迈向服务化

2024 中国金融产品年度报告

分析师：张青
分析师登记编码：S0890516100001
分析师：蔡梦苑
分析师登记编码：S0890521120001
分析师：卫以诺
分析师登记编码：S0890518120001
分析师：李亭函
分析师登记编码：S0890519080001
分析师：孙书娜
分析师登记编码：S0890523070001
分析师：贾依廷
分析师登记编码：S0890520010004
分析师：王骅
分析师登记编码：S0890522090001
分析师：张菁
分析师登记编码：S0890519100001
分析师：程秉哲
分析师登记编码：S0890522110001

研究助理：郝一凡、张帅、柏逸凡、宋怡雯、冯思诗、宋逸菲、孙佳琦、黄浩、廖璐、陈慧敏

特别鸣谢：付伟、朱凯丽、甘龙华、孙廷志、张维东、顾昕、张君睿、徐佳媛、何帅辰、杜冰辉、楚明润

销售服务电话：
021-20515355

摘要

◆2023 年是财富与资管行业充满变化与挑战的一年，监管体系改革、注册制全面推进、资管产品降费让利、私募相关政策法规密集出台、ETF 迅猛发展，与此同时，在当前经济高质量转型期，映射基础资产投资回报率下行、投资难度提升以及投资者风险偏好下降的趋势下，投资范式的改变以及投资者难以适应资产风险收益特征的变化引发金融机构亟须转型，而转型变革的关键落脚点在连接资产与资金的桥梁—财富管理服务上，财富管理正在真正迈向服务化！

◆围绕财富管理与资产管理市场联动的主线，2024 金融产品年度报告，我们仍然重点论述了 2023 年度金融市场及金融产品运行特征、市场变化及发展趋势，并突出了各类金融机构在财富管理迈向服务化的浪潮中，如何破解难题，应对转型。我们重点研究了银行理财市场主要生态变化，思考财富管理生态演绎下理财产品的立足思路；详尽盘点了公募基金市场发展情况和变化特征，展望了买方投顾视角下，公募基金行业财富管理需要从产品端、销售端和服务端共同发力；系统性梳理了保险资金运用、保险资管发展情况以及投连险产品业绩表现；详尽回顾了境内外 ETF 市场现状及产品生态，并通过探讨海外成熟市场资金及产品结构，特别是美国新发 ETF 策略布局及代表性产品寻求产品创设方向；具体分析了券商资管公募化布局现状及公私募产品业绩表现，并从战略、客群、业务方向展望服务化落地抓手；重点论述了信托行业转型现状及新三分类后从信托文化建设方向到不同产品创设路径，从运营观念重构到组织架构变革和人才体系建设展望；系统性总结了私募基金供给侧改革现状及不同投资策略业绩表现，并强调多策略配置的重要性；整体回顾了场内衍生品市场发展状况、创新变化及重大事件。

◆在金融机构财富管理转型，迈向服务化的当下，我们通过全面梳理美国注册投资顾问市场现状来透视其买方投顾繁荣发展背后的推动力，以此来寻求我国卖方销售模式弊端不断显现的当下，财富管理买方投顾转型的路径。为进一步探讨我国财富管理未来之路，我们还梳理了财富管理市场当前主要矛盾，以此展望如何兼顾短期治标与长期治本来实现适宜本土的中国特色财富管理新模式。基于投资范式改变，金融机构资产配置的重要性进一步凸显，我们从全球化资产配置出发，到通过组合配置实现稳健收益，再到基金收益率指标有效性测试，论述资产配置的理念、思路与方法。

◆立足专业，矢志不渝，再谱全新篇章。自 2012 年专注于金融产品研究起，我们一如既往致力于为广大机构与个人投资者，提供质量上乘、特色鲜明、别具一格的金融产品与财富管理综合研究服务，不忘初心，用专业创造价值。善谋者行远，实干者乃成，我们希望携手诸位，乘势而上，再谱新篇。

◆**风险提示：**本报告基于历史公开数据分析和测算，存在失效风险，不代表对

目录

第一部分——2023 年中国财富与资管行业背景 1
一、2023 年行业大事记 1
1. 资本市场制度体系优化，全面深化改革成效渐显 1
2. 资管产品降费让利，财富管理行业生态优化 3
3. 中植、海银接连“爆雷”，非标时代加速终结 4
4. 时代变迁蕴育新使命，私募供给侧改革加速 6
5. 公募 REITs 迈入常态化发行，探索建立多层次市场 7
6. ETF 规模逆势突破 2 万亿，指数化投资发展进入快车道 9
7. 理财业绩展示迎统一规范，标准化建设有望再提升 11
8. 量化私募逆势增长，高收益之下潜藏风险 12
9. 公募化布局大年，券商资管业务发展迎新思路 13
10. 基金投顾试点或转常规，试点四周年行业乘风而起 15
二、2023 年财富与资管行业背景 17
1. 后疫情时期投资变难了 17
2. 资产管理从规避波动到直面波动 20
3. 复杂环境下的投资者行为折射出财富管理转型的紧迫性 22
4. 2024 年财富与资管行业展望：迈向服务化 24
第二部分——各类金融产品跨市场回顾与展望 27
一、2023 年银行理财年度报告 27
1. 银行理财市场政策回顾 27
2. 银行理财市场产品概况 29
3. 2023 年银行理财生态变化 44
4. 破局：理财产品特性思考 53
5. 立足：财富管理格局生态演绎下的理财发展展望 56
二、2023 年公募基金年度报告 59
1. 行业概况：总规模首超银行理财，不同产品规模分化 59
2. 产品业绩：纯债基金表现亮眼，小盘和红利成为权益基金结构亮点 72
3. 产品创设：降费改革启动，产品设计更体现财富端需求 85
4. 发展展望：基于买方投顾视角，用公募基金做好财富管理 89
三、2023 年境内 ETF 年度报告 95
1. ETF 市场：ETF 规模突破 2 万亿，管理人格局稳中有变 95
2. ETF 行业：工具化浪潮催生 ETF 多点开花 98
3. ETF 生态：机构持有者占比提升，ETF 降费潮开启 105
4. ETF 展望：中长期资金入市和 ETF 发展相互促进，各品类仍有增长空间 112
5. ETF 投资：构建多样化策略，充分挖掘工具价值 118
四、2023 年海外 ETF 年度报告 120
1. 海外 ETF 概况：全球 ETF 规模数量齐升，美国 ETF 规模占比仍居主导 120
2. 美国新发 ETF：2023 年新发 ETF 数量提升，规模较小 121
3. 美国主动管理 ETF：共同基金转为 ETF 带来较大规模增量 127
五、2023 年保险资产管理年度报告 129
1. 行业规模增速稳中向上，多元配置、适当增配固收类资产熨平波动 129
2. 行业政策：持续深化供给侧改革，做好养老金融与实体经济服务 132

3. 行业发展：投行业务分化凸显，资管业务稳中求变 137
4. 行业展望：创新破局，应势而谋 161
六、2023 年投连险年度报告 163
1. 华宝证券分类体系 163
2. 纳入统计的投连险账户规模情况 163
3. 中国投连险账户收益情况总览 165
4. 中国投连险账户市场表现分类点评 166
七、2023 年券商资产管理年度报告 175
1. 动态回顾：公募化进程迈上新台阶，政策指导回归资管初心 175
2. 业务规模：券商资管规模压降，公募和专项资管规模实现增长 181
3. 产品表现：受益于债市稳健，主动纯债和固收类产品总体表现突出 187
4. 发展展望：机遇与挑战并存，深化战略、客群、业务多方面布局 189
八、2023 年信托市场年度报告 191
1. 新三分类正式落地，行业迎来变革 191
2. 信托产品市场分析 193
3. 信托投向结构分析 204
4. 标品信托发展趋势 208
5. 信托市场发展展望 210
九、2023 年私募基金年度报告 216
1. 全球对冲基金回顾：业绩回升，规模创历史新高 216
2. 中国私募行业回顾：供给侧改革加速，塑造行业新常态 219
3. 中国私募市场分析：业绩分化显著，投资更加依赖精耕细作 223
4. 中国私募市场展望：攻守结合，注重多元化的策略配置 233
十、2023 年场内衍生品年度报告 236
1. 市场回顾：政策助力下的新品上市加快 236
2. 行业观察：平静中的一点波澜 243
3. 发展展望：行业迈向高质量发展 247
第三部分——迈向服务化，走好中国买方投顾之路 248
一、买方投顾，美国经验借鉴及中国实践思考 248
1. 中国财富管理行业发展历程与问题 248
2. 以美国注册投资顾问为例，透视美国买方投顾发展 252
3. 借鉴美国发展历程，展望中国财富管理买方投顾转型实践 263
二、中国财富管理市场如何走出二次增长曲线？ 270
1. 中国财富管理市场面临的四大矛盾 271
2. 中国财富管理的未来之路 282
三、如何利用全球化投资，优化资产配置 293
1. 全球化投资的意义 293
2. 全球化投资的便捷途径——QDII 基金 295
3. QDII 基金投资：配置比例及汇率影响 299
四、如何通过组合配置，构建收益有弹性的绝对收益策略 307
1. 优秀绝对收益型基金的选择 307
2. 优秀绝对收益型基金的组合配置特征 308
3. 组合配置经验有效性的实证检验 312
4. 结论：绝对收益思维下的组合构建思路 317
五、收益率选基是否有效？探究基金业绩的可持续性 318
1. 基金量化因子测试方法：IC 测试与分组回测多维检验 318

2. 收益率指标在主动权益基金中的遴选效果 318
3. 收益率指标在行业主题基金中的遴选效果 322
4. 收益率指标在均衡分散风格基金中的遴选效果 326
5. 总结：收益率指标可预警风险，主题、风格内选基有效性改善 328

图表目录

图 1 2023 年全面实行注册制以来构建多层次资本市场相关的系列政策 1
图 2 2023 年 7 月以来“活跃资本市场、提振投资者信心”相关政策重点 2
图 3 公募基金费率变化情况（%） 4
图 4 固定收益类理财产品费率走势 4
图 5 2023 年中植系“爆雷”时间线 5
图 6 2023 年私募基金相关政策时间轴 6
图 7 2023 年全年非货 ETF 资金流 9
图 8 名义 GDP 增长中枢下滑 17
图 9 老龄少子化趋势有所加速 18
图 10 居民、企业杠杆率升势放缓 18
图 11 我国正处于新旧动能切换阶段 18
图 12 消费与疫情前趋势相比出现明显缺口 19
图 13 2023 年居民消费倾向修复速度较慢 19
图 14 做多型私募权益策略夏普比率近几年普遍下行 20
图 15 期权、股票市场中性策略波动率明显低于股票策略 21
图 16 期权、股票市场中性策略夏普比率相对稳健 21
图 17 不同股票策略夏普比率变化 22
图 18 股票、组合基金夏普比率 22
图 19 理财产品中现金及存款类新发数量占比上升 23
图 20 居民存款余额及同比大幅上升 23
图 21 偏股型基金发行规模高峰处在指数高位阶段 24
图 22 2021-2022 公募基金抱团新能源 24
图 23 2023 年非保本理财产品规模 29
图 24 2023 年理财产品存续规模同比 30
图 25 2023 年各机构产品数量及存续规模占比 30
图 26 不同运作模式产品存续规模占比 31
图 27 全市场新发封闭式产品期限情况 31
图 28 2023 年各投资性质产品存续情况占比 31
图 29 2023 年理财产品资产配置情况 32
图 30 银行代销本行理财公司产品数量占比情况 39
图 31 2021 年-2023 年债券市场走势（%） 40
图 32 2022 年以来理财公司规模排名位次变化 45
图 33 不同运作模式新发理财产品数量变化（只） 46
图 34 各期限净值型银行理财产品发行占比趋势（%） 46
图 35 理财产品资产投向变化（%） 46
图 36 2023 年理财公司及理财产品月度现券净买入情况（亿元） 47
图 37 固定收益类理财产品费率走势（%） 48
图 38 混合类理财产品费率走势（%） 48
图 39 权益类理财产品费率走势（%） 48
图 40 存续“目标盈”理财产品数量分布（按投资性质） 52
图 41 存续“目标盈”理财产品数量分布（按风险等级） 52
图 42 理财核心卫星策略 57
图 43 公募基金管理只数及规模（2015-2023） 59

图 44 2023 年公募基金存量规模变化 59
图 45 2022-2023 年 ETF 市场存续规模（亿元） 61
图 46 2022-2023 年股票型 ETF 规模分布（亿元） 61
图 47 华泰柏瑞沪深 300ETF 资金净流入额 62
图 48 普通股票型基金指数和沪深 300 滚动收益率 62
图 49 2023 不同品类指增产品新发产品数量和合计规模 64
图 50 2023 年各基金公司发行指增产品合计规模占比 64
图 51 2021-2023 年主动纯债型基金规模变化 64
图 52 2023 年固收基金新发产品结构（亿元） 64
图 53 债券指数基金（被动指数型+指数增强型）存续规模变化 65
图 54 2023 年主要销售机构股混基金保有规模占比 68
图 55 2023 年主要销售机构债券基金保有规模占比 68
图 56 主被动基金业绩表现 72
图 57 Barra 因子收益率 74
图 58 主动权益基金加权因子暴露 74
图 59 2023 年度不同抱团度基金业绩表现 74
图 60 量化与主观权益策略基金历史净值表现对比 75
图 61 2023 年主动权益基金风格与收益分布（大/小盘） 76
图 62 2023 年主动权益基金风格与收益分布（价值/成长） 76
图 63 2022 年年报市值因子暴露分位数与 2023 年回报 77
图 64 2023 年中报市值因子暴露分位数与 2023 年回报 77
图 65 主动权益基金加权持仓市值与 2023 年收益关系 77
图 66 主动权益基金加权持仓市值市场分位数变化趋势 77
图 67 2006-2023 年非货 ETF 数量及规模 95
图 68 2023、2022 年非货 ETF 按资产类别分类数量及规模 96
图 69 2023 年底非货 ETF 按运作方式分类数量及规模 96
图 70 近 10 年股票 ETF 中各类型 ETF 规模 97
图 71 截至 2023 年底债券 ETF 规模和数量 100
图 72 截至 2023 年底债券 ETF 按品种划分规模占比 100
图 73 截至 2023 年底境外 ETF 规模和数量 101
图 74 截至 2023 年底境外 ETF 规模（按投资地区划分） 101
图 75 截至 2023 年底境外 ETF 规模（按细分类别划分） 101
图 76 2023 年 ETF 按月发行统计情况 102
图 77 2023 年权益 ETF 中各二级分类 ETF 规模增长及增长占比 103
图 78 2023 年宽基类指数 ETF 规模增长 Top10 104
图 79 2023 年行业类指数 ETF 规模增长 Top5 104
图 80 2023 年主题类指数 ETF 规模增长 Top5 104
图 81 2023 年策略类指数 ETF 规模增长 Top3 104
图 82 2022 中、2023 年中非货 ETF 机构持有比例 106
图 83 2022 年中、2023 年中机构和个人持有 ETF 分布 107
图 84 2022 年中、2023 年中机构和个人持有权益 ETF 分布 107
图 85 2023H1 机构投资者持有宽基 ETF 规模前十大指数 107
图 86 2023H1 个人投资者持有宽基 ETF 规模前十大指数 107
图 87 2023H1 机构投资者持有行业主题 ETF 规模前十大指数 108
图 88 2023H1 个人投资者持有行业主题 ETF 规模前十大指数 108
图 89 ETF 管理费率分布 109

图 90 ETF 托管费率分布 109
图 91 各一级类型 ETF 管理费率分布 109
图 92 权益 ETF2013、2023 年费率对比 110
图 93 债券 ETF2013、2023 年费率对比 110
图 94 美国市场权益 ETF 和债券 ETF（2010-2022）费率演变 111
图 95 股票 ETF 中按二级分类的规模加权管理费率 112
图 96 沪深 300 和标普 500 指数近 10 年累计净值 114
图 97 美国、欧洲和亚太市场权益资产和权益 ETF 规模对比 116
图 98 2023 年全球市场 ETF 规模数量齐升 120
图 99 2023 年美国市场 ETF 规模回升，多年来占全球 ETF 稳居七成，数量上涨 121
图 100 2023 年美国新发 ETF 资产类别布局（数量） 121
图 101 2023 年美国新发 ETF 区域布局（数量） 121
图 102 2023 年美国新发权益类 ETF：主动管理策略持续火热，备兑策略新发数量及规模提升 122
图 103 2023 年美国新发主动 ETF 管理规模前五大管理人 123
图 104 2023 年美国新发备兑 ETF 管理规模前五大管理人 124
图 105 2023 年美国新发固收类 ETF：主动管理策略为主，策略分布趋于集中 124
图 106 2023 年美国新发权益 ETF 费率 125
图 107 2023 年美国新发权益 ETF 代表策略平均费率 125
图 108 2023 年美国新发固收 ETF 费率 126
图 109 2023 年美国新发固收 ETF 代表策略平均费率 126
图 110 2023 年美国新发商品 ETF 费率上升，出现 3.5%高费率产品 126
图 111 2023 年美国新发资产配置 ETF 费率：高、低费率产品占比回升 126
图 112 2023 年美国新发 ETF 管理规模前十大发行人 127
图 113 2005-2023 年保险行业总资产规模情况（万亿） 129
图 114 2005 年-2023 年保险行业总资产增速情况 129
图 115 2013-2023 年保费收入（亿元）及同比增速（%） 130
图 116 2013-2023 年人身险保费收入构成比例 130
图 117 2013-2023 年投连险及万能险规模变动情况 130
图 118 2005-2023 年保险资金余额（万亿元） 131
图 119 2005-2023 年保险资金资产配置趋势 131
图 120 近五年保险资产管理机构登记债权投资计划数量情况（单位：项） 138
图 121 2023 年纳入统计的保险公司的债权投资计划认购情况 140
图 122 2023 年纳入统计的保险集团的债权投资计划认购情况 140
图 123 2023 年纳入统计的各类债权投资计划被认购情况 141
图 124 2023 年纳入统计的保险公司认购的不同类别债权投资计划情况 141
图 125 2019 年-2023 年资产支持计划登记情况 144
图 126 登记资产支持计划的受托管理人情况 144
图 127 纳入统计的保险资产管理产品管理人情况（只） 146
图 128 保险资产管理产品类型分布（数量） 146
图 129 历年全国企业年金基本情况柱状图 151
图 130 历年全国企业年金基金投资收益率和保险资金投资收益率情况 151
图 131 2022 年三季度投资管理人管理的组合资产规模 152
图 132 2023 年三季度投资管理人管理的组合资产规模 152
图 133 2023 年前三季度加权平均收益率-固定收益类组合 153
图 134 2023 前三季度加权平均收益率-含权益类组合 153
图 135 按类别分类的保险类个人养老金产品情况 157

图 136 按管理人分类的保险类个人养老金产品情况（只） 157
图 137 2023 年保险系公募基金新发基金数量（分管理人） 160
图 138 2023 年保险系公募基金新发基金数量（分类别） 160
图 139 投连险账户 2023 年收益率情况 166
图 140 2023 年指数型投连险账户与股票指数型基金收益 167
图 141 2023 年指数型投连险账户月度收益情况 167
图 142 2023 年激进型投连险账户与普通股票型基金收益 168
图 143 2023 年激进型投连险账户月度收益情况 168
图 144 2023 年混合激进型投连险与偏股混合型基金收益 169
图 145 2023 年混合激进型投连险账户月度收益情况 169
图 146 2023 年混合保守型投连险与偏债混合型基金收益 170
图 147 2023 年混合保守型投连险账户月度收益情况 170
图 148 2023 年增强债券型投连险与混合二级债基收益 171
图 149 2023 年增强债券型投连险账户月度收益情况 171
图 150 2023 年全债型投连险账户与中长期纯债基金收益 172
图 151 2023 年全债型投连险账户月度收益情况 172
图 152 2023 年货币型投连险账户与货币市场基金收益 174
图 153 2023 年货币型投连险账户月度收益情况 174
图 154 证券行业资产管理业务净收入及占营收比例 175
图 155 截至 2023 年末，券商资管的四类业务规模（亿元） 181
图 156 截至 2023 年末，券商资管规模的同比变化（亿元） 181
图 157 2022 年末各类机构私募资管产品资金类型占比 182
图 158 2022Q1-2023Q4 私募资管行业规模分布 182
图 159 2023 年度券商私募资管新增备案规模 183
图 160 2023 年券商私募资管产品新增备案规模 183
图 161 截至 2023 年末券商私募资管分投资类型存量规模 183
图 162 证券及其资管子公司私募资管业务规模均值 183
图 163 2020-2022 年末证券及其资管子公司私募资管产品直接出资者分类占比（%） 185
图 164 截至 2023 年末，11 家持牌机构合计管理的各类型公募基金规模（亿元） 186
图 165 截至 2023 年末，11 家持牌机构各自管理的公募基金规模 186
图 166 2023 年度 10 家持牌机构发行公募产品规模（亿元） 186
图 167 截至 2023 年末，分类型 ABS 产品存量规模 187
图 168 截至 2023 年末，不同管理人 ABS 产品存量规模 187
图 169 2023 年度各类券商集合资管的平均收益和收益中位数 188
图 170 2023 年度债券型券商集合资管的平均收益和收益中位数 188
图 171 2023 年度 11 家持牌机构管理公募非货产品收益表现 189
图 172 2023 年度 11 家持牌机构管理的各类型产品中，表现较为突出产品的年化收益（%） 189
图 173 信托资产规模变化 193
图 174 2013-2023Q3 信托业务结构（资金来源） 194
图 175 2013-2023Q3 信托业务结构（资产功能） 194
图 176 集合信托的平均期限和预期年化收益率走势 195
图 177 不同期限的集合信托产品预期年化收益率 196
图 178 不同投向的集合信托收益率走势（%） 197
图 179 2021 年以来信托违约数量及金额的情况 198
图 180 安信信托债务化解思路 201
图 181 上海砥安及上海维安股权结构 203

图 182 不同投向集合信托发行规模情况（亿元）..... 205
图 183 投向房地产的集合信托发行情况变化..... 206
图 184 投向基础产业领域的集合信托发行情况..... 207
图 185 标品信托成立规模与数量..... 208
图 186 标品信托不同产品类型结构..... 209
图 187 TOF 产品成立规模月度变化..... 209
图 188 全球对冲基金管理资产规模..... 216
图 189 2023 年全球对冲基金投资策略分布..... 217
图 190 2022 年全球对冲基金投资策略分布..... 217
图 191 2023 年私募基金管理人登记与产品备案情况..... 221
图 192 私募基金市场存量情况..... 221
图 193 私募证券投资基金市场存量备案情况..... 221
图 194 私募基金分类与私募证券投资基金策略划分..... 222
图 195 私募证券投资基金发行与清盘情况..... 222
图 196 私募证券投资基金各策略发行情况..... 223
图 197 私募证券投资基金各策略清盘情况..... 223
图 198 2023 年股票策略指数业绩走势..... 225
图 199 2023 年相对价值策略指数业绩走势..... 227
图 200 2023 年股指期货年化贴水率..... 227
图 201 2023 年管理期货策略指数业绩走势..... 229
图 202 2023 年纯债策略指数业绩走势..... 231
图 203 2023 年强债策略指数业绩走势..... 231
图 204 2023 年宏观策略和组合基金指数业绩走势..... 232
图 205 上证 50 股指期货持仓量&成交量..... 237
图 206 沪深 300 股指期货持仓量&成交量..... 237
图 207 中证 500 股指期货持仓量&成交量..... 238
图 208 中证 1000 股指期货持仓量&成交量..... 238
图 209 2 年国债期货持仓量&成交量..... 238
图 210 5 年国债期货持仓量&成交量..... 238
图 211 10 年国债期货持仓量&成交量..... 239
图 212 30 年国债期货持仓量&成交量..... 239
图 213 2023 年金融期权成交量情况..... 240
图 214 2023 年商品期货各板块成交量情况..... 242
图 215 集运指数（欧线）期货主连走势图..... 243
图 216 股指期货升贴水率情况..... 244
图 217 2023 年以来期权隐含波动率..... 245
图 218 碳酸锂期货主连走势..... 246
图 219 1978-1984 年国内 GDP 及同比增速..... 249
图 220 1978-1984 年城乡居民储蓄余额及增加额..... 249
图 221 中国财富管理发展阶段（1979-2023 年）..... 251
图 222 1939-1980 年期间美国 GDP 变化及人均可支配收入同比（十亿美元）/（%）..... 253
图 223 美国“沃尔克时期”CPI 同比变化..... 254
图 224 2000-2008 年美国投资顾问行业迅速发展..... 254
图 225 美国 2000 年以来 GDP 及人均可支配收入同比变化..... 256
图 226 RIA 管理资产规模变化（十亿美元）..... 256
图 227 2011-2022 年 RIA 机构数量变化（家）..... 256

图 228 2022 年 RIA 注册机构类型 256
图 229 2022 年美国不同管理资产规模的 RIA 机构数量占比 257
图 230 2022 年不同管理规模 RIA 的数量及 AUM 占比对比 257
图 231 不同规模 RIA 机构数量同比变化（%） 257
图 232 RIA 机构及经纪商数量对比 258
图 233 2022 年 RIA 数量前十的地区及近年机构数量的变化 258
图 234 2022 年 RIA 服务不同类型的客户数量占比 259
图 235 2022 年 RIA 服务不同类型客户的资产规模 259
图 236 RIA 提供的服务（2022 年） 260
图 237 RIA 机构提供的其他服务（2022 年） 260
图 238 RIA 不同收费模式占比（2022 年） 261
图 239 RIA 机构采用的与资产规模相关收费组合模式（2022 年） 262
图 240 RIA 机构使用的不同收费模式的增速（%） 262
图 241 卖方销售、卖方投顾与买方投顾三种模式的特征 268
图 242 2023 年 1 月-2024 年 2 月新发行公募基金份额 270
图 243 1978-2023 年国内 GDP 及同比增速 272
图 244 1978-2023 年居民可支配收入及增速 272
图 245 财富管理行业“三大错配” 272
图 246 美国注册投资顾问不同收费模式占比（2022 年） 275
图 247 2023 年万得全 A 与万得偏股混合型基金指数变化 277
图 248 财富管理机构经营势态变化 280
图 249 新成立公募基金份额（股票型）与沪深 300 指数（2020.1-2024.2） 281
图 250 1995-2002 年美国 401（K）与 IRA 账户资金配置中共同基金占比 284
图 251 1990-2022 年美国 IRA 账户不同类型共同基金持有量情况 285
图 252 2022 年美国 401（K）账户投向占比 285
图 253 1971-2023 年美国纳斯达克及道琼斯指数 286
图 254 1960-2000 年美国个人储蓄存款率变化 286
图 255 2006-2023 年全球 PRI 签署机构数量及资产管理规模 289
图 256 2006-2023 年全球 PRI 签署机构类型分布情况 290
图 257 2014-2022 年全球五大市场可持续投资规模占总管理资产规模比重（%） 290
图 258 2020-2023 年中国责任投资市场规模变化 291
图 259 全球宽基指数相关性矩阵 293
图 260 沪深 300 vs 全球资产配置策略净值 295
图 261 QDII 基金规模以及占公募基金总规模的比重 295
图 262 2023 年底不同投向市场的 QDII 基金数量（只） 296
图 263 2023 年底不同投向市场的 QDII 基金规模（亿元） 296
图 264 沪深 300、动态策略以及基础策略（20%全球资产权重）的净值走势 301
图 265 国内 QDII 基金与 MSCI IMI 指数在新兴市场投资占比 302
图 266 美元走弱下部分市场的收益情况对比（年化收益） 303
图 267 新兴市场相对成熟市场走势与美元指数走势 303
图 268 美元走强下部分市场的收益情况对比（年化收益） 304
图 269 备选池基金合成策略与基金指数净值对比 313
图 270 备选池基金合成策略与基金指数历年收益对比 313
图 271 备选池基金筛选策略与无筛选策略净值对比 314
图 272 备选池基金筛选策略与无筛选策略历年收益对比 314
图 273 示例基金 1 与合成策略净值对比 316

图 274 示例基金 2 与合成策略净值对比 316
图 275 过去一年收益率选基回测净值曲线 319
图 276 过去两年收益率选基回测净值曲线 319
图 277 过去三年收益率选基回测净值曲线 319
图 278 不同换仓频率下的收益率选基组合回测净值曲线 320
图 279 末尾剔除组合回测净值曲线 321
图 280 不同换仓频率下的末尾基金组合回测净值曲线 322
图 281 医药主题基金优选组合回测净值曲线 323
图 282 新能源主题基金优选组合回测净值曲线 324
图 283 金融地产主题基金优选组合回测净值曲线 325
图 284 历史绩优组合一级行业集中度统计 326
图 285 历史绩优组合二级行业集中度统计 326
图 286 均衡分散风格基金优选组合回测净值曲线 327
图 287 不同历史回看时间的均衡分散风格优选基金组合回测净值曲线 328

表 1 《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》要点 8
表 2 2021 年以来各指数走势情况 13
表 3 2023 年券商资管“一参一控一牌”获批布局 14
表 4 《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》要点 15
表 5 部分证券公司 2023 年中和 2022 年末基金投顾服务规模 16
表 6 2023 年资产收益及波动特征对比 19
表 7 理财公司开业情况 32
表 8 2023 年各银行理财子公司发行不同类型产品数量（单位：只） 33
表 9 各银行理财子公司发行的不同投资类型、不同期限的产品数量占比 34
表 10 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准 35
表 11 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准下限（区间型业绩比较基准） 35
表 12 理财公司被代销产品数量和渠道分布情况（按非母行代销数量占比降序排列） 36
表 13 理财公司不同类型代销渠道分布数量（含母行） 37
表 14 固定收益类理财业绩分析的样本范围与考察指标选取规则 39
表 15 封闭式理财产品收益率与达标情况 40
表 16 定开型、最短持有期型理财产品收益率与达标情况 41
表 17 不同理财公司各类型理财产品达标情况 42
表 18 个人养老金账户可投理财产品一览 43
表 19 2023 年全年理财公司及理财产品现券净买入情况（亿元） 47
表 20 各家银行“组合代销”产品 50
表 21 存续“目标盈”理财产品数量及规模 52
表 22 市场上存续“目标盈”理财产品数量及规模（截至 2024 年 1 月 25 日） 53
表 23 “目标盈”理财产品止盈收益率及表现情况 53
表 24 2021-2023 年公募基金规模 60
表 25 2023 年年末不同股票指数 ETF 对应规模和份额变化（剔除 2023 年新发产品） 61
表 26 2023 年股票基金发行对比 62
表 27 2023 年各品类指增产品规模变化（剔除 2023 年新成立产品） 63
表 28 2023 年主动纯债型基金规模/份额变动与债券指数涨跌关系 65

表 29 2023 年广义主动权益基金规模和份额各季度变动统计（剔除 2023 年新成立产品） 66
表 30 保有规模前 100 代销机构股票+混合基金规模和市占率变化 67
表 31 保有规模前 100 代销机构固收基金规模（非货基金规模-股混基金规模）和市占率变化 67
表 32 2023 基金公司非货月均规模排名前 20 及月均规模变化（本年 12 个月末规模算术平均） 69
表 33 2023 年外资独资公募基金发行的主动管理产品 71
表 34 中信一级行业涨跌幅（半年度） 73
表 35 2023 年量化与主观策略风险收益特征分布（%） 75
表 36 宽基指数历年业绩表现（%） 76
表 37 小/微盘风格主动权益基金 77
表 38 大/小/微盘指数日均成交额与流通市值占比 78
表 39 红利及其他策略指数历年业绩表现（%） 78
表 40 采用红利策略的被动指数基金 79
表 41 高股息特征主动权益基金绩效表现 80
表 42 2023 年收益排名前十的高股息主动权益基金 81
表 43 2023 年纯债型基金业绩表现：整体、不同券种风格与久期属性 82
表 44 2023 年纯债型基金业绩表现：整体、不同券种风格与久期属性 83
表 45 2023 年大/小/微盘指数日均成交额与流通市值占比 84
表 46 2023 年 QDII 基金业绩表现 84
表 47 2023 年投资于不同区域的股票型 QDII 基金业绩表现 85
表 48 超长期国债 ETF 信息 85
表 49 基准做市国债 ETF 信息 86
表 50 2023 年成立的 20 只浮动费率基金 87
表 51 2023 年发行规模前五大 QDII 基金 89
表 52 全球资产收益率（分年度） 93
表 53 非货 ETF2023 年规模增长新发和存量市场 Top5 增长品类 96
表 54 非货 ETF 各品类 2023 年和 2022 年全年日均总成交额 97
表 55 非货 ETF 管理前十大基金公司 97
表 56 2023 年交易额前十的非货 ETF 中债基 ETF 占比四成 99
表 57 2023 年新发 ETF 年底规模相比发行规模增长前十 102
表 58 2023 年全年被动投资、主动投资与市场代表性指数业绩 103
表 59 2023 年规模增长 Top10 的存量 ETF 104
表 60 2023 年规模增长 Top10 的新发 ETF 105
表 61 部分机构 2023 年中持有 ETF 增长情况 108
表 62 全球 ETF 市场分布情况 112
表 63 美国 ETF 市场各品类规模及占比 113
表 64 沪深 300 和标普 500 近 3、5、10 年业绩对比 114
表 65 美国主动管理 ETF 规模前十大产品 127
表 66 保险另类投资产品累计登记情况 131
表 67 2023 年另类投资产品登记情况 132
表 68 2023 年强化监管的相关政策文件 133
表 69 2023 年深化保险产品供给侧改革的相关政策文件 134
表 70 2023 年保险业参与养老的相关政策文件 135
表 71 2023 年保险业支持实体经济、保障民生的相关政策文件 137
表 72 保险资产管理公司主要业务一览 137
表 73 2023 年登记的绿色债权投资计划 139
表 74 2023 年纳入统计的保险公司认购的绿色债权投资计划 141

表 75 2023 年保险资管登记的股权投资计划 142
表 76 2023 年纳入统计的保险公司认购的股权投资计划 143
表 77 2023 年中保登出具注册通知书的资产支持计划（登记规模百亿） 144
表 78 2023 年纳入统计的保险公司认购的资产支持计划（单笔认购金额超 5 亿元） 145
表 79 保险资管产品按投资性质不同的分类 145
表 80 股票型保险资管产品 2023 年收益前十 147
表 81 混合型保险资管产品 2023 年收益前十 147
表 82 债券型保险资管产品 2023 年收益前十 148
表 83 货币型保险资产管理产品七日年化收益率均值前十 148
表 84 量化类保险资管产品 2023 年收益前十 149
表 85 FOF/MOM 类保险资产管理产品 2023 年收益前十 149
表 86 全国企业年金基金历年基本情况 150
表 87 企业年金基金管理机构 152
表 88 保险机构企业年金牌照分布及管理情况（截至 2023 年三季度末） 153
表 89 2023 年三季度企业年金养老金产品分类汇总情况表 154
表 90 纳入统计的年金养老金产品概况 154
表 91 各类年金养老金产品中收益水平较高的产品 155
表 92 部分在售专属商业养老保险产品业绩表现 157
表 93 部分公司养老保障管理业务情况 158
表 94 商业养老金产品 158
表 95 保险系公募规模（2023 年） 159
表 96 保险系公募基金在管产品情况（收益率排名前五） 160
表 97 华宝证券分类标准 163
表 98 投连险账户规模排名前十的保险公司 163
表 99 各类别投连险账户最新规模汇总 164
表 100 各分类投连险账户规模之首 164
表 101 2023 年市场主要指数收益 165
表 102 2023 年投连险二级账户回报统计 165
表 103 2023 年投连险账户收益及可比指数基金产品收益 165
表 104 指数型投连险账户 2023 年累计收益率表现 167
表 105 部分激进型投连险账户 2023 年累计收益率表现 168
表 106 部分混合激进型投连险账户 2023 年累计收益率表现 169
表 107 部分混合保守型投连险账户 2023 年累计收益率表现 170
表 108 增强债券型投连险账户 2023 年累计收益率表现 171
表 109 全债型投连险账户 2023 年累计收益率表现 172
表 110 部分类固定收益型投连险账户 2023 年累计收益率表现 173
表 111 部分货币型投连险账户 2023 年累计收益率表现 174
表 112 2023 年上半年，43 家上市券商资管业务收入情况 175
表 113 截至 2023 年末，证券行业内 30 家证券公司资管子公司名录 177
表 114 截至 2023 年末，14 家券商及其资管子公司取得公募基金管理业务资格 178
表 115 截至 2023 年末，至少有 4 家券商实现“一参一控一牌”公募化布局 179
表 116 2023 年证监会发布的私募资管领域 2 项新规的主要修订内容 180
表 117 2023Q4 证券公司及其资管子公司私募资管月均规模 TOP20 机构及其同比变动情况 183
表 118 2021 年以来信托违约的数量与金额的分布情况（不完全统计） 198
表 119 三份官方文件中金融风险相关表述变化 200
表 120 自然人投资者非标资金池信托产品受益权转让方案 203

表 121 新发行的集合类信托投向结构分布 204
表 122 全球对冲基金管理资产规模排行榜 TOP20 217
表 123 全球对冲基金收益表现（最近五年） 218
表 124 2023 年私募基金相关监管文件 219
表 125 2023 年私募基金各策略年度业绩分布情况 224
表 126 2023 年股票策略细分子策略指数收益情况 225
表 127 2023 年主观多头策略年度业绩分布情况 225
表 128 2023 年量化多头策略年度业绩分布情况 226
表 129 2023 年股票多空策略年度业绩分布情况 226
表 130 2023 年相对价值策略细分子策略指数收益情况 227
表 131 2023 年股票市场中性策略年度业绩分布情况 227
表 132 2023 年期权策略年度业绩分布情况 228
表 133 2023 年管理期货策略细分子策略指数收益情况 228
表 134 2023 年主观 CTA 策略年度业绩分布情况 229
表 135 2023 年量化趋势策略年度业绩分布情况 229
表 136 2023 年量化套利策略年度业绩分布情况 230
表 137 2023 年债券策略细分子策略指数收益情况 230
表 138 2023 年纯债策略年度业绩分布情况 231
表 139 2023 年强债策略年度业绩分布情况 231
表 140 2023 年宏观策略和组合基金细分子策略指数收益情况 232
表 141 2023 年宏观策略年度业绩分布情况 233
表 142 2023 年组合基金年度业绩分布情况 233
表 143 2023 年涉及期货&衍生品部分政策一览 237
表 144 2023 年新上市金融期货 238
表 145 2023 年新上市金融期权 240
表 146 2023 年新上市商品期货 240
表 147 2023 年新上市商品期权 241
表 148 2023 年成交量排名前 10 期货品种 241
表 149 集运指数（欧线）期货标准化合约。 242
表 150 各股指期货升贴水率相关性(2020 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日) 243
表 151 2023 年各期权品种平值隐波情况(%) 245
表 152 LC2401C96000 期权详情 246
表 153 1940 年前美国金融监管相关法律法规 252
表 154 1940-1980 年前美国金融监管相关法律法规 253
表 155 美国投顾行业近五年发展概况 255
表 156 2019-2022 年 RIA 数量前十的地区情况 258
表 157 RIA 机构收费模式 261
表 158 公募基金降费三阶段 278
表 159 明星绩优基金业绩延续性 279
表 160 全球主要市场宽基指数历年收益率 294
表 161 跟踪标普 500 的 QDII 基金盘点 297
表 162 跟踪纳斯达克 100 的 QDII 基金盘点 297
表 163 跟踪日经 225 和东证指数的 QDII 基金盘点 298
表 164 跟踪欧洲市场主流股指的 QDII 基金盘点 298
表 165 投资于新兴市场的 QDII 基金盘点 299
表 166 各权重下全球资产配置回测表现 300

表 167 沪深 300、动态策略以及基础策略（20%全球资产权重）的绩效统计 301
表 168 QDII 基金近 10 年表现复盘 306
表 169 观察池中标的在择时维度操作情况 308
表 170 观察池中标的在债券久期上的数据特征 311
表 171 备选基金合成策略与基金指数回测指标展示 313
表 172 备选池基金筛选策略与无筛选策略回测指标展示 314
表 173 示例基金 1 与合成策略回测指标对比 315
表 174 示例基金 2 与合成策略回测指标对比 316
表 175 末尾剔除组合回测年度收益率统计 321
表 176 医药主题基金优选组合分年度收益统计 323
表 177 最新一期医药主题基金优选组合部分持仓 323
表 178 金融地产主题基金优选组合分年度收益统计 325
表 179 最新一期金融地产主题基金优选组合部分持仓 325
表 180 金融地产主题基金优选组合分年度收益统计 327

第一部分——2023 年中国财富与资管行业背景

一、2023 年行业大事记

1.资本市场制度体系优化，全面深化改革成效渐显

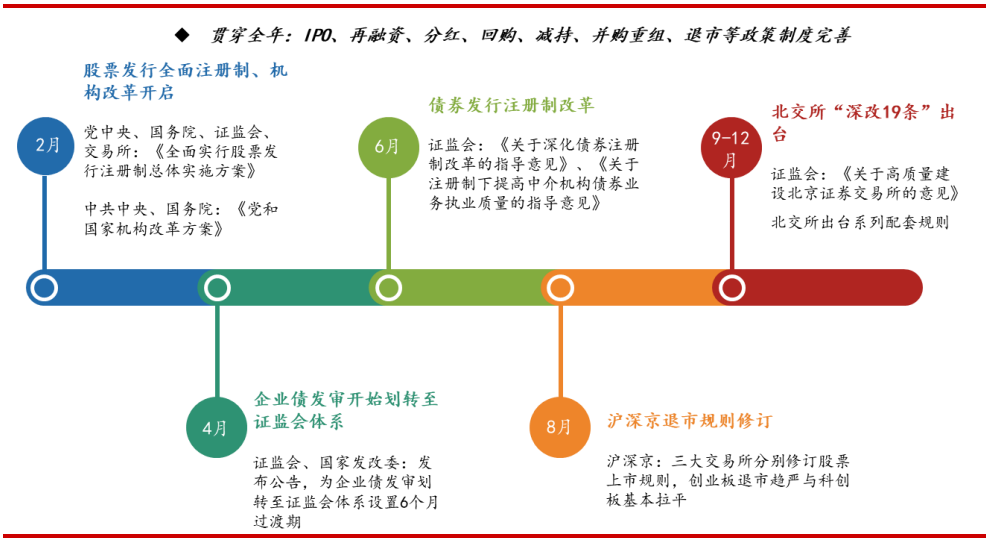
2023 年作为贯彻党的二十大精神的开局之年，资本市场改革与经济高质量发展齐头并进。为了强化资本市场枢纽功能，提升金融资源配置和资金融通效率，资本市场制度体系改革逐项铺开、渐次落地，投资、融资、交易面临新一轮的调整重塑，而制度供给的完善优化也将深刻影响着金融产品市场的发展方向。

股票和债券注册制改革全面落地，北交所超预期政策推进为产品发行、投资、交易提供了新阵地

2023 年 2 月 1 日，证监会就全面实行股票发行注册制涉及的主要制度规则草案向社会公开征求意见，标志着试点 4 年的股票发行注册制全面推行，不仅明确了各板块功能互补、错位发展的市场定位，也进一步理顺了新股审核发行上市流程。2023 年 6 月 20 日，证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》，建立健全差异化发行人等制度，畅通违约债券出清渠道。全面落实股票和债券发行注册制，通过放管结合把选择权交给市场，加速形成“优胜劣汰”“有进有退”的资本市场生态。

北交所“深改 19 条”创新举措陆续落地见效，资本市场高质量发展再上一阶。2023 年 9 月 2 日，证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》（本节简称“深改 19 条”），北交所高质量发展“路线图”明晰，相关配套规章制度持续完善。从提升投资者准入便利度、优化 IPO 发行及转板，到扩容做市商数量、发行首只公司（企业）债、免受减持新规限制、允许私募股权基金进入，以及后续秉承“成熟一个、推出一个”原则，持续丰富 ETF、LOF、REITs、ABS 等金融产品体系。一系列积极政策信号密集释放，叠加推进力度与速度均超市场预期，北证 50 指数 2023 年实现 14.92%涨幅，首批两年定开解禁的北交所主题基金也得益于 2023 年下半年市场回暖收窄了亏损幅度。虽然目前北交所的规模体量不能与沪深交易所放在同一层级，但作为“政策高地”也为金融产品发行、市场投资提供了新选择。

图 1　2023 年全面实行注册制以来构建多层次资本市场相关的系列政策



资料来源：国务院，证监会，上交所，深交所，北交所，国家发改委，华宝证券研究创新部

资本市场“三措并举”改革政策频频出台，以投资者为中心提振市场交投信心是全年主线

2023 年 2 月 2 日，证监会召开 2023 年系统工作会议，基本划定建设中国特色现代资本市场“路线图”。2023 年 8 月 18 日，证监会就中央政治局会议提出的“要活跃资本市场、提振投资者信心”的相关改革方向答记者问，随后投资端、交易端、融资端一揽子政策措施陆续落地。

优化一二级市场投融资机制，限制再融资减持、鼓励回购分红，增强上市公司“输血”能力。2023 年 8 月，证监会发布《统筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排》，提出阶段性收紧 IPO 节奏，适当限制存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资规模，这也是 2023 年 A 股市场发行募资年中分化的主要原因；2023 年 9 月，沪深京交易所分别发布规范股份减持规则，将上市公司控股股东减持与公司破发、破净、分红指标挂钩。随后，为补足上市公司股东绕道减持漏洞，三大交易所相继发布融券交易和转融通证券出借安排通知，差异化上调融券保证金比例，限制限售期股票融券卖出、战略配售转融通出借。此外，2023 年 12 月，沪深京交易所相继发布上市公司回购规则和分红指引，鼓励上市公司健全回购、常态化分红机制，以实际收益回馈投资者。整体来看，推进一二级市场投融资平衡，提升上市公司盈利质量和“造血”能力是改革关注重点，这不仅能够增强市场投资者信心，对于优化权益类金融产品底层资产配置亦有裨益。

降低投资交易成本，提升金融产品交易效率，以降费让利优化投资者持有体验。交易端完善短线交易监管，调降证券交易经手费、融资保证金比例，减半征收印花税；投资端深入推进公募基金费率改革，基金投顾试点转常规，强化私募基金机构及产品监管，加强国有商业保险公司长周期考核，支持险企设立私募基金开展长期权益投资，引导中长期资金入市。无论是优化金融机构监管细则，抑或开启金融产品降费改革，其最终目的均为通过盘活市场、增强韧性、降低成本，提升投资者获得感。

图 2　2023 年 7 月以来“活跃资本市场、提振投资者信心”相关政策重点

资料来源：国务院，证监会，上交所，深交所，北交所，财政部，央行，国家外汇管理局，华宝证券研究创新部

资本市场改革进行时，强化制度供给为金融产品发展提供健康土壤

完善良性的资本市场生态是金融产品健康发展的基础，2023 年资本市场改革的政策“组合拳”虽然有效改善了“制度供给”，但政策实施效果距离“活跃资本市场”仍有空间。伴随着资本市场改革蹄疾步稳推进，持续优化中长期资金“愿意来、留得住”的市场机制，以股票发行注册制走深走实为牵引，推动资本市场制度完善、结构优化和生态改善，建立健全中国特色现代资本市场政策框架，为金融产品供给端创新、需求端提振提供制度保障。

2.资管产品降费让利，财富管理行业生态优化

2023 年财富管理行业的一个重要变化，就是资产管理产品综合费率的改革与下调。一方面是响应了中央金融工作会议的精神、践行金融机构让利投资者；更重要的是实现财富管理行业生态优化、实现金融服务领域“服务有所值”的核心目标。理财产品与公募基金作为重要的两类金融产品，由于分属于不同的监管机构监管，相关的费率改革政策发布并未同步，但在政策和市场的共同推动下，综合管理费率均在 2023 年出现显著下降。

公募基金领域政策频发。2023 年 7 月，证监会印发了《公募基金行业费率改革工作方案》（本节简称《方案》），从政策层面开启了公募基金费率改革。2023 年 12 月 8 日，证监会再度发布《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定(征求意见稿)》（本节简称《征求意见》），标志着公募行业第二阶段改革的启动。本次公募费率改革是对 2022 年 4 月证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》的贯彻执行，进一步明确各项费率调整要求。虽然理财市场暂无出台有关费率引导的政策性文件，但在市场驱动下，多家理财机构已自觉开展费率调整，践行国家政策指引。

降低“隐性费率”让利投资者，提升投资者持有体验

产品费率对投资者影响体现在两个方面，一方面是投资者产品持有份额，另一方面是产品净值，从而影响投资者持有收益。通常投资者对销售类“显性费率”感知较强，如申购费和赎回费，通常在交易环节一次性扣除。而对运营类“隐性费率”的感知较弱，如管理费、托管费等，这类费用通常按照每个规定估值日理财产品净资产的一定比例（年化），每日计提、定期支付。由于产品净值是已扣费后数值，投资者往往直接看到产品净值，不接触运营环节的扣费环节。

《方案》和《征求意见》所提出的费率改革，更多的是优化投资者相对感知较弱的“隐性费率”，通过降低管理费、托管费以及交易佣金，降低由基金资产扣除的运营费用，让利投资者，改善产品净值收益，提升投资者的持有体验。

公募基金费率改革分阶段有序推进，理财产品费率同步进行调整

公募基金方面，《方案》拟在两年内按照“管理费用—交易费用—销售费用”的实施路径，分三个阶段采取 15 项举措推进费率改革，全面优化公募基金费率模式。阶段一，主要是针对主动权益基金，要求管理费不高于 1.2%，托管费不高于 0.2%，产品类型方面，坚持以固定费率产品为主的基础上，研究推出更多浮动费率产品试点；阶段二，在 2023 年底前降低公募基金证券交易佣金费率；阶段三，2024 年底前规范公募基金销售环节收费。目前阶段一已基本完成，阶段二已经制定出台征求意见稿。

目前，主动权益型公募基金费率调整已达到监管要求，主动债券型基金和 ETF 费率变化均较小。截至 2024 年 1 月 4 日，主动权益型公募基金的管理费由 2022 年末的 1.47%降至 1.2%，托管费由 0.24%下降至 0.2%，均达到《方案》规定的监管要求。主动债券型基金的管理费和托管费均与 2022 年末持平，分别为 0.3%和 0.09%，销售服务费由 2022 年末的 0.26%小幅上涨至 0.27%；ETF 的管理费小幅上涨至 0.44%（2022 年末为 0.43%）；托管费与 2022 年末持平，为 0.09%；销售服务费小幅下滑，从 2022 年末的 0.24%降至 0.23%。

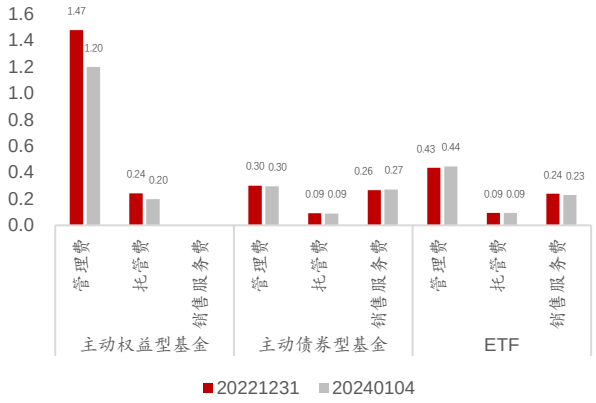
自《方案》实施以来，公募基金行业出现一轮“降费潮”。理财公司也纷纷加入，2023 年，兴银理财、中银理财、光大理财、华夏理财等多家银行理财子公司先后发布费率调整公告，对旗下理财产品的相关费率进行了不同程度的下调，打响理财产品“价格战”。

银行理财产品费率整体呈现下行趋势。截止 2023 年末，固定收益类产品平均综合费率（包括固定管理费、销售服务费以及托管费）较 2022 年末的 0.37%下降至 0.35%。但从费率结构上看，固定

收益类产品的固定管理费由 2022 年末的 0.17%微幅上涨至 2023 年末的 0.173%，托管费和销售服务费均有所下降，分别由 2022 年末的 0.027%和 0.170%下降至 2023 年末的 0.025%和 0.158%；权益类产品的固定管理费和销售服务费出现调降，分别由 2022 年末的 0.615%和 0.685%下降至 2023 年末的 0.578%和 0.638%，而托管费小幅上涨至 0.030%（2022 年末为 0.029%）。

从投资范围和投资策略的角度看，主动债券型基金和固定收益类理财较为相似，两者的费率目前差距较大，当前债基平均综合费率为 0.66%，相较于固定收益类理财产品费率 0.35%高出约一倍水平，固收类理财产品费率具有一定优势。

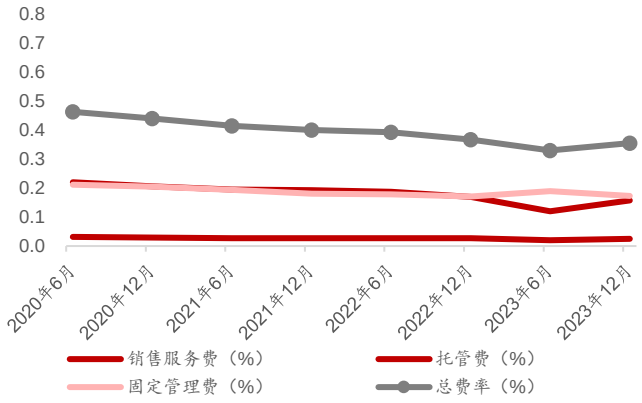
图 3 公募基金费率变化情况（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 4 日，算数平均法计算

图 4 固定收益类理财产品费率走势



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日，算数平均法计算

费率改革推动金融行业高质量发展，助力财富管理行业进一步转型

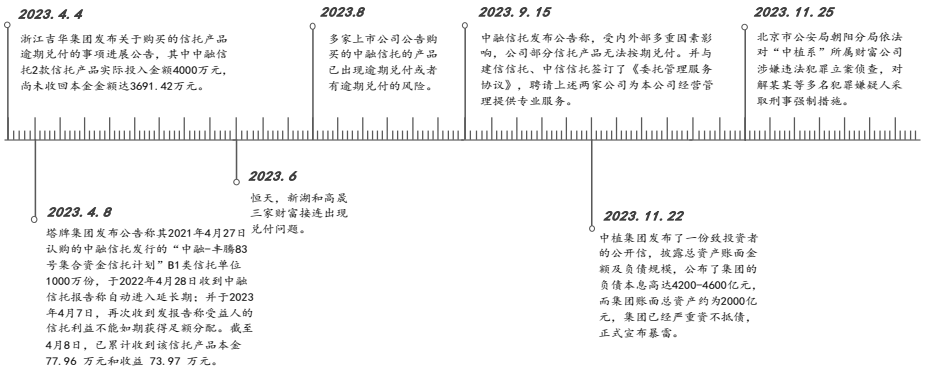
资管产品费率改革可以看作是“后资管新规时代”金融制度和体系完善的一个组成部分。监管政策一方面在资产管理端将会延着费率下降、透明清晰的路径前行，将更多的收益让渡给投资者；另一方面监管政策在财富管理端会着力于改善投资者的体验，让所收的费用与其提供的服务水平相匹配。无论是还在征求意见进程中的基金投顾，还是监管反复提及的“信义义务”，其本质都是让财富管理机构站在投资者的视角，实现机构与客户的共同发展。

从海外低成本指数投资时代的启示来看，产品费率未来的发展模式可分为两种：一是以认可产品投资管理能力为核心逻辑的“固定管理费+浮动管理费”模式，二是以财富管理为核心逻辑的“投顾费”模式。以美国共同基金发展模式为例，降低费率与尾佣水平的过程中，投顾费逐步提高并弥补了渠道收入，这也是海外财富管理行业普遍的发展方向。

3.中植、海银接连“爆雷”，非标时代加速终结

自 2023 年 4 月开始，中植系“爆雷”的消息开始在市场上发酵。6 月以后，其定向融资产品陆续出现到期不能兑付、停止兑付的情况。至 11 月被立案调查，中植系旗下四家财富管理公司均出现了逾期兑付的情况。根据 2023 年 11 月 22 日，中植集团向投资者发布的致歉信显示，按照中介机构模拟合并口径测算的企业总资产约 2000 亿元，剔除保证金后相关负债本息规模约 4200-4600 亿元，缺口达到 2200-2600 亿元，已严重资不抵债。这次大规模“爆雷”，是中植系金融模式在净值化时代的崩塌，也标志着财富管理刚性兑付的终结。

图 5　2023 年中植系“爆雷”时间线



资料来源：Wind，财联社，平安北京朝阳公众号，华宝证券研究创新部

中植企业集团成立于 1995 年，创立伊始还未涉足金融业务，主要依靠造纸及木材生意积累资金。1997 年，集团开始涉足房地产与基建等领域，进一步扩大版图。直至 21 世纪初，中植企业集团开始进军金融产业。2002 年，中植集团联合哈尔滨国资委等 5 家企业共同出资重组了中融国际信托的前身哈尔滨国际信托，并成为其第一大股东，正式开启了以中融信托为中枢平台，借助上市公司的壳资源不断进行全金融领域资本扩张的模式。2008 年起，“中植系”开始收缩其他基础产业，主力发展资本市场，并陆续控股、参股了四大财富管理公司。至此，其依托旗下财富管理公司等进行募资，通过中融信托筹集资金撬动资金杠杆，并以参与上市公司重组、股权转让等方式来获得投资收益后，再套现退出的一整套“中植模式”推动了中植系迅速扩张。巅峰时期，中植系直接或间接参股 A 股上市公司近 20 家。但这套以中融信托为中枢不断建造资金池、借壳上市的模式随着监管制度的跟进逐渐难以继续，不断滚雪球的资金池也为后来的“爆雷”埋下隐患。

中植系的“爆雷”也并非偶然，2023 年 12 月以来，第三方财富管理公司海银财富被爆出旗下产品延期兑付，且于 12 月 17 日，官方正式发布公告表示，近期受经济下行的影响，项目出现延迟。受延期兑付消息的影响，海银系旗下美股上市公司海银控股的股价遭遇断崖式下跌，12 月 11 日至 15 日一周跌幅达到 61.53%。根据海银控股公布的 2023 财年数据显示，截至 2023 年 6 月 30 日，公司分销金融产品的交易总额达到人民币 726 亿元，拥有客户 152,607 名，其中活跃用户 46,627 名。与中植系通过定融计划补充自身公司内流动性，底层资产不明的情况不同，根据海银控股招股书的披露，海银财富销售的非标定融产品底层穿透后对应的是各类房地产项目，因此虽然都涉及延期兑付问题，海银和中植系事件在本质上略有不同，在兑付解决、法律以及刑事责任上或也会有所差异。

尽管“爆雷”背后的实质原因有差别，但中植、海银事件的发生，提示我们原有依靠非标债务募集资金的模式在现有的严监管环境以及经济形势下不再适用，财富管理行业从销售产品到提供服务的转型趋势日益明显。

净值化进程进一步推进，刚性兑付时代遗留问题逐渐显现。2018 年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）发布后，金融产品刚性兑付逐渐被打破，资金池等理财乱象也受到了严格监管。然而，彼时市场上的融资需求并未减少，定融产品由于其与银行信贷的模式高度类似、发行流程相对简单以及发行速度快等特点受到了许多融资方的青睐。众多企业开始转向各地方的金融资产交易中心发行定融产品。但由于各地对金融资产交易中心监管的不统一，导致出现“伪金交所”等许多围绕定融产品的不合规操作。随着监管部门针对定融产品这类风险隐患的管控力度逐渐加码，切断了以中植系为代表的这类财富管理公司的筹集资金模式。叠加疫情三年部分企业经营压力提升及房地产周期性调整，刚性兑付遗留下来的问题逐渐放大。

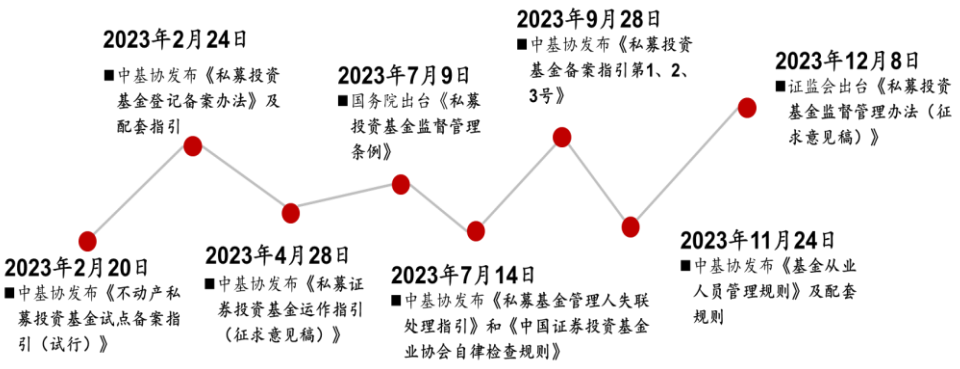
破除居民刚性兑付观念任重道远，投资者教育仍需加强。截至 2021 年底“资管新规”过渡期结束，我国理财存量整改基本完成，具有刚兑性质的保本金融产品基本清零。然而，投资者的财富管理观念并未能完全改变，刚兑时代带来的“保本”思想仍影响着大部分投资者对于金融产品的印象。习惯了享受刚性收益的投资者面对收益波动性较大的净值型产品接受程度并不高，导致从非标市场流出的资金更多的转入储蓄而非资本市场。随着非标时代的终结，后资管时代也急需加强投资者教育，引导客户打破“刚兑”思想是促进资本市场规模增长的重要推动力。

销售为主的财富管理模式在净值化时代不再适用，买方服务化转型需求迫切。随着净值化步入深水区，以销售为主导的财富管理发展道路也迫切需要转变。目前，越来越多的财富管理机构也在积极进行“买方投顾”模式转型，试图跳出原有的卖方销售模式，转而站在客户角度，以客户利益为中心开展顾问服务，实现从销售产品到提供服务的转变。然而，这样的转型并非一蹴而就，需要从监管政策引导，到机构发展理念、投研能力、产品货架，再到专业人才、薪酬绩效模式等多方面的建设，无论是传统大型金融机构，还是三方财富管理公司，距离真正的买方投顾都还有一定的距离。当下，财富管理机构可以先致力于做好“投顾”服务本身，转变投资者财富管理观念的同时，提升投资体验，为自身及中国财富管理长远发展带来积极影响。

4.时代变迁蕴育新使命，私募供给侧改革加速

2023 年，中国私募基金行业相关政策法规密集出台。2023 年 2 月 20 日，《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》发布，旨在规范私募基金参与不动产投资业务的各个环节；2 月 24 日《私募投资基金登记备案办法》及配套指引正式稿发布，对关于管理人登记和基金备案的相关规定进行了全面系统的整合和修订；4 月 28 日《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》出台，对私募证券投资基金的募集、投资、运作管理等环节提出了规范性要求；7 月 9 日，国务院正式发布《私募投资基金监督管理条例》，这是我国私募投资基金行业的首部行政法规，将私募纳入法制化、规范化轨道进行监管；7 月 14 日《私募基金管理人失联处理指引》和《中国证券投资基金业协会自律检查规则》的推出完善了信息报送和自律管理体系；9 月 28 日，《私募投资基金备案指引第 1、2、3 号》对现行规则进行了整合优化；11 月 24 日《基金从业人员管理规则》及配套细则发布，对促进基金行业机构合规、稳健运行有重要意义；12 月 8 日证监会出台了《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》，在投资顾问、托管要求、差异化募集和投资门槛、基金嵌套等私募监管链条均有不同程度的规定补充及新增，私募基金行业供给侧改革开始加速。

图 6　2023 年私募基金相关政策时间轴



资料来源：国务院、证监会、中基协、华宝证券研究创新部

这些政策的集中推出让人想起 2014 年的情形，彼时私募基金行业历经 10 年自主摸索开始步入正轨，一系列条文消除了私募基金参与不同市场投资的障碍。在适度监管的原则下，希望充分发挥私

募基金的灵活性优势，以弥补公募基金创新和差异化竞争的不足，满足投资者对金融产品的多样化需求。然而时过境迁，经历 10 年快速发展，当下面对的形势和需要解决的问题已经截然不同。经济增长动能转换、疫情疤痕效应、海外加息环境叠加之下，国内面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等阶段性困难，这种情况下私募基金的灵活特性容易导致其成为风险积累甚至爆发的矛盾点。2023 年的中央金融工作会议明确指出，要以“深化金融供给侧结构性改革为主线，全面加强监管、防范化解风险为重点”，“严格中小金融机构准入标准和监管要求”，私募基金行业从自由生长迎来了对枝叶的集中修剪。

纵观 2023 年这些政策法规，一方面紧紧围绕着推动私募基金高质量发展的中心思想，另一方面也透露出对私募基金定位的重新聚焦。经过多年发展，私募基金除了承担资产管理的职责，还常被用作财富管理的媒介，私募 FOF 的灵活组织形式为家族办公室等财富管理机构提供了许多展业便利。以《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》为例，对母基金的规定极大提高了私募 FOF 的募资门槛，各政策框架约束下管理规范、风险可控、自研策略的私募基金的发展得到鼓励，扶优限劣之余，未来财富管理业务或许将被划归到基金投顾牌照下集中开展。

再参考证监会 2023 年 12 月发布的另一份文件《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》，其中提及的利用交易量及佣金与券商进行利益交换等现象在私募基金行业同样广泛存在，私募基金是否会受到类似监管要求未尝可知，但从整个行业降费让利、体现金融人民性的改革方向看，私募基金行业的高质量发展还任重道远。

私募基金作为金融市场的重要参与者，私募管理人、私募产品的出清也代表着金融市场微观结构的再平衡，将对私募基金收益和风险的分配产生深远影响。一方面收益和风险相匹配、风险暴露程度和风险承受能力相匹配的原则需要秉持，但另一方面如何让多样化的私募策略惠及范围更广也是需要考虑的因素。2023 年权益投资的指数化已乘上东风，未来私募策略的标准化、指数化或许也是私募行业兼顾风险防范与普惠性的重要路径。

5.公募 REITs 迈入常态化发行，探索建立多层次市场

2023 年是中国公募 REITs 启航的第三年，在房地产行业静待发力的这一年，REITs 市场受到众多瞩目，前行的步子越迈越大、节奏显著加快。通过各方的共同努力，REITs 正在有条不紊地书写着推动存量不动产市场化转型、财政和金融体系健康化运行、投资者资产多元化配置的发展篇章。

公募 REITs 迎来常态化发行，扩容、扩募有增无已

监管力推 REITs 常态化发行，实现质的有效提升和量的合理增长。2023 年 3 月 24 日，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》（本节简称《通知》），从市场体系建设、审核注册机制、规范与发展和凝聚各方力量 4 个方面提出 12 条措施，为 REITs 的常态化发行再次打响行动战，该项举措将有利于进一步缓解实体经济的杠杆压力、改善民生。同日，国家发展改革委发布了《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（发改投资〔2023〕236 号，本节简称“236 号文”），在前期培育、申报效率、回收资金使用等六大内容上提出多项规范要求。两部门此次的发文体现出有关部门关于促进 REITs 市场走向高质量发展这一理念的协同性与一致性。在《通知》与 236 号文中，都对消费类 REITs 的研究与发行有所强调，这契合了国家通过提升内需来拉动经济增长的目标。2023 年，消费 REITs 也已然崭露头角，随着中金印力消费 REIT、华夏华润商业资产 REIT 和华夏金茂购物中心 REIT 成为首批获批的消费基础设施公募 REITs，消费场景有望被优化，居民将得到更为优质的消费条件，进而带动内需改善。

另一方面，伴随着常态化发行，创新类型的 REITs 也风靡云涌。2023 年，新能源 REITs、铁路 REITs、文旅 REITs、农贸 REITs 等产品映入眼帘，尽管部分项目最终未能成功发行，但这至少意味

着在我国深入推进供给侧改革、推动经济高质量发展进程中，各类型实体经济项目如雨后春笋般涌入 REITs 通道以寻求转型，也意味着多层次 REITs 市场正在稳步构建中。

表 1 《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》要点

4 方面	12 条措施	内容摘要
加快推进市场体系建设，提升服务实体经济能力	拓宽试点资产类型	研究消费基础设施发行基础设施 REITs
	分类调整项目收益率和资产规模要求	特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于 5%
	推动扩募发行常态化	鼓励更多符合条件的扩募项目发行上市
	扩大市场参与主体范围	支持保险资管公司开展资产证券化业务试点
	加强二级市场建设	适时推出 REITs 实时指数
完善审核注册机制，提高制度化规范化透明化水平	优化审核注册流程	建立分工明确、各有侧重、高效衔接的审核注册工作机制
	明确大类资产准入标准	按照“成熟一类、推出一类”的原则，细化完善审核和信息披露要点
	完善发行、信息披露等基础制度	健全 REITs 发售业务规则，完善资产估值和询价定价机制
规范与发展并重，促进市场平稳运行	构建全链条监管机制	建立健全包括项目尽调、发行定价、信息披露、资产运营管理、二级市场交易等环节的全链条监管制度
	促进市场主体归位尽责	证监局等单位应当各司其职，协同配合，形成监管合力
进一步凝聚各方合力，推动市场持续健康发展	建立重点地区综合推动机制	依托 REITs 储备项目丰富的重点地区、保障常态化发展的项目资源供给
	推动完善配套政策	加强与相关部门沟通，进一步明确基础设施 REITs 的会计处理方式和税收征管细则

资料来源：中国证监会，中国国家发改委，华宝证券研究创新部

存量 REITs 市场方面，首批扩募项目平稳上市。REITs 扩募早在 2022 年就开始了申请流程，最终于 2023 年落地。2023 年 3 月 31 日，博时招商蛇口产业园 REIT、华安张江光大园 REIT、中金普洛斯 REIT 和红土创新盐田港 REIT 获批了扩募申请，陆续开展新项目的募资活动。从扩募情况看，四只 REITs 合计募集 50.65 亿元，顺利摸索出存量 REITs 发展的新方式，为公募 REITs 体系的完善再添一笔。

大资金获批入局，源头活水扩而充之

FOF 基金与社保基金陆续获批入场。2023 年 7 月 5 日，包括易方达基金、南方基金等头部机构在内的众多基金公司发布公告，将公募 REITs 纳入旗下部分 FOF 基金的投资范围以内。2023 年 12 月 6 日，财政部联合人力资源社会保障部起草了《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》（本节简称《意见稿》），明确全国社保基金可以投资于公开募集证券投资基金，其中也包括了 REITs 基金，同时限制其最高投资比例不得高于 40%。此番 FOF 基金和社保基金获批入局，或为 REITs 市场带来可观的增量资金。长远来看，社保基金作为具备长期投资属性的资金，如果能够参与 REITs，将有助于优化市场持有人结构、发挥长期资金的定价作用，引导市场朝健康平稳的趋势前进。

鼓励企业充分运用 REITs，Pre-REITs 厉兵秣马

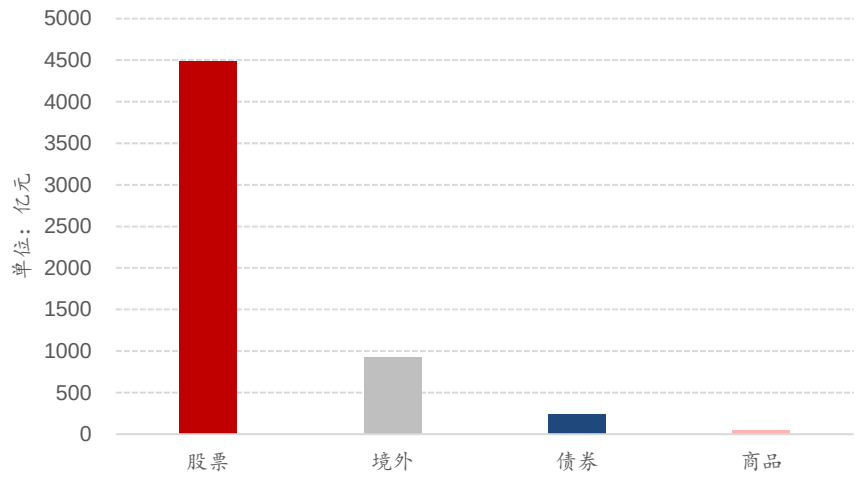
REITs 作为融资工具与投资退出渠道被反复强调，意在调动国有资产及民间投资项目的发行热情。2023 年 4 月 19 日，国家发改委新闻发言人孟玮在发布会上表示，要“鼓励民间资本通过产权交易、并购重组、不良资产收购处置等方式盘活自身资产，支持符合条件的民间投资项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs），提升投资积极性”。2023 年 6 月 16 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会、财政部、农业农村部五部门联合发布《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》，提出鼓励运用信贷、债券、资产支持证券、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式，支持专业化、规模化住房租赁企业发展。此外，上海、广州、深圳等各地也明确支持企业发行 REITs 盘活自身资产，不动产以 REITs 方式走向市场化成为当前的大势所趋。

在高昂的发行热情之下，REITs 底层项目的资质需要被慎重审视，Pre-REITs 的概念在市场中或将越发清晰。Pre-REITs 指在 REITs 之前所成立的，以私募或定增方式设立的基金，用于投资并孵化具有发行 REITs 潜力的不动产项目，待项目成熟后便可以以 REITs 的方式退出。2023 年 2 月 20 日，证监会发布要闻，提出启动不动产私募投资基金试点工作，旨在引导私募机构资金投资于基础设施项目，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。不动产私募投资基金正是 Pre-REITs 的重要方式之一，这一试点工作将加快 Pre-REITs 市场的发展。长期看，Pre-Reits 是公募 REITs 的垫基石，培育并储备实体经济项目，为公募 REITs 输送优质标的；同时，公募 REITs、私募 REITs 和 Pre-REITs 的其他形式也协同构成了多层次 REITs 体系的全样貌。

6.ETF 规模逆势突破 2 万亿，指数化投资发展进入快车道

2023 年 A 股市场持续震荡，但中国内地市场 ETF 数量和规模均逆势增长，截至 2023 年底，ETF 数量合计 888 只，总规模突破 2 万亿，股票 ETF 净流入资金超 4000 亿元。相比 2022 年 ETF 规模不到 1.6 万亿，2023 年规模增速超过 30%。其中，新发产品（2023 年后成立的）贡献了规模增长的 16.25%，存量产品贡献了规模增长的 83.75%，存量产品中又以沪深 300 和科创 50 为代表的宽基贡献最多，分别贡献了 27%和 14%。2023 年 8 月，华泰柏瑞沪深 300ETF 基金规模突破 1000 亿元，成为首个规模破千亿元的 ETF 和规模最大的权益基金。

图 7　2023 年全年非货 ETF 资金流



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

ETF 是典型的指数化投资产品，对于服务机构端资产配置和零售端财富管理有以下优势：第一，ETF 可以提供活跃的交易市场和较好的流动性。2023 年内地市场 ETF 日均总成交额为 889 亿元，股票 ETF 日均总成交额近 500 亿元。2023 年内地市场 ETF 日均换手率为 8.57%，明显高于股票及债券市场，且较多数量的 ETF 流动性高于指数成分股流动性。投资 ETF 可以获得比投资底层资产更好

的流动性。**第二，ETF 可以作为机构及个人投资者更灵活的资产配置工具。**ETF 投资目标清晰、透明度高、风格稳定、费率相比主动产品更低，便于机构或个人选择稳定、透明、便宜的“原料”，搭配成中意的“菜肴”。ETF 产品目前已涵盖股票、债券、商品、境外等多个领域，是投资者进行大类资产配置和全球化配置的便利工具。

2023 年，ETF 规模的快速增长，指数化投资的发展加速，除了 ETF 成交活跃、流动性好、配置灵活等优点在机构端和零售端受到青睐之外，还和以下几个因素有关：

（1）下跌行情中成为低点加仓工具。首先，从海外成熟市场经验来看，ETF 的产生往往就和熊市分不开。以全球最大的 ETF 市场——美国市场为例，美国市场 ETF 就诞生于 1987 年“股灾”之后对冲股票组合风险的需要，这种需求激发了“股票篮子”的创意；和中国同为亚太区域的日本市场，其 ETF 也是在 20 世纪末、21 世纪初的“股灾”背景下政府为了避免银行破产同时维护股市稳定，专门作为日本政府挽救日本银行的救市工具被引入的。其次，在熊市中，ETF 被机构和个人视为“越跌越买”、低点加仓的工具。境内主动权益基金从历史业绩来看一般呈现牛市业绩更优、熊市防守型较弱的特点，因此在熊市中风格更稳定、工具化属性更强的指数基金更易获得投资者关注。而从投资者结构来看，截至 2023 年 6 月 30 日，主动权益基金的机构持有人占比（按规模加权）为 20%，ETF 的机构持有占比为 48%，指数类产品相对主动权益产品，机构持有人的比重更大，而机构投资者行为往往更理性，敢于逆势加仓，因此熊市行情中，指数产品规模增速相比主动产品往往更大。

（2）被动投资理念逐渐受认可。2023 年境内主动权益基金整体表现一般，主要源于主动权益基金所持有的机构重仓股表现不佳。主动权益基金大部分仓位偏向成长，而 2023 年价值相对成长风格表现更好。但除了 2023 年市场行情的因素外，市场参与者结构的改变和市场效率的提升也是背后的驱动因素。随着 A 股机构投资者占比的提高，市场效率逐步提升，基金经理想从市场上获得超额收益的难度在加大，主动投资跑赢被动投资的难度有所提高。另外，被动投资天然可以承载更多的市场资金。截至 2023 年底，规模前十的公募基金（非货币基金）中，指数基金就占了 7 席，这说明在大规模基金管理上，被动投资已体现出其自身优势，而且被动投资投研成本相对较低，也顺应了行业“降费”的趋势。

（3）监管持续引导中长期资金入市，鼓励指数基金发展。从海外市场（美国、欧洲和日本）经验来看，在 ETF 发展壮大的过程中，养老金等中长期资金入市成为重要推动力。ETF 发展壮大和中长期资金入市实际是相互促进的关系。ETF 为长期资金入市提供了风格稳定、规则清晰透明的投资产品，长期资金入市又进一步推动 ETF 的规模提升，提升 ETF 在公募基金中的占比，进而起到促进市场长期稳定和高质量发展的作用。2023 年，监管一方面在放宽注册条件、提升开发效率等方面对指数基金进行了明确鼓励和支持，指数基金发行在 2023 年公募基金发行市场中表现亮眼；另一方面，监管持续引导各类养老金、保险资金、银行理财等中长期资金入市，全面注册制的正式实施，也为中长期资金入市提供了诸多制度利好。在市场信心冰点之际，国资机构也再次通过购买 ETF 为市场注入长期资金，释放维稳信号，提振市场信心，体现了其中长期资金的“稳定器”、“压舱石”效用。监管在鼓励指数基金发展和引导中长期资金入市两方面双管齐下，成果显著。

（4）市场各方机构在 ETF 业务上形成合力。2023 年，ETF 成为基金业务中不可多得的明星业务。券商对于大力发展 ETF 业务有着较强的动力和积极性。2023 年，券商借 ETF 发展，趁势扩大股混基金保有规模，代销百强名单中券商已占据半数席位，且 ETF 不仅仅是代销和财富管理的抓手，实际还关联着券商两融、托管、做市、研究、衍生品等业务，是券商实现财富管理业务转型下的必争之地。而中大型基金公司在 ETF 业务上也不断加强布局，包括提升 ETF 战略重要性，加强销售资源整合，积极布局符合国家经济战略转型的产品，引导资金流向高质量上市公司等。

7.理财业绩展示迎统一规范，标准化建设有望再提升

2023 年 11 月 21 日，中国银行业协会发布《理财产品过往业绩展示行为准则》（本节简称《准则》），要求理财产品宣传销售文本只能展示该理财产品或本公司同类理财产品的过往平均、最好及最差业绩。监管对业绩展示区间做出明确规范，规定了必需展示区间和自选展示区间，不得刻意选择性展示理财产品特定区间或部分区间的过往业绩。对于同类或同系列理财产品，不得仅展示特定理财产品或部分理财产品的过往业绩。在选择过往业绩展示区间时，应注明区间起始时间和截止时间，完整会计年度的过往业绩展示除外，并设置 6 个月的过渡期。

展示规则设定日趋严格，注重产品历史业绩展示完整性

《准则》规定，理财产品展示过往业绩，成立满 1 个月的理财产品的业绩披露需满足以下要求：一是理财产品运作 1 个月以上但不满 1 年的，应至少包括从产品成立之日起计算的过往业绩；二是理财产品运作 1 年以上但不满 6 年的，应至少包含自产品成立当年开始所有完整会计年度的业绩；三是理财产品运作 6 年以上的，应至少包含最近 5 个完整会计年度的业绩。

展示规则注重产品历史业绩展示完整性。从《准则》给予的展示示例看，根据以上规定，产品需优先展示年度历史业绩和成立以来业绩，在此基础上，可增加展示其他维度，如近 3 月等。要求过往业绩的展示应遵循稳定性和内在逻辑一致性的基本原则，不得随意变更展示规则。

充分揭示产品的风险收益特征，保障投资者的合法知情权益

理财产品过往业绩是投资者做出理财产品投资决策的重要参考，规范理财产品过往业绩展示行为将有助于充分反映理财产品的风险收益特征及理财产品管理人的投资管理能力，向投资者充分披露信息和揭示风险，保障投资者的知情权。

《准则》的发布基于投资者保护的视角，充分揭示理财产品“卖者尽责、买者自负”的信义义务特征，通过保护投资者的合法知情权益，进一步推动银行理财机构规范经营，推进理财市场规范发展。

首先，理财市场环境更加规范透明。过去，监管部门对过往业绩展示无明确规定，部分机构通过“截取”净值表现最优的历史区间，提升产品的吸引力，但这种方式无法揭示该理财产品真实的收益率和风险全貌。虽然在资管新规之后，“理财产品过往业绩不代表其未来表现，不等于理财产品实际收益”的观念开始普及，但“过往最优业绩”容易误导投资者。当市场波动加剧、产品净值回撤或收益不及展示效果时，可能引发投资者的不满和恐慌。

其次，产品业绩可比性提升。《准则》要求“同时展示理财产品过往业绩和业绩比较基准，应当将过往业绩与同期业绩比较基准对比展示”，有助于投资者判断产品的业绩表现是否达标，评估业绩比较基准是否有参考价值。

理财产品同质化但不标准化，产品分类评价需进一步规范

当前理财市场存在的一大特征是：产品同质化但不标准化，即产品形态、投资策略、运作模式等方面相似程度较高，但同质化产品仍缺少标准化的评价准则。无论从投资者挑选产品还是理财机构对投资考核角度来看，当前，产品业绩达标情况都是关注的重中之重。

虽然《准则》根据产品成立时长对业绩展示区间进行了规范，但从实际运营角度看，规范颗粒度仍较粗。在实际运作中，理财产品运作期限与形式非常丰富，如有最短持有期产品、每日开放型产品、定期开放型产品和封闭式产品，每一种形式分别存在多种期限，如最短持有 30 天，最短持有 60 天，最短持有 90 天，100 天定开、180 天定开等等。产品收益与运作方式和产品期限密切相关，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 要求资管产品需满足期限匹配原则，强化资产管理产品久期管理，如封闭式资产管理产品期限不得低于 90 天、非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式

资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日、未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日等约束限制，那么对于不同投资期限的产品应使用不同标准的业绩考核方式。目前现金管理类产品通常采用 7 日年化收益率进行比较，定开式和封闭式产品通常采用每一个定开区间或封闭期成立以来的收益率比较业绩达成率进行考核，但对于最短持有期产品、日开产品，业内并未有较通用的考核标准。

未来，为了让投资者可以更好的在不同机构、不同理财产品之间作出客观比较，同时也是为了让理财机构可以对市场同类产品进行科学考量与科学评价，理财产品的分类评价方式或许将进一步规范，以推动理财行业持续、稳健、有序发展。

8.量化私募逆势增长，高收益之下潜藏风险

量化私募实现业绩规模双丰收

2023 年，量化又火了。经历 2022 年的沉寂后，量化私募在 2023 年实现了逆势增长，不仅业绩斐然，规模也大幅扩张，实现了业绩与规模的双丰收。据私募排排网统计，2023 年，百亿私募共 103 家，其中百亿量化私募增长至 33 家，在新晋的百亿私募中，有 5 家以量化类策略为主，占据了新晋榜单中的半壁江山。规模的大幅增长，其背后是卓越业绩的支撑， 2023 年全年，量化私募收益均值 6.43%，远高于主观私募-3.26%的收益率均值。在 33 家百亿量化私募中，有 32 家实现了正收益，占比高达 96.88%。在收益排名方面，2023 年全年收益排名前十的百亿私募中，有多达 6 家以量化策略为主，是百亿私募收益榜单中的核心力量。

产品业绩层面，指增产品以及市场中性产品依旧是量化私募的产品主力，尤其受益于 2023 年市场风格偏小盘以及股指期货贴水较低，市场中性策略取得了远超市场预期的好成绩，指数增强策略的超额收益也回到 2021 年同期水平，扭转了超额不断下滑的趋势。

产品创设层面，DMA 中性策略、股票多空策略以及小市值指增是 2023 年量化私募的三颗明珠。其中，DMA 中性策略以及股票多空策略通过在产品设计层面进行创新，以市场中性策略为基础进行延伸，以相对市场中性策略更高的收益获得众多投资人的青睐，而小市值指数增强策略则凭借强势的 beta 以及更高的超额收益，获得投资人的偏爱。

DMA 中性策略：四倍的杠杆，四倍的“快乐”

自从 AB 型收益互换退出历史舞台，DMA 业务成为业内一种新的解决方案，而 DMA 中性策略是当前 DMA 业务应用的主流方式，管理人通过券商自营台实现最高 4 倍的融资。对比市场中性策略来说，DMA 中性策略尽管在夏普比率上并不具有明显优势，但其较高的收益特征满足了较为激进的投资人对收益的要求，对比同样高波动的指增策略，DMA 策略利用股指期货进行对冲，一定程度规避了难以预测的市场风险，而将相对稳定的 alpha 收益放大，收益稳定性相比指增策略提升。

尽管 2023 年小市值风格以及股指期货贴水幅度的轻微为量化管理人提供了较为优异的 alpha 环境，使得大部分 DMA 中性策略取得较为瞩目的收益，但是高收益必然伴随着高波动，四倍的快乐也可能转变为四倍的担忧。当市场整体风格发生切换，或者股指期货处于深度贴水状态时，DMA 策略也将承受更高的波动与回撤。2024 年初市场的急剧变化，将 DMA 一度推到风口浪尖之上，高杠杆引发了策略的脆弱，收益急转直下，录得不小亏损，这与 2023 的高收益形成鲜明对比，快乐也迅速转为痛苦。这也加速了监管层面对于 DMA 规模的相应限制，以避免投资者对于高收益的盲目追求， 促进业务规范。

股票多空策略：个股融券，增厚收益

股票多空策略相对 DMA 策略来说在收益层面表现更加温和，但与市场中性策略相比其收益弹性更高。股票多空策略在空头端利用个股融券的方式对冲多头端，相比传统利用股指期货或者融券 ETF 对冲，个股融券的方式在空头端也能提供超额收益，同时融券的保证金制度也大大提高了资金利用率。

2023 年 10 月 14 日，证监会调整优化融券相关比例，新规在融券端与出借都进行了针对性的调整优化，对于私募证券投资基金而言，参与融券的保证金比例由不低于 50%上调至 100%，为了应对政策变化，管理人针对股票多空策略进行适当调整，将原有策略转变为股票多空+股票市场中性的混合策略，尽管调整后的收益相比新规发布之前有一定下降，但长期来看相比股票市场中性策略在收益上仍将有一定增厚。

小市值指数增强：极致风格暴露下的双刃剑

如果说红利低波是 2023 年最坚固的盾，那么小市值指数就是 2023 年最锋利的矛。注册制改革后，上市公司数量已超过 5000 家，中证 500、中证 1000 指数成分股市值中位数在全市场中已经排名中上游水平，难以代表市场小盘股的走势情况，因此以中证 2000、万得小市值指数为首的代表小盘股甚至微盘股的指数开始进入人们的视野，这类指数相对于代表大盘风格的沪深 300 指数来说，近年来 beta 表现更好，同时也更加容易做出超额收益，因此逐步受到管理人以及投资者的青睐。

从各类指数的历史走势上来看，自 2022 年以来，中证 2000 指数以及万得小市值指数相比沪深 300、中证 500 及中证 1000 来说走势更好。而从超额收益来看，以中证 2000 指数作为基准的指数增强策略，持仓标的更多，以量价驱动为主，相对来说更容易做出超额收益。

表 2　2021 年以来各指数走势情况

	2021 年	2022 年	2023 年
上证 50	-10.06%	-19.52%	-11.73%
沪深 300	-5.20%	-21.63%	-11.38%
中证 500	15.58%	-20.31%	-7.42%
中证 1000	20.52%	-21.58%	-6.28%
中证 2000	25.89%	-14.77%	5.57%
万得小市值	30.15%	-8.01%	16.17%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

不过，2024 年初微盘股由于流动性问题，一度引发了股价的大幅波动，也让大量投资者开始重新审视微盘股策略所蕴含的风险。任何历史有效的策略，当面对交易拥挤时，带来的都必然是脆弱。极致的风格暴露下，顺风时收益积累有多快，逆风时收益侵蚀也就会有多狠。管理人宣扬自身指增策略，或许更多强调的是其超额收益的获取能力，但很多时候 alpha 与 beta 难以分离，投资者在通过暴露 beta 获取快乐的同时，也要清醒的知道这种 beta 的风险，不立危墙之下。

9.公募化布局大年，券商资管业务发展迎新思路

政策新规：私募资管新规重点修订股权资管计划，差异化监管巩固整改成效

2023 年 1 月 13 日，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（本节简称《管理办法》）及其配套规范性文件《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（本节简称《运作规定》），并于 2023 年 3 月 1 日正式施行。《管理办法》主要明确监管原则和导向，根据机构的公司治理、内控合规及风险状况对私募资管业务实施差异化监管；《运作规定》放管结合，放宽自有资金参与比例等，同时规范风险防控制度，防堵结构化发债行为。

总体来看，私募资管相关政策主要是总结了 2018 年资管新规的实施成效，对部分细则查漏补缺，重点针对股权资管计划规定进行了修订，延续差异化监管导向，推动证券公司合规开展私募资管业务。

行业动态：“一参一控一牌”三方面齐头并进，公募化布局趋于完善

继 2022 年“一参一控一牌”新规落地后，2023 年迎来券商资管积极公募化布局大年，突出表现在三个方面。

第一，申请资管子公司热情高涨，券商资管子公司扩容至 30 家。新规要求以资管子公司形式申请公募业务牌照，同时推动资管业务与母公司合规发展，2023 年包括长城证券、国联证券、华安证券、国信证券、华福证券等 5 家券商资管子公司获批，另有中金公司、中信建投、信达证券等多家机构处于申请队列。

第二，新增 2 家券商资管获批公募资格，共计 14 家券商机构入列公募管理人名录。招商资管、兴证资管 2023 年获批公募基金管理业务资格，截至 2023 年末，已有 14 家券商机构（含 3 家券商+11 家券商资管子公司）入局公募管理人，仍有广发资管、光证资管、安信资管、国金资管等 4 家机构处于公募业务资格申请队列。

第三，申请设立基金公司+变更基金公司股权，“两条腿走路”力争公募业务牌照。根据证监会公告，2023 年中泰证券、国联证券、中邮证券分别完成万家基金、中融基金（后更名“国联基金”）、中邮创业基金股权变更，开源证券申请设立鹏安基金获批，另有国泰君安拟收购国联安基金 49%股权等处于申请队列中，券商通过申请设立基金公司、受让基金公司股权等方式“两条腿走路”，力争提升公募业务的渗透率和参与度。

表 3　2023 年券商资管“一参一控一牌”获批布局

方式	券商简称	券商资管子公司或公募管理人简称	出资额或注册资本	获批日期	备注
1、申请资管子公司	华福证券	华福资管	2 亿元	2023/12/8	2023 年获批 5 家券商资管子公司，业内券商资管子公司数量增至 30 家
	国信证券	国信资管	10 亿元	2023/11/7	
	国联证券	国联资管	10 亿元	2023/9/7	
	华安证券	华安资管	6 亿元	2023/9/1	
	长城证券	长城资管	10 亿元	2023/4/25	
2、以资管子公司形式申请公募管理业务资格	招商证券	招商资管	10 亿元	2023/7/24	2023 年新增 2 家券商资管子公司获批公募基金管理资格,业内获批开展公募基金管理业务的券商机构增至 14 家(3 家券商+11 家券商资管子公司)
	兴业证券	兴证资管	8 亿元	2023/11/8	
3、申请设立基金公司+变更基金公司股权	中泰证券	万家基金	股权变更，中泰证券受让出资 3300 万元	2023/1/31	中泰证券实现持股 60%
	国联证券	中融基金	股权变更，国联证券受让出资 56625 万元	2023/4/18	国联证券实现持股 75.50%
	开源证券	鹏安基金	申请设立，开源证券出资 1 亿元设立	2023/11/24	开源证券实现持股 100%
	中邮证券	中邮创业基金	股权变更，中邮证券受让 8700 万股	2023/12/29	中邮证券实现持股 28.61%

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

截至 2023 年末，至少有招商证券、兴业证券、东方证券、华泰证券等 4 家券商实现“一参一控一牌”布局，随着券商公募化版图不断完善，在取得公募业务管理资格后，下一步围绕公募业务开展、公募产品创新、差异化赛道竞争等将成为券商机构实现后发制人的关键点。

业务动态：大集合改造实践新路径，ABS 迎险资入局加剧竞争

2023 年，多家券商资管发布公告称其管理的大集合参公改造产品再延期，另有方正证券将旗下大集合产品的管理人更换为其控股子公司方正富邦基金，尽力盘活大集合参公改造规模也是券商发力公募化的重要驱动力。截至 2023 年末，41 家券商及其资管子公司管理大集合参公改造产品规模约 2500 亿元，其中，近六成产品规模为货基产品。2018 年证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》规定的三年改造期已过，券商大集合参公改造产品只有通过变更业务经营范围（券商资管子公司申请公募业务牌照）、变更管理人（参股控股基金公司接盘）避免走向清盘，大集合参公改造管理规模靠前券商均有公募化布局动作，方正证券成功实践给券商大集合产品改造提供了借鉴思路，存量博弈下力争实现资管规模稳健发展。

2023 年 10 月，沪深交易所在证监会、国家金融监督管理总局的统筹指导下，向中国人寿资产管理有限公司、泰康资产管理有限责任公司、太平洋资产管理有限责任公司、中国人保资产管理有限公司、平安资产管理有限责任公司等首批 5 家保险资产管理公司出具无异议函，同意其试点开展资产证券化（ABS）及不动产投资信托基金（REITs）业务。企业资产证券化业务目前主要由证券公司及其资管子公司开展。根据中基协统计，截至 2022 年末，有 122 家机构管理企业资产证券化产品，其中，证券公司及其资管子公司共 85 家，占比约 70%，短期来看，券商仍是 ABS 业务发行主力。随着本次 5 家保险资管获批入局，保险资管凭借管理规模、固定投资经验等方面优势，入局 ABS、REITs 业务给行业发展注入新动力。

10.基金投顾试点或转常规，试点四周年行业乘风而起

2023 年 6 月 9 日中国证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，推动基金投资顾问业务试点转常规。意见稿完善了基金投顾业务管理细则和流程，重点在于投资和顾问两端的监管和引导，同时兼顾规范与开拓属性。

业务发展路径更加清晰，重点规范投顾两端能力

在投资端，征求意见稿要求加强对投资环节的统一集中管理，强化对管理型业务的管控，并适度放宽投向范围、策略组合限制与投资分散度；在顾问端，征求意见稿强化了对“顾问”的监管和引导，内容主要包括：加强适当性和服务匹配管理、规范宣传推介行为、优化利益冲突防范要求，并将服务边界拓宽至投资规划并预留居民养老金融服务空间。

表 4 《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》要点

环节	要点	相关内容摘要
投资	集中统一管理	建立并履行集中统一的投资决策管理制度，明确投资决策委员会、策略经理等投资决策主体的职责和权限划分；建立健全基金备选库管理制度等。
	锁定期和换手率	设置一定锁定期，或包含流通受限基金的，应当向客户特别提示风险；有效控制基金组合策略的换手率。
	分散度限制	1、对于单个客户持有单只基金不超过其委托资产的 20%；2、对于单个机构所有管理型客户配置单只基金不得超过该基金总份额的 50%，货币市场基金、开放式债券基金不超过 20%。
	私募基金投资	允许配置私募证券投资基金，明确了配置私募产品所需遵守的规定，如单一客户配置比例、总配置比例、私募证券投资基金范围等。

顾问	强化服务理念	1、持续关注客户风险承受能力的变化；2、积极开展投资者教育；3、建立健全客户回访机制；4、建立健全客户投诉处理机制。
	业绩展示	匹配基金组合策略前，不得展示基金组合策略的历史业绩。展示应当为基金组合策略过往 1 年以上的整体业绩，同时以显著方式披露波动率、最大回撤等风险指标。
	防范利益冲突	1、对交易频繁的基金组合策略以交易佣金抵扣投资顾问服务费等方式避免利益冲突；2、不得以基金投资顾问身份开展其他销售工作；3、不得存在与交易佣金收入挂钩等激励安排。
	服务居民养老金融需求	基金投资顾问机构为客户提供养老相关的财富管理规划服务的，应当全面了解客户的养老需求。

资料来源：中国证监会，华宝证券研究创新部

试点机构展业百花齐放，从各具特色到协同作战

自 2019 年 10 月证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》以来，国内基金投顾业务试点已满四年，当前国内投顾市场基本由传统持牌机构与第三方机构共同组成。中国证监会数据显示，截至 2023 年 3 月底，共有 60 家机构纳入试点，服务资产规模 1464 亿元，客户总数 524 万户。经过四年发展，基金投顾迈过从 0 到 1 阶段，未来还有广阔的发展空间。

基金投顾作为买方投顾模式的重要探索，根据披露基金投顾信息的上市证券公司数据，券商已经成为发力基金投顾的主力军，且各家券商的打法各具亮点；第三方销售机构掌握流量和技术优势，易于覆盖大众客户；基金和基金子公司具备产品优势，投研、风控能力领先，但渠道能力相对较弱，因此试点基金公司大多与外部合作，在其他平台中上线多个投顾策略产品。

2023 年 9 月 15 日，盈米基金与晨星（中国）正式签署战略合作协议，就升级新一代买方基金投顾平台达成合作意向；国泰君安证券、上海信托、华安基金也推出了“家庭服务信托+基金投顾”的创新服务模式，为居民家庭财富管理提供更丰富的投资配置方案。试点机构在自身禀赋的基础上，纷纷积极探索多维度合作等形式以提高投资者获得感，推动行业形成了百花齐放的新局面。

表 5　部分证券公司 2023 年中和 2022 年末基金投顾服务规模

机构	2023 年中（亿元）	2022 年末（亿元）	增速
招商证券	161.65	96.52	67.48%
东方证券	152.6	149	2.42%
国泰君安证券	99.09	18	450.50%
国联证券	69.65	68.8	1.24%
财通证券	30	21	42.86%

资料来源：各公司 2023 年中报和 2022 年年报，华宝证券研究创新部

二、2023 年财富与资管行业背景

1.后疫情时期投资变难了

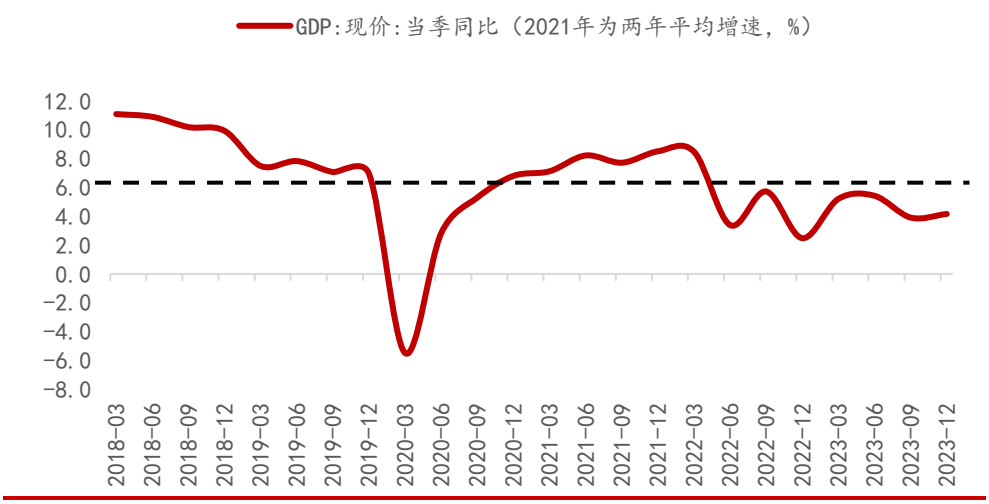
2023 年，中国经济从疫情阴霾中逐步修复。然而，海外环境复杂多变，欧美央行货币政策紧缩周期延长，地缘风险频发；受人口、债务周期问题，经济结构新旧动能切换，疫后疤痕效应等多重因素交织影响，国内经济发展的范式较疫情前出现了明显变化，也面临着总需求不足、社会预期偏弱等困难和挑战。

资产端方面，2023 年以股、债为代表的资产的收益风险特征也呈现出了与经济增长放缓相匹配的变化。

1.1.经济增长中枢下移背后的“三期叠加”挑战

从我国名义 GDP 增速（2021 年为两年平均增速）来看， 2019 年以来，我国经济增长中枢出现了较为明显的下移，名义 GDP 增长中枢下行至 8%附近，2022 年下半年以来，名义 GDP 增速进一步下行至 6%下方。

图 8　名义 GDP 增长中枢下滑

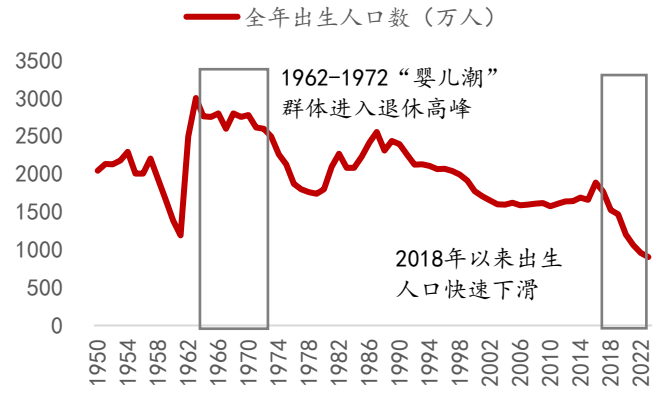


资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

从周期的角度来看，经济增长中枢下移的背后是我国正面临着“三期叠加”的挑战：1）长期人口、债务周期的挑战；2）中期高质量转型的阵痛；3）短周期“疤痕效应”削弱了疫后修复动能。2023 年，疫后修复的短期上行力量阶段性难以有效对冲中长期下行压力，导致经济增长中枢并未有效回升。

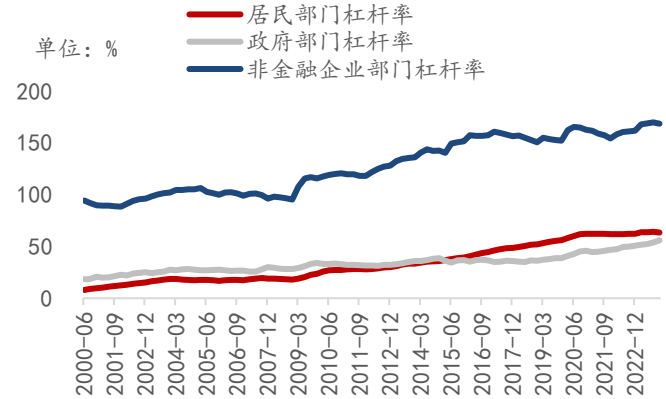
长周期方面我国面临人口、债务周期的挑战。随着 1962-1972 年出生婴儿潮群体逐渐进入退休高峰，以及 2018 年以来出生人口快速下滑，我国老龄少子化程度加剧，居民的总需求增速以及风险偏好或将逐渐下移。此外，在经历地产、基建长期高速增长之后，居民、企业杠杆率水平已升至高位，且 2020 年以来居民及企业部门杠杆率逐渐走平，债务驱动经济高速增长的模式也面临较大的挑战。

图 9　老龄少子化趋势有所加速



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

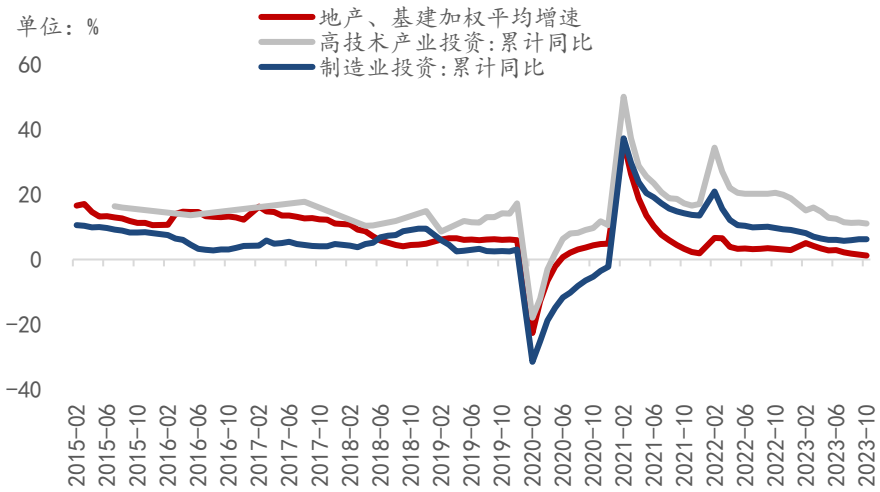
图 10　居民、企业杠杆率升势放缓



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

中期面临高质量转型带来的阵痛。当前我国正处于高质量转型阶段，科技创新、产业升级等高技术产业方向的高速增长能够为经济提供可持续增长新动能，地产、基建传统经济动能增速降档。但是从中期来看仍然面临着新动能体量尚难以填补地产、基建等旧动能缺口带来的阵痛。

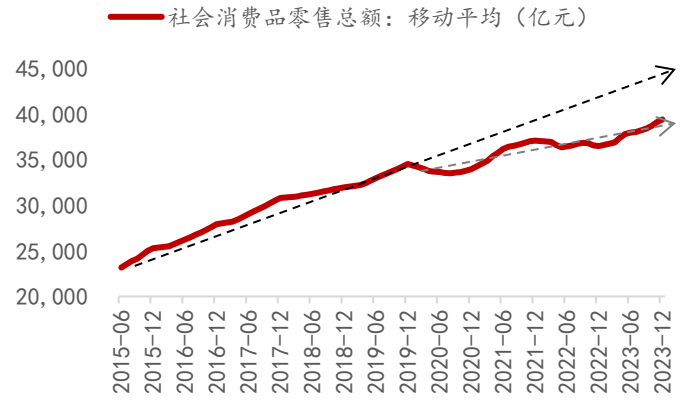
图 11　我国正处于新旧动能切换阶段



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

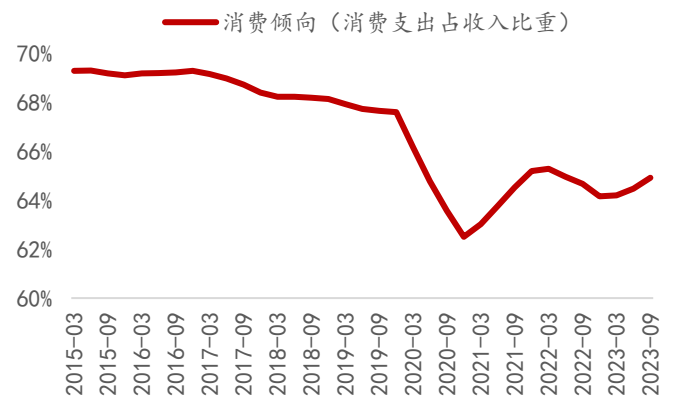
短期“疤痕效应”削弱了疫后修复动能。2023 年消费运行趋势以及居民消费倾向并未出现显著反弹，修复力度弱于 2021 年。可见疫后“疤痕效应”削弱了疫后修复的动能。

图 12　消费与疫情前趋势相比出现明显缺口



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 13　2023 年居民消费倾向修复速度较慢



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

人口、债务周期以及经济发展模式转变带来的压力难以在短期消除，加之国际环境日益复杂多变，从中期来看我国经济形势仍处于复杂变化阶段。

1.2.资产的风险收益特征映射了经济形势变化

在经济形势变化的同时，基础资产的风险收益特征也随之出现了较为明显的趋势性变化：

1）投资回报率下行。由于投资的本质是分享经济增长过程中的收益，在经济增长中枢下移阶段，市场整体的投资回报率以及无风险收益率也在下行；

2）投资难度提升。自 2017 年底提出“高质量发展”以来，经济进入了新旧动能切换阶段，近几年这一趋势愈发显著，传统经济增长动能减弱，新兴增长点体量相对较小，致使部分基于经济高速增长时期的投资经验逐渐失效，加之外部不确定性显著上升，市场波动加大，投资难度提升；

3）投资者风险偏好下降。随着人口周期变化，拥有较多财富积蓄的群体在逐步老龄化的过程中整体平均风险偏好逐渐下降，风险偏好相对较高的年轻群体就业压力上升、积蓄较少，会逐渐导致市场呈现出投资者风险偏好降低的趋势。

2023 年宏观经济趋势变化在国内资产表现上的映射愈发明显，从收益率、波动率、夏普比率情况来看，国内资产价格的实际表现呈现“债>现金>股”的状况，而这一资产表现排序对应着经济周期运行中的经济放缓、通胀下行阶段，即债券为王、现金次之、股市疲软。考虑到部分商品价格主要受海外定价因素影响，在海外仍处于通胀周期的背景下，商品价格趋势与国内经济状况相关性不高，如黄金价格在 2023 年海外风险事件频出、加息周期进入尾声等环境下，呈震荡上涨走势。

表 6　2023 年资产收益及波动特征对比

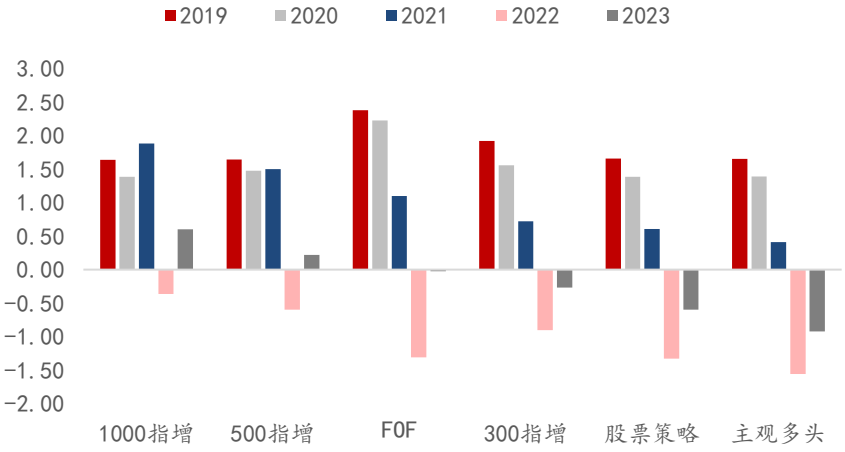
	债 （中证全债指数）	黄金 （伦敦金现货）	现金 （中证货基指数）	股 （中证全指）
涨跌幅	5.23%	13.12%	1.96%	-7.04%
夏普比率	3.2	0.46	0	-0.98
波动率	0.007	0.121	0.006	0.121

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

一方面，权益资产正在面临回报率降低、风险上升而导致的夏普比率显著回落挑战，根据华宝证券对私募各类策略的统计，近两年以做多方向为主的权益类策略及组合的夏普比率普遍呈下行走势。

另一方面，近两年债券市场尽管遭遇波折，但总体呈现牛市格局，而居民存款也持续较快增加，显示出当前居民在金融资产配置方面更加倾向于低风险资产。

图 14　做多型私募权益策略夏普比率近几年普遍下行



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

2.资产管理从规避波动到直面波动

无风险收益率持续下行至历史低位，风险资产投资难度提升，但投资者的风险偏好并未提升的环境下，想要获得更高的回报率，投资者及投资机构就不得不在直面波动中寻求突破。

如果说 2022 年宏观环境及资产价格走势主要受到疫情因素影响，那么 2023 年的变化则让市场更加清晰地认知到宏观环境发生了明显变化且已映射到资产价格走势当中。加之监管的不断改革优化，通过监管套利所形成的具有“低风险、高收益”特征的金融产品、投资方式已难以延续。

这意味着资产管理已从“零波时代”转向“低波时代”。近几年资管机构在资产端已明显从规避波动转向直面波动，通过多种衍生工具及多策略的运用来管理波动风险，包括量化、中性等多种策略的规模不断扩张。但 2022 年以来，债券、股票市场，包括股票市场中的量化对冲等策略，都曾出现过短时间较大的负面波动并回吐了前期较长时间内的持有收益，投资者逐渐认知到很难在单一策略、甚至单一资产中真正做到持续的稳健低波。这就需要通过低相关性的资产组合实现风险的进一步分散和降低。近几年 CTA 以及 QDII 基金的规模上升也印证了市场对于多资产、全球化等分散化投资需求的显著增加。

2.1.规避波动的“零波时代”已成过去时

过去，我国经济处于中高速发展时期，尤其是房地产市场持续多年保持高速增长态势。与此同时，金融监管制度尚不够健全，存在较广泛的刚性兑付，曾创造出大量具备高收益、低风险特征的金融资产和产品。具有代表性的即房地产相关非标资产以及地方城投相关资产与产品。

从制度上看，在资管新规出台前，资管产品普遍存在刚兑现象，一方面，依赖于规模持续扩张的地产相关融资衍生资产，以及依赖于政府隐形信用背书的地方城投公司融资衍生资产，均是具有较高利率的债权类资产。以其作为投资对象，形成了高收益但又具有隐性刚兑特征的产品。另一方面，金融机构通过资金池运作、产品间交易、体外交易等方式，延迟了资产信用风险的暴露。与此同时，剩余成本法计价模式又让此类产品呈现出零波动的净值特征。共同形成了过去较长一段时期资产管理的“零波时代”。

2018 年出台的资管新规，推动了包括打破资金池、市值法计价、严控非标资产条件与比例等方面的制度改革优化，随着 2021 年底资管新规过渡期的结束，资管产品刚性兑付现象从制度上被打破，并且进入了非标转标、全面净值化时代，各类资产的真实波动风险愈加清晰地展现在投资者面前。

与此同时，2021 年以来房地产领域逐渐脱离了高增长的发展模式并转向下行，已难以再提供高收益资产，且房地产行业信用风险明显上升。2022 年以来，由于土地出让金减少叠加疫情影响，地方债务可持续性承压，城市粗放式建设下的债务问题显现，国家于 2023 年在地方债务防范化解上的进程不断提速。城投债的刚兑信仰虽暂未打破，但在“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的化债目标之下，高收益城投债收益率持续下降，发行规模持续压降。

总体来看，一方面随着经济进入高质量发展阶段以及资管市场制度的不断完善，具备刚兑或隐性刚兑特征的高收益产品供给已显著减少，并带来金融资产投资范式的改变，市场在形成新的稳定的投资逻辑之前，风险资产的整体波动率和风险均在提升。另一方面，随着市场利率的下行，债券的回报率明显降低，仅依靠债券等低风险资产已越来越难以满足投资者对投资回报率的要求。通过规避波动风险而实现理想投资回报的“零波时代”已成为过去时，进入“低波时代”后，如何通过管理波动来为不同需求的投资者提供合意投资产品或策略，成为金融机构的必修课。

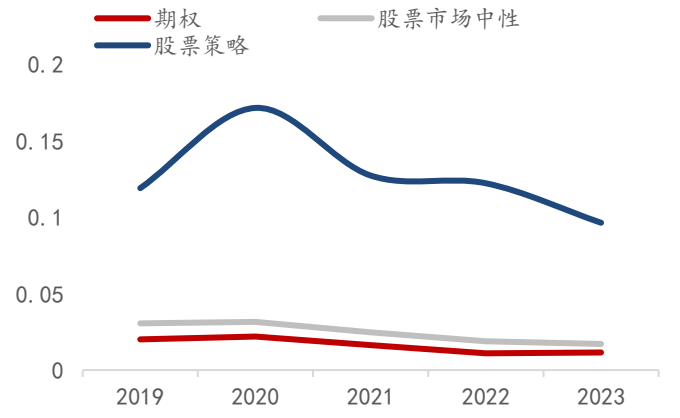
2.2. “低波时代”，在直面波动中寻求突破

从“零波时代”转向“低波时代”，核心技术是对风险的管理，经济学中通常采取两种方式：一是通过多种策略的运用来管理波动风险；二是以多资产投资，通过低相关性的资产组合实现风险的分散和降低。

在“零波时代”，投资者习惯忽视于风险因素，仅关注资产收益率这一指标；而在“低波时代”，需要综合考虑收益率以及所承担的风险，因此夏普比率这类单位风险收益指标，通常能够更好地反映资产或组合的质量。

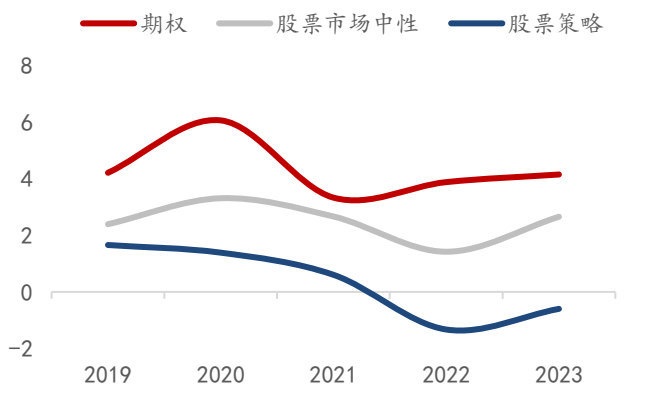
以波动风险相对较高的权益类资产为例，尽管权益市场近几年波动、回撤风险有所上升，但依然可以通过含衍生品的策略来管理波动风险，获取绝对收益。例如，股票市场中性策略可以对冲系统性风险来获得 alpha 部分的收益，期权策略则可以以波动率为交易对象来赚取因波动变化而产生的收益。从 2019 年至 2023 年不同策略的表现来看，期权策略、股票市场中性策略的波动率均显著低于股票策略，夏普比率也优于股票策略，并且在下行行情中也获取了相对稳健的收益。

图 15　期权、股票市场中性策略波动率明显低于股票策略



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 16　期权、股票市场中性策略夏普比率相对稳健

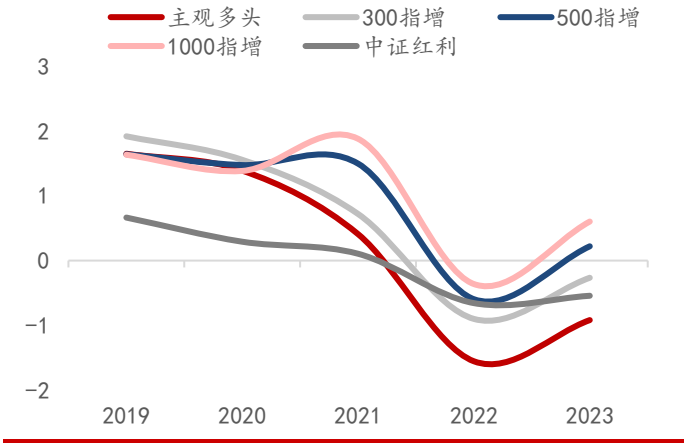


资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

细分每一类资产，以权益资产为例，会在不同时期有不同的结构性表现，并呈现出差异化的风险收益特征。根据统计，主观多头、300 指增、500 指增、1000 指增这几类权益策略，以及红利策略，

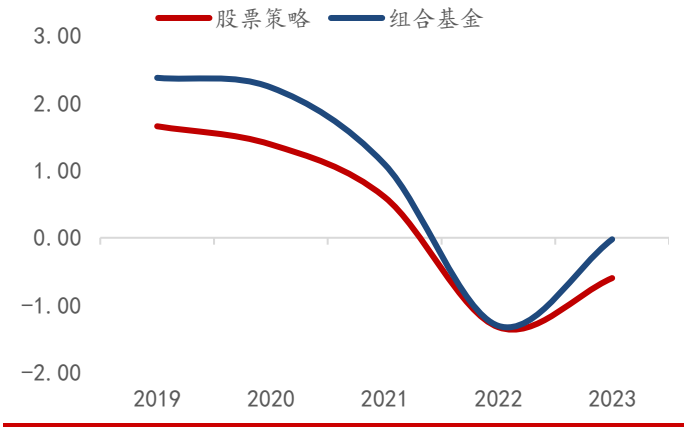
在不同年份中，其波动率、夏普比率等方面的表现均有所不同，并且没有某一策略能长期持续优于其他策略。从风险的角度来看，将时间周期拉长，通过动态配置多策略组合，其风险收益要优于投资单一策略。映射到产品投资中，组合权益基金的夏普比率在过去几年也表现更好。

图 17　不同股票策略夏普比率变化



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 18　股票、组合基金夏普比率



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

但值得注意的是，即使应用多策略组合，仍无法分散单一资产的系统性风险，在其出现大幅回撤的阶段，多策略组合对波动风险的控制效果也会大打折扣。即使选择单一低波资产，亦是如此。拉长时间来看仍然存在经历剧烈波动的风险，如 2022 年底债市的剧烈调整，2024 年初量化多头及中性策略的大幅回撤，都在短时间内令投资者回吐了此前较长时间内的持有收益。

系统性风险的降低是需要通过低相关性资产的组合来实现的——通过建立多资产组合来增强抵御单一资产回撤的风险，从而实现组合风险的进一步分散。近几年 CTA 以及 QDII 基金的规模上升也印证了市场对于多资产、全球化等分散化投资的需求增加。

然而，如上所述，波动风险的管理复杂度提升，也意味着“低波时代”的投资难度较“零波时代”将显著提高。尤其是多策略、多资产组合投资的运用，要求投资者在大类资产配置以及各类资产投资策略方面具备一定的认知，投资专业度要求提升。

3.复杂环境下的投资者行为折射出财富管理转型的紧迫性

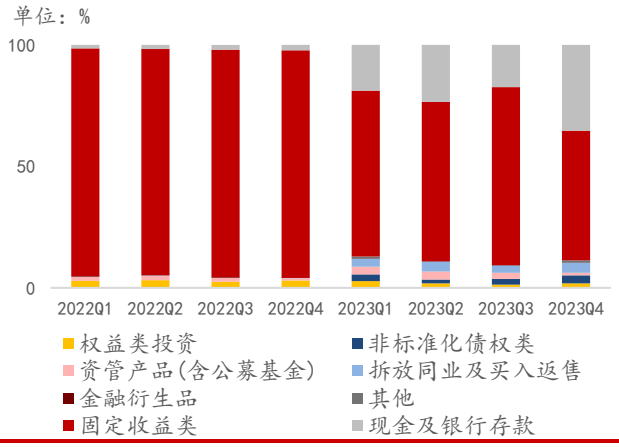
“低波时代”的投资者在面对投资难度提升的复杂环境时，一部分选择了暂停风险投资来直接规避风险，另一部分努力适应并寻求应对方法的投资者又面临投教效率不高、机构引导不够的客观障碍，造成了对新的资产风险收益特征适应偏慢的结果，资金回流储蓄及现金类资产的现象增加。与此同时，在市场表现不及预期的阶段，投资者对以产品销售为主导的财富管理模式的信赖度也在降低。

在此背景下，财富管理的意义以及符合未来发展方向的财富管理新模式探索，成为金融机构的核心议题。

3.1.投资者难以适应资产风险收益特征变化

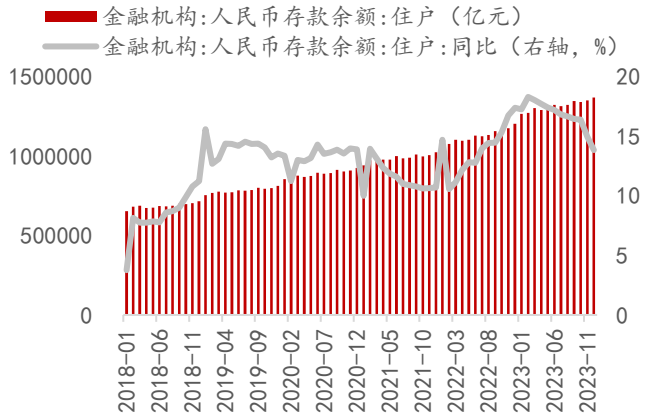
从投资者资产配置变化的角度来看，2023 年居民投资风险偏好明显回落，对无风险资产的配置显著增加，资金显著加速回流现金及存款，银行理财中现金管理类及短期限理财等存款替代属性产品的发行占比大幅提升，居民存款余额同比也大幅上升。

图 19 理财产品中现金及存款类新发数量占比上升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 20 居民存款余额及同比大幅上升



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

这一现象或意味着，当资产风险收益特征与过去经济高速、中高速发展阶段的历史投资感受出现显著偏离时，由于投资者认知不足而导致难以适应市场发生的变化，进而选择大幅降低风险偏好，涌入无风险资产。这其中因为对经济周期及资产关系具有清晰认知从而选择进行现金类资产投资的理性投资者占比并不高，更多的是专业认知度较低的“避险”型投资者。

他们一部分因怠于学习和思考，因此在市场出现变化或波动骤然加剧的时候，会成为“鸵鸟”，不再进行任何风险投资行为。另一部分积极学习并尝试应对投资难度提升的投资者，在正确认知市场和风险上又存在一些客观障碍：一方面来自于低质量信息的浸染，另一方面则可能来自于金融机构对投资者低风险偏好的过度迎合。

目前的投教发展呈现出信息繁杂但落地有效性不高的问题。一方面，专业金融机构在投教方面效率相对较低，传统持牌金融机构组织架构复杂、合规要求较高、投教激励不足等因素制约了投教的及时性以及内容形式上的创新，同时还存在内容过于专业、所输出的投教内容难以具备用户视角等问题；而效率较高的互联网媒体形式的投教又因缺乏有效监管，往往会存在知识冗余、存在偏差甚至误导等问题。以上共同导致了积极努力的投资者在学习过程中，难以高效实现投资专业度的提升。

与此同时，产品销售为考核导向的激励机制下，金融机构为了提升销售效率所采取的持续迎合投资者高收益或低风险诉求的行为，严重阻碍了投资者对风险的有效合理认知。让投资者误以为市场环境、所投资产风险收益特征并未发生显著变化，一方面增强了怠于学习的投资者的学习惰性，另一方面加深了积极学习的投资者的认知偏差。

然而市场风险并不会因为投资者认知的钝化而同步钝化，这就必然导致了产品的最终表现与投资者的预期之间产生偏离。

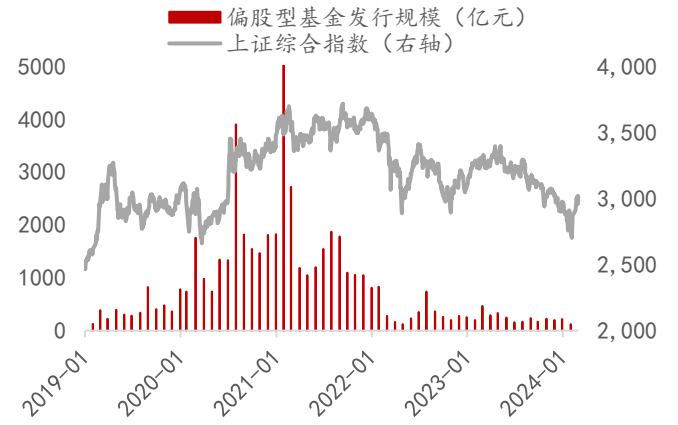
3.2.财富管理产品化的模式面临投资者信赖度降低的挑战

2022 年以来的这轮股市下行中，各类权益产品表现与部分投资者预期之间的偏离显露出来。一方面，2023 年初，市场普遍预期经济及 A 股将逐步向好，但随着经济表现不及预期，A 股逐渐走弱，在这一过程中，许多投资者未能及时调整配置策略，导致整体收益情况显著低于年初预期；另一方面，近几年较为热门的“雪球”结构产品、量化指增、股票中性等更加复杂的策略均在 2024 年初遭遇了尾部风险，尤其是中性等带有“低波”属性的策略出现明显回撤，超出了部分投资者对风险的预期。

当机构销售的产品表现明显弱于投资者购买时所建立的收益预期，甚至是产生亏损时，往往会降低投资者对于机构销售的信赖度，加大未来产品销售的难度。此外，由于阶段性表现较为突出的热点产品或策略更易于受到投资者关注，销售难度更低，机构销售过程中往往存在迎合投资者需求、追逐

热点的顺周期销售行为，进一步放大了产品表现与投资者的预期偏差。一方面，在配置时间点上容易明显滞后于热点的上涨，如 2019 年以来的一轮行情当中，偏股型基金的发行高峰处于 2020 年 7 月至 2021 年底的牛市顶部阶段，也导致这一时期配置的投资者收益情况远不及预期；另一方面，易引发大量个人投资者行为趋同，因热点过度拥挤导致波动加剧甚至发生尾部风险，如 2021-2022 年新能源指数显著跑赢市场的阶段，从公募基金重仓股行业占比看，存在明显的行业抱团加剧现象，导致行业过度拥挤，并引发了后续的持续调整。

图 21　偏股型基金发行规模高峰处在指数高位阶段



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 22　2021-2022 公募基金抱团新能源

资料来源：iFinD，Wind，华宝证券研究创新部

财富管理业务产品化的模式正面临投资者的投资感受不及预期，以及投资者对机构信赖度降低、产品销售难度提升的挑战，财富管理业务转型的紧迫性明显提升，这需要投资者、资管机构、财富管理机构共同努力，尤其是财富管理机构要回归以投资者为本、从投资者真实需求出发做好财富管理服务的定位。

