

公募规模扩张：高锐度与工具化

——中国机构配置手册（2026版）之公募基金篇

行业研究 · 深度报告

非银金融 · 公募基金

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

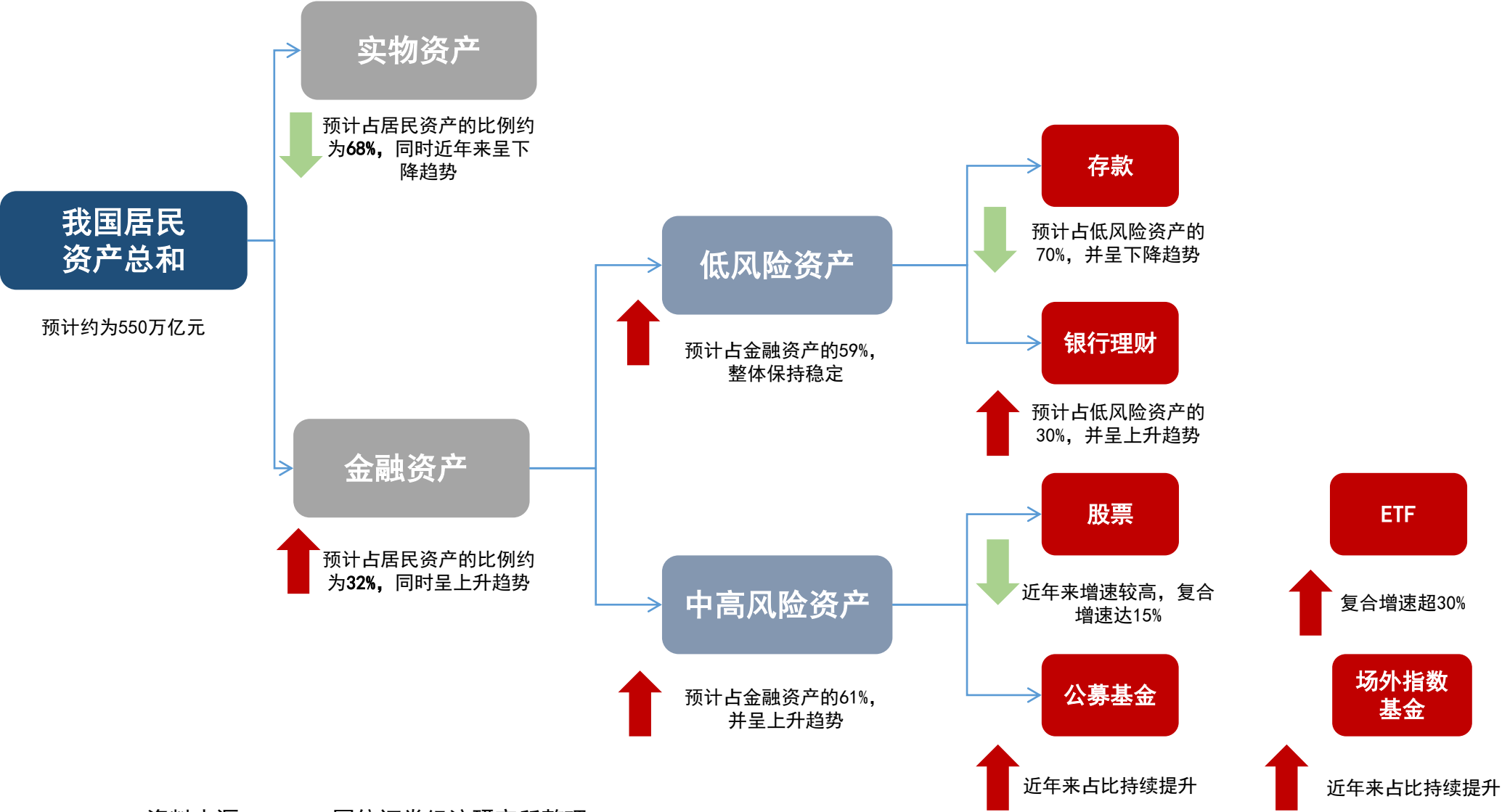
- 截至2026年5月底，我国公募基金总规模为39.48万亿元，规模创历史新高，但结构特征仍然明显，尤其是货币基金约16.27万亿元，债券基金约11.67万亿元，权益基金规模相对货基/债基明显偏小。同时，我国公募基金行业呈现鲜明的结构性扩张特征：一方面机构资金减持ETF趋势明显，宽基ETF规模收缩1万亿元以上，另一方面低利率环境与科技行情驱动居民存款持续搬家，科技赛道类基金、“固收+”产品成为规模增长核心动力，产品“得锐度者得天下”。
- 在《推动公募基金高质量发展行动方案》等强监管框架体系下，基金行业扩张路径呈现高锐度与工具化两条差异化路线：产品布局层面，高锐度路线聚焦主动管理与弹性收益，以科技赛道基金、“固收+”及Smart Beta产品为代表，通过行业精选、策略增强获取超额收益，契合居民对收益弹性的需求；工具化路线则以被动指数、ETF及低波动产品为主，强调标准化、透明化与低成本，服务于机构资产配置与风险对冲需求。
- 国内外资产管理机构均对高锐度和指数化两种运作模式做了探索。海外经验显示，贝莱德通过“工具化+系统化”构建护城河，依托iShares平台提供超1300只ETF产品，辅以阿拉丁风控系统实现全流程数字化管理，以极低费率占据全球ETF市场34%份额；而富达基金则坚持“高锐度+主动管理”路线，通过明星基金经理制（如早期的彼得·林奇）打造旗舰产品，以长期超额收益吸引零售与养老资金，二者分别代表两种成功范式。国内实践也做了积极探索，比如永赢基金探索员工持股，搭建了“投研文化+高激励+弹性渠道”的业务闭环，近年通过“固收+”与主动权益双轮驱动，依托产品收益弹性优势实现规模跃升；南方东英则聚焦跨境ETF与科技赛道，借助港股通与海外布局，在“二倍做多”等锐度产品中建立先发优势，成为我国公募基金出海标杆。
- 对公募基金而言，壮大规模是高质量发展的基石，追求高锐度和构建工具化体系需要差异化的资源支持。比如高锐度路线需构建深度投研文化与高激励考核机制，重点布局互联网等弹性渠道，以快速捕捉市场热点；工具化路线则需前期巨额固定投入，搭建高效交易系统与运营平台，通过极致成本控制（如贝莱德费率压降至0.14%）形成规模效应。两条路线均需适配监管导向：高锐度产品需强化业绩基准约束与浮动费率设计，工具化产品则需提升底层资产透明度与流动性管理能力，方能在高质量发展中实现可持续扩张。

[01] 格局篇：资管地位

[02] 对标篇：发展路径

[03] 风口篇：探路寻机

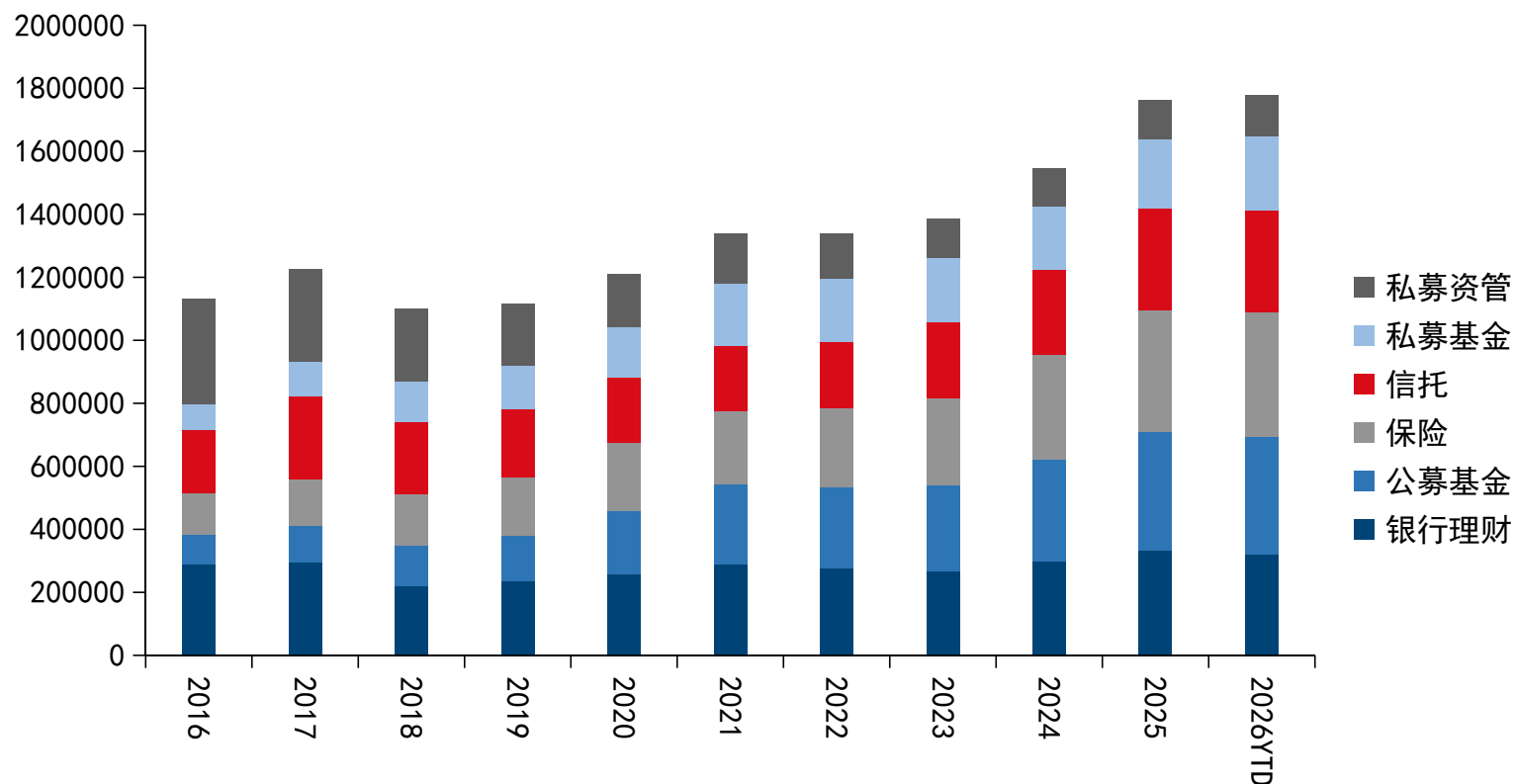
[04] 突破篇：范式转变



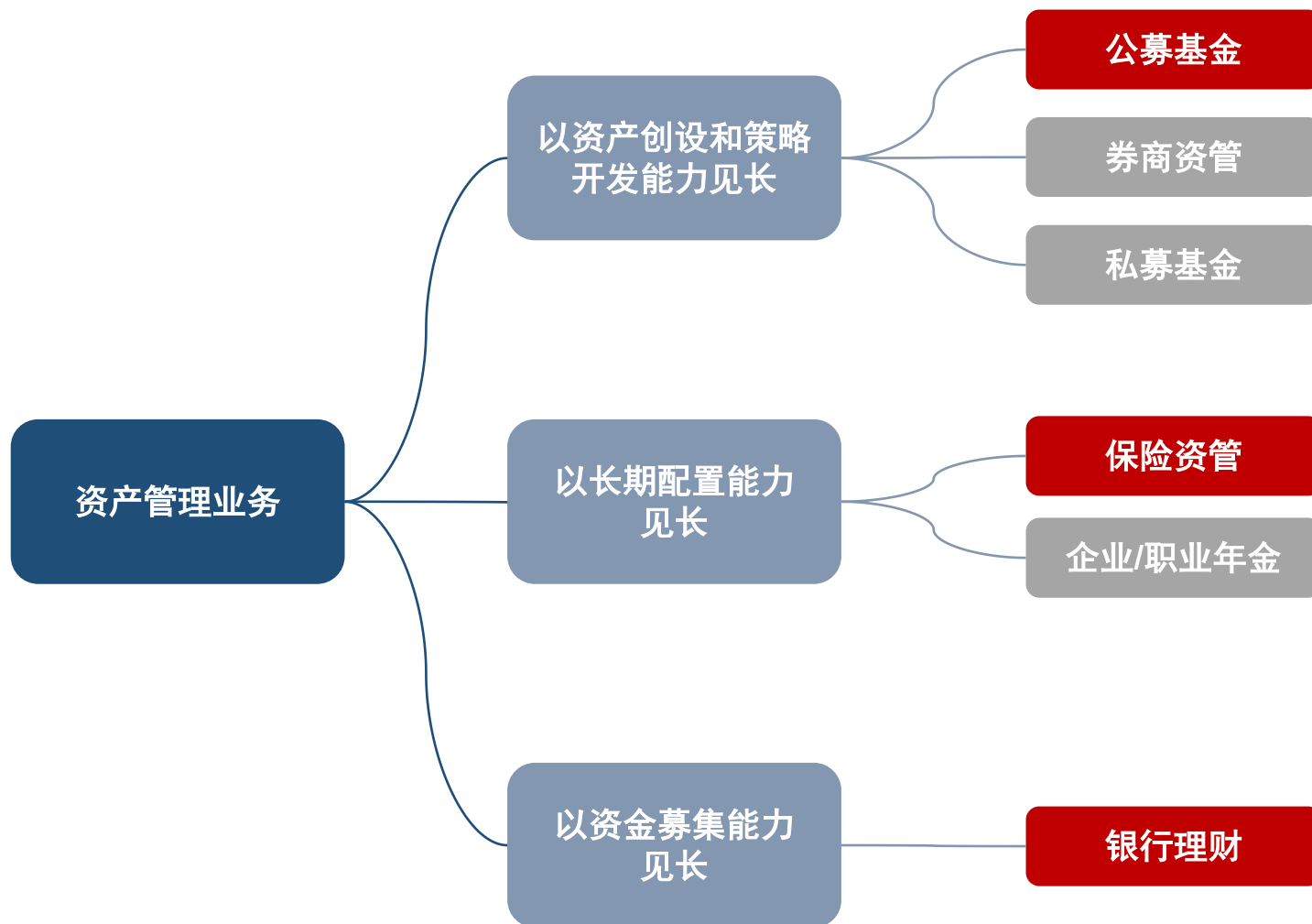
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 净值化转型有序推进，行业整体规模企稳回升，行业结构发生显著变化。截至2025年末，公募基金是管理规模最大的资管行业之一。
- 各个主要行业2016-2025年规模CAGR：银行理财1.5%、公募基金17.1%、保险资金12.4%、信托5.4%、私募基金12.2%、私募资管-10.5%。

图：资产管理行业整体规模变动情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



- 熟悉资本市场，股权 类资产、复杂金融工具投资运作经验丰富
- 成熟的多元投资策略开发体系
- 平台型机构具备业务协同优势
- 配套系统完善，可提供交易、风控、绩效分析等业务支持

- 具备相对成熟的大类资产配置能力
- 具有期限长、规模大、稳定性强的优势，与长久期的资产能更好地匹配
- 具备全面审慎的风控体系

- 背靠银行端优势，销售网点众多，实时追踪投资者需求，覆盖不同年龄段、不同财富积累阶段的客户群体
- 注重信息科技投入，通过大数据描绘用户画像
- 理财业务与线上场景深度融合

➤ 公募基金成为资管行业的“排头兵”。据Wind数据显示，截至2026年6月末，资管行业规模约177.91万亿元，其中公募基金规模为37.50万亿元，位居行业第二位；保险资管以39.44万亿元，位居第一位；银行理财以32.43万亿元，位居第三位。

图：我国资管行业规模构成



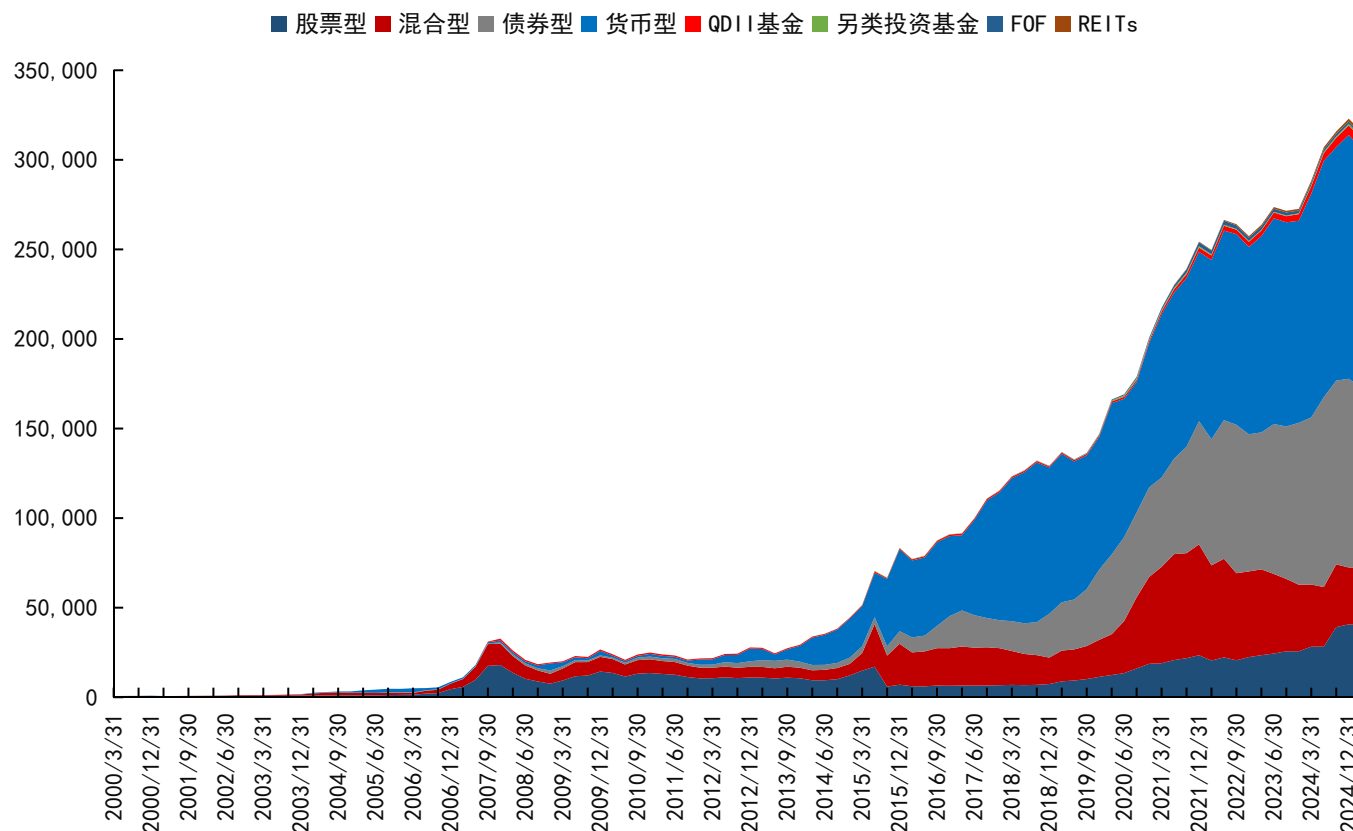
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：公募基金规模根据最新规模统计，数据截至2026-07-09；银行理财规模根据中理财网理财市场报告统计，数据截至2026-03-31；保险规模根据国家金监总局发布保险业经营情况表中的资金运用余额统计，数据截至2026-03-31；信托产品规模根据信托业协会公布统计，数据截至 2025-06-30 ；私募基金、私募资管规模根据中国基金业协会公布，数据截至 2026-05-31。

公募基金规模扩张同时产品结构调整

- 近年来，货币型基金及债券型基金规模持续扩张，截至2026年二季度末，两者规模分别为15.59万亿元及11.23万亿元，分别占总规模的41.5%及30.0%；自2023年末以来，受市场低位震荡等因素影响，混合型基金规模有所收缩，截至2026年二季度末，规模约为3.85万亿元。

图：我国各类公募基金规模（单位：亿元）

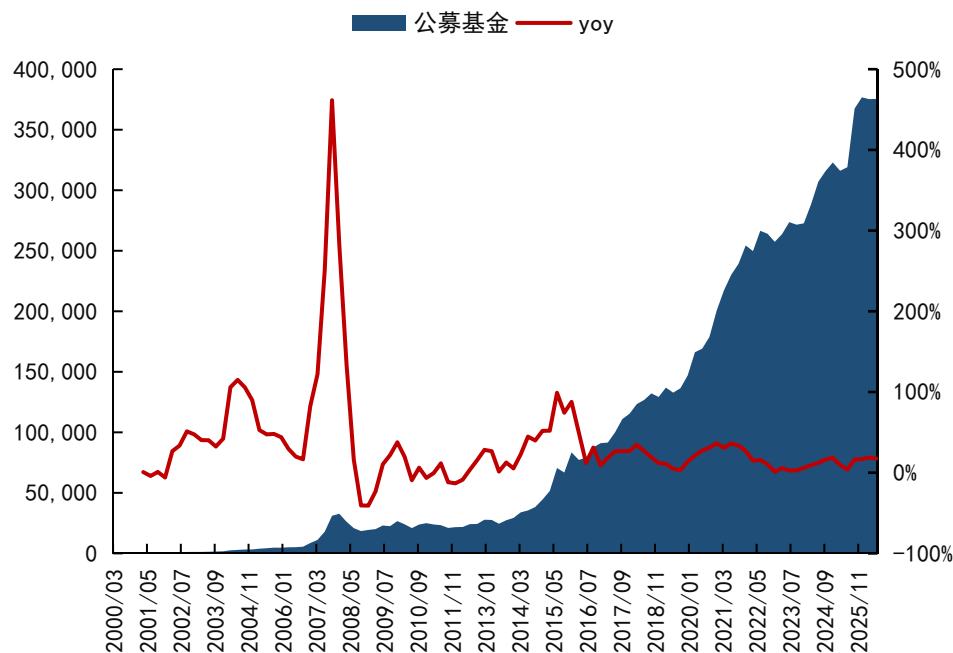


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当前我国公募基金规模超35万亿元

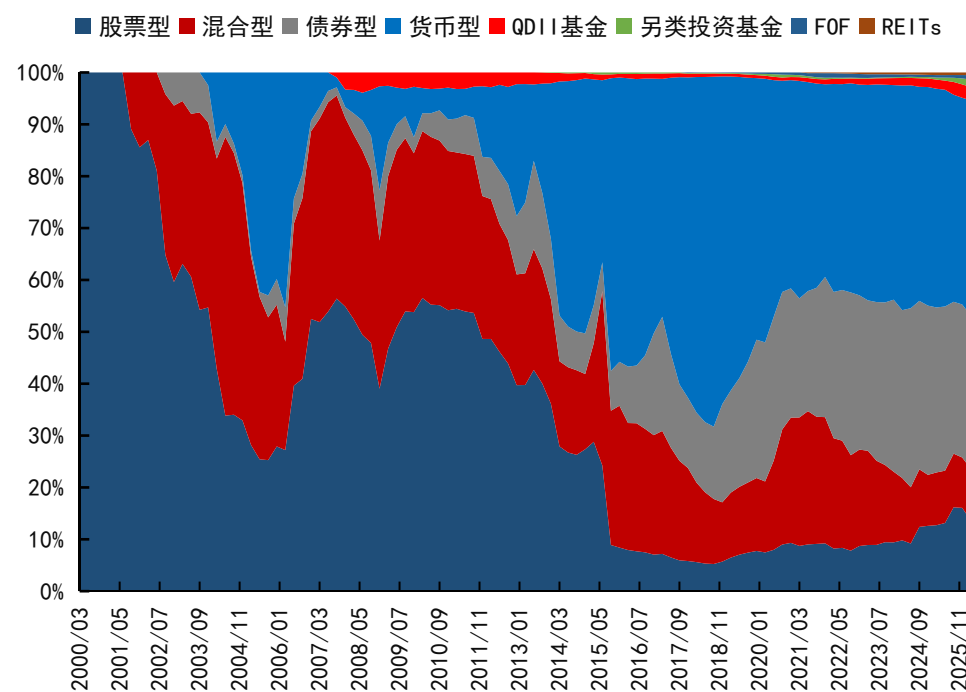
- 自1998年第一只公募基金发行以来，公募基金行业已历经25年的演进。随着行业的发展成熟，行业规模、份额、基金数量、产品形式等均迎来显著增量。
- 截至2026年6月末，我国公募基金行业管理人（含持有公募牌照的券商资管、保险资管等）数量达163家，基金规模达37.5万亿元，对应基金数量14371只。股票型、混合型、债券型、货币型为主要公募基金品种。

图：公募基金管理规模及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2000-2024年各类基金规模占比（单位：%）

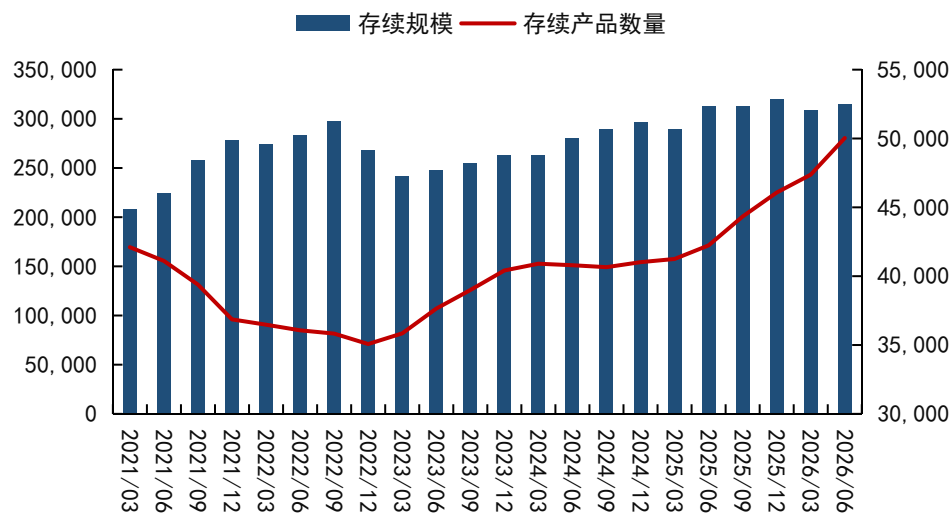


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募vs理财：产品形式更多元

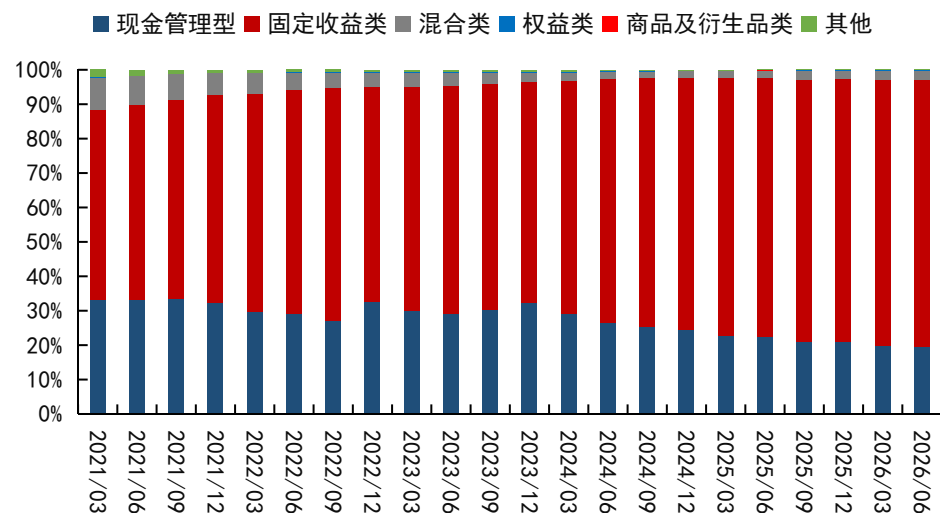
- 银行理财产品主要以固定收益类产品为主。截至2026年6月末，银行理财产品中现金管理型+固定收益类产品占比为97.7%，混合类占比为2.9%，权益类和商品及金融衍生品类占比均不足0.1%。并且，从2021至今，固定收益类产品规模占比不断增加。
- 与银行理财相比，公募基金的产品形式多样化。公募基金主要以货币市场基金、债券型基金、混合型基金及股票型基金为主，还包括另类投资基金、QDII基金及REITs等。

图：银行理财存续规模及存续产品数量（单位：亿元、只）



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理
注：左轴为规模，右轴为数量

图：银行理财投资性质规模分布情况

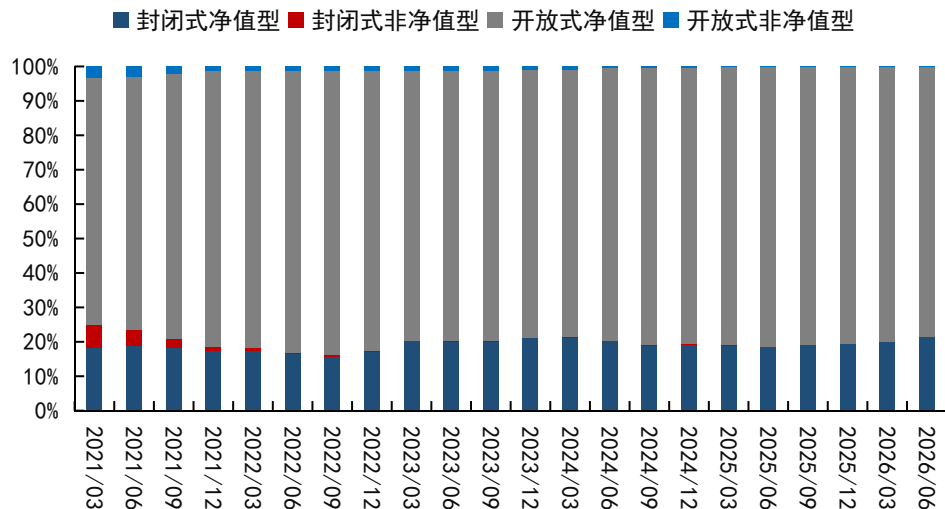


资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

公募vs理财：开放式产品为主，流动性更好

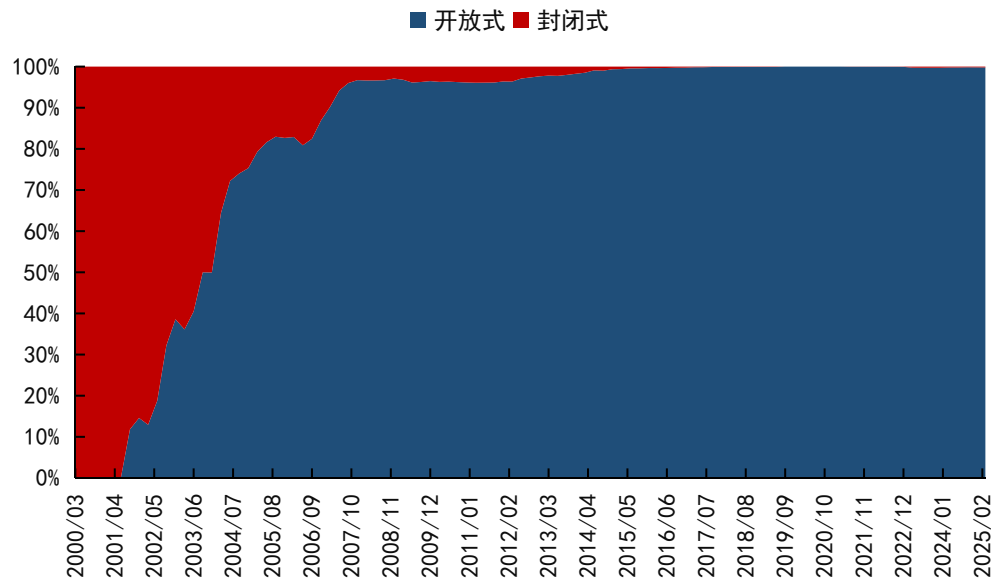
- 银行理财封闭式产品份额较高。截至2026年6月末，银行理财开放式产品规模占比为79%，封闭式产品规模占比为21%；2019年至今，银行理财的开放式产品规模占比均保持在80%以上。相对公募基金而言，银行理财的封闭式产品所占比例较高。
- 与银行理财相比，公募基金主要以开放式产品为主。据Wind数据显示，截至2026年6月末，公募基金开放式产品规模占比为99.82%，封闭式产品规模占比为0.18%；2019年至今，公募基金的开放式产品规模占比均超过99%，公募基金的产品几乎全部采用开放式模式。

图：银行理财产品形式



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

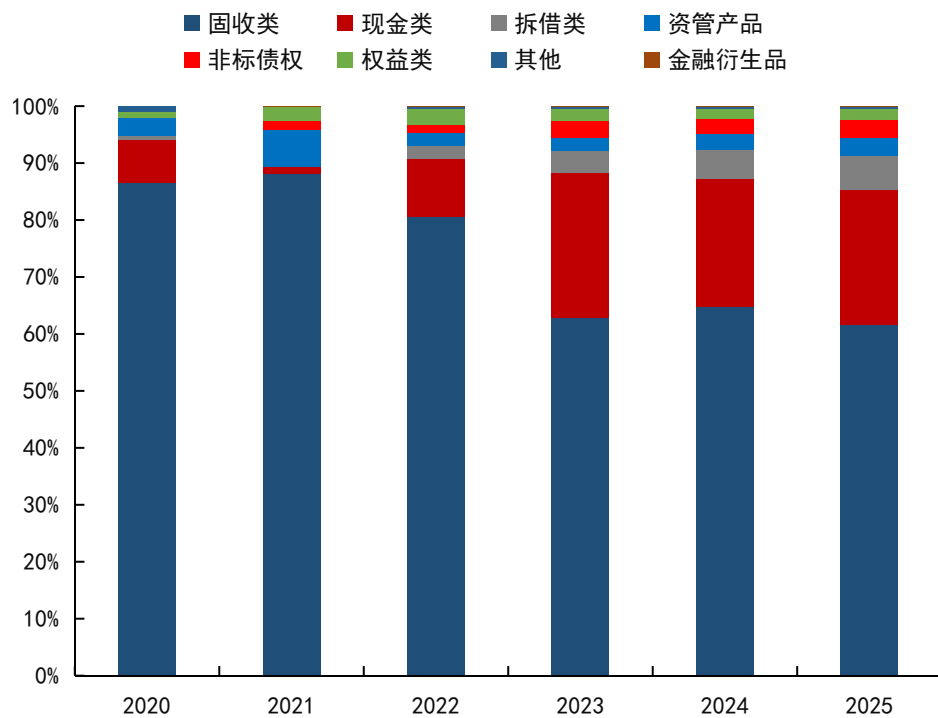
图：公募基金产品形式



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

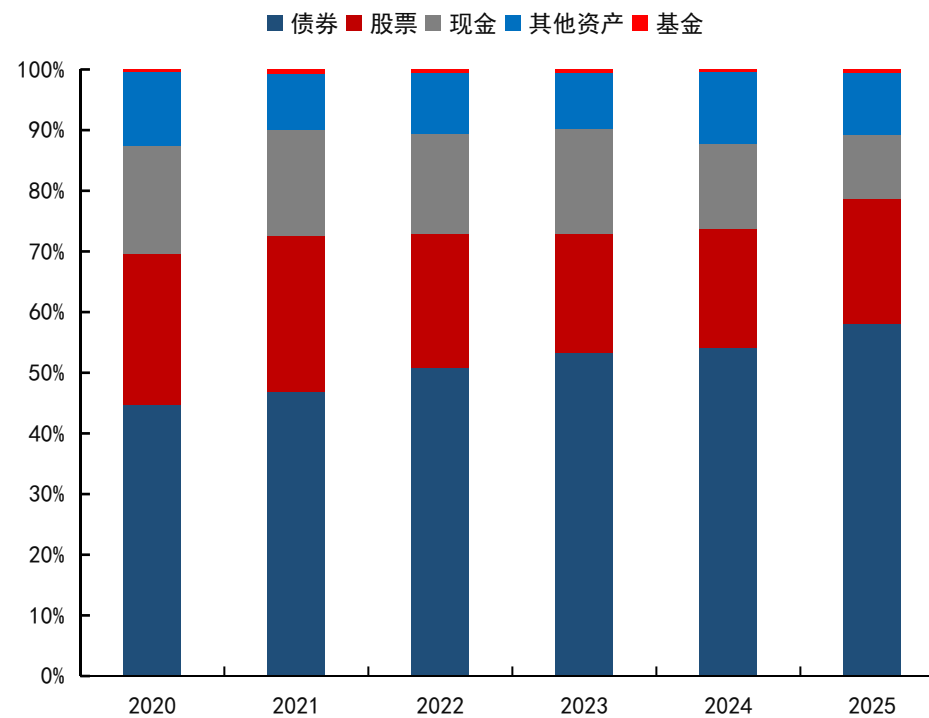
- 截至2025年一季度末，公募基金主要投向债券、股票、现金资产，其占比分别为58.4%、23.3%、17.6%，覆盖了大部分投资资产规模；银行理财主要投向固定收益类、现金及银行存款、拆放同业买入返售，投资占比分别为58.2%，28.6%，4.6%。
- 总体来看，2019年至今，公募基金债券资产的占比均在60%左右，而股票资产维持在20%左右，主要是以债券、股票为主的标准化资产。

图：银行理财资产配置结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金资产配置结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 格局篇：资管地位

【 02 】 对标篇：发展路径

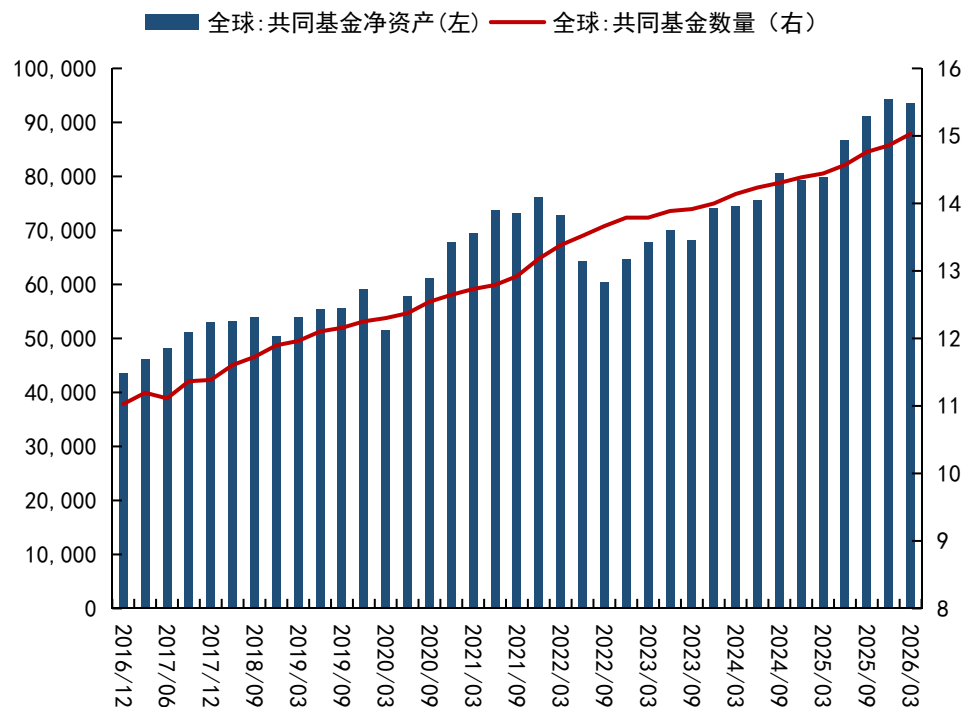
【 03 】 风口篇：探路寻机

【 04 】 突破篇：范式转变

资管年鉴里的70万亿美元全球公募基金

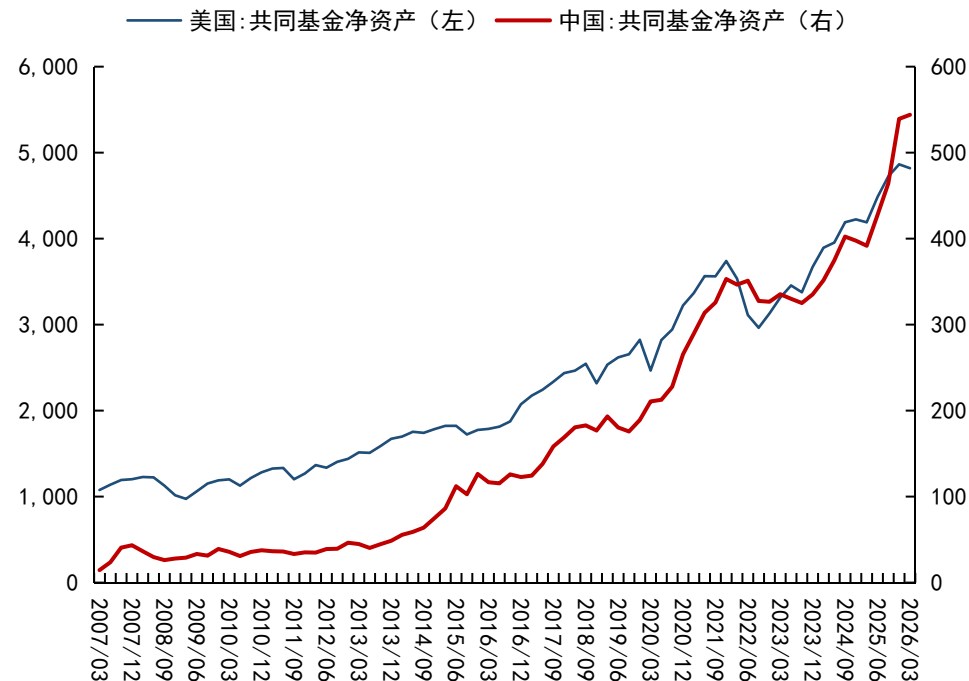
- 美国投资公司协会（ICI）数据显示，截至2026Q1，全球开放式基金总规模达93.67万亿美元。
- 在美国，基金业不仅包括开放式基金，还包括封闭式基金和单位投资信托等。具体而言，美国基金含四类：共同基金、ETF、投资信托和封闭式基金。截至2026Q1，美国基金合计净资产（也即美国注册投资公司总净资产）为48.19万亿美元。相比之下，按照ICI数据披露，中国共同基金合计净资产为5.44万亿美元，约为美国的1/10。

图：全球开放式基金总规模（单位：十亿美元、万只）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：中国、美国基金净资产（单位：十亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

全球资管规模前三十名排名



表：2025年全球资管规模前30名排名

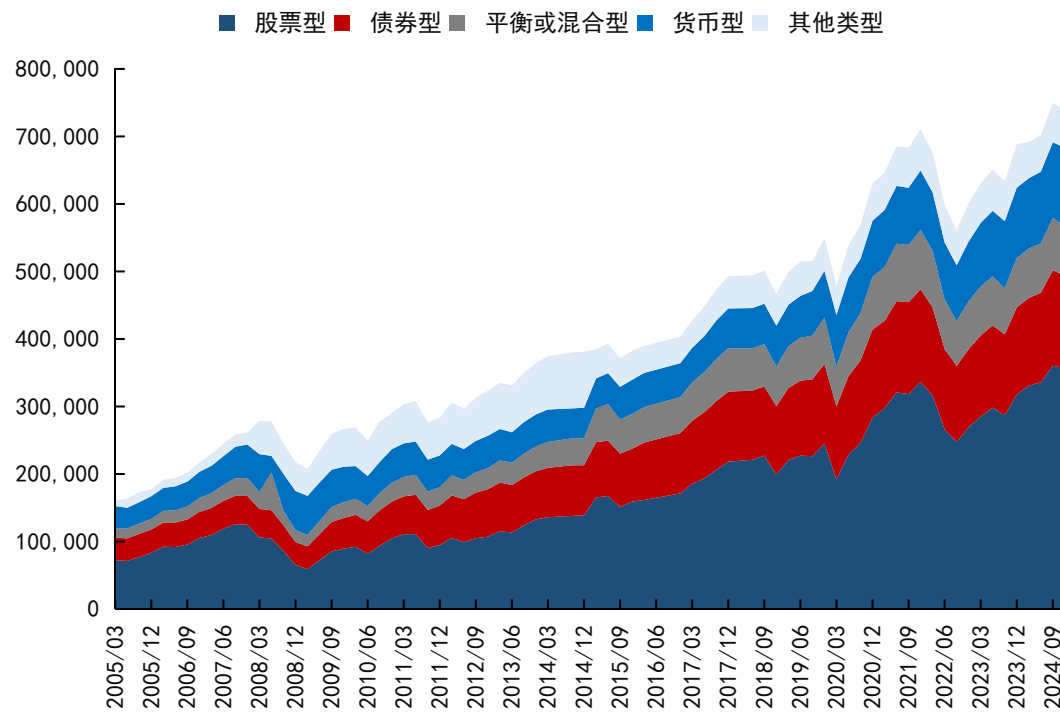
排名 Rank	公司名称 Company Name	中文名称 Chinese Name	国家/地区 Country / Region	总规模 AUM 31/12/2025 (€ mn)	总规模 AUM 31/12/2024 (€ mn)	同比变化 YoY Change
1	BlackRock	贝莱德集团	US	11,955,825	11,155,240	+7.2%
2	Vanguard Asset Management	先锋资产管理	US	10,199,952	9,695,475	+5.2%
3	Fidelity Investments	富达投资	US	6,034,972	5,663,693	+6.6%
4	State Street Investment Management	道富投资管理	US	4,823,452	4,553,783	+5.9%
5	J.P. Morgan Asset Management	摩根大通资产管理	US	3,569,983	3,503,703	+1.9%
6	Goldman Sachs Asset Management	高盛资产管理	US	2,855,874	2,712,127	+5.3%
7	Capital Group	资本集团	US	2,840,863	2,745,012	+3.5%
8	Amundi	东方汇理资产管理	France	2,379,910	2,240,066	+6.2%
9	PIMCO	品浩投资管理	US/Germany	1,917,561	1,869,647	+2.6%
10	BNY Investments	纽约梅隆投资管理	US	1,856,000	1,969,000	-5.7%
11	Invesco	景顺	US/UK	1,847,485	1,782,796	+3.6%
12	UBS Asset Management	瑞银资产管理	Switzerland	1,783,245	1,701,675	+4.8%
13	BNP Paribas Asset Management	法国巴黎银行资产管理	France	1,628,921	729,791	+123.2%
14	Morgan Stanley Investment Management	摩根士丹利投资管理	US	1,613,429	1,608,531	+0.3%
15	T. Rowe Price	普信集团	US	1,511,856	1,551,521	-2.6%
16	Geode Capital Management	极点资本管理	US	1,476,038	1,321,369	+11.7%
17	Charles Schwab Investment Management	嘉信理财投资管理	US	1,442,478	1,358,361	+6.2%
18	Franklin Templeton	富兰克林邓普顿	US	1,432,914	1,521,198	-5.8%
19	PGIM	保德信全球投资管理	US	1,370,053	1,451,908	-5.6%
20	L&G Asset Management	英国励正资产管理	UK	1,349,516	1,351,267	-0.1%
21	Natixis Investment Managers	法国外贸银行投资管理	France	1,322,557	1,316,926	+0.4%
22	Northern Trust Asset Management	北方信托资产管理	US	1,269,435	1,285,924	-1.3%
23	Nuveen	纽文资产管理	US	1,167,587	1,230,663	-5.1%
24	Wellington Management International	威灵顿管理公司	US	1,104,995	1,247,932	-11.5%
25	DWS Group	德意志资产管理集团	Germany	1,084,511	1,011,552	+7.2%
26	Blackstone	黑石集团	US	1,083,660	1,082,034	+0.2%
27	Brookfield Asset Management	博枫资产管理	Canada	1,005,859	829,981	+21.2%
28	Federated Hermes	Federated Hermes	US	880,772	796,373	+10.6%
29	China Life Asset Management Co.	中国人寿资产管理有限公司	China	841,827	823,608	+2.2%
30	Schroder Investment Management	施罗德投资管理公司	UK	835,594	800,429	+4.4%
前30家合计 Top 30 Total				74,487,124	70,911,585	+5.0%

资料来源：IPE，国信证券经济研究所整理

科技成长行情推动开放式基金规模加速反弹

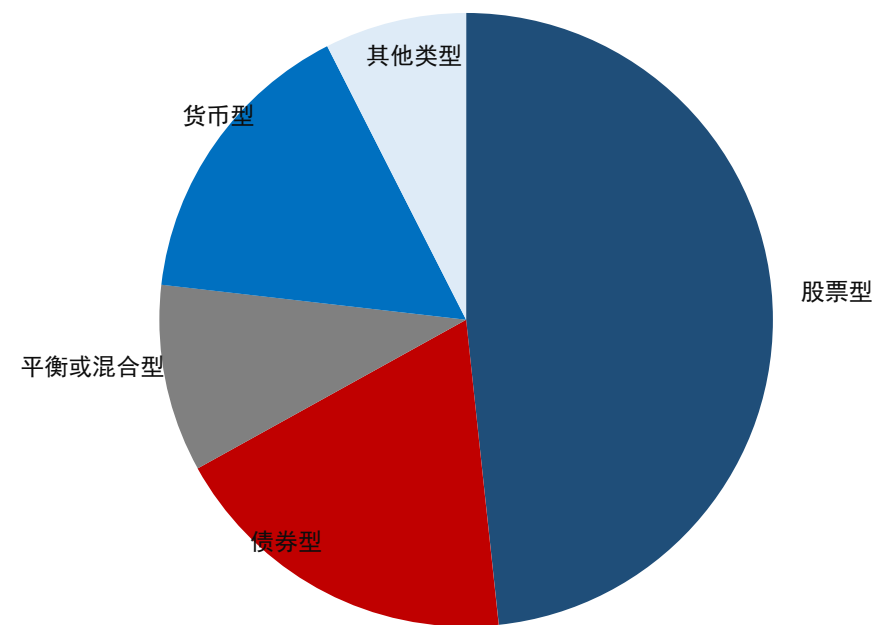
- 2026Q1，在股票和债券市场价值抬升的影响下，开放式基金总净资产反弹至93.67万亿美元，突破历史高点。而股债市场反弹原因则包括：2024年美国、中国等主要国家AI产业推动股票市值扩张；全球不少央行之间协调一致的政策为全球金融系统提供了稳定的预期；全球宏观经济条件超越预期等。
- 截至2026Q1，股票型基金是资产规模占比最大的类型，占全球基金净资产总额的约50%，同比提升约2个百分点。

