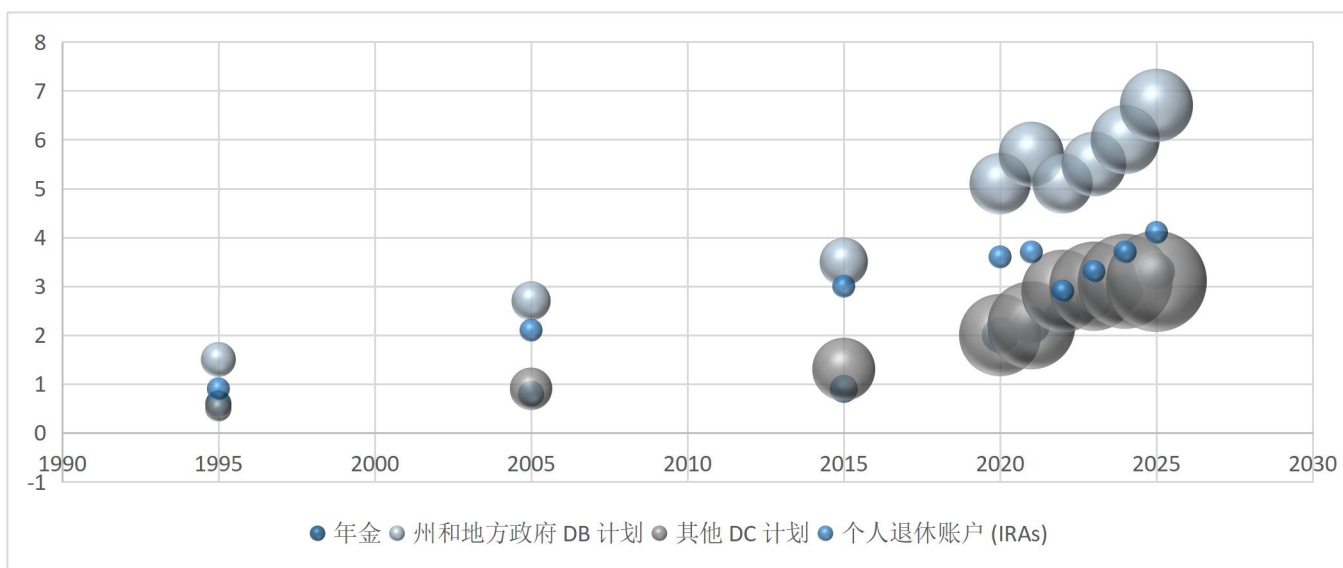
截至 2025 年末, 美国退休资产总额达 49.1 万亿美元, 其中 401(k) 计划持有 10.1 万亿美元, IRA 持有 19.2 万亿美元, DC 计划合计 14.2 万亿美元。另一横向指标更能体现其宏观意义: 美国退休资产与 GDP 之比约 149%。这说明退休资产体系并非居民资产负债表的边缘项, 而是美国金融体系、资本市场和资管行业运行的核心资金源。

养老金之所以成为资管行业底盘, 关键在于它同时具备稳定性、长期性和可产品化承接三重特征。401(k) 依托雇主和工资发放体系, 形成持续定投式、逆周期的资金流; 账户的退休用途决定了其久期长、对短期波动容忍度更高; 而账户中的资金并非闲置存放, 而是通过共同基金、目标日期基金、指数产品等进入股债市场。这意味着美国基金公司并不是被动等待居民择时申购, 而是嵌入到工资储蓄

一退休安排—家庭生命周期管理的制度链条之中。

养老金资金对权益市场的支撑同样极具结构意义。年轻参与者由于投资期限更长，账户权益暴露天然更高。20—30岁参与者权益配置比例达到89.5%。这并不是短期风险偏好所致，而是生命周期投资理论在制度账户中的直接落地。其结果是，美国权益市场拥有庞大、稳定、自然形成的长期买盘机制，资管机构则可以围绕养老账户提供从底层指数工具、目标日期基金到投顾解决方案的全链条服务。

图4：美国退休市场资产规模变化（1995–2025年，单位：万亿美元）



资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理。
注：2023–2025年401(K)计划数据为估算值。

从产业链视角看，养老金制度改变了资管行业的竞争方式。没有养老金账户，基金销售更多依赖行情、营销和短期排名；有了养老金账户后，竞争重心转向账户管理能力、默认选项设计能力、长期业绩稳定性、费率控制能力与投顾服务能力。这也是为什么美国市场中目标日期基金、指数基金、雇主计划服务商、托管与记录保存系统的重要性不断上升。养老金不是美国资管行业的附属业务，而是其穿越周期能力的核心基础设施。

高权益配置与账户化持有，使美国资管深度嵌入家庭资产负债表

美国资管行业成熟的重要标志，是其已经不再只是一个“金融子行业”，而是成为美国家庭财富管理与资本市场连接的核心中介。2025年美国居民金融资产结构中，货币和存款约11.0%，股票和投资基金约55.2%，保险和养老金约28.1%。这一结构意味着，美国家庭核心财富并非主要停留在低收益现金资产，而是通过证券资产和养老金账户广泛持有。

从行业意义看，这种结构并不仅仅意味着居民“更愿意投资”，而是意味着资管行业深度嵌入家庭资产负债表。美国资管公司争夺的并不是少量边际闲钱，而是家庭核心财富配置权。养老金制度、基金产品和资本市场之间由此形成强化飞轮：家庭资金越多进入股票和基金，资管行业越强；资管行业越强，居民账户越容易

以低成本参与资本市场；资本市场长期回报越稳定，居民越愿意继续通过基金和养老金账户配置金融资产。

但高权益化也意味着美国资管行业的利润和 AUM 对资本市场表现高度敏感。2025 年，全球资产管理行业 AUM 达到约 135 万亿美元；行业收入增量中，逾 80% 来源于市场上涨带来的市值效应，仅不足 20% 来自资金净流入。这说明成熟资管行业短期繁荣往往具有较强外生性：AUM 提升未必完全对应真实竞争力增强，必须区分究竟是市场 Beta 抬升，还是机构自身的净流入与份额扩张在驱动增长。

被动化不是简单的产品偏好变化，而是资管商业模式的系统重构

美国资管行业过去二十多年的最大结构变化，是被动化持续深化。表面上看，这是投资者从主动基金转向指数基金和 ETF；但更深层看，这是费率竞争、业绩可复制性、养老金默认选项、投顾配置需求与模型组合工业化共同推动的一次商业模式重构。

2000—2024 年，主动型基金规模年复合增速为 9%，指数 ETF 为 42%，指数共同基金为 23%。若从份额结构看，主动型基金、指数 ETF、指数共同基金在美国长期公募基金（不含 MMF）中的占比，已从 2000 年的 91%/1%/7% 演变为 2024 年的 49%/29%/22%。到了 2025 年，长期公募基金中被动（指数共同基金+ETF）资产占比已超 60%；2006—2025 年，被动产品累计净流入 3.2 万亿美元，而主动产品（共同基金）累计净流出 3.2 万亿美元。这意味着被动化不再是边际变化，而是决定行业收入结构、竞争格局和估值体系的主导趋势。

被动化能够持续胜出，最直接的驱动力是费率优势。2025 年，美国主动管理型权益共同基金平均费率为 0.64%，被动型（指数）权益共同基金仅 0.05%；主动管理型债券共同基金平均费率 0.44%，被动型债券共同基金同样为 0.05%。在一个市场有效性较高、主动超额收益难以广泛稳定兑现的环境中，几十个基点的费率差异会在长期复利中不断累积，显著侵蚀投资者回报。因此，指数化提供的“低成本获取市场收益”，不仅是产品优势，更是长期复利框架下的制度性优势。

但如果只把被动化理解为“投资者更爱低费率产品”，仍然不够深入。更关键的是，ETF 和指数基金天然适合账户化与顾问化销售场景：透明、标准化、易替换、易再平衡，且可用于盘中交易和战术配置。这使其不仅适合个人投资者，也更适合养老金计划、投顾平台、模型组合和资产配置账户。显然，被动产品渗透率的持续提升，不只是因为“便宜”，更因为它与成熟市场的分销体系和账户体系高度匹配。

不过，被动化并不意味着主动彻底失去价值。美国股票市场全部持有者结构中，主动型基金仍占 50%，被动型基金占 25%，在非标指数领域、信用研究、另类资产、资产配置和特定低效市场中，主动管理仍有存在空间。但行业生态已经发生根本变化：被动做底仓，主动做差异，顾问做组合，平台做分发。在这种格局下，主动产品依靠高费率覆盖研究和销售成本的旧模式被持续压缩，头部机构必须依靠规模、品牌、平台能力与账户入口来维持盈利。

头部机构的竞争优势已从单一投资能力，升级为平台、产品线与基础设施优势

美国资管行业的另一显著特征是高度头部化，而这种头部化并不是偶然形成的市场份额堆积，而是账户入口、品牌信任、渠道网络、投研体系、保管与运营能力、费率承压下的规模经济共同作用的结果。

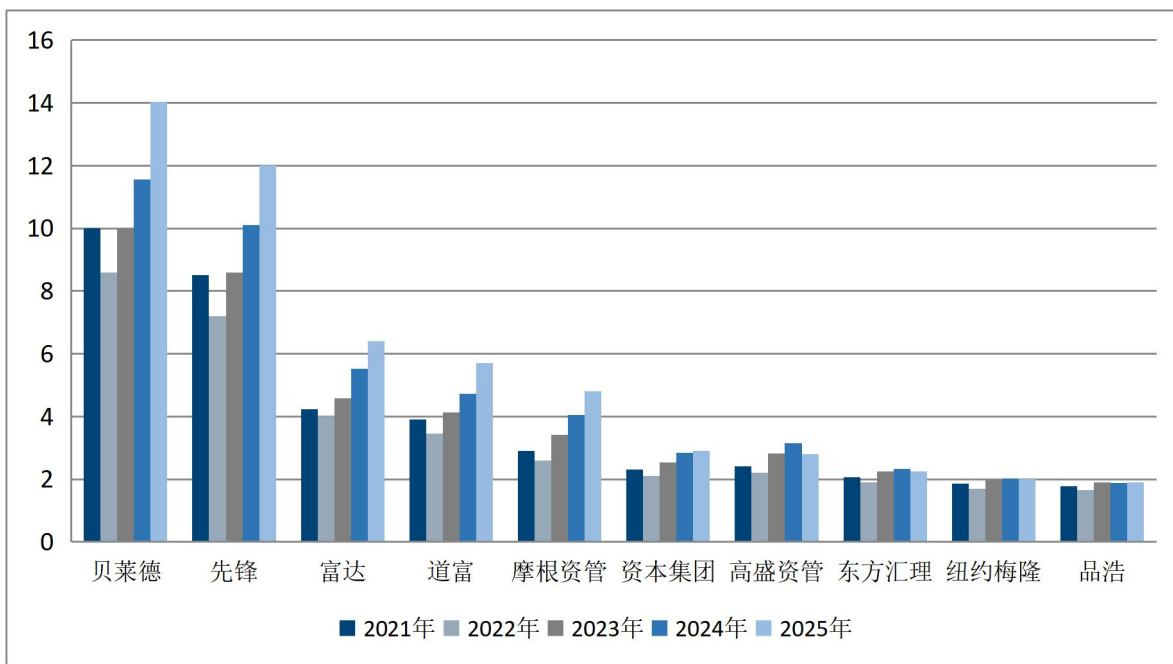
按 2025 年末全球 AUM 排序，前十大资管机构分别为：贝莱德 14.04 万亿美元、先锋约 12.0 万亿美元、富达约 6.4 万亿美元、道富约 5.7 万亿美元、摩根大通资管