4.2024 年财富与资管行业展望：迈向服务化

市场变革的号角吹响，“三期叠加”的影响犹在，2024 年财富管理行业需要找到让市场与投资者能够更顺畅对话的通路。在投资者层面，去改善投教的方法和效率，提升投资者认知；在产品发行与投资机构层面，则需要适应中国经济发展新阶段下的基础市场变革趋势，以及“低波时代”投资者对稳定现金流收益的诉求；在财富管理层面，投资者的中心角色定位愈发清晰的当下，围绕投资者的财富管理业务从产品化转向服务化，既顺应发展的潜在方向，也满足投资者的潜在需求。

4.1.投资者认知提升的重要性愈发凸显

市场在 2018 年资管新规落地后，曾憧憬过资本市场的高速发展，并线性地认为非标与标品之间是一种“非此即彼”的关系——即非标减少后中国居民庞大的财富管理资金就会注入资本市场，从而让其获得更长期的资金流入和更高的估值水平。但经过 5 年的实践，我们发现在非标资产供给减少、资本市场持续震荡的过程中，居民财富并没有如期持续大举涌入资本市场，反而是一部分回流到存款的“堰塞湖”中，仍有一部分沉淀在以城投债为底层标的产品中，“刚性兑付思维”仍在延续。

同时，由于宏观预期复杂多变、资本市场波动加剧，2022 年的债市破净潮，2022 年以来股市的弱势，导致投资者大量回流无风险资产，也反映出大量投资者尚未适应波动风险，部分投资者由于认知不足且怠于学习而选择消沉离场，回到无风险资产并接受较低的无风险回报率。对于另外一部分选择直面波动的投资者，则更加迫切的需要接收到高效传播、高质量的投教知识。

金融的转型、居民资产配置向资本市场的合理迁移，必须要有与之相匹配的投资理念、资金和投资者。让投资者学会认知自己与产品、树立正确的投资理念前提下，在资产配置和组合管理的加持下，才有可能完整地理解并接受标准化资产的波动。

但教育从来不是一朝一夕之事。我国的投资者教育起步较晚，而金融市场的投资者群体又复杂庞大，面对全面净值化的新财富管理生态，投资者的投资预期和心态较难在短期内迅速转向，从而提升了中国式投资者教育的难度。这决定了投资者教育活动需要多层次、多途径的共同努力。

从机构的角度来看，对于投资者教育方面的改进仍然是个循序渐进的过程，对于当前投资者不同认知水平、不同学习需求和意愿的现状，需要先做好投资者的分层和分类，针对性输出差异化的投教内容，从而提高投教的效率。

从监管的角度，则需要从顶层框架构建，逐渐形成宏观、中观、微观结合的多维度投教体系，优化投教的激励和监督机制，推动各部门、机构、媒体、个人等整个市场共同参与，推动投资者教育高效落到实处。

4.2.迎接和应对基础资产市场生态的变革

当前市场上的权益类资管产品的收益来源大多仍然是从交易价差中获取资本利得，这类产品的困境在于其交易属性导致投资者及产品资金属性更偏中短期，无论是对于资管机构的负债端还是资产端来说，稳定性难以得到有效保障。当产品业绩跑输市场，就很难获得投资者关注，而当产品业绩明显跑赢市场形成热点时，又容易引发市场的趋同交易，反而加剧市场的波动风险。因而这类产品对于风险偏好不高、或者习惯于过去非标产品“零波动”的投资者来说，吸引力较弱。

未来，从稳定性以及吸引长期资金的角度出发，结合当前市场上关注度提高的红利策略思路，可以设计一类收益来源为企业定期分红、具有固收类产品现金流特征的产品，如通过长期持有一篮子稳定经营、行业受周期性波动影响较小、高股息企业，并经过一系列设计形成定期（如月度）给予投资者稳定现金流回报特征的产品。一方面，从产品属性来看有利于吸引长期资金持有，降低频繁交易带来的资产价格波动风险，增强产品负债端及资产端的稳定性；另一方面，相对高频且定期的收益分配方式也能够满足特定投资者定期获取现金流的需求，如养老投资需求。

而这一思路也需市场生态变革的配合，当下监管引导市场的变革方向之一就是提高上市公司质量，引导上市公司加大分红回馈投资者。这一趋势既有利于这类产品设计的实现，也有望逐步增加产品的市场容量，在扩容趋势中降低未来这类产品的过度拥挤风险。

4.3.财富管理行业：真正迈向服务化

如上文所述，以产品销售为主导的财富管理模式弊端已经显现，这种“千人一面”的销售模式在一定程度上令投资者利益受损，也未能真实匹配投资者的风险偏好和投资需求，使得投资者对这一模式的信赖度逐渐降低，而更加专业客观的投资建议更易获得投资者的信赖。

过去几年财富管理机构向“买方投顾”模式转型的尝试，大部分仍停留在形式上和口号上，真正彻底掉头并启航的少之又少。真正的财富管理变革，需要将专业的投研能力，从资产管理产品的投资管理中，外化于每一个直面客户的财富管理服务环节中。风险偏好的精准识别和客户画像、投资需求的全生命周期刻画以及相匹配的综合投资方案设计，其重要性相比于最终产品投资选择而言，要更加重要。

“千人千面”的财富管理服务的实现，不仅需要监管、机构在激励机制上做好改革工作，让财富管理机构与投资者利益方向一致，还需要更加重视顾问的价值以及专业投顾人才的培养，先培养出专

业“千人千面”的投顾，才能够更好的实现财富管理服务的“千人千面”；另外，在培养投顾专业性的同时也要注重强化投顾“接地气”的能力——既要为投资者提供务实、明确、可落地执行的投资建议，也能够向投资者提供高效、易懂的投资者教育内容输出。

从资本市场的角度来看，“千人千面”式的财富管理服务模式也更利于对各类市场及资产的分散化配置，降低“千人一面”式服务的追逐热点、行为趋同所带来的系统性风险。

2024 年，或将成为财富管理迈向“真正的服务化”的元年。

第二部分——各类金融产品跨市场回顾与展望

一、2023 年银行理财年度报告

1.银行理财市场政策回顾

在国内资管行业飞速发展的过程中，不同类型的资管机构形成各自独特的特色，同时在监管规则、业务规则方面也存在差异。不过随着资管新规及一系列监管政策的出台，各类资管机构监管标准趋于统一成为大趋势。自 2018 年资管新规发布以来，银行理财在标准化债权资产认定、理财产品销售、现金管理类产品管理、流动性风险管理、产品相关会计准则和理财公司内部控制管理等方面的监管政策逐步趋于完善，2023 年则进一步明确了银行理财过往业绩的展示规则。

1.1.过往业绩展示准则出台，银行理财信息披露制度进一步完善

近年来，一系列相关政策的出台，进一步拉齐理财与其他资管产品的监管标准，促进理财市场的健康发展。2023 年 11 月 21 日，中国银行业协会发布《理财产品过往业绩展示行为准则》（本节简称《准则》），是继 2022 年《理财产品业绩比较基准展示行为准则》明确理财产品业绩比较基准展示标准后，对于银行理财信息披露制度体系进一步完善。

理财产品过往业绩是投资者选择理财产品的重要参考指标之一，但在《准则》出台前，监管对于银行理财的历史业绩展示没有明确、统一的监管要求。银行、理财公司在展示方面往往选取有利于自己的方式，如选取业绩较好的时段进行展示，并且对时间周期、产品成立年限均未做约束。宽泛的管理导致了产品销售过程中，出现不同商业银行选择性展示不同收益数据的情况，包括“成立以来收益”、“近一个月年化收益”、“近一年年化收益”等，造成客户在比较不同银行的同类产品时存在困难。此外，由于理财产品过往业绩是投资者做出理财产品投资决策的重要参考之一，部分机构通过“截取”净值表现最优的历史区间，以提升产品的吸引力，但这种方式无法揭示该理财产品真实的收益率和风险全貌。

《准则》禁止刻意选择性展示理财产品特定区间或部分区间的过往业绩。理财产品宣传销售文本只能展示该理财产品或本公司同类理财产品的过往平均、最好及最差业绩。对于同类或同系列理财产品，不得仅展示特定理财产品或部分理财产品的过往业绩。在选择过往业绩展示区间时，应注明区间起始时间和截止时间（完整会计年度的过往业绩展示除外），需要包含过往业绩计算方法，并设置 6 个月的过渡期。

《准则》注重产品历史业绩展示完整性，规定了必需展示区间和自选展示区间。从《准则》给予的展示示例看，产品需优先展示年度历史业绩和成立以来业绩，具体来看，理财产品运作 1 个月以上但不满 1 年的，应至少包括从产品成立之日起计算的过往业绩；理财产品运作 1 年以上但不满 6 年的，应至少包含自产品成立当年开始所有完整会计年度的业绩；理财产品运作 6 年以上的，应至少包含最近 5 个完整会计年度的业绩。在此基础上，可增加展示其他维度，如近 3 月等。要求过往业绩的展示应遵循稳定性和内在逻辑一致性的基本原则，不得随意变更展示规则。

不过若从实际运营角度看，此新规管理颗粒度仍较粗，理财产品同质化但不标准化，产品分类评价需进一步规范。理财产品运作模式和期限形态非常丰富，存在最短持有期产品、每日开放型产品、定期开放型产品和封闭式等多种模式，且每一种模式分别存在多种期限。产品收益与运作模式和产品期限密切相关，资管新规中要求资管产品需满足期限匹配原则，强化资产管理产品久期管理，如封闭式资产管理产品期限不得低于 90 天、非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的

到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日、未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日等约束限制，那么对于不同投资期限的产品应使用不同标准的业绩考核方式。目前现金管理类产品通常采用 7 日年化收益率进行比较，定开式和封闭式产品通常采用每一个定开区间或封闭期成立以来的收益率比较业绩达成率的考核，但对于最短持有期产品、日开产品并未有统一的考核标准。

未来，为了更好的让投资者在不同机构、不同理财产品之间作出更直观的比较，为了理财机构可以从产品考核、创设角度对市场同类产品进行考量与评价，理财产品的分类评价方式或许将进一步规范。

1.2.相较于公募基金，银行理财监管政策仍存进一步提升的空间

目前银行理财的监管规则与公募基金的统一性持续增强，如均实行净值化管理、信息披露透明度逐步提高等。不过当前理财产品政策仍有进一步规范空间，主要是信息披露和产品销售渠道两个方面。

（一）信息披露

银行理财信息披露不充分的问题一直存在，虽然 2023 年发布的《准则》进一步提升了理财产品信息披露的透明化程度，但仍存在披露渠道不统一、披露模式不规范、披露信息不完整等方面的问题。

首先从银行及理财公司内部视角来看，各家银行及理财公司产品信息披露透明度差距较大。《理财子公司理财产品销售管理暂行办法》要求应当向投资者充分披露信息和揭示风险。但不同银行及理财公司间差异较大，部分头部银行及理财公司已建设较为全面的信息公开渠道（包括网页、APP、公众号等），但也有部分理财公司信息披露的渠道有限，或是建设时间较短，有效信息较少，如部分理财子公司自有渠道无法查询到完整的产品要素、产品净值等信息。

从外部公开信息披露来源来看，银行理财的信息披露透明度低于公募基金。2019 年证监会出台了《证券投资基金信息披露指引》等一系列监管文件对公募基金信息披露进行规范，但截至 2023 年底银行理财暂未出台明确信息披露规则指引，不过《理财业务和理财产品信息披露》行业标准已通过金标委审查投票，预计即将推出。目前银行理财信息披露存在以下问题：一是外部公开数据易得性较差，当前对外公开数据来源有：1）银行业理财登记托管中心每年发布的中国银行业理财市场半年度报告和年度报告；2）中国理财网披露的产品信息；3）各家银行及理财公司所披露的数据，但这些官方渠道均无法同时满足对产品分类、净值、业绩等多维信息的筛选比较；二是产品信息维度不全：理财产品并未有强制要求定期披露产品运作报告，均为理财公司自愿披露，因此仅有部分产品定期披露产品持仓信息。三是信息完整性不足：理财公司未有单独公开报告，均是通过母行季报、半年报和年报披露相关信息，信息完整性较为缺乏。

在产品信息披露方面，以下方面可以改善和加强：

1）解决不同银行披露口径不一致问题，提高银行间理财产品横向可比性。包括统一产品池展示标准，根据产品状态（如新发、在售、封闭期内等）、产品销售方式（代销本行理财子公司产品、代销他行理财子公司产品）设定相同展示标准。

2）提升理财产品信息披露透明性和全面性。首先是公司公告方面，理财公司若独立披露定期报告，如季报、半年报和年报，并定期发布同系列理财产品运作报告，并展示产品投资策略、前十大持仓、存续规模等信息，市场的评估工作会更加顺畅。除各家银行及理财公司信息披露应该更为全面、更加及时之外，可以考虑拓宽更多三方信息披露平台或机构，定期提供相关信息。

（二）代销范围

牌照管理和机构管理的不同模式造成理财和基金代销机构差异。

理财产品销售限制于银行业金融机构。2021 年 5 月发布的《理财公司理财产品销售管理暂行办法》中明确规定了理财产品销售机构范围包括 1）销售本公司发行理财产品的理财公司；2）接受理财公司委托销售其发行理财产品的代理销售机构，包括其他理财公司，商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用合作社等吸收公众存款的银行业金融机构，以及银保监会规定的其他机构。

公募基金销售为牌照管理，未限制金融机构类型，主要考察销售资质。公募基金的代销渠道较为丰富，除了银行、保险、券商等传统的金融机构外，互联网三方平台也是公募基金的重要代销平台之一。在互联网快速发展阶段，以天天基金和蚂蚁基金为代表的互联网三方代销机构也加入公募基金销售阵营，开启了金融产品的互联网化进程，也带动独立基金销售机构快速崛起。根据证监会披露的数据显示，截至 2023 年 12 月，我国共有 403 家公募基金销售机构，其中，银行 148 家、独立基金销售机构 101 家、券商 98 家、期货公司 31 家、保险公司 5 家、保险代理公司和保险经纪公司 4 家、证券投资咨询机构 9 家，基金公司销售子公司 7 家。

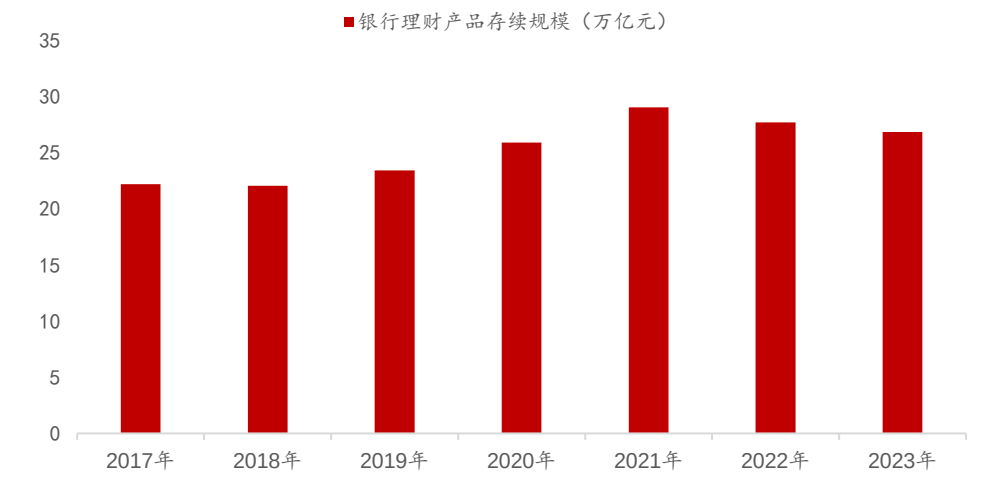
当前银行理财产品代销渠道相对有限，若未来理财产品销售渠道要进一步拓宽，银行理财的销售格局则有望改变。

2.银行理财市场产品概况

2.1.全市场理财产品概况

2023 年，理财市场赎回冲击的余波逐步消退，叠加债券市场大幅走强的背景下，理财市场表现相对平稳，理财市场随之步入修复的道路。不过总的来看，2023 年末理财产品规模尚未恢复至 2022 年末水平。银行理财登记托管中心数据显示，截至 2023 年末，全国共有 258 家银行机构和 31 家理财公司有存续的理财产品，共存续产品 3.98 万只，较年初增加 14.86%；存续规模 26.80 万亿元，虽然较 2023 年中的 25.34 万亿元相比，规模有所回升，与 2022 年末的 27.65 万亿元存续规模相比，理财规模同比负增长 0.85 万亿元。此外，根据中国证券投资基金业协会公布数据显示，截至 2023 年 12 月末，公募基金资产净值合计 27.60 万亿元，仍高于 2023 年末银行理财存续规模，银行理财市场仍存一定修复空间。

图 23　2023 年非保本理财产品规模



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

2.1.1.理财公司存续产品规模占比进一步提升，银行机构占比持续下滑

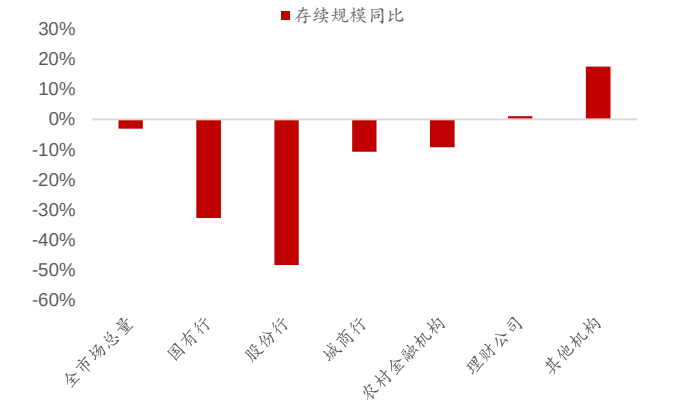
分机构类型看，理财公司理财产品存续规模增长，银行机构均出现回落。当前绝大多数成立理财公司的银行已基本将理财业务整合至理财子公司，因此银行机构存续理财产品规模呈持续下降趋势。

理财公司存续规模继续抬升。2023 年理财公司存续规模 22.47 万亿，同比上涨 1.01%，占全市场存续规模的 83.9%（2022 年为 80.4%）。理财市场日益成熟，随着银行机构存续产品相继到期终止，作为理财市场“主力军”的理财公司存续规模占比也将进一步提升。

银行机构存续规模持续缩减。大型银行、股份制银行存续产品规模占比较低，仅为 2.32%和 1.69%，当前仍存续的产品主要是一些无法进行迁移、仍未到期的产品。城商行、农商行存续规模占比继续下滑，主要是因为根据监管要求，除理财公司外，其他银行机构理财产品规模不再增长，已有的产品在到期后逐步清退，若无新产品接续，城、农商行存续产品规模也将持续下降。

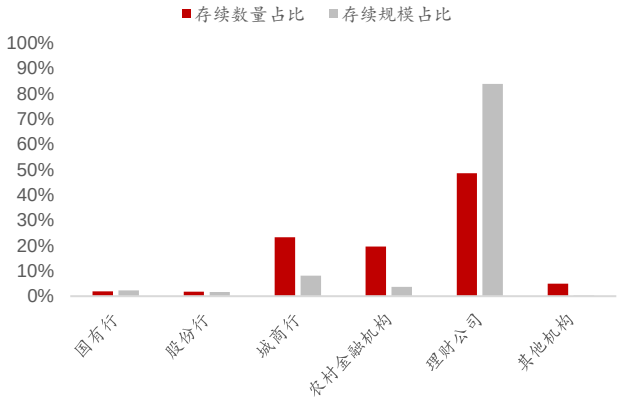
其他机构存续规模明显抬升，但整体规模占比极小。其他机构的理财产品存续规模同比增长 17.59%，或是与外资行近年加速布局中国理财市场，发行较多理财产品有关。不过总的来看，其他机构存续规模仅占全市场存续规模的 0.31%。

图 24　2023 年理财产品存续规模同比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

图 25　2023 年各机构产品数量及存续规模占比



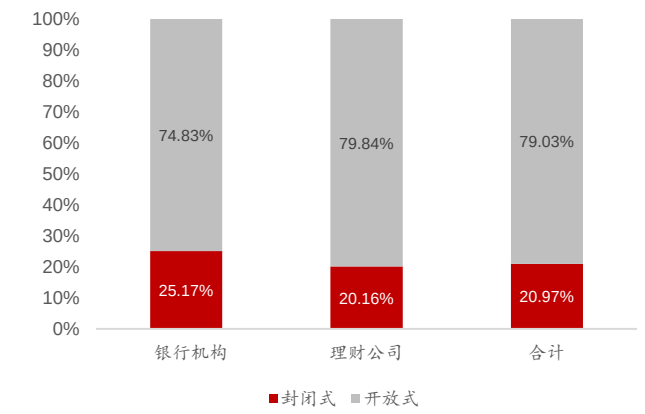
资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

2.1.2.封闭式产品规模占比提升，但产品期限整体缩短

2023 年开放式理财产品规模占比有所下滑，封闭式规模占比提升。截至 2023 年末，开放式理财产品存续规模为 21.18 万亿元，占比 79.03%，较年初减少 3.68 个百分点。其中，现金管理类理财产品存续规模为 8.54 万亿元，占全部开放式理财产品存续规模的比例为 40.32%，较年初上升 2.02 个百分点；封闭式理财产品存续规模为 5.62 万亿元，占全部理财产品存续规模的 20.97%。

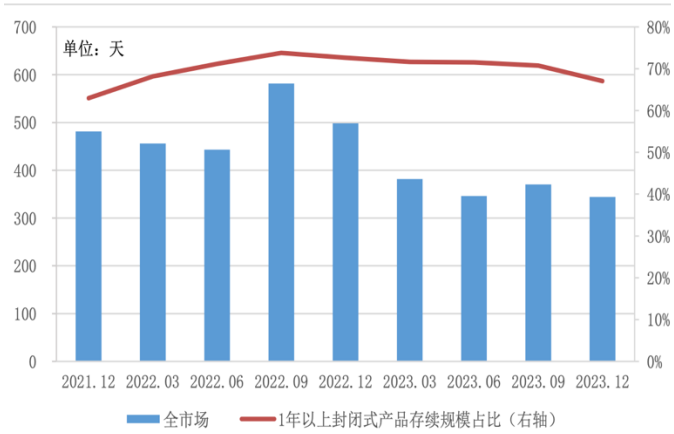
2023 年封闭式产品期限整体缩短。2023 年，新发封闭式理财产品加权平均期限在 288 至 381 天之间（2022 年为 339 至 581 天之间）。截至 2023 年末，1 年以上的封闭式产品存续规模占全部封闭式产品的比例为 67.02%，较年初减少 5.58 个百分点。

图 26 不同运作模式产品存续规模占比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

图 27 全市场新发封闭式产品期限情况

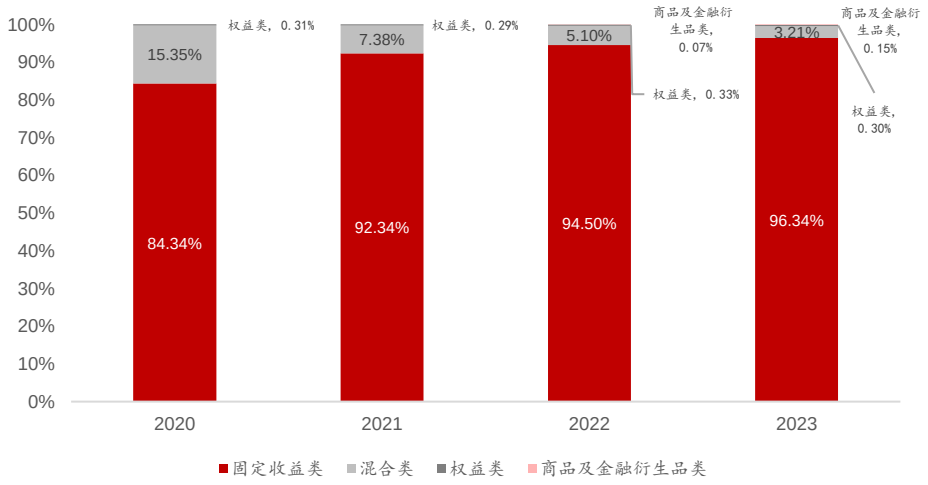


资料来源：银行业理财登记托管中心、华宝证券研究创新部

2.1.3.银行理财投资者风险偏好降低，2023 年固定收益类产品占比再提升

根据产品投资性质来看，2019 年以来，固定收益类产品比例逐年上涨。受益于 2023 年债牛行情，固定收益类理财产品占比进一步提升，截至 2023 年末，固定收益类产品存续规模为 25.82 万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达 96.34%，较年初增加 1.84 个百分点，较 2022 年增加 12 个百分点。而在 2022 年理财市场“破净潮”后，理财公司和理财投资者均更追求稳定收益，再加上 2023 年股市延续震荡走势，因此混合类和权益类理财产品占比进一步下滑，其中混合类产品存续规模为 0.86 万亿元，占比为 3.21%，较年初减少 1.89 个百分点。商品及衍生品类产品规模较小，不过占比出现小幅上涨。

图 28 2023 年各投资性质产品存续情况占比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

2.1.4.理财产品投向信用债资产占比有所下滑

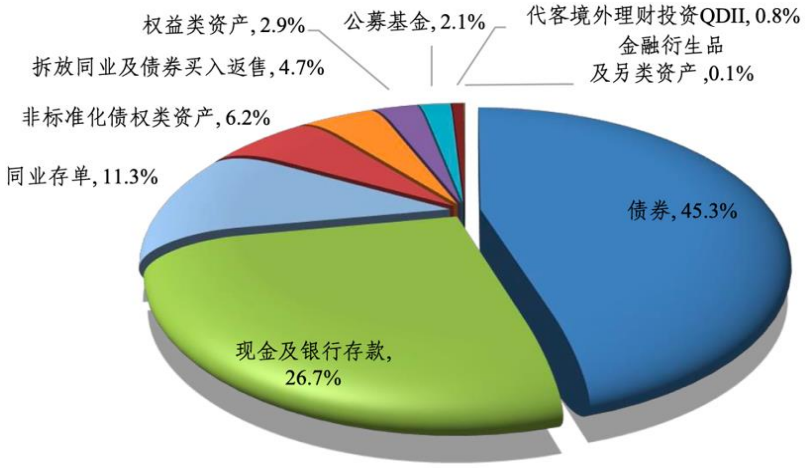
截至 2023 年底，理财产品投资资产合计 29.06 万亿元，较年初下降 3.00%。

从理财产品资产配置方面看，目前理财产品仍以投资固收类资产为主。截至 2023 年末，理财产品投资资产合计 29.06 万亿元，同比下降 3.00%。理财产品资产配置以固收类为主，投向债券类、非标准化债权类资产、现金及银行存款、拆放同业及买入返售的余额分别为 16.45 万亿元、1.79 万亿元、7.76 万亿元和 1.37 万亿元，分别占总投资资产的 56.61%、6.16%、26.7%和 4.7%，合计 27.37 万

亿元，占比达 94.2%。投向权益类资产和公募基金的余额分别为 0.83 万亿元、0.61 万亿元，占比 2.86%和 2.1%。从配置债券类别来看，截至 2023 年末，理财产品持有信用债 12.24 万亿元，占总投资资产的 42.12%，占比较年初减少 3.54 个百分点；持有利率债 0.93 万亿元占总投资资产的 3.20%。

此外，理财产品积极响应国家政策号召，充分发挥资金优化配置功能，提高直接融资比重，着力推动高质量发展。截至 2023 年末，银行理财产品通过投资债券、非标准化债权、未上市股权等资产，支持实体经济资金规模约 19 万亿元。理财资金投向绿色债券规模超 2500 亿元，投向“一带一路”、区域发展、扶贫纾困等专项债券规模超 1100 亿元，为中小微企业发展提供资金支持超 3.8 万亿元。为助力我国碳达峰、碳中和目标实现，理财市场 2023 年累计发行 ESG 主题理财产品 120 只，合计募集资金超 1100 亿元。截至 2023 年末，ESG 主题理财产品存续余额达 1480 亿元，同比增长 13.50%。理财行业不断推出特色产品，2023 年末存续“专精特新”、乡村振兴、大湾区等主题理财产品超 200 只，存续规模超 1200 亿元。

图 29　2023 年理财产品资产配置情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

2.2.银行理财公司情况

自 2018 年资管新规明确了“商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务”以来，银行理财公司陆续开业，成为理财业务规范化发展的重要体现。

2.2.1.银行理财公司建设情况

截至 2024 年 2 月 15 日，共 31 家理财公司获批开业，包括 6 家国有大型银行、11 家全国性股份制商业银行、8 家城市商业银行、1 家农商行以及 5 家合资机构的理财公司。2023 年底，浙银理财获准筹建，成为第 32 家设立的理财公司，至此国有大行和股份制行均已获得理财子公司牌照。考虑到设立理财公司的门槛，对于资本金、理财规模、团队配置等方面均存在监管要求。多数中小银行较难取得筹建资格，后续理财公司设立的速度或将进一步放缓。对于中小银行而言，将回归本源，通过代销参与理财业务。

表 7　理财公司开业情况

时间	机构数量	机构名称
2019 年	11	工银理财、建信理财、交银理财、农银理财、中银理财、

		中邮理财、光大理财、兴银理财、招银理财、杭银理财、宁银理财
2020 年	9	平安理财、信银理财、华夏理财、徽银理财、南银理财、苏银理财、青银理财、渝农商理财、汇华理财
2021 年	2	广银理财、贝莱德建信理财
2022 年	8	浦银理财、施罗德交银理财、上银理财、民生理财、高盛工银理财、恒丰理财、渤银理财、北银理财
2023 年	1	法巴农银理财
获批筹建	1	浙银理财（2023 年 12 月获批筹建）

资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 2 月 15 日

2.2.2.新发理财产品类型

考虑到理财产品信息披露平台数据仍在优化阶段，暂不具备多维度的细化查询功能，因此，我们选用普益标准数据，对于理财市场发行数量的数据进一步拆分。需要说明的是，官方数据和普益标准数据存在一定误差，后续若无注明，规模及数量数据均来自官方年报，普益标准数据用于补充描述理财市场结构情况。

根据普益标准数据显示，按产品发行数量统计，2023 年不同投资类型的产品发行数量占比分别为：固定收益类 95.90%、混合类 1.80%、权益类 0.50%、商品及金融衍生品类 1.79%。2023 年固定收益类产品占比继续增长。根据各机构的产品发行情况来看，兴银理财、信银理财、招银理财等几家股份制理财公司新发产品数量较多，分别为 1107 只、1029 只和 865 只理财产品。而几家合资理财公司发行产品数量相对较少，仅有贝莱德建信理财发行产品数量过百，共发行 112 只。

表 8　2023 年各银行理财子公司发行不同类型产品数量（单位：只）

银行类型	理财子公司	固定收益类	混合类	权益类	商品及金融衍生品类	总计
国有行	工银理财	547				547
	建信理财	675				675
	交银理财	567	2			569
	农银理财	242	26			268
	中银理财	690	15	6		711
	中邮理财	344		1		345
股份行	招银理财	751	21	2	91	865
	兴银理财	1033	25	20	29	1107
	信银理财	1022	7			1029
	浦银理财	454		2		456
	平安理财	380	27	1		408
	民生理财	342	5	8		355
	华夏理财	431		11		442
	恒丰理财	239				239
	广银理财	92				92
	光大理财	528	27	2		557
	渤银理财	218				218
城商行	苏银理财	248	33			281

	上银理财	230	7			237
	青银理财	555	9			564
	宁银理财	585	5		106	696
	南银理财	346	8	2		356
	徽银理财	399				399
	杭银理财	407	5	6		418
	北银理财	133		2		135
农商行	渝农商理财	350				350
外资控股	贝莱德建信理财	112				112
	法巴农银理财	2				2
	高盛工银理财	24				24
	汇华理财	92	4			96
	施罗德交银理财	43	1			44
总计		12081	227	63	226	12597

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

2.2.3.新发理财产品期限

产品期限方面，根据普益标准数据，2023 年新发理财公司理财产品算数平均运作周期约在 597 天。其中封闭式产品数量较多，约占 82%，平均期限约在 681 天。整体来看，时间期限在 1-3 年的理财产品发行数量占比最高，为 42%，其次是期限在 6-12 个月的产品，为 21%。

不同投资类型的产品期限之间也存在较大差异。固定收益类产品期限明显较前一年缩短，期限为一年以下产品数量占比超过半数，约为 54%（2022 年为 47%）。混合类产品以 1-3 年期为主，占比约为 53%。而权益类产品期限有所拉长，约为 43%的权益类产品期限在 3 年以上。

表 9　各银行理财子公司发行的不同投资类型、不同期限的产品数量占比

产品类型	1 个月以内	1-3 月	3-6 月	6-12 月	1-3 年	3 年以上	未公布	总计
固定收益类	8.00%	4.06%	19.49%	21.89%	42.57%	3.00%	1.00%	100%
混合类	3.96%	9.69%	7.49%	9.69%	52.86%	14.54%	1.76%	100%
权益类	14.29%	1.59%	0.00%	6.35%	28.57%	42.86%	6.35%	100%
商品及衍生品类	0.44%	79.20%	0.00%	0.00%	2.21%	0.00%	18.14%	100%
总计	**7.83%**	**5.49%**	**18.82%**	**21.20%**	**41.96%**	**3.35%**	**1.35%**	**100%**

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

数据截至 2023 年 12 月 31 日

2.2.4.新发理财产品业绩比较基准

业绩比较基准方面，2023 年理财子公司发行理财产品的平均业绩比较基准（包含绝对数值型业绩比较基准和区间型业绩比较基准产品，其中区间型业绩比较基准产品取区间均值）较前一年下滑，为 3.66%（2022 年为 4.28%）。根据产品类型来看产品平均发行业绩比较基准，固定收益类 3.63%，混合类 4.59%，权益类 4.77%，商品及金融衍生品类 6.16%。

此外，我们统计了区间型业绩比较基准产品的业绩比较基准下限均值，整体来看，业绩比较基准下限均值为 3.23%，其中固定收益类 3.22%，混合类 3.43%，权益类 5.08%（平均业绩比较基准下限高于平均业绩比较基准均值主要是由于区间型业绩比较基准产品中权益类产品数量较少，且均为私募产品），商品及金融衍生品类 3.59%。

表 10 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准

产品类型	1 个月以内	1-3 月	3-6 月	6-12 月	1-3 年	3 年以上	未公布	总计
固定收益类	2.86%	3.13%	3.08%	3.52%	3.95%	4.40%	3.72%	**3.63%**
混合类	4.16%	3.33%	3.89%	4.43%	4.66%	5.27%		**4.59%**
权益类				5.49%	4.59%	4.95%		**4.77%**
商品及金融衍生品类		6.12%			7.22%		5.24%	**6.16%**
总计	**2.89%**	**3.53%**	**3.09%**	**3.53%**	**3.97%**	**4.49%**	**3.74%**	**3.66%**

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

数据截至 2023 年 12 月 31 日，其中区间型业绩比较基准以算数平均法计算区间平均值

表 11 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准下限（区间型业绩比较基准）

产品类型	1 个月以内	1-3 月	3-6 月	6-12 月	1-3 年	3 年以上	未公布	总计
固定收益类	2.42%	2.88%	2.92%	3.18%	3.46%	3.76%	3.43%	3.22%
混合类	2.93%	3.02%	3.01%	3.30%	3.66%	2.54%		3.43%
权益类				5.35%	4.80%	4.80%		5.08%
商品及金融衍生品类		3.39%			7.37%		3.30%	3.59%
总计	**2.44%**	**2.96%**	**2.92%**	**3.18%**	**3.47%**	**3.72%**	**3.43%**	**3.23%**

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

数据截至 2023 年 12 月 31 日，其中区间型业绩比较基准以算数平均法计算下限均值

2.3.银行理财代销情况

理财产品的销售主要有三大渠道：一是银行母行代销；二是母行之外的其他银行代销；三是理财公司直销渠道。目前大部分理财公司产品仍主要由母行代销为主，不过理财公司也在纷纷扩宽代销渠道，且有部分渠道能力较强的理财公司逐步布局下沉市场。对于中小银行而言，受限于资产管理与投研能力不足，理财业务发展面临更大的竞争压力，多数中小银行回归本源、专注主业，选择通过代销业务继续参与理财市场。

2.3.1.银行理财产品代销渠道持续扩容

《中国银行业理财市场年度报告(2023 年)》显示，2023 年，理财公司不断拓展母行以外的代销渠道，母行代销金额占比持续下降。已开业的 31 家理财公司中，3 家理财公司的理财产品仅由母行代销，28 家理财公司的理财产品除母行代销外，还打通了其他银行的代销渠道。此外，17 家理财公司开展了直销业务，全年累计直销金额 0.26 万亿元。

从代销产品数量上看，根据普益标准，截至 2024 年 1 月中旬，共有 31653 款产品被代销，其中由理财公司发行 30943 款，数量占比达 98%。（本文在统计理财公司被代销产品数量时，按照产品登记编码唯一性进行统计，即同一产品登记编码的理财产品被视为 1 款产品进行计数。统计非母行渠道代销产品总数时，同一产品登记编码的理财产品被多家渠道代销计数为 1 款。）

2.3.2.银行理财公司进一步发力拓展他行代销渠道，母行代销占比继续下降

从代销渠道拓展情况来看，2023 年理财公司合作代销机构数量持续上涨，由母行代销的金额占比整体呈现下降态势。根据《中国银行业理财市场年度报告（2023 年）》显示，截至 2023 年末，全市场有 491 家机构代销了理财公司发行的理财产品，较年初增加 163 家。

理财公司渠道进一步拓展，城商行和股份行理财公司较为积极。2023 年国有行理财公司非母行代销占比仍相对偏低，不过较 2022 年有所拓宽。城商行理财公司和股份行理财公司对非母行渠道拓展较为积极，被代销产品数量较多。具体来看，国有行理财公司非母行代销拓展差异较大，交银理财非母行渠道的产品销售数量占比最高，且进一步抬升至 50%（2022 年为 42%），中银理财次之，为 27%。此外，2023 年中邮理财和农银理财的非母行代销渠道明显拓宽，占比分别从 2022 年的 7%和 3%上涨至 17%和 12%。建信理财、工银理财的非母行代销数量占比仍在 10%以内。股份行中，非母行代销占比 TOP5 为平安理财、华夏理财、招银理财、恒丰理财、兴银理财，占比分别为 58%、54%、48%、43%和 42%，整体较 2022 年有所提升。城商行理财公司中杭银理财、南银理财、苏银理财、青银理财被非母行代销产品占比分别达到 75%、70%、68%和 67%，也成为所有理财公司中非母行代销占比 TOP4 的理财公司。

表 12　理财公司被代销产品数量和渠道分布情况（按非母行代销数量占比降序排列）

发行机构	被代销产品（款）	被代销产品（款）非母行	被代销产品占比非母行	被代销产品占比仅母行
杭银理财	1150	868	75%	25%
南银理财	1044	730	70%	30%
苏银理财	1128	767	68%	32%
青银理财	667	448	67%	33%
平安理财	1563	908	58%	42%
华夏理财	1007	541	54%	46%
交银理财	1529	767	50%	50%
渝农商理财	494	237	48%	52%
招银理财	2519	1203	48%	52%
恒丰理财	614	266	43%	57%
兴银理财	2664	1107	42%	58%
宁银理财	1421	568	40%	60%
光大理财	1096	423	39%	61%
广银理财	234	74	32%	68%
中银理财	1716	463	27%	73%
信银理财	2758	628	23%	77%
渤银理财	225	48	21%	79%
浦银理财	1903	370	19%	81%
施罗德交银理财	57	11	19%	81%
中邮理财	769	134	17%	83%
农银理财	660	78	12%	88%

民生理财	986	86	9%	91%
徽银理财	764	52	7%	93%
建信理财	1109	73	7%	93%
工银理财	1481	49	3%	97%
北银理财	258	8	3%	97%
上银理财	739	4	1%	99%
汇华理财	211	1	0%	100%
高盛工银理财	65		0%	100%
法巴农银理财	3		0%	100%
贝莱德建信理财	109		0%	100%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部　注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

理财公司进一步布局下沉市场。具体从拓展代销银行类型看，2023 年部分股份制行和城商行理财公司大力扩宽农村金融机构销售渠道，进一步布局下沉市场。目前兴银理财代销机构数量仍遥遥领先，达到 341 家，包括 37 家城商行和 277 家农村金融机构。此外，信银理财、杭银理财、华夏理财代销机构数量均超过 100 家，其中信银理财拓展了 102 家农村金融机构，较 2022 年明显增多，这也是部分股份行理财子公司在完成大中银行渠道扩展之后，进一步抢占城商行、农村金融机构等中小银行的下沉市场。

表 13　理财公司不同类型代销渠道分布数量（含母行）

发行机构	被代销产品（款）	代销机构（家）	国有行	股份行	城商行	农村金融机构	外资行	民营银行	直销银行
信银理财	2758	129	6	7	9	102	1	2	2
兴银理财	2664	341	5	12	37	277	2	6	2
招银理财	2519	24	6	8	7			2	1
浦银理财	1903	23	2	7	4	4		4	1
中银理财	1716	23	4	9	5		1	2	2
平安理财	1563	77	6	9	13	40	4	3	2
交银理财	1529	27	4	9	9	2		2	1
工银理财	1481	9	1	5	1			1	1
宁银理财	1421	39	1	5	19	8	3	2	1
杭银理财	1150	118	1	4	38	61	4	8	2
苏银理财	1128	99	3	2	16	72	1	3	2
建信理财	1109	6	2	3	1				
光大理财	1096	25	6	8	7			2	2
南银理财	1044	94		2	35	47	1	7	2
华夏理财	1007	104	4	9	14	69	2	4	2
民生理财	986	14		6	2		1	3	2
中邮理财	769	17	4	6	3			2	2
徽银理财	764	13		2	5			4	2
上银理财	739	3			1			2	
青银理财	667	33		1	17	3	1	9	2

农银理财	660	17	3	6	4			2	2
恒丰理财	614	11		3	5		2	1	
渝农商理财	494	44		2	17	18		5	2
北银理财	258	7		1	3		1	2	
广银理财	234	13	1	4	3		1	2	2
渤银理财	225	14		3	6			3	2
汇华理财	211	2	1	1					
贝莱德建信理财	109	1	1						
高盛工银理财	65	1	1						
施罗德交银理财	57	2	1						1
法巴农银理财	3	1	1						

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

2.3.3.商业银行代销情况

从银行层面看，国有行代销本行理财子公司产品占比整体较高，均超过 50%，但同比有所下滑。农业银行和邮储银行代销本行理财子产品数量较多，占比分别达到 96%和 93%。股份行中，华夏银行代销本行理财公司产品数量占比达 99%，明显高于其他股份行。城商行中，徽商银行和南京银行代销本行理财公司产品数量较多，占比分别达 99%和 98%。从占比变化来看，2023 年约一半的银行代销本行理财公司产品数量占比较前一年有所下降，其中上海银行、建设银行和青岛银行变化较多，分别下降 18%、17%和 15%。而民生银行（19%）、浦发银行（13%）代销本行理财公司产品数量占比出现较为明显提升。由于恒丰理财、北银理财均于 2022 年下半年开业，发行产品数量有限，而渤银理财于 2023 年初开业，因此 2023 年恒丰理财、渤银理财代销本行理财公司产品数量变化较大。

图 30　银行代销本行理财公司产品数量占比情况

机构性质	机构名称	代销本行理财子产品数量占比（截至2024年1月）	2024年1月占比较2023年1月变化
国有行	农业银行	96%	-3%
	邮储银行	93%	-6%
	工商银行	89%	-9%
	建设银行	79%	-17%
	中国银行	69%	-2%
	交通银行	62%	5%
股份行	华夏银行	99%	-1%
	渤海银行	88%	88%
	恒丰银行	86%	61%
	光大银行	86%	-3%
	平安银行	84%	1%
	民生银行	70%	19%
	广发银行	69%	6%
	中信银行	65%	-7%
	招商银行	59%	-10%
	兴业银行	56%	6%
	浦发银行	45%	13%
	浙商银行	0	0%
城商行	徽商银行	99%	0%
	南京银行	98%	4%
	上海银行	73%	-18%
	青岛银行	68%	-15%
	宁波银行	53%	-1%
	北京银行	51%	51%
	杭州银行	46%	-3%
	江苏银行	39%	6%
农商行	重庆农商行	100%	0%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

2.4.产品业绩达标情况

理财净值化转型已有近 3 年的时间，净值型产品管理运作已逐步迈入正轨，同时积累了一定时间的业绩表现，由于理财产品发行设定的业绩基准并不代表真实收益，我们希望对不同机构发行的同类理财产品进行真实业绩比较分析。考虑到固定收益类理财产品规模占比超 96%，因此主要考察固收类产品收益相较业绩比较基准的达标情况。

根据产品不同运作模式和期限，选取不同的收益考察指标进行分析。对封闭式产品，选择产品结束日期在 2023 年内的，考察其成立以来折合年化收益率。其他运作模式的产品选择成立日期不超过 2023 年 6 月 30 日且产品结束日在 2023 年后。对日开产品考察其 2023 年的年化收益率。对最短持有期产品，对主流的 5 个期限类型进行比较，考察对应的滚动最短持有期平均收益率和持有胜率。对定开型产品，对主流的 5 个期限类型进行比较，考察对应定开周期的折合年化收益率。收益考察指标不低于业绩基准绝对值或区间数值型业绩比较基准的下限视为达标。

统计样本中，相同类型、期限、运作模式的产品成立时间不同，产品运作对应的市场环境存在差别，产品收益表现除投资策略外，还受资本市场波动影响。统计样本中产品期限最长超过 3 年，回顾自 2021 年以来债券市场走势（以 1 年期和 10 年期国债走势为代表），其中 2021 年债市整体走强，也带动理财市场表现较强。到了 2022 年，债市经历了年初和年末两轮大面积回调，因此，对于该阶段成立以及运作期包含此阶段产品的业绩表现均造成一定冲击。2023 年债市整体呈“V 型”走势，上半年债市明显走强，理财市场整体收益情况也较为亮眼，而自 8 月以来，市场止盈情绪升温，1 年期和 10 年期国债收益率均开始上行，一定程度上压降理财产品收益。

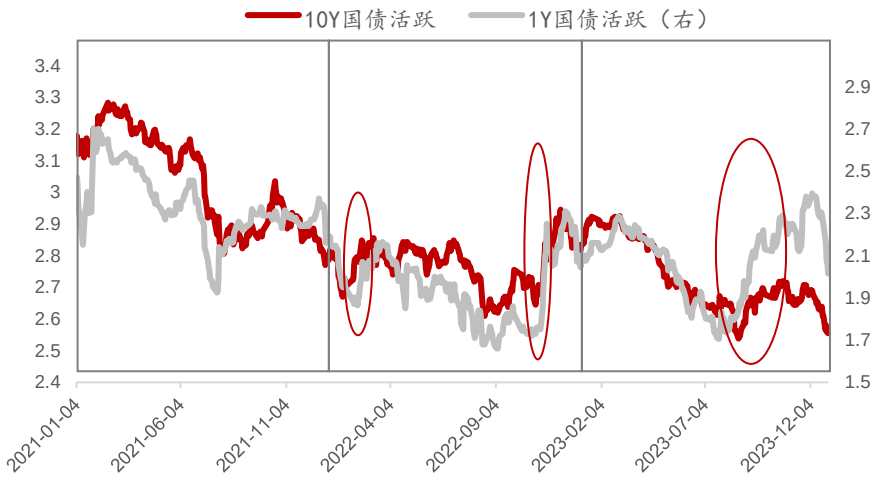
表 14　固定收益类理财业绩分析的样本范围与考察指标选取规则

产品分类	样本范围	选取收益考察指标

日开	产品业绩基准为绝对数值或区间数值	产品成立日期不超过 2023 年 6 月 30 日，产品结束日在 2023 年后		2023 年年化收益率
最短持有期			最短持有 7、14、30、60、90 天	滚动最短持有期收益率及持有胜率
定开			周开 7 天、双周开 14 天、月开 30 天、双月开 60、季开 90 天	对应定开周期的折合年化收益率
封闭式		产品结束日期在 2023 年内		成立以来年化收益率

资料来源：华宝证券研究创新部

图 31　2021 年-2023 年债券市场走势（%）



资料来源：wind，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

封闭式理财产品

封闭式产品平均年化收益率为 2.95%，其中，1-3 个月（含）、3-6 个月（含）、6 个月-1 年（含）、1 年-3 年（含）、3 年以上平均年化收益率分别为 3.00%、2.99%、3.19%、2.95%和 3.67%。1 年-3 年（含）理财产品平均年化收益率低于短期限封闭式产品主要是受近几年债券市场波动影响，部分产品运作期涵盖了 2022 年初和年末以及 2023 年 8 月以来债市的调整阶段，或造成产品收益率出现不同程度下滑。

46%的封闭式理财产品自成立以来年化收益率达到其业绩比较基准水平，54%的理财产品收益率未达到业绩基准。根据产品期限划分，短期限产品业绩达标情况优于中长期限产品，其中 1-3 个月（含）、3-6 个月（含）封闭式理财产品达标率超过 80%，分别为 97%和 83%，未达标产品数量占比分别为 3%和 17%。中长期产品达标情况明显不及短期限产品，或与产品运作期经历了 22 年市场回调有关。其中 1-3 年（含）、3 年以上产品中仅 12%和 28%达到其业绩比较基准，不达标产品占比达 88%和 72%。

表 15　封闭式理财产品收益率与达标情况

产品类型	收益与达标情况	1 个月-3 个月（含）	3 个月-6 个月（含）	6 个月-1 年（含）	1 年-3 年（含）	3 年以上	总计

封闭式	成立以来年化收益率	3.00%	2.99%	3.19%	2.95%	3.67%	2.95%
	达标率	97%	83%	62%	12%	28%	46%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部　注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

日开型理财产品

日开型产品 2023 年平均年化收益率为 2.11%，年化收益率达到业绩比较基准水平的产品数量占比为 87%，收益率未达到业绩比较基准水平的产品数量占比为 13%。

定开型理财产品

定开型产品中，我们主要选择周开（7 天）、双周开（14 天）、月开（30 天）、双月开（60 天）和季开（90 天）产品进行观测。2023 年定开型产品平均定开周期年化收益率为 2.77%，其中，7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天产品平均定开周期年化收益率分别 2.74%、2.62%、2.61%、2.93%和 3.16%。达标情况来看，定开型产品整体达标情况较好，达标率为 77%，分期限看定开 7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天产品达标率分别为 76%、57%、75%、89%和 85%。需要说明的是，由于无法精准识别每一个定开产品的开放日，因此统计定开产品定开周期的收益率时，我们采取一致化处理，即根据产品净值，以定开周期为时间跨度进行收益计算，计算定开周期收益率和实际定开周期收益存在一定偏差。

最短持有期型理财产品

最短持有期产品中，7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天为主要的最短持有期限。2023 年最短持有期产品平均滚动最短持有期年化收益率为 2.95%，其中 7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天产品平均滚动年化收益率分别为 2.68%、3.00%、2.55%、3.07%和 3.04%。平均滚动胜率为 72%。达标情况来看，超 8 成最短持有期产品平均滚动年化收益率达到业绩基准，其中最短持有期为 7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天产品达标率分别为 97%、89%、84%、76%和 84%。

表 16　定开型、最短持有期型理财产品收益率与达标情况

产品类型	达标情况	7 天	14 天	30 天	60 天	90 天	整体情况
定开型	平均定开周期年化收益率	2.74%	2.62%	2.61%	2.93%	3.16%	2.77%
	达标率	76%	57%	75%	89%	85%	77%
最短持有期型	平均滚动最短持有期年化收益率	2.68%	3.00%	2.55%	3.07%	3.04%	2.95%
	达标率	97%	89%	84%	76%	84%	86%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

表 17　不同理财公司各类型理财产品达标情况

发行机构	日开型		封闭式		最短持有期型		定开型	
	产品数量	达标率	产品数量	达标率	产品数量	达标率	产品数量	达标率
北银理财	-	-	9	不及半数	-	-	5	60%
渤银理财	3	100%	52	90%	-	-	-	-
工银理财	15	100%	470	不及半数	17	53%	55	不及半数
光大理财	4	100%	139	66%	-	-	14	86%
广银理财	9	78%	70	89%	-	-	7	86%
杭银理财	4	75%	325	不及半数	-	-	4	100%
恒丰理财	2	100%	208	78%	5	100%	8	88%
华夏理财	6	100%	430	不及半数	70	100%	19	100%
徽银理财	-	-	304	不及半数	-	-	11	73%
建信理财	2	100%	486	不及半数	-	-	15	不及半数
交银理财	19	100%	267	69%	-	-	45	89%
民生理财	4	50%	150	50%	-	-	14	100%
南银理财	-	-	211	52%	-	-	-	-
宁银理财	-	-	145	83%	6	100%	-	-
农银理财	8	50%	123	不及半数	-	-	10	60%
平安理财	16	94%	37	70%	-	-	12	100%
浦银理财	2	100%	138	72%	-	-	26	96%
青银理财	2	50%	506	不及半数	-	-	37	57%
上银理财	1	100%	146	不及半数	-	-	-	-
苏银理财	-	-	85	不及半数	3	100%	11	100%
信银理财	28	96%	547	80%	-	-	106	88%
兴银理财	23	91%	300	60%	19	100%	3	不及半数
渝农商理财	3	67%	254	不及半数	3	67%	4	100%
招银理财	18	94%	407	59%	-	-	56	96%
中银理财	32	69%	419	不及半数	10	70%	55	不及半数
中邮理财	2	100%	108	84%	24	58%	15	
总计	203	87%	6418	46%	157	86%	532	77%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日，以首字母拼音从小到大排序

2.5.养老产品数量逐步提升，业绩表现相对平稳

理财公司响应国家“大力发展银发经济”号召，丰富发展养老金融产品。根据中国理财网数据，截至 2024 年 1 月 15 日，理财公司发行的养老理财产品共计 51 只，养老理财产品合计规模接近 1000 亿元。养老理财主要以投资固定收益类资产为主，权益类资产投资比例较低，整体收益较为稳定，近

一年平均年化收益为 2.61%。同时，收益平滑基金机制也使得养老理财产品能够较好控制回撤，近一年平均最大回撤为 0.90%，整体来看，养老理财产品整体波动偏低，进一步提升投资者的持有体验。

投资者购买养老理财产品有两个方式，一是直接购买，二是通过个人养老金账户购买，可以享受额外的税收减免优惠。个人养老金账户制度于 2022 年 11 月推出，试点地区投资者开通账户后可以投资包括养老理财、养老储蓄、养老保险、养老基金等四类养老产品。截至 2024 年 1 月中旬，个人养老金产品增加至 728 只，包括 465 只储蓄类产品、180 只基金类产品、58 只保险类产品、23 只理财类产品。可投理财方面，共有 6 家理财公司发行相关产品，其中工银理财 8 只、中银理财 5 只、农银理财 5 只、中邮理财 3 只、建信理财 2 只和贝莱德建信理财 1 只。从产品业绩表现来看，（剔除工银理财两只新发产品）可投理财产品成立至今平均年化收益率为 3.08%，略低于平均业绩比较基准下限（3.93%）。其中，建信理财睿鑫固收类最低持有 1 年产品成立至今收益率最高，达 5.47%，其次是中银理财“福”（3 年）最短持有期固收增强理财产品和中银理财“福”（18 个月）最短持有期固收增强理财产品，成立至今收益率分别为 4.53%和 4.36%，均超过其业绩比较基准下限（分别为 4.02%和 3.72%），但未达其业绩比较基准上限（分别为 5.02%和 4.72%）。其余产品成立至今平均收益率均不达业绩比较基准下限。养老理财产品由于成立时间的差异，产品业绩统计区间的市场行情有所不同，也造成产品成立以来年化收益率的表现差异。

表 18　个人养老金账户可投理财产品一览

发行机构	产品名称	子份额	产品起始日	成立至今收益率（%）	业绩比较基准下限（%）	业绩比较基准上限（%）
工银理财	工银理财·核心优选最短持有 365 天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	2023/2/17	2.77	3.7	4.2
	工银理财·鑫添益最短持有 540 天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	2023/2/17	2.89	4.1	4.6
	工银理财·鑫尊利最短持有 1080 天固定收益类开放式理财产品	暂不涉及	2023/2/17	1.87	5.25	5.75
	工银理财·鑫悦最短持有 720 天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	2023/2/17	2.50	4.4	4.9
	工银理财·“鑫得利”固定收益类理财产品（2018 年第 32 期）	B 份额	2019/11/8	3.89	3	3
	工银理财·“鑫得利”量化策略联动固定收益类理财产品（2018 年第 4 期）	B 份额	2019/11/22	2.52	3.2	3.5
	工银理财·智益最短持有 1500 天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	2023/12/28	0.00	5	6
	工银理财·智悦最短持有 1800 天固定收益类开放式理财产品	L 份额	2023/12/28	0.00	5.15	6.15
中银理财	中银理财“福”（1 年）最短持有期固收增强理财产品	L 份额	2023/2/28	3.69	3.61	4.61
	中银理财“福”（18 个月）最短持有期固收增强理财产品	L 份额	2023/2/28	4.36	3.72	4.72
	中银理财“福”（2 年）最短持有期固收增强理财产品	L 份额	2023/2/28	3.88	3.81	4.81
	中银理财“福”（3 年）最短持有期固收增强理财产品	L 份额	2023/3/1	4.53	4.02	5.02
	中银理财“禄”（5 年）最短持有期混	L 份额	2023/3/1	1.05	4.17	6.17

	合类理财产品					
农银理财	农银理财“农银同心·灵动”360 天科技创新人民币理财产品	L 份额	2021/3/18	2.24	4.05	4.05
	农银理财“农银顺心·灵动”365 天固定收益类人民币理财产品	L 份额	2023/3/10	2.38	3.7	4.2
	农银理财“农银顺心·灵动”1080 天固定收益类人民币理财产品	L 份额	2023/3/10	1.56	5.25	5.75
	农银理财“农银顺心·灵动”720 天混合类人民币理财产品	L 份额	2023/3/10	2.00	4.5	5
中邮理财	邮银财富添颐·鸿锦最短持有 365 天 1 号	L 份额	2023/1/4	3.83	3.65	4.65
	邮银财富添颐·鸿锦最短持有 1095 天 1 号	L 份额	2023/2/20	3.87	3.85	4.75
	邮银财富添颐·鸿锦最短持有 1825 天 1 号	L 份额	2023/3/6	3.89	4.05	4.95
建信理财	建信理财睿鑫固收类最低持有 1 年产品	L 份额	2023/12/29	5.47	5%*沪深 300 收益率+95%*中债-企业债 AAA 全价(1-3 年)指数收益率	
	建信理财“安鑫”（最低持有 360 天）按日开放固定收益类净值型人民币理财产品	L 份额	2019/1/9	3.42	2.7	3.7
贝莱德建信理财	贝莱德建信理财贝嘉目标风险稳健型固定收益类理财产品（最低持有 365 天）	44	2023/7/18	2.16	5%*沪深 300 指数收益率+95%*中债	

资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

3.2023 年银行理财生态变化

3.1.市场集中度降低，位次生变

理财公司市场集中度降低。随着理财公司的逐步开业，理财市场竞争加剧，理财公司市场集中度有所下降，2022 年 Q4 理财公司规模 CR3 为 38%，CR5 为 59%，而 2023 年 Q4 理财公司规模 CR3 为 29%，CR5 为 44%。

部分股份行理财公司规模排名显著提升。2023 年国有行理财公司表现不及股份行理财公司，其中建信理财位次下滑较为明显（从 2022 年 Q4 的第三位下滑至 2023 年 Q4 的第七位）；中银理财、交银理财、中邮理财 2023 年末位次相较于 2022 年末保持不变，分别为第六位、第九位和第十一位；而农银理财和工银理财位次调换。股份行理财公司中，招银理财自 2022 年初以来维持在首位。值得注意的是，兴银理财和信银理财总规模增长速度较快，其中兴银理财的位次在 2022 年初的第五上升至第二位；信银理财从 2022 年初第九位上升至第三位。兴银理财和信银理财规模的快速增长得益于几个方面：1）产品发行数量较多；2）代销渠道广，进一步布局下沉市场；3）专注投研能力提升，产品业绩表现较优；4）完善产品体系，优化产品结构。

图 32　2022 年以来理财公司规模排名位次变化

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
1	招银理财	招银理财	招银理财	招银理财	招银理财	招银理财	招银理财	招银理财
2	建信理财	建信理财	建信理财	兴银理财	兴银理财	兴银理财	兴银理财	兴银理财
3	工银理财	工银理财	工银理财	建信理财	信银理财	信银理财	信银理财	信银理财
4	农银理财	农银理财	农银理财	农银理财	中银理财	中银理财	工银理财	工银理财
5	兴银理财	兴银理财	中银理财	工银理财	建信理财	工银理财	中银理财	农银理财
6	中银理财	中银理财	兴银理财	中银理财	工银理财	建信理财	建信理财	中银理财
7	交银理财	交银理财	信银理财	信银理财	农银理财	农银理财	农银理财	建信理财
8	光大理财	信银理财	光大理财	光大理财	光大理财	光大理财	光大理财	光大理财
9	信银理财	光大理财	交银理财	交银理财	交银理财	交银理财	交银理财	交银理财
10	中邮理财	中邮理财	中邮理财	平安理财	平安理财	平安理财	平安理财	平安理财
11	平安理财	平安理财	平安理财	浦银理财	浦银理财	浦银理财	浦银理财	浦银理财

资料来源：各理财公司官网，华宝证券研究创新部

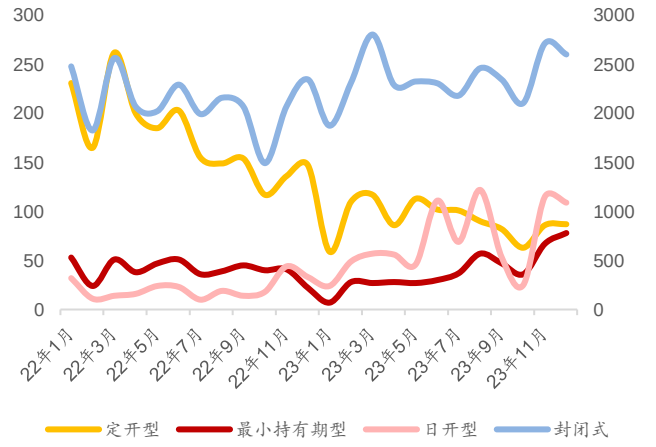
3.2.短期限纯债类理财产品发行成全年主线

2023 年，在银行理财“破净潮”的余波下，投资者风险偏好明显降低，理财公司也顺应投资者需求，产品供给进一步向低波稳健型产品倾斜，从新发产品视角观察，理财公司 2023 年新发产品更聚焦于短期限的纯固收类产品。

从产品期限来看，期限在 6 个月以内的产品发行占比提升。其中 1 个月以内、3-6 个月的理财产品发行占比呈明显抬升趋势，由 2023 年初的 2%和 23%上涨至 6%和 29%。6-12 个月的产品占比出现明显下滑，其原因是虽然 6-12 个月产品较 3-6 个月产品期限更长，但从产品投资策略和投资限制来看，两类产品投资的资产较为相似，收益率差距也不明显，但其流动性又不及 6 个月以内产品，更多投资者愿意选择流动性更好的短期限产品。

从运作模式看，流动性更好的产品更受投资者青睐，日开型产品发行数量上涨幅度较为明显，最短持有期型产品数量增速于下半年开始抬升，而定开型产品发行数量呈显著下滑趋势。

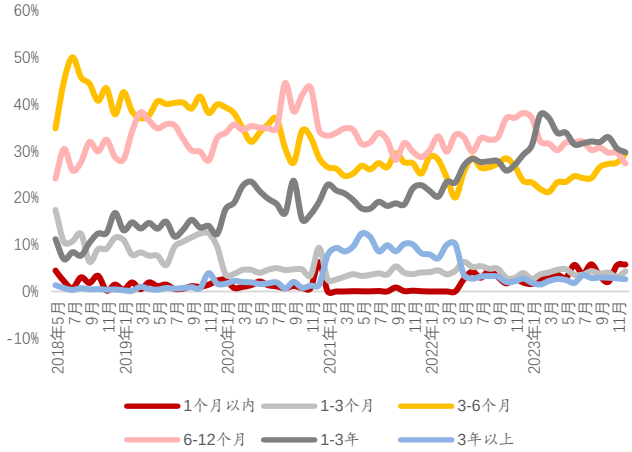
图 33 不同运作模式新发理财产品数量变化（只）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

图 34 各期限净值型银行理财产品发行占比趋势（%）

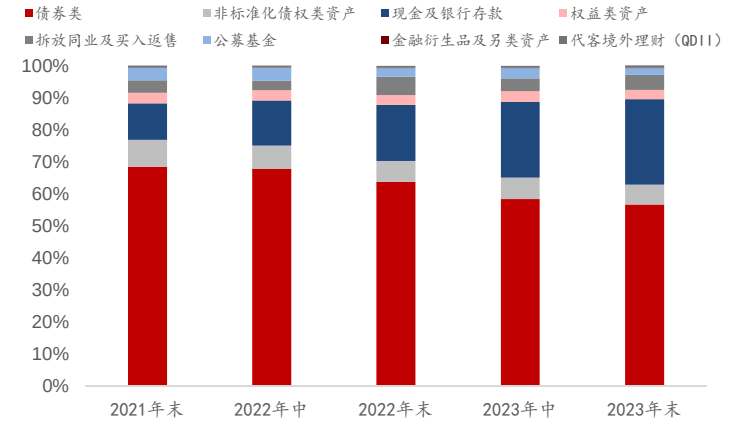


资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

从理财资产配置情况也能看出理财产品结构变化。2023 年投向现金及银行存款资产占比明显增多，从 2022 年末的 3.14%提升至 2023 年末的 26.7%，固定收益类资产投资（债券类+非标+现金存款+拆放同业及买入返售）占比从 79%提升至 89%。而权益类资产占比出现回落，从 2022 年末的 2.7%下滑至 2.1%。

图 35 理财产品资产投向变化（%）

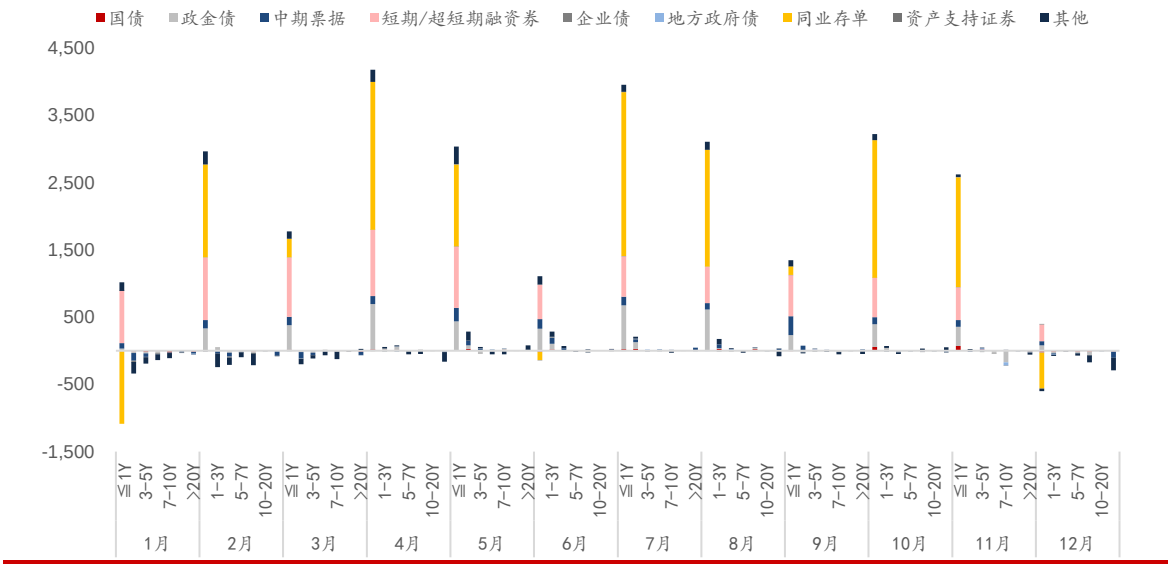


资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部

注：根据理财公司定期报告中披露的数据进行穿透后计算占比

从理财公司 2023 年现券净增持累计值来看，2023 年银行理财以增持短期限资产为主，其中持有同业存单和短融较多，分别多增 11336 亿元和 8061 亿元。此外，根据各类型债券期限划分，2023 年理财公司分别净买入 1 年期以下、1-3 年、3-5 年、5-7 年国债 163 亿元、118 亿元、56 亿元和 11 亿元，而 7 年以上国债共计净卖出 35 亿元。政金债中，理财净买入 1 年期以下政金债较多，达 4336 亿元，净买入 1-3 年政金债 34 亿元，而 3 年期以上政金债合计净卖出 461 亿元。地方政府债净买入额度较少，合计约 15 亿元，其中 3-5 年地方政府债净买入约 62 亿元，而 7-10 年地方政府债净卖出约 37 亿元。企业债整体净卖出 24 亿元。

图 36　2023 年理财公司及理财产品月度现券净买入情况（亿元）



资料来源：外汇交易中心，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

表 19　2023 年全年理财公司及理财产品现券净买入情况（亿元）

期限	国债	政金债	中期票据	短期/超短期融资券	企业债	地方政府债	同业存单	资产支持证券	其他	合计
≦1Y	163.42	4336.03	1576.14	8061.38	23.06	-14.23	11335.53	4.31	1404.36	26890.06
1-3Y	117.72	266.48	33.77		-5.04	-11.75		-3.50	-98.60	299.12
3-5Y	56.30	-103.28	-121.54		-24.10	61.83		-5.34	-177.90	-314.06
5-7Y	11.47	-122.10	-4.44		-7.64	5.48		-17.30	-391.77	-526.11
7-10Y	-33.55	-224.73	-7.95		-4.40	-36.67		-17.47	-550.95	-875.30
10-20Y	-0.23	-8.43	-13.15		-4.57	9.62		-5.91	-6.31	-29.48
>20Y	-1.69	-2.77	-222.79		-1.59	1.10			-363.01	-590.67
合计	313.44	4141.20	1240.04	8061.38	-24.28	15.38	11335.53	-45.21	-184.18	24853.56

资料来源：外汇交易中心，华宝证券研究创新部　注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

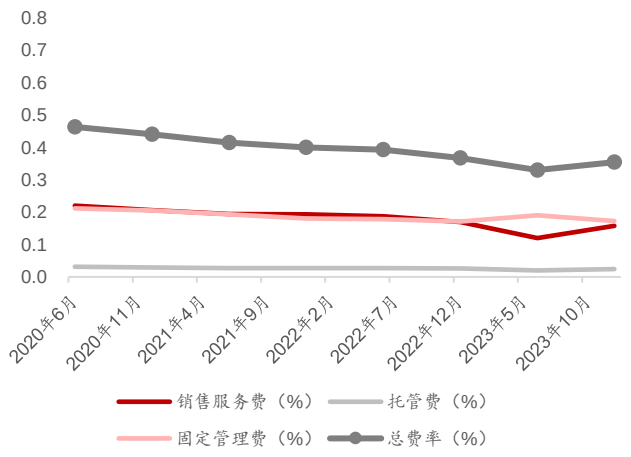
3.3.公募基金降费背景下，银行理财费率优惠相继出台

2023 年，公募基金费率改革在政策的推动下正式开启。虽然理财市场暂无出台有关费率引导的政策性文件，但多家理财机构已自觉开展费率调整，践行国家政策指引。

兴银理财、中银理财、光大理财、华夏理财、杭银理财、北银理财等多家银行理财子公司先后发布费率调整公告，对旗下理财产品的相关费率进行了不同程度的下调，优惠费率涵盖了申/赎费、销售费、托管费、固定投资管理费、浮动管理费等多种费用。2023 年末，理财产品费率“价格战”进一步加码，理财公司再次启动费率“打折”促销活动，优惠的产品主要为固收类理财以及现金管理类理财。

目前理财产品的费用主要分为认购费、申赎费、固定管理费、托管费、销售服务费、浮动管理费以及其他费用（包括交易费、审计费、信息披露费等）七种类型。其中认/申购费和赎回费通常一次性扣除，而固定管理费、托管费、销售服务费通常按照每个规定估值日理财产品净资产的一定比例（年化），每日计提、定期支付。从趋势上看，自 2022 年中以来，银行理财产品各项费率整体呈现震荡下行走势。截至 2023 年末，固定收益类产品平均综合费率（包括固定管理费、销售服务费以及托管费）较 2022 年末的 0.37%下降至 0.35%。从费率结构上看，固定收益类产品的固定管理费由 2022 年末的 0.17%微幅上涨至 2023 年末的 0.173%，托管费和销售服务费均有所下降，分别由 2022 年末的 0.027%和 0.170%下降至 2023 年末的 0.025%和 0.158%；权益类产品的固定管理费和销售服务费出现调降，分别由 2022 年末的 0.615%和 0.685%下降至 2023 年末的 0.578%和 0.638%，而托管费小幅上涨至 0.030%（2022 年末为 0.029%）；混合类产品的固定管理费和托管费较 2022 年末有所抬升，分别为 0.29%（2022 年末为 0.27%）和 0.029%（2022 年末为 0.028%），销售服务费变化不大，从 2022 年末的 0.298%微幅下降至 0.293%。

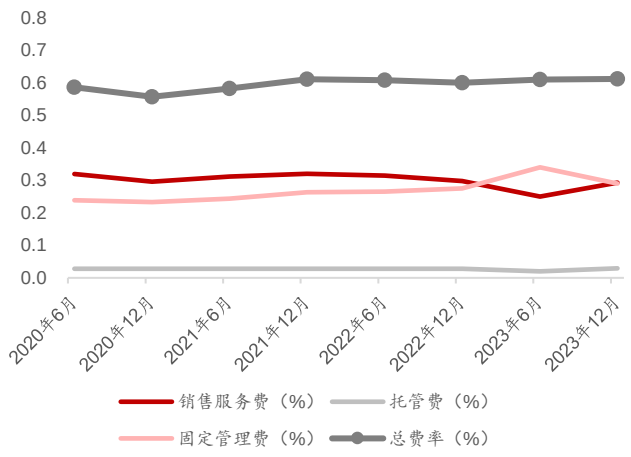
图 37　固定收益类理财产品费率走势（%）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

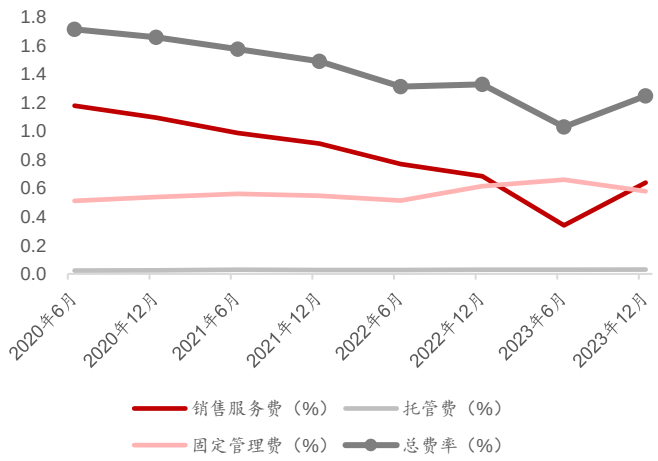
图 38　混合类理财产品费率走势（%）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

图 39　权益类理财产品费率走势（%）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

理财公司除了阶段性费率优惠外，还在产品费率模式层面做出创新。目前来看，理财产品费率模式的创新主要是在固定管理费方面，共推出了三种类别的费率优惠模式：一是产品破净暂停收取管理费；二是产品建仓期回撤日不收管理费；三是业绩不达基准有权减免管理费。

模式一：“破净暂停收取管理费”

招银理财于 2023 年 5 月 23 日推出首只累计净值低于 1 元时将暂停收取固定投资管理费的权益型理财产品——招银理财招卓价值精选权益类理财计划产品。

目前银行理财产品管理费按日计提，而该产品的固定投资管理费收取则取决于产品当日净值，打破了传统“固定管理费”收取模式。根据产品说明书显示，当该产品累计净值低于 1.00 元（不含）时，于下一自然日暂停收取管理费，直至本产品累计净值高于 1.00 元（含）后恢复收取。有部分私募基金采用这种模式，但在公募基金和公募理财产品中较为少见，所以招银理财推出的首只“破净不收管理费”的权益类理财产品也引发了市场高度关注。

此外，兴银理财于同年 11 月再次推出了“自产品成立之日起的一年内，当理财产品估值日前一日累计单位净值小于 1 时，该估值日暂停收取投资管理费“的混合类产品——兴银理财富利兴合富达红利一年最短持有期 1 号混合类理财产品，进一步拓宽了产品费率创新的范围。

模式二： “产品建仓期回撤日不收管理费”

招银理财于 2023 年 10 月再次推出两只在特定时间内，净值回撤即不收取管理费的创新产品（招银理财招睿添利 360 天持有期 1 号固定收益类理财计划和招银理财招睿添利 180 天持有期 1 号固定收益类理财计划），根据产品说明书，产品成立半年内，对固定投资管理费给予阶段性优惠。产品成立的首半年可以看作产品净值积累期，这个时期内如遇特殊行情扰动可能使产品净值波动较大，理财公司通过给予费率优惠让利投资者，一方面可以在业绩积累期给予客户面对短期净值波动的信心保障，另一方面可以使投资者拥有更好的持有体验。

具体看产品说明书中理财计划设置固定投资管理费的计提条件：管理人根据当日费后累计净值和前一日累计净值比较，确定下一自然日是否计提固定投资管理费。具体而言：

（1）如本理财计划存在某一或多个份额的当日(自然日)累计单位净值小于前一自然日，则管理人下一自然日针对所有份额均不计提固定投资管理费；

（2）如本理财计划所有份额的当日(自然日)累计单位净值大于等于前一自然日，则管理人下一自然日正常计提固定投资管理费。固定投资管理费的计提标准为 0.15%/年，计提后按月收取。如某一自然日计提固定投资管理费，则:该自然日计提的固定投资管理费=上一自然日理财计划净资产×0.15%÷365。

模式三：“业绩不达基准有权减免管理费”

除了“破净不收管理费”和“净值回撤不收管理费”两种费率创新产品外，还有一类产品为“业绩不达基准不收管理费”。杭银理财多数产品的产品说明书中，在费用及税收中固定管理费的部分中明确写出如理财计划实际运作结果不达业绩比较基准下限时，管理人有权减免固定管理费。

同时，招银理财在 2024 年 2 月发行招银理财睿和稳健安盈优选封闭 6 号理财产品，该产品公告称产品终止前，免收固定管理费，仅在产品业绩超过业绩基准区间上限时，收取浮动管理费。

总的来说，费率调整是当前净值化转型过程中提升产品收益，实现产品规模增长的手段之一。对于理财公司而言，阶段性调降费率一方面是理财为了做大规模会选择通过降低费率让利投资者的方式，促进产品销售。另一方面是在当前公募基金降费改革背景下，投资者对于费率感知敏感性提升，部分头部理财公司进行产品费率创新，打响理财产品“价格战”，使得各家机构在当前高度竞争的市场中

不得不开始“卷费率”。不过若从长期视角来看，“价格战”并不是长久之计，一味的调降费率可能会导致理财公司的利润空间被不断压缩，或导致理财公司忽略投资能力的提升，从而影响到长期发展。

3.4.银行理财产品创新从策略走向形态

随着理财市场发展的逐步完善，市场竞争愈发激烈，各理财公司从投研能力、产品创设、渠道建设、投资者教育和陪伴等多方面发力，根据客户需求创新特色产品与服务，提升其竞争力。在产品创新方面，也从产品投资策略上的创新，逐步转向产品形态的创新。

3.4.1.现金管理类产品“一篮子”销售模式

2021 年 6 月，原中国银保监会、中国人民银行联合印发了《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》（本章简称“现金管理新规”），对银行现金管理类理财产品的投资范围、集中度管理、流动性管理、杠杆率、偏离度等方面都作出了不同程度的收紧，并设置了过渡期至 2022 年底。2023 年自现金管理新规实施之后，各理财公司纷纷进行整改，现金管理类产品申赎方式由此前的 T+0 调整为 T+1，单日快速赎回上限为 1 万元。

为了满足投资者对于流动性的需求，提升产品流动性，多家银行推出了“零钱组合”类现金管理产品。该类产品既能够兼顾 T+0 快速赎回功能，又能突破各类现金管理产品快赎最高 1 万元监管上线要求。其底层逻辑是通过“组合代销”的模式，使消费者能够一键买入“一揽子”精选的货币基金或现金管理类理财产品，每款底层产品日最高快赎额均可达 1 万元，因此，组合的快赎上限根据其底层产品数量而定。

目前“零钱组合理财”主要有三种形式：一是底层产品全部为货币基金；二是底层产品全部为银行理财现金管理类产品；三是底层产品既有货币基金也有现金管理类产品。

截至 2024 年 1 月 15 日，根据不完全统计，共有 17 家银行推出该类产品，如招商银行的“朝朝盈 2 号”、 工商银行“天天盈”、交通银行“活期盈”、中国银行“活钱宝”、建设银行“龙钱宝”、平安银行“灵活宝”等，均支持单日较大额度的快速赎回。以招商银行的“朝朝盈 2 号”为例，该产品具备每日最高能够快速转出 80 万元的特性功能，其底层对接的是精选的 80 支货币基金，消费者可通过该产品一键买入“一揽子”的货币基金，转入时，按照 7 日年化从高到低智能分配转入金额至各产品，也可根据自定义转入产品。

表 20　各家银行“组合代销”产品

银行	业务名称	底层资产	最高每日快赎额度（万元）
工商银行	天天盈	10 只货币基金	10
交通银行	活期盈	10 只理财产品	10
邮储银行	天天盈	10 只理财产品	10
中国银行	活钱宝	10 只货币基金	10
建设银行	龙钱宝 1 号	5 只理财产品	5
	龙钱宝 2 号	10 只货币基金	10
招商银行	日日宝	50 只理财产品	50
	朝朝宝	5 只理财产品	5
	朝朝盈 2 号	80 只货币基金	80
兴业银行	天天宝	10 只理财产品	10
	天天利	50 只理财产品	50
	天天盈	60 只货币基金	60

平安银行	灵活宝	20 只理财产品	20
	闲钱宝	80 只货币基金	80
中信银行	零钱+	14 只理财产品和 16 只货币基金	30
	活钱+	57 只货币基金	57
民生银行	民生天天利	6 只理财产品	6
	民生天天宝	30 只货币基金	30
浦发银行	浦发理财宝	20 只理财产品	20
广发银行	智能金	7 只货币基金	7
宁波银行	理财宝	5 只理财产品	本金+收益上限 10 万
	日日宝	50 只货币基金	50
光大银行	随心宝	10 只理财产品	10
江苏银行	吉时宝	6 只理财产品	6
上海银行	天天灵	8 只理财产品	8
徽商银行	徽财宝	6 只理财产品	6

资料来源：各银行官网，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

在“零钱组合”理财产品规模快速增长的同时，也受到监管的关注。此前发布的现金管理新规主要是为了严控流动性风险，而此类产品投向多只理财产品/货币基金，规避了单只现金管理类产品每天 1 万元的快速赎回上限，可能蕴藏着流动性风险。“零钱组合”产品底层对接多只产品，本身流动性风险有限。但若出现市场变化导致集中赎回的情况，不同机构之间的流动性压力存在传染性，可能造成互相踩踏的情况，进一步放大流动性风险。

未来，凭借着高流动性及安全性，“零钱组合”理财产品或进一步扩容，但需考虑到监管条件变化的风险。从控制流动性风险的角度来看，对于产品端而言，可考虑对底层产品数量进行限制，避免总规模过高；对于销售端而言，可考虑设定每只产品的购买上限，触及上限后，限制购买。

3.4.2.“目标盈”理财产品快速扩容，满足投资者“落袋为安”的需求

面对着净值波动的不确定性，当出现浮盈时，越来越多的投资者选择将其兑现为收益。为了满足投资者及时“落袋为安”的需求，理财公司推出了“目标盈”理财产品。相比于普通理财产品，引入了投顾理念，设置了“最低运作期”、“止盈观察期”、“止盈目标收益率”等。

“目标盈”本身并不是一个新概念，在 2016 年富国基金就推出了首个“目标盈定投”计划，即投资者只要提前设置好定投的目标收益率，当定投达到目标收益率后，系统会自动发起赎回，同时，投资者的定投计划并不会停止，将自动进入下一期。

业内首款“目标盈”理财产品由光大理财于 2022 年 6 月末发售，同年，仅有平安理财紧跟其后，也推出了“目标盈”理财产品。不过到了 2023 年，各家理财公司陆续布局，招银理财、民生理财、工银理财等理财公司均推出相关产品。“目标盈”理财产品规模大幅增长，根据普益标准数据显示，截至 2024 年 1 月 15 日，共有 99 只“目标盈”理财产品发行，其中 89 只为存续产品，存续规模达 113.41 亿元。

从发行机构来看，目前有招银理财、苏银理财、平安理财、上银理财、光大理财、中银理财、民生理财等 12 家理财公司发行“目标盈”理财产品。从产品数量来看，招银理财发行数量最多，共发行 33 只。其次是苏银理财和平安理财，分别发行 15 只和 10 只。存续规模方面，招银理财和苏银理财也明显领先于其他理财公司，分别达 43.11 亿元和 39.45 亿元。值得注意的是，光大理财虽仅发行

5 只“目标盈”理财产品，但其存续规模达 20.38 亿元，明显高于平安理财、上银理财等产品发行数量较多的理财公司。

表 21 存续“目标盈”理财产品数量及规模

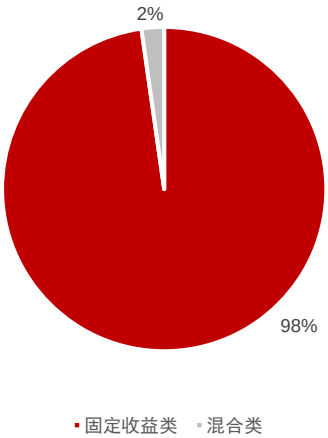
理财公司	存续“目标盈”理财产品数量（只）	存续规模（亿元）
招银理财	33	43.11
苏银理财	15	39.45
平安理财	10	1.58
上银理财	8	1.39
徽银理财	6	0.43
光大理财	5	20.38
中银理财	5	3.87
民生理财	3	0.46
渝农商理财	1	0.93
宁银理财	1	0.32
信银理财	1	1.35
兴银理财	1	0.13

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

目前市场上存续的“目标盈”理财产品中 98%为固定收益类产品，2%为混合类产品。产品风险等级均为 RP2（中低）或 PR3（中），其中以中低风险等级产品为主，数量占比达 76%。

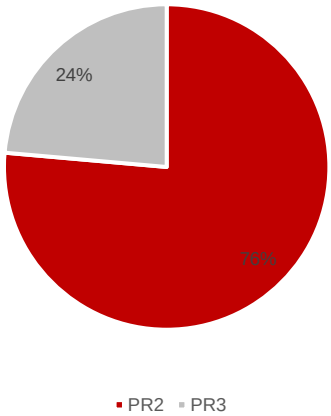
图 40 存续“目标盈”理财产品数量分布（按投资性质）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

图 41 存续“目标盈”理财产品数量分布（按风险等级）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

从止盈情况看，当前多数产品仍处于业绩积累期，尚未进入止盈观察期，其业绩表现有待观察。目前已有 9 只产品达到止盈目标收益率并提前终止，其中 8 只为招银理财产品，1 只为光大理财产品。

对于仍在业绩积累期的产品而言，截至 2024 年 1 月 15 日，存续“目标盈”理财产品的平均止盈目标收益率为 3.76%，平均成立以来年化收益率为 3.87%。总的来看，存续“目标盈”理财产品整体上处于盈利状态，产品进入止盈观察期后仍有充足时间来提升净值。

表 22 市场上存续“目标盈”理财产品数量及规模（截至 2024 年 1 月 25 日）

理财公司	提前终止日	止盈目标收益率（%）	累计净值
阳光金 18M 丰利增强目标盈 1 期	2024 年 1 月 24 日	净值增长率 6.3%（折算年化收益率 4.2%）	1.0117
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润尊享封闭 2 号固收类理财计划	2023 年 10 月 25 日	4.00%	1.0231
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润尊享封闭 3 号固收类理财计划	2023 年 8 月 16 日	3.20%	1.0144
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭 1 号增强型固收类理财计划	2023 年 10 月 25 日	4.00%	1.0233
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭 2 号增强型固收类理财计划	2024 年 1 月 10 日	4.00%	1.0307
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭 4 号增强型固收类理财计划	2024 年 1 月 10 日	3.15%	1.0208
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭 8 号增强型固收类理财计划	2024 年 1 月 4 日	3.20%	1.0198
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭 10 号增强型固收类理财计划	2024 年 1 月 17 日	3.00%	1.0139
招银理财招睿颐养丰润(目标盈)封闭 2 号增强型固定收益类理财计划	2023 年 10 月 12 日	2.90%	1.0097

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

表 23 “目标盈”理财产品止盈收益率及表现情况

发行机构	平均止盈收益率（%）	平均累计净值	平均成立以来年化收益率（%）
招银理财	3.73	1.010	3.49
苏银理财	4.00	1.008	5.15
平安理财	3.92	1.007	3.71
上银理财	3.64	1.003	3.79
徽银理财	3.58	1.004	1.66
中银理财	3.40	1.006	3.80
光大理财	3.68	1.016	4.10
民生理财	3.67	1.012	4.31
兴银理财	4.00	1.004	0.78
信银理财	3.50	1.012	6.27
宁银理财	3.70	1.011	5.03
渝农商理财	4.20	1.003	4.35
总计	3.76	1.008	3.87

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日，以算数平均法计算

4.破局：理财产品特性思考

所谓识局者生，破局者存，掌局者赢。先识局，才能破局。

自 2019 年首家理财子公司开业到 2024 年，银行理财即将走过第一个新五年。理财市场转型发展伴随着我国经济增速换挡、资本市场高质量发展转型的时代背景，理财机构在逐步探寻如何从资产管理向财富管理发展模式转变。在监管政策要求执行下，理财产品打破刚性兑付，无论是估值方式、可投资产类别还是净值化率，投资端转型明确且坚定，但产品端在从定价发行到销售管理再到持续经营的流程中仍保留着银行理财一直以来的独有特性，过去这些特性可能被关注较少，但在当前无风险收益下行、投资者风险偏好较低、理财净值波动提升的背景下，产品端的特性对于投资端的影响开始显现，成为了理财待破解之题。我们在发行、销售、持营三个环节中分别挑选了代表性的三个特性“定价主导权”、“特色中间人”和“短期限及定开产品”与大家一同思考。

4.1.主导权——产品定价由资产端主导还是渠道端？

业绩比较基准是理财产品的核心要素之一。对投资者而言，是对产品预期收益的参考，对产品管理者而言，是衡量产品运作是否达标的考核标准。业绩比较基准的制定应当综合考量资产回报、产品投资期限、产品运作模式、产品风险等级等多方面因素，基准定得低，可能渠道端客户不满意较难销售，基准定得高，实际收益难达标投资经理管理压力大，那么，产品业绩比较基准的定价主导权应当在资产端还是渠道端？

不同销售渠道的客群对产品收益的预期要求存在差异。目前，银行理财销售渠道主要有两个，一是理财公司直销，二是银行业金融机构代销，不同属性的银行机构客群的属性存在差异，部分头部股份行的客群更年轻化，对收益要求相对宽松，而部分城农商行的客群更年长些，过往投资类别和风格更传统，对收益的要求更严格。我们发现，同一产品不同份额的业绩基准可能存在差异，这种差异可能来自于三方面：一是产品费率不同，二是起购金额不同，三是销售渠道不同。对“收益要求宽松”的渠道，产品发行方的定价可以低一些，对“收益要求严格”的渠道，产品发行方的定价可能需要更高才能匹配。

当前理财市场中，产品定价主导权更偏重渠道端。理财公司作为资产管理机构，其商业模式是通过做大产品规模，收取产品管理费的盈利模式，管理规模越大，相同费率下，收入越高，因此，管理规模和排名一直是资管机构的核心考核指标。在这样的生态格局下，理财机构会重点关注市场上容易做大规模的产品形态和策略。渠道端的优势在于更贴近销售市场和投资者，更了解不同销售渠道客群的风险偏好和价格敏感区间，通常发行产品时，渠道端会将产品定价建议反馈给投资团队，若产品发行管理人达不到渠道报价的要求，往往产品发行阻力较大，发行成功率低，造成产品定价的主导权更偏重渠道端的现状。

投资者行为存在滞后性，产品定价的专业性和科学性仍需提升。投资者的投资行为通常存在一定滞后性，尤其在资产类别的选择上，如在股票价格上涨后开始买入股票，在债券上涨后开始买债券。为了满足投资者需求，同时做大产品规模，投资者“追高”、“追涨”的行为有时会引发资管机构“追高”、“追涨”的顺周期行为。不可否认，渠道端对销售市场的细致洞察是实现规模增长的重要因素，但投资者行为偏差需要改善和纠偏，这就需要产品投资管理人基于对国内外宏观经济的大势研判、对资产价格的研究分析、对风险和收益的综合考量给出产品的定价，这样的业绩比较基准更能反映和解释产品的未来收益来源，而非对过往业绩的再复制，渠道端不应一味迎合投资者对绝对收益的要求，投资端需要尽可能专业且科学的与渠道端共同确定业绩基准。

4.2.独特性——“中间人”客户经理

相比公募基金和股票交易，理财产品的销售中有一个特殊的中间人角色——客户经理。客户经理扮演者我国财富管理市场神经末梢的角色，每一个投资者都有一个银行账户，而每一个银行账户对应一个客户经理进行管理。

客户经理的业绩考核指标会间接带来金融产品的规模腾挪变化。每一个客户经理都有自己的业绩考核指标，其中 AUM 规模指标通常会与存款、理财产品销售、保险产品销售、公募基金产品销售的规模相挂钩，销售规模的多少会直接影响客户经理的工资收入。因此，客户经理会基于行内销售计划方案和自身业绩指标对各类金融产品的销售进行排序，属于阶段性重点持营的产品、更能创造中间业务收入的产品、有利于业绩指标完成的产品会是客户经理的销售重点。因此我们可能会观察到，每年“开门红”活动时，客户经理可能会建议客户赎回理财而购买存单，当然此时投资者也乐意将年终奖购入存单在春节等长假中获取假期收益，在这样的双向带动下，会形成不同金融产品规模季节性的变化。

从产品保有规模看，客户经理对理财产品的影响大于其他金融产品。根据中国证券投资基金业协会数据显示，2022 年商业银行渠道在基金销售保有规模中的占比约为 28%，直销和独立基金销售机构的合计占比为 62%。相比公募基金、保险等其他金融产品，商业银行是理财产品的绝对主力销售渠道，客户经理对理财产品销售过程的影响大于其他金融产品。

客户经理的销售行为会间接影响理财产品的规模变化。从产品功能层面看，大部分理财产品目前有着“存款替代”的属性，投资者会在存款收益更高的时候买入存单，而在理财收益表现更优的时候转为投资理财产品。对于客户经理而言，通常存款和理财的考核会在一个指标项下，业绩考核的替代相关性较强。从销售管理的服务流程看，一个客户经理会对应服务多个银行客户，不同客户管理存在亲疏紧密的区别，为了方便客户管理，减少客诉压力，客户经理在为投资者签署理财购买协议时，可能会建议投资者勾选“理财产品默认到期赎回”选项，在这样的操作规则下，理财产品达到最短持有期或者运作满一个定开期限后，就会被赎回，以满足投资者对流动性的要求。但实质上，这样的投资决策购买行为，并不有利于产品规模的持续增长，因为即使理财产品业绩达到基准，且给投资者带来收益回报，却依旧会被赎回。

客户经理在理财产品销售环节中的影响不容忽视，对客户经理的赋能势在必行。理财产品销售不应只是自上而下、自总部向客户经理的任务分派，也非业绩考核下的规模拉动，而更应站在投资者视角，尽量纠正投资者的行为偏差，促进投资者理性投资，做好投资者适当性管理。这一过程需要理财机构和银行渠道对客户经理的赋能培训，强化一线客户经理对产品投向、资产价格变化的了解，遇到突发性事件，及时与客户经理沟通，避免因恐慌带来的流动性踩踏。

4.3.必要性——定开产品和中短期限产品必要性

最后，我们把关注点放到产品持营的角度，看看不同产品形态对产品规模的影响。

理财产品同质化但不标准化，产品分类评价难度较高。当前理财市场存在的一大特征是：产品同质化但不标准化，即产品形态、投资策略、运作模式等方面相似程度较高，但同质化产品仍缺少标准化的评价准则。定开产品和中短期限产品的运作周期非常丰富，除了一些相对固定周期如 1 个月外，还有很多不标准的期限，如 35 天，40 天，45 天等等，这类产品在比较时需要纳入一个分类维度下进行，产品分类评价的难度较高。

中短期限产品风险收益特征定位不明。产品收益与运作方式和产品期限密切相关，资管新规要求资管产品需满足期限匹配原则，强化资产管理产品久期管理，如封闭式资产管理产品期限不得低于 90 天、非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日、未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日等约束限制。理财产品运作期限与形式非常丰富，产品运作周期通常会按照 1 个月以内、1-3 个月，3-6 个月，6-12 个月，1-3 年，3 年以上被切分，3 个月以内的产品主要定位服务于投资者流动性管理需求，而 1 年期以上的产品主要是定位服务于中长期稳定投资，那么 3-6 个月产品和 6-12 个月的产品的定位就不足够清晰，这类产品通常描述为拉长产品运作周期，而换取相对更高的收益，但是实际

运作中，这两类期限产品底层可配资产并不存在本质区别，因此在产品的风险收益特征上并不存在较为明显的差异。

定开型产品的持续经营难度较大。在销售中间人这个部分我们提到，客户经理为了方便销售管理通常会建议投资者在购买产品时便设置定开期赎回，即便理财阶段性业绩达标，投资者可能依旧会选择赎回，另起一个新产品投资。这或许方便了投资者和客户经理，但从产品持营的角度看，不利于产品规模的持续增长，也不利于产品管理人的投资管理。定开型产品创设的初衷或许是希望定开产品模式在封闭期内持续运作，开放期方便投资者流动性管理，当业绩达标，再吸引更多投资者申购，但事与愿违的是，开放期产品的客户流失率较高，主要是因为投资者“赎旧买新”、“新的更好”的惯性思维。投资管理人或许会困惑，为什么定开产品业绩表现达标但规模难持续做大？为什么投资者不继续持有，反而买一个新发行的产品，可能还会损失因更换产品、产品新募集运作而造成的业绩积累空档期？一个新发定开产品的规模在开放期后锐减，一个投资管理人可能需要持续新发产品接续，并且同时需要管理很多剩下的“长尾”产品，提高了操作管理难度。或许，部分流失率极高的定开产品不如直接改为封闭式产品运作更为妥帖。

5.立足：财富管理格局生态演绎下的理财发展展望

2023 年银行理财规模首次被公募基金超越，引发市场讨论。理财规模固然存在季节性变化，不过这一历史性反超一定程度反映出居民财富的结构性变迁。在当前理财市场平稳发展的过程中，不少新的变化正在发生，这些潜在的变化不仅是资管新规后规则对齐的延续，更是银行理财针对自己既有定位的再规划。如何在新的财富管理时代格局中找到匹配居民新需求的生态位，如何在变化中寻找发展机会，对于理财机构而言，需要从产品策略、产品形态、营销管理等多个维度同步进化。

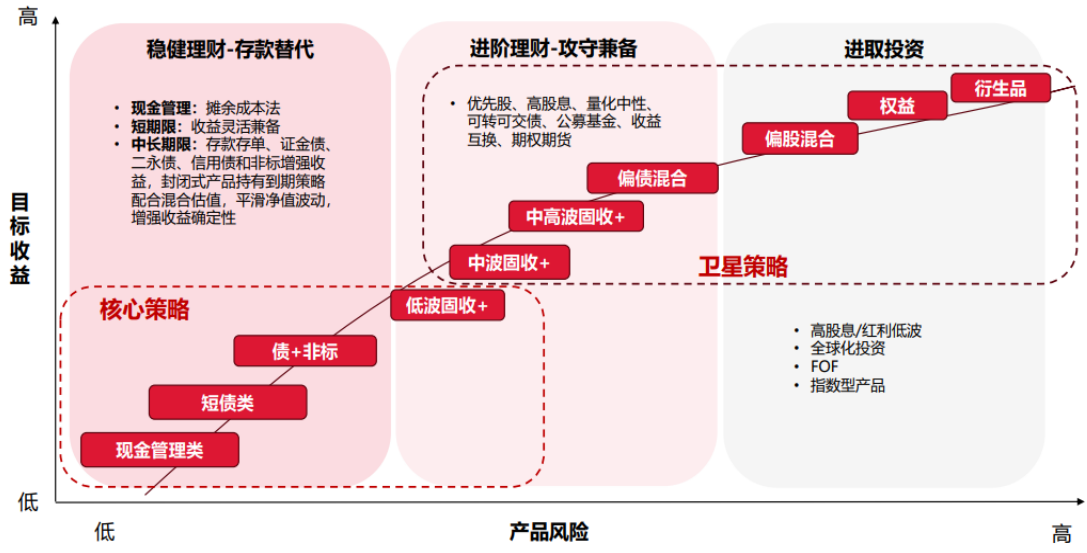
5.1.聚焦低波、中低波产品供给——理财核心卫星策略

银行理财一直致力于塑造投资稳健、风格稳定、收益稳当的产品定位，在低风险低收益的存款和高风险高收益的股票与股票基金之间寻求风险收益相对适中的产品特征，实现类存款替代的产品功能，以契合广大银行储户的需求，与其他资管机构形成错位竞争，优势互补的生态格局。

银行理财以低波稳健为核心策略，中高波动高收益为卫星策略。从目标收益和波动风险两个维度看，银行理财产品目前聚焦为低波稳健的产品定位，以固定收益投资为核心模式的特征突出，并呈现出存款占比上升、其他资产占比下降等的阶段性变化。整体配置思路更加贴近负债端，通过非标、债权、货币市场工具、优先股、收益互换等类固收资产的投资为客户提供安全稳健的投资收益，并在此前提下，通过股票、衍生品、fof、etf 等资产投资增加不同收益来源。

居民风险偏好大概率延续收敛趋势，未来资产配置应更加注重多元分散。在海外宏观环境日趋复杂背景下，国内资产价格波动性提升，操作节奏复杂度加大，资产配置的难度在加大，居民财富管理的风险偏好可能仍然较低，在复杂投资环境中，银行理财在大类资产配置上应进一步多元化、分散化，不仅在大类资产之间，更要注重在各类资产内部细分之间，发挥资产组合对冲和拟合优化功能，坚守稳健的特征。

图 42　理财核心卫星策略



资料来源：华宝证券研究创新部

5.2.理财 IP 打造以机构品牌为主，而非明星投资经理

相较于公募基金对于基金经理 IP 打造，银行理财公司的 IP 建设相对滞后，一方面这是因为过去银行理财投资长期集中于非标领域，并不能凸显投资能力差异，另一方面银行体系相对保守的管理风格也有一定影响。不过，2023 年以来，我们看到银行理财开始尝试 IP 打造，以招银理财 5 月对权益投资经理张英的一系列文章宣传为例，银行理财开始通过短视频、访谈、文章等形式，在公众号或者与财经博主联合对投资理念、风格及产品业绩进行展示与介绍。

未来理财 IP 打造可能更多会以机构品牌为主，而非主打明星投资经理。理财公司的团队架构目前大概分为两类，一是以产品类型划分，按照纯固收、固收+、权益等产品来划分投资条线，二是以销售渠道划分，按照行内渠道与行外渠道划分投资条线。其中，非标资产大多独立在一个部门提供给多个条线的投资团队。其中，部分理财公司的产品团队划分较为明确，部分理财公司可能同一个产品品牌对应不同投资团队。在不同的投资管理架构下，以固收类投资为主的理财产品管理较难由某一投资经理完全掌控，更多的是团队交流、跨部门协作的结果。目前，我们观察到多数理财公司会重点打造强势产品 IP，如信银理财的安盈象、全盈象，交银理财的稳享、博享系列，兴银理财的稳添利系列等等，理财公司更注重建设理财产品的品牌，而非打造明星投资经理。

同质化产品生态下，品牌建设的本质是突出理财产品核心特色。对于投资者而言，市面上理财产品琳琅满目，但却难以说出产品名称与产品风险收益特征间的关系。产品同质化程度较高的现状下，理财公司对于产品线需要进一步精简优化，厘清产品风险收益特征定位，突出产品核心优势，在营销推广中，探索以应用场景、风险收益特征为导向的品牌建设。

5.3.理财产品创设立足客户服务思维

当下，银行理财开始探索财富管理，在资产端和渠道端探寻循环关系，过去资管机构更多是“产品销售思维”，而未来应该转向“客户服务思维”，走资产管理和财富管理双线并行的发展道路。2023 年以来，无论是费率改革还是其他类型的产品创新，其实都在寻求理财产品突围的方法，下一阶段理财产品的布局谋划我们觉得可以从三个财富管理生态变革的可能性触发点进行思考。

5.3.1.触发点 1:低利率环境

利率中枢主要由经济基本面决定，在高质量转型发展的换挡过程中，我国经济增速放缓，当前面临“三期叠加”、有效需求不足和社会预期偏弱的多重问题，存在通胀下行压力，仍需适度宽松货币政策支持经济复苏与物价回升，预计我国将中长期面对低利率环境。

市场环境的变化将带来投资范式的变革，低利率环境下的资产配置面临要求收益率和实际收益率不匹配、优质资产荒、资产波动率提升的多方挑战。首先，投资者行为具有一定惯性和记忆，虽然低利率意味着无风险收益率的下降及各类资产实际收益率的整体回落，但投资者对要求收益率的调整往往存在时滞，容易出现要求收益率和实际收益率之间的矛盾。其次，从收益性、安全性、流动性角度看，优质资产供给有限，若充裕的流动性集中追逐部分资产，容易造成供不应求和策略拥挤，进一步带来收益的降低。第三，过去以信贷拉动的地产投资创造了大量稳定风险小收益高的债权类资产，随着投资范式改变，未来若投向权益类资产其相对波动率将提升。

近年来，银行挂牌存款利率不断降低，尤其是长期限 3-5 年期的存款利率降幅更大，若存款类产品如大额存单等利率无法满足居民增值保值的需求时，居民一定会腾挪存款到相对安全且高于存款收益的地方去，那么此时相对低波稳健的理财产品、现金管理类产品、货基等或许是客户的优先选择。这对理财公司而言，需要储备多元丰富的收益来源，做好产品的波动管理，以顺应投资者的偏好选择。

在产品布局上，QDII 产品在 2023 年受到较多关注，但受制于外汇额度的限制，产品规模难以做大。并且不同理财机构对优质境外资产获取存在禀赋差异，因此 QDII 产品作为全球化配置的一种，可以特色化吸引部分高净值客户。

5.3.2.触发点 2:现金流管理

当前居民投资风险偏好较为谨慎，较关注资金流动性和安全性。健康的现金流不仅能确保生活质量，也能给居民带来较为安心舒适的投资体验。因此，为满足居民长期保值增值的投资需求，以及相对透明、可看见现金流的产品模式或许是一个方向。

对此，可以考虑布局分红型产品，以满足投资者对现金流管理的需求。目前已有目标盈形态的理财产品，符合投资者落袋为安的投资需求，与目标盈形态不同的是，分红型产品可以设定较长封闭期，在封闭期内以定期分红的形式给到投资者分红收益，产品持续运作到封闭期结束，持续、阶段性的分红可以缓解投资者对投资收益的焦虑，同时，也能降低投资管理人因产品开放期客户赎回带来的管理难度。

5.3.3.触发点 3:投顾牌照

投顾模式的核心逻辑是由产品销售向财富管理服务转型。国内公募基金转型不断推进，向美国财富管理模式汲取经验，其核心主线是由产品化向服务化的转变。

当前投顾牌照暂未向银行类机构放开，但对于手握广大储户的银行机构而言，其实是覆盖面最广的财富管理机构。若未来投顾牌照扩容，理财公司逐步向“买方投顾”模式转型，则其收费模式将以收取投顾费为主。此外，理财公司可以通过分层服务的方式拓宽收费模式，能够为高净值客户提供更多定制化服务。

另一方面，在被动化、透明化、机构化的趋势下，对于投顾而言，需要丰富的资产配置工具实现对客户的财富管理工作，银行理财应当对指数化投资有所储备和布局，适时考虑发展指数型理财产品，创设策略清晰的财富管理配置工具，丰富产品货架。

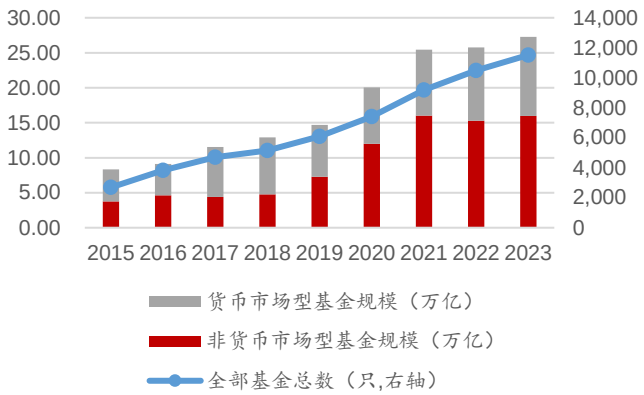
二、2023 年公募基金年度报告

1.行业概况：总规模首超银行理财，不同产品规模分化

1.1.市场规模：公募基金迎来历史时刻，规模超越银行理财

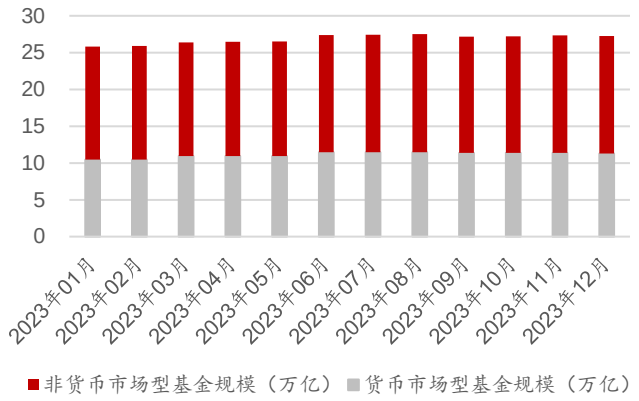
2023 年，中国资管行业净值化转型持续推进。公募基金凭借其在产品设计、投研能力、客群基础及服务能力上的优势，在居民财富管理中的地位日益提升。2023 年末，公募基金产品规模达到 27.27 万亿元，同期银行理财规模 26.80 万亿元，公募基金资产规模首次超越银行理财，一举打破银行理财多年资管行业头把交椅的江湖地位，迎来行业的高光时刻。

图 43　公募基金管理只数及规模（2015-2023）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 44　2023 年公募基金存量规模变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2023 年，股市跌宕起伏，债市持续走牛，基础资产的迥异走势，也导致了公募基金不同品类的产品发行与存量规模分布呈现出一些显著变化。我们对此进行梳理总结。

我们依据 Wind 二级分类按照如下规则对公募基金重新进行划分：

（1）主动股票型：普通股票型基金、偏股混合型基金；

（2）主动纯债型基金：中长期纯债型基金、短期纯债型基金；

（3）固收多策略型基金：一级债基、二级债基、偏债混合型基金、可转债型基金；

（4）平衡型和灵活配置型基金：混合型基金中平衡型和灵活配置型；

（5）股票指数型：股票被动指数型、股票指数增强型；

（6）债券指数型：债券被动指数型、债券指数增强型；

（7）其他类型：货币市场型、另类投资型、QDII、FOF、REITs。

我们统计了 2021-2023 年公募基金的存量规模。截至 2023 年 12 月 31 日，公募基金规模为 27.27 万亿，同比上升 5.87%，其中非货公募基金规模 15.98 万亿，同比增加 4.51%。公募基金市场规模在明显攀升后，近两年增速放缓，但仍保持每年正增长的趋势。2023 年，权益市场表现不佳，主动权益型基金（普通股票型+偏股混合型）规模缩减至 2.84 万亿，同比降低 19.16%；债市整体仍处于牛市，主动纯债型基金（中长期纯债型基金+短期纯债型基金）规模同比上升 21.68%至 6.67 万亿，其中短期纯债型基金规模同比大增 57.45%。被动指数型基金规模增长迅猛，其中股票指数型基金同比

增加 25.80%，以股票 ETF 为代表的指数基金呈现“越跌越买”的状态；指数增强型股票基金在 2023 年规模增长也接近 210 亿元，增幅达到 12.05%；债券指数型基金也录得佳绩，规模增幅超过 30%。2023 年，海外市场表现良好，QDII 作为全球资产配置工具，规模快速发展，其中股票型和债券型 QDII 规模分别同比增加 30.38%和 106.26%。

总的来看，在 2023 年“债牛股熊”的市场环境中，主动纯债型基金规模稳步增长，指数型尤其是股票指数型基金规模逆势增长，主动权益型基金、固收多策略型基金和 FOF 基金规模缩水，另类投资基金、Reits 和 QDII 基金在多元配置需求催生下规模增长。

表 24　2021-2023 年公募基金规模

基金类型	2021 年规模（亿元）	2021 年占比（%）	2022 年规模（亿元）	2022 年占比(%)	2023 年规模（亿元）	2023 年占比（%）
主动股票型基金	**43463.58**	**17.08**	**35075.04**	**13.62**	**28354.35**	**10.40**
普通股票型基金	8507.54	3.34	6692.76	2.60	5813.17	2.13
偏股混合型基金	34956.05	13.73	28382.28	11.02	22541.18	8.27
主动纯债型基金	**51677.99**	**20.30**	**54777.28**	**21.27**	**66651.67**	**24.44**
中长期纯债型基金	46606.35	18.31	48383.46	18.79	56584.39	20.75
短期纯债型基金	5071.64	2.00	6393.82	2.48	10067.28	3.69
固收多策略型基金	**21621.75**	**8.50**	**21464.67**	**8.34**	**19584.84**	**7.18**
混合债券型一级基金	2138.15	0.84	6084.99	2.36	6857.22	2.52
混合债券型二级基金	10691.47	4.20	9397.27	3.65	8636.39	3.17
偏债混合型基金	8792.12	3.45	5608.79	2.18	3629.03	1.33
可转债型基金	-	-	373.61	0.15	462.20	0.17
平衡型和灵活配置型基金	**18141.99**	**7.13**	**13843.34**	**5.38**	**10976.86**	**4.03**
平衡混合型基金	555.77	0.22	437.83	0.17	350.80	0.13
灵活配置型基金	17586.21	6.91	13405.51	5.21	10626.06	3.90
股票指数型基金	**15007.23**	**5.90**	**15812.55**	**6.14**	**19892.90**	**7.30**
股票被动指数型	13368.07	5.25	14076.16	5.47	17945.42	6.58
股票指数增强型	1639.16	0.64	1736.39	0.67	1947.48	0.71
债券指数型基金	**4325.01**	**1.70**	**5941.28**	**2.31**	**7768.70**	**2.85**
债券被动指数型	4320.41	1.70	5926.13	2.30	7749.08	2.84
债券指数增强型	4.61	0.00	15.15	0.01	19.62	0.01
FOF 型基金	**2222.41**	**0.87**	**1927.00**	**0.75**	**1554.73**	**0.57**
货币市场型基金	**94496.66**	**37.13**	**104548.57**	**40.60**	**112780.37**	**41.36**
Reits	**358.67**	**0.14**	**767.88**	**0.30**	**986.67**	**0.36**
另类投资型基金	**776.03**	**0.31**	**373.98**	**0.15**	**417.13**	**0.15**
QDII 型基金	**2403.37**	**0.94**	**2936.50**	**1.14**	**3693.74**	**1.36**
其他	**32.46**	**0.01**	**30.44**	**0.01**	**30.79**	**0.01**
全部基金	**254527.15**	**100**	**257498.53**	**100**	**272692.74**	**100**

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

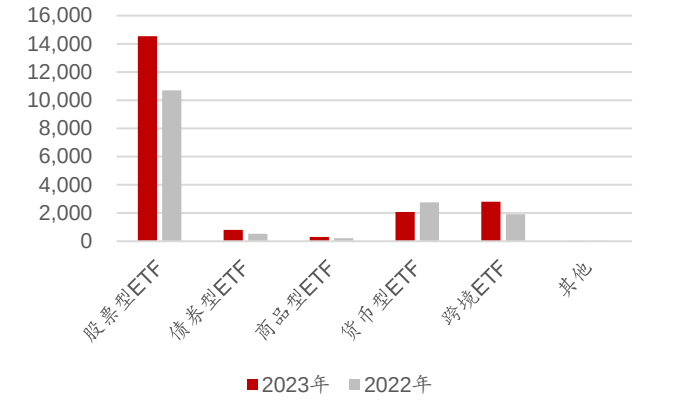
1.2.产品结构：指数基金逆势扩张，主动纯债基金稳步增长

1.2.1.股票指数基金规模扩张迅猛，量化指增品类不断丰富

指数产品备受青睐，股票 ETF 逆势扩张

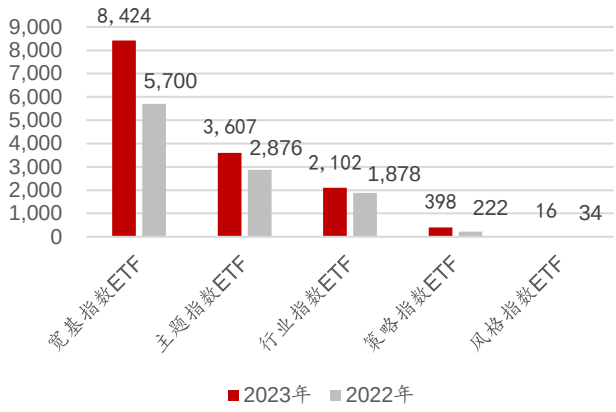
2023 年股市下行，主动股票型基金规模出现了明显缩减，与之形成鲜明对比的是，股票指数基金的规模变化与股票指数走势呈现负相关关系，2023 年指数型基金的规模持续抬升，尤其股票型 ETF 份额逆市增长。截至 2023 年年末，股票型 ETF 规模 14547.45 亿元，同比大幅增加 35.83%。在业绩下行的同时出现了规模的逆增长，反映出投资者对于指数产品的青睐。

图 45　2022-2023 年 ETF 市场存续规模（亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 46　2022-2023 年股票型 ETF 规模分布（亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

受抄底情绪带动，宽基指数类 ETF 扩张较快

在指数 ETF 内部，我们以跟踪标的类型作为划分标准，分别统计宽基指数、主题指数、行业指数等细分品种的规模变化。2022 年末，宽基指数 ETF 与主题及行业 ETF 规模总和几乎持平，2023 年宽基指数 ETF 规模同比增加 47.80%，规模增速明显超过其他细分品类的增长。从 ETF 具体跟踪的指数来看，跟踪沪深 300、科创 50、上证 50 等宽基指数 ETF 规模同比均大幅增长。

表 25　2023 年年末不同股票指数 ETF 对应规模和份额变化（剔除 2023 年新发产品）

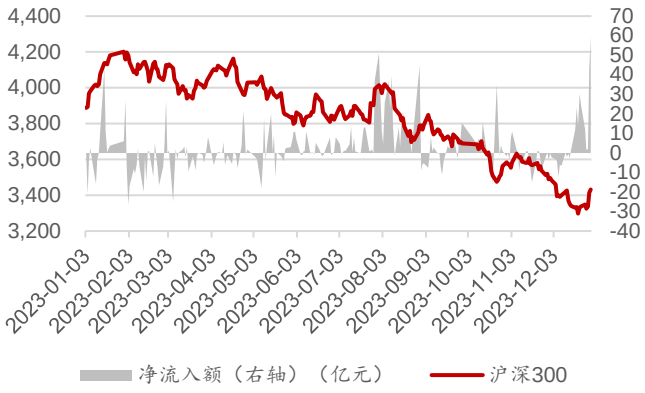
跟踪指数名称	跟踪指数 ETF 合计规模（亿元）	规模增长率	跟踪指数 ETF 合计份额（亿份）	份额增长率	指数年度涨跌幅
沪深 300	2849.68	74.04%	1078.02	92.75%	-11.38%
科创 50	1452.80	77.86%	1676.43	101.19%	-11.24%
上证 50	882.67	44.51%	403.94	68.55%	-11.73%
中证 500	731.91	-13.49%	234.74	1.51%	-7.42%
证券公司	675.41	2.68%	763.43	-1.30%	3.04%
创业板指	587.38	74.19%	337.33	120.23%	-19.41%
恒生科技	554.91	63.51%	1074.40	75.70%	-8.83%
纳斯达克 100	367.99	75.99%	338.83	9.62%	53.81%
中证 1000	343.65	-12.04%	151.76	-17.00%	-6.28%
国证芯片(CNI)	337.45	31.11%	417.25	54.01%	-6.82%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

宽基指数 ETF 规模增长有抄底情绪和主动股票型基金相对收益不佳两方面原因。多数核心指数的估值不断下行，跟踪沪深 300 等主流指数的 ETF 成为众多投资者抄底的主要选择。以规模最大的指数基金华泰柏瑞沪深 300ETF（510300.SH）为例，在沪深 300 加速下行的 2023 年下半年，基金的净流入额较上半年也相对更高。此外，在接连下探的行情中，部分中长线资金借道宽基指数 ETF 入市，达到底部布局的目的。机构投资者的大幅增持也成为推动 ETF 规模扩张的重要因素。2023 年 7 月，政治局会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，监管对于资本市场的重视程度再次提升。10 月，投资者情绪低迷，中央汇金相继买入四大行股票及 ETF，释放出稳定市场的积极信号。此后，

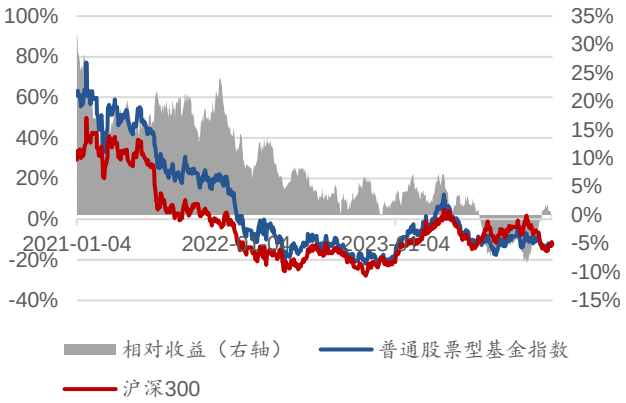
国新控股公告增持央企科技类指数 ETF，进一步助力市场信心回稳。观察存量 ETF 的份额变化，科创 50、创业板指、恒生科技等调整幅度更大的产品同样获得了大批资金加仓。另外，2021 年以来，主动股票型基金相对沪深 300 的超额收益逐渐收窄，2021、2022 和 2023 年万得普通股票型基金指数相对沪深 300 的相对收益（滚动收益率之差）分别为 14.82%、1.78%和-0.30%。统计普通股票型基金指数和沪深 300 指数持有一年的滚动收益之差，也能发现持有两者的收益差不断收敛，2023 年中沪深 300 开始显著跑赢主动股票型基金。因此，从相对收益的角度看，具备更优相对业绩的指数基金也更容易获得投资者青睐，结合主动股票型基金和指数基金的相对规模变化，部分投资者可能赎回主动股票型基金，转向指数基金。

图 47　华泰柏瑞沪深 300ETF 资金净流入额



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 48　普通股票型基金指数和沪深 300 滚动收益率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：相对收益指普通股票基金指数滚动收益率和沪深 300 滚动收益率之差

主动股票型基金发行受阻，头部公司积极布局股票 ETF

受到基础市场走弱影响，2023 年新基金募集能力偏弱，“艰难”成为 2023 年主动股票型基金发行市场的关键词。2023 年普通股票型基金共发行 37 只，偏股混合型基金共发行 296 只，募集规模合计 1371.96 亿元，发行数量、发行份额均较 2022 年大幅回落。2023 年全年仅 8 只主动权益基金募集规模超过 20 亿元，73 只基金发行规模在 2000 万元以下，年末多只发起式基金的发行份额仅有 1000 万份。

此外，头部基金公司对于主动股票型基金的发行意愿明显降低。易方达全年仅发行了 4 只主动权益产品，其中 3 只还均为主题型基金，包括易方达国企主题、易方达港股通优质成长、易方达科技智选，宽基主动权益类仅有一只杨嘉文管理的易方达平衡视野是监管导向的浮动费率型产品。华夏基金也仅发行了 12 只主动权益型基金，合计发行规模约 45 亿元，王君正、王劲松等老将的单只基金募集规模均不足 10 亿元，华夏基金更多推出新人管理的产品，如彭锐哲、徐漫、汤明真在发行产品前均未有基金管理经验。

表 26　2023 年股票基金发行对比

一级分类	二级分类	发行数量（只）	发行总规模（亿元）	平均发行规模（亿元）
主动股票型	普通股票型基金	37	108.03	2.92
	偏股混合型基金	296	1,263.93	4.27
股票指数型	被动指数型基金	252	1,062.86	4.22
	增强指数型基金	57	255.46	4.48

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

主动股票型基金发行困难，同时在证监会“放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力度”的政策支持下，头部基金公司将目光转向股票 ETF 等被动产品，2023 年被动权益基金（被动指数型基金+增强指数型基金）共成立 309 只，合计发行规模 1318.32 亿元，被动权益产品的发行规模几乎赶上主动股票型基金，科创 100、深证 50、创业 200 等细分宽基类指数相继推出，推动了相关 ETF 产品的发行。

头部基金公司通过密集发行股票 ETF 巩固优势。易方达基金 2023 年全年发行的 35 只指数基金，合计募集 107.36 亿元，其中 17 只为 ETF，剩余 18 只为存量 ETF 的联接基金；华夏基金全年发行 29 只指数基金，其中 10 只 ETF，除科创 100 和中证 2000 两只宽基 ETF 外，华夏基金重点布局了多只策略指数，如中证智选 300 价值稳健、中证智选 300 成长创新等，对存量策略产品线进行补充。而随着头部基金公司的加速布局，ETF 市场的马太效应愈加明显，尚未发行 ETF 的基金公司入局意愿正在降低，最近四年首次发行 ETF 的公募基金公司数量逐年减少，2023 年发行新产品的均为有存量产品的基金公司，新入局者数量降为 0。

投资宽度优势尽显，量化指增品类增加

2023 年行情相对疲软，板块轮动较快，持股分散、配置均衡的量化基金发挥了其投资宽度的比较优势。以存量规模较大的沪深 300 和中证 500 指数增强类基金为例，无论是短期还是长期来看，相对基准指数，多数指增都具有稳定、显著的超额收益。不过，相比股票指数 ETF，存量指数增强产品规模增长相对有限，存量 205 只指数增强基金（剔除 2023 年新成立产品）年度规模增长 2.70%，份额增长 12.65%。各品种中，中证 500 指增产品、中证 1000 指增产品份额增幅在 20%以上，上证 50 指增产品份额小幅减少。

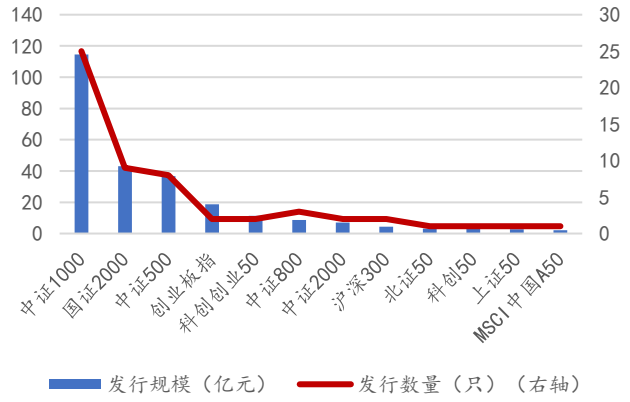
表 27　2023 年各品类指增产品规模变化（剔除 2023 年新成立产品）

分类	存量数量（只）	存量规模（亿元）	规模变化	份额变化
沪深 300 增强	56	561.43	-4.78%	3.91%
中证 500 增强	55	531.34	17.89%	25.53%
上证 50 增强	4	201.14	-9.56%	-2.30%
中证 1000 增强	20	176.48	8.44%	22.41%
创业板指增强	8	30.07	-22.13%	46.79%
其他指数增强	62	287.35	3.87%	12.31%
合计	205	1787.81	2.70%	12.65%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

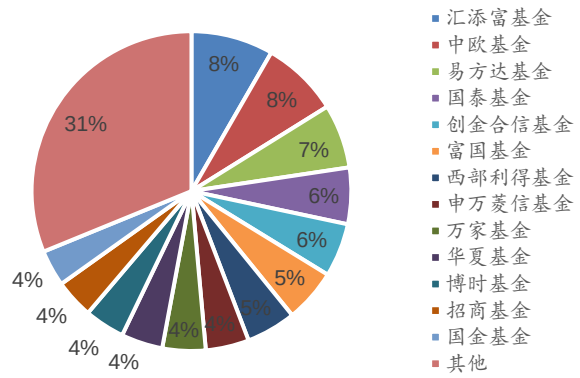
2023 年全年共有 57 只指增产品成立，合计募集资金 255.46 亿元。相比传统的沪深 300、中证 500，更多跟踪小市值的指增产品问世，其中中证 1000 指增共成立 25 只，合计募集规模 114.46 亿元，国证 2000 指增 9 只，合计募集规模 43.03 亿元。对于各家基金公司均争夺的品种而言，如中证 1000 指增，各家发行规模差距不大，国泰、西部利得、中欧、申万菱信募集规模均在 10 亿元以上。在创业板指、科创 50 等品种中，较大规模的基金公司具有发行优势。头部基金公司在 2023 年陆续加入指增产品线的争夺，如华夏基金发行创业板指、科创 50、中证 800、国证 2000 共 4 只产品，汇添富基金发行中证 500、中证 1000、中证 800、国证 2000 共 4 只基金。