图：全球基金净资产（单位：十亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：股票型基金占全球基金净资产总额的约50%

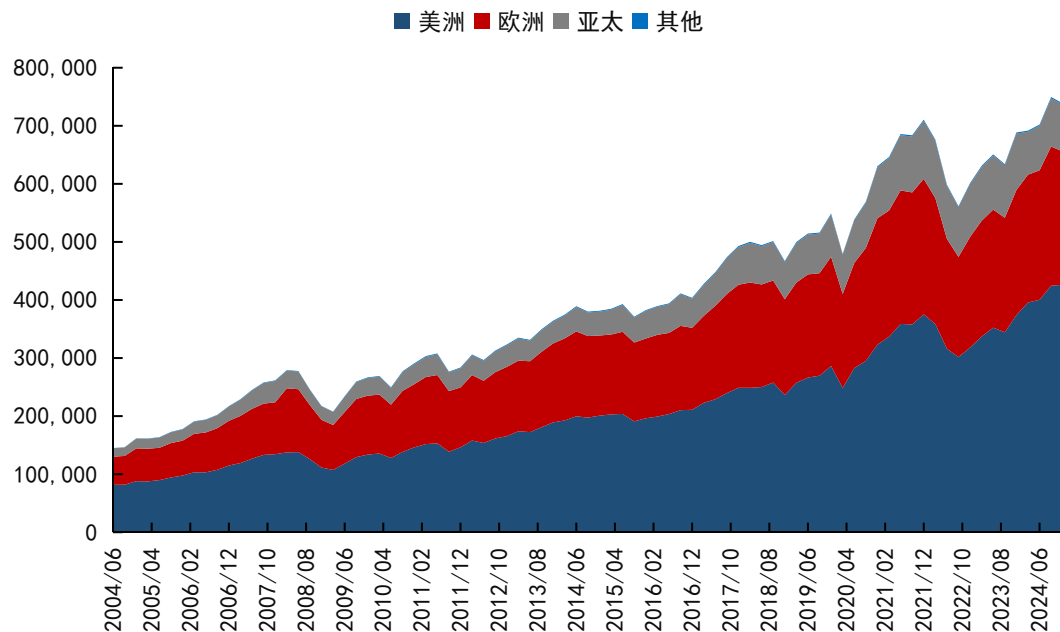


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

美国开放式基金总规模占全球一半

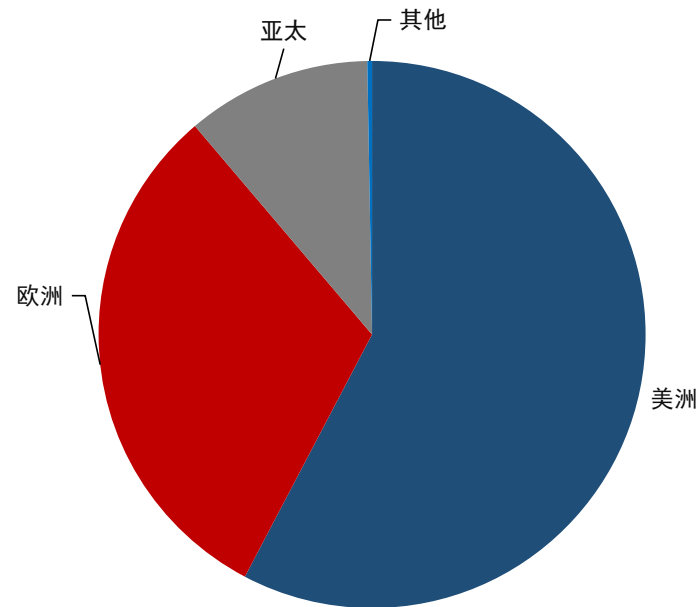
- 地区分布方面，截至2026Q1，美洲开放式基金（含共同基金和ETF）总规模54.77万亿美元，欧洲开放式基金总规模28.29万亿美元，亚太地区开放式基金总规模10.3万亿美元。全球基金总净资产集中在美国 and 欧洲地区。这两个司法管辖区的严格监管框架对区域基金行业的发展起到关键作用。在过去几十年里，美国基金获得长足发展。一个原因是，基金可以出现在税收优惠账户，例如，它可以出现在美国养老第二支柱的401（k）计划中。与此同时，在欧洲的UCITS框架下，在一个国家设立的UCITS可以跨境销售到一个或多个其他欧洲国家，诸如此类的政策安排为基金行业的发展提供了便利。
- 亚太地区的基金占全球基金总净资产的11%。考虑到地区人口规模、区域内国家经济发展和财富迅速增长以及相关政府正在促进个人账户型储蓄和投资，亚太地区的基金市场有持续增长的潜力。

图：全球各地区开放式基金总规模（单位：万亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

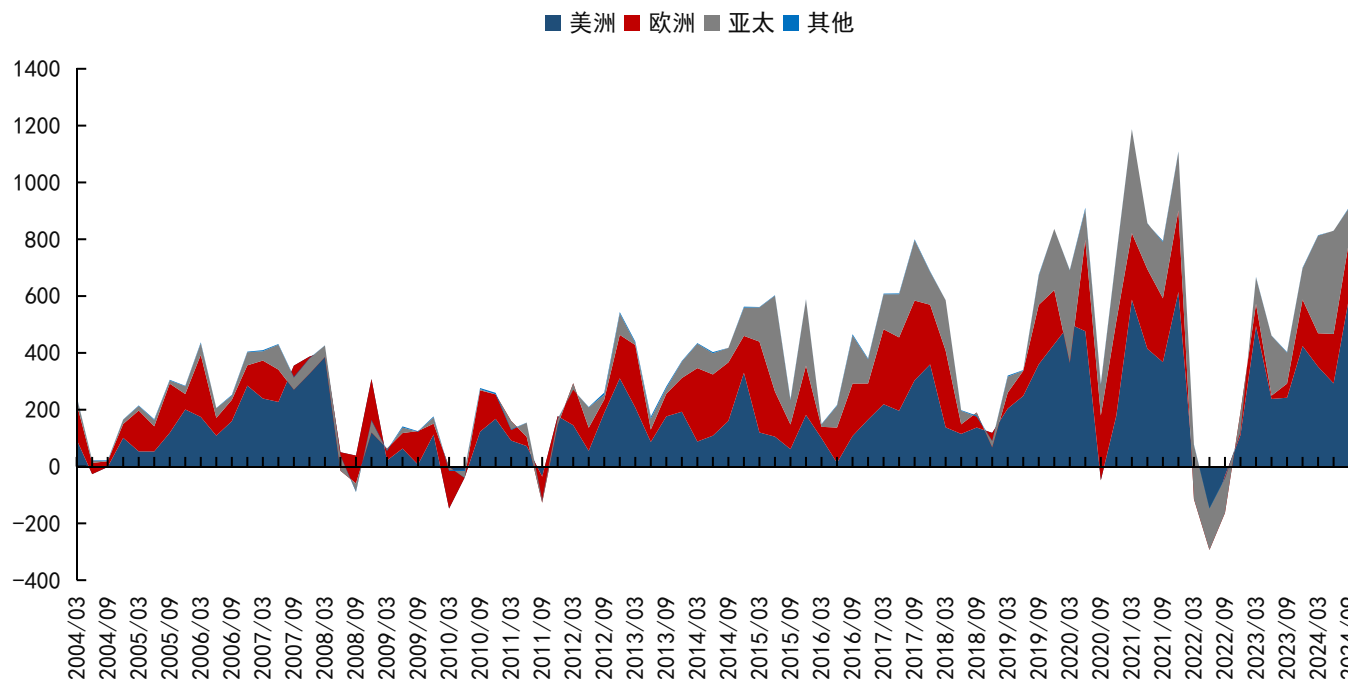
图：2026Q1全球四大地区开放式基金规模结构图



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

- 2024年以来，全球对公募基金（包括股票型、债券型、平衡/混合型基金、货币型基金和其他基金）的需求连续回暖，规模扩张主力为股票型基金、债券型基金及货币型基金。其中，股票型基金主要基于美国股市总市值扩张，债券型基金及货币型基金主要基于高利率环境下短久期债券及货币基金的现金管理功能。
- 美国和亚太市场是2023年以来基金规模扩张的主要驱动力。2023年年初至2024年年末，美国公募基金吸引净流入3.49万亿美元；亚太市场净流入1.52万亿美元，亚太市场净流入主要由中国、日本两个市场驱动；欧洲市场净流入1.04万亿美元。

图：公募迎来了增量资金（单位：十亿美元）

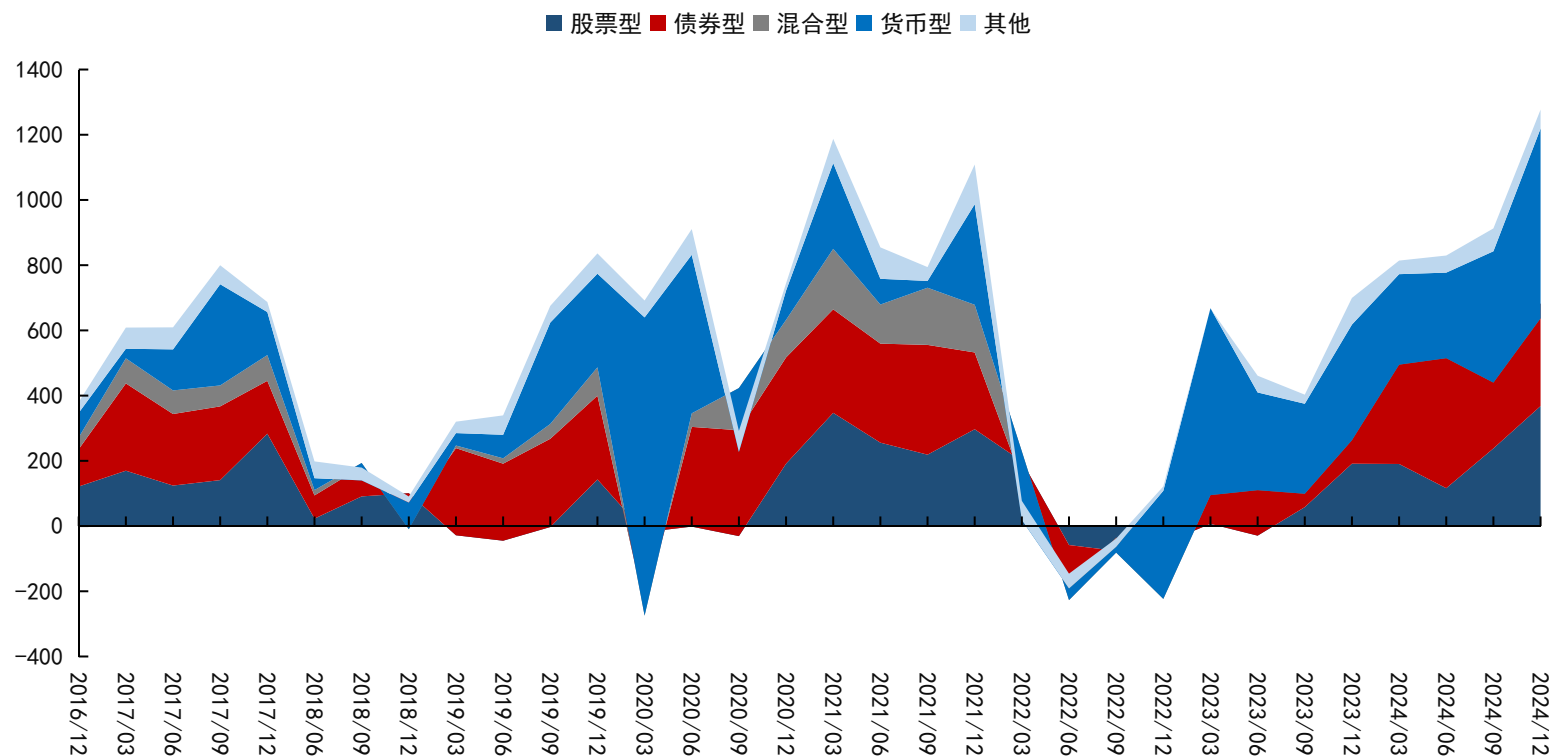


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

股票型、货币型基金成为公募基金扩张主力

- 2024年，基金吸引净申购3.83亿美元。长期限基金内部，2023年，几乎所有类型基金都实现了净销售。股票型、债券型、货币型基金净销售规模持续居于高位，平衡/混合型基金净销售额则持续低迷。伴随投资资产累计扩大，投资者投资经验、学习能力快速提升，对更高锐度、因子暴露更充分的产品需求增加。

图：全球开放式基金的净销售额主要来自股票型基金及货币型基金的流入（单位：十亿美元）

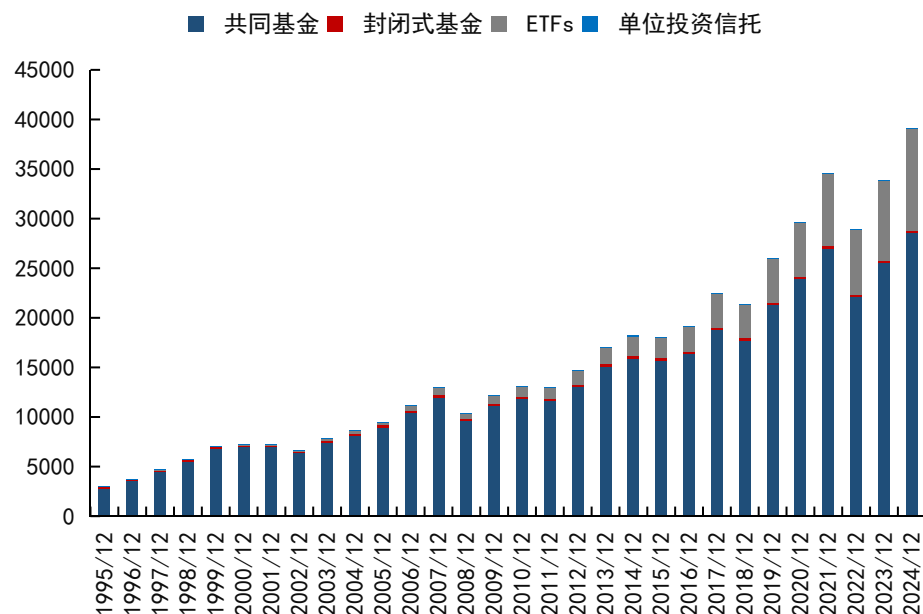


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

当前美国公募基金六成以权益为主

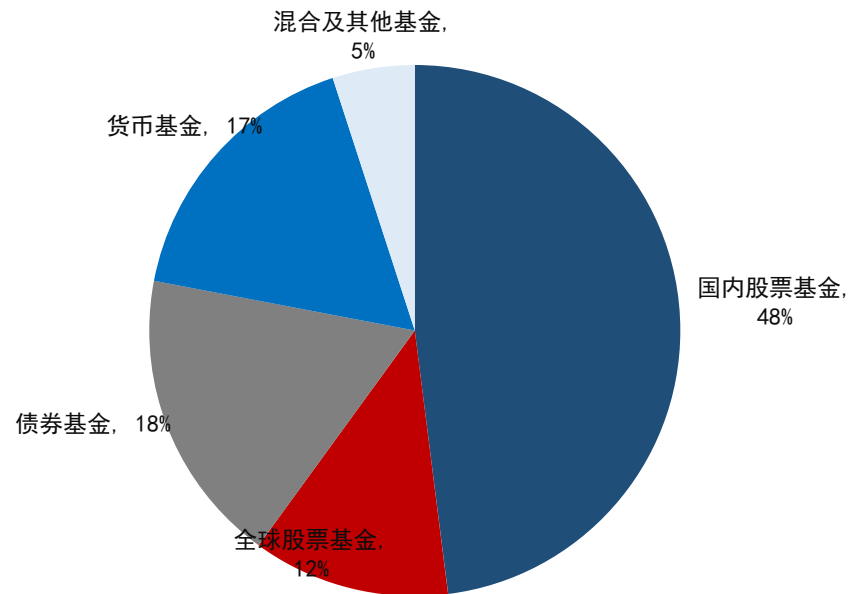
- 美国公募基金基本情况：美国注册投资公司净资产总额从2023年末的33.93万亿美元增长至2024年末的39.18万亿，同比提升15.5%。其中，共同基金占比最大，净资产合计为28.54万亿美元，占美国投资公司净资产总额的75%，绝大部分净资产为长期共同基金资产，其中股票型基金占共同基金净资产的52%；ETF也占有相当规模，净资产达到8.1万亿美元，占全球ETF净资产总额的72%；其余0.3万亿美元为封闭式基金和单位投资信托。
- 美国注册投资公司总规模主要集中于公募基金。其中，股票型基金持有近20万亿美元的净资产，占2023年年末投资公司总规模的59%。具体来看，美国本土企业股票基金持有15.6万亿美元；全球股票基金持有4.4万亿美元。债券型基金持有6.4万亿美元，而货币市场基金、混合型基金和其他类型基金（如大宗商品基金）持有剩余的7.5万亿美元。

图：美国注册投资公司净资产结构图（单位：十亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：美国注册投资公司总规模主要集中于长期基金（单位：十亿美元）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

➤ 美国公募基金的三大买方：



养老金

美国家庭是基金最大的投资者群体，截至2024年年末，美国的注册投资公司管理着美国家庭24%的金融资产。推动个人增持基金的主要因素为个人退休金账户（IRA）和固定缴款（DC）退休金计划（尤其是401（k）退休金计划）对共同基金投资的不断增长，截至2024年年末，通过IRA和DC退休金计划持有的共同基金约占美国家庭金融资产的10.0%，大大高于1990年1.3%。



主权基金/机构投资者

主权基金、企业和其他机构投资者也依赖于基金。如，机构可以使用货币市场基金管理部分现金和其他短期资产。同时，机构投资者对ETF市场的需求增长做出了贡献。共同基金、养老金、对冲基金和保险公司等机构的投资管理人利用ETF产品来进行市场投资，管理流动性和投资者现金流需求或是对冲风险。



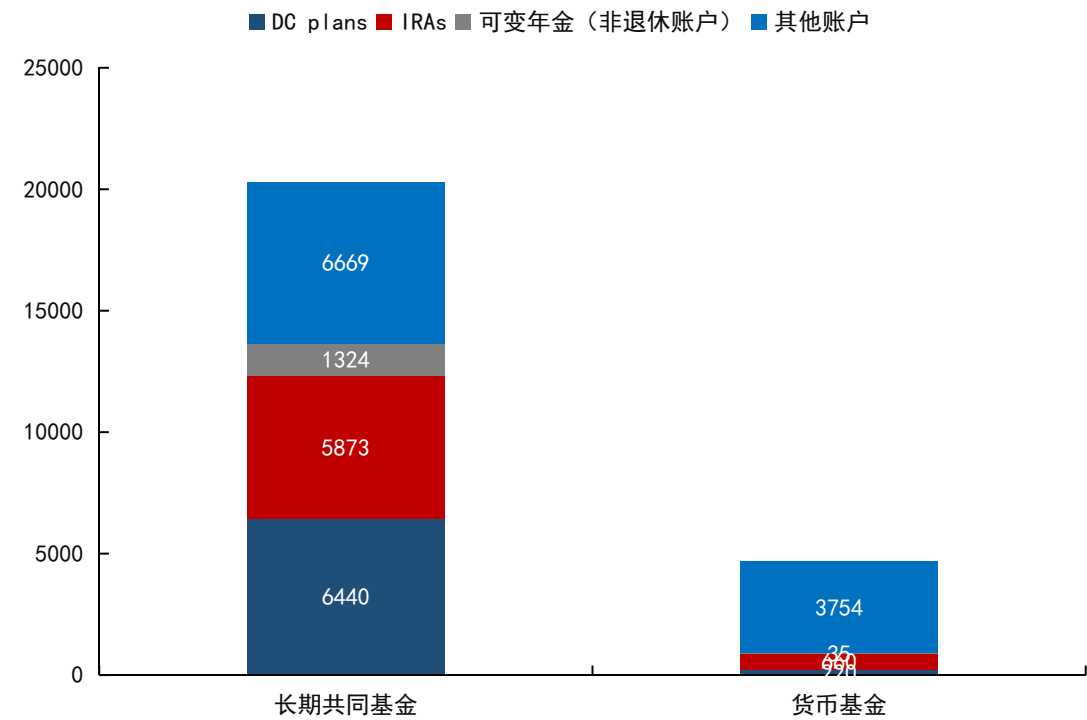
投资公司

过去30年里，美国投资公司一直是美国国内金融市场重要投资者。截至2024年年末，美国投资公司持有35%的美国上市公司股票。而在美国企业发行的债券以及由美国居民投资持有的外国债券中，有24%的债券是通过投资公司持有。

发展趋势：从单一产品走向服务集成，行业寡头明显

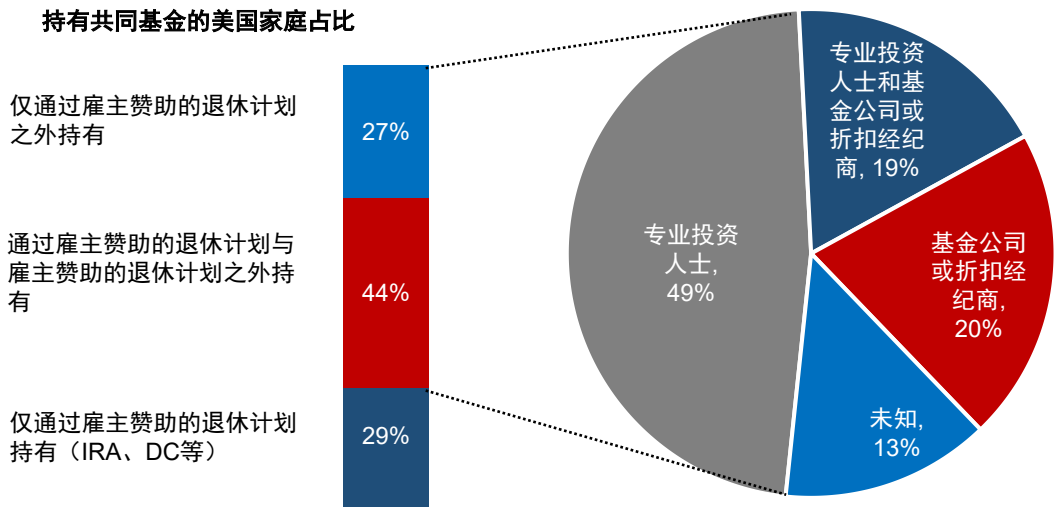
- 美国DC计划和个人退休账户中持有的长期共同基金资产达12.3万亿美元，约占家庭长期共同基金资产的60%。在退休计划之外，美国家庭还有1.3万亿美元的长期可变年金共同基金资产及少量货币市场基金。
- 个人退休金账户（IRA）和固定缴款（DC）退休金计划（尤其是401（k）退休金计划）对共同基金投资的不断增长，为公募基金市场带来了大量新增配置资金，大规模增量资金的涌入催生了大量的投顾服务需求。2024年，68%的家庭通过专业的投资人士（专业投资人士包括注册的投资顾问、提供全方位服务的经纪人、独立的理财规划师、银行和储蓄机构的代表、保险代理和会计师等）购买投资共同基金；其中，49%的家庭只通过专业投资人士购买基金，19%的家庭通过专业投资人士和基金公司或折扣经纪人购买基金。

图：DC计划和IRA中持有的长期共同基金资产占家庭长期共同基金资产的60%



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：66%的家庭通过专业的投资人士购买投资共同基金

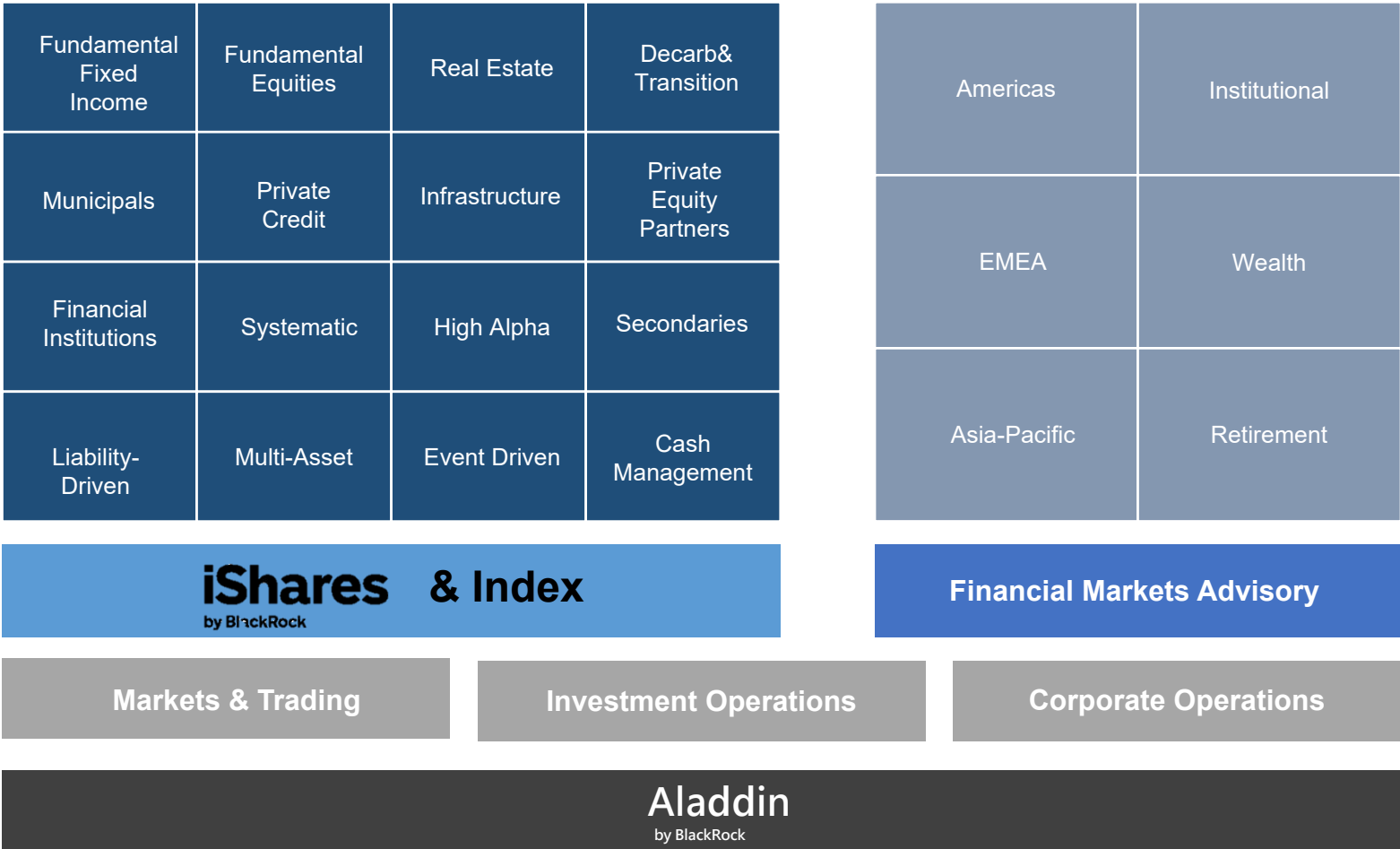


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

发展趋势：产品细分不断丰富

➢ 1945年，美国股票和混合型基金占资产管理总规模的90%。人口退休浪潮推动基金收益型产品及风险管理产品的创新，后来为满足不同客户需求出现大量细分行业的基金产品。截至2024年底，美国共同基金的净资产达28.5万亿美元，其中大部分为长期共同基金，仅股票基金就占美国共同基金净资产的52%；货币市场基金是第二大基金类别，占净资产总额的23%；债券基金（19%）和混合基金（6%）。2024年末，美国ETF净资产达10.3万亿美元，约有13%的美国家庭（1690万户）持有ETF。

图：贝莱德多元化的产品及平台体系（“One BlackRock”体系）

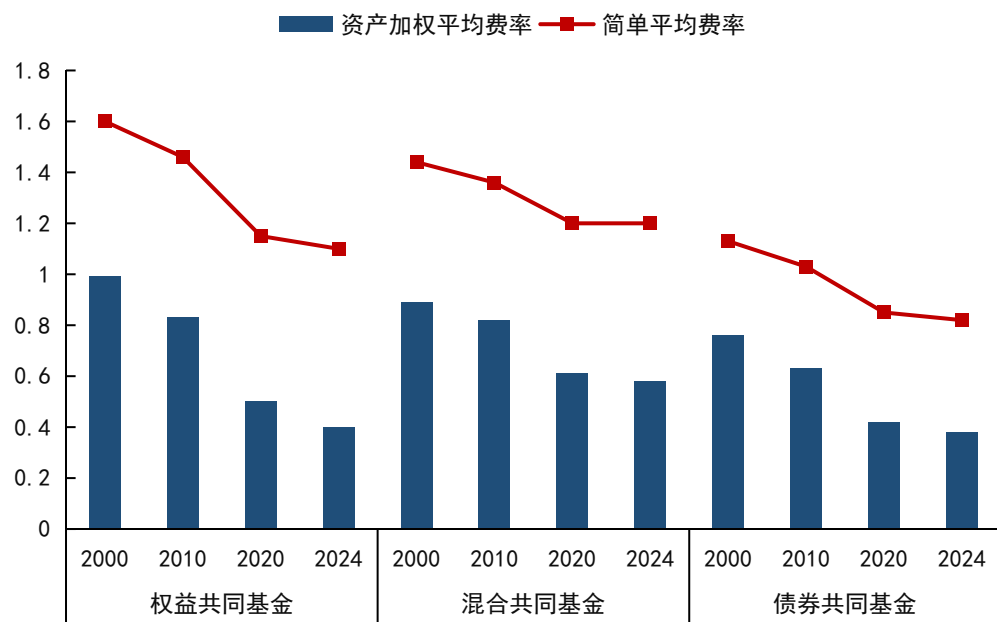


资料来源：贝莱德官网，国信证券经济研究所整理

发展趋势：产品费率持续下降

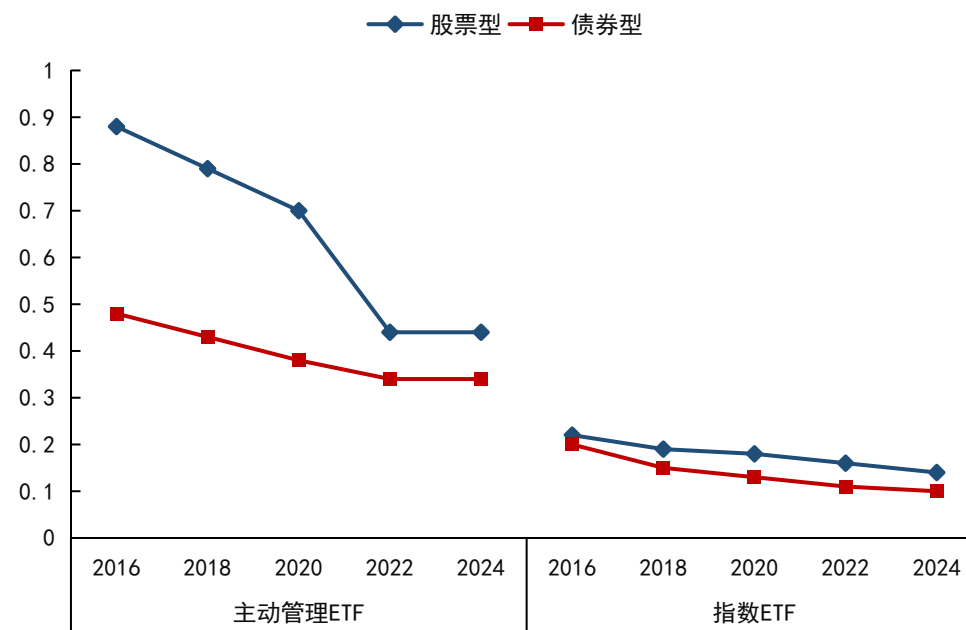
- 2000-2024年，共同基金的费率总体呈明显下降趋势。股票型基金的费率下降幅度最大，从2000年的0.99%下降至2024年的0.40%，降幅近60%；其次是债券型基金，费率从2000年的0.76%降至2024年的0.38%，降幅为50%；最后是混合型基金，费率从2000年的0.89%降至2024年的0.58%，降幅为25%。
- ETF的费率低于平均水平并且也呈下降趋势。从主动管理ETF来看：股票型ETF费率由2016年的0.82%下降至2023年的0.43%，降幅为48%；债券型ETF费率由2015年的0.47%下降至2023年的0.35%，降幅为26%。从指数ETF来看：股票型ETF费率由2015年的0.22%下降至2023年的0.14%，降幅约为40%；债券型ETF费率由2015年的0.20%下降至2023年的0.10%，降幅为50%。

图：共同基金的费率总体呈明显下降趋势（单位：%）



资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

图：主动管理与指数ETF费率持续下降（单位：%）

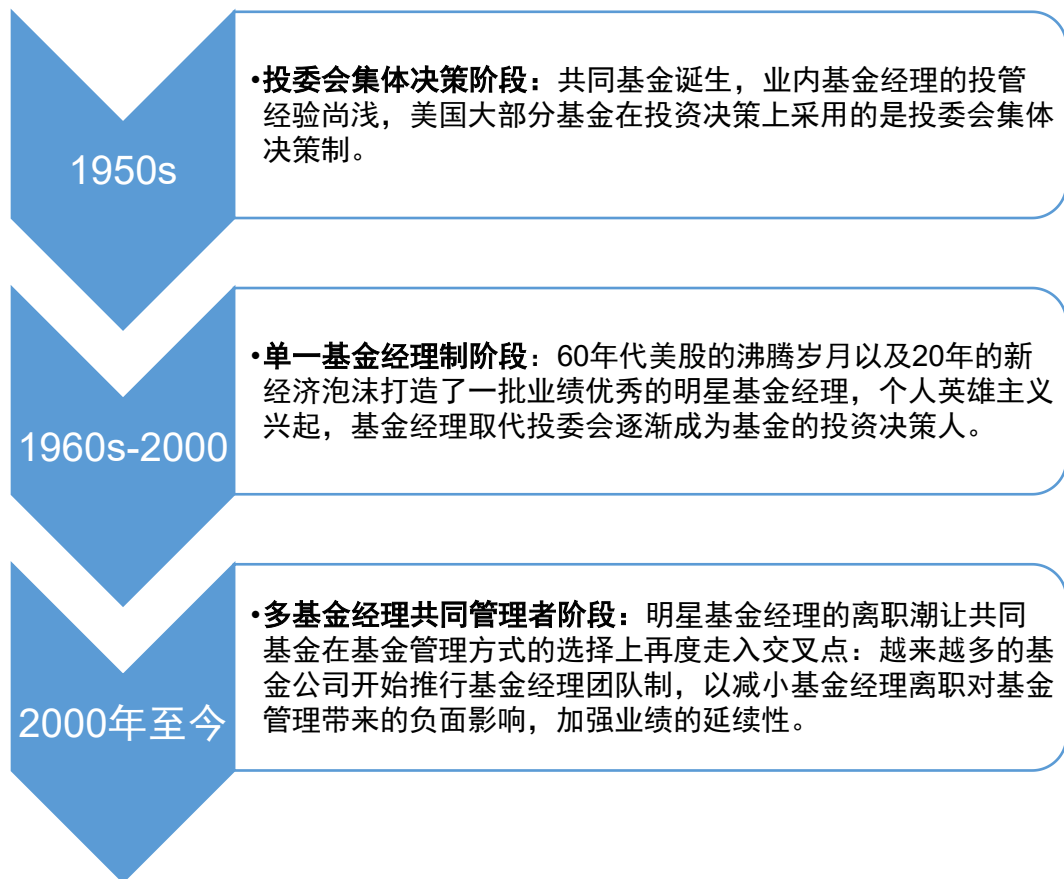


资料来源：美国投资公司协会（ICI），国信证券经济研究所整理

发展趋势：由单一基金经理制向团队管理制的转变

- 美国共同基金的基金经理是持有人资产的最终管理者，所以基金管理模式对于投资决策的有效性至关重要。
- 美国共同基金业中较为成功的三种基金管理模式：“单一基金经理制”、“基金经理团队制”以及“多人分仓管理制”。

图：基金管理模式的发展过程



资料来源：《中美公募基金发展情况比较与研究》，国信证券经济研究所整理

图：三种主要的美国基金管理模式

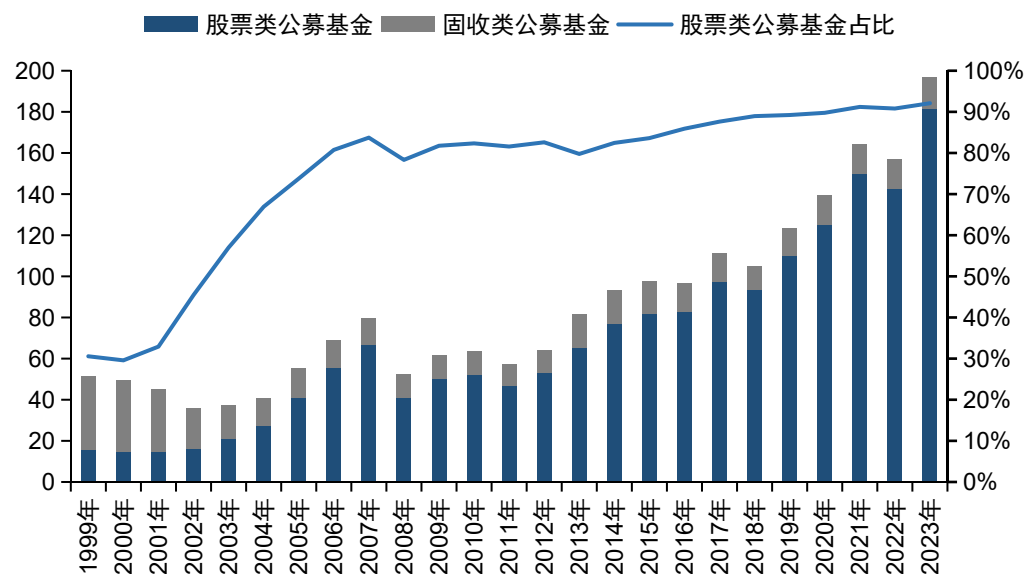
单一基金经理制 (Solo Manager)	基金经理团队制 (Co/lead Manager)	多人分仓管理制 (Multiple Manager)
• 单一基金经理制在美国的共同基金业中是最普遍的一种管理模式，即一只基金由一名基金经理管理。在单一基金经理运作的机制下，基金产品的个人色彩非常鲜明，基金经理如何择时、如何择股直接决定了基金产品的业绩。 • 优势：保证基金经理决策的独立性，同时也便于基金经理的业绩考核。 • 劣势：基金管理和业绩的连贯性上，基金经理离职可能会引发基金过往良好业绩的不可持续性和投资风格的改变，投资决策的不连贯可能会导致现有投资者的流失。 • 案例：美国富达基金公司，富达旗下的许多旗舰产品均采用单一基金经理制。其拥有有史以来最厉害的明星基金经理，彼得林奇，管理的麦哲伦基金的十三年里，年平均收益率为29%，而同期标准普尔500指数的涨幅平均仅为14%。	• 由两位或者两位以上的基金经理共同管理基金，以缓解因明星基金经理离任而产生的大量资产流失、基金规模过大基金经理精力不足以及投资误判等问题。基金经理团队制主要分为“一主一辅”或“一主多辅”模式与团队共同决策两种模式。 • 优势：可以在一定程度上规避基金经理离职带来的负面影响，降低在重大决策上出现失误的概率。 • 劣势：虽然基金经理团队制可以解决基金经理离职而带来的业绩延续性问题，但是在这种模式下基金经理之间的配合和默契度就变得至关重要。人际间的相互迁就有可能阻碍了思想的创新以及决策的果断性，基金业绩方面的表现可能并不优于个人经理所管理的基金。 • 案例：以精品策略发展的道奇·考克斯(Dodge&Cox)。	• 由多位基金经理对同一投资组合的不同部分分别进行独立决策的管理模式，在这一模式之下，产品策略或更为多元。 • 优势：一是克服了规模扩张对于业绩的限制问题；二是产品策略或更为多元；三是决策效率也相较基金经理团队制有所提升。 • 劣势：由于多人分仓管理制这种模式对于基金公司本身的文化和价值体系都有极高的要求，在美国基金业界中采用这种管理模式的公司较少。除此之外，在这一模式之下，同样也面临着产品风格不统一、不清晰等问题。 • 案例：资本集团旗下Ameriean Funds是多人分仓管理制的缔造者，已在这种制度下成功运作了60余年的时间。其产品遵循双层分散式架构，即首先将产品按照权益、固收、现金等不同资产类型划分成数个投资组合，再将上述投资组合二次划分至不同基金经理处进行单独决策。

资料来源：《中美公募基金发展情况比较与研究》，国信证券经济研究所整理

长期低利率国家：红利型基金机会独具（日本）

- **高股息——低利率时代的解决方案：**在长期处于低利率环境下的日本，其分红公司占上市公司总比例达到80%。很大意义上，作为宽基指数的日经225本身就可以看作一个股息收益指数，尽管绝对股息率水平不高，但相对于长债利率有很大优势。在全球地缘风险日趋复杂的情况下，高股息所代表的隐含回报，成为巴菲特青睐日本股市的理由之一。
- **低利率时代股票类基金成为了日本公募基金的主要产品。**为了应对低回报的资本市场逆境，日本公募在产品和服务上进行了多项创新，其中月度分红型产品始于1997年，是日本人口老龄化社会现实下非常成功的一款创新基金产品。月度分红型产品主要投资于剩余期限较短的固收产品，其具有再投资风险低、利率风险低的特点，这种特征与高频且稳定的现金流非常匹配固定收入减少的老年人的投资需求。2011-2014年间，月度分红型产品的平均规模曾占公募基金总规模的50%。
- 2016年，日本进入零利率时代、固收市场低迷、固收产品收益率大幅降低，以及市场同质化竞争低效、投资者风险偏好发生改变等原因，月度分红型产品的规模以及产品数量开始减少。截至2023年末，月度分红型产品净资产规模为20.98万亿日元，占比已降至10.65%。

图：日本债基几乎停滞，股票基金快速扩张（单位：万亿日元）



资料来源：日本投资信托协会，国信证券经济研究所整理

图：2015年后月度分红型基金产品规模收缩（单位：亿日元）

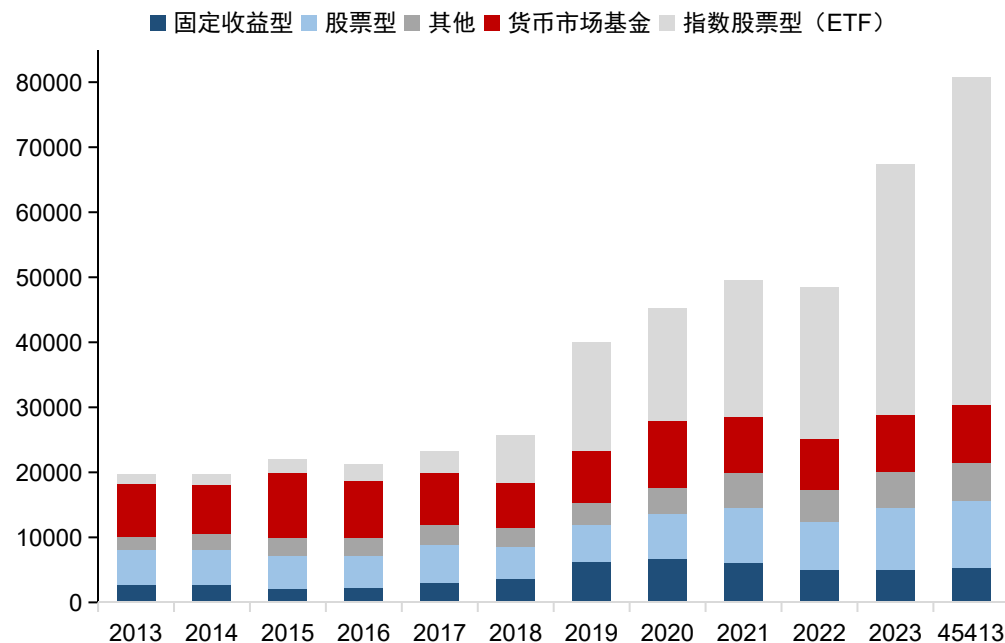


资料来源：日本投资信托协会，国信证券经济研究所整理

长期低利率地区：红利型基金机会独具（中国台湾）

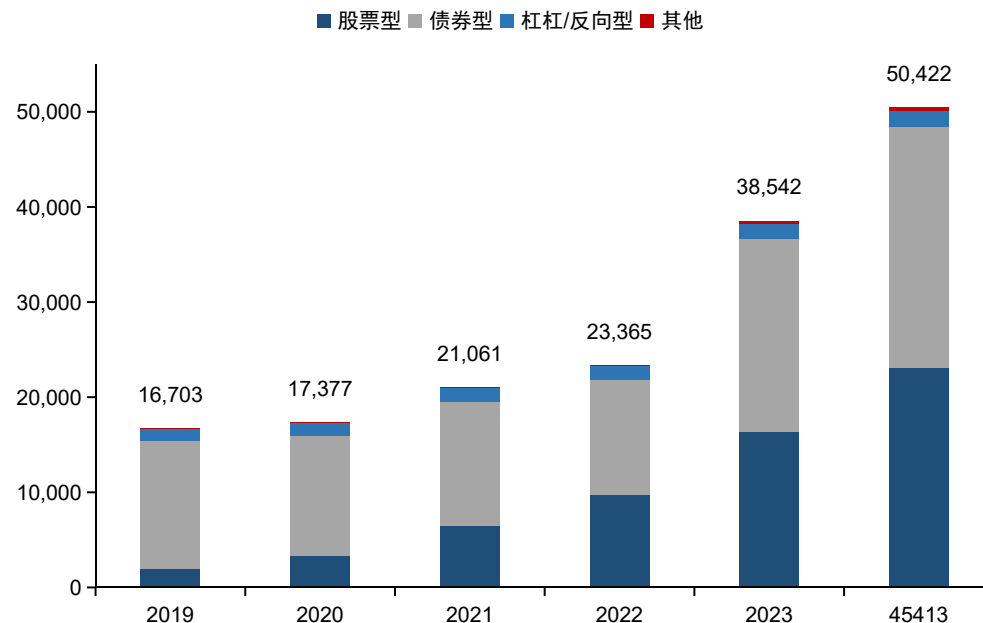
- 经历了长期低利率环境、资本市场高波动的中国台湾，ETF被视作一种财富存储的工具。自2019年，ETF规模超越普通基金成为台湾最大共同基金。截至2024年5月，台湾ETF规模达5.04万亿新台币（约1.23亿人民币）。其中，本土高股息与海外债券两类以生息为主要收益来源的资产成为本地投资者最为重要的配置方向。
- 目前，中国台湾前两大ETF分别是元大高股息ETF和国泰ESG永续高股息ETF，两只产品的规模均超过2000亿新台币。其中，成立于2007年的元大台湾高股息ETF，2023年末管理规模达到2534.66亿新台币，位居第一。中国台湾地区大部分高股息ETF都具备“月度分红”的条款，这是近年来出现的新现象，也是低利率环境和老龄化社会的产物。
- 2024年3月，中国台湾的一只月度配息（分红）的高股息ETF首发，募集规模超过了1750亿元新台币（约合人民币390亿元），创下亚太地区ETF首发规模的纪录。中国台湾地区受追捧的不仅是高股息ETF，还出现了科技+高股息结合的ETF。