约 4.8 万亿美元、资本集团约 2.9 万亿美元、高盛资管约 2.8 万亿美元、东方汇理约 2.2 万亿美元、纽约梅隆约 2.0 万亿美元、PIMCO 约 1.9 万亿美元。这份名单本身就反映出，美国机构在全球资管产业中的统治力极强，而且头部与尾部之间存在明显体量差距。

更能体现平台优势的是 ETF 市场格局。2025 年末美国 ETF 市场中，贝莱德占 29.8%、先锋占 28.7%、道富占 13.7%、景顺占 6.0%，前四大合计约 79%，呈现极高集中度。表面上看，ETF 似乎是低门槛、可复制的工具型产品；但实际上，由于费率持续压缩、流动性外部性显著、做市与运营要求高，ETF 赛道反而呈现出更强的赢家通吃效应。小机构即便发行产品，也很难在费率、流动性、品牌与渠道上对头部平台形成有效挑战。

贝莱德是这一模式最典型的样本。2025 年，贝莱德 AUM 达到 14 万亿美元新高，全年净流入 2.47 万亿美元，其中 iShares 净流入 5270 亿美元。其业务结构中，被动管理占 61%，主动占 31%，另类占 3.01%。这说明头部机构并不是“只做 ETF”，而是以 ETF 和指数业务获取底盘规模、流量入口和渠道优势，再用主动、固收（3.27 万亿美元）、另类和顾问解决方案提升客户黏性与综合收费能力。

图5：全球 Top10 资管机构近五年 AUM（单位：万亿美元）



资料来源：IPE，国信证券经济研究所整理。
注：2025 年为估算均值。

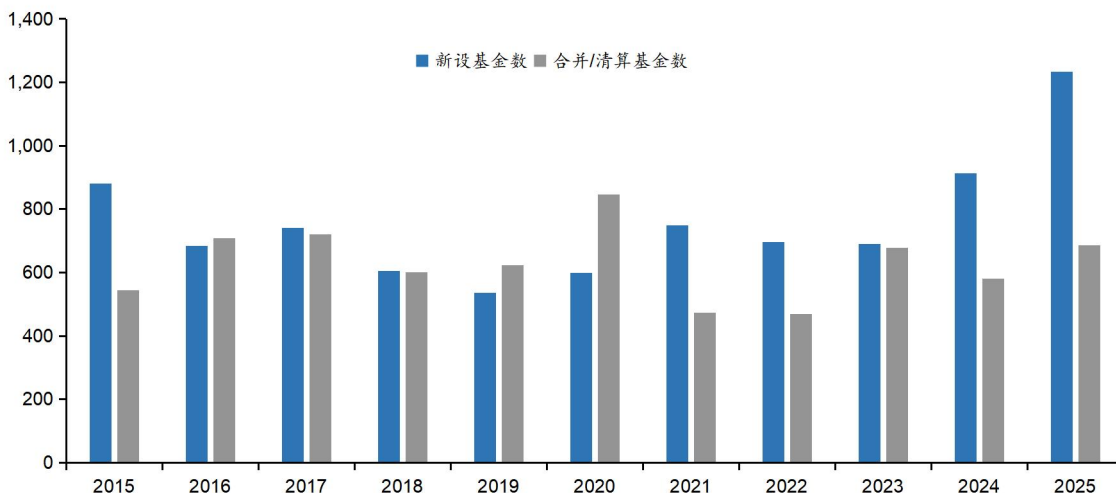
表1：美国资产管理行业集中度显著提升（2005–2025 年）

	2005	2010	2015	2020	2025
前 5 大基金公司集团	35	42	45	53	58
前 10 大基金公司集团	46	55	56	64	72
前 25 大基金公司集团	67	74	75	81	86

资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理。

注：ETF 数据不包括非《1940 年法案》ETF。

图6: 美国共同基金和 ETF 在竞争性市场中的进入与退出 (2015-2025 年)



资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理。

注：数据包括未向 ICI 报告统计信息的共同基金，以及主要投资于其他共同基金的共同基金。ETF 数据包含主要投资于其他 ETF 的 ETF。

从商业模式演进看，头部资管公司越来越像“基础设施公司”。当产品本身日益标准化，同质化加深，决定胜负的不再只是选股能力，而是谁能更低成本生成 Beta，谁能更高效率嵌入顾问与养老金体系，谁能更稳定地提供运营、风控、交易、保管和技术支持。这也意味着，未来美国资管行业的进一步分化，很可能并不主要发生在投资业绩层面，而更多发生在账户入口、平台粘性和综合解决方案能力层面。

表2: 全球头部资管机构 AUM 对比 (2025 年末)

排名	机构	AUM (万亿美元)	主要特征
1	贝莱德	14.04	全球最大资管机构，被动化与平台化能力最强之一
2	先锋	12.00	低费率指数化龙头
3	富达	6.40	主动、公募、退休账户和零售平台兼备
4	道富	5.70	ETF 与机构服务能力突出
5	摩根大通	4.80	综合金融集团型资管平台
6	资本集团	2.90	主动权益传统强者
7	高盛资管	2.80	机构客户与另类配置能力较强
8	东方汇理	2.24	欧洲大型资管平台
9	纽约梅隆	2.00	保管、运营与机构服务优势明显
10	PIMCO	1.90	全球知名固收资管机构

资料来源：BlackRock 年报，Pensions & Investments，IPE，国信证券经济研究所整理。

表3: 贝莱德体现了头部资管平台的增长模式 (2025年)

指标	数值	含义
AUM	14.04 万亿美元	规模创新高, 头部平台优势持续强化
全年净流入	2.47 万亿美元	并非仅靠市场上涨驱动
iShares 净流入	5270 亿美元	ETF 平台是最核心增长引擎
长期资产中被动管理占比	61%	底盘规模来自指数与ETF
长期资产中主动管理占比	31%	通过主动和解决方案维持综合收费
另类资产占比	3.01%	向高附加值资产延伸

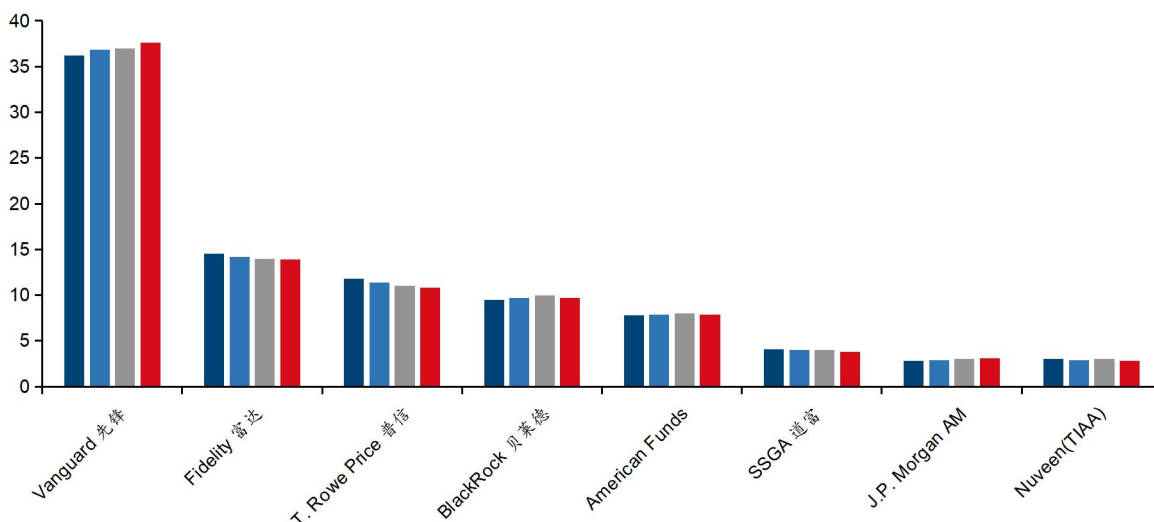
资料来源: BlackRock 年报, 国信证券经济研究所整理。

从产品驱动走向客户驱动与平台驱动, 是美国资管行业的新竞争主线

处在成熟阶段的美国资管行业, 其竞争已不再局限于“谁能发出更好的产品”, 而是更多取决于“谁能更完整地服务客户账户、顾问平台和长期配置需求”。一方面, 被动化和模块化使得底层产品更加标准化, 单只产品差异缩小; 另一方面, 客户需求却越来越综合化, 覆盖退休规划、税务优化、生命周期配置、顾问服务、另类配置与财富传承。

因此, 美国资管公司正在从产品制造商转型为账户解决方案提供商、投顾基础设施提供商和平台运营者。这在养老场景中体现得尤其明显, 比如, 目标日期基金并不只是“又一只基金产品”, 而是“账户制养老资金如何自动进入资本市场”的制度化实现方式。其市场格局也体现出平台化特征: 2024年, 美国前八大目标日期基金(TDF)管理机构中, 先锋市占率37.6%, 富达13.9%, 普信(T. Rowe Price)10.8%, 贝莱德9.7%, 美国基金(Capital Group)7.9%, 道富3.8%, 摩根资管3.1%, 纽文(Nuveen)2.8%, 头部集中度进一步提升。领先者大多也是综合平台型资管机构, 这说明真正稀缺的不是产品牌照, 而是把账户、顾问、分销、投研与运营整合起来的能力。

图7: 美国前八大目标日期基金的市占率 (2021-2024年)



资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理。

注: 1、美国前八大目标日期基金的市占率近年在90%左右, 故列取前十的意义不如列取前八。

2、ICI 不发布预测值, 2025年数据截至本报告日期尚未公布。

2. 日本资产管理行业：高储蓄经济体的资管扩容路径

日本资管业对中国参考意义在于它同样经历了高储蓄、银行主导、权益渗透偏低、老龄化加速的长期约束，并在这一约束条件下实现了资管行业的再扩容。这意味着高储蓄经济体的资管扩容，并不依赖居民资产快速“美式化”，而更依赖制度供给、账户体系、产品工具化与海外配置能力的渐进积累。

2.1. 日本资管行业的发展阶段：从泡沫繁荣到制度驱动的再扩容

1960—1989年：经济高增长与资产泡沫驱动的规模扩张期

日本公募资管行业的起点并不高。1960年代，日本公募基金规模尚不足1万亿日元，但随着经济高增长、居民财富积累和金融资产扩容，行业在1980年代进入快速放量阶段。尤其在资产泡沫后半段，1983—1989年日本证券投资信托规模年化复合增速达到29%，居民资金在股市上涨、风险偏好提升和财富效应强化的背景下，由存款向投资产品迁移。

这一阶段的驱动，本质上是“宏观繁荣+资产价格上涨+渠道扩张”的共振。资产价格上升带来净值抬升与财富正反馈，居民投资行为因而被强化，资管产品成为承接财富增值需求的重要载体。到泡沫高点附近，1990年日本公募基金规模约为46—58万亿日元，行业第一次达到相对高位。但这一轮扩张更接近顺周期繁荣，而非制度化、长期化的金融深化，因此后续对市场环境的依赖度极高。

该阶段日本资管行业虽实现规模扩张，但底层居民资产结构并未完成向权益主导的根本切换，银行体系仍居于金融中介核心位置。这决定了泡沫繁荣能够迅速放大资管规模，也意味着一旦资产价格反转，行业将缺乏类似美国共同基金体系那样稳定、持续的长期资金流入基础。

1990—2012年：泡沫破灭后的长期停滞与调整期

1990年代初泡沫破灭后，日本资管行业进入长时间停滞。1992年公募基金规模跌至38.5万亿日元，1992—1998年长期在38—49万亿日元之间徘徊，至2002年进一步触底约30—34万亿日元。从结果看，行业并没有沿着美国“居民权益化—基金化—养老化”路径自然演化，而是在低增长、低利率、股市调整和风险偏好收缩中陷入长期震荡。

其直接原因是资产价格下跌导致基金净值回撤、申购意愿减弱；更深层的驱动则是居民在长期通缩和经济不确定环境中强化了储蓄偏好，银行存款重新成为主导性资产形态。在这种环境下，资管行业缺乏持续增量资金，行业规模更多依赖市场波动而非制度性流入，导致十余年间整体呈现“有波动、无趋势”的格局。