图 49　2023 不同品类指增产品新发产品数量和合计规模



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 50　2023 年各基金公司发行指增产品合计规模占比

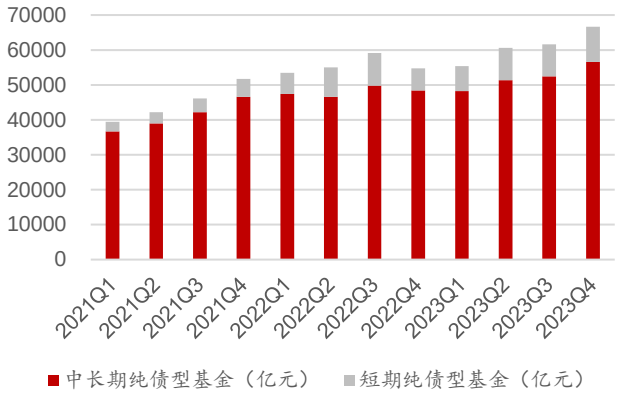


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.2.主动纯债型基金稳步增长，短期纯债型基金强势吸金

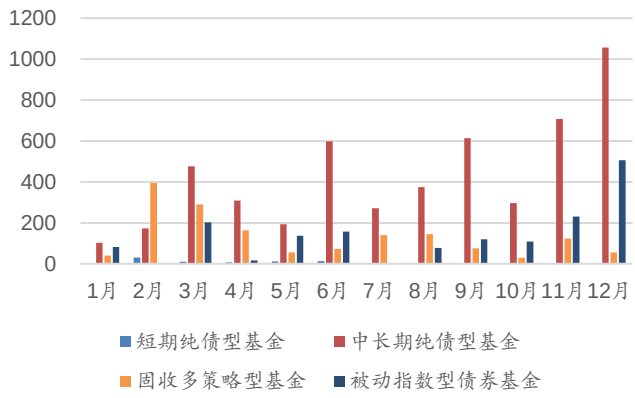
2018 年以来，伴随经济增速的下行，长端利率趋势性向下，十年期国债从近 4.0%降至 2.5%附近，主动纯债型基金也迎来了规模的较快增长。近两年长端利率在低位窄幅震荡向下，票息收益与资本利得获取难度均有所增加，主动纯债型基金规模稳步增长但增速明显下降。2023 年，主动纯债型基金在 2022 年末的赎回潮后规模逐渐修复，截至 2023 年末，中长期纯债型基金 56584.39 亿元，同比增加 16.95%；短期纯债型基金 10067.28 亿元，同比增加 57.45%。

图 51　2021-2023 年主动纯债型基金规模变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 52　2023 年固收基金新发产品结构（亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在资管新规落地后，理财产品打破刚兑，存款利率持续下调带来储蓄资金外流，2022 年底赎回潮的负面影响逐渐消退，低利率环境下短债产品与中长债基金的收益差距下降等多重因素共振下，短债型基金成为流动性管理与稳健资金的新宠，2023 年末短债基金规模突破万亿。随着基金销售渠道向中小型银行以及券商拓展，零售客户为短债基金贡献增量。为应对投资者的需求，更有基金公司等将存量产品改造为中短债基金，如鹏华基金将鹏华金鼎灵活配置转型为鹏华中短债 6 个月定开。

从新发基金结构来看，虽然 2023 年短期纯债型基金存量规模增长较快，但是新发产品数量和发行规模均较少，中长期纯债型基金依然贡献了主要增量。2023 年以来新发行成立的 12 只中短债基金，产品获批批文均是 2022 年，而 2023 年期间未有中短债基金获得批文，这或是存量短债基金规模大幅增长，以及部分基金公司选择改造存量产品的主要原因。

2023 年债市整体表现为牛市，债券收益率总体下行，全年呈“M”字走势。截至年末，利率债期限利差缩窄，长端收益率总体下行幅度较短端更大。信用债方面，各期限各等级券种收益率全线下行，各期限信用利差收窄，等级利差分化。参考利率债、信用债指数的季度涨跌幅，主动纯债型基金的规模和份额变化呈现明显的顺势特征，二季度和四季度债券收益率下行时主动债券型基金份额明显增长，债市调整时份额小幅收缩。

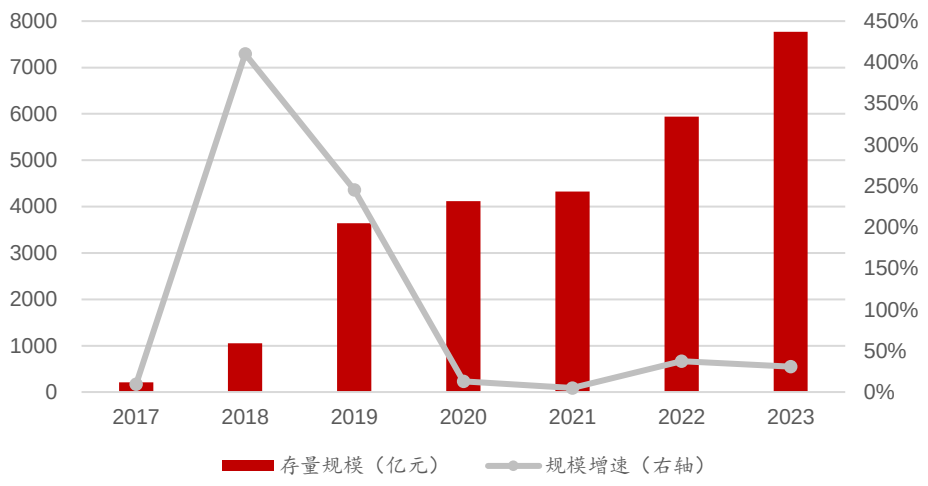
表 28　2023 年主动纯债型基金规模/份额变动与债券指数涨跌关系

	一季度（%）	二季度（%）	三季度（%）	四季度（%）	全年（%）
主动纯债型基金规模变化	-0.12	7.59	-0.14	4.39	12.02
主动纯债型基金份额变化	-0.75	6.82	-0.21	4.49	10.55
中债-新综合净价（总值指数）	0.14	0.88	-0.07	0.59	1.49
中债-国债及政策性银行债净价(总值)指数	-0.03	1.07	0.00	0.69	1.65
中债-中期票据总净价(总值)指数	0.70	0.38	-0.10	0.31	1.26
中证转债指数	3.53	0.21	-0.26	-3.22	-0.47

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

随着利率波动幅度的收敛，基金经理主动管理空间下降，主动债基基金经理获取超额收益的难度也在增加；2023 年 11 月商业银行资本新规发布，在新规下被动债基相较主动债基的风险权重更低，银行对底层资产相对透明的被动债基的配置需求提升。截至 2023 年年末，债券指数基金规模达到 7768.70 亿元，同比增加 30.76%；债券指数型基金发行热度不减，新发规模 1635.58 亿元，仅次于中长期纯债基金。此外，被动债基产品线也不断涌现创新产品，如 2023 年新发品种中与沪深交易所债券做市业务配套的债券 ETF、30 年超长期限国债 ETF 等。

图 53　债券指数基金（被动指数型+指数增强型）存续规模变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.3.主动权益基金规模缩减，基金公司再次掀起自购潮

2023 年，我国股市总体呈震荡下跌走势。2023 年 1 月，受强复苏预期影响，股市出现明显反弹，春节后强复苏预期回落，股市随之震荡下行。6 月央行超预期降息和 7 月底的政治局会议相继短暂提振市场，随后市场在经济数据回落和政策刺激之间波浪式震荡下行。经济数据的反复以及股票市场的波动一定程度上令市场风险偏好趋于谨慎，并对推出的各类利好政策反应钝化。参考主要指数的阶段

涨幅，主动股票型基金的存量规模变化既包含持续的份额赎回，也包含基础市场的调整。截至 2023 年末，股票投资占比较高的四类产品类型合计规模同比减少 21.11%，合计份额同比变化-8.16%。

表 29　2023 年广义主动权益基金规模和份额各季度变动统计（剔除 2023 年新成立产品）

	一季度规模变化（%）	二季度规模变化（%）	三季度规模变化（%）	四季度规模变化（%）	全年规模变化（%）
灵活配置型基金	4.37	-7.08	-9.12	-7.36	-18.36
偏股混合型基金	-0.19	-8.11	-9.14	-8.64	-23.87
平衡混合型基金	-3.12	-6.80	-4.85	-6.78	-19.92
普通股票型基金	4.94	-4.35	-8.42	-6.72	-14.25
合计规模变化	1.63	-7.29	-8.99	-8.01	-21.11
	一季度份额变化（%）	二季度份额变化（%）	三季度份额变化（%）	四季度份额变化（%）	全年份额变化（%）
灵活配置型基金	0.68	-2.62	-1.63	-2.78	-6.24
偏股混合型基金	-1.97	-2.57	-2.56	-3.36	-10.06
平衡混合型基金	-5.00	-4.71	-2.81	-3.32	-14.94
普通股票型基金	2.41	0.43	-1.13	-1.78	-0.12
合计份额变化	-0.94	-2.23	-2.20	-3.04	-8.16

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

自 2023 年 7 月 31 日“活跃资本市场，提振投资者信心”一揽子政策措施实施以来，公募基金管理人就展开积极行动，纷纷自购以体现对资本市场长期健康、稳定发展的信心。2023 年 8 月，易方达基金、广发基金、中欧基金等超过 20 家机构陆续宣布自购，合计自购金额超过 10 亿元。2023 年 10 月末开始新一轮“自购潮”：嘉实基金公告运用固有资金 1 亿元投资旗下权益类基金；易方达基金宣布运用固有资金 2 亿元投资易方达沪深 300ETF；招商基金拟用 1 亿元投资旗下股票型、混合型公募基金；华夏基金决定运用固有资金 2 亿元投资旗下权益类公募基金；广发基金、富国基金、南方基金自购金额也均达 2 亿元。在市场大幅波动的背景下，基金公司重金自购，不但可以稳定基金资产规模，也有助于提高与投资者风险和利益的一致性，起到提振投资者信心、稳定市场预期的作用。

1.3.代销格局：银行市场份额有所回落，ETF 助力券商崛起

根据基金业协会披露的截至 2023 年末的基金销售机构公募基金保有规模前 100 家“股票+混合公募基金保有规模”和“非货币市场基金保有规模”数据，场外权益基金呈缓慢净赎回，叠加基金净值下跌拖累了权益基金保有规模，银行和独立代销机构的含权基金保有规模下滑明显；受 ETF 逆势增长驱动，券商权益类基金保有创新高、市占率持续攀升；受益债券牛市和避险效应，债券类基金在独立代销机构和银行渠道的保有规模增大。

具体来看，截至 2023 年末，百强机构非货公募基金保有规模达到 8.55 万亿，规模同比增长 6.78%，银行、独立销售机构、券商占比分别为 44.81%、33.38%和 20.36%，保有规模市占率分别较 2022 年末变化-3.83%、1.11%和 2.45%，银行头部位置未受撼动，但市占率较 2022 年有所降低。公募基金销售百强机构股票+混合公募基金保有规模 5.02 万亿，规模降幅-11.18%，其中银行、独立销售机构、券商分别占比 45.69%、24.01%和 28.41%。股混基金的销售规模变化直接影响到各类机构的市占率变化，证券公司整体向前，指数基金和 ETF 成为公募基金销售颓势下的一抹亮色。2023 年末券商合计保有规模 1.74 万亿，较 2022 年末增长 21.42%，其中股混基金规模从 1.25 万亿增至 1.43 万亿，增幅 13.70%。银行渠道的含权产品规模明显下降，2023 年末银行股混基金保有量合计 2.29 万亿，降幅 20.58%，市占率从 2022 年的 51.10%下降至 45.69%，客户风险偏好更低的城商行，其股

混基金规模降幅尤为明显。为应对规模和销售收入的下降，代销机构转向稳健收益型产品，银行和互联网平台纷纷加强债券型基金的销售力度。

表 30　保有规模前 100 代销机构股票+混合基金规模和市占率变化

代销机构类型	2022 年末股票+混合基金保有规模（亿元）	市占率	2023 年末股票+混合基金保有规模（亿元）	市占率	保有规模增速
银行	**28868**	**51.10%**	**22927**	**45.69%**	**-20.58%**
国有行	14360	25.42%	11891	23.70%	-17.19%
股份行	12816	22.69%	10012	19.95%	-21.88%
城农商行	1634	2.89%	964	1.92%	-41.00%
外资行	58	0.10%	60	0.12%	3.45%
券商	**12538**	**22.19%**	**14256**	**28.41%**	**13.70%**
龙头券商	8137	14.40%	9211	18.36%	13.20%
中型券商	3905	6.91%	4439	8.85%	13.67%
小型券商	496	0.88%	606	1.21%	22.18%
三方	**14310**	**25.33%**	**12050**	**24.01%**	**-15.79%**
互联网平台	12844	22.74%	10871	21.66%	-15.36%
三方财富	1071	1.90%	822	1.64%	-23.25%
机构业务	395	0.70%	357	0.71%	-9.62%
其他	**777**	**1.38%**	**945**	**1.88%**	**21.62%**
总计	**56493**	**100%**	**50178**	**100%**	**-11.18%**

资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，中国证券业协会，华宝证券研究创新部

注：龙头券商指 2021 年度净资产大于 500 亿的 13 家券商，中型券商指剔除龙头券商后 2021 年度净资产大于 100 亿的 42 家券商，小型券商指剩余的 50 家券商

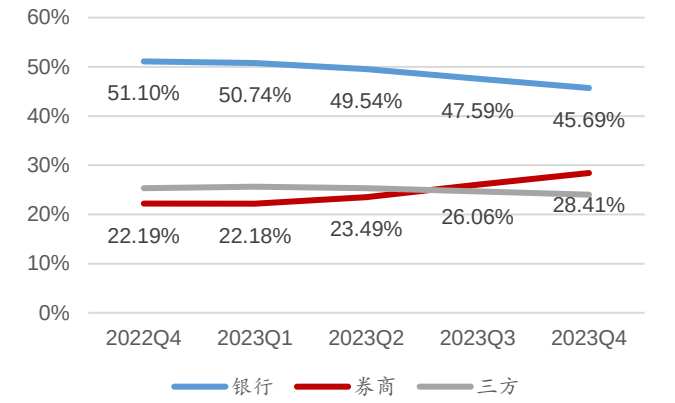
表 31　保有规模前 100 代销机构固收基金规模（非货基金规模-股混基金规模）和市占率变化

代销机构类型	2022 年末固收基金保有规模（亿元）	市占率	2023 年末固收基金保有规模（亿元）	市占率	保有规模增速
三方	**11503**	**48.88%**	**16470**	**46.69%**	**43.18%**
互联网平台	8923	37.92%	12880	36.51%	44.35%
机构业务	1058	4.50%	1854	5.26%	75.24%
三方财富	1522	6.47%	1736	4.92%	14.06%
银行	**10059**	**42.74%**	**15366**	**43.56%**	**52.76%**
城商行	1154	4.90%	2025	5.74%	75.48%
股份行	4330	18.40%	8012	22.71%	85.03%
国有行	4531	19.25%	5246	14.87%	15.78%
外资行	44	0.19%	83	0.24%	88.64%
券商	**1788**	**7.60%**	**3138**	**8.90%**	**75.50%**
龙头券商	1184	5.03%	2033	5.76%	71.71%
小型券商	89	0.38%	108	0.31%	21.35%
中型券商	515	2.19%	997	2.83%	93.59%
其他	**184**	**0.78%**	**301**	**0.85%**	**63.59%**
总计	**23534**	**100%**	**35275**	**100%**	**49.89%**

资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，中国证券业协会，华宝证券研究创新部

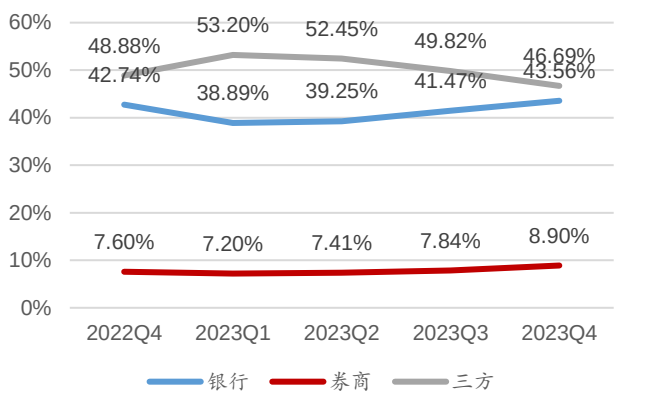
注：龙头券商指 2021 年度净资产大于 500 亿的 13 家券商，中型券商指剔除龙头券商后 2021 年度净资产大于 100 亿的 42 家券商，小型券商指剩余的 50 家券商

图 54　2023 年主要销售机构股混基金保有规模占比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 55　2023 年主要销售机构债券基金保有规模占比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从各类销售机构的保有数据和市占率具体分析，渠道的独特禀赋形成了各自在基金销售这一细分领域的护城河，但也正是各自的护城河，直接导致了销售模式的同质化和规模变化的趋同。

对于商业银行，由于公募基金的结构相对简单清晰，权益产品业绩大多随行就市，各家公募的固收类产品业绩整体差别较之权益产品也要小很多，因而销售过程中商业银行的客群引流成为业务关键。国有大行依靠存量的网点和客群优势，保有规模位居行业前列；部分股份行依靠先进的零售业务模式实现管理客户资金的快速扩容，并实现了更高的成长性。虽然城农商行基金保有规模远不及国有行和股份行，但在 2023 年整体保有规模增幅也达到 7.21%，非保本理财规模作为获批筹建理财公司的软性门槛，中小银行依然需要投入精力于产品销售上。不过，相比大型银行，城农商行的产品结构变化明显更大，股混基金保有规模减少 41.00%，固收基金保有规模增长 75.48%。

目前，商业银行的基金销售仍以传统的卖方销售为主，主要通过理财经理向投资者输出产品推介信息。此种模式下容易发生销售机构和投资者利益不一致，导致基金赚钱、基民不赚钱的现象；另外，不同体量的机构产品供给不均，销售机构盲目扩张规模，使得基民获得感下降的情况更加突出。根据部分头部银行在公开报告中的战略表述，“财富管理”、“买方投顾转型”已经成为行业共识，除了前台销售队伍能力，中台投研能力、产品能力的重要性逐步得到提升，部分城农商行也已经依靠资源投入突破壁垒的限制，依靠产品和投研实现规模快速扩容。

面对市场大幅波动，证券公司的股混基金保有规模普遍逆势增长，结合上文对公募基金规模的分析，ETF 是主要增量，而在 ETF 快速增长背后，是券商与互联网以及基金公司的深度合作。一方面，针对财富端“股转 ETF”、“主动权益转被动指数”、KOL 引流等业务模式最后都会与 ETF 产生重叠；另一方面，基金公司在主动权益产品较难发行的背景下，针对 ETF 首发给予了更多支持，券商理财经理也更有动力推广 ETF。与银行股债规模明显的“跷跷板效应”不同的是，券商在力推 ETF 的同时，也在加强固收产品代销，2023 年末券商债券基金的代销规模和市占率均再创新高。

券商保有规模的逆市增长，部分反映了券商在场内基金销售上的独特优势，也反映了券商在线上线下结合、客户覆盖和产品服务上更加综合全面，前中后台能力均无明显缺失，在线下渠道和服务精细化及专业化方面更胜一筹。传统证券类投资者的财富管理需求挖掘可能持续成为券商类保有代销的重要增量：龙头券商依托于自身广泛的客户覆盖、投研能力、产品布局和完善的机制体制，吸引更多

优质人才，市场占有率更加突出。同时，部分中小券商频繁出入百强代销机构，尾部竞争激烈，这些机构的财富管理转型除了搭建一线财富管理队伍，总部平台化赋能同样重要。

三方机构保有规模基本稳定。以机构销售为主的代销平台主要发力品种为债券基金，2023 年市占率有明显增长，汇成、基煜等机构销售的老玩家的保有规模相对排名继续靠前，但保有规模明显受到万得、利得等新入场玩家的冲击，部分过去以零售业务为主的销售公司如好买、盈米甚至京东肯特瑞等在机构业务上也开始发力，部分银行依靠自己的基金销售平台和强大的资源协调能力，也在机构销售端隐隐崛起，未来机构端的销售可能面临更多竞争。

互联网代销机构的护城河相对巩固，天天、蚂蚁等平台类机构主要依托互联网平台和金融科技手段服务客户，聚焦标准化产品和服务，较少覆盖线下，中后台经营能力和科技能力是核心优势。伴随着财富号、直播、短视频等新媒体的广泛传播，平台型机构已建立起强大的互联网基金销售生态圈、并将持续受益；兼具金融专长和科技基因的公司或有望构建较强的护城河。但也需要注意的是，互联网的时代红利趋于平淡，平台型公司也很难复制过去的规模增速。

总的来看，公募基金销售江湖格局变换，是不同机构结合各自禀赋执行不同打法的结果。伴随行业供给端逐渐饱和、基金费率下降等趋势，市场竞争日趋白热化，银行、券商和独立基金销售机构“三足鼎立”的局面还将长足存在。与此同时，竞争加剧以及基金公司加大直销力度，各代销机构都将更加注重修炼内功，努力实现差异化发展，未来公募基金的代销江湖仍将继续百舸争流。

1.4.公司格局：基金公司马太效应明显，外商独资公募加速展业

基金公司马太效应明显，头部机构比拼激烈

根据中国证券投资基金业协会发布的 2023 年基金管理机构非货币理财公募基金月均规模，易方达基金以 9695.12 亿元的月均规模蝉联第一，与追赶者依然拉开了较大差距，排在第二和第三位的是华夏基金、广发基金，月均规模分别为 7580.55 亿元、6608.84 亿元。

整体来看，前十大基金公司因业务布局整体偏均衡，市场格局仍较为稳定，整体名次变化并不大，只有少数基金公司名次抬升明显。前二十强中，嘉实基金、华安基金、国泰基金、华泰柏瑞基金等名次有所提升。

表 32　2023 基金公司非货月均规模排名前 20 及月均规模变化（本年 12 个月末规模算术平均）

管理人名称	非货币理财公募基金月均规模（亿元）	月均规模变化	管理人名称	非货币理财公募基金月均规模（亿元）	月均规模变化
易方达基金	9695.12	-7.90%	工银瑞信基金	3740.39	-10.56%
华夏基金	7580.55	9.44%	景顺长城基金	3460.19	-3.28%
广发基金	6608.84	-0.39%	华安基金	3281.98	-3.36%
富国基金	5953.74	-3.61%	国泰基金	3243.72	12.50%
招商基金	5578.57	-2.37%	中欧基金	3167.46	-14.72%
嘉实基金	5102.12	15.44%	交银施罗德基金	2998.36	-16.80%
南方基金	4994.63	-4.03%	天弘基金	2970.44	2.23%
博时基金	4985.67	-7.24%	兴证全球基金	2841.93	-3.54%
汇添富基金	4727.3	-10.84%	中银基金	2658.02	-1.84%
鹏华基金	4294.28	-2.56%	华泰柏瑞基金	2512.05	-

资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

易方达基金各产品线规模分布和发展均衡，主动股票型基金在相对逆风的环境中，公司积极布局指数基金和短债产品。其中，主动权益基金目前仍然是公司规模最大的产品品类，但由于质量成长风格的基金经理近两年处在相对逆风的市场环境中，易方达主动权益基金整体份额逐季减少，易方达蓝筹精选、易方达消费行业、易方达竞争优势企业等产品的绝对规模和份额降幅均较大。易方达基金随之也将发力重心从主动权益大举切换至指数产品，存量指数基金的份额每个季度均有增长，全年份额增幅 60.22%，增幅较大的品种包括宽基类的创业板 ETF、科创 50ETF、沪深 300ETF、上证 50ETF 等，行业主题类的沪深 300 医药卫生 ETF、中证人工智能 ETF、中证红利 ETF 等，全年发行的 35 只指数基金中也有 17 只为 ETF。存量固收多策略型基金全年规模降幅 21.50%，降幅主要体现在易方达裕丰回报、易方达丰和、易方达丰华等产品中；主动纯债产品规模相对稳定，增量出现在二季度和四季度债市顺风期，易方达安源中短债、易方达安和中短债等短债基金全年规模增幅较大。

从月均规模的角度，截至 2023 年末，非货基金月均规模排名前十的基金公司中，仅有华夏基金和嘉实基金的月均规模同比增长。**华夏基金重点在股票被动指数型产品中发力**，全年科创板 50ETF 和上证 50ETF 绝对规模增幅最大，截至 2023 年末，两只基金规模分别达 933.78 亿（较 2022 年增长 425 亿）和 802.95 亿（较 2022 年增长 219 亿），沪深 300、中证 500 等宽基品种年内规模也有所增长；行业主题基金方面，国证半导体 ETF 年内规模增长 58 亿，动漫游戏 ETF 增长 51 亿。华夏基金正在努力创设颗粒度越来越小的资产类别，部分策略品种如创业板动量成长 ETF 等品种也累积了较大规模。2023 年，华夏基金共发行 10 只 ETF，除科创 100ETF 和中证 2000ETF 两只宽基 ETF 外，华夏重点布局了多只策略指数产品，如华夏中证智选 300 价值稳健 ETF、华夏中证智选 300 成长创新，对存量智选 1000 和智选 500 系列形成补充。**嘉实基金的规模增量主要来自于主动纯债产品和被动权益产品。**主动纯债方面，规模增幅较大的品种主要为短债品种，如嘉实超短债、嘉实中短债，嘉实稳泽纯债、嘉实纯债等绩优品种在三四季度也获得了较大比例申购；被动权益方面，沪深 300ETF、科创芯片 ETF 是增量较大的品种。

偏股型基金产品更多地体现在海量个人端用户对基金公司品牌的认可度，公募品牌的头部效应已十分明显，头部基金公司在个人端用户市场具有极强的市场号召力。同时，公募市场上典型的流量策略和明星基金经理效应也主要集中在头部公司上，明星基金经理流量红利淡去后，2023 年末公募基金公司马太效应更加明显，头部基金公司的比拼也更为激烈。部分固收领域能力较强、被动型业务布局早的基金公司较为受益，产品线分布相对均衡的基金公司受到冲击较小，而主动权益业务占比较高的基金公司受到影响较大，规模和排名下滑明显。

外资公募加速展业，早期布局鲜有特色

根据基金业协会数据，截至 2023 年 12 月底，我国境内共有基金管理公司 145 家，其中，外商投资基金管理公司 49 家（包括中外合资和外商独资）。加上摩根基金、摩根士丹利基金等由中外合资转为外商独资的基金公司，当前中国已有 9 家外商独资的公募基金，分别是：贝莱德基金（贝莱德金融管理公司）、富达基金（富达亚洲控股私人有限公司）、路博迈基金（路博迈投资顾问有限公司）、宏利基金（宏利金融集团）、施罗德基金（施罗德投资管理有限公司）、摩根基金（摩根资产管理控股公司）、摩根士丹利基金（摩根士丹利国际股份有限公司）、联博基金（联博香港有限公司）、安联基金（安联投资有限公司）。

政策的引导和支持是外资公募基金加速布局的重要原因。2017 年 11 月 10 日财政部宣布，中国放宽金融业的外资投资比例限制，外国投资者直接或间接投资证券、基金、期货公司的比例限制从 25%或 49%提高到 51%。2019 年 7 月 20 日，国务院金融稳定发展委员会办公室宣布进一步扩大金融对外开放的 11 条措施，其中基金公司放开外资股比例限制的时点提前到 2020 年 4 月 1 日。2020 年 4 月 1 日，正式取消对证券公司、公募基金公司的外资持股比例限制。

相比摩根基金、摩根士丹利基金等老基金公司，后续成立的外商独资公募机构发展快慢脚步不一，贝莱德基金、路博迈基金已新发了产品，施罗德基金的产品新进获批，联博基金和安联基金还处于业

务真空期。具体来看，截至 2022 年底，贝莱德基金存量有 3 只主动权益基金和 1 只固收+基金，并在 2023 年分别新发了 1 只主动权益、1 只固收+和 1 只纯债基金；路博迈基金在 2023 年发行了 5 只基金，分别为路博迈护航一年持有、路博迈中国精选利率债、路博迈中国绿色债券、路博迈中国机遇和路博迈中国医疗健康；富达基金则分别成立了 1 只普通股票型基金和 1 只中长期纯债型基金；施罗德基金在年底成立了 1 只二级债基。外资公募出道之时，市场期待它们能走出一条差异化道路，发挥其在全球化资产配置、金融科技、资金引进等方面的优势，开拓跨境服务，更好地满足国内投资者的财富管理需求。从已经发行产品的外商独资公募的产品线布局上看，相比市场期待的全球化、差异化，外商独资公募更多在追求本土化，相对同质化的产品布局使得以上外资公募的首发募集除纯债产品外，鲜有亮点。

表 33　2023 年外资独资公募基金发行的主动管理产品

基金公司	名称	投资类型	基金经理	发行份额(亿份)	基金成立日
施罗德基金	施罗德恒享 A	混合债券型二级基金	单坤,周匀	12.84	2023-12-26
路博迈基金	路博迈中国精选利率债	中长期纯债型基金	魏丽	48.55	2023-12-25
	路博迈中国绿色债券	中长期纯债型基金	魏丽	21.94	2023-09-26
	路博迈中国医疗健康 A	普通股票型基金	李涛	0.39	2023-12-26
	路博迈中国机遇 A	偏股混合型基金	魏晓雪	4.33	2023-06-16
	路博迈护航一年持有 A	混合债券型二级基金	汝平,周平	40.93	2023-03-21
富达基金	富达裕达纯债 A	中长期纯债型基金	成皓	50.00	2023-11-22
	富达传承 6 个月 A	普通股票型基金	周文群	10.79	2023-04-25
贝莱德基金	贝莱德安睿 30 天持有 A	中长期纯债型基金	王洋	43.15	2023-12-25
	贝莱德行业优选 A	偏股混合型基金	神玉飞	4.39	2023-03-28

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在指数化的趋势下，外资公募机构也开始加大指数产品的布局力度，机构上报的产品类型以被动指数型债券基金为主，例如宏利中债-绿色普惠主题金融债券优选指数基金、贝莱德中债 0-3 年政策性金融债指数基金、富达中债 0-2 年政策性金融债指数基金等。摩根基金上报过多只被动指数型股票基金，例如摩根标普 500ETF(QDII)、摩根纳斯达克 100 指数(QDII)等，2023 年 11 月成立的摩根标普港股通低波红利 ETF，募集规模达到 13.63 亿元，是 2023 年国内市场认购户数最多的策略型 ETF，也是发行规模最大的港股 ETF 之一。

从产品层面，外资独资公募基金的海外经验似乎并未奏效。贝莱德以被动投资见长，在中国却转向了主动投资；富达在海外是养老投资的专家，是美国 401k 养老基金的第一大管理人，宏利、施罗德等都在海外养老金市场深耕多年，但以上外资机构均未在养老产品上进行布局。

从规模角度，外资布局我国公募市场，仍存在水土不服等影响其业务扩展的问题。贝莱德、富达基金等外商独资的公募基金凭借海外的影响力，对标的是易方达、华夏等国内头部公募，但从实际募集效果来看，实际对行业的冲击似乎并没有预期的大。首先，中资公司相对来说对本土资管生态、监管理解更胜一筹，对创新产品、新概念的追逐也相对更快；其次，中国公募市场竞争较为激烈，本土公司在渠道、客户、销售等方面有一定的自身优势，本土基金公司的优势在于长期的服务意识，并在此基础上提升了品牌知名度和信任度，对于中国投资时间尚短且业绩不佳的外资公募来说，尚需时间积累；最后，外资独资公募基金的外资股东往往是全球知名的金融巨头，本身在投资策略、投资工具、全球配置、风险管理、人才制度等方面具有领先优势，但如何撬动这些全球资源，在中国市场做大做强，同样考验这些外资机构对中国市场的认知、对自身战略的清晰定位以及管理团队的执行力，这并非一蹴而就。将自身战略定位为某个细分领域，并深耕该领域，还是做一家业务线全面发力的基金公司，同样考验管理者的智慧。

中国公募基金引入外资的过程，与中国公募行业的成长是同步的。中国基金业通过双向开放形成了更加丰富多元的行业格局，公募基金行业竞争力得到提升。同时，外资的进入也将激发中国公募基金行业的创新活力，相互交流也有助于中国公募基金行业提升服务能力和专业水平。对于外资独资公募基金来说，尽管母公司具备丰富的投资经验、完善的投研体系，但面对投资者的多元化、个性化投资需求，外资公司仍需不断创新产品和服务，才能在市场竞争中脱颖而出。

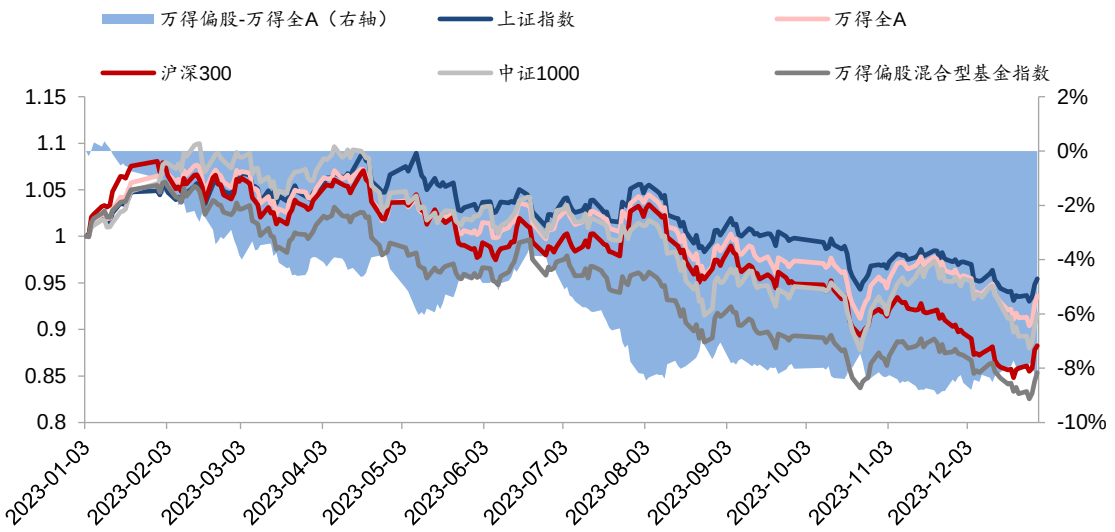
2.产品业绩：纯债基金表现亮眼，小盘和红利成为权益基金结构亮点

2.1.主动跑不赢被动，低抱团主动权益基金占优

回顾 2023 年，A 股市场在弱现实的宏观背景下整体呈现出震荡下行的态势。2023 年全年 wind 全 A 收跌 6.37%，上证指数收跌 4.54%，与此同时主动权益基金则呈现出更大幅度的下跌，万得偏股混合型基金指数全年收跌 14.62%，这也是**主动权益基金首次在震荡下跌的市场中如此显著地跑输被动指数**。分区间来看，2023 年 8 月份之前，主动权益基金相较市场指数的跌幅更大，主动选股超额缩水更明显；而 2023 年 8 月份以后，主动权益基金和市场指数则同步下跌，被动指数并没有呈现出进一步的抗跌性。

根据我们在 2023 年 9 年 5 日发布的报告《为何主动权益基金会跑输被动指数？兼论基于低抱团视角的基金遴选策略》，我们认为**主动权益基金跑输被动指数与当时的宏观环境、持仓的筹码结构紧密相关**。从公募基金持股行业的角度来看，2023 年上半年公募基金重仓板块（如食品饮料、医药等）表现不佳，而公募基金低筹码板块（如传媒、通信、计算机等）有显著超额收益；到了 2023 年下半年，除煤炭板块以外其余板块均下跌，电力设备与新能源、食品饮料等延续上半年的下跌态势，而公募基金加仓的 TMT 板块同样迎来了高位下跌；从公募基金持股特征的角度来看，主动权益基金超额暴露的高成长、高盈利、高估值、大市值因子在 2023 年表现不佳；另外，在“弱现实”的背景下，A 股历次主动权益基金领跑行情所依赖的业绩爆发条件难以形成，主题行情较为盛行。

图 56　主被动基金业绩表现



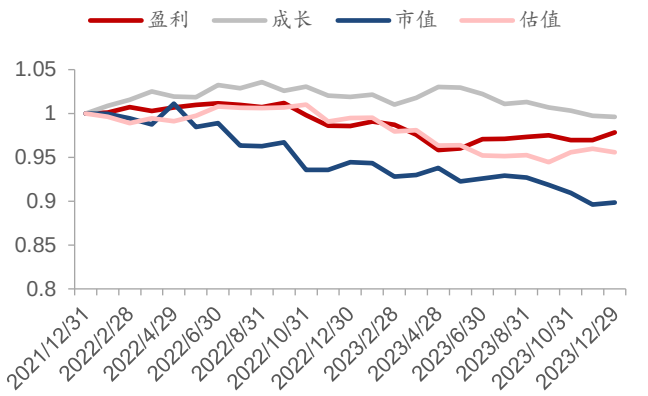
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 34　中信一级行业涨跌幅（半年度）

报告期		2020-06-30	2020-12-31	2021-06-30	2021-12-31	2022-06-30	2022-12-30	2023-06-30	2023-12-29
上游/周期	石油石化	-17%	25%	14%	3%	-2%	-8%	11%	-1%
	煤炭	-16%	28%	18%	23%	34%	-12%	-2%	15%
	有色金属	-5%	41%	15%	27%	-1%	-17%	-1%	-5%
	钢铁	-8%	18%	25%	14%	-10%	-14%	-3%	-4%
	基础化工	8%	26%	26%	18%	-5%	-18%	-8%	-11%
	建筑	-8%	1%	4%	17%	0%	-9%	11%	-13%
	建材	7%	20%	5%	4%	-5%	-20%	-9%	-13%
	交通运输	-8%	17%	1%	1%	3%	-1%	-7%	-7%
	综合	-3%	-3%	21%	0%	-8%	-3%	-12%	0%
中游/制造	电力及公用事业	-4%	6%	5%	20%	-10%	-4%	6%	-5%
	轻工制造	3%	15%	5%	8%	-16%	-5%	0%	-7%
	机械	5%	27%	5%	9%	-14%	-7%	13%	-12%
	电力设备及新能源	18%	60%	24%	21%	-8%	-17%	-4%	-22%
	国防军工	11%	55%	-10%	26%	-19%	-7%	4%	-13%
	汽车	2%	46%	11%	9%	-3%	-17%	7%	-2%
下游/消费	医药	42%	6%	13%	-15%	-15%	-7%	-5%	-2%
	食品饮料	25%	50%	1%	-6%	-3%	-11%	-7%	-6%
	消费者服务	26%	43%	-2%	-23%	8%	-2%	-28%	-18%
	家电	0%	32%	-14%	-5%	-10%	-11%	17%	-7%
	商贸零售	15%	-13%	-1%	4%	-6%	0%	-6%	-6%
	纺织服装	-5%	3%	10%	-3%	-6%	-3%	4%	0%
	农林牧渔	16%	-1%	-9%	3%	-2%	-7%	-9%	-3%
金融地产	银行	-13%	14%	8%	-8%	-1%	-5%	0%	-2%
	非银行金融	-11%	19%	-17%	-4%	-12%	-3%	2%	-2%
	房地产	-9%	-1%	-10%	0%	-1%	-5%	-14%	-12%
	综合金融	-3%	-16%	-7%	6%	-21%	-5%	0%	-5%
TMT	电子	24%	8%	13%	4%	-24%	-16%	11%	-4%
	通信	9%	-16%	-6%	9%	-16%	-5%	45%	-14%
	计算机	23%	-5%	3%	0%	-20%	-6%	32%	-18%
	传媒	13%	-13%	-5%	13%	-22%	-4%	43%	-16%

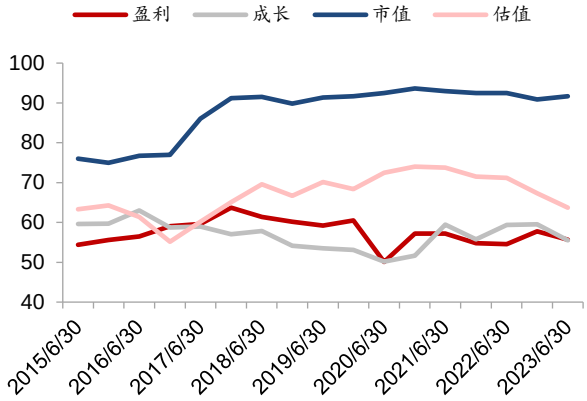
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 57　Barra 因子收益率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

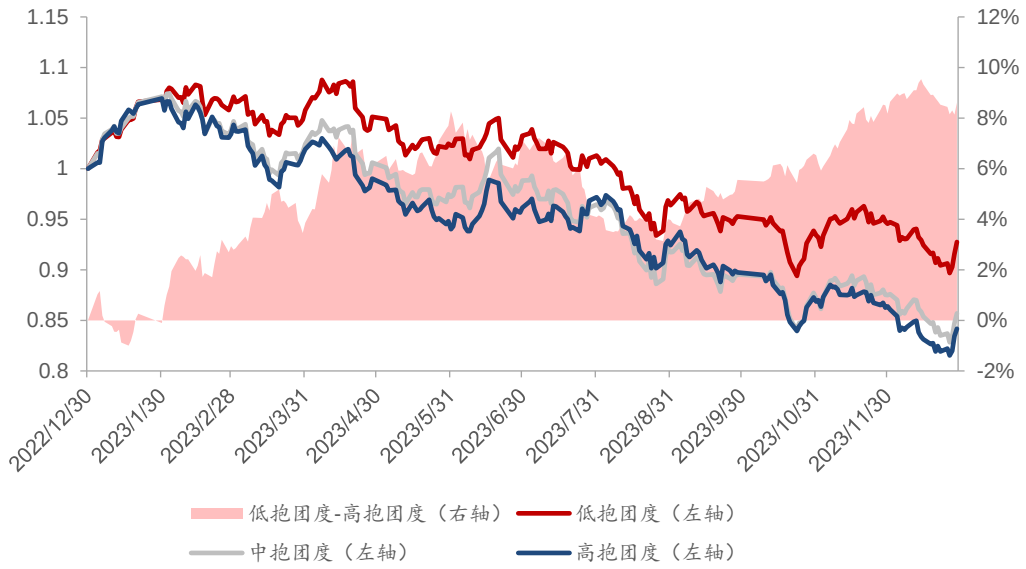
图 58　主动权益基金加权因子暴露



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

具体到主动权益基金内部，由于不同权益基金在持仓偏好、操作特征上的差异，不同类型的主动权益基金所适用的市场环境同样会存在差异，主动权益基金内部“高抱团度组合-低抱团度组合”的走势与代表主被动表现的“万得偏股混合型基金指数-中证全指”的走势较为一致。从策略的角度来看，**2023 年中，低抱团度主动权益型基金相对高抱团度基金呈现出较高的超额收益率**，基金经理“翻石头”的能力是我们的一大关注要点。根据 2023 年各季报披露的持仓数据，我们分别统计低抱团度、中抱团度和高抱团度主动权益基金 2023 年的业绩表现，结果表明，不管是等权配置还是具体标的收益的最小值、中位数还是最大值，低抱团度基金都显著优于高抱团度基金。考虑到当前的宏观环境下抱团行情难起，低抱团度基金或将是更好的选择，尤其是长期坚守自身选股理念、深挖不被多数基金经理关注的个股且具备较强选股能力的基金经理，值得重点关注。

图 59　2023 年度不同抱团度基金业绩表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：抱团度定义方法详见 2023.09.05 发布的报告《为何主动权益基金会跑输被动指数？兼论基于低抱团视角的基金遴选策略》

2.2.主观选股策略表现不佳，主动量化异军突起

2023 年，A 股的投资范式有了新的变化，核心资产和景气投资的收益率走弱，而中小市值公司策略则收获了相较大盘股显著的超额收益。量化策略由于其“覆盖度广而深度有限”的特征，天然地适合在小市值公司中挖掘 alpha。此外，2023 年权益市场的主线并不明朗，主题投资较为盛行，行业轮动加剧，量化策略高度分散化、系统化、及时性的特性使其在此市场环境下大放异彩。

对比主动权益基金中的主观选手和量化选手，我们可以看到 2023 年主动量化产品的业绩整体较主观权益更有优势。从收益角度看，主动量化产品年化收益率的中位数和平均值分别为-7.81%和-6.81%，均显著高于主观权益产品年化收益率的中位数和平均值，但主动量化产品由于缺乏押注赛道的产品，因此收益率的最大值略弱于主观权益产品。从风险控制角度来说，主动量化产品最大回撤的中位数和平均值分别为-17.99%和-18.99%，均显著优于主观权益产品最大回撤的中位数和平均值。

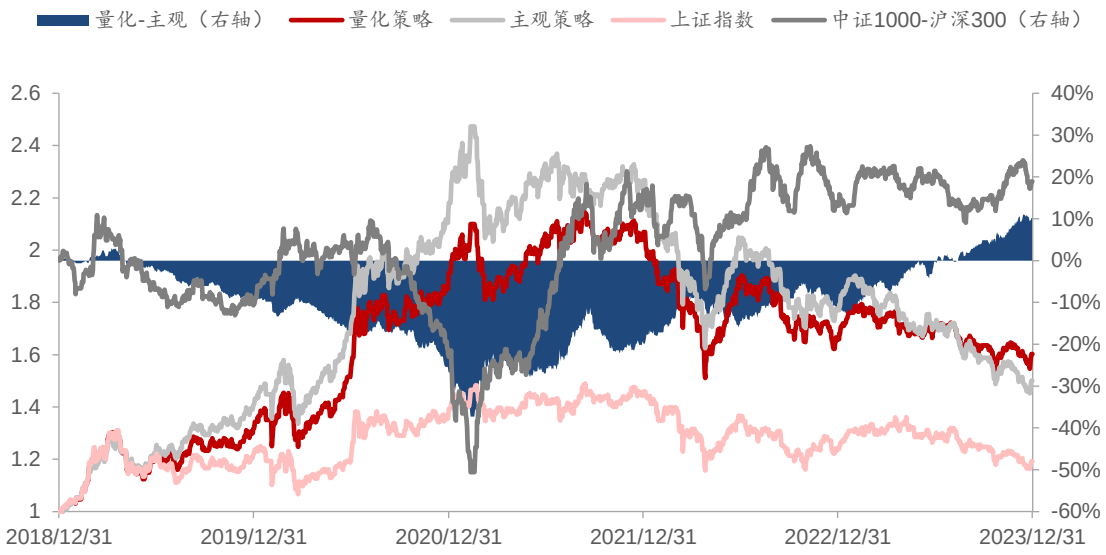
表 35　2023 年量化与主观策略风险收益特征分布（%）

统计指标	策略分类	平均值	最小值	25 分位数	50 分位数	75 分位数	最大值
2023 年收益率	主观	-13.31	-46.19	-19.51	-13.91	-7.80	58.55
	量化	-6.81	-39.01	-12.34	-7.81	-2.25	21.96
2023 年最大回撤	主观	-25.49	-54.09	-30.07	-25.07	-20.56	-5.67
	量化	-18.99	-51.40	-22.57	-17.99	-14.65	-7.07

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回顾过往历史，量化策略并非首次跑赢主观策略。对比历史上的量化策略和主观策略的表现可以发现，当权益市场处于熊市或震荡市且小盘相对大盘占优时，量化策略表现会阶段性优于主观策略。因此，在配置量化策略时需注意小盘策略转向的风险。

图 60　量化与主观权益策略基金历史净值表现对比



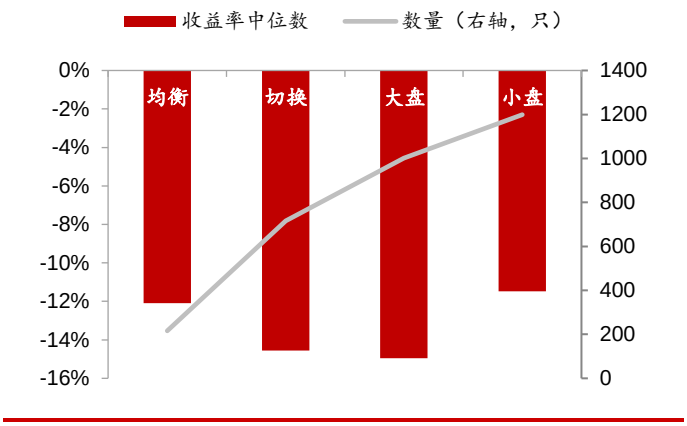
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3.权益市场震荡走弱，小盘和红利策略基金成为亮点

2023 年，权益市场震荡走弱，主流的宽基指数和策略指数以下跌为主，而小微盘和红利指数在弱势的权益市场中有亮眼的表现。

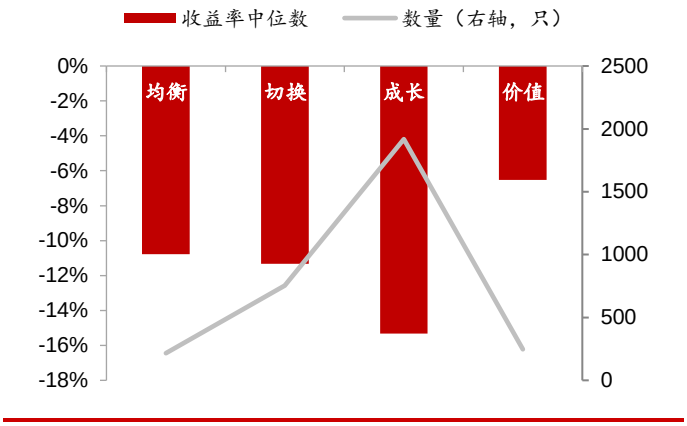
具体到公募基金，2023 年的主动权益基金整体也呈现出下跌的态势。在规模大于 1 亿元、权益仓位高于 60%的公募基金中，2023 年收益为正的基金仅占 8.85%。进一步的，我们将高仓位主动权益基金按照其投资风格进行划分，在大/小盘维度上形成大盘、小盘、均衡、风格切换产品；在价值/成长维度上形成价值、成长、均衡、风格切换产品。**与指数呈现的特征类似，主动权益基金整体呈现出小盘风格优于大盘风格的特征；价值和成长风格的主动权益基金差异较大，价值风格明显优于成长风格。**

图 61　2023 年主动权益基金风格与收益分布（大/小盘）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 62　2023 年主动权益基金风格与收益分布（价值/成长）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3.1.小微盘股投资盛行，公募基金市值下沉带来超额收益

从市值角度来看，在 2023 年，权益市场呈现出市值越下沉，收益弹性越强的特征。如果我们以中证 2000 表征小盘，以沪深 300 表征大盘，那么小盘风格的强势自 2021 年起已延续了 3 年之久。

表 36　宽基指数历年业绩表现（%）

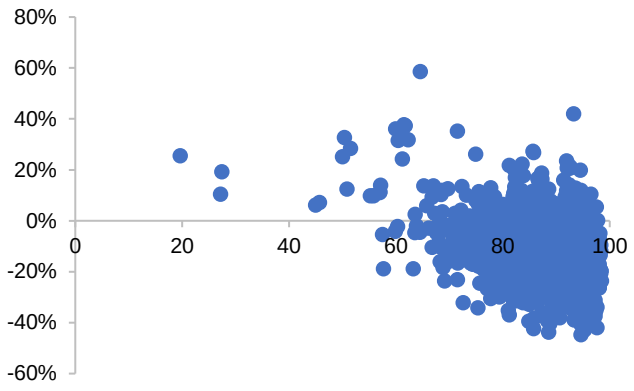
年份	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	中证 2000	创业板指	上证指数	恒生指数
2014	63.93	51.66	39.01	34.46	53.54	12.83	52.87	1.28
2015	-6.23	5.58	43.12	76.10	109.78	84.41	9.41	-7.16
2016	-5.53	-11.28	-17.78	-20.01	-7.63	-27.71	-12.31	0.39
2017	25.08	21.78	-0.20	-17.35	-24.10	-10.67	6.56	35.99
2018	-19.83	-25.31	-33.32	-36.87	-33.34	-28.65	-24.59	-13.61
2019	33.58	36.07	26.38	25.67	21.96	43.79	22.30	9.07
2020	18.85	27.21	20.87	19.39	15.39	64.96	13.87	-3.40
2021	-10.06	-5.20	15.58	20.52	25.89	12.02	4.80	-14.08
2022	-19.52	-21.63	-20.31	-21.58	-14.77	-29.37	-15.13	-15.46
2023	-11.73	-11.38	-7.42	-6.28	5.57	-19.41	-3.70	-13.82

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回顾 2023 年，我们发现在公募基金中也呈现出持仓市值越下沉，收益越高的特征。特别的，对于主动权益基金中市值下沉至全市场 50%分位数以下的样本或加权持仓市值在 100 亿元以下的样本，其在 2023 年绝大多数获得正收益。同时我们可以看到近年来，为适应市场的风格切换或基于估值性价比的维度，公募基金的持仓整体呈现出市值下沉的特征。此外，我们对于长期以来坚持小/微盘风格的主动权益基金进行了统计，遴选了最近四期全部持仓数据（截至 2023Q2）中平均加权持仓市值小

于等于 250 亿元、且 2023Q4 合计规模大于 1 亿元的高权益仓位主动权益基金，并剔除行业主题基金。可以看到，小/微盘风格的主动权益基金在 2023 年整体呈现出较优的业绩。

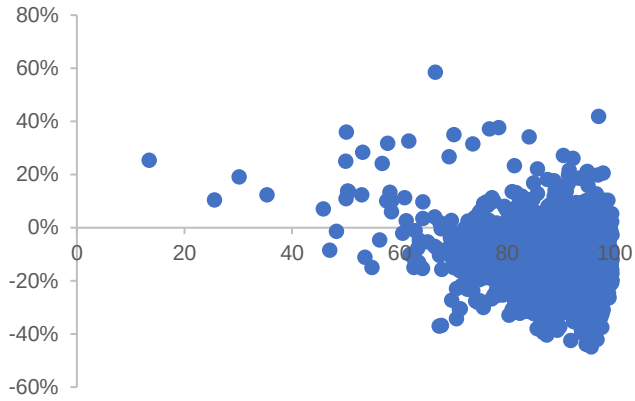
图 63　2022 年年报市值因子暴露分位数与 2023 年回报



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

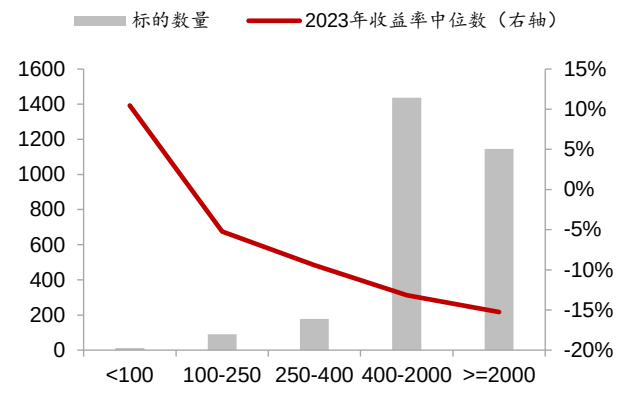
注：样本为主动权益基金，下同。X 轴为市值分布分位数，Y 轴为收益率

图 64　2023 年中报市值因子暴露分位数与 2023 年回报



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

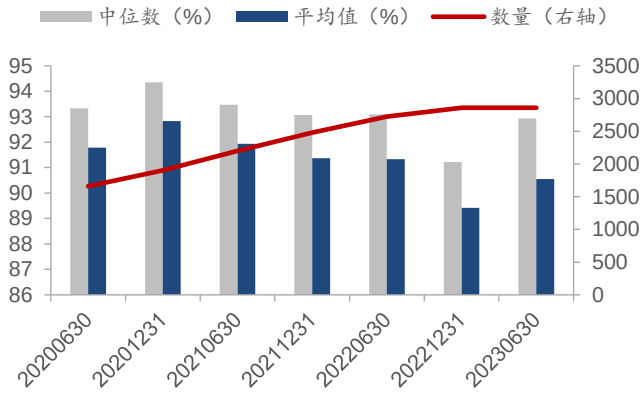
图 65　主动权益基金加权持仓市值与 2023 年收益关系



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：分组依据为 2022 年底加权持仓市值（亿元）

图 66　主动权益基金加权持仓市值市场分位数变化趋势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：加权持仓市值市场分位数指将公募基金持仓个股的市值在全市场股票中的分位数，按照持仓规模进行加权

表 37　小/微盘风格主动权益基金

基金代码	基金简称	基金成立日	基金规模（合计，亿元）2023/12/31	复权单位增长率（2023 年，%）	最大回撤（2023 年，%）
004685.OF	金元顺安元启	2017-11-14	15.66	25.45	-8.27
005457.OF	景顺长城量化小盘	2018-02-06	13.10	-2.91	-18.44
009686.OF	华夏磐利一年定开 A	2020-07-29	5.31	-0.09	-21.47
010695.OF	华夏磐益一年定开	2021-01-26	8.54	2.70	-13.56
090019.OF	大成景恒 A	2012-06-15	32.91	19.17	-9.67
162102.OF	金鹰中小盘精选 A	2004-05-27	8.24	31.57	-15.14

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

但值得注意的是，虽然小/微盘在过去几年有着亮眼的业绩表现，但对于小/微盘标的投资而言，策略容量以及市场风格转向的风险同样值得我们注意。从策略容量上看，2019~2023 年期间，万得微盘股指数的日均成交额不及沪深 300 和中证 2000 的 1/10，其对应成分股的自由流通市值也仅占全部 A 股流通市值的 1%左右（截至 2023.12.29），对于资金的承载量相较大盘和中小盘股票而言有明显的差距，资金量过大对微盘股造成的潜在冲击同样值得我们警惕。公募基金无法做到像 wind 微盘股指数的编制规则一样逐日调仓，当资金涌入单一标的后能否及时调仓是一个未知数。从市场风格的角度上来看，历史上大小盘风格的切换也时有发生，而小盘风格已连续 3 年占优，投资者需要持续警惕风格转向的风险。实际上，2024 年开年小/微盘风格类指数及基金大幅回撤，尤其是 wind 微盘股指数一度回撤幅度超过 40%，也充分揭示了流动性风险对小微盘股投资的杀伤力之大。

表 38　大/小/微盘指数日均成交额与流通市值占比

证券代码	证券简称	2023 年日均成交额（单位：亿元）	2019-2023 年日均成交额（单位：亿元）	自由流通市值占比（单位：亿元，2023/12/29）
000300.SH	沪深 300	2,178	2,440	52.32%
000852.SH	中证 1000	1,810	1,854	13.85%
932000.CSI	中证 2000	2,194	1,530	11.00%
399303.SZ	国证 2000	2,843	2,587	17.92%
8841431.WI	万得微盘股指数	151	140	0.96%
899050.BJ	北证 50	30	20	0.17%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3.2.红利因子受市场青睐，高股息特征基金表现强势

2023 年，红利策略在市场弱势行情下，表现引人注目，中证红利全收益指数全年录得 6.34%的收益，红利低波全收益指数更是录得 12.23%的收益率，远好于同期成长类指数表现。红利因子的强势，也带动了一众红利策略类被动指数及主动权益基金的业绩修复，成为 2023 年权益市场为数不多的亮点之一。

表 39　红利及其他策略指数历年业绩表现（%）

年份	中证红利	中证红利全收益	红利低波	红利低波全收益	低估值指数(长江)	低估值成长指数(长江)	盈利质量成长(长江)	高盈利质量指数(长江)	PB-ROE 指数(长江)	成长指数(长江)
2014	51.68	57.59	50.58	57.78	69.71	44.41	32.67	41.19	62.71	26.88
2015	26.86	29.89	12.86	16.06	4.98	33.97	16.97	12.91	4.60	49.50
2016	-7.64	-4.30	-4.19	0.08	-4.68	-9.18	-4.31	-2.83	-6.19	-16.75
2017	17.57	21.34	19.91	23.57	16.59	15.14	54.47	40.73	31.07	6.64
2018	-19.24	-16.15	-19.46	-16.39	-16.87	-36.45	-21.70	-22.52	-18.29	-34.39
2019	15.73	20.88	15.97	20.94	14.63	37.04	59.00	51.13	26.48	49.60
2020	3.49	8.18	-2.96	1.99	-10.49	49.46	50.52	42.03	-2.48	82.13
2021	13.37	18.19	10.80	16.34	0.01	12.77	-3.41	-13.10	-9.86	15.27
2022	-5.45	-0.37	-1.90	3.46	-4.27	-20.81	-25.33	-22.21	-13.20	-24.34
2023	0.89	6.34	6.45	12.23	-5.07	-2.89	-18.12	-16.10	-9.20	-14.38

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

就被动指数基金而言，我们发现采用红利策略的基金共有如下 4 种：（1）单一红利策略基金；（2）红利低波策略基金；（3）红利质量策略基金；（4）行业主题红利基金。数量方面，截至 2022 年底，我们发现跟踪单一红利策略指数的被动指数基金最多，总计 13 个标的（仅统计成立于 2023 年以前的初始基金，下同）；红利低波策略被动指数基金的数量其次，总计 9 个标的；红利质量策略被动指数基金为 4 个；行业主题红利被动指数基金仅 1 只。业绩方面，在过去三年中（2021.01.01-2023.12.29），由于整体的宏观环境趋于弱势，更偏防守且考虑到未来股息率的红利低波策略表现最优，而红利质量策略虽然将公司的盈利能力和现金流质量纳入考虑，但由于高质量股票在 2021 年以来估值泡沫的压缩使得红利质量策略表现弱于红利策略。此外，红利策略的表现与其样本空间密切相关，将港股纳入选样空间的红利策略指数大多在过去 3 年表现不佳，以沪深两市为样本空间的红利指数表现往往优于在单一证券市场选股的红利指数。股息率方面，2023 年红利策略指数股息率在 2.68%到 9.87%之间，大多数选股范围为内地股票的单一红利策略指数的股息率在 6.10%左右。

表 40　采用红利策略的被动指数基金

分类	证券简称	基金成立日	基金规模（合计，亿元）2023/12/31	2023 年收益（%）	2023 年最大回撤（%）	近三年年化收益（%）	近三年最大回撤（%）
红利低波	摩根港股低波红利 A	2017-12-04	4.56	1.71	-15.35	3.08	-25.04
	华泰柏瑞红利低波动 ETF	2018-12-19	25.28	11.90	-12.24	11.36	-16.52
	嘉实沪深 300 红利低波动 ETF	2019-08-08	9.18	14.32	-9.53	7.59	-14.56
	南方标普中国 A 股大盘红利低波 50ETF	2020-01-17	7.66	15.86	-8.59	10.15	-14.25
	景顺长城中证红利低波动 100ETF	2020-05-22	50.86	12.54	-9.88	12.89	-12.86
	东方红中证东方红红利低波动 A	2021-12-30	12.20	10.31	-11.27	-	-11.27
	景顺长城中证沪港深红利成长低波动 A	2019-09-06	0.94	7.68	-10.00	8.10	-12.91
红利	华泰柏瑞红利 ETF	2006-11-17	166.44	7.41	-11.84	7.01	-20.00
	工银深证红利 ETF	2010-11-05	28.92	-9.12	-19.96	-13.34	-50.07
	华宝标普中国 A 股红利机会 A	2017-01-18	12.98	12.69	-8.99	10.22	-14.08
	银河中证沪港深高股息 A	2018-04-10	0.15	-2.37	-14.41	-3.09	-32.28
	建信沪深 300 红利 ETF	2019-08-23	0.56	1.89	-13.94	0.82	-17.00
	招商中证红利	2019-11-28	43.65	5.21	-10.33	9.01	-18.00

	ETF						
	博时恒生港股通高股息率 ETF	2021-05-11	8.44	-1.38	-14.52	-	-38.89
	西部利得深证红利 ETF	2021-06-18	2.19	-7.55	-18.72	-	-38.88
	华夏恒生中国内地企业高股息率 ETF	2021-11-11	0.71	2.18	-11.98	-	-40.81
红利质量	民生加银中证港股通 A	2017-06-02	0.25	2.88	-13.28	-1.89	-39.29
	汇添富中证港股通高股息 A	2017-11-24	1.93	5.06	-13.93	1.23	-30.40
	建信中证红利潜力指数 A	2019-09-11	0.51	-4.63	-14.82	-6.29	-31.26
	华夏中证红利质量 ETF	2021-12-20	2.42	-3.56	-17.36	-	-20.11
消费红利	宏利中证主要消费红利 A	2020-03-26	9.07	-14.00	-22.20	0.18	-22.20

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：仅展示 2023/01/01 之前成立的初始份额的基金；对于跟踪同一指数的标的仅保留规模最大的一只，跟踪标的数量较多的指数为红利低波（h30269.CSI）、中证红利（000922.CSI）

红利作为一个经典投资策略，不仅用于被动指数型基金创设，还有大量主动型基金也将其用于投资策略的构建，其在产品持仓特征上的表现即为重仓持有高股息率类个股。我们将这类基金称之为高股息特征主动权益基金，选取过去四期（截至 2023.6.30）全仓持仓加权平均股息率在 2.65%以上、最新规模（**2023/12/31**）在 1 亿元以上、最近 3 年平均股票仓位在 60%以上的普通股票型、偏股混合型、灵活配置型和平衡混合型基金作为代表，总计 49 个标的。在 2023 年，我们可以看到具有高股息特征的主动权益基金不论是在收益获取方面还是在风险控制方面均在主动权益基金中位居前列，收益风险相对占优。

表 41　高股息特征主动权益基金绩效表现

	主动权益基金				**高股息特征的主动权益基金**			
	复权单位增长率（2023 上半年，%）	复权单位增长率（2023 下半年，%）	复权单位增长率（2023 全年，%）	最大回撤（2023 年，%）	复权单位增长率（2023 上半年，%）	复权单位增长率（2023 下半年，%）	复权单位增长率（2023 全年,%）	最大回撤（2023 年，%）
平均值	-0.49	-11.19	-12.04	-24.88	2.51	-3.99	-2.00	-16.38
最小值	-27.34	-45.07	-44.79	-56.32	-13.77	-21.32	-29.99	-41.09
25%分位	-6.54	-15.14	-18.59	-29.32	-1.44	-8.05	-9.94	-20.43
50%分位	-1.58	-10.96	-13.01	-24.62	-0.37	-6.09	-2.92	-15.51
75%分位	3.92	-7.35	-6.09	-19.82	7.92	0.63	5.72	-10.88

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部　注：主动权益基金的样本选用最新规模（**2023/12/31**）在 1 亿元以上、最近 3 年平均股票仓位在 60%以上的普通股票型、偏股混合型、灵活配置型和平衡混合型基金作为分析样本

除此之外，我们发现，在盈利因子上暴露较高或是在波动率因子上暴露较低的高股息主动权益基金在 2023 年有相对更优的净值表现，也就是说稳定的盈利能力和相对更低的股价波动在一定程度上可以优化红利因子的表现。而且，和被动指数型红利策略的产品一样，2023 年港股的持仓在一定程度上会对公募基金的净值表现造成拖累。不过值得注意的是，大部分高股息主动权益基金在 2023 年中并未能够跑赢被动指数型中的红利低波策略，即主动跑不赢被动的现象同样存在。其中，基金经理鲍无可所管理的景顺长城能源基建由于收益高、回撤小受到了市场投资者的追捧。截至 2023Q4，景顺长城能源基建的规模合计 53.25 亿元，相较 2022 年底的 23.87 亿元规模上涨 123.08%，基金经理鲍无可的管理规模也由 2022Q4 的 89.71 亿元上涨至 2023Q4 的 185.56 亿元。

表 42　2023 年收益排名前十的高股息主动权益基金

基金简称	基金经理	基金规模（合计，亿元）2023/12/31	平均股息率(2021H2-2023H1，%)	港股占基金资产净值比(2023H1，%)	盈利因子暴露(2023H1)	波动率因子暴露(2023H1)	复权单位增长率（2023年，%）	最大回撤（2023年，%）
万家精选 A	黄海	12.87	6.34	0.00	90.58	75.51	21.25	-15.51
景顺长城能源基建 A	鲍无可	53.25	3.28	0.00	78.45	32.99	15.94	-6.12
金信智能中国 2025A	刘榕俊	1.24	4.82	0.00	63.39	51.81	10.4	-8.92
大成睿享 A	徐彦	65.65	4.89	20.79	49.05	41.33	4.8	-11.14
华宝红利精选 A	唐雪倩	3.59	4.97	17.76	54.25	39.21	3.86	-12.15
前海开源沪港深裕鑫 A	王霞,毕建强	10.54	5.33	90.77	53.35	36.36	2.79	-17.21
银华长荣	胡银玉	8.49	3.72	0.01	68.96	44.32	2.36	-9.36
安信价值发现两年定开	陈一峰,张明	3.34	3.93	23.75	53.27	42.74	-0.41	-12.68
国联安稳健	储乐延	2.17	4.09	0.00	62.92	48.43	-0.62	-9.7
招商稳健平衡 A	李鉴	1.00	4.90	21.79	68.47	71.67	-1.43	-14.87

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：对于同一基金经理在管的多个基金标的仅保留规模最大的代表性标的

不过，复盘过往历史，成长的重新占优往往以一个产业盈利的突增、重大的技术变革和相对宽松的资金环境为基础，因此，在由景气度驱动的新兴成长板块投资未成为市场主线之前，我们觉得红利策略还是会续性占优的。此外，在监管政策引导下，上市公司分红水平与分红质量有望持续改善。2023 年 8 月 27 日，证监会发布《证监会进一步规范股份减持行为》，指出最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。新规将减持和分红挂钩，这会进一步提升 A 股市场分红意愿。2023 年 12 月 15 日，证监会发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》(本章简称《现金分红指引》)等规范性文件。《现金分红指引》修订内容进一步明确鼓励现金分红导向，推动提高分红水平，对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红，对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点监管关注，督促提高分红水平。由此来看，资本市场底层制度建设的完善，也有助于确保红利策略的长期有效。

2.4.纯债型基金表现亮眼，长久期票息策略最佳

2023 年，样本内中长期纯债型基金的年化收益率中位数为 3.56%，短期纯债型基金的年化收益率中位数为 3.37%，相对中债-总全价(总值)指数均跑出明显超额。从绝对收益情况看，中长期纯债型基金和短期纯债型基金的滚动持有 3 个月正收益概率中位数为 100%，为投资者带来了较好的持有体验。从券种风格看，2023 年，在“资产荒”和“一揽子化债方案”等利好推动下，信用债表现强势，信用债型纯债基金的收益占优。从久期属性看，中长期纯债型基金和短期纯债型基金中，久期偏长的标的整体收益表现更佳。

表 43　2023 年纯债型基金业绩表现：整体、不同券种风格与久期属性

基金类型	样本量	券种风格/久期属性	年化收益率中位数	最大回撤中位数	夏普比率中位数	卡玛比率中位数	滚动持有 3 个月正收益概率中位数
中长期纯债型基金	1737	-	3.56%	-0.42%	3.34	8.52	100.00%
短期纯债型基金	316	-	3.37%	-0.16%	5.99	22.27	100.00%
中债-总全价(总值)指数	-	-	1.56%	-1.09%	0.09	1.45	68.85%
中长期纯债型基金	384	信用债型	4.67%	-0.44%	5.35	10.69	100.00%
	457	利率债型	3.06%	-0.38%	2.23	6.5	95.68%
	896	均衡配置型	3.49%	-0.43%	3.25	8.36	100.00%
短期纯债型基金	186	信用债型	3.57%	-0.14%	6.91	25.69	100.00%
	34	利率债型	2.57%	-0.25%	2.17	10.44	99.73%
	96	均衡配置型	3.21%	-0.17%	4.77	18.51	100.00%
中长期纯债型基金	922	久期偏短	3.48%	-0.32%	3.8	9.88	100.00%
	815	久期偏长	3.61%	-0.51%	2.88	7.52	97.84%
短期纯债型基金	163	久期偏短	3.27%	-0.10%	6.45	29.05	100.00%
	153	久期偏长	3.49%	-0.22%	5.42	15.72	100.00%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注 1：统计口径为剔除非初始类份额，统计时间为 2022.12.30-2023.12.29，本小节下同

注 2：利率债/信用债型基金定义为截至 2023Q3，近一年（四期季报）利率债/信用债平均仓位>0.7 且波动不大的标的，不满足以上分类则归为均衡配置型基金

注 3：久期偏长型基金定义为截至 2023Q2，近一年（两期中报/年报）平均修正久期大于等于同类中位数的标的，其他则归为久期偏短型基金

注 4：中债-总全价(总值)指数的收益率、最大回撤、夏普比率、卡玛比率统计不涉及中位数，只是便于展示，做在同一个表格中

2023 全年债市可划分为四阶段：

第一阶段(2022.12.30-2023.03.02)：票息策略占优。2022 年底的疫情放开和相关政策的出台，使得市场对复苏期望较高，利率中枢上移，而信用债遭受 2022 年底的“赎回潮”后具有更高的性价比，随着市场的逐步纠偏，信用利差逐渐修复，票息策略整体收益表现优于波段操作型策略。

第二阶段(2023.03.02-2023.08.21)：波段操作策略占优。3 月初至 8 月下旬，经济复苏节奏趋缓，市场信心转弱，支撑债市走牛，利率曲线下行，债市波段操作的收益优于票息投资策略。

第三阶段(2023.08.21-2023.11.27)：票息策略占优。稳增长、“防资金空转和套利”等政策发力，流动性偏紧，利率震荡上行，债市经历调整。另一方面，得益于“一揽子化债方案”的推进，城投债利差快速压缩，票息策略整体收益表现优于波段操作型策略。

第四阶段(2023.11.27-2023.12.29)：波段操作策略占优。资金面呈现边际转松迹象，同时 11 月通胀数据不及预期，存款利率持续下调，使得市场对降息的预期加强，利率下行，债市波段操作的收益优于票息投资策略。

表 44　2023 年纯债型基金业绩表现：整体、不同券种风格与久期属性

时间区间	基金类型	策略分类	年化收益率中位数	最大回撤中位数	夏普比率中位数	卡玛比率中位数
2022.12.30-2023.03.02	中长期纯债型基金	波段操作型	0.77%	-0.25%	-1.16	3.93
		票息策略型	2.47%	-0.10%	2.12	22.94
		票息策略打底+适当波段操作	2.53%	-0.17%	1.72	13.66
	短期纯债型基金	波段操作型	3.31%	-0.04%	4.99	72.24
		票息策略型	3.77%	-0.02%	6.38	138.67
		票息策略打底+适当波段操作	3.72%	-0.02%	6.55	132.67
2023.03.02-2023.08.21	中长期纯债型基金	波段操作型	5.59%	-0.26%	5.87	20.85
		票息策略型	3.98%	-0.08%	8.3	51.64
		票息策略打底+适当波段操作	5.20%	-0.18%	7.58	29.63
	短期纯债型基金	波段操作型	4.69%	-0.09%	9.7	55.01
		票息策略型	3.85%	-0.04%	11.11	98.93
		票息策略打底+适当波段操作	4.05%	-0.06%	10.16	68.39
2023.08.21-2023.11.27	中长期纯债型基金	波段操作型	-0.41%	-0.50%	-2.65	-0.96
		票息策略型	0.85%	-0.20%	-1.64	4.82
		票息策略打底+适当波段操作	0.26%	-0.42%	-2.13	0.62
	短期纯债型基金	波段操作型	1.61%	-0.23%	0.26	7.34
		票息策略型	1.52%	-0.11%	0.07	16.39
		票息策略打底+适当波段操作	1.47%	-0.16%	-0.1	9.2
2023.11.27-2023.12.29	中长期纯债型基金	波段操作型	8.48%	-0.04%	14.06	196.68
		票息策略型	5.32%	-0.02%	11.52	263.42
		票息策略打底+适当波段操作	7.54%	-0.04%	12.7	211.12
	短期纯债型基金	波段操作型	5.34%	-0.01%	12.68	399.12
		票息策略型	4.27%	-0.01%	11.02	376.49
		票息策略打底+适当波段操作	4.70%	-0.01%	11.78	370.75

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：策略分类方法详见 2022.12.5 发布的报告《纯债基金配置专题：始于归因，基于策略，止于筛选》

2.5.固收“-”现象延续，转债增强相对占优

2023 年，随着权益中枢的上升，固收+基金的收益表现依次下滑。股票增强型固收+中，权益中枢在 5%以下的标的拔得头筹，年化收益率和最大回撤中位数分别为 3.42%和-0.66%；而权益中枢在 20%及以上的标的则多数录得负收益，说明股票增强型固收+延续了“-”的现象，股票资产未能带来可观的增厚效果。转债增强型固收+表现则相对优秀，各权益中枢标的的年化收益率中位数均收正，其中同样以低权益中枢标的的表现更佳。

表 45　2023 年大/小/微盘指数日均成交额与流通市值占比

固收+增强类型	权益中枢	年化收益率中位数	最大回撤中位数	夏普比率中位数	卡玛比率中位数
股票增强	<=5%	3.42%	-0.66%	7.11	1.67
	10%	1.15%	-2.25%	0.52	-0.15
	20%	-0.04%	-4.00%	-0.01	-0.49
	>25%	-1.26%	-6.09%	-0.20	-0.63
转债增强	<=5%	4.12%	-0.53%	7.73	3.06
	10%	3.20%	-1.68%	2.31	1.12
	20%	0.09%	-3.68%	0.02	-0.53

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.6.QDII 资产表现靓丽，成为多元化配置利器

2023 年，不少 QDII 基金大放异彩。股票型 QDII 基金和债券型 QDII 基金的年化收益率中位数分别为 4.19%和 3.27%；另类 QDII 基金中，伴随黄金资产的强势上涨，黄金及贵金属主题标的表现优秀，而原油和抗通胀主题标的的年化收益率相对落后；权益仓位较灵活的混合型 QDII 基金中，平衡型和偏债型标的收益良好，但多数偏股型和灵活配置型标的未能录得正收益。

表 46　2023 年 QDII 基金业绩表现

QDII 基金分类		样本量	年化收益率中位数	最大回撤中位数	夏普比率中位数	卡玛比率中位数
QDII 基金-股票型		128	4.19%	-14.87%	0.17	0.3
QDII 基金-债券型		25	3.27%	-3.88%	0.41	0.96
QDII 基金-另类型	黄金及贵金属	4	12.74%	-6.48%	0.94	1.95
	REITs	5	10.63%	-16.17%	0.7	0.85
	其他	2	10.42%	-7.44%	1.08	1.46
	商品	2	3.63%	-12.46%	0.16	0.35
	原油	3	0.76%	-19.65%	-0.03	0.04
	抗通胀	2	0.40%	-6.65%	-0.1	0.05
QDII 基金-混合型	偏股混合型	36	-9.57%	-18.21%	-0.57	-0.5
	平衡混合型	2	12.59%	-13.00%	0.72	1.2
	偏债混合型	1	7.29%	-4.70%	0.58	0.88
	灵活配置型	7	-14.82%	-24.11%	-0.75	-0.56

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：分类依据 wind 投资类型，统计口径为剔除非初始类份额，统计时间为 2022.12.30-2023.12.29

股票型 QDII 基金中，从不同投资区域看，2023 年涉及投资美国地区的产品收益明显领先，年化收益率中位数达到 39.64%，涉及投资法国、德国、日本等地的产品也有不俗收益，而投资于中国香港、大中华地区的标的整体表现落后。

表 47　2023 年投资于不同区域的股票型 QDII 基金业绩表现

QDII 基金-股票型投资区域	样本量	年化收益率中位数	最大回撤中位数	夏普比率中位数	卡玛比率中位数
美国	25	39.64%	-10.65%	2.03	2.86
法国	1	25.03%	-13.23%	1.56	1.89
德国	2	22.85%	-14.28%	1.49	1.60
日本	6	22.73%	-13.13%	1.36	1.75
印度	2	17.98%	-8.79%	1.65	2.05
欧洲	1	15.74%	-11.06%	1.20	1.42
越南	1	14.84%	-19.02%	0.69	0.78
中国香港和美国	1	8.63%	-11.99%	0.35	0.72
全球	52	4.08%	-13.00%	0.23	0.39
亚洲	2	-5.61%	-19.67%	-0.36	-0.26
亚太	1	-6.90%	-20.12%	-0.41	-0.34
中国香港	33	-10.92%	-23.02%	-0.54	-0.51
大中华地区	1	-15.32%	-22.22%	-0.94	-0.69

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.产品创设：降费改革启动，产品设计更体现财富端需求

3.1.债券工具踵事增华，超长期、基准做市国债 ETF 落地

随着全面注册制落地，融资融券业务也发生了一些变化。《上海证券交易所融资融券交易实施细则(2023 年修订)》提及“拓宽融券卖出资金使用范围”，明确将债券 ETF 纳入可投资品种，这一调整为增加债券 ETF 的配置需求提供了有利条件。另一方面，股弱债强的背景下，债券 ETF 凭借其交易灵活性、透明性和相对权益的低风险特征也吸引了更多投资者的目光。2023 年，金融机构持续精进、扩容此类债券投资工具箱，为尚在发展初期的国内债券 ETF 市场再添几笔。

首先，在一系列广谱利率下移、流动性维持宽松的环境下，超长期国债 ETF 赫然问世。2023 年 6 月 13 日，鹏扬中债-30 年期国债 ETF 上市，该基金跟踪中债-30 年期国债全价(总值)指数，成分券为发行期 30 年且待偿期 25-30 年（包含 25 年和 30 年）的记账式国债，2023 年四季报披露的中债估价修正久期为 19.26 年，同时持有小仓位国债期货以对冲风险。此前，市场上的债券 ETF 包括 0-3 年、1-5 年、7-10 年等期限，超长久期标的尚且空白，本次超长期国债 ETF 的推出提升了债券 ETF 市场的丰富度，满足多样化投资需求，而标的本身的长久期、高安全边际和高弹性特征也契合部分机构的配置及交易策略。2023 年 6 月和 12 月，博时基金、华泰柏瑞基金和易方达基金相继申报超长期国债 ETF，相关产品有望纷至沓来。

表 48　超长期国债 ETF 信息

证券代码	证券简称	上市日/申报日	跟踪指数
511090.OF	鹏扬中债-30 年期国债 ETF	2023-06-13	中债-30 年期国债全价(总值)指数
-	博时上证 30 年期国债 ETF	2023-06-15	上证 30 年期国债指数
-	博时上证超长期国债 ETF	2023-06-15	上证超长期国债指数

-	华泰柏瑞上证超长期国债 ETF	2023-06-16	上证超长期国债指数
-	易方达上证 30 年期国债 ETF	2023-12-22	上证 30 年期国债指数

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：没有证券代码的标的则为申报中标的（截至 2023.12.31）

其次，为提高交易所债券市场流动性、平抑极端情绪带来的波动，2023 年 2 月 6 日，沪深交易所债券做市业务上线，时至年末，基准做市国债 ETF 也应运而生。2023 年 12 月 13 日，华夏上证基准做市国债 ETF 上市，该基金跟踪上证基准做市国债指数，指数从满足基础条件的 1 年期、2 年期、3 年期、5 年期、10 年期等期限的国债中分别选取最新上市的两只债券作为样本，成分券组合具备偏中期久期、流动性较好的特点。另外，华泰柏瑞基金也于 2023 年 7 月 7 日上报一只上证基准做市国债 ETF。基准做市国债 ETF 的成立进一步推动公募债券投资工具朝多维度、多策略、多品种的方向发展。

表 49　基准做市国债 ETF 信息

证券代码	证券简称	上市日/申报日	跟踪指数	指数选样条件
511100.OF	华夏上证基准做市国债 ETF	2023-12-13	上证基准做市国债指数	从 1 年期、2 年期、3 年期、5 年期、10 年期等期限的国债中分别选取最新上市的两只债券
-	华泰柏瑞上证基准做市国债 ETF	2023-07-07		

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：没有证券代码的标的则为申报中标的（截至 2023.12.31）

3.2.顺应费率改革趋势，浮动费率产品再次面世

2023 年 7 月，证监会发布了公募基金行业费率改革工作方案，详细部署了基金降费改革的阶段和相关举措，正式吹响降费改革的号角。交易佣金、申购费、赎回费、销售服务费等费率的改革渐次展开。为避免基金费率“陡升陡降”，本次费率改革按照“管理费用—交易费用—销售费用”的实施路径，分阶段推进费率改革。目前，第一阶段工作已顺利完成，新注册主动权益类基金管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%，管理费率高于 1.2%的下调至 1.2%、托管费率高于 0.2%的下调至 0.2%。下一步，证监会将按照“突出重点、远近结合、稳慎推进、统筹发展”的工作思路，坚持市场化、法治化原则，全面优化公募基金费率模式，稳步降低行业综合费率水平，逐步建立、健全适合我国国情市情、与我国公募基金行业发展阶段相适应的费率制度机制。

此次公募基金费率改革除了下调管理费以外，还进行了产品费率创新。2023 年共有 20 只浮动费率的公募基金获批。浮动管理费盛行于私募和专户产品中，这类收费方式也形成了这类产品整体偏向绝对收益的特征。2018 年 11 月，证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》的规范性文件，自此开启了券商大集合资管产品公募化改造的序幕，目前存续的部分采用浮动管理费的公募基金多由券商大集合资管产品公募化改造而来。更早之前的 2017 年 6 月，证监会发布《公开募集证券投资基金收取浮动管理费指引（初稿）》（本小节简称为《指引》）下发并征求意见。根据该《指引》，浮动管理费基金的费率规则将进一步细化。浮动管理费基金按照收费模式大致分为两种：一种是“支点式”上下浮动管理费基金，当基金业绩表现高于业绩比较基准时，管理费向上浮动；反之则管理费率向下浮动；第二种是提取“业绩报酬”浮动管理费基金，当基金的业绩超越预先设定的基准时，按照超额收益的一定比例收取附加管理费。相较于该《指引》，存续产品的管理费收取方式更为多样。

分档管理费率：对标绝对收益的浮动管理费模式，以东方红产业升级（000619.OF）为例。基金合同生效满一年后，基金根据基金份额之前一年的绝对收益率，收取不同比例的管理费率。

（1）当基金份额过去一年收益率 R＜-5%时，管理费为 0；

（2）当基金份额过去一年收益率-5%≤R＜8%时，管理费为 1.5%/年；

（3）当基金份额过去一年收益率 R≥8%时，管理费为 2.5%/年。

支点浮动费率：对标业绩比较基准的浮动管理费模式，以中欧成长优选回报 A（166020.OF）为例。基金合同生效后前三年内，基金的管理费按前一日基金资产净值的 1.50%年费率计提，基金合同生效满三年后，基金根据基金份额累计净值增长率相对于同期业绩比较基准的超额收益，收取不同比例的管理费率。

（1）当基金份额过去三年累计净值增长率高于同期业绩比较基准收益率时，管理费为 2.0%/年；

（2）当基金份额过去三年累计净值增长率等于同期业绩比较基准收益率时，管理费为 1.5%/年；

（3）当基金份额过去三年累计净值增长率低于同期业绩比较基准收益率时，管理费为 1.0%/年。

固定管理费+对标绝对收益的浮动管理费：该模式结合了固定管理费和分档管理费率，以安信价值精选（000577.OF）为例。基金首先收取 1.0%/年的固定管理费，在此基础上，根据基金份额在持有期内的年化收益率，额外收取浮动管理费率。

（1）当年化收益率 R≤7%时，浮动管理费为 0.0%/年（总管理费为 1.0%/年）；

（2）当年化收益率 7%＜R≤9%时，浮动管理费为 0.5*（R-7%）/年；

（3）当年化收益率 R＞9%时，浮动管理费为 1.0%/年（总管理费为 2.0%/年）。

固定管理费+业绩报酬（高水位提成法）：该模式广泛应用于私募基金和专户产品中，公募基金中也有少量产品采用此模式。以东方红睿元三年定期（000970.OF）为例。基金首先收取 1.0%/年的固定管理费；每个提取评价日（即封闭期的最后一个工作日），若基金份额的累计净值高于①以往各提取评价日基金份额的最高累计净值②开放日基金份额的最高累计净值③1 元三者的最高值，则对超出部分按照 15%的计提比例提取业绩报酬。也有业绩报酬分段计提的，例如鹏华价值共赢两年持有期（009086.OF），单笔份额年化收益率在 8.0%-12%的，按照超过年化 8.0%的部分计提 12%的业绩报酬；年化收益率大于 12%时，首先计提 8.0%-12%部分的（12%-8%）*12%=0.48%的业绩报酬，超过 12%的部分计提 20%的业绩报酬。

2023 年新发行的 20 只浮动管理费基金，按照收费模式，主要可分为三类：

（1）管理费率与基金规模挂钩，即按基金管理规模分档收取管理费，产品管理规模越大，适用的费率水平越低；

（2）管理费率与基金业绩挂钩，此类型的浮动费率基金将管理费分为基础管理费和业绩报酬两部分，并设置管理费浮动区间，收益表现不达约定水平时，管理费水平向下浮动，收益表现超约定基准时，管理费适当向上浮动；

（3）管理费率与持有期挂钩，即按投资者持有产品份额时间分档收取管理费，投资者持有份额时间越长，支付的费率越低。

表 50　2023 年成立的 20 只浮动费率基金

管理费类型	产品数量	基金名称	基金经理
管理费率与规模挂钩	3 只	华夏信兴回报混合	王君正

		富国核心优势混合	孙彬、吴栋栋
		招商精选企业混合	侯杰
管理费率与业绩挂钩	8只	招商远见回报3年定开混合	陆文凯
		银华惠享三年定开混合	方建
		兴证全球可持续投资三年定开混合	何以广
		南方前瞻共赢三年定开混合	张延闽
		交银瑞元三年定开混合	杨金金
		汇添富积极优选三年定开混合	张朋
		富国远见精选三年定开混合	蒲世林
		大成至信回报三年定开混合	刘旭
管理费率与持有期挂钩	9只	中欧时代共赢混合基金	刘伟伟
		工银瑞信远见共赢混合	单文
		博时惠泽混合型基金	陈伟
		景顺长城价值发现混合	鲍无可
		华夏瑞益混合	李彦
		华安远见慧选混合	万建军
		广发睿杰精选混合	蒋科
		易方达平衡视野混合	杨嘉文
		嘉实创新动力混合	杨欢

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

浮动管理费率基金模式的费率制度和规则，本意是探索出更多差异化的浮动费率产品，使得基金持有人与基金管理人、基金经理间的长期业绩保持一致，改善运作机制，激励基金公司注重长期投资并且提升自身的投资能力，旨在打破传统固定管理费率基金“旱涝保收”的收费模式，将基金管理人的利益同投资者利益绑定在一起，在激励管理人做好业绩的同时，保护投资者利益，提升投资体验。当前公募基金经理离职率高企，部分老牌、管理能力强的基金经理奔私或进入激励制度灵活的基金公司，采用浮动管理费模式后，公募基金经理的收入也与业绩紧密挂钩，可能一定程度改善这一现象。费率改革让公募基金盈利空间受到一定挤压，基金公司面临着优化经营效率，持续改进产品及服务，满足投资者需求的新课题。从中长期来看，全面优化公募基金费率改革，将持续推动行业高质量发展。

3.3.境外投向产品申报火热，全球化和工具化为关键词

2023 年，随着美联储加息节奏边际放缓、人工智能等相关领域的商业化应用快速落地，以美股为代表的全球主要资本市场逐渐回暖，QDII 基金整体业绩不俗。海外市场开始越来越多的吸引国内投资人的注意力，年内各大基金公司也纷纷加大了 QDII 基金的布局。

2023 年全年共有 60 只 QDII 基金发行，其中股票型 QDII 基金 52 只，混合型 QDII 基金 8 只，合计募集资金106.08亿元，发行数量和发行总规模均较2022年大幅增长，但多管理人发行形成分流，单只基金平均发行规模仅 1.83 亿元。

股票型 QDII 多以 ETF 形式发行，除了华泰柏瑞基金、博时基金等大型基金公司补全了纳斯达克 100 等主流指数外，新发境外投向的 ETF 向细分主题延展，相关品种包括恒生消费、标普石油天然气勘探和生产、标普生物科技等。目前 QDII 基金投向相对单一，剔除中国内地 A 股的规模，出海的 QDII 基金前两大市场中国香港和美国配置比重超过九成。2023 年新发主动 QDII 基金也更加强调全球配置概念，既包括了资产配置的全球化以及产业链布局的全球化，相关产品如摩根海外稳健配置、易方达全球配置、天弘全球新能源汽车、嘉实全球创新龙头等。

目前 QDII 基金发展进入快车道。主流资产的美股以及小众资产的越南股市等，都给投资人带来了不错的投资体验。目前，全球有超过 60 个国家或区域的证券监管机构与中国证监会签署了合作备忘录，而实际投资中，国内 QDII 基金已经投资的市场约为 30 多个，还有大量的市场尚未涉足。在 2023 年已经提交申报材料或已发行的产品中，有华泰柏瑞东南亚科技 ETF、华泰柏瑞南方东英沙特阿拉伯 ETF 等产品的身影。各家基金公司也在通过 QDII 进行全球产业链的布局，未来可以看到全球数字经济、全球软件产业、全球消费、全球品牌精选等更多产品的问世。另外，除了摩根基金、易方达基金，汇添富基金、博时基金、天弘基金等基金公司也上报了强调全球资产配置的相关产品。

随着 QDII 基金配置区域的不断扩大、QDII 基金种类不断丰富、对于投资人的投教工作不断深入，QDII 基金未来有望为境内投资人分散风险、均衡配置带来更好的体验。

表 51　2023 年发行规模前五大 QDII 基金

基金名称	基金经理	发行份额(亿份)	基金成立日
广发恒生消费 ETF	刘杰	8.46	2023-08-10
华安恒生互联网科技业 ETF	倪斌	6.84	2023-01-17
摩根海外稳健配置 A	张军	6.60	2023-05-23
景顺长城恒生消费 ETF	汪洋,张晓南,金璜	6.47	2023-04-12
华泰柏瑞纳斯达克 100ETF	李沐阳,柳军	5.71	2023-03-01

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.发展展望：基于买方投顾视角，用公募基金做好财富管理

4.1.产品端：用工具化思维，创设更多满足投资者配置需求的产品

在买方投顾向大类资产配置和全球资产配置转型的大背景下，持仓透明、策略明确、费率低廉的指数化产品代表着未来的发展方向。参考海外成熟市场，主动投资 alpha 衰减或是长期趋势，同时以 ETF 为代表的被动指数型基金在投顾服务中的占比预计会越来越高。

当前我国被动指数基金市场仍处于快速发展期，过去一年股票、债券、商品、境外类被动指数基金的规模均呈现出迅速增长态势，规模增长率分别为 27.55%，32.17%，36.25%, 69.95%。债券、黄金和境外资产提供了多样化的收益来源，同时在结构化的 A 股市场下，策略类的指数基金提供了细分的 beta 投资机会。

回顾 2023 年，在股票类产品中，TMT、红利低波、煤炭等行业/策略主题基金涨幅居前，在这些品类中，被动指数基金不仅具有更高的锐度、更低的费率，同时还没有风格漂移的风险。具体来看，被动指数型股票基金平均的持有费率大致位于 0.5%-0.6%之间，而对应的主动权益基金的持有费率则达到 1.4%。在同一行业/策略主题中，如在红利策略类基金中，高股息特征的主动权益基金 2023 年收益率的中位数为-2.92%，远低于中证红利指数对应被动指数基金的 5.21%。除此以外，我们可以看到指数编制与产品创设向纵深发展，在 2023 年，陆续有东证红利低波、中证红利低波 100、中证央企红利等指数对应的指数基金成立，如东证红利低波指数综合考虑了盈利质量、历史股息率和波动率，指数编制更具完备性。在其他行业策略主题中我们也可以期待看到这种指数精耕细作、指数工具箱不断完善的发展变化。

受债牛行情叠加商业银行资本新规影响，被动指数型债券基金迎来了规模的迅速增长。由于商业银行资本新规对券种风险权重的调整和风险资产计量方法中穿透法对基础资产信息的要求，利率债指数型基金在过去一年规模增长率显著高于整体的被动指数型债券基金，同时我们可以看到，在过去一年有大量新发的中短久期的利率债指数型基金（久期范围大多为 0-2 年或 0-3 年）或明确限定投资范

围为利率债的基金。从满足机构投资者的配置型需求的角度来看，此类基金仍有潜在的增长可能。而从满足投资者交易需求的角度来看，中债-30 年期国债 ETF 提供了长久期的交易工具，在经济基本面仍处于相对弱势的当下，此类交易型工具尚有较大的发展空间。展望未来，我们可以看到债券指数型基金因其在满足投资者配置和交易需求上的独特优势而拥有广阔的发展空间。

过去一年，我们还看到投资者的投资范围有从本土股债拓展至多资产的发展趋势，包括 QDII 基金和商品型基金都迎来了业绩和规模的双重增长。从买方投顾的视角来看，不局限于传统股债资产，而是投资范围囊括股债商及境外资产的大类资产配置，是在当前宏观环境下获取市场 beta 收益的必由之路。对于 QDII 基金，从主投区域来看，当前 QDII 基金的投向主要是美国和中国香港，此外还覆盖有德国、法国、英国、越南、日本、印度等区域，新加坡、泰国等国家和区域尚未有落地的产品。对于商品型基金，目前以黄金 ETF 及其对应联接基金为主，其他商品 ETF 的品类还不够丰富，值得做进一步挖掘，以充分利用商品资产与传统股债资产间的低相关性。

此外，对于本土股票型资产，基于行业主题的细分化产品创设，契合了当下精细化投资，寻找细分市场 beta 机会的投资需求，也是产品创设的思路。作为普通投资者财富生态的重要一环，主动权益基金过去被寄予厚望，投资者希望基金经理既能选股，又能择时，财富端只要引导投资者长期持有。但是经过过去几年市场考验，做到持续赚钱效应的产品凤毛麟角。相比产品业绩的差异，基金经理的操作思路和产品定位不明确对财富端的负面影响逐步被市场认知，风格稳定、辨识度高、可解释性强的产品更加适配于当前的财富生态，这也是指数增强产品、主动量化产品在 2023 年关注度显著增加的原因。主动权益基金最终也要回归到配置属性和工具属性，这也启示了基金公司在主动权益基金的创设上，要更多基于投资策略的维度，打造策略超市，如涵盖红利、价值、质量、成长等不同细分维度，基金经理在实际投资中，也需要保持一贯的风格，避免因为短期业绩诉求导致风格漂移。

4.2.销售端：重塑销售逻辑，考量投资者获得感

在公募基金行业的发展过程中，基金销售机构同样功不可没，基金销售不仅推动了公募基金的市场化进程，加速了基金产品创新和优化，也使得更多投资者受益于公募基金创造的财富价值，为投资者创造了更多收益。从目前市场格局来看，银行渠道依然是主力军，但面临下降的趋势；第三方依靠流量和低费率，迅速崛起；券商系随着财富管理发力，近年来增长迅猛。银行、三方、券商三大销售主体在比拼中也在不断竞争、相互学习，例如银行、券商渠道开始搭建面向机构客户的产品销售平台；三方机构也在成立服务客户的专业团队；券商可以发挥其在基金评价、个股分析等方面的专业优势，做好股民向基民的转化，并结合行业观点提升场内 ETF 产品的保有。各类机构销售市场的此消彼长是基金销售市场制度自我迭代和不断优化的过程，最终受到投资者认可的销售渠道，我们认为应具备以下一种或几种特征：一是交易便利性强，重视用户体验；二是为投资者让利；三是服务具有温情、陪伴感。

从公募基金的历史发行情况看，每一次发行规模的高峰都得益于资本市场的上涨，而资本市场的冷淡又给销售带来沉重打击，依赖行情的赚钱效应（β）远远高于销售机构自身的能力（α）。也因此，在过去卖方销售为主导的展业模式中，各机构将 AUM、中收摆在靠前位置，买方利益没有得到足够重视，也产生了“赎旧买新”、“重首发、轻持营”、“资金错配”等诸多问题，投资者难以获得满意的持有体验。基金销售行业进一步发展需要更加重视管理利益冲突，与客户建立长期信任，而长期信任的建立需要回归源头，重塑销售逻辑。一方面，在总部层面需要构建与客户利益相一致的考核、营销和激励体系，并根据市场情况给予一定弹性，从方向上控制买方卖方利益冲突销售的发生；另一方面，在基层运营和客户经理的角度，也需要对以下细节问题给予一定重视。

4.2.1.理解客户因何做出买入决策

绝大部分客群是从银行储户转换而来，特别由储户转向财富管理的中产阶层，风险偏好较低，更重视本金安全，强调“绝对收益”。且随着老龄化程度越来越高，不论是通过个人、机构还是国家完成养老储蓄，都有长期超越通胀的绝对收益要求。股票投资人群、高净值人群、特别是因房地产、股权等原因崛起的新富裕阶层，对资本市场有更好的理解，可以也愿意承担高风险以获得高收益，进行权益类基金配置并非仅仅因为某只产品的过往业绩好或者基金经理能力强，而是在于，客户对于更高收益的追求必然需要增加对权益类产品的配置，这是由客户的财富目标所决定的，也是投资决策的前提。至于选择什么产品，这绝不仅仅需要考虑过往业绩，更重要的是选策略、选风格、选基金经理，最后才是选产品。

举例来讲，深度价值风格与积极成长风格在不同年份会表现出不同的业绩曲线，当市场不景气需要防御时，对于追求绝对收益的客户而言，销售端往往会主推回撤控制效果更好的前者。但周期拐点并不是那么容易判断，市场也很可能悄无声息的由守转攻，此时深度价值风格很大概率上会出现收益弹性跟不上的风险。在传统卖方模式下，销售人员很可能会基于基金经理的短期业绩而向客户推荐收益弹性更大的积极成长型基金。但是如果理解客户的财富目标并进一步思考所推荐产品的内在逻辑后，便会得到不一样的结论：深度价值型的基金经理在选股的方法论中，对于买入时候的估值、以及止盈止损的规则，有一套偏纪律性的认知，这类基金经理自然适合有绝对收益要求的客群，而积极成长型的基金虽然在市场转守为攻时可能阶段领先，但其大涨大跌的特性和传统理财客户的需求并不匹配。

4.2.2.从卖方视角向买方视角切换

从机构收入角度看，公募基金销售业务创收率的下滑几乎是不可逆的，各种中间费率的降低与透明化会是一个持续性的过程，产品费率下调影响的是尾佣，规范基金公司交易佣金的征求意见稿影响的则是佣金。依靠单品种突围也变得越来越难，过去爆款产品的出现都是基于行情，从核心资产到新能源再到量化指增，积累一定赚钱效应的产品能够获得市场关注，但随着市场从增量逐步切换为存量，一轮行情持续的时间越来越短，叠加动量销售的推动模式极有可能买在高位，最后造成客诉。在追求收入的过程中，也有一些畸形的现象出现：“赎旧买新”创造了交易佣金，而首发产品销售通常没有打折，给代销机构带来较高的代销收入，且因为新发产品曝光度增加，客户、渠道往往有一种切实的参与感，基金公司也更愿意投入成本于新发产品上。拿 2023 年的明星产品类型 ETF 为例，2023 年成立的 156 只 ETF，在其成立后的一周后，场内份额平均缩水 43.67%，工程机械 ETF、有色金属 ETF 等品种在上市后份额降幅甚至在 80%以上。ETF 更低的交易费率、更高的赎回效率以及 2022 年以来更快的发行频率，天然适合券商的理财经理利用制度“套利”，但是在 2023 年的市场环境中，频繁的“赎旧买新”究竟能够给投资者带来多少收益却不得而知。这又回到了第一个问题，客户是否需要如此高频地认购 ETF？如果客户是稳健型的投资者，高频交易能否带来稳定的净值表现？如果客户风险偏好较高，进行存量的场内 ETF 交易是否更加便捷？

从销售行为看，卖方视角天然会不断挖掘产品亮点，但也或多或少欠缺了一些客观性；买方视角基于客户需求出发，缺什么配什么，而不是什么更吸金配什么。销售范式的变化终究到来，简单赚快钱的时代过去了，简单卖单品的时代也过去了，当行业都在探讨买方投顾模式的发展前景时，本质上也是从产品销售视角转变为客户需求视角。买方视角的转换必然动了其中各方的利益，销售机构需要摒弃以短期中收为核心的销售和激励模式，改为多层次、适应客户需求场景、以做大存量为主的收费模式；理财经理也需做好内功，从客户需求视角提出建议。

4.2.3.账户检视的风险点和挑战

当我们讨论信任重塑时，如何有效维护存量账户也就至关重要，此时对客户已有的产品组合进行检视就是一种有效满足客户需求的手段。存量基金健诊是信任重建的重要一环，只有修复过往存在裂痕的关系，才有可能开启下一次的合作。

首先，单一产品的销售往往会存在强预期弱现实的风险。基于产品过往业绩做出的买卖决策往往存在较高预期，高点售卖产品促进销量的销售手段又大大增加了客户发生亏损时的维护难度。其次，我们往往带着后视镜来评判基金经理的操作，通过短期业绩评价基金经理好坏，但实际上大部分基金经理的决策背后都有各自的投资框架支撑，相比归咎于基金经理，我们应该更加关注基金经理的风格是否发生漂移，是否还值得托付。第三，过于集中的配置对大多数理财师和客户来说都是极大的风险点，这不仅体现在产品维度，也需要在风格以及行业的维度做检视，2020 年之前集中配置“茅指数”、2021 年之后集中配置新能源主题，即使在产品层面做了分散，但本质上依然存在大量的投资隐患。以权益类投资为例，一方面是对全基金账户进行检视，另一方面是需要结合规模加权穿透持仓，检视时可以用“产品-风格-行业”的思维进行拆分。最后，投资标的加上买卖时点的建议才构成服务闭环，销售机构或者理财经理背负的是择时以及选择标的的责任，主动产品与 FOF 产品的业绩天然会更容易被归因于基金经理，业绩一旦不好，投顾同样会面临来自客户的压力；而 ETF 或者指增类产品并不存在这个问题，在更强的可衡量性与可解释性下，如何理解并使用这些产品也给参与者的专业能力提出了不小挑战。

4.2.4.提升能力和建立队伍并非一日之功

资产管理、财富管理和买方投顾转型的讨论一直是金融行业最热门的话题之一。在连续多年的辩论与磨合之后，从监管到主流机构似乎都认为向买方转型是行业所向，但实际上大部分机构仍然步履维艰。一方面革故鼎新需要魄力；另一方面建立其专业素质可靠、服务能力过硬的一线队伍同样颇具难度。有的机构采用的是拿来主义，四处网罗各类精英；有的机构采用自我培育，甚至总部垂直管理。在总部指挥与考核、一线执行的管理模式下，投顾人员也会面临很多现实问题，比如专业能力缺乏、信息系统落后、考核指标多元等，真正的提升能力并非一朝一夕可以见效。

信任的建立很难，但破坏却很容易，一时发心并不难，难的是持续坚持。能力的问题看似很难，只要假以时日，总能开花结果；意愿的问题看似简单，需要考验销售机构的决心。

4.3.服务端：因材施策，引导基金行业走向服务化

2019 年 10 月，证监会正式发布了《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，“买方投顾”模式率先在国内公募基金领域开始试点工作，旨在解决 2018 年理财产品净值化转型以来，由于投资者行为偏差及其市场机构卖方销售模式下“基金赚钱基民不赚钱”的困境。经过三四年的发展，公募基金投顾业务取得一定成效的同时也面临一些亟待解决的问题。2023 年 6 月，证监会发布《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》（本章简称《意见稿》），进一步凸出了投顾业务的买方视角定位，针对当前市场上“重投轻顾”的问题，明确指出基金投资顾问机构应当加强客户服务，服务内容包括但不限于：

（1）动态跟踪投资者风险承受能力的变化，以及投资规划方案的适配性；

（2）积极开展投资者教育，引导投资者树立长期投资理念和客观的风险意识；

（3）从回访程序、内容和考核要求上，健全客户回访机制，了解投顾业务运行情况和服务效果；

（4）健全客户投诉和投诉处理机制；

（5）其他有助于提高基金投资顾问服务质量和保护客户权益的服务内容。

具体到实施层面，如何贯彻“三分投、七分顾”的投顾服务理念、将投顾业务中的“顾”进行落实是目前各家投资顾问机构都需要去解决的问题。我们认为，投资顾问机构只有通过更好的了解客户的需求，运用资金规划、资产配置、基金研究等能力来为投资者提供科学、稳健和长期的专业服务，在与客户建立长期信任和陪伴关系的基础上才能更好的开展投顾业务。

4.3.1.客户需求是前提：结合客户需求下的场景化服务

买方投顾的核心是将投资顾问的利益与投资者绑定在一起，通过优质的服务帮助客户解决问题来提升投资者的体验。相较于以往注重单只产品本身的业绩，投顾机构更要聚焦在投资者账户的真实收益；除此之外，相较于注重短期内产品的业绩或者销售规模的增长，投顾机构应当通过提高投资者的获得感，帮助投资者逐步形成长期投资的理念。买方投顾时代下，只有帮助客户更好的实现资产保值和增值，留住客户的资产，投顾机构才能持续的获得投顾费收入，更多强调的是“复购率”或者“留存率”的提高。

从“投前”来看，投资者的获得感在于对本身需求的达成情况。因此充分的“KYC（Know Your Customer）则是开展投顾服务的第一步，真正了解客户需求后的资产配置或者财富管理才有意义。在“KYC”过程中，我们不仅仅需要对客户的基本信息、收入支出情况、风险承受能力、过往投资经验等信息进行了解，对客户拟配置资金的来源、期限长短、单笔投资在家庭财富中的占比和用途、客户对预期收益现金流的支付方式和效率、当前家庭资产配置诊断等也是需要深入了解的维度。

另外，随着投资者需求的多元化发展，投资者会更多考虑投资产品带来的附加价值，此时结合投资者内心情感和产品本身收益风险属性的场景化服务，一方面可以提升投资者对于自身需求的认知程度，另一方面也可以拉升与投资者的情感共鸣从而提升投资者的忠诚度。举例而言，《意见稿》中明确提出投顾机构可以开展养老理财规划等服务，针对养老场景新规特意进行了强调和说明，指出“基金投资顾问机构为客户提供养老相关的财富管理规划服务的，应当全面了解客户的养老需求，综合运用资金规划、资产配置、基金研究等能力，提供科学、稳健和长期的专业服务”，拓宽了投顾服务的边界。现阶段，我国投顾业务和个人养老均处于初步发展阶段，相较海外成熟市场仍有一定差距。从海外实践来看，随着经济增速面临下行和人口老龄化的趋势，养老客户对于现金流的稳定性和确定性需求比较强烈，因而定期支付型策略（包括定期分红型策略）具有较大的吸引力。月度支付型策略，意味着定期从金融产品的本金或收益中支取现金用以分配，从而为受益人增厚现金流收入以改善生活，在“年轻人赡养父母”或“老年人个人养老”场景下可以更好的满足投资者的需求。

4.3.2.专业能力是核心：用好工具，注重资产配置和风险管理

从“投中”看，客户资金需求决定了目标产品的收益风险和产品类型，而专业的投研能力则是客户需求落地的必要保障，需要围绕客户不同的需求场景设置不同的资产配置方案，如现金管理、理财升级、追求高收益、海外配置、定期支付等需求场景。

资产配置的要义是通过分散风险的来源来降低组合的波动、提高组合的收益。从全球市场表现来看，由于不同市场和不同资产背后的驱动因素存在区别，资本市场上呈现出的涨跌也有较大差异。以2023年为例，国内权益市场在经济弱现实和市场弱预期的影响下整体表现不佳，沪深300指数收跌11.28%，全年内主题呈现快速轮动状态；但国内债券市场整体表现良好，在经济偏弱、流动性适度宽松及货币政策的影响下，除了8~10月份的回撤外，全年整体表现平稳。从全球资本市场来看，虽然2023年各类资产一直被美联储“加息”阴影所笼罩，但美股在AI产业驱动下表现不俗，国际冲突和全球对避险资产的追逐使得黄金受益，受益于全球产业转移的越南也受到了投资者的关注。因此，从买方投顾的视角出发，投顾机构应当构建专业的投研体系，实现全球资产配置框架的搭建，立足投资者的需求，为投资者提供专业的策略和专业的服务。

表52　全球资产收益率（分年度）

(%)	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
万得全A	38.5	-12.91	4.93	-28.25	33.02	25.62	9.17	-18.66	-5.19
沪深300	5.58	-11.28	21.78	-25.31	36.07	27.21	-5.2	-21.63	-11.38

中证 500	43.12	-17.78	-0.20	-33.32	26.38	20.87	15.58	-20.31	-7.42
创业板指	84.41	-27.71	-10.67	-28.65	43.79	64.96	12.02	-29.37	-19.41
中债综合财富	8.15	1.85	0.24	8.22	4.59	2.98	5.09	3.31	4.78
中债国债总财富	8.18	2.21	-1.83	8.87	3.94	2.65	5.85	3.44	5.05
中债信用债总财富	9.07	2.27	2.31	7.44	5.04	3.32	4.3	2.52	4.69
中证转债	-26.54	-11.76	-0.16	-1.16	25.15	5.25	18.48	-10.02	-0.47
标普 500	-0.73	9.54	19.42	-6.24	28.88	16.26	26.89	-19.44	24.23
纳斯达克指数	5.73	7.50	28.24	-3.88	35.23	43.64	21.39	-33.1	43.42
MSCI 新兴市场	-16.96	8.58	34.35	-16.64	15.43	15.84	-4.59	-22.37	7.04
MSCI 发达市场	-2.74	5.32	20.11	-10.44	25.19	14.06	20.14	-19.46	21.77
MSCI 亚太地区	-4.28	2.33	28.71	-15.59	16.33	17.14	-3.4	-19.36	8.77
MSCI 欧洲	-5.32	-3.39	22.13	-17.27	20.03	3.14	13.75	-17.28	16.68
恒生指数	-7.16	0.39	35.99	-13.61	9.07	-3.4	-14.08	-15.46	-13.82
南华工业品指数	-19.3	60.89	11.68	-3.28	16.58	8.74	25.89	21.19	2.95
南华农产品指数	-4.96	20.61	-6.81	-8.79	3.77	12.23	15.11	10.33	-5.19
COMEX 黄金	-10.44	8.66	13.32	-1.88	18.63	24.85	-3.41	0.08	13.45
ICE 布油	-34.74	50.65	17.25	-19.02	22.73	-21.64	50.46	10.56	-10.28
美元指数	9.34	3.73	-9.89	4.14	0.39	-6.73	6.68	7.84	-2.04
美元兑人民币	4.67	7.02	-6.30	5.43	1.46	-6.12	-2.55	9.08	2.02

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.3.3.长期陪伴是保障：信任来源于用心陪伴和持之以恒

相较以往卖方模式下的卷产品、卷收益率、卷销售规模等，买方投顾想要突破的核心在于投资者持续的信任，陪伴式服务则是投顾业务顺利开展的重要保障。一方面，通过长期投教帮助投资者树立正确的投资理念和投资方法论；另一方面，也需要及时向客户分享市场的变化和资产组合的调整方向。

投教是指通过向投资者进行知识的普及、投资方法和投资理念的引导，减小投资者与投顾机构之间的认知差距，帮助投资者建立合理的预期。过去几年中，基金公司、券商、渠道机构都开始重视投资者教育工作，通过多种多样的投教内容来帮助投资者理解所买产品的类型、预期收益和风险，但收效甚微。究其背后原因，我们认为可以从以下几个方面进行改善：1）投教工作避免“营销化”，在投资者行为的引导上保持客观；2）从业人员可以加强自身对于金融产品和资产配置的知识储备，并且从制度建设上和考核体系上形成“自上而下的”驱动机制；3）投教内容设计更加体系化和更有针对性。

除了投教内容外，及时并有效的解决投资者的疑惑也是长期陪伴中重要的部分。一方面，当客户因为产品净值波动而出现心理波动时，及时的沟通和心理安抚工作是必要的，可以避免投资者由于心理波动而造成行为偏差。另外，对于投资者所购买的产品，除了产品的定期跟踪和调仓调整，与投资者信息的同步亦可以保障客户对所持有产品有清晰的认识。

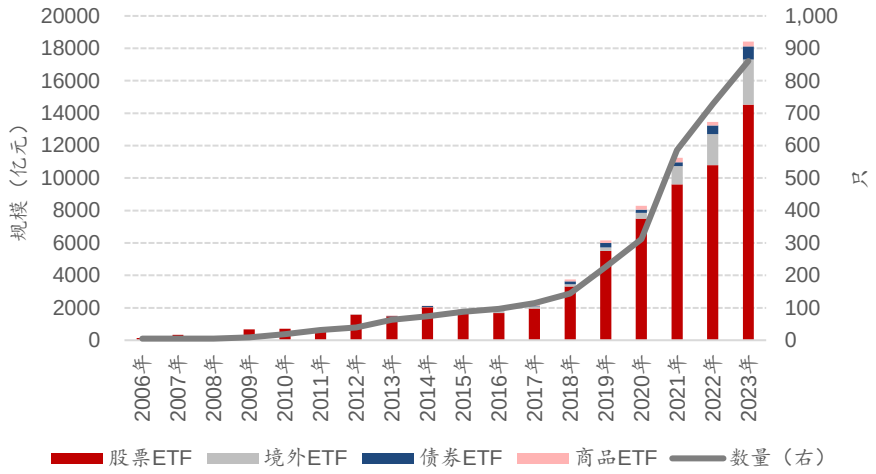
三、2023 年境内 ETF 年度报告

1.ETF 市场：ETF 规模突破 2 万亿，管理人格局稳中有变

1.1.ETF 市场概览：数量和规模逆势增长，宽基 ETF 优势地位增强

2023 年中国境内上市 ETF 数量和规模均逆势增长，数量达到 888 只，规模超过 2 万亿元，相比 2022 年 ETF 规模不到 1.6 万亿，规模增速超过 30%。其中非货 ETF 的数量为 861 只，总管理规模 18423.3 亿元，同比增速分别为 18.3%和 36.8%，2023 年规模增速几乎达到 2022 年规模增速（19.7%）的 2 倍。

图 67　2006-2023 年非货 ETF 数量及规模



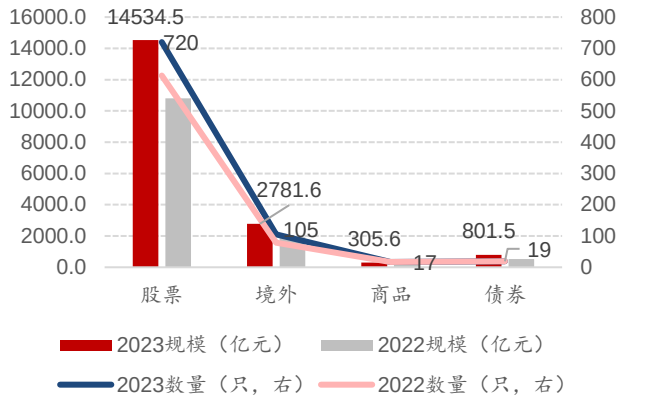
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：本文股票 ETF 指境内权益 ETF 中跟踪指数所在市场全部为境内市场的权益 ETF，境外 ETF 指境内跟踪指数所在市场包含境外市场的权益 ETF（境外 ETF 暂无债券类产品），权益 ETF 为上述股票 ETF 和境外 ETF 的总和，下文相同表述为同样含义，不再赘述。

截至 2023 年底，市场上共有 720 只已上市的股票 ETF，规模 14534.5 亿元；105 只境外 ETF，规模 2781.6 亿元；17 只商品 ETF，规模 305.6 亿元；19 只债券 ETF，规模 801.5 亿元。**2023 年非货 ETF 规模增长接近 5000 亿元，其中股票 ETF 规模增长贡献超过 75%，但境外、债券和商品 ETF 规模占比均有所提升，非货 ETF 结构进一步多元化、均衡化。**股票 ETF 规模在全部 ETF 中的占比略有降低，从 2022 年底的 80%下降到 2023 年的 79%；其他品类规模合计占比从 20%提升至 21%。数量上，股票和境外 ETF 分别增加 107 只和 26 只，债券和商品 ETF 数量上无变化。

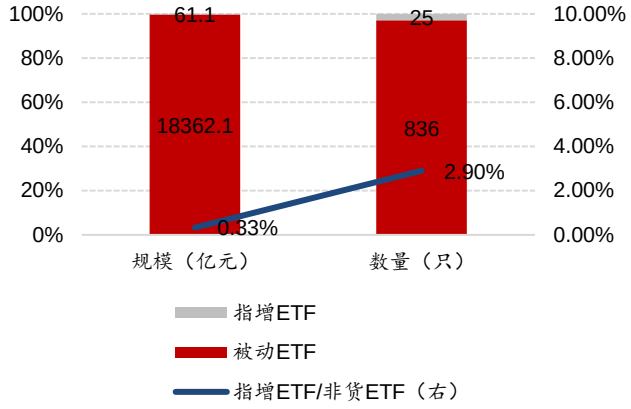
按管理形式划分，其中仅有 25 只非货 ETF 为指数增强类 ETF，规模为 61.1 亿元，剩余非货 ETF 均为跟踪特定指数的被动 ETF。目前成立的指数增强 ETF 全部为股票 ETF 中的宽基增强品种，**截至 2023 年底，指增 ETF/非货 ETF 规模占比（0.33%）不及数量占比（2.9%），指增 ETF 规模仍有一定上升空间。**

图 68 2023、2022 年非货 ETF 按资产类别分类数量及规



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 69 2023 年底非货 ETF 按运作方式分类数量及规模



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

规模增量中，以存量市场贡献为主。新发产品（2023 年后成立的）贡献了规模增长的 16.25%，存量产品贡献了规模增长的 83.75%。存量产品中以沪深 300 为代表的大盘宽基贡献了最多的规模增长，增长占比整体规模增长的 27%，“硬科技”旗舰产品科创 50ETF 其次，贡献了 14%的规模增长。投资者在熊市和震荡行情下对大盘宽基类 ETF 的关注度较高，ETF 成为投资者偏爱的底部加仓工具。新发产品中，科创 100ETF 为最大黑马，规模新增 312 亿；其次是纳斯达克 100ETF，规模新增 58 亿；国新投资公司定制的三个央企类 ETF 也是发行亮点，规模合计新增 80 亿。年末发行的深证 50ETF，作为深市大盘宽基代表，也有 25 个亿的规模。

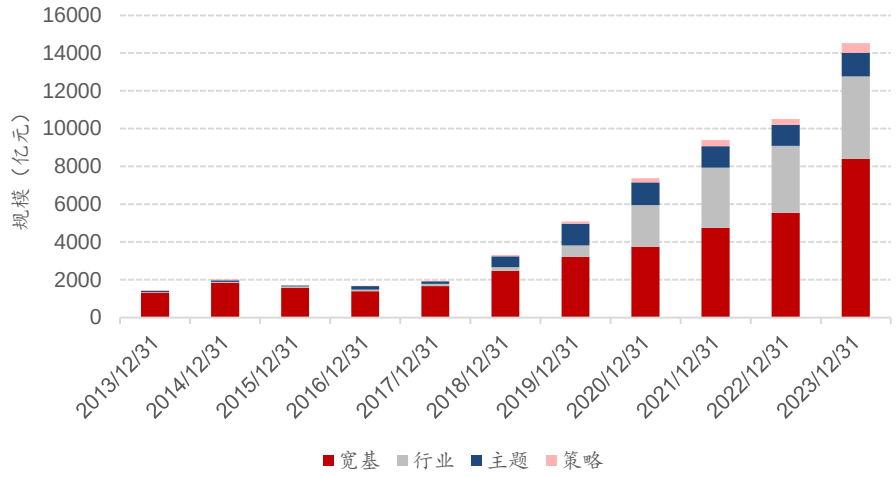
表 53 非货 ETF2023 年规模增长新发和存量市场 Top5 增长品类

	增长规模（亿元）	增长规模占比
新发	**736.62**	**16.25%**
科创 100	312.49	6.89%
纳斯达克 100	58.12	1.28%
央企科技引领	34.14	0.75%
深证 50	25.24	0.56%
央企现代能源	23.26	0.51%
存量	**3796.69**	**83.75%**
沪深 300	1215.34	26.81%
科创 50	650.99	14.36%
上证 50	271.98	6.00%
创业板指	261.08	5.76%
恒生科技	215.57	4.76%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

股票 ETF 中，宽基 ETF 的优势地位继续增强，行业主题 ETF 占比有所降低。截至 2023 年底，宽基 ETF 规模占股票 ETF 规模的 57.9%，较 2022 年底增长了 5.1 个百分点，增速排名最高；行业主题 ETF 规模占股票 ETF 规模的 38.7%，较 2022 年底下降了 5.7 个百分点；策略 ETF 占比 3.5%，较 2022 年底上升了 0.6 个百分点。

图 70　近 10 年股票 ETF 中各类型 ETF 规模



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2023 年 ETF 投资蓬勃发展，成交活跃度也有所提升，流动性高于其基础市场流动性。2023 年全年境内 ETF（除货币 ETF）日均总成交额为 889 亿元，相比 2022 年成交额增加了 24%。股票 ETF 日均总成交额近 500 亿，债券 ETF 日均成交额近 200 亿，相比 2022 年成交额分别增加了 16%和 62%。2023 年境内 ETF 日均换手率为 8.57%，且较多数量的 ETF 换手率高于指数成分股换手率，即流动性好于底层资产。

表 54　非货 ETF 各品类 2023 年和 2022 年全年日均总成交额

	2023 年（亿元）	2022 年（亿元）	增速
股票	499.59	430.94	16%
债券	192.09	118.45	62%
商品	14.69	16.07	-9%
境外	182.29	148.39	23%
合计	888.66	713.86	24%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.ETF 管理人格局：前十大格局较为稳定，前二十大格局略有变化

前十大 ETF 管理人的格局相对稳定。截至 2023 年底，ETF 规模前十大基金管理人合计管理 14491.75 亿元，占全市场的比例为 79%，相比 2022 年底的 80%下降 1 个百分点。2023 年底 ETF 管理规模前十名的公司仅发生 4-10 名名次上的改变，ETF 三巨头——华夏、易方达和华泰柏瑞的“老大哥”身份未撼动，三家的 ETF 管理规模已接近整个 ETF 市场的二分之一，其中华夏基金更是占据市场超过 20%的市场份额。国泰、南方和广发基金，2023 年全年三家管理规模不相上下，截至 2023 年底，均在千亿左右。博时、嘉实、华安和华宝基金则分别凭借债券、宽基及策略、商品和行业 ETF 优势特色，位于前十名内。

表 55　非货 ETF 管理前十大基金公司

排名	基金公司	ETF 管理规模（亿元）	ETF 市场份额占比	ETF 产品特色
1	华夏基金	3992.35	21.82%	产品线齐全、布局早，先发优势明显
2	易方达基金	2559.08	13.99%	

3	华泰柏瑞基金	1943.97	10.63%	宽基和策略 ETF 占比较大，先发优势明显
4	国泰基金	1153.06	6.30%	大部分为行业主题 ETF，少数境外 ETF
5	南方基金	996.32	5.45%	宽基 ETF 占比较大
6	广发基金	978.33	5.35%	布局均衡，境外、行业主题 ETF 各有特色
7	博时基金	775.15	4.24%	主题 ETF 特色鲜明，债券 ETF 突出
8	嘉实基金	727.32	3.98%	宽基 ETF 占比较高，策略 ETF 布局较早
9	华安基金	719.05	3.93%	黄金 ETF 较具特色
10	华宝基金	647.12	3.54%	大部分为行业 ETF

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

ETF 是头部管理人的“盛宴”，但仍有少数管理人冲出重围。如果再进一步市场下沉，前二十大管理人规模集中度已经达到 97.3%。可以说，ETF 仍是头部管理人的“盛宴”，但不排除未来继续有靠小众产品或创新产品杀出一片新天地的管理人。截至 2023 年底，非货 ETF 前二十大管理人中排名位于第 11-20 名的管理人为富国基金、天弘基金、鹏华基金、汇添富基金、国联安基金、海富通基金、银华基金、工银瑞信基金、平安基金和景顺长城基金。其中，景顺长城基金首次出现在前 20 大中，该家基金公司 2023 年在境外 ETF 和策略 ETF 上显著发力，2023 年底境外 ETF 和策略 ETF 管理规模分别位于第 3 名和第 9 名，其境外 ETF 重点发力于科技赛道，代表产品有港股科技 50ETF、纳指科技 ETF；其策略 ETF 中的景顺长城红利低波 100ETF 规模已超过 50 亿元。

2.ETF 行业：工具化浪潮催生 ETF 多点开花

2.1.创新：“万物”皆可 ETF，场内工具型产品成为创新活力之地

2.1.1.股票型 ETF，行业化、风格化演绎

随着 A 股行情的结构化演绎和 ETF 投资者教育的不断推进，投资者越来越认可 ETF 便于捕捉结构性行情和把握行业轮动的工具价值，越来越多的行业主题类 ETF 产品出现，行业主题 ETF 规模快速增长。2023 年上半年，受益于人工智能和数字经济带来的结构性行情，部分动漫游戏、通信设备类行业 ETF 以及香港科技 ETF 涨幅超过 50%，若借助 ETF 这一工具实现精准布局，可以较好捕捉到 AI 这一驱动因子带来的 TMT 行情。