图：中国台湾地区四大基金类型规模变化（单位：亿新台币）



资料来源：投信投顾公会，国信证券经济研究所整理

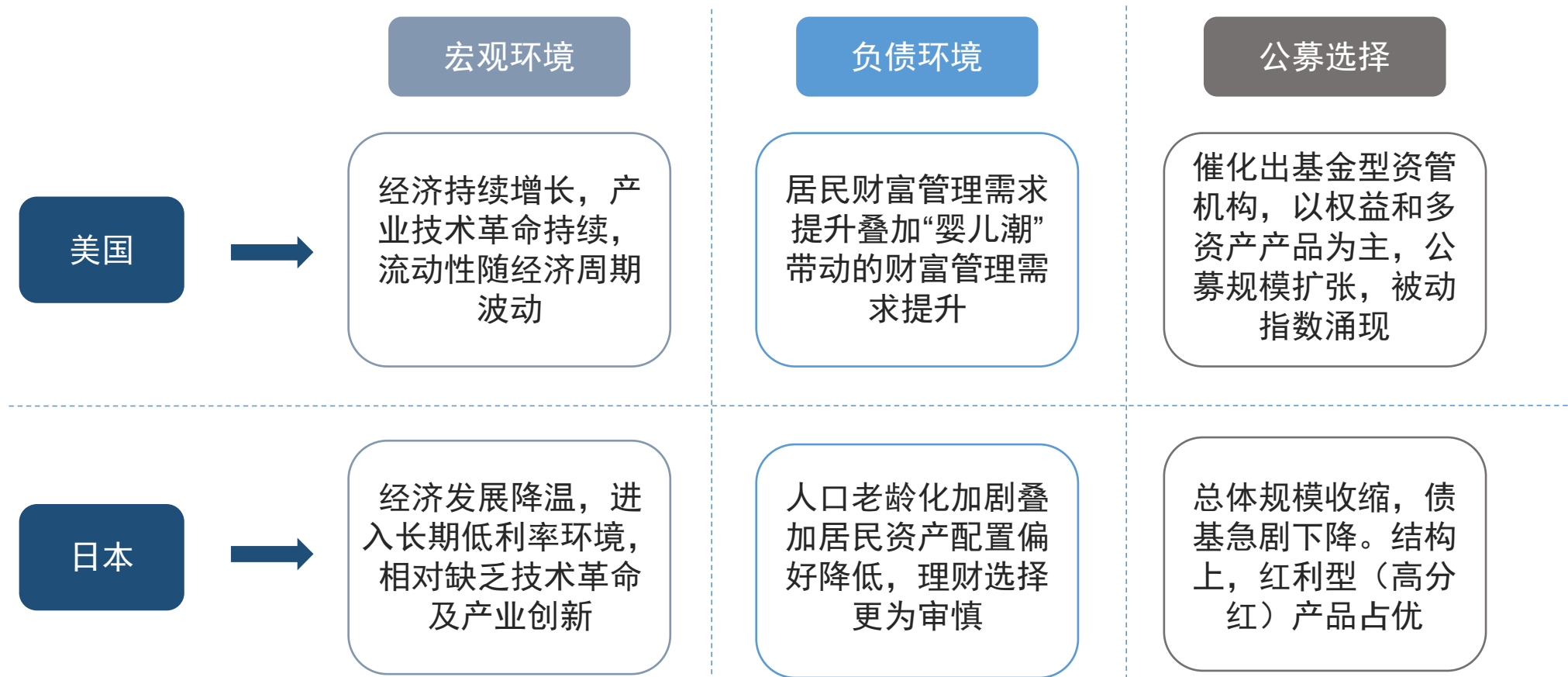
图：中国台湾ETF规模变化（单位：亿新台币）



资料来源：投信投顾公会，国信证券经济研究所整理

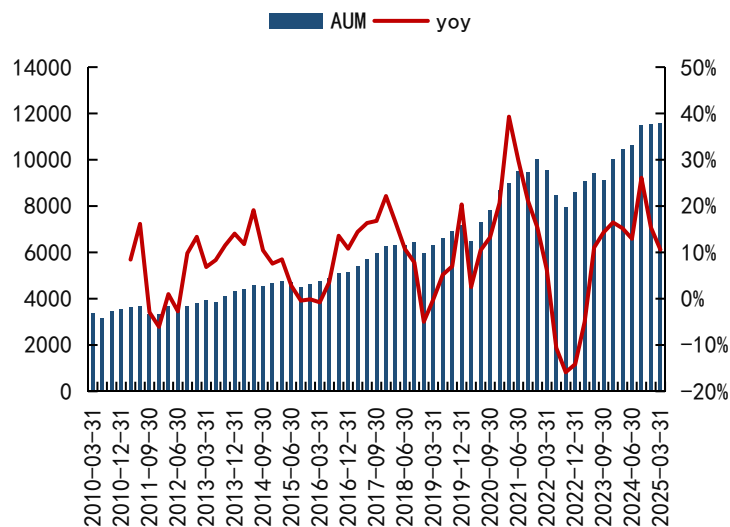
总结：公募发展机会取决于一国长期人口、产业、利率环境变迁

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



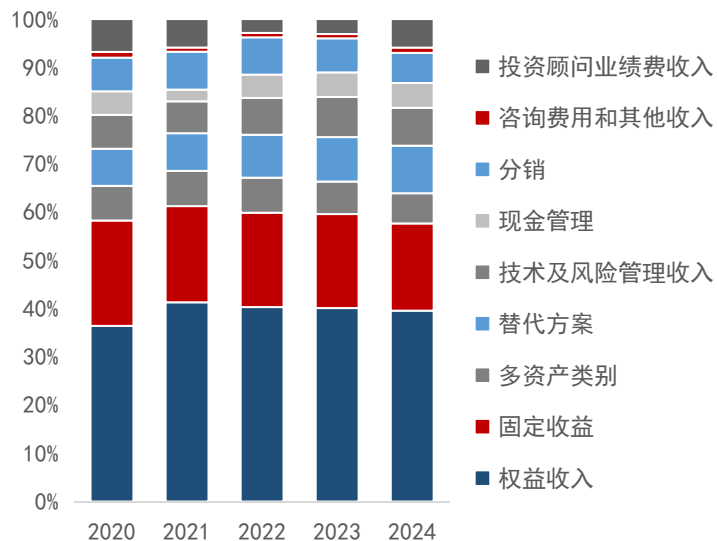
- 作为全球一流的全能型资管机构，贝莱德通过多元化及全球化的布局为投资者提供投资、顾问及风险管理等服务。自1988年成立以来，贝莱德通过行业及产业整合，扩充产品及渠道多元性，稳步提升资管规模及投资能力。截至2026Q1，贝莱德AUM达13.9万亿美元。
- 近年来，贝莱德通过在全球领域的并购及收购，不断加快其业务布局，不断实现规模、产品、渠道、科技的突破。

图：贝莱德历年AUM（单位：十亿美元）



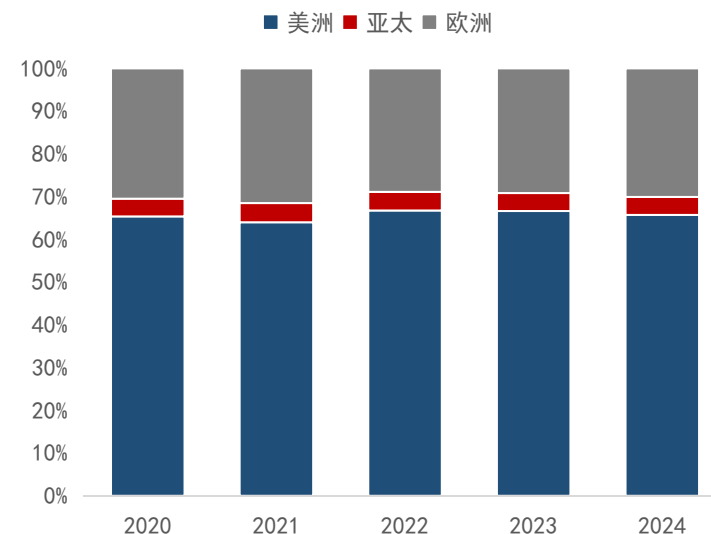
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：贝莱德收入结构



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：贝莱德全球各地区营收规模（单位：万元）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

➤ 经过多年深耕，贝莱德衍生出以被动风格为主的产品布局体系，结合其在多元化产品体系及全球化渠道布局，公司资管能力不断提升。

表：贝莱德收购/并购汇总

时间	被收购/并购公司	收购/并购意义
2005	State Street Research and Management	提升资管规模，扩大权益类产品品类
2006	Merrill Lynch Investment Managers	进一步拓展资管业务
2007	Quellos Group	提升FOF规模，一举成为最大的FOF平台
2008	Impact Inevsting	赋能阿拉丁平台的多资产配置能力
2009	R3 Capital Management	提高对冲基金规模及管理能力
2009	Barclays Global Investors	通过iShare平台，快速进驻ETF业务
2010	Helix Financial Group	加快布局地产板块
2010	Primasia Investment Trust	拓宽国际市场业务
2012	Claymore Investments	拓展加拿大市场的ETF市场
2012	Swiss Re Private Equity Partners	拓展私募股权投资业务领域
2013	Credit Suisse	拓展海外市场
2013	MGPA	地产投资规模进一步提升
2015	Infraestructura Institucional	提升基础设施投资能力
2015	FutureAdvisor	赋能数字化建设及零售渠道
2016	Bank of America Global Capital Management	提升现金管理业务能力
2017	Cachematrix	提升现金管理业务能力
2018	Tennenbaum Capital Partners	拓展信贷业务能力
2018	Citibanamex资管	拓展海外市场
2019	eFront	赋能阿拉丁平台另类投资等板块
2021	Aperio	拓展SMA业务及资管规模
2024	GIP	提升基础设施投资能力
2024	Preqin	赋能阿拉丁平台数据建设

资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

图：贝莱德产品及策略布局

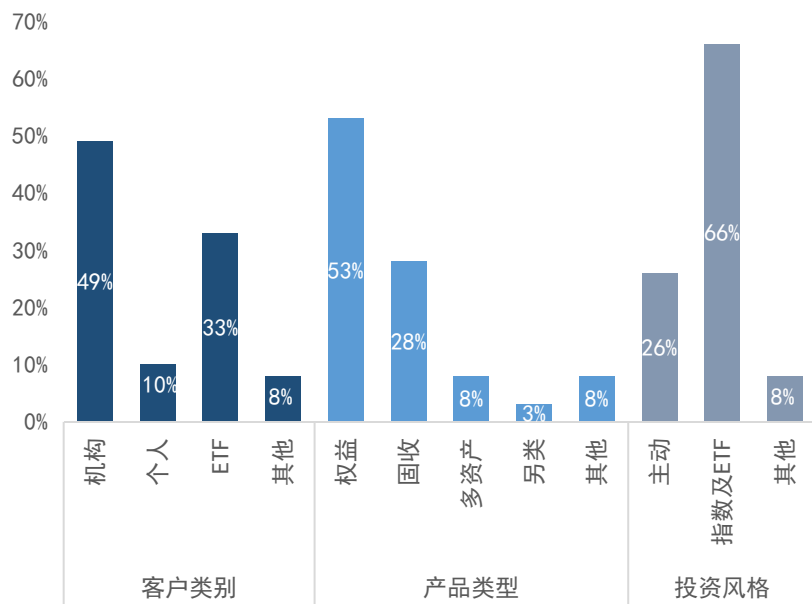


资料来源：公司财报, 国信证券经济研究所整理

贝莱德：以被动产品为代表的体系

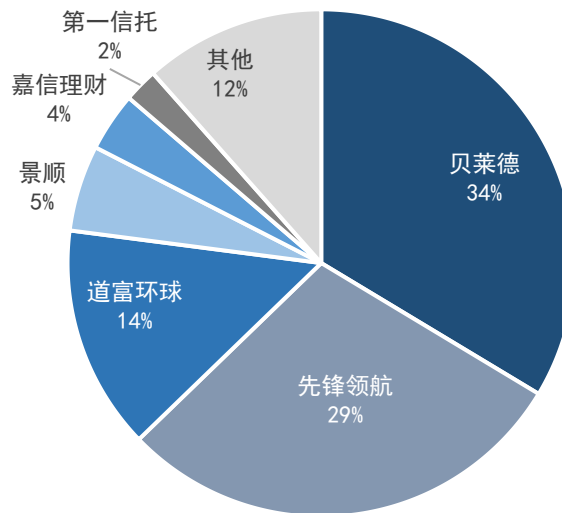
- 贝莱德通过旗下iShare平台全面布局ETF市场，提供超过1300种相关产品，并成为当前全球最大的ETF“供应商”。iShare下属的ETF产品具备规模大、品类全、费率低等优势，并成为贝莱德当前主要的营收来源之一。
- 美国ETF龙头优势显著，前六大机构占据80%以上市场份额。iShare约占美国ETF市场份额的34%，先锋领航、道富环球、景顺、嘉信理财、第一信托市占率则分别为29%、14%、5%、4%，合计市占率为88.4%。

图：贝莱德客户及产品类型占比（单位：%）



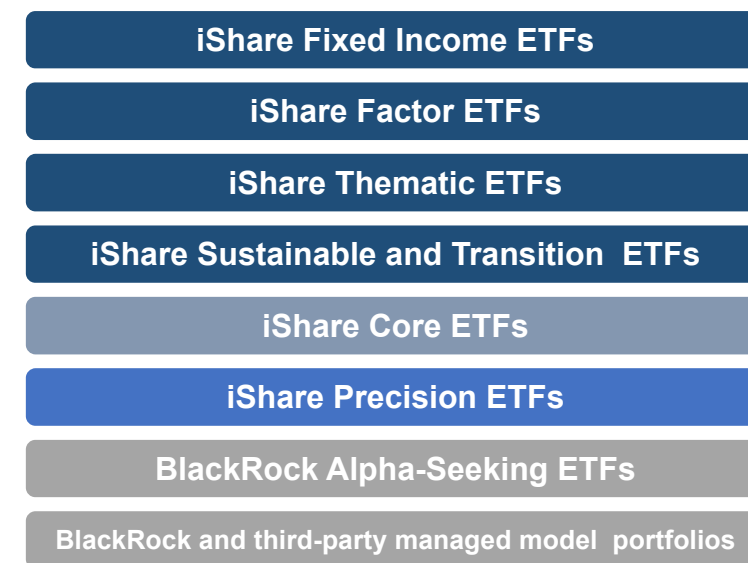
资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

图：美国ETF市场份额及占比（单位：%）



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

图：贝莱德ETF产品分类



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

贝莱德：布局以阿拉丁平台（Aladdin）为核心的科技体系

- Aladdin 平台基于其强大的数据基础，整合了风险分析、交易执行、数据管理与监控、组合管理等功能，能根据客户需要定制化情景分析和压力测试，其投资组合分析覆盖股票、固定收益、衍生品、商品等多个类别，支持通过分析相关性及联动性影响，构建具有低相关性、有效分散风险的投资组合。

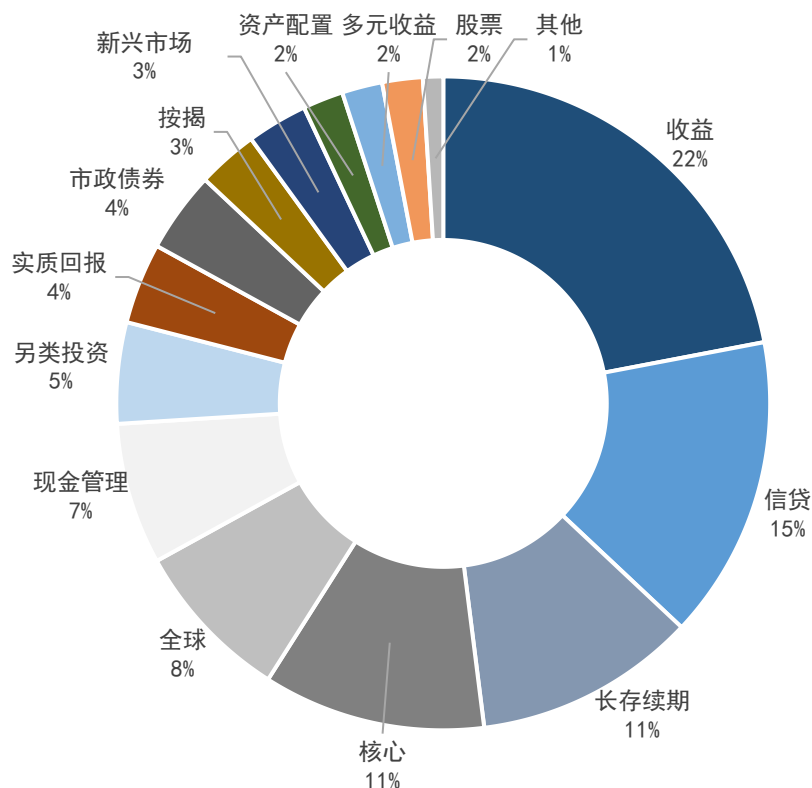


贝莱德：布局以阿拉丁平台为核心的科技体系

Aladdin投资组合管理决策支持系统	➤ Aladdin指Asset（资产）、Liability（负债）、Debt（债务）、Derivative（衍生品）。
投资组合头寸和风险敞口分析	➤ 安全和投资组合级风险分析——针对每种证券计算50+次分析； ➤ 行业、发行人、国家、评级等集中度分析； ➤ 时间序列/趋势分析。
投资组合风险和情景分析	➤ 使用分析方法和历史方法来评估风险/跟踪错误； ➤ 压力测试——包含不同情形和冲击。
证券估值和现金流预测	➤ 基于实时交易数据评估和分析； ➤ 相对价值分析。
绩效和归因	➤ 自下而上计算的每日收益； ➤ 按战略、国家和部门划分损益。

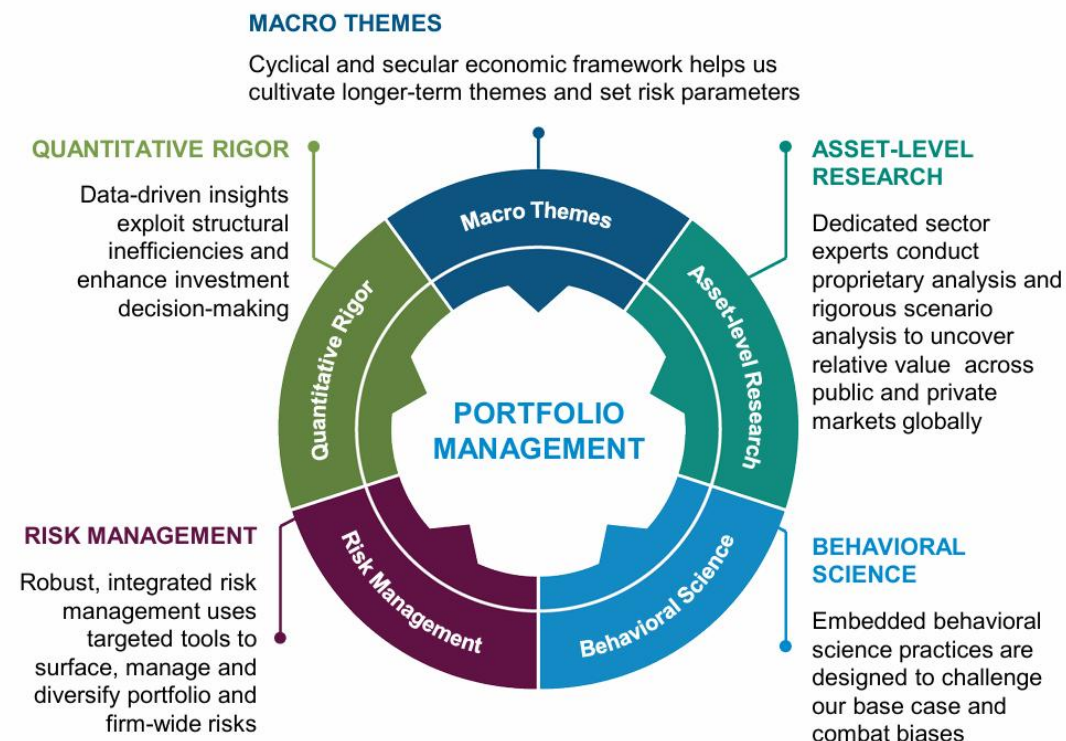
- PIMCO（太平洋投资管理公司）作为全球精品类资管机构，在过去50多年的发展历史中，专精固定收益资产管理，成为相应领域首屈一指的资产管理机构。截至目前，PIMCO资产管理规模达2.03万亿美元，管理的主要资产类型为债券。
- 公司坚持主动管理型投资理念，通过强大的风控力深耕低评级债券市场，实现较高超额收益。5年期内，PIMCO资产表现优于基准指数（扣除费用后）的比例为85%。

图：PIMCO资产管理结构（单位：%）



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

图：PIMCO组合管理理念



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

PIMCO: 打造主动管理型固收投资框架

- PIMCO通过结合自上而下及自下而上的投研框架，打造主动型投资组合。
- 其中，自上而下的投资框架主要包含经济论坛、投资委员会、投研团队三大核心部分，助力公司打造基于宏观形势形成穿越周期的固收投资框架。

图：PIMCO投研框架



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

表：全球顾问委员会核心成员简介

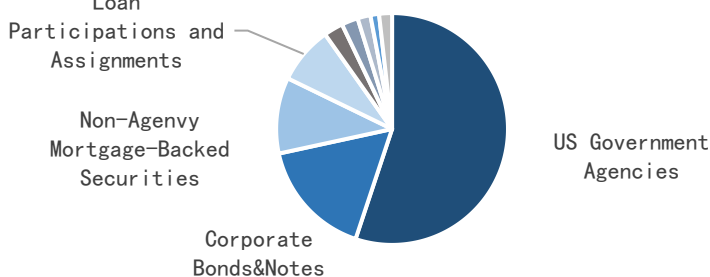
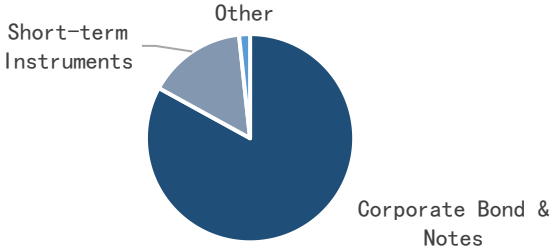
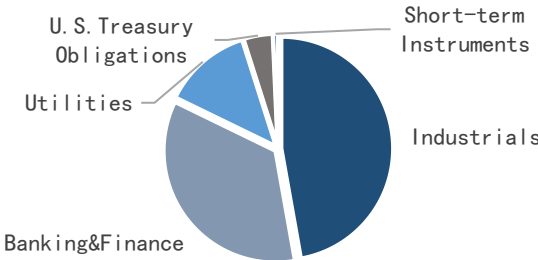
成员名	个人简介
Ben Bernanke	曾担任美联储理事会主席、总统经济顾问委员会主席、普林斯顿大学经济学教授等。同时也是2022年诺贝尔经济学获奖者，曾发表过有关各种经济和货币问题的文章，并撰写了多本学术书籍和两本教科书。
Joshua Bolten	担任华盛顿商业圆桌会议总裁兼首席执行官。曾担任Rock Creek Global Ascisors董事总经理、白宫幕僚长、管理和预算办公室主任等。
Gordon Brown	拥有爱丁堡大学历史学博士学位。担任联合国全球教育特使，并主持世界经理论坛全球战略基础设施倡议，曾担任英国首相、财政大臣等。
Mark Carney	曾担任联合国气候行动和金融问题特使、英格兰银行行长兼货币政策委员会、金融政策委员会、审慎监管委员会主席、金融稳定委员会主席、国际清算银行经济合作理事会主席、加拿大央行副行长等。
Michèle Flournoy	曾担任新美国安全中心联合创始人兼首席执行官、国防部政策副部长、首席副助理国防部长和副助理国务卿等

资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

PIMCO: 多元固收产品

➤ 公司的产品线以生命周期基金和全资产配置基金为主，例如PIMCO RealPath Fund系列和PIMCO All Asset Fund系列等，这些基金通常投资于PIMCO旗下的多元化基金产品，包括ETF和主动管理类基金等。

表：PIMCO部分产品收益及配置情况

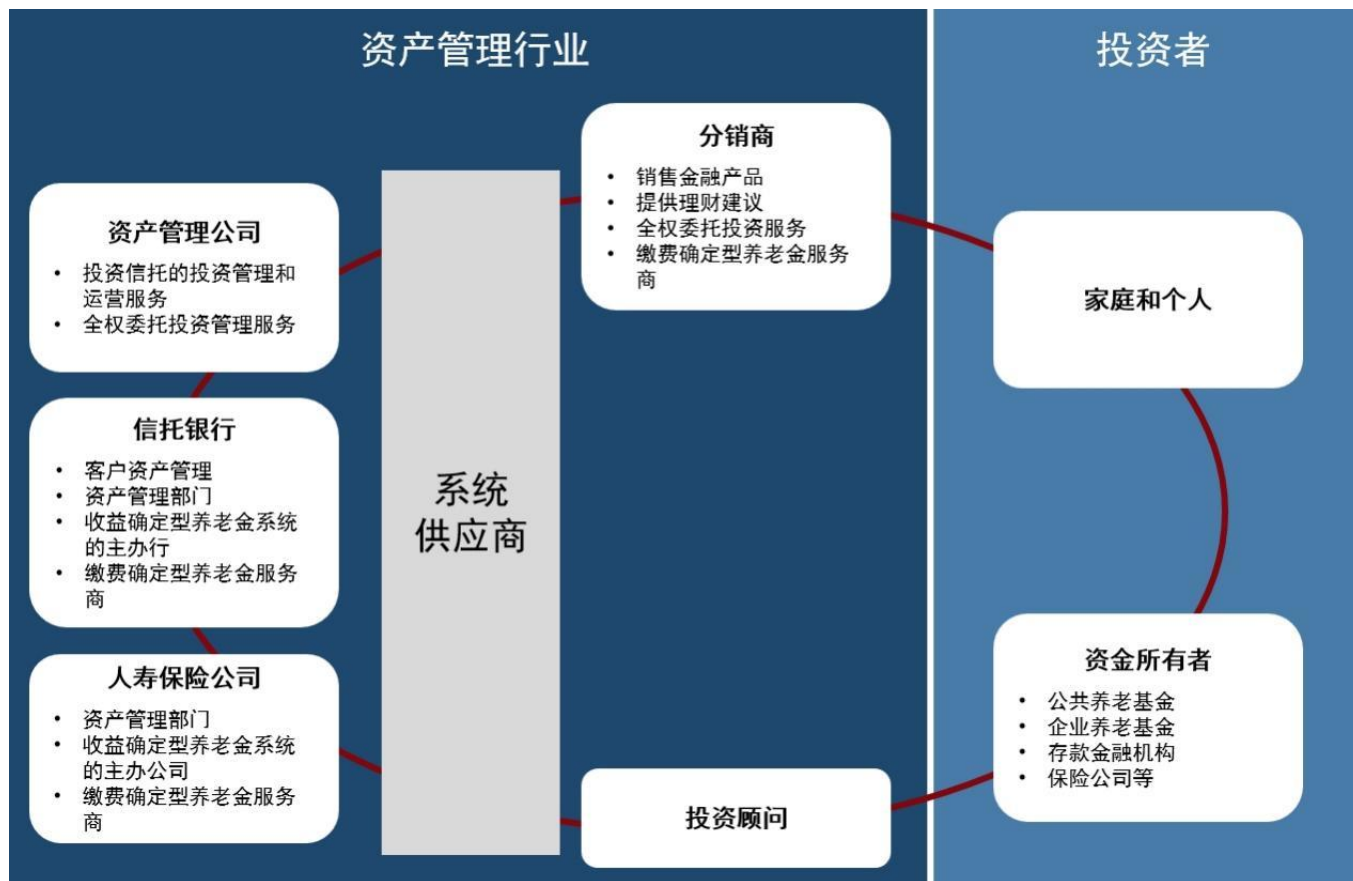
产品名称	平均年总回报（NAV）		配置结构
PCM Fund, Inc,	1年	0.45%	
	5年	2.57%	
	10年	5.76%	
PIMCO 0-5 Year High Yield Corporate Bond Index Exchange-Traded Fund	1年	8.99%	
	5年	2.90%	
	10年	3.72%	
PIMCO Investment Grade Corporate Bond Index Exchange-Traded Fund	1年	2.12%	
	5年	2.01%	
	10年	2.78%	

资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

日本：资管产品体系

- 20世纪80年代后半期，随着日本经济的快速扩张和金融市场的国际化趋势，日本官方提出了改革方案。1989年《投资信托管理公司许可制度指引》的发布，放开了外国资管公司在日本设立分支机构的限制，进一步放宽了本国非券商类金融机构的进入要求。随着政策的放宽，银行、保险公司等金融机构纷纷加入资管行业，市场参与主体逐渐丰富，形成了一个多方参与的资管体系，包括资管公司、分销商、投资顾问和投资者。

图：日本资管体系构成

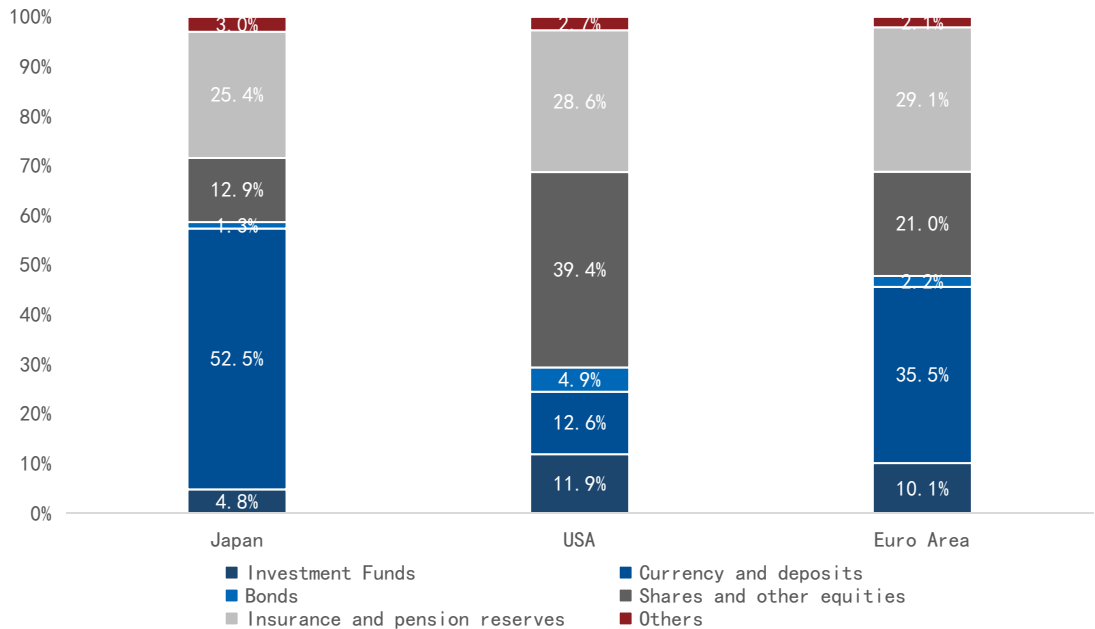


资料来源：FSA, 国信证券经济研究所整理

日本：低利率环境下资产配置

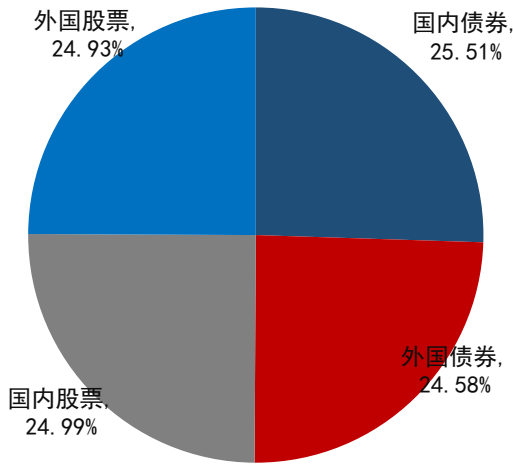
- 由于历史经验、制度环境、社会文化和传统观念等，日本民众在理财选择上普遍更为谨慎。相较于其他经济发达的国家，日本民众更偏向于持有现金作为其金融资产的核心组成部分，日本民众进一步提高了现金在的资产配置中的比例。此外，随着日本经济逐渐步入通缩阶段，物价水平持续走低，商品和服务的价格则呈现下降趋势，民众对未来经济前景的态度更加谨慎，并担心物价进一步下滑带来的负面影响。因此，他们更倾向于增持低风险资产，以此作为预防性储蓄的手段，从而保持资产的流动性和灵活性，应对可能出现的经济波动。
- 在此低利率环境下，资管公司通过减少对固定收益类资产的配置，增加对高风险资产、海外资产、长期资产的投资，以寻求更高回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

图：日本、美国与欧元区居民资产配置结构（单位：%）



资料来源：GPIF, 国信证券经济研究所整理

图：日本政府养老投资基金资产配置结构（单位：%）

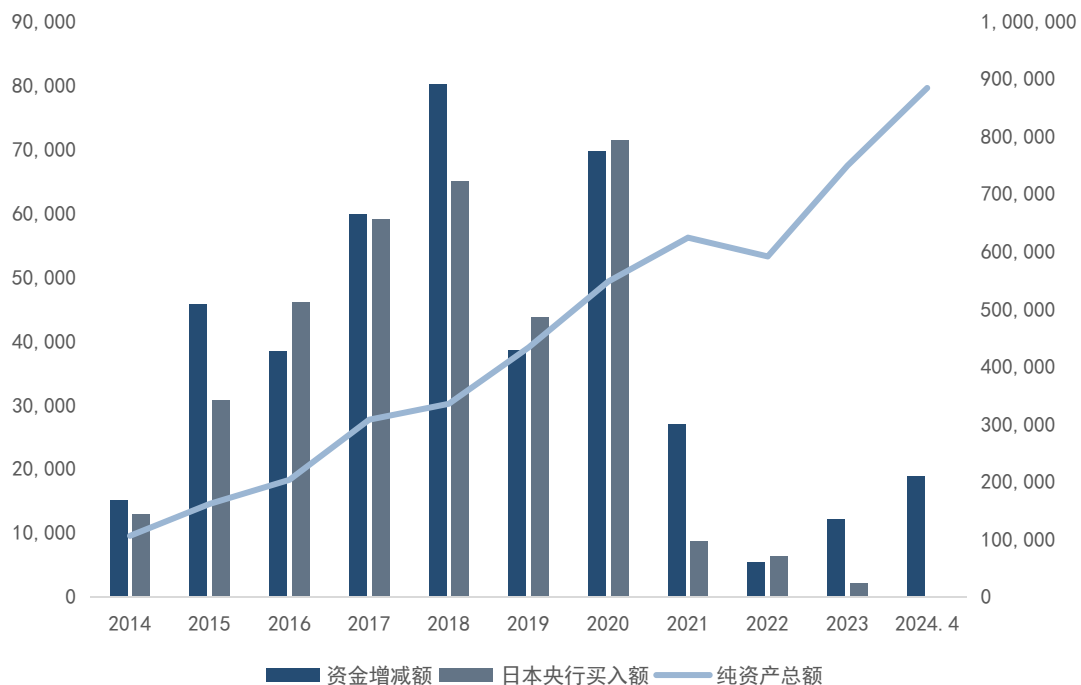


资料来源：GPIF, 国信证券经济研究所整理

日本：官方扩表推动资管规模扩张

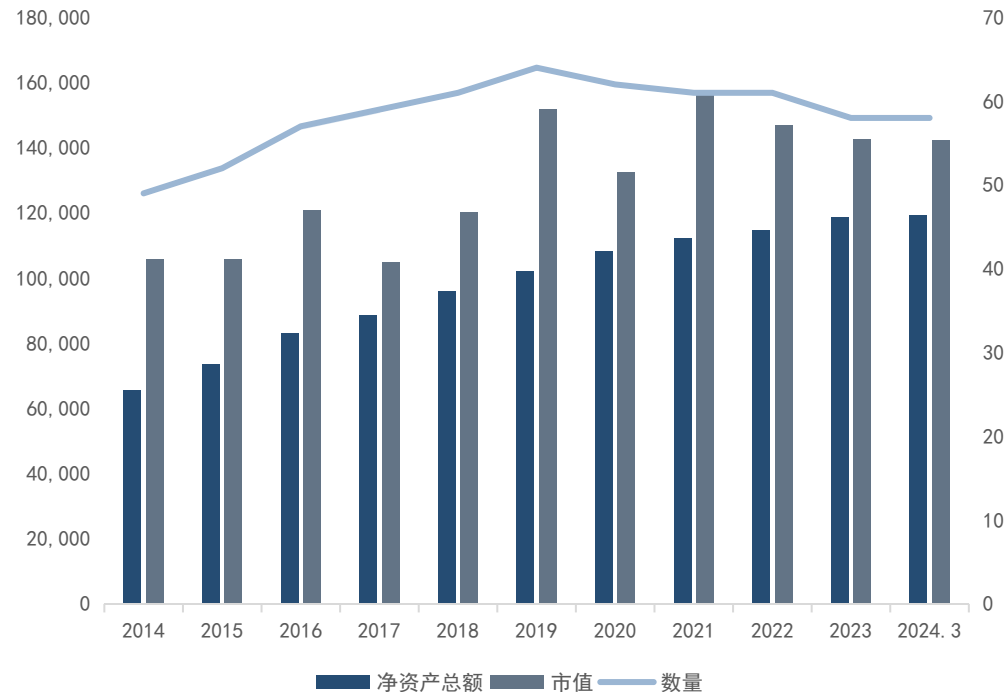
- 日本央行通过量化宽松政策（QE），大量购买政府债券和其他金融资产，以增加基础货币供应，刺激经济增长。这种政策导致了央行资产负债表的显著扩张，即“官方扩表”。作为QE政策的一部分，日本央行不仅购买政府债券，还直接购买风险较高的资产，如交易型开放式指数基金（ETF）和不动产投资信托（J-REITs）。央行的购买行为直接增加了资管行业的资产规模，尤其是那些管理ETF和J-REITs的资管公司。随着资产价格的上涨，资管产品的净值增加，吸引了更多的投资者，进一步扩大了资管规模。

图：2014年-2024年4月日本ETF净资产（单位：亿日元）



资料来源：日本投资信托协会, 国信证券经济研究所整理

图：2014年-2024年3月日本J-REITs数量及规模（单位：亿日元；个）



资料来源：日本投资信托协会, 国信证券经济研究所整理

日本资管发展借鉴：寻求资产出境



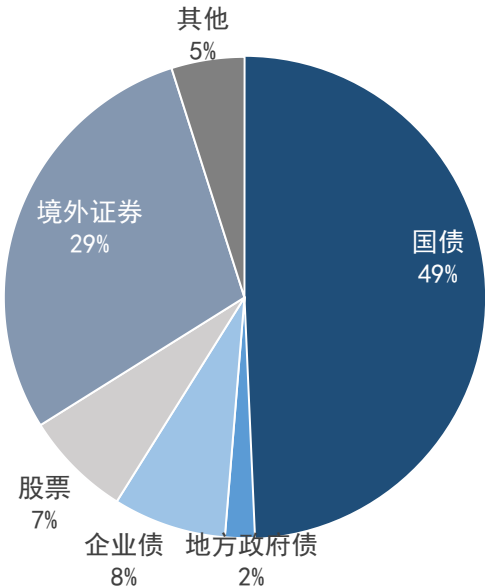
- 在日本利率长期下行的背景之下，日本保险资管主要通过配置国内股票、国外股票和国外债券增厚投资收益。
- 截至2022年末（LIAJ官网的最新更新日期），日本寿险行业一般账户投资收益率为2.33%，高于10年期国债收益率200bp。
- 2022年，日本人身险行业投资国内股票和国外证券的投资收益率分别为12.01%和3.61%，明显高于上述一般账户2.33%的投资收益水平。

表：2018-2022年日本寿险业资产主要以证券为主（单位：%）

	现金及现金等价物	拆借资金/短期贷款	货币信托	证券	贷款	有形固定资产	其他	合计资产
2018	2.3%	0.4%	1.6%	82.6%	8.2%	1.6%	3.3%	100.0%
2019	2.7%	0.5%	1.8%	81.9%	7.7%	1.6%	3.8%	100.0%
2020	2.6%	0.4%	2.1%	83.2%	7.2%	1.5%	3.0%	100.0%
2021	2.4%	0.4%	2.2%	83.3%	6.9%	1.5%	3.3%	100.0%
2022	2.8%	0.7%	2.3%	82.3%	7.1%	1.5%	3.3%	100.0%

资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

图：2022年日本寿险业境外证券占比较高（单位：%）

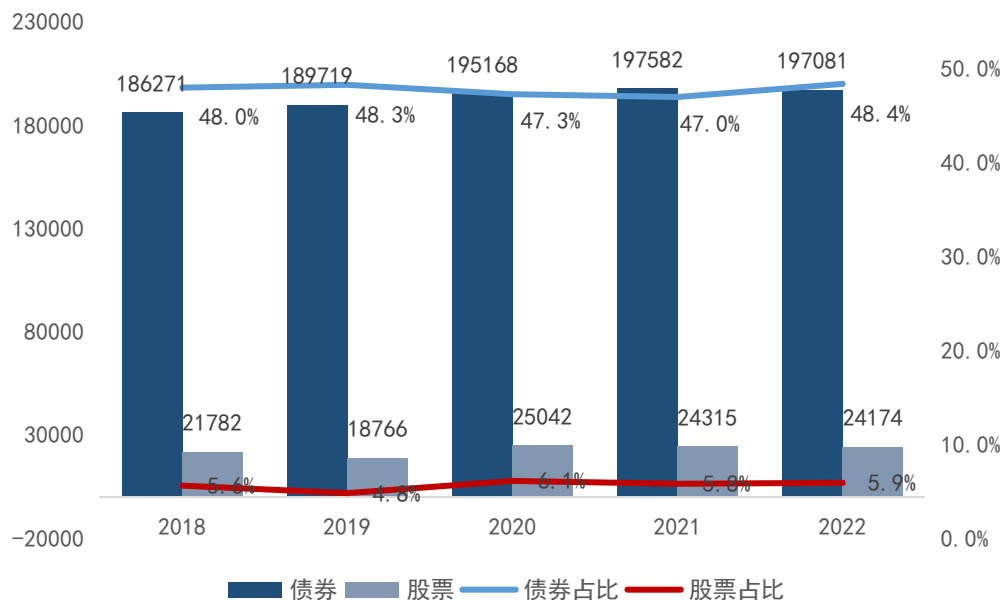


资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

日本保险资管：加大海外固收配置

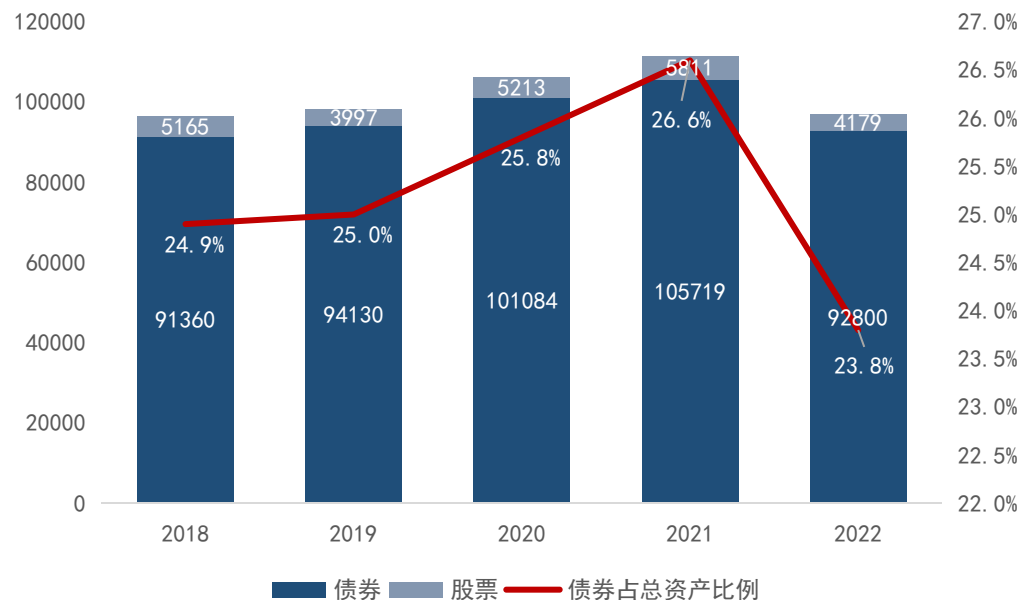
- 为应对日本国内长端利率下行趋势，日本保险业加大海外固收类资产配置。
- 2011年至2022年，日本寿险业海外固收类资产占海外证券比例维持在90%左右；截至2022年，海外固收类资产占海外证券的95.7%，海外权益类资产占比仅为4.3%。

图：2022年日本寿险业债券占比较高（单位：十亿日元，%）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

图：2022年日本保险业配置以债券为主（单位：十亿日元，%）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

日本保险资管：增配境外权益类资产



- 权益类方面，日本保险资管进一步加大境内外权益资产配置比例。
- 2012年至2023年，日本生命保险股票配置比例由17.1%提升至25.7%。其中国内股票占比由11.7%提升至13.8%，国外股票占比由3.8%提升至6.4%。2012-2023年，日本生命保险国内股票平均投资收益率为6.52%，国外股票平均投资收益率为4.60%。

图：日本生命保险资产配置策略

优先贷款	在对利差水平进行综合考量的情况下，考虑参与优先贷款； 运用“日赛绿色贷款”等，支持脱碳
国内债券	计划在观察利率水平的同时投资超长期日本国债； 计划通过投资货币互换的 <u>外国公司债券</u> 和日元计价的公司债券来确保投资收益
对冲国外债券	在有选择地出售低收益债券的同时，计划有选择地投资于外国公司债券，从中长期角度提供合理的收益率
非对冲国外债券	灵活控制外汇风险的整体风险敞口，同时监控利率和汇率水平
国内及海外股票	计划增加对 <u>外国股票和另类资产</u> 的投资； 维持国内股票敞口持平
国内房地产	投资现有物业的升级项目、收购新的优质物业

资料来源：日本生命保险官网，国信证券经济研究所整理

【 01 】 格局篇：资管地位

【 02 】 对标篇：发展路径

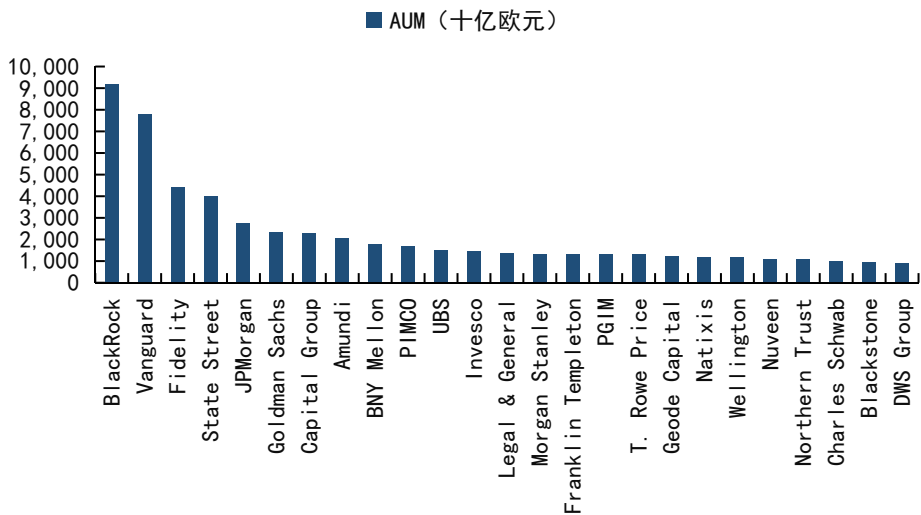
【 03 】 风口篇：探路寻机

【 04 】 突破篇：范式转变

我国保险资管/理财/基金均进入全球资管榜单

- 截至2025年底，全球资管500强的总体规模为111万亿欧元，同比+8.6%。全球资管市场高度集中，前10强占据市场份额近1/3，榜首依然为贝莱德集团（BlackRock），管理规模8万亿欧元（约合60万亿元）。
- 国内共52家资管机构进入前500强，其中包括10家保险资管公司、15家银行理财子公司、23家公募基金公司、3家券商和1家养老保险公司。其中，国内资管公司前三名均为保险资管，分别为国寿资管、平安资管和泰康资管。

图：全球资管500强前20名规模（单位：十亿欧元）



资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

图：国内资管机构前15名全球排名变化

公司名称	变化方向	变化幅度	2024年排名	2023年排名	2022年排名
中国人寿资产管理有限公司	↓	-1	32	31	38
平安资产管理有限责任公司	↑	3	33	36	45
泰康资产管理有限责任公司	↑	6	58	64	75
易方达基金管理有限公司	=	0	67	67	74
招银理财有限责任公司	↓	-6	77	71	71
兴银理财有限责任公司	↑	2	83	85	133
南方基金管理股份有限公司	↑	4	93	97	112
新华资产管理股份有限公司	↑	20	100	120	—
华夏基金管理有限公司	↓	-2	101	99	102
工银瑞信基金管理有限公司	↓	-1	106	105	104
嘉实基金管理有限公司	↓	-1	107	106	129
中国人保资产管理有限公司	↑	11	111	122	161
信银理财有限责任公司	↓	-1	114	113	—
广发基金管理有限公司	↓	-8	118	110	119
工银理财有限责任公司	↓	-17	119	102	92

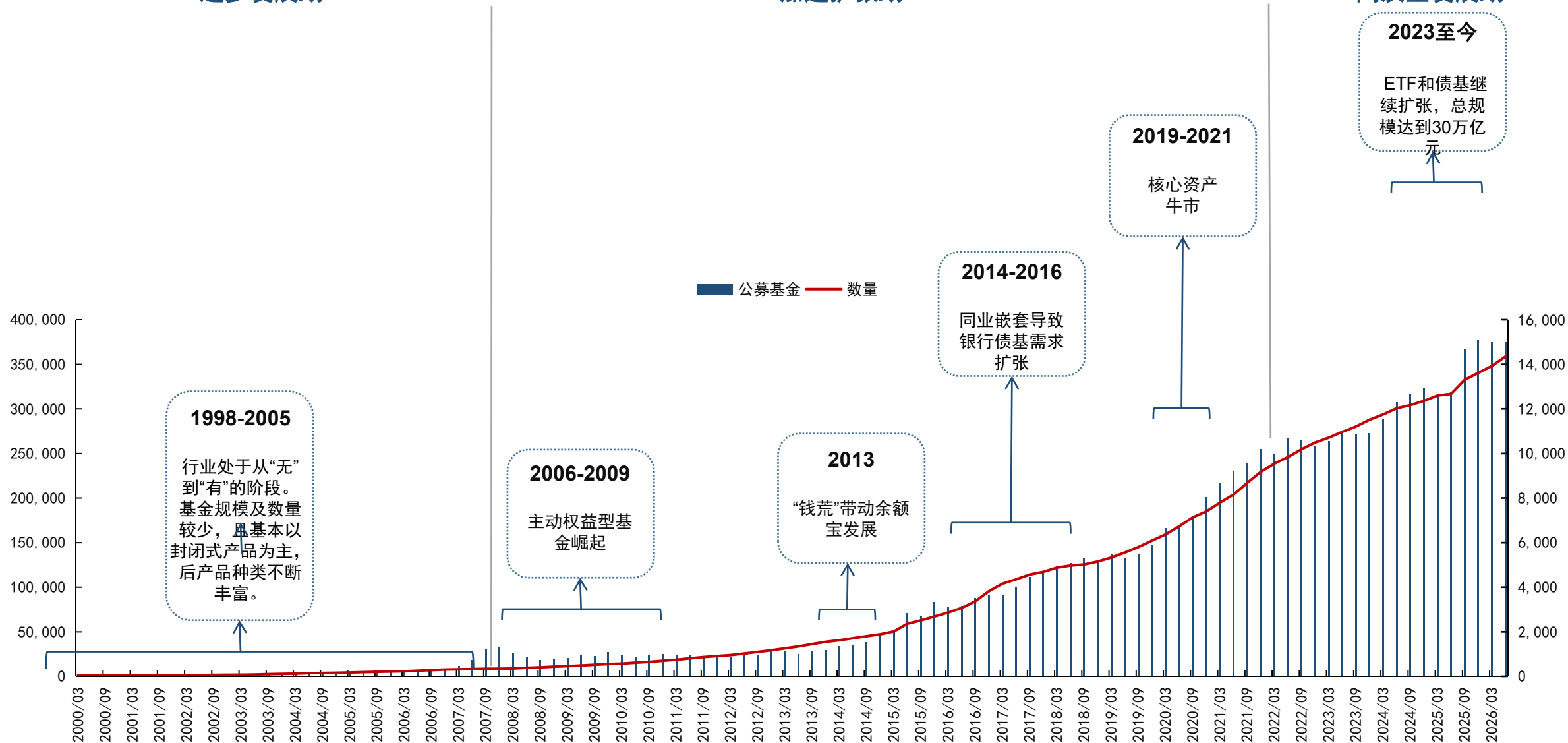
资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