这段历史对中国的启示很直接：高储蓄经济体的居民资金不会因为利率下行而自动转向权益或基金。如果日本在这一阶段过后没有后续的政策刺激与制度供给，没有账户制度、税收激励和养老金体系的牵引，低利率未必带来“存款搬家”，反而可能固化居民的谨慎配置行为，那么其资管行业大概率会长期停留在低扩张甚至准停滞状态，而不会自发走向美国模式。

2013年至今：安倍经济学与NISA制度驱动的再扩容期

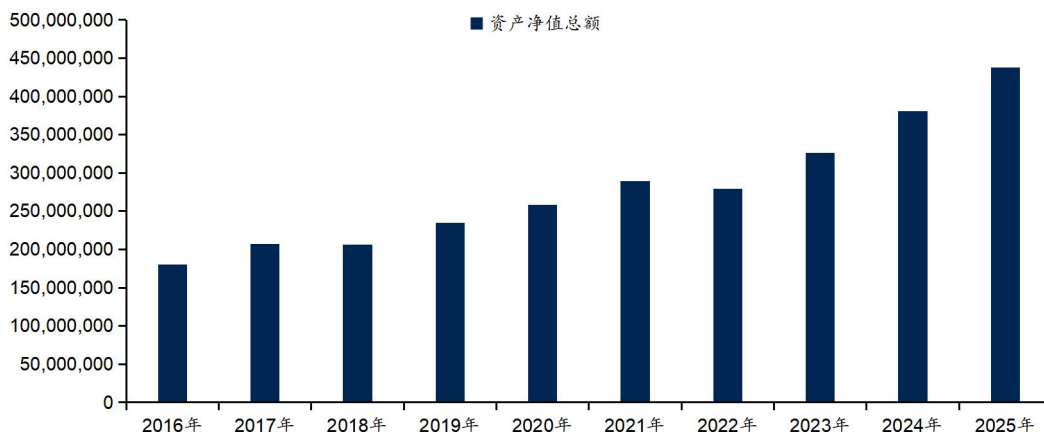
日本资管行业真正意义上的再扩容发生在2013年之后。伴随安倍经济学实施、股市回暖以及NISA等制度相继推出，日本公募基金规模开始重新进入上行通道，

2024 年底规模升至 246 万亿日元，2025 年达到 301.6 万亿日元，1990—2025 年年化复合增速为 7.8%。虽然日本居民存款占比仍在 50%+ 的高位，但公募基金依然能够实现穿越周期的长期扩容。

这一轮扩容与泡沫时代的本质差异在于，它不再主要依赖单纯的资产价格上涨，而是建立在更稳固的制度与产品体系之上：一是 NISA 账户推动居民持续申购；二是 ETF 等工具型产品承接机构化、指数化需求；三是海外资产配置扩大了可投资边界；四是头部机构整合提升了产品供给与渠道效率。日本的再扩容因此不是“高权益化”的结果，而是“制度化+工具化+全球化”的结果。

比较三阶段的差异，日本资管行业的增长在泡沫期靠市场，停滞期靠制度，再扩容期则依靠制度、产品和渠道共同作用。这也解释了为什么日本虽未走向美国式高权益社会，但仍能将公募基金做到 300 万亿日元以上的量级。

图8：日本基金类资产的资产净值总额（2016–2025 年，单位：百万日元）



资料来源：JITA，国信证券经济研究所整理。

表4：日本投资信托全貌：净资产总额与基金数量（2026.04，单位：百万日元）

项目 (Items)	净资产总额 (Total Net Assets)	较上月增减额 (MoM Change)	基金数量 (Number of Funds)
投资信托合计 (Investment Trusts)	467,978,659	29,349,275	13,558
1. 公募投信 (Publicly Offered Investment Trusts)	346,471,411	28,638,341	5,858
1.1 契约型投信 (Contractual Type)	334,028,923	28,557,644	5,794
1.1.1 证券投信 (Securities Investment Trust)	334,028,923	28,557,644	5,794
1.1.1.1 株式投信 (Stock Investment Trusts)	317,203,948	28,148,762	5,707
• 单位型 (Unit Type)	695,696	-1,650	76
• 追加型 (Open Type)	316,508,251	28,150,412	5,631
- ETF (ETF)	124,225,425	10,336,876	397
- 其他 (Others)	192,282,826	17,813,536	5,234
1.1.1.2 公社债投信 (Bond Investment Trusts)	16,824,975	408,882	87
• 单位型 (Unit Type)	0	0	0
• 追加型 (Open Type)	16,824,975	408,882	87
- MRF (Money Reserve Fund)	16,413,493	408,345	12
- MMF (Money Management Fund)	0	0	0
- 其他 (Others)	411,482	537	75

1.2 证券投信以外的投信 (Inv. Trusts Other Than Securities)	0	0	0
• 金钱信托受益权投信 (Money Trust Benefits Fund etc.)	0	0	0
• 委托者非指图型投信 (Inv. Trusts Managed by Trustee)	0	0	0
2. 私募投信 (Privately Offered Investment Trusts)	121, 507, 248	710, 934	7, 700
2.1 契约型投资信托 (Contractual Type)	116, 878, 453	610, 913	7, 635
2.1.1 证券投资信托 (Securities Investment Trust)	116, 876, 864	610, 927	7, 634
• 股票投资信托 (Stock Investment Trusts)	114, 385, 100	688, 141	6, 460
• 公司债券投资信托 (Bond Investment Trusts)	2, 491, 764	-77, 214	1, 174
2.1.2 证券投资以外的投资信托 (Other Than Securities)	1, 589	-14	1
• 委托者非指图型投资信托 (Managed by Trustee)	1, 589	-14	1
2.2 投资法人 (Investment Corporations)	4, 628, 794	100, 021	65
• 证券投资法人 (Securities Investment Corp.)	26, 243	-9	1
• 不动产投资法人 (Real Estate Investment Corp.)*	4, 602, 551	100, 030	64
• 基础设施投资法人 (Infrastructure Inv. Corp.)*	0	0	0
3. 投资法人 (Investment Corporations - Total)	12, 442, 488	80, 697	64
3.1 证券投资法人 (Securities Investment Corp.)	0	0	0
3.2 不动产投资法人 (Real Estate Investment Corp.)*	12, 303, 055	76, 346	58
3.3 基础设施投资法人 (Infrastructure Inv. Corp.)*	139, 433	4, 351	6
4. 其他 (Others)	411, 482	537	75
4.1 证券投资以外的投资信托 (Other Than Securities)	0	0	0
• 金钱信托受益权投资信托 (Money Trust Benefits)	0	0	0
• 委托人非指明型投资信托 (Managed by Trustee)	0	0	0

资料来源: JITA, 国信证券经济研究所整理。

注: 表格中看到的日本投资信托, 本质上就是日本的公募基金和私募基金, 只是它们的法律载体采用了信托架构 (以及部分公司型架构), 所以名字里带了“信托”二字。

2.2. 日本资管行业的核心特征: NISA 制度推动资金迁移, ETF 化和头部化显著, 券商资管主导格局明显

居民资产配置长期以存款为主, 权益占比缓慢提升但远未趋近美国

截至 2025 年 12 月底, 日本居民金融资产总额约 2351 万亿日元, 其中现金存款占 50.9%, 保险、年金及定期保证金占 24.4%, 股票等占 13.4%, 投资信托占 6%。从 30 年变化看, 日本居民资产结构并未出现显著“去存款化”: 存款占比大致经历了 49.4%→52.9%→50.9%的变化, 整体并未下降; 权益相关占比则从约 14%缓慢抬升至约 19%。这组数据说明, “高储蓄+低权益”在日本不是短期过渡状态, 而是一种长期稳态。其背后是多重因素共同作用: 长期低增长与通缩经验强化了居民对本金安全和流动性的偏好; 银行体系在居民财富管理中长期占据核心入口; 养老金和保险账户也分流了一部分长期配置需求, 使得居民直接通过公募基金持有权益资产的比例抬升较慢。

显然, 日本并没有复制美国居民资产从存款大规模迁移到共同基金、养老金与股票的路径, 但这并不妨碍资管行业做大。因为居民即使不大幅提升权益占比, 也可以通过投资信托、保险、养老金和海外证券等多层次账户间接增加资管产品需求。

NISA 制度: 日本版“从储蓄到投资”的制度催化剂

如果说安倍经济学改善了市场环境, 那么 NISA 则真正提供了居民“从储蓄到投资”的账户抓手。NISA (小额投资非课税制度) 是日本面向个人投资者的免税投资账户制度, 允许居民在指定额度内买卖基金、ETF、个股等金融产品所产生的投资收益永久免税。日本于 2014 年启动一般 NISA, 2018 年推出积立 NISA, 并于 2024

年 1 月实施新 NISA。新制度下， 积立投资限额为 120 万日元/年， 增长投资配额为 240 万日元/年， 持有期和免税期均改为无限期， 总免税额度提升至 1,800 万日元。

新 NISA 的重要意义在于， 它把原本偏“尝试型”的免税投资制度， 升级为可长期持有、 可持续积累的家庭账户制度， 直接改善了居民对长期投资“期限短、 税收不稳定、 账户规则复杂”的顾虑， 从而提高了基金、 ETF 等产品的配置吸引力。 从效果看， 2024 年底 NISA 累计购买金额约 52 万亿日元， 同比增长 50%； 2024 年 1—6 月账户数达 2,428 万个， 2025 年 6 月进一步升至约 2,618 万个， 日本政府目标为五年后达到 3,400 万个。

NISA 的传导机制不是强迫居民降低存款， 而是通过税收激励、 账户便利和长期持有规则， 把新增储蓄和部分低效率存量储蓄逐步导向资本市场。 这也是其与中国个人养老金制度最具可比性的地方： 二者都面对高储蓄、 低权益和居民风险偏好偏保守的环境， 制度目标都不是“一步到位高权益化”， 而是通过账户制安排， 推动渐进式金融化。

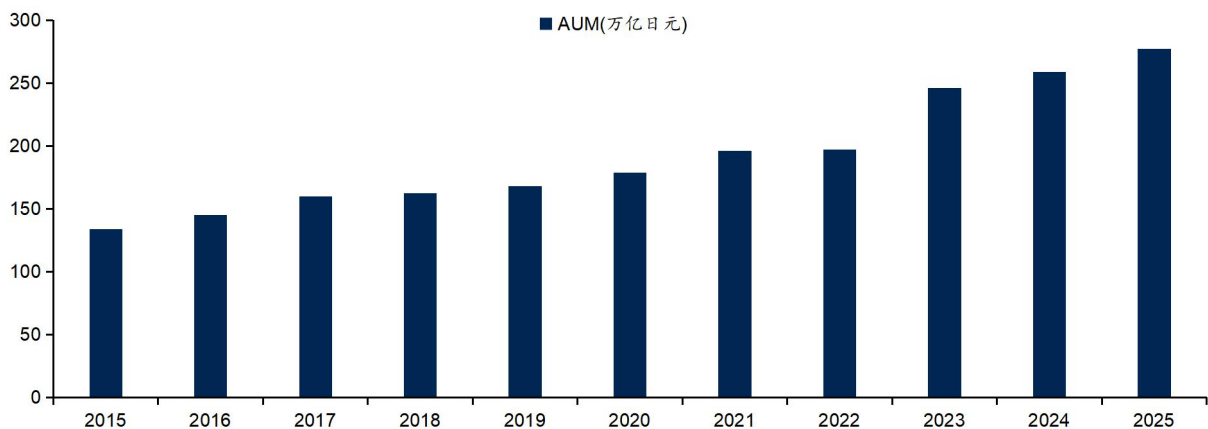
养老金体系以第一支柱为主， GPIF 是全球最大公共养老基金

日本养老金体系的突出特征， 是第一支柱权重高、 覆盖广， 并由超大型公共资金池主导资本市场长期配置。 日本第一支柱覆盖约 97.85% 劳动人口， 规模约占 GDP 的 44.22%。 与美国更依赖企业年金和个人退休账户不同， 日本的长期资金中枢更偏向公共养老金体系。