2023 年备受关注的还有策略风格类 ETF，而其中最受关注的当属规模最大的红利策略 ETF。红利因子属于防御类因子，收益来源于分红和估值修复，在“一鸟在手”、“信号传递”等理论的支撑下，易被投资者理解和接受。在利率下行的长期趋势下，投资者可以将红利策略作为一类重要的投资底仓策略，在这个角度下，ETF 作为风格配置工具的属性凸显。目前，红利相关策略 ETF 较为丰富多样，除了红利 ETF，还有红利质量、红利低波等多因子红利 ETF。策略 ETF 中，除红利因子的使用较多外，价值、成长类因子也是策略/风格类 ETF 中使用较多的因子。

2.1.2.加入约束的主动投资，指数增强 ETF 发行热度上升

在投资上，相比被动投资的 ETF 或半被动的 Smart Beta ETF 产品，指数增强 ETF 是真正的主动投资产品，但是指增产品合同中一般会有对产品和基准之间日均跟踪偏离度和跟踪误差的约束，以及指数成分内选股比例不低于 80%的限制，因此是加入一定约束的主动投资。

将指数增强和 ETF 的特点结合起来打造的指数增强 ETF 产品，既保留了指数增强基金在配置策略上的“适度”灵活，相比场外基金，又具有交易灵活、费率低廉、操作透明、仓位更高的优势：

交易灵活：指增 ETF 可在交易时间内实时买卖成交，而场外指增基金只能遵守未知价原则，以每日的净值成交。

费率低廉：在交易费用上，指增 ETF 的场内买卖佣金费率，明显低于场外指增基金的申购赎回费率，且场外基金 7 日内的赎回操作还会带来高至 1.5%的惩罚性赎回费率。其次在管理费上，指增 ETF 的管理费率显著低于场外指增基金，有 2/3 指增 ETF 的管理费率为 0.5%，最高不超过 1%。

高权益仓位：由于特殊的实物申赎机制，指增 ETF 不需要预备 5%的现金以应对赎回，可以接近满仓运作，从而在权益上行时具有更大的收益获取空间。

操作透明：指增 ETF 每日公布申购赎回清单，让投资者可以更为清晰地掌握其投资动向。场外指增基金仅在半年度和年度公布其全部持仓。

截至 2023 年底，A 股市场共有 26 只指增 ETF，其中 13 只是 2023 年新成立的，指增 ETF 发行热度上升。2023 年成立的指增 ETF 中有 5 只是 2022 年上报的市场上第二批指增 ETF,剩余则是 2023 年下半年陆续上报成立的，以中证 1000 指增 ETF 为主。另外，在中证 2000 指数推出之后，多家公司集中申报中证 2000 指增产品。截至 2023 年底，已有 2 只中证 2000ETF 指增 ETF 成立。值得注意的是，在中证 2000 指数的增强产品上，ETF 走在了场外公募基金的前面，截至 2024 年 2 月底，场外尚无中证 2000 指增产品成立。

规模上来看，截至 2023 年底，指增 ETF 中规模较大的还是第一、二批指增 ETF 中获批成立的中证 500 指增、沪深 300 指增 ETF，规模分别为 18 亿元、17 亿元，中证 1000 指增 ETF 规模也达到了 9 亿元。数量上最多的则是中证 1000 和中证 500 指增 ETF，分别为 8 只和 7 只。

2.1.3.债券 ETF 品种日益丰富，短期理财工具备受青睐

2022 年以来，随着债券市场的持续走牛，货币基金收益率的持续走低，以及权益类基金的表现低迷，债券 ETF 持续受到场内交易者的青睐。从 2023 年全年日均成交额来看，两只债券 ETF 活跃度已经超过了市场上规模最大的股票 ETF。海富通中证短融 ETF 是 2023 年成交最活跃的 ETF，同时也是规模最大的债券 ETF，在债券 ETF 纳入融券款可投资范围后，凭借其超过货币基金的收益率和较好的场内流动性，成为备受资金青睐的短期理财选择。其他 3 只成交额排在前列的债券 ETF 均为证金债 ETF。降息背景下，这类 ETF 具有波动率低、收益有弹性且信用风险相对较低的优势，还能现金申赎、场内 T+0 交易，成为场内投资者灵活交易的理想工具。

此外，超长期国债和基准做市国债 ETF 的推出进一步丰富了债券 ETF 的产品体系。2023 年 5 月新成立 1 只超长期国债 ETF，有助于投资者在利率下行趋势下迅速拉长久期，把握交易机会，其长久期属性还受到银行、保险资产配置端的青睐。2023 年底新增 1 只基准国债 ETF，成分券涵盖短、中、长、超长期限国债，通过投资基准国债 ETF 可以实现对一揽子国债的投资，捕捉长短端利率的下行机会。这只 ETF 自 2023 年 12 月 25 日上市交易以来交投活跃，2023 年上市区间内日均交易额达到 4.5 亿元。

表 56　2023 年交易额前十的非货 ETF 中债基 ETF 占比四成

基金代码	基金名称	类型	成立日期	2023 年日均交易额（亿元）	2023 年底规模（亿元）
511360.SH	海富通中证短融 ETF	债券	2020/8/3	77.35	247.28
511520.SH	富国中债 7-10 年政策性金融债 ETF	债券	2022/8/19	33.47	72.24
510300.SH	华泰柏瑞沪深 300ETF	股票	2012/5/4	30.24	1310.92
588000.SH	华夏上证科创板 50 成份 ETF	股票	2020/9/28	25.85	933.83
513330.SH	华夏恒生互联网科技业 ETF(QDII)	境外	2021/1/26	22.59	299.12

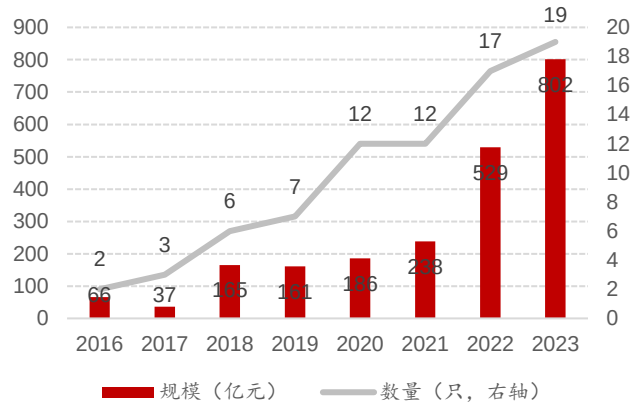
513180.SH	华夏恒生科技 ETF(QDII)	境外	2021/5/18	21.19	247.76
159649.SZ	华安中债 1-5 年国开行债券 ETF	债券	2022/8/8	19.76	62.46
510050.SH	华夏上证 50ETF	股票	2004/12/30	18.46	802.99
159650.SZ	博时中债 0-3 年国开行 ETF	债券	2022/8/26	16.42	106.83
513130.SH	恒生科技	境外	2021/5/24	15.88	153.74

资料来源：Wind，同花顺，华宝证券研究创新部

信用债（主要是短融）、证金债是债券 ETF 中规模最大的品种，合计规模超过债券 ETF 总规模的 75%。从细分品类上看，债券 ETF 覆盖了利率债（国债、地方债、证金债）ETF、信用债（城投债、短融、公司债）ETF 和可转债 ETF。国债 ETF 涵盖了 5 年期、10 年期、5-10 年期和 30 年期限及综合久期的 ETF，证金债 ETF 涵盖了 0-3 年、3-5 年、1-5 年、7-10 年的不同期限，地方债 ETF 也有 0-4 年、5 年、10 年等期限的 ETF。投资者可以通过投资债券 ETF 便捷实现所需要的久期匹配。债券 ETF 不仅为个人投资者提供了便捷的债券投资渠道，也可以为机构投资者的流动性管理以及久期轮动策略提供便利投资工具。

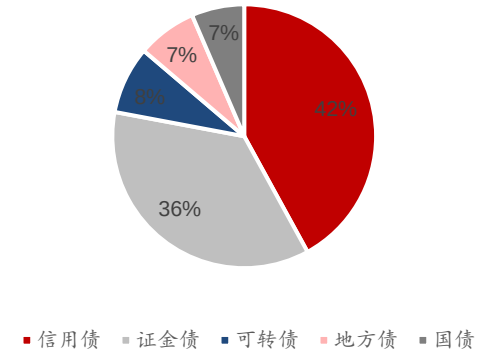
但是，国内债券 ETF 市场仍属于小众市场，相比权益 ETF 规模和数量仍较小。截至 2023 年底，债券 ETF 数量为 19 只，规模为 801 亿元，还不及权益 ETF 市场中规模最大的单只产品规模（510300，华泰柏瑞沪深 300ETF）。

图 71　截至 2023 年底债券 ETF 规模和数量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 72　截至 2023 年底债券 ETF 按品种划分规模占比



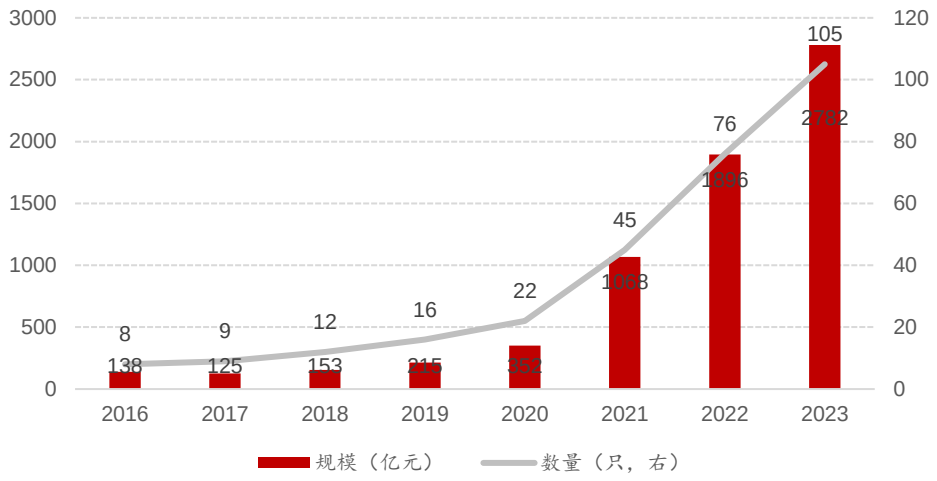
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.4.境外 ETF 新增投资东南亚工具，开启多元化投资之路

截至 2023 年底，上市交易的境外 ETF 产品数量共 105 只，规模共 2781.6 亿元，覆盖了港股、美股、日本、德国、法国、韩国、东南亚和全球共 8 个投资地区，其中港股、美股 ETF 规模最大，占到了境外 ETF 规模的 80%以上。港股 ETF 规模主要集中在行业主题类和宽基指数 ETF 上，如科技、互联网、医药板块及恒生指数；美股 ETF 规模仍主要集中在宽基 ETF 上，如纳斯达克 100 和标普 500 指数；全球 ETF 规模则主要集中在互联网板块。投向其他境外地区的 ETF 以宽基 ETF 为主，如投向日本地区的日经 225ETF、东证 ETF；投向法国的 CAC40ETF 和投向德国的 DAXETF；但投向韩国和东南亚地区的 ETF 则为行业主题 ETF，其中投资韩国地区的 ETF 跟踪指数为投资一半中国、一半韩国半导体企业的中韩半导体指数，投资东南亚地区的 ETF 为东南亚科技 ETF。细分类别来看，互联网和科技是境外 ETF 中规模最大的主题板块，截至 2023 年底，境外 ETF 中互联网类 ETF 规模 869 亿元，科技类 ETF 规模 672 亿元，合计占比达到了境外 ETF 总规模的 55%。

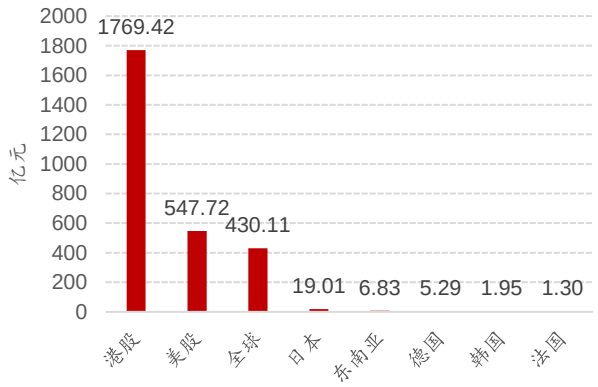
2023 年境外 ETF 的规模增长主要还是由存量 ETF 贡献（87%），新发市场贡献了规模增长的 13%。存量境外 ETF 市场中，恒生科技、港股创新药、恒生医药、港股通互联网、纳斯达克 100、日经 225ETF 等增长较多。从 2023 年新发境外 ETF 市场来看，2023 年新成立的境外 ETF 的规模主要集中在美股市场，其中纳斯达克 100、纳斯达克科技产品规模较大，接近 80 亿元；港股中互联网和消费 ETF 新发规模较大，约 10 亿元；东南亚科技 ETF 规模近 7 亿元。

图 73　截至 2023 年底境外 ETF 规模和数量



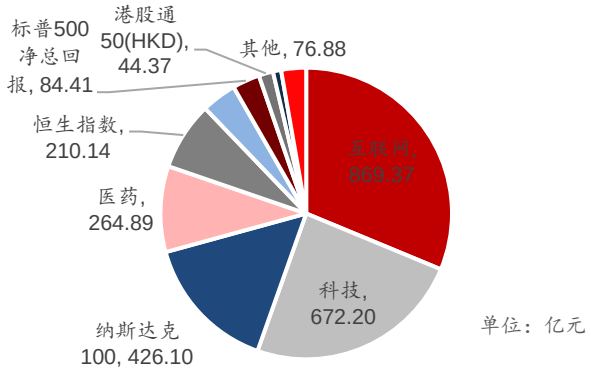
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 74　截至 2023 年底境外 ETF 规模（按投资地区划分）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 75　截至 2023 年底境外 ETF 规模（按细分类别划分）

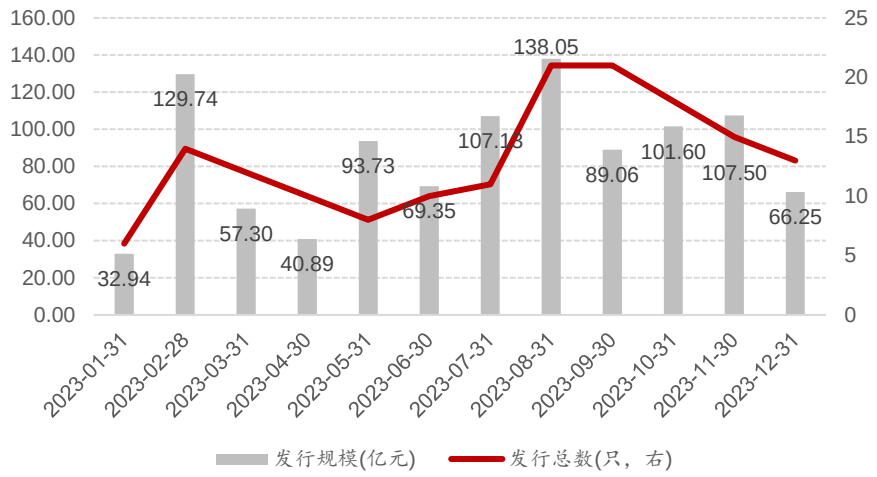


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.发行：下半年发行热度高，科创 100、纳指 100ETF 发行后规模增长

ETF 发行市场上，2023 下半年 ETF 发行热度整体高于上半年，主要原因是下半年科创 100ETF、中证 2000ETF、深证 50ETF 等宽基产品的发行，上半年发行带动则以行业主题 ETF 为主。值得注意的是，绝大部分 ETF 成立后规模会出现下降，即存量规模小于其发行规模，仅有科创 100ETF、纳指 100ETF、纳指科技 ETF、中证医疗 ETF、鹏华沪深 300ETF、南方央企科技 ETF 等少数 ETF 在成立后出现规模增长。从规模增长和份额增长的比例来看，绝大部分 ETF 发行后的规模增长都来自于基金份额的增长。

图 76　2023 年 ETF 按月发行统计情况



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

表 57　2023 年新发 ETF 年底规模相比发行规模增长前十

	名称	发行规模/份额(亿元/亿份)	2023 年底规模(亿元)	规模变化(亿元)	规模变化	份额变化（亿份）	份额变化
588220.SH	科创 100ETF 基金	14.40	77.02	62.62	534.79%	78.94	548.13%
588030.SH	博时科创 100ETF	26.61	85.49	58.88	321.29%	87.87	330.23%
588800.SH	华夏上证科创板 100ETF	38.95	73.23	34.28	188.02%	78.22	200.84%
159513.SZ	大成纳斯达克 100ETF(QDII)	3.98	28.68	24.70	721.42%	27.95	702.94%
159509.SZ	景顺长城纳斯达克科技 ETF(QDII)	4.54	21.52	16.98	474.46%	20.03	441.52%
588120.SH	国泰上证科创板 100ETF	14.92	31.19	16.27	209.07%	31.87	213.62%
588190.SH	科创 100	13.58	29.60	16.03	218.03%	30.35	223.53%
560260.SH	广发中证医疗 ETF	2.18	17.95	15.77	824.66%	18.43	846.56%
159696.SZ	易方达纳斯达克 100ETF(QDII)	2.13	7.82	5.69	367.44%	7.05	331.18%
159501.SZ	嘉实纳斯达克 100ETF(QDII)	2.65	8.16	5.51	307.94%	7.13	269.07%

资料来源：Wind，同花顺，华宝证券研究创新部

2.3.业绩：无招胜有招，被动投资跑赢主动投资

ETF 能够大受追捧的一大原因就是，其作为被动投资的代表，业绩完全不输甚至超越主动产品。2023 年，在公募重仓股表现欠佳，热点轮动和行业切换较快，以及基本面因子相对失效的背景下，被动投资（被动指数型基金指数）跑赢主动投资（偏股混合型基金指数）5.3 个百分点。单季度来看，2023Q2、2023Q4 主动投资略微跑赢被动投资，2023Q1 和 Q3 被动投资业绩均跑赢主动投资 3 个点左右。从市场代表性指数来看，全年上证指数、中证 500 指数和沪深 300 指数收益率均好于偏股混

合型基金指数收益，上证指数 2023 年 4 个季度均跑赢偏股混合型基金指数，中证 500 和沪深 300 指数在 2023Q1 和 2023Q3 两个季度跑赢偏股混合型基金指数。在目前较弱宏观背景、基本面驱动行情尚未形成的环境下，被动投资成为了超越主动投资的手段之一，而 ETF 是实现被动投资的最便捷工具。

表 58　2023 年全年被动投资、主动投资与市场代表性指数业绩

证券代码	证券名称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
701005.TI	被动指数型基金指数	5.24%	-4.07%	-5.32%	-4.74%	-8.48%
701013.TI	偏股混合型基金指数	1.79%	-3.94%	-8.22%	-4.57%	-13.78%
000300.SH	沪深 300	4.31%	-5.15%	-3.98%	-7.00%	-11.38%
000905.SH	中证 500	7.19%	-5.38%	-5.13%	-4.60%	-7.42%
000001.SH	上证指数	5.57%	-2.16%	-2.86%	-4.36%	-3.70%

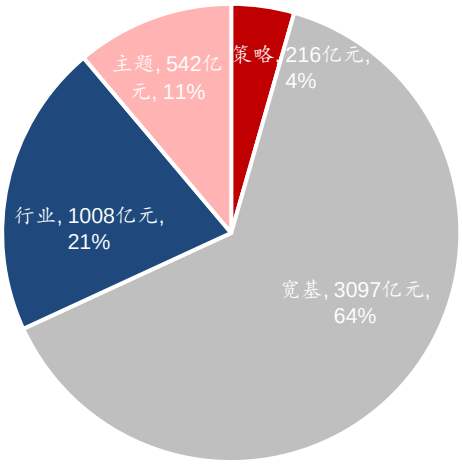
资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

2.4.规模：宽基 ETF“吸金”效应明显，首个千亿规模 ETF 诞生

2023 年下半年，权益市场震荡下行，但 ETF 规模逆势增长，ETF 领域乃至公募基金领域出现首个千亿级公募基金产品——华泰柏瑞沪深 300ETF。这只 ETF 是市场上首支沪深 300ETF，2023 年末规模突破 1300 亿元，相比 2023 年初规模增长超过 500 亿元。同样规模较大、增长较多的 ETF 为华夏科创 50ETF，2023 年末其规模也已经达到 900 亿以上，相比 2023 年初规模增长超 400 亿元。

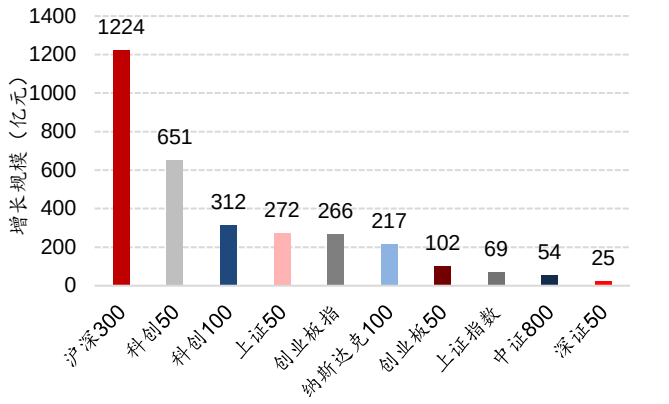
2023 年权益 ETF 中全年规模增长最多的二级品类为宽基 ETF，其中跟踪沪深 300、科创 50、科创 100、上证 50 和创业板指的 ETF 规模增长前五；其次是行业类 ETF，医药、电子成为逆势加仓最多的两大行业 ETF；主题类 ETF 中科技、互联网、国企和人工智能等赛道规模增长明显；策略 ETF 中，红利、红利低波类 ETF 增长超过 200 亿元。**可见，弱势行情中，宽基 ETF“吸金”效应明显，同时行业主题和策略类 ETF，在结构化行情中、位于风口时的工具属性被发挥得淋漓尽致，规模增长也较快。**

图 77　2023 年权益 ETF 中各二级分类 ETF 规模增长及增长占比



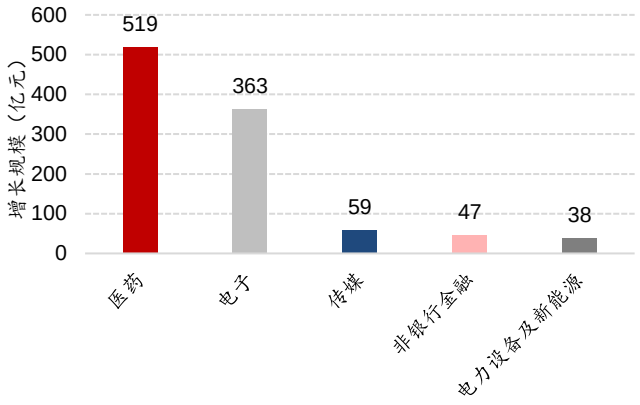
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 78　2023 年宽基类指数 ETF 规模增长 Top10



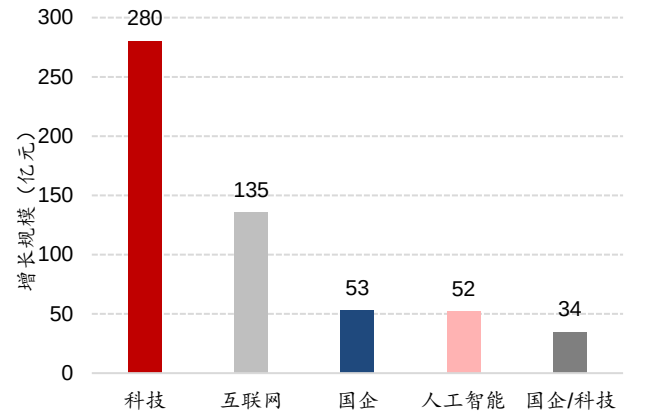
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 79　2023 年行业类指数 ETF 规模增长 Top5



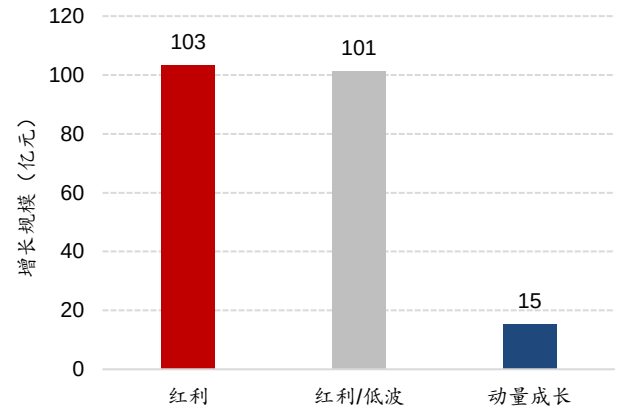
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 80　2023 年主题类指数 ETF 规模增长 Top5



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 81　2023 年策略类指数 ETF 规模增长 Top3



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

存量和新发 ETF 中增长 Top10 多为宽基 ETF。存量 ETF 中，规模增长 Top10 的 ETF 有 9 只为股票 ETF，其中有 4 只沪深 300ETF，2 只科创 50ETF，行业 ETF 中仅有 1 只半导体 ETF，另外 1 只为作为短期理财流动性工具的信用债 ETF；新发 ETF 中，规模增长 Top10 的 ETF 股票 ETF 占了 7 席，其中 5 只为科创 100ETF；另规模增长 Top10 的有 2 只境外 ETF，分别跟踪纳斯达克 100 和纳斯达克科技，另有 1 只为久期较为综合的国债 ETF。

表 59　2023 年规模增长 Top10 的存量 ETF

基金代码	基金名称	一级分类	二级分类	细分类别	管理公司	成立日期	2023 末规模（亿元）	2023 年规模增加（亿元）
510300.SH	沪深 300ETF	股票	宽基	沪深 300	华泰柏瑞基金	2012/5/4	1310.92	535.88
588000.SH	科创 50ETF	股票	宽基	科创 50	华夏基金	2020/9/28	933.83	425.58
510310.SH	沪深 300ETF 易方达	股票	宽基	沪深 300	易方达基金	2013/3/6	474.94	315.99
510050.SH	上证 50ETF	股票	宽基	上证 50	华夏基金	2004/12/30	802.99	220.03

表 59　2023 年规模增长 Top10 的存量 ETF

基金代码	基金名称	一级分类	二级分类	细分类别	管理公司	成立日期	2023 末规模（亿元）	2023 年规模增加（亿元）
159919.SZ	沪深 300ETF	股票	宽基	沪深 300	嘉实基金	2012/5/7	413.43	203.46
159915.SZ	创业板 ETF	股票	宽基	创业板指	易方达基金	2011/9/20	407.97	202.34
588080.SH	科创板 50ETF	股票	宽基	科创 50	易方达基金	2020/9/28	310.09	140.98
510330.SH	沪深 300ETF 华夏	股票	宽基	沪深 300	华夏基金	2012/12/25	376.84	127.75
511360.SH	短融 ETF	债券	信用债		海富通基金	2020/8/3	247.28	117.53
512480.SH	半导体 ETF	股票	行业	电子	国联安基金	2019/5/8	262.27	116.98

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 60　2023 年规模增长 Top10 的新发 ETF

基金代码	基金名称	一级分类	二级分类	细分类别	管理公司	成立日期	2023 年规模增加（亿元）
588030.SH	科创 100 指数 ETF	股票	宽基	科创 100	博时基金	2023/9/6	85.49
588220.SH	科创 100ETF 基金	股票	宽基	科创 100	鹏华基金	2023/9/6	77.02
588800.SH	科创 100ETF 华夏	股票	宽基	科创 100	华夏基金	2023/11/8	73.23
588120.SH	科创板 100ETF	股票	宽基	科创 100	国泰基金	2023/9/6	31.19
588190.SH	科创 100ETF	股票	宽基	科创 100	银华基金	2023/9/6	29.60
159513.SZ	纳斯达克 100 指数 ETF	境外	宽基	纳斯达克 100	大成基金	2023/7/12	28.68
560170.SH	央企科技 ETF	股票	主题	国企/科技	南方基金	2023/6/21	25.40
159509.SZ	纳指科技 ETF	境外	主题	科技	景顺长城基金	2023/7/19	21.52
560260.SH	医疗 ETF 龙头	股票	行业	医药	广发基金	2023/9/6	17.95
511100.SH	基准国债 ETF	债券	国债		华夏基金	2023/12/13	16.79

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.ETF 生态：机构持有者占比提升，ETF 降费潮开启

3.1.ETF 投资者分析：个人投资者过半，机构投资者加速入场

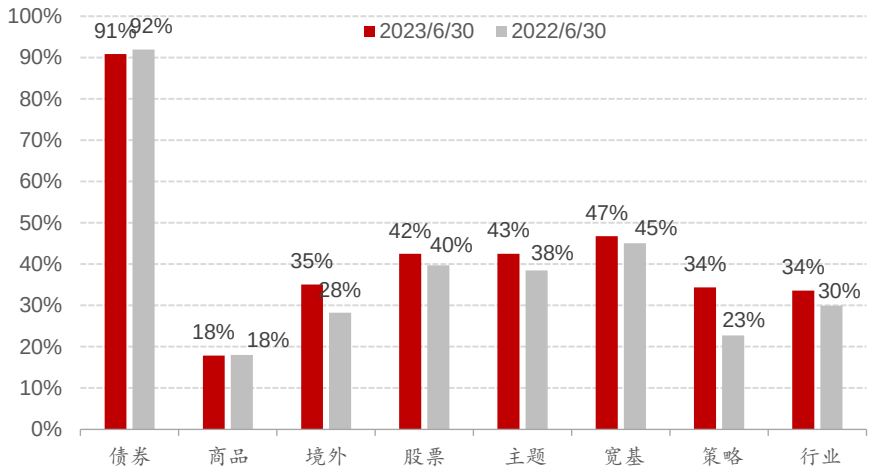
3.1.1.ETF 持有人结构：权益 ETF 机构持有比例上升，行业主题和策略 ETF 提升显著

ETF 作为一种投资目标清晰、透明度高、风格稳定、费率低的投资工具，正逐步被机构投资者所青睐。近年来，权益市场行业热点轮动较快，出于跟上市场、捕捉市场结构性机会或规避单一证券投资爆雷风险等考虑，许多机构投资者将 ETF 加入投资组合，ETF 的整体机构持有比例也有所上升。

穿透联接基金后，截至 2023 年中报，全部 ETF 的机构持有占比为 48%，相比 2022 年中提高了 0.1 个百分点；股票 ETF 和境外 ETF 的机构持有比例分别为 42%和 35%，分别增加了 2 个和 7 个百分点；债券 ETF 的机构持有比例最高，达到了 91%，相比 2022 年中数据略有降低；商品 ETF 的机构持有比例最低，占 18%，相比 2022 年中略有提升（以上数据均按 ETF 规模加权）。股票、境外和商品 ETF 的机构持有比例提升，**反映了机构投资者加速布局 ETF 投资尤其是权益类 ETF 的特征**；而债券 ETF 因过去机构持有人占比过高（超过 90%）、近两年被更多持有人发现和认知，机构持有

占比有所下降。下沉到二级分类，在境外和股票类 ETF 中，行业主题、策略 ETF 机构持有占比提升较多，宽基 ETF 机构持有比例略有上升，**反映了 ETF 中具备更高风险的行业主题和更明晰策略属性的 ETF 产品的持有人结构得到了调整优化**（机构持有占比算法详情见 2023 年 10 月 31 日华宝证券外发研报《机构投资者为何偏爱 ETF 投资？——ETF 业务生态研究深度报告》）。

图 82　2022 中、2023 年中非货 ETF 机构持有比例



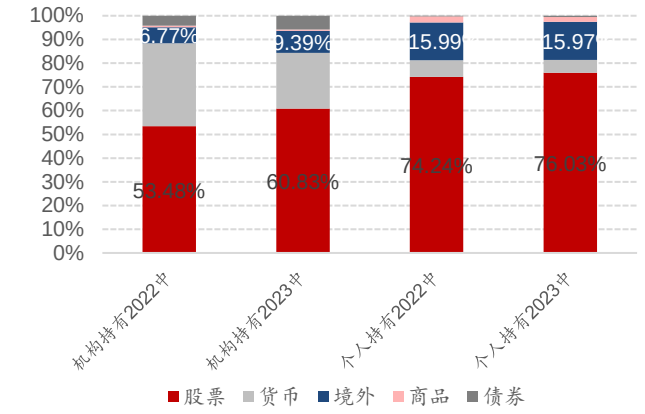
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.1.2.两类投资者 ETF 投资行为透视：普遍增加权益类投资占比，宽基和行业主题产品偏好不同

机构投资者 ETF 投资境外占比增加，个人投资者对宽基 ETF 偏好增加

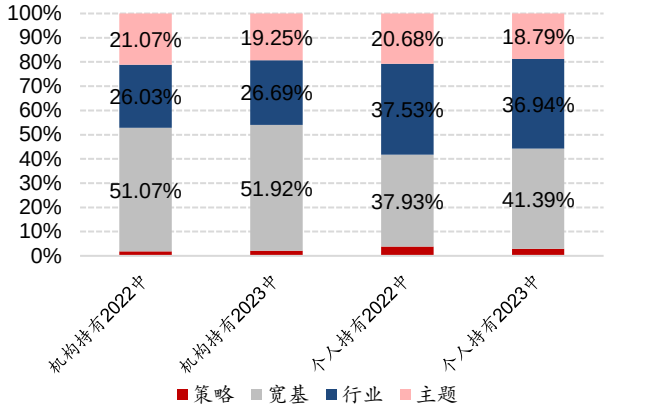
分投资者类别看，受 ETF 中股票 ETF 规模和数量占主导的影响，2023 年中，机构投资者与个人投资者在对 ETF 的投资上分别有 60.8%与 76.0%的 ETF 资金配置于股票 ETF，相比 2022 年中的比例分别提升了 7 和 2 个百分点。在境外 ETF 的投资上，机构投资者 2023 年中配置的比例相比 2022 年中提升了 2 个多百分点，达 9.4%，而个人投资者这一比例两年变化不大，均为 16%。下沉到股票和境外 ETF 这类权益 ETF，机构投资者持有的权益 ETF 以宽基为主，比例提升不大，而个人投资者持有宽基 ETF 的比例提升了 3 个多百分点，达 41%，与此对应，机构投资者持有行业主题 ETF 的比例变化不大，而个人投资者对行业主题 ETF 持有的占比略有下降。这也符合了 3.1.1 中行业主题类 ETF 机构投资者占比增加，这类 ETF 产品投资者结构调整优化的特点。

图 83　2022 年中、2023 年中机构和个人持有 ETF 分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 84　2022 年中、2023 年中机构和个人持有权益 ETF 分

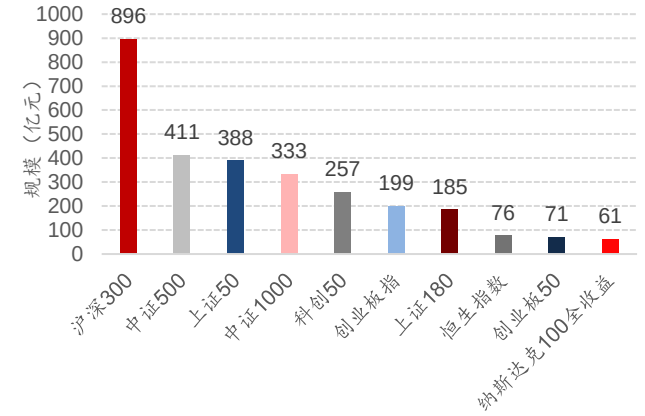


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

机构投资者偏好中证 1000、国企等 ETF，个人投资者偏好科创 50、双创 50、MSCI A50 等 ETF

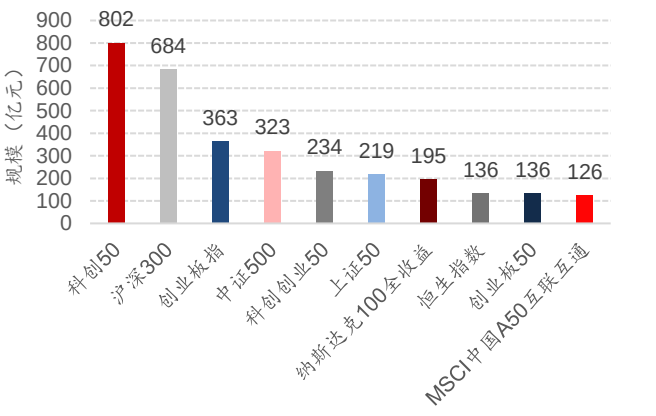
2023 年中，机构和个人投资者持有宽基 ETF 的前十大指数集中度分别达到了 91.4%和 89.8%，持有前十大宽基指数中，除机构和个人都持有较多的沪深 300、中证 500 等之外，其余较明显的区别是**机构投资者对上证 50、中证 1000 持有规模更大，而个人投资者持有科创 50、科创创业 50、纳斯达克 100、MSCI A50 等 ETF 规模更大。**在行业主题 ETF 上，机构和个人投资者持有的前十大指数集中度分别达到了 73.4%和 77.6%，两类投资者持有较多的指数均包含电子、互联网、医药和科技指数，非银行金融、食品饮料、电力设备及新能源、国防军工等行业指数也持有较多，较为不同的是机构投资者对国企指数存在青睐，个人投资者对 ESG 等存在青睐。**整体来看，两类投资者在行业主题 ETF 上的品种持有差异更小。**

图 85　2023H1 机构投资者持有宽基 ETF 规模前十大指数



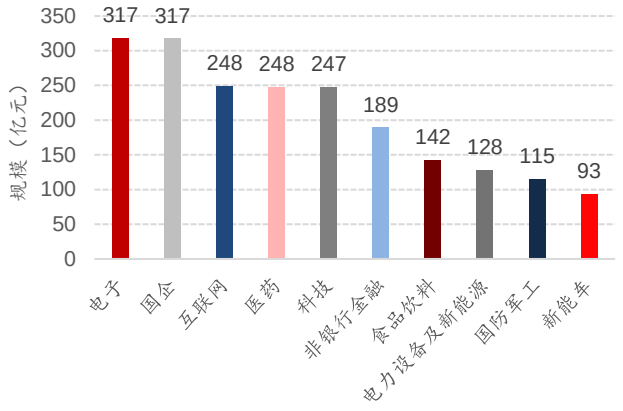
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 86　2023H1 个人投资者持有宽基 ETF 规模前十大指数



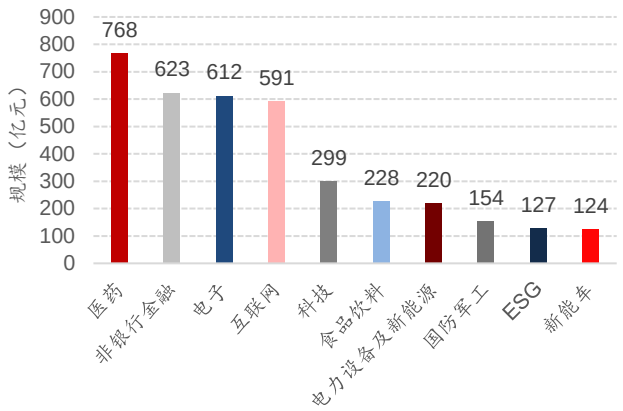
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 87　2023H1 机构投资者持有行业主题 ETF 规模前十大



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 88　2023H1 个人投资者持有行业主题 ETF 规模前十大



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.1.3.机构投资者持仓增长洞察：保险、境外机构和券商持仓 ETF 增长位于前列

机构投资者中保险、境外机构和券商持仓 ETF 规模增长位于前列。根据 ETF 定期报告中披露的前十大持有人数据，除联接基金外，保险、券商、境外机构持仓 ETF 规模增长较多，2023 年中报相比 2022 年中报，保险机构持仓 ETF 增长超 800 亿元，除此之外持仓 ETF 净增长较多的还有境外机构（173 亿元）、券商（147 亿元）和私募基金（59 亿元）等（机构类型划分及更多机构投资者持有 ETF 信息详见 2023 年 10 月 31 日华宝证券外发研报《机构投资者为何偏爱 ETF 投资？——ETF 业务生态研究深度报告》，本章简称《ETF 业务生态报告》）。

表 61　部分机构 2023 年中持有 ETF 增长情况

机构类型	2023 年中报规模同比增长（亿元）	2023 年中报规模同比增速（%）
保险	832.96	151.68%
联接基金	413.07	14.70%
境外机构	173.41	88.94%
券商	147.41	25.41%
私募基金	58.5	58.61%
个人投资者	25.61	29.77%
社保年金	0.18	0.79%
信托	-4.32	-8.83%
银行	-18.66	-25.98%
期货	-23.17	-80.59%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

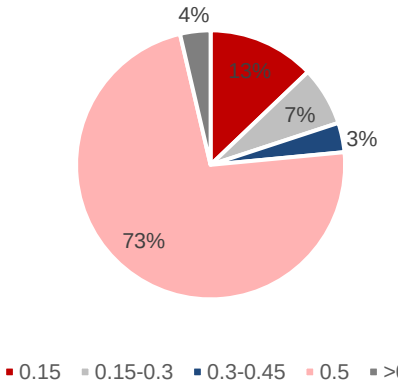
《ETF 业务生态报告》指出，ETF 适用于作为财富管理、资产管理的工具，同时受机构自有和代客理财等资金青睐。从 2022 年中和 2023 年中两个时间点的持仓变动来看，保险机构增持的宽基 ETF 主要为沪深 300ETF、创业板指 ETF 和科创 50ETF 等，增持规模较多的行业 ETF 集中在电子、医药、非银金融、食品饮料等行业。保险资金具有中长期资金属性，选择 ETF 作为投资配置，说明 ETF 持仓透明、风格稳定的特点在吸引中长期资金入市上有优势。而对境外机构来说，通过 ETF 产品增持中国权益资产，也是其全球化资产配置的重要一环。对于私募机构，尤其是个股研究力量不强的机构，使用宽基、行业 ETF 也可以快速捕捉某个细分市场领域的投资机会。另外，国资机构也是参与 ETF 配置的重要力量。中央汇金公司在 2023 年 10 月等时点对 ETF 的增持，更是一个展现其救市决心信心，提升市场流动性，鼓励投资者参与资本市场配置的重要举措。

3.2.ETF 费率：降费让利，ETF 开启费率之战

3.2.1.ETF 费率结构“0.5%+0.1%”仍为主流，低费率集中于政策支持类、竞争激烈类品种

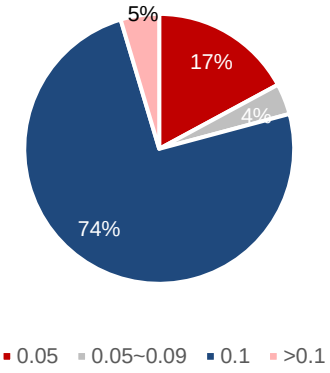
ETF“0.5%+0.1%”的费率结构仍占主流。截至 2023 年底，仍有 73%的 ETF 管理费率为 0.5%，74%的 ETF 托管费率为 0.1%，管理费率和托管费率分别为 0.5%和 0.1%的 ETF 有 619 只，在所有 ETF 中数量占比 69.7%，是 ETF 产品费率的主流模式，“0.15%+0.05%”最低费率结构的 ETF 有 108 只，在所有 ETF 中数量占比 12.2%。

图 89　ETF 管理费率分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

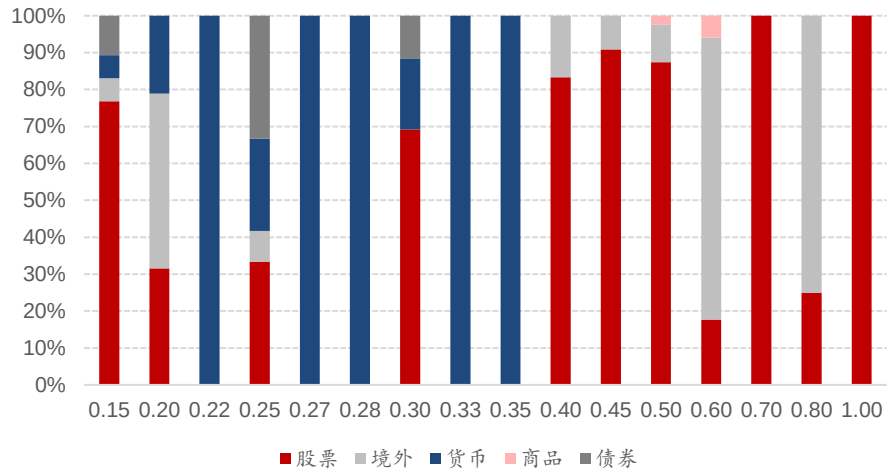
图 90　ETF 托管费率分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

ETF 产品费率分布特征：股票 ETF 的管理费率分布是最广的，从 0.15%到 1%之间均有一定分布，境外 ETF 其次，债券 ETF 多集中在 0.15%，尤其是新发产品普遍采用 0.15%的管理费率；货币 ETF 费率普遍较低，分布在 0.15-0.35%之间；商品 ETF 近年新发较少，管理费率大部分为 0.5%。

图 91　各一级类型 ETF 管理费率分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

截至 2023 年底，市场上存在的高管理费率产品主要为指增 ETF 和部分境外 ETF，低管理费率股票 ETF 则主要分为几类：一类是带有一定政策属性的 ETF；一类是竞争激烈的行业主题、宽基 ETF；还有一类是主动以低费率运作提升吸引力的的 ETF。[1]对于指增 ETF，费率上的偏高是管理人主动管

[1] ETF 费率研究以下统一以管理费率为例

理能力的体现，对于境外 ETF，外汇额度的稀缺以及境外产品管理的技术成本或是其费率溢价的来源。低费率产品（指管理费率为 0.15%的）中的股票 ETF 则以行业主题 ETF 居多，如带有鲜明政策属性的国企、一带一路类 ETF，电力设备新能源、医药等竞争较为激烈的行业 ETF 等。另外一部分低费率产品以宽基 ETF 为主，中证 500、创业板、沪深 300 等指数 ETF 中均出现 0.15%管理费率的产品，这些宽基通常也竞争激烈，低费率产品通常与同类产品相比发行较晚，在没有先发优势的情况下选择了低费率。另外，也有较为小众的宽基指数产品如中证 800 指数 ETF，自产品创设起费率即为 0.15%的较低水平。

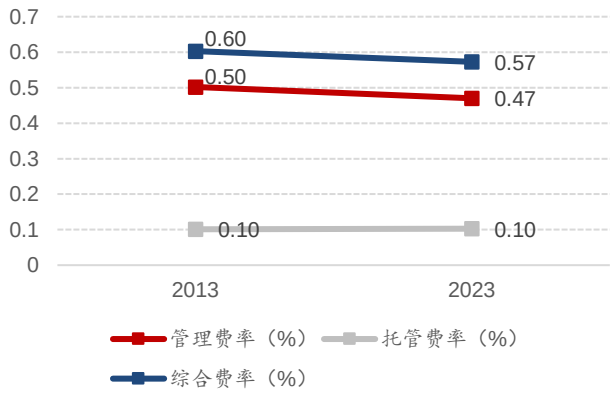
3.2.2.降费潮延伸至 ETF，对标海外 ETF 费率仍存在下降空间

2023 年下半年，公募降费潮延伸至指数产品领域。一方面是监管对公募基金费率改革的政策要求，另一方面是基金公司自身通过降费做大规模，提升产品竞争力的战略诉求，这两方面因素共同推动了 ETF 产品的降费潮流。相比主动基金，被动投资的相似性和业绩的同质化让费率成为投资者更敏感的产品要素。降费，对指数产品来说更为顺理成章。

从境外市场经验来看，降费是市场走向成熟和基金行业发展的必然趋势。美国投资公司协会(ICI)发布的《2023 美国基金业年鉴》显示，2000 年-2022 年公募基金资产加权的平均费用率大幅下降，从 2000 年 0.99%下降到 2022 年 0.44%，降幅达 56%。而对于 ETF 来说，整体费用率更低，2022 年美国权益 ETF 和债券 ETF 资产规模加权费率分别为 0.16%和 0.11%，分别较 2010 年的 0.33%和 0.26%下降了 52%和 58%。

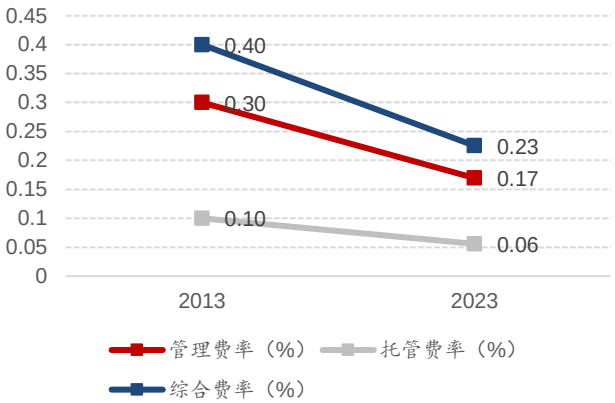
我国 ETF 费率水平也呈一定的下降趋势。权益 ETF 资产规模加权费率从 2013 年 0.6%下降到 2023 年的 0.57%，下降幅度为 5%。债券 ETF 资产规模加权费率从 2013 年 0.4%下降到 2023 年的 0.23%，下降幅度达 44%。2023 年底，权益 ETF 费率和债券 ETF 费率，分别是美国 2022 年对应类别 ETF 费率的 3 倍和 2 倍以上，预计我国 ETF 在向成熟市场的发展过程中，费率仍有一定下降空间。

图 92　权益 ETF2013、2023 年费率对比



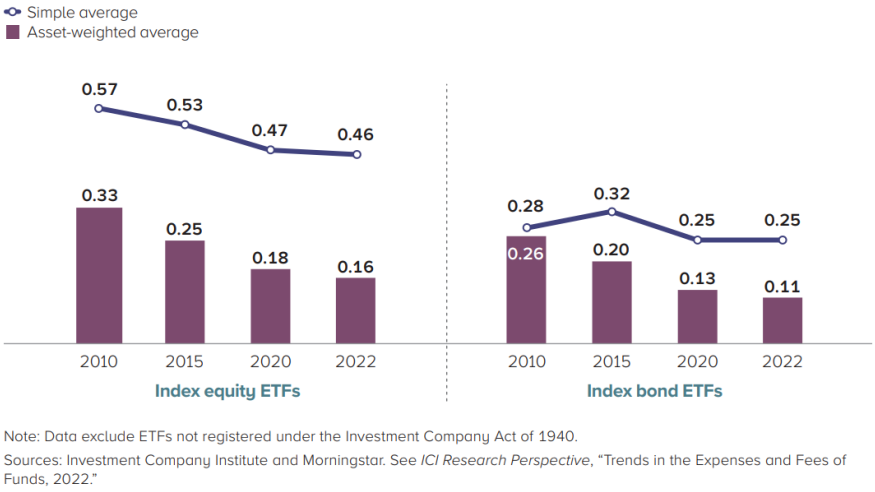
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 93　债券 ETF2013、2023 年费率对比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 94 美国市场权益 ETF 和债券 ETF（2010-2022）费率演变



Note: Data exclude ETFs not registered under the Investment Company Act of 1940.
Sources: Investment Company Institute and Morningstar. See *ICI Research Perspective*, "Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2022."

资料来源：美国投资公司协会（ICI），华宝证券研究创新部

3.2.3.次头部产品降费动力更强，行业 ETF 降费空间更大

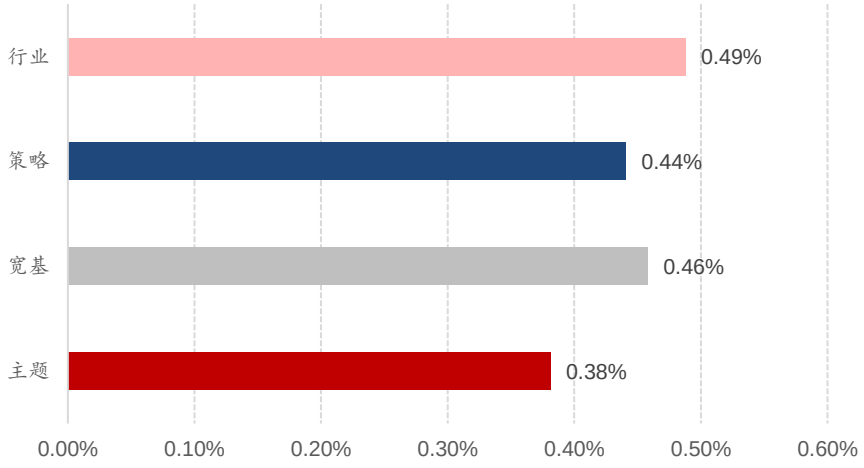
在公募基金费率改革第一阶段开始之后，在指数基金领域，易方达基金等头部机构和部分指数实力较强的公司开启了旗下 ETF 产品的降费。2023 年下半年的 ETF 降费潮主要集中在科创 50、中证 1000、中证 2000 和科创 100 等指数，且 ETF 降费第一枪由易方达的科创 50ETF 打响，此后工银瑞信、华安基金跟进，此外易方达基金还对旗下中证 1000、中证 2000、科创 100ETF 进行了降费。科创 50 是前期跌幅较大、投资者抄底欲望较强的指数，科创 100 则是叠加“小盘”和“科技”双重热点的产品，小微盘风格的中证 1000 和中证 2000 更是当年受资金极力追捧的指数，因此选择对这些产品进行降费，可以带来更高的市场关注和更多的规模增量。

此外，降费的目的还是为了弥补先发优势的不足，迎头赶上。以沪深 300 指数为例，头部产品华泰柏瑞沪深 300ETF 并未选择降费，而想**继续加强指数业务、以费率换规模且本身就有较强实力的基金公司如易方达基金则采用降费来弥补先发优势的不足。**再以科创 50 指数为例，头部产品华夏科创 50ETF 也未选择降费，**但次头部产品如易方达科创 50ETF、工银瑞信科创 50ETF 等则有降费动力。**

股票 ETF 中，行业 ETF 费率具备较大下降空间。截至 2023 年底，行业 ETF 按资产规模加权的管理费率最高，宽基、策略 ETF 次之，主题 ETF 最低。2023 年底，华泰柏瑞就调低了其明星产品动漫游戏 ETF 的费率，管理费率由 0.50%调整为 0.30%，托管费率由 0.10%调整为 0.06%。

总之，我们认为，在降费这条路上，已获得先发优势的产品预计短期内降费意愿不强，但次头部产品更有动力降低费率，以弥补先发优势不足，快速提升规模，这会加剧行业的马太效应，头部与次头部基金公司在 ETF 市场的高集中度格局更加难以撼动。以美国 ETF 发展为鉴，全球头部资管公司贝莱德每年拿出 ETF 收入的 1.5%-2.5%用于降费，通过低费率策略实现收入增长。头部基金公司调降费率可以依赖其规模、成本及渠道优势一定程度弥补其部分产品的后发劣势，也有利于带动整个行业降费，形成示范效应，推动行业良性发展。但是，头部基金公司掀起的低费率浪潮同样降低了其他中小公司加入同一指数赛道的可能性，部分赛道布局拥挤的 ETF 产品的马太效应或进一步增加。中小公司在自身系统、资源不占优的情况下，未来可能拼的更多是战略眼光，在部分指数无人问津的情况下，抢先布局，以特定领域的专业化服务突破“内卷”，走自己的特色指数道路。

图 95　股票 ETF 中按二级分类的规模加权管理费率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.ETF 展望：中长期资金入市和 ETF 发展相互促进，各品类仍有增长空间

4.1.海外成熟市场 ETF 发展的关键：熊市催生和中长期资金入市

全球 ETF 市场的发展以美国为主导，欧洲及日本紧随其后。从规模来看，截至 2022 年 12 月 31 日，美国 ETF 占据全球 ETF 的规模比例超过 70%，欧洲为规模第二大的 ETF 市场，约占全球 ETF 规模的 15%，日本市场占比接近 5%，亚太地区（除日本外）合计占比 6%。美国拥有全球发展时间最久、规模最大、机制最成熟的 ETF 市场。美国 ETF 诞生于 1987 年“股灾”之后的“股票篮子”创意，第一只 ETF 出现在 1993 年，并随着指数基金的强势行情迎来爆发式增长。随后，养老金的入市又成为其持续增长的动力，ETF 自身的不断创新和智能投顾的兴起则又进一步助推了 ETF 的增长。欧洲市场 ETF 起步晚于美国，于 2000 年首次由美国引入欧洲，前期增长主要受个人投资者驱动，后期因承接机构投资者（养老金等）提升收益的需求而迎来规模壮大，其 ETF 中跟踪海外指数的产品更受欢迎。目前大部分欧洲 ETF 为 UCITS 基金（可转让证券集体投资计划），这类基金的运营形式和国内公募基金类似，从公众获得投资资金然后投向流动性好的金融资产。日本市场上 ETF 也是在股灾背景下作为日本政府挽救日本银行的救市工具被引入的，随着之后的养老金制度改革成功又被推向大众投资者，2011 年日本央行实行的量化宽松政策，推动日本股市进入长牛，则进一步促进了 ETF 发展进入高潮。

表 62　全球 ETF 市场分布情况

国家和地区	数量	规模（亿美元）	占比（%）
美国	2931	63780	70.64
欧洲	2077	13330	14.76
亚太（除日本）	2433	5670	6.28
日本	237	4500	4.98

资料来源：深交所 ETF 市场发展白皮书（2022 年），华宝证券研究创新部，截至时间 2022 年底

ETF 产生的原因之一是股灾引发的投资者分散风险或政府救助市场的需求，这一点在美国、日本 ETF 市场上体现的更明显，而在 ETF 发展壮大的过程中，养老金入市又成为不可或缺的推动力，这一点在美国、欧洲和日本市场上都有体现。养老金等中长期资金入市为 ETF 的发展起了推动作用，

而 ETF 也为长期资金入市创造了稳定、透明的投资产品，平滑了市场波动，提供了中长期资金入市的良好条件。可见，ETF 和中长期资金入市实际是相互促进的关系。

4.2.海外成熟市场产品结构：权益、债券 ETF 为主，权益中宽基主导

美国和欧洲 ETF 产品结构以权益 ETF 和债券 ETF 为主导。截至 2023 年底，美国投资公司协会（ICI）数据显示，投资于美国和全球的权益 ETF 规模合计占 79.4%，债券 ETF 规模占 18.5%，商品及混合型 ETF 分别占 1.7%和 0.4%。在投资于美国的权益 ETF 中，以宽基 ETF 为主导，宽基 ETF 占比 85%以上，行业主题 ETF 占不到 15%。欧洲 ETF 市场权益和债券 ETF 占比更为均匀。根据欧洲基金和资产管理协会（EFAMA）数据，截至 2022 年底，欧洲 ETF 产品中权益 ETF 规模占比 73%，债券 ETF 规模占比 25%，其他类型占比 2%。

表 63　美国 ETF 市场各品类规模及占比

	规模（十亿美元）	规模占比（%）
国内权益-宽基	4,416.60	54.6
国内权益-行业主题	683.6	8.5
全球/国际权益	1,321.10	16.3
混合	33.5	0.4
债券	1,495.60	18.5
商品	135	1.7
合计	8,085.40	100.0

资料来源：ICI，华宝证券研究创新部，截至 2023 年底

日本 ETF 市场则以权益 ETF 为主导。根据日本交易所集团数据，日本 ETF 市场已形成了覆盖权益、债券、商品、REITs 及杠杆和反向种类，其中权益类 ETF 占比最高，权益类 ETF 中宽基又占了绝大部分，2022 年底日本本土前五大宽基指数 ETF 占据日本国内权益类 ETF 总规模的 74.56%。日本 ETF 市场中宽基 ETF 发行较早，具有先发优势，在有先发优势的基础上进一步形成了规模和流动性优势，匹配了日本央行持有 ETF 的需求，机构投资者也倾向于购买被央行大量持有的宽基 ETF，央行和机构投资者的购买共同推动了宽基 ETF 规模增长。

综上，从这三地市场的 ETF 产品结构上来看，日本 ETF 市场主要由权益 ETF 构成，美、欧 ETF 市场形成了以权益和债券 ETF 为两大发展种类的格局。从资产类别的角度上来分析，我国 ETF 资产类型和日本 ETF 市场结构更为类似，均以权益 ETF 为主。但日本债券 ETF 没有取得较好发展的原因，可能还和其债券资产回报率低，长期处于负利率有关。因此，日本 ETF 市场结构对我国 ETF 市场结构未来发展的借鉴性或许并不是很强。美国、欧洲 ETF 市场尤其是发展更为成熟的美国 ETF 市场，对我国 ETF 发展更有启示意义。

进一步地，从权益 ETF 中的细分品类来看，美国 ETF 市场宽基 ETF 占主导，我国市场中行业主题 ETF 则相比美国有更高比例，虽然这一现象在 2023 年出现了一定的转变，行业主题在股票 ETF 中的比例下降了 6 个百分点，但两市场在权益类 ETF 结构上仍有较大差别，这种差别可能主要由以下两个因素造成：

1、经济发展不同阶段导致的业绩收益差别。过去 10 年，中国经济处于转型发展期，从行业、产业生命周期的角度分析，不断有新的行业崛起，新的行业龙头出现，股市呈现结构性行情，短期行业赛道收益爆发性较强，因此在指数产品创设时也会紧随这些热点，新的行业主题 ETF 不断出现。对比美国，1990 年代以前美国经济和产业结构就基本定型，行业龙头效应也基本形成，美国的代表宽基指数（以标普 500 指数为例）成分股普遍盈利能力强，盈利质量好，长期来看其指数收益主要来自于企业盈利，近 10 年年化收益率为 9.9%。而国内的代表宽基指数（以沪深 300 指数为例）中的企

业发展则一定程度呈现大而不强的特点，近 10 年指数 ROE 的水平为下降趋势，且成分股 ROE 和 EPS 增速低于利润增速，意味着上市公司对市值管理的重视程度还有待提升，缺少像对美股十几年牛市有重要推动力的大量、持续的回购。近 10 年中沪深 300 的上涨也主要来自于盈利，指数估值和 10 年前相近，近 10 年的年化收益率为 4.2%，但是仍低于标普 500 指数的年化收益水平，而波动率又高于标普 500 指数。在这样的收益场景下，国内的宽基产品自然发展不如国外的宽基产品。

图 96　沪深 300 和标普 500 指数近 10 年累计净值

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，时间区间为 2014 年-2023 年

表 64　沪深 300 和标普 500 近 3、5、10 年业绩对比

	近 3 年年化收益率	近 5 年年化收益率	近 10 年年化收益率	近 3 年年化波动率	近 5 年年化波动率	近 10 年年化波动率
沪深 300	-12.81%	2.73%	4.19%	16.58%	18.12%	20.76%
标普 500	8.48%	13.82%	9.92%	17.49%	19.42%	16.36%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，截至时间为 2023 年底

2、投资者结构的差异。美国权益基金的主要持有人是企业年金、养老金及投顾等中长期资金，投资目标主要是为了养老，一般考核期限在 3-5 年，倾向于长期业绩好的产品，而美国的宽基指数从 3-5 年的维度来看，业绩往往好于大部分主动管理基金。而中国权益基金个人投资者占比较高，股票 ETF 的个人持有占比为 58%，境外 ETF 的个人持有占比为 65%（截至 2023 年中），主要持仓周期较短，在宽基无法很好的形成赚钱效应的情况下偏好获取短期赛道收益，因而提升了对行业指数基金的需求。

4.3.境内 ETF 产品发展方向：债券 ETF 向纵深发展，权益 ETF 宽基预计提升

4.3.1.境内债券 ETF 有望占比提升，进一步在久期、券种和特色产品上扩容

从产品结构的角度分析，我国 ETF 结构占比有望向美、欧看齐，债券 ETF 占比未来有望进一步提升。相较主动管理债券型产品，债券指数基金的久期、信用、风险敞口暴露等关键指标信息相对都更透明，有利于普通投资者理解、跟踪和参与。而债券 ETF 相较场外债券指数产品，每日都会披露前一日的申购赎回（PCF）清单，其持仓组合久期、期限、信用更加公开透明，有利于机构投资者更高效地进行投资管理。

从中国整个债券指数基金（含 ETF）市场规模看，利率债指数产品占据了债券指数产品的较大比例，信用债、综合债券指数产品相对较少，一方面和国内投资者交易型的偏好有关，因为利率债指数产品相较信用债更适合于做交易；另一方面，和国内信用债市场不够成熟相关。此外，目前国内市场上债券 ETF 的持有人主要是机构投资者，尤其是银行，对银行自营资金来说，在商业银行资本新规正式实施后符合一定条件的利率债的风险权重为零，出于降低风险资本占用考量，有望提升对利率债 ETF 配置需求。

结合债券 ETF 自身流动性好、透明度高、便利度高等优势和国内债券市场环境，我们认为债券 ETF 未来创设方向主要集中在久期、券种、主题和特色创新产品上：

（1）久期方面。目前已经有 0-3 年、1-5 年、3-5 年、5-10 年、10 年和 30 年等不同久期的利率债 ETF 品种，未来有望继续布局其他关键久期的利率债 ETF。

（2）券种方面。海外信用债市场的成熟使得其信用债和综合债 ETF 蓬勃发展，随着国内信用债市场的不断发展和成熟，充分利用债券 ETF 流动性好这项最为突出的不同于场外债券指数基金的内生优势，布局如综合债、信用债指数等内部个券风险差异较大的、部分券种流动性较差的方向，打造流动性更高的信用债、综合债 ETF 市场。以美国市场为例，在地方政府债 ETF 这一品类创设后，大量本土投资者将原本组合中分散持有的流动性较差的市政债现券兑换成相应的 ETF 份额，并通过二级市场进行交易。债券 ETF 的作用就是将不同债券间分散的流动性需求集中起来，通过一篮子债券组合的形式，为债券投资者提供流动性良好的投资工具。

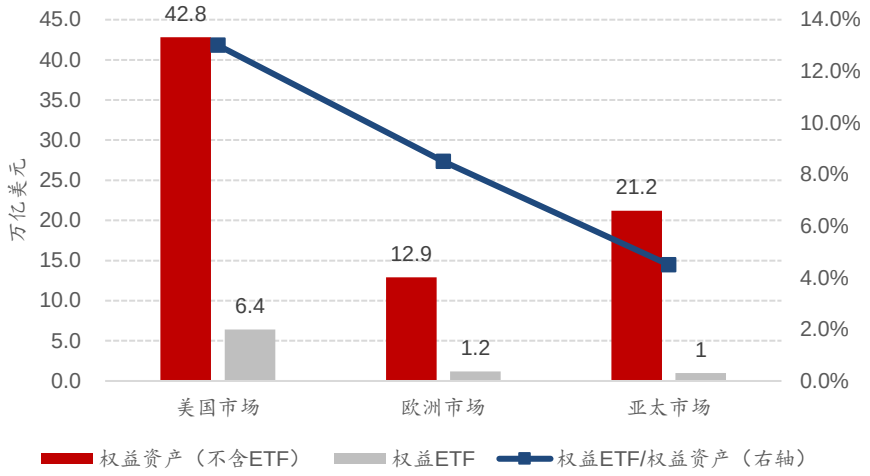
（3）主题方面。适当开发 ESG 主题、区域债主题等符合国家、地区战略的债券指数产品。

（4）特色创新产品方面。第一，更多品类的跨市场债券 ETF 有望继续推出，目前推出的短融和现金申赎类证金债 ETF 就打通了银行间和交易所债券市场，提升了产品的可投资性，未来实物申赎类证金债 ETF 有望落地。第二，Smart Beta 债券 ETF 也是一个可能的方向。iShares（安硕，贝莱德公司的 ETF 品牌）某只债券 ETF 就是使用一个类似风险平价的策略，通过对个券权重的调整，将组合过高的利率风险分散到各类信用利差因子上，从而获得一个更高的风险调整后收益表现；目标到期策略债券 ETF 是海外市场基于债券到期日的创新型产品，投资于特定到期日的债券，主要用于满足投资者资产负债的管理和匹配需求。海外管理人这些产品的设计思路都具备一定的借鉴价值。

4.3.2.境内权益 ETF 发展潜力较大，宽基 ETF 占比仍有提升空间

从海外成熟市场看，境内权益 ETF 的发展仍至少有 3 倍以上市场空间。贝莱德研究显示，截至 2023 年底，ETF 仍然只占全球金融市场中的一小部分。美国市场权益 ETF 占权益资产的比例为 13%，欧洲市场这一比例为 8.8%，而亚太市场（包含日本、中国等）这一比例为 4.6%。具体来看我国内地市场的这一数据，截至 2023 年底，境内权益 ETF 规模 1.7 万亿元，按照 A 股市场市值 77.3 万亿元来算，权益 ETF 占权益资产比例为 2.2%，距离美欧成熟资本市场中权益 ETF 占比仍至少有 3 倍以上市场空间。

图 97 美国、欧洲和亚太市场权益资产和权益 ETF 规模对比



资料来源：贝莱德 2023Q4 全球 ETF 市场洞察，华宝证券研究创新部

中长期来看，在权益 ETF 中，我们认为宽基 ETF 占比有望进一步提升。首先，美股常见的回购、分红等也在 A 股市场出现得越来越频繁，改善了市场生态，是支撑宽基指数稳定向上的有利因素。其次，宽基 ETF 规模提升是中长期资金入市的需要，中长期资金入市又能进一步推动宽基 ETF 规模提升。ETF 尤其是宽基 ETF 因为其强市场表征作用和市场影响力为长期资金入市提供了风格稳定、规则清晰透明的投资产品，成为长期资金入市的首选；长期资金入市又是 ETF 发展壮大中不可或缺的力量。资本市场中长期健康稳定发展，需要进一步推动巩固大盘宽基 ETF 在市场中的压舱石作用，这也符合《意见》中对成熟指数型产品做大做强的表述。第三，宽基指数衍生品生态圈更为完善，有望增加产品活跃度，提升产品重要性。《上交所 ETF 行业发展报告（2024）》中提到，“衍生品市场对宽基 ETF 现货市场的反哺效应逐渐显现……相应宽基指数衍生品上市后，对应 ETF 的交易活跃度明显提升”，宽基 ETF 相关的期权、期货更为完善，有望继续反哺现货市场，助力宽基 ETF 做大做强。

4.3.3.境内权益 ETF 各品类发展展望，行业、风格类 ETF 创设如火如荼

对权益 ETF 中各品类未来的发展，我们给出以下展望：

（1）目前，宽基产品体系较为完整，覆盖多层次、多板块。长期来看，中大盘宽基 ETF 占比有望进一步提升。海外经验来看，大盘宽基的证券化率仍有提升空间，中证 800ETF 或是一个重要布局。

境内现有宽基 ETF 已建立覆盖大盘、中盘、小盘市值规模、较为完整的多层次宽基指数体系。2022 年和 2023 年，宽基指数产品向中小市值领域加速扩容，如反映沪深 A 股小盘指数表现的中证 1000、2000 指数，小微盘指数国证 2000 指数，聚集科创板中盘的科创 100 指数，布局创业板中盘股的创业板 200 指数等。但中小市值产品由于市值规模等其他原因，其更多的作用还是在于丰富指数产品体系，其在规模上和重要性上都无法与中大盘市值产品抗衡。

截至 2023 年底，大盘和中盘最具代表性的指数沪深 300 和中证 500，对应被动类 ETF 数量均为 19 只，规模分别在 2800 亿和 735 亿以上，头部效应已较为明显。从目前跟踪中证 800 的产品来看，ETF 数量仅有 2 只，规模在 70 亿左右。从指数特点上来看，中证 800 指数行业分布均衡，兼顾价值和成长，在市场大小盘和风格轮动较快时，这类指数能给投资者提供相比沪深 300 和中证 500 类指数产品持有体验更好的产品。此外，从市场空间来看，海外经验表明，证券化率（指数产品规模/标的资产市值）一般是 10-15%的水平，而沪深 300 和中证 500 的证券化率均远不及这个水平，因此，沪深 300、中证 500、中证 800 对应的 ETF 未来规模空间仍然较大。

另外一个可能的趋势是在宽基指数的编制中，除了传统参照市值纳入成分股，可以考虑增加其他更细致化维度的筛选和考量。如深证 50 指数的编制，在重视公司市值的基础上，增加了行业代表性、ESG 与公司治理等维度；海外大盘代表美国标普 500 指数在纳入成分股时有具体的市值标准，交易量、流动性、盈利等方面的要求，指数委员会还拥有调入调出成分股的自由裁量权。

（2）行业主题 ETF 方面，将继续成为国家重点战略落地的抓手。科创板、创业板、港股通的行业主题指数类产品也值得进一步挖掘。

行业主题投资近年来发展迅速，目前境内行业主题 ETF 布局广泛，从较广的行业主题指数 ETF 到细分行业主题指数 ETF，受政策驱动明显。ETF 作为运作透明、特征鲜明的工具性产品，具备服务好国家战略的优势。截至 2023 年底，行业 ETF 已基本覆盖所有的一级行业，2023 年，已成立中特估主题、A 股油气主题、通信、有色金属、算力主题等多个与实体经济战略布局高度关联的细分行业和主题指数 ETF，向细分行业主题领域拓宽的趋势预计将延续。随着我国经济转向高质量发展阶段，契合经济发展热点的主题指数会进一步涌现，聚焦科技创新、专精特新、高端制造、数字经济、绿色发展等方向的指数产品预计有望成为接下来行业主题类指数产品创设重点。此外，科创板、创业板、港股通的行业主题指数类产品也值得进一步挖掘。

（3）策略/风格指数（Smart Beta）ETF 产品 2023 年规模增速达 65%，红利及红利低波类 ETF 将持续成为配置热点。其他单因子 ETF，当环境契合时，存在规模爆发可能。

2023 年，红利及红利低波类 ETF 在 Smart Beta ETF 中获最多资金流入，贡献了大部分规模增长。红利作为一类风格特征鲜明的策略，面对无风险利率的下行以及不确定的市场环境，高股息特征受到机构投资者的青睐与持续配置。

对标美国 ETF 市场，美国市场策略/风格指数比较多元，价值、成长及红利单因子策略产品规模稳居前三，规模占比接近策略风格型 ETF 的六成。[2]境内策略/风格 ETF 中红利与红利低波类 ETF 规模占了 75%以上，其他单因子策略如成长、价值、低波、质量，双因子策略动量成长、红利质量等对应的 ETF 规模仍较小，结构上不够均衡。从海外 Smart Beta ETF 的投资者结构来看，机构占比在六、七成以上，海外 FOF 等买方机构非常青睐的一类指数产品就是风格型指数，因此获得 FOF 等专业机构投资者的认可可能也是 Smart Beta ETF 规模发展更均衡的重要原因之一。这一点在境内的 Smart Beta ETF 创设时可以借鉴，比如在创设相关产品前可以做好充分的机构投资者需求调研，做好产品定位，以获得机构投资者的认可。Smart Beta 产品，天然适合战术性投资者的配置需求，预计这类产品凭借策略的独特性和交易的便利性，当环境契合时，存在规模爆发可能。

（4）境外 ETF 产品投资地区将更多挖掘小众市场，品种上从宽基拓展到更多行业主题。

2023 年 12 月，首对上交所与新交所互挂产品中在上交所上市的产品——华泰柏瑞南方东英新交所泛东南亚科技 ETF 成功在上交所上市。2023 年 12 月，首只沪港互挂沙特 ETF 已经申报，预计不久内地投资者就可以通过该互挂 ETF 投资于中东市场。纵观 2023 年全年，纳指 ETF、纳指科技 ETF 等成为 2023 年的明星境外 ETF。此外，2023 年还有多只港股主题、港股红利 ETF 成立。

在未来境外 ETF 产品的创设上，随着中国资本市场对外开放的稳步推进，预计境外 ETF 会继续拓宽现有品类，更多挖掘小众投资地区机会，品种上也会从宽基发展到更多的行业主题、甚至风格策略产品。由于各国的经济发展阶段有着比较大的差异，其权益资产和 A 股权益资产的相关性较低，预计成为境内投资者进行资产配置、分散风险的有力工具。

[2] 《全球指数与指数型产品发展与创新趋势》，中证指数有限公司

5.ETF 投资：构建多样化策略，充分挖掘工具价值

5.1.多元配置，分散风险

随着 A 股各项长期资本市场制度建设的不断完善，以及实体经济转型的成效渐显，预计资本市场主要指数的收益也会提升，指数基金凭借结构透明、费率低廉、风格稳定等优良特性，正成为投资者参与资本市场投资的一把利器。

如何使用指数基金进行资产配置？尤其是对于个人投资者，我们提供一点参考：第一步是要对境内权益、债券、商品、跨境资产等指数化产品对应的底层资产的投资方向、投资构成有基本认知，了解这些工具，才能用好工具。第二步，是要确立合理的预期收益和风险。收益与风险两者是相互联系的，不能割裂。资产配置的一个基本理念就是收益与风险相互匹配，在一个定价有效的资产世界中，追求更高的收益，必要承担更高的风险。然而，投资者往往过度强调收益而忽视了风险。现实中经常有投资者追求高达 20%甚至 30%以上的年化回报，但对于风险的承受可能是 0。历史上 P2P 暴雷潮中，众多投资者血本无归，正是没有正视收益与风险的关联，片面追求高收益的恶果。——“你看重的是收益，别人看重的却是你的本金”。第三步，是要制定资产配置的相应投资策略，即耳熟能详的战略性资产配置(SAA)与战术性资产配置(TAA)。投资者需要明确，战略性与战术性配置是相对的，战略性资产配置是对初始配置权重的较低频率调整，战术性配置则是相对较高频率的调整。两者的区别主要体现于对组合调仓频率的不同。当战略性配置是按照 3~5 年的频率进行调整时，战术配置的频率可能设定为 1 年比较合理，而当战略性配置的调仓频率是年度时，那么战术性配置的调仓频率可能就要设定为按季甚至按月进行调仓了。如何实现不同频率的调仓？实践中，投资者往往过于偏重技术指标类的短线交易，因为技术指标简单、容易上手，且过度交易又是投资者的内在行为偏差。科学的战略与战术配置，核心是在资产决策中采用多维度的配置与择时方法，如战略性配置更多关注于长期基本面的变化，而战术性配置则聚焦于市场自身趋势的演变与投资者情绪的变化，基于不同逻辑的调仓策略，实际上达到了另一种分散化效果——策略的分散化。最后一步，则是根据投资者制定的配置策略，选择相应适合的指数标的。在我们看来，所选取的标的与投资者要配置策略的契合程度是这一步中最为重要的，要选择最能表达投资者策略观点的标的，其次是考虑流动性以及费率，进行综合评估。

5.2.坚持定投，穿越牛熊

定投是“定期定额投资”的简称，即按照一定准则的持续性基金投资行为，类似于银行的零存整取方式。定投本质上是一种投资储蓄计划，定期缴纳一笔储蓄金额，可以用于未来养育子女、资产购置、消费和养老等用途。作为基金投资中备受关注的一种方式，是极其适合用在 ETF 上的一种理财策略。

选择 ETF 定投的优势在于费率低廉，以及作为被动投资，能够无惧基金经理更换。选择宽基 ETF 定投则更看重其长期上涨的趋势，以及其成分股不断“去劣存优”的新陈代谢能力，从估值、均线更易于跟踪的角度也方便做高阶定投策略。那么如何更好地使用定投策略呢？从回测来看，投资者定投时间越长，收益率越高；定投频率越高，收益率越高，但定投频率对收益率的影响会随着定投期限的拉长逐渐缩小。如果想对普通的定投做一些优化，利用资产价格的均值回复特征，可以使用均线定投策略来加强定投收益，或者进一步使用估值定投策略，在估值低位时加大定投。总之，坚持指数基金定投，可以很好地抹平波动，穿越牛熊，获得长期相对稳健的收益，是适合普通投资者理财的基金投资方式。

5.3.网格交易，震荡制胜

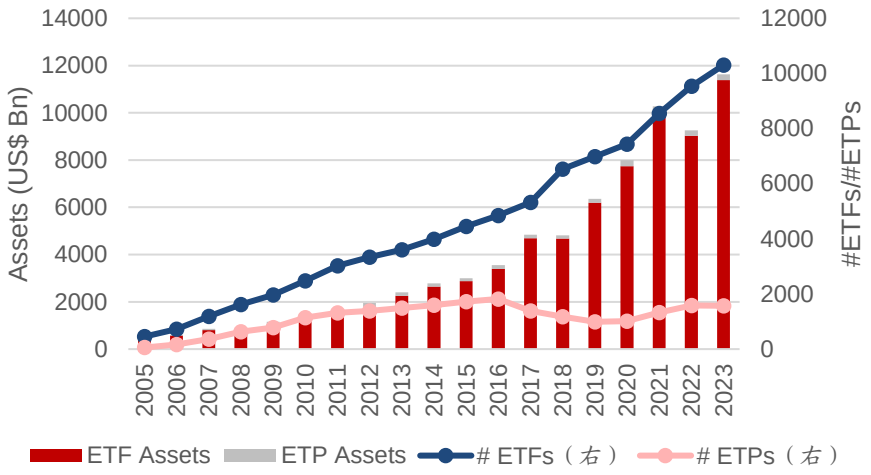
网格交易策略旨在通过高抛低吸的区间波段交易，低风险获取收益。具体来看就是通过设置价格中枢，以及分档网格的办法设置一套有纪律性的“低买高卖”规则，有效避免了择时难题，是投资者在区间震荡行情和震荡盘升行情中常用的一种交易策略。而 ETF 交易便利、费率低廉，十分适合作为网格交易策略的执行标的。在标的选择上，需要选择未来上升趋势较明显，短期内呈震荡走势而非单边上涨走势的且流动性较好的 ETF 来进行网格交易。

四、2023 年海外 ETF 年度报告

1.海外 ETF 概况：全球 ETF 规模数量齐升，美国 ETF 规模占比仍居主导

2023 年全球 ETF 数量增速较 2022 年有所回落，但仍保持较高增速；2023 年海外权益资产回报较好，全球 ETF 管理规模显著回升，其它 ETP（ETF 除外）数量则略微下降，规模略微上升。根据 etfgi.com 的统计，截至 2023 年底，全球 ETF 总数量为 10303 只，较 2022 年底增加了 768 只，增速为 8.05%，较 2022 年有所放缓，但在较高的基准数量上增幅仍然较为可观。管理规模上，得益于资产本身的回暖和数量的增加，2023 年全球 ETF 规模显著回升，从 9.02 万亿美元上升到 11.39 万亿美元，增长率高达 26.16%。截至 2023 年底，存续的全球 ETP（ETF 除外）有 1566 只，数量较 2022 年末减少了 18 只，管理规模较上一年上升 130 亿美元，同比增速为 5.62%。

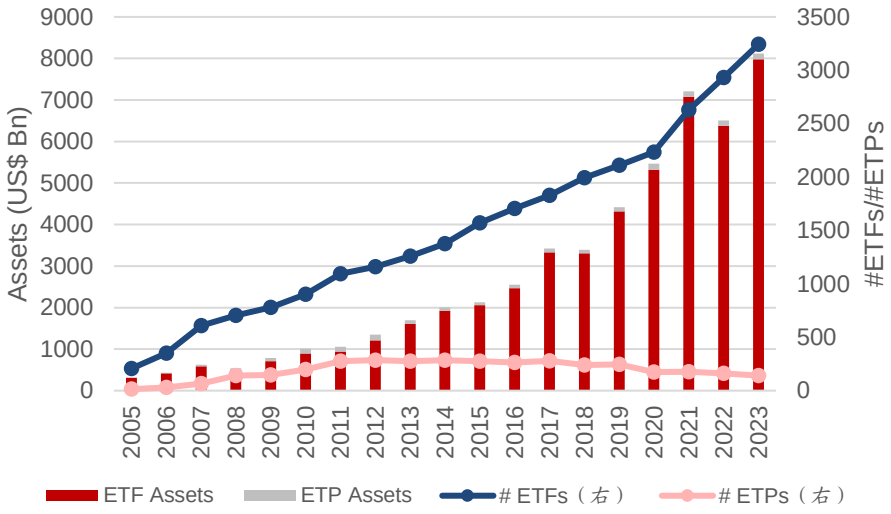
图 98　2023 年全球市场 ETF 规模数量齐升



资料来源：etfgi.com，华宝证券研究创新部

美国 ETF 规模长期占全球 ETF 规模七成左右。2023 年美国 ETF 数量和规模均出现较大涨幅，其它 ETP（ETF 除外）数量下跌但规模上涨。截至 2023 年底，美国 ETF 总数量 3243 只，较 2022 年增长 312 只，增幅 10.64%；总管理规模为 7.98 万亿美元，较 2022 年上涨 25.13%；管理规模在全球 ETF 中的占比达到 70.07%，占比较 2022 年小幅下降。同期美国 ETP（ETF 除外）产品数量较 2022 年出现下滑，但规模有略微上涨，产品数量减少 21 只至 140 只，规模上升 50 亿美元至 1340 亿美元。

图 99　2023 年美国市场 ETF 规模回升，多年来占全球 ETF 稳居七成，数量上涨



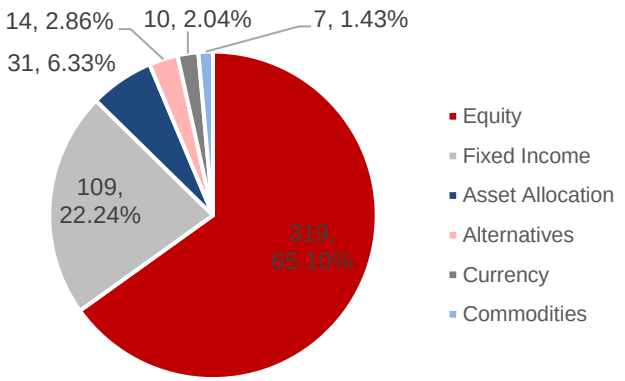
资料来源：etfgi.com，华宝证券研究创新部

2.美国新发 ETF：2023 年新发 ETF 数量提升，规模较小

2.1.美国新发 ETF 产品布局：固收、资产配置类数量占比提升

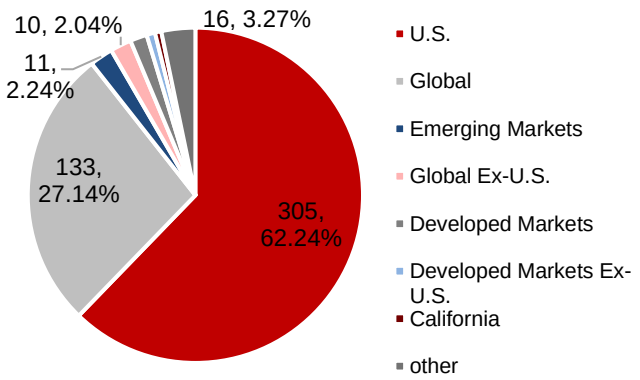
2023 年全年美国新发 490 只 ETF 产品，相比 2022 年新发数量 427 只有所上升。较 2022 年，2023 年权益和固收 ETF 新发数量上升，固收、资产配置类 ETF 数量占比提升，布局美国市场的 ETF 数量占比也出现提升。从新发产品资产类别来看，权益和固收类 ETF 数量最多，分别为 319 只和 109 只，占到总数量的 65.10%和 22.24%，其中新发权益 ETF 数量占比相较 2022 年有所下降，固收 ETF 数量占比有所上升。资产配置类 ETF 数量占比为 6.33%，较 2022 年的 3.51%有较大幅度上升。从区域上来看，新发 ETF 产品主要布局于美国以及全球市场，两类 ETF 数量占比分别为 62.24%和 27.14%，布局于美国市场的 ETF 数量占比较 2022 年的 57.38%有所上升，布局于全球市场的 ETF 数量占比较 2022 年的 31.15%有所下降。

图 100　2023 年美国新发 ETF 资产类别布局（数量）



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

图 101　2023 年美国新发 ETF 区域布局（数量）



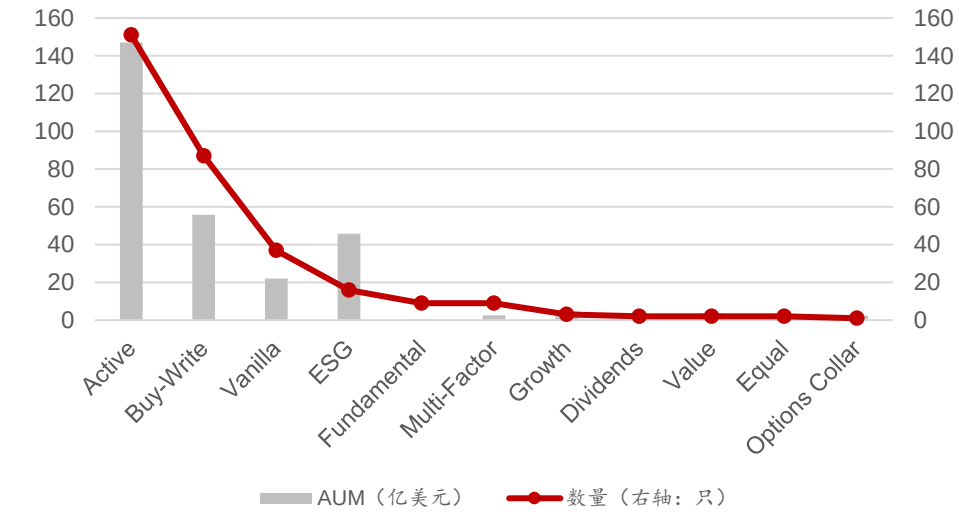
资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

2.2.美国新发 ETF 策略布局：主动管理策略热度仍最高

2.2.1.权益类产品策略布局：主动管理策略继续火热，备兑策略亮眼

2023 年新发权益类产品的策略布局上，发行数量排名前三的策略类别分别是主动管理（Active）、备兑（Buy-write）和香草（Vanilla）策略，管理规模前三的策略为主动管理、备兑和 ESG 策略（由于 ETF 规模按日变动，如无特殊说明，本文下面所提到的管理规模均为 2024 年 3 月 4 日的管理规模）。2023 年新发权益类产品的策略种类较 2022 年有所缩减，从 2022 年的 13 类缩减至 11 类，特定交易所交易（Exchange-specific）和低波（Low Volatility）策略在 2023 年无新产品发行。和 2022 年相比，2023 年主动管理类产品延续了火热的态势，2023 年发行了 151 只主动管理的权益 ETF，管理规模达到 147 亿美元，遥遥领先于其它策略。备兑策略类产品数量明显增多，从 2022 年的新发 20 只增长到 2023 年的新发 87 只，管理规模为 56 亿美元，为规模第二大策略。香草策略的发行数量有所下滑，新发数量排名降为第 3，管理规模为 22 亿美元，排名第 4。ESG 策略产品在漂绿监控和监管趋严背景下，发展减缓，新发数量排名第 4，管理规模为 46 亿美元。

图 102　2023 年美国新发权益类 ETF：主动管理策略持续火热，备兑策略新发数量及规模提升



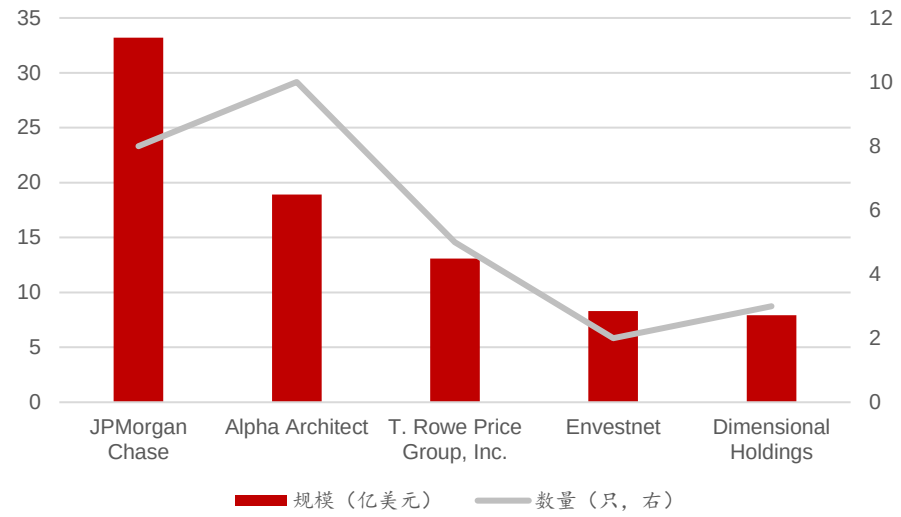
资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

主动管理策略

2023 年新发权益类 ETF 共 319 只，其中包括 151 只主动策略产品，数量占比达到 47.34%。

2023 年主动管理类权益 ETF 受到市场热捧，新发的 151 只主动权益 ETP 总管理规模达到 146.89 亿美元，在新发权益 ETF 中的占比为 51.58%。这 151 个产品来自 66 个管理人，可见管理人的分散化程度较高，多个管理人竞相进入主动管理类 ETF 市场。2023 年 Alpha Architect、JPMorgan Chase 和 American Century Investments 是发行主动管理类权益 ETF 数量最多的管理人，管理规模最大的是 JPMorgan Chase，其中发行于 2023/9/13 的 JPMorgan Global Select Equity ETF（JGLO）规模达到了 21 亿美元。共同基金转 ETF 的引领者和最大的受益者 Dimensional Holdings，是存量主动权益 ETF 规模第一的管理人，在 2023 年这一品类新发产品的管理规模排名第五。被动 ETF 三巨头 Blackrock、State Street 和 Vanguard 在新发主动管理 ETF 市场并未凸显优势。

图 103　2023 年美国新发主动 ETF 管理规模前五大管理人



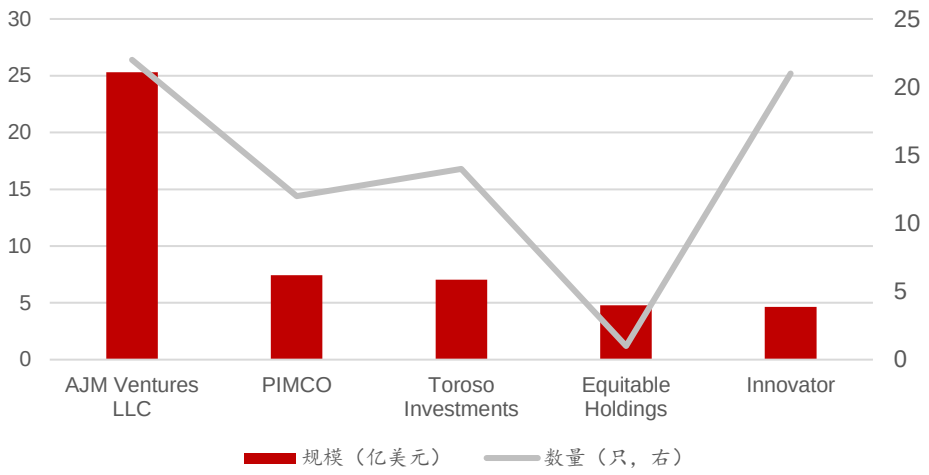
资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

备兑策略

2023 年新发权益类 ETF 包括 87 只备兑策略产品，数量占比 27.27%，管理规模达到 55.8 亿美元，管理规模占比为 12.68%。

备兑策略即投资者在持有标的现货的同时卖出该标的的认购期权，以权利金收入来增强收益。备兑策略指数是 CBOE 较早发布且覆盖范围最广的期权策略指数，因此很多备兑策略 ETF 通常直接跟踪这些指数，并投资指数成分股，如 Global X 公司的 HSPX、QYLD、RYLD 三只产品分别跟踪标普 500 备兑指数、纳斯达克 100 备兑指数和罗素 2000 备兑指数。这里的 Buy-write 策略主要是指被动型的备兑策略，即跟踪交易所策略指数的 ETF，但实际上也有一部分策略采用了主动选股、适时买入认沽期权对冲下行风险、滚动卖出认购期权等主动管理思路的主动备兑策略 ETF，该种 ETF 会被统计在主动类策略中。2023 年的 87 只新发备兑策略产品来自 11 个管理人，其中 AJM Ventures LLC 发行数量最多，为 22 只，管理规模达 25 亿美元，其次管理规模排在前列的还有 Toroso Investments、PIMCO 等。

图 104　2023 年美国新发备兑 ETF 管理规模前五大管理人

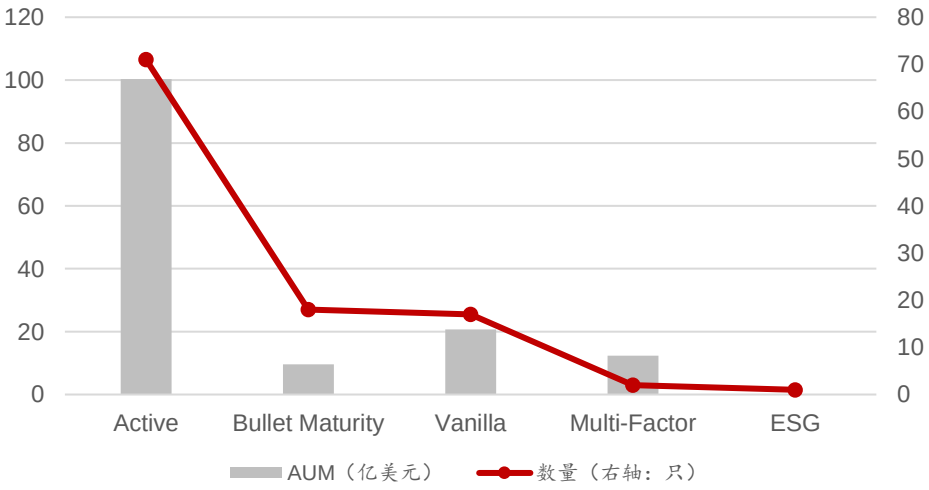


资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

2.2.2.固收类产品策略布局：主动管理策略为主，子弹型到期策略数量提升

2023 年新发的固收类 ETF 仍以主动管理策略为主，策略分布趋于集中。新发的 109 只固收类 ETF 中，有 71 只采取主动管理策略，18 只采取子弹型到期（Bullet Maturity）策略，17 只为香草策略。新发主动管理固收 ETF 的管理规模为 100.34 亿美元。子弹型到期 ETF 也是 2023 年热度提升的一类固收 ETF，新发数量为 18 只，较 2022 年的 6 只有所提升。目标久期（Target Duration）和备兑类等固收 ETF 在 2023 年无新发。整体来看，2023 年新发固收类 ETF 产品的策略种类较 2022 年集中度有所提高，种类减少，从 9 类减少为 5 类，但多因子（Multi-factor）和 ESG 是 2023 年新发的固收 ETF 策略。

图 105　2023 年美国新发固收类 ETF：主动管理策略为主，策略分布趋于集中



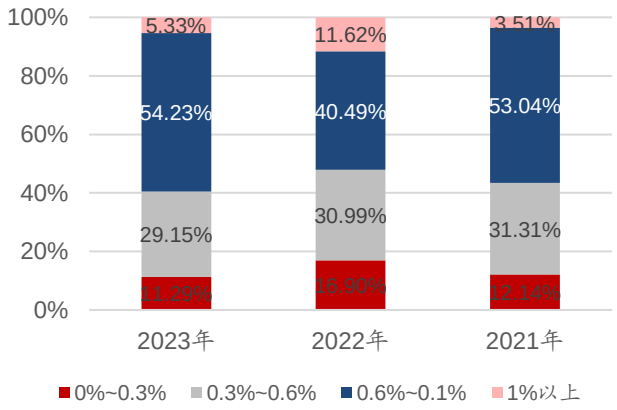
资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

除了发展超过 10 年有余的主动策略之外，2023 年固收 ETF 中子弹型到期策略发行数量提升，达到 18 只。子弹型到期策略即篮子中所有的债券久期设定在未来某个同一到期日。2023 年新发的 18 只子弹型到期策略固收 ETF 中 14 只由 Blackrock 发行，其中有 10 只是 2023 年 9 月份发行的到期日分别在 2024-2033 年每年十月份的债券，挂钩的是美国对应期限的通胀保护债券（TIPS）利率。

2.3.美国新发 ETF 费率趋势：权益 ETF 费率逆“两极化”，固收 ETF 低费率产品增加

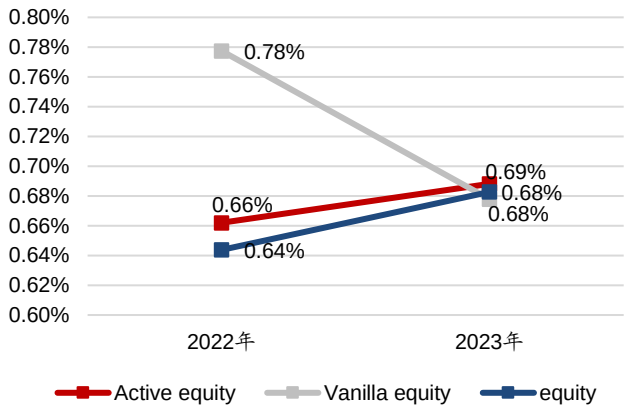
2023 年新发权益类 ETF 中，中高费率产品占比增加，费率逆“两极化”；新发主动产品费率上升，总平均新发费率提升。分不同费率区间占比来看，中高费率（0.6%-1%）ETF 产品数量占比较 2022 年提升，高费率产品（1%以上）和低费率产品（0-0.3%）占比减少。分策略来看，新发主动类权益 ETF 的平均费率为 0.69%，相较于 2022 年提升了 0.03 个百分点；新发香草权益 ETF 的平均费率为 0.68%，较 2022 年的 0.78%下降了 0.1 个百分点。整体来看，2023 年新发权益 ETF 平均费率为 0.68%，较 2022 年提升了 0.04 个百分点，主动管理类权益 ETF 平均费率略高于整体权益 ETF 平均费率。

图 106　2023 年美国新发权益 ETF 费率



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

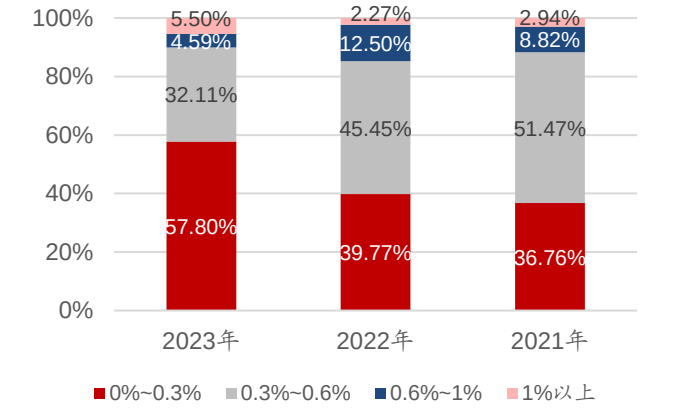
图 107　2023 年美国新发权益 ETF 代表策略平均费率



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

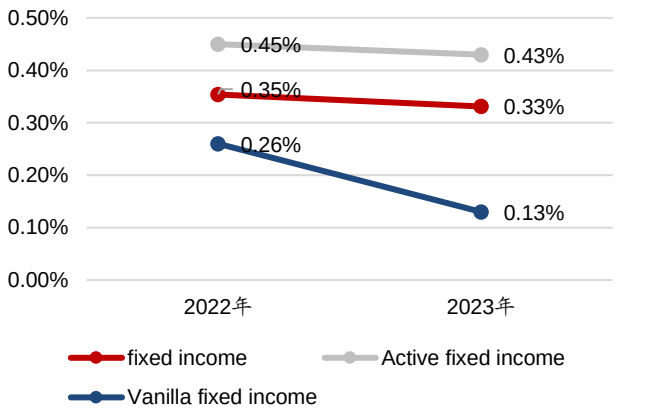
2023 年新发固收 ETF 中低费率产品占比显著增加，多数固收 ETF 新发费率下降，总平均新发费率下降。2023 年新发固收产品中，费率在 0.3%及以下的产品占比为 57.80%，这一比例较 2022 年提升了近 20 个百分点。分策略来看，2023 年新发主动类固收 ETF 的平均费率为 0.43%，较 2022 年小幅下降 0.02 个百分点；新发香草类固收 ETF 的平均费率 0.13%，较 2022 年下降了 50%；2023 年新发了 2 只多因子固收 ETF，平均费率为 0.35%。整体来看，2023 年新发固收产品的平均费率为 0.33%，较 2022 年进一步下降了 0.02 个百分点，主动管理类固收 ETF 平均费率高于整体固收 ETF 平均费率。

图 108　2023 年美国新发固收 ETF 费率



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

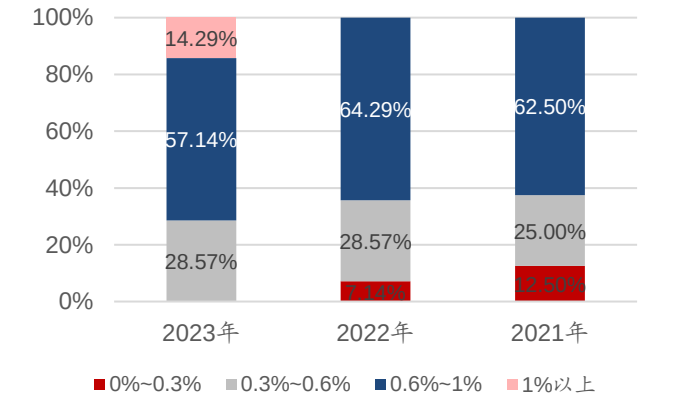
图 109　2023 年美国新发固收 ETF 代表策略平均费率



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

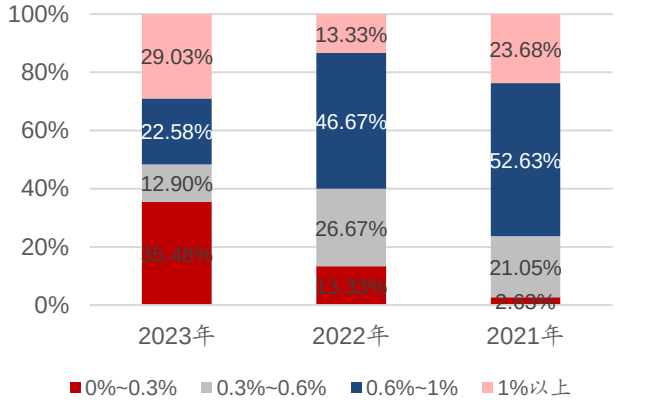
2023 年新发商品类 ETF 费率整体上升。2023 年新发一只费率高达 3.5%的阶梯型策略商品 ETF，且无任何新发商品 ETF 费率在 0-0.3%的低费率段。**2023 年新发资产配置类 ETF 平均费率提升，且新发产品费率朝高低两极分化。**费率在 0.3%以下和 1%以上的占比均较 2022 年提升，中间费率段的产品占比则较 2022 年下降。

图 110　2023 年美国新发商品 ETF 费率上升，出现 3.5%高费率产品



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

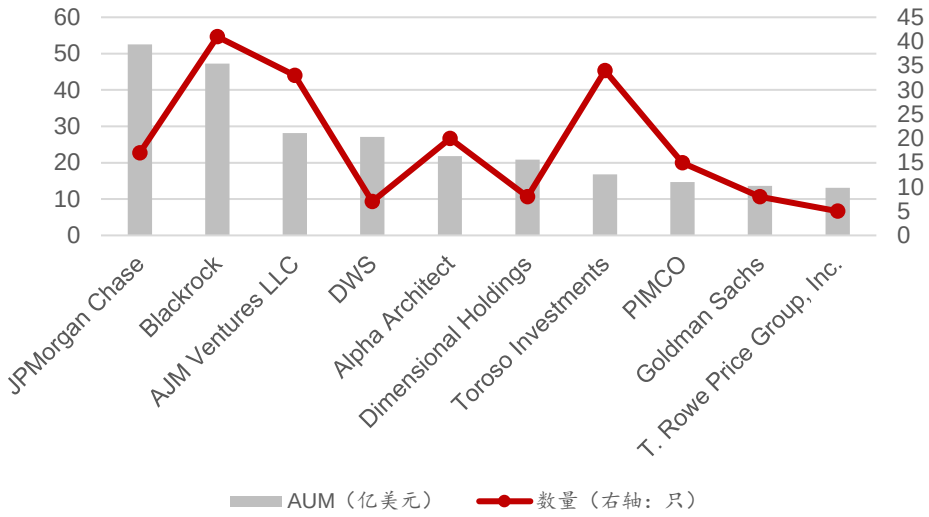
图 111　2023 年美国新发资产配置 ETF 费率：高、低费率产品占比回升



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

2.4.美国新发 ETF 发行人格局：JPMorgan Chase 新发产品受欢迎，共同基金转为 ETF 趋势延续

图 112　2023 年美国新发 ETF 管理规模前十大发行人



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部

JPMorgan Chase 是 2023 年新发 ETF 管理规模最大的机构。2023 年共发行 17 只 ETF，规模合计 52.52 亿美元。其中 9 只为权益型 ETF，8 只为固收型 ETF；12 只采用主动策略，5 只采用香草策略。而这些新发产品中又有 4 只产品是从共同基金转为主动管理类 ETF 的，分别是 JPLD、JPEF、JMSI 和 JMHI。值得注意的是，JPMorgan Chase 在 2023 年新发的主动管理 ETF JPMorgan Global Select Equity ETF（JGLO）成为了当年新发最成功的产品之一，规模达到了 21 亿美元。JGLO 主要投资于全球成熟资本市场的证券和少部分新兴市场，目的是获取长期资产增值，大部分投资集中在技术、周期消费、金融服务和健康护理等行业。

Blackrock 则在新发 ETF 数量上排名第一，产品线丰富。该公司在 2023 年共发行 41 只 ETF，规模合计 47.30 亿美元。其新发 ETF 种类较为广泛，包含权益、固收、资产配置、商品四类 ETF。策略上也涵盖主动、ESG、多因子、子弹型到期等多个策略，策略覆盖多样。

AJM Ventures LLC 在新发 ETF 管理规模上和数量上均排名第三，以备兑策略为主。2023 年共发行 33 只 ETF，规模合计 28.17 亿美元。其中 30 只为权益型 ETF，3 只为固收型 ETF，策略包括主动、备兑、ESG、多因子与基本面五类，其中 22 个产品为备兑策略权益 ETF。AJM Ventures LLC 的权益型 ETF 半数产品规模不足 1 亿美元，最高规模的产品为 GFEB，管理规模为 3.2 亿美元，最低规模的产品为 FCFY，只有 1 百万美元。固收型 ETF 中，规模最大的 FIIG 为 0.59 亿美元。

3.美国主动管理 ETF：共同基金转为 ETF 带来较大规模增量

美国主动管理 ETF 的发展具有阶段性，首先也是从权益指增 ETF 开始，但是真正发展是在固定收益领域，后又于 2019 年非透明 ETF 获批以及 2021 年共同基金开启转 ETF 后开始迎来快速发展。

截至 2024 年 3 月 4 日，美国市场主动管理 ETF 共有 1063 只，来自 198 家发行商，总规模为 5361 亿美元，占 ETF 市场总规模的 6.72%，其中规模超过 100 亿美元的有 6 只，规模前十多为权益类产品。前十大权益产品中，除了 2 只备兑 ETF 和 4 只由共同基金转换的 ETF 外，还有主投美股科技股的明星产品 ARKK 和 1 只小盘价值 ETF。

表 65　美国主动管理 ETF 规模前十大产品

代码	基金名称	发行商	资产类别	费率	规模（亿美元）

JEPI	JPMorgan Equity Premium Income ETF	JPMorgan Chase	Equity	0.35%	328.12
DFAC	Dimensional U.S. Core Equity 2 ETF	Dimensional Holdings	Equity	0.17%	261.09
JPST	JPMorgan Ultra-Short Income ETF	JPMorgan Chase	Fixed Income	0.18%	225.13
JEPQ	JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income ETF	JPMorgan Chase	Equity	0.35%	109.33
MINT	PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF	PIMCO	Fixed Income	0.35%	108.46
AVUV	Avantis U.S. Small Cap Value ETF	American Century Investments	Equity	0.25%	100.29
DFUV	Dimensional US Marketwide Value ETF	Dimensional Holdings	Equity	0.21%	99.80
DFAT	Dimensional U.S. Targeted Value ETF	Dimensional Holdings	Equity	0.28%	95.49
DFUS	Dimensional U.S. Equity ETF	Dimensional Holdings	Equity	0.09%	86.20
ARKK	ARK Innovation ETF	ARK Investment Management LP	Equity	0.75%	81.75

资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至时间为 2024 年 3 月 4 日

3.1.主动备兑策略 ETF 成 2023 年最吸金产品

规模前十大的主动 ETF 中，JPMorgan 的明星产品 JEPI 和 JEPQ 因采用备兑策略受到投资者青睐，分别是 2023 年资金流入第一、第二的主动管理 ETF。其中，JEPI 是 2020 年成立的，其 80%的资产基于标普 500 股票池进行主观选股，符合低波动的特点；20%的资产投资于模拟标普 500 指数看涨期权空头走势的 ELN，按月滚动，并通过每个月卖出期权的权利金收入用于分红，一年分红 12 次，平均达到 10%以上的年化水平。然而，在推出后的 2020、2021 年，在美国宽松的货币和财政政策环境下，美股高歌猛进，这个产品表现不温不火，真正引爆它的是 2022 年美国股债双杀，而该产品全年表现强劲，全年收益率比标普 500 好了接近 15 个点。2023 年，标普指数上行，虽然 JEPI 在这一年业绩跑输了指数，但仍然在波动中收获了大量资金的流入。JEPQ 则是在 JEPI 大获成功后摩根大通推出的“纳斯达克”版本的备兑策略 ETF，同样获得了市场认可。

3.2.共同基金转 ETF 带来较大规模增量

共同基金“带资入场”为主动管理 ETF 市场带来较大规模增量。自 2021 年共同基金首次转换为主动管理 ETF 以来，共计 40 只共同基金转换为主动管理 ETF，且该趋势目前并未有放缓迹象。2023 年，约超过 500 亿美元共同基金转换为主动管理 ETF，由转换模式带来的主动管理 ETF 存量规模已超过 1000 亿美元。截至 2023 年 3 月 4 日，美国前十大主动管理 ETF 中，Dimensional 的产品占据四席，规模合计 543 亿美元，这些产品全部是由共同基金转型而来的。

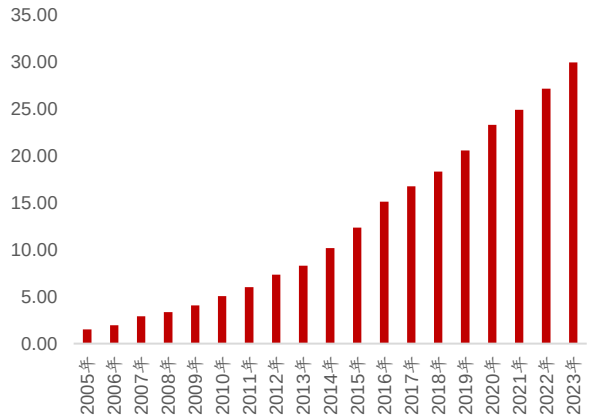
五、2023 年保险资产管理年度报告

1.行业规模增速稳中向上，多元配置、适当增配固收类资产熨平波动

截至 2023 年底，保险行业总资产规模达 29.96 万亿元，较 2022 年末增长 10.35%，增速呈持续回升态势；净资产 2.73 万亿元，增速由负转正。人身险公司资产的高增速是助推保险行业总资产规模增速持续回升的最主要推动力，具体来看，2023 产险公司总资产 2.76 万亿元，较 2022 年末增长 3.37%；人身险公司总资产 25.83 万亿元，较 2022 年末增长 10.53%；再保险公司总资产 7471.00 亿元，较 2022 年末增长 11.19%；资产管理公司总资产 1052.00 亿元，较 2022 年末增长 1.54%。

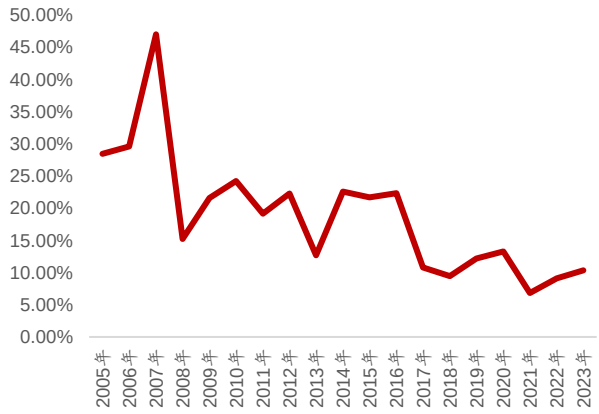
前期（2012 年-2016 年）保险行业市场化改革后总资产规模高速扩张，但也面临了复杂的内外部风险形势；2017 年至今，保险行业围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革等任务，不断加强和改进监管工作，随之进入高质量发展阶段。

图 113　2005-2023 年保险行业总资产规模情况（万亿）



资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

图 114　2005 年-2023 年保险行业总资产增速情况



资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

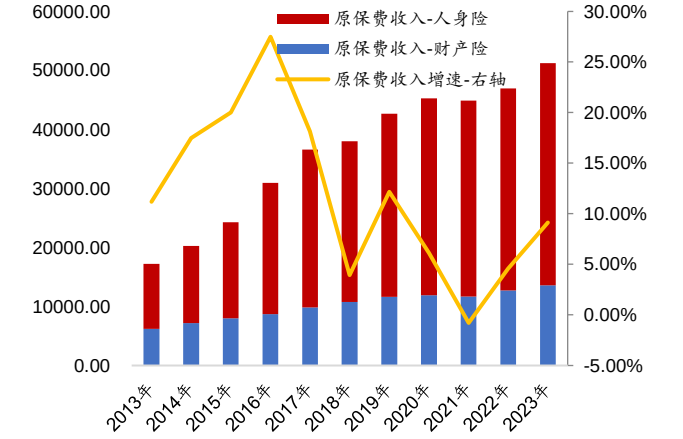
1.1.保费收入抬升态势不改，健康险保费占比大幅收紧

2023 年保险行业原保费收入为 5.12 万亿元，同比增加 9.14%，彻底摆脱了 2021 年的负增速，且较 2022 年增速有所回升。具体来看，财产险保费收入 1.36 万亿元，与前期增速基本持平、稳步抬升；人身险保费收入 3.76 万亿元，增速由 2022 年的 3.06%攀升至 9.91%，其中权重较大的寿险保费收入保持了相对较高增速（12.75%），健康险保费收入缩水一半以上。

就人身险保费收入的构成而言，寿险一直占据着绝对优势地位，占比回升至 80%附近。尽管疫情使得居民对健康保障的迫切性有所提升，但此前保费收入占比近 25%的健康险在 2023 年却出现了保费收入大幅缩水的现象，保费收入跌至 3000 亿元以下且占比跌至 10%以下，一方面与产品同质化严重、保障水平难以满足居民需求、赔付率恶化趋势不改有关，另一方面，也是受到了颇具性价比、由政府背书的惠民保产品的冲击。

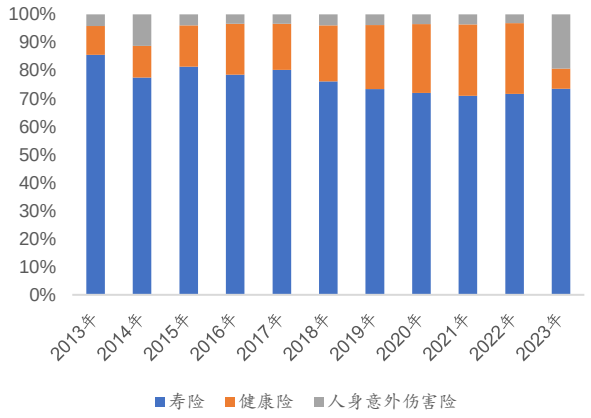
2023 年投连险新增交费规模延续此前的下行态势，但减幅有所放缓，由 2022 年的 68.20%降至 36.65%，全年投连险独立账户新增交费仅为 140 亿元；万能险新增交费增速却由负转正（5.90%），逼近 6000 亿元，在居民避险情绪抬升、风险偏好承压的大背景下，万能险凭借其以保值为主、兼具一定升值价值的特性逆势向上。

图 115　2013-2023 年保费收入（亿元）及同比增速（%）



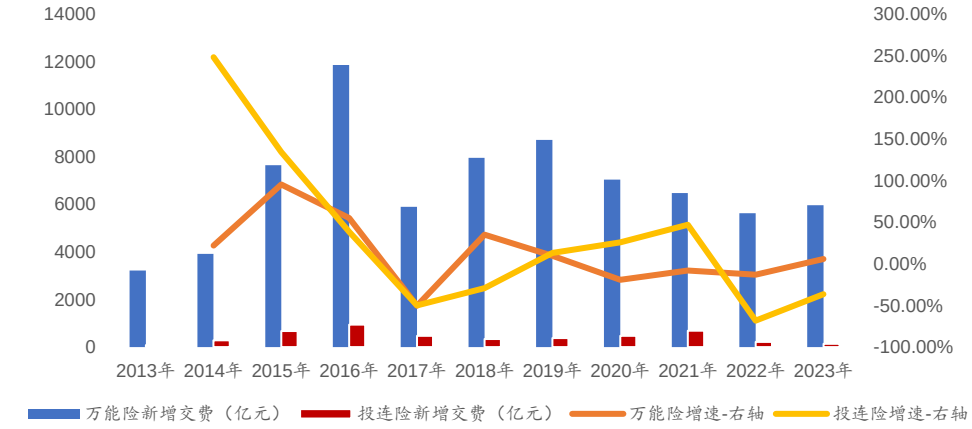
资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

图 116　2013-2023 年人身险保费收入构成比例



资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

图 117　2013-2023 年投连险及万能险规模变动情况

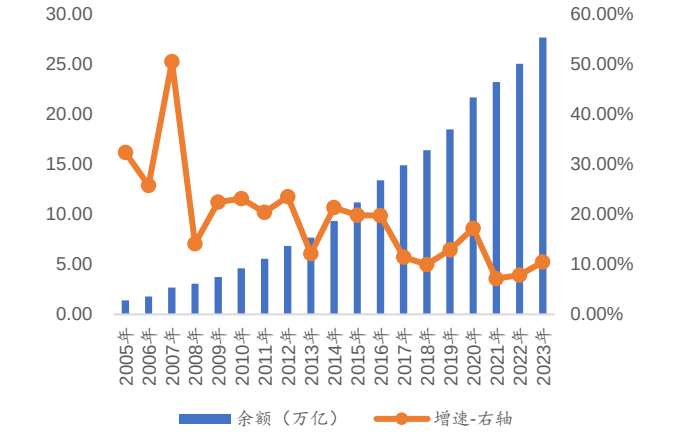


资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

1.2.资金运用余额高速扩张，多元配置、适当增配固收类资产熨平波动

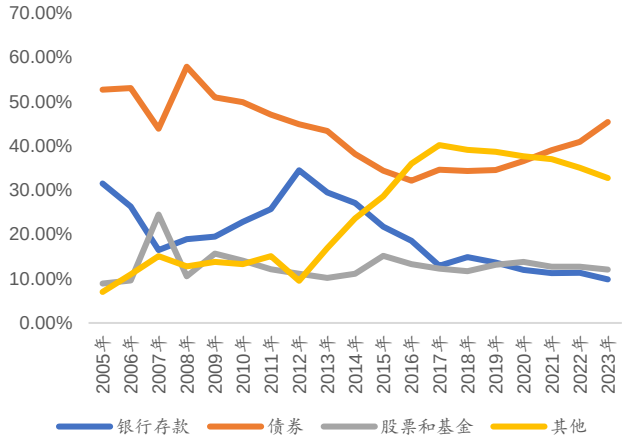
根据国家金融监督管理总局公布的数据，2023 年保险资金运用余额为 27.67 万亿元，较年初大幅增长 10.46%。分析主要投资资产规模和占比情况，银行存款 2.72 万亿元，占比 9.84%，是近 20 年来第一次跌破 10%；债券 12.57 万亿元，占比 45.41%，占比较 2022 年增加近 5 个百分点，实现了连续 6 年增长，也是近 10 年来第一次超过 45%；股票和证券投资基金 3.33 万亿元，占比 12.02%，与 2022 年基本持平；包含非标资产投资在内的其他资产 9.06 万亿元，占比 32.72%，略低于 2022 年同期。**整体而言，在权益市场震荡、债券市场走牛的 2023 年，保险资金保持初心、践行绝对收益的理念，总体保持多元化配置，并适当增配一定比例的优质债券资产以应对市场波动。**

图 118　2005-2023 年保险资金余额（万亿元）



资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

图 119　2005-2023 年保险资金资产配置趋势



资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

1.3.另类投资产品数量规模双双缩水，资产支持计划逆势而上、步入快车道

根据中国保险资产管理业协会披露的数据，截至 2023 年底，保险资产管理机构及保险私募基金管理人累计登记债权投资计划、股权投资计划、保险私募基金和资产支持计划 3577 只，登记规模 8.10 万亿元。具体来看，债权投资计划登记 3131 只，登记规模 6.08 万亿元；股权投资计划登记 130 只，登记规模 0.51 万亿元；保险私募基金登记 89 只，登记规模 0.51 万亿元；资产支持计划登记 227 只，登记规模 1.00 万亿元。

2023 年全年，保险资产管理机构和保险私募基金管理人登记债权投资计划、股权投资计划和保险私募基金 468 只，合计注册规模 8545.73 亿元，较 2022 年数量和规模分别同比减少 11.53%和 18.67%。具体来看，债权投资计划 433 只，规模 7356.61 亿元，规模同比减少 15.56%；股权投资计划 21 只，规模 661.85 亿元，尽管较 2022 年数量有所下行，但规模同比增加 14.68%；保险私募基金 14 只，合计登记规模 527.27 亿元，数量和规模同比减少 33.33%和 56.72%。资产支持计划方面，保险资产管理机构 2023 年全年合计登记 93 项，登记规模达 4595.74 亿元，实现了数量和规模双增长。

整体来看，在 2023 年经济复苏斜率放缓、投融资情绪相对低迷、监管趋严的大背景下，保险资管机构 2023 年登记的另类投资产品的数量和规模均呈现下行态势，其中细分品类出现分化，仅有资产支持计划实现双增长，步入发展快车道。

表 66　保险另类投资产品累计登记情况

类型	数量-项	规模-万亿元
债权投资计划	3131	6.08
股权投资计划	130	0.51
保险私募基金	89	0.51
资产支持计划	227	1.00
合计数	3577	8.10

资料来源：中国保险资产管理业协会，中保保险资产登记交易系统有限公司，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2023.12.31

表 67 2023 年另类投资产品登记情况

类型		2023 年	2022 年	增幅
债权投资计划	数量-项	433	485	-10.72%
	规模-亿元	7356.61	8711.78	-15.56%
股权投资计划	数量-项	21	23	-8.70%
	规模-亿元	661.85	577.15	14.68%
保险私募基金	数量-项	14	21	-33.33%
	规模-亿元	527.27	1218.28	-56.72%
资产支持计划	数量-项	93	65	43.08%
	规模-亿元	4595.74	3044.93	50.93%
合计数	数量-项	561	594	-5.56%
	规模-亿元	13141.47	13552.14	-3.03%

资料来源：中国保险资产管理业协会，中保保险资产登记交易系统有限公司，华宝证券研究创新部

2.行业政策：持续深化供给侧改革，做好养老金融与实体经济服务

在金融监管格局步入新时代的 2023 年，保险行业政策频出，较好地发挥了其作为经济减震器和社会稳定器的功能。整体而言，2023 年全年保险行业的政策主要可以从监管政策日趋收紧、持续深化保险产品供给侧改革、做好养老金融大文章和坚持不懈服务实体经济等方面来进行展开。

2.1.监管新格局正式落成，制度铁篱笆不断扎紧

2023 年在中国金融监管史上具有里程碑式的意义，新的监管格局正式落成。2023 年 3 月，《党和国家机构改革方案》出台，决定在中国银行保险监督管理委员会的基础上组建国家金融监督管理总局，统一负责除证券业之外的金融业监管，不再保留中国银行保险监督管理委员会。**2023 年 5 月 18 日，国家金融监督管理总局正式揭牌，标志着金融监管格局完成了从“一行两会”向“一行一局一会”的顺利过渡，“双峰监管”雏形显现。**

在“强监管、严监管、长牙带刺、敢于亮剑”的金融监管总基调的大背景下，保险行业政策频出，“报行合一”、“系统重要性保险公司”、“保险销售分类分级”等成为了保险行业监管政策的关键词。

“报行合一”并非是全新概念，早前监管就已多次发声要求推行，简而言之，“报行合一”指保险公司在保险产品销售时，实际使用手续费的取值范围和使用规则需要与报备至监管部门的保持一致，不能说一套做一套。近些年，保险行业同质化竞争严峻，且费用管理普遍较为粗放，实际费用超出了报备水平的情况时有发生，严重扰乱了行业秩序。2023 年 8 月国家金融监督管理总局发布《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，要求各公司通过银行代销销售的产品，在产品备案时，应当按监管规定在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构，并列示佣金上限，应据实列支向银行支付的佣金费用，佣金等实际费用应与备案材料保持一致。根据国家金融监督管理总局于 2023 年 10 月召开的三季度银行业保险业数据信息新闻发布会，在银保渠道全面推进“报行合一”后，平均手续费水平压低了 30%左右，“降本增效”效果显著。**整体来看，在保险投资收益率全面下行的现在，“报行合一”是助力保险公司降本增效、重塑核心竞争力，推动保险行业高质量发展转型的必然之举。**

销售方面，为了深切践行消费者保护，国家金融监督管理总局于 2023 年 9 月出台了统一保险销售行为的《保险销售行为管理办法》，这也是首次从全行业层面出台统一的监管文件。具体来看，《保