我国公募基金发展离不开资产价格周期和客户需求挖掘

起步发展期

加速扩张期

高质量发展期

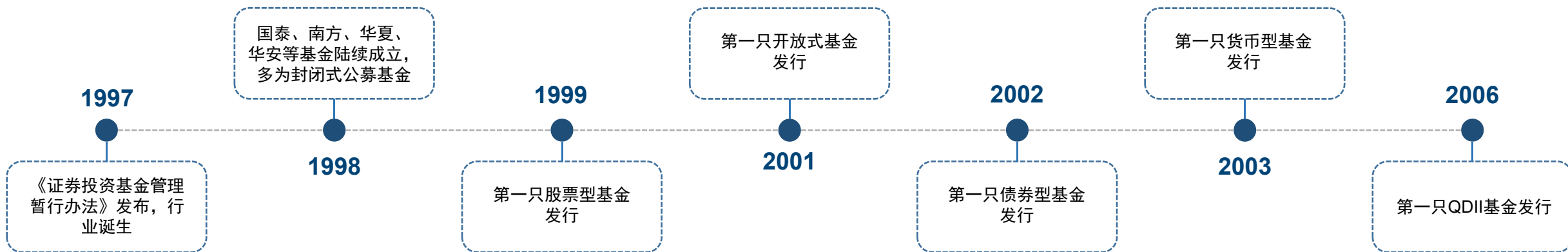


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

起步发展期（1998-2005）：实现“从0到1”的突破

- 自1997年11月国务院批准发布《证券投资基金管理暂行办法》起，我国基金行业正式成立。
- 1997年至2005年，我国公募基金行业经历了从无到有的阶段。在该阶段初期，产品多为封闭式主动股票型基金，类型相对单一。随着行业多元化的发展，行业陆续衍生出开放式基金、债券型基金、货币型基金、QDII基金等。

图：我国公募基金起源阶段梳理

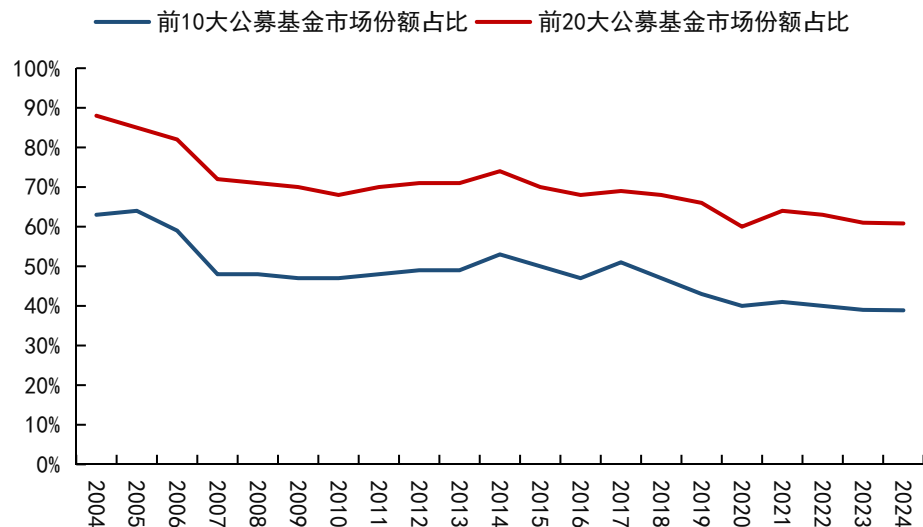


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

加速扩张期（2006-2020）：繁荣发展阶段

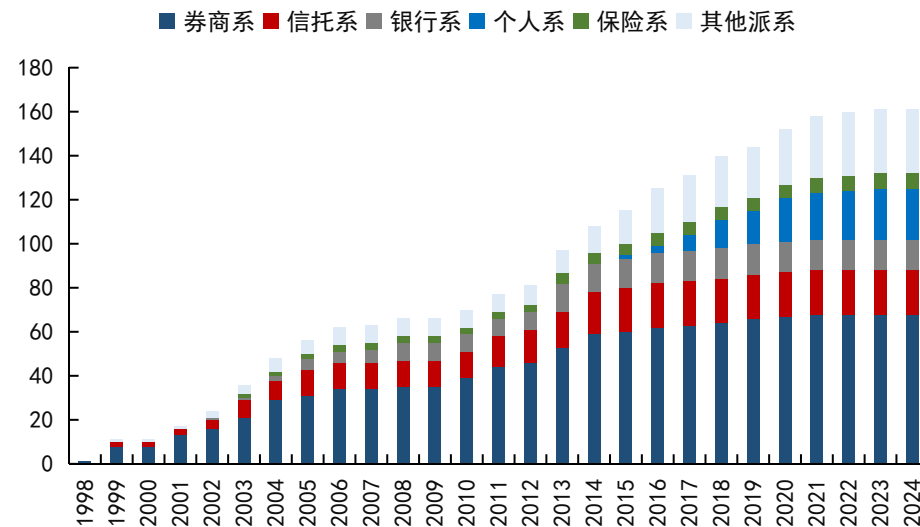
- 我国公募基金行业进入繁荣发展期，市场规模、产品类型、投资者数量均迎来多元化发展。各类派系公募基金涌现，包括券商系、信托系、银行系、个人系、保险系等。进入该时期的后半段，头部基金公司市场份额呈下降趋势，总体机构数量趋于稳定。
- 从产品层面来看，2005年至2007年，A股大幅上涨带动股票型基金发展，规模从5000亿元提升至15000亿元；2008年至2012年，随着A股市场的走低，债券型基金及货币型基金迎来高速发展；2013年“钱荒”带动余额宝发展，天弘一度位居行业首位；2014年至2020年，同业嵌套导致银行债基需求扩张。

图：头部公募基金市场份额有所下降（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：历年各类派系基金公司数量（单位：家）

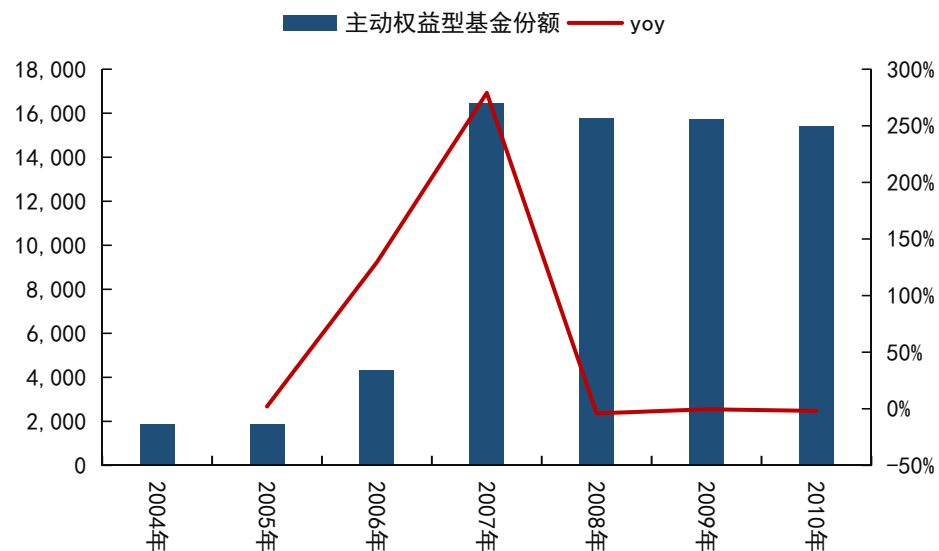


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2006-2009：主动权益型基金崛起

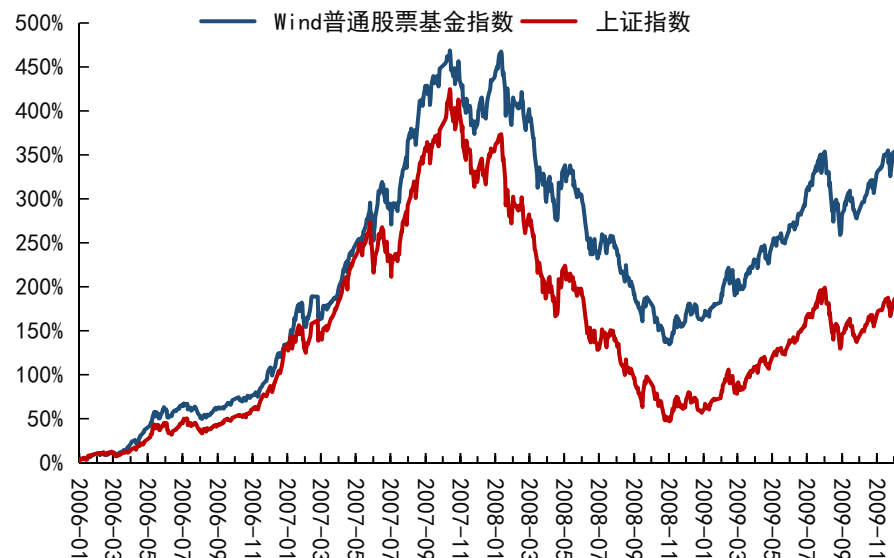
- 主动权益基金崛起：股市上涨提升权益资产吸引力，以主动权益基金为代表的公募基金成为个人投资者投资股市的渠道之一。
- 2006年，我国主动权益基金份额蹿升至4342亿份、同比+129.5%，并在2007年继续增长至1.65万亿份、同比+279.1%。占比角度，主动权益基金2006年、2007年增长份额占公募基金整体增长份额比重分别为162.7%、75.2%，成为稳定基金规模甚至是带动规模增长的中坚力量。
- 主动权益基金具备超额收益：2006年起，在经济保持高速增长、货币总体宽松、上市公司利润增长及投资者风险偏好提升的背景下，股市涨幅明显。普通股票型基金相对于市场仍能取得超额收益，对投资者吸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

图：2006年起主动权益型基金规模跃升（单位：亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：普通股票基金与上证综指累计涨跌幅比较

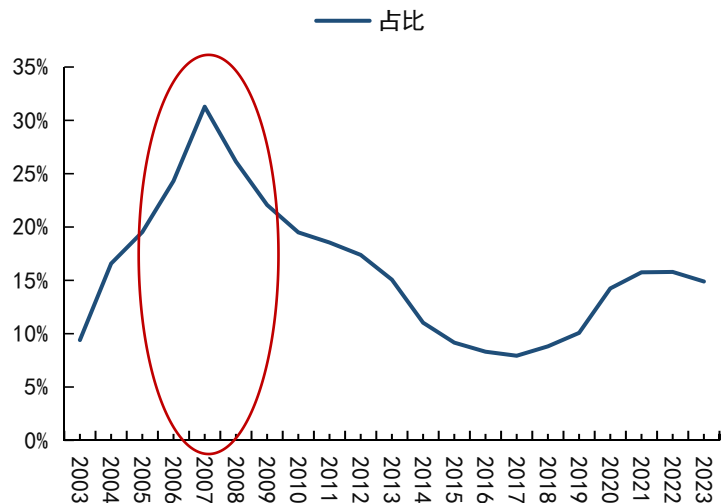


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2006-2009：主动权益型基金崛起

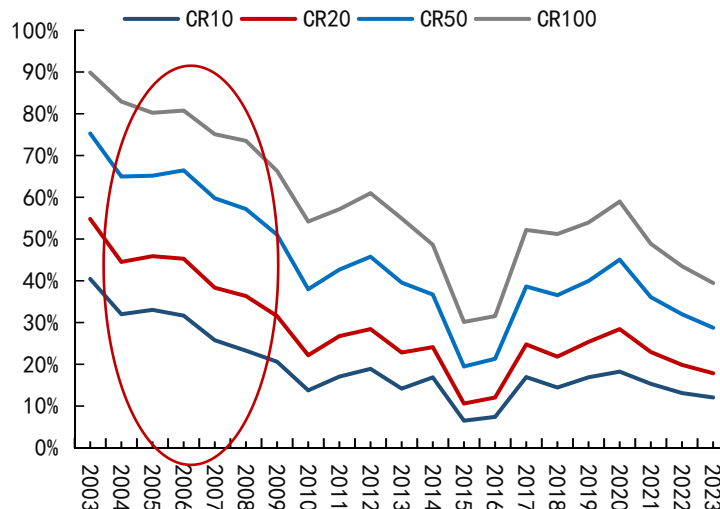
- 市值占比高、持股集中度高，公募基金对股票市场影响力大。从公募基金持股市值占A股自由流通市值角度考量，2003年起公募基金的市场影响力逐年增强，并在2007年达到峰值（当年公募基金持股占比已超30%）。此外，公募基金持股集中度在彼时亦处于较高水平，抱团程度高意味着基金投资行为一致性高，对股市亦能拥有较强的影响力。
- 股市高景气度对居民吸引力增强，公募基金成为个人投资者投资股市的渠道之一。2005年底，个人投资者持有基金份额占比仅53%，2006年底便蹿升至89%。考虑到期间基金新增份额以主动权益基金为主，因此个人投资者增加持有的基金亦以主动权益基金为主。

图：公募基金持股市值占A股自由流通市值比重



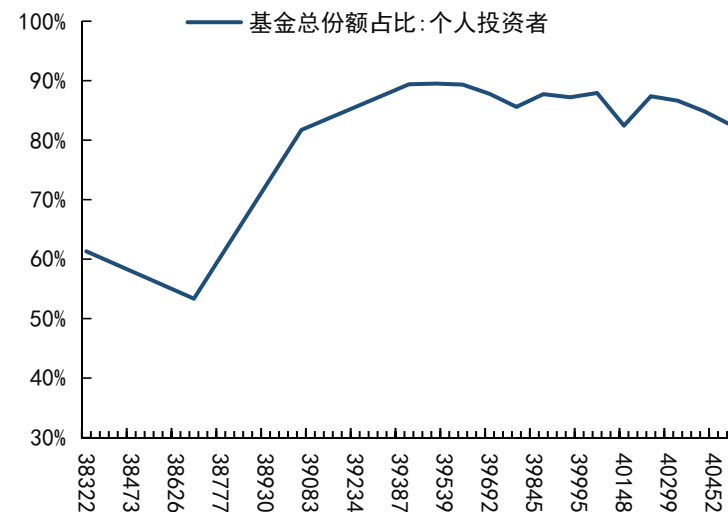
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金持股集中度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：个人投资者持有基金份额占比自2006年起明显提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2013：“钱荒”带动余额宝发展

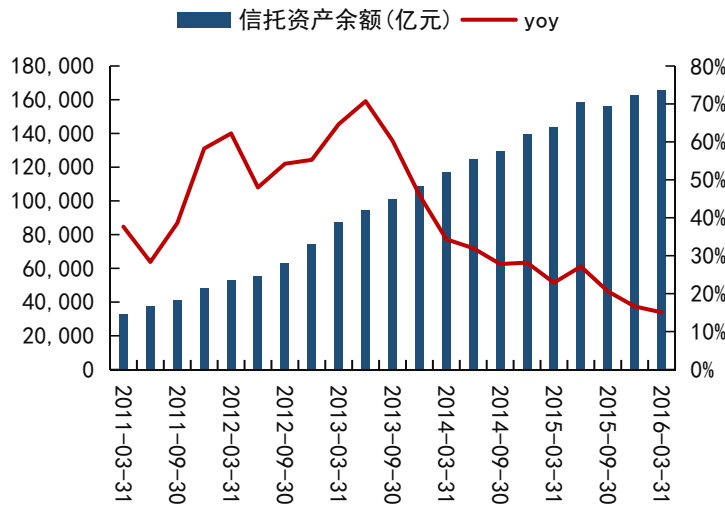
- “钱荒”背景下市场利率提升，类现金资产吸引力增强，促成以余额宝为代表的货币基金迅速发展。
- “钱荒”的成因：1) 2011年起经济下行压力加大，银行向实体经济放贷积极性不高，同时银行表内业务监管加强，银行借道表外、同业业务投向信托等非标资产，致使资金期限错配程度加深、杠杆加大，导致银行对流动性变化更加敏感；2) 时点冲击：美国退出QE预期、外汇占款回落及银行年中存贷比考核、上缴存款准备金等事件减少了市场上的流动性；3) 央行态度偏紧：2013年前5个月，央行OMO操作净回笼4780亿元，同时5月发布的《2013年金融稳定报告》中表示了对银行表外业务和同业业务风险的关注。

图：2011年起我国经济下行压力加大



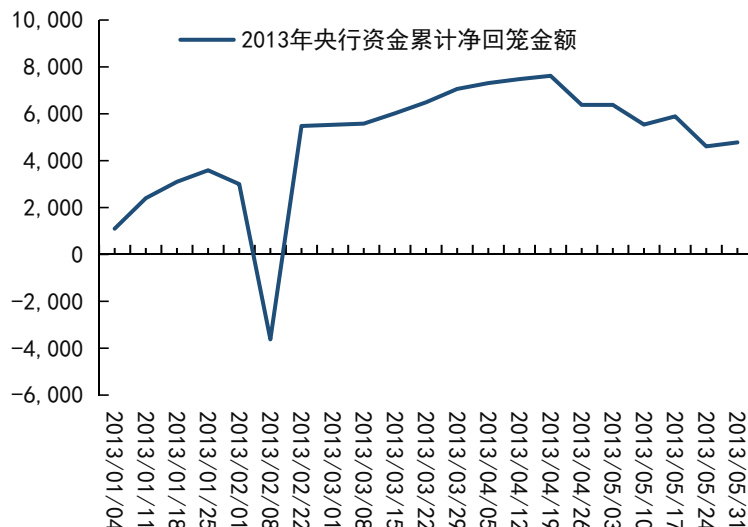
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：信托资产余额在2013年呈高增长态势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2013年前5月央行OMO资金累计净回笼金额

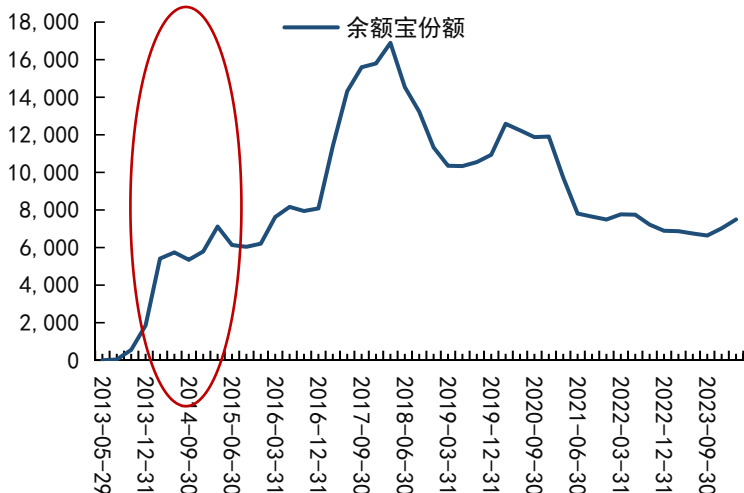


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2013：“钱荒”带动余额宝发展

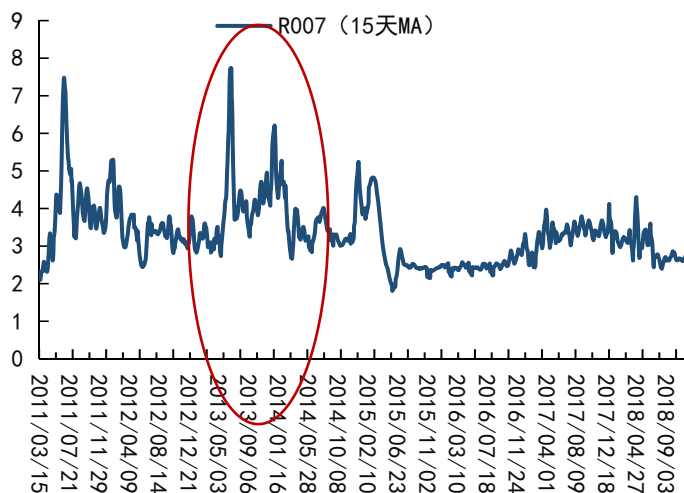
- 对零售客户而言，类活期存款、线上销售、较高的收益率等特性使得余额宝脱颖而出。2013年5月末，余额宝首发募集2.01亿份，一个月后升至42.44亿份，再一年后便升至5741.60亿份。
- 类活期存款：余额宝为T+1申赎规则，能够满足居民的日常流动性需要；线上销售：余额宝背靠支付宝流量优势顺势切入货币基金领域，线上销售方便快捷，初出茅庐便实现快速崛起；较高收益率：“钱荒”背景下市场利率提升，余额宝7日年化收益率一度接近7%，2013年全年简单平均收益率4.9%，远超同期活期存款利率。

图：天弘余额宝份额变化趋势（亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：R007：7天利率（15天移动平均）在2013年明显上升（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：余额宝7日年化收益率

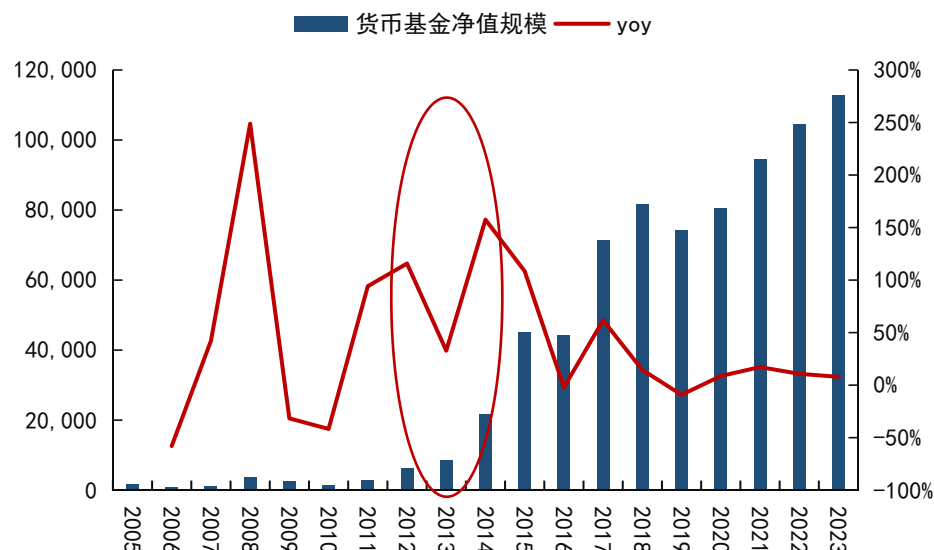


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2013：“钱荒”带动余额宝发展

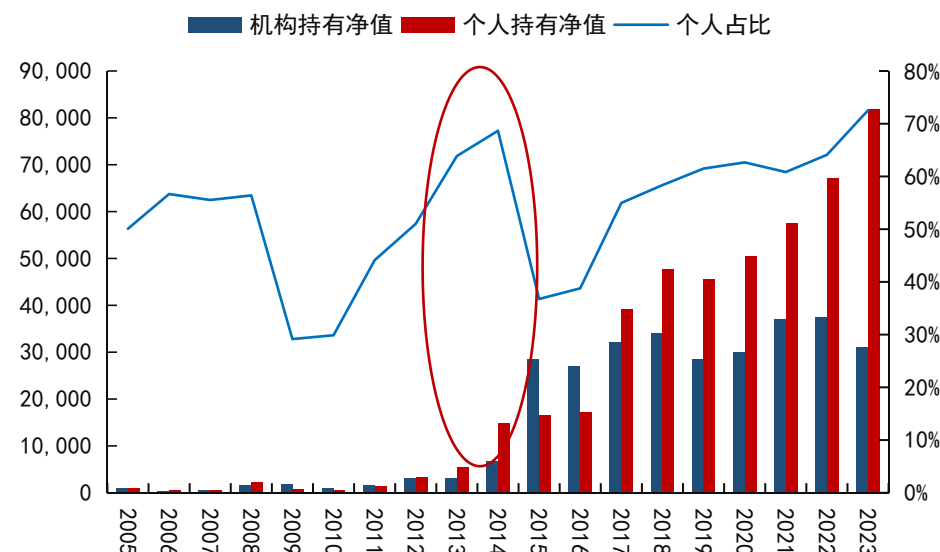
- 对机构客户而言，税收优惠使得货币基金备受青睐。根据财政部相关规定，投资基金不属于金融商品转让，不需缴纳增值税；对投资者从基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。结合当时货币基金收益率较高的特点，机构投资者持基份额亦呈显著增加态势。
- 个人投资者及机构投资者持基规模共同增长。货币基金净值规模增速：2013年+32.8%、2014年+157.5%。考虑到个人投资者线上申赎更加便捷，因此个人投资者持基占比有所增加，2014年个人投资者持有规模占比达68.7%，为阶段高点。

图：货币基金净值规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：机构及个人投资者持有货币基金规模及占比（单位：亿元）

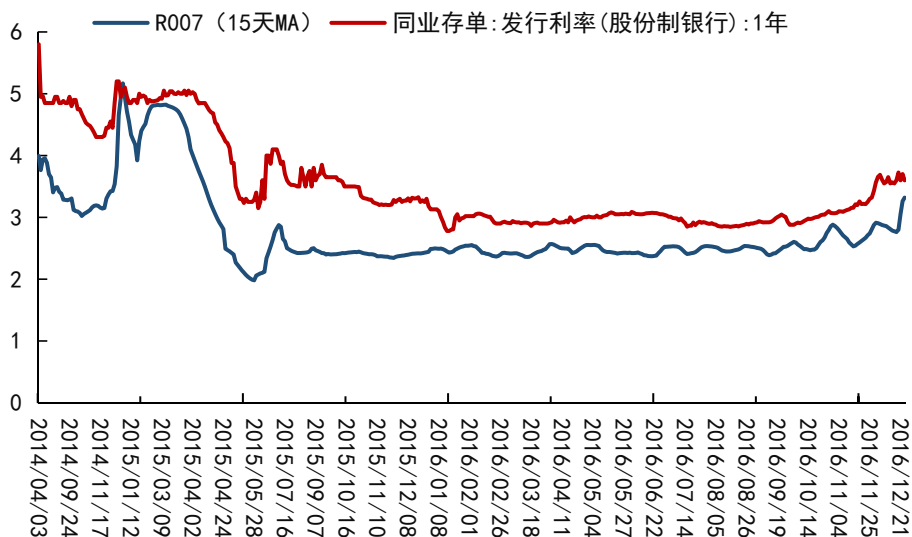


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2014-2016：同业嵌套导致银行债基需求扩张

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

图：2014年-16年我国总体处于货币政策宽松时期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2014至2016年金融机构同业资产占比迅速增加

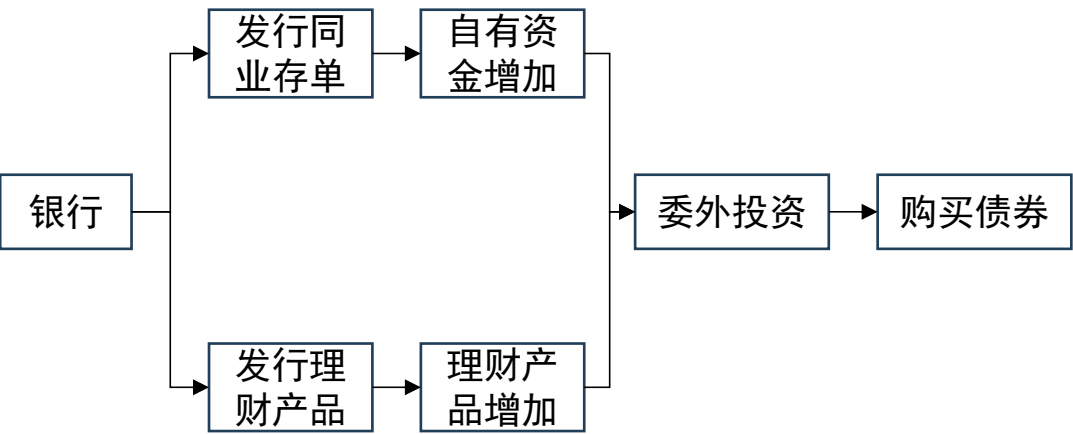


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2014-2016：同业嵌套导致银行债基需求扩张

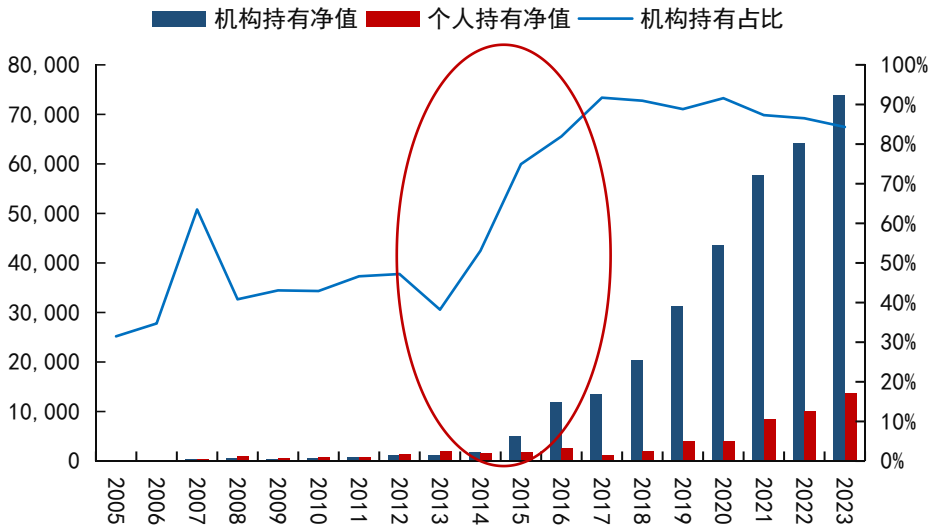
- 银行机构通过委外管理加大债券基金投资，推动债基规模大幅扩张。
- 机构持有债基增加，推动债基总规模增长。规模来看，债基净值规模从2013年底的3087亿元增至2016年底的1.45万亿元，累计增幅达368.3%。持有人占比来看，机构持有净值占比自2014年的53.1%持续提升至2016年的81.9%，机构投资者几乎主导了这一轮债基规模的扩张。由于机构投资者以交易赚取资本利得为主，故所投债基绝大部分为中长期纯债债基，受此影响，中长期纯债基金占债基比重由2014年的44.6%升至2016年的70.6%。

图：银行委外投资业务链条



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：机构持有债基占比

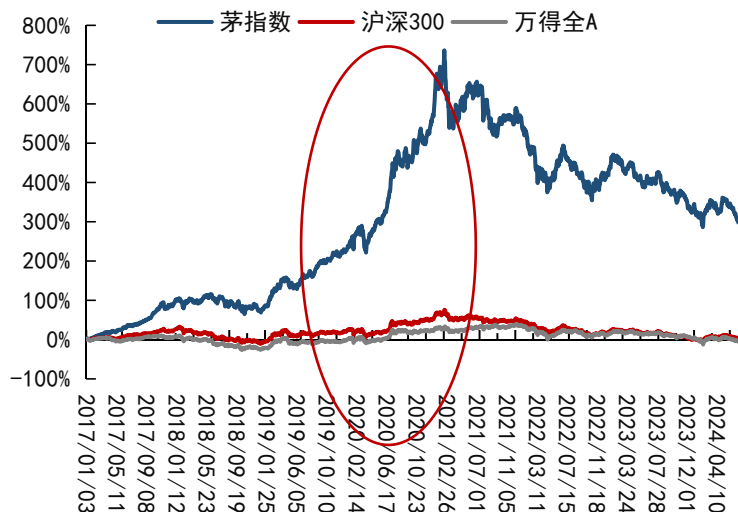


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019-2021：核心资产牛市

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

图：2017年初以来茅指数累计超额收益变化趋势



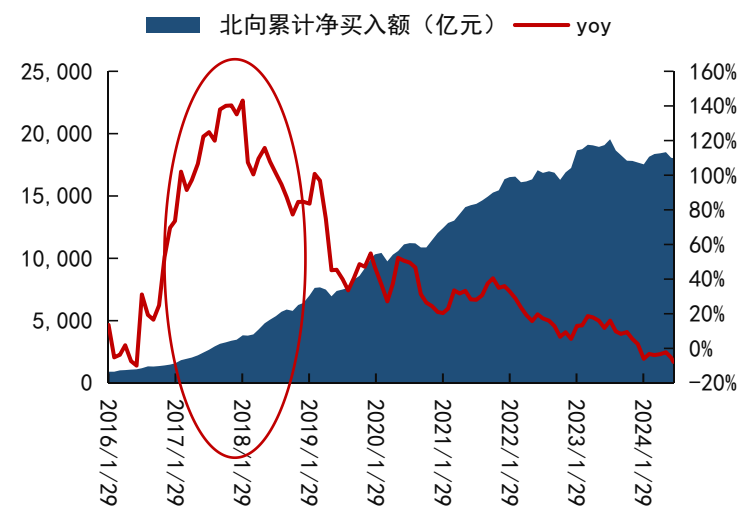
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：消费、成长、周期风格期间超额收益明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

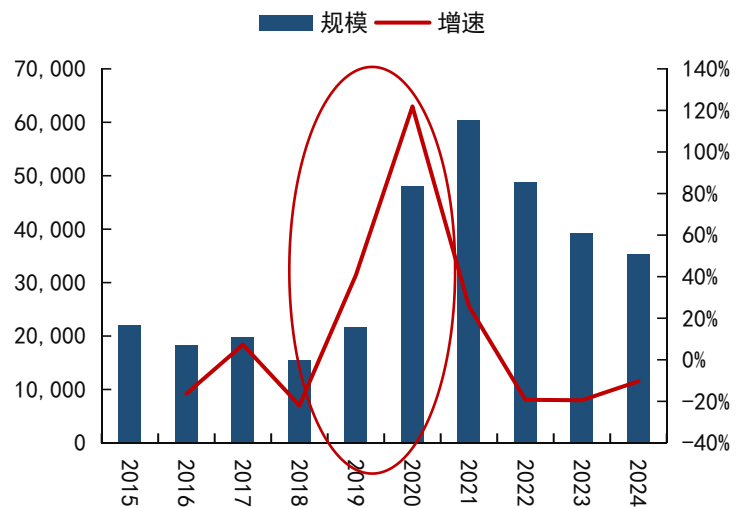
图：北向资金净买入额及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

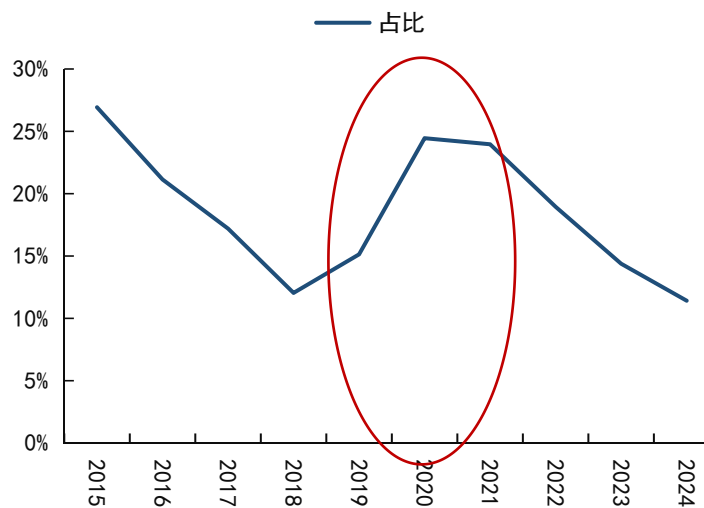
- 主动权益基金规模连续高速扩张，规模占比连续提升，个人持有主动权益基金占比提升。
- 规模：主动权益基金从2018年末的1.54万亿元增长至2021年末的6.04万亿元，2019年-2021年三年同比增速分别为41%、122%、26%。规模占比：主动权益基金占全部基金规模比重由2018年末的12.0%升至2021年末的24.0%，且2019年-2021年主动权益基金增长规模占全部基金增长规模的63%、57%、29%。
- 持有人占比：个人持有者持有主动权益基金占比在2019年-2021年期间连续提升，并在2021年升至80.8%的阶段高位。2018年时，因基金持仓灵活配置型基金规模大幅减少，故个人持基占比上升明显。

图：主动权益基金净值规模及增速（单位：亿元）



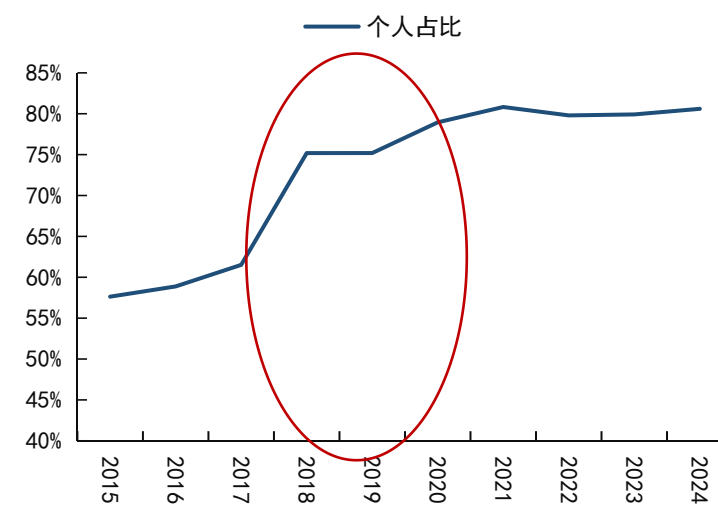
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主动权益基金净值规模占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：个人投资者持有主动权益基金占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高质量发展期（2021年至今）：从“百家争鸣”到“格局稳定”



- 随着我国公募基金行业的演进更迭，各类基金公司呈现出差异化竞争优势。
- 2010年至2014年期间，华夏、嘉实、易方达凭借非货币基金位列行业前列；2015年至2020年，天弘基金凭借“余额宝”跃升至行业首位；2021年开始，行业格局重塑，易方达、华夏、广发等基金凭借其多元化渠道及产品等优势位列行业前列。ETF规模和债基规模持续扩张，成为管理人扩大规模的重要抓手。

表：公募基金总管理规模排名变迁

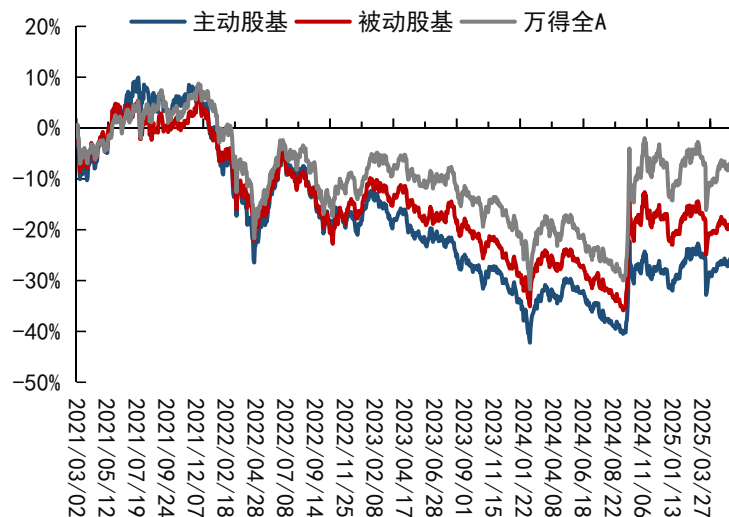
排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
1	华夏	华夏	华夏	华夏	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	天弘	易方达	易方达	易方达	易方达	易方达
2	嘉实	嘉实	易方达	天弘	华夏	华夏	工银	易方达	易方达	易方达	易方达	广发	华夏	华夏	华夏	华夏
3	易方达	易方达	嘉实	嘉实	工银	易方达	易方达	工银	建信	博时	汇添富	汇添富	广发	广发	广发	广发
4	博时	南方	南方	易方达	嘉实	工银	华夏	建信	工银	南方	南方	华夏	富国	富国	南方	南方
5	南方	博时	博时	南方	易方达	嘉实	南方	博时	博时	工银	华夏	富国	招商	招商	天弘	天弘
6	广发	广发	广发	中银	南方	南方	建信	南方	南方	建信	广发	南方	博时	嘉实	富国	富国
7	大成	华安	工银	广发	中银	广发	博时	招商	汇添富	汇添富	嘉实	博时	汇添富	南方	博时	嘉实
8	银华	大成	中银	工银	广发	建信	招商	华夏	广发	华夏	博时	招商	南方	博时	嘉实	博时
9	华安	工银	大成	博时	建信	中银	中银	中银	华夏	嘉实	富国	嘉实	嘉实	汇添富	鹏华	招商
10	富国	银华	建信	华安	招商	汇添富	嘉实	嘉实	嘉实	广发	工银	中欧	鹏华	鹏华	建信	建信

资料来源：中国证券投资基金业协会，国信证券经济研究所整理。注：按全部公募基金规模排序

2023至今：ETF和债基规模扩张

- 股熊背景下，主动股基表现不佳，ETF工具的多重优势受到认可，股票型、跨境型ETF推动ETF规模逆势扩张。
- 主动股基表现不佳：2021年3月指数在高位徘徊不前，最终在美联储加息、俄乌战争、上海封城等事件影响下开始走熊。2023年熊市延续。熊市中主动股基表现反不如被动股基，吸引力下降。
- 利率下行债市走牛：利率中枢背景下债市行情较好，驱动中长久期债基扩容。资管新规后，低风险的摊余成本类资金需要低回撤资产，驱动短久期债基扩容。商业银行资本新规下，对底层资产透明、收益率稳定的资产需求增长，驱动被动债基扩容。
- ETF规模逆势扩张：2023年ETF规模从年初的1.4万亿份增长至年末的2.0万亿份，且月度同比增幅总体呈上升趋势。

图：熊市中主动股基收益率表现不佳



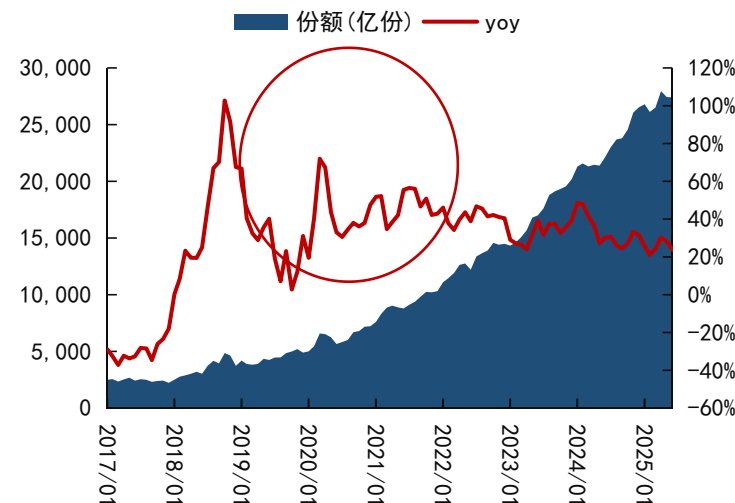
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：10年期国债收益率呈下行趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：ETF规模保持扩张

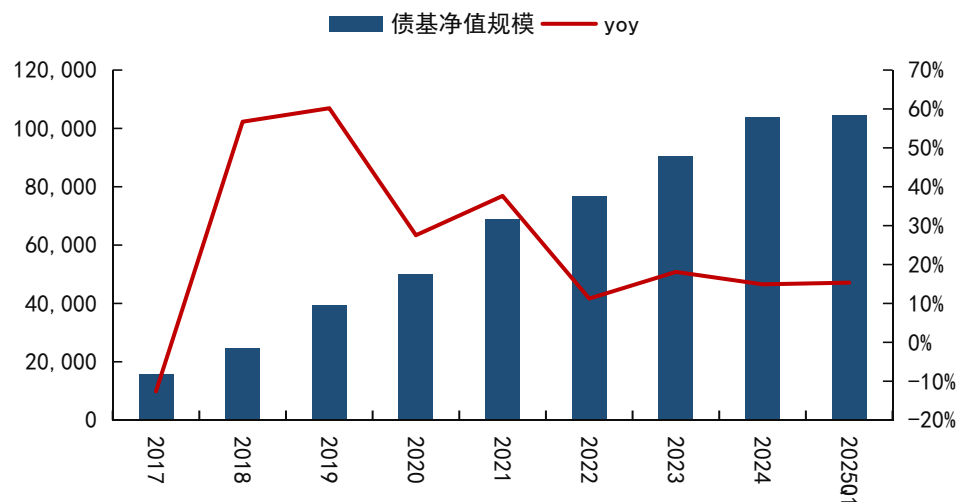


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2023至今：ETF和债基规模扩张

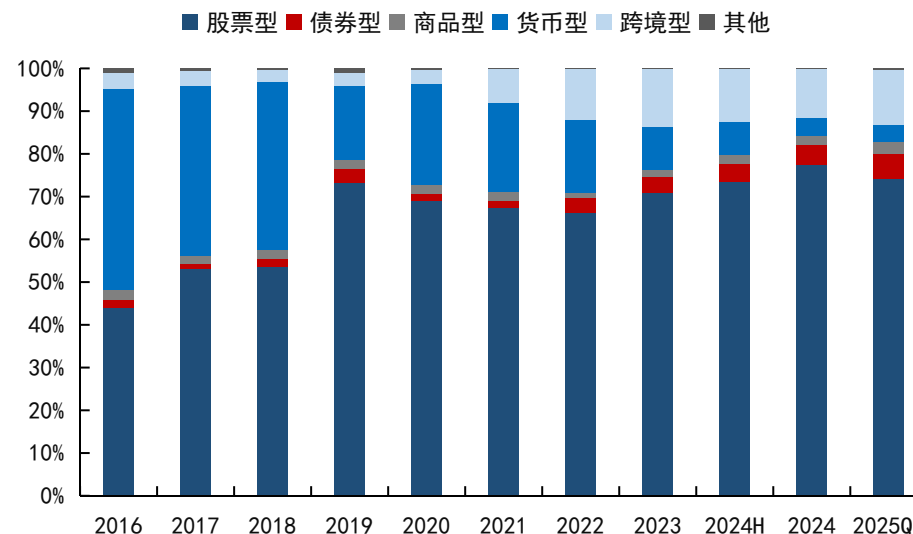
- **股票型、跨境型ETF占比持续提升：**目前，股票ETF份额占全部ETF比重约70%，跨境型ETF份额占比约20%，是主要的两类ETF。一方面，股票ETF为国内投资者提供了灵活、便捷、低费率的工具，以ETF参与股市投资的理念逐步传播；另一方面，基金公司QDII额度提升、投资者海外投资需求扩大促进了跨境型ETF的发展。
- **ETF个人持有比例持续上升：**目前，ETF个人持有比例约52%、机构持有比例约48%。一方面，个人投资者对灵活性要求更高，ETF作为场内工具恰好可以满足其需求；另一方面，对于跨境ETF而言，由于QDII额度限制，机构难以大规模参与，且众多证券公司、保险公司等机构自有外汇投资额度，不必使用跨境ETF。

图：债基规模持续扩容（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

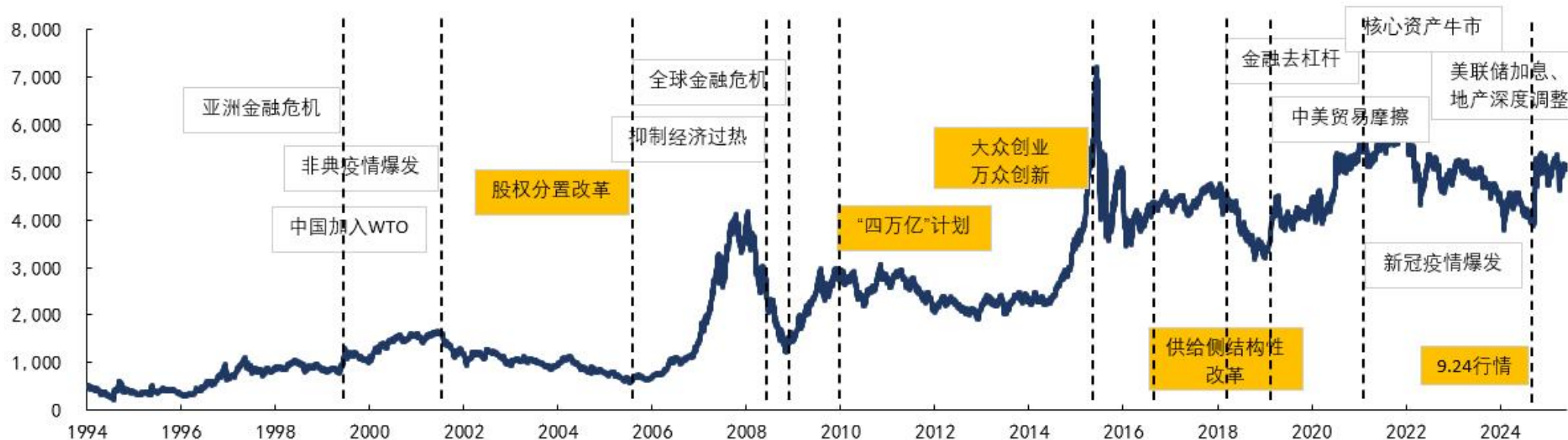
图：股票ETF占比提升，货币ETF占比下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中国资管行业变化映射了时代变迁