其中最核心的机构是 GPIF。 截至 2025 年末， GPIF 管理资产规模约 277.3 万亿日元。 从配置看， GPIF 长期实行国内外股票、 国内外债券各 25% 的战略配置框架， 被动管理占比达到 82.31%， 在 2001—2023 年间实现 4.33% 的年化名义收益率。 其配置逻辑并非追求短期交易性收益， 而是通过大类资产均衡、 全球分散和被动化管理来服务长期负债特征。

GPIF 的意义不只是规模大， 更在于它为日本资管行业提供了稳定、 长期、 低换手的机构资金来源， 并通过委外管理、 基准构建和被动化投资， 推动了资管行业的指数化与国际化。 值得注意的是， 美国资产占 2025 年日本 GPIF 整体海外资产部分的 63.4%， 说明即使是日本最大的公共养老资金， 其海外配置仍高度集中于美国资本市场。 这进一步印证： 日本本土居民高储蓄并不妨碍资管资金通过养老金体系走向全球配置。

图9：日本养老金核心管理机构 GPIF 的 AUM 历年情况（2015—2025 年）



资料来源：GPIF，国信证券经济研究所整理。

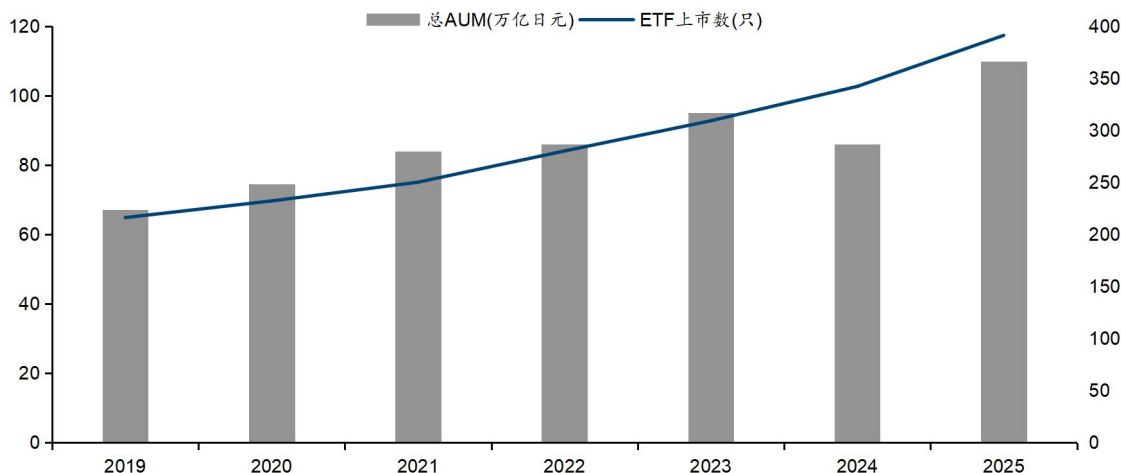
公募基金从停滞走向扩容，工具化与ETF化趋势显著

日本公募基金最具代表性的变化，是在长期停滞后实现再扩容。1990—2025年，日本公募基金规模由46.0万亿日元增长至301.6万亿日元，年化复合增速7.8%。2025年的产品结构显示，权益基金（不含ETF）占58.0%，ETF占36.4%，债券基金占5.6%。这说明日本公募扩张的核心不在固收，而在权益化和工具化，尤其ETF已成为不可忽视的第二增长曲线。

ETF市场的发展路径也很清晰。2001年，野村、大和、日兴推出首批挂钩日经225和东证指数的ETF，标志着日本ETF市场正式起步。2010年后，日本央行开始大规模购买ETF，显著提升了市场容量、流动性和产品认可度。到2025年底，日本ETF市场规模约合109.9万亿日元。

但日本ETF扩张并非简单的“居民指数化”。日本央行持有ETF约59万亿日元；个人投资者持有日本上市ETF约2万亿日元，占比仍仅约2%。这意味着日本ETF的做大，很大程度上是机构需求、政策需求和市场基础设施建设共同作用的结果，而非单纯依赖居民自发配置。同时，ETF市场产品集中度较高，CR3约54%，CR5约73%，主要跟踪东证TOPIX和日经225等宽基指数。

图10：日本上市ETF产品数量与规模（2019-2025年）



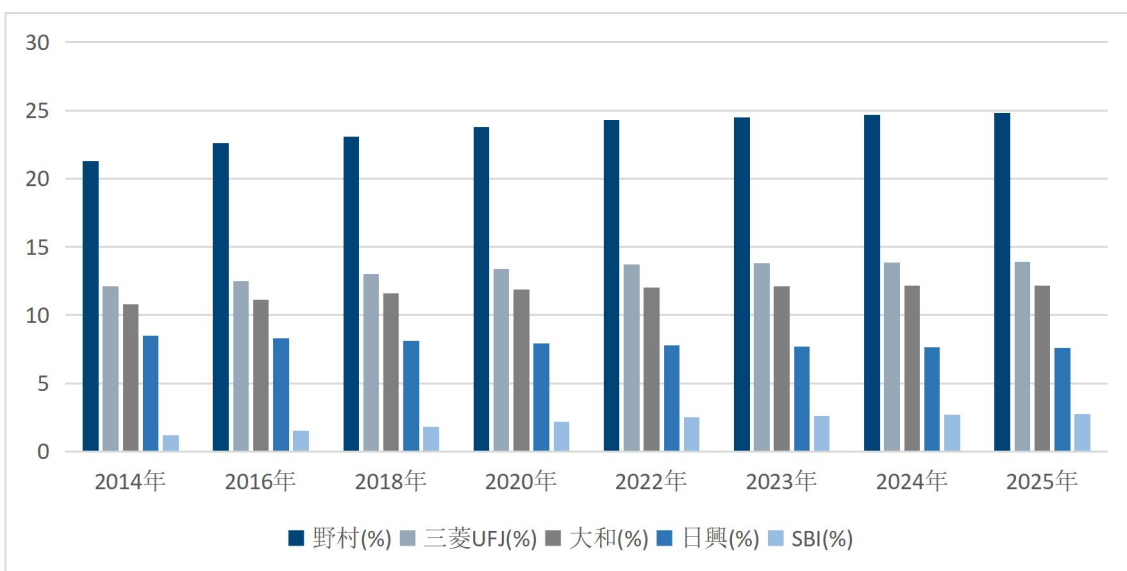
资料来源：JPX，BOJ，国信证券经济研究所整理。

工具化趋势带来的进一步影响，是行业费率下行、头部集中和被动化增强。对资管公司而言，单只产品费率和主动超额空间承压，但规模、渠道和指数产品矩阵的重要性显著上升；对行业生态而言，ETF强化了“强者恒强”，也使资管行业更加依赖低成本运营、品牌和渠道覆盖。

头部集中与海外化：券商系资管主导，海外投资成为重要增量

日本公募行业的另一鲜明特征，是头部机构集中度持续抬升。2025 年底，野村资管市占率 24.82%，三菱资管 13.91%，大和资管 12.18%，日兴 7.58%；CR3 达到 50.91%，CR10 达到 82.93%；而 2015 年 CR10 仅 57.7%。行业龙头几乎全部为券商系或银行系。

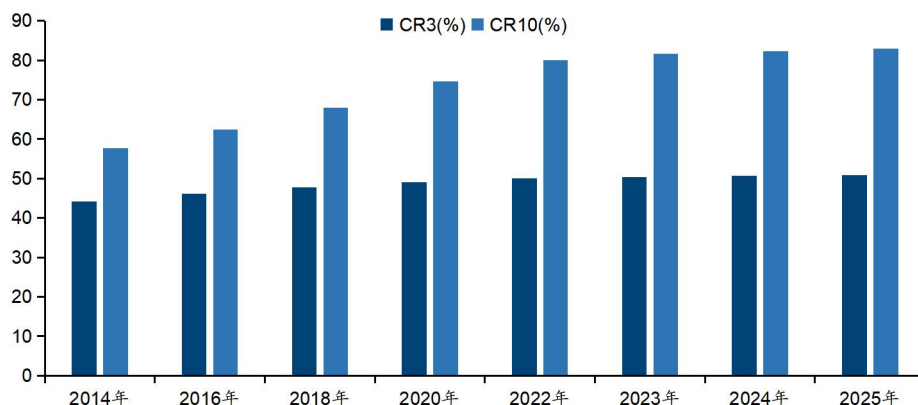
图11：日本公募资管机构市占率历年情况（2014-2025 年）



资料来源：JITA，国信证券经济研究所整理。

集中度上升并非单纯由市场份额自然演化推动，也与费率下降、ETF 化和行业并购密切相关。典型案例如 AM-ONE 于 2016 年由四家机构合并成立，三井住友 DS 于 2019 年由两家机构合并形成，都体现出日本资管在低费率环境下通过整合提升规模、渠道和产品效率的趋势。当行业从主动管理走向工具化、被动化后，规模门槛与渠道壁垒显著抬升，中小机构的生存空间被压缩。

图12：日本公募资管机构市场集中度历年情况（2014-2025 年）



资料来源：JITA，国信证券经济研究所整理。

与此同时，海外投资已成为日本公募的重要增量来源。2014—2025年，日本公募投资信托投向海外股票、债券和基金的总规模由26.6万亿日元（2014年）增至102.8万亿日元（2025年）；2025年末，居民持有外币存款及对外证券规模达47.0万亿日元，2025年投资信托底层资产中对外证券投资占比45.4%。这说明日本资管的扩容，不是简单做大本土风险资产，而是通过全球资产配置来提高收益来源、丰富产品供给并承接居民和养老金对多元收益的需求。

3. 中国资产管理行业：资管新规重塑后的转型升级与渗透率提升期

3.1. 中国资管行业的发展阶段：从多牌照制度奠基到居民财富迁移与渗透率提升

中国资管行业的发展路径，与美国最大的不同，在于其早期扩张并不是围绕养老金账户和权益市场长期配置展开，而更多建立在银行表内外联动、非标融资、刚性兑付预期、渠道驱动和监管套利空间之上。因此，中国资管行业的早期更像是“广义信用中介的扩张”，而不是“资产配置驱动财富管理升级”。也正因如此，中国资管行业的阶段划分不能简单套用美国“共同基金—养老金—ETF”框架，而需要从监管制度、牌照结构、产品底层和居民资产迁移方向来理解。

若按行业演进逻辑划分，中国资管行业大体可分为四个阶段：2004—2012年为制度奠基与多牌照并起期，2013—2017年为泛资管大爆发与通道扩张期，2018—2022年为资管新规驱动的出清与重塑期，2023年至今为渗透率提升与居民财富迁移期。这四个阶段的核心差异，不只在规模大小，而在于行业增长逻辑的根本切换：从牌照扩张到通道膨胀，再到监管重塑，最终走向标准化、净值化和居民资产配置功能强化。

2004—2012年：制度奠基与多牌照并起期

这一时期中国资管行业的核心任务，是建立多层次资管主体和基础制度框架。银行理财、公募基金、信托、券商资管、保险资管等牌照体系逐渐展开，行业开始从单一存贷款金融体系中分化出专门的受托资产管理功能。当时的宏观背景是经济高速增长、居民财富积累加快、金融体系逐步市场化，居民和企业对理财、信托、基金等金融产品的需求开始上升。