险销售行为管理办法》从售前、售中、售后对保险销售行为进行了全链条的覆盖，明确保险销售资质，并对销售人员和保险产品分别进行分级、必须按级销售。2023 年 11 月，中国保险行业协会出台《个人保险代理人销售能力资质等级标准（人身保险方向）（讨论稿）》和《个人保险代理人销售能力资质等级标准（人身保险方向）知识大纲（讨论稿）》，旨在提高个险代理人的展业门槛，推动行业由以产品为核心的销售模式向以客户需求为核心的顾问模式转变、由保险推销向全生命周期的风险管理服务转变、由保险规划向全面财富管理服务转变。

维护金融系统的稳定一直是监管的宗旨之一，大型保险集团稳健经营对保持我国金融秩序及稳定性起到重要作用。2023 年 10 月，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发布《系统重要性保险公司评估办法》，旨在识别系统重要性保险公司，对系统重要性保险公司进行差异化监管，以降低其发生重大风险的可能性，防范系统性风险。自 2024 年 1 月 1 日起，系统重要性保险公司将于每两年评定一次，纳入评估范围内的主要有两类公司，一类是年度合并资产负债表期末资产合计在所有保险公司中排名处于前 10 位的，另一类是在上一年度被评为系统重要性保险公司的。我国部分大型保险集团复杂性高、跨业经营特征显著，在金融市场中起到关键作用，其稳健经营对保持我国金融秩序及稳定性起到重要作用。《系统重要性保险公司评估办法》对确定系统重要性保险公司名单提供依据，对维护国内金融稳定发展意义重大。在已经披露 2023 年年报的保险公司中，资产规模位于前 10 的分别是中国平安、国寿集团、中国人保、中国太保、泰康保险集团、中国太平、新华保险、中再集团、阳光保险集团和中邮人寿。对于保险公司而言，入选系统重要性保险公司一方面将面临更为严格的监管标准要求，另一方面也将倒逼其加强运营的稳健性。

表 68　2023 年强化监管的相关政策文件

发布时间	发布主体	政策文件
2023.01	原银保监会	《银行保险监管统计管理办法》
2023.02	原银保监会	《人身保险公司分类监管办法(征求意见稿)》
2023.08	国家金融监督管理总局	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》
2023.09	国家金融监督管理总局	《保险销售行为管理办法》
2023.10	中国人民银行 国家金融监督管理总局	《系统重要性保险公司评估办法》
2023.11	国家金融监督管理总局	《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法》
2023.11	中国保险行业协会	《个人保险代理人销售能力资质等级标准(人身保险方向)(讨论稿)》
2023.11	中国保险行业协会	《个人保险代理人销售能力资质等级标准(人身保险方向)知识大纲(讨论稿)》
2023.12	国家金融监督管理总局	《关于加强和改进互联网财产保险业务监管有关事项的通知》
2023.12	国家金融监督管理总局	《银行保险机构操作风险管理办法》

资料来源：国家金融监督管理总局，中国人民银行，中国保险行业协会，国务院，华宝证券研究创新部

2.2.践行保险产品供给侧改革之路，覆盖细分业务领域规范真空带

保险产品的供给侧改革一直是保险业实现高质量发展的重中之重，2023 年，人身险是着墨最多的领域之一。

第一，人身险产品的预定利率由 3.5%时代迈入 3.0%时代，尽管并未有官方红头文件下发，只是窗口指导，但效果和力度并未有任何减少。2023 年 3 月监管连续组织多场座谈会和调研，全行业在人身险产品预定利率下调一事上形成了一致预期；2023 年 4 月监管进行窗口指导，要求新开发产品的定价利率从 3.5%降至 3.0%；2023 年 7 月 31 日，调降靴子正式落地，累计有超千款产品下架，人身险正式进入 3.0%时代。在中国经济复苏放缓、保险投资持续承压的大背景下，利率下调似乎是应对利差损风险抬升、压降负债经营成本的必然之策。尽管短期内保险产品的销售或将迎来“寒冬”，

但聚焦于更长期维度，风险与机遇并存，此举有利于保险公司优化业务结构，挖掘自身禀赋，真正转型高质量发展。

第二，细化产品信息披露规则，创新业务形式。2023 年开年，原银保监会发布《一年期以上人身保险产品信息披露规则》，全面强化了人身保险产品的信息披露要求，从源头规范主体行为，其中首次要求保险公司要披露分红实现率指标，并取消高、中、低三档演示利率表述，调低演示利率水平；2023 年 3 月，《关于开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点的通知》出台，明确试点将于 2023 年 5 月 1 日起开展，处于有效状态的人寿保险保单中的身故或满期给付等责任，能转换为护理给付责任。随着老龄化程度的加深，失能人群也在逐渐扩大，如今正面临着长期护理保障需求增长、商业长期护理保险供给不足的困难境地，在此背景下，该试点的开展能在短时间内利用存量的寿险产品来有效提升长期护理保险供给能力，缓解供需不平衡的情况，与此同时，这也是寿险服务内容和形式的又一创新。

此外，2023 年，许多细分保险领域的行业规范被首次树立，业务规范的空白逐渐被填满，保险行业迎来全面规范发展的新时代。2023 年 1 月出台的《农业保险产品开发指引》，是首次从行业自律层面制定农业保险领域的产品开发指导性文件；2023 年 7 月出台的《定期寿险示范条款》和《终身寿险示范条款》，是人身险领域首次发布的行业示范条款，标志着人身险产品向标准化、通俗化、简单化迈出了一大步；2023 年 9 月出台的《绿色保险分类指引（2023 年版）》，是全球首个全面覆盖绿色保险产品、保险资金绿色投资、保险公司绿色运营的行业自律规范；2023 年 12 月出台的《财产保险重大灾害事故理赔服务规范（试行）》和《车险大灾理赔指引（台风暴雨洪涝灾害）（试行）》，是首个全国性大灾理赔的行业自律规范。

表 69　2023 年深化保险产品供给侧改革的相关政策文件

发布时间	发布主体	政策文件
2023.01	中国保险行业协会	《农业保险产品开发指引》
2023.01	原银保监会	《人身保险产品“负面清单”（2023 版）》
2023.01	原银保监会	《一年期以上人身保险产品信息披露规则》
2023.03	原银保监会	《关于开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点的通知》
2023.06	国家金融监督管理总局	《关于规范团体人身保险业务发展的通知（征求意见稿）》
2023.06	国家金融监督管理总局	《关于规范车险市场秩序有关事项的通知》
2023.07	中国保险行业协会	《定期寿险示范条款》
2023.07	中国保险行业协会	《终身寿险示范条款》
2023.07	国家发展改革委等	《关于促进汽车消费的若干措施》
2023.09	国家金融监督管理总局	《关于加强车险费用管理的通知》
2023.09	中国保险行业协会	《绿色保险分类指引（2023 年版）》
2023.10	国家金融监督管理总局	《关于强化管理 促进人身险业务平稳健康发展的通知》
2023.11	国家金融监督管理总局	《关于进一步做好短期健康保险业务有关事项的通知》
2023.11	国家金融监督管理总局	《关于短期健康保险产品有关风险的提示》
2023.12	国家金融监督管理总局	《关于推动绿色保险高质量发展的指导意见（征求意见稿）》
2023.12	中国保险行业协会	《财产保险重大灾害事故理赔服务规范（试行）》
2023.12	中国保险行业协会	《车险大灾理赔指引（台风暴雨洪涝灾害）（试行）》
2023.12	医保局、国家金融监督管理总局	《关于平稳有序开展城市定制型商业医疗保险的通知》（征求意见稿）

资料来源：国家金融监督管理总局，中国保险行业协会，国家发展改革委，医保局，华宝证券研究创新部

2.3.乘养老之风，助力银发经济

自 2022 年个人养老金政策出台以来，保险机构发挥自身禀赋、躬身入局。2023 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进基本养老服务体系建设的意见》，其中明确提出支持普惠型商业健康保险发展，将引导商业保险机构针对老年人风险保障需求，增加适合老年人的保险产品供给。**顺应政策要求，旨在推动税优健康险惠及更多人民群众、丰富既往症和老年人等人群的保险保障，国家金融监督管理总局于 2023 年 7 月颁布《关于适用商业健康保险个人所得税优惠政策产品有关事项的通知》，对税优健康险产品进行了全面升级和调整，不仅将产品范围扩容，扩大至医疗保险、长期护理保险和疾病保险等商业健康险主要险种，还赋予保险公司设计相关产品更高的灵活度。**

与税优健康险不同，同为具有税优属性的个人税延商业养老保险，则在 2023 年迎来了“终结”。对比发展势如破竹的个人养老金，个人税延商业养老保险的“税优”优势并不突出，叠加税前扣除额度上存在冲突，集中力量发展优势品种似乎显得顺理成章。2023 年 9 月，国家金融监督管理总局出台《关于个人税收递延型商业养老保险试点与个人养老金衔接有关事项的通知》，旨在将两种存在于不同制度框架下，但本质一致的两类产品进行并轨，并对衔接过程中的工作要求、业务调整、产品管理、保单转移等进行明确。

在个人养老金可投保险产品名录中，专属商业养老保险是主流品类，也是起步最晚的品类，2021 年才开启试点，2022 年试点范围扩大到全国并纳入 10 家养老保险公司，但因其投保简便、缴费灵活、收益稳健、能满足不同人群的投保需求的特性，参保人群、保单规模均在稳步提升。**考虑到专属商业养老保险的突出表现以及惠及不同层次更多人群长期养老需求的目的，2023 年 10 月，《关于促进专属商业养老保险发展有关事项的通知》出台，进一步扩大经营专属商业养老保险业务的机构范围，专属商业养老保险正式由试点迈向常态**，参与主体的扩容在一定程度上意味着产品的扩容，能丰富养老第三支柱产品的供给。

尽管养老金融一直备受瞩目，众多金融机构也纷纷下场布局，但养老金融却从未被真正提至战略高度。**2023 年 10 月，养老金融首次在中央金融工作会议中被正式提出，也首次被列入为高质量发展五篇大文章之一**，其社会价值和战略意义不言而喻。为贯彻落实中央金融工作会议精神，努力做好养老金融大文章，国家金融监督管理总局于 2023 年 12 月正式出台《养老保险公司监督管理暂行办法》，首次对养老保险公司给出明确定义，并强调了养老保险公司的发展定位和总体要求。**《养老保险公司监督管理暂行办法》作为中国首个针对专业养老保险公司的监管文件，其发布有利于增强养老保险公司监管的针对性、有效性，进一步推动养老保险机构走专业化发展道路、聚焦养老金融主业、创新养老金融产品和服务，更好参与和服务多层次、多支柱养老保险体系建设。**

表 70　2023 年保险业参与养老的相关政策文件

发布时间	发布主体	政策文件
2023.01	原银保监会	《关于规范保险公司销售保险产品对接养老社区服务业务有关事项的通知(征求意见稿)》
2023.01	原银保监会	《养老保险公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》
2023.05	国家金融监督管理总局	《关于促进专属商业养老保险发展有关事项的通知（征求意见稿）》
2023.07	国家金融监督管理总局	《关于适用商业健康保险个人所得税优惠政策产品有关事项的通知》
2023.07	国家金融监督管理总局	《关于个人税延商业养老保险与个人养老金对接试点有关事项的通知(征求意见稿)》
2023.09	国家金融监督管理总局	《关于个人税收递延型商业养老保险试点与个人养老金衔接有关事项的通知》
2023.10	国家金融监督管理总局	《关于促进专属商业养老保险发展有关事项的通知》
2023.12	国家金融监督管理总局	《养老保险公司监督管理暂行办法》

资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

2.4.为实体经济输送养分，兜好保障民生底线

2023 年，保险业从保险资管业务扩容、乡村振兴、鼓励长期资金入市、普惠金融等方面着手，深入落实贯彻支持实体经济的重大国家战略。

保险资管业务扩容方面，根据《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》的有关部署和加快推进基础设施 REITs 常态化发行的有关工作的安排，2023 年 3 月，证监会指导上交所和深交所制定《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》，点明公司治理健全、内控管理规范、资产管理经验丰富的优质保险资产管理公司可作为管理人开展交易所 ABS 业务、可作为资产支持专项计划的管理人参与 REITs 业务。2023 年 10 月，监管批复同意国寿资产、泰康资产、太保资产、人保资产、平安资管首批 5 家保险资管开展交易所 ABS 及 REITs 业务试点。**截至 2023 年底，保险资管已有多只交易所 ABS 亮相，基础资产涉及工程机械、绿色能源、租赁债权、供应链等多个典型领域。**一方面，此举拓宽了融资渠道，有利于企业优化资产负债结构、提升产融结合水平，另一方面，有利于盘活存量资产，更进一步服务实体经济、达成高质量发展转型。**对于保险资管而言，此举不仅仅是单纯的业务范围扩容，更是身份的转变。**此前，保险资管是以“投资人”的身份参与 ABS 和公募 REITs 的战配及网下打新，如今则转变成“投资人+管理人”的双重身份，市场参与度大大提升。作为能将投资业务与投行业务有机结合的创新之举，在另类投资领域深耕多年的保险资管未来或将充分发挥自身投资优势，定制化设计符合保险资金投资需求的产品，提升金融服务能力。**对于 ABS 和 REITs 市场而言**，此举未来有望在参与主体、底层发行主体、交易市场、基础资产等方面进一步有序快速扩容，具有丰富投资管理经验的保险资管的加入也有助于促进市场主体之间的良性竞争、提升整体服务水平。

乡村振兴方面，顺应中共中央、国务院发布的《关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》中对保险行业的决策部署（发挥多层次资本市场支农作用，优化“保险+期货”，鼓励发展渔业保险），2023 年 4 月《关于银行业保险业做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的通知》出台，要求保险公司积极推进农业保险扩面增品，因地制宜开展地方优势特色农产品保险，并研发符合农民需求特点的人身险产品。在涉农保险承保理赔方面，应努力做到愿保尽保、应赔尽赔、快赔早赔。

鼓励长期资金入市方面，2023 年 9 月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》出台，除了要引导保险公司回归保障本源，还明确表明将优化风险因子以此引导保险公司服务实体经济和科技创新。具体来看，**对于投资沪深 300 指数成分股、科创板上市普通股票、公募 REITs 的保险公司，风险因子将会有所调低，以此鼓励保险公司将资金更多地用于长期投资，为长期稳定的增量险资入市释放了更大空间**；2023 年 10 月《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》出台，旨在引导保险公司长期稳健经营，更好发挥中长期资金的市场稳定器和经济发展助推器作用，其中**拉长了保险公司的绩效考核周期，明确将“净资产收益率”的考核方式由“当年”调整为“3 年周期+当年”，在一定程度上体现出了将险资导向股权投资的倾向**；顺应监管曾提及的“要稳步推进保险资金长期股票投资改革试点”，**2023 年 11 月，险资出资设立的的首只私募证券投资基金——鸿鹄基金正式问世**，中国人寿和新华保险将分别出资 250 亿元，旨在投资优质上市公司股票。鸿鹄基金的设立在一定程度上是监管自上而下引导险资发挥在投资领域的领头羊效应的结果，是险资长期入市试点的良好探索，其后续的运作或将作为典范，对提升保险资金使用效率、稳定资本市场有着相当的积极意义。

普惠金融方面，2023 年 10 月国务院出台《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》，其中提及要从三个方面完善高质量普惠保险体系：第一，建设农业保险高质量服务体系，推动农业保险“扩面、增品、提标”；**第二，发挥普惠型人身保险保障民生作用**，积极发展面向老年人、农民、新市民、低收入人口、残疾人等群体的普惠型人身保险业务；**第三，支持保险服务多样化养老需求，**鼓励开发各类能满足消费者长期领取需求的商业养老保险产品，开发各类投保简单、交费灵活、收益

稳健、收益形式多样的商业养老年金保险产品，支持保险公司以适当方式参与养老服务体系建设，探索实现长期护理、风险保障与机构养老、社区养老等服务有效衔接。

表 71　2023 年保险业支持实体经济、保障民生的相关政策文件

发布时间	发布主体	政策文件
2023.03	证监会	《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》
2023.03	上交所	《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 5 号——保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求（试行）》
2023.03	深交所	《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件确认业务指引第 4 号——保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求（试行）》
2023.04	原银保监会	《关于银行业保险业做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的通知》
2023.06	国家金融监督管理总局等	《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》
2023.09	国家金融监督管理总局	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》
2023.10	财政部	《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》
2023.10	国务院	《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》

资料来源：国家金融监督管理总局，财政部，国务院，证监会，上交所，深交所，华宝证券研究创新部

3.行业发展：投行业务分化凸显，资管业务稳中求变

保险资产管理公司主要从事两大业务板块：投行业务板块和资产管理业务板块，前者包括了债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划和保险私募基金，后者包括了保险资产管理计划、企业年金业务、养老保障、公募业务、第三方资产管理业务和投连险管理。

表 72　保险资产管理公司主要业务一览

业务类型	具体内容
投行业务板块	债权投资计划
	股权投资计划
	资产支持计划
	保险私募基金
资产管理业务板块	保险资产管理计划
	企业年金业务
	养老保障
	公募业务
	第三方资产管理业务
	投连险管理

资料来源：华宝证券研究创新部

3.1.投行业务板块

根据中国保险资管协会披露的数据， 2023 年全年，保险资产管理机构和保险私募基金管理人累计发起设立各类债权和股权投资计划 454 只，合计登记规模 8018.46 亿元；累计登记保险私募基金 14 只，合计规模 527.27 亿元。根据中保保险资产登记交易系统有限公司披露的数据，2023 年中保登公司出具注册通知书的资产支持计划有 93 只，登记规模合计约 4595.74 亿元。

3.1.1.债权投资计划

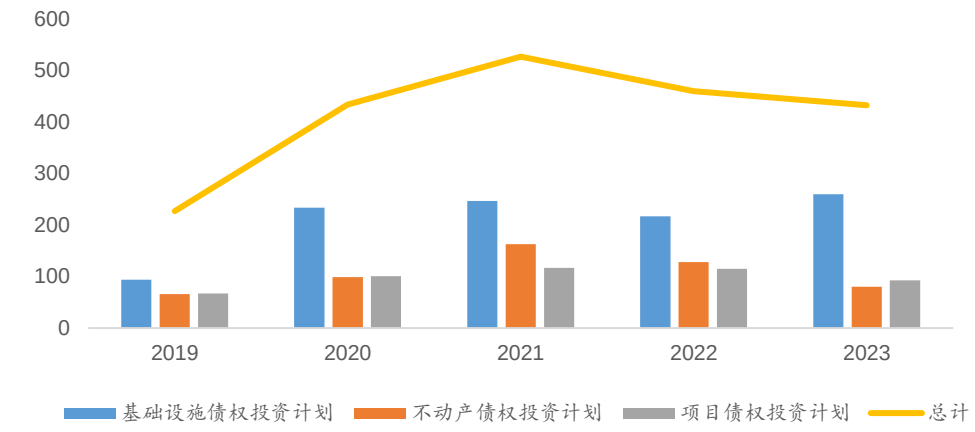
债权投资计划是指保险资产管理机构作为受托人面向委托人发行受益凭证，募集资金以债权方式主要投资基础设施、非基础设施类不动产等符合国家政策的项目，并按照约定条件和实际投资收益情况向投资者支付收益、不保证本金支付和收益水平的保险资产管理产品。

（1）2023 年债权投资计划登记情况

根据保险资管协会披露的产品登记数据，2023 年保险资产管理机构和保险私募基金管理人登记债权投资计划共 433 项，较 2022 年降幅达 10.72%，合计登记规模 7356.61 亿元，较 2022 年同期下降 15.56%。自 2022 年以来，债权投资计划脱离发展快车道，登记数量呈现持续收缩态势，或许主要受到了经济弱复苏背景下，投融资表现低迷、利率持续走低、准入门槛收紧等多重因素的扰动。尽管登记与实际投资之间存在差距，但是登记数量的收缩在一定程度上反映出保险资金的另类投资正身陷囹圄。

从发行主体上看，2023 年招商信诺资管、安联保险资管和华泰资管登记的债权投资计划数量位于前列，分别登记债权投资计划 53 项、46 项和 27 项。此外，债权投资计划登记数量超过 20 项的还有中意资管（27 项）、光大永明资管（26 项）、平安资管（25 项）和泰康资管（24 项）。从债权投资计划的投向来看，2023 年保险资管机构登记的债权投资计划仍以基础设施债权投资计划为主，登记数量达 260 项，占当年登记债权投资计划总数的 60.05%。

图 120　近五年保险资产管理机构登记债权投资计划数量情况（单位：项）



资料来源：中国保险资产管理业协会，华宝证券研究创新部

基础设施债权投资计划方面，涉及市政、产业园、轨交、水利、棚改、文旅等众多国计民生领域。具体来看，3 家保险资产管理机构登记的债权投资计划超 20 项，安联保险资管以 32 项基础设施债权投资计划位居第一，其中住房改善、安置房建设、棚改相关债权投资计划高达 7 项，轨交、产业园建设等领域也有所涉及；光大永明资管登记的基础设施债权投资计划达 21 项，主要涉及高铁、机场、轨交、产业园等领域。

不动产债权投资计划方面，2023 年保险资管机构登记的项目延续了此前的格局，以商业不动产为主，遍及杭州、苏州、南京、长沙、济南、北京、贵阳等一二三线城市。就发行主体而言，招商信诺资管以 14 项位居第一，以商业不动产为主；安联保险资管位居第二，2023 年共登记 7 项不动产债权投资计划。

绿色债权投资计划方面，“绿色金融”概念最早于 2015 年 9 月的《生态文明体制改革总体方案》中被正式提出，在 2021 年 10 月出台的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰、碳中和工作的意见》文件中，“碳达峰和碳中和”、“绿色金融”成为重点发展的战略目标，为响应号召，银

保监会于 2022 年 6 月出台了具有里程碑意义的《银行业保险业绿色金融指引》，旨在从战略高度推进银行保险行业绿色发展，助力美丽中国建设。保险资产管理机构作为中国资本市场上重要的长期资金的供给方，积极践行绿色投资理念、助力实体经济转型发展，首单绿色债权投资计划——平安-江西交投基础设施绿色债权投资计划于 2021 年正式问世。自首单产品问世以来，越来越多的保险资产管理机构入局这一新赛道，2022 年全年共登记 12 项绿色债权投资计划，2023 年登记数量攀升至 28 项，且以基础设施债权投资计划为主，主要覆盖不动产、轨交、高速、新能源、污废治理等领域，其中招商信诺资管以 5 项的注册数量位居第一。

表 73　2023 年登记的绿色债权投资计划

发行主体	项目名称	项目类别
招商信诺资管	招商信诺资管-粗芦岛核心区一期绿色债权投资计划	基础设施债权投资计划
	招商信诺资管-佛山地铁基础设施绿色债权投资计划(二期)	基础设施债权投资计划
	招商信诺资管-佛山地铁基础设施绿色债权投资计划(一期)	基础设施债权投资计划
	招商信诺资管-莞惠城际北延线绿色债权投资计划	项目债权投资计划
	招商信诺资管-徐州循环经济产业园绿色债权投资计划	项目债权投资计划
人保资管	人保资产-丰台科技园基础设施绿色债权投资计划	基础设施债权投资计划
	人保资产-佛山地铁基础设施绿色债权投资计划(一)	基础设施债权投资计划
	人保资产-河南水投基础设施绿色债权投资计划	基础设施债权投资计划
	人保资产-信阳市四水同治及城市供水工程绿色债权投资计划	项目债权投资计划
建信保险资管	建信保险资管-佛山地铁基础设施绿色债权投资计划(一期)	基础设施债权投资计划
	建信保险资管-芜湖交投塔桥项目绿色债权投资计划	项目债权投资计划
	建信保险资管-漳州九龙江医院绿色债权投资计划	项目债权投资计划
交银康联资管	交银-奉发古华绿色债权投资计划	项目债权投资计划
	交银-湖北交投绿色基础设施债权投资计划	基础设施债权投资计划
	交银-新盛绿源循环基础设施绿色债权投资计划	基础设施债权投资计划
平安资管	平安-绿发九寨不动产绿色债权投资计划	不动产债权投资计划
	平安-新能源电池基础设施绿色债权投资计划	基础设施债权投资计划
中信保诚资管	中信保诚-四川港投老木孔基础设施绿色债权投资计划(二期)	基础设施债权投资计划
	中信保诚-四川港投老木孔基础设施绿色债权投资计划(一期)	基础设施债权投资计划
国华兴益保险资管	国华兴益-北京琉璃河基础设施绿色债权投资计划	基础设施债权投资计划
	国华兴益-河南水投绿色基础设施债权投资计划(一期)	基础设施债权投资计划
工银安盛资管	工银安盛-白云水库绿色基础设施债权投资计划	基础设施债权投资计划
	工银安盛-滨江水环境绿色基础设施债权投资计划	基础设施债权投资计划
国寿投资	国寿投资-中节能绿色基础设施债权投资计划	基础设施债权投资计划
华泰资管	华泰-佛山地铁绿色基础设施债权投资计划(1 号)	基础设施债权投资计划
人保资本	人保资本-佛山地铁集团基础设施绿色债权投资计划	基础设施债权投资计划
中意资管	中意-湖北交投绿色基础设施债权投资计划	基础设施债权投资计划
中再资管	中再-节能环保绿色债权投资计划(一期)	项目债权投资计划

资料来源：中国保险资产管理业协会，华宝证券研究创新部

（2）2023 年保险机构投资债权投资计划情况

根据各保险公司官网公开披露信息板块的资金运用等数据，对中国人保、中国太保、中国人寿、中国太平、泰康保险、中国平安、华泰保险集团公司及其下属子公司 2023 年的债权投资计划的投资

情况进行了统计，共涉及投资记录 190 笔，累计投资金额 900.59 亿元，数量同比增加 11.76%，金额同比减少 6.58%，水利、交通、商业地产、产业园、科创、市政等仍是主要投向领域。

就单公司而言，仅有中国人寿保险股份有限公司和平安人寿保险股份有限公司 2023 年投资的债权投资计划金额超 200 亿元，分别为 248.28 亿元和 238.40 亿元，中国太平洋人寿保险股份有限公司位列第三，投资金额 98.2 亿元，出现了较为明显的断档。排名前二的公司的投资金额占 2023 年全样本公司累计投资金额的 54.04%，排名前五的公司的投资金额占 2023 年全样本公司累计投资金额的 81.53%，头部效应显著。

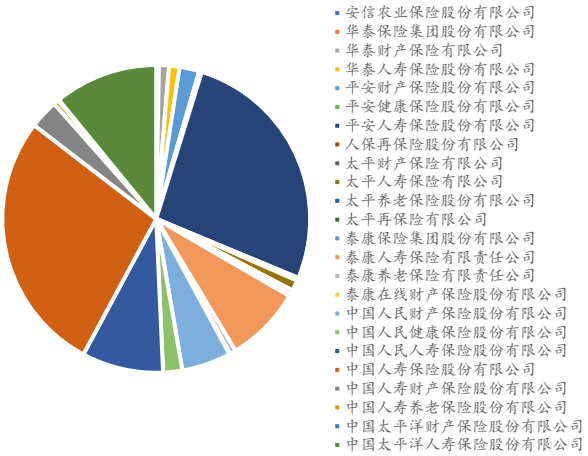
就保险集团而言，纳入统计的 7 家保险集团中有 3 家总投资金额超百亿，其中中国人寿以 280.69 亿元位居第一，中国平安以 259.60 亿元的投资金额位居第二，中国人保以 143.16 亿元紧随其后。

就债权投资计划的类别而言，2023 年，基础设施债权投资计划仍是各保险公司投资的最主要类别，纳入统计的保险公司共投资 557.15 亿元，占据 2023 年全部样本公司累计投资金额的 61.86%。聚焦于公司层面，绝大多数均是以基础设施债权投资计划的投资为主，但在总投资金额超 50 亿元的保险公司中，中国人寿保险股份有限公司和泰康人寿保险有限责任公司却分别是以项目债权投资计划和不动产债权投资计划为主，分别占比 62.25%和 55.84%。

就是否投资自身保险集团体系外的债权投资计划而言，纳入统计的 7 家保险集团涉及的集团公司及其子公司在 2023 年投资的债权投资计划，几乎都是自身保险集团体系内保险资管机构创设的，仅有泰康保险旗下的泰康人寿认购了非集团体系的债权投资计划，是由招商信诺资管担任管理人的招商信诺资管-天悦商业不动产债权投资计划，认购金额 8.02 亿元。

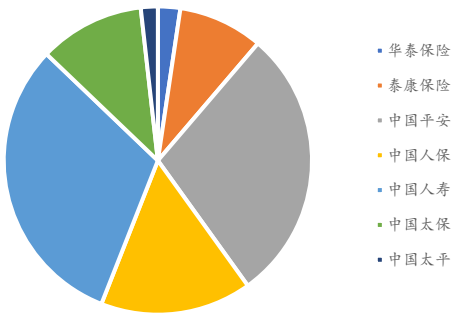
就绿色债权投资计划而言，2023 年纳入统计的保险公司中有 7 家进行了绿色债权投资，分别来自于中国人保、中国人寿、中国平安 3 家保险集团，总投资金额 41.65 亿元，主要投向于水利、能源、科创、铁路等领域。其中中国人寿保险股份有限公司投资的国寿投资-南崇铁路绿色债权投资计划是单笔投资金额最大的，达 20 亿元。

图 121　2023 年纳入统计的保险公司的债权投资计划认购



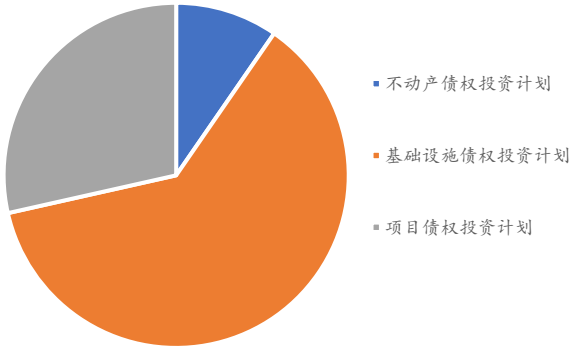
资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

图 122　2023 年纳入统计的保险集团的债权投资计划认购



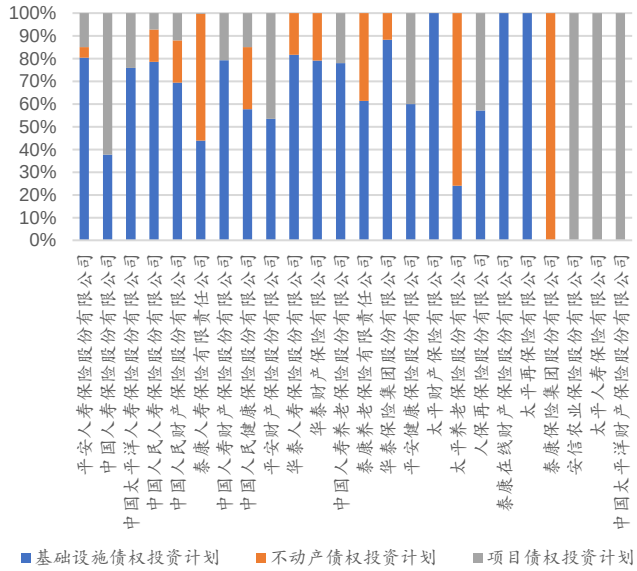
资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

图 123　2023 年纳入统计的各类债权投资计划被认购情况



资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

图 124　2023 年纳入统计的保险公司认购的不同类别债权



资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

表 74　2023 年纳入统计的保险公司认购的绿色债权投资计划

认购人	项目名称	设立/管理人	认购时间	认购金额(亿元)	投资期限(年)
中国人民财产保险股份有限公司	人保资产-河南水投绿色基础设施债权投资计划	人保资产	2023.08.24	2	3+3+4
中国人民健康保险股份有限公司	人保资产-河南水投绿色基础设施债权投资计划	人保资产	2023.08.25	1.85	10
中国人民人寿保险股份有限公司	人保资产-河南水投绿色基础设施债权投资计划	人保资产	2023.08.24	2.8	3+3+4
	人保资产-丰台科技园基础设施绿色债权投资计划（第一期）	人保资产	2023.10.10	3	3+3+3+3+3
中国人寿保险股份有限公司	国寿投资-南崇铁路绿色债权投资计划	国寿投资	2023.05.29	20	12（7+5）
平安人寿保险股份有限公司	平安-中国绿发不动产绿色债权投资计划第二笔	平安资产	2023.03.28	1	3
	平安-江西交投基础设施绿色债权投资计划第三笔	平安资产	2023.03.30	5	10.5
	平安-新能源电池基础设施绿色债权投资计划（第一笔）	平安资产	2023.08.06	4.5	3+2
平安健康保险股份有限公司	平安-新能源电池基础设施绿色债权投资计划	平安资产	2023.08.07	0.5	3+2
平安财产保险股份有限公司	平安-新能源电池基础设施绿色债权投资计划（第一笔）	平安资产	2023.08.03	1	3+2

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

3.1.2.股权投资计划

股权投资计划是指保险资产管理机构作为管理人发起设立、向合格机构投资者募集资金、通过直接或间接方式主要投资于未上市企业股权的保险资产管理产品。

（1）2023 年股权投资计划登记情况

根据中国保险资管协会披露的数据，2023 年保险资产管理机构登记股权投资计划 21 项，登记规模 661.85 亿元，数量与 2022 年基本持平，登记总金额出现了 14.68%的涨幅。尽管登记金额并不等于实际金额，但这在一定程度上显示出险资持续加码股权投资的高涨情绪，一方面是出于积极响应政策要求支持实体经济的考量，官方也在通过不断的政策加码引导险资进行股权投资（2023 年 10 月出台的《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》拉长了保险公司的绩效考核周期，一定程度体现出将险资导向股权投资的倾向），另一方面与股权投资的特性密不可分，股权投资的跨周期性可以为险资应对短期经济周期波动提供助力，长期性又与险资相对较长的负债期限完美匹配。此外，从全球视野来看，近年来，越来越多的海外保险机构都加大了对股权投资的配置力度，国内险资增配股权也顺应了全球险资产配置的新趋势。

从登记的股权投资计划的投向来看，主要涉及商业综合体、产业园、地铁、清洁能源等领域。值得注意的是，太平洋资产管理有限责任公司发行的太平洋-广州地铁芳白城际股权投资计划是唯一一项被加以“绿色”后缀的股权投资计划。

表 75　2023 年保险资管登记的股权投资计划

发行主体	项目名称
中国人寿资产管理有限公司	中国人寿-科创沪芯股权投资计划
	中国人寿-沪发 1 号股权投资计划
中保投资有限责任公司	中保投资-远东宏信股权投资计划
	中保投资-中联前源壹号股权投资计划
	中保投资-智融股权投资计划(二期)
	中保投资-智禾股权投资计划
阳光资产管理股份有限公司	阳光-首程城市发展基础设施基金股权投资计划
太平资本保险资产管理有限公司	太平资本-菜鸟网络高标仓股权投资计划
太平洋资产管理有限责任公司	太平洋-锦江酒店产业基金股权投资计划
	太平洋-广州地铁芳白城际股权投资计划(绿色)
人保资本保险资产管理有限公司	人保资本-菜鸟物流高标仓股权投资计划
	人保资本-粤东西北产业转移基金股权投资计划
民生通惠资产管理有限公司	民生通惠-智造 2 号股权投资计划
华夏久盈资产管理有限责任公司	华夏久盈-中电建路桥股权投资计划
华泰资产管理有限公司	华泰-君联医疗产业基金股权投资计划
国寿投资保险资产管理有限公司	国寿投资-新赣壹号股权投资计划
	国寿投资-菜鸟网络吉仓股权投资计划
	国寿投资-京港地铁股权投资计划
	国寿投资-宝武绿碳基金股权投资计划
	国寿投资-新桂股权投资计划
	国寿投资-漕河泾产业园股权投资计划(二期)

资料来源：中国保险资产管理业协会，华宝证券研究创新部

（2）2023 年保险公司投资股权投资计划情况

保险公司对股权类项目的投资形式包括投资股权投资计划、保险私募基金等。2023 年中国人保、中国太保、中国人寿、中国太平、泰康保险、中国平安、华泰保险集团公司及其下属子公司公开披露的股权类项目共计 25 笔，总金额达 469.53 亿元，其中 13 笔以股权投资合伙企业（有限合伙）进行、12 笔以股权投资计划形式进行，较 2022 年同期（22 笔股权项目投资、总金额 648.44 亿元），数量基本持平、总金额同比下降 27.59%。具体从投资金额来看，单笔投资金额最大的是中国人寿保险股

份有限公司认购的“中国人寿-沪发 1 号股权投资计划”，金额达 120 亿元，该股权投资计划由国寿资产设立，投资期限为 11 年。

表 76　2023 年纳入统计的保险公司认购的股权投资计划

认购人	项目名称	设立/管理人	认购时间	认购金额(亿元)	投资期限(年)
中国人民健康保险股份有限公司	人保资本-菜鸟物流高标仓股权投资计划	人保资本	2023.12.29	2	10
中国人民人寿保险股份有限公司	人保资本-菜鸟物流高标仓股权投资计划	人保资本	2023.12.29	2	10
	人保资本-菜鸟物流高标仓股权投资计划	人保资本	2023.12.29	2	6+1+1
中国人寿保险股份有限公司	国寿投资-新赣壹号股权投资计划	国寿投资	2023.04.27	30	13
	国寿投资-菜鸟网络吉仓股权投资计划	国寿投资	2023.05.08	9.99	15
	国寿投资-京港地铁股权投资计划	国寿投资	2023.05.12	50	7
	国寿投资-宝武绿碳基金股权投资计划	国寿投资	2023.08.24	10	7
	中国人寿-沪发 1 号股权投资计划	国寿资产	2023.09.27	120	7+2+2
	国寿投资-漕河泾产业园股权投资计划（二期）	国寿投资	2023.12.18	20	8
中国人寿财产保险股份有限公司	国寿投资-京港地铁股权投资计划	国寿投资	2023.05.12	10	7
	国寿投资-新桂股权投资计划	国寿投资 国寿金石	2023.12.20	5	10+5
太平人寿保险有限公司	太平-青海产投供给侧改革产业基金股权投资计划	太平资产	2023.11.30	0.02	1.58

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

3.1.3.资产支持计划

资产支持计划是指保险资产管理公司作为管理人，向投资人发售标准化产品份额，募集资金，由托管机构担任资产托管人，投资于缺乏流动性但具有可预测现金流的资产或资产组合（基础资产），并以该基础资产产生的现金流作为还款支持的金融产品。

（1）2023 年资产支持计划登记情况

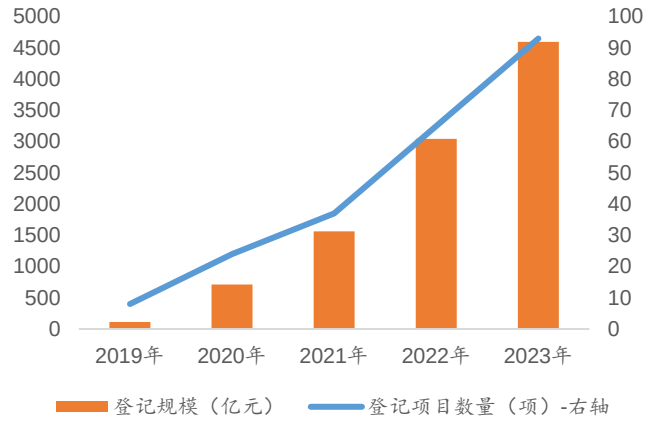
根据中保登披露的信息，2023 年共登记通过 93 项资产支持计划，登记规模总计 4595.74 亿元，较 2022 年同期（65 项资产支持计划、注册规模 3044.93 亿元），数量和规模均实现大幅提升，涨幅分别达 43.08%和 50.93%。其中登记规模百亿的有 6 项，为百年资管-臻享 2022 第 1 号资产支持计划、华泰-建隆 1 号资产支持计划、华泰-润泰 2023 第 1 号资产支持计划、大家-安心 2 号资产支持计划、建信保险资管-浦江惠商 1 号资产支持计划、国寿投资-拓商资产支持计划，分别由百年保险资管、华泰资管、大家资管、建信保险资管、国寿投资这 5 家担任受托管理人。

2012 年《关于保险资金投资有关金融产品的通知》允许险资投资保险资管公司发行的项目资产支持计划，拉开了险资入局资产支持计划领域的帷幕。随着配套政策的逐步出台，险资的资产支持计划走上正轨，2019 年，银保监会发文宣布资产支持计划将实行注册制（《中国银保监会办公厅关于资产支持计划注册有关事项的通知》），并由中保保险资产登记交易系统有限公司具体办理，为了进一步促进其发展；2021 年，将资产支持计划由注册制改为登记制（《关于资产支持计划和保险私募基金登记有关事项的通知》），大大提高了发行效率。在制度松绑的助推下，资产支持计划迎来了爆发式增长，2021 年就突破了千亿元大关，2022 年突破 3000 亿元，2023 年突破 4000 亿元。究其原因，如今正处于从高速度发展向高质量发展转变的关键时期，而盘活缺乏流动性的存量优质资产至关重要，因此资产证券化的需求大大增加，面对不同类型的资产证券化产品，险资的资产支持计划有其

独到的优势：首先，险资的长期属性与存量资产本身的长期融资需求较为吻合；其次，保险资管在资产配置领域深耕多年，具备相对强大的专业管理能力。

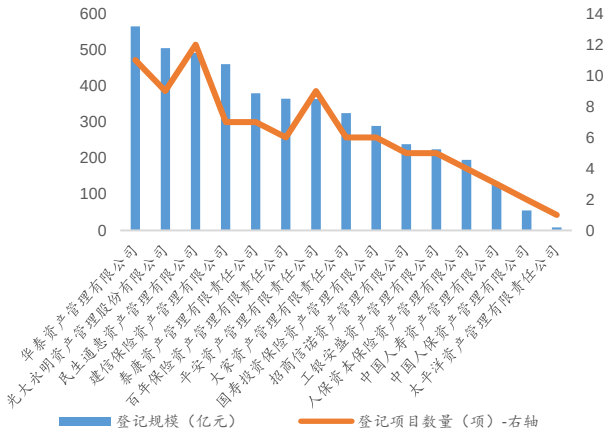
就受托管理人维度而言，2023 年全年，在登记资产支持计划的 15 家管理人中，华泰资产管理有限公司和光大永明资产管理股份有限公司以 565 亿元和 505 亿元的总登记规模高居榜首和第二，分别登记了 11 项和 9 项资产支持计划，民生通惠资产管理有限公司紧随其后，以 491 亿元的总登记规模位居第三，但单就登记项目数量而言，民生通惠资产管理有限公司以 12 项独占鳌头。

图 125　2019 年-2023 年资产支持计划登记情况



资料来源：中保保险资产登记交易系统有限公司，华宝证券研究创新部

图 126　登记资产支持计划的受托管理人情况



资料来源：中保保险资产登记交易系统有限公司，华宝证券研究创新部

表 77　2023 年中保登出具注册通知书的资产支持计划（登记规模百亿）

受托管理人	产品名称	注册规模（亿元）	注册时间
百年保险资产管理有限责任公司	百年资管-臻享 2022 第 1 号资产支持计划	100	2023.01.17
华泰资产管理有限公司	华泰-建隆 1 号资产支持计划	100	2023.03.06
	华泰-润泰 2023 第 1 号资产支持计划	100	2023.04.17
大家资产管理有限责任公司	大家-安心 2 号资产支持计划	100	2023.03.15
建信保险资产管理有限公司	建信保险资管-浦江惠商 1 号资产支持计划	100	2023.05.19
国寿投资保险资产管理有限公司	国寿投资-拓商资产支持计划	100	2023.06.09

资料来源：中保保险资产登记交易系统有限公司，华宝证券研究创新部

（2）2023 年保险公司投资资产支持计划情况

根据中国人保、中国太保、中国人寿、中国太平、泰康保险、中国平安、华泰保险官网披露的资金运用及关联交易信息，2023 年上述保险集团及其子公司共认购资产支持计划 51 笔、认购金额 211.18 亿元，较 2022 年同期（认购资产支持计划 30 笔、认购金额 182.28 亿元），数量同比上涨 66.67%、总金额同比上涨 15.85%。

从资产支持计划的投向来看，主要涉及了融资租赁、供应链金融、商业项目等领域，其中有 13 笔计划单笔的认购金额超 5 亿元，有 4 笔超 10 亿元，由中国人寿保险股份有限公司认购的中国人寿-成善 2 号资产支持计划（第 1 期）是单笔认购金额最大的，达 28.22 亿元，其管理人为国寿资产。

表 78　2023 年纳入统计的保险公司认购的资产支持计划（单笔认购金额超 5 亿元）

认购人	项目名称	设立/管理人	认购时间	认购金额(亿元)	投资年限（年）
中国人民财产保险股份有限公司	人保资本-越秀租赁 1 号资产支持计划	人保资本	2023.06.25	6.00	2+1+1+1
	人保资本-越秀租赁 1 号资产支持计划	人保资本	2023.06.25	6.00	2+1+1+1
中国人寿保险股份有限公司	国寿投资-首创钜大奥特莱斯第二期资产支持计划	国寿投资	2023.06.29	18.00	3+3+3+3+3+3
	中国人寿-成善 2 号资产支持计划（第 1 期）	国寿资产	2023.12.27	28.22	1
中国太平洋人寿保险股份有限公司	太平洋-宁波轨交商业项目 2023 第 1 号资产支持计划	太平洋资管	2023.10.31	8.50	10+10+12
平安人寿保险股份有限公司	平安-嘉迪-利盈 3 号资产支持计划（第 2 期）	平安资产	2023.01.05	12.78	1
	平安-信丰 1 号资产支持计划（第 5 期）优先级	平安资产	2023.01.10	9.00	2.75
	平安-信丰 1 号资产支持计划（第 6 期）优先级	平安资产	2023.02.21	6.00	2.75
	平安-欣融 2 号小额消费资产支持计划（第 3 期）	平安资产	2023.09.26	8.90	1.75
	平安-石家庄城发投 1 号供应链资产支持计划(第 1 期)	平安资产	2023.09.27	11.50	1
	平安-中航租赁 4 号资产支持计划	平安资产	2023.12.12	9.00	2.7
平安财产保险股份有限公司	平安-欣融 1 号小额消费资产支持计划（1 期）	平安资产	2023.06.07	6.90	1.75
泰康人寿保险有限责任公司	大家资产-长信 1 号资产支持计划	大家资产	2023.05.16	6.40	0.92

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

3.2.资产管理板块

3.2.1.组合类保险资产管理产品

截至 2023 年 10 月底，保险资管产品存量规模为 6.40 万亿元，较 2021 年同期，同比下降 6.30%。我们对中国人保、中国太保、中国人寿、中国太平、泰康保险、中国平安、华泰保险集团公司及其下属子公司 2023 年公开披露的资金运用信息进行梳理，其投资的保险资管产品涵盖货币、固收、指增量化、港股通、ESG、FOF 等多种类型。

（1）保险资产管理产品分类情况

根据原银保监会于 2020 年 3 月发布的《保险资产管理产品管理暂行办法》，保险资管产品按照投资性质的不同，可以分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。

表 79　保险资管产品按投资性质不同的分类

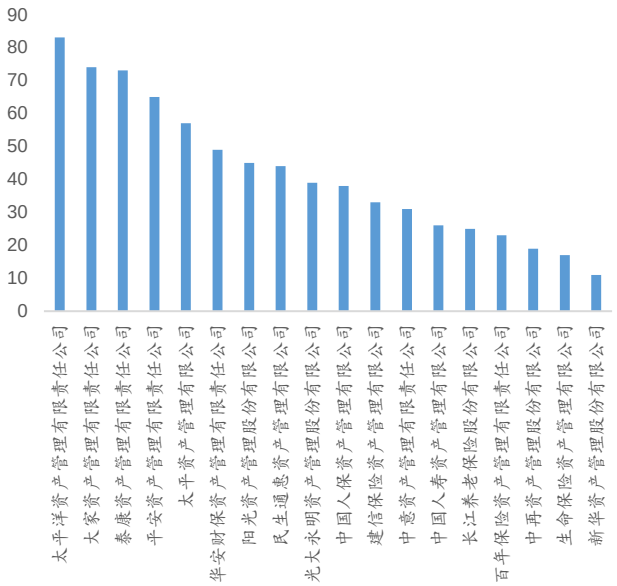
产品类型	投资比例
固定收益类产品	投资于债权类资产的比例不低于 80%
权益类产品	投资于权益类资产的比例不低于 80%
商品及金融衍生品类产品	投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%
混合类产品	投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到 80%

资料来源：国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

我们汇总了 794 只保险资产管理产品数据，纳入统计样本的保险资管产品的管理人分布情况如下。其中，太平洋资产管理有限责任公司在管的保险资管产品最多，共计 83 只，其次是大家资产管理有限责任公司和泰康资产管理有限责任公司，分别管理了 74 只和 73 只保险资管产品。

为了更清晰揭示保险资产管理产品线情况，我们综合投资范围和策略类别进行分布情况统计。具体来看，债券型产品仍是保险资产管理产品中的主流，数量占比超一半（55.92%）；权益类产品主要包含股票型、量化类、量化对冲类等，其中股票型产品数量占据绝对优势。此外，保险资管产品的管理人还积极拓宽业务范围，在 FOF/MOM 策略、主题策略（ESG 等）等领域均有所涉猎。

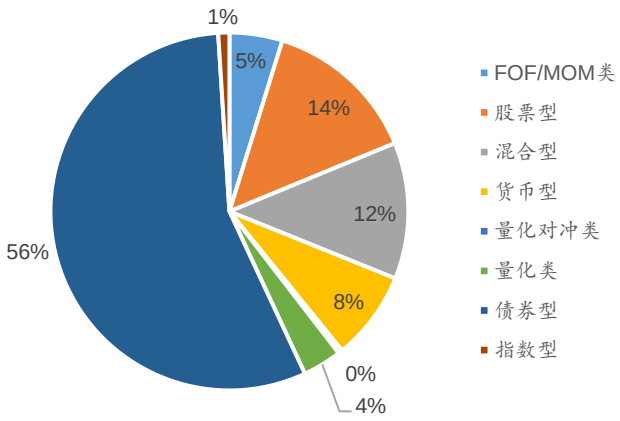
图 127　纳入统计的保险资产管理产品管理人情况（只）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品数据披露信息不完整，统计结果可能与真实情况存在偏差；篇幅有限，仅列示在管产品超 10 只的管理人

图 128　保险资产管理产品类型分布（数量）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品数据披露信息不完整，统计结果可能与真实情况存在偏差

综合分类信息，使用 Wind 中的保险资产管理产品净值及收益率数据，对各类别保险资产管理产品 2023 年的表现情况进行对比分析。值得注意的是，由于保险资产管理产品属于私募类产品，缺少信息披露，存在数据不全或者有误的问题，虽然我们采取了数据清洗以尽可能提高数据质量，但数据仍可能存在偏差，请投资者和读者谨慎使用，也欢迎保险资产管理公司对我们的数据提出修正建议。

（2）各类别保险资产管理产品表现情况对比

在每个类别产品内部，对同类别保险资产管理产品 2023 年的表现进行评价，并将部分产品在 2022 年、2021 年的收益进行列示。结果如下：

股票型保险资产管理产品收益表现

2023 年权益市场震荡调整，沪深 300 全年涨幅为-11.04%，纳入统计的 111 只股票型保险资产管理产品样本中有 62 只产品在 2023 年跑赢沪深 300 指数，占比达 55.86%，其中有 13 只能录得正收益，收益排名前三的分别为：泰康资产-盈泰成长（7.66%）、卓越财富股息价值股票型（7.56%）、中意资产-价值回报（7.11%）。

表 80 股票型保险资管产品 2023 年收益前十

产品简称	2023 年收益%	2022 年收益%	2021 年收益%	管理人
泰康资产-盈泰成长	7.66	-7.86		泰康资产管理有限责任公司
卓越财富股息价值股票型	7.56	-1.50	7.47	太平洋资产管理有限责任公司
中意资产-价值回报	7.11	-13.45		中意资产管理有限责任公司
平安资管如意 15 号(科技主题股票精选)	6.65	-30.64	18.21	平安资产管理有限责任公司
国寿资产-中证红利	5.88	-0.91	16.93	中国人寿资产管理有限公司
民生通惠泰山一号	3.38	-14.75	14.46	民生通惠资产管理有限公司
生命资产-富盈 1 号	3.34	-9.80	62.00	生命保险资产管理有限公司
中意资产-卓越如意 8 号	2.63	-35.44		中意资产管理有限责任公司
泰康资产-悦泰医疗创新	2.58			泰康资产管理有限责任公司
生命资产价值精选	2.56	-11.30	2.57	生命保险资产管理有限公司

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品投资范围约束条件并不披露，因此通过 Wind 获取的分类可能存在不恰当的情况；私募类产品存在数据不全或者有误的情况，数据可能存在偏差

混合型保险资产管理产品收益表现

2023 年，纳入统计的 98 只混合型保险资管产品中有大半能跑赢沪深 300 指数（77 只），其中录得正收益的有 21 只，有 5 只均来自于民生通惠资产管理有限公司，各有 3 只来自于光大永明资产管理股份有限公司和合众资产管理股份有限公司。具体来看，收益排名前三的分别为：英大资产-泰和优选 2 号（18.10%）、民生通惠信汇 2 号（10.44%）、民生通惠中国龙 2 号（10.43%）。

表 81 混合型保险资管产品 2023 年收益前十

产品简称	2023 年收益%	2022 年收益%	2021 年收益%	管理人	备注
英大资产-泰和优选 2 号	18.10	1.06		英大保险资产管理有限公司	偏股型
民生通惠信汇 2 号	10.44	-14.35	30.11	民生通惠资产管理有限公司	偏股型
民生通惠中国龙 2 号	10.43	-1.85	1.12	民生通惠资产管理有限公司	灵活配置型
平安资管创赢 112 号(偏股灵活配置)	9.86	-13.87	22.18	平安资产管理有限责任公司	灵活配置型
光大永明资产价值精选	9.77	-13.56	-6.21	光大永明资产管理股份有限公司	偏股型
光大永明策略精选	9.63	-18.23	6.22	光大永明资产管理股份有限公司	偏股型
光大永明聚优稳健 28 号	7.14			光大永明资产管理股份有限公司	偏股型
平安资管创赢 62 号	5.81			平安资产管理有限责任公司	偏股型
民生通惠泰山 8 号	4.54	-4.30		民生通惠资产管理有限公司	偏股型
中信保诚资管信远诚益产品	4.27			中信保诚资产管理有限责任公司	偏股型

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品投资范围约束条件并不披露，因此通过 Wind 获取的分类可能存在不恰当的情况；私募类产品存在数据不全或者有误的情况，数据可能存在偏差

债券型保险资管理产品收益表现

纳入统计的 444 只债券型保险资管产品中，大多数在 2023 年录得了正收益，有 131 只录得了超 4%的正收益。其中，2023 年全年收益排名前十的产品中有 5 只均来自于华安财保资产管理有限责任

公司，有 3 只来自于中意资产管理有限责任公司。具体来看，收益排名前三的为华安财保资管安源固收（14.25%）、华安财保新机遇 10 号（13.38%）、建信保险资管稳健增强 5 号（8.29%）。

表 82 债券型保险资管产品 2023 年收益前十

产品简称	2023 年收益%	2022 年收益%	2021 年收益%	管理人
华安财保资管安源固收	14.25	-5.00	5.33	华安财保资产管理有限责任公司
华安财保新机遇 10 号	13.38	2.68	4.45	华安财保资产管理有限责任公司
建信保险资管稳健增强 5 号	8.29	-3.43		建信保险资产管理有限公司
中意资产-安享稳健 8 号	8.27	2.17	12.56	中意资产管理有限责任公司
民生通惠民汇 53 号	8.24			民生通惠资产管理有限公司
中意资产-安享稳健 9 号	7.79	2.12	12.74	中意资产管理有限责任公司
华安财保新机遇 16 号	7.69	3.61	16.41	华安财保资产管理有限责任公司
华安财保新机遇 18 号	7.68	3.50	15.52	华安财保资产管理有限责任公司
中意资产-安享稳健	7.65	4.48	3.88	中意资产管理有限责任公司
华安财保新机遇 19 号	7.64	4.57	7.90	华安财保资产管理有限责任公司

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品投资范围约束条件并不披露，因此通过 Wind 获取的分类可能存在不恰当的情况；私募类产品存在数据不全或者有误的情况，数据可能存在偏差

货币型保险资产管理产品收益表现

货币型保险资产管理产品是保险资金进行流动性管理的重要工具，颇受险资和银行资金的青睐。2023 年纳入统计的货币型保险资管产品共有 64 只，其中七日年化收益率均值前十的产品信息如下表所示：

表 83 货币型保险资产管理产品七日年化收益率均值前十

产品简称	2023 年 7 日年化收益率均值（%）	2023 年万份基金单位收益均值（元）	成立日期	管理人
生命资产睿智 9 号	3.26	0.89	2016.09.23	生命保险资产管理有限公司
建信保险资管安盈添利 5 号	3.08	0.83	2020.04.16	建信保险资产管理有限公司
华安财保安鑫货币	2.99	0.82	2017.02.06	华安财保资产管理有限责任公司
民生通惠日日盈货币	2.93	0.78	2022.11.17	民生通惠资产管理有限公司
永诚资产永盈货币	2.82	0.01	2022.08.09	永诚保险资产管理有限公司
民生通惠日添利货币	2.81	0.75	2022.12.02	民生通惠资产管理有限公司
平安资管如意 19 号(货币市场类)	2.70	0.72	2016.03.10	平安资产管理有限责任公司
平安资管如意 37 号(货币市场类)	2.69	0.72	2017.07.27	平安资产管理有限责任公司
平安资管创赢 1 号(货币市场类)	2.65	0.71	2019.05.22	平安资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 6 号(第五期)	2.64	0.71	2020.12.15	大家资产管理有限责任公司

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品投资范围约束条件并不披露，因此通过 Wind 获取的分类可能存在不恰当的情况；私募类产品存在数据不全或者有误的情况，数据可能存在偏差

量化类保险资产管理产品收益表现

纳入统计的 28 只量化类保险资管产品在 2023 年几乎全数跑赢沪深 300 指数，但能录得正收益的仅有 8 只，其中半数均在太平资产管理有限公司旗下。具体来看，太平洋资产管理有限责任公司管理的卓越财富量化精选股票型产品收益表现一骑绝尘，2023 年录得了 16.73%的正收益，其次是太平

资产管理有限公司旗下的太平资产量化 23 号（人工智能）和太平资产量化 7 号，分别录得了 15.02%和 6.85%的正收益。

表 84 量化类保险资管产品 2023 年收益前十

产品简称	2023 年收益%	2022 年收益%	2021 年收益%	类型标签	管理人
卓越财富量化精选股票型	16.73	-19.08	-6.46	量化类-普通股票型	太平洋资产管理有限责任公司
太平资产量化 23 号(人工智能)	15.02	-13.08		量化类-增强指数型	太平资产管理有限公司
太平资产量化 7 号	6.85	-9.21	7.96	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
太平资产量化 11 号	6.10	-4.72	4.26	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
长江养老智盈量化多策略	2.23	-26.24	9.21	量化类-普通股票型	长江养老保险股份有限公司
太平资产量化 12 号	2.11	-14.70	-5.78	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
泰康资产-中证 500 量化增强	0.32	-12.98	26.51	量化类-增强指数型	泰康资产管理有限责任公司
太平资产量化 6 号(人工智能)	0.26	-3.08	5.34	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
太平资产太平之星量化 1 号	-1.64	-7.09	6.98	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
太平资产太平之星量化 2 号	-1.74	-14.40	-0.64	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品投资范围约束条件并不披露，因此通过 Wind 获取的分类可能存在不恰当的情况；私募类产品存在数据不全或者有误的情况，数据可能存在偏差

FOF/MOM 型保险资产管理产品收益表现

2023 年纳入统计的保险资产管理产品中共有 38 只采用 FOF 或 MOM 的方式进行投资，录得正收益的仅有 6 只，其中收益排名第一的为中再资产-FOF 稳健配置 2 号，录得了 4.19%的正收益，同一管理人的中再资产-FOF 稳健配置 1 号收益表现也相对可观，2023 年全年收益为 0.78%，该产品 2022 年的收益在 FOF/MOM 类保险资产管理产品中位居第一，收益表现相对稳定。

表 85 FOF/MOM 类保险资产管理产品 2023 年收益前十

产品简称	2023 年收益%	2022 年收益%	2021 年收益%	FOF/MOM 类型	成立日期
中再资产-FOF 稳健配置 2 号	4.19			债券型 FOF	2022.08.10
太平洋卓越金赛道目标收益 FOF	1.13	-2.18		债券型 FOF	2021.06.08
平安资管创赢 163 号	1.09	-2.77		混合型 FOF	2021.12.24
民生通惠精选策略 FOF1 号	0.87	-16.43	1.82	股票型 FOF	2017.05.10
中再资产-FOF 稳健配置 1 号	0.78	0.35		债券型 FOF	2021.12.23
太平洋卓越 FOF 配置一号	0.63	0.19		债券型 FOF	2021.12.14
泰康资产-益泰 FOF 精选	-0.27	-1.98	5.21	债券型 FOF	2020.09.04
泰康资产-悦泰 FOF5 号	-0.47	-3.62		混合型 FOF	2021.12.03
人保资产安心 FOF3 号	-0.75	-1.28	6.01	混合债券型二级	2020.05.29
阳光资产-乾选 1 号 FOF 型	-1.05	-1.76		债券型 FOF	2021.07.08

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品投资范围约束条件并不披露，因此通过 Wind 获取的分类可能存在不恰当的情况；私募类产品存在数据不全或者有误的情况，数据可能存在偏差

3.2.2.企业年金资产管理业务

中国的养老保障体系主要由三大支柱共同构建：第一支柱是指政府主导的基本养老保险，包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险，主要用以保障参保人员退休后的基本生活；第二支柱是指由企业主导的企业年金和职业年金，属于补充养老保险，覆盖面相对较窄、惠及人群相对受限；第三支柱是指由个人主导的商业养老保险和养老保障产品，参与与否完全取决于个人意愿，2022 年问世的个人养老金政策将助力第三支柱发展壮大。

（1）企业年金业务市场概况

根据人力资源社会保障部社会保险基金监管局披露的数据，截至 2023 年三季度末，全国建立企业年金的企业数量为 13.87 万家，参加企业年金的职工 3102.95 万人，企业年金积累基金 3.12 万亿元。从待遇领取情况看，2023 年三季度末领取企业年金的人数为 231.72 万人，领取金额为 232.61 亿元。

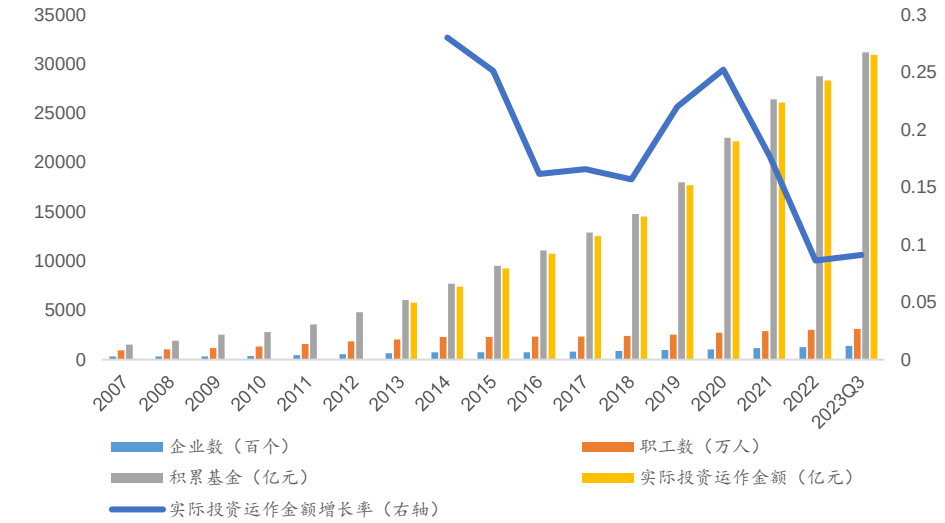
表 86　全国企业年金基金历年基本情况

时间	企业数量（家）	企业数量增长率	积累基金（亿元）	积累基金增长率	实际投资运作金额（亿元）	参加人数（万人）	参加人数增长率	企业年金历年投资收益率
2008	33100	3.44%	1911.00	25.81%		1038.00	11.73%	-1.84%
2009	33500	1.21%	2533.00	32.55%		1179.00	13.58%	7.80%
2010	37100	10.75%	2809.00	10.90%		1335.00	13.23%	3.41%
2011	44900	21.02%	3570.00	27.09%		1577.00	18.13%	-0.78%
2012	54700	21.83%	4821.00	35.04%		1847.00	17.12%	5.68%
2013	66120	20.84%	6034.71	25.18%	5783.60	2056.29	11.32%	3.67%
2014	73261	10.89%	7688.95	27.41%	7402.86	2292.78	11.53%	9.30%
2015	75454	3.00%	9525.51	23.89%	9260.30	2316.22	1.00%	9.88%
2016	76298	1.06%	11074.62	16.26%	10756.22	2324.75	0.39%	3.03%
2017	80429	5.37%	12879.67	16.30%	12537.57	2331.39	0.26%	5.00%
2018	87400	8.71%	14770.00	14.67%	14502.00	2388.00	2.45%	3.01%
2019	95963	9.84%	17985.33	21.77%	17689.96	2547.94	6.70%	8.30%
2020	105227	9.58%	22496.83	25.09%	22149.57	2717.53	6.67%	10.31%
2021	117529	11.69%	26406.39	17.38%	26077.44	2875.24	5.78%	5.33%
2022	128016	8.94%	28717.92	8.76%	28323.18	3010.29	4.71%	-1.83%
2023Q3	138709	8.36%	31159.00	8.50%	30,902.31	3102.95	3.08%	1.45%

资料来源：人力资源社会保障部社会保险基金监管局，华宝证券研究创新部

从企业年金的基本情况来看，截至 2023 年三季度末，企业数量增长率、职工数增长率、积累基金增长率整体均呈现持续回落态势，实际投资运作金额增速略有回升的情况下（由 2022 年的 8.61%小幅回升至 9.11%），积累基金规模的增长率却仍有所下滑，由 2022 年的 8.76%下滑至 8.50%，这在一定程度上还是与 2023 年企业年金基金投资收益有关，尽管较 2022 年有所回升，但仍不及之前水平。

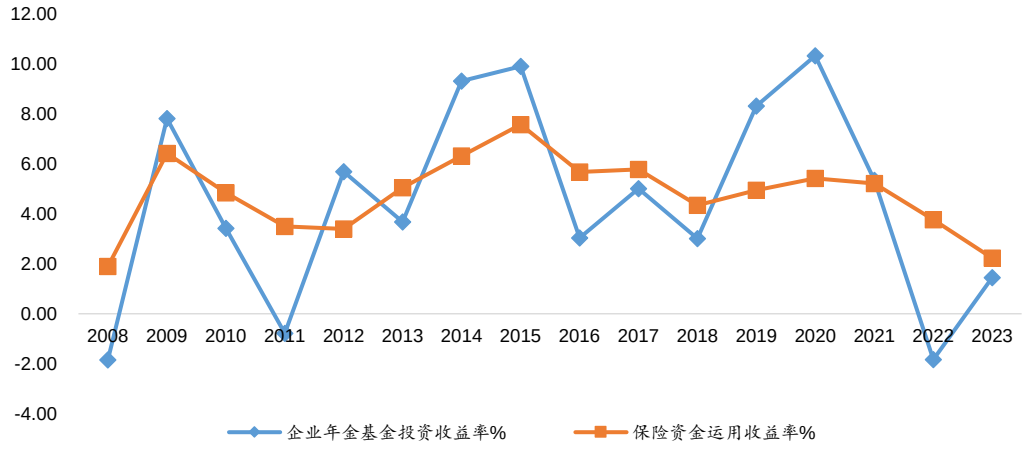
图 129 历年全国企业年金基本情况柱状图



资料来源：人力资源社会保障部社会保险基金监管局，华宝证券研究创新部

从企业年金基金的投资管理情况来看，截至 2023 年三季度末，企业年金实际运作资产金额为 3.09 万亿元，2023 年实现投资收益 401.35 亿元，加权平均收益率 1.45%，由负转正，但尚未回到 2021 年水平。与具有绝对收益目标的保险资金投资相比，企业年金基金的投资收益表现似乎更为“波澜起伏”，自 2020 年以来一路下滑至负收益，2023 年略有回升，而保险资金投资收益表现尽管在 2020 年以来也呈现下行态势，但整体幅度相对有限，以 2.23%的投资收益率略高于企业年金 1.45%的投资收益率。

图 130 历年全国企业年金基金投资收益率和保险资金投资收益率情况



资料来源：人力资源社会保障部社会保险基金监管局，国家金融监督管理总局，华宝证券研究创新部

注：企业年金基金投资收益率为 2023 年第三季度的数据，2023 全年数据尚未公布；保险资金投资收益率是指财务收益率

从企业年金的管理人来看，根据《企业年金基金管理办法》，一个企业年金计划应当仅有一个受托人、一个账户管理人和一个托管人，可以根据资产规模选择投资管理人。人社部表明自 2021 年 7 月起，将每三年开展一次企业年金基金管理机构资格的延续评审工作。截至 2023 年三季度末，具有企业年金基金管理资格的机构仍保持不变，共计 12 家企业年金基金受托人、18 家企业年金基金账户管理人、10 家企业年金基金托管人和 22 家企业年金基金投资管理人。

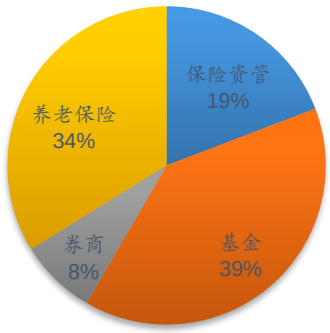
表 87 企业年金基金管理机构

	机构
受托人（12 家）	平安养老、太平养老、长江养老、国寿养老、泰康养老、人保养老 工商银行、招商银行、中国银行、农业银行 建信养老金 中信信托
账户管理人（18 家）	工商银行、交通银行、浦发银行、招商银行、光大银行、中信银行、民生银行、中国银行、农业银行 国寿养老、泰康养老、平安养老、长江养老、太平养老、人保养老、新华养老 建信养老金 华宝信托
托管人（10 家）	工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行 光大银行、中信银行、浦发银行、农业银行、民生银行
投资管理人（22 家）	海富通基金、华夏基金、南方基金、易方达基金、嘉实基金、招商基金、富国基金、博时基金、银华基金、国泰基金、工银瑞信基金 平安养老、太平养老、长江养老、国寿养老、人保养老、新华养老 中金公司、中信证券 华泰资产、泰康资产 建信养老金

资料来源：人力资源社会保障部社会保险基金监管局，华宝证券研究创新部

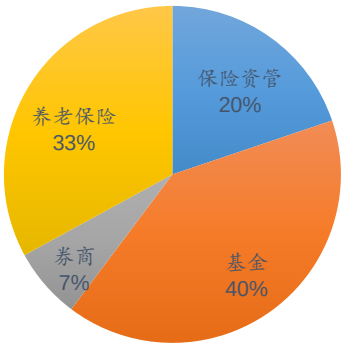
就企业年金基金市场份额而言，截至 2023 年三季度末，各类投资管理人所管理的组合资产规模占比结构与 2022 年三季度末基本一致，仍是以基金公司为主导、养老保险公司次之。具体而言，基金公司管理的组合资产规模占总规模的 40%，养老保险公司管理的组合资产规模占总规模的 33%。与组合资产规模总体的增幅（较 2022 年同期增长 12.20%）相比，保险资管公司和基金公司的规模增幅超越了整体，分别达 15.80%和 15.76%，养老保险公司管理的组合资产规模也呈现小幅增长，但增长幅度不及整体（9.38%），仅有券商的组合资产规模呈现下行，降幅达 2.20%。

图 131 2022 年三季度投资管理人管理的组合资产规模



资料来源：人社部社会保险基金监管局《全国企业年金基金业务数据摘要-2022 年三季度》，华宝证券研究创新部

图 132 2023 年三季度投资管理人管理的组合资产规模



资料来源：人社部社会保险基金监管局《全国企业年金基金业务数据摘要-2023 年三季度》，华宝证券研究创新部

聚焦于养老保险、养老金管理公司和保险资管公司，截至 2023 年三季度末，在受托人和账户管理人中，国寿养老的受托管理资产规模达 6843.51 亿元，管理的企业账户数量达 15482 个，均位于第一梯队；在投资管理人中，泰康资产、国寿养老、平安养老、长江养老、中国人民养老的组合资产规模超千亿，占保险行业公司管理的组合资产总规模的 87.80%。就业绩而言，在固定收益类组合方

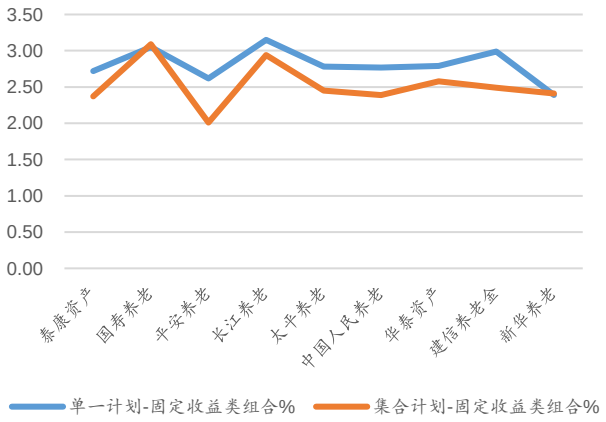
面，普遍表现较为稳健，其中长江养老表现更为亮眼，在含权益类组合方面，业绩表现分化，泰康资产更为突出，综合两方面，建信养老金的管理更为可圈可点。

表 88 保险机构企业年金牌照分布及管理情况（截至 2023 年三季度末）

企业年金牌照	保险机构									保险行业合计
受托人	国寿养老	平安养老	泰康养老	太平养老	长江养老	建信养老金	中国人民养老			
受托管理资产金额（亿元）	6843.51	4712.06	1848.94	1650.39	1504.56	1493.02	197.18			18249.66
账户管理人	国寿养老	建信养老金	长江养老	平安养老	泰康养老	太平养老	新华养老	中国人民养老		
企业账户数（个）	15482	13716	6421	1251	1301	552	313	17		39053
个人账户数（个）	2470807	3869640	1052994	503279	290359	78030	31611	3186		8299906
投资管理人	泰康资产	国寿养老	平安养老	长江养老	太平养老	中国人民养老	华泰资产	建信养老金	新华养老	
组合数（个）	899	808	554	186	229	285	132	165	10	3268
组合资产金额（亿元）	5222.90	3938.46	2670.98	1279.66	774.29	1012.02	817.99	352.32	17.25	16085.87

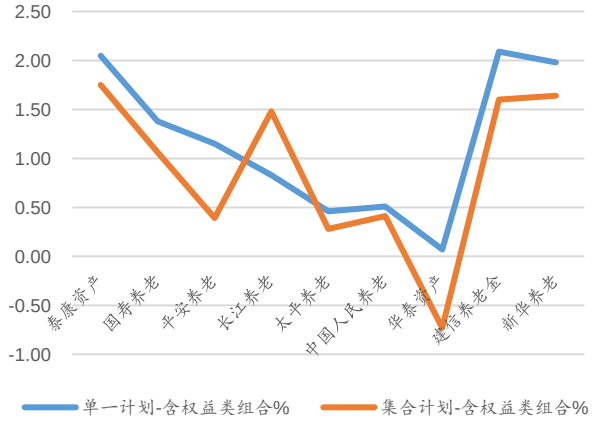
资料来源：人力资源社会保障部社会保险基金监管局，华宝证券研究创新部

图 133 2023 年前三季度加权平均收益率-固定收益类组合



资料来源：人社部社会保险基金监管局《全国企业年金基金业务数据摘要-2022 年三季度》，华宝证券研究创新部

图 134 2023 前三季度加权平均收益率-含权益类组合



资料来源：人社部社会保险基金监管局《全国企业年金基金业务数据摘要-2023 年三季度》，华宝证券研究创新部

（2）年金养老金产品评价

年金养老金产品是由企业年金基金投资管理人发行的，面向企业年金基金定向销售的企业年金基金标准投资组合。截至 2023 年三季度末，企业年金养老金产品已备案 649 个，实际运作 586 个，期末资产净值 2.31 万亿元，较年初增长 5.96%；2023 年以来投资收益率为 2.18%，较 2022 年的 0.08%出现了较为显著的回升。细分来看，在 2023 年权益震荡调整、债市走牛的大背景下，固收类资产较

权益类资产表现更为稳健，前者 2023 年以来的平均收益率达 3.09%，后者 2023 年以来仅录得了 5.34%的负收益。拉长时间维度来看，自年金养老金产品成立以来，截至 2023 年三季度末，累计投资收益率为 28.36%，较 2022 年底出现了 1.56%的涨幅。

表 89　2023 年三季度企业年金养老金产品分类汇总情况表

资产类型	产品类型		产品数（个）		期末资产净值（亿元）	本年以来投资收益率（%）	成立以来累积投资收益率（%）
			已备案	实际运作			
权益类资产	普通股票型		176	172	1282.50	-5.95	55.25
	股权型		3	2	-	-	34.68
	股票专项型		11	10	141.20	2.11	7.55
	港股股票型		12	12	40.95	-12.05	-39.88
	其他型		7	-	-	-	-
	小计		209	196	1464.65	-5.34	46.22
固定收益类资产	混合型		140	138	4794.98	1.77	35.04
	固定收益型	普通	136	135	10626.48	3.17	30.08
		存款	18	18	2183.89	2.69	10.52
		债券	4	4	433.29	3.40	29.51
		债券基金	-	-	-	-	-
		信托产品	64	34	583.27	2.51	27.00
		债权投资计划	37	27	1824.48	3.10	22.73
		其他	4	-	-	-	-
		小计	263	218	15651.41	3.09	24.69
	小计		403	356	20446.39	2.78	26.90
流动性资产	货币型		37	34	1163.82	1.85	28.45
其他投资资产	其他型		-	-	-	-	-
合计			649	586	23074.86	2.18	28.36

资料来源：人社部社会保险基金监管局《养老金产品业务数据摘要-2023 年三季度》，华宝证券研究创新部

根据 Wind 披露的年金养老金产品数据，我们分类对比了 853 只在 2023 年公开收益率信息的年金养老金产品。整体来看，853 只产品 2023 年的平均投资收益为-0.54%，较 2022 有所回升，其中固定收益型产品表现最为稳健，2023 年平均投资收益率达 2.96%。细分来看，权益型产品中仅有 1 只的股权型产品收益表现较佳，平均收益率为 3.77%；固定收益型产品中仅信托产品录得负收益，信托产品也对该类产品的整体收益表现造成了较大的拖累，存款、普通、债权计划、债券四小类收益表现较为类似，债券计划相较而言更为靠前，其中人民养老汇鑫 3 期和泰康资产-稳健回报 9 收益表现较为理想，分别以 6.44%和 6.37%的收益在同类产品中位于第一、第二，延续了其 2022 年的收益排名。

表 90　纳入统计的年金养老金产品概况

	分类	数量（只）	2023 年平均投资收益率（%）	2022 年平均投资收益率（%）
权益型	股票型	184	-11.08	-19.16
	股票专项型	10	-7.29	-11.59
	股权型	1	3.77	5.11
	合计	**195**	**-10.81**	**-18.69**

固定收益型	存款	145	3.35	4.29
	普通	134	3.35	0.52
	信托产品	50	-1.20	2.59
	债权计划	156	3.57	4.25
	债券	3	3.46	2.06
	合计	**488**	**2.96**	**2.77**
混合型		137	0.87	-3.55
货币型		33	2.48	2.56
合计		**853**	**-0.54**	**-3.99**

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 91　各类年金养老金产品中收益水平较高的产品

产品类型		产品名称	2023 年投资收益率（%）	2022 年投资收益率（%）	管理人
权益型产品	股票型	工银瑞信瑞祥	14.21	-24.36	工银瑞信基金管理有限公司
		泰康资产核心成长	12.62	13.56	泰康资产管理有限责任公司
		华泰优运量化	10.75	-21.92	华泰资产管理有限公司
	股票专项型	太平养老金福鸿	4.37	6.90	太平养老保险股份有限公司
		泰康资产-丰华	3.65	11.46	泰康资产管理有限责任公司
		国泰佳泰股票专项型	2.51	-10.27	国泰基金管理有限公司
	股权型	泰康资产-聚能 2	3.77	5.11	泰康资产管理有限责任公司
固定收益型产品	存款	泰康资产-稳盈增利 35	5.06	5.07	泰康资产管理有限责任公司
		泰康资产-稳盈增利 42	5.01	5.01	泰康资产管理有限责任公司
		泰康资产-稳盈增利 34	5.00	5.00	泰康资产管理有限责任公司
	普通	银华坤利	5.52	1.20	银华基金管理股份有限公司
		工银瑞信添益	5.28	-4.12	工银瑞信基金管理有限公司
		泰康资产安盈收益 2 号	5.16	1.19	泰康资产管理有限责任公司
	信托产品	新华养老稳信 1 号 5 期	5.75	5.74	新华养老保险股份有限公司
		中金安鑫 12 期	5.23	5.25	中国国际金融股份有限公司
		太平金福禄 14 期	5.02	5.03	太平养老保险股份有限公司
	债权计划	人民养老汇鑫 3 期	6.44	6.42	中国人民养老保险有限责任公司
		泰康资产-稳健回报 9	6.37	6.36	泰康资产管理有限责任公司
		太平养老金溢享	6.36	6.06	太平养老保险股份有限公司
	债券	国寿养老红盛债券型	4.70	2.72	中国人寿养老保险股份有限公司
		易方达安顺四季	3.40	1.63	易方达基金管理有限公司
		华泰优盛可转债	2.27	1.81	华泰资产管理有限公司
混合型产品		招商康如	12.89	-14.38	招商基金管理有限公司
		工银瑞信添金	7.27	-3.07	工银瑞信基金管理有限公司
		工银瑞信添瑞	7.27	-3.15	工银瑞信基金管理有限公司
货币型产品		长江金色年华	2.94	2.91	长江养老保险股份有限公司
		国泰金色年华货币型	2.85	2.83	国泰基金管理有限公司
		平安聚慧货币型	2.78	2.97	平安养老保险股份有限公司

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.2.3.个人养老保障体系建设

养老第三支柱参与与否完全取决于个人意愿，主要包括商业养老保险和养老保障产品两大类，其中商业养老保险更注重风险保障和长期资金管理，养老保障产品则更注重团体和个人养老储备管理。

（1）商业养老保险

个人税收递延型养老保险试点于 2018 年 5 月正式开启，允许在一定标准内税前扣除通过个人商业养老资金账户购买的商业养老保险的支出，且对计入个人商业养老资金账户的投资收益暂不征收个人所得税，在个人领取商业养老金时再征收个人所得税。但自试点以来，不论是规模，还是试点范围，发展均不及预期。虽然个人税收递延型养老保险试点并未取得预想中的效果，但却成功引发了关于进一步加快养老第三支柱建设的更多呼吁。

2021 年 6 月，旨在满足新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的长期养老需求的专属商业养老保险试点正式启动，并于 2022 年 3 月将试点范围扩大到全国并新纳入 10 家养老保险公司。2022 年 11 月，具有税收优惠的个人养老金政策重磅出台，强有力地支撑着养老第三支柱的发展壮大。在个人养老金如火如荼推进的 2023 年，个人税收递延型养老保险似乎一直“不温不火”，同为享受税延优惠政策的养老产品，个人养老金能给居民提供更大的选择空间，且两者在税前扣除额度上并不能叠加、存在一定的冲突，在此双重冲击下，个人税收递延型养老保险显得“举步维艰”。

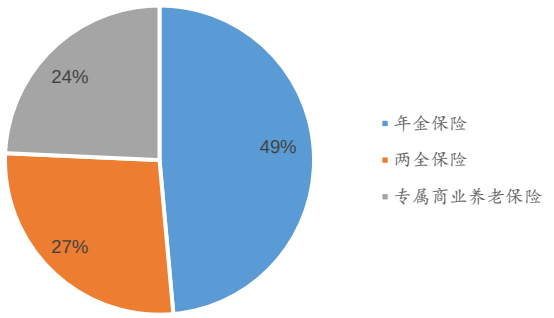
在此背景下，2023 年 8 月 31 日《关于个人税收递延型商业养老保险试点与个人养老金衔接有关事项的通知（征求意见稿）》出台，旨在将存在于不同制度框架下、本质相同的两类产品进行合并，以期居民能最大程度地享受到税收优惠。文件指出，原则上于 2023 年底前完成税延养老保险试点业务与个人养老金制度衔接的各项工作，如果客户已同时投保个人税收递延型养老保险和个人养老金，且二者合计交费超过 12000 元/年，则可申请退还超额部分保费。需要强调的是，并不是所有的个人税收递延型养老保险产品均能自动转化为个人养老金可投资的保险产品，需要与银保行业平台系统对接、并向国务院保险监督管理机构报送对接情况说明后才能进行转化，也并不是所有参与个人税收递延型养老保险试点的保险机构都能经营个人养老金业务。

截至 2023 年底，根据国家社会保险公共服务平台公布的保险类个人养老金产品名录，目前共有 70 只保险产品被纳入个人养老金产品名录，产品类型也从原先的专属商业养老保险扩容至年金保险和两全保险。就发行主体而言，国民养老保险旗下有 8 只产品被纳入，数量位居首位，其次是泰康人寿，有 6 只产品被纳入，太平养老、泰康养老、人保寿险、太保寿险并列第三，均有 5 只产品被纳入。

专属商业养老保险起步时间相对较晚，仅十余只产品在售，且大多都被纳入了个人养老金可投资产品名录，这与其投保简便、缴费灵活、能满足不同人群的投保需求的特性有关，也离不开配套政策的持续助力。2023 年 10 月 25 日，《关于促进专属商业养老保险发展有关事项的通知》出台，表明将进一步扩大经营专属商业养老保险业务的机构范围，满足一定条件的人身险公司均可经营专属商业养老保险业务，专属商业养老保险正式由试点迈向常态。降低准入门槛在一定程度上也将有利于丰富惠民产品供给，满足居民多样化的养老保障需求。在居民养老认知提升和政策大力配合的双重刺激下，专属商业养老保险的参保人群、保单规模稳步提升，根据国家金融监督管理总局有关数据，截至 2023 年底，专属养老保险保单件数约 74 万件、积累的养老准备金超过 106 亿元。

我们搜集统计了各保险公司官网公布的部分在售专属商业养老保险的结算利率数据信息， 2023 年，专属商业养老保险稳健型账户的结算利率在[2.10%,4.15%]之间，进取型账户的结算利率在[2.50%,4.25%]之间，尽管结算利率中枢较 2022 年有所下移，但在保险机构压降负债成本、定价于 3.50%的人身险产品大批量下架的大浪潮下，该结算利率仍然较为可观。不仅“保证利率+浮动利率”的收益模式能较好地适应不同的市场环境，且拉长时间维度来看，着眼于长期投资的专属商业养老保险，在应对养老保障这一长期问题上颇具优势。

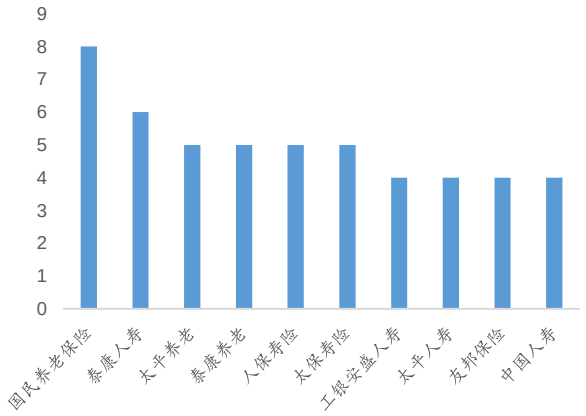
图 135 按类别分类的保险类个人养老金产品情况



资料来源：国家社会保险公共服务平台，华宝证券研究创新部

注：数据统计截至 2023 年底

图 136 按管理人分类的保险类个人养老金产品情况（只）



资料来源：国家社会保险公共服务平台，华宝证券研究创新部

注：由于篇幅有限，仅列示被纳入产品数量超 2 只的管理人，数据统计截至 2023 年底

表 92 部分在售专属商业养老保险产品业绩表现

管理人	产品名称	2023 年结算利率		2022 年结算利率	
		稳健型账户	进取型账户	稳健型账户	进取型账户
中国人寿	国寿鑫享宝专属商业养老保险	3.80%	3.30%	4.50%	5.00%
人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险	3.85%	4.00%	4.80%	5.10%
人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险(B 款)	3.85%	4.00%	-	-
太平人寿	太平岁岁金生专属商业养老保险	2.10%	4.00%	4.00%	5.10%
太平养老	太平盛世福享金生专属商业养老保险	3.00%	3.80%	5.10%	5.70%
泰康人寿	泰康臻享百岁专属商业养老保险	3.90%	4.10%	5.05%	5.50%
泰康人寿	泰康臻享百岁 B 款专属商业养老保险	3.80%	4.00%	4.80%	5.00%
国民养老	国民共同富裕专属商业养老保险	4.15%	4.25%	5.15%	5.60%
新华人寿	新华人寿卓越优选专属商业养老保险	3.50%	3.50%	5.00%	5.15%
太保寿险	太保易生福专属商业养老保险	3.60%	3.80%	4.30%	4.80%
新华养老	新华养老盈佳人生专属商业养老保险	4.00%	3.60%	4.60%	4.60%
泰康养老	泰康福亨百岁专属商业养老保险	3.00%	2.50%	-	-
恒安标准养老	恒安标准养老信天翁·启航专属商业养老保险	2.60%	3.00%	5.00%	5.60%
平安养老	平安养老富民宝专属商业养老保险	3.90%	3.80%	4.30%	4.50%
均值		3.50%	3.69%	4.72%	5.14%

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

注：结算利率即保险公司实际给客户结算的收益率

（2）养老保障管理业务

养老保障管理业务是指养老保险公司作为管理人，接受政府机关、企事业单位及其他社会组织等团体委托人和个人委托人的委托，为其提供养老保障以及与养老保障相关的资金管理服务，主要包括了团体养老保障产品和个人养老保障产品两大类。团体养老保障产品主要是为不具备建立企业年金计划的企业或希望提供更多激励机制的单位定制的综合薪酬激励方案；个人养老保障产品是面向个人满足其养老财富投资增值需求的产品。

顺应 2021 年底出台的《关于规范和促进养老保险机构发展的通知》，养老保险机构正在持续压降清理现有短期个人养老保障管理产品，并着力于向长期养老规划方向转型。根据已披露的 2023 年养老保障业务数据可得，个人养老保障管理产品的清盘还在持续进行中，大家养老已将 2022 年底 320.63 亿元的存量规模全部清盘。团体养老保障产品数据披露并不充分，因此暂不做过多的分析。

表 93 部分公司养老保障管理业务情况

公司	产品类型	2023 年存量资产规模（亿元）	2022 年存量资产规模（亿元）	2021 年存量资产规模（亿元）
太平养老	团体型	未公布	140.55	125.78
	个人型	未公布	266.19	498.46
长江养老	团体型	未公布	233.24	220.21
	个人型	清盘	清盘	937.43
人保养老	团体型	0.77	0.32	0.34
泰康养老	团体型	未公布	37.34	32.17
	个人型	未公布	-	-
新华养老	团体型	0.002	0.02	0.09
大家养老	团体型	0.21	未公布	0.45
	个人型	清盘	320.63	382.87

资料来源：各养老保险公司官网，华宝证券研究创新部

在创新型养老保障业务方面，2023 年是商业养老金试点开启元年，商业养老金不单单是金融产品，而是集养老规划、账户管理、金融产品于一体，旨在为居民提供覆盖全生命周期的养老资金稳健管理服务。与个人养老金不同，商业养老金不享受税收优惠，但与此同时，也没有 12000 元/年的限额，且可投资产品更为广泛，养老保险公司创设的各类商业养老金产品均可进行投资。双账户制管理是商业养老金的突出特色，即客户开设的商业养老金账户会下设锁定账户和持续账户，不同年龄段会对应不同的资金分配比例，分别对中长期养老资金和短期流动性资金进行管理。具体而言，旨在满足养老储备需求的锁定账户将保持封闭运作，满 60 周岁才可以领取，旨在满足流动性管理需求的持续账户可以购买不同期限的产品，产品到期后就可以进行领取。

按照风险收益特征，商业养老金产品大致可以分为四类：流动性管理类、固定收益类、混合类和权益类。此外，按照发行目的和管理方式，还可以分为目标日期型和期限保本型（浮动收益）。值得注意的是，期限保本型产品只能在锁定账户中进行购买，其余类型的产品一般来说在两类账户中都能进行购买，区别在于当选择在持续账户中进行购买时，会存在至少 30 天的最短持有期的限制（流动性管理类产品除外）。

首批参与商业养老金试点的有国寿养老、国民养老、太平养老、人保养老 4 家养老保险公司，目前共发行了 22 款商业养老金产品，其中国寿养老发行的产品数量最多、品类最丰富。早前，中国人寿在其官方微信公众号中发文公布了国寿养老商业养老金试点一周年的“答卷”（发文时间为 2024 年 1 月 20 日），截至 2023 年末，其商业养老金存量规模已达 80 亿元，有效账户数已超 34 万户，商业养老金发展势如破竹。根据国家金融监督管理总局公布的数据，自商业养老金试点以来，截至 2023 年底，已累计开户超 59 万，存量规模已突破百亿。

表 94 商业养老金产品

	产品名称	产品类别	账户
国民养	国民国泰民安 501 流动性管理商业养老金产品 A 款	流动性管理类	锁定账户/持续账户
	国民国泰民安目标日期 2038 商业养老金产品 A 款	混合类	锁定账户/持续账户
	国民国泰民安 101 期限保本型（三年滚动）商业养老金产品 A 款	混合类（期限保本型）	锁定账户

老	国民国泰民安 201 三十天滚动持有商业养老金产品 A 款	固定收益类	锁定账户/持续账户
	国民国泰民安 301 一年滚动持有商业养老金产品 A 款	混合类	锁定账户/持续账户
国寿养老	国寿养老安心乐享期限保本型（三年滚动（A 款）商业养老金产品	混合类（期限保本型）	锁定账户
	国寿养老安心年享商业养老金产品	混合类	锁定账户/持续账户
	国寿养老安心稳享商业养老金产品	混合类	锁定账户/持续账户
	国寿养老安心优享商业养老金产品	流动性管理类	锁定账户/持续账户
	国寿养老安心智享目标日期 2030 商业养老金产品	混合类（目标日期型）	锁定账户/持续账户
	国寿养老安心智享目标日期 2040 商业养老金产品	混合类（目标日期型）	锁定账户/持续账户
	国寿养老安心智享目标日期 2050 商业养老金产品	混合类（目标日期型）	锁定账户/持续账户
	国寿养老安心悦享商业养老金产品	固定收益类	锁定账户/持续账户
人保养老	人保养老温心岁月 1 号商业养老金产品	固定收益类	锁定账户/持续账户
	人保养老温心岁月 3 号商业养老金产品	固定收益类	锁定账户/持续账户
	人保养老贴心岁月期限保本型（三年滚动）商业养老金产品	混合类（期限保本型）	锁定账户
	人保养老舒心岁月商业养老金产品	流动性管理类	锁定账户/持续账户
	人保养老暖心岁月 1 号商业养老金产品	混合类	锁定账户/持续账户
太平养老	太平养老天天盈商业养老金产品	流动性管理类	锁定账户/持续账户
	太平养老稳盈宝壹号（三年滚动）商业养老金产品	混合类（期限保本型）	锁定账户
	太平养老安盈宝壹号商业养老金产品	固定收益类	锁定账户/持续账户
	太平养老满盈宝壹号商业养老金产品	混合类	锁定账户/持续账户

资料来源：各养老保险公司官网，华宝证券研究创新部

注：其中标红的为期限保本型产品

3.2.4.保险系公募业务——保险系公募扩容，FOF 发行热情降温

中国保险机构一般会通过三条路径来开展公募基金业务，分别是设立基金子公司（例如泰康基金）、收购基金公司（例如国联安基金和太平基金）和设立基金事业部（例如人保资产）。2022 年底，方正富邦基金实际控制人变更为中国平安，成功变身为“平安系”，保险系公募进一步扩容。截至 2023 年底，全市场共有 10 家保险系公募基金公司，其中仅有中国人保资产管理有限公司是设立基金事业部进行展业的，但也早已向证监会递交设立人保基金的申请、拟成立独立的公募基金管理公司。

截至 2023 年，保险系公募合计管理资产规模 13345.88 亿元，较 2022 年同期同比增加 17.32%，与方正富邦基金被纳入保险系公募有关。具体来看，平安基金以 5661.66 亿元的在管规模稳坐首把交椅，就增速而言，除泓德基金和浙商基金外，均出现了一定幅度的规模上行，其中国联安基金和泰康基金挤入千亿规模行列，涨幅分别达 33.91%和 12.02%。截至 2023 年底，管理规模超千亿的保险系公募共有 4 家，累计在管规模 10628.65 亿元，占保险系公募全部在管规模的 79.64%，头部效应凸显。

表 95　保险系公募规模（2023 年）

基金公司	2023 年基金数量（只）	2023 年管理资产规模合计(亿元)	2022 年管理资产规模合计(亿元)	管理资产规模同比增长%
平安基金管理有限公司	194	5661.66	5079.81	11.45%
国寿安保基金管理有限公司	98	2706.86	2303.50	17.51%
国联安基金管理有限公司	81	1240.92	926.66	33.91%
泰康基金管理有限公司	77	1019.21	909.86	12.02%
方正富邦基金管理有限公司	46	611.67	499.85	22.37%
太平基金管理有限公司	35	576.04	570.74	0.93%

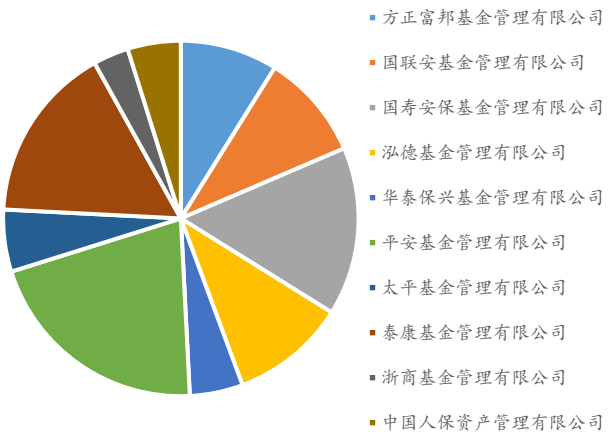
泓德基金管理有限公司	41	531.15	669.74	-20.69%
浙商基金管理有限公司	43	511.24	526.07	-2.82%
华泰保兴基金管理有限公司	27	337.82	295.90	14.17%
中国人保资产管理有限公司	21	149.31	93.55	59.60%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：基金数量是合并份额进行计算的，即只包含 A 份额

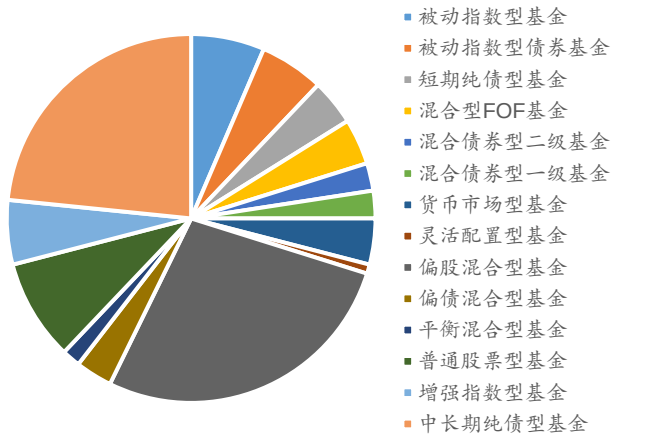
就新发基金而言，2023 年保险系公募新发基金 124 只（全部份额）。从管理人来看，发行数量排名前三的公司并未改变，依旧是平安基金、泰康基金和国寿安保基金。尽管平安基金仍是发行数量位居首位的，2023 年新发了 26 只产品，但发行数量较 2022 年已出现了较大幅度的回落，且新发产品中大幅减少了 FOF 的比例，以偏股混合型基金和中长期纯债型基金为主，股债比例基本保持一致；从产品类型来看，偏股混合型基金和中长期纯债型基金依旧是发行数量相对较多的品类，且较 2022 年，指数基金仍能维持一定的发行量，FOF 的发行热情出现明显降温。

图 137　2023 年保险系公募基金新发基金数量（分管理人）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 138　2023 年保险系公募基金新发基金数量（分类别）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 96　保险系公募基金在管产品情况（收益率排名前五）

基金公司	基金简称	投资类型(二级分类)	2023 年收益%	2023 年同类收益排名(二级分类)	2022 年收益%	2022 年同类收益排名(二级分类)
平安基金	平安富时中国国企开放共赢 ETF	被动指数型基金	17.91	27/1758	6.21	14/1425
	平安中证人工智能 ETF	被动指数型基金	11.50	71/1758	-34.00	1368/1425
	平安瑞兴一年定开 A	偏债混合型基金	8.81	4/1253	0.80	55/1054
	平安合泰定期开放	中长期纯债型基金	8.44	12/2398	2.26	1124/1996
	平安瑞兴一年定开 C	偏债混合型基金	8.27	8/1253	0.30	82/1054
国寿安保	国寿安保泰瑞纯债一年定开债	中长期纯债型基金	6.21	74/2398	2.13	1289/1996
	国寿安保安吉纯债半年	混合债券型一级基金	6.01	44/658	3.30	52/591
	国寿安保泰恒纯债	中长期纯债型基金	5.93	109/2398	2.07	1354/1996
	国寿安保尊益信用纯债	混合债券型一级基金	5.78	52/658	2.38	156/591
	国寿安保安锦纯债一年定开	混合债券型一级基金	5.44	69/658	1.90	266/591
国联安基金	国联安增盈纯债 A	中长期纯债型基金	5.32	230/2398	0.22	1935/1996
	国联安增盈纯债 C	中长期纯债型基金	5.30	232/2398	0.24	1932/1996
	国联安增富一年定开纯债	中长期纯债型基金	5.16	278/2398	2.16	1266/1996

	国联安增祺纯债 C	中长期纯债型基金	4.79	422/2398	1.63	1703/1996
	国联安增泰一年定开	中长期纯债型基金	4.67	466/2398	1.64	1698/1996
泰康基金	泰康景泰回报 A	偏债混合型基金	7.09	13/1253	-7.71	912/1054
	泰康景泰回报 C	偏债混合型基金	6.78	14/1253	-8.00	923/1054
	泰康瑞丰纯债 3 个月定开	混合债券型一级基金	5.92	48/658	1.07	368/591
	泰康安和纯债 6 个月	中长期纯债型基金	5.68	147/2398	1.50	1757/1996
	泰康年年红一年定开	混合债券型一级基金	4.96	112/658	1.96	250/591
方正富邦基金	方正富邦新兴成长 A	偏股混合型基金	6.84	97/3499	-26.14	1908/2616
	方正富邦新兴成长 C	偏股混合型基金	6.52	102/3499	-26.36	1942/2616
	方正富邦稳丰一年定开	中长期纯债型基金	6.23	72/2398		
	方正富邦添利 A	中长期纯债型基金	5.37	210/2398	3.18	278/1996
	方正富邦添利 C	中长期纯债型基金	5.19	267/2398	2.97	362/1996
太平基金	太平中证 1000 指数增强 A	增强指数型基金	5.46	5/376		
	太平 MSCI 香港价值增强 A	被动指数型基金	5.32	186/1758	1.82	27/1425
	太平中证 1000 指数增强 C	增强指数型基金	5.02	6/376		
	太平 MSCI 香港价值增强 C	被动指数型基金	4.90	205/1758	1.41	30/1425
	太平恒久纯债	中长期纯债型基金	4.35	615/2398	0.38	1916/1996
泓德基金	泓德睿享一年持有 A	偏债混合型基金	8.00	11/1253	-8.11	928/1054
	泓德睿享一年持有 C	偏债混合型基金	7.56	12/1253	-8.47	941/1054
	泓德裕泰 A	混合债券型二级基金	5.43	29/883	5.07	1/697
	泓德裕泰 C	混合债券型二级基金	5.08	37/883	4.70	3/697
	泓德裕和纯债 A	混合债券型一级基金	3.59	311/658	-0.08	445/591
浙商基金	浙商兴盛一年定开债	中长期纯债型基金	6.59	43/2398	0.31	1920/1996
	浙商聚盈纯债 A	中长期纯债型基金	4.07	760/2398	2.27	1107/1996
	浙商兴永纯债定开	中长期纯债型基金	3.94	830/2398	1.99	1445/1996
	浙商聚盈纯债 C	中长期纯债型基金	3.85	881/2398	2.06	1367/1996
	浙商丰顺纯债	中长期纯债型基金	3.42	1252/2398	1.73	1654/1996
华泰保兴基金	华泰保兴吉年丰 A	偏股混合型基金	4.17	142/3499	-38.42	2570/2616
	华泰保兴吉年丰 C	偏股混合型基金	3.96	148/3499	-38.55	2572/2616
	华泰保兴尊颐定开	混合债券型一级基金	3.90	261/658	1.83	279/591
	华泰保兴久盈 63 个月定开	中长期纯债型基金	3.83	905/2398	3.95	118/1996
	华泰保兴安悦 A	中长期纯债型基金	3.77	941/2398	1.98	1458/1996
人保资产	人保利丰纯债 A	中长期纯债型基金	3.95	824/2398		
	人保福欣 3 个月定开 A	中长期纯债型基金	3.29	1365/2398	2.06	1374/1996
	人保福欣 3 个月定开 C	中长期纯债型基金	3.21	1454/2398	1.95	1491/1996
	人保鑫瑞中短债 A	短期纯债型基金	3.07	419/703	1.92	316/484
	人保安和一年定开	中长期纯债型基金	2.89	1754/2398		

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.行业展望：创新破局，应势而谋

自 2003 年人保资产、国寿资产获批成立以来，中国保险资管迎来了从无到有、从小到大、全面发展转型的 20 周年。立足当下，在放开外资保险公司持股比例限制等高水平开放政策的助推下，外资积极布局中国保险资管市场，截至 2023 年底，中国共有 34 家保险资管公司，管理资产总规模超

25 万亿元，其中有 1 家为外商独资（安联资管），有 4 家为中外合资（工银安盛资管、交银康联资管、中信保诚资管、招商信诺资管）。

2022 年是资管新规正式落地后的第一年，保险资管迎来了相对独立、成体系的监管制度（《保险资产管理公司管理规定》，本章简称保险资管新规），一扫此前存在的诸多束缚，大步走向高质量发展之路。除了行业本身发生的变革，2022 年个人养老金的出台也为保险资管带来了新的发展机遇。而在刚刚过去的 2023 年，金融监管格局出现大变革，“一行一局一会”的双峰监管雏形显现，在“强监管、严监管、长牙带刺、敢于亮剑”的监管总基调下，保险资管行业的监管也日趋严密，但与此同时，为充分发挥保险资管长期积累的投资优势、助力实体经济高质量转型，保险资管也迎来了业务范围的扩容，符合条件的保险资管可以开展交易所 ABS 和 REITs 业务。对于保险资管而言，2023 年风险与机遇并存，如何在坚守本业的基础上探寻新的业务增长点，是其一直在努力奋进的方向。

展望未来，我们认为保险资管应重点关注以下方面：

第一，根植主业，开拓边界，创新破局。保险资金一直以来就是保险资管最主要的管理资金来源，尽管近年来管理资金来源有所拓宽，保险资金的绝对地位依然牢固。保险资管始终要根植于保险资金追求的绝对收益目标，持续打磨研究能力和资产配置能力。与此同时，保险资管新规使得保险资管产品与其他资管产品站在了同一起跑线，充分发挥区别于其他机构的独特优势是保险资管突出重围的必然选择。保险资管擅长大类资产配置、中长期固收投资和另类资产投资，除了继续给客户提供以绝对收益为目的、稳健的资产管理服务外，保险资管还应在有效防控风险的前提下，从客户的实际需求出发，对产品的设计方式、运作模式等进行不断地创新迭代，为客户提供种类丰富的优质投资选项。

第二，应势而谋，服务养老金融大文章。2020 年党的十九届五中全会首次将“应对人口老龄化”上升至国家战略层面，2023 年养老金融作为高质量发展五篇大文章之一，首次在中央金融工作会议中被正式提出，在顶层建设不断完善的过程中，养老的战略重要性日益提升。在政策不断推动下，个人养老金、商业养老金应运而生，逐步打开了养老第三支柱的发展空间。面对养老市场带来的机遇，各机构纷纷下场，而有着长期资金管理经验、绝对收益投资能力突出的保险资管，天然适配养老金的投资管理，颇具安全性、收益稳健、投资期限较长的保险资管产品也与养老金配置的产品特征相适配。

因此，对于保险资管而言，在投资端，要发挥自身优势，保证固收投资稳健性的同时，强化权益投资能力，促进养老金的保值增值，切实维护好人民养老的“钱袋子”；在产品端，尽管债权投资计划已被纳入企业年金的投资范围，但在个人养老金问世的新时代，其存量规模暂时难以满足养老金的大额配置需求，能带来持续稳定收益、养老属性凸显的产品是市场亟需的，保险资管应立足市场需求，为养老金投资提供更丰富多样的适宜选择。整体而言，保险资管凭借其兼具资产端和负债端双重功能的优势，将养老金投资管理、养老金产品供给、养老金投顾、养老保障等服务有机串联，构建起覆盖全生命周期、全养老需求的综合性养老服务体系，助力养老第三支柱更进一步。

第三，发挥经济减震器和社会稳定器功能，为实体经济添砖加瓦。高质量发展首次在党的十九大报告中被提及，转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力是高质量发展的主攻方向，随后在各种政策文件、会议中被多次重复。在经济高质量发展转型的过程中，盘活存量资产是重中之重，资产证券化需求高增，而保险资金的长期属性与存量资产本身的长期融资需求较为吻合，叠加保险资管能提供专业管理能力的支持，其重要性不言而喻。展望未来，一方面，保险资管可以面向国家战略支持的重点领域，例如基础设施建设、科创、ESG 等，持续提供债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等另类投资产品；另一方面，交易所 ABS 和 REITs 业务对保险资管开放，为资产证券化市场提供了又一新的优质主体，丰富了实体经济的融资渠道，多元化 ABS 产品的供给也能有效降低实体经济的融资成本。

六、2023 年投连险年度报告

1.华宝证券分类体系

我们根据不同的风险收益结构，将国内现有的投连险品种进行了两级分类。其中，一级分类有 6 类，分别是指数型、激进型、混合型、债券型和货币型，以及类固定收益类（2014 年 8 月期新增）；二级分类共有 8 类，将一级分类中的混合型细分为混合激进型和混合保守型，将债券型细分为增强债券型和全债型。

表 97　华宝证券分类标准

一级分类	二级分类	分类标准	
		按权益投资分	按投资股票基金比例分
指数型	指数型	采取指数化策略	指数化策略
激进型	激进型	权益配置比例在 70%以上	80%以上
混合型	混合激进型	权益配置比例在 40%－70%	50%-80%
	混合保守型	权益配置比例在 20%－40%	20%-50%
债券型	增强债券型	可投债券型基金，或者少量权益类投资	20%以下
	全债型	不投资权益，仅投资于债券和货币市场	0%（80%以上债券）
货币型	货币型	投资于货币市场比例在 80%以上	0%（80%以上货币市场）
类固定收益型	类固定收益型	投资范围包括债权计划、不动产计划以及固定收益类信托计划等非标准化资产	—

资料来源：华宝证券研究创新部

注：上述两大分类标准满足其中的一个即可；目前纳入统计的指数型投连险账户均为股票指数型

2.纳入统计的投连险账户规模情况

我们从各保险公司投连险业务披露报告（月报、季报、半年报、年报）中摘录出各投连险账户最新规模数据，并通过对摘录数据的统计分析，以及对部分缺失数据的合理估算，整理各投连险账户规模如下。

2.1.各保险机构旗下投连险账户规模情况

根据各大保险机构 2021 年-2023 年月报、中报和年报中披露的相关信息，截至 2023/12/31，已纳入排名统计的 217 只投连险账户最新总规模为 1924.30 亿元。具体到各家公司看，泰康人寿旗下共计 18 只投连险账户纳入排名统计，总规模 662.48 亿元，位居首位；弘康人寿和中信保诚人寿紧随其后，均有 8 只投连险账户纳入排名统计，总规模分别达 338.77 亿元和 280.97 亿元。

表 98　投连险账户规模排名前十的保险公司

公司名称	最新可得投连险账户规模（亿元）	旗下纳入统计投连险账户数量（只）
泰康人寿	662.48	18
弘康人寿	338.77	8
中信保诚	280.97	8
恒大人寿	200.34	3
中国平安人寿	178.14	6

国华人寿	49.97	7
友邦保险	41.29	5
汇丰	26.52	7
工银安盛	24.83	3
光大永明	24.64	11

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

注：统计标的为 2023 年纳入华宝投连险账户排名的 217 只投连账户，未公布 2023 年底规模数据的账户以截至 2023/12/31 可获取的最新披露规模数据替代；其中恒大人寿已将业务转交给海港人寿，但目前尚未投连险的规模数据披露，目前统计的规模截至到 2021 年底

2.2.投连险分类账户规模情况

截至 2023 年底，已纳入统计的各类投连险账户规模从高到低排序如下表所示，具体来看，激进型账户 46 只，最新总规模为 665.89 亿元，占总规模的 34.60%，排名第一；其次是类固定收益型账户共计 26 只，最新总规模 629.74 亿元，占比 32.73%；混合型账户共计 68 只，最新总规模 381.60 亿元，占比 19.83%，位居第三。

表 99 各类别投连险账户最新规模汇总

投连险账户分类	最新可得投连险账户规模（亿元）	纳入排名统计投连险账户数量（只）
激进型	**665.89**	**46**
类固定收益型	**629.74**	**26**
混合型	**381.60**	**68**
混合激进型	250.07	28
混合保守型	131.53	40
债券型	**204.96**	**31**
增强债券型	178.25	15
全债型	26.71	16
货币型	**40.76**	**40**
指数型	**1.35**	**6**

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

注:统计标的为 2023 年纳入华宝投连险账户排名的 217 只投连账户,未公布 2023 年底规模数据的账户以截至 2023/12/31 可获取的最新披露规模数据替代

表 100 各分类投连险账户规模之首

账户二级分类	华宝账户名称	最新规模时点	最新规模-亿元	投资管理人
激进型	泰康行业配置型	2023/6/30	227.62	泰康人寿
类固定收益型	恒大稳赢增值	2021/6/30	161.19	恒大
混合激进型	中信保诚成长先锋	2023/6/30	90.15	中信保诚
混合保守型	平安发展	2023/6/30	83.30	中国平安人寿
增强债券型	中信保诚稳健配置	2023/6/30	122.88	中信保诚
全债型	中信保诚优选全债	2023/6/30	12.82	中信保诚
货币型	泰康 e 理财货币避险型	2023/6/30	21.77	泰康人寿
指数型	建信指数成长型	2022/12/31	0.81	建信人寿

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

注：统计标的为 2023 年纳入华宝投连险账户排名的 217 只投连账户，未公布 2023 年底规模数据的账户以截至 2023/12/31 可获取的最新披露规模数据替代；华宝账户名称是指在华宝分类体系下投连险账户的名称（下同）

3.中国投连险账户收益情况总览

3.1.市场回顾

2023 年，权益市场先扬后抑、全年震荡调整，在存量资金博弈背景下，风格层面演绎出明显的大盘向下、小盘占优、微盘更强的特征；债券市场全年行情围绕着预期修正和经济修复进程展开，整体表现较为稳健，债券指数稳步上扬，资产荒逻辑持续演绎。具体来看，关于权益市场，全年沪深 300 指数下跌 11.38%，中证 500 指数下跌 7.42%；关于债券市场，全年中债总指数（总值）全价指数上涨 1.63%，中债企业债总指数（总值）全价指数上涨 2.38%，中债国债总指数（总值）全价指数上涨 2.19%。

表 101　2023 年市场主要指数收益

重要指数	2023 年区间涨跌幅（%）
沪深 300	-11.38
中证 500	-7.42
中债总指数（总值）全价指数	1.63
中债企业债总指数（总值）全价指数	2.38
中债国债总指数（总值）全价指数	2.19

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

3.2.中国投连险账户收益情况汇总

2023 年共有 217 个投连险分类账户纳入我们的排名体系，全年收益区间为 [-24.87%，4.87%]，收益均值为-3.80%，其中权益仓位相对较低的投连险账户表现相对较优。各账户平均累计年度收益情况如下表所示。

表 102　2023 年投连险二级账户回报统计

一级分类	指数型	激进型	混合型		债券型		类固定收益型	货币型	总计
二级分类			混合激进型	混合保守型	增强债券型	全债型			
账户个数	6	46	40	28	16	15	26	40	217
均值(简单平均,%)	-10.57	-10.19	-8.36	-4.60	1.01	1.41	2.12	1.96	-3.80
最小值(%)	-19.53	-24.87	-21.24	-12.72	-1.16	-0.66	-2.57	-0.97	-24.87
最大值(%)	-2.87	4.87	0.43	1.63	2.89	3.86	4.78	4.50	4.87

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

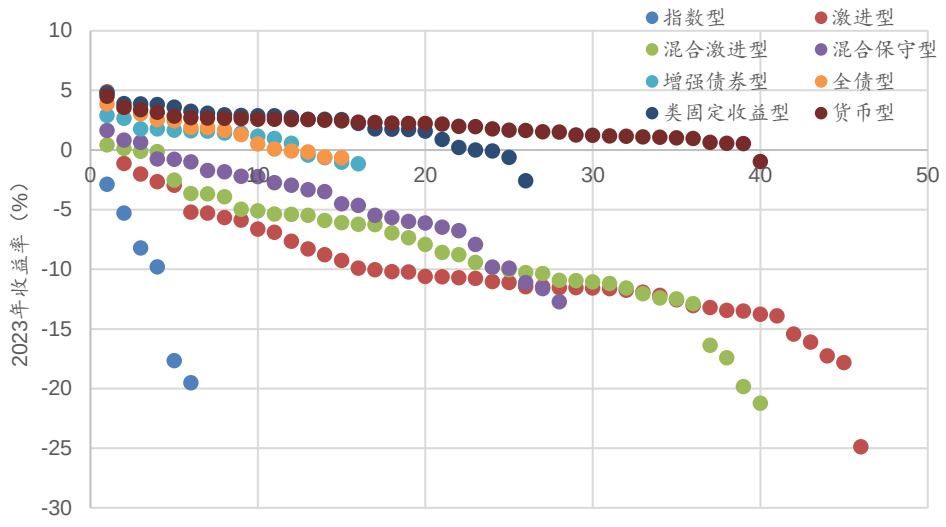
表 103　2023 年投连险账户收益及可比指数基金产品收益

投连险账户类型	2023 年平均收益率%	基金指数类型	2023 年涨跌幅%
指数型	-10.57	万得股票指数型基金指数	-8.29
激进型	-10.19	万得普通股票型基金指数	-11.68
混合激进型	-8.36	万得偏股混合型基金指数	-13.52

混合保守型	-4.60	万得偏债混合型基金指数	-0.96
增强债券型	1.01	万得债券型基金指数	2.87
全债型	1.41	万得债券型基金指数	2.87
类固定收益型	2.12	——	——
货币型	1.96	万得货币市场基金指数	1.91

资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

图 139　投连险账户 2023 年收益率情况



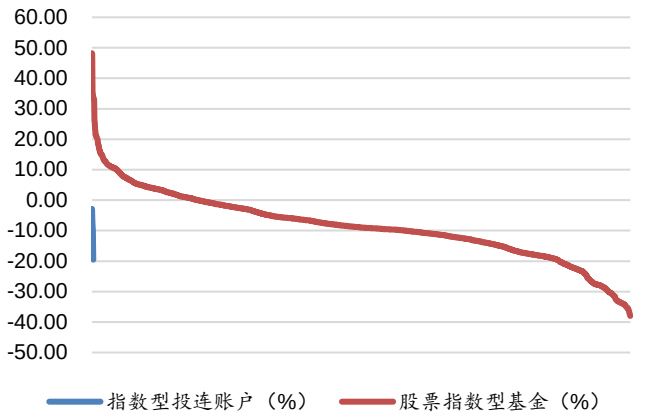
资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

4.中国投连险账户市场表现分类点评

4.1.指数型账户

2023 年，指数型账户的平均收益为-10.57%。根据华宝证券分类标准，目前共有 6 只指数型投连险账户纳入排名统计，年度平均累计收益率为-10.57%。指数型投连险账户 2023 年收益位于股票指数型基金收益率排名的[28.34%, 86.37%]分位数区间内。

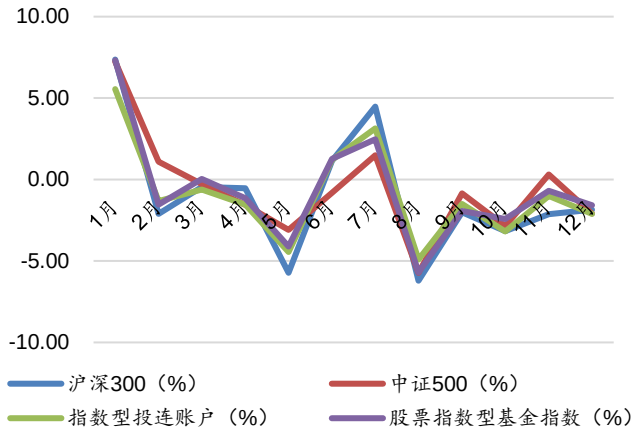
图 140　2023 年指数型投连险账户与股票指数型基金收益



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

注：股票指数型基金是指 Wind 二级分类为被动指数型股票基金和增强指数型股票基金的基金产品

图 141　2023 年指数型投连险账户月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 104　指数型投连险账户 2023 年累计收益率表现

数据截止日期：2023/12/29 华宝账户名称	2023 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报（%）	排名	回报（%）	排名	回报（%）	排名	
同方全球指数加强型	-2.87	1/6	-14.26	1/6	-15.33	1/6	同方全球
中英指数型	-5.30	2/6	-20.64	2/6	-21.96	2/6	中英
中英指数增强型	-8.23	3/6	-24.66	3/6	-26.57	3/6	中英
中德安联指数优势型	-9.81	4/6	-26.98	4/6	-32.04	4/6	中德安联
建信指数成长型	-17.67	5/6	-38.51	5/6	-36.41	5/6	建信人寿
光大永明指数型	-19.53	6/6	-45.83	6/6	-48.46	6/6	光大永明

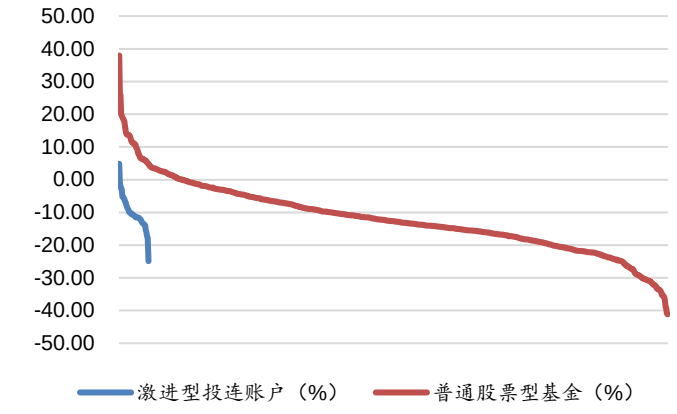
资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

4.2.激进型账户

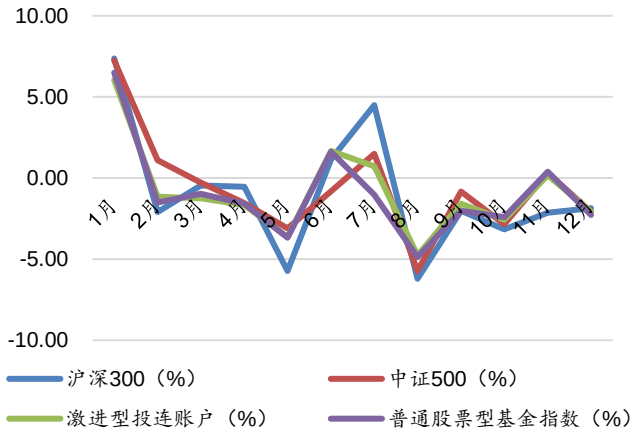
2023 年，激进型账户的平均收益为-10.19%。根据华宝证券的分类标准，目前共有 46 只激进型投连险账户纳入统计，平均年度累计收益为-10.19%。激进型投连险账户 2023 年收益位于普通股票型基金收益率排名的[5.33%, 91.71%]分位数区间内。

图 142　2023 年激进型投连险账户与普通股票型基金收益



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

图 143　2023 年激进型投连险账户月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 105　部分激进型投连险账户 2023 年累计收益率表现

数据截止日期：2023/12/29	2023 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
华宝账户名称	回报（%）	排名	回报（%）	排名	回报（%）	排名	
泰康优选成长型	4.87	1/46	-8.58	1/46	26.88	1/46	泰康人寿
8020 进取型（原中美）	-1.14	2/46	-21.19	4/46	-25.45	20/46	中美联泰大都会
联泰大都会 8020 进取型	-2.01	3/46	-21.38	5/46	-24.43	15/46	中美联泰大都会
中意积极进取	-2.65	4/46	-26.46	16/46	-19.55	7/46	中意
泰康多策略优选	-2.97	5/46	-22.46	7/46	-17.27	3/46	泰康人寿
太平蓝筹成长型	-5.21	6/46	-29.46	23/46	-41.85	40/46	太平
瑞泰财智进取	-5.29	7/46	-22.69	8/46	-21.39	8/46	瑞泰
德华安顾进取型壹	-5.66	8/46	-15.61	2/46	-28.46	28/46	德华安顾
泰康行业配置型	-5.89	9/46	-22.07	6/46	-17.91	4/46	泰康人寿
同方全球精彩型	-6.65	10/46	-24.82	10/46	-18.95	6/46	同方全球
泰康积极成长型	-6.91	11/46	-30.67	28/46	-36.94	38/46	泰康人寿
华泰进取型	-7.64	12/46	-29.68	25/46	-13.75	2/46	华泰人寿
泰康进取型	-8.31	13/46	-26.18	15/46	-18.24	5/46	泰康人寿
瑞泰财智成长	-8.78	14/46	-25.96	13/46	-22.97	10/46	瑞泰
瑞泰成长型	-9.26	15/46	-24.71	9/46	-24.53	16/46	瑞泰
汇丰汇锋进取	-9.91	16/46	-31.79	34/46	-22.37	9/46	汇丰
中英积极型	-10.05	17/46	-25.97	14/46	-27.25	25/46	中英
招商信诺锐取 A 型	-10.21	18/46	-38.13	43/46	-43.74	42/46	招商信诺
中宏股票型	-10.23	19/46	-28.22	20/46	-23.74	12/46	中宏
同方全球积极型	-10.60	20/46	-30.20	26/46	-26.83	23/46	同方全球

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：篇幅有限，本表格仅列出收益率前 20 标的；受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

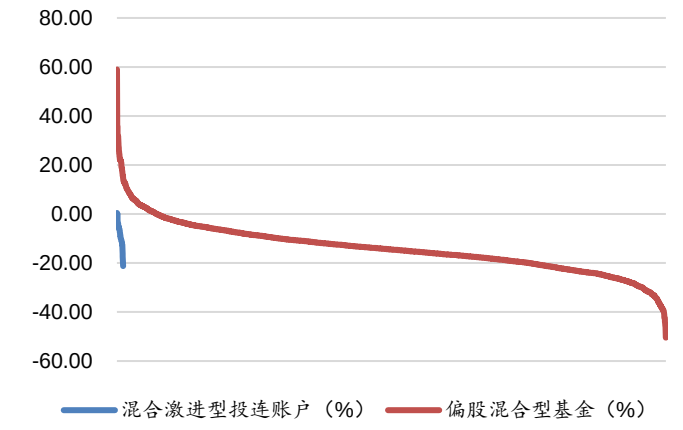
4.3.混合型账户

2023 年，混合型账户的平均收益为-6.81%。按照华宝证券投连险分类标准，混合型账户投资于权益类资产的比例约在 20%-70%。目前共有 68 只混合型投连险账户纳入统计，具体到其下设的两个二级分类账户来看，混合激进型与混合保守型各有 40 只和 28 只产品。混合激进型的权益配置比例在 40%-70%，混合保守型的权益配置比例在 40%以下。

（1）混合激进型账户：平均收益-8.36%

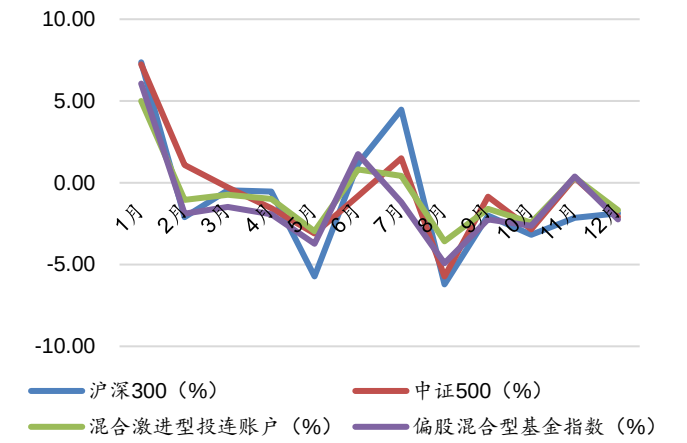
2023 年纳入统计的 40 只混合激进型账户整体平均年度累计收益为-8.36%，其中仅有 2 只录得正收益。从混合激进型投连险账户月度收益表现与偏股混合型基金表现对比来看，混合激进型投连险账户 2023 年收益位于偏股混合型基金收益率排名的[6.93%,78.42%]分位数区间内。