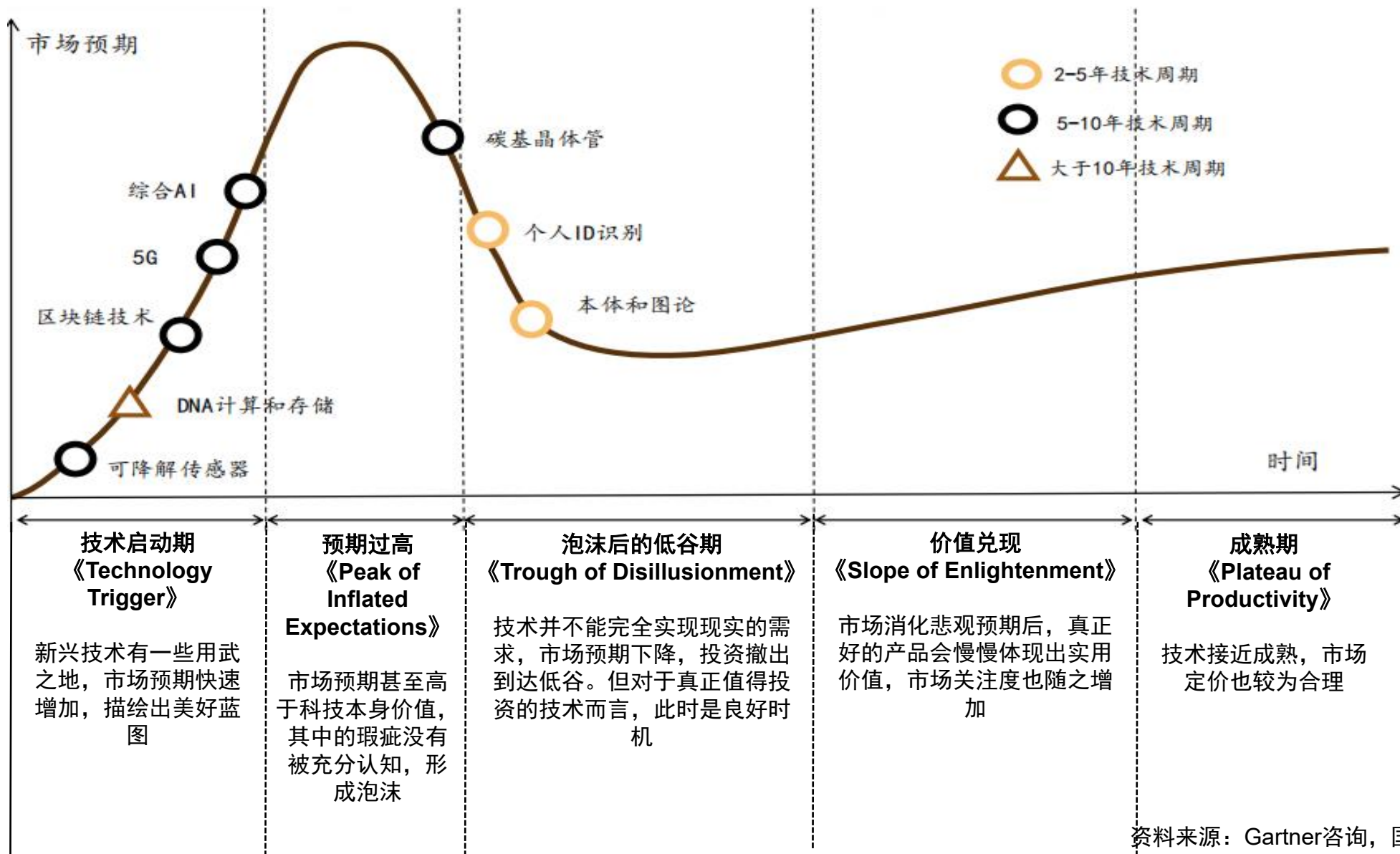
➤ 第一阶段：资本市场初建成 ■ 时代印记：1) 中国股市刚刚建立，还在摸索期；2) “入世”、“申奥”； ■ 核心驱动力：风险偏好+基本面 ■ 主线：深圳等经济特区成立，改革开放如火如荼，出口高速增长；	➤ 第二阶段：市场建设加速期 ■ 时代印记：1) 股权分置改革；2) 颁布《证券发行管理办法》，规范市场； ■ 核心驱动力：基本面+政策 ■ 主线1：围绕“工业化”展开布局； ■ 主线2：大力发展资本市场； ■ 主线3：全社会加大固定资产投资	➤ 第三阶段：金融危机消化期 ■ 时代印记：1) 09年4万亿帮助渡过经济难关；2) 开始注重节能减排；3) 逐步扩大内需 ■ 核心驱动力：流动性+风险偏好 ■ 主线1：大力推动基础设施建设； ■ 主线2：与基建配套的中游制造业	➤ 第四阶段：升级换挡期 ■ 时代印记：1) 供给侧结构性改革；2) 金融去杠杆；3) 中美贸易摩擦 ■ 核心驱动力：转型 ■ 主线1：全民消费升级； ■ 主线2：4G/5G技术发展
□ 代表行业 ① 采掘、有色 ② 建材 ③ 商业贸易	□ 前期代表行业 ① 交运 ② 钢铁 ③ 银行 □ 后期代表行业 ① 有色、采掘 ② 房地产 ③ 机械设备	□ 前期代表行业 ① 汽车 ② 采掘、有色 ③ 房地产 □ 后期代表行业 ① 计算机、电子 ② 家电、传媒 ③ 电气设备	□ 代表行业 ① 食品饮料、医药 ② 新能源、电子、计算机 ③ 非银



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

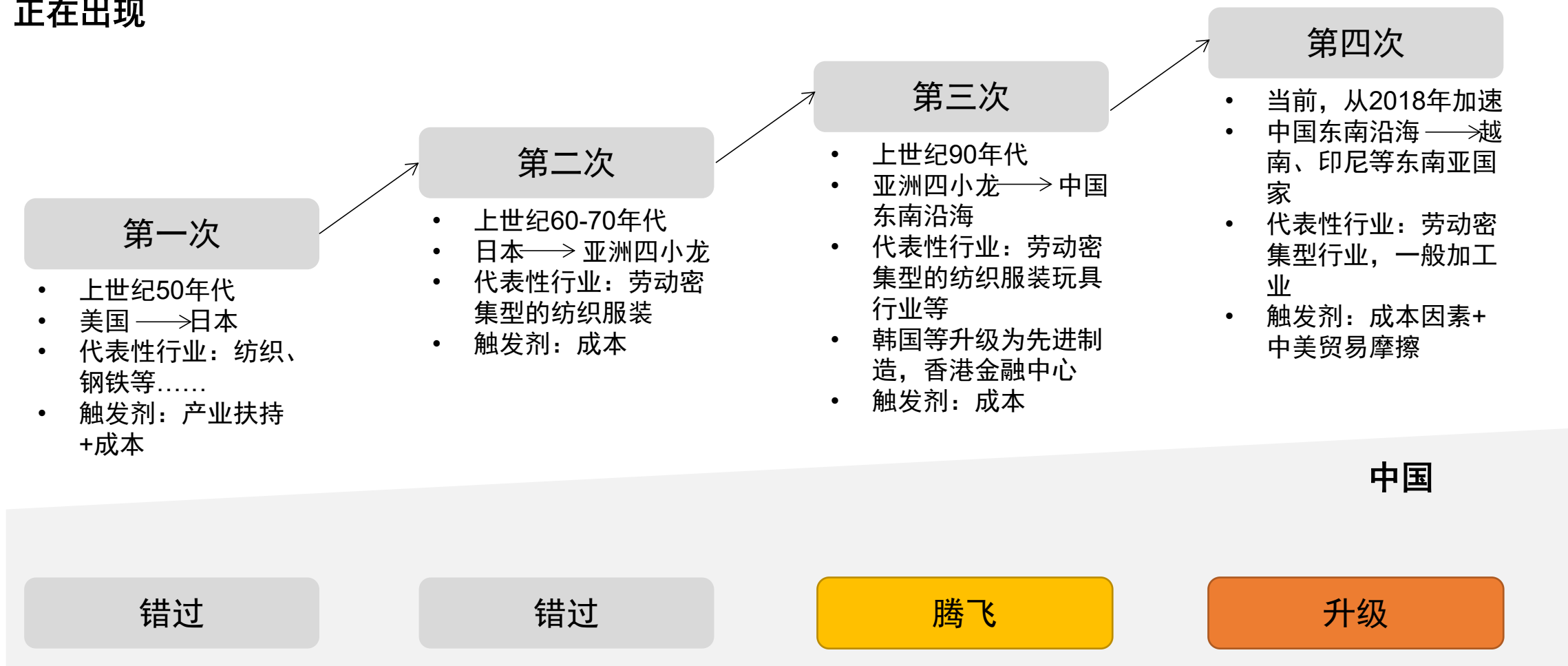
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

技术革命带来成长性赛道机会



资料来源：Gartner咨询，国信证券经济研究所整理

全球第四次产业转移 正在出现



- 从发展模式来看，当前公募基金行业主要可以分为以下四类：
- 精品权益型：“股票+混合型”基金占比较高，管理费收入贡献高于均值；
 - 精品固收型：侧重固收型基金策略，管理费收入贡献高于均值；
 - 渠道驱动型：渠道优势（如券商、保险、银行系基金公司）推动业务发展，是当前前三十大基金公司的主要选择；
 - 产品创新型：仅少数机构选择该策略，“股票+混合型”基金占比偏高。

表：公募基金战略及策略实施对比

战略选择	策略实施	代表机构
精品权益型	高主动管理类权益产品占比，高管理费率，低渠道分成，推动投研体系完善和核心员工激励	中欧基金、景顺长城基金
产品创新型	权益赛道为主，持续创新新迭代，如针对海外先进经验发力被动权益、量化等产品线，优化管理费率	华夏基金、华泰柏瑞等
精品固收型	固收型产品占比高，提升相关产品线主动管理能力，如发力“固收+”产品线	鹏扬基金、蜂巢基金等
渠道领先型	以银行系和头部互联网公司持股为主，同业资源丰富，渠道能力强，发力机构资管业务，以量的快速扩张弥补现有产品管理费率偏低不足	招商基金、博时基金、天弘基金、永赢基金、兴业基金等

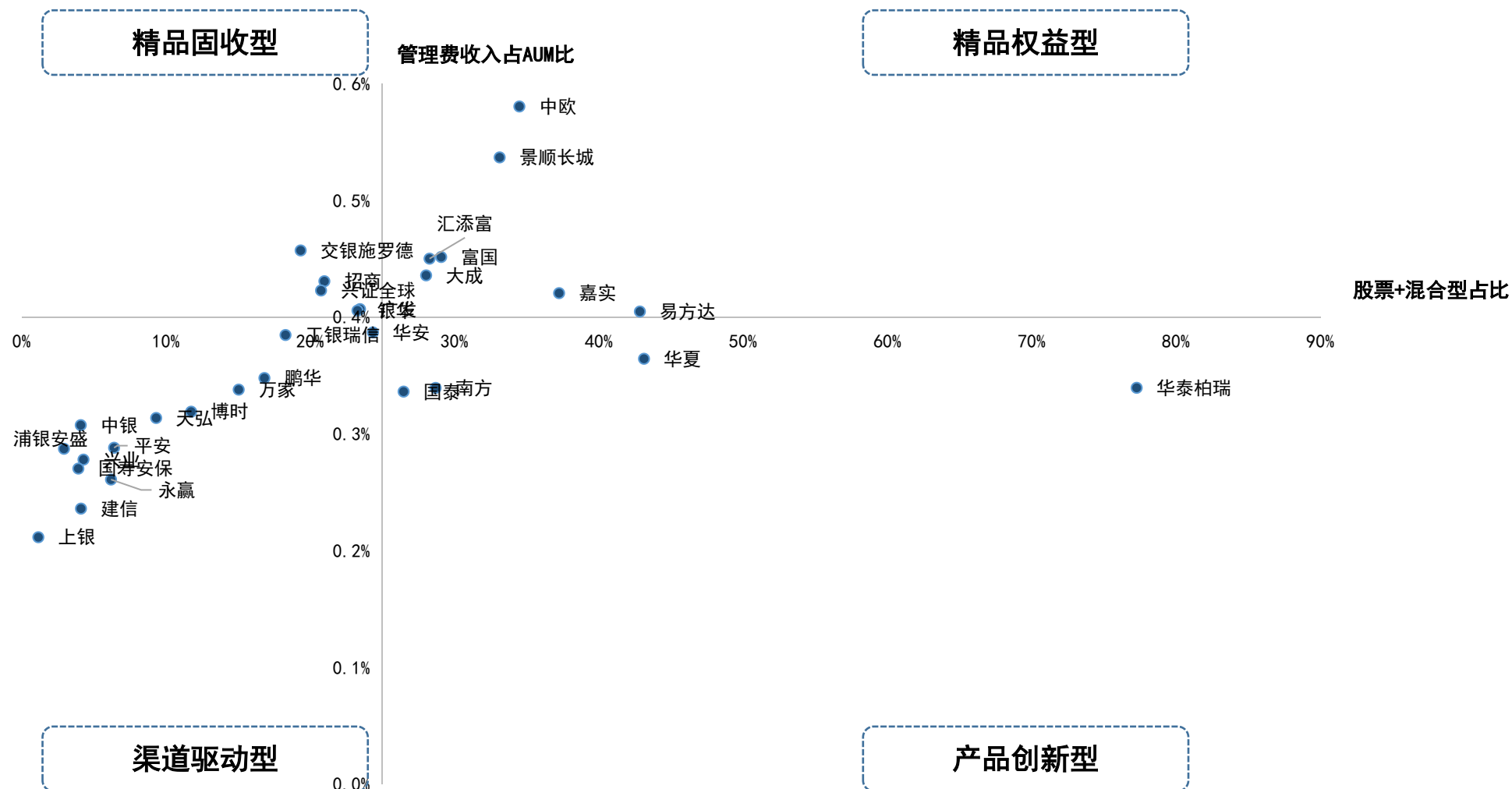
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

- 为什么乐高能够诞生90多年，还稳坐拼搭积木类玩具王座？我们认为其核心吸引力是创新，其自诞生起，就不断研发和生产新产品来满足用户的需求，乐高的迷人之处还在于变化，它拥有超过3700种砖型模块，仅仅6块积木就能形成超过9.15亿种潜在组合。
- 这些年，无论主动还是指数化，华夏基金都在创设颗粒度越来越小的资产类别，就像可以用一小块一小块的乐高拼出各种形状、各种大小的造型一样，我们相信只有对资产的理解和管理有了这样的颗粒度，才能给财富管理带来更多可实现的“创意组合”，才能更好地服务于财富管理。

—— 华夏基金总经理 李一梅

产品结构调整下公募基金路径选择与执行

图：前30大公募基金管理费收入与股票+混合型基金占比



其中横轴代表2024年股票型+混合型基金净值占比，纵轴代表2024年基金公司管理费除以管理的净值规模。资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

【 01 】 格局篇：资管地位

【 02 】 对标篇：发展路径

【 03 】 政策篇：探路寻机

【 04 】 突破篇：范式转变

➤ 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

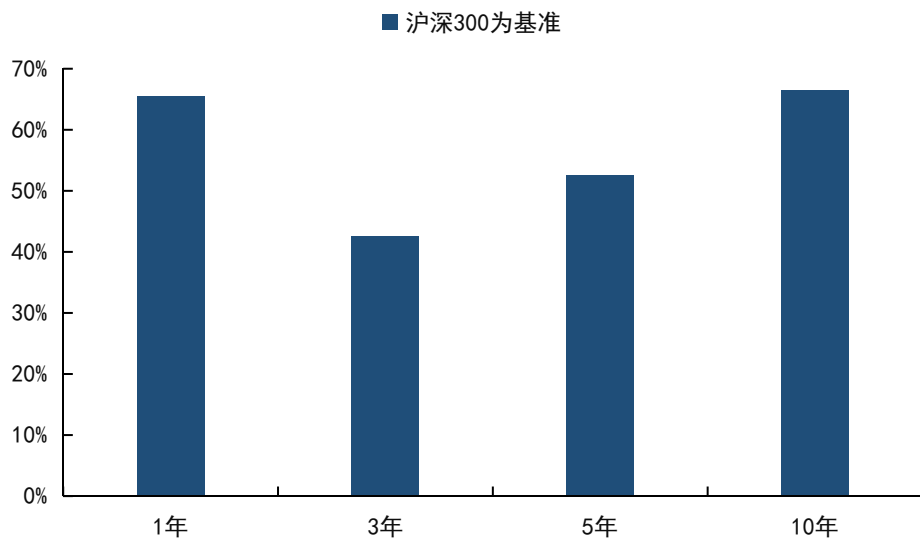
对象	要点	具体内容
基金公司	改革基金公司绩效考核机制	1、出台基金公司绩效考核管理规定，要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重，基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，前者包括基金净值增长率、业绩比较基准对比等指标，后者包括基金利润率、盈利投资者占比等指标。 2、基金公司股东和董事会对公司高管的考核，基金投资收益指标权重不低于50%；对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于80%。 3、对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于80%。
	强化监管分类评价的引导作用	1、将投资者盈亏及占比、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

主动股基胜率不高是投资者体验不佳的主要原因

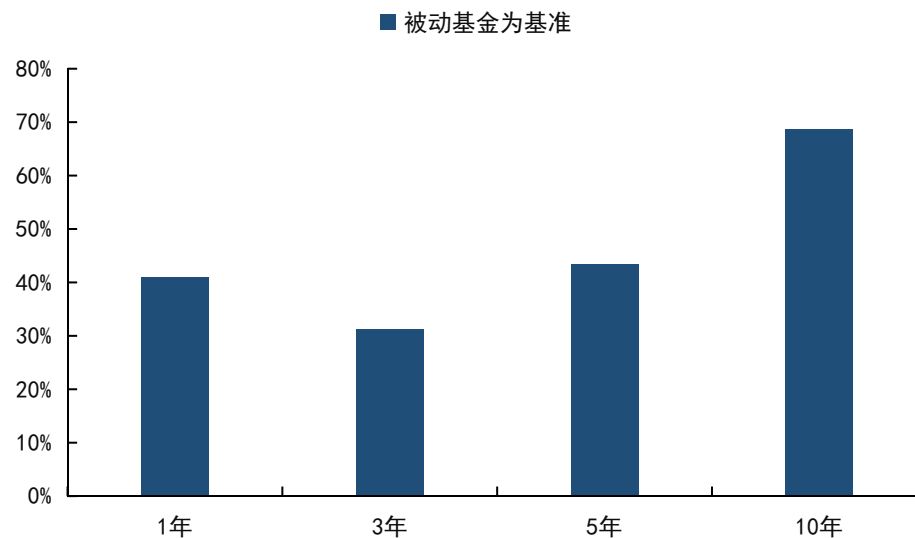
➤ 投资者获得感方面，主动股基胜率不高是体验不佳的主因。根据晨星公司统计，截至2026年5月末，部分主动股基收益率在短、中、长期内均难以跑赢沪深300指数，也难以跑赢同类被动股基，显示主动股基超额收益创造能力整体偏弱。《方案》注重对主动股基进行优胜劣汰管理，基金业绩不佳的产品将面临管理费率下调、基金经理绩效减少等情形，基金业绩优秀的产品则有望实现管理费率升档、基金经理绩效合理适度提升等奖励。这类举措将促进“良币驱逐劣币”，基金管理能力较强的基金经理、基金业绩优秀的产品将在市场上具备更强竞争力。短期可能主动股基创收能力有所减弱，甚至规模可能有收缩。但长期中有利于基金公司与基金投资者利益趋于一致，优秀的产品脱颖而出，不仅可以提升投资者获得感，也有利于基金公司长期可持续发展。

图：主动股基胜率（截至2026-5-31，以沪深300为基准）



资料来源：晨星，国信证券经济研究所整理

图：主动股基胜率（截至2026-5-31，以同类被动股基为基准）



资料来源：晨星，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

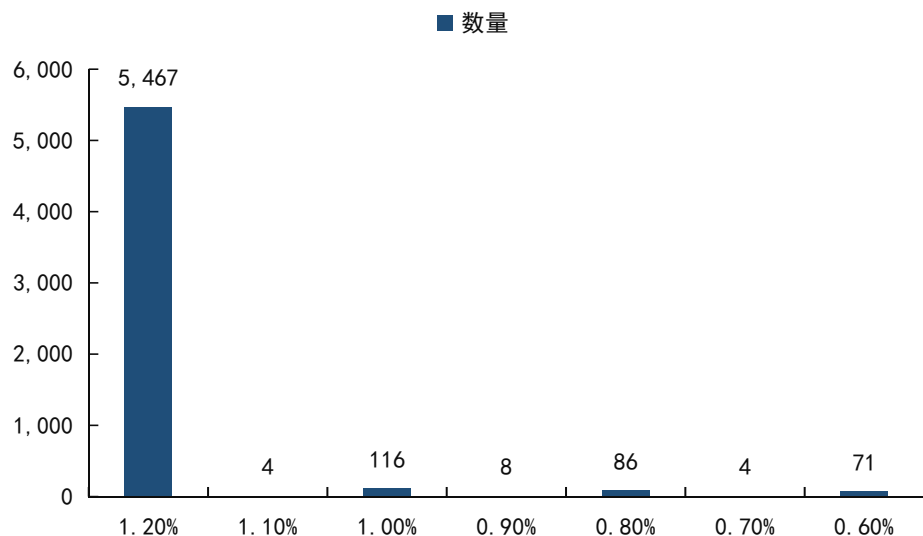
主旨	重点内容	对应条款	具体影响
费率模式与利益绑定机制改革	对主动管理权益类基金推行浮动管理费率，根据业绩表现分档收取管理费，业绩低于基准需少收费用	第1条	1、 基金公司经营逻辑转变 ：打破“旱涝保收”模式，倒逼机构提升投研能力，管理费收入将与投资者收益深度绑定，头部机构可能凭借投研优势扩大市场份额，中小机构面临转型压力。 2、 行为长期化 ：通过薪酬与业绩的强关联（如三年业绩低于基准10%需降薪），抑制基金经理短期博弈行为，推动投资策略转向长期价值创造。
	强制高管及基金经理自购产品并延长锁定期，绩效薪酬与中长期业绩挂钩	第8条	
考核评价体系重构	全面实施三年以上长周期考核，权重不低于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

方案指引：大型机构带头发行浮动管理费率产品

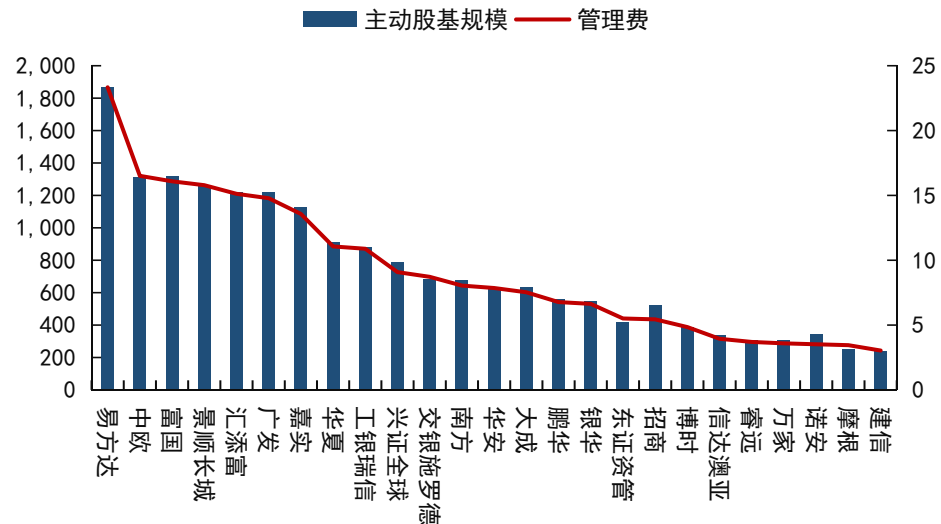
- 截至当前，主动股基（普通股票型+偏股混合型）管理费率多处于0.6%-1.2%区间，其中，1.2%的产品数量占据绝大多数。
- 基金公司层面，总体大型基金公司主动股基管理规模较大，易方达、中欧、富国等基金公司主动股基管理规模及管理费收入居前。按照《方案》要求，管理规模居前的机构将带头试点浮动费率产品，在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%。大型基金公司主动股基当前管理费收入尚可，能够为浮动管理费率基金的探索提供支持。

图：主动股基管理费率处于0.6%至1.2%之间（单位：只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各基金公司主动股基管理费及规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

方案指引：大型机构带头发行浮动管理费率产品

➤ 5月底，首批浮动管理费率基金已发布。一共26只产品，多由大型机构的资深投资经理进行管理。

图：首批浮动管理费率基金概况

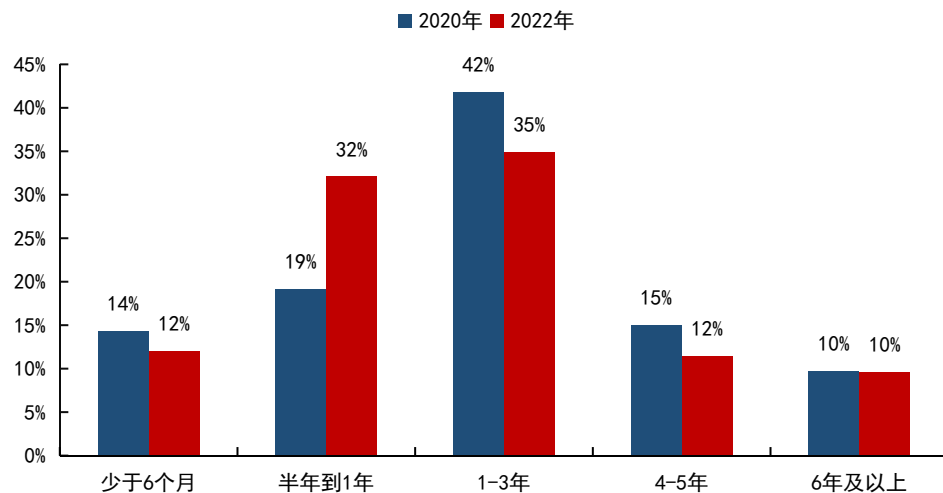
产品名称	基金公司	托管人	基金经理	基金经理年限(年)
东方红核心价值混合型	东方红资产管理	浦发银行	周云	11.95
富国均衡配置混合型	富国基金	建设银行	孙彬	6.01
嘉实成长共赢混合型	嘉实基金	中国银行	李涛	4.56
天弘品质价值混合型基金	天弘基金	浦发银行	贾腾	5.73
华安竞争优势混合型	华安基金	建设银行	栾超	8.63
交银施罗德瑞安混合型	交银施罗德基金	浦发银行	黄鼎	3.65
汇添富均衡潜力优选混合型	汇添富基金	农业银行	卞正	3.26
华夏瑞享回报混合型	华夏基金	建设银行	王君正	11.14
中欧大盘智选混合型	中欧基金	工商银行	沈悦	5.04
广发价值稳进混合型	广发基金	中国银行	王明旭	6.61
易方达成长进取混合型	易方达基金	中国银行	刘健维	5.87
博时卓睿成长股票型	博时基金	建设银行	田俊维	9.61
银华成长智选混合型	银华基金	建设银行	王晓川	3.02
宏利睿智领航混合型	宏利基金	农业银行	孟杰	4.72
南方瑞享混合型	南方基金	中信银行	李锦文，袁立	6.47
平安价值优享混合型	平安基金	农业银行	何杰	6.77
景顺长城成长同行混合型	景顺长城基金	招商银行	农冰立	6.23
工银瑞信泓裕回报混合型	工银瑞信基金	招商银行	郭雪松	5.70
兴证全球合熙混合型	兴证全球基金	招商银行	陈聪	2.53
招商价值严选混合型	招商基金	交通银行	朱红裕	11.18
万家新机遇同享混合型	万家基金	工商银行	束金伟	5.42
鹏华共赢未来混合型	鹏华基金	--	--	--
大成至臻回报混合型	大成基金	--	--	--
安信价值共赢混合型	安信基金	--	--	--
华商致远回报混合型	华商基金	--	--	--
信澳优势行业混合型	信达澳亚基金	--	--	--

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

方案指引：改进投资者体验需要多管齐下

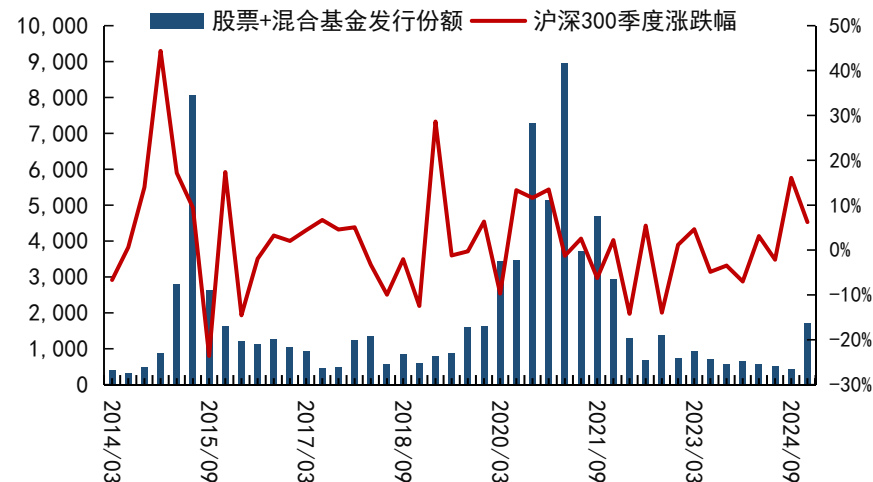
- 《方案》重点从改变基金公司“规模经营”逻辑，增加考核方式等方式，促进公募基金提升投资者获得感。
- 在实践中，基民的短期化交易导致基民在基金净值波动中高买低卖，错失长期复利机会。投资者行为偏差主要体现在短期化操作与认知错位。一是频繁申赎与追涨杀跌。根据中基协发布的《全国公募基金市场投资者状况调查报告2022》，有14%的基民持有单只基金时间短于6个月，19%的基民持有单只基金时间介于半年到1年之间。
- 公募基金行业层面，渠道激励扭曲与产品供给失衡，成为行业结构性矛盾。银行等渠道为获取高额代销费，推动基金公司频繁发行新基金，而增长的费用主要由投资者承担。

图：个人持有者持有单只基金时长分布



资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

图：股票+混合型基金往往在指数快速上涨阶段发行较多（单位：亿份）

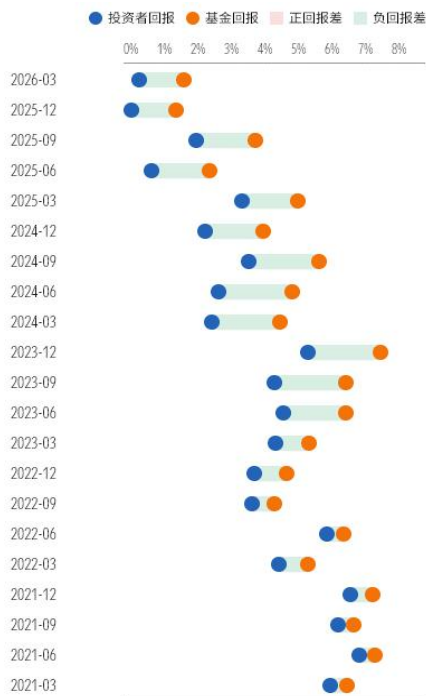


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资者回报与基金回报的偏离度显著收窄

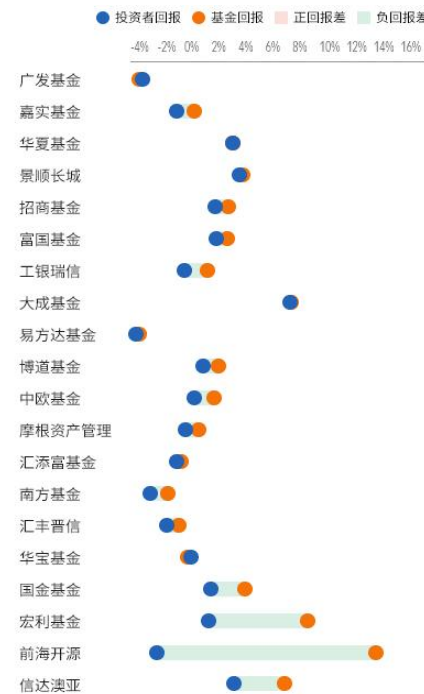
- 投资者回报与基金回报的偏离度显著收窄。过去长期存在的“基金赚钱、基民不赚钱”现象得到有效缓解。这意味着投资者实际获得的收益率与基金净值增长率之间的差距在缩小，说明基民的择时行为更加理性，更多投资者能够完整分享到基金的长期真实收益。
- 大型基金公司的投资者回报与基金回报差距更小。相比中小型公司，头部基金公司在投教陪伴、产品稳定性、渠道服务等方面更具优势，能够有效引导投资者长期持有，减少因情绪波动带来的申赎损耗。

图：主动偏股基金的投资者回报与基金回报偏差收窄



资料来源：晨星，国信证券经济研究所整理

图：各家基金公司主动股基的投资者回报和基金回报偏差



资料来源：晨星，国信证券经济研究所整理

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、通信高配程度过高。

图：主动股基的行业配置权重差异-截至2025年末（单位：%）

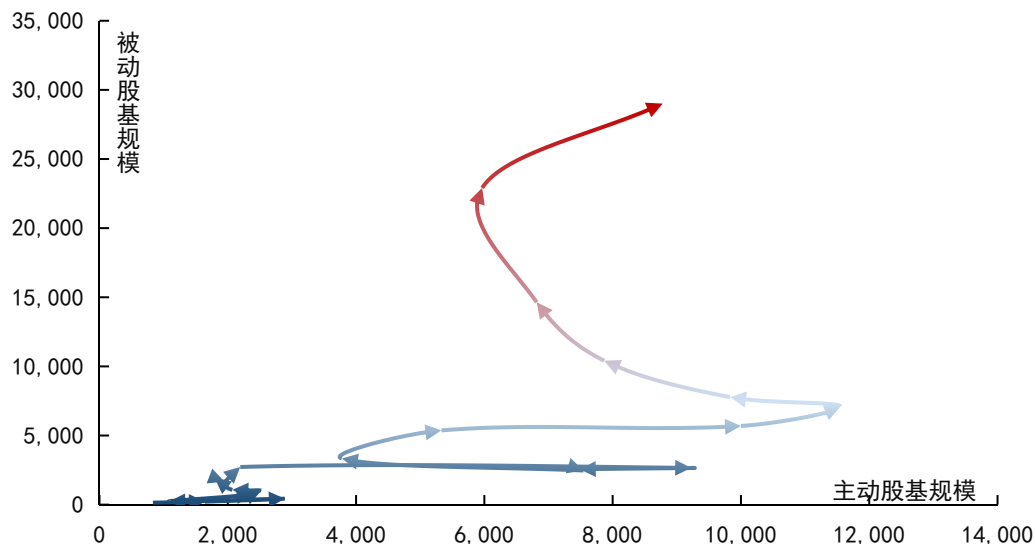
代码	行业名称	市值(万元)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)
801080.SI	电子	70,526,876.52	2.41	19.03	12.65	6.38	37.92
801770.SI	通信	26,197,621.55	0.89	7.07	3.55	3.52	87.46
801050.SI	有色金属	29,640,091.84	1.01	8.00	4.58	3.42	105.13
801150.SI	医药生物	32,931,019.78	1.12	8.88	5.85	3.04	-9.63
801730.SI	电力设备	36,205,571.58	1.24	9.77	7.46	2.31	57.73
801760.SI	传媒	13,366,589.00	0.46	3.61	1.59	2.01	-4.31
801880.SI	汽车	18,826,425.91	0.64	5.08	4.42	0.66	1.81
801200.SI	商贸零售	5,996,281.62	0.20	1.62	1.03	0.58	16.28
801210.SI	社会服务	3,292,973.75	0.11	0.89	0.51	0.38	-14.52
801110.SI	家用电器	7,368,768.42	0.25	1.99	1.80	0.19	-20.92
801710.SI	建筑材料	3,379,593.04	0.12	0.91	0.76	0.15	68.87
801980.SI	美容护理	1,141,139.57	0.04	0.31	0.29	0.02	-46.86
801130.SI	纺织服饰	2,299,185.30	0.08	0.62	0.62	0.01	-17.86
801230.SI	综合	387,721.78	0.01	0.10	0.14	-0.04	4.56
801140.SI	轻工制造	3,873,901.61	0.13	1.05	1.10	-0.05	-15.47
801890.SI	机械设备	19,247,394.23	0.66	5.19	5.27	-0.07	42.20
801180.SI	房地产	3,602,113.03	0.12	0.97	1.07	-0.10	5.50
801030.SI	基础化工	14,318,406.92	0.49	3.86	4.10	-0.24	51.82
801040.SI	钢铁	2,232,365.43	0.08	0.60	0.93	-0.33	60.62
801010.SI	农林牧渔	3,637,990.20	0.12	0.98	1.32	-0.34	-12.46
801120.SI	食品饮料	13,349,630.21	0.46	3.60	4.01	-0.40	-10.85
801970.SI	环保	1,481,763.36	0.05	0.40	0.84	-0.44	-5.30
801740.SI	国防军工	8,589,870.64	0.29	2.32	3.02	-0.70	-24.09
801170.SI	交通运输	7,490,642.40	0.26	2.02	2.87	-0.85	7.31
801950.SI	煤炭	2,203,361.22	0.08	0.59	1.49	-0.89	40.66
801720.SI	建筑装饰	2,036,967.84	0.07	0.55	1.72	-1.17	7.44
801960.SI	石油石化	4,022,936.66	0.14	1.09	2.94	-1.86	58.74
801750.SI	计算机	8,685,820.43	0.30	2.34	4.41	-2.07	-21.75
801790.SI	非银金融	13,184,055.36	0.45	3.56	6.03	-2.47	60.71
801160.SI	公用事业	2,825,216.06	0.10	0.76	3.27	-2.51	-31.95
801780.SI	银行	7,946,382.45	0.27	2.14	10.35	-8.21	-38.73

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票基金产品：被动化趋势仍在推进

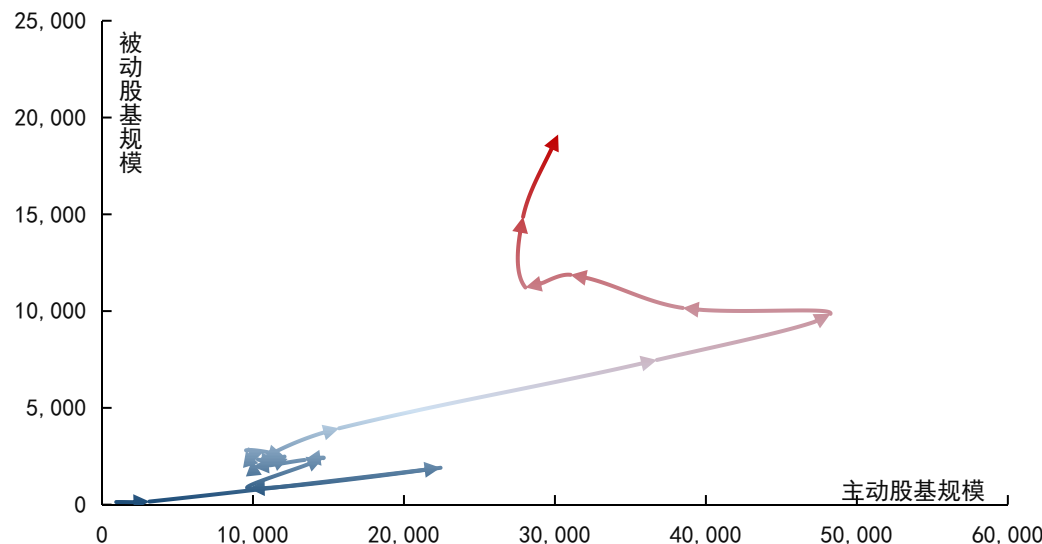
- 机构投资者会阶段性增持主动股票基金，个人投资者对主动股票基金的信心有所恢复。股票基金被动化趋势有所放缓。
- 机构投资者：截至2025年末，机构投资者持有被动股票基金规模逼近2.9万亿元，持有主动股票基金回升至约8780亿元。2015年及2019-2021年间，机构投资者增持偏股混合基金、灵活配置基金。2023年，机构持有被动股基超过主动股基，此后领先优势迅速扩大。
- 个人投资者：对于主动股基的信心有所恢复。截至2025年末，个人投资者持有的主动股基约3.0万亿元，持有被动股基约1.9万亿元。2022年来，个人持有被动股基持续增长、主动股基持续下降。

图：机构投资者持有的股票基金规模变化轨迹图（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：颜色越蓝表示时间越早，越红表示时间越晚
时间维度为2005年至2025年，后同

图：个人投资者持有的股票基金规模变化轨迹图（单位：亿元）

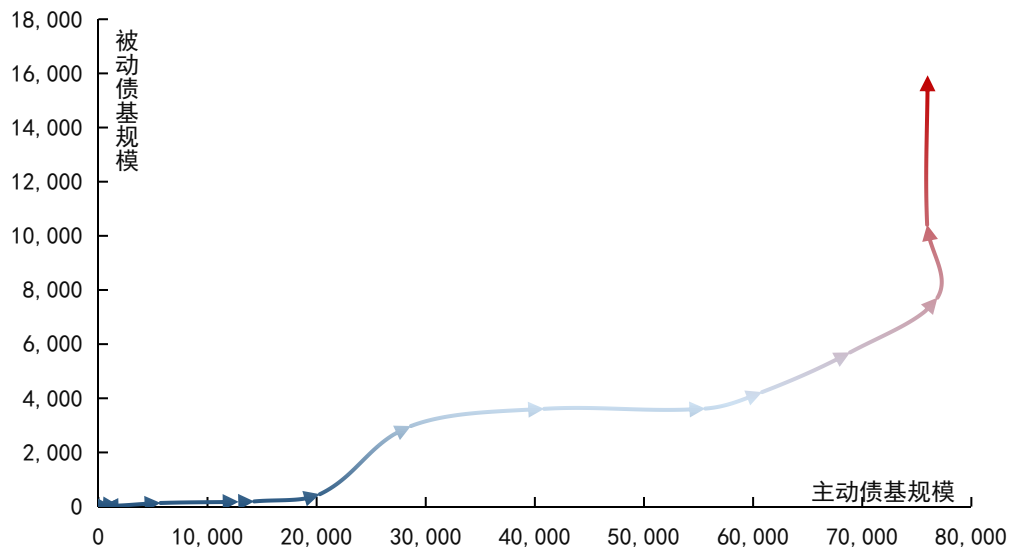


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：颜色越蓝表示时间越早，越红表示时间越晚

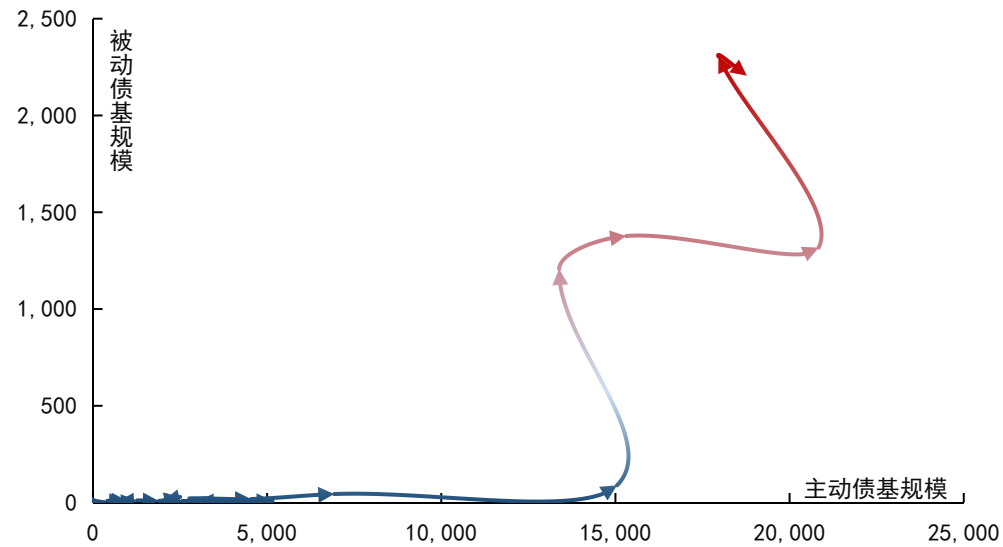
债券基金产品：主动与被动齐头并进

- 产品丰富、市场环境变化、投资者需求增加促使主动债券基金与被动债券基金共进式发展。
- 机构投资者：2019年，被动债基密集发行53只，推动被动债基扩容至100只，机构投资者持有被动债基开启第一波快速增长。此外，资管新规逐步落地，理财资金等配置资产逐步实现非标转标，推动机构持有债基整体扩容。
- 个人投资者：2022年，同业存单指数挂钩的被动债基密集发行，吸引大量个人投资者，推动个人投资者持有的被动债基一举突破1,000亿元。

图：机构投资者持有的债券基金规模变化轨迹图（单位：亿元）



图：个人投资者持有的债券基金规模变化轨迹图（单位：亿元）



依托Smart Beta建立“因子工厂”

- 从因子有效性来看，红利、低波、价值、质量、现金流等因子长期有效，Rank IC>0的时期不低于70%。成长、动量因子有效性相对较弱。
- 从因子相关性来看，相关性较强的因子两两组合或更多组合，能够增强因子暴露，从而有望增厚收益，提升投资组合的长期表现。此外，将相关性较弱的因子两两组合或更多组合，则能够降低投资者收益波动性，提升夏普比率。
- 目前国内主流的指数公司，比如中证指数、华证指数等，均已发布一系列多因子指数，为未来多因子指数投资提供基准参考。

图：主要SmartBeta因子有效性

因子	Rank IC	Rank ICIR	t值	Rank IC>0占比
价值	0.08	0.44	2.26	0.70
红利	0.06	0.49	2.50	0.70
低波	0.10	0.64	3.25	0.74
质量	0.06	0.69	3.50	0.85
现金流	0.04	0.71	3.63	0.74
动量	-0.03	-0.18	-0.93	0.44
成长	-0.02	-0.23	-1.18	0.41

资料来源：中证指数，Wind，国信证券经济研究所整理
注：计算时间为2010年至2025年

图：主要SmartBeta因子相关性

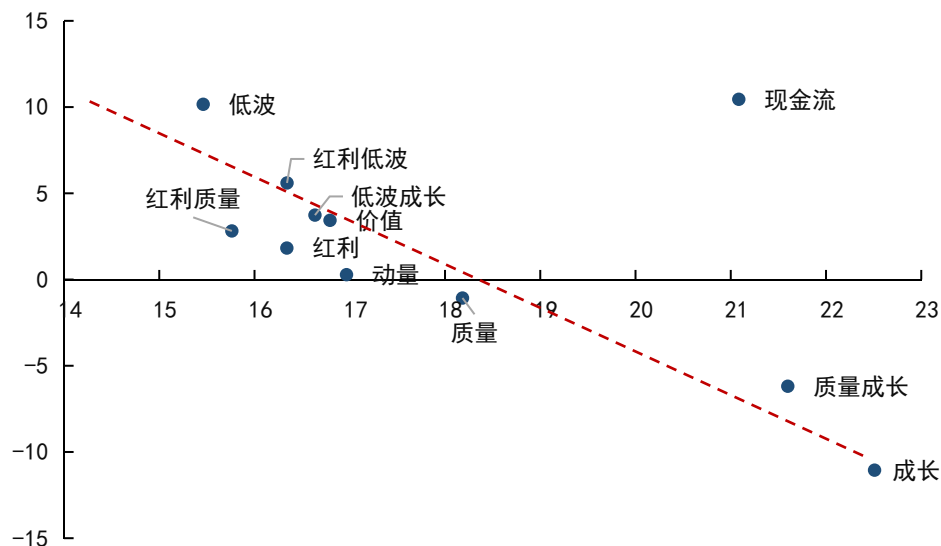
	价值	成长	红利	低波	质量	动量	现金流
价值	1.00	0.05	0.72	0.52	0.40	0.01	0.37
成长	0.05	1.00	-0.06	-0.05	0.06	0.11	-0.03
红利	0.72	-0.06	1.00	0.41	0.22	0.05	0.23
低波	0.52	-0.05	0.41	1.00	0.18	-0.23	0.10
质量	0.40	0.06	0.22	0.18	1.00	0.10	0.56
动量	0.01	0.11	0.05	-0.23	0.10	1.00	0.09
现金流	0.37	-0.03	0.23	0.10	0.56	0.09	1.00

资料来源：中证指数，国信证券经济研究所整理

主要因子风险收益特征差异明显

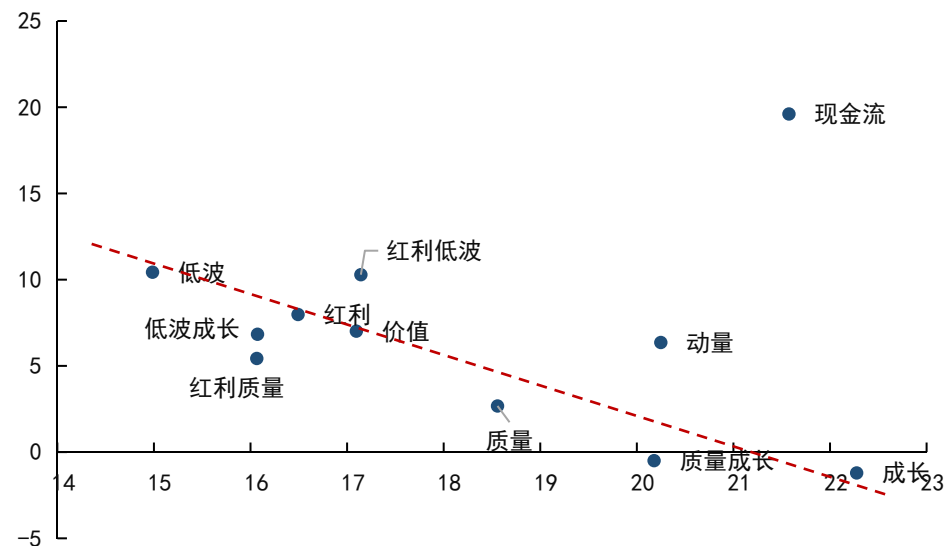
- 风险越高，预期收益率越高？各个因子的历史表现却并非如此。
- 3年时间维度（2022年3月-2025年3月）：各个因子的波动率与收益率相关性为负，并且较为显著。低波、红利低波等因子不仅波动率低，而且收益率高。
- 5年时间维度（2020年3月-2025年3月）：各个因子的波动率与收益率相关性仍旧为负，显著程度有所降低。

图：主要SmartBeta因子近3年年化收益率与波动率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：横轴为年化波动率，纵轴为年化收益率