这一阶段的“资管”带有很强的探索性质。产品端虽然开始丰富，但资产配置能力、净值化管理能力和长期账户体系尚未成熟。一方面，公募基金开始形成标准化投资工具雏形；另一方面，银行理财和信托等产品仍带有较强的类存款、类信贷特征。行业的重心更多是“牌照供给增加”和“产品形式增多”，而非真正意义上的买方资产配置能力成型。从后续演进看，这一阶段的重要性在于完成了中国资管行业的“底座建设”。

2013—2017年：泛资管“大爆发”与通道扩张期

2013年之后，中国资管行业进入真正意义上的高速膨胀阶段，行业规模从约30万亿元飙升至超120万亿元。从表面上看，这是资管行业全面繁荣；但真正拆解下来，其增长来源是多牌照嵌套、通道扩张、非标承接、资金池运作以及刚性兑付预期下旺盛的类固收需求。这一阶段的宏观背景，是地产、基建和信用扩张仍在高位，银行体系存在较强的表外扩张诉求，居民端则有旺盛的保本增值需求。在这样的环境中，银行理财、信托、券商资管、基金子公司等多类机构迅速扩张，

行业的“资管”属性和“融资中介”属性高度交织。许多产品并非真正基于公开市场资产配置，而是通过多层嵌套去承接非标融资和期限错配需求。

可以说，该阶段的增长质量并不高，却对行业格局的影响深远。它一方面迅速做大了资管盘子，培育了居民通过金融产品而非纯存款持有财富的习惯；另一方面也积累了刚兑、期限错配、层层嵌套、底层资产不透明等结构性风险。这意味着，2013—2017年虽然是中国资管行业历史上少有的“高增长期”，但这种高增长并不具备可持续性，其终点几乎天然指向统一监管和行业出清。

2018—2022年：资管新规驱动的出清与重塑期

2018年前后，资管新规成为整个中国资管行业的分水岭。最具代表性的指标是银行理财规模的先降后升：2017年银行理财规模为29.54万亿元，2018年降至22.18万亿元，2025年回升至33.29万亿元。这一变化并不是简单的周期波动，而是新旧模式更迭的外在表现。2017—2018年的回落，本质上反映出通道、嵌套、资金池和刚兑模式被系统性出清；此后规模的逐步修复，则表明行业开始在净值化、标准化和理财子公司化框架下重建增长逻辑。

这一阶段最关键的制度变量，是净值化。净值化的含义非常深远：它意味着中国最大的单一资管品类之一，已基本完成从预期收益型、类存款型产品向市场化净值产品的切换。到2024年末，银行理财净值型占比已达到98%。虽然这一数据发生在阶段末尾之后，但其对应的正是2018—2022年制度转型持续推进的结果。这不仅改变了投资者对收益和风险的认知，也改变了机构竞争方式——从过去依赖渠道、期限错配和隐性背书，转向投研、组合管理、波动控制与客户陪伴能力。

资管新规通过出清旧增长模式，为新一轮高质量增长奠定了基础。如果没有2018—2022年的系统重塑，后续银行理财、公募基金、ETF、保险资管等品类的同步扩张，很难建立在可持续、可穿透、可监管的基础上。也正因为如此，中国资管行业在这一阶段表面上经历了规模波动，实际上却完成了从“泛信用中介”向“标准化资产管理”的关键跃迁。

2023年至今：渗透率提升与居民财富迁移期

2023年以来，中国资管行业进入一个更值得重视的新阶段：行业不再只是“旧模式修复”，而是开始进入渗透率提升、居民财富迁移和标准化产品扩容并进的新周期。截至2025年末，中国资管总规模达到184.53万亿元，同比增长13.1%。这说明在监管框架稳定、净值化转型基本完成后，整个行业已重新具备较强的规模扩张能力，而且这一轮扩张不再主要依赖单一银行理财或非标链条，而是由公募基金、保险资管、银行理财、信托、私募基金等多品类共同驱动。

更重要的是，居民资产负债表的边际变化开始对资管行业形成真正支撑。2024年金融资产增量贡献比例达到104%，为2005年以来首次超过100%，对应非金融资产贡献为负。这意味着，在新增财富变化中，金融资产已经开始承担比房地产等非金融资产更重要的增长贡献。与之相对应，2025年末中国居民金融资产已突破310万亿元，同比增长12%，全年新增约33万亿元；家庭总资产约650万亿元，其中房地产约350万亿元，占55%，金融资产约300万亿元，占45%。换言之，中国居民财富仍未完成充分金融化，但新增财富的边际流向已经开始发生变化。

这一阶段最值得关注的，是标准化产品承接能力的显著增强。2025年底公募基金规模达到37.71万亿元，占GDP比重约27%；中国ETF在2025年底突破6万亿元，产品数1381只，已跃居亚洲第一。如果把2018—2022年理解为“旧增长模式出清”，那么2023年至今则更像是“新增长模式开始兑现”：居民从地产和高息存

款中释放出来的资金，不会一步到位全面转入权益基金，但会逐步流向理财、公募、ETF、多资产和养老金产品。

表5：公募基金在宏观经济金融部门中的规模占比

年份	项目	公募基金	宏观经济		货币金融		资本市场	
			GDP	社会融资规模存量	M2	各项存款	沪深流通市值	债券余额
2023年	资产(万亿元)	27.6	126.06	378.09	292.27	284.26	67.43	157.9
	占比(%)	100	21.89	7.3	9.44	9.71	40.93	17.48
2024年	资产(万亿元)	32.83	134.91	408.34	313.53	302.25	77.39	177
	占比(%)	100	24.34	8.04	10.47	10.86	42.42	18.55

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。

3.2. 中国资管行业的核心特征：总量扩张、结构再平衡、公募崛起、ETF提速与居民资产迁移

行业总量恢复扩张，但增长重心正从银行与通道转向公募、保险与标准化管理

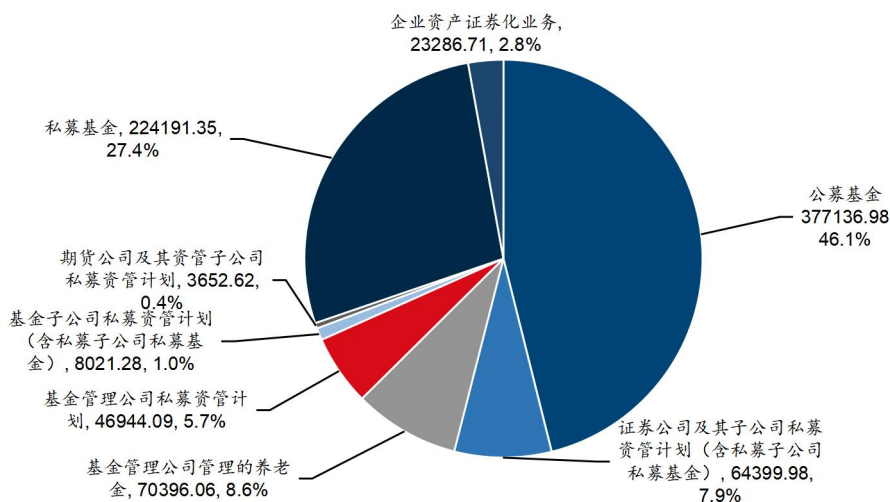
从总量看，中国资管行业在资管新规后的几年中已重新进入扩张区间，而且这一轮扩张并非旧模式回潮，而是多品类共同推动的再平衡增长。2025年末中国资管总规模达到184.53万亿元，同比增长13.1%¹。这组数据的意义，不仅是行业“重新做大”，更在于增长结构已经发生变化：过去行业总量扩张往往高度依赖银行理财和非标链条，而当前则更多由公募基金、保险资管、银行理财、信托、私募基金和私募资管共同拉动。

分品类看，2025年末银行理财33.29万亿元，占18.04%；公募基金37.49万亿元；保险资管37.46万亿元，占20.30%；信托32.43万亿元，占17.57%；私募基金22.15万亿元；私募资管12.30万亿元。这一结构说明，中国资管行业已从过去银行理财一枝独大的格局，演变为多个大品类并行的格局，其中公募基金与保险资管的体量已超过银行理财。这意味着行业底层功能正在从过去较强的融资中介属性，逐步转向居民财富管理、长期资金配置和标准化资产管理。

尤其值得注意的是保险资管的抬升，其在总资管中的占比已经翻倍，这一变化反映出长期负债资金、年金养老资金和保险资金委外配置需求的上升。对行业格局而言，保险资管份额提升并非简单的品类替代，而是意味着中国资管行业正在出现更多长久期资金与多资产配置需求，这将对固定收益、权益、非标转标和另类配置的供给体系形成持续拉动。

¹ 注：单独的、去重后的“资管行业总规模”并无官方发布数据。该数据为业内测算数据。

图13：各类型资管业务产品规模存量（2025 年底）



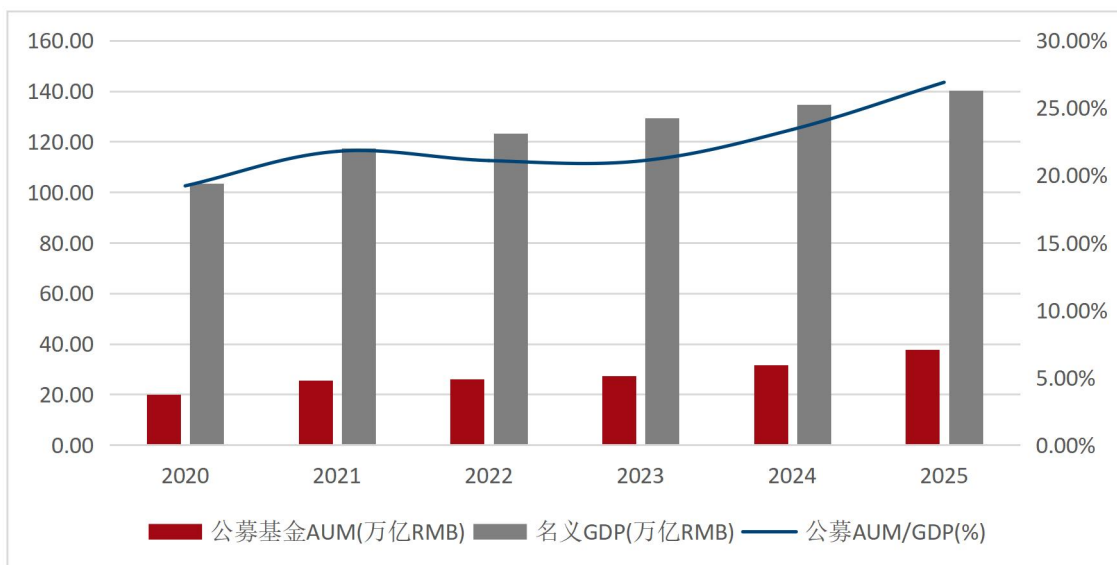
资料来源：中国证券投资基金业协会，国信证券经济研究所整理。

公募基金正在从“行业一部分”走向“中国标准化资管体系的核心枢纽”

中国公募基金的意义正在发生变化。过去市场常把公募视为权益市场的一个子板块，但从当前渗透率看，公募已逐步成为中国标准化资管体系的核心抓手。2025Q4 公募基金规模达到 37.71 万亿元，占 GDP 比重 26.9%。若看产品结构，货币基金 15.01 万亿元，占 40%；债券型 11.12 万亿元，占 30%；股票型 6.05 万亿元，占 16%。这一结构说明，中国公募的功能已不只是权益投资，而是同时承担流动性管理、债券配置与权益投资等多重角色。

如果结合 2025 年末的宏观口径看，公募基金资产规模相当于当年 GDP 的 26.90%、M2 的 11.08%、股市流通市值的 54.29%。这些指标共同说明，公募已不再只是“可选投资工具”，而是开始在宏观金融体系中展现了明显的资产配置和资源配置效用。尤其是占股市流通市值的比重，意味着公募已成为权益市场中不可忽视的机构力量。