图 144　2023 年混合激进型投连险与偏股混合型基金收益



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

图 145　2023 年混合激进型投连险账户月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 106　部分混合激进型投连险账户 2023 年累计收益率表现

数据截止日期：2023/12/29	2023 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
华宝账户名称	回报（%）	排名	回报（%）	排名	回报（%）	排名	
中意增长理财	0.43	1/40	-17.29	6/40	-0.53	4/40	中意
联泰大都会 5545 平衡型	0.12	2/40	-14.00	4/40	-14.33	8/40	中美联泰大都会
5545 平衡型（原中美）	-0.10	3/40	-15.01	5/40	-15.97	13/40	中美联泰大都会
中德安联安赢慧选 2 号	-0.14	4/40	-20.18	10/40	20.88	1/40	中德安联
中宏灵活配置型	-2.54	5/40	-8.53	1/40	1.85	3/40	中宏
瑞泰平衡型	-3.65	6/40	-13.87	2/40	-5.04	5/40	瑞泰
泰康安盈回报	-3.70	7/40	-20.73	14/40	-29.15	32/40	泰康人寿
中宏稳健成长型	-3.93	8/40	-20.24	11/40	-20.95	15/40	中宏
汇丰平衡增长	-4.97	9/40	-19.31	9/40	-15.27	10/40	汇丰
中意策略增长	-5.09	10/40	-25.66	24/40	-23.56	20/40	中意
瑞泰财智平衡	-5.37	11/40	-22.17	17/40	-17.70	14/40	瑞泰
太平智选动力增长型	-5.40	12/40	-25.10	23/40	-30.28	35/40	太平
太平精选平衡型	-5.49	13/40	-22.99	19/40	-28.26	31/40	太平
北大方正成长型	-5.92	14/40	-31.78	34/40	-23.48	19/40	北大方正

太平均衡收益型	-6.09	15/40	-24.09	20/40	-32.27	36/40	太平
华泰平衡型	-6.23	16/40	-25.87	25/40	-12.17	6/40	华泰人寿
中英平衡型	-6.27	17/40	-18.97	8/40	-14.56	9/40	中英
国寿平衡增长	-6.96	18/40	-20.43	13/40	-21.01	16/40	中国人寿
太平智胜动力增长型	-7.36	19/40	-26.99	27/40	-29.32	33/40	太平
工银安盛卓越	-7.94	20/40	-21.30	16/40	-15.91	12/40	工银安盛

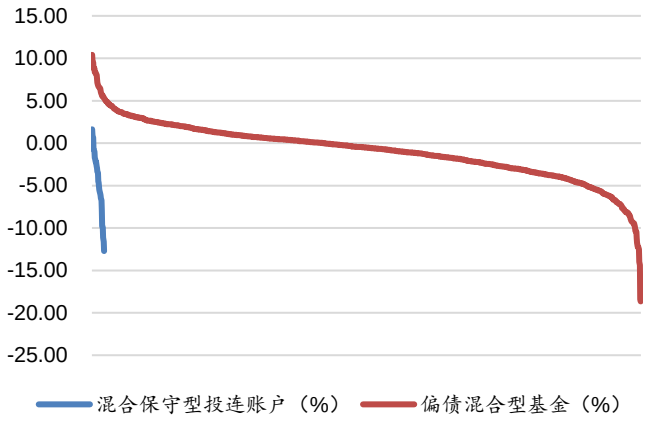
资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：篇幅有限，本表格仅列出收益率前 20 标的；受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

（2）混合保守型账户：平均收益-4.60%

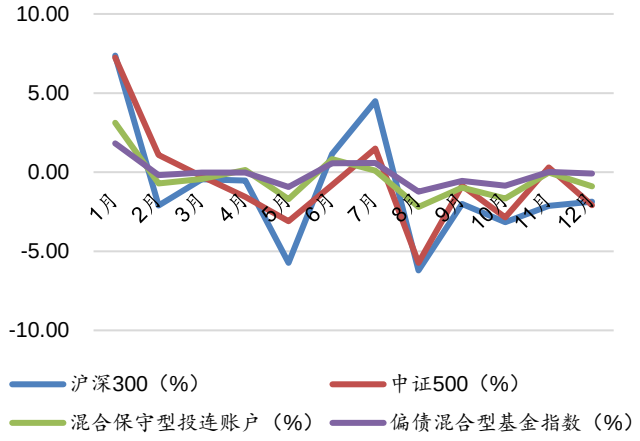
2023 年纳入统计的 28 只混合保守型账户整体平均年度累计收益为-4.60%，录得正收益的仅有 3 只。从混合保守型投连险账户月度收益表现与偏债混合型基金表现对比来看，混合保守型投连险账户 2023 年收益位于偏债混合型基金收益率排名的[19.32%，99.76%]分位数区间内。

图 146　2023 年混合保守型投连险与偏债混合型基金收益



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

图 147　2023 年混合保守型投连险账户月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 107　部分混合保守型投连险账户 2023 年累计收益率表现

数据截止日期：2023/12/29	2023 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
华宝账户名称	回报（%）	排名	回报（%）	排名	回报（%）	排名	
陆家嘴国泰平衡型	1.63	1/28	-6.36	5/28	-1.42	5/28	陆家嘴国泰人寿
光大永明平衡型	0.82	2/28	-13.99	13/28	-10.16	15/28	光大永明
联泰大都会 3070 稳健型	0.63	3/28	-5.23	2/28	-5.33	8/28	中美联泰大都会
中信保诚平衡增长	-0.76	4/28	-19.76	20/28	-21.10	24/28	中信保诚
混合偏债型基金（原中美）	-0.79	5/28	-4.72	1/28	0.61	3/28	中美联泰大都会
太平智优平衡稳健型	-1.00	6/28	-5.95	4/28			太平
联泰大都会混合偏债型	-1.74	7/28	-5.26	3/28	-0.34	4/28	中美联泰大都会
太平人寿智胜平衡稳健型	-1.83	8/28	-17.46	16/28	14.23	1/28	太平
瑞泰财智增值	-2.21	9/28	-16.09	14/28	-8.92	12/28	瑞泰
工银安盛稳健	-2.23	10/28	-8.77	7/28	-6.50	9/28	工银安盛
友邦稳健组合	-2.76	11/28	-10.02	8/28	-5.03	7/28	友邦保险

泰康平衡配置型	-2.96	12/28	-11.56	9/28	-8.49	10/28	泰康人寿
太平人寿智选忠诚保证型	-3.34	13/28	-19.68	19/28	11.00	2/28	太平
北大方正平衡型	-3.51	14/28	-20.92	23/28	-11.97	18/28	北大方正
同方全球成长型	-4.52	15/28	-13.86	11/28	-8.76	11/28	同方全球

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：篇幅有限，本表格仅列出收益率前 15 标的；受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

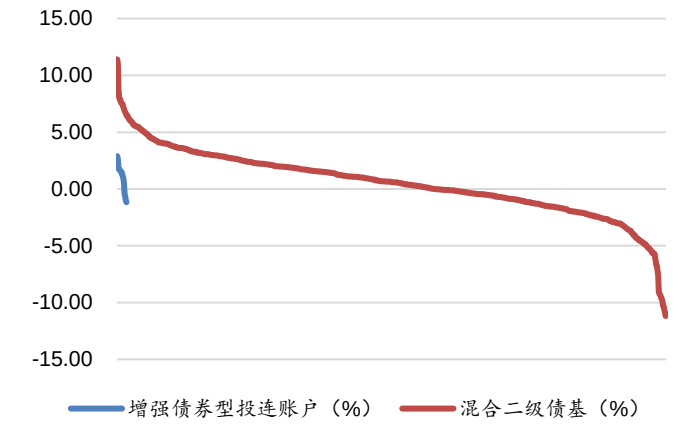
4.4.债券型账户

2023 年，债券型账户的平均收益为 1.20%。按照华宝证券投连险分类标准，目前共有 31 只债券型投连险账户纳入统计，该账户下设两个二级分类账户：增强债券型和全债型，分别有 16 只和 15 只产品。增强债券型可投债券型基金，或者少量权益类投资，投资股票基金的比例在 20%以下。全债型账户不投资权益，100%投资于债券和货币市场，类似于开放式基金中的中长期纯债基金。

（1）增强债券型账户：平均收益 1.01%

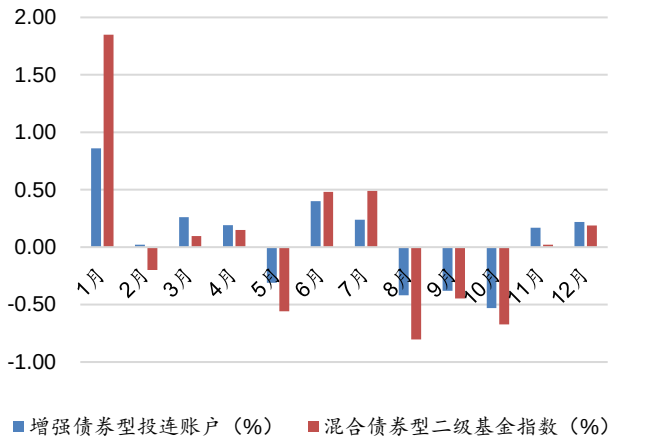
2023 年 16 只增强债券型账户整体平均年度累计收益为 1.01%。从混合债券型二级基金和增强债券型投连险账户的业绩表现比较来看，增强债券型投连险账户 2023 年收益位于混合债券型二级基金收益率排名的[18.84%，75.03%]分位数区间内。

图 148　2023 年增强债券型投连险与混合二级债基收益



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

图 149　2023 年增强债券型投连险账户月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 108　增强债券型投连险账户 2023 年累计收益率表现

数据截止日期：2023/12/29 华宝账户名称	2023 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报（%）	排名	回报（%）	排名	回报（%）	排名	
平安价值增长	2.89	1/16	1.22	6/16	4.15	8/16	中国平安人寿
华泰稳健型	2.64	2/16	4.11	1/16	7.76	1/16	华泰人寿
债券型基金（原中美）	1.78	3/16	2.28	4/16	4.77	5/16	中美联泰大都会
中宏债券型	1.75	4/16	-0.79	10/16	2.86	10/16	中宏
光大永明进取型	1.65	5/16	2.84	2/16	6.86	2/16	光大永明
瑞泰财智稳定	1.60	6/16	0.35	7/16	4.50	7/16	瑞泰
中意稳健理财	1.57	7/16	-5.61	15/16	0.24	13/16	中意
光大永明稳健型	1.42	8/16	2.13	5/16	6.02	3/16	光大永明

联泰大都会债券型	1.41	9/16	2.62	3/16	4.85	4/16	中美联泰大都会
中意安逸稳健	1.16	10/16	-6.00	16/16	0.15	14/16	中意
泰康稳健收益型	0.95	11/16	-1.14	11/16	2.22	11/16	泰康人寿
中英稳健型	0.56	12/16	-0.54	9/16	2.89	9/16	中英
泰康开泰稳利精选	-0.42	13/16	-0.36	8/16	4.58	6/16	泰康人寿
瑞泰增值型	-0.66	14/16	-5.08	13/16	-1.29	15/16	瑞泰
泰康开泰宏利	-1.04	15/16	-3.52	12/16	1.10	12/16	泰康人寿
中信保诚稳健配置	-1.16	16/16	-5.24	14/16	-2.01	16/16	中信保诚
平安价值增长	2.89	1/16	1.22	6/16	4.15	8/16	中国平安人寿
华泰稳健型	2.64	2/16	4.11	1/16	7.76	1/16	华泰人寿

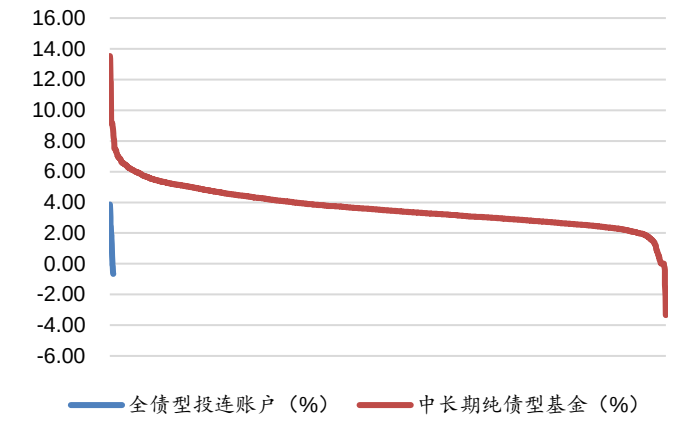
资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

（2）全债型账户：平均收益 1.41%

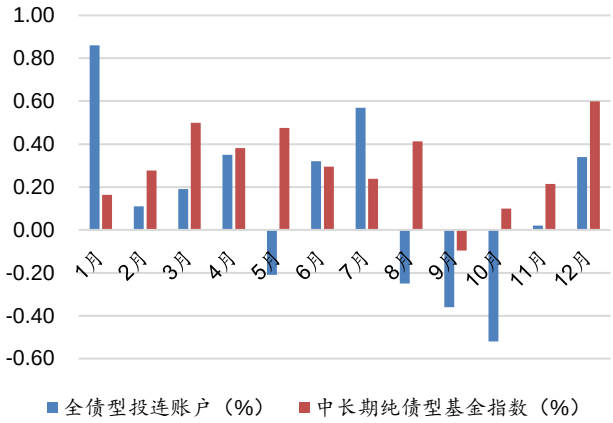
按照华宝证券分类标准，目前共有全债型投连险账户 15 只，2023 年期间平均年度累计收益为 1.41%，其账户资产全部用于配置固定收益类产品。全债型投连险账户 2023 年收益位于中长期纯债基金收益率排名的[16.49%，99.87%]分位数区间内。

图 150　2023 年全债型投连险账户与中长期纯债基金收益



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

图 151　2023 年全债型投连险账户月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 109　全债型投连险账户 2023 年累计收益率表现

数据截止日期：2023/12/29	2023 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
华宝账户名称	回报（%）	排名	回报（%）	排名	回报（%）	排名	
太平平衡稳定型	3.86	1/15	-4.90	13/15	4.21	8/15	太平
泰康稳盈增利	3.55	2/15	3.92	2/15	8.65	3/15	泰康人寿
阳光债券型	3.03	3/15	5.44	1/15	10.50	1/15	阳光人寿
泰康五年定期保证收益	2.54	4/15	3.90	3/15	9.88	2/15	泰康人寿
泰康悦享配置	2.42	5/15	3.21	4/15	6.70	4/15	泰康人寿
国寿稳健债券	1.90	6/15	3.17	5/15	6.08	5/15	中国人寿
同方全球稳健型	1.87	7/15	1.53	6/15	1.95	10/15	同方全球
中德安联债券稳健型	1.66	8/15	1.26	7/15	4.46	7/15	中德安联

中荷稳健型	1.27	9/15	-2.54	11/15	1.03	12/15	中荷
中信保诚优选全债	0.50	10/15	-2.85	12/15	0.63	13/15	中信保诚
招商信诺添利 A 型	0.08	11/15	-1.72	10/15	1.90	11/15	招商信诺
恒安标准债券型	-0.08	12/15	-0.51	9/15	5.44	6/15	恒安标准
汇丰稳健成长	-0.16	13/15	-0.26	8/15	3.57	9/15	汇丰
瑞泰稳定型	-0.59	14/15	-5.08	14/15	0.19	14/15	瑞泰
北大方正稳健型	-0.66	15/15	-7.30	15/15	-1.41	15/15	北大方正

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

4.5.类固定收益型账户

2023 年，类固定收益型账户的平均收益为 2.12%。类固定收益型账户主要投资于非标准化资产，如债权投资计划、不动产投资计划、集合信托计划、保险资产管理计划等。2023 年共有 26 只类固定收益型投连险账户纳入统计，全年平均累计收益为 2.12%，其中 22 只录得正收益，占比达 85.00%。

表 110　部分类固定收益型投连险账户 2023 年累计收益率表现

数据截止日期：2023/12/29	2023 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
华宝账户名称	回报(%)	排名	回报（%）	排名	回报(%)	排名	
弘康稳赢 5 号	4.78	1/26	9.94	1/26	15.80	2/26	弘康人寿
弘康弘云 1 号	3.89	2/26	8.35	2/26	14.10	3/26	弘康人寿
弘康弘云 4 号	3.85	3/26	8.10	4/26	13.22	6/26	弘康人寿
弘康增利灵活型	3.80	4/26	8.07	5/26	12.48	8/26	弘康人寿
弘康弘云 3 号	3.59	5/26	7.68	6/26	13.27	5/26	弘康人寿
弘康弘云 2 号	3.24	6/26	6.75	8/26	10.88	11/26	弘康人寿
民生稳健增利	3.07	7/26	8.18	3/26	13.09	7/26	民生人寿
光大永明光明 2 号	2.95	8/26	5.85	10/26	13.94	4/26	光大永明
德华安顾积极稳健	2.90	9/26	7.00	7/26	11.79	10/26	德华安顾
国华 1 号平衡型	2.87	10/26	6.34	9/26	12.36	9/26	国华人寿
国华 1 号保守型	2.86	11/26	5.22	13/26	9.52	12/26	国华人寿
国华 1 号成长型	2.74	12/26	4.91	14/26	9.19	13/26	国华人寿
恒大稳赢增值	2.58	13/26	5.73	12/26	5.13	19/26	恒大
恒大民安增益	2.58	14/26	5.74	11/26	9.04	14/26	恒大
国华 1 号稳健型	2.55	15/26	4.68	15/26	8.87	15/26	国华人寿

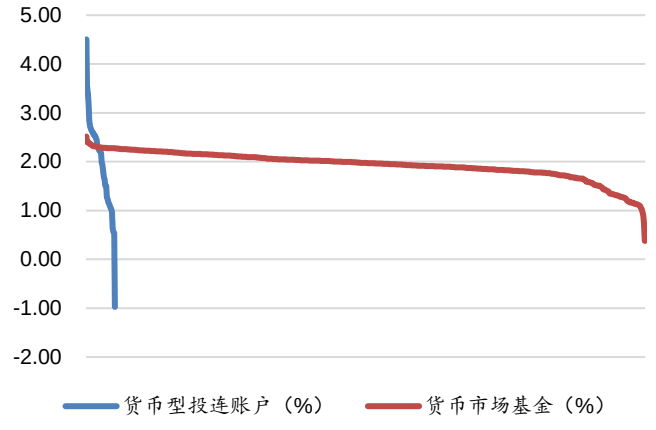
资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：篇幅有限，本表格仅列出收益率前 15 标的；受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

4.6.货币型账户

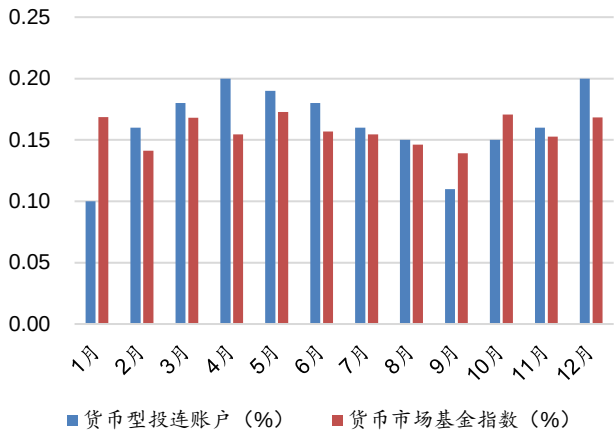
2023 年，货币型账户的平均收益为 1.96%。按照华宝证券分类标准，目前共有 40 只货币型投连险账户纳入统计，2023 年货币型投连险账户整体平均年度累计收益为 1.96%，其中共 39 只录得正收益，占比达 97.50%。

图 152　2023 年货币型投连险账户与货币市场基金收益



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

图 153　2023 年货币型投连险账户月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 111　部分货币型投连险账户 2023 年累计收益率表现

数据截止日期：2023/12/29 华宝账户名称	2023 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报（%）	排名	回报(%)	排名	回报(%)	排名	
建信稳健增值型	4.50	1/40	8.07	1/40	12.07	1/40	建信人寿
平安保证收益	3.55	2/40	7.47	2/40	11.05	2/40	中国平安人寿
建信锦绣 3 号	3.38	3/40	5.76	4/40	8.18	8/40	建信人寿
太平稳健避险型	3.17	4/40	2.74	28/40	5.74	19/40	太平
平安货币	2.83	5/40	5.78	3/40	8.80	4/40	中国平安人寿
瑞泰安益型	2.71	6/40	3.46	19/40	6.37	14/40	瑞泰
建信价值成长型	2.67	7/40	5.32	6/40	8.31	5/40	建信人寿
建信平稳增利型	2.64	8/40	5.06	7/40	7.93	9/40	建信人寿
中信保诚现金增利	2.62	9/40	4.88	10/40	7.34	11/40	中信保诚
恒大现金宝	2.57	10/40	5.73	5/40	9.25	3/40	恒大
太平安益避险型	2.57	11/40	3.24	22/40	5.97	17/40	太平
泰康 e 理财货币避险型	2.53	12/40	4.96	8/40	8.25	6/40	泰康人寿
泰康赢家理财货币避险型	2.53	12/40	4.96	8/40	8.25	6/40	泰康人寿
太平稳健安心型	2.48	14/40	3.06	26/40	5.48	20/40	太平
太平人寿鑫安避险型	2.45	15/40	4.40	14/40			太平
德华安顾货币型	2.32	16/40	4.51	12/40	7.20	12/40	德华安顾
中德安联省心安益型	2.29	17/40	4.48	13/40	6.25	15/40	中德安联
中德安联安益型	2.25	18/40	3.94	17/40	5.46	21/40	中德安联
新华稳定增利货币型	2.23	19/40	4.28	15/40	7.13	13/40	新华人寿
瑞泰财智安益	2.22	20/40	3.09	25/40	5.02	24/40	瑞泰

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

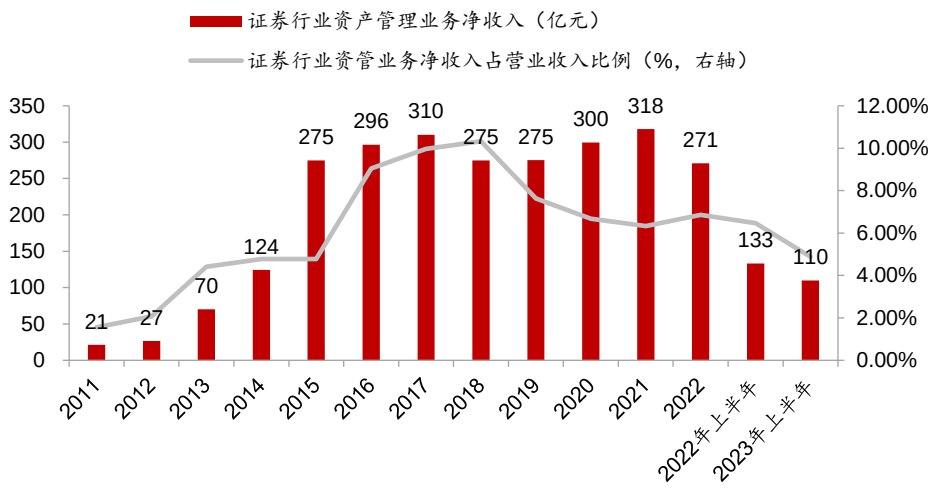
注：篇幅有限，本表格仅列出收益率前 20 标的；受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

七、2023 年券商资产管理年度报告

1.动态回顾：公募化进程迈上新台阶，政策指导回归资管初心

2023 年是券商资管公募化发展的大年，在“一参一控一牌”政策指导下，券商资管不断完善公募化牌照布局，进一步向公募产品延伸。同时，券商资管以私募资管展业为基础，发力专项资管业务，资管规模结构不断优化调整，债券型产品取得稳健收益。根据中证协披露，2023 年上半年，证券行业实现资产管理业务净收入 109.63 亿元，同比 2022 年上半年减少 18%；资管收入占营收比例为 4.88%，同比 2022 年上半年减少 1.58pct。根据 43 家上市券商 2023 年半年报披露情况，上市券商的资管收入两极分化表现明显，部分券商通过并表控股公募基金收入，发力资产证券化产品助力增收，布局股份行、第三方渠道代销，实现集合资管客户规模增长。

图 154　证券行业资产管理业务净收入及占营收比例



资料来源：Wind，中证协，华宝证券研究创新部

表 112　2023 年上半年，43 家上市券商资管业务收入情况

序号	证券公司简称	2023 年上半年资管业务手续费净收入（亿元）	截至 2023 年 6 月末资管规模（亿元）	截至 2022 年末资管规模（亿元）	规模变动比例（%）
1	中信证券	49.68	15011.45	16930.63	-11.34%
2	广发证券	41.88	2161.15	2711.83	-20.31%
3	国泰君安	20.89	5063.68	4333.65	16.85%
4	华泰证券	20.85	4570.01	4796.14	-4.71%
5	东方证券	11.43	2632.92	2847.52	-7.54%
6	海通证券	9.32	825.00	888.00	-7.09%
7	中泰证券	9.01	1407.12	2187.86	-35.69%
8	财通证券	7.00	2949.00	2461.00	19.83%
9	中金公司	6.54	6110.97	7024.79	-13.01%
10	中信建投	6.10	4524.38	4774.51	-5.24%
11	申万宏源	5.22	2421.50	2880.20	-15.93%

12	光大证券	4.75	3055.28	3654.17	-16.39%
13	第一创业	4.71	656.25	549.98	19.32%
14	招商证券	3.72	2720.12	3171.34	-14.23%
15	天风证券	3.17	1082.69	1084.83	-0.20%
16	中银证券	2.84	5163.00	5784.00	-10.74%
17	华安证券	2.26	570.00	548.92	3.84%
18	中国银河	2.23	1108.45	1149.99	-3.61%
19	国信证券	2.03	1348.00	1352.30	-0.32%
20	首创证券	2.00	/	1072.54	/
21	浙商证券	1.77	969.19	917.18	5.67%
22	东北证券	1.28	732.55	441.67	65.86%
23	山西证券	1.22	589.47	472.81	24.67%
24	东兴证券	0.99	/	/	/
25	方正证券	0.92	766.47	766.46	0.00%
26	长江证券	0.90	545.72	574.59	-5.02%
27	国海证券	0.86	682.42	653.96	4.35%
28	国联证券	0.84	1114.33	1020.48	9.20%
29	信达证券	0.75	/	1591.16	/
30	兴业证券	0.69	877.32	746.41	17.54%
31	太平洋	0.51	133.32	152.66	-12.67%
32	东吴证券	0.51	633.60	616.62	2.75%
33	国金证券	0.47	1451.51	1781.88	-18.54%
34	华西证券	0.46	722.11	832.43	-13.25%
35	西部证券	0.44	280.89	271.55	3.44%
36	国元证券	0.43	217.44	241.80	-10.07%
37	财达证券	0.35	187.92	103.34	81.85%
38	长城证券	0.34	280.35	579.12	-51.59%
39	中原证券	0.29	49.52	38.29	29.33%
40	华林证券	0.26	182.11	195.53	-6.86%
41	红塔证券	0.20	547.24	553.37	-1.11%
42	南京证券	0.11	107.04	99.49	7.59%
43	西南证券	0.06	119.30	116.03	2.82%

资料来源：Wind，上市券商 2022 年报，上市券商 2023 年半年报，华宝证券研究创新部

注：华安资管规模数据为约数，根据华安证券 2023 年中报，截至 2023 年 6 月末华安证券主动管理产品规模超 570 亿元

1.1.行业动态：“一参一控一牌”趋于完善，大集合产品加速退出舞台

自 2022 年 5 月证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》以来，券商抓住“一参一控一牌”政策红利，突出从三个方面提高公募化业务渗透率：申请资管子公司、进而以资管子公司申请公募业务牌照、申请设立基金公司+变更基金公司股权等动作频繁。与此同时，绝大部分券商资管的历史产物“大集合”产品三年参公改造期限已至，有券商践行投资者保护+盘活存量规模，将旗下大集合参公产品转移至参股基金公司，大集合参公改造产品规范化发展，券商资管公募化布局迈向新篇章。

1.1.1.券商资管子公司申请热情高涨，审批加速年内已落地 5 家

券商资管子公司系申请公募牌照载体，2023 年新增获批 5 家资管子公司数量增至 30 家。2023 年内新增长城证券、国联证券、华安证券、国信证券、华福证券等 5 家券商资管子公司获批，另有多家券商公告拟申请设立资管子公司，再进一步申请公募业务牌照。因 2022 年《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》中规定，申请公募管理业务资格的其他资管机构包括“证券公司资产管理子公司”，所以资管子公司成为券商进而申请公募业务牌照的必备载体。

表 113　截至 2023 年末，证券行业内 30 家证券公司资管子公司名录

序号	证券公司简称	证券公司资管子公司简称	截至 2023 年 6 月末证券公司资产管理规模（亿元）	成立时间/批复时间	是否进入 2023 年四季度证券公司私募资产管理月均规模 TOP20 名录
1	东方证券	东证资管	2632.92	2010 年 7 月	否
2	国泰君安	国泰君安资管	5063.68	2010 年 10 月	是
3	光大证券	光证资管	3055.28	2012 年 5 月	是
4	海通证券	海通资管	825.00	2012 年 7 月	否
5	浙商证券	浙商资管	969.19	2013 年 4 月	否
6	广发证券	广发资管	2161.15	2014 年 1 月	是
7	华泰证券	华泰证券资管	4570.01	2014 年 1 月	是
8	中国银河	银河金汇	1108.45	2014 年 4 月	是
9	兴业证券	兴证资管	877.32	2014 年 6 月	否
10	中泰证券	中泰资管	1407.12	2014 年 8 月	是
11	长江证券	长江资管	545.72	2014 年 9 月	否
12	财通证券	财通资管	2949.00	2014 年 12 月	是
13	招商证券	招商资管	2720.12	2015 年 4 月	是
14	国盛证券	国盛资管	/	2015 年 5 月	否
15	东北证券	东证融汇	732.55	2015 年 12 月	否
16	渤海证券	渤海汇金	/	2016 年 5 月	否
17	国投证券	安信资管	1532.58	2020 年 1 月	是
18	天风证券	天风资管	1082.69	2020 年 8 月	否
19	甬兴证券	甬证资管	/	2020 年 10 月	否
20	德邦证券	德邦资管	/	2020 年 12 月	否
21	山西证券	山证资管	589.47	2021 年 5 月	否
22	国金证券	国金资管	1451.51	2022 年 9 月	是
23	申万宏源	申万宏源资管	2421.50	2022 年 12 月	是
24	万联证券	万联资管	/	2023 年 2 月	否
25	中信证券	中信资管	15011.45	2023 年 3 月	是
26	长城证券	长城资管	280.35	2023 年 4 月	否
27	国联证券	国联资管	1114.33	2023 年 9 月	是
28	华安证券	华安资管	570.00	2023 年 9 月	否
29	国信证券	国信资管	1348.00	2023 年 11 月	是
30	华福证券	华福资管	591.34	2023 年 12 月	是

资料来源：Wind，中基协，公司官网，华宝证券研究创新部

注 1：华安资管规模数据为约数，根据华安证券 2023 年中报表述，截至 2023 年 6 月末华安证券主动管理产品规模超 570 亿元

注 2：华福资管规模为截至 2023 年 9 月末数据

注 3：券商资管子公司成立时间以公司官网披露时间为准，2023 年新批复暂未开业的机构以证监会批复日期为准。

资管子公司形式展业成行业共识，私募资管规模 TOP20 券商近八成已设立资管子公司。根据证监会 2012 年发布《证券公司设立子公司试行规定》，证券公司设立资管子公司，需要满足最近 1 年该业务市占率不低于行业中等水平。从规模角度看，根据中基协数据，截至 2023 年末，证券公司私募资管规模中位数为 219 亿元，中位数以上券商及其资管子公司的数量约 50 家，截至 2023 年底，已有 30 家券商设立资管子公司，即 60%的满足条件券商选择以资管子公司形式展业。头部机构先行入局资管子公司化经营，根据 2023 年四季度私募资管规模 TOP20 机构名录，20 家机构中有 15 家已设立资管子公司，数量占比为 75%，另有中金公司、中信建投处于资管子公司申请队伍中。中小机构紧追行业脚步，2023 年新设 5 家券商资管规模分布在 300-1400 亿元，跨度较大，说明只要符合中等水平以上的机构，大部分都有申请资管子公司动作，以资管子公司形式展业已成行业共识，各家机构预期用资管子公司形式提高资管业务运作效率，进而申请公募业务牌照，盘活大集合产品规模。

1.1.2. “一参一控一牌”红利释放，时隔 2 年半新增 2 家券商资管获批公募管理业务资格

2022 年《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》发布，规定证券公司资管子公司等“其他资产管理机构”，满足对应条件可以申请公募基金管理业务资格，即“一牌”；“同一主体或者受同一主体控制的不同主体参股基金管理公司的数量不得超过 2 家，其中控制基金管理公司的数量不得超过 1 家”，即“一参一控”。

2023 年，券商资管行业“一牌”中，新增 2 家券商资管子公司获公募业务资格。至此，业内共有 14 家券商及其资管子公司获批开展公募基金管理业务。具体来看：2023 年 7 月，招商资管公募基金管理业务资格申请耗时半年即获批，成为《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》落地以来首家获批公募管理业务资格的券商资管子公司，也是监管自 2020 年 12 月国泰君安资管后批复的首家取得公募管理业务资格的券商资管机构，至此招商证券的“一参一控一牌”布局基本成形。2023 年 11 月，兴证资管公募业务管理资格获批，兴业证券的的“一参一控一牌”布局也基本形成。截至 2023 年末，业内合计共 14 家券商及其资管子公司具有公募基金管理业务资格。

同时，2023 年，还有广发证券旗下的广发资管、光大证券旗下的光证资管、国投证券旗下的安信资管、国金证券旗下的国金资管共 4 家机构处于公募牌照申请队列中，预计公募管理人队伍会有进一步扩容。

表 114　截至 2023 年末，14 家券商及其资管子公司取得公募基金管理业务资格

序号	公司简称	截至 2023 年底公募基金管理规模(亿元)	获批公募业务管理资格时间	注册地
1	东证资管	1833.63	2013 年	上海
2	中银证券	1287.56	2015 年	上海
3	财通资管	1143.70	2015 年	浙江
4	华泰证券资管	950.06	2016 年	上海
5	国泰君安资管	497.46	2021 年	上海
6	中泰资管	390.57	2017 年	上海
7	**招商资管**	**326.89**	**2023 年**	**深圳**
8	浙商资管	321.08	2014 年	浙江
9	山证资管	299.61	2014 年	上海
10	渤海汇金	197.43	2014 年	深圳
11	长江资管	179.00	2016 年	上海

12	国都证券	0.37	2014 年	北京
13	北京高华证券	/	2015 年	北京
14	**兴证资管**	**/**	**2023 年**	**福州**

资料来源：Wind，中基协，公司官网，华宝证券研究创新部

注 1：根据山西证券公告，山证资管于 2023 年 9 月领取了《经营证券期货业务许可证》，其证券期货业务范围为证券资产管理、公开募集证券投资基金管理。

注 2：公募基金管理业务资格获批时间以机构官网披露时间为准，取母公司或资管子公司获批公募基金管理业务资格较早时间。

注 3：招商资管公募基金规模为存量大集合产品规模。

“一参一控”进展加速，多家中小券商实现公募基金持股比例提升。2023 年券商通过设立基金公司+变更基金公司股权，“两条腿走路”力争广泛布局公募业务。根据证监会公告，2023 年开源证券申请设立鹏安基金获批；中泰证券、国联证券、中邮证券分别完成万家基金、中融基金（后更名“国联基金”）、中邮创业基金股权变更，另有国泰君安拟收购国联安基金 49%股权等处于申请队列中。财富管理业务转型背景下，参股控股基金公司不仅促进券商集团化实力提升，而且从多业务合作视角强化营收能力，截至 2023 年底，至少有招商证券、兴业证券、东方证券、华泰证券等 4 家券商实现“一参一控一牌”布局，根据 Wind 数据，“券商系”公募管理人数量接近 70 家，占比近 50%。

表 115　截至 2023 年末，至少有 4 家券商实现“一参一控一牌”公募化布局

序号	券商简称	“一参一控”	“一牌”（券商资管子公司简称）
1	兴业证券	兴证全球基金(51%) 南方基金(9.15%)	兴证资管
2	招商证券	招商基金(45%) 博时基金(49%)	招商资管
3	东方证券	汇添富基金(35.412%) 长城基金(17.647%)	东证资管
4	华泰证券	南方基金（41.16%） 华泰柏瑞基金（49%）	华泰证券资管

资料来源：Wind，证监会，华宝证券研究创新部

注 1：“一参一控一牌”出自《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》规定。

注 2：本表仅统计由券商直接持股，不包括券商母公司集团持股，导致券商间接公募化布局等。

1.1.3.公募化布局的重要性凸显，券商实践首例通过更换管理人的方式盘活大集合产品

2023 年，券商存量大集合产品的参公改造模式进一步升级，行业探索实践首例“更换产品管理人”方式，令券商资管“老产品”有了“新模式”。2023 年 8 月，方正证券公告称，为充分保护份额持有人利益，将旗下一只集合资管计划的管理人变更为公募子公司方正富邦基金，属于行业内首次通过更换管理人方式盘活大集合产品规模的成功实践。根据 2018 年证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》，券商大集合参公改造产品可以通过变更业务经营范围（券商资管子公司申请公募业务牌照）、变更管理人（参股控股的基金公司接盘）避免走向清盘。大集合产品首次通过“变更管理人”方式转变为公募基金，既是给其他暂未取得公募牌照的券商模板案例参考，也是可以通过大集合产品参公改造的过程为券商公募化布局奠定部分规模基础。

现存券商大集合产品规模约 3000 亿元，为券商资管打开公募化产品布局奠定基础。根据 Wind 数据统计，截至 2023 年末，券商大集合公募化改造产品规模约 3000 亿元（合并口径计算），主要是货币基金规模较大，其次为债基类产品，大集合产品参公改造规模靠前的招商资管、东证融汇、中

信证券资管、光证资管等机构均有“一参一控一牌”相关布局。根据政策要求，大集合产品必然走向参公规范化，“老产品”亟待变更为“新基金”，随着“一参一控一牌”公募化布局深入，券商资管的大集合产品改造有两条途径：1）利用“一牌”，将大集合合理转化为公募基金规模；2）利用“一参一控”，将大集合转化为子公司公募管理人旗下的公募基金，否则只能从延期走向清盘，大集合产品参公改造为券商资管及其参股控股子公司提供客群基础、规模基础，为券商打开公募化产品线的布局提供运营思路。

1.2.政策指导：私募资管领域新规修订落地，强化主动管理引导回归本源

资管新规后的查漏补缺，重点针对私募股权业务，适度规范、放松了相关运作规定。2023 年 1 月 13 日，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（本节简称《管理办法》）及其配套规范性文件《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（本节简称《运作规定》），并于 2023 年 3 月 1 日正式施行。这两项新规主要是对 2018 年原规定进行修订，新增了监管导向，融合了资管新规后私募资管业务发展实际情况：《管理办法》主要明确监管原则和导向，根据机构的公司治理、内控合规及风险状况对私募资管业务实施差异化监管；《运作规定》放管结合，主要的修订内容集中在私募股权投资计划，规定从事并购投资、私募股权投资的资管计划不受“同一机构管理的全部集合资管计划投资单一资产不超过该资产净值的 25%”限制，放宽管理人自有资金参与比例等。随后 2023 年 7 月，中基协根据前述两个文件的修订，进而修订了《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》，细化了在实操中部分业务规定的表述和核查程序。

表 116　2023 年证监会发布的私募资管领域 2 项新规的主要修订内容

颁布时间	颁布机构	颁布条例	对比 2018 年原规定主要修订内容
2023/1/13	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	**1、差异化监管：**1）总体层面，证监会基于证券经营机构的公司治理、合规风控情况对其私募资管业务实施差异化监管；2）内部分化，推动符合规定的证券公司发展私募资管业务，规范符合规定的期货公司、基金管理公司审慎开展业务 **2、子公司化运营：**符合条件的证券公司、基金管理公司可以设立私募子公司开展私募股权投资业务 **3、提升产品投资灵活度：**符合条件的资管计划作为员工持股载体的，不穿透计算人数
2023/1/13	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	**1、规范私募股权投资的业务规定：**1）规范分期缴付和扩募规定；2）规范 SPV 模式开展投资的规定；3）强调不得开展“明股实债”投资 **2、放宽私募股权投资的业务规定：**1）放宽并购投资、私募股权投资“同一机构管理的全部集合资管计划投资单一资产不超过该资产净值的 25%”限制；2）放宽管理人自有资金参与比例（删除机构自有资金不超过 20%上限，保留机构及其子公司自有资金投资不超过 50%规定）；3）允许私募股权投资在满足条件下列支成立前的合理费用 **3、完善风控制度安排：**1）新增杠杆约束，私募资管计划投资单一债券超过 50%的，杠杆比例不能超过 120%，同时按穿透原则加强逆回购交易管理；2）强化业绩报酬规范，要求管理人仅可在分红、退出、清算时提取业绩报酬，并设定费用收取的比例上限

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

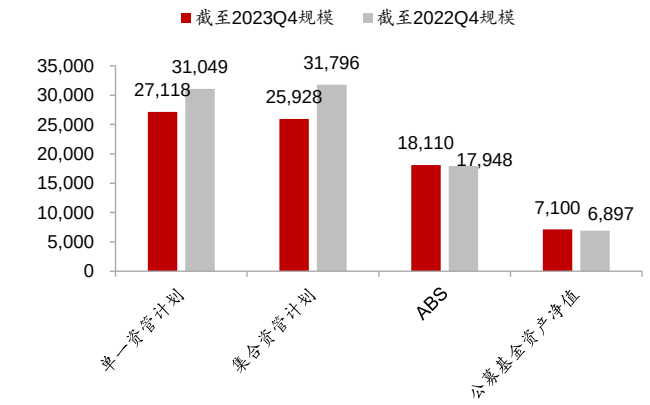
总体来看，2023 年监管针对私募资管、私募基金两类私募业务都进行了全面细化规范，但私募资管业务因为适用 2018 年资管新规改造，业务规范程度相对较好，本次修订内容影响的业务运作变化较小。在新规指导下，券商私募股权业务不断发展，截至 2023 年末，证券公司通过私募子公司管理的私募资管产品规模为 6205 亿元，同比+5.24%，成为证监体系私募资管中唯一实现正增长的私募产品，成为支持实体经济“投早”、“投小”的重要支撑。

2.业务规模：券商资管规模压降，公募和专项资管规模实现增长

针对“券商资管规模”的统计口径，目前暂无统一规范界定。结合中证协和中基协分类标准，本文从机构管理视角出发，重点讨论证券公司及其资产管理子公司管理的单一资管计划、集合资管计划、专项资管业务（即企业资产证券化产品，本章简称“ABS”）、公募基金四类业务。

券商资管业务规模有所压降，资管结构持续调整。根据 Wind、中基协统计，截至 2023 年末，证券公司及其资产管理子公司管理业务规模约为 7.83 万亿元，较 2022 年末降低 10.76%，其中，与 2022 年末相比，单一资管计划管理规模为 2.71 万亿元（-12.66%），集合资管计划管理规模为 2.59 万亿元（-18.46%），ABS 业务规模为 1.81 万亿元（+0.90%），持牌公募券商管理公募基金资产净值为 7100 亿元（+2.95%）。从业务规模占比情况来看，ABS 业务、公募基金管理业务规模占比均有所提升，占比分别提升 2.67、1.21pct。

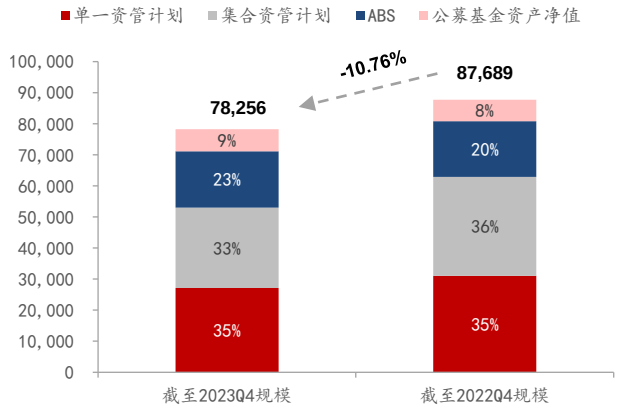
图 155　截至 2023 年末，券商资管的四类业务规模（亿元）



资料来源：Wind，中基协，华宝证券研究创新部

注：公募基金资产净值仅统计 11 家机构管理规模（不含 2023 年获批的招商资管、兴证资管以及暂无数据的北京高华证券）

图 156　截至 2023 年末，券商资管规模的同比变化（亿元）



资料来源：Wind，中基协，华宝证券研究创新部

注：公募基金资产净值仅统计 11 家机构管理规模（不含 2023 年获批的招商资管、兴证资管以及暂无数据的北京高华证券）

2.1.私募资管：券商私募存量规模压缩但降幅收窄，仍然占据私募资管行业主要规模地位

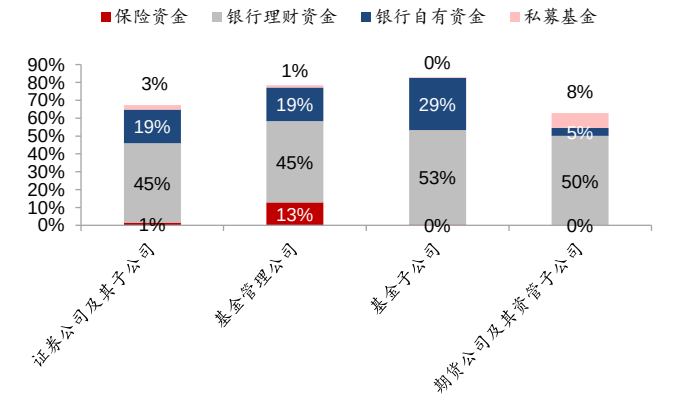
证监体系的私募资管行业包括 6 类机构，管理资金主要来自于银行等金融机构。根据中基协统计，私募资管行业主要包括证券公司及其资管子公司、证券公司私募子公司、基金管理公司、基金子公司、基金管理公司私募子公司、期货公司及其资管子公司 6 类机构，出资人多为金融机构资金，主要来源于银行理财、银行自有资金、保险资金等。

私募资管行业整体规模减少 1.3 万亿元，绝大部分私募资管机构经营承压。截至 2023 年末，私募资管行业规模是 12.41 万亿元，受市场震荡等影响，规模较 2022 年末减少了 1.9 万亿元，除证券公司私募子公司规模小幅增长外，其他私募资管机构的管理规模均有所减少，其中，降幅最大的为基

金子公司管理的私募专户规模，截至 2023 年末，基金公司子公司管理私募规模为 1.43 万亿元，较 2022 年末减少 25.71%。

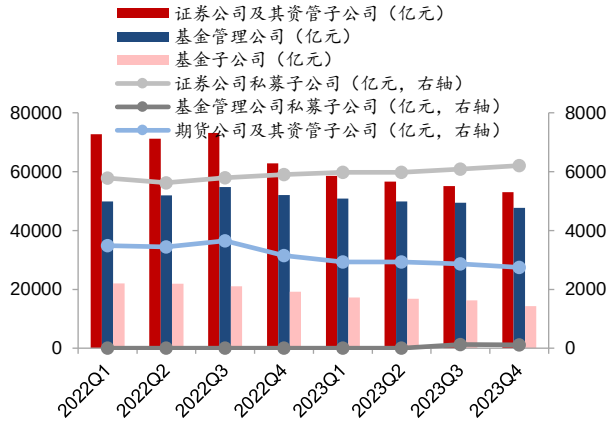
证券公司及其资管子公司的私募资管规模年内降幅有所收窄，仍然保持私募资管行业主要规模地位。截至 2023 年末，证券公司及其资管子公司管理私募资管（单一资管计划+集合资管计划）规模为 5.30 万亿元，占私募行业总规模比例为 42.75%，虽然证券公司及其资管子公司管理私募资管规模较 2022 年末规模 6.28 万亿减少约 9800 亿元，但 2023 年内规模季度降幅有所收窄，仍然是私募资管行业中管理规模最大的资管机构。

图 157　2022 年末各类机构私募资管产品资金类型占比



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

图 158　2022Q1-2023Q4 私募资管行业规模分布



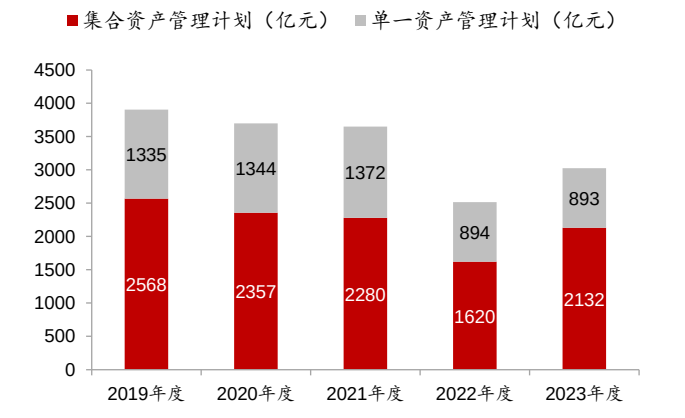
资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

2.1.1.规模分布：新设产品规模同比回升，券商私募资管规模分布下沉

衍生品存量规模逆势增长，证券公司及其资管子公司管理规模中位数保持在 220 亿元左右。截至 2023 年末，证券公司及其资管子公司存量管理规模为 5.30 万亿元，与 2022 年末相比，固收类产品规模为 4.27 万亿元（-17%），规模占比超 80%，混合类产品规模 5263 亿元（-13%），权益类产品规模为 4753 亿元（-11%），仅衍生品类规模实现同比增长 23%至 353 亿元，主要是 2023 年上半年，多家券商新增备案了百余只挂钩中证 500、中证 1000、CTA 等量化策略的“雪球”产品等，下半年受市场行情及监管指导影响，衍生品类新增规模大幅减少。在机构规模分布方面，证券公司及其资管子公司管理私募资管规模中位数降至 219 亿元，同比减少了 25 亿元。

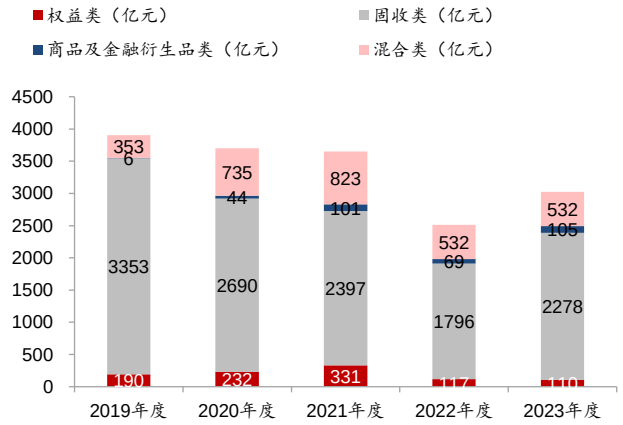
新设规模同比回升，发力主动管理集合资管计划备案规模超 2022 年。2023 年度，证券公司及其资管子公司新增备案私募资管规模 3024.48 亿元，同比+20%，主要是集合资管计划备案规模增长至 2132 亿元，回到 2021 年备案规模水平，券商主动管理转型持续发力。从产品类型看，证券公司及其资管子公司新增产品仍然集中在固收类产品。

图 159　2023 年度券商私募资管新增备案规模



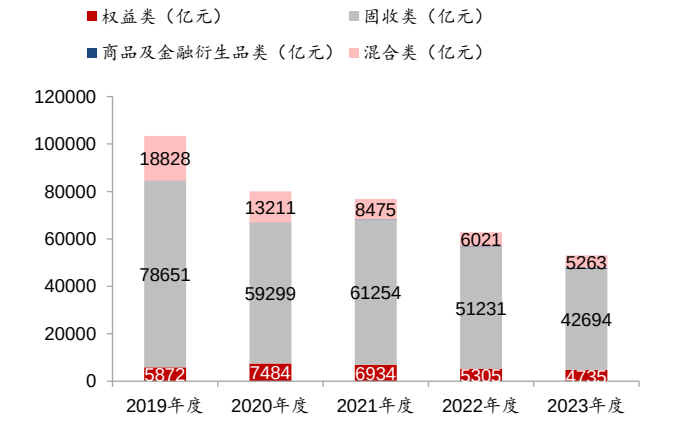
资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

图 160　2023 年券商私募资管产品新增备案规模



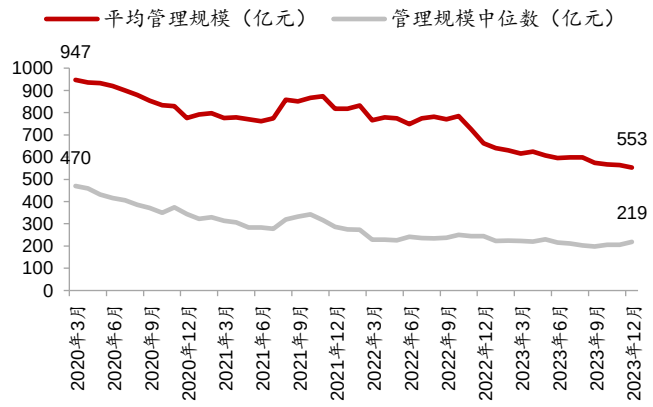
资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

图 161　截至 2023 年末券商私募资管分投资类型存量规模



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

图 162　证券及其资管子公司私募资管业务规模均值



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

绝大部分头部资管机构管理规模有所减少，策略多元化+渠道机构布局有助于在震荡市保持规模优势。根据中基协数据，2023 年四季度证券公司及其资管子公司私募资管月均规模 TOP20 机构规模和排名变动较大，多家机构规模同比减少超千亿，但有部分机构如国泰君安资管、国信资管等实现规模逆势增长，根据国泰君安证券、国信证券 2023 年半年报披露及中基协数据，国泰君安和国信证券在私募资管产品线布局方面较为多元化，2023 年度新增备案产品覆盖固收、权益、混合等多类型，国泰君安资管多布局混合类 FOF、指增类 FOF、定开债等产品；国信证券主要是中短期的固收产品、衍生品类策略产品、上市公司的战略配售等，特别是国信证券根据客户需求推出了衍生品等相关策略的产品，已成为国信证券资管业务新的增长点，多元化产品线有助于券商实现震荡市的资管规模稳定。其次，如国信证券 2023 年与多家银行机构、互联网及第三方平台深入合作，销售渠道和客户覆盖面进一步扩大，有助于保持产品规模优势。

表 117　2023Q4 证券公司及其资管子公司私募资管月均规模 TOP20 机构及其同比变动情况

序号	公司名称	2022Q4 月均规模（亿元）	2023Q4 月均规模（亿元）	月均规模变动（亿元）	月均规模变动幅度（%）
1	中信资管	10917.06	7478.83	-3,438.23	-31.49%
2	**国泰君安资管**	**3049.16**	**3536.00**	**486.84**	**15.97%**
3	中银证券	5342.99	3471.23	-1,871.76	-35.03%

4	中信建投	3763.76	2769.74	-994.02	-26.41%
5	光证资管	3934.19	2678.22	-1,255.97	-31.92%
6	中金公司	4088.02	2428.88	-1,659.14	-40.59%
7	广发资管	2991.21	2018.19	-973.02	-32.53%
8	华泰证券资管	1872.92	1813.67	-59.25	-3.16%
9	申万宏源	2585.77	1638.96	-946.81	-36.62%
10	平安证券	1964.93	1495.80	-469.13	-23.88%
11	**安信资管**	**1184.15**	**1434.47**	**250.32**	**21.14%**
12	招商资管	2284.57	1422.82	-861.75	-37.72%
13	**财通资管**	**1211.19**	**1274.56**	**63.37**	**5.23%**
14	**国信证券**	**923.01**	**1075.00**	**151.99**	**16.47%**
15	**首创证券**	**929.42**	**1067.80**	**138.38**	**14.89%**
16	国金资管	2000.06	1004.70	-995.36	-49.77%
17	中泰资管	1614.77	778.38	-836.39	-51.80%
18	国联证券	/	693.35	/	/
19	银河金汇	823.5	679.63	-143.87	-17.47%
20	**华福证券**	**/**	**553.03**	**/**	**/**
21	东证资管	684.72	/	/	/
22	五矿证券	826.66	/	/	/

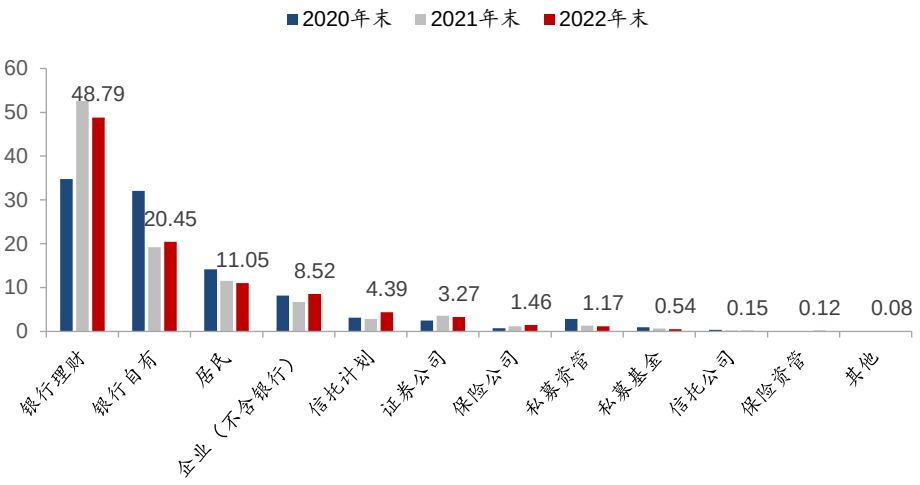
资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

注：本表展示 2023Q4 证券公司及其资管子公司私募资管月均规模 TOP20 机构名录，可能存在与 2022Q4 对应 TOP20 机构名称有所出入，因为存在资管子公司获批时间差异，以 2023Q4 机构简称为准。

2.1.2.资金来源：以金融产品出资为主，银行机构配置规模领先

证券公司及其资管子公司私募资管产品投资者主要是金融机构及其理财产品，银行机构出资近七成。截至 2022 年末，证券公司及其资管子公司私募资管产品投资者中，银行资金占比 69.23%，证券基金期货机构及其产品资金占比 4.44%，信托资金占比 4.54%，保险资金与私募基金资金占比合计 2.13%，非金融类资金中以居民资金出资较高，占比 11.05%，其他企业资金占比为 8.52%。

图 163　2020-2022 年末证券及其资管子公司私募资管产品直接出资者分类占比(%)



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

TOF 产品、战略配售资管计划发展，带动信托计划和企业出资占比呈增长态势。从证券公司及其资管子公司私募资管产品投资者结构变化来看，2020-2022 年末，信托计划、企业（不含银行）出资占比略有增长，券商资管近年来和信托计划合力发展 TOF 产品初显成效，在服务上市公司方面积极性增加，通过北交所、双创板战略投资者配售资管计划等权益类资管产品，绑定和上市公司的深度合作。

2.2.公募基金产品：管理规模结构有所调整，除债基外探索发力指数型基金

根据证监会、中基协数据披露，截至 2023 年末，我国境内取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资管子公司共计 14 家，分别为 3 家证券公司（中银证券、国都证券、北京高华证券）和 11 家证券公司资管子公司（东证资管、财通资管、长江资管、浙商资管、华泰证券资管、中泰资管、国泰君安资管、渤海汇金、山证资管、招商资管、兴证资管）。由于招商资管、兴证资管暂未纳入统计，北京高华证券暂未相关业务数据披露，下文以 Wind 披露的 11 家券商资管持牌机构的公募业务管理规模为基础（本节简称“持牌机构”，不含券商参公大集合）。

2.2.1.存量规模：合计管理规模实现增长，债基规模贡献绝大部分增量

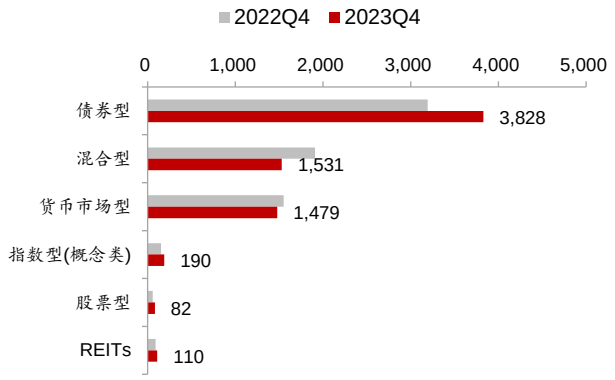
根据 Wind 数据统计，截至 2023 年末，11 家持牌机构管理公募基金规模为 7100 亿元，较 2022 年末规模增加 204 亿元，主要是四季度以来的债基规模增幅较大，抹去了混合型基金、货币规模的小幅减少，截至 2023 年末，11 家持牌机构管理债基规模增至 3828 亿元，同比增加 633 亿元。

11 家持牌机构管理债基大幅增长、指数型产品数量激增、QDII 产品实现突破。受益于债市走强，11 家持牌机构管理债基规模均实现较 2022 年末增长，此外指数型产品管理规模增至 190 亿元（+22.96%），QDII 产品由华泰证券资管 2023 年设立了一只跟踪互联网科技业指数型发起式基金，实现券商资管 QDII 产品规模突破。

从机构规模变动角度来看，山证资管、财通资管分别以 123、78 亿元增量排名靠前。从 11 家持牌机构管理公募基金规模变动来看，截至 2023 年末，山证资管管理公募基金规模为 299.61 亿元，较 2022 年末增加了 123 亿元，增幅超 40%，财通资管管理公募基金规模为 1143.70 亿元，较 2022 年末增加了 78 亿元，均是旗下超短债、中长债等债基产品规模增长较多，根据山证资管披露，截至 2023 年中，山证资管超短债的个人投资者持有份额增长至 26.24 亿份，份额占比达 58.44%，较 2022 年

末占比提升了 30%，山证资管 2023 年通过互联网三方渠道、股份行的代销合作，实现了个人投资者端销售增长。

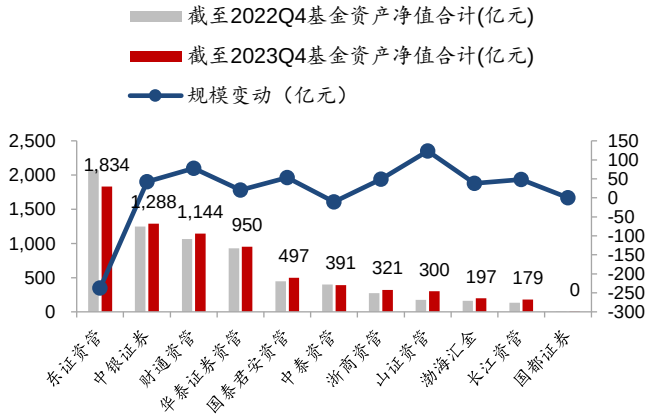
图 164　截至 2023 年末，11 家持牌机构合计管理的各类型公募基金规模（亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：产品分类源自 Wind，各产品类型之间可能存在交集

图 165　截至 2023 年末，11 家持牌机构各自管理的公募基金规模



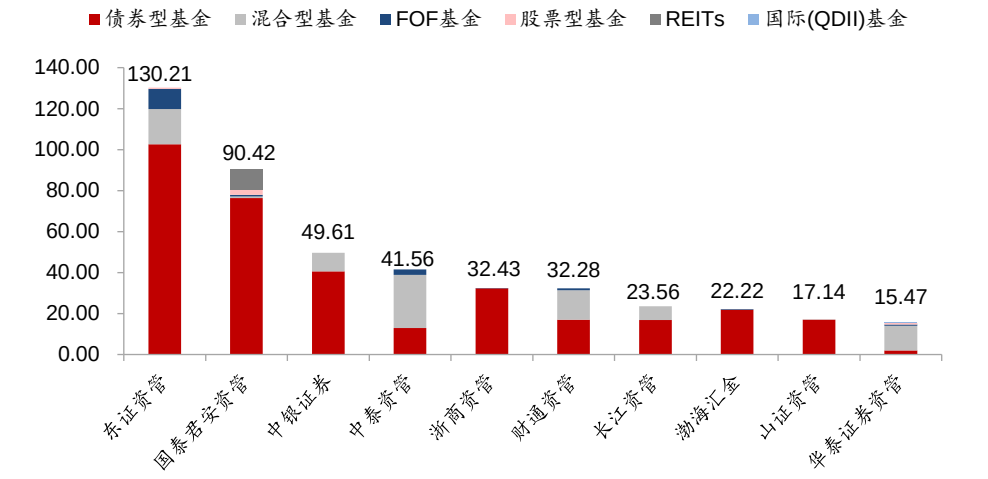
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.2.新发规模：机构发行规模同比小幅增加，以同业存单及债基产品发行规模领先

根据 Wind 数据以基金成立日计，2023 年度，10 家持牌机构（不含国都证券）新发产品数量为 77 只，新发规模为 454.90 亿元，同比 2022 年度新发产品规模小幅增长了 5%，主要是 2023 年度机构增加了在同业存单、中长期纯债产品布局。

分机构来看，东证资管以 14 只发行产品数量、130 亿元发行规模较为领先，主要是四季度发行的 90 天纯债、政金债等基金募集规模较大。2023 年以两家头部机构发行规模较大，其余大部分机构以债基发行为主，平均发行规模较 2022 年度有所减少。

图 166　2023 年度 10 家持牌机构发行公募产品规模（亿元）



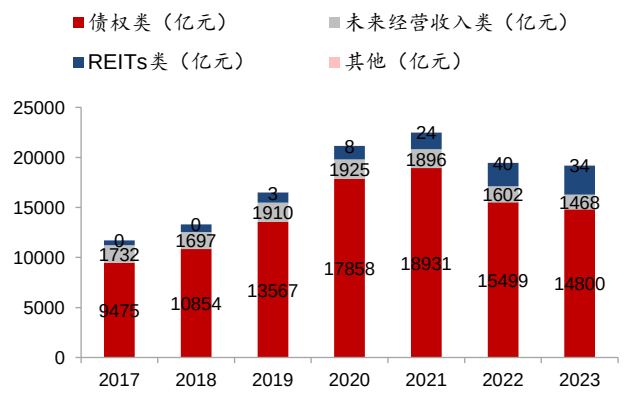
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3.专项资产管理：券商资管仍是发行主力，REITs 类 ABS 保持较高规模增速

根据中基协披露，截至 2022 年末共有 122 家机构管理 ABS 产品，其中证券公司及其资管子公司 85 家，存续规模为 1.79 万亿元，占比达 92.13%。2023 年 10 月，沪深交易所在证监会、国家金融监督管理总局的统筹指导下，向中国人寿资产管理有限公司等首批 5 家保险资产管理公司出具无异议函，同意其试点开展资产证券化（ABS）及不动产投资信托基金（REITs）业务，虽然保险资管凭借管理规模、固定投资经验方面优势，未来 ABS 业务竞争格局可能会发生一些变化，但目前证券公司仍为 ABS 产品发行的绝对主力。

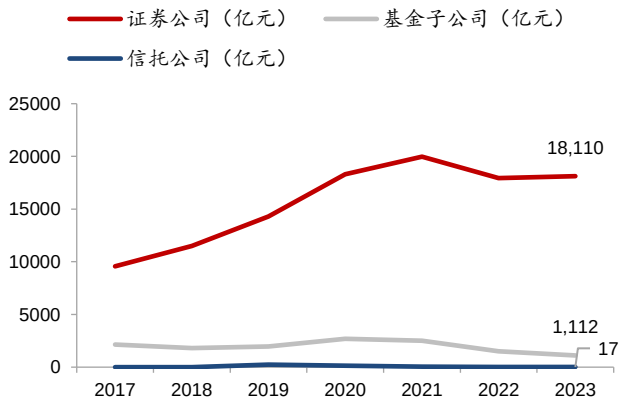
ABS 规模小幅减少，券商资管市场份额占比进一步提升。根据中基协披露，截至 2023 年末，ABS 业务规模为 1.92 万亿元，较 2022 年末减少约 1.2%，主要是债权类 ABS 产品到期及发行规模下降。截至 2023 年末，债权类 ABS 规模为 1.48 万亿元，较 2022 年末减少了 699 亿元，2023 年度新发规模同比减少了约 200 亿元；REITs 类 ABS 规模为 0.30 万亿元，同比增加 598 亿元，新增发行规模保持 800 亿元以上，在政策加持下增速喜人。分机构来看，与 2022 年相比，证券公司及其资管子公司管理规模为 1.81 万亿元（+0.90%），规模占比提升至 94%。

图 167　截至 2023 年末，分类型 ABS 产品存量规模



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

图 168　截至 2023 年末，不同管理人 ABS 产品存量规模



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

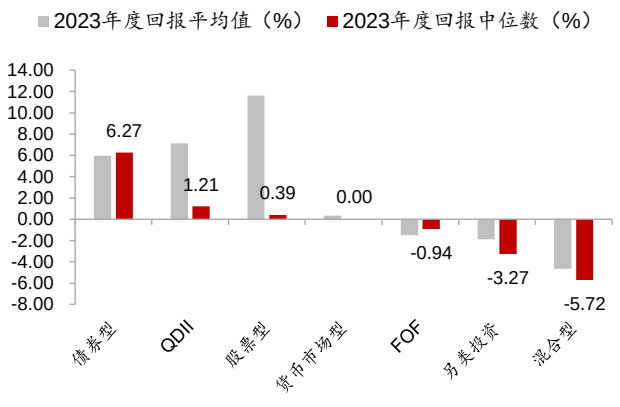
3.产品表现：受益于债市稳健，主动纯债和固收类产品总体表现突出

3.1.集合资管：中长期纯债收益靠前，部分 QDII 产品回报亮眼

券商私募集合资管计划产品以债券型为主，根据 Wind 数据统计，从 2023 年度券商私募集合资管计划产品收益中位数表现来看，2023 年度债券型产品、QDII 产品、股票型均取得正收益，分别为 6.27%、1.21%、0.39%，但其中 QDII 产品、股票型产品内部表现分化，QDII 产品主要是有 2 只产品表现突出：1 只混合型 QDII 主投美股市场年化收益较高，1 只主投亚洲四国市场核心物流资产收益稳健。股票型产品中，主要是参与北交所、科创板员工战略配售产品收益较高，其次是部分券商量化、微盘股指增产品表现较好。

债券型集合资管计划产品中，受益于 2023 年度下半年以来的债市走高，主动纯债型集合资管计划收益较高，2023 年度策略收益中位数约 6.38%，其次为固收多策略产品，部分配置了可转债标的，整体表现实现 5.84%年化收益，受到股市震荡波动影响，主动股票型、灵活配置型等产品表现相对较差。具体来看，中泰证券、申港证券的中长期纯债等产品收益较为靠前。

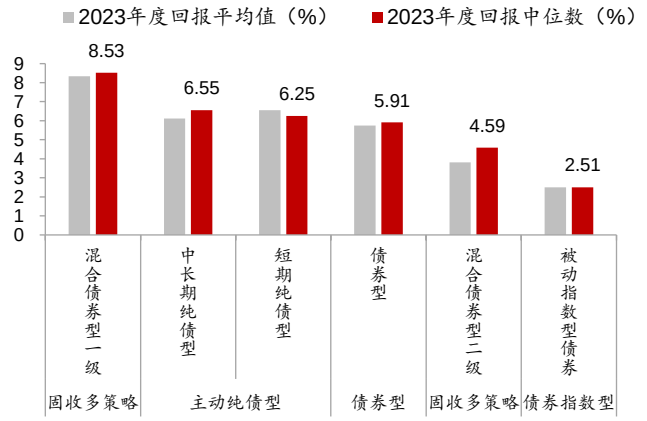
图 169　2023 年度各类券商集合资管的平均收益和收益中位数



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：统计产品范围不含券商大集合参公改造产品，筛选剔除 2023 年度新设立产品，最新披露产品净值需在 2023 年度内

图 170　2023 年度债券型券商集合资管的平均收益和收益中位数



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

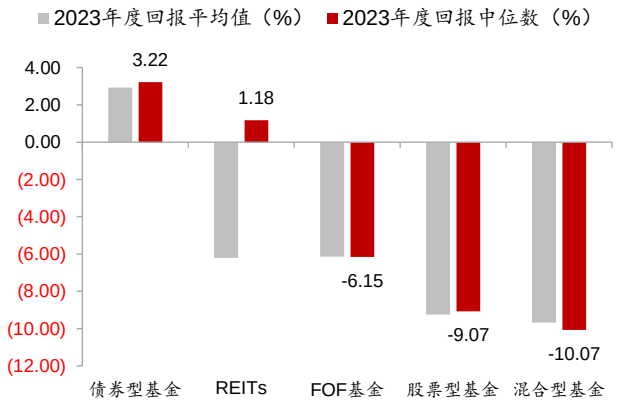
注：统计产品范围不含券商大集合参公改造产品，筛选剔除 2023 年度新设立产品，最新披露净值需在 2023 年度内

3.2.公募产品：债券型定开产品收益靠前，量化、低波、指增产品较为突出

11 家持牌机构管理的公募产品以混合型基金、债券型基金为主，根据 Wind 数据统计，从 2023 年度 11 家持牌机构管理的公募产品收益中位数表现来看，2023 年度整体收益表现受市场波动影响较大，非货产品中仅债基、REITs 产品均取得正收益，分别为 3.22%、1.18%，权益类产品收益表现分化，部分小规模的量化、红利低波、指增类偏股混合型产品收益表现较为亮眼，2023 年度实现 10%-20%回报。

分产品类型来看，Wind 统计显示，债券型基金中以山证资管 3 个月定开债基、财通资管 1 年期定开债基、渤海汇金 3 个月定开债基收益率领先，2023 年度的年化收益率分别为 7.74%、6.99%、6.77%，均为中长期纯债定开策略产品；混合型基金中虽然大部分产品收益不甚理想，但渤海汇金、国泰君安旗下的量化成长类产品表现突出，2023 年度的年化收益率分别为 21.88%、10.06%；股票型产品中仅东证资管旗下的红利低波、医疗升级，国泰君安资管旗下中证 1000 指增、科创精选等产品实现小幅增长。

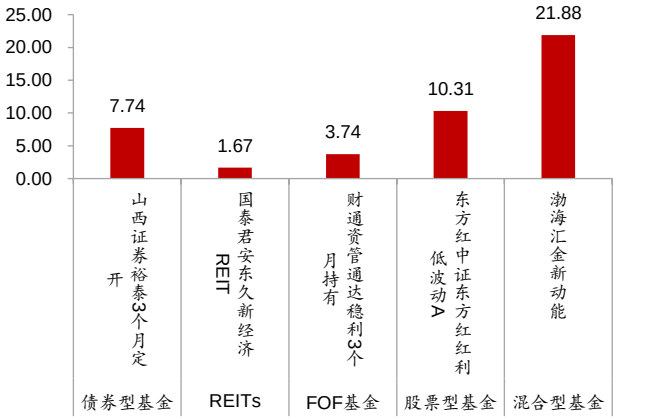
图 171　2023 年度 11 家持牌机构管理公募非货产品收益表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：统计产品范围不含券商大集合参公改造产品，筛选剔除 2023 年度新设立产品

图 172　2023 年度 11 家持牌机构管理的各类型产品中，表现较为突出产品的年化收益（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：统计产品范围不含券商大集合参公改造产品，筛选剔除 2023 年度新设立产品

4.发展展望：机遇与挑战并存，深化战略、客群、业务多方面布局

4.1.战略引领：券商资管业务内涵丰富，有望成为投顾展业的主力机构

2023 年 6 月，证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，基金投资顾问业务即将实现试点转常规化运营。我们认为，在券商“一参一控一牌”公募化发展趋势下，打造基金投顾平台是券商资管公募化的关键经营思路，券商资管有望成为投顾业务平台化发展的核心机构。

从战略业务角度，财富管理的客群需要和资管账户体系衔接，用投顾业务串联财富+资管实现以客户为中心的一站式服务。站在券商业务经营角度，在财富管理背景下，单纯的经纪交易、代理基金销售既无法满足竞争加剧下实现盈利的基础，更无法满足以客户为中心的资产配置需求，所以在投顾业务试点以来，多家券商认识到基金投顾业务的抓手性质，积极通过互联网渠道号召力，力图先实现客群的积累。但是，参考海外投顾发展历程，要把客群真正转化为忠实群体，必先建立账户式的资产管理基础设施，需要券商具备更长远的战略布局，将财富条线和资管条线有机结合，以财富客群需求赋能资管产品发展，用投顾业务打通最后一公里服务，用平台化发展实现以客户为中心的资管服务。

从业务范围上看，券商资管与投顾业务属性极为匹配，已初步具备经营公募、私募两大业务基础。目前券商资管合规经营的业务范围囊括私募资管计划、公募基金、ABS 业务等多领域，横跨 B 端、C 端多客户群体，而且受益于母公司券商集团化发展，可以与母公司旗下私募股权子公司、国际子公司等形成合规前提下的深度业务联动，从业务范围上看，相比其他资管机构，券商资管更适合作为投顾业务开展的主力机构，覆盖公募、私募两大业务沉淀，方便打通一级投资、二级管理市场。

从政策方向上看，私募资管纳入投顾业务势在必行，券商资管应为践行投资端改革的先行者。根据《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》，首次提出将私募证券投资基金配置纳入规范。券商资管深耕私募资管投资，特别是在固收类稳健型产品配置方面经验丰富，若私募资管正式纳入投顾业务，券商资管作为市场重要的金融机构，应为健全多层次资本市场配置贡献先行力量，可以探索私募资管投顾业务，在高净值客户和机构客户群体中主打回归服务本源，为客户创造更多收益价值。

4.2.客群分布：私募降费让利投资者大势所趋，券商资管需发力 C 端客户服务

2023 年，证监会系统推进公募基金行业费率改革，与此同时，多家私募管理人主动降费，资管行业合力让利投资者，回归资管初心。在“以投资者为本”助力资本市场发展的大背景下，券商资管让利降费应是大势所趋，发力主动管理需要券商资管逐步转向 C 端客群服务，核心突破高净值客户“顾问”服务短板。

基于业务历史沉淀和规模发展需求，券商私募资管通常以机构资金为主要的直接出资人，居民直接出资占比连续两年下降。券商资管因为历史发展原因，通道化发家背景奠定了和机构资金合作的基础，截至 2022 年末，券商私募资管产品出资人以银行理财、银行自有资金为主，出资占比分别为 48.79%、20.45%，与此同时，居民直接出资占比连续两年下滑，2020-2022 年，居民直接出资占比分别为 14.19%、11.55%、11.05%，说明券商私募资管在高净值客群服务渗透率方面有待提升。

发行市场冷淡加剧公募化转型难度，券商资管公募产品销售承压。2023 年市场行情较为冷淡的情形下，尽管券商资管转向设立发起式基金产品，仍然面临较大销售压力，头部券商资管机构甚至出现仅 1 人认购 1000 元的滞销难题，充分说明了券商资管在公募化转型，直接服务 C 端客户过程中，面临营销、流量、服务等多项挑战。

所以，券商资管需要大力通过业务联动+渠道拓展+投教陪伴，提升直面 C 端客户服务质量，促进业务结构优化调整发展。不管是机构降费、通道业务压缩的压力，还是为投顾业务发展奠基的战略布局，都需要券商资管尽快加强直面 C 端投资者服务能力，实现“机构奠定规模，散户激发活力”。参考业内成熟资管机构发展路径和成功实践，券商资管仍然要把握渠道资源和业务联动，一方面，通过和互联网渠道机构合作，拓宽代销途径，加强投教力度，提升券商资管品牌形象；另一方面，充分利用投行业务、财富管理业务联动，在合规前提下，通过产融业务进一步服务上市公司或企业家客户，以客户视角加强大机构业务条线联动，促进券商资管业务结构的优化调整。

4.3.展业抓手：ETF 业务地位节节攀升，券商资管勇担 ETF 一站式服务核心

2023 年同样是 ETF 业务迸发的一年，在公募产品规模收缩背景下仍实现逆势增长，券商作为 ETF 业务发展的核心机构，可以充分利用 ETF 业务实现下一步公募化产品布局抓手，券商资管勇担 ETF 一站式服务的核心部门。

佣金新规重塑基金代销业务模式，细分主题 ETF 大有发展空间。2023 年 12 月，证监会就《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》公开征求意见，强化公募基金证券交易佣金分配行为监管，剑指当前公募管理人用高倍数交易佣金置换 ETF 首发规模的乱象，同时给了券商资管规范发展 ETF 业务的空间，充分利用母公司客户交易基础、信息技术资源、代销渠道支持、产品研究储备等开发细分主题 ETF 空间，在 ETF 创新产品方面实现市场份额抢占。

参考海外成熟市场发展经验，泛指数化投资是券商资管公募化产品布局的核心思路。根据海外成熟市场 ETF 业务发展经验，由 ETF 延伸出的 REITs ETF、主动管理 ETF 等泛指数化投资思路或为券商资管打开公募化破局之路。随着券商资管公募化牌照布局基本完备，下一步在马太效应加剧的公募市场竞争需要以泛指数化投资为抓手，如 REITs 业务发行底层 ABS 框架构建、“ETF+”策略研究等都与券商资管业务密不可分，目前已有头部资管机构实现指增产品超额回报的成绩，未来有待政策进一步释放信号后，充分发挥券商在 ETF 交易的护城河优势，以券商资管为核心，构建 ETF 交易、做市、托管、研究、投顾等“六位一体”格局。

八、2023 年信托市场年度报告

1.新三分类正式落地，行业迎来变革

2023 年是中国信托行业具有历史意义的一年，伴随着 3 月 24 日正式发布《中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知》（本章简称“新三分类”），信托行业正式在非标产品的创设和发行方面划上了休止符，信托公司也将在未来三年的时间里不断从类信贷的定位中抽身，真正实现信托回归本源的伟大目标。

针对新三分类，我们认为监管机构对于信托行业的主动调整，呈现出不一样的特质：

（1）信托监管具备更强体系性，监管有效性得到提升。

新三分类让信托监管从过去的“法无禁止皆可为”，走向信托公司“可以开展得每一项业务都被清清楚楚写在规则之中”，回避了过去长期以往“关上一扇门的同时留下一扇窗”的行业痼疾。在监管规则的变化下，信托公司进行制度套利和违规操作的解释空间越来越小，信托监管的有效性进一步提升。对习惯于制度套利的信托公司和信托从业者，不仅需要在信托业务上进行积极的变革，更需要在发展心态上进行调整，以客户需求为最终目的，以回归本源为出发点，以监管制度为圭臬，才能在新时代的信托赛道中行稳致远。

（2）信托公司具体业务更为清晰，信托公司和监管部门的报表体系也将对信托行业的真实经营情况进行更准确的刻绘。

相比于非标年代下，信托公司业务的复杂多样，新三分类后的信托业务更为清晰和明确，诸如多层嵌套导致信托规模重复计算问题、某些信托业务算不算主动管理在信托公司报送一念之间的问题，将会从根源上得到彻底的解决。而伴随着信托公司财务报表对信托具体业务的准确反映，信托监管对于信托公司的经营实质就可以有更多的掌握，进而可以更有针对性地进行监管的前置调整。信托监管具备了前置性特征，将能够更有效地防范信托行业风险以及由此扩散的其他各类风险。

（3）新三分类强制信托公司进行业务转型，监管指向性更强。

单纯从分类体系上看，非标已经不在信托公司的业务体系中（虽然根据《关于规范信托公司信托业务分类的通知》实施后行业集中反映问题的指导口径（一）要求，在委托人要求的前提下，可以开展有条件的非标业务，但与信托公司主动为之的、具有私募投行属性的非标不可同日而语），通过回避在此刻依然具备高利差特征的非标业务（例如城投公司和消费金融），倒逼信托回归本源。相比于过去监管通过柔性措施来引导信托公司进行业务转型，新三分类具有非常明显的强制性，单一目的属性更为清晰，信托监管逐步走出过去在“保经济发展”和“控行业风险”之间摇摆的困境。

当然，新三分类是信托监管一系列法规体系中的中坚政策，2023 年后续发布的各类监管政策则协同新三分类形成了信托行业的“政策集群”，为中国信托行业的彻底转型奠定了方向。

首先，**2023 年 7 月《<关于规范信托公司信托业务分类的通知>实施后行业集中反映问题的指导口径（一）》**（本章简称《指导口径》）的发布，针对新三分类的执行提出了更加明确的操作指引，特别是针对信托行业关注最多的“信托公司是否还能做非标”这个问题给予了明确的回复，在文件的原文中提出“信托公司开展资产管理信托业务时，要审慎开展非标准化债权类资产”，虽然这个说法为信托公司在新三分类后开展非标业务预留了政策空间，但在文件的后续又进一步明确信托公司不得以私募投行角色、通过资产管理信托业务形式，开展实质为满足单一融资方特定融资需求而发行信托产品募资的业务，这实际把信托公司为融资人提供融资的高利润非标业务的通道彻底堵死。从规则的发布来看，监管的本意依然致力于信托公司回归本源，鼓励信托公司站在委托人的视角来推动各类业

务的开展，包括非标业务，但又从信托监管的顶层设计上极力回避以信托公司主动管理为特征的“私募投行”业务，避免信托公司重走监管套利的老路。从监管对于非标问题的再度重申可以看到，相比于过去的信托监管，2023 年信托监管在有效性和及时性上都得到了提升，监管的力度持续得到贯彻。

值得关注的是，信托监管在进行规则调整的同时，也帮助信托公司“放开手脚”，特别是帮助信托公司在标品资管的多元化投资领域打开更多通道。以《指导口径》为例，该制度明确信托公司可开展债券回购交易，利于推动债券投资业务发展的同时，拉平了与其他资管机构的资质标准；此外《指导口径》允许信托公司以资产管理信托资金投资包含衍生品交易设计的固定收益类、权益类资产管理产品。而对于已获得衍生品交易资格的信托公司，可以以其受托管理的信托资金投资相关产品，资产配置得以在更广阔的市场和赛道间执行，将大幅提升资产配置的效率和意义。

这些规则的变化不仅是对信托资管同其他资管行业的规则对齐，也为信托公司在财富管理领域的发展奠定了重要基础，从更多样的债券投资模式到以商品期货为标的的 CTA 产品，再到多元化、多策略的资产配置投资，信托作为家族信托全权委托的主要账户，其全市场配置的障碍正在被逐步清除。但需要关注的是，信托公司在宏观策略、资产配置和金融产品研究方面，在大金融赛道的横向比较中仍有落后，需要加强相关领域的专业建设。

其次，**2023 年 11 月《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》**的发布对于信托公司监管的颗粒度提出了更高的要求。国家金融监管总局于 2023 年 11 月印发《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》（本章简称《暂行办法》），旨在全面评估信托公司经营稳健情况与系统性影响，有效实施分类监管，促进信托公司的持续健康运行和差异化发展。《暂行办法》规定信托公司年度监管评级包括五个模块：公司治理、资本要求、风险管理、行为管理及业务转型。评级周期为每年一次，评级结果分为 1-6 级，反映机构风险和监管关注程度，评级结果 3 级（含）以上为良好。此外，《暂行办法》还介绍了信托公司系统性影响评估要素及分类监管相关内容。新评级办法将替代自 2016 年起施行的旧办法，并自印发之日起生效。新规则的发布与新三分类相互呼应，既是对监管上位规则变化的有效顺应，同时新三分类是纲，《指导口径》和《暂行办法》是目，纲举目张。配套规则的陆续推出是避免出现“唱着过去歌谣”的情形，更是对于新三分类持续推动的最大保障。

最后，**2023 年 3 月《中国银保监会关于规范信托公司异地部门有关事项的通知》**正式发布，相比与征求意见期间（2021 年 10 月）的高热度，本次发布则较为平静。相应变化与信托行业步入调整周期相匹配，过去高成长高利润的信托行业正在进行自己的“供给侧改革”，相比于征求意见稿阶段部分信托公司对于新规的不理解，正式落地则成为许多信托公司进行人员优化、降低经营成本的手段。站在监管的角度看，虽然该规则的发布是为了抑制信托行业在区域展业过程中的低效竞争和无序竞争，但延后两年发布的规则，却客观上对于信托行业和信托公司进行人员出清并降低财务成本起到了一定的推动效果。从宏观视角看，信托作为中国金融改革的重要一环，该规则在执行环节为信托公司提供了有效的指引，为信托行业人员优化、新人才引进从而迎来新的发展提供了契机。

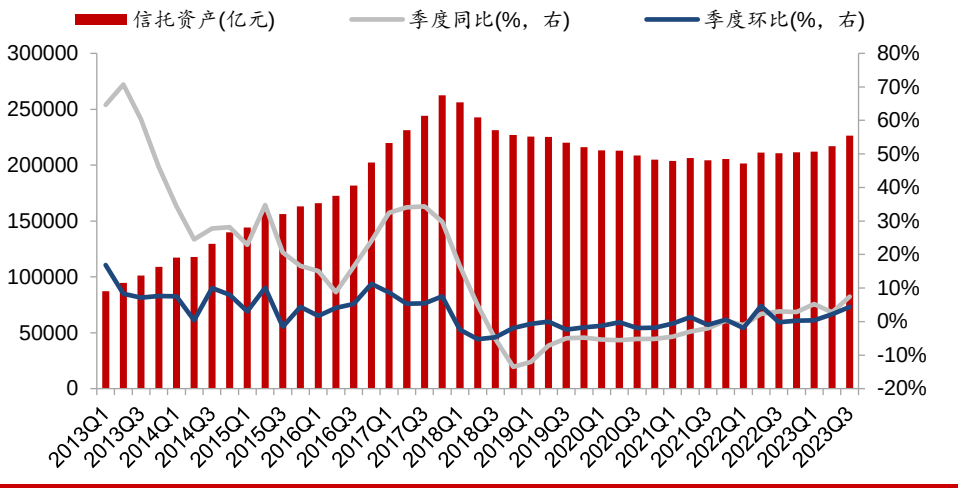
过去的 2023 年，无论是对于信托行业还是对于从业者来说，无疑都是沉重的。但如果我们跳出信托行业的悲欢离合，从整个大金融的历史周期看，任何一个金融赛道的变革都无法跳出实体经济转型的方向，当中国经济的驱动力从以房地产为代表的产业链走向高科技与先进制造后，信托的非标使命也自然步入了历史的终结，这不是信托的宿命，而是中国经济和金融发展的必然。而伴随着信托产品违约，以及群体性事件的发生，信托行业和信托公司也背负着“被污名化”的压力，这些问题更要求我们站在更长的历史周期来看待信托的变革，不仅要意识到变革的紧迫性，也应怀有更多的理解去看待信托行业此刻暴露的各类问题。这些问题不是信托行业所独有，也不是信托公司乃至部分人有意为之，而是在过去较长的经济生态和金融演变中所形成的一种行业必然。

2.信托产品市场分析

2.1.信托行业资产管理规模回顾

行业规模基本盘企稳回升，但整体增幅有限。根据中国信托业协会数据，截至 2023 年 3 季度末，全行业信托资产规模余额为 22.64 万亿元，较年初增加 1.5 万亿元，增幅 7.12%，规模基本盘稳中有升。资管新规后信托资产规模持续压降，其中 2018-2020 连续三年以万亿级别共大幅压缩 5.76 万亿元，自 2022 年 2 季度后同比增速才转负为正，行业规模企稳回升，但整体增幅有限。一方面在传统融资类业务受到严格约束下，资产管理信托、家族信托、家庭信托、慈善信托等新型优质细分赛道，在当前经济及监管环境下，供给增长爆发力偏弱，短期内尚难形成有效支撑；另一方面，存量信托资产中，还需关注自身资产质量及外部各类风险事件传导引发的资产减值压力。

图 173　信托资产规模变化



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部，数据截至 2023Q3

2.2.资管新规对信托行业的彻底重塑

信托资金来源结构的变迁，抑或是信托资产功能结构的变迁，都反映了信托行业在政策与市场环境影响下的业务模式的演变。资管新规后，单一信托、融资类和事务管理类中以通道为主的传统信托业务持续压缩，集合、投资类占比上升，资管新规对信托行业从资金来源结构到资产功能结构进行了彻底重塑。

从资金来源看：去通道已进入深度阶段，传统以单一资金信托为主的被动管理业务占比继续下降但降幅收窄，集合信托占比稳步上升，管理财产信托占比经历快速上升后出现下滑迹象。

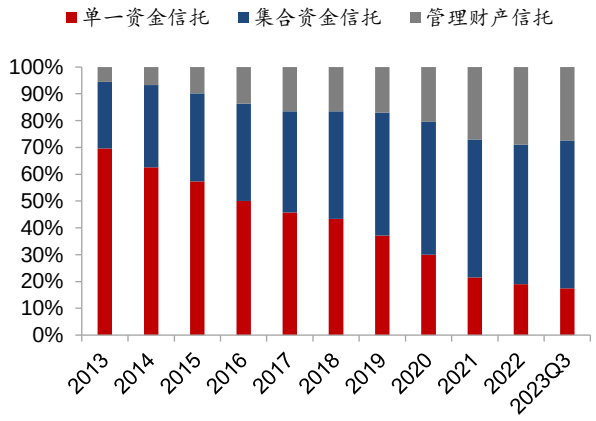
信托资金来源结构在行业政策导向下彻底转变。资管新规前，在房地产和基建快速发展、融资需求旺盛背景下，受银行理财资金高收益资产配置需求，以及银行资产出表、回表周期中绕开限贷行业、贷款授信额度、存贷比、集中度等指标限制影响，以通道业务为主的单一资金信托占主导，2011-2017 年单一资金信托平均规模占比 60.27%。资管新规后，信托行业防范化解重大风险攻坚战的持续推进，去通道、去嵌套深入落实，单一资金信托规模占比持续下降，集合信托占比稳步上升，根据中国信托业协会数据，截至 2023 年 3 季度末，单一资金信托规模占比 17.49%，较年初继续下降 1.54 个百分点；集合资金信托规模占比 55.13%，较年初上升 3.05 个百分点；管理财产信托规模占比 27.38%，较年初下降 1.51 个百分点。

从资产功能看：资管新规后信托业务结构变化还在继续进行中，融资类业务和事务管理类中以通道为主的传统信托业务持续压缩，而投资类及事务管理类中的服务信托步入新发展阶段。

信托资产功能结构在行业政策导向下不断变迁。融资类信托此前利用信托产品灵活性优势，使得银行理财等低风险偏好资金绕开监管限制大量流入限贷行业等，导致隐含信用风险大幅提升，自 2010 年起监管就分别从银行端和信托端发布多项规章制度，限制融资类信托额度，使得融资类业务规模占比持续压缩，而通道业务也由融资类转向事务管理类，导致事务管理类占比快速提升。而事务管理类以通道为主的传统信托业务又在 2018 年资管新规去通道形势下呈逐季下降的趋势，但在 2022 年随着风险处置、财富传承等服务信托领域的不断探索，新方向的事务管理类信托规模出现阶段性回升。信托业务结构在经济及行业政策变迁下不断演进。截至 2023 年 3 季度末，融资类信托余额为 3.25 万亿元，占比 14.34%，较年初下降 0.21 个百分点；事务管理类信托余额 8.70 万亿元，占比 38.43%，下降 3.10 个百分点，与 2017 年末的峰值相比，规模降幅为 44.38%，占比下降 21.19 个百分点。

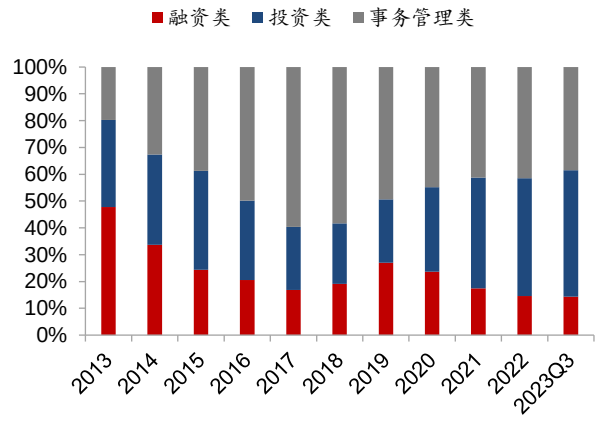
投资类信托作为主动管理转型重点，规模首超十万亿并继续保持增长势头。截至 2023 年 3 季度末，投资类信托余额为 10.70 万亿元，占比 47.23%，较年初上升 3.31 个百分点。自 2020 年以来，投资类信托增速明显加快，余额从 2020 年年初的 5.1 万亿到超过 10 万亿，增幅超过 1 倍，占比则从 23.71%上升到 47.23%，也接近翻倍。值得关注的是，部分信托公司尝试“融转投”以及在证券投资领域发展通道类业务，所以投资类信托规模及占比的快速上涨是否是信托公司主动投资管理能力提升的表现，还有待进一步探讨。

图 174　2013-2023Q3 信托业务结构（资金来源）



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

图 175　2013-2023Q3 信托业务结构（资产功能）



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

2.3.从集合信托的收益率和期限看信托财富市场的变迁

随着信托行业由传统通道向主动管理转型的持续深入，集合信托已经成为信托产品主要资金来源，基于此，我们参考用益信托网提供的集合信托数据，从收益率和期限角度看信托财富市场变迁。根据用益信托网不完全数据显示，已公布的集合理财类信托产品的 2023 平均收益率为 6.53%，较 2022 年平均收益率下行 34bp，其平均信托年限为 1.47 年，较 2022 年继续减少 0.31 年。

观察信托的平均月预期收益率，2023 年新成立的集合信托平均预期收益率保持下降趋势。主要受如下影响：

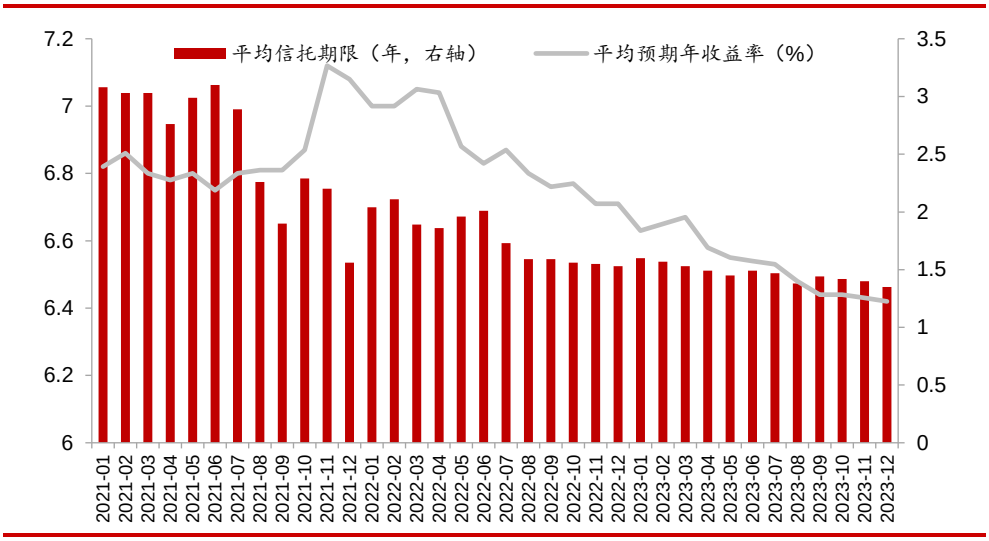
一是就集合信托中非标产品而言，在融资类信托强监管及经济下行周期背景下，非标产品可投底层资产相对有限，叠加企业有效融资需求不足及利率中枢下行导致的企业融资成本下降，信托产品收益率下行趋势也是顺应政治经济环境应有之义；针对基础产业类信托，一揽子化债方案的实施促使地方城投短期信用风险边际下降，融资成本有所下降；针对传统预期收益率较高的房地产信托，当前房

地产市场虽有政策刺激但受有效购房需求不足影响修复相对缓慢，同时房地产市场风险仍未出清，违约事件仍然时有发生，且存量房地产信托风险处置压力较大，信托公司在房地产领域展业动力有限，预期收益较高的房地产信托供给不足，进而侧面导致信托产品整体收益率下降。

二是就集合信托中标品信托而言，随着信托业务新分类标准的逐步实施，信托公司主动管理转型方向的进一步明确，标品信托成为优质转型细分赛道之一。信托公司结合自身既往优势，标品信托业务以债券投资类为主，虽然 2023 年度债市利多因素打开产品收益空间，但相较此前非标产品的高收益而言，仍有差距。综合以上因素导致集合信托产品整体收益率下滑。

观察信托的平均期限，2023 年新成立信托的平均期限延续了 2022 年的下降趋势，这可能源于随着信托产品风险释放的深入，被动开展投资者教育后，需求端对信托产品风险偏好降低，叠加资管新规禁止期限错配等规则限制，存在降低久期、控制风险敞口以易于新产品发行的情况；另外标品信托因其产品灵活性优势，投资范围限制相对较少，例如现金管理类产品具备收益优势的一大原因就是投资约束相较货币基金和现金管理类理财宽松，可通过提升组合久期、单券久期增加收益，进而导致相对久期较长，但 2023 年度标品信托发行放缓、规模下降，侧面引发集合信托平均期限下滑。

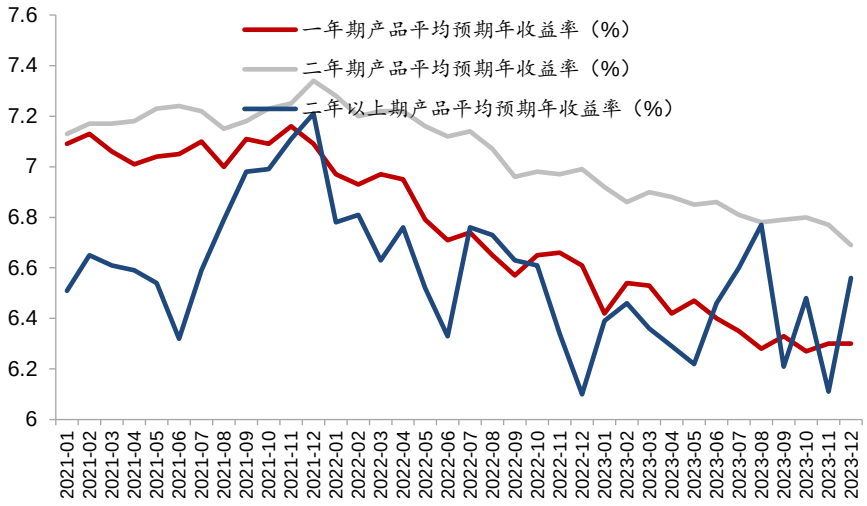
图 176　集合信托的平均期限和预期年化收益率走势



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

从不同期限产品的预期年化收益率趋势看，一年期及二年期产品平均预期收益率继续保持下行趋势，而二年期以上产品平均预期收益率在 2023 年度区间内震荡，波动较大。具体来看，2023 年末，一年期产品、二年期产品、二年期以上产品的平均预期收益率分别为 6.3%、6.69%、6.56%，分别较 2022 年末-31bp、-3bp、+46bp。信托产品期限一般在 1.5-2 年之间，上文已对集合信托平均预期收益率保持下降趋势的原因进行了阐述，关于二年期以上产品，相对应产品数量较少，叠加纳入统计的数量有限，数据所呈现规律适用性受到影响，统计价值可能较低。

图 177　不同期限的集合信托产品预期年化收益率



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

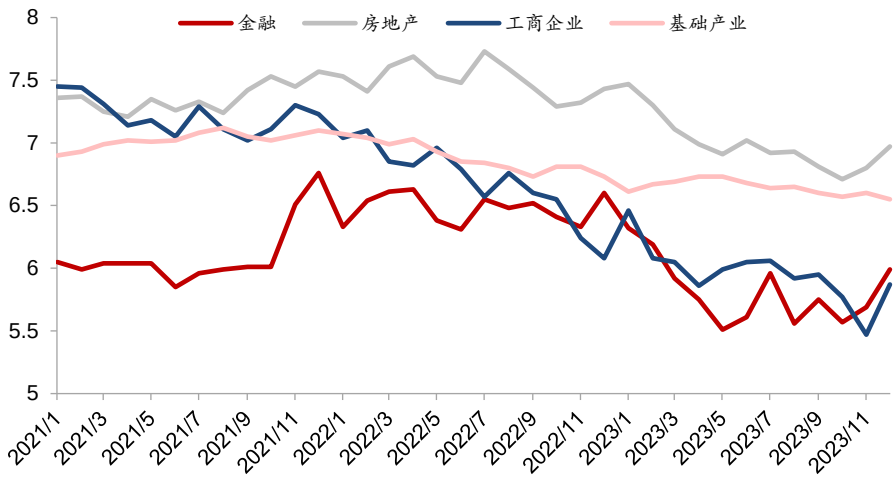
不同投向的集合信托平均预期收益率呈现如下的特征：

总体上看，2023 年不同投向的集合信托平均预期收益率整体呈现下滑趋势，但其中也有投向发生年末回升现象。2023 年末，房地产类信托和金融类信托预期收益率分别为 6.97%和 5.99%，较 2022 年末分别下降 46bp 和 61bp，下降幅度较大；工商企业类信托和基础产业类信托预期收益率分别为 5.87%和 6.55%，较上年末回落 21bp 和 18bp，回落幅度较小。其中基础产业类信托预期收益率全年相对平稳，房地产类、金融类、工商企业类信托预期收益率年末均有翘尾：

金融类信托或因 2023 年 11 月以后至年底，债市在调整后开始震荡上涨，而债券策略类产品占该类信托比重较高，导致其年底上行。

房地产类和工商企业类信托预期收益率年末翘尾，一方面可能是因为部分信托公司为了完成年度发行规模 KPI 目标，主动让利投资者，而该两类信托以非标信托产品为主，传统存量信托投资者对收益相对固定的产品接受程度更高，引起收益率的短暂上行。另一方面，地方城投融资除银行贷款外，主要通过城投债、定向融资产品及信托产品开展。对于资质相对较弱主体，发行城投公募债、私募债，甚至是为规避定向融资产品限制而“借壳”绕道的私募债，自 2023 年 11 月起存在大量因所属区域负债率较高或财政预算较低、无借新还旧额度等因素导致终止发行的情况，进而通过城投债融资受到一定限制；而定向融资作为弱资质主体此前重要融资方式之一，因其发行乱象严重、成本居高不下、产品逾期增加、城投反腐力度加大等，通过定向融资产品开展融资同样受到约束。在此相对利于信托产品发行背景下，同时为平稳推进地方债务化解，叠加信托公司在追求利润的原始诉求推动下，不同类型信托产品渠道此消彼长，进而信托公司有动力将 2023 年剩余非标额度投放至相对较弱资质主体，侧面引起非标产品预期收益率年末暂时上浮。

图 178　不同投向的集合信托收益率走势（%）



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

展望 2024 年，预计集合信托产品的预期平均收益率大概率将稳定在当前水平，进一步下行的动力较小。

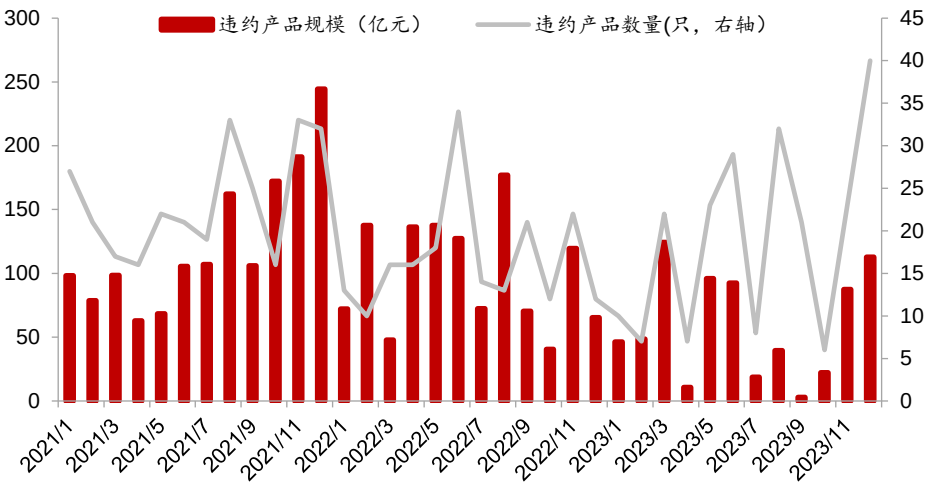
从长期来看，货币政策和宏观经济是影响集合信托产品收益的主要因素，国内宏观经济内生动能依然有待进一步提高，增速趋缓的大趋势不变，2024 年以来，降准先行叠加结构性降息政策推出，信用扩张或仍处在起步阶段，在此条件下，资本市场将会继续保持“宽信用”预期，国内仍将会保持低利率的市场环境，非标产品的平均预期收益率上行存在一定阻力。

从短期来看，监管压力、市场风险和竞品收益率综合影响集合信托市场平均预期收益走势：从监管维度看，新三分类后，具体业务监管细则有待进一步完善，具体分类发展路径有待进一步探索，行业转型路上可能仍然面临规则的不确定性。从风险维度看，2024 年稳增长压力大，经济内生动能尚需进一步提高，重点行业及主体的信用风险变化趋势仍需关注，市场风险上升可能会导致集合信托产品的风险溢价增加。与其他资管产品比较的维度看，信托产品与普通基金或理财之间的收益利差已达临界，若收益率继续下探，信托产品无论对于存量偏好固定收益的投资者，还是对于新增投资者均可能会丧失吸引力，未来更多可能是产品内部结构的变化。多方面因素的共同作用下，预计集合信托产品的收益率走势相对稳定。

2.4.信托产品的信用风险分析

信托违约数据方面，参考用益信托网的数据显示：据公开资料不完全统计，2023 年共计披露违约风险项目近 230 款，涉及金额约 700 亿元，风险项目数量同比继续减少 13.4%，涉险金额同比继续下降 41.7%。

图 179　2021 年以来信托违约数量及金额的情况



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

其中，房地产类信托涉及金额仍然较多，违约风险项目涉及金额约 490 亿元，占全部违约金额的 69.94%，依然是行业违约“重灾区”，过去房地产行业加杠杆快周转积累的风险尚未完全释放。

虽然信托行业目前还有较大规模存量房地产信托项目仍需时间消化，短期内或仍将面临一定的违约风险，但相应风险已在逐步释放中。在房地产企业融资政策方面，从 2022 年以来“金融 16 条”“三支箭”等支持房企融资政策先后落地，到 2023 年 10 月中央经济工作会议提出一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，2023 年 11 月涉房贷款“三个不低于”政策，再到 2024 年 1 月住建部和金融监督管理总局发布建立城市房地产融资协调机制的通知等政策持续推出，房地产企业融资端政策支持力度在逐步加大，虽具体实施效果有待进一步深入，但多政策叠加下，我们有理由相信房地产行业融资环境将逐步改善，违约风险逐渐释放，预计后续房地产信托违约情况或有一定的好转。

表 118　2021 年以来信托违约的数量与金额的分布情况（不完全统计）

时间	违约数量（只）					违约规模（亿元））			
	房地产	工商企业	基础产业	金融	其他	房地产	工商企业	基础产业	金融
2021/1	5	3	15	4	0	35.33	30.56	29.69	2.72
2021/2	9	5	3	4	0	52.14	9.52	5.18	11.69
2021/3	6	7	0	1	3	28.3	55.2	0	0.19
2021/4	3	3	5	5	0	2.7	18.3	33.37	8.43
2021/5	2	1	0	19	0	33.56	2	0	32.81
2021/6	合计 21 起					73.7	合计 31.81		
2021/7	5	10	2	2	0	44.8	52.66	6.63	3
2021/8	14	5	2	12	0	114.99	21.84	12.32	13.09
2021/9	12	6	1	6	0	61.85	38.96	1.88	3.4
2021/10	7	6	2	1	0	118.46	45.5	3.05	5.2
2021/11	10	12	3	8	0	141.6	27.43	9.83	12.29
2021/12	26	3	2	1	0	209.69	26.14	5.5	3.15
2022/1	4	5	1	1	2	55.79	11.19	2.52	1.6
2022/2	3	4	0	1	2	124.94	12.67	0	0
2022/3	6	7	0	3	0	26.56	20.6	0	0.63

2022/4	14	2	0	0	0	132.66	3.66	0	0
2022/5	13	3	0	2	0	88.48	49.11	0	-
2022/6	22	5	0	7	0	110.59	2.51	0	14.24
2022/7	3	7	3	1	0	27.74	30.02	14.5	0.09
2022/8	6	4	0	3	0	89.10	79.50	0	8.33
2022/9	8	3	5	5	0	46.23	11.19	11.83	0.99
2022/10	11	1	0	0	0	39.54	0.85	0	0
2022/11	15	4	0	3	0	99.93	12.98	0	6.67
2022/12	10	1	0	1	0	64.69	0.23	0	0.5
2023/1	5	3	0	2	0	29.35	16.1	0	0.94
2023/2	4	0	0	3	0	41.93	0	0	6.64
2023/3	13	1	8	0	0	96.95	9.71	17.62	0
2023/4	4	1	2	0	0	7.44	1.04	2.12	0
2023/5	10	12	1	0	0	70.74	21.28	4	0
2023/6	18	3	6	2	0	67.29	19.09	4.38	1.55
2023/7	3	0	2	3	0	14.86	0	2.41	1.44
2023/8	16	5	1	10	0	31.31	1.03	0.89	6.21
2023/9	1	5	1	14	0	-	-	1.54	1.2
2023/10	4	2	0	0	0	19.74	2.55	0	0
2023/11	9	0	6	8	0	43.61	0	34.83	8.87
2023/12	20	1	19	0	0	67.3	1	44.38	0

资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部 注：2023/9 规模数据缺失

2.5.高风险信托机构风险化解

2.5.1.从三份官方文件的表述中，我们可以看到关于金融风险处置态度的变化：

2023 年 10 月 21 日，人民银行行长潘功胜在第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上作《国务院关于金融工作情况的报告》。在防范化解金融风险隐患情况部分中提到“加快处置恒大人寿、中融信托等高风险保险信托机构。”

而此前针对金融风险处置中央行的角色及态度，前行长易纲分别在：（1）2022 年 12 月 13 日《建设现代中央银行制度（认真学习宣传贯彻党的二十大精神）》中强调我国经济金融运行面临更加复杂严峻的环境，外部冲击风险明显增多，国内经济金融的一些风险隐患可能“水落石出”，而 “自救”应成为当前和今后应对金融风险的主要方式。（2）2020 年 12 月 2 日《建设现代中央银行制度》中提到金融风险成为重大风险之一，地方政府和金融机构以社会稳定为由倒逼中央政府、中央银行承担高昂救助成本的问题仍未根本扭转，要防止中央银行资产负债表承担企业风险，必须在事前事中事后全过程履行防控金融风险的责任。

结合三份文件相关内容表述的变化，可以看到针对金融风险的化解，特别是高风险金融机构的处置，央行的态度从“自救”应成为当前和今后应对金融风险的主要方式，逐步向加大保交楼金融支持力度，一视同仁支持房地产企业合理融资需求，保持房地产融资平稳，以及加快处置恒大人寿、中融信托等高风险保险信托机构变迁。这种表述的变化或侧面反映态度的转变，一方面是应对外部复杂严峻环境下的当前国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重经济压力，另一方面对于当前高风险金融机构的处置和风险化解，尤其是官方文件中提及的中融信托，其处置方式或采用更加稳妥的方案推进，从而将已产生的负面影响最小化，保护中小投资者和自然人投资者的利益。

表 119　三份官方文件中金融风险相关表述变化

时间	文件	相关内容摘取
2020/12/2	《建设现代中央银行制度》（《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》辅导读本）	金融风险成为重大风险之一
		对系统性金融风险的统筹监管不足
		防止财政赤字货币化 防止中央银行资产负债表承担企业信用风险
		市场纪律、破产威慑和惩戒机制尚未真正建立，地方政府和金融机构以社会稳定为由倒逼中央政府、中央银行承担高昂救助成本的问题仍未根本扭转
		事前：宏观审慎/微观审慎/行为监管 事中：压实股东、债权人、地方政府、金融监管部门的责任 **事后：要对重大金融风险的形成过程中金融机构、监管部门、地方政府的责任进行严肃追究和惩戒，有效防范道德风险**
2022/12/13	《建设现代中央银行制度（认真学习宣传贯彻党的二十大精神）》	面临需求收缩、供给冲击、预期转弱等短期压力，以及人口老龄化、区域经济分化、潜在增长率下降等中长期挑战
		我国经济金融运行面临更加复杂严峻的环境，外部冲击风险明显增多，国内经济金融的一些风险隐患可能“水落石出”
		高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源，中央银行要管好货币总闸门
		对于海外债权，按照“谁投资谁承担风险、谁决策谁负责风险补偿”的原则，由金融机构和企业承担主体责任，相关决策部门充分考虑项目的金融可持续性，负责风险补偿
		“他救”客观上不利于形成风险自担的正向激励 **“自救”应成为当前和今后应对金融风险的主要方式**
2023/10/21	《国务院关于金融工作情况的报告》	金融改革不断深化，金融对外开放取得新进展 发展多层次金融市场
		持续提高金融服务实体经济的能力：增强“三农”、小微企业、新市民等群体金融服务供给
		加大保交楼金融支持力度，一视同仁支持房地产企业合理融资需求，保持房地产融资平稳 支持重大项目加快建设
		有序化解高风险中小金融机构风险，推动兼并重组，该出清的稳妥出清
		统筹协调做好金融支持融资平台债务风险化解工作
		加快处置恒大人寿、中融信托等高风险保险信托机构

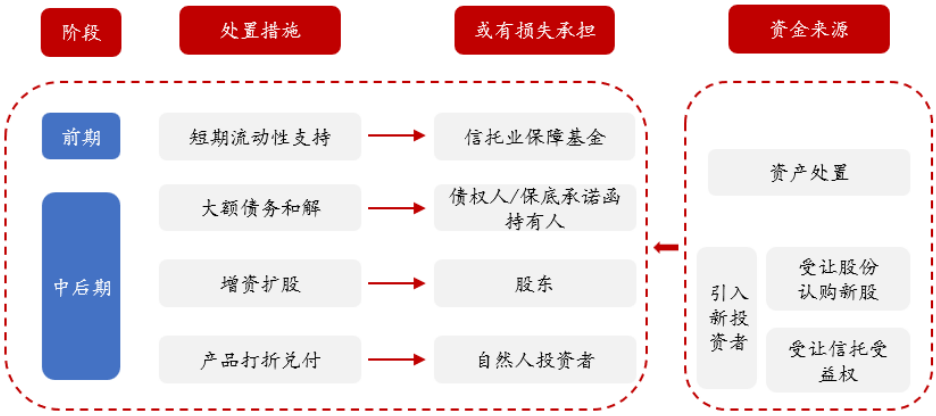
资料来源：中国人民银行，华宝证券研究创新部

2.5.2.安信信托、四川信托风险化解有何启示？

依据上述监管精神及主旨，对于当前涉及众多投资者、引发社会广泛关注的高风险信托机构中融信托、雪松信托等的处置方式，结合当前两机构的处置进程，我们能否在已顺利开展并取得良好效果的高风险信托公司处置过程中寻找到共性的思路，来探寻中融信托和雪松信托的风险化解方式和可能的路径。安信信托自 2020 年 4 月上海银保监局通报以来，风险处置当前已接近尾声，其处置稳妥且效果较好，具体来看：

安信信托（于 2023 年 2 月获原上海银保监局核准变更名称为建元信托）风险化解及处置过程主要分为两个阶段，在前期 2020 年 4 月收到原上海银保监局《审慎监管强制措施决定书》及《行政处罚决定书》之前，主要通过向信托业保障基金申请短期流动性借款支持来缓解资金周转困难；在此后因信托项目未能按期兑付启动重组后，主要通过与债权人和保底承诺函持有人大额债务和解、增资扩股和自然人投资者打折兑付等方式开展化险工作。

图 180　安信信托债务化解思路



资料来源：Wind，公司公告，华宝证券研究创新部

（1）信托业保障基金短期流动性借款。

在前期资金周转困难期间，安信信托主要通过向信托业保障基金申请短期流动性借款支持来缓解。信托业保障基金主要由信托业市场参与者共同筹集，由信托业保障基金公司管理，主要用于化解和处置信托业风险的非政府性行业互助资金。当信托公司出现临时资金周转困难，给予信托公司短期流动性支持是信托业保障基金的使用场景之一。该场景的使用，是由信托公司向信托业保障基金公司提出申请，提交流动性困难解决方案及保障基金偿还计划，由保障基金公司审核决定是否使用保障基金，然后双方签署资金有偿使用合同，并办理合法有效的担保手续。

基于安信信托 2021 年 7 月《关于公司和信托保障基金、信托保障基金公司及中国银行签署<债务和解协议>的公告》，在 2019 年-2020 年期间，信托业保障基金陆续向安信信托提供了多笔流动性支持借款，其中信托业保障基金涉及本金合计 44.5 亿元、信托业保障基金公司涉及本金合计 12 亿元。根据上述保障基金使用要求，安信信托借款的增信措施主要包括股权质押、信托受益权让与担保等，其中股权质押含安信信托控股股东上海国之杰投资发展有限公司（本节简称“国之杰”）持有的安信信托股份、安信信托持有的其他公司股权等做质押担保。信托业保障基金短期流动性借款是早期安信信托处置措施。

（2）与债权人和保底承诺函持有人大额债务和解。

与债权人进行大额债务和解，减轻安信信托再出发的历史包袱。根据 2021 年 7 月《关于公司和信托保障基金、信托保障基金公司及中国银行签署<债务和解协议>的公告》，安信信托分别与信托业保障基金、信托业保障基金公司、中国银行上海分行就 44.5 亿元、12 亿元、32.78 亿元本金所涉债务明确抵债资产、安排债务偿还计划、签署附带条件的债务和解协议。截至目前，前述债务和解协议依然在陆续执行落地过程中。其中与信托业保障基金的债务和解方面，依据 2023 年 12 月最新待和解债务受偿确认及豁免公告，在抵债资产完成权利转移或处置、附带条件的债务和解协议条件满足后，信托业保障基金已陆续确认前述债务和解协议合计 40.96 亿元本金及相应利息的待和解债务完成清偿。至此，与信托业保障基金剩余未偿还的待和解债务仅剩本金 3.54 亿元及其利息，同时与中国银行上

海分行的抵债资产也在陆续置出中，大额债务的大幅减少，极大减轻了安信信托重组再出发的历史包袱。

与保底承诺函持有人对于可能涉及诉讼的或有债务进行和解，降低债务化解过程的不确定性。安信信托 2020 年之前展业过程中，存在通过和第三方签署《信托受益权转让协议》《框架合作协议》或出具《流动性支持函》等形式提供保底承诺的情形，在安信信托偿债能力下降并启动重组期间，相应保底承诺可能会造成其不定时涉及诉讼纠纷，进而对风险化解形成一定负反馈，所以与机构投资者和解也是风险化解的组成部分。根据安信信托 2022 年年度报告，截至 2020 年末，安信信托存量保底承诺余额合计为 752.76 亿元，经安信信托 2021 年以来通过收回兜底文件、达成和解、兑付信托利益等方式，积极与保底承诺函持有人充分协商并达成和解，截至 2022 年末，仅尚余保底承诺金额 16.84 亿元，已基本解决大部分保底承诺可能带来的损失，极大降低了债务化解过程的不确定性。

大额债务和解究其实质，为抵债资产的明确、和解条件的设置及抵债资产的权利转移。安信信托本次债务和解抵债资产既涉及安信信托控股股东国之杰在流动性借款时所质押的安信信托股权，亦涉及安信信托持有的其他优质股权、信托计划受益权、资产管理计划收益权、质押贷款债权等资产。其中安信信托控股股东国之杰质押给信托业保障基金的安信信托股权的权利转移，经上海金融法院裁定，因质押物未能通过司法拍卖取得货币资金，以质押物安信信托股份作 42.63 亿元抵债额进行抵债，并根据和解协议对 36.5 亿元本金及利息共计 55.24 亿元的债务进行了抵债清偿，从而差额构成债务重组利得。同时基于此，信托业保障基金公司代信托保障基金也成为安信信托股东。

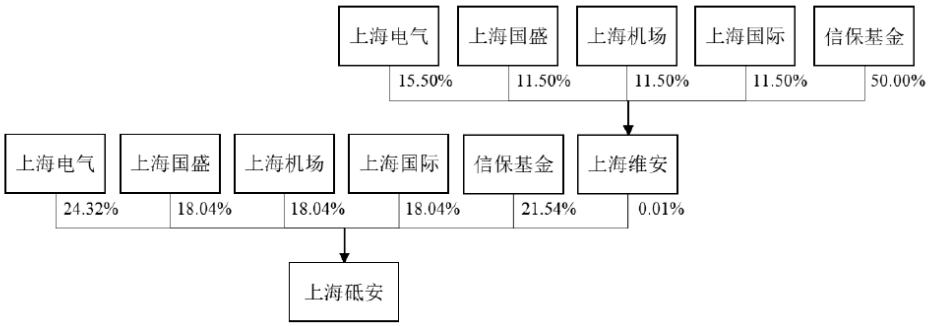
（3）增资扩股，恢复公司经营能力。

通过引入新股东充实资本金，恢复公司经营能力实为安信信托风险化解方案的重要部分。根据 2023 年 4 月《向特定对象发行 A 股股票上市公告书》以及 2021 年 7 月公告《2021 年安信信托股份有限公司非公开发行股票预案》，安信信托以非公开发行方式向上海市国资委实控企业上海砥安投资管理有限公司（本节简称“上海砥安”）发行股票 43.75 亿股，募集资金总额 90.13 亿元，用于充实资本金。通过引入优质股东增资扩股方式极大补充了安信信托资本金，并作为固有业务资金逐步恢复其自营投资管理，化解流动性风险，同时与净资本规模挂钩的业务类型发展空间也将得到扩大，以此来逐步恢复安信信托经营能力和盈利水平。

发行完成后，上海砥安成为安信信托控股股东（持股比例 50.30%），而其发起人分别为上海电气（集团）总公司（持股比例 24.32%）、上海国盛（集团）有限公司（持股比例 18.04%）、上海机场（集团）有限公司（持股比例 18.04%）、上海国际集团有限公司（持股比例 18.04%）、信托业保障基金（持股比例 21.54%）、上海维安投资管理有限公司（持股比例 0.01%，本节简称“上海维安”），前述发起人除信托业保障基金和上海维安外，其余发起人均由上海市国资委 100%控股，结合上海砥安成立于 2021 年 7 月 22 日，并于 2021 年 7 月 23 日与安信信托签署股份认购协议，由此可以判断上海砥安为上海市国资委为处置化解安信信托风险而专门设立的公司。

结合前述大额债务和解措施中抵债资产的处置，以及 2022 年 8 月上海银保监局强制措施决定书要求国之杰 1 个月内转让所持安信信托股权后，由上海砥安、中国银行接收其部分股权，由此入驻安信信托的优质新股东包括信托业保障基金、中国银行、上海砥安。新股东入驻，在补充资本金，化解流动性风险的同时，也从源头规避了类似原股东侵占信托财产问题的再次出现，同时为安信信托后续合规使用信托牌照以及信托业务可持续发展奠定基础。

图 181　上海砥安及上海维安股权结构



资料来源：《2021 年安信信托股份有限公司非公开发行股票预案》（202107），华宝证券研究创新部

（4）自然人投资者非标资金池信托产品打折兑付。

兼顾中小投资者公平，谨慎制定自然人投资者风险化解方案。安信信托非标资金池产品涉及众多自然人投资者，因该类产品涉众性，在安信信托整体风险化解方案中，自然人投资者非标资金池信托产品打折兑付比例及计算方式显得尤为重要。根据安信信托 2021、2022 年年报，由上海维安于 2021 年 12 月 27 日至 2022 年 1 月 28 日期间签约受让自然人投资者持有的合格信托受益权，各项约定条件满足后，自然人投资者取得转让资金实现退出，最终，自然人投资者总体签约率超过 94%。

从受让人看，上海维安股东除信托业保障基金外，其余发起人均为上海市国资委实控企业。与上海砥安类似，上海维安发起人同样也为信托业保障基金（持股比例 50%）、上海电气（集团）总公司（持股比例 15.5%）、上海国盛（集团）有限公司（持股比例 11.5%）、上海机场（集团）有限公司（持股比例 11.5%）、上海国际集团有限公司（持股比例 11.5%）。同样，除信托业保障基金外，其余发起人均由上海市国资委 100%控股。

从兑付方案看：整体兑付比例高，综合考虑存续规模和过往收益，适当向中小投资者倾斜。方案按自然人持有的单一信托受益权本金规模分四档、以固定比例累进计算报价，持有的单一信托受益权本金规模较小的，则兑付比例相对较高，同时投资者可自选当期或远期两种付款方式，其中远期付款的固定比例也有所提高。另外，方案综合考虑所转让的受益权在过去 5 年内合计兑付收益超过 150 万元（含），则报价需扣减一定比例的兑付收益。

与安信信托风险化解思路类似，四川信托也是由地方国资出资设立的四川天府春晓企业管理有限公司受让四川信托自然人投资者信托受益权，兑付方案整体框架与安信信托基本一致。整体来看，区别在于：一是四川信托兑付比例整体相对较低；二是在计算方式上，四川信托按照自然人投资者所持有的所有信托产品存续份额总额进行分档累进制计算，而安信信托按照自然人投资者持有的单一项目累进制，不同项目不累计，由此安信信托兑付比例进一步高于四川信托。