图：主要SmartBeta因子近5年年化收益率与波动率

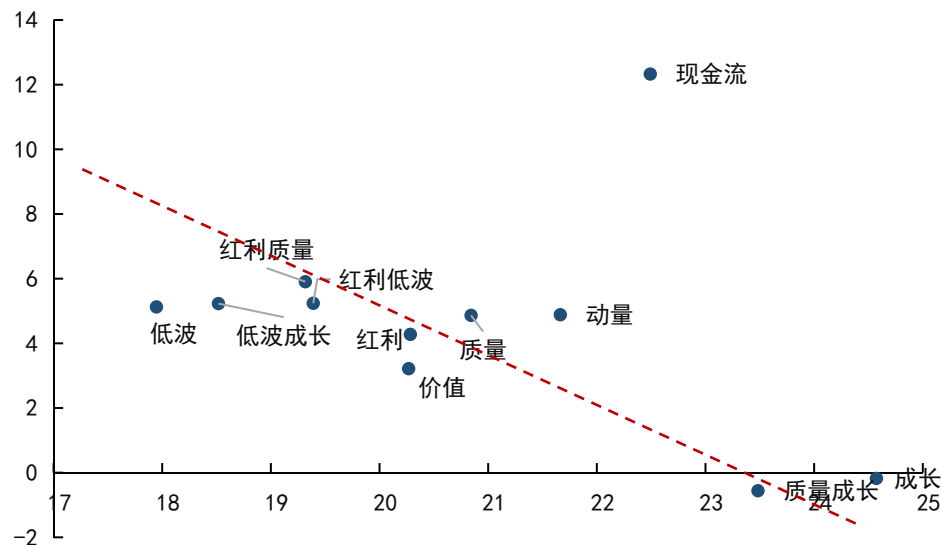


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：横轴为年化波动率，纵轴为年化收益率

主要因子风险收益特征差异明显（续）

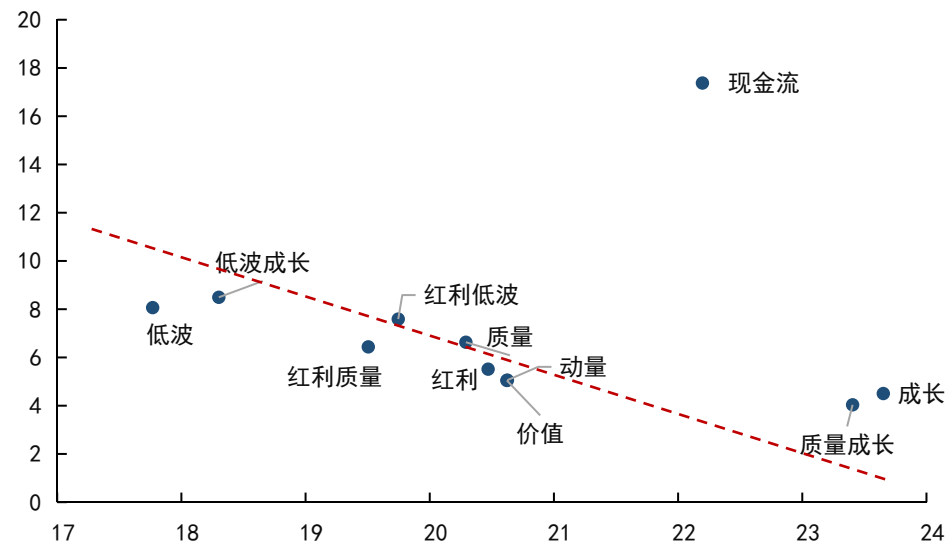
- 更长时间维度来看，各个因子的收益率基本可以保持为正，但波动率与收益率之间的负相关关系仍旧保持。
- 10年时间维度（2015年3月-2025年3月）：除质量成长、成长因子收益率为负以外，其余各个因子收益率均为正。
- 15年时间维度（2010年3月-2025年3月）：各个因子收益率均转正，但收益率与波动率负相关关系未改变。
- 因此，时间推移或许可以提升因子的收益率，但似乎难改变因子的风险收益相关性，这能够为SmartBeta产品开发与投资提供参考。

图：主要SmartBeta因子近10年年化收益率与波动率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：横轴为年化波动率，纵轴为年化收益率

图：主要SmartBeta因子近15年年化收益率与波动率

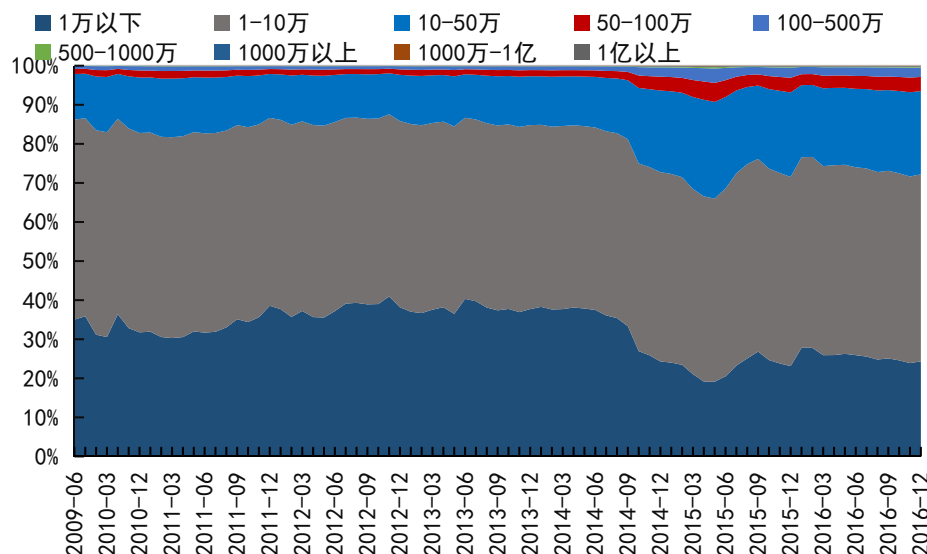


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：横轴为年化波动率，纵轴为年化收益率

散户群体持股户均持股市值较小，稳定市场需注重引导长期资金入市

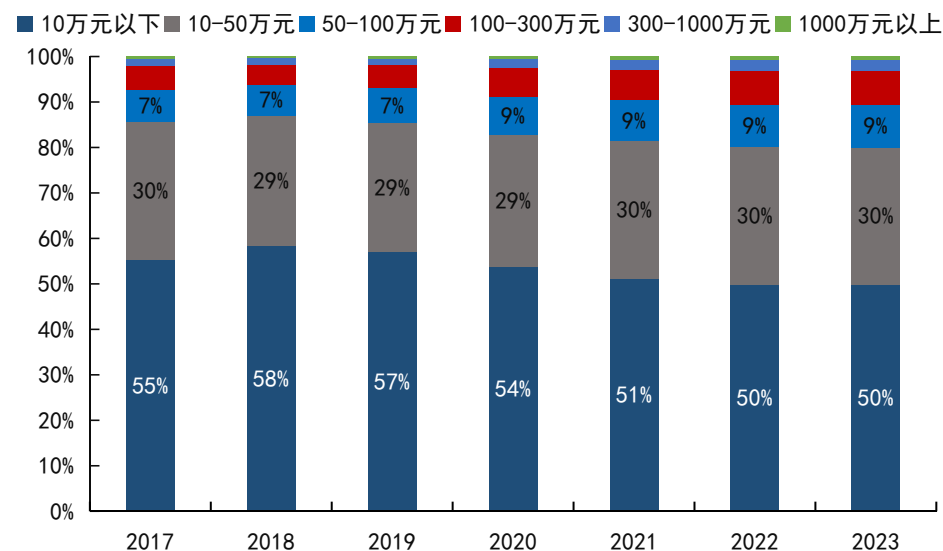
- 根据中证登统计，绝大部分个人投资者持股市值不足**50万元**。截至2016年底（此后中证登停止披露相关数据），持股市值在50万元以下的自然人账户数量占比为93.6%，其中1万元以下占比24.4%、1-10万元占比47.9%、10-50万元占比21.3%。
- 根据上交所统计，近年来持股市值**50万元以上**的个人投资者占比有所提升，但绝对比例仍较低。截至2023年底，持股市值在50万元以下的自然人账户数量占比为80.1%，其中10万元以下占比49.9%、10-50万元占比30.2%。
- 户均持股市值规模较小，为博取较高的投资收益，投资者便容易进行高仓位投资。低户均市值+高仓位+A股高波动率三者叠加，使得散户持有A股的投资体验不佳。

图：中国自然人账户数占比（按流通市值）



资料来源：中国证券登记结算公司，国信证券经济研究所整理

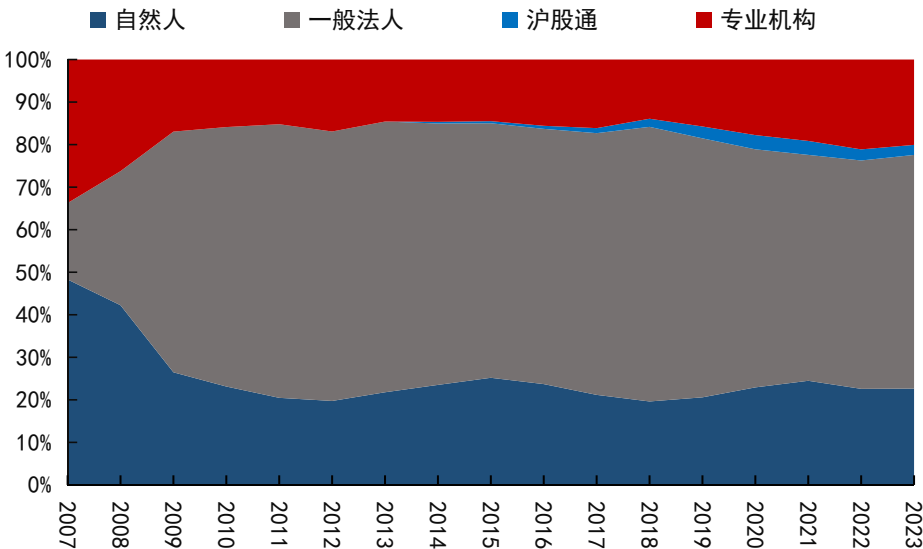
图：自然人投资者持股账户数占比（按市值）



资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

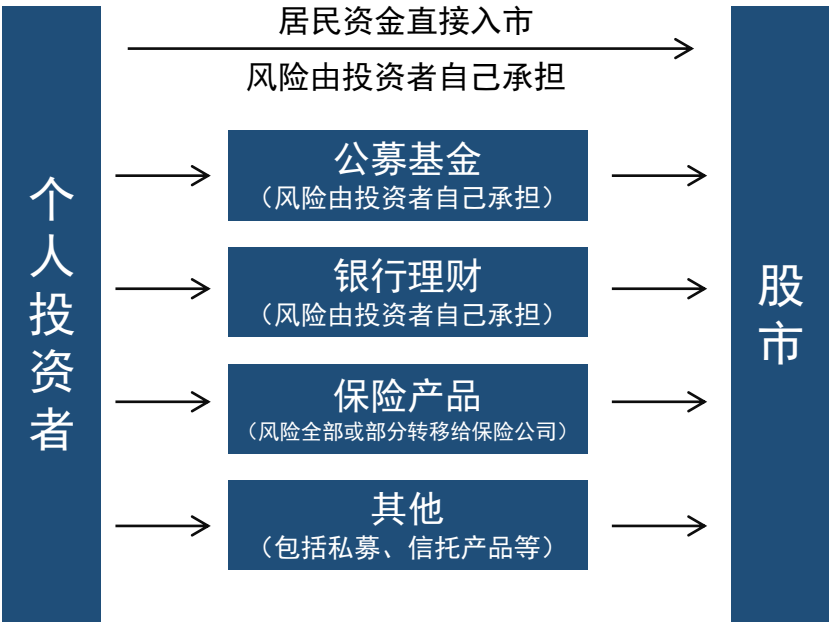
- 存款利率逐步降低，存款转化为股市投资资金的潜力巨大。但考虑到我国居民储蓄习惯较强，仍较为看重收益的稳定性，居民资金直接入市的动能较小。居民大概率通过购买公募基金、银行理财、保险等机构投资者的产品，间接投资股市。
- 需要注意的是，保险产品是“类资金池”的管理模式，居民购买保险产品、保险再进行权益投资的这一方式与其他机构不同，居民获得保险产品较高的确定收益率，风险全部或部分由保险公司承担。而居民通过公募基金、银行理财等产品投资股市时，风险由居民自身承担。

图：各类投资主体持有股票市值占比



资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

图：个人投资者资金入市的途径

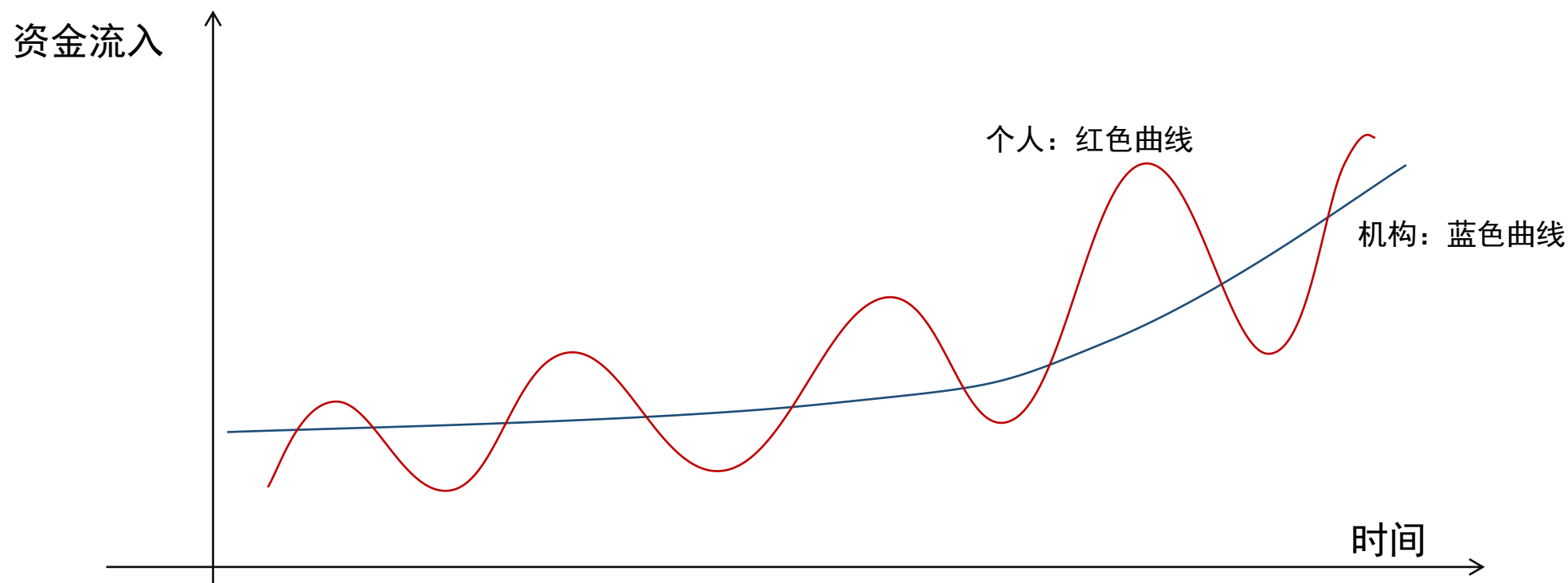


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资本市场长期中获得资金净流入，公募基金发展空间良好

- 我们将资本市场的资金流入区分为机构资金流入及个人资金流入。理论上，机构资金流入会伴随机构资产负债表的扩张而持续增长，个人资金的流入则受到各种短期因素的影响，呈现较大的波动，尤其是在社交平台加快信息传播速度后，这种波动会更明显。

图：资本市场的资金流动情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 当前，股票ETF产品开发最充分，跨境产品次之，债券及商品ETF仍具备发展空间。但伴随机构投资者节省资本、流动性需求提升，债券ETF是良好的发展方向。此外，散户投资者对债券ETF的投资也在增长，爆款产品鹏扬30年国债ETF即吸引较多个人投资者。商品ETF目前以黄金ETF为主，未来品种仍可拓宽，比如白银、能源、化工等领域。
- 股票ETF细分来看，部分方向尤其是smart beta也可增加布局。目前绝大部分股票ETF以追踪宽基指数为主，主题策略及行业ETF规模相对较小。不同于宽基70%由机构投资者持有，行业主题型ETF是个人投资者的主阵地。行业主题ETF中大单品特征显著，具有高波动、高贝塔、高收益特征的ETF更容易做大规模，且先发优势同样重要。

图：各类型ETF份额及净值规模（单位：亿份、亿元）

ETF类型	份额	净值
股票型	20,509	25,759
债券型	175	8,767
商品型	342	2,583
跨境型	8,732	7,960

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：数据截至2026.7.9

图：各类型股票ETF份额及净值规模（单位：亿份、亿元）

股票ETF类型	份额	净值
主题指数	10,524	11,046
规模指数	4,397	9,332
行业指数	3,656	3,011
策略指数	1,758	2,178
风格指数	174	191

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：数据截至2026.7.9

基金资管受益：加强产品创设，丰富投资者工具



- 当前，股票ETF产品开发最充分，跨境产品次之，债券及商品ETF仍具备发展空间。但伴随机构投资者节省资本、流动性需求提升，债券ETF是良好的发展方向。此外，散户投资者对债券ETF的投资也在增长，网红产品鹏扬30年国债ETF即吸引较多个人投资者。商品ETF目前以黄金ETF为主，未来品种仍可拓宽，比如白银、能源、化工等领域。
- 股票ETF细分来看，部分方向尤其是smart beta也可增加布局。目前绝大部分股票ETF以追踪宽基指数为主，主题策略及行业ETF规模相对较小。不同于宽基70%由机构投资者持有，行业主题型ETF是个人投资者的主阵地。行业主题ETF中大单品特征显著，具有高波动、高贝塔、高收益特征的ETF更容易做大规模，且先发优势同样重要。

图：机构持有人占比较高的ETF类型-截至2025年末

代码	简称	持有净值(亿元)	持有份额(亿份)	占比(%)
510300.SH	沪深300ETF华泰柏瑞	3,843.39	808.55	91.02
510310.SH	沪深300ETF易方达	2,928.65	643.20	97.55
510330.SH	沪深300ETF华夏	2,268.73	470.56	99.22
159919.SZ	沪深300ETF嘉实	1,920.78	397.74	97.44
510050.SH	上证50ETF华夏	1,625.52	523.58	92.40
510500.SH	中证500ETF南方	1,334.62	175.86	92.24
159915.SZ	创业板ETF易方达	791.81	248.38	78.83
512100.SH	中证1000ETF南方	758.29	246.24	95.99
588080.SH	科创50ETF易方达	576.00	420.27	81.59
159845.SZ	中证1000ETF华夏	491.69	156.96	98.51

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：个人持有人占比较高的ETF类型-截至2025年末

代码	简称	持有净值(亿元)	持有份额(亿份)	占比(%)
562500.SH	机器人ETF华夏	191.34	187.91	72.31
510880.SH	红利ETF华泰柏瑞	142.64	44.83	74.04
512690.SH	酒ETF鹏华	135.94	253.59	72.01
512010.SH	医药ETF易方达	124.10	327.81	73.11
159559.SZ	机器人ETF景顺	26.45	18.60	82.85
159272.SZ	机器人ETF富国	25.91	27.32	95.60
510720.SH	红利国企ETF国泰	24.93	25.98	89.02
515230.SH	软件ETF国泰	24.16	27.03	75.93
512290.SH	生物医药ETF国泰	23.97	24.03	73.90
515000.SH	科技ETF华宝	23.77	23.92	71.04

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

——泰康保险集团执行副总裁兼首席投资官 段国圣

“资产荒”形成：经济增长中枢下移，基础资产收益率下降

- 人口老龄化加剧、城镇化率快速突破后以城投和地产驱动的增长模式遇到瓶颈。这意味着此前通过劳动力、资源、环境等低成本要素大量投入来驱动经济增长的野蛮式投资模式已经走到尽头，因此2011年之后我国经济增长中枢下移。
- 促改革、调结构，但经济增长中枢再下台阶是必然趋势。2014年我国积极加速推动高质量发展转型，加快构建“双循环”发展格局，预计未来经济中枢仍将保持在较好水平。但全球新经济发展格局下，我国经济增速中枢已难以回到城投地产投资主导时代的高水平。
- 随着经济增速下台阶，我国基础资产的收益率持续下行。近年来十年期国债收益率中枢下移，居民主要配置的金融资产（存款和理财产品）收益率也跟随下行。预计随着经济增长中枢的进一步下移，无风险收益率将继续下降。

图：我国经济增速持续下台阶（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近年来十年期国债收益率持续下行

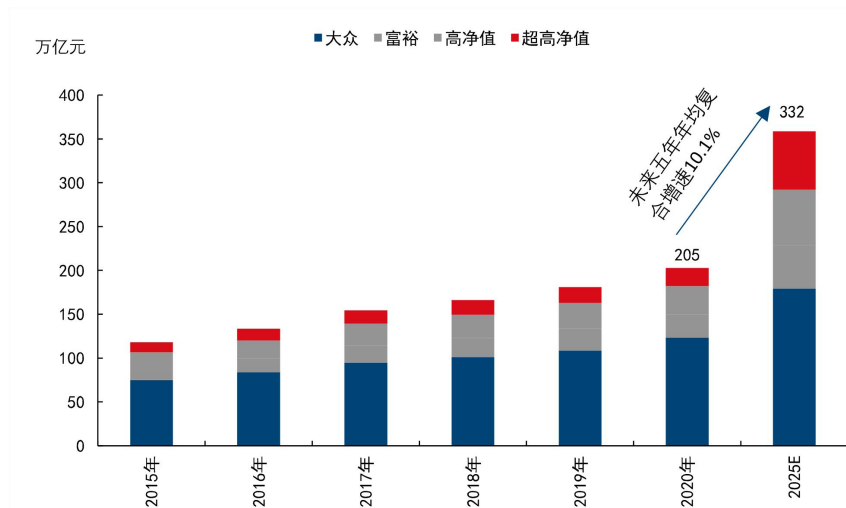


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结构性机会：居民财富增长与配置结构调整

- 居民财富增长空间广阔，且高净值客群增长更快。麦肯锡预测2025年我国个人金融资产将达到332万亿元，2021-2025年年均复合增速为10.1%，且超高净值和高净值客户金融资产更快。
- 资产配置结构上：资产配置的大逻辑将重塑，投资品类更加多样化，逐步转向全市场。当前我国居民家庭资产配置住房比例接近60%，金融资产也以保本型的存款和理财产品为主。随着房地产收益率下降、刚性兑付打破、无风险利率下台阶、居民财富管理意识崛起等因素，未来居民金融资产配置结构将更加多元化，权益类、产业基金、另类资产等资产种类配置比重将逐步提升，为大资产管理行业发展提供良好的环境。

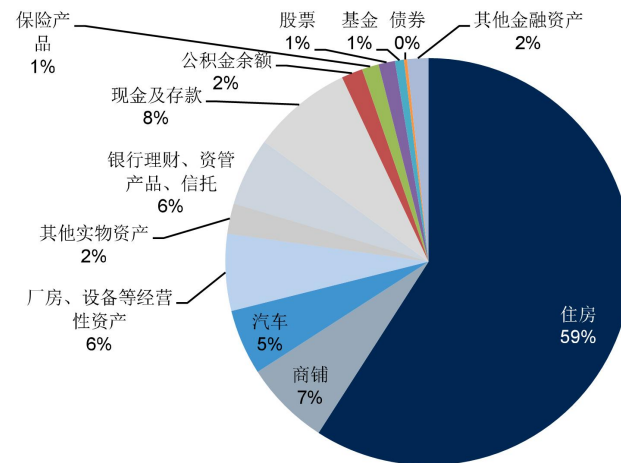
图：我国居民金融资产成长空间广阔



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

资料来源：《未来十年全球财富管理和私人银行的趋势及制胜战略》，麦肯锡，2021年；国信证券经济研究所整理

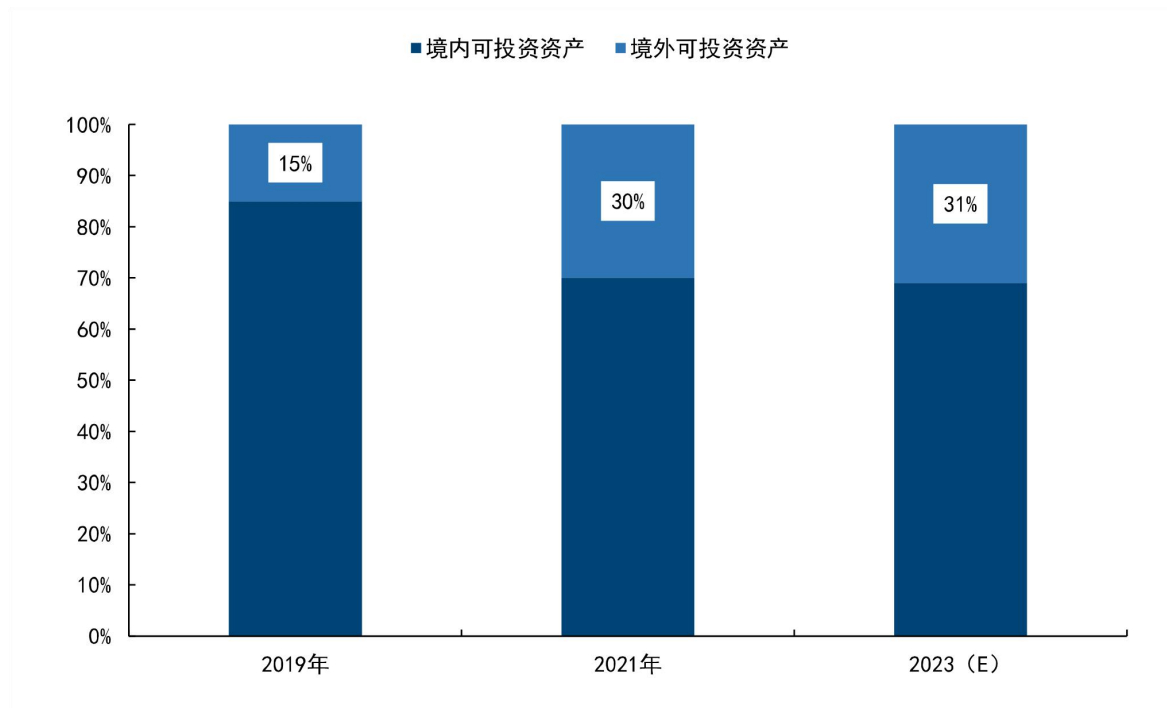
图：当前我国居民金融配置比例处在低位



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

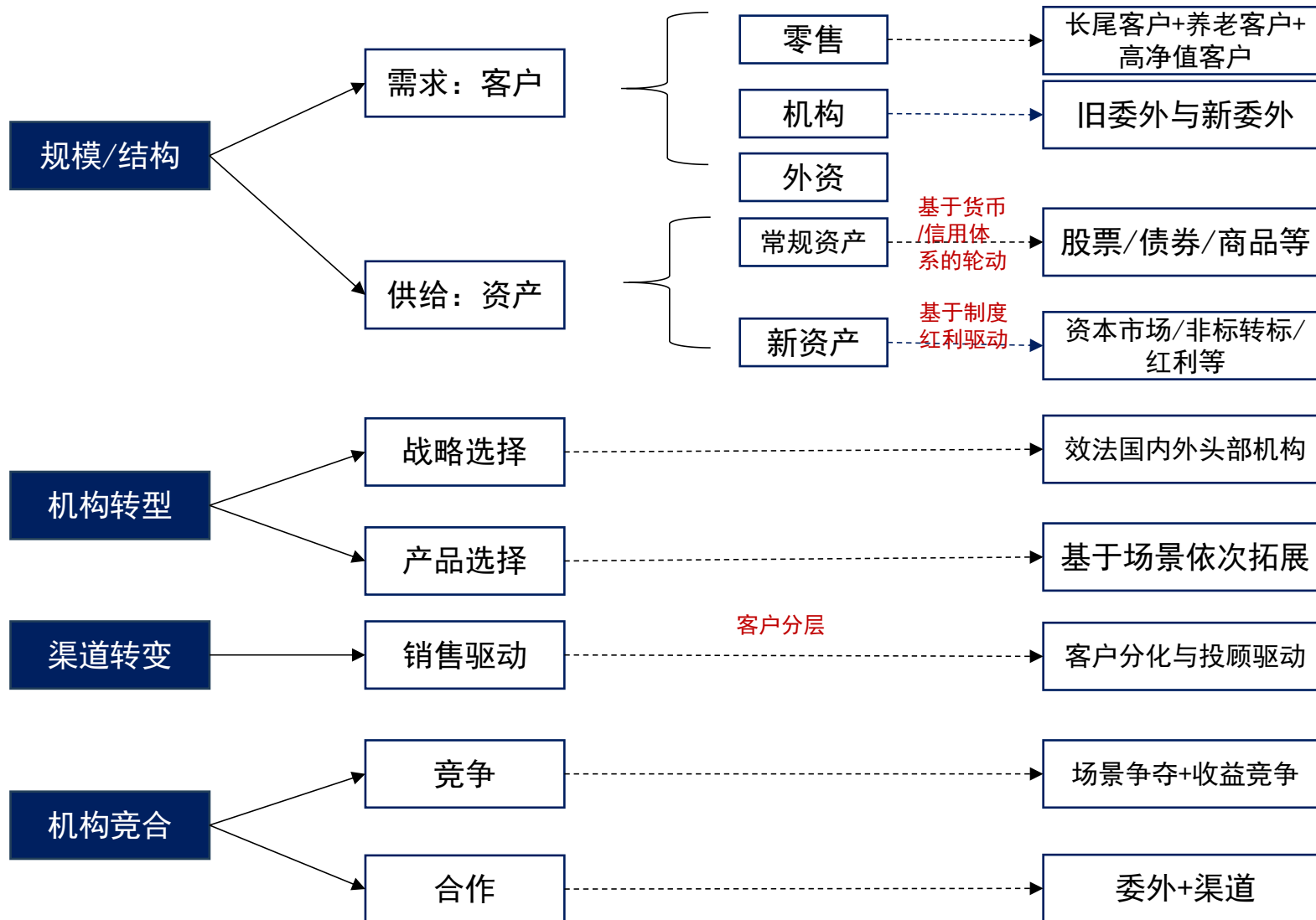
- 随着全球经济一体化的逐渐形成，以及人民币国际化加速推进，进行全球化海外资产配置将备受国内高净值人群的青睐。全球各个国家经济发展阶段都不尽相同，把投资视野拓宽到全球，跨地域国别的投资，让资产组合拥有更强的风险承受能力的同时，也能让投资者分享其他经济体成长的红利。

图：中国高净值人群境内外资产配置比例



资料来源：《2021中国私人财富报告——中国私人银行：纳川成海》，招商银行&贝恩咨询，2021年，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



01

如果想要规模增长10亿，增收1000万，我们做什么？

基于既有品种新交易策略

- 期权波动率交易
- 基金折价套利
- 大宗交易套利
- 高频交易策略
- 事件驱动策略
- 130/30多空基金
- 危机债策略
- IRS交易策略

02

如果是增规模100亿，增收5000万？

基于新品种或新市场

- 商业票据
- 可转债/可交债
- 科创板
- ABS、REITs
- 海外债券
- 多市场宏观对冲
- CTA FOF

03

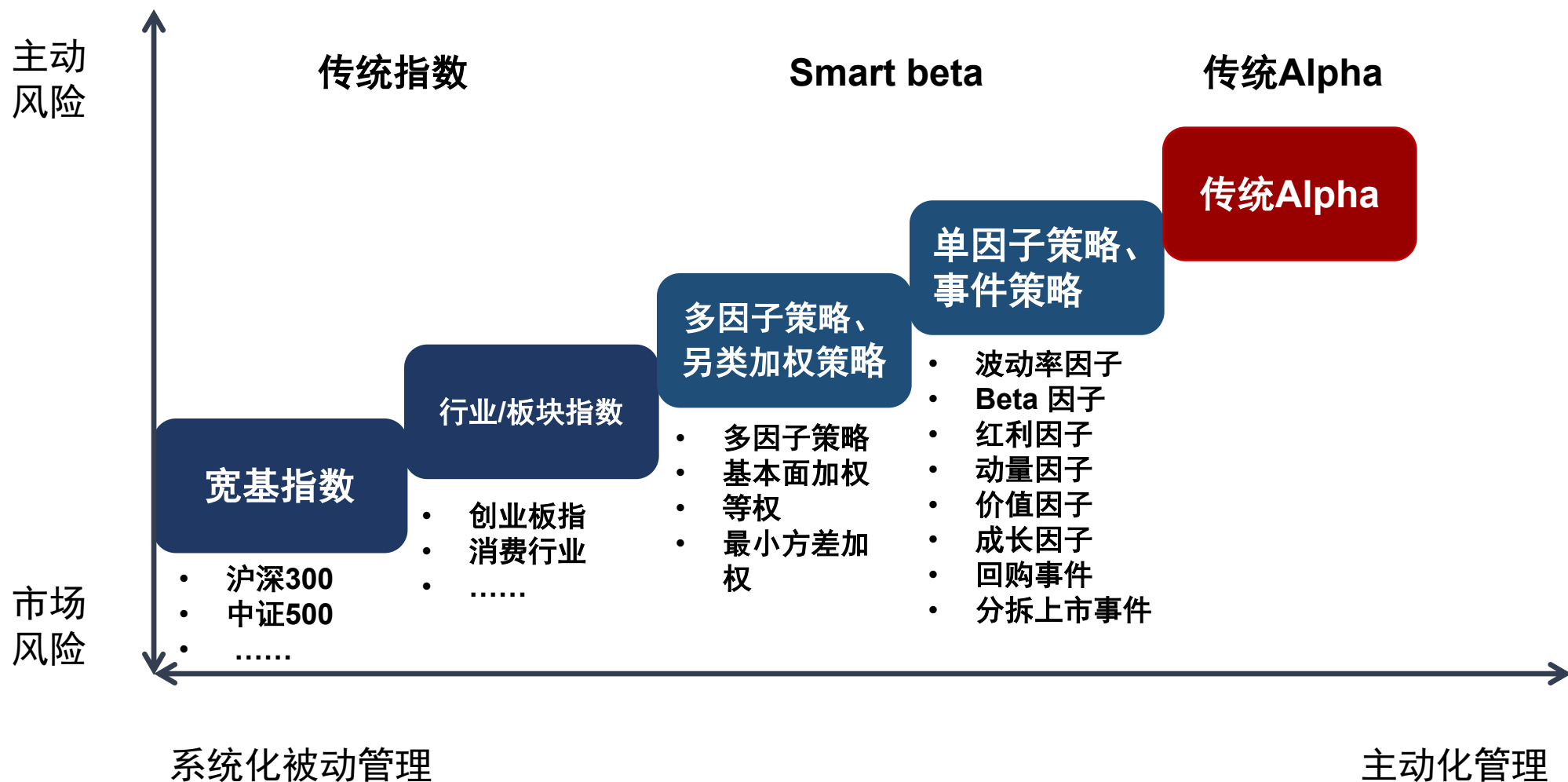
如果是增规模1000亿，稳定的增收2亿呢？

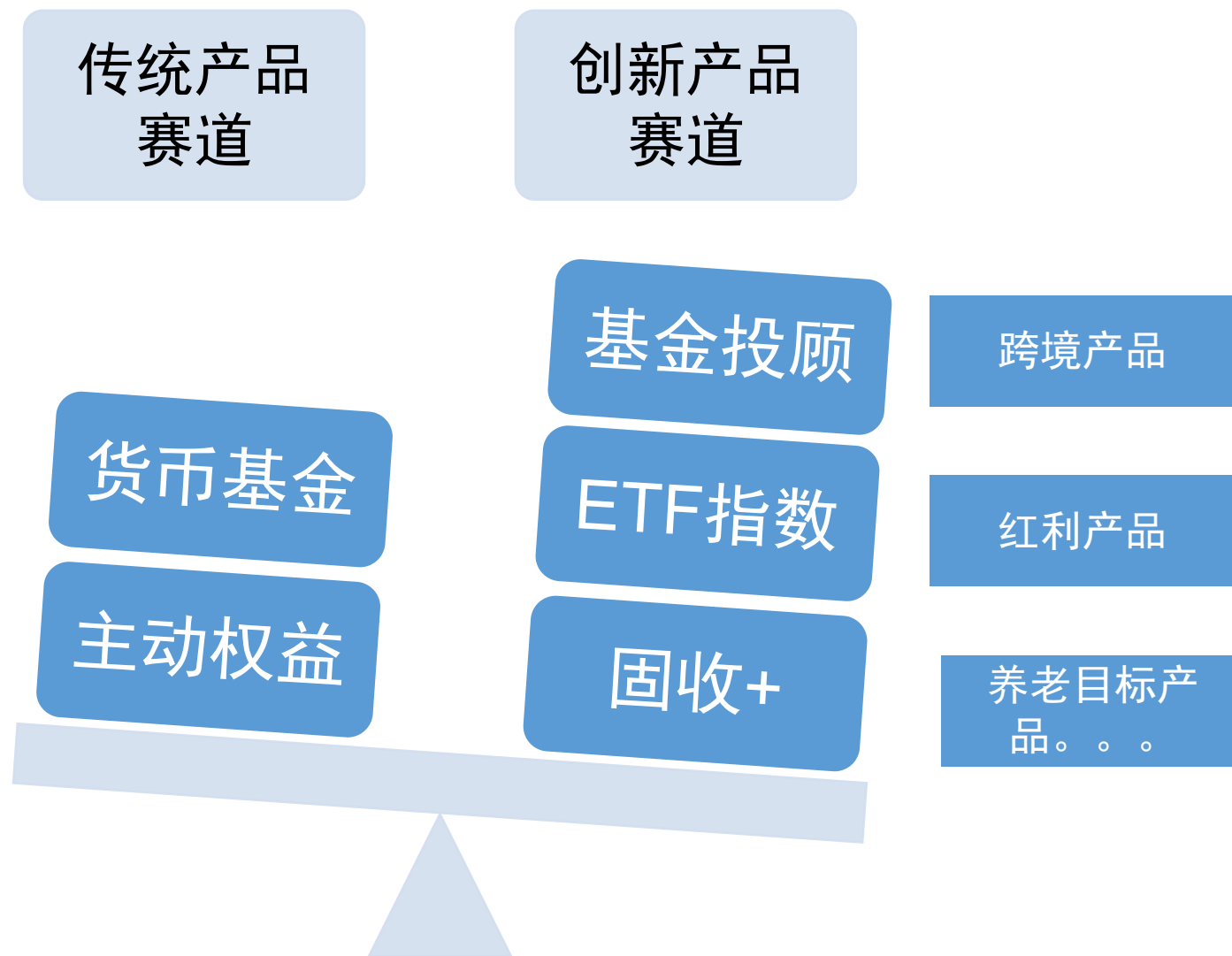
基于新牌照或新模式

- 大养老：职业年金、公募养老基金
- 被动投资：ETF、smart beta
- 解决方案服务
- 财富管理：FOF与财富定制账户

净值化转型： $\alpha + \beta$ 多元化突围

➤ 坚持Alpha+Beta思路，进一步完善产品线布局，并探索传统市场Beta之外多样化的Beta。

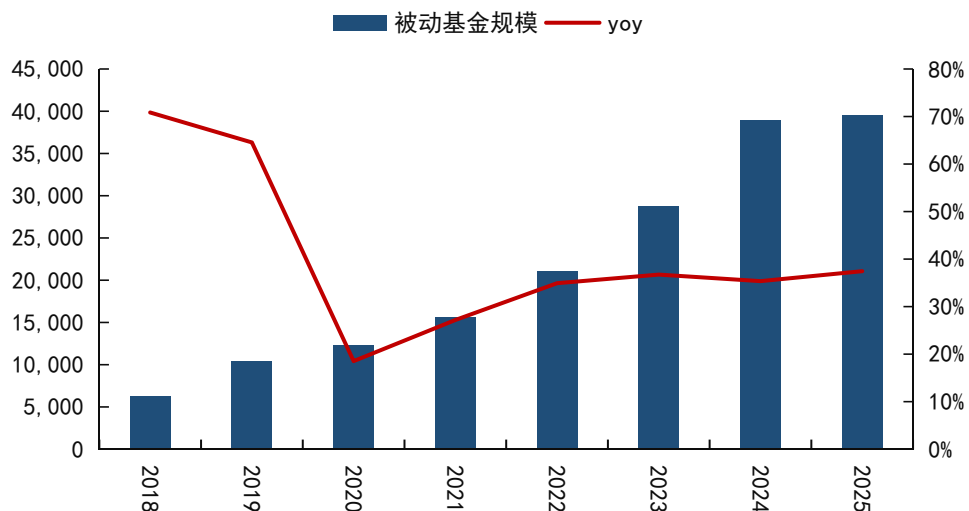




被动基金：份额加速增长，规模占比提升，ETF占主要地位

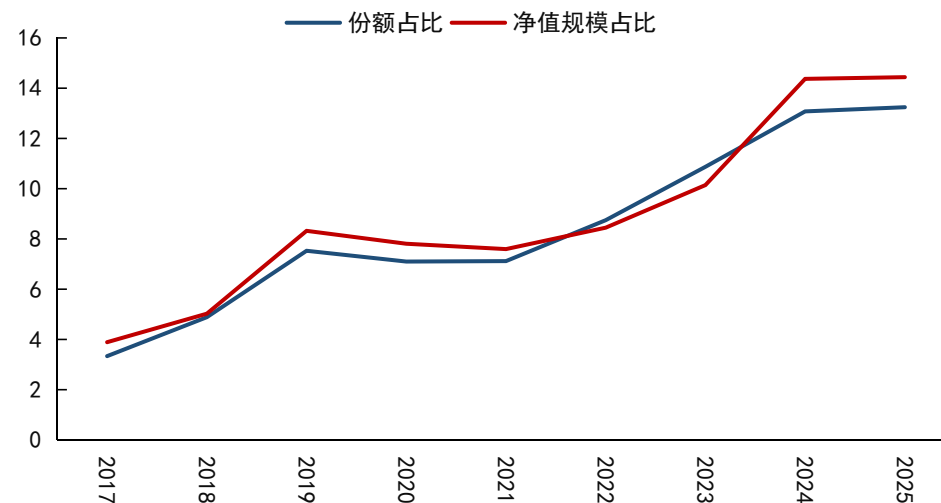
- 被动基金份额自2021年起加速增长。2021年底，我国被动基金份额为1.56万亿份，2021年、2022年、2023年、2024年、2025年，被动基金份额同比增速分别为27.2%、34.9%、36.7%、39.0%、37.5%。被动基金增速提高顺应了投资理念转变和 market 发展趋势，被动股基、被动债基的发展均推动了被动基金份额增速提升。被动基金的发展使得其在全部分基金的份额占比、净值占比均持续提升。
- ETF是最主要的被动基金。我国被动基金包括场外基金和ETF，ETF净值占比约70%，是推动被动基金发展的主力。

图：被动基金份额自2021年期加速增长（单位：亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：被动基金份额占比、净值规模占比呈提升趋势（单位：%）

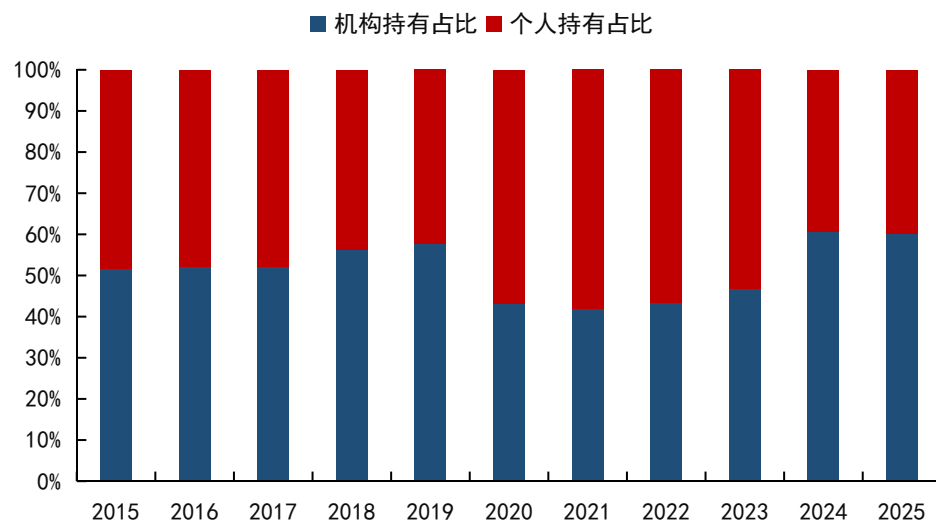


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动股基：个人持有占比略高，被动债基以机构持有为主

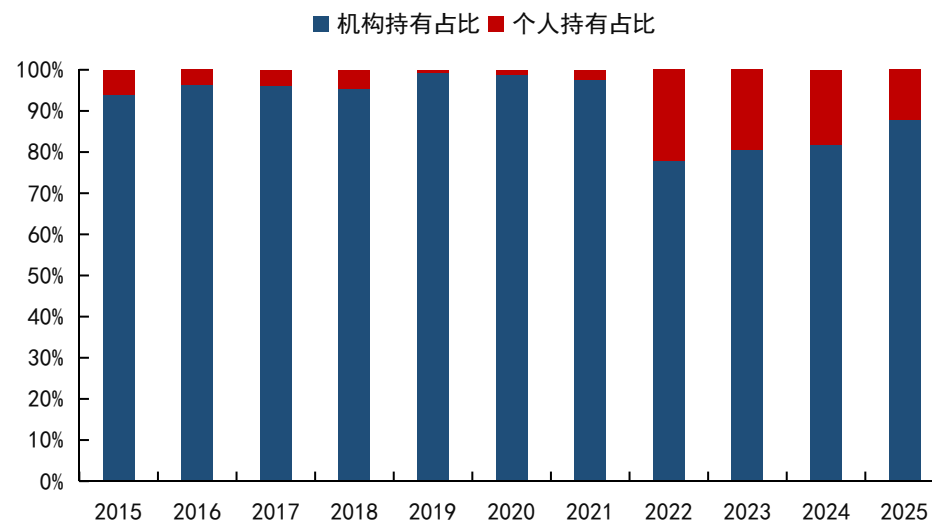
- 被动股基及被动债基持有人结构呈现较大差异。对被动股基而言，个人投资者持有净值占比处于50%-60%区间，并且占比在2020年有明显提升；被动债基持有人以机构投资者为主，2019年时占比一度接近100%，2022年时占比降至80%左右，主因当年个人投资者大量买入挂钩同业存单指数的基金。
- 持有人结构差异源于不同的投资诉求。对于个人投资者而言，主动基金超额收益降低驱使其寻找更加灵活、便捷和低费率的投资工具，被动股基的功能属性正好可以适用；对于机构而言，需综合考虑久期、资本节约、收益率稳定性等因素，被动基金底层资产透明、收益较稳定等特点恰好可以符合其需求。

图：被动股基个人持有占比略高于机构持有占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：被动债基以机构持有为主

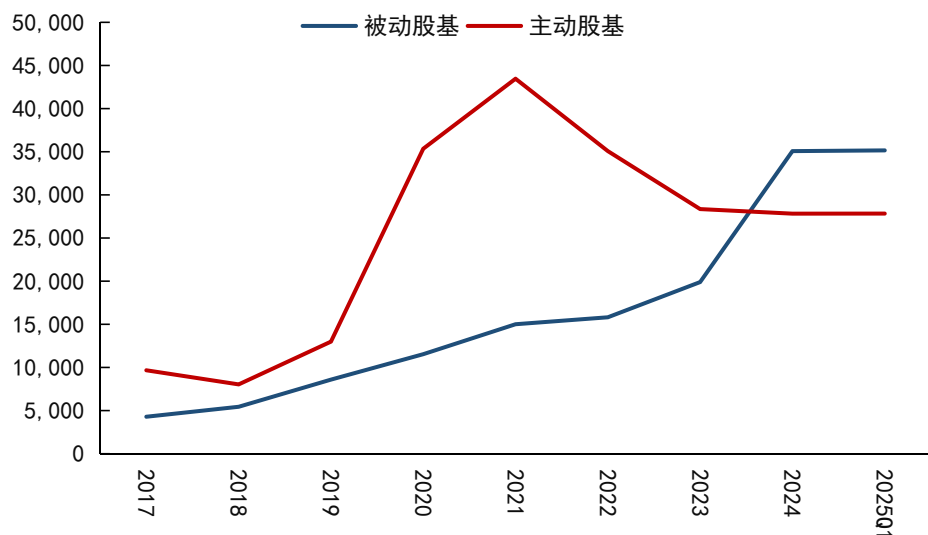


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动股基：稳定持续增长，规模已超越主动股基

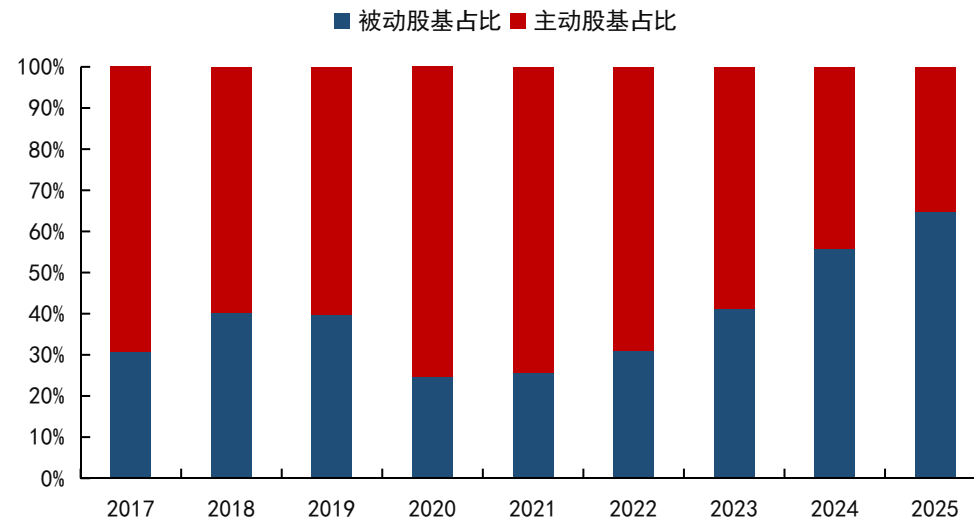
- **被动股基规模净值规模增长已超越主动股基：**增长趋势方面，被动股基规模呈现逐年提升态势，而主动股基则与股市景气度相关，2022年以来股市表现持续不佳，主动基金规模逐年下滑，并且累计下滑幅度明显。占比方面，2017年时被动股基占股票+混合型基金比重仅为17.1%，目前已升至39.1%。被动股基正在逐步成为推动股票基金规模稳定增长的核心动力。

图：被动股基与主动股基净值规模增长对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：被动股基、主动股基占股票型基金比重