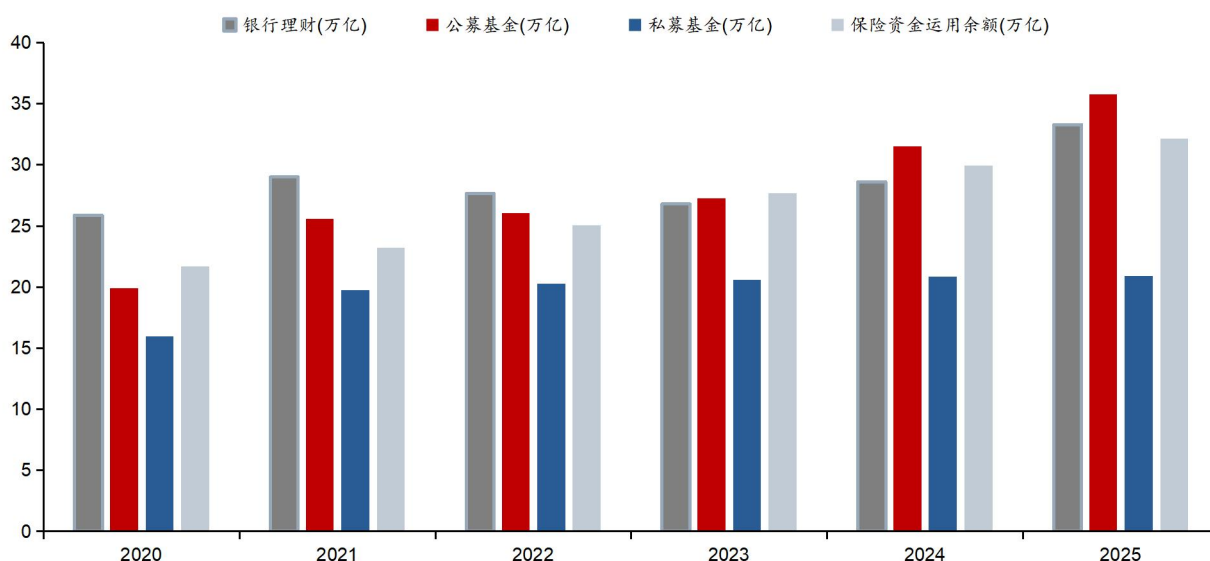
图14: 公募基金日益成为中国资管行业的核心 (2020-2025 年)



资料来源: 中国证券投资基金业协会, Choice, 国信证券经济研究所整理。

从国际比较看, 中国公募也已具备较高全球地位。截至 2025 年末, 中国开放式公募基金净资产规模位居全球第 4, 占全球开放式基金总规模的 5.70%, 占亚太地区开放式基金总规模的 49.24%。这意味着中国已是全球最重要的公募市场之一, 且基本是亚太地区的核心市场。但若与中国经济体量和居民财富规模相比, 公募的渗透率仍有明显提升空间。

图15: 中国资管行业各子行业历年 AUM (2020-2025 年, 单位: 万亿)



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 中国证券投资基金业协会, 国家金融监督管理总局, 中国证券业协会, 国信证券经济研究所整理。

ETF 已经从工具型产品成长为中国公募行业最重要的结构性增量

在中国公募行业内部，ETF 无疑是近几年最清晰、最具产业含义的结构变化之一。截至 2025 年末，中国 ETF 总规模突破 6 万亿元，产品数量达到 1402 只，已跃居亚洲第一。ETF 已经从过去的小众工具，进入主流资产配置工具行列。

ETF 之所以在中国快速扩张，背后并非单一因素驱动。一个重要原因是权益市场波动加大后，投资者和机构对低费率、透明、风格清晰产品的需求显著提升。另一个更深层的驱动来自机构配置需求：宽基和行业 ETF 更适合作为保险、券商、公募 FOF、投顾组合与各类配置账户的底层模块。此外，主动权益在阶段性业绩与赎回压力下，部分资金迁移至指数产品，也强化了 ETF 的结构性吸引力。

ETF 的高速增长，也同步带来了显著的头部集中特征。华夏基金在 2026 年 1 月率先突破 ETF 万亿管理规模，成为国内首家 ETF “万亿俱乐部”成员；前十大头部机构 ETF 规模合计已占全市场约四分之三。这说明国内 ETF 赛道与美国类似，具备明显的规模经济、流动性外部性和品牌正反馈。头部平台越大，越容易获取流动性、渠道资源和客户信任，进而形成更强的自我强化循环。从行业格局看，这意味着中国公募行业开始逐步进入“主动分散、被动集中”的新阶段：主动权益仍较为分散，而底层工具型产品会越来越集中于少数头部平台。

表 6: ETF 市场的快速发展 (2010-2026 年 6 月)

截止日期	基金总数	最新份额(亿份)	最新资产净值(亿元)
2026 年 6 月	1,576	28,799.9433	47,663.5898
2025 年	1,402	31,998.0810	60,187.5833
2024 年	1,046	24,979.2494	37,328.0223
2023 年	898	18,138.0787	20,521.3711
2022 年	764	11,756.9402	16,135.6769
2021 年	642	7,390.2820	14,120.8642
2020 年	379	4,643.6604	11,074.2834
2019 年	284	3,609.2467	7,547.0099
2018 年	198	2,496.1502	5,764.2548
2017 年	170	948.4818	3,651.4022
2016 年	147	921.1952	3,845.7236
2015 年	129	683.0586	4,730.6302
2014 年	107	814.9259	2,563.7823
2013 年	87	1,089.2162	1,610.1992
2012 年	50	1,138.2673	1,625.6184
2011 年	37	943.0873	757.2209
2010 年	20	702.0381	715.2535

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理。

居民资产配置仍以房地产和存款为主，决定中国资管行业远未走到成熟终局

中国资管行业与美国最本质的差异，不在于产品数量，而在于居民资产负债表结构。中国资管长期空间之所以仍然巨大，核心原因并不是供给端还不够丰富，而是居民财富尚未充分金融化，风险资产配置比例仍明显偏低。截至 2025 年末，中国居民金融资产已超过 310 万亿元，同比增长 12%，新增 33 万亿元。但从结构看，存款 167 万亿元，占 53%；股票 36 万亿元，占 12%；公募基金约 20 万亿元，占 6.7%；银行理财/信托等 40 万亿元，占 13%；保险约 30 万亿元，占 10%。这说明中国居民金融资产仍以低风险、低收益、短久期品种为主。

如果与 2024 年数据对照，边际变化值得重视。2024 年居民金融资产结构中，存款占 61.5%，保险占 12.6%，理财等占 12.2%，股票占 9.7%，基金仅占 3.5%。也就是说，存款占比在 2025 年已从约 61.5% 下降到 53%，而股票、公募基金等风险资产占比有所提升。这说明居民财富正在从极端保守配置，逐步转向更高比例的金融资产和标准化资产。

更值得重视的是新增财富流向的边际拐点。2024 年金融资产增量贡献比例达到 104%，为 2005 年以来首次超过 100%。这意味着居民新增财富变化中，金融资产已开始承担比非金融资产更重要的增长贡献，房地产等非金融资产不再是家庭财富增长的主要正向来源。如果这一趋势延续，那么中国资管行业未来几年的核心受益方向，几乎必然是理财、公募、ETF 与养老金等标准化金融产品。

若从更广义的家庭资产口径看，2025 年末中国家庭资产总规模 650 万亿元，其中房地产约 350 万亿元，占 55%；金融资产约 300 万亿元，占 45%。而横向比较显示，中国居民金融资产占总资产的比重约 45%，低于美国 73.7%、日本 67.9%；中国风险金融资产占比仅 38.5%，明显低于美国 88.9%。

这些数据共同说明，中国资管行业当前最大的潜在增量，不是“现有风险资产内部如何换仓”，而是庞大的存款和非金融资产未来是否继续向金融资产迁移，以及是否进一步向基金和养老金迁移。

表 7：中国居民资产结构（2018-2025 年）

年度	居民总资产(万亿 RMB)	非金融资产_房地产(万亿)	金融资产(万亿)	金融资产占比(%)
2018	528	303	225	42.6
2019	558	318	240	43
2020	578	328	250	43.3
2021	600	340	260	43.3
2022	615	345	270	43.9
2023	632	352	280	44.3
2024	643	355	288	44.8
2025	650	350	300	45

资料来源：NIFD，中国人民银行，国信证券经济研究所整理。

个人养老金仍处起步阶段，但它决定了中国资管行业长期形态能否跃迁

如果说美国资管行业最大的制度红利来自养老金账户，那么中国资管行业未来最值得持续跟踪的制度变量，同样也是个人养老金和多支柱养老体系建设。当前看，中国个人养老金制度已经明显扩围。

据人力资源和社会保障部通报及相关公开数据，截至 2024 年末 36 个先行试点城市（地区）个人养老金开户人数突破 7,000 万人，实际缴费人数约占开户人数的 30%；自 2024 年 12 月 15 日制度全面实施后，截至 2025 年末全国个人养老金账户开户人数突破 1.5 亿人，累计缴费金额超 1,000 亿元，实际缴费账户约占开户数的 22%（约 3,300 万户）。账户数增长很快，但缴费活跃度、账户留存资金规模和产品渗透率仍有待提升。

据《2025 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》及国家金融与发展实验室测算，截至 2025 年末中国养老金三支柱（基本养老+企业/职业年金+个人养老金）合计规模约 17.3 万亿元，若计入全国社会保障基金总养老储备约 20.6 万亿元，占当年 GDP（140.2 万亿元）比重约 14.7%；相比之下，截至 2025 年末美国退休

资产总额达 49.1 万亿美元，约占美国 GDP 的 151%，中国长期资金底盘明显偏薄。这组对比并不只是说明中美规模差距大，更意味着中国资管行业尚未形成美国那种由养老金账户持续提供长期资金底盘的格局。没有足够厚的长期养老资金池，权益公募、目标日期基金、投顾和账户化配置服务的发展都会受到一定约束。

但也正因此，个人养老金不能被简单视为“短期贡献不大”的边缘业务。它更像是决定中国资管行业未来十年形态的重要制度种子。一旦个人养老金从“开户推广期”真正过渡到“持续缴费+基金化投资期”，其对公募基金、保险资管和养老金融服务商的利好将具有明显的乘数效应：它会为行业引入更长期、更稳定、对净值波动容忍度更高的资金来源，并推动行业从单品销售走向账户管理、投顾服务和生命周期配置。

表8：我国养老金规模情况（2023 年末）

类别	规模（亿元）	投资规模（亿元）	委托投资规模（亿元）	当年收益率（%）	年均收益率（%）	已实现投资收益（亿元）	投资规模占养老金（%）	投资收益占养老金规模（%）
社保基金	30146	30146	20739	-0.96	7.36	16826	100	55.81
基本养老金	78173	22316	—	2.42	5	3068	28.55	3.92
企业年金	31874	31480	31051	1.21	6.26	7510	98.76	23.56
职业年金	25600	25600	—	—	4.37	—	100	—
个人养老金	280	—	—	—	—	—	—	—
总计	165672	109541	51789	—	—	27404	66.12	16.54

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。

4. 中美日资管行业：对比与对标

把中美日三国放在同一张坐标系里观察，会发现真正拉开差距的并不是某一时点的管理规模高低，而是各自所处的发展台阶。美国早已走完“居民间接入市—养老金制度化—资管深度嵌入经济体系”的全过程，进入以账户化、被动化、平台化为特征的成熟终局；日本在高储蓄底色之上，依靠 NISA、GPIF 与海外配置完成了“缓慢但持续”的制度驱动型扩容；中国则刚刚迈入资管新规重塑后的渗透率提升期，居民资产从地产与存款向标准化产品迁移的进程才刚刚起步。