表 120　自然人投资者非标资金池信托产品受益权转让方案

安信信托			四川信托	
持有的**单一信托受益权**本金规模	当期付款比例	远期付款比例	持有的**全部信托受益权**本金规模	兑付比例
1000 万元（含）及以上	50%	75%	1000 万（不含）以上	40%

600 万（含）～1000 万元（不含）	60%	80%	600 万（不含）～1000 万（含）	50%
300 万（含）～600 万元（不含）	70%	85%	300 万（不含）～600 万（含）	55%
300 万元以下（不含）	80%	90%	100 万（不含）～300 万（含）	70%
/	/	/	100 万以下（含）	80%

资料来源：经济观察报，华宝证券研究创新部　注：非公司公告，付款比例可能不准确，仅供范围参考

2.5.3.后续高风险信托机构风险化解，我们可以借鉴的共性思路是什么？

信托业保障基金旨在化解和处置信托业风险，而非信托产品损失补偿。基于上述信托业保障基金在安信信托风险化解过程中的参与环节及参与程度，依据《信托业保障基金管理办法》（银监发〔2014〕50 号）中信托业保障基金参与信托业风险化解的原则：“信托业风险处置应按照卖者尽责、买者自负的原则，发挥市场机制的决定性作用，防范道德风险。在信托公司履职尽责的前提下，信托产品发生的价值损失，由投资者自行负担”，结合信托业保障基金的使用要求：“信托公司因资不抵债，在实施恢复与处置计划后，仍需重组的”“信托公司依法进入破产程序，并进行重整的”“信托公司因违法违规经营，被责令关闭、撤销的”“信托公司因临时资金周转困难，需要提供短期流动性支持的”，可以明确看出信托业保障基金的设立旨在化解和处置信托业风险，而非信托产品损失补偿，为信托产品投资者提供刚性兑付。另外，考虑到信托业保障基金筹集资金的标准“信托公司按净资产余额的 1%认购”“资金信托按新发行金额的 1%认购”“新设立的财产信托按信托公司收取报酬的 5%计算”来看，相较于信托行业整体资产管理规模，保障基金规模占比极小，从而可提供的支持力度对于信托行业整体而言是相对有限的。所以我们认为后续对于风险规模较大的高风险信托机构的风险化解，信托业保障基金在信托机构重整重组、短期临时流动性支持方面已经并将持续发挥积极作用，但不应理所当然的认为信托业保障基金应当为投资者提供损失补偿。

地方国资实力是高风险信托机构风险化解的关键。高风险信托机构是否能够引入优质新股东以有效化解流动性风险、恢复经营能力的关键在于地方政府是否有余力和空间对其进行支持。在上海市国资委的有效支持下，在信托业保障基金的保驾护航下，安信信托重组及重大风险化解工作已平稳着陆且接近尾声。安信信托风险化解案例在地方政府的有效支持下，可作为正面案例的典型，考虑到上海市政府在全国财力的横向比较中处于领先地位，其涉众非标资金池产品兑付比例或为高风险信托机构的上限标准。后续对于其他规模较大高风险信托机构的风险化解，地方政府整体支持力度、意愿及概率可能相对有限，基于此，存量非标资金池产品自然人投资者对于兑付比例的心理预期应该更加理性。

3.信托投向结构分析

3.1.新发行的集合类信托投向结构分布

信托按投向可分为五类：金融类、房地产类、基建类、工商企业类、其他类。为了更好地观察新发行信托投向结构的变化，我们选择更高频（月度）且公布较为及时的用益信托网上披露的集合信托新发行数据作为研究的参考数据。2023 年新发行的集合信托规模较 2022 年继续大幅下降，不同投向的集合信托新发行规模均有收缩，其中金融类、房地产类、工商企业类下降幅度更大，均在 40%以上，尤其是房地产类，同比继续大幅下滑超 60%，仅基建类下降幅度较低，进而导致仅基建类 2023 年度规模占比增加。具体各个投向信托的基本情况见下文。

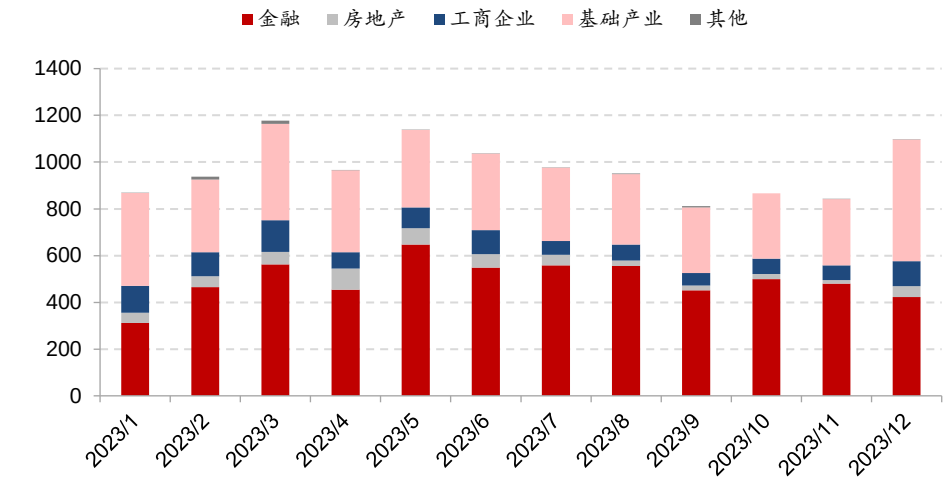
表 121　新发行的集合类信托投向结构分布

	2021		2022		2023	
投向	规模（亿元）	规模占比(%)	规模（亿元）	规模占比(%)	规模（亿元）	规模占比(%)
金融	9703	42.53	9968	54.29	5956	51.03

房地产	6027	26.42	1438	7.83	536	4.59
工商企业	3054	13.39	2031	11.06	1031	8.83
基础产业	3787	16.60	4789	26.08	4112	35.23
其他	241	1.06	137	0.75	38	0.33

资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

图 182　不同投向集合信托发行规模情况（亿元）



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

3.2.房地产信托

房地产行业景气度尚未全面恢复，基本面仍有待进一步改善，行业相关数据负增长趋势仍未扭转，房地产企业相关风险还在出清中，综合导致房地产信托产品新发规模继续回落。根据用益信托网数据，2023 年，房地产类集合信托新发行规模 536 亿元，同比继续大幅下降 62.7%（上年 76.1%）；规模占比 4.59%，较上年继续下降 3.24 个百分点，从发行节奏上看，全年均处于低位。

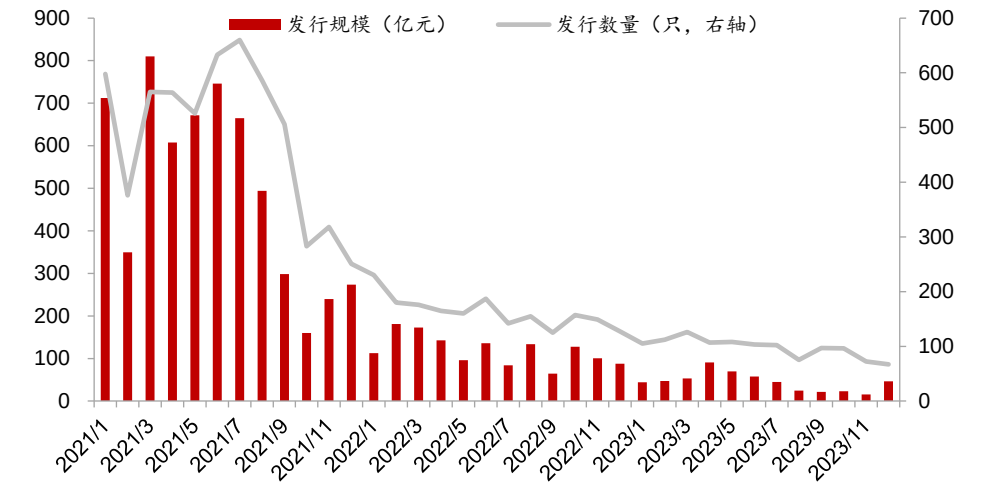
房地产信托下行的压力主要源自以下几个方面：

其一，房地产行业新模式尚未平衡，整体仍处于弱复苏态势。2023 年全国商品房销售面积增速-17.7%、商品房销售额增速-12.5%、全国房地产开发投资增速-16.5%。整体来看，销售额继续承压，投资额尚未恢复，居民住房消费情绪仍待改善，房地产企业现金流仍存压力，行业信心尚未恢复，市场预期还在扭转过程中，综合影响行业信用风险，进而影响房地产信托业务新发规模。

其二，虽然房地产企业融资端政策支持力度在持续加大，但传统房地产信托产品多为融资类信托，在当前信托新三分类及主动管理转型背景下，信托公司在房地产行业能够提供的新产品及新服务仍在转型进程中，在住房租赁、城市改造、保障性住房等新业务领域，信托公司新业务模式的快速挖掘潜力还在提升中。

其三，信托公司存量房地产项目风险资产及不良资产处置压力尚未完全缓解，叠加房地产行业景气度仍未恢复，信托公司对于新增房地产相关业务依然相对谨慎。

图 183 投向房地产的集合信托发行情况变化



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

展望 2024 年，新分类中的资产服务信托尤其是风险处置服务信托凭借信托制度优势，或可在房地产企业风险处置化解中发挥信托行业重要作用：

其一，凭借信托产品风险隔离特征及灵活性优势，风险处置服务信托包括企业市场化重组服务信托、企业破产服务信托等，可依据不同房地产企业或房地产项目的出险问题症结点，提供千面定制化市场重组或破产重整服务方案和债权人清偿方案，为问题房地产企业或房地产项目风险化解提供独立的、全周期的金融支持服务。

其二，凭借信托制度风险隔离优势，将单个房地产项目公司资产与股东房地产企业资产通过信托产品进行隔离，规避出现因股东房地产企业流动性困难导致其债权人对单个房地产项目公司资产进行诉讼执行的情况，并进一步避免可能出现的股东房地产企业进入破产程序后将单个房地产项目公司纳入的情况，为“保交楼”提供信托行业支持。

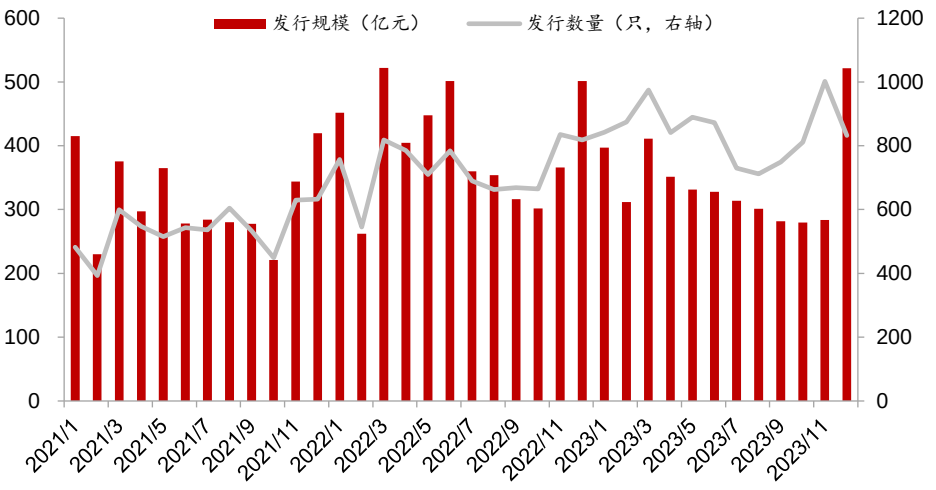
其三，通过将单个房地产项目公司纳入信托财产，可有效解除在该单个房地产项目上设置的抵押、质押等过往增信措施，并可通过信托服务提供聚焦于该单个房地产项目的风险化解、资产盘活服务，为房地产行业风险化解提供信托行业支持。

3.3.基建信托

根据用益信托网数据，2023 年，新发行的集合信托中投向基础产业领域的规模达 4112 亿元，同比下滑 14.14%；规模占比 35.23%，较 2022 年增加 9.15 个百分点，为 2023 年唯一规模占比增长的板块，一方面受地产景气度尚未恢复下房地产信托业务收缩影响，另一方面，在宏观经济调整周期下，市场风险增加，信托项目整体呈现资产荒现象，而一揽子化债方案的推进和实施促使地方城投信用风险短期边际下降，在此背景下，基础产业类信托成为信托公司兼顾收益性与安全性的重要展业方向，同时此类信托产品更符合传统存量信托投资者偏好习惯，叠加信托公司年末冲刺年度发行规模 KPI，是以基础产业类信托在整体集合信托发行规模收缩情况下，于 2023 年 12 月单月发行规模大幅回升。

在信托业务结构变迁中，基础产业类信托发行规模占比短期增加的同时，潜在长短期风险也值得关注。信托公司通过城投债、资产证券化等形式参与基础设施建设，开展主动管理转型，流动性风险有所降低，但在土地财政转型过程中，地方财政收入增长预期压力及城投公司基础产业类资产的资金链压力同时影响基础产业类信托信用风险，信托公司基础产业类信托业务拓展需综合考虑宏观经济政策、地方政府偿债能力、城投公司信用风险。

图 184　投向基础产业领域的集合信托发行情况



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

3.4.工商企业类信托

居民消费信心不足、需求下降，企业经营面临较大压力，投融资意愿尚需恢复，叠加工商企业类信托同样面临业务转型难题，该类信托发行规模持续低迷，在集合信托市场中投向工商企业领域的信托产品整体处于下行通道中。根据用益信托网数据，2023 年新发行的集合信托中投向工商企业规模 1030.5 亿元，同比继续下降 49.25%；规模占比 8.83%，较 2022 年继续减少 2.23 个百分点。

短期来看，在信托行业新三分类转型背景下，工商企业类信托在集合信托市场中业务拓展方向有限，私募股权投资作为转型的一个重要方向，其增长动力尚需培育，同时当前经济处于弱复苏状态，企业投融资需求尚未明显修复，叠加信托公司信用风险管理体系下偏好高信用等级交易对手，头部、国有企业、地方龙头可获得较高且稳定授信，普通工商企业难以获得稳定授信，信托公司寻找优质底层资产难度加大，整体影响工商企业类集合信托发行规模。

中长期看，服务实体经济、助力直接融资是监管层引导信托公司业务转型的重要原则，在当前经济结构转型期，资产盘活、风险化解同样也是信托行业可助力实体经济方向之一。信托公司依据自身特点及优势，培育新业务增长动力，结合信托业务新三分类转型，资产服务信托业务，包括资产证券化服务信托、风险处置服务信托，或可成为工商企业领域重要业务增长点。

3.5.金融类信托

金融类信托主要包括投向金融机构和投向证券市场两个方向。其中，投向金融机构的部分中以通道业务为主，受去通道、去嵌套等政策因素的影响，规模压缩较大。而投向证券市场的部分主要是标品信托，随着资管新规及信托业务转型的全面推进，信托公司积极发展标准化金融产品，标品信托或可逐渐成为投资者进行大类资产配置的有效工具。

总体上看，新发行的集合信托中投向金融方向的规模受“一增一减”两个因素的影响，尽管受通道规模压缩导致新发行规模收缩，但由于标品信托作为信托公司转型发力的重点方向，尤其是现金管理类产品因其信托制度优势得到持续发展，使得金融类信托的规模占比在集合信托发行规模的一半以上。根据用益信托网数据，2023 年，新发行的集合信托中投向金融领域的规模为 5956 亿元，规模占比 51.03%，受资本市场调整影响，规模占比较 2022 年下滑 3.26 个百分点。

当前社会理财资金配置已由非标类资产向标准化资产转移，信托业在证券投资领域与基金、券商、银行理财等资管同业相比，规模仍然较小，参与深度尚有待进一步发展，但加快做强做优做大证券市场类信托业务已基本成为行业转型共识。我们将在下文中详细分析标品信托产品的发展情况。

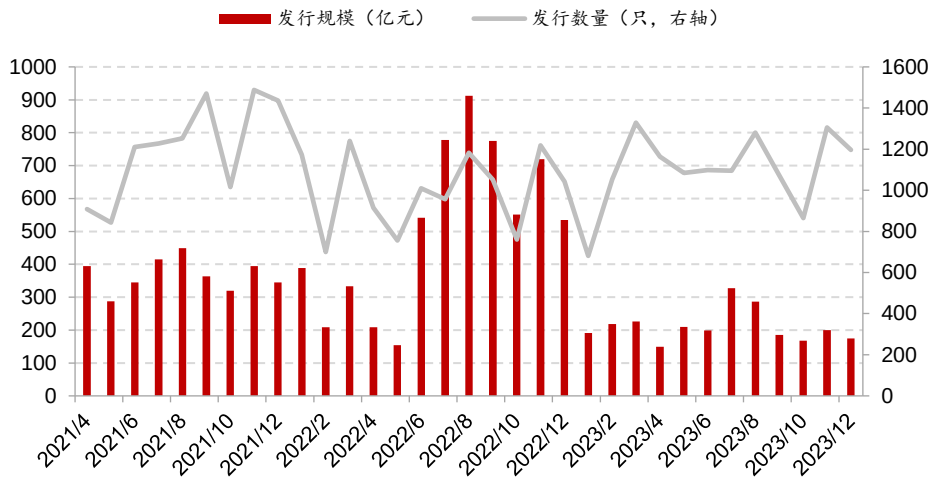
4.标品信托发展趋势

标品信托是指信托公司依据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资于公开市场发行交易的金融产品的信托业务。标品信托投资收益直接或间接由公开市场价格决定。比较典型的标品信托业务包括：投资于股票、债券、证券投资基金、房地产投资信托基金、期货、金融衍生品等的信托产品。

标品信托为信托公司重点细分转型赛道之一，但整体竞争力尚待提升。

在监管引导及信托行业主动管理转型加速推进背景下，标品信托业务是信托公司重点关注的细分转型赛道之一。根据用益信托网统计的数据显示，2023 年全年标品信托发行数量 13224 只，较 2022 年上升 10.19%，发行规模 2533.3 亿元，受资本市场调整影响，较 2022 年大幅下降 58.5%。发行节奏上，月频来看，2023 年 7、8 月发行规模有较大幅度提升或主要是受监管下发《指导口径》影响，该指导口径明确放开标品资产管理信托业务开展债券回购及衍生品业务标准，避免信托公司此前采取的通过券商资管、基金子公司等通道完成，有利于债券投资类标品信托产品节省费用并提高收益，但同时也对信托公司风控体系及其有效控制能力提出更高要求。

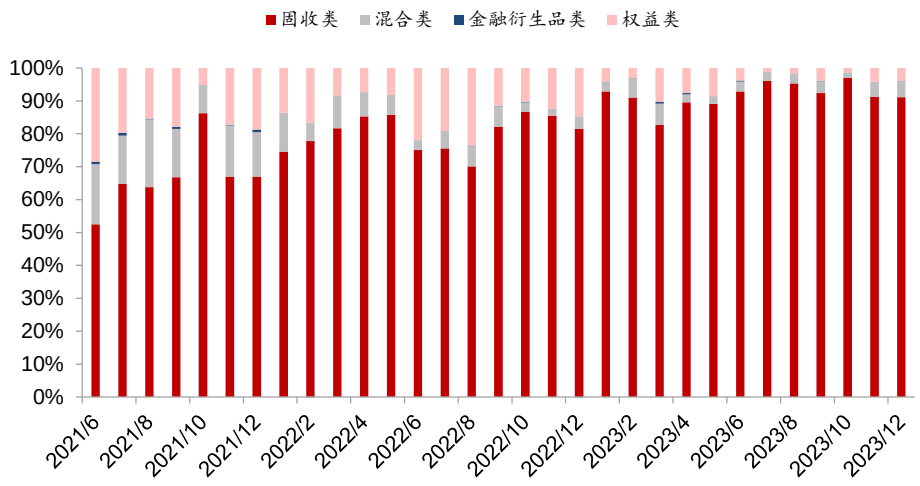
图 185　标品信托成立规模与数量



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

从资产配置情况来看，结合此前深耕多年的传统政信类非标产品经验优势，标品转型后，债券等固收类资产依旧是标品信托当前的主要配置方向，尤其在 2022-2023 年股票市场调整行情下，固收类标品信托规模占比继续保持波动上升趋势。根据用益信托网统计的数据显示，2023 年标品信托中固定收益类成立规模 2330.35 亿元，规模占比 91.99%；而债券策略信托产品的成立规模合计 2219.58 亿元，占 2023 年全年标品信托发行规模 87.62%。

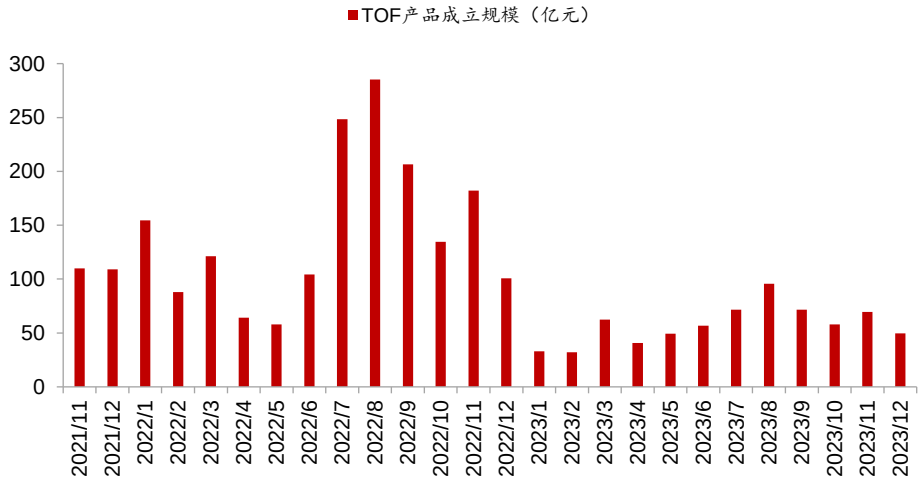
图 186 标品信托不同产品类型结构



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

在标品信托业务中，TOF 产品占据主动管理转型先发地位。信托公司在标品业务转型、主动投资管理能力提升过程中，通过 TOF 模式，既可借助私募、公募等资产管理机构的投研能力，快速提升标品信托业务规模，同时也可通过 TOF 产品多元化资产配置，分散风险、降低波动获得相对稳定收益，以此更为匹配信托公司传统存量信托投资者对稳健收益的偏好。根据用益信托网统计的数据显示，2023 年，TOF 产品发行规模 690.66 亿元，较上年下降 60.48%，与全部标品信托发行规模下降幅度（58.5%）趋势一致。

图 187 TOF 产品成立规模月度变化



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

整体来看，尽管标品信托业务处于高速发展期，但该类业务目前仍处于业务积累阶段。除少数长期耕耘标品业务的信托公司外，多数信托公司在主动投资管理能力、树立品牌、历史业绩积累以及投资者教育方面尚需有效发展。信托公司此前已积累大量偏好固定收益的高净值客户，虽存在依赖于银行等第三方渠道的可能，但在产品具备竞争力的情况下，依靠自身稳定的直销和代销渠道，能够支撑标品信托业务的资金募集需求。而当前转型过程中，投研能力不足，人才储备较少，团队建设、系统建设缺失使得标品信托业务在较大程度上依赖于私募基金、证券公司是行业现状。标品信托业务的长足发展还有待优势信托公司继续深耕。

标品信托数据所呈现信托公司实际转型成果的真实性可能有限，未来依然任重道远。

在标品信托业务实际发展进程中，信托公司基于提升业务规模、化解历史遗留包袱等考量，在标品信托中也存在一些实际流动性较差甚至基本没有实际流动性的标债组合策略债券池产品，或基于信托产品投资管理及估值核算制度优势而衍生的通道业务产品，抑或是在当前现金管理类标品信托规则尚未与货币基金和银行理财拉齐的空窗期，规模得到快速提升的现金管理类标品信托业务。这些业务掩藏在标品信托业务数据中，可能导致当前标品信托业务数据无法真实有效反映信托公司主动投资管理能力、交易能力发展水平，亦无法真正探讨信托业务转型成果。

对于标债池信托产品，底层标的期限结构及发行人信用结构分布不一，实际业务中或存在信托公司受历史遗留包袱化解压力影响开展非标“转”标的现象。此类情形下，虽然池中该类债券标的名义上符合标准化资产范围并理论上可在二级市场开展交易，但实操中其在二级市场可能并不具备真实的流动性，叠加标品信托私募属性，信息披露及时性及透明度存在一定空间，该类产品在遇到流动性冲击时可能导致信托公司无法有效应对，从而扩大投资者及信托公司的损失。而因估值核算制度优势所衍生的通道业务，或者利用制度优势拉长组合久期、提升风险偏离容忍度获取超越货币基金和现金管理类银行理财产品收益而产生市场吸引力的现金管理类标品信托业务，虽然在现阶段窗口期提升了信托公司标品业务规模，体现了一定的业务转型成效，然而该类产品在短期定开甚至每日开放模式下，如果信托公司疏于对产品资产负债久期匹配及信用结构的管理，当产品负债端受市场波动或情绪影响出现赎回负反馈时，信托公司在流动性管理压力下，可能进一步扩大投资者损失。信托公司观念变革、业务体系转型深入发展依然任重道远。

5.信托市场发展展望

5.1.新三分类后，信托产品的发展展望

根据信托业协会截至 2023 年 3 季度末数据，信托公司经营收入、利润总额、人均利润等利润指标同比企稳，但主要为上年低基数的影响，且经营收入累计同比增速依然为负。一方面是信托行业在资管新规后面临巨大的转型压力，高利差的非标业务被限制后，能够带来规模和利润支撑的新业务方向尚在寻找之中，无论是在 2023 年被广泛关注的财富管理服务信托，还是受益于债券牛市的资产管理信托，都无法在更远的未来支撑头部信托公司维持 20-30 亿的利润体量；另一方面则是信托公司的存量业务特别是非标存量规模，随着时间的推移而不断到期，在没有新增业务接续的情况下，信托公司的盈利能力在表观上持续下降，也属于正常现象。

“上帝在关上一扇窗的同时也会打开一扇门”，面对整体性的行业压抑，2023 年里依然有许多信托公司在沿着新三分类的路径，进行了有意义的产品研发与创设并形成独特的声音。虽然规模尚小，但不失为对新三分类后的有益探索，许多信托公司在跨界联动、系统建设方面的经验弥足珍贵，不仅值得信托同业深度消化，对于整个金融大赛道的创新，也贡献了独特的价值。

5.1.1.资产管理信托：在货币宽松环境中把握债券市场机会，打造资产管理领域的差异化竞争

信托公司充分利用过往城投领域经验，在以城投债投资为主的资产池业务上快速推动，部分信托公司收入和利润在 2023 年出现了逆势增长，和这类资产管理业务的增长有较大关系，是信托公司在非标转标过程中依托自身能力的成功尝试。

展望 2024 年，随着货币宽松的持续，以城投债为主要投资标的的资产池业务或将在 2024 年表现出更高胜率但赔率下降的局面，这对信托公司资产管理业务亦喜亦忧，在信用下沉和报价下行之间寻找新的平衡需要信托公司更大的智慧，如何在债券类资产利差下降的背景中寻找新的业务机会，将成为资产管理信托在未来最大的挑战。

5.1.2.服务信托：财富管理家庭服务信托的跨界联动、不良资产处置信托对于信托规模提升的支撑、结合具体场景的应收款信托

2023年7月由上海信托作为受托人、易方达基金投顾作为投资顾问的“家庭服务信托+基金投顾”创新服务模式在宁波银行上线。这是信托行业首次由专业基金投顾参与家庭服务信托的资金配置，实现了家庭信托、服务信托和基金投顾等多个概念的多重复合，信托公司进行了“跨界经营”的有益尝试。根据上海证券报中国证券网及央广网信息，该家庭服务信托产品的设立门槛为100万元，为满足客户不同的投资需求，产品资金将归入三个集合资金信托计划，分别采取稳健、稳进、平衡三种投资策略管理运作，风险等级由低到高，分别为TR2（低风险）、TR3（中风险）和TR4（中高险）。该集合资金信托计划由上海信托担任管理人，投资于固定收益证券、公募基金等标准资产，不投资非标资产。其中的稳进、平衡策略，由易方达基金投顾担任基金投顾的角色，主要投资于公募基金产品，所配置的权益资产比例中枢分别为10%和40%，力争实现组合资产的长期稳健增值。

值得关注的是，同期浙金信托联手财通证券也发行了类似产品，信托与公募基金和证券公司的跨界联手已经形成一波行业趋势，吸引越来越多的信托公司加入。然而冷静来看，本轮家庭服务信托虽声势浩大，但落地规模并不如预期，说明信托“账户”背后的内涵依然需要进一步挖掘，客户需求与信托的着力点尚有差距。

5.1.3.慈善信托：等待突破

中国信托业协会与中国慈善联合会联合于2024年1月发布《2023年度中国慈善信托发展报告》(本节简称“《报告》”)，《报告》显示2023年我国慈善信托总体呈现稳健发展态势。从备案单数和规模来看，截至2023年12月31日，我国慈善信托累计备案数量达1655单，累计备案规模为65.20亿元。其中，2023年新增备案454单，比2022年多增62单；新增备案规模12.77亿元，较2022年增加1.37亿元。从地域来看，全国历年慈善信托备案地区累计覆盖28个省级行政区，地区间发展不平衡加剧，慈善信托向少数省市集中并逐渐深入基层。从慈善信托的历年备案财产规模来看，浙江省、广东省、甘肃省累计备案规模领先，其中浙江省累计备案规模达到18.89亿元，是目前唯一突破15亿元的省级行政区，广东省、甘肃省位列其后，分别为10.41亿元和8.53亿元；从2023年度新增慈善信托的备案规模来看，浙江省、北京市、四川省领先，其中浙江省备案规模超过4亿元，北京市、广东省也分别达到了1.92亿元和1.29亿元。客观来看，慈善信托虽然规模增速快，但在信托公司整体业务中占比依然较小，规模和利润无法支撑信托公司的成本开支，大部分信托公司参与慈善信托更多是在“创新”名义下进行的浅尝辄止。与慈善信托配套的各类法规、政策陆续出台，但距离这项业务的大发展还需等待漫长的临界点，相比于制度和法规侧的完善，高净值人士特别是超高净值人士的慈善意识有待提升，富而有德、三次分配等远景目标与当前社会现实尚有差距。

5.1.4.新三分类后的产品创设展望

总体来看，我们认为信托公司在新三分类后的产品创设应沿以下三个路径持续推动：

（1）跳出“账户”理念的常规认知，深刻理解账户背后的“服务”属性，在具备信托基础的赛道中，寻找替代机会。

新三分类发布后，财富管理服务信托成为信托公司关注的重点，而“账户”成为其对外展业的主要“噱头”，但行业的理想和热情与此项业务的现实还有很大距离，2023年关于服务信托的口号喊得多、机构参与的热情高，但成功实践的案例不多，具备可批量化开展的业务模式和落地规模更是屈指可数。

区别于常规认知，我们认为“账户”的概念之于服务信托固然重要，但更需信托公司厘清信托账户能够为投资者解决什么？是服务于投资端的全能账户？还是转账支付功能下的类银行账户？抑或是增值服务的一揽子组合？当前信托“账户”没能激发出高净值客户和渠道的热情，或与信托公司尚未厘清该“账户”的核心功能是什么，以及要通过其解决什么样的问题直接相关。

优化和提升信托“账户”的概念，我们认为关键在于摆脱闭门造车，回归客户需求，真正实现“服务”信托的初心。当前信托公司预设的场景、或仍以产品销售逻辑构建的家庭服务信托，与客户真正想要的服务信托之间存在着出发点和业务逻辑的根本不同，需要信托公司和从业者更有耐心的倾听客户需求，从中梳理有针对性的、可复制的解决方案。

以一个具体的社会现实为例，子女教育已成为中国家庭最重要的几件大事之一，在子女年幼时储备资金并持续投资，待子女长大后在升学、出国、结婚甚至创业的节点拨付对应资金，是许多家长的意愿，但此需求却鲜有金融产品可以直接对应，许多家庭通过年金保险的方式来近似实现该需求。但事实上，信托公司完全有能力设定专属的“教育信托计划”，以专户方式帮助这部分家庭达成目标，从而实现信托公司和客户的双赢。与之类似，老龄化不断加剧的社会环境中老年人医养问题的综合解决方案、离婚率不断高企的社会现实中双方资产保全以及赡养费的支付和合理使用问题，都可成为财富管理服务信托重要的生存土壤。

在非标年代，信托公司凭借刚性兑付的强势，通过渠道代销，在资金募集端具备低成本优势，然而代销模式却无法真正把握渠道背后真正的客户，长此以往，信托公司在短平快的业务模式背后轻视了自主服务客户的“场所”建设，直接导致信托公司获客能力和服务能力建设的长期缺失，甚至在当下的家族和家庭信托中，渠道依然是客户和委托资金最重要的来源，信托的“服务属性”沦为渠道的附庸，成为内含价值不高的信托通道。我们认为，在非标利润丰厚的背景下，渠道代销是最优选择，但此模式无法继续应用在低费率的服务信托市场中，基于此角度，发展服务信托对信托公司自身拓客及维护能力提出了更高的要求，只有快速完成从“Hunter”向“Farmer”的转型，才能在财富管理服务信托业务上获得更长足的发展。

这更要求信托公司在新三分类的业务框架中，重新理解和定位“渠道”，渠道不再只是为信托公司推荐高净值客户的金融机构，更应该是信托公司展业的“场景”，以上述教育金信托、赡养费信托为例，民政局、学校和婚介机构都可能成为信托公司开展业务的重要场所。整体来说，打开我们对于传统渠道的定义和理解，同时强化信托公司自身转化和服务客户的能力，并找到背后的利基，是发展财富管理服务信托的关键。

但财富管理服务信托，作为一种 2C 的“服务”信托，其业务前端要处理大量琐碎的具体工作，为了避免陷入“为了创新而只象征性做一单业务”的境地，信托公司应该从系统建设入手，在公司层面从运营维护上提高效率，才能把服务大众的财富管理服务信托真正做到实处。

针对财富管理服务信托，信托公司需要在以下三个方面加强中后台建设：

（1）加强前台签约的系统化建设，包含专门服务客户的线上面签系统、可调整的制式化合同，既是 IT 系统建设，也是合规风控同业务发展需求的充分对齐。

（2）服务信托背后的各类账户开立，需要信托公司同银行等金融机构高度协同，提高后台的响应速度、降低业务在后台流转的周期，真正改善客户体验，才能形成同客户的黏性。

（3）财富管理服务信托背后的绩效管理与分配系统，不仅需要在信托公司内部推广使用，更需要在用户侧及时呈现；从 PC 端向移动端 APP 的建设和迁移，需要信托公司在新时代的 IT 建设中与时俱进。

加强系统化建设，充分发挥 IT 系统对人工的替代，优化内部流程、提升客户签约、服务和运维的效率，才能让利润率低但具有广阔空间的服务信托业务做到盈利。

（2）把信托文化建设同国家战略深度结合，一方面从社会的历史性变迁中寻找信托同文化的有机结合，另一方面在人民性、先进性的视角中，寻找信托服务可能贡献力量的方向，信托公司才能获得更强的生命力。

在中国金融体系中，信托长期以来被视为舶来品，信托行业在解释其起源时通常会提到来自于英国的用益制度（USE），这给信托行业的初期发展带来了一抹洋气的色调，但也让它与中国本土的结合缺少了一些地气。事实上，在早于英国用益制度的十一世纪中叶，范仲淹就创设了具有现代信托特征的义庄制度，在儒家文化的支撑下，范仲淹把资产隔离、专业管理和普惠慈善通过义庄下的义田和义学等制度进行了社会实践。义庄制度经过后世不断完善，在中国漫长的历史发展中展现出了长足的生命力，成为了中国基层社会发展与稳定的重要力量之一。

在这里我们不去争论信托的起源问题，但如果我们从义庄角度深度研究，会发现现代信托制度背后所蕴含的精神内核与中国传统文化高度的契合，而根植于一个国家精神文化土壤的金融制度才会具有更强的生命力。当信托行业离开“刚性兑付”的加持，它应该以何种面貌出现在金融体系乃至社会大众的视野中，决定了它未来能够在新时代的社会精神文明建设中获得怎样的定位。我们建议从金融监管、信托公司再到信托从业者构建一个从上至下的信托宣传体系，把信托文化、信托产品能够给社会生活带来的积极影响作为信托行业发展的重要支撑，把给信托行业“找一个属于自己的家”作为行业发展的关键点，只有这样，信托才能彻底摆脱过去在大众眼中只有非标的刻板认知，迎来真正新生。

（3）在资产管理信托范畴中，信托公司应致力于寻找出一条适合自己的特殊路径，同其他资管行业形成差异化竞争。

过去信托公司发展资管业务无外三条路径：（1）发挥自身在城投方面的优势，发展以城投债为主要投资方向的类固收业务；（2）以服务为基础，为大型机构资金提供资本市场的通道服务；（3）以专业投研为基础，发展证券和基金投资能力，通过 FOF 来实现商业化。

在这三条路径中，第一个模式在 2023 年的债券牛市中收益颇丰，虽然货币宽松在 2024 年大概率或将延续，但随着 10 年期国债利率不断创下阶段性新低后，债券市场的“胜率”维持高位，但“赔率”或将大幅下降，此类业务的性价比在 2024 年恐将快速衰减，信托公司需要在信用下沉和报价下降之间寻找一个艰难的平衡。第二个模式的稳定运行对规模有着较高要求，在较低的信托报酬下，信托公司需要服务更多的机构资金方才能对冲前期在系统建设中花费的成本，也正因为此，这类业务展现出强者恒强的特征，进入该领域更早、投入更多的信托公司在此业务上具备相当的护城河，而后入场的信托公司，发展难度越来越大。第三个模式则受限于过去三年资本市场的震荡，无法兑现前期信托财富中心营销时向客户“预期”的收益水平而备受压力，同时也部分受困于信托公司之前积累的高净值客户只关注“刚兑收益”而长期忽视资产配置的问题，帮助高净值客户建设正确理念的难度和成本非常高。

相比于信托公司过去习惯的轻资产业务模式，资产管理信托无论是在人员还是系统的投入都是巨大的，对于转型中的信托公司，是否要发展资产管理信托？我们建议，不应该为了“创新”而一时兴起，更需要信托公司和股东站在更长周期的视角去笃定战略，这背后不仅是对业务模式的转型，更是信托公司战略理念和管理方式的重要调整，只有快速从过去以短平快为追求的“战斗小组”向“集团化作战”转型，信托公司才能在资产管理业务中寻找到真正的长期方向。

值得关注的是，在整个大金融赛道中，信托公司除了在资产管理领域的通道业务具有一定先发优势外，投研和系统建设相比于券商资管和公私募基金均有不足，依靠投入实现后进赶超的难度较大。我们建议，信托公司更应该在资产管理领域寻求“错位竞争”的机会，在目前关注不多但未来潜力较大的财富管理买方投顾、符合老龄化社会需求的养老金等业务上笃定方向和投入，才能在未来的资管市场中分到更多的蛋糕份额。

5.2.新监管形态下，信托行业和信托公司的发展展望

2023 年，面对着新业务增长困难和非标持续暴雷的双重压力，不少信托公司的业务发展陷入了困局，但在相对艰难的市场中，仍然有部分信托公司走出了自己的特色路线，在资产管理、财富管理服务信托等业务上取得了阶段性成功，值得整个行业为之欣喜。从信托行业的宏观视角看，在关注和认可这些机构成功的背后，不应该将视野仅仅聚焦在具体的业务模式上，更应该看到这些业务背后信托公司在观念革新、架构创新以及人才体系建设方面的积极努力，整个信托行业应该学习先进机构的经验而非案例，从本质上把握信托业务的发展，或才能走出信托行业增长的“二次曲线”。

5.2.1.相比于业务变革，信托公司更需进行观念变革

1000 万，是非标年代信托业务部门招聘一个人所需要额外承担的业务指标，这种类似于人头税的模式，是信托公司长期信奉小团队主义和业务包干的必然结果。但这个模式能够稳定运行的前提是，信托公司的主营业务具备长期性、可复制性以及高利润特征，当此前提被打破后，信托公司整体的运营观念有重构的必要。

从观念变革的角度看，我们认为信托公司至少需要在下述三个方面进行积极调整：

（1）转变以短期利润为唯一导向的经营思维，关注投资者的真正需求，以需求为出发点进行业务模式构建，在关注利润的同时更关注公司层面的能力建设，从客户建设、人才建设到系统建设，不一而足，信托公司需要从顶层战略到基层业务进行一轮新的头脑风暴。

（2）转变“重前台、轻后台”的固有思维，加强中后台建设，加强信托展业的技术含量；转变“重产品、轻场景”的传统业务模式，加强获客场景的建设，强化自主展业、自主经营的能力。

（3）转变小团队内部作战的思维方式，在公司层面鼓励或引导跨部门之间的业务协作与联动，充分进行公司内部的资源共享和专业互动，在业务层面提高“压强”。

5.2.2.业务体系和组织体系的重构

对于信托公司来说，观念变革是先导，而真正推动业务落地的是组织变革。以过去两年在信托行业转型期表现较为成功的外贸信托为例，在 2015 年之前该公司就完成了事业部制的变革调整，体制的变化导致其在证券、消费金融和家族信托等业务方向上具备更强的行业竞争力，在非标贡献利润不断下滑的行业背景中，逆势保证了公司收入的稳定。

相比于信托公司长期执行的以“类合伙人”机制所形成的信托业务部门，在提升信托业务专业能力的背景下，信托公司应该在笃定的业务方向成立事业条线（例如资产管理信托、财富管理服务信托），尝试通过业务专营方式，充分调动公司内外部资源，集中人财物进行重点突破，才能更快地寻找到新业务方向，形成增长的二次曲线。

5.2.3.人才体系建设

2023 年《关于规范信托公司异地部门有关事项的通知》正式发布，该规则发布的本意在于限制信托公司业务团队和财富中心的无序扩张，促进信托公司的精细化管理，但在非标业务不断下滑的背景下，这个规则反而成为了部分信托公司裁员的一个契机，部分前期扩张较快的信托公司迎来了人员优化的浪潮。

从行业更长周期的发展看，我们把信托公司的人员优化理解为“中性”：人员出清应该是信托行业逐步探底的必然动作，一方面从业者较高的薪资水平在信托公司利润下行周期中构成了较大的财务

压力，另一方面是从非标走向新三分类，对于信托从业者的素质也提出了完全不同的要求，特别是在法律、财务等专业方面提出更高的要求，信托从业者的迭代也势在必行。

在未来 1-3 年中，信托公司的人才体系建设会走出两个不同的阶段，第一阶段通过人员优化实现成本控制，信托公司将会变得更轻、更小；第二阶段信托公司根据新三分类的业务要求，重新规划战略和业务管理条线，进行部门和人员的重组，并对外招聘合适的补充人员，轻装上阵。这个过程对于许多信托行业内的从业者来说，在心态上很难接受，但这可能就是信托行业发展的必然，在经济发展模式变化的背景下，要么被逼着转型，从自身的禀赋特质上寻找可以和新三分类相契合的点，要么被时代所取代，信托行业只能在崇山峻岭间负重前行，信托公司和信托从业者亦不例外。

九、2023 年私募基金年度报告

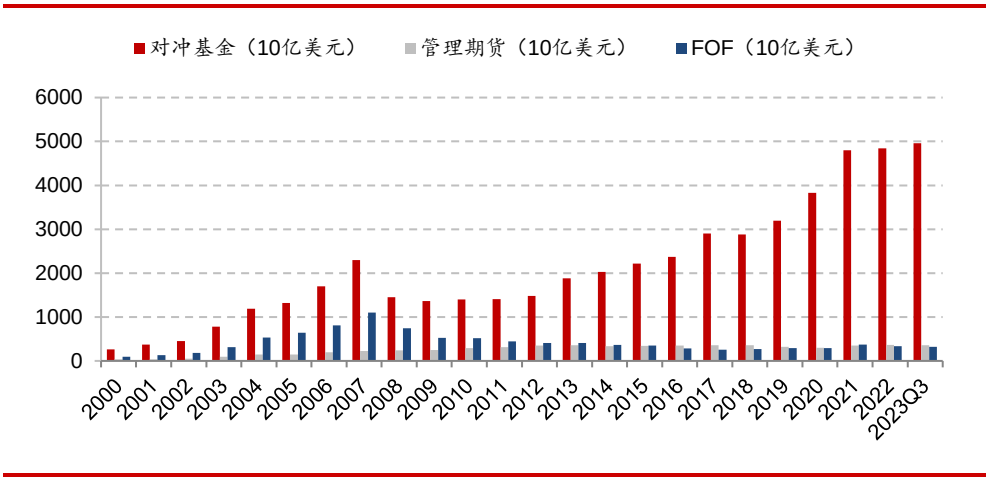
1.全球对冲基金回顾：业绩回升，规模创历史新高

1.1.规模突破 5 万亿美元，股票多头成为增长新动力

2023 年，全球对冲基金管理资产规模创历史新高，在二季度突破了 5 万亿美元。具体来看，Q1、Q2、Q3 分别环比增长了 3.91%、2.10%和-3.50%，最高峰值达到 5.14 万亿美元，三季度末收至 4.96 万亿美元，较 2022 年的 4.84 万亿美元增长了 2.48%。

全球对冲基金规模从 2000 年的 0.26 万亿美元发展至 5 万亿美元，已增长接近 20 倍，年平均复合增速达到 14.10%。如果叠加上管理期货基金（CTA），资产规模达到了 5.49 万亿美元。2023 年资产规模小幅反弹，一方面受到全球权益市场整体回报较好的正向影响，另一方面市场不确定因素依然存在，地缘摩擦以及欧美加息周期等限制了总规模的进一步增长。

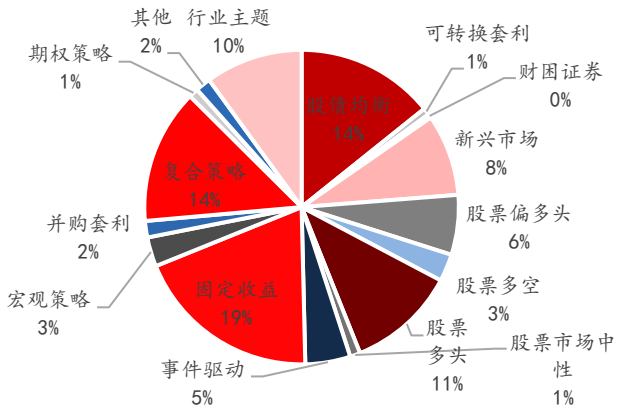
图 188　全球对冲基金管理资产规模



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

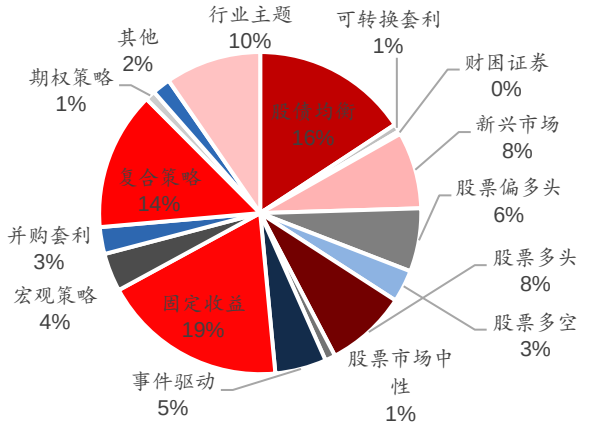
从细分策略上来看，股票多头和新兴市场两类占比较大的策略市场份额出现明显增长，其中股票多头的规模增长率超过 40%，行业主题和固定收益类策略规模小幅提升，并购套利和宏观策略的规模出现较大幅度的下降。其中最为突出的是股票多头策略，截至 2023 年 Q3 规模增长达到 1591 亿美元，大幅超出了对冲基金总规模增长的 1156 亿美元。

图 189　2023 年全球对冲基金投资策略分布



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

图 190　2022 年全球对冲基金投资策略分布



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

根据 Pensions&Investments 所做的问卷调查，截至 2023 年 6 月，全球对冲基金管理规模最大的 20 家公司上榜名单中，新上榜仅有 1 家，为埃利奥特管理公司，排名第四，整体头部格局未发生显著改变。其中桥水联合和曼氏虽然规模有所缩减，但仍稳居前 2，也是唯二管理规模超过 600 亿美元的公司。规模排行 TOP20 的总持有资产规模从 2022 年的 8348.55 亿美元增长至 8673.53 亿美元，增长幅度达到 3.89%，头部规模依然稳定。

表 122　全球对冲基金管理资产规模排行榜 TOP20

排名	管理人	2023 年管理对冲基金的规模（单位：亿美元，数据截至 2023 年 6 月）	较 2022 年增幅
1	Bridgewater Associates（桥水联合）	972.00	-23.10%
2	Man Group（曼氏）	699.00	-4.90%
3	Citadel（城堡投资）	595.00	12.30%
4	Elliott Management（埃利奥特管理公司）	592.00	—
5	Millennium Mgmt.（千禧管理公司）	573.46	4.30%
6	TCI Fund Mgmt.（儿童投资基金）	560.00	54.70%
7	D.E. Shaw Group（德劭基金）	477.40	-0.30%
8	Renaissance Technologies（文艺复兴科技）	420.00	-26.30%
9	Two Sigma Investments/Advisers（双西投资）	393.68	-3.90%
10	Farallon Capital Mgmt.（法拉龙资本管理）	391.00	4.50%
11	Davidson Kempner Capital Mgmt.（戴维森•坎普那资本管理）	371.23	-0.90%
12	Marshall Wace（马歇尔伟世）	346.65	0.80%
13	Brevan Howard Asset Mgmt.（布雷文•霍华德资产管理公司）	329.00	40.90%
14	Ruffer（鲁费尔投资）	313.13	-1.10%
15	Point72 Asset Mgmt.（72 点资产管理公司）	306.00	17.20%
16	AQR Capital Mgmt.（AQR 资本管理）	297.00	5.30%
17	Anchorage Capital Group（安克雷奇资本集团）	273.00	0.70%
18	Capula Investment Mgmt.（卡普拉投资管理公司）	269.00	7.60%
19	PIMCO（太平洋投资管理公司）	256.19	11.10%

20	Baupost Group（宝璞集团）	238.79	-9.20%

资料来源：Pensions&Investments，华宝证券研究创新部

1.2.业绩回升，股票多头和期权策略表现亮眼

2023 年全球股市整体表现较好，纳斯达克指数涨幅超 40%，标普 500、巴西 IBOVESPA 指数、法国 CAC40 分别上涨 24.23%、22.28%和 16.52%，日经指数创过去 30 年新高。在相对积极的投资环境下，全球对冲基金也一扫 2022 年的颓势，整体年度收益直接反弹回升至 9.29%，尤其在 1 月、6 月、11 月和 12 月表现出色，单月收益均超过了 2%。其中股票多头类策略年度收益率达到 14.33%，高居各策略榜首，期权策略年度收益也超过 10%，但份额相对较小，各权益类相关策略收益均呈现明显反弹。而 2022 年逆势上扬的 CTA 策略在 2023 年表现不佳，成为唯一负收益策略，主要是因为大宗商品价格承压下行，工业品和能源跌幅居前，随着下半年中美去库存周期结束、美联储停止加息后，商品市场才有所止跌回升。由于地缘摩擦、美联储加息周期延长，宏观交易难度增加，宏观策略收益小幅收窄。

2023 年海外债市涨跌互现，英美由于通胀水平较高叠加经济数据超出预期，长端利率有所上行；新兴经济体中巴西央行降息导致长端利率大幅下降；受美联储年内加息周期推进、终止乃至转为降息预期的影响，美债收益率（以十年期国债收益率为代表）震荡走高后回落，波动行情中固定收益套利策略也获得了 8.29%的收益。

收益居前的还包括事件驱动、股债均衡和新兴市场策略，较 2022 年均出现较大幅度的回升。

表 123　全球对冲基金收益表现（最近五年）

	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
整体	9.29%	-8.22%	10.22%	11.14%	10.64%
股债均衡	9.27%	-14.74%	9.90%	7.14%	12.18%
可转债套利	4.78%	-1.35%	7.12%	15.53%	8.36%
财困证券	2.53%	-6.64%	20.30%	13.18%	2.28%
新兴市场	8.47%	-13.86%	4.07%	15.52%	12.66%
股票偏多头	14.33%	-13.61%	17.08%	16.31%	15.28%
股票多空	6.57%	-0.08%	10.65%	9.27%	6.59%
股票市场中性	5.61%	2.97%	8.05%	-1.29%	-0.56%
事件驱动	9.25%	-6.39%	12.30%	11.12%	7.59%
固定收益套利	8.29%	-1.69%	0.97%	10.46%	2.42%
宏观策略	5.05%	6.51%	8.79%	10.06%	7.76%
并购套利	4.57%	0.95%	7.69%	9.18%	6.39%
复合策略	3.36%	-2.98%	9.94%	4.23%	5.23%
期权策略	10.32%	-3.96%	12.07%	8.87%	12.60%
波动率交易	5.98%	-3.40%	7.01%	15.87%	-0.29%
CTA	-0.30%	7.13%	5.03%	5.43%	5.17%
FOF	5.74%	-6.30%	4.60%	9.75%	6.99%

资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

2.中国私募行业回顾：供给侧改革加速，塑造行业新常态

2.1.监管体系持续完善，推动行业高质量发展

2023 年私募基金行业监管体系进一步完善，国务院发布了首部行业相关法律法规，中国证券投资基金业协会（本小节简称“中基协”）也先后发布多项监管新规，延续了加强私募行业监管、引导私募行业高质量发展的主旨思想，也为私募行业未来发展的方向作出了上层指导。本节首先对 2023 年较为重要的监管文件进行梳理。

表 124　2023 年私募基金相关监管文件

发布时间	文件名称	政策要点
2023 年 2 月 20 日	《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》	规范私募基金参与不动产投资业务的各个环节
2023 年 2 月 24 日	**《私募投资基金登记备案办法》及配套指引**	对关于管理人登记和基金备案的相关规定进行了全面系统的整合和修订
2023 年 4 月 28 日	**《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》**	对私募证券投资基金的募集、投资、运作管理等环节提出了规范性要求
2023 年 7 月 9 日	**《私募投资基金监督管理条例》**	我国私募投资基金行业的首部行政法规,将私募纳入法制化、规范化轨道进行监管
2023 年 7 月 14 日	《私募基金管理人失联处理指引》、《中国证券投资基金业协会自律检查规则》	完善了信息报送和自律管理体系
2023 年 9 月 28 日	《私募投资基金备案指引第 1、2、3 号》	对现行规则进行了整合优化
2023 年 11 月 24 日	《基金从业人员管理规则》及配套规则	对促进基金行业机构合规、稳健运行有重要意义
2023 年 12 月 8 日	**《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》**	在投资顾问、托管要求、差异化募集和投资门槛、基金嵌套等私募监管链条均有不同程度的补充及新增

资料来源：国务院，中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

2023 年 2 月 24 日中基协正式发布《私募投资基金登记备案办法》（本小节简称“《备案办法》”）及配套指引，于同年 5 月 1 日起正式施行。本次《备案办法》是继此前 2022 年 12 月 30 日发布的征求意见稿经过公开征求意见后出台的正式稿，对私募基金管理人登记和产品备案的相关规定进行了重新修订，确立了分类管理、扶优限劣的原则。其中在基金管理人的登记方面，全面提高标准，并且对配套细则进行了完善；私募基金产品备案方面，从保护投资者权益的角度出发，更加系统性地加强了私募基金产品的全生命周期管理；此外还强调了私募基金管理人信息披露的义务与责任，规范了信息披露整体的流程。

2023 年 4 月 28 日中基协紧接着发布了《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》（本小节简称“《运作指引》”），在继承监管理念的基础上，瞄准私募证券投资基金这一特定领域，针对私募基金从募集到投资再到运作管理的一系列流程环节提出了新的规范要求。《运作指引》重点明确了防范风险的底线，严令禁止私募债券基金参与结构化发债，对以“雪球”为代表的场外衍生品进行了规模上的压实，预防潜在风险聚集，加速了私募基金行业优胜劣汰的进程。

2023 年 7 月 9 日国务院下发私募行业首部行政法规《私募投资基金监督管理条例》（本小节简称“《条例》”），为行业发展的方向作出了上层指导，将私募基金纳入法制化、规范化轨道。《条例》本身主要对以往各个环节、不同层级的相关规定进行了吸纳、整合，并在法律层面作出了相应补充、强化，释放出引导私募行业高质量发展、形成健康生态的积极信号。

2023 年 12 月 8 日中基协在《条例》颁布后，全面修订整合后发布了行业内层级最高的《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》（本小节简称“《管理办法》”），对私募行业监管链条的多环节多维度进行了全面细化的新增、补充以完善现有规定。《管理办法》在投资顾问、托管要求、差异化募集和投资门槛、基金嵌套等私募监管链条均有不同程度的补充及新增，再次推进了私募基金行业供给侧优化改革的进程。

除了行业整体的监管持续在推进，还有多项与私募基金投资息息相关的监管政策下达，包括证监会指导上海、深圳、北京证券交易所出台了《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》和《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》，旨在建立程序化交易报告制度和相应监管安排。

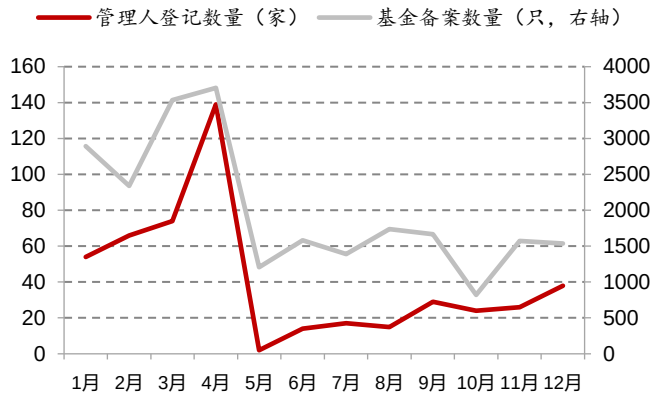
进入 2024 年，虽然还未直接颁布新的私募基金监管文件，但是已经有多项新规对私募基金有关策略产生了较为显著的影响。一是证监会经充分论证评估后，进一步优化了融券机制，具体包括：全面暂停限售股出借和将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。二是证监会新闻发言人在就“两融”融券业务有关情况答记者问中表明，暂停新增转融券规模，以现转融券余额为上限，依法暂停新增证券公司转融券规模，存量逐步了结；并且禁止证券公司向利用融券实施 T0 交易的投资者提供融券。无论是融券角度对于股票多空策略的影响，还是 T0 交易方面对 T0 策略的严限，都对相关私募产品的底层策略产生了不小冲击。2024 年或将继续加强量化交易、融券等方面的监管体系建设，进一步规范行业发展。

2.2.基金规模先升后降，管理人数量逐步缩减

私募基金存量规模和管理人数量的变化情况展现出行业发展新生态。2023 年全年，私募基金管理人存续规模继续下降，新增管理人数量仅 498 家，较 2022 年同比减少 61.09%，注销管理人数量达 2539 家；截止 2023 年 12 月存量私募基金管理人 21625 家，相比 2022 年同期减少了 8.63%。产品方面，新增私募基金数量大幅缩水，仅 23987 只，相比 2022 年同期减少了 30.16%；清盘私募基金却不减反增，达到了 13149 只，同比增加 12.09%；存续私募基金数量增幅再次放缓， 2023 年为 153079 只，同比增幅仅 5.56%。规模方面，2023 年度存续私募基金规模先升后降，总体小幅扩大，从 2022 年底的 20.03 万亿元增长到了 20.58 万亿元，其中 7、8 月达到历史峰值 20.82 万亿元。

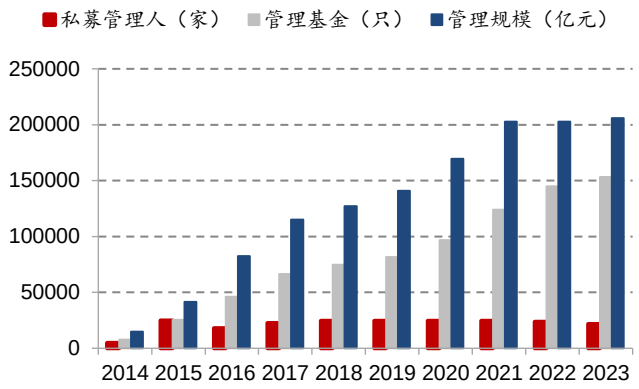
2023 年私募行业整体生态的变化与监管体系的健全进程息息相关。随着 2022 年底《私募投资基金登记备案办法（征求意见稿）》的发布， 2023 年 1 月当月注销管理人数量就高达 1565 家，占全年总注销数量的比例超过六成；5 月 1 日《私募投资基金登记备案办法》正式落地实施，对管理人登记和新产品备案加强了监管，可以观察到在新规落地之前，3 至 4 月份私募行业集中进行了产品的发行和管理人登记，两个月内新登记管理人数量和基金新发行数量都处于高位水平，尤其 4 月份不仅增量高，清盘基金的规模也显著减少，这也使得存续私募基金规模冲高；随之而来的 5 月，新规影响立竿见影，登记管理人数量由 139 家骤降至 2 家，备案基金数量也从 3705 只减少到 1209 只，此后管理人和产品新增的数量基本维持在新常态。

图 191　2023 年私募基金管理人登记与产品备案情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

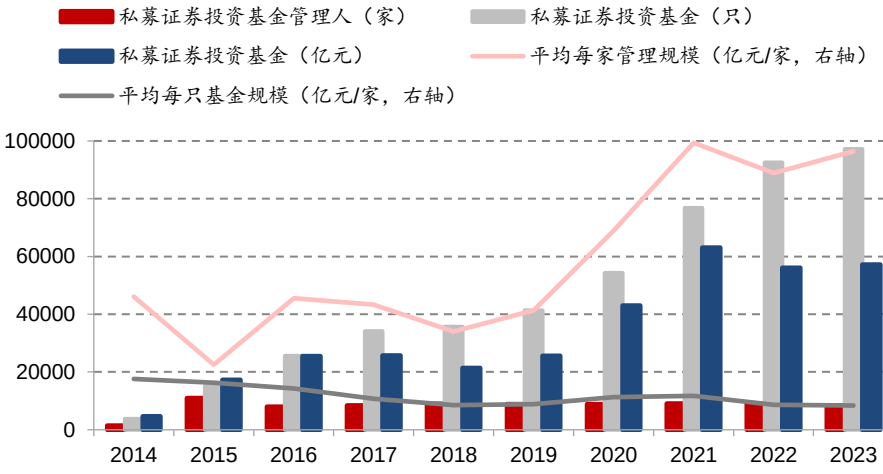
图 192　私募基金市场存量情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

从私募证券投资基金来看，各数据的中枢变化与私募基金的整体变化基本一致，其影响因素也同样主要来源于监管政策端。2023 年私募证券投资基金管理人新增数量为 179 家，同比下降 66.79%，存量基金管理人 8469 家，相比 2022 年同期的 9023 家，再次下降 6.14%；产品数量方面，新增私募证券投资基金 16567 只，较 2022 年新增 25617 只同比减少 35.33%，存续基金数量为 97258 只，较 2022 年同期 92578 只增加了 5.06%，增幅显著回落；规模方面，新增私募证券投资基金规模达 2880.64 亿元，较 2022 年同期 2399 亿元同比增加了 20.08%，存续基金规模达 5.72 万亿元，较 2022 年同期的 5.61 万亿元小幅增加了 1.96%。数据显示，私募证券投资基金的数量和规模并没有随着管理人数量的减少而下降，反而保持了一定程度的增长，体现出监管进一步完善后，管理人选择扩大原有产品的平均规模并减少清盘数量，来替代新产品发行较少的缺口，每个管理人平均管理产品数量上升至 11.48 只，平均管理规模增加至 6.75 亿元。

图 193　私募证券投资基金市场存量备案情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

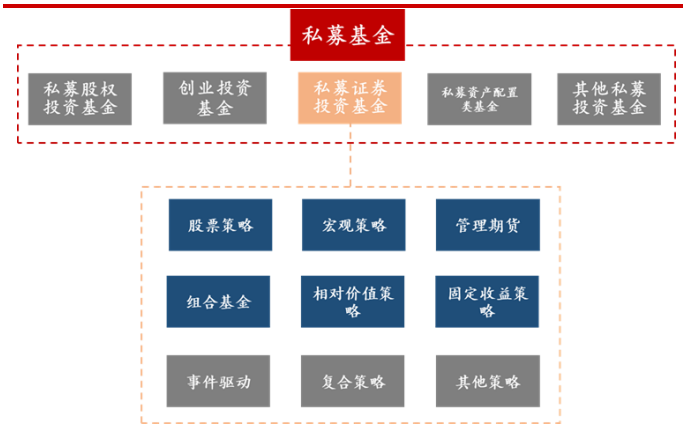
2.3.新规落地影响显著，打破传统发行清盘格局

回顾 2018 年至 2022 年，我国每年私募基金（本小节如无特别说明，私募基金均指私募证券投资基金）的新发行数量和清盘数量主要与私募基金整体的业绩表现挂钩，但 2023 年私募基金的发行与清盘格局显著受到监管影响，打破了以往的规律，同样彰显了行业发展的新生态。

发行方面，2018 年权益市场表现较为低迷，私募基金新发行数量出现收缩，仅 1.1 万余只；2019 年到 2021 年这三年私募基金整体业绩表现优异，三年私募大年带来了新发行数量的持续增长，且增长速度也大幅提升，促使 2021 年新发行的私募基金数量创出历史新高，达到 3.1 万余只；而 2022 年由于股票、债券和商品全都表现不佳，私募基金各策略均出现了较为明显的回撤，新发行私募基金数量也对应出现了相当程度的下滑，减少到 2.5 万余只。2023 年虽然权益市场依然下挫，但得益于小盘风格的强势，私募基金中占比较多的股票策略和相对价值策略业绩较 2022 年均有一定改善，不过私募基金新发行数量却没能逆转下降趋势，反而更大幅度缩水至 1.6 万余只，行业历史规律被打破。

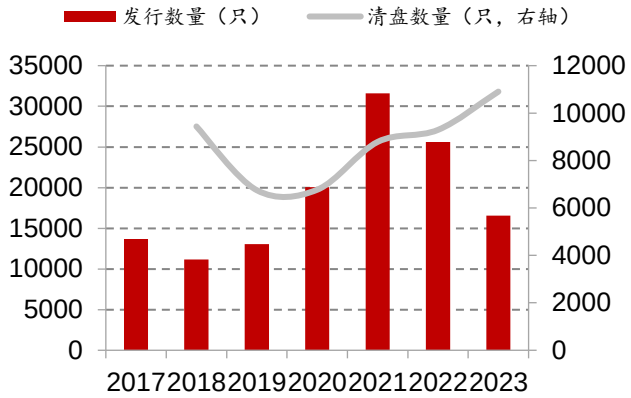
清盘方面，2018 至 2021 年的私募基金清盘数量变化与新发行数量基本保持一致，业绩表现也是比较重要的影响因素。2019 年开始由于收益表现较好，清盘数量整体中枢上明显下降，从发行和清盘的视角也能看出这一阶段私募行业蓬勃发展的境况。2022 年伴随私募基金业绩的回撤，清盘数量也有一定增加，至 2023 年发行数量急速减少的背景下，清盘数量仍然进一步上升，整体存续数量增速显著放缓，也体现出行业新的发展趋势，即重点放在存量的更新迭代而非增量规模扩张。

图 194　私募基金分类与私募证券投资基金策略划分



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 195　私募证券投资基金发行与清盘情况



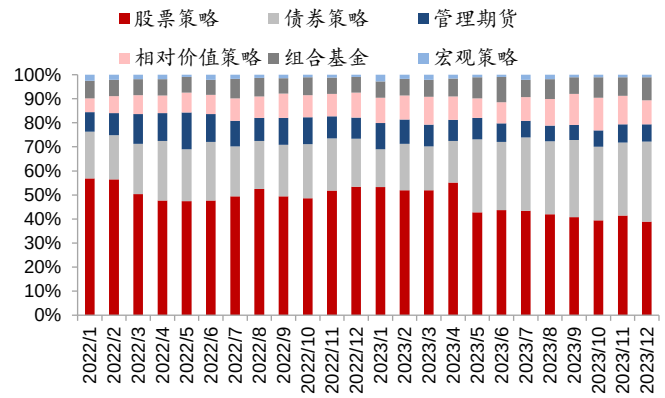
资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

具体来看 2023 全年发行与清盘的月度走势，可以发现新发行数量不同以往的主要原因就来自于监管政策端，其中《私募投资基金登记备案办法》（本小节简称“《办法》”）对新发行私募基金数量的影响最为关键。从行情的规律上看，1 月和 2 月受春节影响，新发行私募基金数量较少，3 月和 4 月一般会释放发行需求，并且 2023 年 1 至 4 月权益市场整体回暖反弹，业绩驱动下，私募基金发行数量中枢较 2022 年同期有所上移。5 月开始，行情端对发行数量影响有限，政策端冲击显著。《办法》对备案的新规定于 2023 年 5 月 1 日正式落地实行，私募基金新发行数量也是从 5 月份开始巨幅缩水，单月数量从 4 月份的 2740 只减少到 5 月份的 826 只，全年来看 1 至 4 月的月均发行数量为 2413 只，而 5 至 12 月这一数字锐减到 864 只，可见政策端影响的力度之强。面对政策影响的发行数量整体中枢下移，行情端对发行带来的只是小幅波动，10 月份受国庆长假因素的影响，新发行数量达阶段最低点 393 只，11 月权益市场估值逐渐见底后，预期下跌空间有限，新发行数量回到 1000 只以上，但仍远远不及新规落地之前的水平。清盘方面，1 月、2 月和 10 月均受假期因素影响，清盘数量较低，此外 4 月由于应对即将落地的《办法》，私募管理人对存量产品的保留态势更加积极，也使得清盘数量远低于正常水平。

分策略来看，股票策略产品由于数量庞大，其发行与清盘数量占比也比较高，但受权益市场下挫和新规共同影响，自 2023 年 5 月以来，股票策略产品发行占比下滑至较低水平；发行占比升高的产品主要为债券策略和相对价值策略，债券类私募产品的发行升温得益于债券市场的靓丽业绩，而相对价值策略可以看做是另一种广义固收策略，面对权益市场的低迷以及小盘风格的年内强势，这一策略

被管理人与投资人所逐渐重视，发行占比在 2023 年有一定幅度提升。此外，管理期货策略发行占比整体缩减的同时，清盘占比仍然高于发行占比，体现出其市场存量有一定下滑。

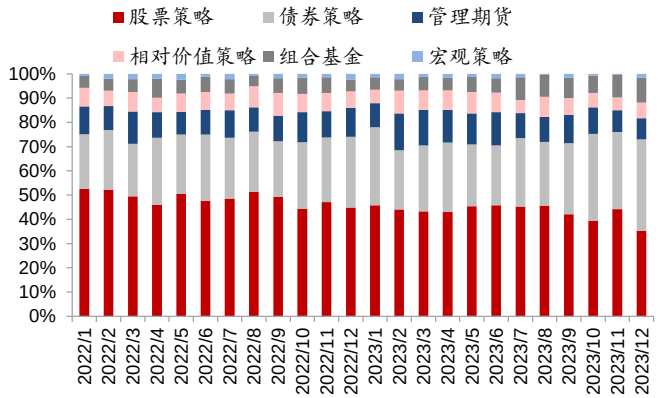
图 196　私募证券投资基金各策略发行情况



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：统计各策略数量占六种主要策略总数量比例

图 197　私募证券投资基金各策略清盘情况



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：统计各策略数量占六种主要策略总数量比例

3.中国私募市场分析：业绩分化显著，投资更加依赖精耕细作

3.1.私募基金分策略业绩总览

本节主要考察私募证券投资基金（本章如无特别说明，简称“私募基金”）的六大主要策略，分别为股票策略、相对价值策略、管理期货策略、宏观策略、债券策略和组合基金。为了直观展示各策略业绩水平，基于私募数据特点，本文采用私募排排网数据在全市场中筛选满足条件的管理人和产品，筛选条件要求公司成立时间截至 2023 年底满三年、产品净值披露频率达到一定条件。

股票策略方面，虽然 2023 年收益率均值录得-3.19%，并未达到正收益，但是相比 2022 年的-10.43%已经有所回升。其负收益主要来源还是在于权益市场表现不振，中证全指全年下跌 7.04%，沪深 300 跌幅达到 11.38%，beta 端的亏损较大，使得股票策略虽然有一定超额收益绝对收益仍表现为负。不过可以看到排名前 25%的管理人仍然能够取得年度 5%以上的正收益，说明虽然都是股票策略，但是不同的细分策略类型对市场的适应程度存在明显差距。

相对价值策略方面，整体表现超出预期，达到了 6.4%的正收益，其中股票市场中性策略相对稳定，全年仅 4 月出现单月的小幅回撤，其他月份均取得正收益，尤其是下半年市场风格偏向小盘的环境下，其多头端的选股能力得以较好发挥；T0 策略表现也比较稳定，不过受限于指数波动率处在较低位置，收益上限空间未能完全打开；期权策略 8 月出现一定回撤，在隐波比较平稳且位于低水平的情况下一直有较稳定的收益来源，但策略容量相对较小。

管理期货策略方面，收益相比 2022 年有所收窄，录得 4.14%的平均收益，背后影响因素主要源于商品市场的反复变化和板块间的显著分化。上半年市场整体走弱，除贵金属板块外均出现快速下跌，到下半年利好政策叠加部分品种的基本面支撑，商品市场在第三季度走出一波上涨行情，随后开始进入震荡。全年南华商品指数上涨 6.21%，贵金属、黑色、能化板块录得正收益，而农产品和有色板块出现下跌，整体 CTA 表现难言优异。主观趋势优于量化趋势，但量化套利类策略也有相对较好的收益。

债券策略方面，收益相对稳定，与 2022 年基本保持在同一水平，由于权益等增强端的拖累，纯债策略整体比强债策略的表现更加优异。宏观策略和组合基金方面，虽相比 2022 年的业绩回报有所回升，但受到指数下跌、地缘风险等不利因素影响，未能达到正收益。

表 125　2023 年私募基金各策略年度业绩分布情况

指标	策略名称	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	股票策略	-3.19%	-30.43%	-13.91%	-4.29%	5.06%	27.67%	20.75%
	相对价值	6.40%	-11.01%	2.15%	6.00%	9.60%	21.91%	14.08%
	管理期货	4.14%	-20.65%	-4.68%	2.26%	9.67%	32.79%	22.97%
	宏观策略	-2.41%	-30.99%	-11.84%	-2.57%	6.61%	23.11%	23.32%
	债券策略	8.67%	-11.46%	2.77%	7.63%	12.92%	24.68%	19.90%
	组合基金	-0.47%	-17.90%	-5.93%	0.24%	4.39%	12.38%	13.46%
最大回撤	股票策略	-20.30%	-44.14%	-26.66%	-17.97%	-11.34%	-4.55%	12.50%
	相对价值	-5.75%	-23.30%	-6.38%	-2.43%	-1.25%	-0.27%	9.10%
	管理期货	-11.87%	-32.74%	-15.64%	-8.87%	-4.47%	-0.90%	11.46%
	宏观策略	-17.79%	-39.48%	-23.53%	-15.63%	-7.95%	-2.29%	13.46%
	债券策略	-5.94%	-26.77%	-6.48%	-2.10%	-0.32%	0.00%	10.23%
	组合基金	-10.22%	-26.94%	-14.89%	-7.79%	-3.12%	-0.45%	9.41%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

下文对上述六大类策略做进一步分析，其中股票策略细分为主观多头、量化多头和股票多空策略，相对价值细分为股票市场中性、期权、T0 策略，管理期货细分为主观 CTA、量化趋势、量化套利策略，债券策略细分为纯债策略和强债策略。

为了直观展示各策略业绩水平，本文基于私募排排网数据在全市场中筛选满足条件的管理人，筛选条件要求公司成立满三年，且产品净值披露达到一定频率、产品净值波动率不能过小，将符合条件的同策略产品等权合成为代表全市场的策略指数。本文按规模对私募基金管理人进行了分类（分为 0-5 亿、5-10 亿、10-20 亿、20-50 亿，50-100 亿，100 亿以上），以统计不同规模下各策略的收益分布情况。

3.2.股票策略：权益市场低迷，量化多头一枝独秀

股票策略是市场占比最大的私募策略，包含了主观多头、量化多头和股票多空三种子策略。其中主观多头依靠主观对基本面和技术面的判断进行选股，并结合主观择时观点对仓位进行调整以获取更多收益并控制风险；量化多头则采用量化多因子模型进行选股，其结果多由量化模型直接产生，并倾向于满仓运作，通过模型中对行业、风格等偏离度的约束来控制风险大小；股票多空则是在多头端利用主观或量化模型选股的基础上，通过股指期货、个股融券、ETF 融券等方式对冲市场波动的风险，并同时获取额外空头端的收益。

2023 年全年 A 股市场表现不佳，随着经济复苏从强预期转向弱现实，市场表现跌宕起伏。年初以来，受到疫后复苏强预期的乐观情绪推动，市场迎来快速反弹；3 月之后，经济复苏放缓，政府工作报告全年经济目标定在 5%，普遍低于市场预期，权益市场以主题行情为主，TMT 板块和中特估主导市场；从 4 月中旬开始市场震荡走低，经济下行压力加大，地方政府债务担忧加剧；8 月出现较大幅度的跌幅，地产政策效果不强，经济复苏再度放缓，整个下半年行情中，缺乏主线机会，行业轮动较快，资金入市热情不高，使得股票策略的投资面临比较困难的环境，这也导致了全年虽然多头策略能够取得一定的超额收益，但整体绝对收益表现不佳的情况。全年来看，小盘和高股息风格明显占优。

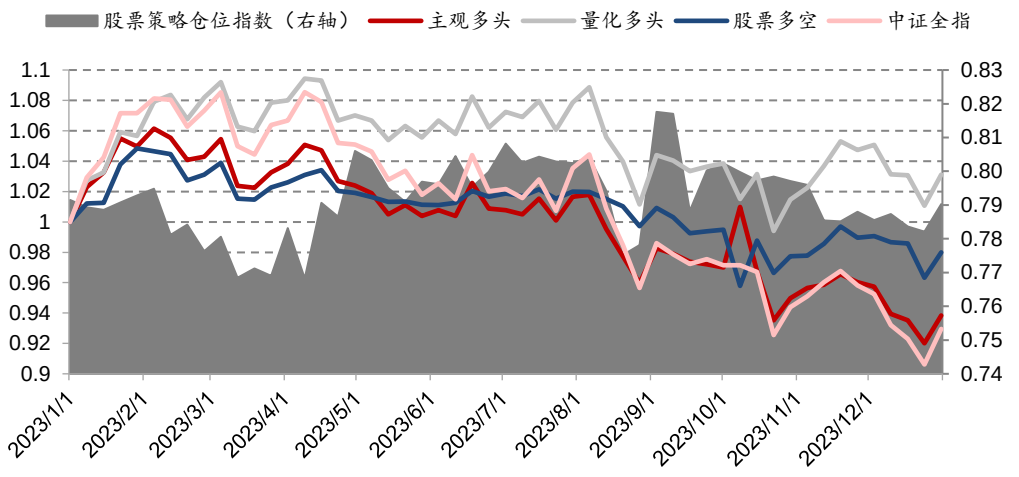
从子策略来看，量化多头表现相对较好，在收益率、最大回撤和夏普比方面都优于主观多头，这也源于市场风格多变，小盘风格占优，量化模型可能更加容易捕获到收益机会，而缺乏主线的背景下，主观多头比较难取得显著的超额。股票多空策略由于对市场的波动有一定对冲方法应对，所以在回撤控制上表现相对要好。

表 126　2023 年股票策略细分子策略指数收益情况

	主观多头	量化多头	股票多空	中证全指
年化收益率	-6.16%	3.12%	-2.00%	-7.04%
最大回撤	-13.31%	-9.16%	-8.63%	-16.51%
年化波动率	11.24%	11.78%	8.30%	12.77%
夏普比率	-0.64	0.19	-0.38	-0.62
卡玛比率	-0.46	0.34	-0.23	-0.43

资料来源：私募排排网，iFind，华宝证券研究创新部

图 198　2023 年股票策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，iFind，华宝证券研究创新部

表 127　2023 年主观多头策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	-5.35%	-36.32%	-17.20%	-6.88%	3.78%	30.90%	23.43%
	5-10 亿	-2.48%	-27.21%	-14.21%	-5.69%	4.28%	25.61%	23.31%
	10-20 亿	-4.84%	-28.67%	-14.48%	-6.18%	2.21%	22.35%	18.64%
	20-50 亿	-2.77%	-22.82%	-11.08%	-3.57%	4.38%	18.04%	15.92%
	50-100 亿	-5.20%	-21.70%	-12.93%	-7.94%	-0.85%	22.81%	12.90%
	100 亿以上	-1.74%	-18.77%	-10.35%	-6.21%	1.34%	36.90%	15.97%
最大回撤	0-5 亿	-23.65%	-49.79%	-30.63%	-21.52%	-13.88%	-5.46%	13.89%
	5-10 亿	-20.29%	-41.26%	-27.04%	-18.95%	-12.12%	-4.41%	10.84%
	10-20 亿	-20.11%	-42.20%	-26.53%	-18.06%	-12.60%	-4.16%	11.57%
	20-50 亿	-19.10%	-39.48%	-25.32%	-17.62%	-11.54%	-4.44%	10.79%
	50-100 亿	-18.58%	-33.10%	-22.78%	-18.32%	-13.62%	-7.17%	8.50%

	100 亿以上	-16.89%	-27.13%	-20.46%	-16.62%	-12.22%	-7.85%	6.01%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

表 128　2023 年量化多头策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	2.41%	-21.26%	-7.51%	0.59%	8.97%	31.46%	19.79%
	5-10 亿	4.74%	-13.37%	-2.76%	3.75%	10.41%	28.57%	15.71%
	10-20 亿	3.69%	-13.96%	-1.59%	2.49%	9.73%	23.87%	10.75%
	20-50 亿	4.07%	-9.81%	-1.60%	3.76%	9.02%	16.89%	10.38%
	50-100 亿	5.43%	-3.92%	1.10%	4.69%	8.37%	17.06%	9.31%
	100 亿以上	5.50%	-4.30%	1.79%	4.45%	9.27%	16.39%	6.55%
最大回撤	0-5 亿	-15.28%	-35.37%	-19.94%	-12.52%	-8.11%	-2.18%	10.87%
	5-10 亿	-12.64%	-23.95%	-15.13%	-10.95%	-8.30%	-4.96%	7.05%
	10-20 亿	-12.33%	-25.71%	-14.30%	-11.31%	-8.64%	-4.12%	6.19%
	20-50 亿	-12.20%	-21.48%	-13.63%	-11.74%	-9.60%	-5.00%	6.07%
	50-100 亿	-11.09%	-16.24%	-13.02%	-10.36%	-8.93%	-7.33%	3.49%
	100 亿以上	-10.32%	-15.11%	-11.63%	-9.83%	-8.50%	-6.88%	2.85%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

表 129　2023 年股票多空策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	-5.65%	-32.60%	-15.18%	-5.39%	4.10%	20.61%	17.58%
	5-10 亿	-0.26%	-17.68%	-8.54%	-5.41%	4.54%	28.58%	14.48%
	10-20 亿	0.09%	-19.51%	-11.59%	3.69%	8.89%	15.25%	11.95%
	20-50 亿	2.88%	-11.96%	1.00%	3.52%	8.96%	15.09%	9.94%
	50-100 亿	5.22%	-6.62%	-2.09%	4.72%	12.13%	18.03%	8.85%
	100 亿以上	0.25%	-16.87%	-5.25%	4.34%	4.41%	8.70%	8.92%
最大回撤	0-5 亿	-19.44%	-42.06%	-27.12%	-18.47%	-9.48%	-1.43%	13.03%
	5-10 亿	-14.27%	-34.34%	-18.02%	-14.61%	-2.90%	-0.80%	11.96%
	10-20 亿	-9.84%	-27.90%	-20.65%	-4.33%	-0.64%	-0.12%	10.59%
	20-50 亿	-10.67%	-27.75%	-13.48%	-10.90%	-1.77%	-1.29%	9.46%
	50-100 亿	-12.20%	-20.85%	-17.79%	-11.55%	-7.59%	-4.94%	6.10%
	100 亿以上	-7.86%	-24.46%	-12.45%	-3.49%	-1.19%	-1.18%	8.23%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

3.3.相对价值策略：小盘风格占优，全年表现超预期

相对价值策略主要包括股票市场中性策略，其次还包括期权以及 T0 策略。股票市场中性策略一般类似量化多头采用多因子选股构建多头端，再采用股指期货、期权、融券、收益互换等手段尽可能完全对冲市场风险，以获取稳定的 alpha；期权策略可以从波动率维度表达对市场的看法，通过判断波动率趋势或者捕捉波动率套利机会获取收益；T0 策略对未来价格进行时间序列上的预测，因子多基于短期价量数据，利用融券或者底仓进行日内高频交易，持仓时间较短。

2023 年股票市场中性策略表现超出预期，虽然偶有回撤出现，最终仍录得 7.25%的正收益。其多头选股端受益于市场风格下半年偏向小盘的环境，在选股的 alpha 上面有更好发挥，也因此在 11 月获得了 1.57%的全年最高月度收益；对冲端方面，股指期货除年末贴水率有所扩大外，全年较为平稳，且阶段性呈现升水情况，中性策略对冲端成本较为平稳，对净值影响较小。

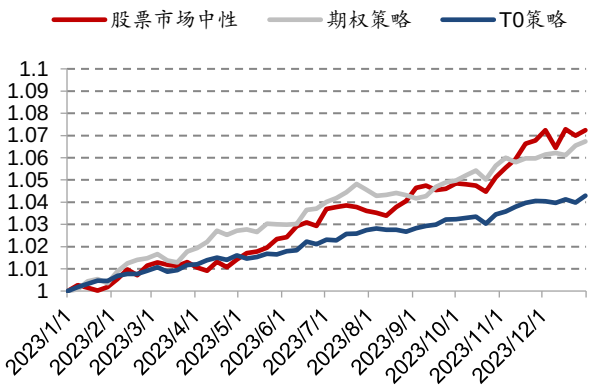
期权策略和 T0 策略表现依旧比较稳定，期权策略收益相比 2022 年有所降低，但依然保持了较高的风险收益比，回撤控制也较为优异；T0 策略虽然受困于年末市场波动率较低的负向影响，但也维持了较为稳定的收益趋势。

表 130　2023 年相对价值策略细分子策略指数收益情况

	股票市场中性	期权策略	T0 策略
年化收益率	7.25%	6.73%	4.29%
最大回撤	-3.80%	-0.62%	-1.42%
年化波动率	5.54%	1.73%	1.97%
夏普比率	1.02	2.91	1.39
卡玛比率	1.91	10.94	3.03

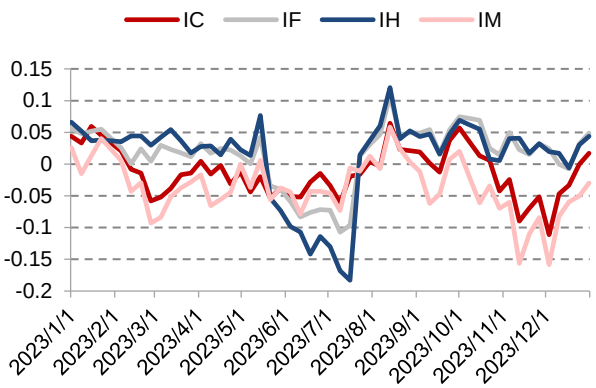
资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 199　2023 年相对价值策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 200　2023 年股指期货年化贴水率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 131　2023 年股票市场中性策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	6.12%	-11.17%	0.41%	4.83%	10.75%	26.97%	11.92%
	5-10 亿	10.44%	-1.37%	4.47%	8.06%	11.94%	21.20%	18.39%
	10-20 亿	6.96%	-4.57%	3.43%	6.84%	9.21%	24.25%	9.37%
	20-50 亿	6.82%	-6.99%	4.93%	7.55%	9.51%	18.34%	8.63%
	50-100 亿	8.64%	-4.70%	2.22%	7.66%	12.21%	23.29%	11.39%
	100 亿以上	6.67%	2.27%	4.12%	5.63%	9.20%	14.90%	4.83%
最大回撤	0-5 亿	-6.36%	-20.60%	-8.54%	-3.65%	-1.87%	-0.35%	6.99%
	5-10 亿	-3.15%	-11.55%	-3.43%	-1.86%	-0.62%	-0.16%	5.22%
	10-20 亿	-3.90%	-11.29%	-4.21%	-2.11%	-1.12%	-0.20%	6.31%

	20-50 亿	-4.73%	-17.47%	-2.93%	-1.91%	-1.40%	-0.78%	9.63%
	50-100 亿	-4.27%	-14.69%	-4.48%	-2.13%	-1.52%	-0.33%	5.36%
	100 亿以上	-2.10%	-3.86%	-1.95%	-1.39%	-1.18%	-0.80%	2.96%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

表 132　2023 年期权策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	5.76%	-18.50%	0.60%	6.70%	9.94%	25.15%	19.05%
	5-10 亿	6.13%	-11.01%	3.78%	6.32%	10.57%	17.77%	9.41%
	10-20 亿	7.27%	-5.33%	2.85%	7.01%	8.72%	25.67%	11.37%
	20-50 亿	6.84%	-10.02%	3.50%	7.60%	13.18%	22.63%	11.71%
最大回撤	0-5 亿	-9.00%	-28.42%	-10.50%	-5.52%	-2.45%	-0.63%	11.89%
	5-10 亿	-5.11%	-15.36%	-4.44%	-2.84%	-1.48%	-0.62%	7.07%
	10-20 亿	-5.86%	-16.87%	-4.46%	-1.61%	-0.96%	-0.42%	13.09%
	20-50 亿	-12.66%	-49.41%	-8.28%	-4.95%	-3.03%	-1.10%	17.54%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：由于超过 50 亿公司规模的产品数量较少，本文未展示

3.4.管理期货策略：结构性行情为主，主观优于量化

管理期货策略主要是指对国内商品期货进行投资的策略，广义上投资标的也包含股指期货、国债期货。主观 CTA 主要基于宏观环境、产业数据和供需关系等对品种走势进行判断。量化 CTA 可以分为量化趋势和量化套利两类，其中量化趋势可以分为时序跟踪和截面多空两种做法，套利类策略主要包括跨期套利与跨品种套利。

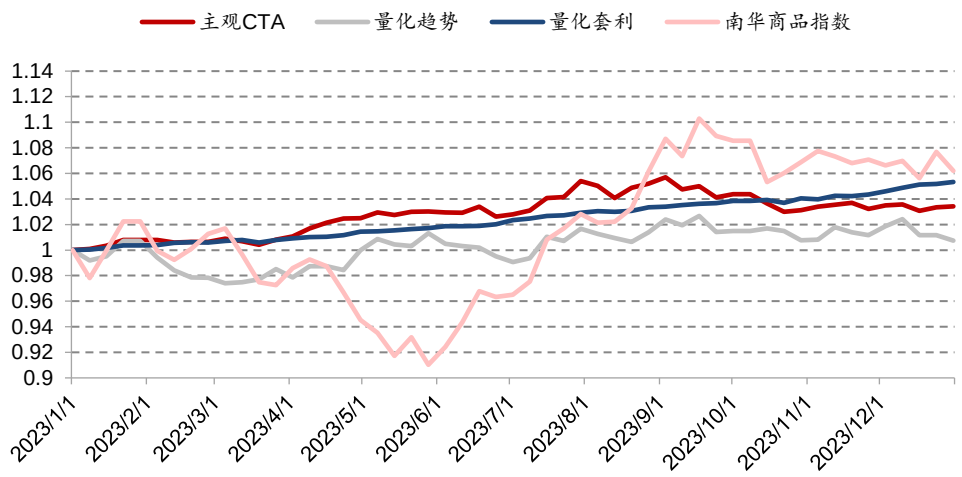
2023 年上半年商品市场表现低迷，经济数据偏弱加上海外通胀、加息等超预期因素影响，到 6 月初南华黑色指数、能化指数、有色金属指数和农产品指数均出现较大幅度的下行，国内 PPI 同比增速不断下探，市场围绕通缩进行博弈；随后 6 月中旬进行了年内第一次降息，叠加政策持续发力，释放明显宽财政信号，预期回升下，市场开始反弹，6 月到 9 月出现一波趋势性行情，各版块指数均出现不同程度的上涨；进入四季度之后商品市场重新回到震荡分化调整的格局，黑色板块在年末表现比较出色，南华黑色指数全年最终上涨 9.15%，农产品和有色在四季度震荡下行最终录得负收益，贵金属指数全年一直保持相对稳定的上行走势，全年涨幅排名第一达到 13.37%。总体来看，结构性行情下，量化趋势类策略表现不佳，仅获得 0.73%的收益，主观类 CTA 收益相对较好，但最大回撤也最大，量化套利类策略脱颖而出成为收益相对最高的策略，同时波动率也不高。

表 133　2023 年管理期货策略细分子策略指数收益情况

	主观 CTA	量化趋势	量化套利	南华商品指数
年化收益率	3.43%	0.73%	5.33%	6.21%
最大回撤	-6.37%	-3.29%	-3.40%	-10.98%
年化波动率	8.81%	5.08%	4.81%	11.40%
夏普比率	0.26	-0.12	0.79	0.45
卡玛比率	0.54	0.22	1.57	0.57

资料来源：私募排排网，iFind，华宝证券研究创新部

图 201　2023 年管理期货策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，iFind，华宝证券研究创新部

表 134　2023 年主观 CTA 策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	7.20%	-34.09%	-6.86%	3.14%	14.57%	54.31%	34.92%
	5-10 亿	0.80%	-20.65%	-4.96%	2.25%	7.02%	18.49%	14.68%
	10-20 亿	7.04%	-17.81%	-4.04%	5.58%	10.97%	36.55%	20.58%
	20-50 亿	9.79%	-10.92%	2.21%	9.41%	18.87%	36.03%	16.75%
最大回撤	0-5 亿	-16.72%	-49.42%	-22.37%	-12.17%	-6.53%	-2.18%	15.27%
	5-10 亿	-13.18%	-28.33%	-17.51%	-10.48%	-5.48%	-2.95%	12.53%
	10-20 亿	-9.78%	-23.49%	-13.40%	-7.29%	-3.15%	-1.28%	9.20%
	20-50 亿	-8.11%	-22.98%	-7.11%	-4.82%	-2.81%	-1.42%	10.88%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：由于超过 50 亿公司规模的产品数量较少，本文未展示

表 135　2023 年量化趋势策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	-1.25%	-28.03%	-7.92%	-1.42%	6.02%	21.26%	19.20%
	5-10 亿	4.40%	-14.38%	-0.86%	4.04%	9.80%	24.52%	11.73%
	10-20 亿	2.03%	-7.03%	-3.07%	0.20%	4.15%	21.06%	8.43%
	20-50 亿	3.02%	-5.91%	0.46%	2.75%	3.93%	16.60%	6.94%
	50-100 亿	4.34%	-4.62%	-3.08%	1.54%	8.74%	18.94%	9.39%
最大回撤	0-5 亿	-14.04%	-37.47%	-19.23%	-10.44%	-5.89%	-1.58%	12.22%
	5-10 亿	-9.82%	-21.05%	-15.78%	-7.17%	-3.73%	-1.09%	7.52%
	10-20 亿	-7.47%	-12.01%	-10.45%	-7.81%	-4.84%	-1.27%	3.66%
	20-50 亿	-10.61%	-16.58%	-13.08%	-9.57%	-7.76%	-4.74%	5.89%
	50-100 亿	-7.36%	-14.32%	-8.38%	-6.32%	-4.44%	-3.57%	3.99%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：由于超过 100 亿公司规模的产品数量较少，本文未展示

表 136　2023 年量化套利策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	8.31%	-12.87%	0.95%	5.40%	9.50%	22.61%	30.88%
	5-10 亿	12.13%	-2.52%	1.67%	4.52%	15.08%	29.05%	27.51%
	10-20 亿	7.95%	-8.47%	-1.82%	8.54%	13.09%	23.54%	12.07%
最大回撤	0-5 亿	-4.90%	-18.72%	-5.82%	-2.27%	-1.01%	-0.28%	6.52%
	5-10 亿	-3.51%	-12.88%	-3.58%	-1.27%	-0.88%	-0.16%	6.19%
	10-20 亿	-4.57%	-9.71%	-7.33%	-3.50%	-1.57%	-0.30%	3.41%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：由于超过 20 亿公司规模的产品数量较少，本文未展示

3.5.债券策略：信用下沉，纯债收益相对稳定

债券策略主要包括两类策略，纯债策略和强债策略。纯债策略将全部资产投资于债券，获取票息以及利率波动的收益；强债策略是在债券策略的基础上，将部分资产投资于可转债、股票、期货等非固收类资产，以增强收益。

2023 年债券市场相比权益市场表现相对要好，中债总财富指数年度收益率达到 4.67%，相比 2022 年的收益也有小幅增长。利率债方面，10 年期国债利率走势与宏观经济和政策息息相关，年初经济复苏下国债利率也小幅拉升，随后二季度随降准降息等宽松货币政策相继出台，国债利率进入下行周期，下半年地产相关政策和万亿国债增发等因素使得债市在震荡中调整。信用债方面，“资产荒”行情有所延续，信用债供给增长规模降低，而配置需求在增加，且伴随“要有效防范化解地方债务风险、制定实施一揽子化债方案”的提出，城投债安全系数提高，全年信用利差呈收敛态势。

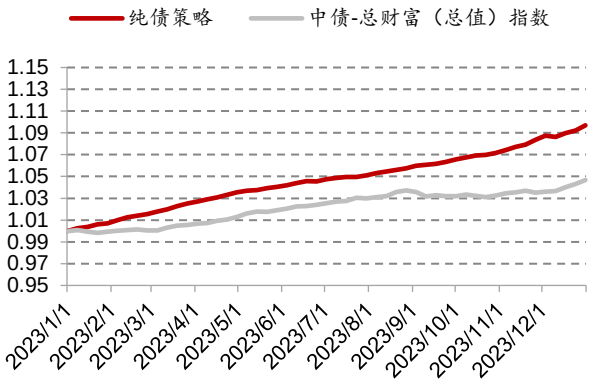
2023 年纯债策略收益率继续维持较高水平，达到 9.69%，不过相比 2022 年有所减少，但回撤控制更好，收益风险比较高；强债策略收益情况相比 2022 年变化不大，主要受到权益市场下行因素的负面影响，可转债市场表现平平，中证转债指数全年下跌 0.47%，转债相关策略也较难获得高收益。

表 137　2023 年债券策略细分子策略指数收益情况

	纯债策略	强债策略	中债-总财富（总值）指数	中证转债指数
年化收益率	9.69%	5.95%	4.67%	-0.47%
最大回撤	-0.11%	-0.99%	-0.59%	-7.03%
年化波动率	0.71%	2.65%	1.06%	6.70%
夏普比率	11.02	1.64	2.90	-0.26
卡玛比率	85.39	6.02	7.91	-0.07

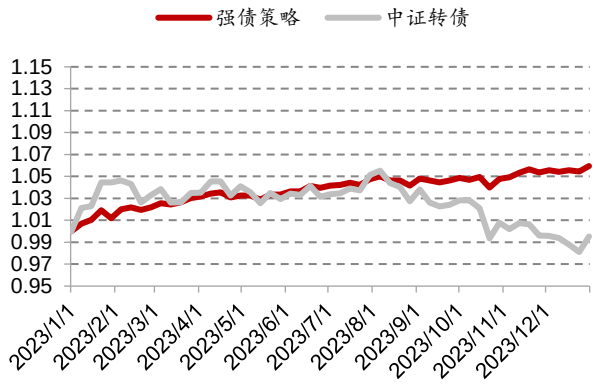
资料来源：私募排排网，iFind，华宝证券研究创新部

图 202　2023 年纯债策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，iFind，华宝证券研究创新部

图 203　2023 年强债策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，iFind，华宝证券研究创新部

表 138　2023 年纯债策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	10.65%	-21.49%	4.81%	10.58%	15.01%	27.22%	30.62%
	5-10 亿	13.10%	-1.71%	5.57%	8.47%	14.43%	38.29%	20.72%
	10-20 亿	12.04%	-19.78%	6.55%	9.72%	16.01%	42.94%	20.78%
	20-50 亿	11.73%	4.44%	7.17%	10.76%	15.06%	19.94%	8.99%
	50-100 亿	8.10%	0.61%	6.39%	7.82%	10.52%	16.39%	5.49%
	100 亿以上	4.90%	-5.86%	4.09%	5.63%	8.06%	12.07%	7.30%
最大回撤	0-5 亿	-8.09%	-34.99%	-8.38%	-1.83%	-0.44%	0.00%	14.70%
	5-10 亿	-4.06%	-15.15%	-5.31%	-1.52%	-0.54%	0.00%	5.69%
	10-20 亿	-8.41%	-35.70%	-11.28%	-1.45%	-0.20%	0.00%	13.58%
	20-50 亿	-1.33%	-6.18%	-1.25%	-0.27%	-0.04%	0.00%	3.18%
	50-100 亿	-2.04%	-9.20%	-0.90%	-0.21%	-0.03%	0.00%	5.75%
	100 亿以上	-5.34%	-32.88%	-2.84%	-0.44%	-0.17%	0.00%	12.27%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

表 139　2023 年强债策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	9.09%	-10.43%	2.42%	5.97%	11.54%	25.97%	25.45%
	5-10 亿	9.57%	-4.05%	4.16%	7.91%	13.78%	25.01%	13.02%
	10-20 亿	4.51%	-17.90%	-1.67%	6.12%	12.02%	22.03%	14.68%
	20-50 亿	5.40%	-13.73%	-0.97%	6.61%	11.98%	22.72%	14.44%
	50-100 亿	10.58%	2.06%	6.53%	8.35%	16.49%	19.70%	5.95%
	100 亿以上	1.99%	-0.90%	-0.50%	1.59%	2.56%	7.44%	4.62%
最大回撤	0-5 亿	-7.51%	-28.43%	-8.22%	-4.84%	-1.58%	-0.10%	9.78%
	5-10 亿	-5.88%	-18.92%	-6.96%	-4.63%	-0.74%	-0.03%	8.09%
	10-20 亿	-7.36%	-28.75%	-10.35%	-2.94%	-0.71%	0.00%	10.86%
	20-50 亿	-7.57%	-27.80%	-10.79%	-2.85%	-0.25%	0.00%	10.31%

50-100 亿	-1.17%	-5.41%	-0.92%	-0.26%	0.00%	0.00%	2.88%
100 亿以上	-3.23%	-8.14%	-3.56%	-2.88%	-2.06%	-0.37%	2.34%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

3.6.宏观策略和组合基金：弱势行情下，复合策略表现低迷

宏观策略主要指通过主观分析或者多指标择时模型来对各大类资产在今后一段时间维度的走势作出判断，在多品种多市场进行主动投资的策略。组合基金通过 FOF 或 MOM 形式，选取基金管理人来管理母基金中一部分资金，进行分散投资。

2023 年无论是权益市场还是商品市场，都没能出现大的趋势性行情，同时市场超预期走势频现，这种情况也不利于宏观策略和组合基金的发挥，二者均未能获得较好收益，不过相比 2022 年的收益率有所改善。权益市场在年初出现上升行情，宏观策略也随之表现较好，但随着权益市场中后期开始下挫，宏观策略也开始出现明显回撤，而多资产配置的组合基金也一定程度上受权益市场影响，全年仅录得微弱正收益。

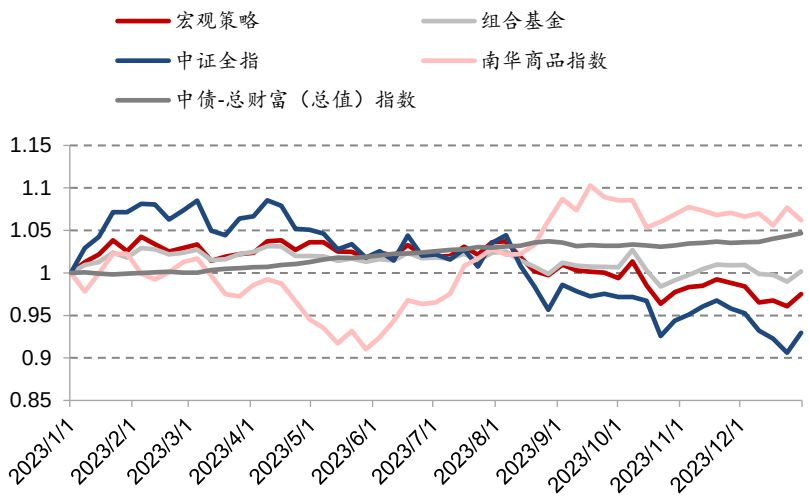
总体上二者还是展现出一定的配置价值，宏观策略在收益率、回撤控制和波动率上都明显优于中证全指，组合基金虽然收益平平，但回撤控制相比中证全指和南华商品指数都相对表现较好。

表 140　2023 年宏观策略和组合基金细分子策略指数收益情况

	宏观策略	组合基金	中证全指	南华商品指数	中债-总财富（总值）指数
年化收益率	-2.48%	0.20%	-7.04%	6.21%	4.67%
最大回撤	-7.84%	-4.61%	-16.51%	-10.98%	-0.59%
年化波动率	7.96%	5.86%	12.77%	11.40%	1.06%
夏普比率	-0.46	-0.19	-0.62	0.45	2.90
卡玛比率	-0.32	0.04	-0.43	0.57	7.91

资料来源：私募排排网，iFind，华宝证券研究创新部

图 204　2023 年宏观策略和组合基金指数业绩走势



资料来源：私募排排网，iFind，华宝证券研究创新部

表 141　2023 年宏观策略年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	-3.25%	-34.90%	-11.07%	-3.88%	4.17%	20.71%	27.81%
	5-10 亿	-4.75%	-30.40%	-11.64%	-1.79%	3.76%	11.23%	14.58%
	10-20 亿	-0.79%	-30.98%	-11.05%	-5.76%	9.77%	30.02%	20.68%
	20-50 亿	5.22%	-21.48%	-2.39%	8.88%	14.96%	25.35%	16.58%
	50-100 亿	-17.60%	-27.55%	-26.42%	-22.16%	-6.43%	-2.05%	10.95%
	100 亿以上	-5.89%	-18.64%	-15.49%	-6.08%	3.03%	7.84%	10.32%
最大回撤	0-5 亿	-19.71%	-42.73%	-24.05%	-17.75%	-9.53%	-3.75%	14.82%
	5-10 亿	-14.08%	-40.72%	-21.07%	-8.54%	-4.22%	-0.83%	14.02%
	10-20 亿	-18.96%	-34.26%	-22.54%	-16.83%	-13.54%	-6.41%	10.40%
	20-50 亿	-11.72%	-33.33%	-14.33%	-9.25%	-5.98%	-1.97%	9.91%
	50-100 亿	-27.00%	-35.80%	-31.93%	-30.70%	-25.30%	-11.60%	8.72%
	100 亿以上	-16.36%	-30.79%	-22.55%	-16.35%	-9.92%	-3.56%	8.71%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

表 142　2023 年组合基金年度业绩分布情况

指标	公司规模	平均值	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	0-5 亿	-0.88%	-22.45%	-6.57%	-0.37%	4.34%	13.57%	16.15%
	5-10 亿	1.66%	-10.52%	-3.35%	2.21%	5.19%	12.23%	9.47%
	10-20 亿	0.05%	-15.66%	-6.04%	-0.65%	5.20%	19.75%	12.62%
	20-50 亿	0.51%	-9.55%	-3.33%	1.08%	4.65%	13.56%	9.97%
	50-100 亿	0.41%	-7.99%	-2.79%	1.16%	4.19%	6.90%	5.71%
	100 亿以上	-4.70%	-9.51%	-9.50%	-7.80%	-0.08%	6.52%	6.16%
最大回撤	0-5 亿	-11.36%	-32.02%	-16.43%	-8.98%	-3.71%	-0.50%	10.29%
	5-10 亿	-8.27%	-21.64%	-13.13%	-5.31%	-2.52%	-0.27%	7.64%
	10-20 亿	-10.39%	-25.92%	-15.12%	-7.47%	-3.46%	-0.60%	8.86%
	20-50 亿	-8.22%	-20.68%	-11.50%	-5.60%	-2.05%	-0.47%	9.25%
	50-100 亿	-5.68%	-15.62%	-7.93%	-3.94%	-1.74%	-0.35%	5.24%
	100 亿以上	-13.60%	-18.80%	-18.64%	-17.68%	-9.08%	-2.35%	6.01%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

4.中国私募市场展望：攻守结合，注重多元化的策略配置

展望 2024 年，我们预计仍会以结构性机会为主，大主线的行情当前并不明朗。权益市场，当前我国经济转型高质量发展的背景下，面临经济增速换挡，支柱行业由地产向新兴行业转型，叠加人口老龄化、财税分配等加剧了新旧动能切换的难度，经济复苏预计呈现温和、稳定态势；而当前市场经历前期下跌后投资赔率增加，低估值也提高了投资的安全边际，但是单靠估值便宜已经很难凝聚起 A 股市场的上涨共识，短期内权益市场大幅上涨的强预期或难以形成。不过中国在一些新兴产业比如高端制造上已经逐步有一定积累，长期来看对 A 股市场可以乐观一些。**债市市场**，经济修复以稳健为主，外部环境也存在不确定性因素干扰，整体而言利率上行风险相对较低，加之对流动性宽松和降准降息的预期，“资产荒”的背景下虽然债市收益率处于低位，但配置力量仍然较强，利率仍有下行空间。**商品市场**，随着国际突发事件的扰动和地缘摩擦相对减弱，国内外宏观环境可能得到一定改善，

商品市场或将延续部分 2023 年末企稳反弹的趋势，但上行周期条件还不充足，预估依然存在分化行情。

面对 2024 年的市场环境，多策略配置愈发重要，从 Alpha 到 Beta，既需要在同策略中挑选优秀稳定的管理人，更需要在不同时点下对策略的适用性加以判断，从而能在中观层面对资产配置进行合理规划。当前市场环境多变，监管逐步加强对私募行业的监管，长期持有产品获取稳定收益的阶段或将结束，低风险、高夏普的稀缺产品或成为过去式；而单一策略配置增加了组合的风险，尤其当市场结构发生变化时，容易遭受损失，这一波量化策略的快速回撤也对投资者提醒了警钟，再优秀的策略也会有周期，投资者以为的 Alpha 更多的是 Beta 收益，当环境变化时，风险也随之而来。未来，多策略配置将成为投资中不可或缺的重要环节，2024 年投资者应以多元化的策略配置为主，注重攻守结合，把握策略积极信号的时点。当市场呈现出适合策略发挥的环境时，可以适当加配，而当市场发生切换策略空间受限时，就需要及时调整仓位；对管理人的选择，不能仅仅局限于产品收益的表现，也需要判断收益的来源，并且要关注对风险的控制方式和对突发事件的应对措施。根据投资需求和风险偏好，选择合适的策略合理进行资产配置，才是最优的选择。

股票策略方面，主观和量化策略的剪刀差可能反转。国内基本面的回暖仍需耐心等待，当前权益市场处于震荡回升阶段，但仍呈现缺乏主线，呈现快速轮动、资金博弈的局势，市场的变量可能来源于主观产品仓位的提升，这可能会对市场产生重要的影响，而微盘股崩盘带来的对量化策略的冲击也需要时间恢复，监管层面上在新的一年对量化交易相关制度也会不断完善。

（1）对于主观多头策略而言，关键在于把握结构性行情，主观管理人比较看重的估值、盈利、成长等因素能否得到体现，很大程度上决定了产品的收益表现。随美联储加息周期结束等利好因素落地，科技、医药等新兴成长板块的估值修复值得期待，若加仓时机较为合适，质量和成长因子预期效应得到释放，主观多头收益可期。

（2）对于量化多头策略而言，策略的市场环境和管理人的能力都要成为私募基金投资的重要考量因素，而净值型“雪球”或成为指增产品的新方向。虽然当前量化策略面临着净值等待修复和投资者信心下降等问题，但是越困难的环境越能体现优秀管理人的能力，市场经历一定出清后，整体生态可以更加向好发展。量化策略仍需等待市场稳定，大小盘风格波动降低，量化信号逐步有效的情况下，是进场的好时机；同时也需识别管理人的超额能力和穿越周期的超额稳定性。在市场不确定的情况下，一类被大家忽略的策略值得关注，净值型“雪球”是通过计算雪球结构的 Delta 及时调整股指期货的头寸，实现高卖低买的交易策略，收益一部分来源于股指贴水的收益，同时伴随着市场波动的增加，低买高卖的收益也会提高，在 alpha 环境不确定的环境下，该策略或成为指增产品的替代。

（3）在融券限制下，股票多空策略更多受到券源的可选择性和稳定性影响。由于转融券规模停止新增、存量逐步了结，股票多空策略在券源上受到很大限制，多数管理人将策略调整为市场中性策略，只有券源合作方稳定的产品才有机会保持原有的表现，后续策略规模收窄，仍需关注融券政策的进一步影响。

市场中性策略方面，合适的市场风格是收益的保证，基差的稳定有利于控制对冲成本。当前市场已经经历了大小盘风格切换，小微盘股猛烈下跌下，部分风格暴露敞口较大的中性产品均出现了不同程度的回撤，中性策略的收益也随着市场反弹处于修复中。随着央国企政策改革、市场的低风险偏好等因素影响，当前大盘风格若持续较长时间，或对股票中性策略多头端选股的发挥空间造成一定不利影响，不过若权益市场反转走势确立，市场交易活跃度和波动率都能从较低的水平回暖，也可以为中性策略提供一定支撑力量。融券新规出台后，对冲端多以股指期货对冲方式为主，管理人对基差的管理能力也是影响中性策略收益的一个重要方面。整体看股票中性策略 2024 年后续的表现仍面临不确定性。一是要市场环境偏向中小盘风格为主，适合多头端选股策略的发挥，二是股指期货的基差如果相对平稳，产品空头端成本波动可以有效控制，若升水较频繁，也可以显著降低对冲成本。对管理人

而言，无论是多头端应对风格转换下的选股，还是空头端应对基差波动的成本控制，都是影响中性策略收益能否延续的重要因素，更推荐在市场风格偏向小盘，股指期货处于升水的时间节点进行建仓。

对于 T0 策略而言，配置性价比降低，策略未来存在较大不确定性。随着证监会提出严禁证券公司向利用融券实施日内回转交易（变相 T+0 交易）的投资者提供融券的监管要求，以融券方式作为底仓的 T0 策略直接暂停，未来是否转为自建底仓或者监管是否会对 T0 策略进一步提出限制措施都是未知数。而底仓 T0 多数以股指期货对冲，基差的波动增加，对管理人基差管理能力提出新的要求。整体来看，T0 策略的配置比例可以降低，等待后续管理人的策略更新。

对于期权策略，可作为一定仓位的配置用来增厚整体收益。宏观形势难以快速转向的情况下，隐含波动率持续上升的可能性较低，且当前管理人风险管理的方法普遍成熟，期权策略投资方式也较为丰富，在资产配置中增厚整体收益较为有效，但需要警惕隐波抬升或波动扩大时导致的回撤风险，及时做出应对。

管理期货策略方面，商品市场的大周期行情尚未到来，商品 CTA 策略预计整体机会不大，股指期货套利策略随指数波动率上升有一定想象空间。随着权益市场逐步企稳，“危机 alpha”效应消退，商品市场整体趋势大概率呈震荡行情。大部分品种波动率较低的情况下，量化类策略发挥空间有限，量化趋势类策略可能由于价格的反复波动造成净值上的磨损，量化套利类也难以在低波下获取高额收益。对于主观 CTA 策略而言，主要取决于商品供需两端对价格的影响，不同板块之间可能产生分化。近期股票指数波动走阔，股指期货波动率无论是日内振幅还是日间波动都有所提升，这为股指套利类策略打开一定收益空间。此外，由于期货交易所对手续费减收政策进行了优化调整，降低了特定程序化交易客户的交易手续费减收比例，一定程度上会减少 CTA 策略的收益，尤其是相对高频的策略。总体来看，对 CTA 策略需谨慎关注新规下策略收益波动的情况，在商品 CTA 的大趋势行情未到来前，可适当配置股指套利类的策略作为固收+型资产。

债券策略方面，纯债策略预期偏中性，可转债策略具有一定攻守兼备的意义。政策周期更偏宽信用，利率下行取决于经济的修复情况，纯债策略的机会更多在于适度的信用下沉以及票息收益的挖掘。对可转债策略而言，利率上行压力有限，估值下调的风险较小，叠加当前纯债溢价率处于 2018 年以来的低位，呈现明显的债底属性，未来或受益于正股反弹带来的上涨动力，在配置上攻守两端都可以发挥一定的效果。

十、2023 年场内衍生品年度报告

1.市场回顾：政策助力下的新品上市加快

1.1.场内期货及衍生品市场监管新变化

2022 年 4 月 20 日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十四次会议通过《中华人民共和国期货及衍生品法》（下文简称《期货及衍生品法》），期货及衍生品行业发展进入快车道。2023 年是《期货及衍生品法》正式开始实行后的第一个完整年，期货业监管机构加快推进配套制度落地实施，鼓励期货公司做大做强，从信息安全、从业规范到资管业务、衍生品交易等方面，相关配套规章制度以及规范性文件相继落地，形成了“五位一体”的特色监管体制。此外，衍生品注册制也为新品种的上市打开了大门，全年共有 21 个期权及期货品种上市，包括首个服务型期货指数合约集运指数（欧线）期货，新品种上市速度加快，数量明显增加，推动期货及衍生品市场高质量发展。

2023 年 1 月 12 日，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》，该法规旨在进一步巩固资管业务规范整改成效，更好发挥私募资管业务服务实体经济功能，促进形成专业稳健、规范发展的行业生态；引导证券期货经营机构私募资产管理业务提升服务实体经济质效，加大对科技创新、中小微企业等领域的支持力度，防范化解金融风险。

2023 年 2 月 27 日，证监会发布《证券期货业网络和信息安全管理办法》，旨在规范证券期货业网络和信息安全管理，以安全保障为基本原则，对网络和信息安全管理提出规范性要求，防范化解行业网络和信息安全风险，维护资本市场安全平稳高效运行。

2023 年 3 月 17 日，证监会发布《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》，在全面落实《期货和衍生品法》规定、充分吸收境外衍生品市场实践经验的基础上，以问题为导向，兼顾灵活性和前瞻性，遵循功能监管、统筹监管、严防风险、预留空间四大原则，规范了衍生品交易，加强交易者保护。

2023 年 3 月 24 日，中期协发布《期货经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则（修订）》，落实《期货和衍生品法》、《关于加强新时代廉洁文化建设的意见》等内容，结合期货经营机构的业务发展特点和最新监管要求，一方面完善了前期规定的适用对象及范围，同时要求期货经营机构积极推进落实新时代廉洁文化建设；另一方面，明确了期货经营机构开展做市业务、衍生品交易、其他风险管理业务以及居间人管理等过程中的廉洁风险点，完善相关廉洁从业要求。

2023 年 3 月 24 日，证监会发布《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》，落实《期货与衍生品法》要求，完善期货公司治理，强化对公司实际控制人、自有资金使用、分支机构等的监管，结合实践中成熟的做法予以制度化，持续强化期货公司日常监督以及党对期货行业的领导。

2023 年 3 月 29 日，证监会发布《期货交易所管理办法》，将各交易所现有制度规章化，优化期货交易所治理机制和自律管理责任，强化期货交易所风险管理责任，明确标准化期权及期货品种上市的监管要求，明确期货交易所职责，维护期货市场秩序，促进期货市场积极稳妥发展。

2023 年 4 月 14 日，证监会针对《期货从业人员管理办法（征求意见稿）》进行修订，旨在落实《期货与衍生品法》，明确期货从业人员的从业条件及执业规范，明确了期货机构的相关管理责任以及证监会指导和监督协会对期货从业人员的自律管理范围。

2023 年 7 月 31 日，证监会发布《期货市场持仓管理暂行规定》，旨在增强期货市场持仓管理的系统性和针对性，进一步提升监管透明度和增强监管效率，有利于系统性梳理持仓管理框架体系和各

项制度工具，厘清各项制度工具间的逻辑关系，便于统筹安排，提升监管针对性，是期货市场为防范持仓过度集中导致市场操纵的基础。

2023 年 11 月 17 日，证监会发布《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》，以功能监管为导向，将证监会监管的各类衍生品经营机构、交易场所、结算机构、交易报告库、交易者等统一纳入监管，消除监管差异和监管套利。

表 143　2023 年涉及期货&衍生品部分政策一览

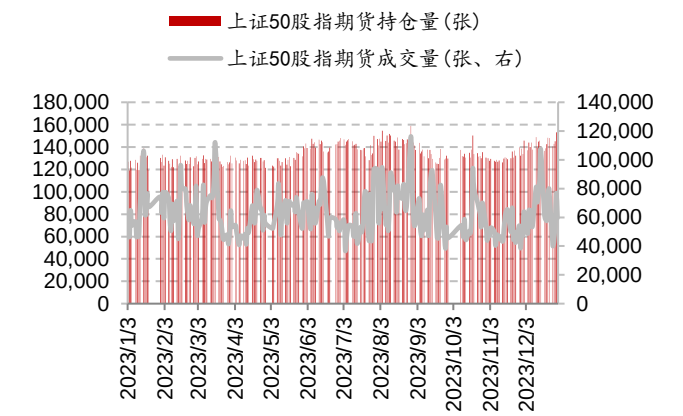
发布日期	政策名称	发布单位
2023.1.12	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	证监会
2023.3.17	《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》	证监会
2023.2.27	《证券期货业网络和信息安全管理办法》	证监会
2023.3.24	《期货经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则（修订）》	中期协
2023.3.24	《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》	证监会
2023.3.29	《期货交易所管理办法》	证监会
2023.4.14	《期货从业人员管理办法（征求意见稿）》	证监会
2023.7.31	《期货市场持仓管理暂行规定》	证监会

资料来源：证监会，中期协，华宝证券研究创新部

1.2.金融期货及期权市场回顾

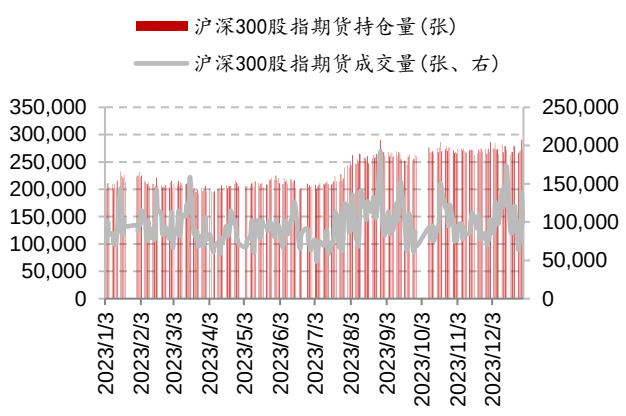
股指期货方面，2023 年全年并无新的股指期货品种上线。我们统计 2023 年全年各股指期货成交量与持仓量的数据，从成交量来看，上证 50 股指期货日均成交 62250 张，沪深 300 股指期货日均成交 94637 张，中证 500 股指期货日均成交 70957 张，中证 1000 股指期货日均成交 61633 张。从持仓量看，上证 50 股指期货日均持仓 134317 张，沪深 300 股指期货日均持仓 234354 张，中证 500 股指期货日均持仓 290257 张，中证 1000 股指期货日均持仓 184642 张。值得一提的是，自中证 1000 股指期货面世以来，持仓量显著增加，相较于年初 136119 张，年末中证 1000 股指期货持仓量达 251461 张，增加 84.74%。

图 205　上证 50 股指期货持仓量&成交量



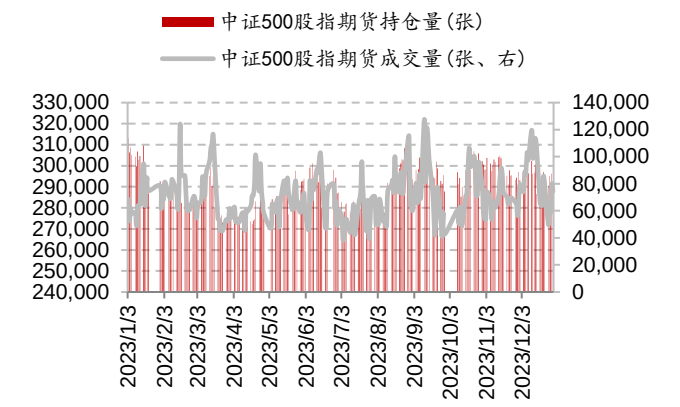
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 206　沪深 300 股指期货持仓量&成交量



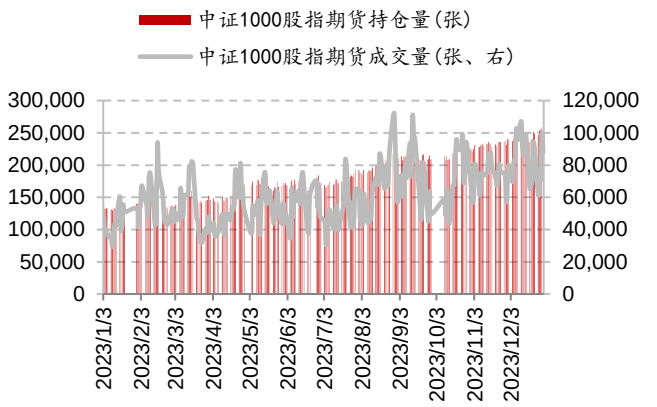
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 207　中证 500 股指期货持仓量&成交量



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 208　中证 1000 股指期货持仓量&成交量



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

国债期货方面，30 年国债期货于 2023 年 4 月 21 日正式在中国金融期货交易所上线，30 年国债期货的上线弥补了国内 10 年期以上国债期货的空白，进一步丰富投资者在套期保值、套利等策略中的可选工具，提高国债二级市场流动性，标志着我国国债期货市场形成了覆盖短、中、长、超长期限的完整产品体系，国债期货市场的成熟度与完整度大幅提升。从成交量上看，30 年国债期货成交量呈快速增长态势，自面世以来日均成交 18959 张，日均持仓量 29298 张，作为新兴品种发展迅速。

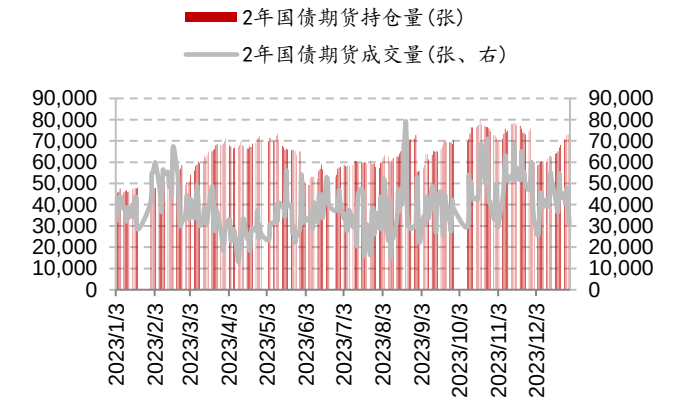
而其他国债期货也得到大幅发展，2023 年全年各国债期货品种的成交量与持仓量均有一定提高。其中，从成交量来看，2 年国债期货日均成交量 38955 张，5 年国债期货日均成交量 57822 张，10 年国债期货日均成交量 78638 张；从持仓量来看，2 年国债期货日均持仓量 62754 张，5 年国债期货日均持仓量 115046 张，10 年国债期货日均持仓量 200752 张。

表 144　2023 年新上市金融期货

期货品种	发布机构	上市时间
30 年国债期货	中国金融期货交易所	2023.4.21

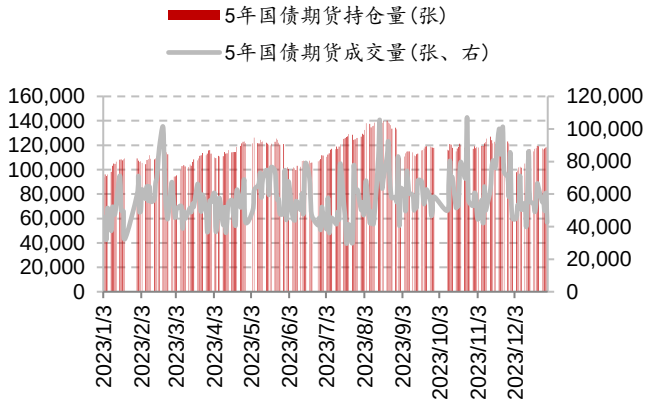
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 209　2 年国债期货持仓量&成交量



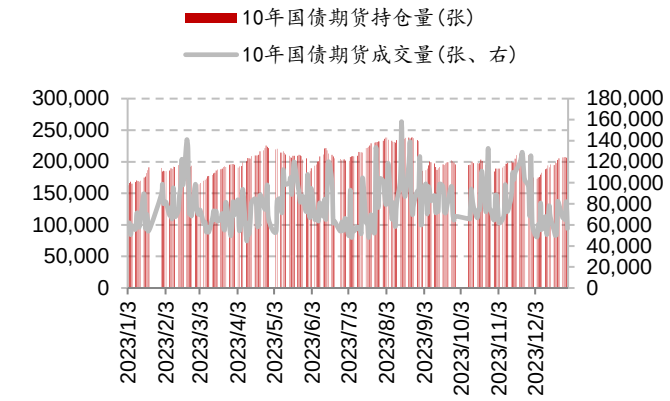
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 210　5 年国债期货持仓量&成交量