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动股基：ETF工具优势突出，场内化加速

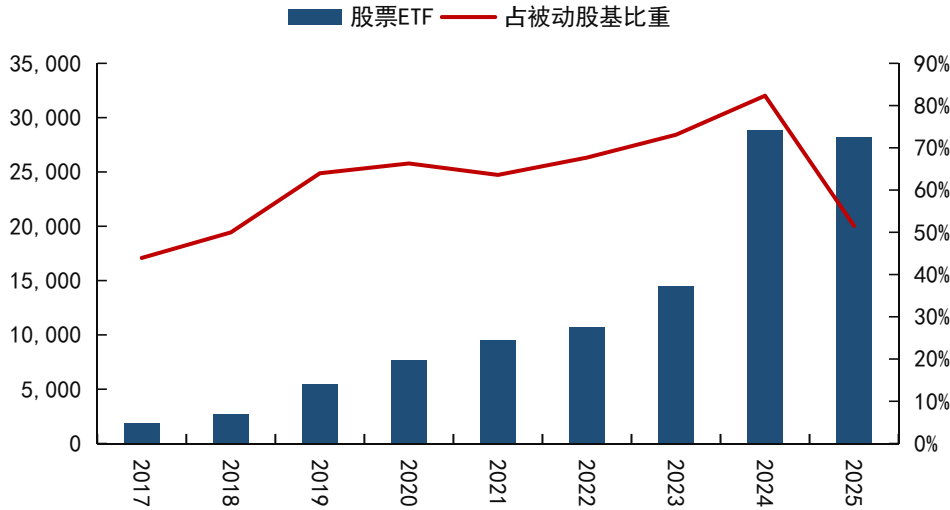
- **ETF的功能属性较强：**与直接交易股票和场外基金相比，ETF具备资产覆盖度广、透明度高、交易便利、策略稳定、交易及管理费率较低等优势，工具属性已广泛受到认可。
- **ETF是推动被动股基规模增长的引擎。**股票ETF规模占被动股基规模的比重由2017年的43.9%升至目前的80.7%。鉴于股票ETF已基本可主导被动基金的发展趋势，后续关于被动股基的分析，我们将以股票ETF为主。

图：ETF基金的投资优势

	ETF	股票交易	场外基金
资产覆盖度	★★★★	★	★★★★
资产透明度	★★★★	★★	★★
分散化投资	★★★★	★	★★★★
交易便利性	★★★★	★★★★	★
策略稳定性	★★★★	—	★★
交易费率优势	★★★★	★★	★
管理费率优势	★★★★	—	★★

资料来源：华宝私人财富，国信证券经济研究所整理

图：股票型ETF净值占被动股基净值比重



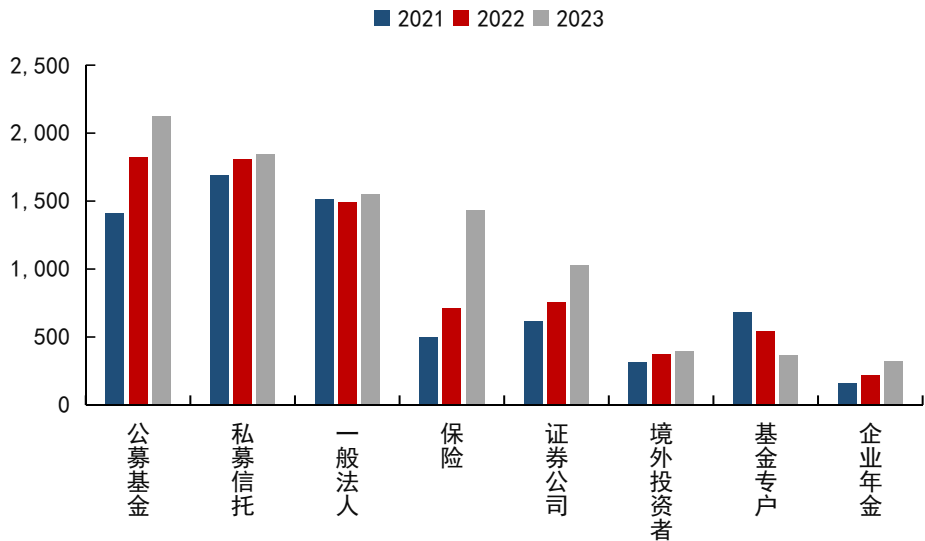
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ETF基金持有人分布：保险、券商、外资等机构持续增持



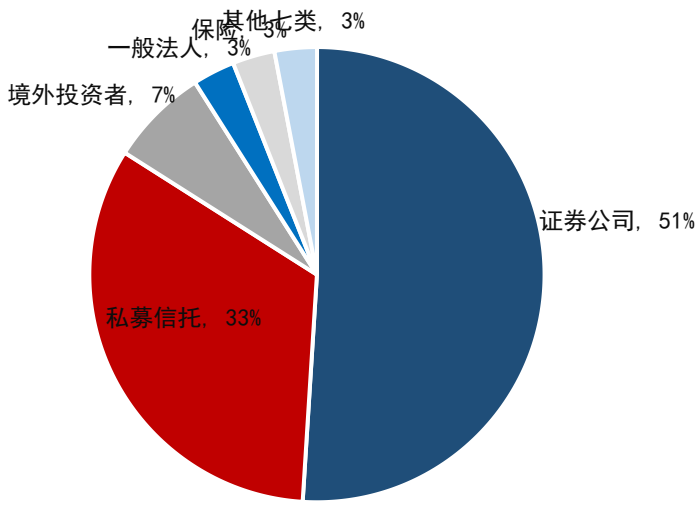
- 根据上交所披露，沪市机构投资者中，公募基金（主要为ETF联接基金）、私募和一般机构的日均ETF持仓市值分别为2,124亿元、1,844亿元和1,552亿元，排名靠前。除社保基金、沪股通投资者、财务公司和期货资管之外，其余机构投资者日均持仓均超100亿元。
- 2023年，保险机构和企业年金的日均持仓同比增幅最为明显，分别达到102%和46%。
- 2023年，沪市ETF机构投资者成交额占比超60%，券商自营、私募信托和境外投资者成交额排名靠前，其中券商自营或受到做市业务影响，私募信托及境外投资者可能采取ETF套利交易等高频交易策略。

图：沪市机构投资者持有的ETF规模变化（单位：亿元）



资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

图：沪市机构投资者ETF成交额占比

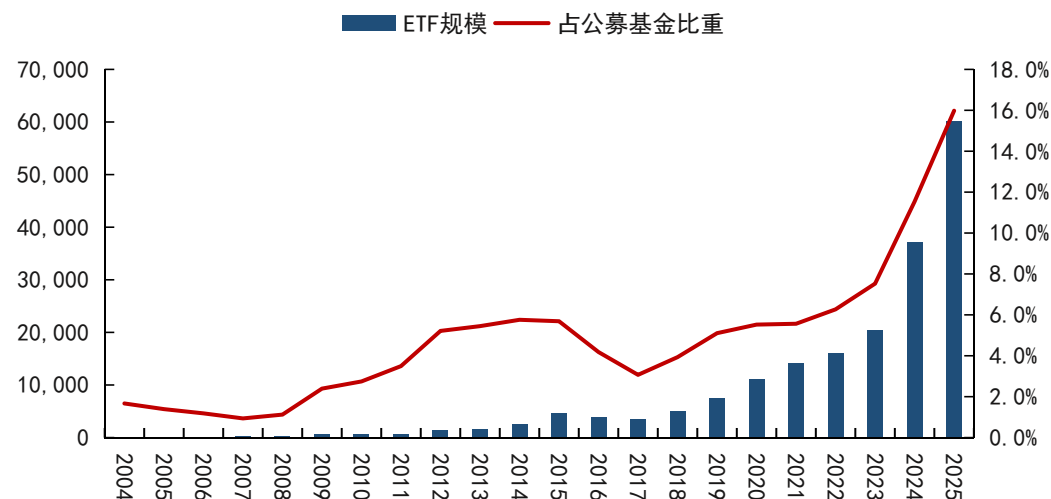


资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

ETF已是我国最重要公募基金品种之一

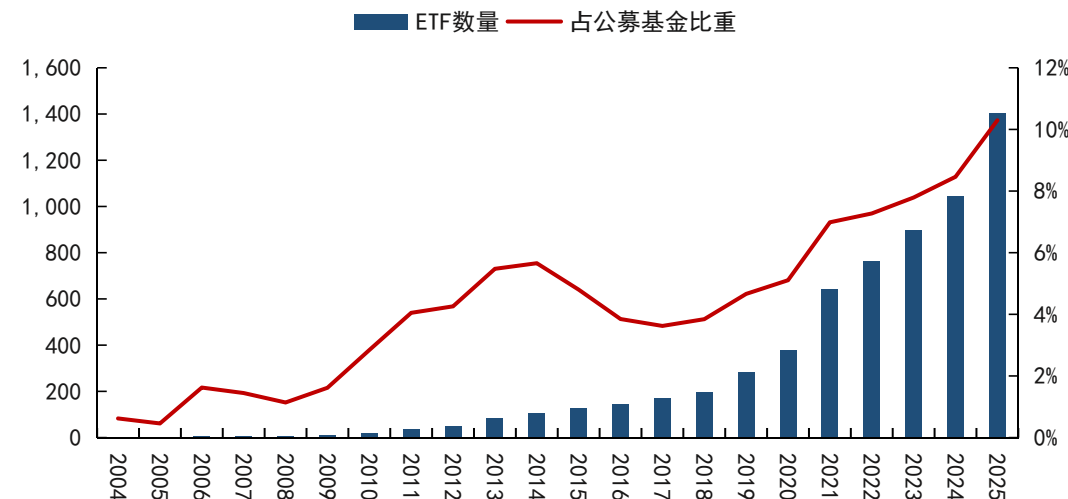
- 无论从规模角度还是数量角度，ETF已经成为最重要的公募基金品种之一。
- **规模角度：**自2004年首只ETF产品成立以来，ETF发展经历两波高潮。一是2007年至2015年，期间新产品不断成立、挂钩基础资产不断丰富，推动ETF规模扩张。二是2019年至今，ETF成为机构投资者与个人投资者优选的投资工具，规模快速增长，规模占比迅速提升。截至2025年一季度末，ETF规模占公募基金比重达11.7%，这意味着ETF市场的资金流动、产品布局已对公募基金整体有充足影响力。
- **数量角度：**截至2025年一季度末，ETF产品数量占公募基金比重达9.0%，并且占比提升趋势仍在持续，ETF的优良属性正持续吸引投资者。

图：ETF规模及占公募基金比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：ETF数量及占公募基金比重（单位：只）

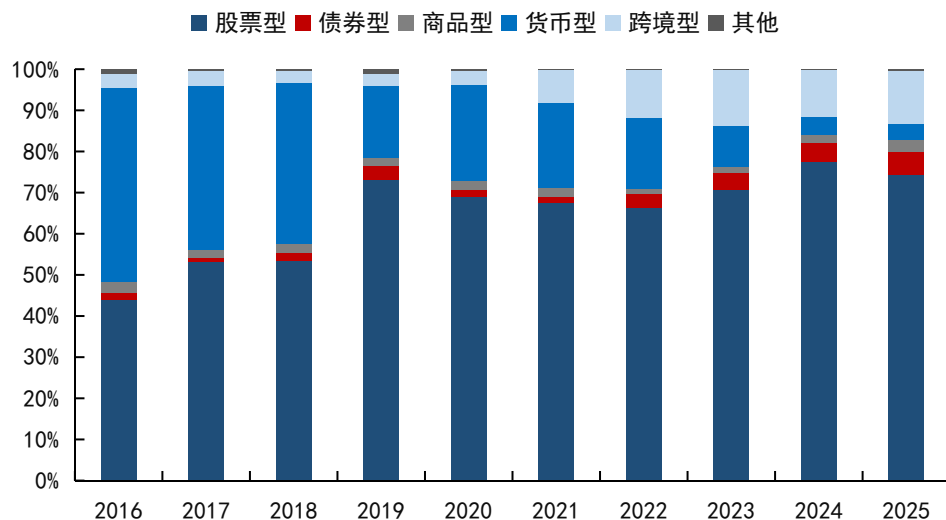


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票ETF：行业主题ETF增长较快，规模指数ETF规模领先

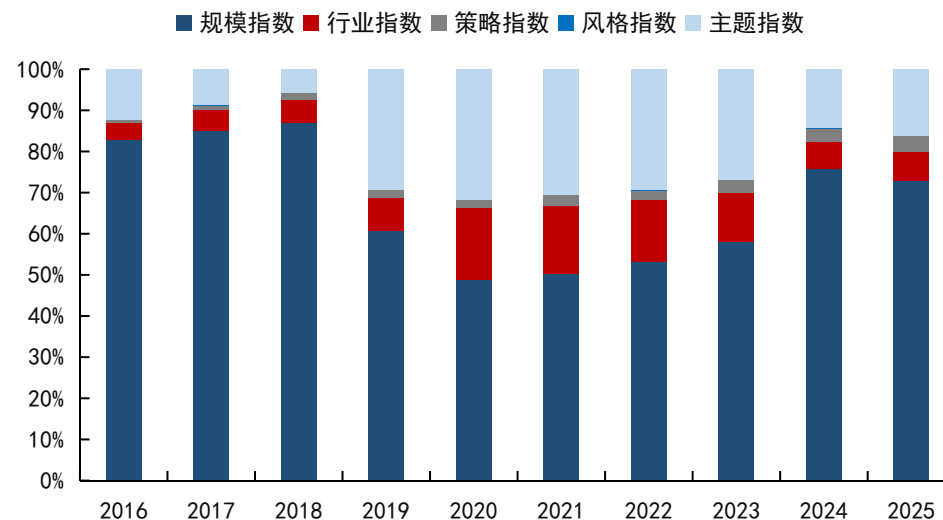
- 规模指数ETF份额占比、净值占比均遥遥领先。截至目前，规模指数ETF份额占比约50%、净值占比约70%，是规模最大的一类ETF。
- 行业主题ETF增长较快。受益于2019年起半导体、新能源、消费及医药等行业陆续出现的行业性的投资机会，行业主题ETF增长较快。2018年时，行业主题ETF份额占比略超20%、净值占比略超10%，截至目前，份额占比已近50%、净值占比已近30%。
- 成立时间早、指数样本空间大是规模指数ETF规模领先的主要原因。ETF发展初期以跟踪规模指数为主，长期的申赎、营销推动使得规模指数发展具备先发优势。规模指数样本空间大、成分股市值偏大，为规模指数ETF发展提供了容量基础。
- 行业主题基金可跟踪的指数标的范围广，将来具备较大发展空间。从数量端，目前行业主题ETF共超530只，数量占比已超60%。

图：股票ETF各类型基金份额占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：股票ETF各类型基金净值占比

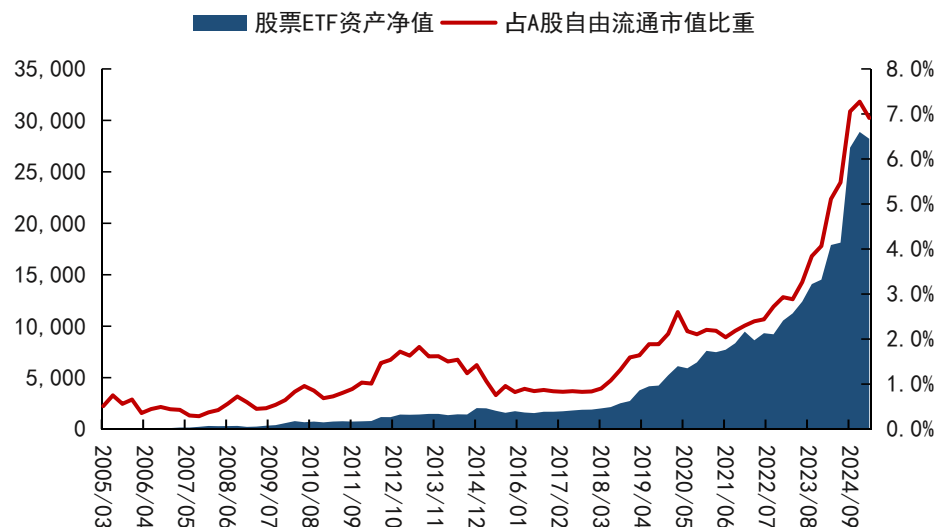


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票ETF对资本市场定价已有充分影响力

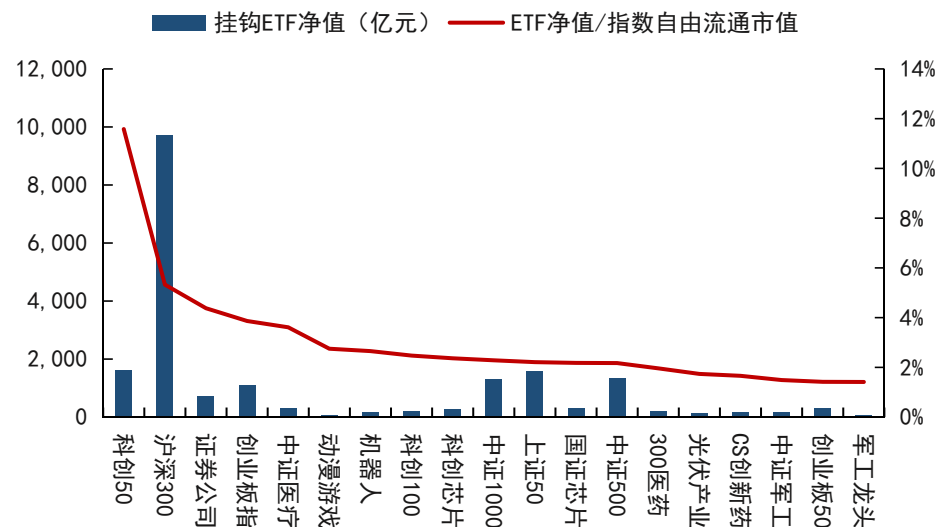
- 股票ETF是规模最大、产品最多的ETF品种，也是近年来发展最快、最受重视的ETF品种。
- 股票ETF对股票市场的定价能力日益凸显。2021年以来，股票ETF资产净值增长提速，从起初的不足1万亿元迅速增长至3万亿元左右。截至2025年一季度末，股票ETF资产净值占A股自由流通市值比重已经达6.9%，ETF资金流动已经能显著影响股票市场表现。
- 科创50、沪深300指数挂钩ETF资产净值占指数自由流通市值比重超过5%。科创50指数挂钩ETF资产净值达到1,595亿元，占指数自由流通市值比重为11.6%。沪深300指数挂钩ETF资产净值达到9,710亿元，占指数自由流通市值比重为5.3%。

图：股票ETF规模及占A股自由流通市值比例（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：部分指数挂钩的ETF规模及占指数自由流通市值比例（单位：亿元）

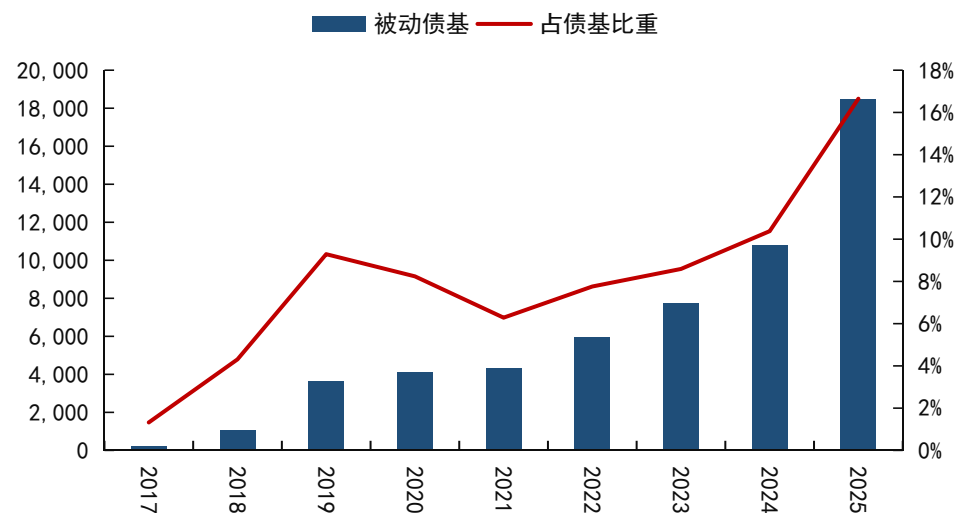


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动债基：被动利率债基占比最高，同业存单基金有所提升

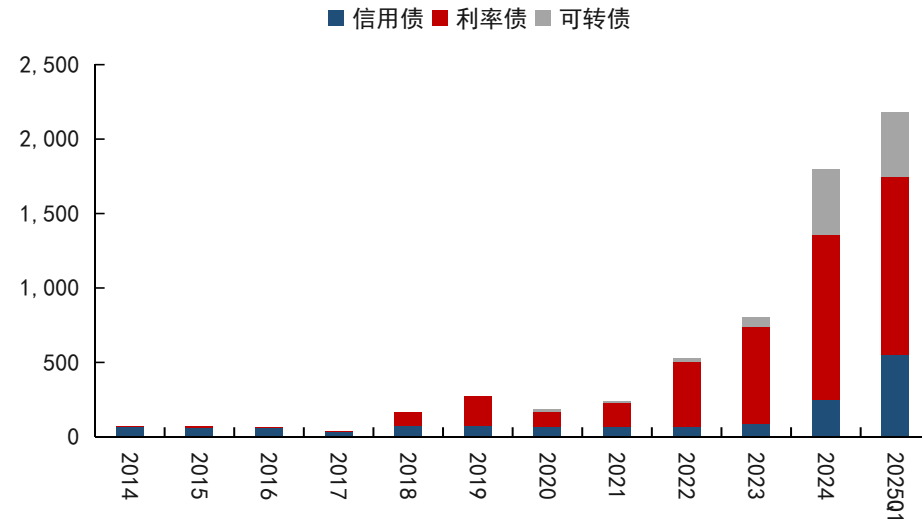
- 规模增长主要由被动利率债基带动：2018年以来，被动利率债基规模快速增长，推动了被动债基规模整体提升。被动利率债基快速扩张的原因：1) 2018年资管新规后，摊余成本类资金需求低回撤资产，利率债资产贴合其需求；2) 债市行情好；3) 2023年底银行资本新规后，为节省资本，银行对于底层资产透明的产品需求增加；4) 与直接投资利率债相比，投资利率债基金流动性更好且有税优。
- 截至目前，被动债基中被动利率债基、同业存单基金是近年来占比提升最明显的两类债基。同业存单净值稳定、波动率低，2021年在较多债券基金破净的情况下，同业存单指数基金获得大量银行理财和货基的配置，因此规模及占比迅速提升。

图：被动基金各类型基金净值规模增长趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：债基ETF规模增长趋势（单位：亿元）

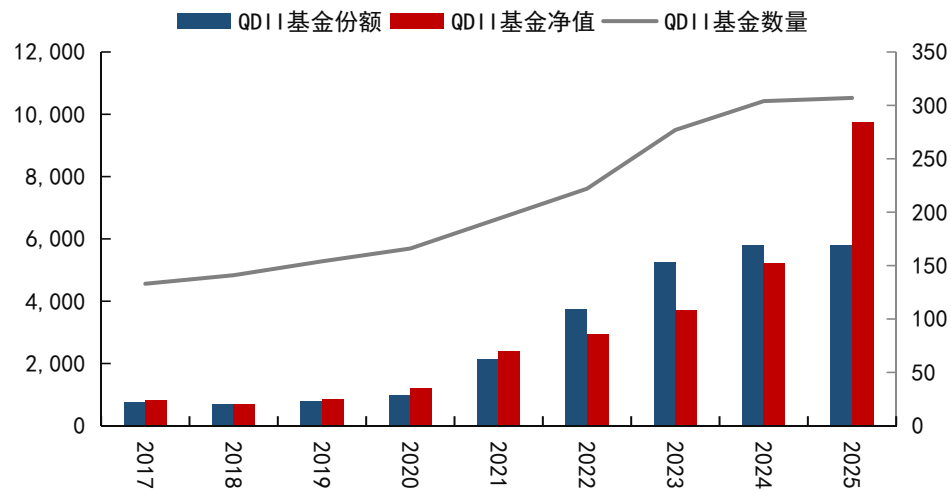


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：2021年以来增长迅速

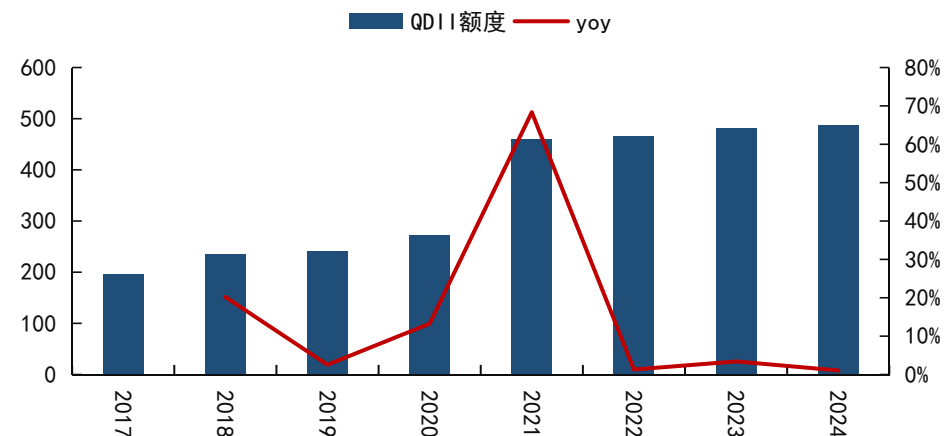
- **QDII额度放松**：2021年公募基金QDII额度大幅增加。以当前额度在20亿美元以上的基金公司进行计算，其合计QDII额度2021年时达到460.6亿美元、同比+68.3%。截至2024年末，其合计QDII额度为487.6亿美元。
- **QDII基金规模增长较快**：截至目前，QDII基金份额已达2017年的7倍多、净值已达2017年的5倍多，数量达到2017年的2倍多。快速发展下，QDII基金在全部基金中的份额及净值占比也呈明显提升趋势。

图：QDII基金份额、净值及数量变化（单位：亿份）



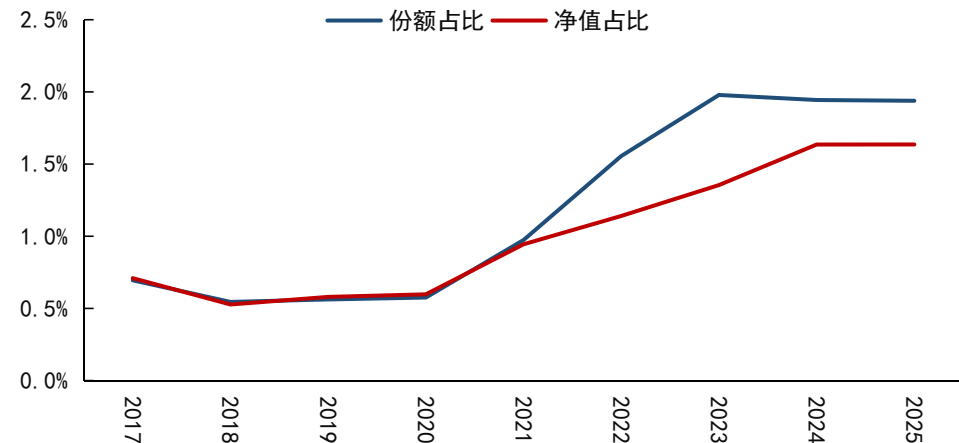
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QDII额度前20名的额度变化（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QDII基金份额、净值占全部基金比重

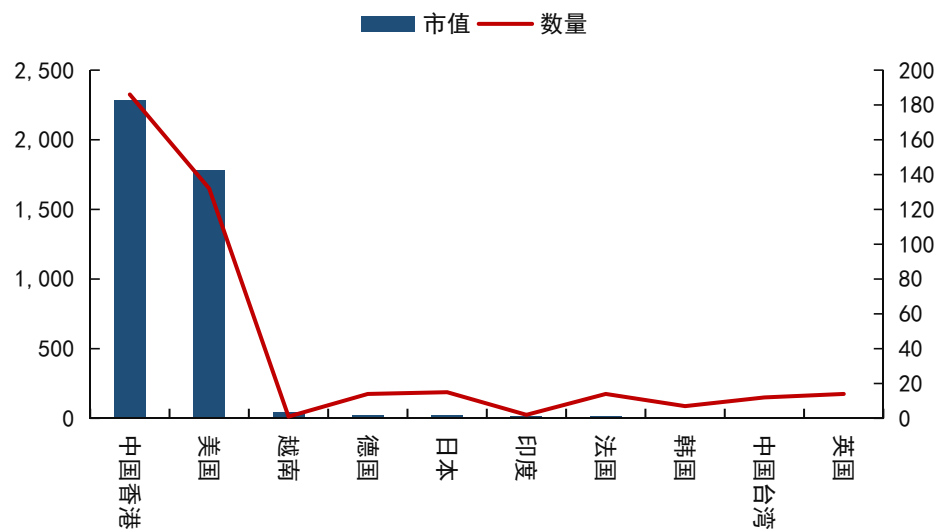


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：投资地区以中国香港、美国为主

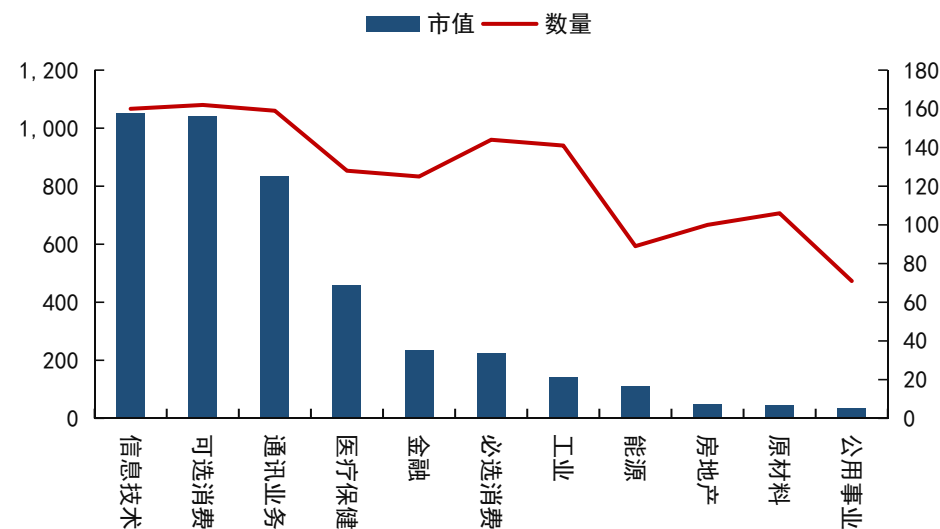
- **QDII基金投资地区以中国香港、美国为主。**QDII 基金投向包括中国香港、美国、日本、沙特、德国、新加坡、法国等国家或地区，其中中国香港地区投资占比49%、美国投资占比42%。投资于中国香港的基金净值规模显著小于份额规模，系受香港资本市场景气度不佳影响，投资于美国的基金，情形正好与之相反。
- **底层资产：**投资于中国香港的QDII 基金底层资产以互联网、恒生科技、医药、消费等主题或行业为主，另有少量金融等行业。投资于美国的QDII 基金底层资产则以信息科技、中概互联网等为主，另有少量生物医药等行业。

图：QDII 基金主要投向中国香港、美国（单位：亿元、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QDII 基金投向各行业的净值及数量（单位：亿元、只）

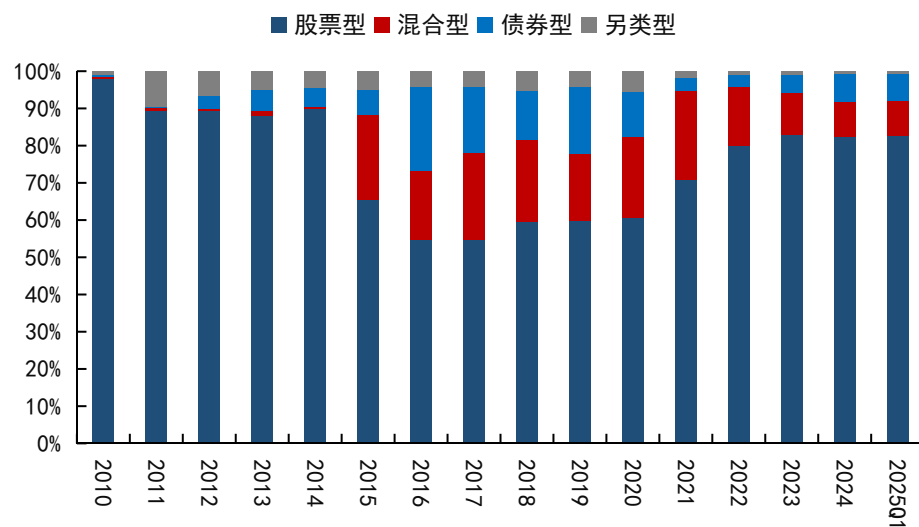


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：资产配置以股票为主，持有人以个人为主

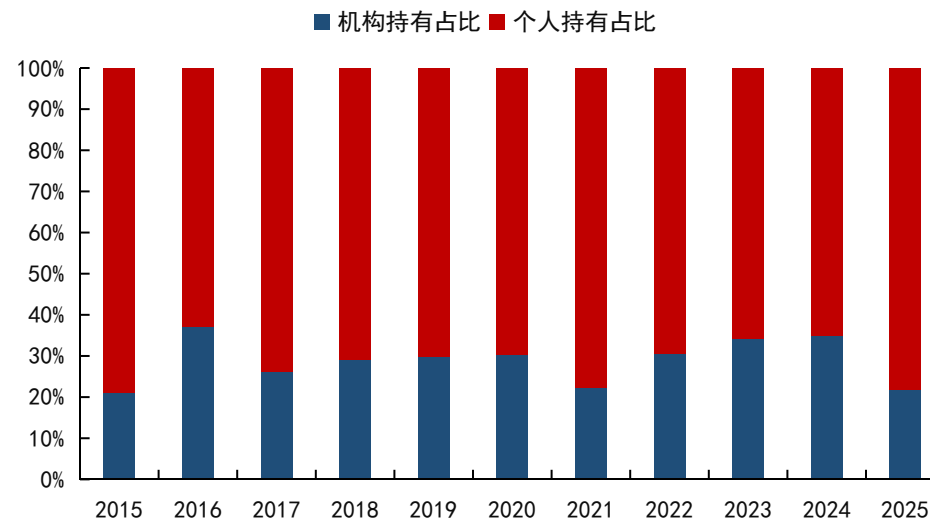
- **QDII是个人投资者投资境外资本市场的良好工具。**一方面，外汇管制使得个人难以直接投资境外资本市场，QDII基金可以汇集个人投资者分散的投资需求，实现跨境投资的目标；另一方面，QDII额度有限，机构投资者由于资金体量较大，难以实现大规模QDII基金投资。并且，众多证券公司、保险公司等机构自有外汇投资额度，不必再通过QDII基金进行投资。
- **股票型基金为最主要的QDII基金，且净值占比仍在提升。**2017年时，股票型基金在QDII基金中占比仅略超50%，目前已经升至约90%。
- **持有人以个人为主，持有人结构基本稳定。**QDII基金个人、机构持有占比约七三开，并且自2021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

图：QDII基金以股票型基金为主，且其净值占比仍在提升趋势中



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QDII基金以个人持有为主

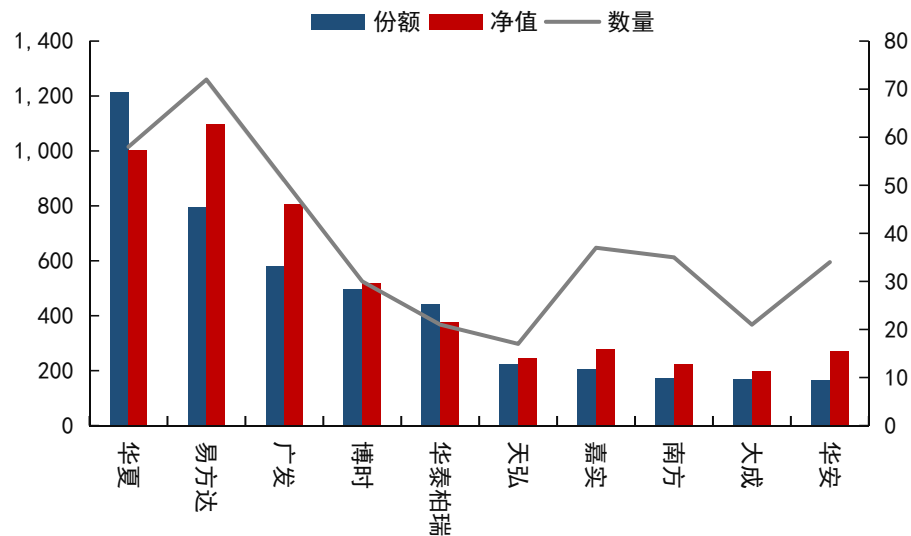


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

QDII基金：基金大厂为主要玩家，新发份额逐年下降

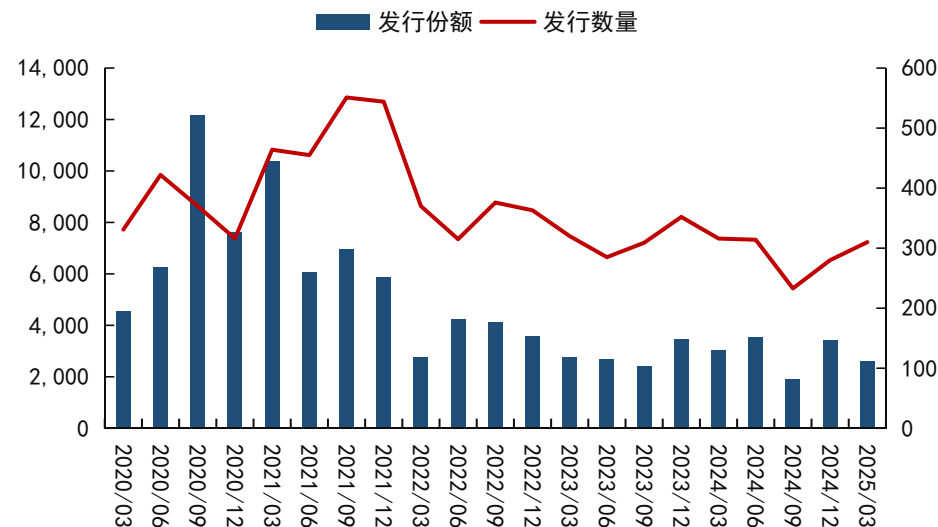
- 华夏、易方达、广发等管理人QDII基金规模领先。基金大厂发展QDII基金的最主要优势来自较高的QDII额度。此外，基金大厂QDII基金数量也较为领先，充足的人力配置为基金发行提供了支持。
- **2024年新发份额较少**：2025年以来，QDII基金仍主要由基金大厂发行，但整体发行数量及份额较少，或因QDII额度限制。QDII额度自2021年以来未见明显增长，或成制约QDII基金发展的最大因素。

图：截至2025Q1末-QDII基金玩家主要为大厂（单位：亿份、亿元、只）

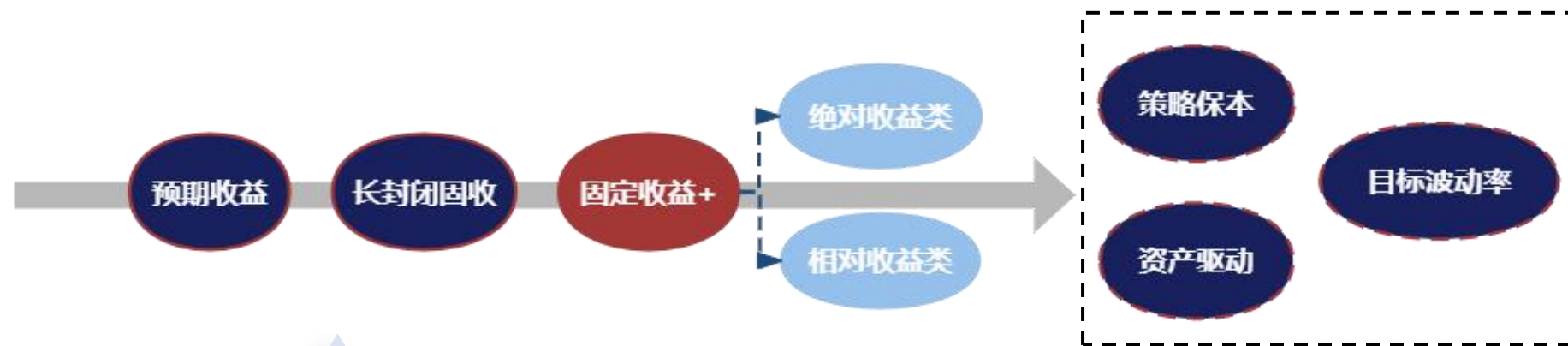


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：新发QDII基金数量及份额（单位：亿份、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



挖掘不同时期具有显著优异的风险收益的各类“抢手”资产：

- 2014年：股票质押回购
- 2015年：杠杆优先级
- 2019-20年：转债、打新

收益增厚的各类策略：

- 权益多头策略
- 权益中性策略
- 国债期货策略
- 期权策略
- FOF/MOM
- 商品CTA策略

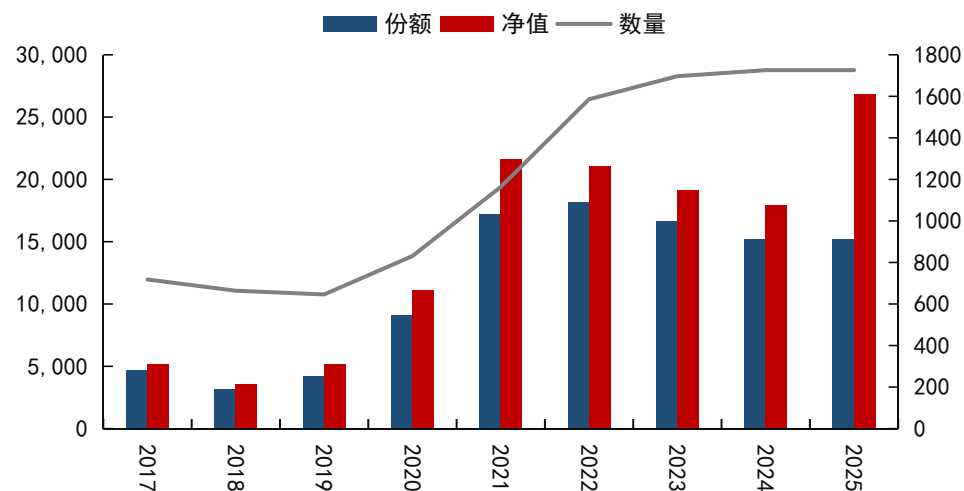
基础的固定收益资产：

- 各类标准化债券
- 各类非标准化资产
- 固定收益资管产品
- 券商收益凭证

固收+：规模持续增长，占比略有下降

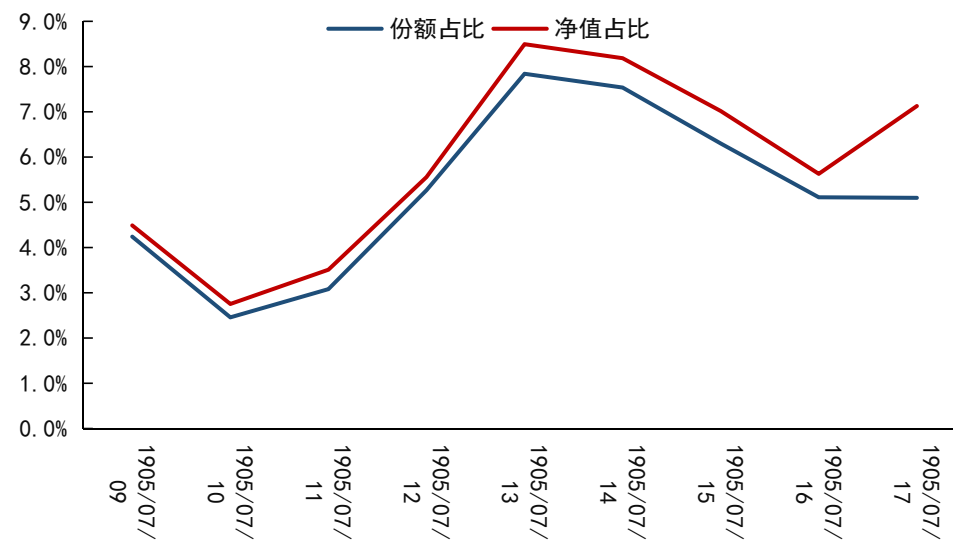
- “固收+”基金的主要表现形式：偏债混合基金、混合债券一级基金及混合债券二级基金，我们以此三类基金测度“固收+”基金的发展趋势。2019年起，“固收+”基金规模进入快速增长阶段，2020年、2021年数量、份额及净值明显提升。
- “固收+”基金以固收打底、以其他策略增厚收益的形式形成了一个类似看涨期权的收益结构，对于既想博取浮动收益、又不想本金大幅损失的投资者具备较强吸引力。2019年至2021年，“固收+”基金份额占比、净值占比持续提升，便与股票市场带来的收益增厚有关。2022年起，随着股市景气度下滑，“固收+”基金份额及净值占比有所下滑。

图：“固收+”基金份额、净值及数量变化趋势（单位：亿份、亿元、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：“固收+”基金份额、净值占全部基金比重

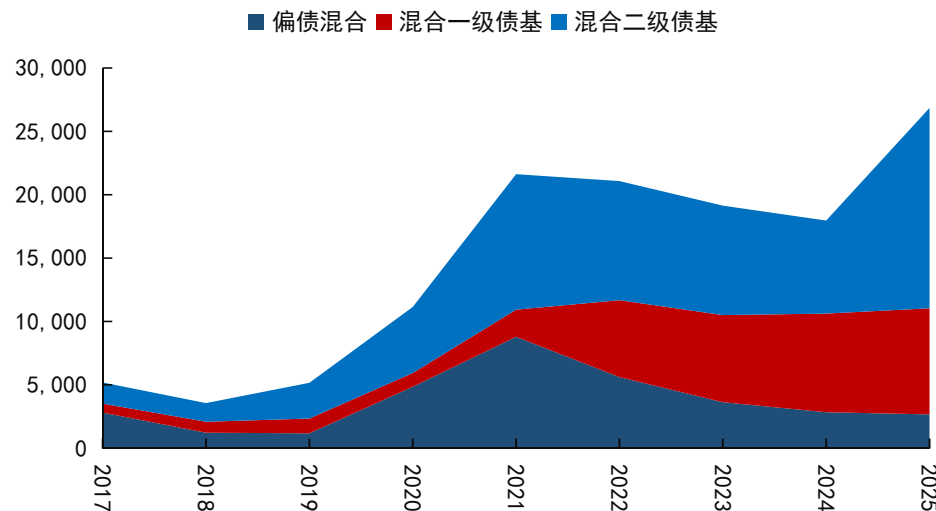


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

固收+：混合二级债基占比最高，混合一级债基占比持续提升

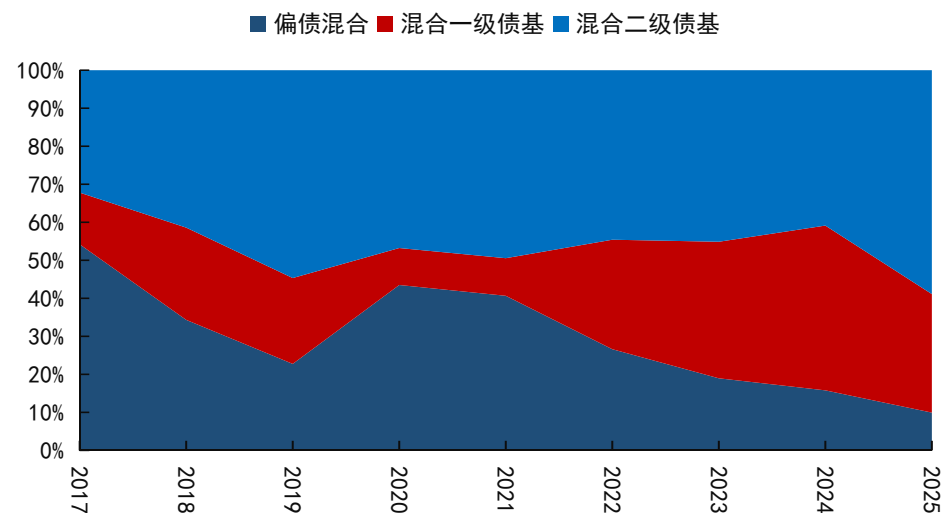
- “固收+”基金中混合二级债基目前占比最高。目前混合二级债基占“固收+”基金净值比重约40%，较2019年的约55%有所下降。
- 混合一级债基占比持续提升。混合一级债基底层资产以债券和现金为主，几乎没有股票资产，在债牛背景下规模得以持续扩张。
- 偏债混合基金规模及占比趋于下行。由于偏债混合基金分类为混合基金，机构配置需要占用一定的权益额度，故自2021年一年机构减少持有偏债混合基金致使其规模明显下滑，对应地，规模占比也呈明显下滑。
- “固收+”基金规模下滑主要因为偏债混合基金规模下滑。

图：“固收+”基金细分类别的净值变化趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：“固收+”基金细分类别的净值占比变化