4.1. 行业规模与渗透率：同一指标，三种发展阶段

衡量资管行业在一国经济中的渗透深度，公募基金规模占 GDP 比重是最具可比性的单一指标。这一指标在三国之间呈现出鲜明的梯度：截至 2025 年末，我国公募基金资产净值合计 37.71 万亿元，占当年 GDP 比重约 26.9%；美国注册投资公司（共同基金+ETF）总资产约 44.9 万亿美元，约占美国 GDP 的 150%；日本公募投资信托（含 ETF 的全体口径）净资产总额约 301.6 万亿日元，约占日本 2025 年名义 GDP（约 662.8 万亿日元）的 45.5%。

三国间公募基金/GDP 比值呈现明显梯度差异，表面看是规模大小之别，实质上却是三个不同发展阶段的投影——美国的资管扩容已从“增量普及”转入“存量再配置”，日本处于制度托底下的中段爬坡，中国则仍在渗透率快速抬升的早期加速区间。

更值得关注的是，这一渗透率落差恰好与官方对中国资管发展潜力的权威判断高度吻合。监管层多次强调，当前我国居民资产中股票、基金等权益类资产合计占比约 15%，大体相当于美国 30 年前的水平，资产管理和财富管理服务和需求潜力巨大。把“约 15%”这个居民端配置比例与“26.9%”这个公募/GDP 的宏观渗透率放

在一起看，二者从微观与宏观两个口径共同指向同一结论：中国资管行业正处在一条向上的长坡之上。“相当于美国 30 年前水平”这一时间锚尤为关键——它意味着中国今天面对的，正是美国上世纪 90 年代初那种居民财富开始系统性金融化、长期资金加速入市的历史性窗口。

需要厘清的是，这种“美国 30 年前”的类比，描述的是渗透率所处的起点位置，而非演进方式必然复刻美国。从制度禀赋出发，中国现阶段更现实的对标对象其实是日本而非美国；但无论对标准，渗透率从低位向上抬升这一方向是确定的，这正是官方判断“潜力巨大”的底层支撑。

4.2. 多重差异及其根源：结构比规模更重要

三国资管行业的分化，根植于居民资产配置结构、养老金制度深度、被动化与工具化进程，以及金融体系组织方式四个底层变量，而这四者背后又有更深的制度根源。

第一重差异在居民资产配置结构。资管行业本质上是居民金融资产配置需求的中介映射，居民财富以何种形态存在，直接决定了行业的天花板。

美国居民金融资产占家庭总资产为 69.9%，其中近九成为股票、基金及养老金等风险资产，资管机构争夺的是存量金融资产池内的再配置权；中国居民金融资产占总资产约 46%~47%，存款一项即占金融资产的 53.2%，可投向资管体系的“活水”被房产与存款双重锁住。住房资产配置比例的长期轨迹把这层差异展现得更直观。中国居民住房资产占家庭总资产长期维持在 45%以上，2000 年后房价上行期峰值约 60%，2025 年末仍约 45%~46%；同期日本居民住房资产占总资产约 30%，美国约 25%~28%。住房在中国家庭资产负债表中承担了过多财富储存功能，是居民金融资产化偏低最直接的成因。

表9：美国家庭资产负债表结构（2022-2025 年）

	2022	2023	2024	2025	2025:Q2	2025:Q3	2025:Q4
资产	163.7	176.6	190.5	205.6	196.7	203.2	205.6
非金融资产	54.8	57.7	60.1	61.7	62	62	61.7
业主自住房地产	42	44.8	46.9	47.9	48.6	48.3	47.9
其他非金融资产	12.8	12.9	13.2	13.8	13.4	13.7	13.8
金融资产	108.9	118.9	130.4	143.8	134.7	141.2	143.8
存款和货币市场基金	18	18.3	19.2	20.5	19.7	19.9	20.5
债务证券	9.4	10.7	11.3	12.1	11.7	11.9	12.1
公司股票	40.4	48.2	57.5	67.8	60.6	66.2	67.8
非公司企业权益	16	15.6	15.8	16	15.8	16	16
既定受益养老金权益	15.6	16.1	16.4	16.6	16.5	16.5	16.6
其他金融资产	9.5	10	10.2	10.8	10.5	10.7	10.8
负债	19.9	20.5	20.8	21.5	21	21.3	21.5
一至四户住宅抵押贷款	12.7	13	13.4	13.8	13.6	13.7	13.8
消费信贷	4.9	5	4.9	5.1	5	5	5.1
其他负债	2.4	2.5	2.5	2.6	2.5	2.6	2.6
净值	143.7	156.1	169.6	184.1	175.7	181.9	184.1

资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理。

第二重差异在养老金制度深度，也是中国当前最突出的短板。截至 2025 年末美国退休资产总额约 45.1 万亿美元，相当于美国 GDP 的约 150%，其中 401(k) 与 IRA

合计逾 33 万亿美元，构成“养老金—公募基金—资本市场”正向循环的资金底盘；日本 GPIF 单体规模约 260.7 万亿日元（约合 1.7 万亿美元），日本公共养老金（厚生年金+国民年金）覆盖劳动人口约 97.8%，长期资金底盘同样深厚。反观中国，截至 2025 年末养老金三大支柱（基本养老+企业/职业年金+个人养老金）合计约 17.3 万亿元，若计入全国社会保障基金总养老储备约 20.6 万亿元，占当年 GDP（140.2 万亿元）约 14.7%；个人养老金自 2024 年 12 月全面实施后，实际缴费账户占比约 22%，从“开户”向“有效缴费与持续资产配置”仍有相当距离。长钱底盘的薄弱，意味着中国资管行业过去更依赖散户申赎与短期热点，缺乏穿越周期的稳定资金来源。

第三重差异在被动化与工具化进程。被动化不仅是产品偏好的变化，更是行业竞争模式从“卖观点”转向“卖工具、卖配置”的标志。美国公募被动占比已超 60%，股票市场被动化率²约 18%；日本被动化率约 32%³；反观中国 A 股市场，截至 2025 年末股票 ETF 持有市值占 A 股流通市值比重约 3.78%，虽然在绝对规模上仍处低位，但被动指数型基金在偏股型公募基金中的持股占比已于 2025 年一季度末首次超过主动基金，存量规模占比也达到 53.6%，被动投资时代正加速开启。

工具化的方向则可由费率走向来印证。2025 年美国股票型被动指数基金（含 ETF）资产加权平均费率低至约 0.05%，同期主动管理股票型基金约 0.64%；日本股票型被动投信及 ETF 平均费率约 0.30%~0.36%，主动型约 0.73%~0.80%。中国自 2023 年启动公募基金费率改革，三阶段（管理费—佣金—销售费）全部完成后主动权益基金管理费率从 1.50%降至约 1.20%~1.23%，行业综合费率下降约 20%，据中国证监会评估，该项改革年均为投资者节省费用约 510 亿元。费率下行压缩了主动管理的收费溢价，推动行业从单一产品竞争转向投研差异化、渠道效率与账户服务竞争。

第四重差异在行业格局，也是上述三重差异的综合结果。三国虽阶段不同，但集中度抬升的趋势一致，只是驱动力各异：美国靠“费率竞争+ETF 化+平台化”，ETF 市场 CR4 约 79%；日本靠“低费率+并购整合+渠道资源”，公募 CR3 达到 50.91%、CR10 为 82.93%；中国则带有鲜明的“监管重塑期”特征。2026 年一季度，中国券商资管 CR5 为 66.6%、CR10 为 81.1%，ETF 前十家机构约占市场四分之三。通道业务退潮、净值化转型推进之后，投研、渠道、品牌与系统能力的重要性上升，行业资源加速向头部机构集聚。

四重差异背后，一个更深的根源是制度与法系的不同。中国与日本同属大陆法系，金融体系以银行间接融资为主导，居民财富天然更多沉淀于存款、理财与保险等低波动载体；美国属英美法系，直接融资与资本市场地位更高，居民通过基金、养老金与证券账户参与市场的路径更为成熟。养老金制度进一步放大了这种分野：日本第一支柱保障水平较高，居民“主动做大权益”的压力相对较弱；美国则把更多养老筹划责任交给企业与个人，长期资金天然通过 401(k)、IRA 与共同基金流入资本市场。这意味着，美国居民的高权益配置并非单纯源于风险偏好更高，而是制度设计本身驱动其更深地嵌入资本市场——这一点，构成了理解中国“对标谁”这个问题的关键前提。

4.3. 发展对标与演进路径：美日各有可鉴，中国空间巨大

² “公募被动占比”指各国股票型公募基金中被动指数型及 ETF 资产净值占股票型公募基金总资产之比；“股市被动化率”指被动基金持有该国股票市值占该国股市总市值（或流通市值）之比。两指标不可直接比较。

³ 日本被动化率口径差异极大。不剔除 B0J 持有的 ETF，被动化率约 50%~58%；剔除 B0J 持有的约 37~40 万亿日元 ETF 后，被动化率约为 30%~34%，本文采用此剔除后口径。

发展对标。明确了差异的根源，“中国应当对标谁”就有了答案。从居民资产结构、金融体系组织方式与养老制度三个维度看，中国当前的现实形态更贴近日本，而非美国。但这绝不意味着中国只能在美日之间二选一——更合理的理解是，美日两条路径各有可借鉴之处，中国资管行业的长期发展空间巨大，但实现方式既不会简单复制美国，也不会机械照搬日本。

从美国可以借鉴的，是“账户化—长钱化—指数化”这一成熟终局所揭示的方向感：养老金账户制度如何把劳动收入持续转化为资本市场资金，被动工具与买方投顾如何重塑收费基准与服务模式，平台型机构如何在低费率底仓与差异化 Alpha 之间建立护城河。这些是中国行业演进后半程必然要面对的命题。从日本可以借鉴的，则是更贴近自身禀赋的现实路径：在高储蓄、低风险偏好的约束下，资管行业的关键在于通过制度供给（NISA 式税优账户、GPIF 式长钱配置）和海外配置增量，把“沉睡的存款”逐步唤醒为“专业管理的金融资产”。换言之，美国回答了“终局长什么样”，日本回答了“高储蓄经济体怎么起步”。

演进路径。把这两条经验落到中国当下的现实，最具说服力的切口正是“存款搬家”。在房地产金融属性弱化、存款利率持续下行的背景下，规模庞大的居民存款正面临再配置压力。这一现象不应被简单理解为资金“涌入股市”，而应被看作居民资产负债表从“存款化、房产化”向“产品化、金融化”切换的起点。其内在逻辑可以分三步推演：

第一步，存款搬家首先抬升的是居民金融资产在家庭总资产中的占比。当存款利率下行“无风险锚”收益走低，居民将部分超额存款转向银行理财、保险、货币与纯债等低波动产品，这一过程并不要求风险偏好显著上升，却实实在在提高了金融资产占比与专业管理资产占比——这正是金融化的第一层含义。

第二步，金融资产占比的提升，必然伴随权益类资产配置比重的稳步抬升。当低波动产品的收益中枢随利率下行而下移，居民在“先有低波动持有体验”的基础上，会逐步接受“固收+”乃至权益基金；而养老金第三支柱、ETF 工具箱与买方投顾的成熟，又会为这种迁移提供制度与工具支撑。这意味着，权益比的提升不是一蹴而就的跃迁，而是金融化深化的自然结果。

第三步，居民金融资产与权益比的同步抬升，最终与“大力发展资本市场”形成正向循环。居民资金通过资管产品更多流入资本市场，为直接融资提供长期、稳定的资金来源；资本市场的健康发展又反过来改善居民配置体验、增强其持有信心。正是在这个意义上，“提升居民金融资产比重”与“大力发展资本市场”并非两件事，而是同一枚硬币的两面——前者是后者的资金底盘，后者是前者的回报来源。

空间测算。沿着上述三步逻辑，一个自然的追问是：这种由存款搬家与金融化深化所打开的空间，究竟有多大、能否落到可量化的尺度上？要回答这个问题，最具可比性的锚仍是“公募集合投资工具规模占 GDP 比重”这一指标，截至 2025 年末，这一组统一口径的数据，勾勒出一条清晰的渗透率梯度：中国约 26.9%、日本约 45.5%、美国约 150%。中国不仅与美国成熟市场存在数量级差距，即便与同属高储蓄、银行主导金融体系的日本相比，渗透率也仅相当于其六成左右，仍有近一倍的相对追赶空间。这意味着，中国资管行业的后续扩容，既有“向日本看齐”的现实近程目标，也有“向美国式成熟市场纵深”的长期远景。

正因如此，沿着“渐进金融化”而非“一步到位高权益化”的路径，可以对中国中长期（约 10—15 年）的公募基金 / GDP 设定三档情景加以测算。其中保守情景对应渗透率向日本当前水平靠拢，中性与乐观情景则对应在追平日本之后，向美国成熟水平方向逐步迈进、但仍保留相当差距。

表 10: 中国资管行业的成长空间——一个情景分析

情景	公募基金/GDP 目标	对标参照	对应公募规模	较当前 (约 37.71 万亿) 提升
保守情景	约 45%	向日本当前水平靠拢	约 90 万亿元	约 1.4 倍
中性情景	约 70%	追平日本、向美国方向迈进	约 140 万亿元	约 2.7 倍
乐观情景	约 100%	向美国成熟水平纵深	约 200 万亿元	约 4.3 倍

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理。

注: 测算假设中长期中国名义 GDP 由当前约 140 万亿元增长至约 200 万亿元量级 (隐含 10—15 年年均名义增速约 2.5%—4%, 属偏稳健假设)。

三档情景虽口径不一, 却共同指向同一个判断: 仅以中国公募基金渗透率向日本当前水平 (约 45%) 收敛测算, 规模就有望从当前约 37.71 万亿元升至 90 万亿元量级; 若进一步向美国式成熟市场纵深演进, 公募基金一项便具备迈向百万亿乃至两百万亿量级的空间。若再计入银行理财、保险资管等其他承接载体, 在居民金融资产已超 310 万亿元、2026 年还有 60 多万亿元定期存款到期的背景下, 整个资管行业承接居民财富再配置的绝对增量将更为可观。当然, 上述测算是基于渗透率向可比经济体收敛的“方向性估算”, 而非精确预测, 其价值在于刻画空间的量级而非具体点位——但无论取哪一档情景, 结论都是一致的: 中国资管行业正处在一条向上的长坡之上。

需要再次强调的是, 逐步向现代金融体系靠拢, 不等于简单复制他国模式。中国最终更可能形成的, 既不是美国那种以高权益、高金融化为鲜明特征的家庭资产负债表, 也不是日本那种长期停滞于低权益的结构, 而是一种兼具高储蓄底色与较高金融化水平的新形态: 存款占比从当前高位逐步回落, 保险与理财承接稳健配置需求, 公募基金和 ETF 在养老金与长期投资框架中持续扩容, 权益比上升但节奏可控、风险可承受。这种渐进而坚定的演进, 决定了中国资管行业的核心机会不在于押注某一轮牛市, 而在于把握居民资产从“存款化、房产化”走向“产品化、账户化、组合化”的长期趋势。

至此, 中美日对比与对标的结论已经清晰: 差异不只在规模, 更在底层结构; 中国虽起点低, 却恰恰因此拥有最确定的向上空间; 美日经验提供了方向与路径, 但最终的演进必然带有中国自身的制度烙印。

5. 中国资产管理行业的未来发展趋势

在居民资产负债表从“存款化、房产化”向“产品化、金融化”切换的长周期里, 中国资管行业的扩容方向与官方“提升居民金融资产比重、大力发展资本市场”的导向同向而行。中国未来几年资管行业的核心逻辑仍是渗透率提升快于 GDP 增长, 行业中枢增速大概率高于名义 GDP。但“大势确定”不等于路径平坦, 更不等于人人受益。当迁移真正发生时, 资金不会均匀地流向所有机构与所有产品, 而是会沿着特定的链条、特定的时序、特定的能力门槛分配。

5.1. 承接结构: 迁移链条上的“节点之争”

中国资管行业的资金承接可视为存款向金融资产迁移过程中的多级“闸口”竞争。首先, 银行理财与保险是居民存款流出的首站。由于风险偏好“路径依赖”, 离开存款后资金优先选择回撤小、收益稳、体验接近存款的理财与保险产品。截至 2025 年末, 银行理财市场规模达 33.29 万亿元, 净值化比率 98%, 通过母行渠

道优势牢牢占据承接迁移资金的前沿位置；保险资管则以 37.46 万亿元的体量、负债端长久期优势，成为另一重要的稳健承接者。两者核心在于平衡“稳健”与“收益”，留住溢出的存款。

第二个闸口是公募基金，尤其以固收与指数等低波动、工具化产品为主。当资金在理财与保险获得“持有信心”后，部分将继续追求更高弹性回报，流向公募基金。目前公募基金规模 38-39 万亿元左右，货币与债券型合计仍占大约七成，显示权益产品尚未全面成为主流。公募基金在迁移链条中首先发挥“固收承接者”作用，充当资金逐步“走向弹性”的过渡平台。

第三个闸口是资本市场和权益类产品，是政策引导“提升权益配置”意图的最终实现地。但权益端释放还受限于两个关键条件：一是资本市场需有稳定、易感知的长期回报，二是养老金等长期资金形成制度化入市。二者成熟尚需时日，权益深化更多属于“后半程”故事。

纵观三大“闸口”，未来资管机构的胜负手并不在单点突破，而是要贯通“存款替代-稳健增值-权益深化”全链条。只守住理财环节的机构，资金往往只是途经而不沉淀，容易沦为资金的“过路客”；而只布局权益、缺乏稳健类产品作为前端入口的机构，则无法承接最早从存款流出、且偏好稳健的那批资金——这批资金规模最大、最先启动，是迁移链条上的“第一波主流资金”，错过它就等于错过了整轮迁移中最厚的一层客户基础。真正的领先机构是在自身产品体系内，为居民资金完成全流程迁移，实现留存与转化。

5.2. 业务时序：产业演进中的崛起次序

理解了承接结构，业务形态的崛起次序就有了清晰的逻辑——它本质上是迁移链条在产品层面的投影。不同业务并非同时起跑，而是随着迁移的推进梯次放量，这一时序判断对机构的资源投放节奏至关重要。

中国资管行业的业务形态发展顺序清晰地映射资金迁移链条，不同业务类型并非同步起步，而是依金融资产迁移进度逐步放量，对机构资源投入节奏至关重要。

首先，伴随资金从存款流向银行理财和保险，“稳健承接型”产品率先扩张。在此阶段，固收+、纯债、货币、储蓄险等低波动、体验类似存款的产品成为规模增长主力。此阶段竞争重点是供给能力——谁能以低成本、优回撤控制、高申赎效率打造标准化稳健产品，并以渠道优势让产品变成“货架上随手可取”的大众消费品，谁就能在迁移早期获得规模优势。

第二步，随着资金迁移深入，“工具化配置型”业务崛起。主要包括被动指数与 ETF 等产品。当前中国被动化率仅 3.4%—3.8%，远低于美日成熟市场，显示工具型业务仍在加速渗透之前阶段。ETF 的放量动力并非仅靠居民申购，而是由机构配置、投顾组合、养老账户默认配置三大力量共同推动。ETF 生态与配置、投顾业务之间互相促进：先发机构通过形成宽基、红利、行业、跨境 ETF 的产品矩阵及流动性优势，打造底层货架，形成“规模—流动性—低费率—更多配置”的良性循环。

第三个阶段，也是天花板最高的，是“配置与陪伴型”业务（买方投顾与养老账户管理）。该业务形态对应迁移链条的终点，实现从“一次性销售”到“长期账户经营”的转变。其成熟依赖于三个因素：居民对净值化产品的接受度、买方付费模式的渗透、养老金第三支柱制度化持续缴费的到位。门槛高、成熟最晚，意味着一旦成型能锁定最稳定、最长期、最高价值的客户资产。核心在于专业资产配置与投资者陪伴，替代居民自主管理带来的低效，解决“如何让居民拿得住、

拿得久”的问题。

把三类业务的时序排开，可以勾勒出一条清晰的产业演进路线：稳健产品工业化→工具化配置生态成型→买方投顾与账户经营成熟。这条路线既呼应了前述渐进金融化大势，也为机构指明了资源投放的优先级——眼下要把稳健承接的规模与体验做扎实，中期要卡住 ETF 工具货架的身位，远期要提前布局账户经营能力。三者并非替代关系，而是依次叠加、共同构成完整能力体系的关系。

5.3. 竞争壁垒与格局终局：穿越全链条的体系化能力

当迁移链条与业务时序都已清晰，行业竞争最终会收敛到一个核心命题：谁具备贯通整条迁移链条的体系化能力，谁就能在结构性变迁中胜出。这种能力不是单一维度的领先，而是多重能力的咬合。

第一重壁垒是全链条的产品供给能力。能够穿越链条的机构，必须同时拥有“接得住存款”的稳健产品线、“卡得住身位”的工具化产品线，以及“留得住客户”的权益与多资产能力。任何一个环节的短板，都会导致资金在迁移途中流失到竞争对手的体系里。这也解释了为什么未来的头部机构必然是“两端都强”的——既要有规模化的低费率底仓，也要有能创造超额收益的主动与另类能力，单靠其中一端都无法锁住完成全程迁移的客户。

第二重壁垒是从“卖方”到“买方”的组织转型能力。买方投顾与账户经营的真正难点，从来不在技术或牌照，而在组织文化与考核机制的根本重塑——要把考核从“卖了多少”转向“客户留存了多少、长期赚到了多少”。这是一场触及利益分配与组织惯性的深层变革，能率先完成转型的机构，将在迁移链条的高价值终端建立起难以复制的客户黏性。

第三重壁垒是长钱获取与科技赋能这两类“基础设施级”能力。养老金管理资格与长期资金的获取，决定了机构是否拥有穿越周期的稳定底盘，其门槛在于牌照、信任与长期业绩记录的多重积累，一旦建立便极难撼动；而科技能力则正在从“效率工具”升级为“竞争分水岭”——无论是用数字化手段破解投顾服务的人力瓶颈，还是用智能化风控管理日益庞大的产品体系，科技投入的差距正在转化为不可逆的能力差距。

这三重壁垒咬合在一起，决定了中国资管行业的格局终局大概率走向“两端壮大、中间收窄”的分化结构。一端是能够贯通全链条、具备平台化与基础设施能力的综合型巨头，它们以全产品线、账户经营与科技底座锁定大众市场的核心客群；另一端是聚焦细分领域、以差异化 Alpha 立身的精品型机构，它们不追求规模而追求在量化、特色权益、固收+或另类策略上做到极致，靠灵活的人才激励与深度的客户信任生存。只有“全能型”与“专精型”两类机构，才能分别在链条的不同位置建立起足够深的护城河。

在资管行业内，美国的成熟终局揭示了方向，日本的渐进路径提供了现实参照，中国则在自身高储蓄底色与制度禀赋之上，走出一条“渐进而坚定”的金融化之路。对资管机构而言，这场变迁的真正机会，不在于押注某一轮行情，而在于看清资金迁移的链条、踏准业务放量的时序、并提前构建起贯通全程的体系化能力。对买方投资者而言，识别那些既能承接迁移第一波、又能锁定迁移终点价值、还能持续投入能力建设的机构，正是在中国资管行业这场确定性扩容中获取长期回报的关键所在。而这一切的底层支撑，始终是那个被官方反复强调的判断——居民财富向金融资产迁移、资本市场长期健康发展，是同一进程的两面，也是中国资管行业未来十年最确定、最值得把握的结构性主线。

风险提示

政策不及预期。

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.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

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

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中所提及的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