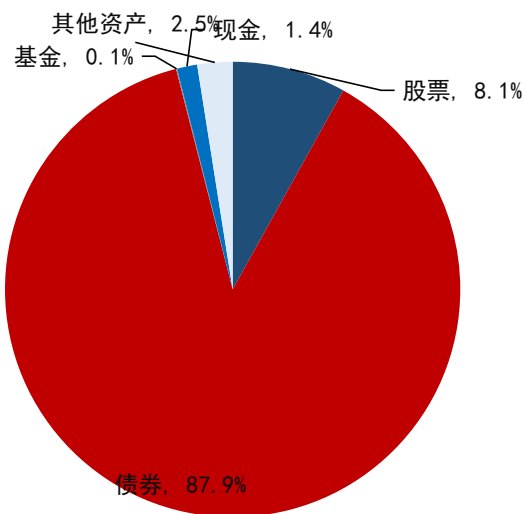


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

固收+：新发基金以混合二级债基为主

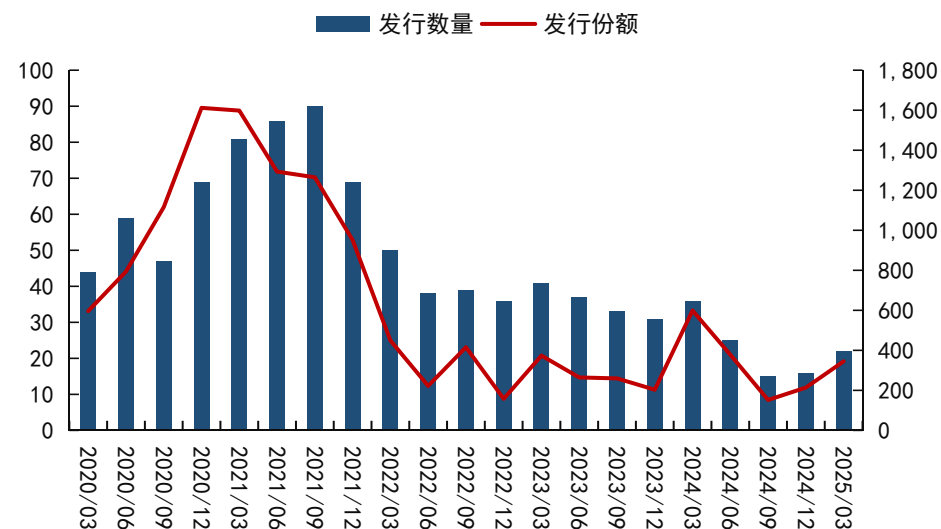
- 2025年以来新发“固收+”基金以混合二级债基为主。
- 混合二级债基能较好兼顾股票资产收益弹性和固收稳定性。与偏债混合基金及混合一级债基相比，混合二级债基股票资产配置居中，考虑到今年上半年我国股票市场整体估值较低，部分主题如红利、人工智能等出现了结构性机会，混合二级债基满足了投资者既注重收益稳定、又想浅尝收益弹性的需求。

图：“固收+”基金资产配置分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：“固收+”基金发行份额及数量变化（单位：亿份、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

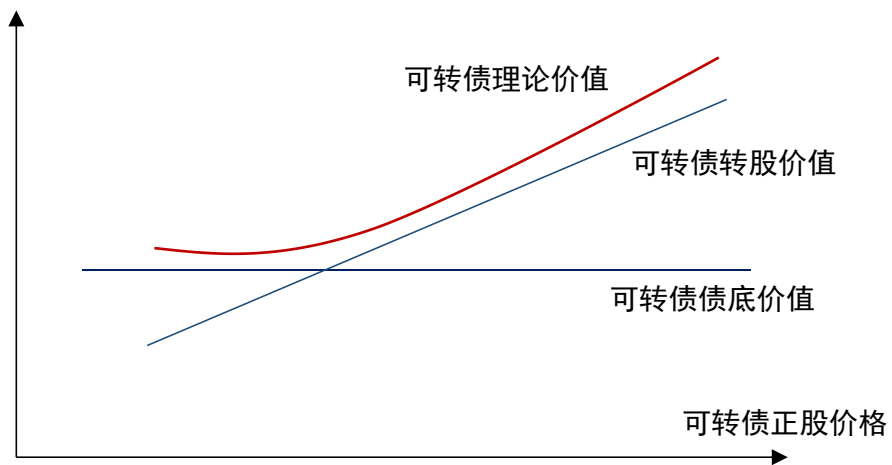
固收+：收益弹性来源基于大类资产配置



可转债：兼具股性与弹性，或可融入“固收+”成为弹性来源

- **可转债兼具股性与债性：**可转债隐含了对正股的看涨期权，当正股价格大于转股价格时，看涨期权为实值期权，可转债表现出股性，价格与正股价格变动趋势基本相同；当正股价格小于转股价格时，看涨期权为虚值期权，可转债表现出债性，价格有债底保护。
- **实际中，可转债价格股性更为突出：**我们将万得可转债等权指数与万得全A2018年以来的累计涨跌幅进行了对比，可以发现，可转债等权指数不仅取得明显绝对涨幅，相对涨幅也较大。
- **年初以来可转债超额：**目前上市可转债合计市值不足8500亿元，成交额约为800亿元。2025年以来，可转债指数有良好超额表现。

图：“固收+”基金细分类别的净值变化趋势（单位：亿元）



资料来源：中信建投财富管理，国信证券经济研究所整理

图：万得转债等权指数与万得全A累计涨跌幅比较

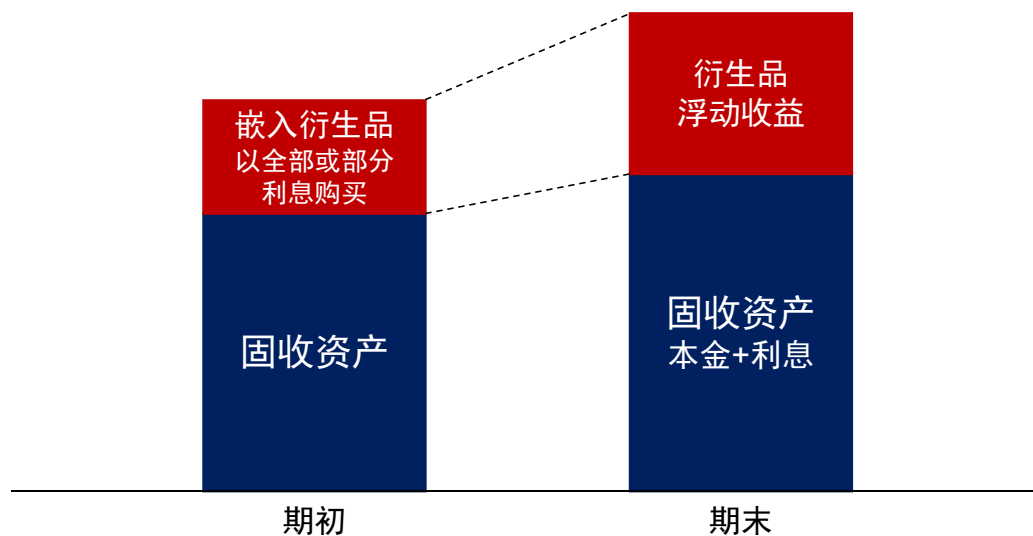


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

场外衍生品：SAC体系下的场外衍生品为产品创新重要工具

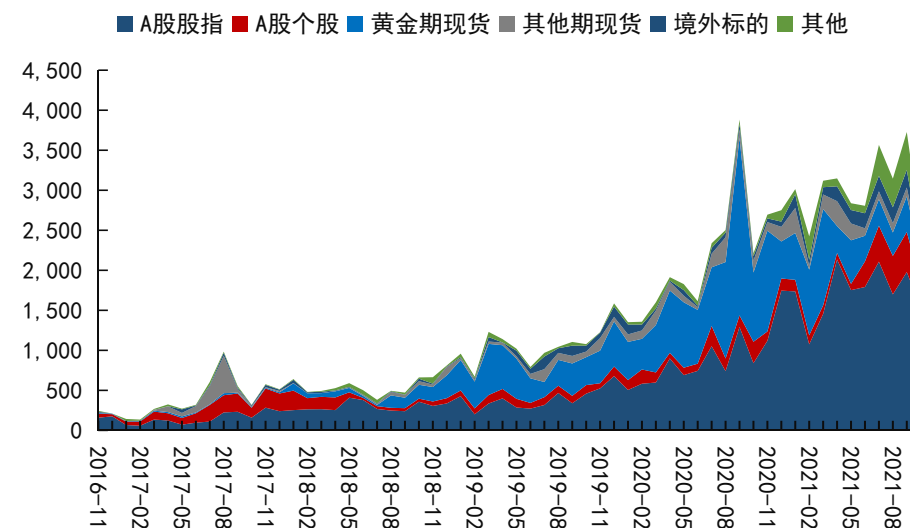
- “固收+”可寻求以嵌入衍生品的方式增厚产品收益，尽管公募基金目前不能投，但专户产品有相关资产选择机会：比如结构性存款产品，即是在普通存款的基础上嵌入场外期权，将投资者收益与金融类或非金融类资产挂钩。部分浮动收益类的银行理财产品、券商收益凭证也是嵌入场外期权，以实现保本+浮动的收益结构。
- SAC体系下的场外衍生品可挂钩股指、个股、商品、境外标的，形式较多，故用于金融产品创新的较多。SAC体系下，合格机构投资者与券商签订场外合约，券商在场内或场外进行对冲。

图：“固收+”以衍生品增加产品收益



资料来源：国投财富，国信证券经济研究所整理

图：SAC体系的场外衍生品名义本金规模-按挂钩标的（单位：亿元）

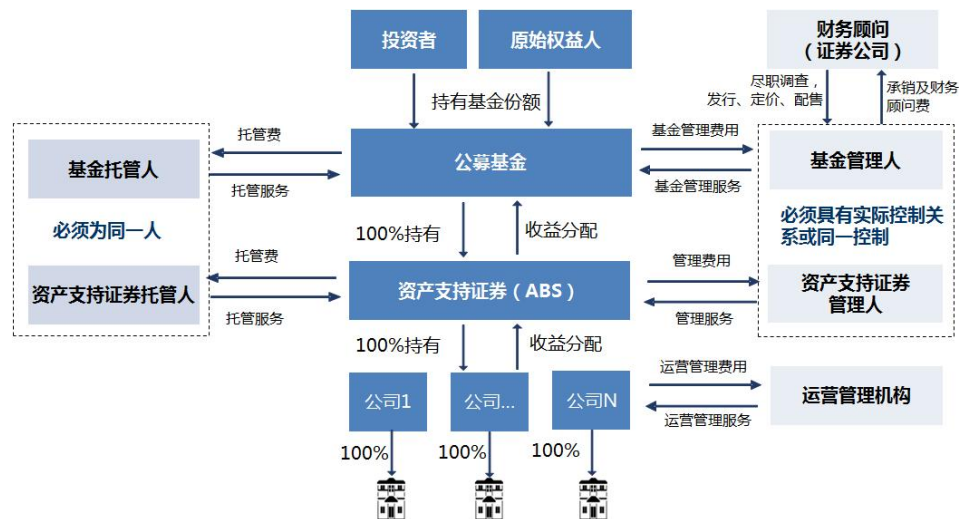


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募REITs：规模持续扩张

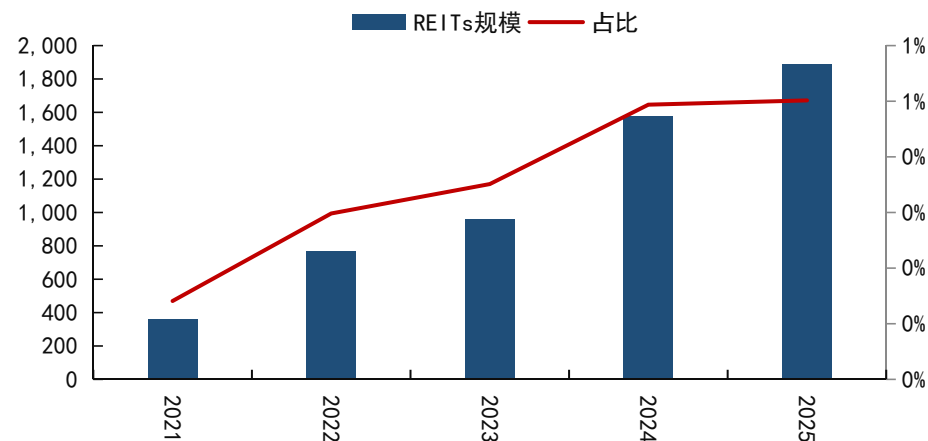
- 我国“公募+ABS”架构不具有独立法人资格，仅通过发行基金产品的方式募集资金。我国公募REITs具有四大特点：1）一是80%以上基金资产投资于ABS；2）二是基金通过ABS和底层项目公司等SPV取得项目完全所有权或经营权利；三是基金管理人主动运营管理基础设施项目；四是封闭式运作。
- 规模持续扩张，价格回升后保持稳定。2021年我国首次发行公募REITs，此后规模及数量便开始稳步增长。中证REITs全收益指数在今年初停止了近两年左右的下跌，并在较大幅度回升后企稳。

图：我国公募REITs采用“公募+ABS”架构



资料来源：上交所，国信证券经济研究所整理

图：公募REITs基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中证公募REITs全收益指数走势

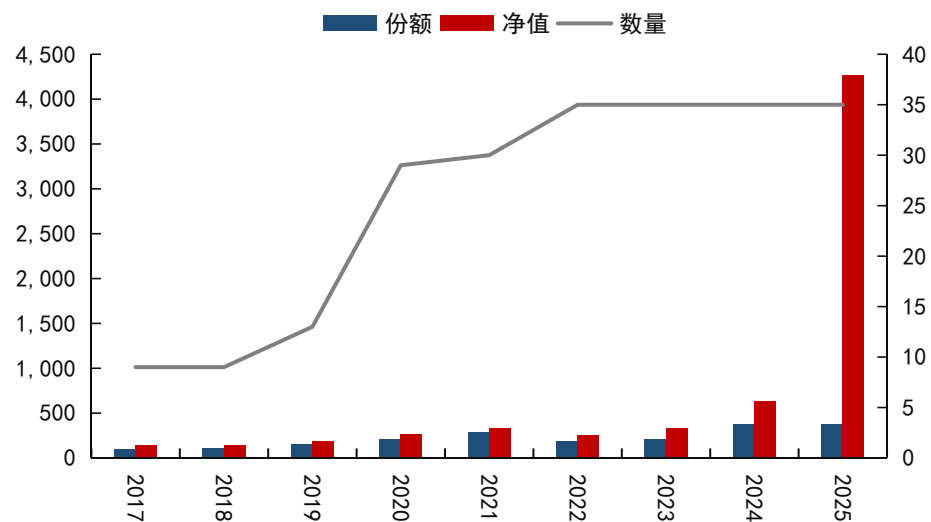


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

商品基金：以黄金基金为主

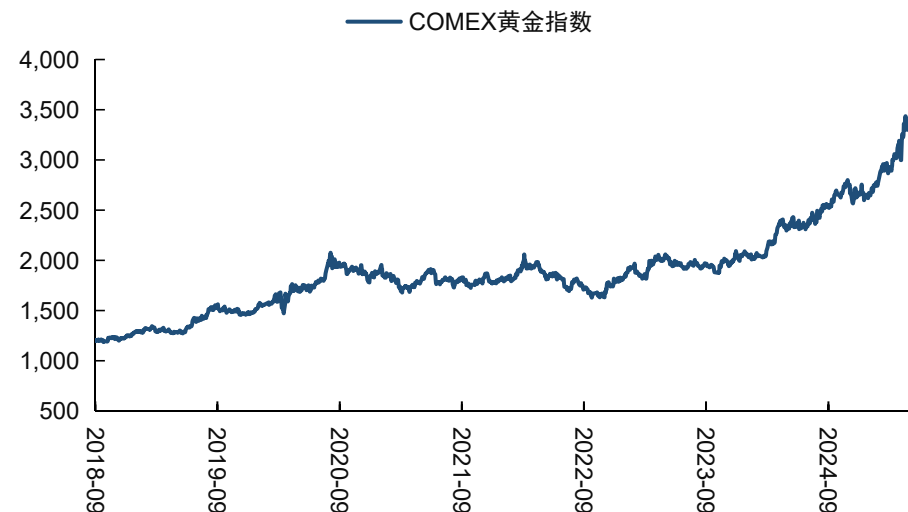
- 商品投资是大类资产配置中的关键部分之一，商品基金的发展可为基金公司投资商品提供充足管理经验，并将商品投资应用于“固收+”等投资理念中。
- 商品基金以黄金为主：投资商品包括黄金、白银、豆粕、有色、能源化工等，其中黄金基金净值占比约90%。

图：商品基金份额、净值及数量（单位：亿份、亿元、只）

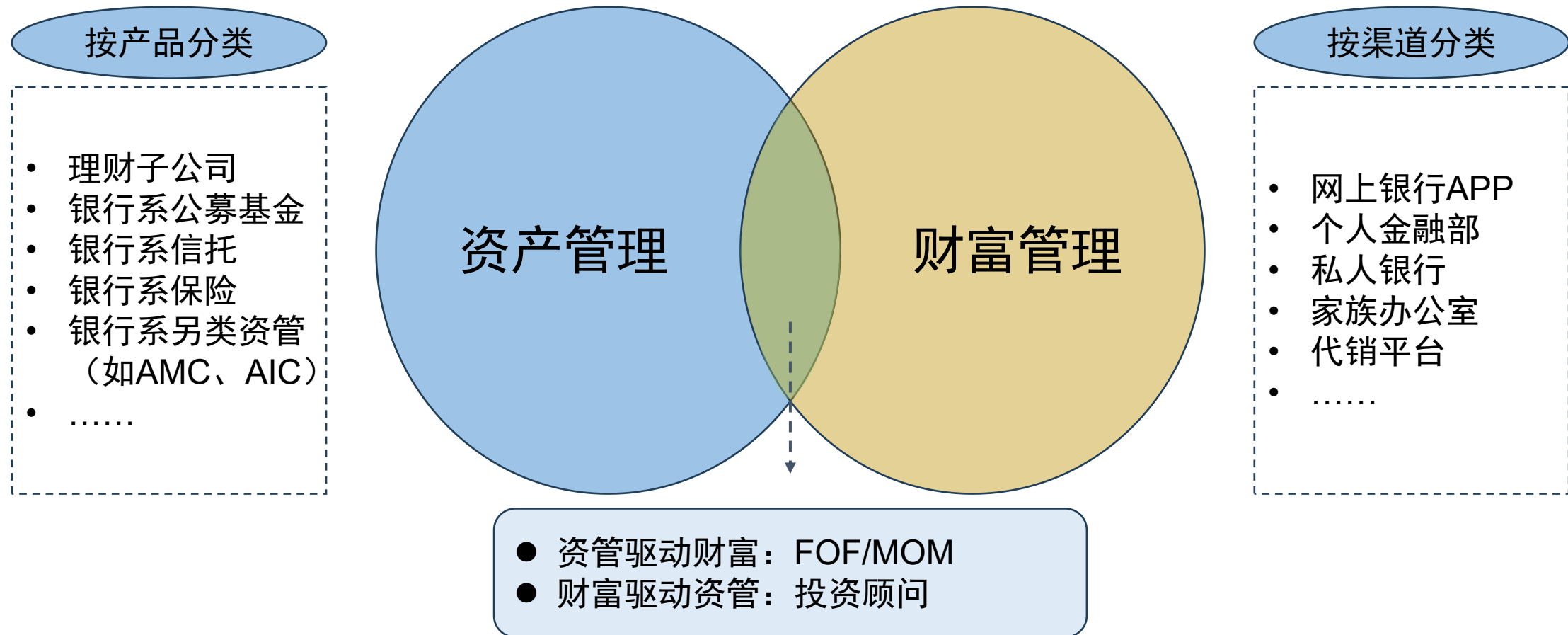


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：COMEX黄金价格走势（单位：美元/盎司，截至2026Q2）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

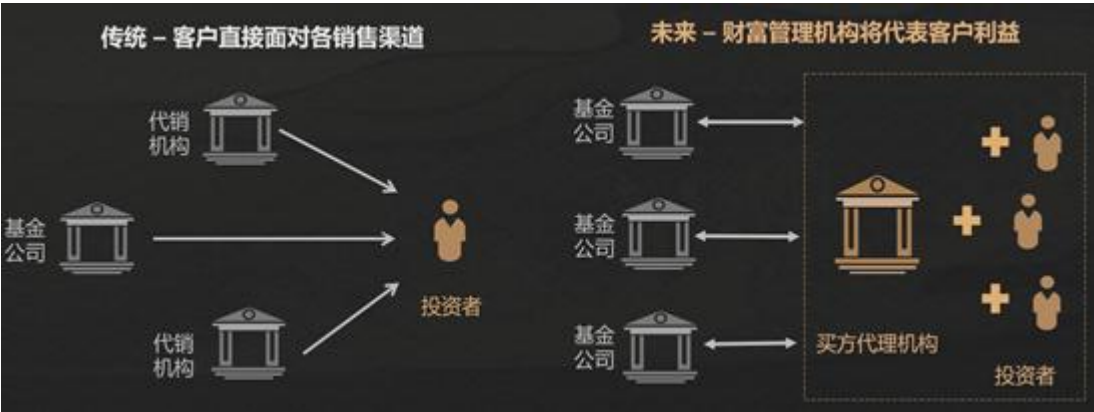


资料来源：Beta财富管理，国信证券经济研究所整理

投顾模式下买方代理机构与客户利益一致

- “买方代理”模式下财富管理客户、基金投顾以及基金公司之间的利益关系一致：客户的目标是实现长期资产增值；基金公司的目标是长期持有客户资产、推动客户资金的净流入并实现长期的资产增值；而“买方代理”模式下的基金投顾有动机挑选优质资管机构及优质资管产品，从而帮助客户实现资产的长期增值以及基金公司资管规模的稳定增长。
- 基金投顾与FOF有相似之处，但与FOF产品不同的是，对基金投顾而言，投资者陪伴服务则是一项非常重要的工作。

图：基金投顾模式与传统卖方代理模式的差异

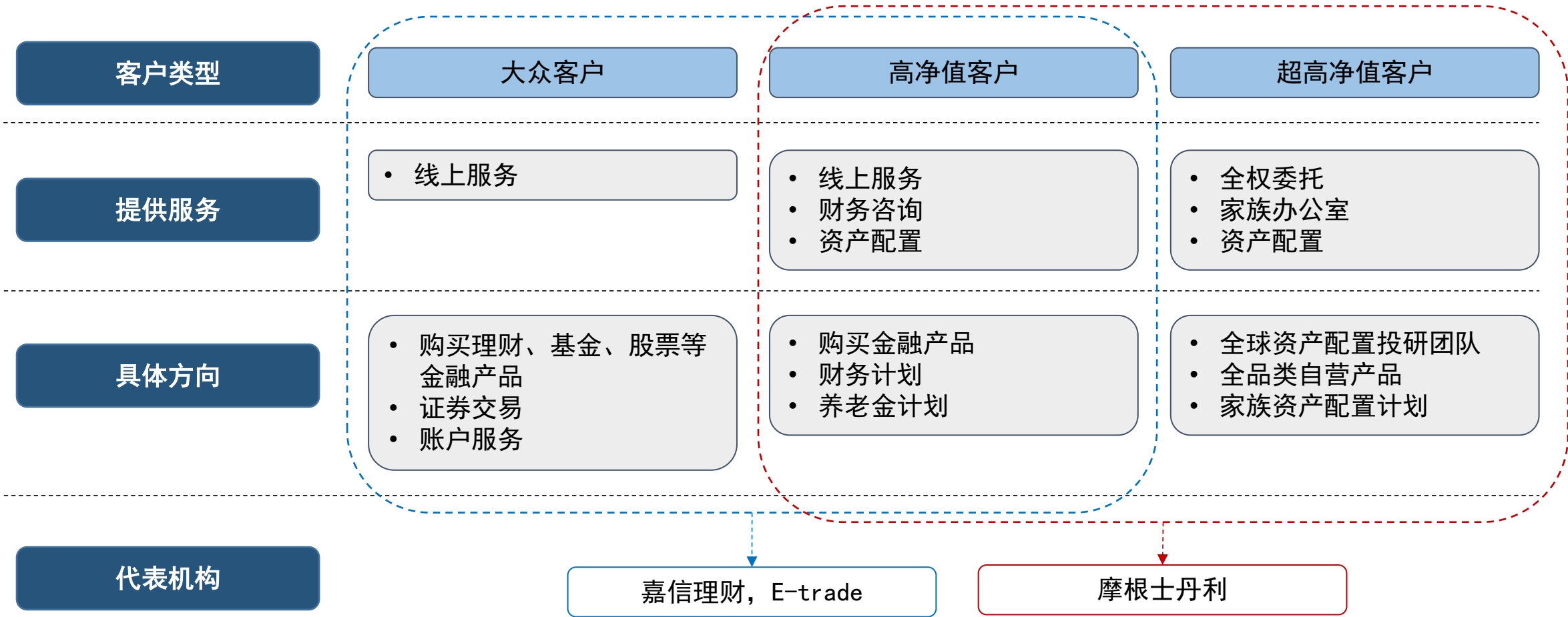


资料来源：嘉实财富，国信证券经济研究所整理

图：基金投顾与FOF机构的差异

	公募 FOF	基金投顾
相同点	底层投资于一揽子公募基金产品，通过组合管理的方式实现预定的投资目标（收益率、波动率、回撤等）	
表现形式	公募基金产品	基金投顾服务
业务模式	标准化产品的销售	“千人千面”，根据客户需求提供定制化服务
组合费用	卖方代理的基金申购费、基金管理等	买方代理的顾问服务费
不同点	持仓披露	白盒策略为主，持仓可见或买入可见
考核方式	产品净值增长率	客户回报、客户体验
陪伴服务	定期报告	前中后的全程陪伴，灵活多样的陪伴服务
资金权属	所有权和操作权	所有权归属客户，操作权转移（赋权）给投顾

资料来源：嘉实财富，国信证券经济研究所整理



资料来源：深交所研究，国信证券经济研究所整理

附录

何以永赢： 代表性高锐度基金公司养成记

不只是押赛道，高锐度基金产品扩张本质依靠产品设计体系



- 个人产品与机构产品需求体现差异：
 - ✓ 其中个人产品：主动权益和被动指数各有所长，成长型和红利-收入型产品为主；
 - ✓ 其中机构产品：核心是提供解决方案，如匹配负债端要求，管理利率等指标风险，基准定制化。
- 产品和运作模式的调整是个长期过程，中小基金公司先活下去，大基金公司先进行探索。

产品创设方向	优势	不足
浮动费率	政策专门推动，契合考核激励要求	运营费用较高
指数增强	持续博弈终局，契合团队投研优势	私募竞品明显，缺乏工具优势
Smart-Beta	费率高于纯被动，因子资源丰富	客户认识不足，缺乏因子谱系产品
衍生品对冲	匹配风险对冲、绝对收益考核	机构资源差异，私募竞品明显
可质押指数	政策推动，匹配互换便利需求	象征性业务，市场缺乏需求
另类资产	Reits、跨境等赛道增量需求显著	市场容量限制，监管政策约束
债券ETF	匹配交易、流动性管理、配置需求	产品研发有限，客户认识不足

永赢基金：银行系公募的差异化突围



➤ 宁波银行控股、华侨银行参股的中外合资银行系公募，2025年落地员工持股计划，打破传统银行系激励机制瓶颈，释放经营活力。

图：公司股权架构

控股股东：宁波银行股份有限公司（71.49%）

依托宁波银行强大的零售渠道与客户基础，资金端稳定性强；城商行龙头的市场化基因，为基金公司注入灵活的经营活力与风控底蕴。

战略参股：新加坡华侨银行（25.00%）

东南亚领先的国际化金融集团，带来成熟的全球资产配置经验、先进的风险管理体系及海外业务协同资源，提升全球化投资能力。

机制突破：员工持股平台（3.51%）【2025年落地】

通过“上海稳进同赢”等三家平台实现核心团队持股，打破银行系公募激励天花板，深度绑定核心投研与管理人才，为长期发展注入核心动力。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司关键指标

成立时间：2013年11月，国内银行系公募基金中的新锐力量，依托股东优势快速崛起。

资本实力：注册资本9亿元人民币，位居行业前列，为业务扩张与风险抵御提供坚实保障。

布局与牌照：总部设于上海，拥有公募、专户、QDII等全牌照；下设永赢资管及香港子公司，实现境内外联动。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 银行系公募率先落地员工持股计划，核心团队利益深度绑定，成为权益业务爆发的制度基石。

图：公司股权激励计划与规模增量

员工持股：构筑利益共同体的制度引擎

上海稳进同赢

覆盖公司高管及核心管理团队，强化决策层利益绑定

上海锐进同赢

聚焦核心投研人才，激发投研团队创造力与稳定性

上海聚信同赢

覆盖关键业务骨干，打通全链条人才激励机制

计划实效：共覆盖核心员工约90人，员工总出资规模近1亿元，合计持有公司3.51%的股份。此举打破了传统银行系公募的激励瓶颈，实现了核心团队与公司长期发展的利益深度绑定。

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

- **战略跃迁主线：**公司发展历经“固收起家—四轮驱动—平台型资管”三个关键阶段，2016年底的管理层换届成为战略重塑的核心转折点，推动业务从单一赛道向多元均衡转型，开启了市场化发展的新篇章。
- **业务布局成效：**依托宁波银行与华侨银行的股东资源，初期快速夯实固收基本盘；中期通过交易型策略与权益业务突破实现规模跃升；后期通过设立香港子公司布局国际化，并落地员工持股计划激发活力，逐步构建起全品类、综合化的资产管理能力。

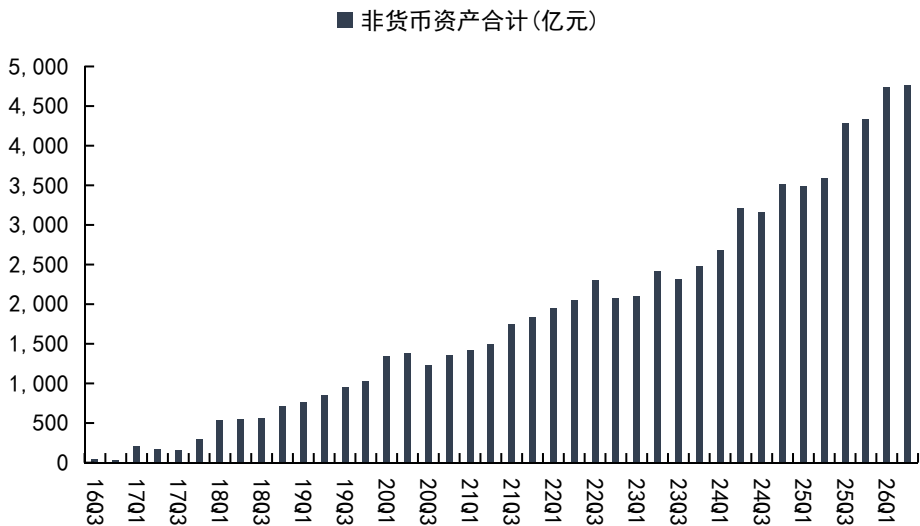
图：公司关键里程碑——从合资成立到全面进阶



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

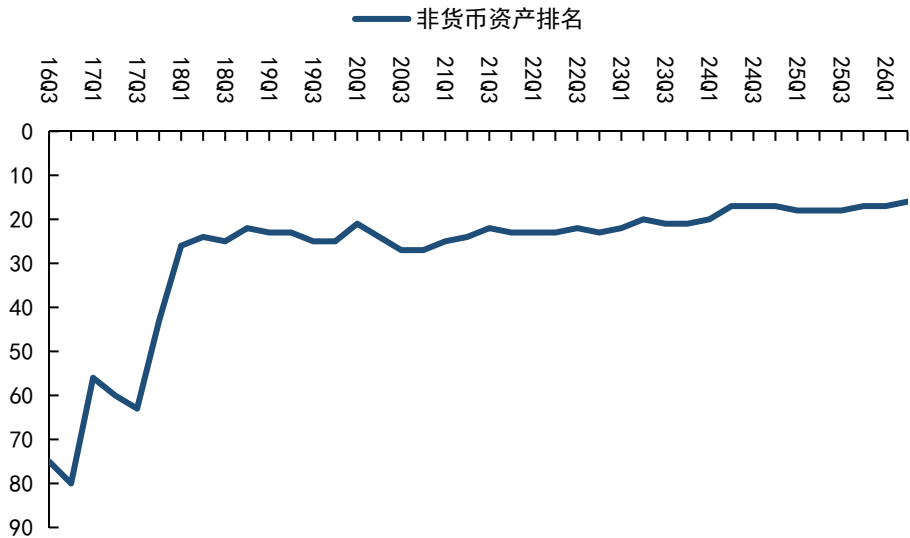
- 永赢基金的非货管理规模实现了跨越式增长，从2018年的不足百亿飙升至2026年一季度的近5000亿元，八年增幅超50倍。伴随规模的快速扩张，其行业排名也从2016年末的第90位一路攀升至2025年末的第18位，成功跻身行业前20强，充分印证了其战略转型的成效与强大的市场竞争力。

图：公司非货管理规模增长趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

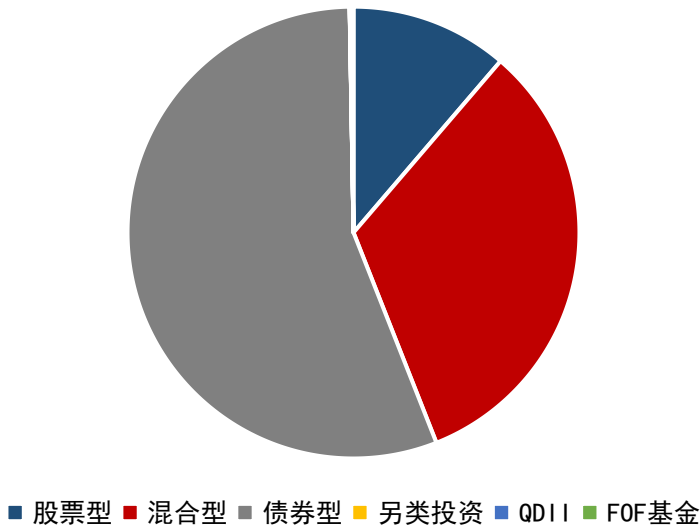
图：公司非货管理规模排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **固收基本盘筑牢发展根基：**固收类产品（债券型+货币型）是公司业务的核心基本盘。“固收+”产品凭借稳健的收益表现与严格的风控能力，成为低风险偏好投资者的核心配置选择。
- **权益业务实现爆发式增长：**2025年主动权益基金成为增长新引擎，规模快速攀升，其中“智选系列”聚焦科技、高端制造等硬核赛道，凭借优异的超额收益成为现象级产品线，彰显了公司在权益投资领域的投研实力与市场号召力。
- **产品矩阵多元协同发展：**公司构建了“固收为基、权益发力、指数补充”的产品体系，被动指数基金覆盖宽基、行业及主题ETF，满足投资者多元化资产配置需求，形成不同风险收益特征产品的互补与协同，为长期发展提供持续动力。

图：公司产品结构（截至2026Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：核心产品线规模与代表产品概览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 固收交易能力为传统优势，权益投资业绩近年异军突起，近3年权益收益率位居大型基金公司前列，综合投研实力持续领跑行业。

图：公司业务板块能力矩阵

业务板块	核心能力与投资特色
固定收益	信用风控体系严苛，深耕利率债与信用债；擅长国债期货波段交易，精准捕捉利率波动带来的交易机会，是公司传统优势领域。
主动权益	“智选系列”聚焦新质生产力与高景气赛道，以产业趋势为锚，通过深度基本面研究与集中持仓策略，获取长期超额收益。
绝对收益	打造全谱系“固收+”产品矩阵，覆盖低/中/高波动三档风险特征，灵活运用股债搭配，兼顾收益弹性与净值回撤控制。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：权益类基金业绩表现

基金简称	今年以来		最近一年		最近两年		最近三年	
	总回报 (%)	同类排名	总回报 (%)	同类排名	总回报 (%)	同类排名	总回报 (%)	同类排名
永赢高端制造A	78.12	451/5032	248.30	77/4602	338.02	87/4147	225.64	98/3571
永赢半导体产业智选A	81.35	395/5032	162.80	364/4602	344.05	77/4147	222.02	102/3571
永赢数字经济智选A	72.81	530/5032	172.86	322/4602	326.78	100/4147	205.85	133/3571
永赢科技驱动A	83.81	369/5032	192.08	251/4602	266.44	190/4147	193.58	156/3571
永赢成长远航一年持有A	73.71	513/5032	196.41	225/4602	257.94	213/4147	178.84	204/3571
永赢惠添盈一年持有	40.25	1268/5032	130.04	600/4602	153.01	663/4147	129.00	389/3571
永赢高端装备智选A	3.94	3029/5032	83.13	1135/4602	151.64	677/4147	84.52	776/3571
永赢先进制造智选A	-11.39	4352/5032	20.18	2936/4602	165.38	575/4147	77.18	863/3571

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

永赢基金：渠道优势与股东协同效应



- 渠道深度协同构筑核心壁垒。永赢基金与控股股东宁波银行实现了零售、对公、同业三大渠道的全面打通，依托宁波银行超2000万零售客户、超50万对公客户以及广泛的城商行同业合作网络，形成了“股东渠道+基金产品”的闭环生态，为产品销售提供了稳定且广阔的流量入口，是其规模持续增长的核心动力。
- 银行系背景赋能业务发展。股东的信用背书为永赢基金在固收及“固收+”领域提供了天然优势，既夯实了产品的信用基础，也契合了银行渠道客户的风险偏好。从行业格局来看，依托渠道赋能，永赢基金非货规模已跻身银行系基金前列，与工银瑞信、建信基金等头部机构共同构成了银行系基金的中坚力量，展现出强劲的发展潜力与成长空间。

图：2026Q1末主要银行系基金规模

基金公司	基金资产净值合计(亿元)								
	全部	非货币型	货币市场型	股票型	混合型	债券型	另类投资	QDII	FOF基金
建信基金管理有限责任公司	10,270.19	2,113.27	8,156.92	232.29	151.98	1,433.14	119.99	104.52	52.59
工银瑞信基金管理有限公司	9,423.16	4,946.53	4,476.63	1,032.04	763.19	2,764.60	146.21	68.80	113.60
中银基金管理有限责任公司	7,667.57	3,366.71	4,300.86	85.42	219.87	2,926.46	75.14	24.01	23.44
永赢基金管理有限公司	6,880.73	4,762.31	2,118.43	469.65	1,565.94	2,706.64		0.17	19.91
交银施罗德基金管理有限公司	5,271.86	2,299.84	2,972.02	75.41	743.41	1,319.18		65.89	95.95
兴业基金管理有限公司	4,959.18	2,760.77	2,198.41	62.68	183.06	2,508.24		4.06	2.73
浦银安盛基金管理有限公司	3,512.93	1,490.00	2,022.93	21.54	91.02	1,264.97		30.07	82.41
上银基金管理有限公司	2,551.28	1,522.12	1,029.16	9.59	30.99	1,481.07			0.47
鑫元基金管理有限公司	2,499.34	1,307.25	1,192.09	32.00	45.23	1,219.17			10.86
农银汇理基金管理有限公司	2,401.87	1,482.05	919.82	49.05	264.21	1,144.81			23.97

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

永赢基金：渠道优势与股东协同效应

- **渠道深战略锚点：**以“建设具备大类资产配置能力的平台型资产管理公司”为长期发展目标，构建“固收为基、权益为核、国际化补充”的业务格局，依托全品类资产配置能力为投资者创造持续价值。
- **增长曲线一（基本盘）：**固收业务保持稳健增长态势，作为公司发展的压舱石持续夯实；“固收+”产品线持续扩容升级，通过多元资产搭配平衡风险收益，满足居民理财与机构配置的核心需求。
- **增长曲线二（增长极）：**主动权益投资持续发力打造核心竞争力，“智选系列”等标杆产品实现成功复制与规模化推广，依托深度投研挖掘产业价值，成为权益业务增长的核心引擎。
- **增长曲线三（储备项）：**加速香港子公司国际化布局，拓展跨境资管与全球资产配置业务；紧抓个人养老金等政策红利，布局养老金金融产品体系，为公司长期发展储备新的业绩增长点。

图：公司战略锚点与增长曲线



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

➤ 首家内地公募出海设立的香港子公司，南方基金全资控股，定位为“全球资产配置的桥梁”。

图：公司概况

01 历史积淀：内地公募出海先锋

成立于2008年11月，是中国内地公募基金行业在香港设立的首家子公司。依托“背靠内地、面向全球”的独特区位优势，深耕香港市场十余载。

02 多元布局：全品类产品覆盖

目前管理超过60只交易所买卖产品（ETP）及3只互惠基金，产品线全面覆盖股票、债券、商品及跨境资产，满足各类投资者配置需求。

绝对控股：南方基金全资持有

由南方基金管理股份有限公司100%全资控股，全面共享母公司强大的投研资源、完善的风控体系及深厚的客户基础。

03 行业领跑：市场份额领先

稳居香港第二大ETP发行商，同时是亚洲最大的杠杆及反向产品（L&I）发行商，在被动投资领域拥有极高的市场影响力与品牌认可度。

04 战略定位：全球配置桥梁

连接内地与全球资本市场的关键节点，既是内地投资者出海配置全球资产的重要通道，也是国际资金投资中国市场的核心桥梁。

核心业务：四大支柱驱动

- 核心：ETF及指数化投资
- 多元：互惠基金管理
- 特色：杠杆及反向产品
- 定制：机构专户服务

全球触角：深耕亚太与中东

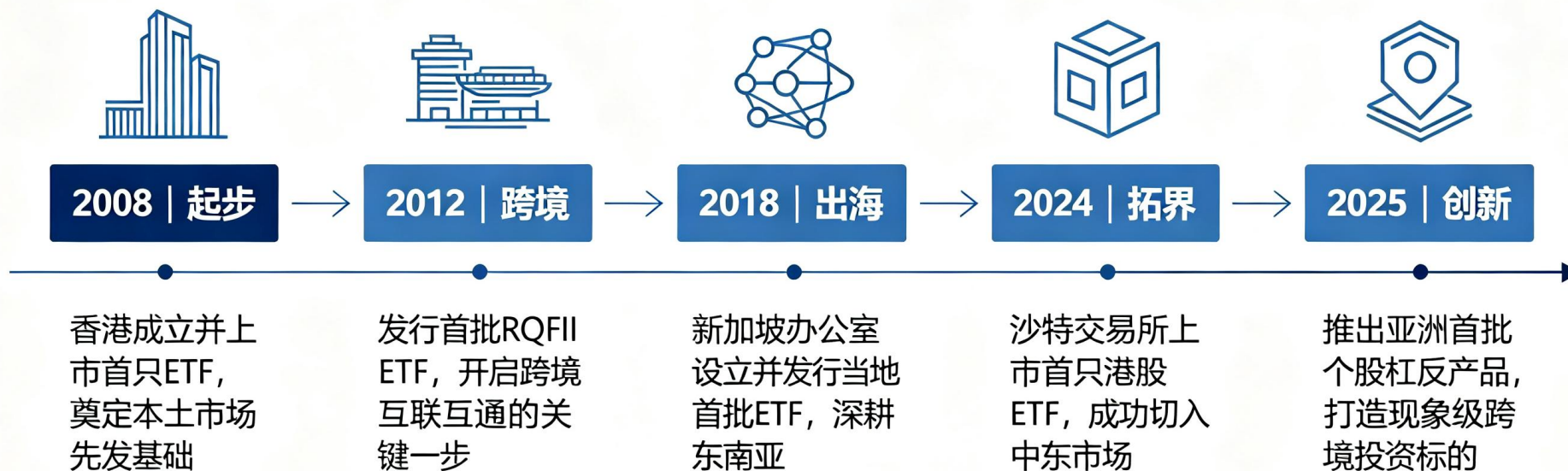
立足香港，辐射全球。已设立新加坡办公室及沙特阿拉伯办公室，积极拓展东南亚及中东市场，构建全球化的服务网络。

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

南方东英：发展历程与国际化布局

- 南方东英的成长是一部从香港本土ETF发行人向亚洲跨境资管平台进阶的扩张史，核心路径清晰呈现为“立足香港—辐射东南亚—拓展中东”的三步走战略。依托香港国际金融中心的先发优势，公司逐步打通跨境壁垒，构建起连接中国资产与全球资本的桥梁。
- 从2008年起步至今，公司持续在产品创新与地域扩张上突破：从首发香港本土ETF到领跑跨境RQFII业务，从布局东南亚东盟市场到切入中东资本高地，每一步都紧扣全球化资产配置的需求，最终形成覆盖大中华区、东南亚、中东三大核心区域的全球化服务网络。

图：公司关键里程碑——从本土深耕到全球布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

南方东英：核心竞争力之杠杆及反向产品

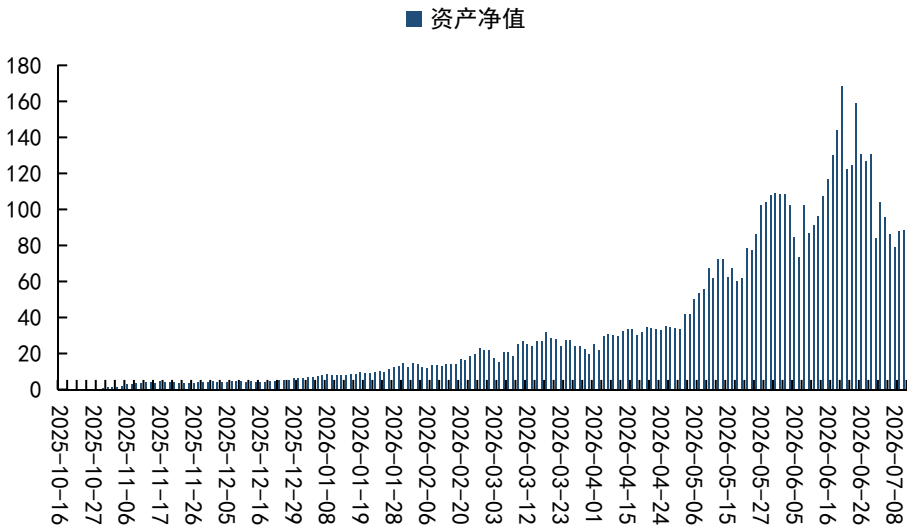
➤ 杠反产品构筑香港市场垄断优势，SK海力士2X缔造全球现象级爆款产品。

图：香港杠反市场绝对统治力指标

关键市场维度	南方东英市占率表现
整体规模市占率	98.1%（市场份额近乎全覆盖）
日均成交量市占率	99.6%（流动性供给绝对主导）
上市产品数量占比	约95%（产品线丰富度第一）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：二倍做多海力士规模变化趋势（亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

南方东英：跨境业务与互联互通



- 作为“全球资产配置的桥梁”，南方东英深度参与ETF互联互通、基金互认及跨境理财通等核心机制，搭建起内地与香港、全球市场之间的资产流通枢纽，既是外资投资中国核心资产的关键通道，也是内地投资者配置海外优质资产的重要平台。
- 公司构建了覆盖北向、南向及第三地市场的跨境业务全景矩阵：北向端通过ETF通、RQFII机制承接全球资金配置中国权益与固收资产；南向端依托ETF通、理财通助力内地资金出海；同时联动新加坡、沙特等第三地市场，进一步拓展全球资产配置的版图，形成双向互通、全域联动的业务格局。

图：南方东英的跨境产品矩阵

类型	代码	名称	跟踪指数代码	跟踪指数名称	类型	代码	名称	跟踪指数代码	跟踪指数名称
科技	3033.HK	南方恒生科技	HSTECH.HI	恒生科技	2X微策投资	7799.HK	XL二南策略	MSTR.O	微策投资
2X恒生科技	7226.HK	XL二南方恒科	HSTECH.HI	恒生科技	比特币	3066.HK	FA南方比特币	--	--
-2X恒生科技	7552.HK	XI二南方恒科	HSTECH.HI	恒生科技	以太币	3068.HK	FA南方以太币	--	--
-2X恒指	7500.HK	FI二南方恒指	HSI.HI	恒生指数	-2X特斯拉	7366.HK	XI二南特斯	TSLA.O	特斯拉(TESLA)
2X海力士	7709.HK	XL二南方海力士	000660.KS	SK海力士	越南	3004.HK	南方东英越南30	FIVNM30.FI	富时越南30价格指数
2X恒指	7200.HK	FL二南方恒指	HSI.HI	恒生指数	2X纳指	7266.HK	FL二南方纳指	NDX.GI	纳斯达克100
-2X纳指	7568.HK	FI二南方纳指	NDX.GI	纳斯达克100	-2X英伟达	7388.HK	XI二南英伟	NVDA.O	英伟达(NVIDIA)
-2X三星电子	7347.HK	XI二南三星	005930.KS	三星电子	2X Coinbase	7711.HK	XL二南CO	COIN.O	COINBASE GLOBAL
2X三星电子	7747.HK	XL二南三星	005930.KS	三星电子	美元	9096.HK	A南方美元-U	--	--
港股通	3432.HK	南方港股通	--	--	-2X Coinbase	7311.HK	XI二南CO	COIN.O	COINBASE GLOBAL
2X恒生企业	7288.HK	FL二南方国指	HSCEI.HI	恒生中国企业指数	港元	3053.HK	A南方港元	--	--
2X沪深300	7233.HK	XL二南方沪深三	399300.SZ	沪深300	2X特斯拉	7766.HK	XL二南特斯	TSLA.O	特斯拉(TESLA)
2X黄金	7299.HK	FL二南方黄金	SOLGOLD1.GI	Solactive黄金一日滚动期货指数	-2X微策投资	7399.HK	XI二南策略	MSTR.O	微策投资
-2X恒生企业	7588.HK	FI二南方国指	HSCEI.HI	恒生中国企业指数	2X英伟达	7788.HK	XL二南英伟	NVDA.O	英伟达(NVIDIA)
20Y+美债	3433.HK	南方美国国债20	--	--	2X伯克希尔	7777.HK	XL二南巴郡	BRK_B.N	伯克希尔(BERKSHIRE)-B
-2X日经225	7515.HK	FI二南方日经	N225.GI	日经225	人民币	83122.HK	A南方人民币-R	--	--

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 本报告为分析框架，文中所涉及的基金产品均为举例之用，不涉及具体的投资建议。
- 资本市场景气度下滑。基金底层资产如股票、长久期债券等均为资本市场，如资本市场景气度下滑，股票、债券等资产的投资特性或将发生变化，本报告中的观点或不再适用。
- 政策风险。公募基金行业为重要的金融行业之一，近年来规范公募基金行业发展的政策时有加强，政策变化或将影响公募基金行业的投资策略和战略决策，对行业经营有较为显著的影响。
- 宏观经济下行风险。公募基金产品的资金来源和资金用途均与宏观经济息息相关，如宏观经济下行超出预期，则公募基金行业发展或将受到较显著的影响。
- 投资者风险偏好变化。公募基金产品工具化进程中，投资者风险偏好将会对基金产品的发展方向造成显著影响。

免责声明



国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032