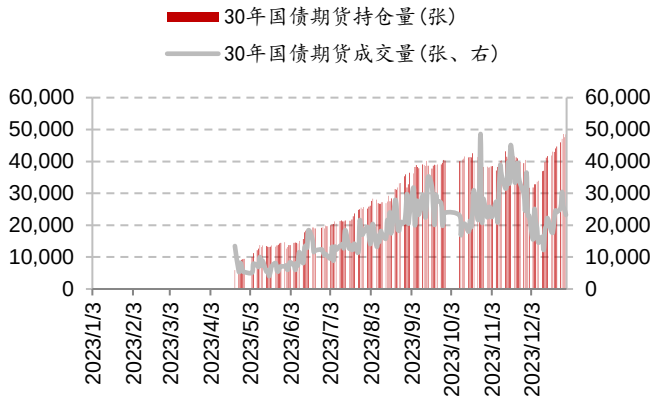
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 211　10 年国债期货持仓量&成交量



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 212　30 年国债期货持仓量&成交量



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

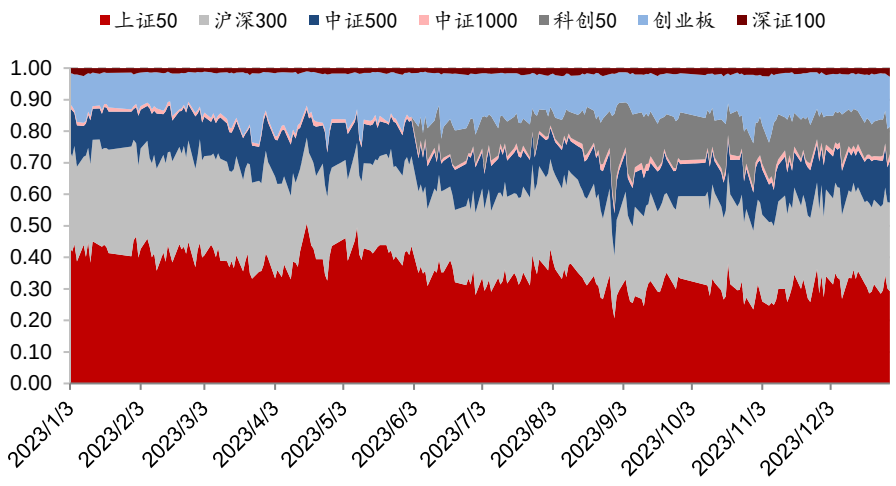
股指期权方面，2023 年新上市科创 50ETF 期权（588000.SH）以及科创板 50ETF 期权（588080.SH），结合 2022 年新上线 6 只金融期权品种，已基本覆盖各类板块以及大、中以及小盘指数，为不同板块、不同风格的股票市场提供了相应的风险对冲工具。

2023 年全年来看，由于同指数对应的不同期权品种之间的相关性较高，因此我们选取了该类别中成交量最大的期权品种来进行统计。从成交量以及持仓量来看，上证 50 指数方面，华夏上证 50ETF 期权在对应期权品种中成交量最高，日均成交量为 1909596 张，日均持仓量为 2302310 张；沪深 300 指数方面，华泰柏瑞沪深 300ETF 期权在对应期权品种中成交量最高，日均成交量为 1246892 张，日均持仓量为 1587706 张；中证 500 指数方面，南方中证 500ETF 期权成交量最高，日均成交量为 541321 张，日均持仓量为 716046 张；中证 1000 指数方面，中证 1000 指数期权日均成交量为 72408 张，日均持仓量为 102064 张；深圳 100 指数方面，易方达深证 100ETF 期权日均成交量为 95611 张，日均持仓量为 130464 张；创业板方面，易方达创业板 ETF 期权日均成交量为 762876 张，日均持仓量为 973519 张。

科创板方面，科创 50ETF 期权以及科创板 50ETF 期权均为 2023 年新上市的期权品种，将他们自上市以来至 2023 年 12 月 31 日的各项数据进行对比，从成交量来看，华夏上证科创板 50ETF 期权日均成交量 479974 张，易方达上证科创板 50ETF 期权日均成交量为 195325 张；从持仓量来看，华夏上证科创板 50ETF 期权日均持仓量为 964843 张，易方达上证科创板 50ETF 期权日均持仓为 378842 张。不管是从日均成交量还是持仓量，华夏上证科创板 50ETF 期权活越度明显高于另一只，造成这种差距的原因主要是因为在期权对应的 ETF 上，华夏上证科创板 50ETF 规模相比易方达上证科创板 50ETF 更高，截至 2023 年 12 月 31 日，华夏上证科创板 50ETF 规模为 933.83 亿元，易方达上证科创板 50ETF 规模为 310.09 亿元,与期权的交易量和持仓量的比例接近。

我们将期权品种按照对应指数来进行归类，旨在探究哪一类指数的期权更受投资者青睐。从统计的结果中可以发现，上证 50 与沪深 300 期权仍旧是金融期权中最为活跃的品种，日均交易量占到全部金融期权交易量的 33.82%以及 26.73%，中证 1000 指数期权以及易方达深证 100ETF 期权成交量相对较少，日均成交量仅占全部金融期权成交量的 1.25%以及 1.65%，而科创 50 期权则在上市后迅速发展，日均成交量占到全部金融期权成交量的 11.68%。

图 213　2023 年金融期权成交量情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 145　2023 年新上市金融期权

期权品种	发布机构	上市时间
华夏上证科创板 50ETF	上海期货交易所	2023.6.05
易方达上证科创板 50ETF	郑州商品交易所	2023.6.05

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.商品期货及期权市场回顾

商品期货方面整体热点较为分散，但 2023 年下半年一度出现短暂的趋势性行情，南华商品指数在 2023 年 6 月至 2023 年 9 月期间上涨了近 20%。总体来看商品期货市场继续发挥其在金融体系中的应用，赋能实体，为实体客户提供了套期保值的风险管理工具。

2023 年共新上市 6 只商品期货品种以及 12 只商品期权品种，其中上海期货交易所推出氧化铝、合成橡胶期货以及合成橡胶期权；广州期货交易所推出碳酸锂期货以及期权；郑州商品交易所除了新上市的对二甲苯、烧碱期货及期权外，也补全了短纤、纯碱、锰硅、尿素、苹果等期权品种；大连商品交易所则补全了乙二醇、苯乙烯期权；上海国际能源交易中心上市了集运指数（欧线）期货，也是国内第一只服务类期货品种。

表 146　2023 年新上市商品期货

期货品种	发布机构	上市时间
氧化铝期货	上海期货交易所	2023.6.19
碳酸锂期货	广州期货交易所	2023.7.21
合成橡胶期货	上海期货交易所	2023.7.28
集运指数（欧线）	上海国际能源交易中心	2023.8.18
对二甲苯期货	郑州商品交易所	2023.9.15
烧碱期货	郑州商品交易所	2023.9.15

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 147　2023 年新上市商品期权

期权品种	发布机构	上市时间
乙二醇期权	大连商品交易所	2023.5.15
苯乙烯期权	大连商品交易所	2023.5.15
合成橡胶期权	上海期货交易所	2023.7.28
碳酸锂期权	广州期货交易所	2023.7.24
对二甲苯期权	郑州商品交易所	2023.9.15
烧碱期权	郑州商品交易所	2023.9.15
短纤期权	郑州商品交易所	2023.10.20
纯碱期权	郑州商品交易所	2023.10.20
锰硅期权	郑州商品交易所	2023.10.20
尿素期权	郑州商品交易所	2023.10.20
苹果期权	郑州商品交易所	2023.10.20
乙二醇期权	大连商品交易所	2023.5.15

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

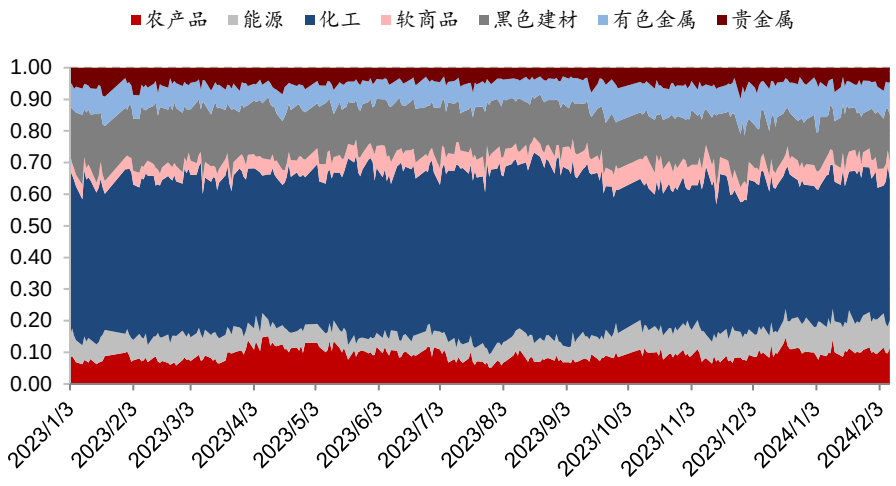
从成交量以及持仓量来看，2023 年商品市场整体波澜不惊，主要和商品市场全年热点较为分散，趋势性行情阶段性出现在各别板块及品种中有关。具体来看，2023 年全年商品期货日均成交量为 30372869 张，日均持仓量为 38126671 张。从板块上来看，成交量最大的板块依旧为化工板块，日均成交量为 12324983 张，占全部商品期货交易量的 40.58%，日均持仓量为 14633474 张，占全部商品期货持仓量的 38.38%。分品种来看，2023 年最热门的期货品种无疑是纯碱，从成交量与持仓量的数据中也可见一斑，全年来看，纯碱日均成交量为 2298081 张，日均持仓量为 1792650 张。

表 148　2023 年成交量排名前 10 期货品种

排名	品种	日均成交量
1	纯碱	2298081
2	PTA	2148577
3	螺纹钢	2074539
4	甲醇	1647380
5	玻璃	1495956
6	豆粕	1465003
7	PVC	1111234
8	燃油	1044975
9	沪银	988751
10	菜粕	951937

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 214　2023 年商品期货各板块成交量情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.4.重点新品：欧线集运期货开辟服务类期货新赛道

2023 年 8 月 18 日，集运指数（欧线）期货在上海国际能源交易中心上市。作为首个服务型期货品种，集运指数（欧线）期货甫一上市就受到大量关注。集运指数（欧线）期货标准合约标的物为上海出口集装箱结算运价指数（欧线航线），是上海航运交易所在原上海出口集装箱运价指数（SCFI）的基础上进行编制发布的，用来反映上海出口集装箱即海运市场结算运价的变动方向和程度，而集运指数（欧线）期货为投资者提供了更有效的风险管理工具，使其能锁定未来海运的运费价格，降低价格波动的风险。在 2023 年末出现的红海危机中，集运指数（欧线）便迎来了初次大考。

自 2023 年 11 月中旬胡塞武装以支持巴勒斯坦、声援哈马斯为由，在红海连续袭击、扣押与以色列相关的船只，进入 12 月中旬，航运公司陆续宣布将避开红海航线，绕航好望角，这意味着欧线航程将增加 30%左右，航运成本大幅增加，推动现货与期货价格上升。自 2023 年 12 月 1 日至 2024 年 1 月 4 日，集运指数（欧线）期货上涨 174.51%。为了抑制期货价格的波动过大，上海国际能源交易中心也对集运指数（欧线）期货手续费、保证金比例、涨停板幅度以及交易限额进行了调整，保护投资者利益。从后续来看，红海局势的不确定性叠加全球地缘政治风险下，集运指数（欧线）期货的波动或依旧保持剧烈。

表 149　集运指数（欧线）期货标准化合约。

合约标的物	上海出口集装箱结算运价指数（欧洲航线）
合约乘数	每点 50 元
报价单位	指数点
最小变动价位	0.1 点
合约月份	2、4、6、8、10、12 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 1:30-3:00 和上海国际能源交易中心规定的其他交易时间
涨跌停板幅度	不超过上一交易日结算价±10%
最低交易保证金	合约价值的 12%
最后交易日	合约交割月份最后一个开展期货交易的周一（上海国际能源交易中心可以根据国家法定节假日等调整最后交易日）

交割日期	同最后交易日
交割方式	现金交割
交易代码	EC
上市机构	上海国际能源交易中心

资料来源：上海国际能源交易中心，华宝证券研究创新部

图 215 集运指数（欧线）期货主连走势图

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.行业观察：平静中的一点波澜

2.1.基差整体平稳运行，波动趋向加大

2023 年全年股指期货基差走势较为平稳。从贴水幅度上看，上证 50 股指期货平均升贴水率为 1.15%，沪深 300 股指期货平均升贴水率为 1.61%，中证 500 股指期货平均升贴水率为-1.15%，中证 1000 股指期货平均升贴水率为-3.49%。相较 2022 年而言，各股指期货升贴水情况均大幅收敛。从贴水天数来看，上证 50 股指期货共贴水 65 天，占比 26.86%，沪深 300 股指期货共贴水 74 天，占比 30.58%，中证 500 股指期货共贴水 150 天，占比 61.98%，中证 1000 股指期货共贴水 185 天，占比 76.45%。

从升贴水率的走势来看，上证 50 股指期货和沪深 300 股指期货升贴水率的走势相关性较强，而中证 500 股指期货以及中证 1000 股指期货升贴水率的走势相关性较强，这是由于上证 50 股指期货以及沪深 300 股指期货升贴水率更多反映的是投资者对于后市的乐观程度，而中证 500 股指期货以及中证 1000 股指期货作为重要的对冲工具，受到需求端的影响更多，需求方主要集中在“雪球”和股票市场中性类产品中，其中股票市场中性类产品是股指期货空头的主要参与者，而“雪球”产品也是股指期货多头的重要力量。

表 150 各股指期货升贴水率相关性(2020 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日)

	IC	IF	IH	IM
IC	1.00	0.83	0.67	0.89
IF	0.83	1.00	0.91	0.61

IH	0.67	0.91	1.00	0.35
IM	0.89	0.61	0.35	1.00

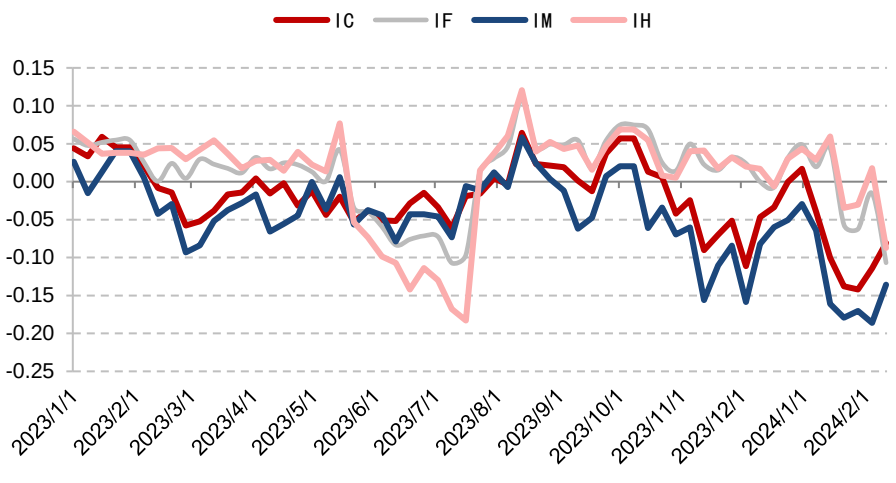
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从上证50以及沪深300股指期货升贴水率的走势来看，2023年全年期货升贴水率走势较为平稳，除了在5月至7月贴水的逐步加深，主要受到指数内成分股分红的影响，而随着分红方案的陆续公布以及实施，股指期货的基差逐步收敛并回到升水状态。

从中证500以及中证1000股指期货来看，2023年全年大部分时间处于轻度贴水至升水区间，进入11月份之后，基差逐步走阔，主要原因在于在2023年10月14日证监会发布《调整优化融券相关制度 更好发挥逆周期调节作用》调整优化融券相关制度，包括上调融券保证金比例，调整战略投资者配售股份出借等等。这对于融券做空的私募管理人策略有所影响，部分管理人增加股指期货的对冲，使得股指期货做空力量增强，短期之内股指期货贴水扩大，而随着冲击逐步减弱，进入12月后基差逐渐修复，又重新回归到轻度贴水至升水的状态。

进入2024年后，基差波动持续扩大，主要原因在于年初指数的持续阴跌导致“雪球”产品陆续敲入，券商交易台在短时间内需要大量平仓股指期货多头，使得基差波动扩大，同时DMA业务的逐步出清，也势必加剧基差的短期波动。未来一段时间，投资者对于市场的预期较为模糊、“雪球”产品受限、中性产品新增资金可能受到产品净值波动的影响，预计基差波动较2023年会有明显增大。

图216　股指期货升贴水率情况



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

2.2.隐含波动率持续降低，一度酝酿反转

隐含波动率作为期权市场最重要的指标之一，反映的是期权投资者对于标的波动率的预期水平，我们对金融期权中的平值期权的隐含波动率进行统计，并按年度求平均来计算期权隐含波动率的整体情况。总体来看，2023年期权市场仍处于缓慢降波的态势，上市时间在两年以上的期权品种，其2023年平均隐含波动率均下降至20%以下。从标的品种上看，上证50期权的隐含波动率最低，而新推出的两只科创50期权品种隐含波动率最高。回顾隐含波动率下行原因，我们认为主要是由于投资者对于A股的预期有所下降，此外量化策略规模的逐年增加、算法交易的逐步完善，“T+0”资金的规模增加，以及“雪球”产品的高抛低吸，熨平了指数的波动，导致了隐含波动率的下行。

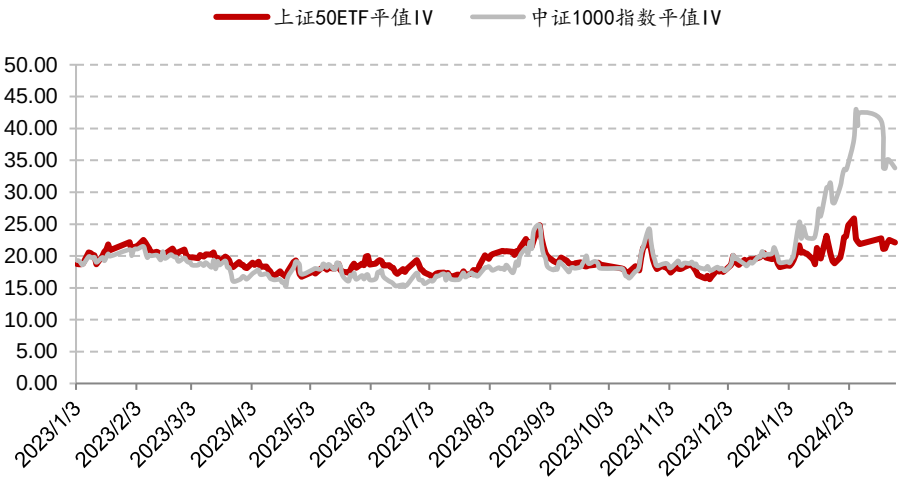
从2023年全年来看，隐含波动随着市场预期变化呈现阶段性反弹，但是整体仍处于低位震荡。1月份股市的大涨推动上证50ETF期权隐含波动率突破20%大关，而后2月份开始市场转为震荡下跌，

隐含波动率重新下降至 20%以下，7 月政治局会议“活跃资本市场”定调之后，A 股市场迎来一波反弹，隐含波动率重回 20%以上，不过外部环境方面美国经济韧性愈发超预期，在北向资金大幅流出的带动下，市场下行趋势未能扭转，隐含波动率又迅速回落，直到 10 月下旬上证 50 超跌反弹后，隐含波动率才短暂回到 20%，然而国内 10 月和 11 月的 PMI 数据和 CPI 数据低于预期，又一次证明了本轮经济修复斜率的放缓，市场震荡探底并持续破位，隐含波动率回落至全年低点。从上证 50ETF 期权以及中证 1000 指数期权的隐含波动率对比来看，2023 年全年走势基本一致。

值得一提的是，进入 2024 年后，上证 50ETF 期权与中证 1000 指数期权隐含波动率之间出现明显背离。从 2024 年 1 月 8 号以后，中证 1000 指数期权隐含波动率出现明显跳升，期权投资者对于小盘风格的恐慌程度加剧，而后发生的流动性冲击更是使得中证 1000 指数期权隐含波动率一度突破 40%关口，而上证 50ETF 期权隐含波动率则由于国家队的护盘行为，在此期间保持相对平稳。

当前我国经济正处于转型阶段期，面临经济增速换挡，新旧动能尚未完成切换，经济复苏预计呈现温和、稳定态势。在此背景下，市场预计以结构性机会为主，趋势性行情尚不明朗，而年初“雪球”的大规模敲入也使得投资者对于“雪球”产品呈现观望态度，“雪球”的存续规模有所下降，“雪球”交易台对于股指期货高抛低吸稳定市场波动率的作用也会降低。总体来看，经历过 2024 年年初以来的快速升波和降波，短期内波动率的稳定性仍待恢复，波动率的中枢还难以回到 2023 年的水平。

图 217　2023 年以来期权隐含波动率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 151　2023 年各期权品种平值隐波情况(%)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
华夏上证 50ETF 期权	25.55	23.36	22.69	19.01
上证 50 指数期权	/	/	21.69	19.32
嘉实沪深 300ETF	26.17	24.23	23.31	19.36
华泰柏瑞沪深 300ETF 期权	26.16	24.24	23.13	19.23
沪深 300 指数期权	25.62	21.86	22.21	18.22
南方中证 500ETF 期权	/	/	25.60	21.10
嘉实中证 500ETF	/	/	25.44	20.75
中证 1000 指数期权	/	/	24.53	18.38
华夏上证科创板 50ETF	/	/	/	29.48

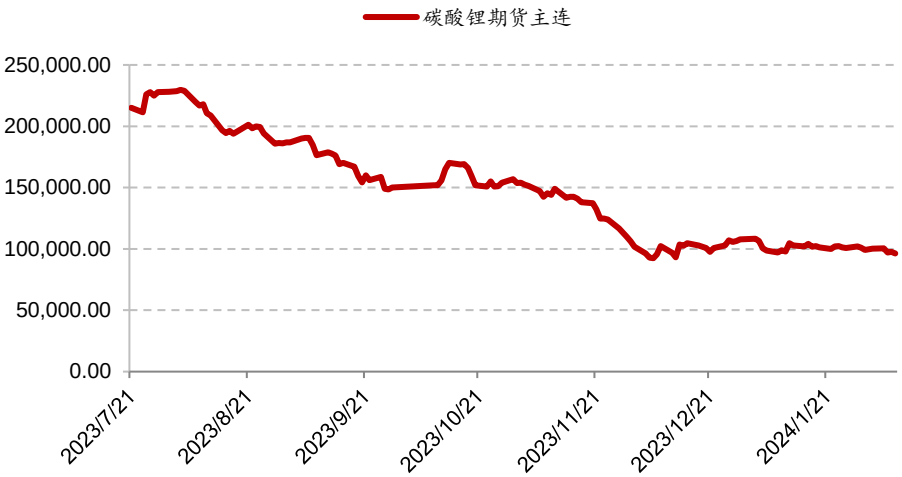
易方达上证科创板 50ETF	/	/	/	29.61
易方达深圳 100ETF	/	/	20.45	20.40
易方达创业板 ETF	/	/	28.09	23.04

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3.碳酸锂期权上演末日轮，卖方遭遇尾部风险

碳酸锂期货以及期权于 2023 年 7 月 24 日在广州期货交易所上市，碳酸锂被称为“白色石油”，广泛应用于新能源汽车、储能等领域。近年来，碳酸锂地位持续上升，因此在碳酸锂期货上市之初就受到了广泛关注。但碳酸锂期货上市以来便一路下跌，南华碳酸锂指数从 2023 年 7 月 31 日的最高点 1021.72 一路下跌至 2023 年 12 月 6 日的最低点 374.61，最大跌幅达到 63.34%。2023 年 12 月以来，碳酸锂价格大幅波动，部分合约出现连续跌停后又出现连续涨停，受此影响，碳酸锂期货迎来了“末日轮”行情。

图 218　碳酸锂期货主连走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

所谓“末日轮”，指的是期权交易中即将行权的一段时间，此时期权的时间价值极低，而虚值期权的内在价值为零，一旦标的价格出现异常波动，使得虚值期权变为实值期权以后，内在价值将从零大幅增加，使得原本较低的虚值期权价格出现暴涨。而本次碳酸锂期权的“末日轮”行情，正是建立在这一点之上。随着期货价格的一路下跌，基本已经到了行业成本水平，在成本线被大幅击穿下，多家以外采锂矿为主的江西宜春碳酸锂生产商减产停产，供应端预期明显收紧，而期货市场上空头端获利了结需求增加，叠加期货合约临近交割，部分期货空头涨停后无法平仓，投资者通过购买较浅的虚值看涨期权后进行行权的方式获得碳酸锂期货的多头仓位，以看涨期权 LC2401C96000 为例，2023 年 12 月 7 日，一天时间内该认购期权合约价格从最低 10 元上升至最高 4240 元，涨幅高达 424 倍。

表 152　LC2401C96000 期权详情

日期	开盘价(元)	最高价(元)	最低价(元)	收盘价(元)	成交额(百万)
2023-12-04	5970	8250	2880	3300	1.16
2023-12-05	3390	3600	380	550	2.9
2023-12-06	500	1450	50	140	2.38
2023-12-07	120	4240	10	4170	61.7

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回顾碳酸锂期权的“末日轮”行情，损失最大的无疑是期权的卖方，有别于期权买方“收益无限，风险有限”的特点，期权卖方则是“收益有限，风险无限”。理论上来看期权卖方的尾部风险极高，一旦出现尾部风险将面临极大的损失，但由于卖权的高胜率，在“资产荒”的背景下，期权卖权策略是难得的稳定收益产品，但是很多投资者对于风险防范不够严谨，在尾部风险出现时没有及时平仓出现了较大的损失。以本次碳酸锂“末日轮”行情为例，不少期权卖方由于期权买方选择对虚值期权进行行权，因此部分期权卖方获得了碳酸锂期货的空头合约，在后续碳酸锂期货价格上升的情况下强制平仓，承担了较大的亏损。从本次事件中可以看出，风险管理仍然是期权卖方的重中之重，碳酸锂期权在缺少历史行情，且海外也没有类似品种的期货以及期权合约的情况下，其风险是非常高的，需做好严格的风控和事前管理，不可因小失大。

3.发展展望：行业迈向高质量发展

展望后市，从政策层面来看，《期货及衍生品法》出台使得期货行业当前政策导向逐步明晰，相关政策也表明期货公司业务范围有所扩展，业务门槛有所提高，做市业务、衍生品业务、自营业务受到重视，逐步向综合金融服务商转型。期货行业“马太效应”更加凸显，规模较小、业务较为单一的期货公司将面临转型及出清，而规模较大、业务条线较为丰富的期货公司发展预计也将提速。

此外，国内期货市场也逐步加快对外开放的步伐，境外交易者可直接参与到包括集运指数（欧线）等多个期货及期权品种，国内期货市场对于联通国内外商品的定价能力逐步得到海内外投资者的认可。后续来看，国内期货市场将继续加强对外开放的力度，提升中国在全球大宗商品定价的话语权。

政策逐步完善落地也将带动更多期货及期权品种上市，2023 年共有 3 只金融期权及期货品种以及 18 只商品期货及期权上市，新的期货及期权品种上市，代表着场内衍生品的规模不断扩大，功能更加完善，为实业客户提供更多套期保值选择，防范市场风险。

第三部分——迈向服务化，走好中国买方投顾之路

2023 年，在基础资产投资回报率下行、投资难度提升以及投资者风险偏好下降的趋势下，金融机构投资范式不断改变，资产配置的重要性进一步凸显，结合净值化时代金融监管规则体系的强化，此前繁荣发展的以产品销售为核心的财富与资管模式不再适用，叠加该模式下“基金赚钱基民不赚钱”的痛点、公募基金费率改革的开启等一系列内外因素，共同推动金融机构向财富管理服务变革，财富与资管行业正在——迈向服务化！

一、买方投顾，美国经验借鉴及中国实践思考

伴随着 2021 年 12 月 31 日资管新规过渡期的结束，中国财富管理市场正式步入净值化时代的轨道。在破除金融产品端“刚性兑付”以及非标体系规则及制度的同时，净值化的开始推动了中国整个金融体系规则与监管的强化确立以及财富管理行业的变革。为避免非标年代的金融乱象，在净值化的推进过程中，我国金融监管也逐渐规范化、全面化。随着刚性兑付遗留问题与死角的出清，非标年代繁荣发展的以产品销售为核心的财富管理模式不再适用。无论是被诟病已久的“基金赚钱基民不赚钱”，还是 2023 年公募基金降费带来的资本市场供给侧改革，都在一遍遍将财富管理“买方”模式转型推向舞台中央。

美国作为财富管理行业发展较为成熟的国家，自 20 世纪 40 年代起便开始了对投资顾问以及买方模式的不断探索。尽管中美两国在发展进程、监管政策以及市场环境等方面有所不同，在转型的起步阶段，成熟市场的发展经验依然有许多值得借鉴的地方。本文将首先从中美财富管理发展历史出发，并通过对美国市场上具有典型买方投顾特征的美国证监会注册投资顾问（Registered Investment Advisor，下文简称 RIA）发展现状的分析，挖掘中国买方投顾转型的发展路径。

1.中国财富管理行业发展历程与问题

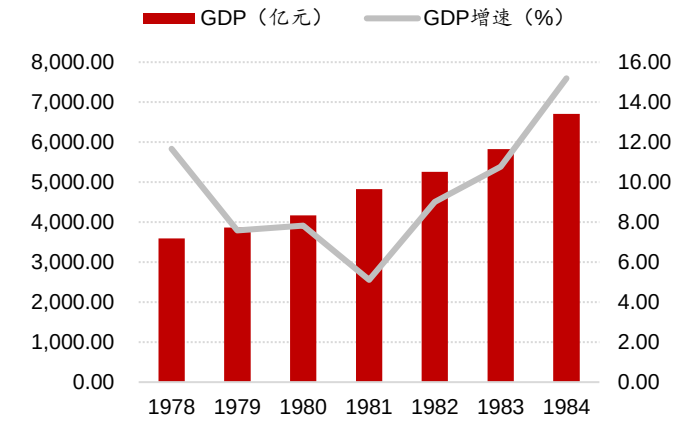
1.1.中国财富管理行业发展历史

新中国成立初期，为尽快提升经济和综合国力水平，我国开始实行计划经济体制，由国家制定经济计划，以国有企业和集体经济为主导，通过调配资源实现经济发展。由于此时社会资源主要由国家财政统一配置，财富管理发展有限。因此相较于全球，尤其是一些发达国家的发展进程，我国财富管理行业起步较晚，从 1979 年改革开放至今大致可以分为五个阶段：金融市场恢复时期（1979-1984 年），财富管理发展准备时期（1985-2003 年）、财富管理萌芽时期（2004-2008 年）、财富管理刚性兑付时期（2008-2017 年）、财富管理净值化时期（2018 年至今）。

1979 年-1984 年：金融市场缓慢恢复时期，储蓄占据主流地位。

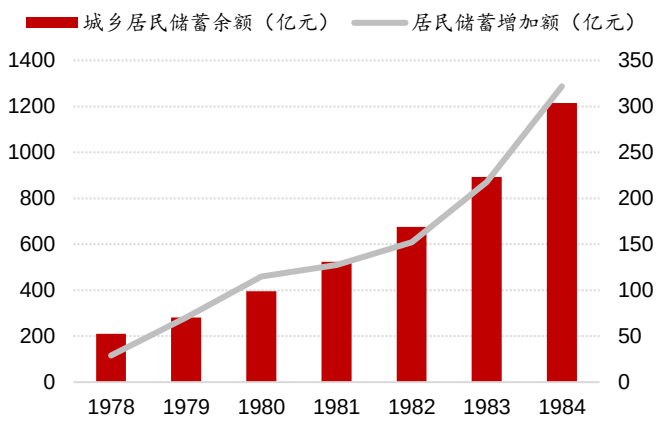
1978 年改革开放正式施行，伴随中国经济体制的改革，经济迎来增长。国民生产总值（GDP）与城乡居民收入不断提高，GDP 从 1978 年的 3593.02 亿元升至 1984 年的 6707.76 亿元。此时，居民财富开始逐渐积累，储蓄存款也持续增加，截至 1984 年，城乡居民储蓄余额达到 1214.7 亿元，较 1978 年增加了 1004 亿元。

图 219　1978-1984 年国内 GDP 及同比增速



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 220　1978-1984 年城乡居民储蓄余额及增加额



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

与此同时，中国金融市场也开始缓慢恢复建设。1979 年，中国国际信托投资公司的成立和全国保险工作会议的召开标志着信托和保险业务的重启。由于当时我国还未建立完善的信托制度，这一时期的信托公司并未经营真正意义上的信托业务，而是充当了政府对外融资的窗口。同年，中央下发《关于恢复国内保险业务和加强保险机构的通知》，在经历了长达 20 年的停滞期后，中国人民保险公司国内业务全面恢复。1981 年，中华人民共和国国库券第一次发行，国债发行正式常态化。1984 年 7 月，上海飞乐音响股份有限公司和北京天桥股份有限公司经中国人民银行批准，向社会公开发行股票，中国证券业也由此开启新的一页。居民财富的积累、金融市场的建设发展为后续金融产品的丰富以及财富管理的开启奠定了初步环境基础。

1985 年-2003 年：财富管理发展准备时期，金融体系制度、监管及立法逐步建设完善。

自 1984 年十二届三中全会通过《中共中央关于经济体制改革的决定》，我国便开始了对经济体制系统性地改革。随着金融市场建设的不断推进，我国金融体系制度和市场流通机制均逐渐发展完善。1988 年 3 月，财政部颁布《开放国库券转让市场试点实施方案》，允许国库券上市流通交易。这一时期，期货、股票等产品也开始建立完善市场流通机制。1990 年 10 月，郑州商品交易所成立，成为国内首个国务院批准成立的期货市场试点单位，且于 1993 年 5 月正式推出期货交易。1990 年，深交所和上交所的成立，标志着我国资本市场的开启。除了债券、期货与股票外，基金和保险行业也进入了新阶段的发展。1998 年，国泰基金、南方基金成立，第一批基金管理公司的成立标志着中国基金业走入新纪元。同年，基金开元和基金金泰圆满发行，中国拥有了第一批证券投资基金。2001 年，第一支开放式基金华安创新发行，自此基金业务迎来新发展，也成为了未来财富管理发展进程中的重要一部分。保险行业方面，1988 年 3 月，我国第一家股份制保险企业平安保险公司成立。1992 年，美国友邦保险公司设立上海分公司，成为改革开放以来第一家外国保险公司。

在金融市场体制和产品流通机制不断完善的同时，国家金融监管和立法层面也在逐渐建立健全。监管方面，1992 年 10 月，中国证券监督管理委员会成立，作为国务院证券委的执行部门，负责监管证券市场。1998 年 11 月，中国保险监督管理委员会挂牌成立。2003 年 4 月，中国银行监督管理委员会成立。从此，证监会、保监会和银监会共同构成了此后延续十五年的“一行三会”分业监管格局，覆盖证券、保险、银行三大市场，实行垂直监管。

立法方面，自资本市场及监管机构设立以来，各种规范性法律法规便不断推出。1993 年，国家为规范股票的发行、上市交易等，先后颁布了《股票发行与交易管理暂行条例》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》等文件。1994 年，《公司法》实施，对公司的组织行为等法律责任作出规范。1999 年 7 月，《证券法》正式实施，从法律层面确认了资本市场的地位，从此证券市场法制化建设进入新阶段。除了资本市场，在这一阶段，银行和信托行业发展也走入法制化阶段。1995 年，《中

华人民共和国中国人民银行法》及《中华人民共和国商业银行法》的颁布，首次以国家立法形式确认人民银行作为中央银行的地位，并强调了对商业银行经营自主权的保护，银行业进入市场化、法制化发展阶段。2001 年，《中华人民共和国信托法（草案）》的施行，确立了我国的信托制度，从此信托业也走上规范发展的道路。这一系列法律的出台，不光完善了我国社会主义市场经济法律体系、推动了经济发展走向规范化，也为后续财富管理行业的发展打下法律与制度基础。

2004 年-2008 年：财富管理萌芽时期，资产配置方式走向多元。

2004 年开始，财富管理行业最重要的要素之一银行理财业务破冰发展，也开启了中国财富管理的萌芽时期。2004 年，中国光大银行推出了第一支人民币理财产品“阳光理财 B 计划”，投资者的财富管理意识逐渐被唤醒，中国财富管理行业开始萌芽。自此，各类银行理财开始在市场上出现，极大丰富了居民的家庭财富管理方式。同样是 2004 年，赵丹阳成立了首只阳光私募产品“赤子之心集合资金信托”，开创了以信托为载体的阳光私募行业。

在这一阶段，国内资本市场也进入了新阶段。2005 年股权分置改革正式启动后，A 股市场迎来一波持续了两年多的牛市，并在 2007 年创下了迄今为止的历史最高点 6124 点，公募基金在市场上涨行情的驱动下同样迎来了大发展。中国财富管理市场的产品供应开始走向成熟化、规范化和体系化，自此，居民家庭财富管理方式从原先单一的储蓄为主走向更多元的资管领域。在这个阶段中，我国的财富管理行业处于传统的、以产品为核心的“卖方销售”模式。

2008 年-2017 年：财富管理刚性兑付时期，“卖方销售”模式繁荣发展，“买方”模式初步探索。

2008 年，面对美国次贷危机诱发的金融海啸，以“四万亿”为代表的经济促进政策使得银行和表外金融快速发展。随着经济形势的逐步恢复，股市也重拾信心，2009 年 10 月，创业板正式开板，推动了国内风投行业的发展，也带动股权投资走进财富管理领域。

而自 2009 年至 2018 年，快速增长的经济，为非标打造了高速成长的温床，中国财富管理行业也步入依赖保本保息产品的刚性兑付时代。这阶段，刚性兑付是理财产品的最主要形态，具有刚兑特征的非标，其高收益与低风险足以匹配居民理财需求，“卖方销售”模式满足了大部分机构与个人的理财目标。除了银行、券商等传统金融机构，第三方财富管理机构也在这一时期兴起，比如 2005 年成立的诺亚财富以及 2006 年成立的宜信财富等，大大丰富了财富管理市场参与机构的多样化。

尽管“卖方销售”模式在这个阶段依靠着市场上各类刚性兑付非标产品繁荣发展，部分具有前瞻视野的财富管理机构也在尝试探索新的服务模式，例如招商银行私人银行在 2008 年成立初期就提出了建立在对客户深度 KYC（know-your-customer,“了解你的客户”原则）基础上的“螺旋提升四步工作法”；而 2013 年招商银行与外贸信托合作首单家族信托的成立，标志着财富管理机构对于投资者的服务从单纯的财富管理扩展到包含财富传承、家族治理和企业融资等方向的泛财富管理，以招商银行私人银行为代表的“顾问式”服务已经在中国财富管理市场中形成一股强大的力量。

2018 年至今：财富管理净值化时期，非标转标持续推进，“买方”探索加速。

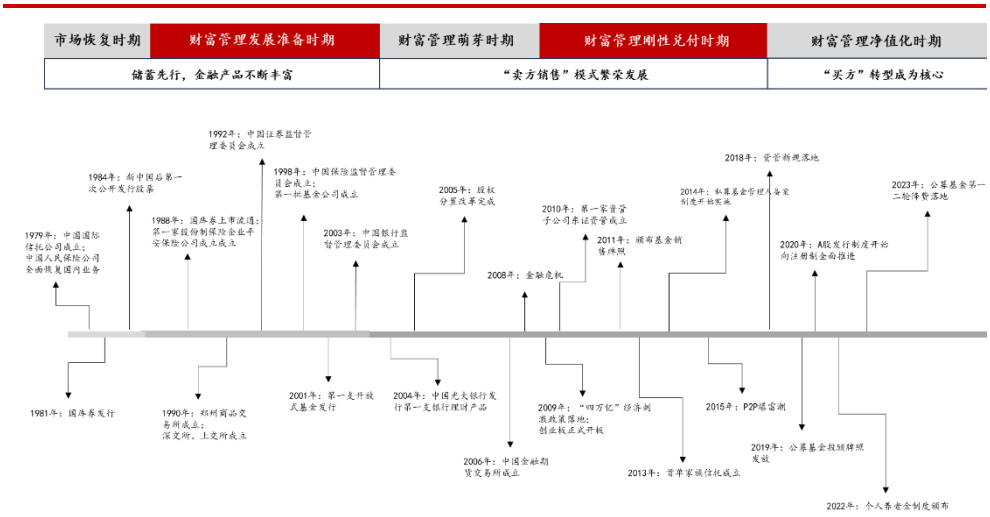
2018 年，资管新规落地，非标转标成为趋势，传统以销售为核心的财富管理模式遭遇挑战，各大机构开始积极寻找转型方向。2019 年，公募基金投顾牌照的发放将基金投顾这一新的服务与收费模式推至众人眼前，我国也正式开始了公募基金投资顾问业务的试点工作。根据证监会披露数据显示，截至 2023 年第一季度，共有 60 家机构获得了试点资格，包括 25 家基金及子公司、29 家证券公司、3 家第三方销售机构及 3 家商业银行，其中 56 家试点机构已展业，仅 1 家基金公司、3 家银行未获得展业资格。试点机构服务客户约 525 万，服务资产规模 1464 亿元，较 2022 年底提升 22%，94%为 10 万元以下的小微户。除了基金投顾外，各大金融机构也由此开展了其他向“买方”模式转变的

尝试，比如 2015 年创始之初便自我定义为“买方投顾提供商”的盈米基金，比如中金财富于 2019 年组建了专门的私人财富顾问（PWM）团队，为客户提供以资产配置为主的顾问服务等。

然而传统金融机构多为上市公司，为了维持盈利的持续增长，在短期内无法摆脱产品销售为核心的现状。2023 年 7 月和 12 月的两轮公募基金降费，分别从管理费和佣金两方面对费率进行了压降，在建立健全目前整个金融体系规则的同时，也间接助力了财富管理行业的进一步转型。监管的强化带来了市场和机构的规范化、专业化和透明化，依靠旧有销售为主的经营模式竞争越来越激烈，收益也不断被压缩，各类机构对于转型之路的探索也更为迫切。

尽管市场上对财富管理转型的讨论愈加广泛，监管部门也逐步深化基金投顾的试点，但截至目前中国的财富管理行业还是未能全面完成从卖方到买方投顾的实质性转变。

图 221　中国财富管理发展阶段（1979-2023 年）



资料来源：华宝证券研究创新部

1.2.“卖方销售”模式的弊端不断显现，“买方投顾”需要在实践中寻找答案

随着居民财富管理重心从储蓄到刚性兑付，再到现如今的净值化产品，最初依靠非标等刚兑产品而繁荣的卖方模式在后资管时代的弊端也被日益放大。产品销售导向使得金融机构在客户服务过程中出现“追涨杀跌”的现象，加剧了投资者投资行为的不理性。“卖方销售”模式在实践中又善于迎合投资者的情绪价值，以市场的热点作为营销的卖点，不仅会伤害到客户的个人利益，也会助推整个市场行为模式的非理性。而部分财富管理机构的理财经理即便能够意识到产品与行为模式的问题，但迫于机构整体业绩考核压力，仍旧会作出诱导性行为从而带来错误销售。

在非标转标的大历史进程中，买方投顾财富管理的重要性愈发凸显。如何通过发展买方投顾吸引存款进入资本市场，以更好的模式提升客户的投资体验，并实现真正意义的长期持有成为金融转型下一步需要关注的重点。虽然从监管到机构，再到从业人员已经在逐步进行新模式的探索，但无论是以基金投顾为代表的“投顾式服务”，还是部分财富管理机构对外宣称的“买方投顾”，行业并没有明确的定义，也缺乏对于买方投顾的转型路径和未来发展的共识。下面我们将通过对美国投资顾问的发展历程及经验的分析借鉴，采用以点带面的方式，以 RIA 作为观察对象，基于国内宏观经济环境及财富管理市场现状，分析探讨财富管理“买方投顾”的发展形态和潜在机会。

2.以美国注册投资顾问为例，透视美国买方投顾发展

2.1.美国投顾行业发展历程

从全球财富管理发展情况来看，尽管真正意义上的财富管理最早起源于欧洲，其发展壮大却在美国，而美国的财富管理市场中重要的一环则是投资顾问。自 1940 年诞生以来，美国的投资顾问行业不断成长完善，也形成了具有特色的买方模式，助推财富管理行业进一步发展。

20 世纪 40 年代前：基础立法阶段，监管逐渐趋严。

早期监管的自由宽松使得金融市场繁荣发展，但杠杆率却居高不下，直至 1929 年股灾推动监管部门加强规则的确立，行业基础法规逐步完善，财富管理行业开始萌芽。

自 1924 年曼彻斯特投资信托公司发行了美国第一只共同基金之后，美国大型银行逐步建立了自己的附属证券机构。彼时还未发展出完善的监管体系来规范市场，在宽松自由的金融环境下，银行通过附属证券机构运作证券业务，提供保证金交易贷款，而投资人则可以从银行贷款用于购买基金。繁荣的金融市场为股市提供了资金来源，高杠杆率使得金融资产泡沫不断膨胀，直到 1929 年 10 月 28 日“黑色星期一”到来，股市暴跌，当天道指下降近 13%，第二天又持续下跌 12%，引发了美国的大萧条时代。监管部门在此时意识到规则确立的必要性，开始对整个资产管理行业进行规范化管理。1929 年至 1940 年期间，美国进入金融大萧条后的严监管阶段，政府逐步建立完善法律法规体系。

表 153　1940 年前美国金融监管相关法律法规

时间	法规	主要内容
1933 年	《格拉斯-斯蒂格尔法》（《1933 年银行法》）	分业经营：保证投资银行和商业银行业务划分；不允许商业银行从事证券业务； 存款保险制度：建立了存款保险制度和联邦存款保险公司
1933 年	《证券法》	以信息披露为中心对证券发行进行了规定
1934 年	《证券交易法》	建立美国证券交易委员会（SEC），负责美国的证券监督和管理工作；规范了股票二级市场交易
1936 年	《税收法》	给予共同基金豁免税收的优惠待遇

资料来源：SEC，华宝证券研究创新部

20 世纪 40 年代至 80 年代：监管体系搭建阶段，注册投资顾问首次在法规中明确。

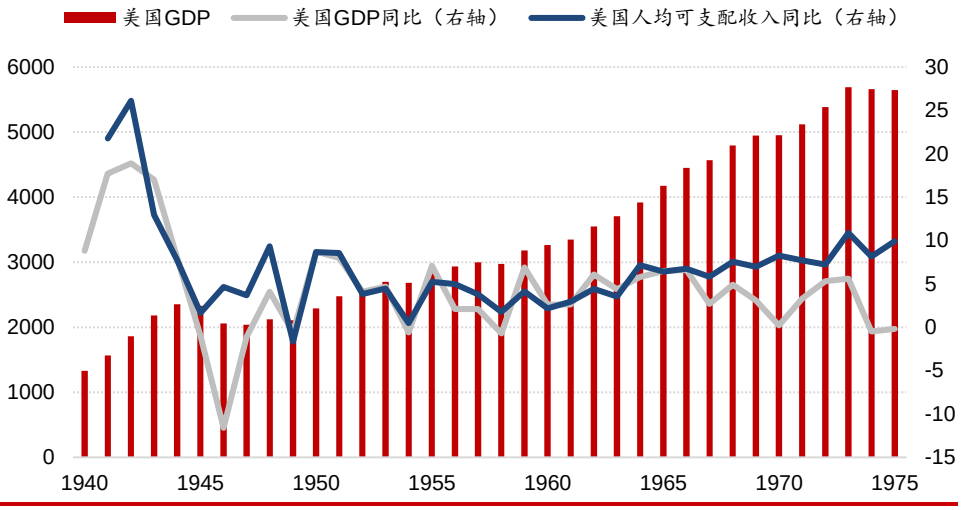
伴随“大萧条”后一系列规则的确立，投资者具备了一定的风险意识，美国市场各金融机构发行的产品逐步规范化。在佣金自由化的背景下，财富管理买方模式初步成型，并进入有序发展阶段。

1940 年《投资顾问法》定义注册投资顾问（RIA）为“作为有偿的个人或公司，从事提供咨询、提出建议、发布报告或提供证券分析的行为”。按照法规规定，从事投资顾问的 RIA 机构需按要求经过证券交易委员会(SEC)或国家证券主管部门的登记审批，并规范披露相关信息。在本文中，我们重点讨论的注册投资顾问（RIA）须经有关部门审批，具备“监管发牌”的特征，那些未经 SEC 审批的 RIA 机构并不在本文探讨的范围。

20 世纪 60 年代以来，随着技术的发展和现代企业组织的兴起，美国经济开始了后工业化和信息化的转变，国民收入也在此阶段迅速增长。经过战后的高速发展，美国家庭开始积累财富，大众富裕阶层形成。伴随着婴儿潮一代（1946-1964 年出生人群）的成长，以及人口老龄化的逐渐显现，财富管理需求也迅速攀升。1974 年根据《雇员退休收入保障法案》推出的 IRA 账户和 1978 年根据《国

内税收法》推出的 401（K）条款，使得养老金成为财富管理市场的重要资金来源。在这个过程中，共同基金也日益兴起，发行数量从 1940 年的 68 只跃升至 1980 年的 564 只。

图 222　1939-1980 年期间美国 GDP 变化及人均可支配收入同比（十亿美元）/（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

攀升的财富管理需求带动了金融产品的创新，各大金融机构开始丰富产品，并通过金融产品创新规避风险与管制。1971 年，为规避 1933 年银行法中对存款利率的限制，美国成立了第一只货币基金，向中小投资者募资以投资于国债、大额存单等其他短期金融工具；为转嫁汇率风险，1972 年芝加哥商业交易所推出外汇期货，1975 年推出利率期货、国债期货等。

1975 年美国国会对 1934 年《证券交易法》进行了修订，废除固定佣金制，开启佣金自由化，依靠交易来实现财富管理机构收入的商业逻辑被渐渐修正；1977 年先锋领航推出的第一只免佣基金，带动美国免佣基金数量迅速增长，推动财富管理从产品为核心的销售模式向顾问咨询为核心的买方投顾模式转型。

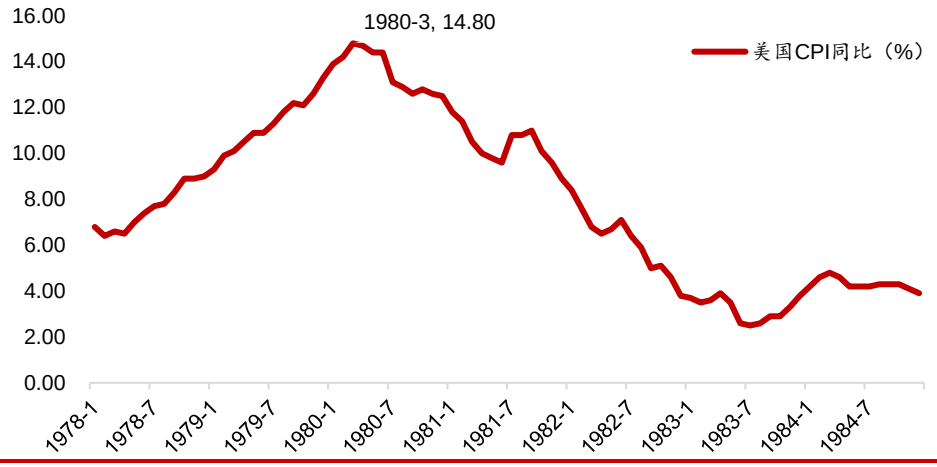
表 154　1940-1980 年前美国金融监管相关法律法规

时间	法规	主要内容
1940 年	《投资公司法》	确定投资公司及相关人员需承担的义务和要求
1940 年	《投资顾问法》	向他人提供证券投资咨询以获取收益的个人或法人必须在 SEC 注册，并对其信息公开作出规范
1974 年	《雇员退休收入保障法案》	推出个人退休账户（IRA）
1975 年	《证券法修正案》	废除固定佣金标准
1978 年	《国内税收法》	推出 401K 计划，适用于私人营利性公司，由雇员、雇主共同缴费建立起来的完全基金式的养老保险制度，实行个人账户积累制

资料来源：SEC，华宝证券研究创新部

随着养老账户的推行，居民通过专业机构进行投资的意愿日益提升，固定佣金制的废除以及各类金融产品的丰富则从机构和产品端推动财富管理向买方模式转型。然而 1978 年开始，在大幅上升的石油价格、长期宽松的货币供应及居于高位的财政支出等因素的多重加成下，美国通胀不断上升，1979 年 3 月通胀水平（CPI 同比变化）突破两位数达到 10.1%，1980 年 3 月更是达到了最高 14.8%。1979 年 8 月，沃尔克开始担任美联储主席，开启了对抗通胀的“沃尔克时期”，期间为抑制通胀，美联储持续加息，在 1981 年将联邦基金目标利率提到了 20%。直至 1982 年四季度，美国经济逐渐走出衰退。这三年的抗通胀、“暴力加息”一定程度上也影响了 RIA 的进一步发展。

图 223 美国“沃尔克时期”CPI 同比变化



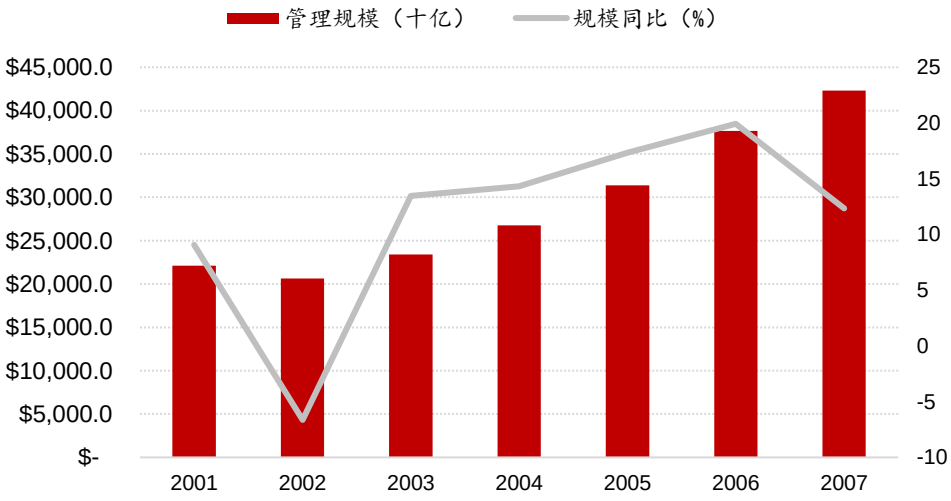
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

20 世纪 80 年代至 2008 年：金融走向自由化阶段，混业经营重启。

20 世纪 80 年代初，经历三年通胀后，美国经济开始复苏，通胀一度下降到 4%，金融市场投资热情逐步回升。1980 年，美国出台《存款机构放松监管和货币控制法》，取消了对利率进行管制的“Q 条例”，并准许银行扩大业务范围。1981 年，美联储允许银行进入共同基金，各大银行开始设立自己的共同基金或收购市场基金公司

1999 年，美国颁布《金融服务现代化法案》，废除了“1933 年银行法”，重新允许银行、证券和保险业混业经营，推动金融工具和服务的进一步创新，投顾行业也迅速发展，参与机构的数量和范围均不断扩大。至 2008 年底，RIA 机构管理资产规模总量达到 34 万亿美元，机构数量共计 12353 家，较 2001 年总增幅分别达到 54%和 37%。

图 224 2000-2008 年美国投资顾问行业迅速发展



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

20 世纪 80 年代起，随着 Brinker Capital 和 PMC 这类为个人投资顾问客户提供账户管理及交易、收费、业绩报告等辅助服务的机构的创立，以投资组合管理为主的 TAMP（Turnkey Asset Management Program）商业模式应运而生并迅速发展。TAMP 全称为全托资产管理平台，是面向独立投资顾问群体，为其提供展业支持服务的平台。1999 年 Envestnet 推出的基于 Web 服务的 TAMP 平台，标志着 TAMP 行业技术型平台的出现。TAMP 平台的发展为买方投顾转型注入了新的加速剂，

有效解决了 RIA 的“中台”运营问题，使投顾们实现真正的降本增效，尤其推动了更多“小而精”的 RIA 机构蓬勃发展。

2008 年之后：买方投顾转型阶段，财富管理行业百花齐放。

21 世纪以来，买方投顾模式已形成，金融科技的发展推动智能投顾转型，以折扣经纪业务为主的互联网证券公司开始转入投顾服务。这类公司依托互联网等新兴技术，凭借着低费率、高效率、低门槛的优势，发展迅猛并迅速在市场上占据一席之地。2008 年，首家智能投顾公司 Betterment 成立后，各家金融机构纷纷开始了对此领域的探索，通过自研或收并购的方法提升竞争力。根据 Statista 的数据显示，2021 年美国智能投顾市场规模已居全球首位，高达 9990 亿美元，占全球智能投顾比重的 69.85%。这类在线投资平台和智能投顾业务的兴起为居民投顾业务增添了更多选择。

目前美国投顾市场的主要参与机构有以黑石、高盛、摩根士丹利为代表的传统金融机构、以嘉信理财为代表的互联网券商、以及以 Betterment、Wealthfront 为代表的智能投顾机构。传统金融机构凭借其自身的品牌、资产及机构规模等优势，通常提供综合化投顾服务，涵盖服务内容较多，服务客户多样化，既有面向大众客群的投资管理业务，也有针对高净值客户的财富管理项目。嘉信理财这类互联网券商则提供了第三方投顾平台模式，通过与 RIA 机构的合作，为独立投资顾问们提供平台与技术。

经过历史的发展，美国投顾市场相较中国已经进入相对成熟的阶段。参考美国投资顾问协会（IAA）的统计数据，截止 2022 年底，RIA 机构的管理资产规模已达到 114.1 万亿美元，注册机构达到 15114 家，百花齐放的投顾机构也促进了市场的多样性，在服务模式、收费模式等方面均呈现多元化的特点。我们将以经 SEC 审批的 RIA 作为主要观察对象，从市场规模、机构特点、收费模式、服务模式等方面分析美国买方投顾现状。

2.2.美国注册投资顾问发展现状

在财富管理行业蓬勃发展的美国，投顾业务，尤其是买方投顾业务在居民财富管理中具有重要地位。根据 IAA 的统计，截至 2022 年底，RIA 机构数量达到新高的 15114 家，多数为中小型机构，其中 91.7%的机构雇员人数少于 100 人，70.2%的机构管理规模在 10 亿美元以内，88.5%的在 5 亿美元以内。尽管受到疫情、地缘政治等不利宏观经济因素的冲击，2022 年 RIA 机构的 AUM 较前一年有所下降，但机构数量仍然小幅上升 2.1%。

表 155　美国投顾行业近五年发展概况

项目	2018	2019	2020	2021	2022
SEC 注册投顾机构数量	12993	13494	13880	14806	15114
客户数量	4360 万	5190 万	6080 万	6570 万	6190 万
AUM（美元）	83.7 万亿	97.2 万亿	110 万亿	128.4 万亿	114.1 万亿
员工数量	835124	871971	879755	928505	971487
低于 100 人的机构占比	93%	93%	93%	93%	91.7%

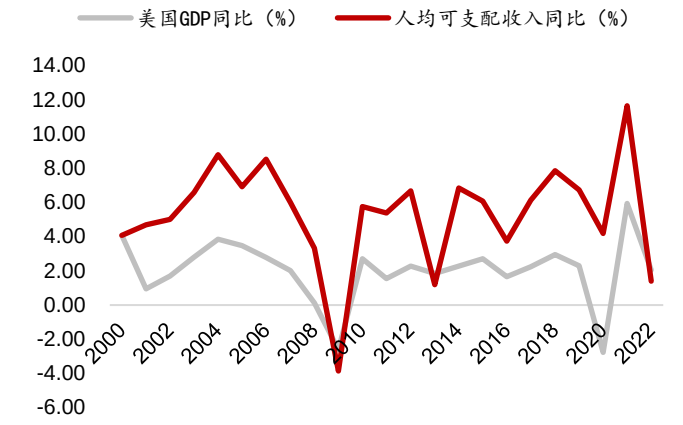
资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

2.2.1.受外部经济情况影响，行业规模下降，但机构数量保持小幅上升

受新冠疫情影响，2022 年下半年以来，美国通胀不断攀升，给民众正常生活和经济秩序都带来了不同程度的影响。2022 年美国名义 GDP 增速为 9.3%，而剔除通胀因素后实际 GDP 同比增速 2.06%，人均可支配收入则同比下降 0.65%。由于国民经济增速放缓，美国投资顾问整体管理的资产规模较前

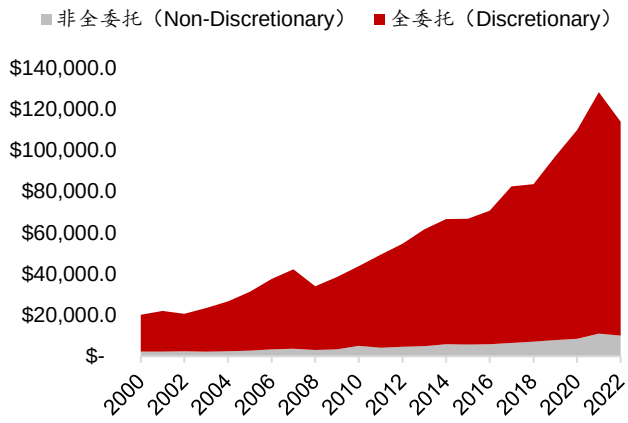
一年下降 11.1%，合计规模 114.1 万亿美元，达到了美国共同基金总规模的 5.16 倍。自 2000 年以来，此次是继 2002、2008 年后的第三次下降，前两次也均与股市震荡等外部因素波动有关。

图 225　美国 2000 年以来 GDP 及人均可支配收入同比变



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

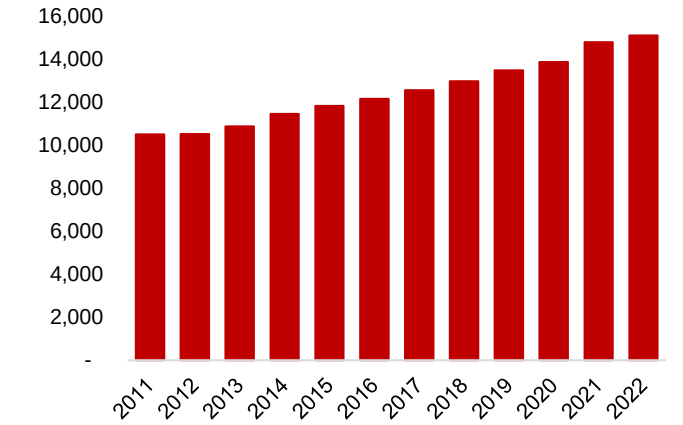
图 226　RIA 管理资产规模变化（十亿美元）



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

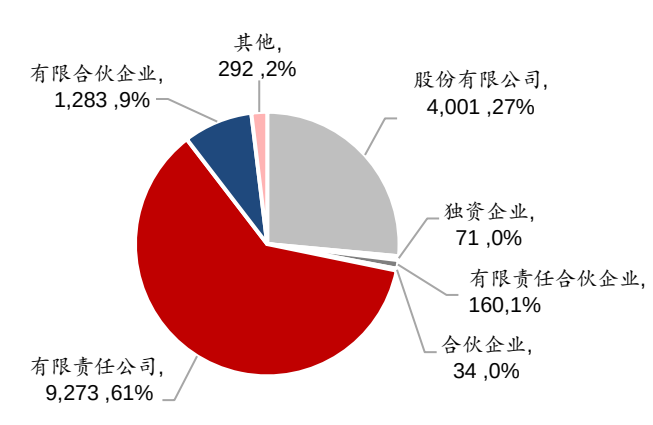
尽管管理总资产规模出现下降，但 RIA 机构数量依旧保持着增长。2022 年美国共有 15114 家注册机构，相较于前一年新增了 308 家机构。其中超三分之二（约 71%）以公司制形式注册。过去 22 年的数据显示，投顾机构的发展与居民财富的持续增长息息相关，而 AUM 的变化则更多反映了股市回报率的变动。类比美国经济和资本市场的发展趋势，我们认为中国的投顾行业仍有较大的未来空间。

图 227　2011-2022 年 RIA 机构数量变化（家）



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

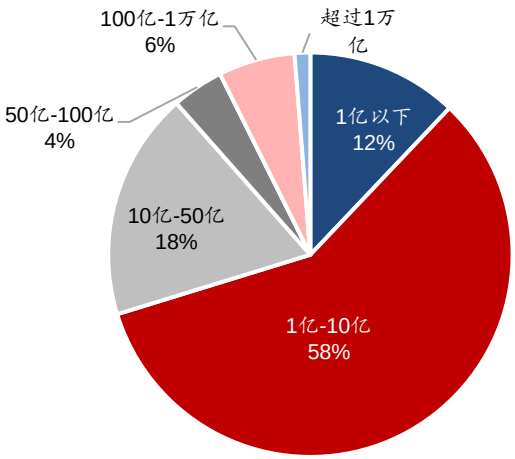
图 228　2022 年 RIA 注册机构类型



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

2.2.2.美国注册投资顾问机构总体以小企业为主，但少数大机构占有市场绝大部分资产

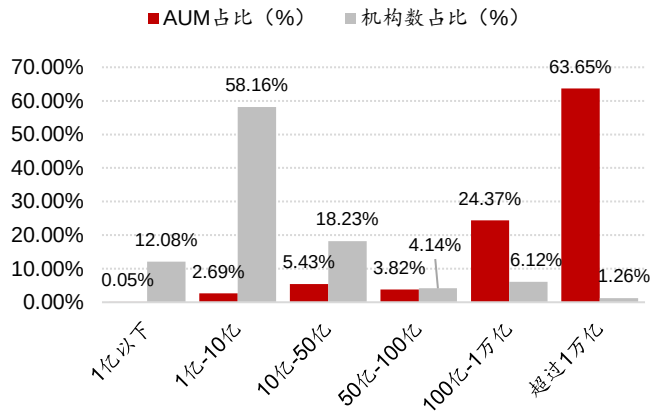
图 229　2022 年美国不同管理资产规模的 RIA 机构数量占比



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

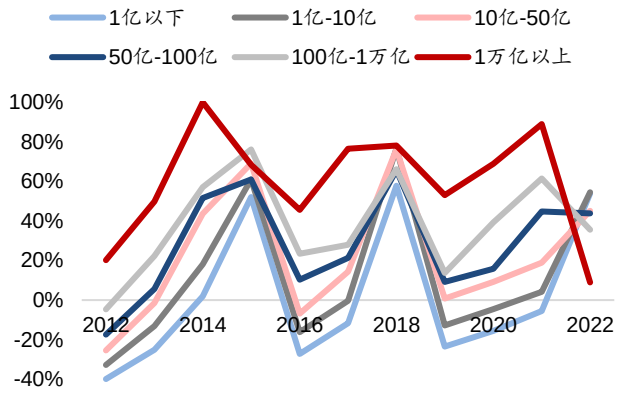
截至 2022 年底，从机构规模来看，大部分投资顾问机构都是小型企业。在所有投顾机构中，58%的管理规模在 10 亿美元以内，88.5%在 50 亿美元以内。然而，少数机构管理了大部分资产。规模在 100 亿以上的 7.38%的机构管理了市场上 88.02%的资金。而这些管理着市场大部分资金的少数机构在过去十年间的资产管理规模增速也在所有机构中最为迅猛，达到了 10.1%的复合增速。这部分增长主要源自经济增长带来的规模上升以及合并收购等市场行为，使得更多 RIA 机构的管理规模跃升至万亿以上。但在市场环境较为不友好的 2022 年，管理规模超万亿的机构数量也出现了最严重的下滑，降幅达到 14.82%。

图 230　2022 年不同管理规模 RIA 的数量及 AUM 占比对比



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

图 231　不同规模 RIA 机构数量同比变化（%）



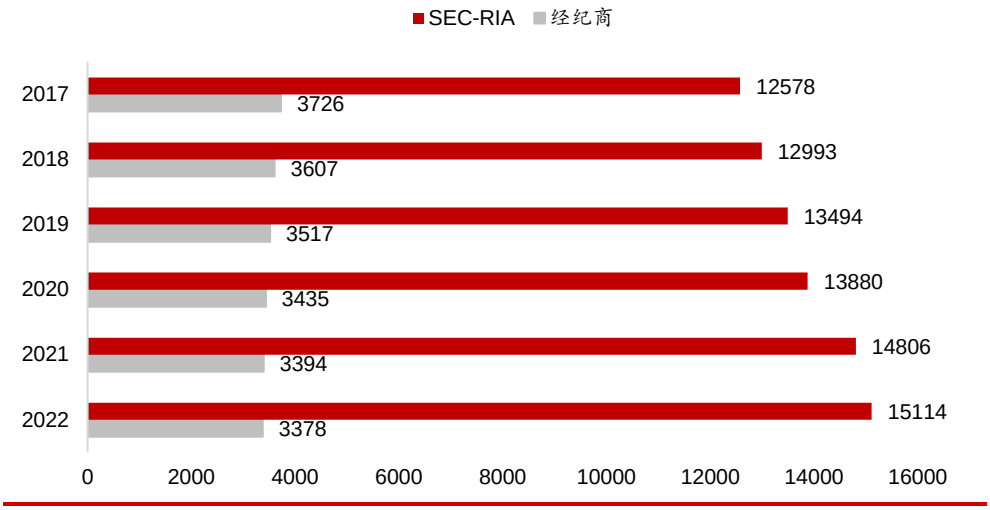
资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

2.2.3.相较同样可提供咨询服务的传统经纪商，注册投资顾问的数量近年来迅速增长，多集中于经济较为发达地区

除了 RIA 机构，很多客户也会寻求经纪商的意见作为参考。与 RIA 不同的是，经纪商不是客户的受托人，且需要满足《最佳利益规则》（Regulation Best Interest）所规定的行为准则，包括按照客户利益最大化进行咨询服务。该条例同时也规范了经纪商对客户提供建议的披露、谨慎及其他合规义务。许多公司会同时注册为 RIA 和经纪商。从近几年的统计数据看，SEC 注册的经纪商数量接连下滑。为顺应市场发展，现存的传统经纪商对投资顾问业务也十分重视，其雇员中的专业投资顾问人

员总数和平均就业人数均都高于 RIA 机构。2022 年，经纪商共雇佣了 620882 名注册人员，平均每家 184 名，而 RIA 机构则为 393294 名，平均每家机构 12 人。这也提醒国内券商等传统金融机构，机构人员的数量并不是财富管理业务能否做好的关键，买方投顾转型是未来财富管理乃至金融行业发展的重要趋势，应尽早顺势而为。

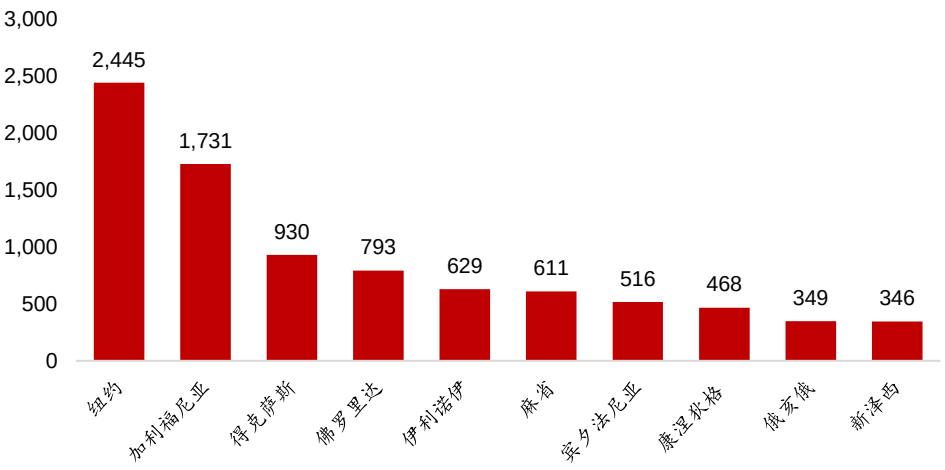
图 232　RIA 机构及经纪商数量对比



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

从 RIA 机构的区域分布来看，人数最集中的还是东西部等经济较发达地区。值得注意的是，近两年来，纽约的投顾数量显著下降，而其他传统金融都市还是保持上涨状态。

图 233　2022 年 RIA 数量前十的地区及近年机构数量的变化



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

表 156　2019-2022 年 RIA 数量前十的地区情况

地区	2019	2020	2021	2022
纽约	2,512	2,421	2,450	2,445
加利福尼亚	1,630	1,631	1,703	1,731
得克萨斯	767	799	879	930
佛罗里达	567	636	737	793
伊利诺伊	601	589	620	629

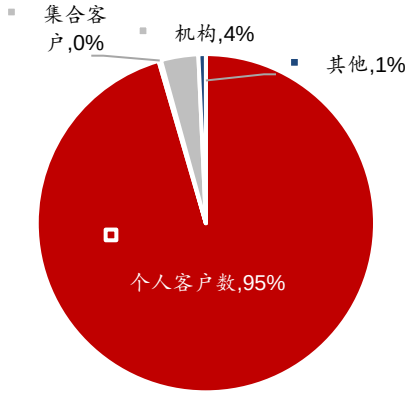
麻省	604	602	621	611
宾夕法尼亚	482	498	514	516
康涅狄格	405	421	457	468
俄亥俄	305	316	343	349
新泽西	319	322	345	346

资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

2.2.4.美国注册投资顾问机构主要服务于三类客户，其中个人客户数量最多，集合客户则提供了最多的资产来源

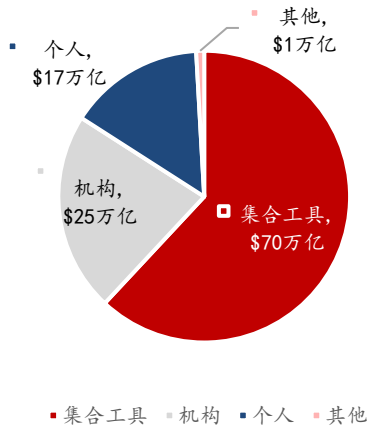
RIA 机构主要服务于个人客户、集合投资工具客户（包括投资公司、私募等）以及机构客户（包括养老金计划、企业等）这三类，其中个人客户数量规模最大，2022 年达到 5186.7 万位，占客户总数的 95%；而集合客户则是最大的资金来源，为 RIA 机构输入了超 70 万亿美元，占投顾行业管理资产总规模的 61.3%。

图 234　2022 年 RIA 服务不同类型的客户数量占比



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

图 235　2022 年 RIA 服务不同类型客户的资产规模



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

根据 IAA 的数据显示，截至 2022 年，在美国财富管理市场上，62.8%的 RIA 机构为个人客户提供服务，56.0%的为非高净值个人提供服务，有一部分 RIA 既服务个人客户也为机构客户。机构客户中，最常见的则是慈善组织、养老金计划和利润分享计划以及公司，有超过三分之一的投资顾问服务于这几种客户。

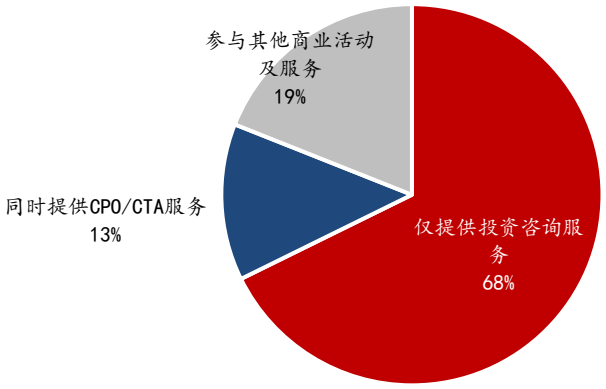
对于境内财富管理机构而言，现有的服务对象更偏重于个人客户，但通过对于美国 RIA 机构的观察，我们认为境内买方投顾的服务对象将会逐步打开，由此带来的服务模式多元化，买方投顾机构也将形成差异化竞争。对于本身规模较大的国内传统综合性金融机构，未来可以继续发挥自身专业能力以及资源优势，在拓展个人客户的同时把握集合和机构客户，打造全能型的买方投顾机构，以占据更多市场份额；而对于中小型机构来说，则可以发挥自身资源禀赋，将展业重点放在个人客户和机构客户，迅速拓展客户资源，立足于市场。

2.2.5.美国注册投资顾问机构会提供多元化服务或活动以辅助营销、提高客户粘性，但财富管理服务依旧是核心

经过不断地演变发展，美国的 RIA 机构目前可提供的服务也愈发多样化，包括保险经纪、财务规划等，但绝大多数还是专注于做投资顾问服务。2022 年数据显示，超三分之二（67.7%）的 RIA 机

构仅提供投资咨询，另有 13.3%也会提供商品期货交易的建议，仅 19%的机构除此之外还会参与其他商业活动。而这些其他商业活动大多数还是与投资管理相关。

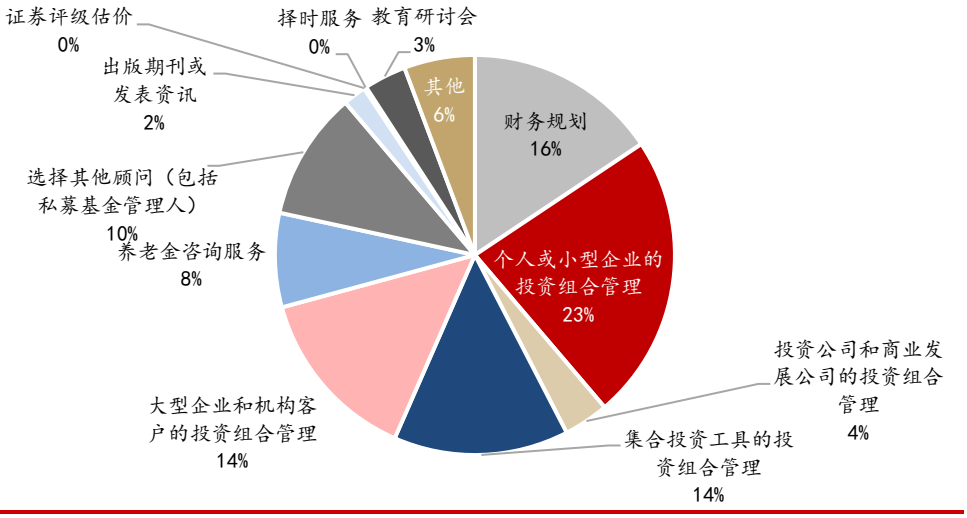
图 236　RIA 提供的服务（2022 年）



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

除了多样化的服务，很多投顾机构还会通过各种广告营销以吸引客户，包括寻找三方机构进行推荐、背书，宣传业绩表现或预测业绩表现等。相较于小型机构，大型机构会更多的参与到广告营销活动中。2022 年，在管理规模高于 10 亿美元的机构中，88.5%表示曾参与过至少一种广告活动。

图 237　RIA 机构提供的其他服务（2022 年）

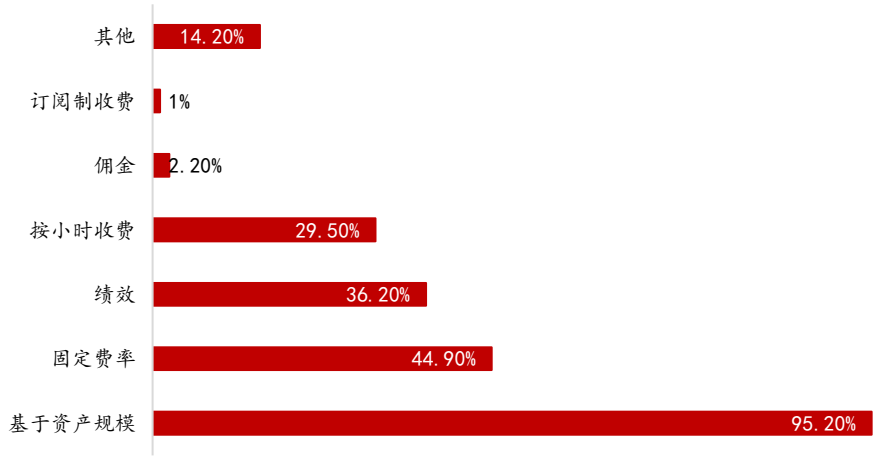


资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

2.2.6.美国注册投资顾问机构报酬多为按照管理资产规模收费，业绩提取方式多元化

买方投顾模式区别于卖方销售模式，除了服务内涵的差异外，我们认为一个非常重要的差别就在于收费模式。RIA 作为比较典型的买方投顾，其薪酬激励方式使得投顾收入与客户利益息息相关。目前美国投顾业务采用的收费模式主要包括六种：

图 238　RIA 不同收费模式占比（2022 年）



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

注：表中仅统计单种模式出现的比例，由于同一家 RIA 机构会采用多种收费方式，该项数据加总可能会超过 100%

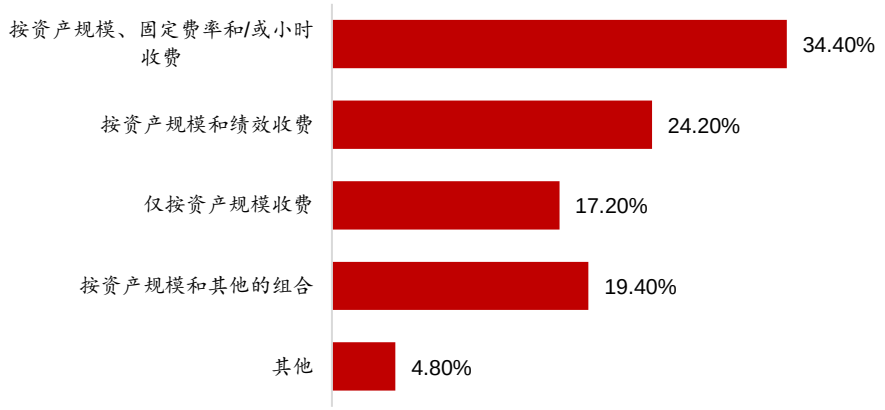
表 157　RIA 机构收费模式

收费模式	内容
按照资产管理规模收费	按照所管理资产规模的一定比例计提费用
固定费率	按提前约定收取固定费用
按照绩效收费	根据与基准比较的超额收益计提费用
按小时收费	根据提供服务的时间收取费用
佣金	销售产品或提供投顾服务过程中收取一定费用
会员费	一般按照年为单位收取固定费用

资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

其中，按规模收费和绩效收费直接将投顾收益与客户投资的成败连接；固定费率和按小时收费则给了投顾更具成本效益地提供除投资管理组合以外服务的选择。2022 年数据显示，美国投资顾问大多会同时采用多种收费模式，有 95.2%的机构都包含了按照资产规模收费的模式，并搭配了例如按小时收费、绩效收费等。最常见的是除了规模收费的同时，收取和资产规模无关的固定费用和小时费，占比达 34.4%，这些投顾通常会提供离散的一次性服务，如财务计划的制定。另一个常见的与资产规模收费模式搭配的是绩效收费模式，同时使用这两种模式的占到 24.2%，这两种模式多见于美国的私募基金，和我国的私募基金收费模式也非常接近。2022 年，美国 59%的私募基金采取这两种组合的收费方式。除了以上几种收费模式外，还有 4.8%的投顾机构并未将费用与资产规模挂钩，例如许多数字化投顾平台会收取固定费用或订阅费。

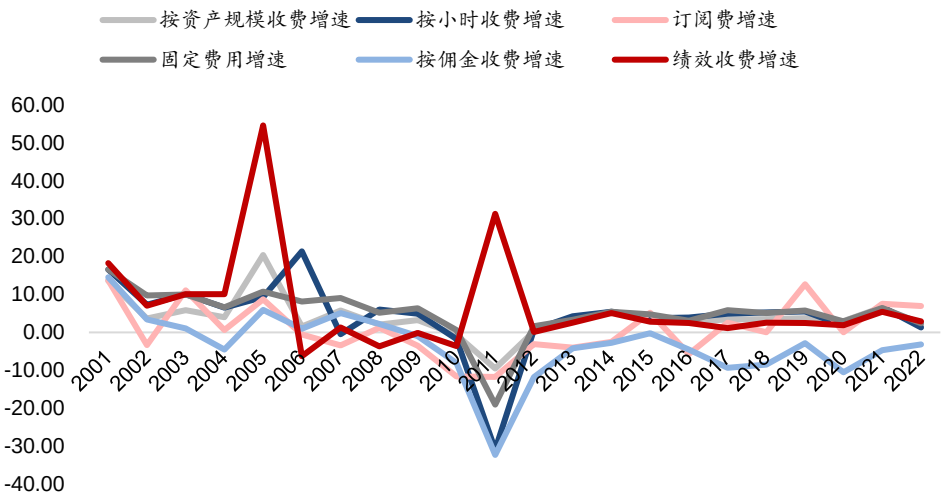
图 239　RIA 机构采用的与资产规模相关收费组合模式（2022 年）



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

从使用不同收费模式的投顾数量同比变化来看，虽然绩效收费模式整体使用的机构数量并非最多，但是却一直保持着较高的增速，仅 2005 年一年增长率即达到 55%，远超其他收费模式的同比增速。

图 240　RIA 机构使用的不同收费模式的增速（%）



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

2.2.7.随着金融科技的进步与发展，智能投顾及第三方投顾平台兴起，低成本高效地实现投顾服务

智能投顾（Robo-Advisor）主要是利用计算机技术和算法模型，提供符合客户需求及风险偏好的投资建议，并自动化完成配置和交易过程。目前美国智能投顾发展已较为成熟，可以实现纯机器投顾模式。以 Betterment 为例，其为客户提供 0 门槛的标准化智能投顾服务，用户只需填写问卷，则可以自动化生成不同策略下的资产配置方案。除了针对个人投资者以外，Betterment 目前还有协助 RIA 机构管理客户资产的平台以及针对企业管理包括 401（k）以及学生贷款的平台。

而 TAMP 平台则更多的解决了 RIA 机构的中台运营问题，为中小型机构提供了发展空间。提供投资顾问等相关业务的机构和独立理财师们可以通过 TAMP 平台将一些中后台管理、以及运营工作外包，一方面极大的降低研发和营运成本，一方面可以将有限的资源更多的注入专业投顾能力的提升，

意义上的实现降本增效。由于 RIA 的繁荣发展，TAMP 平台也数量繁多，主要分成以嘉信理财为代表的综合金融服务平台以及以 Envestnet 为代表的专业平台。

3.借鉴美国发展历程，展望中国财富管理买方投顾转型实践

3.1.现阶段实践中的中国财富管理买方投顾

从发展历程看，相较于海外，我国财富管理起步较晚，对买方投顾的转型直至 2018 年资管新规后才真正开始，监管政策变化带来的市场变动也是改革转型的主要驱动力。自 2019 年 10 月《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》颁布，我国首次提出可以代客理财的管理型基金投顾服务，各大机构以基金投顾为契机，开启了买方投顾模式在中国的正式推行。如今，大部分试点机构均已展业并推出了相应的投顾品牌。如南方基金的司南投顾平台、华夏基金的查理智投、嘉实基金的嘉实财富投顾等。目前这类业务以线上为主，包括智能投顾和线上基金组合方案，服务对象也主要是个人客户。除了监管层面，2022 年 11 月，人力资源和社会保障部、财政部等多部门联合发布《个人养老金实施办法》，并在 36 个城市先行试点，标志着我国个人养老金制度进入落地阶段，从供给角度为财富管理业务下一步发展带来契机。

从转型的需求来看，2020-2021 年，公募基金的首发销售热度居高不下，在赚钱效应的驱动下，越来越多的投资者通过公募基金进入 A 股市场，但随着后续的市场震荡，高位进入的众多投资者体验不佳，导致部分投资者对于资本市场的信心开始下滑，负面情绪不断叠加、自我强化，对 A 股市场的长期向好构成了一定制约。顺势而为的“卖方销售”模式，放大了投资者的不理性行为、纵容了部分财富管理机构的错误销售行为，其种种弊端也被越来越多的投资者、金融机构乃至监管部门所关注。

打造一个成功的资本市场不仅需要优质的上市公司，更需要成熟的长期资金培育支持，A 股市场需要的不仅仅是资金，更是一个合理的资金供给结构。无论是 2020-2021 年由明星基金经理带动的基金销售热潮，还是贯穿周期的大起大落式资金供给形态，站在投资的角度看，都不是理性的、可以为资本市场建设提供长期助力的财富管理模式。为了中国 A 股市场的长期发展，改变旧有的“卖方销售”模式，打造符合资本市场发展规律的，能够平衡投资者、市场和机构三者关系的财富管理模式，就变得非常迫切。

随着基金投顾的概念不断深入人心，越来越多的财富管理机构提出“买方投顾”的理念与模式，试图与过去“卖方销售”模式做一个完整的切割，希望可以真正站在投资者的视角去配置资产，优化投资者的配置行为，进一步改善 A 股市场的资金供给格局。但我们在学习借鉴海外成熟市场经验的同时，更应站在国内的生态下，去寻求真正符合中国财富管理市场的“买方投顾”。下面我们将回到国内的发展现实，尝试对“买方投顾”进行定义，这不仅是对“买方投顾”概念的厘清，更是对于财富管理“买方投顾”行为的一种有效规范，让我们可以更加清晰地识别那些打着“买方投顾”的招牌去做“卖方销售”业务的财富管理机构。

3.1.1.对买方投顾的定义与理解

卖方模式下“基金赚钱基民不赚钱”的核心痛点、公募基金费率改革的开启等一系列内外因素共同推动着财富管理朝着买方投顾模式转型。参考目前国内具有买方投顾特征的基金投顾以及市场广泛认可的定义，买方投顾是站在客户角度，以客户利益为中心开展的顾问服务。要求经营机构以客户需求为中心，为客户挑选最匹配的金融产品，帮助客户资产保值或增值，扩大资产管理规模，赚取更多利润。

而我们认为除了简单的“从客户利益出发”，“买方投顾”还蕴含着更广泛和深刻的意义：

“买方投顾”不单单是自诩的以客户为中心，而是从时间跨度和服务范畴领域双方面立场的转变。一方面，从服务的时间跨度来看，买方模式需要提供全程陪伴，重在和客户一起做决策，追求的不仅仅是单策略的定量评价，而是真正做到为客户的长远目标负责。另一方面，从服务的范畴来看，除了基本的金融范围内的资产管理，买方投顾机构的从业人员需要拓展到更为广泛的大财富管理理念，涵盖家族传承、法税、留学等多个维度的投资管理。要做到这两点，机构需要首先在自我定位层面转变传统资产配置思维，关注客户核心需求与目标。在具体实践角度，则涉及不同的收费模式、服务模块等的划分与建设。

除此以外，投顾团队的培育也是机构能够提高客户粘性，从根本上做好买方模式财富管理的关键。相比传统的资产管理机构核心在于产品和其业绩表现，买方投顾传达和经营的是理念与信任，这就对投顾团队提出了更高的要求。首先是专业能力方面，一个优秀的投资顾问或团队应该具备更为全面的知识架构，除了需要涵盖金融、资产配置、法律税务、销售沟通等专业基础能力外，还应涉及家族传承、海外留学、营养健康、慈善公益等财富生活中的方方面面。

3.1.2.买方投顾模式，对于中国财富管理行业是一轮全新的塑造

针对未来买方投顾的转型与发展，我们认为有以下几点是大家普遍关注的：

监管的介入，推出适当牌照以规范市场，促进机构开展业务。相较于美国自 1940 年《投资顾问法》颁布以来便持续发展完善的注册投资顾问体系机制，我国现阶段具有类似特征的金融机制仅有基金投顾这一项，且服务范围相对狭窄。尽管有部分独立理财师、家族办公室等买方模式财富管理机构的存在，但是整体规模较小，且没有明确的法律地位与牌照支持。2023 年 5 月，中植系旗下的恒天睿信家办因为兑付问题被强制执行近 15 亿元，也反映了这一问题。监管的缺失使得部分买方投顾类财富管理机构在业务过程中仍未能走出传统销售导向的模式，很多联合家族办公室打着家办的名义，但核心还是资产配置与产品销售。这就急需监管层面能够推动牌照与规范法条等的颁布，进一步确定买方投顾类机构的展业范围、业务模式，避免此类问题的产生。

机构行为与理念的变化，实现将使命愿景价值观到执行层面的落地。类比海外买方投顾式财富管理机构发展经验，除了监管层面的规范和牌照的发放，机构行为和理念的转变也至关重要。对于银行、券商、基金等传统全能型大金融机构来说，其机构规模较大，业务的开展会涉及不同部门间的利益冲突，如何协调好资管部门和财富管理部门间的内生冲突，建立更符合股东、员工等自上而下的利益最大化的薪酬体系是做好转型的关键。而对于规模较小的创业型家办、财富管理咨询机构，建立综合全面的人才培育与激励体制、保持机构的稳定性、提升机构专业性并“不忘初心”地维持买方理念则是发展的关键。

重视投资顾问，推动理财师持证上岗与专业能力建设。在服务和专业为王的未来财富管理发展驱动下，投顾团队的专业性和能力建设也是机构能够稳定获客、增加客户粘性的根本。首先是准入门槛问题，目前国内对理财师专业能力方面还没有相关的职业资格证书，而净值化时代的财富管理对专业性的要求日益提高，需要提高准入门槛，设立资格证书，让专业的人做专业的事。其次是不同专业能力的培养，未来买方模式下的财富管理涵盖范围更为广泛，催生出对投顾的法律、生活、文化等综合能力要求。机构可以根据自身的资产能力规模通过外包、融合合作、人才培训和持续教育等不同方式建设与之匹配的投顾团队。

全方面能力的需求会推动第三方专业赋能机构的长足成长，实现降本增效。前台投顾团队的建设决定了机构是否可以获得稳定的客户，而中台和运营部门的建设则决定了机构是否可以实现利益最大化。通过研究美国买方投顾发展历程，我们发现绝大部分“小而美”的注册投资顾问机构会利用第三方中台来辅助工作，这也推动了为他们提供全方位展业服务的 TAMP 平台成为财富管理行业中重要的一环。除了辅助投资顾问满足客户定制化投资需求等核心业务，TAMP 平台所提供的服务可以从投前、投中到投后伴随财富管理全程。在未来以买方投顾模式为主导的财富管理市场中，买方投顾与

TAMP 机构将呈现相互依存、相互促进的发展态势。对于境内的金融机构而言，可以在这样的生态中根据自身的禀赋与优势，有选择性的参与到这个系统的构建中来，找到自己合适的路径。

3.2.结合中国现实，怎样做到真正的“买方投顾”

结合境内外的金融历史发展经验以及中国的财富管理生态，我们认为“买方投顾”的定义是对于传统“卖方销售”和部分现有金融机构使用的“卖方投顾”模式的一次彻底颠覆，只有在“买方”和“投顾”这两个维度上同时发力，才能实现真正的“买方投顾”，前者是财富管理机构“态度”、“视角”和“立场”，后者是“方法”、“能力”和“纪律”，两者相辅相成，缺一不可。

3.2.1.财富管理机构应该如何做实“买方”定位

（1）收费方式与收入结构：向买方收费才能真正实践“买方投顾”。

前文我们提到，2022 年美国财富管理市场的投顾公司主要收费方式为“按照资产管理规模收费”、“固定费率”、“按照绩效收费”和“按小时收费”四种模式，以“佣金”为主体的收费方式只占 2.2%，远低于前述四种模式。所谓“买方”，区别于“卖方”最主要的差别就是代表谁的利益，如果财富管理机构的主要收费依然来源于产品供给方也就是卖方的话，那它的“买方投顾”特征就不明显。

从这个角度看，我们认为实现“买方投顾”最重要的是收费方式的变化。代表买方的利益，从买方收取费用，是从利益绑定的角度强化财富管理机构的“买方”。“买方投顾”不应该是财富管理机构自我宣传、自我标榜的口号，也不应该是金融机构少数管理层的情怀，更应该是制度的建立与利益的统一。

但在实操层面，我们认为在当前的财富管理市场和金融产品生态环境下，也不应该教条地把这条标准理解为“买方投顾机构绝对不能收取佣金”。事实上，中国财富管理市场有待成熟，许多投资者对于“向买方收费”的模式并不理解和认可，在各类公私募基金普遍存在佣金（认申购费）的前提下，盲目开展收费模式的全面革新，也许会带来财富管理机构市场份额的流失。我们认为，在“买方投顾”模式发展的前期，财富管理机构或者说金融机构的财富管理部门如果能够实现“非佣金收入”大于“佣金收入”，从而使得财富管理机构/部门更注重对于投资者的存量经营，那就可以视作典型的“买方投顾”特征。

（2）理财经理的激励方式：“买方投顾”追求投资者、理财经理和财富管理机构三者利益统一。

理财经理是投资者和财富管理机构接触的主要通路，对于理财经理行为模式的管理和引导将成为“买方投顾”模式落地的关键。在我们的同业观察中，也曾看到许多转型中的财富管理机构，对理财经理“考核标品”但“大部分收入依然来源于非标”的尴尬现实。从财富管理机构的经营实务看，考核是“轴”，如果“买方投顾”没有在考核和激励层面发生变化，就没有真正触及到“买方投顾”的灵魂，就会出现理财经理在基层“唱着过去的歌谣”的场景。

在这个维度上，结合中国财富管理行业的实操，我们认为“买方投顾”的理念必须在考核和激励侧落地，在收费方式实现转型的前提下，统一机构和理财经理的绩效管理体系，做好投资者、财富管理机构和理财经理利益的真正统一，才能让“买方投顾”这棵大树获得勃勃生机。

（3）开放式的产品货架：“买方投顾”应实现全球化、全品类或全策略的产品覆盖。

2023 年全球金融市场走出了相对活跃的态势，不仅以美国、日本为代表的成熟金融市场指数出现了上涨行情，以越南和印度为代表的新兴市场也有积极的表现，将财富在更广泛的范围中进行配置，分散投资组合的风险，已经得到了越来越多投资者的认可，全球化、全品类、全策略配置的意义凸显。

“巧妇难为无米之炊”，如果一家财富管理机构的产品货架只局限在少数品类，不能动态地、实时地根据金融市场的变化进行货架的增补，对帮助客户实现真正意义的大类资产配置服务将会构成极大的制约。同时，金融机构的产品货架建设也是一家机构对投资者态度的直接展示，财富管理部门不应该只是资产管理部门生产产品的出口，更应该是站在投资者视角的“买手”。“买手”是时尚潮流圈的前沿职业之一，起源于上世纪六十年代的欧洲，是往返世界各地，关注了解最新流行趋势，手中掌握大量订单，并为满足消费者差异化需求不断进行商品交易的人。一个优秀的财富管理行业“买手”应该具备两个特征：第一，不追求产品数量的多，而关注产品策略的精，务必保证各大类资产策略均有覆盖；第二，具备新产品上架流程的敏捷性，当出现新策略的时候可以快速上架，不因为效率问题而影响投资者的资产配置。

（4）产品遴选的客观性：不回避自有产品，但内部资管部门的产品费率（代销费率和理财经理的激励水平）不应存在与其他代销产品的显著差别。

2023 年 7 月，央行研究局巡视员周学东在青岛·中国财富论坛发表关于买方投顾观点时特别强调，“对于持牌资管机构，无论是以销售自身发行的资管产品的、纯粹的资产管理机构，如理财子公司、公募基金，还是既销售自身发行的资管产品，也可代销其他机构的产品的商业银行、基金销售公司、证券公司等，天然具有从事财富管理买方投资顾问业务的优势，但必须要建立严格的“防火墙”机制，以防止利益冲突和潜在的道德风险”。我们认为这样的观点非常中肯，资管部门的利益回避机制对于“买方投顾”的发展非常必要，“买方投顾”乃至财富管理部门不应该成为资产管理部门的输血站和附庸者，需要严格保持在策略、产品和激励的独立性。事实上，在过去大资管时代下，“前店后厂”的财富管理模式已经暴露出部分风险，不管是否要发展“买方投顾”，保证财富管理部门的独立性都是中国金融市场走向成熟的充分条件。

但在当下金融产品的销售实务中，即便财富管理机构针对内外部产品在绩效考核上做到了“一碗水端平”，也很难杜绝其他部门对于财富管理部门的影响。比如证券公司向投资者推荐的私募基金在这家证券公司做交易，除了财富管理相关费用以外，销售产品本身还会带来交易佣金收入；比如商业银行向投资者推荐某款公募基金时，可能这只公募基金的托管银行就是这家商业银行，这些财富管理以外的交易，在一定程度上或多或少会影响到财富管理机构/部门的产品推荐的独立性。因此，在这个视角下，财富管理机构需要向投资者披露的，或许不仅是产品的“表面”费率，还应该涉及和产品有关的其他相关交易，例如是否托管、是否在该平台执行交易等等，这样才算是真正的清晰透明，才能“水至清则无鱼”实现买方立场。

3.2.2.财富管理机构怎样才能把“投顾”服务做扎实？

（1）认识投资者：充分的、前置的 KYC。

当基金投顾征求意见稿发布时，不少机构发出了不同声音，在完成 KYC 之前，不能展示组合业绩，该如何给客户推荐这项服务呢？我们认为这种不同声音恰恰是中国财富管理市场不成熟的一种体现，而基金投顾业务在前端面对投资者，如果还是使用业绩展示那一套老方法，其本质和公募 FOF 的营销并无差别，客户的服务体验也无法得到有效提升。这次的征求意见稿是对基金投顾业务试点中暴露出各种问题的积极回应，基金投顾乃至“投顾”本质是一项针对投资者的财富管理服务，它不应该以产品的形态早于 KYC 而存在，否则基金投顾又会回到“卖方销售”的老路。

我们以为，一次扎实的“投顾”服务必须以充分的 KYC 作为开始，在深度了解投资者需求的前提下展开资产配置，才是“买方投顾”的本意。在这个过程中，KYC 需要从风险测评、投资者基础信息收集、过往投资经验等三个方面做系统性的收集，对比目前大多数财富管理机构把 10-15 个简单问题当做 KYC 的实践看，中国“买方投顾”在 KYC 端依然有很长的路要走。

（2）“投顾式服务”是一个闭环：能够实现从咨询到配置落地和检视跟踪等一套完整的流程体系。

投资是逆人性的，财富管理也不例外。投资者需要的是从咨询方案开始后的有效执行，以对抗人性，“买方投顾”机构需要建设的是从 KYC 开始的 CRM 系统和接入财富管理机构的大类资产配置观点，依托相关的策略和数量化模型帮助投资者匹配最适合的财富管理方案，并在执行后定期进行观点修正、配置比例调整和再平衡工作。“投顾式服务”通过客观的系统、数据和模型，不仅是投资者面对市场震荡后人性反复的对抗，更是对理财经理行为的有效监督，确保财富管理机构的正确观点得到有效传递。

但可惜的是，大部分财富管理机构在执行“投顾式服务”还更多停留理财经理的“人治”层面，缺乏系统的有效支撑。发展“买方投顾”，系统先行，任重道远。

（3）做好“投顾”需要坚持专业先行：专业的投研能力和资产配置系统非常重要。

过去三年，越来越多的“家族办公室”如雨后春笋般出现，许多在商业银行有过一定工作经验的基层理财经理也纷纷“改旗易帜”，成立自己的“家办”。这里面，有财富管理的从业者希望改善行业生态的心情可以理解，但财富管理背后的投研和资产配置工作本来就是一项门槛很高的工作，在没有足够的专业能力做支撑，盲目去实践“买方”，其造成的负面损失可能要大于专业的“卖方销售”模式。

我们眼中的“投顾式”服务，其核心是专业的投研系统，实现策略专业、选品专业和配置专业，但考虑到部分小型财富管理机构自建投研和产品团队的难度较大，我们认为可以充分借鉴美国等成熟金融市场的经验，依托蓬勃发展的 TAMP 机构，以 TAMP 平台提供的投研、产品和资产配置方案的输出，结合财富管理机构对于投资者的有效理解，为其量身定制专属的资产配置方案。

“买方投顾”对于当下的“投顾式服务”提出了更高的要求，“顾”的形态可以非常多样，但归根结底，只有有了“专业”的加持，“买方投顾”才能获得更大的生命力。

在探讨“买方投顾”的过程中，我们发现不同金融机构可以发挥其不同的专业禀赋，在未来更广阔的财富管理生态中找到属于自己独特的定位，拥有海量投资者的商业银行可以积极转型“买方投顾”，专业能力更强的证券公司、基金公司则有望在专业投研和资产配置服务上获得自己的份额，而技术能力更强的互联网企业也可以充当那个“卖铲子的人”，同前两者相互合作、相互增益。

3.2.3.厘清“卖方销售”、“卖方投顾”与“买方投顾”三种不同的财富管理业态

综上所述，我们认为未来真正的买方投顾式财富管理机构需要兼备“买方”与“投顾”的七大标准：

（1） 绩效提取方式：向买方收费；

（2） 员工激励模式：投资者、理财经理和财富管理机构三者的利益统一；

（3） 开放的产品货架：全球化、全品类或全策略的产品覆盖；

（4） 客观的产品遴选：不回避自有产品，但内部资管产品与代销产品一视同仁；

（5） 充分了解客户：前置的 KYC；

（6） “投顾式服务”全程陪伴：从咨询到配置落地和检视跟踪等完整的流程体系；

（7） 专业先行：专业的投研能力和资产配置系统。

在我们探索“买方投顾”的必要要素时，其实中国财富管理行业的不同生态格局已经呼之欲出了。如果按照上述 7 个标准进行定义，我们发现很少有财富管理机构可以同时满足全部 7 个条件，许多财富管理机构都在积极向着“买方投顾”进行自我革新，但距离我们眼中那个完美的“买方投顾”，当下中国财富管理市场的参与者们依然还有很长的路要走。

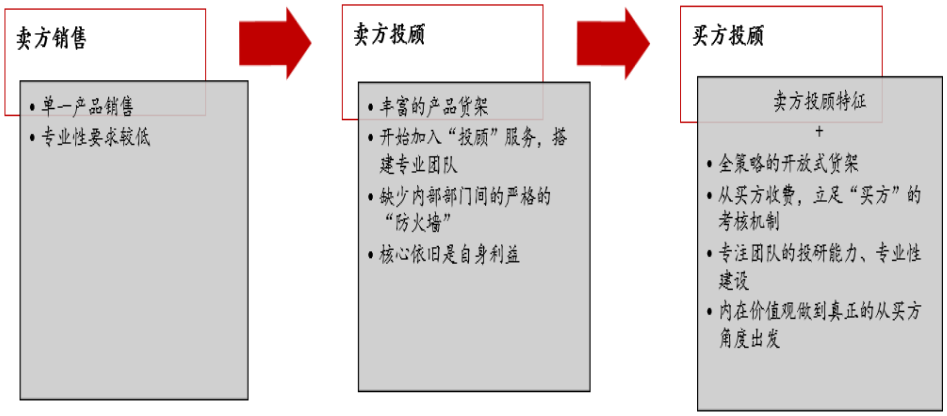
这 7 个标准中，前 4 个标准是我们对于“买方”的理解与定义，而后 3 个标准是我们对于“投顾”的理解与定义。在这个定义体系里，我们发现根据“买方”+“投顾”的定义模式，恰恰可以划分出中国财富管理行业的三个阶段。

第一阶段：“卖方销售”，财富管理机构以单一产品销售作为主要业务模式，产品货架相对单一，对于理财经理的专业性没有太多要求，专业投研对于客户经营没有显著影响，“卖方销售”模式不满足上述 7 个条件中的任意一条。

第二阶段：“卖方投顾”，财富管理机构的货架比较丰富，但自家的资管产品依然是营销的重中之重，财富管理机构收入的主要来源依然是佣金（包含公募基金的认申购费、保险公司支付的销售费用等），财富管理机构开始有意识搭建投研团队并对理财经理的专业能力有一定的要求，开始尝试使用“投顾式”服务对投资者进行服务，“卖方投顾”模式在投顾侧的能力建设已经取得一定成果，但经营的核心依然是财富管理机构的自身盈利，投资者的立场和视角尚未完全树立。目前，中国财富管理行业中活跃的大部分财富管理机构都处于这个阶段，不同的是不同机构在专业投研和系统建设上存在着差距。

第三阶段：“买方投顾”，财富管理机构拥有全策略的开放式货架，从投资者处收费，机构的收费方式和对理财经理的考核方式保持一致，拥有或可以外采专业的投研能力，并通过系统的方式固化投资者的“投顾式”服务流程。“买方投顾”相比于“卖方投顾”是立场的变化，更是财富管理机构使命愿景价值观和内在经营逻辑的变化，在目前境内的财富管理行业上，鲜有哪家机构可以全部满足。

图 241　卖方销售、卖方投顾与买方投顾三种模式的特征



资料来源：华宝证券研究创新部

从 2018 年资管新规推出以来，中国金融体系的变革也已经进行了 5 年的时间，随着时间的推移，财富管理的重要性被越来越多的金融机构所关注。“非标转标”不仅仅是金融产品形态的演进，更是与之相匹配的资金属性的跃迁，如果中国的财富管理行业不能积极地随之变革，任由投资者适当性的宏微观错配持续发展，中国的金融变革也将会受到阻碍。

我们在这里探讨“买方投顾”的定义，也是基于这种变革的一个深度思考。只有真正让投资者感受到服务立场、质量和水平的变化，才能让投资者放心地、长期地配置于资本市场，为中国金融的转

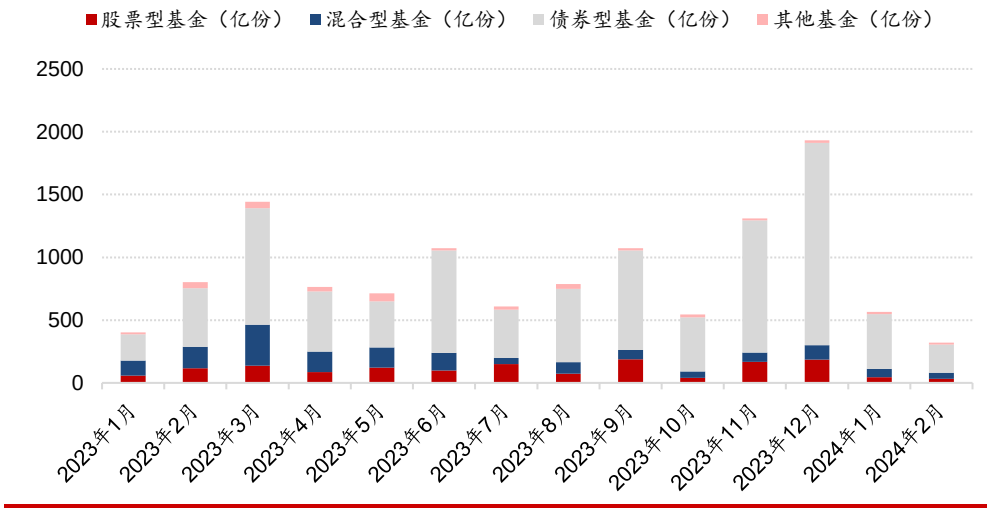
型提供重要的资金支持。当财富管理市场中有越来越多的机构都在标榜自己是“买方投顾”时，我们发现“旧瓶装新酒”、“换汤不换药”的情形其实并不少见，上文中我们对“买方投顾”进行了非常严格的定义，也是希望对这一新生力量进行正本清源，让其可以在初生伊始就获得正确的方向，进而成长为中国财富管理行业的重要支柱。

正如以上提到的 7 个标准一样，在财富管理的经营实践中做到纯粹意义上的“买方投顾”并不容易，这需要财富管理机构克制自己对于短期盈利的预期，这也需要财富管理机构股东、管理层和员工形成统一的认知，目光长远。但我们更想表达的是，对于中国的财富管理机构，相较追逐更远的目标“买方投顾”，在“卖方销售”模式盛行的当下，财富管理机构扎扎实实做好“投顾”服务本身，将“卖方销售”全面升级为“卖方投顾”，最大程度改善投资者的投资体验，更易于给此刻的中国财富管理行业带来更多的积极变化。

二、中国财富管理市场如何走出二次增长曲线？

2023 年，中国财富管理行业面临着艰巨挑战和压力。一方面，投资者收益率持续不佳导致的体验感下降，公募基金首发和持续营销的募集规模持续处于低位，投资者从非标中流出的资金并没有如我们期待的那样流入资本市场，而直接在非标转标的过程中形成了巨大的“资金堰塞湖”；另一方面，金融转型亟需财富管理的支持，越来越多的人和机构认识到财富管理这项工作作为连接资产和资金润滑剂的重要性，期待越大，对财富管理的需求就越大。

图 242　2023 年 1 月-2024 年 2 月新发行公募基金份额



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

当金融行业因为“转型需要”而把变革的关键落脚点放在财富管理上时，往往会忽视财富管理行业自身存在的各种问题。解决财富管理的各种问题，就必须把问题回归到财富管理本身，在深刻透视财富管理的方方面面后，才能求得问题真正的解，也只有这样才能正确发挥财富管理行业的功用，引导居民资金实现有价值的资产配置，从而为中国金融乃至经济的伟大转型贡献自己的力量。

在本篇报告的开始，有必要先厘清研究财富管理行业的基本方法：

（1）不能把财富管理“简单化”、“庸俗化”，进而把财富管理狭义地理解为金融产品的买卖。

在财富管理研究体系中，“财富管理”应该是一种站在居民全口径、全生命周期的综合性金融服务，它依托于金融产品销售而存在，通过产品销售和后期跟踪来增强体验和黏性。财富管理业务的开展要依托于产品销售而存在，但财富管理服务的广度和深度要高于产品销售。从这个角度看，对于国内财富管理行业的研究和分析，也必须要跳出金融产品销售的古早范式，以金融产品为基础，站在更广的视角，把更多资产之间此消彼长的互动纳入到财富管理的研究体系中来，才能形成对于行业的完整视角。跳出金融产品的狭窄框架去重新理解财富管理乃至整个金融产品市场，也许我们才能发现问题真正的症结。

（2）对于财富管理行业的研究，需要兼顾“短期视角”与“长期视角”，才不会产生认知偏差。

2018 年的资管新规开启了国内金融生态的重大变革，彼时投资者还停留在“非标和刚性兑付”的认知中，但财富管理行业在行业生态的变迁中，迎来了一场剧烈的转型。在政策和市场的驱动下，海量的财富管理资金从以银行理财和信托为代表的非标资产，向资本市场进行迁移。

但当我们观察或研究这个“短期冲击”时，不应该忽视的是，在这个变化的背后，是国内财富管理行业乃至金融产品生态长期积存的历史性问题。例如，当探讨投资者对于具有波动性的净值化产品接受度不高这个问题时，我们总会习惯地把这一现象和资管新规落地时间尚短进行关联，以为随着时

间的推移，财富管理市场就会自然而然地过渡到净值化时代。但在这个“常识”下，我们却忽视了千年以来居民的资产配置本就倚重以钱庄为代表的类银行金融机构和不动产投资，当下的变革所要挑战的是中国社会文化千年的积淀，我们需要扭转的不是一种阶段性变化，而是根植于社会的共性问题。也正是因为此，在认识到当前财富管理转型的这一艰巨性历史使命后，我们在报告的最后提出“多位一体”的系统化解决方案，而不是简单地把转型的阶段性压力归咎为某一机构或某一行业的推动不利。

（3）研究财富管理行业乃至整个金融行业的变迁，不能脱离实体经济的变化。

在金融行业的长期演化中，金融已经成为实体经济中重要的组成部分，它既为实体经济的成长提供血液，也为经济的发展提供有益的润滑。但站在财富管理研究的视角，此刻金融与经济的协同性愈发重要，金融源于经济，也根植于经济，实体经济转型的一举一动都将深刻影响到金融行业的制度构建，同样的，对于财富管理行业亦是如此。

从这个角度看，财富管理的转型是有迹可循的。当实体经济正在从以房地产为代表的经济模式向高科技牵引的新产业集群转型的过程中，金融乃至财富管理的模式也必将出现根本性的变化。在重资产的房地产经济模式下，以抵押作为增信的类银行金融模式是最佳选择。而在当下，高科技的经济模式呈现重投入、轻资产的格局，更需要股权融资和资本市场予以加持，“非标转标”是金融行业变革的表象，而实体经济那只“看得见的手”才是推动金融转型的关键力量。

在 2023 年的财富管理市场中，我们也无数次看到类似的场景，高喊着缺资产的投资者，再度把资金配置到属于“旧时代”的金融资产或经过估值优化的产品模式中来，在“后资管新规时代”依旧迷恋着“刚性兑付”的味道。我们认为，全面拥抱净值化是当下财富管理的唯一选择，也是金融顺应经济变革的保驾护航，而在面对资产波动时，在更大的范围中更广泛地分散资产进行多元化资产配置是熨平风险最重要的手段。

财富管理更应该积极顺应政策的导向，不仅是非标转标带来的金融产品赛道的强弱势变化，还是金融服务实体所带来的金融产品变化，以及更远的充分利用金融工具（如慈善信托）积极参与国家层面的“三次分配”，这些都是财富管理发展的远景路径图上可以预期的事情。

这也是我们研究财富管理的重要目的，只有厘清了其背后的逻辑，才能跳出短期的市场变化和情绪扰动，找到最终的方向，从而为投资者和财富管理机构在市场趋势的反复波动中寻得最优解。

1.中国财富管理市场面临的四大矛盾

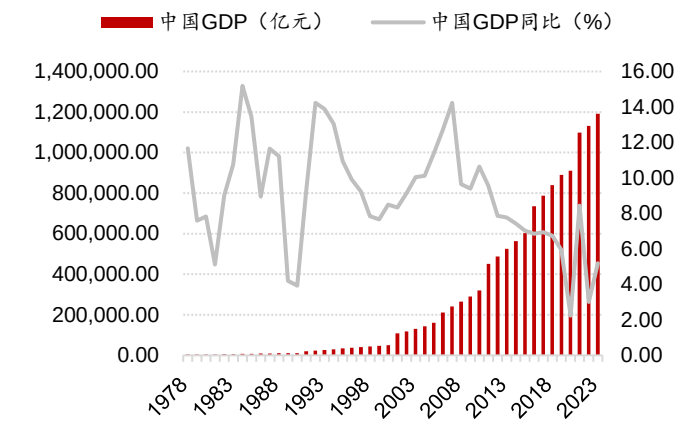
回看 2023 年，我们认为国内的财富管理行业目前面临着四大重要矛盾：

1.1.投资理念端：偏向于债权投资的财富历史与急迫的非标转标之间的冲突

新中国成立初期，为尽快提升经济和综合国力水平，我国开始实行计划经济体制，由国家制定经济计划，以国有企业和集体经济为主导，通过调配资源实现经济发展。由于此时社会资源主要由国家财政统一配置，财富管理发展有限。因此相较于全球，尤其是一些发达国家的发展进程，我国财富管理行业起步较晚，从 1979 年改革开放至今大致可以分为五个阶段：金融市场恢复时期（1979-1984 年），财富管理发展准备时期（1985-2003 年）、财富管理萌芽时期（2004-2008 年）、财富管理刚性兑付时期（2008-2017 年）、财富管理净值化时期（2018 年至今）。

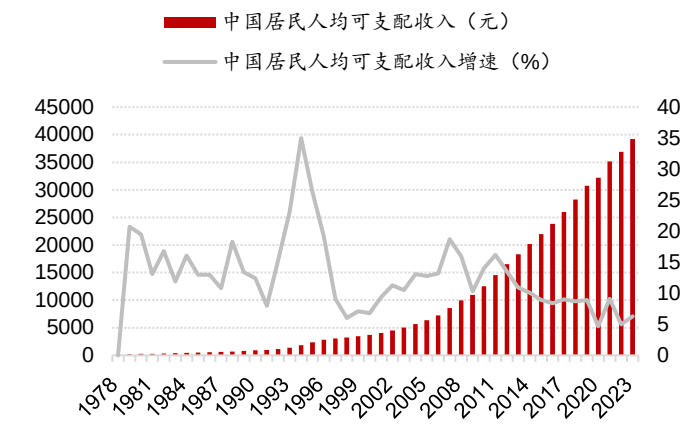
1978 年十一届三中全会拉开了改革开放的序幕，直接带来了经济的快速发展，在 GDP 持续增长的同期，居民财富累积的绝对值也在飞速增长。

图 243　1978-2023 年国内 GDP 及同比增速



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 244　1978-2023 年居民可支配收入及增速

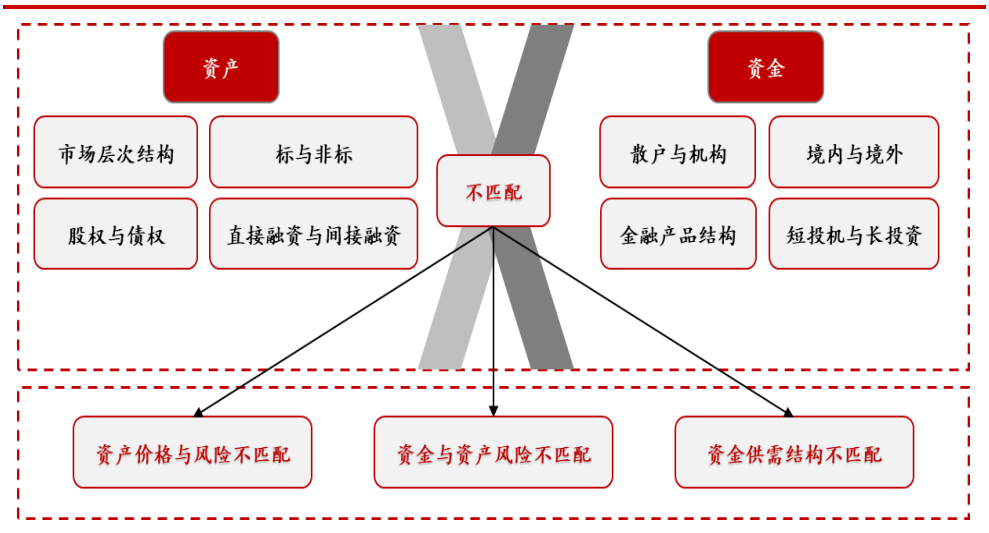


资料来源：Wind，《中国统计年鉴》，华宝证券研究创新部

2008 年金融危机后，以“四万亿”为代表的宏观政策让经济快速回暖，但也让房地产和非标融资双轮驱动的经济格局第一次走上了台前，形成了助力经济成长的重要力量。一方面，金融机构通过各类非标产品为地方政府、房地产企业和小额信贷机构进行输血，从而对房地产产业链的方方面面进行支撑；另一方面高速增长的广义货币让房地产类相关资产收获了良好的收益，两者之间形成了稳定的相互强化，造就了财富管理历史上的“黄金年代”。而以“刚性兑付”为主要特征的非标产品成为了这个年代金融产品与财富管理的主要对象，财富管理行业呈现“高收益、高流动性和低风险”的特征。

在非标的影响下，财富管理行业已经出现扭曲，我们将其称为“三大错配”。错配主要体现在三方面：一是资金风险偏好与资产实际风险不匹配，占资金供给绝大比重的低风险偏好资金投向了大量隐含高信用风险却具备刚兑属性的资产。二是资金结构供需不匹配，资金供给多为短期性、投机性，但资金需求多为长期性、价值性。三是资产价格与内在风险不匹配，体现为财富管理市场存在着大量不符合市场逻辑的低风险高收益资产。

图 245　财富管理行业“三大错配”



资料来源：华宝证券研究创新部

以非标为主导的财富管理乃至金融格局极大强化了这种错配，非标的规模越大，这种错配所带来的扭曲或失衡就越严重，当其越过金融市场的临界点后，带来的负面冲击也会越大。

从国内金融市场的深层次矛盾看，资管新规的意义在于修正“三大错配”所带来的各种问题，但积习难改，随着时间的推移，解除错配所带来的影响也在财富管理市场中不断展开。一方面是从非标资产中流出的资金在 2019-2021 年 A 股行情的加持下，加速流入资本市场，以卖方销售为主导的财富

管理行为模式又助推了资金筹码在资本市场中高位堆积，投资者的体验在后续的震荡环境中极度不佳，导致资本市场的资金结构严重失衡；另一方面是具有“刚性兑付”特征的资产依然被许多投资者所青睐，资产管理机构要么通过寻求制度空间在估值方法上进行操作，要么在城投债类资产上持续加码，部分资产管理机构所谓的“非标转标”不过依然是在“非标的边缘”中寻找制度套利的空间，甚至在2023年爆出了个别私募证券基金用虚假净值和庞氏骗局来营造“稳稳的幸福”，这个市场中依然有许多资产管理机构用“伪净值化”来继续迎合投资者的需求。

受到上述两股趋势的影响，财富管理市场出现了非常不好的“示范效应”，积极转型的“真净值化”投资者收获了净值的浮亏，而抱着刚性兑付想法的投资者却获得了市场的“奖励”，这既反映了市场定价的非理性，也对财富管理市场更长期的有序发展构成负面的影响。

但在这里，我们更想表达的是，国内投资者在漫长的历史上对于不动产和“固定收益”类产品的投资由来已久，财富管理市场的转型绝非一朝一夕之功，冰冻三尺非一日之寒。当我们试图解决“非标转标”的问题时，往往会忽视这个问题背后的长期历史性因素，这些长周期的问题杂糅在此刻的金融变革中，会让监管层面的系统性工程量几何级数地增长。而对这个问题的忽视，恰恰让许多人忽视了财富管理市场向未来演进的难度，以至于越来越多简单化、教条化的建议不断出现：“只要发展某项业务，就能促进财富管理快速转型”，对于这种毕其功于一役的思考，我们认为是欠妥当的，更是缺乏解决问题的实操性的。

正因为此，在洞悉这一现实的背景下，我们会更加呼吁，在解决财富管理行业面临的各种问题时，绝对不能低估这些问题背后的长期性与艰巨性。这些问题的解决从来不是金融体系中单一个体可以承担的，需要监管、机构和从业者形成“三位一体”的合力长期经营，才能得到根本性的扭转。关于这个问题的解决策略，在第三章节中会有重点陈述。

在转变的过程中，需要特别提示的是“空间维度的同步性”，即需要在金融监管、财富管理机构和理财师三个视角同步进行积极的变革，才能有所成果，三者相互关联相互影响，缺一不可；另一方面也需要再度重申变革中“时间维度的先后性”，无论是监管、机构和个体的变革，都是一个需要不断演进的时间序列，我们无法从卖方销售直接跳跃到更高的买方投顾层面，同样任何一次变革也无法解决财富管理的全部问题，任何机构都需要在不断迭代中总结经验提升模式，财富管理行业的整体性经验需要积累，每一个个体对于新事物和新方法的接受也需要时间，不可也不能一蹴而就。

1.2. 金融机构端：在财富管理业务上，金融机构与金融牌照不匹配之间的冲突

在这轮金融变革中，财富管理的重要性不断提升，但把财富管理作为一个独立行业或赛道研究的机构却屈指可数。如果跳出狭义行业研究的角度去看待财富管理，就会发现我国财富管理的市场由于缺乏系统性研究而导致的割裂已经非常明显了。

在国内财富管理行业中，商业银行的零售和私行部门是服务客户最重要的主力，券商、信托、三方财富围绕商业银行、以各自的特色形成了财富管理服务和市场的有效补充，构成了这个大的生态系统。当我们站在财富管理行业的顶层视角去审视这些参与机构时，会发现由于监管分割所带来的各种问题，让财富管理市场出现了非常明显的割裂感。在“产品为王”的非标时代中，不同监管体系下的金融机构呈现了不同的强弱势关系。截至2022年末，依然有银行理财子公司通过估值优化的方式来平滑自身产品的净值，以迎合投资者对于“稳健”的需求，而这种行为显然构成了财富管理市场的不平衡。

由于监管的分立，财富管理市场长期建立在一个高低不平且优势不均的生态环境中，市场的效率和行为也因为这种现象而出现扭曲。庆幸的是，资管新规以及其后的一系列配套文件大幅度拉直了各类金融机构和各种金融产品的监管差异，在投资方向、运作管理上进行了极大的对齐，财富管理市场中来源于机构监管的制度红利已经在慢慢消散，市场不断趋于扁平化。

金融产品监管的盲区在不断减少但依然存在。2023 年《私募投资基金监督管理条例》出台，标志着私募基金正式纳入金融监管的体系，同年 11 月，磐京、瑜瑶和汇盛的净值造假问题，说明了私募基金距离真正地被有效监管还有一条很长的路要走。特别值得关注的是，以磐京为首的几家关联公司以量化投资为外壳，行“庞氏骗局”之实，部分非标转标的投资者顺应趋势进行财富配置却遭受无妄之灾，对于财富管理市场的非标转标起到了一个不好的示范效应，更值得财富管理生态中的每一个参与者警醒。

国家金融监督管理局的挂牌成立，标志着中国金融乃至财富管理行业监管规则的进一步对齐，但站在当下的视角，在财富管理牌照和财富管理功能不匹配的情况下，依然有三个重要的事项需要解决：

1.2.1.基金投顾的试点工作，商业银行缺位

2019 年 10 月，证监会启动基金投资顾问业务试点，在过去四年的时间里，基金投顾业务完成从 0 到 1 的起步。根据证监会数据显示，截至 2023 年 3 月底，共有 60 家机构纳入基金投顾试点，服务资产规模 1464 亿元，客户总数 524 万户，10 万元以下个人投资者占比 94%。基金投顾作为典型的、具有买方投顾特征的财富管理牌照，在其 2019 年试点时就获得了市场的极大关注。但四年后基金投顾 1464 亿的规模，在公募基金市场 27 万亿的市场规模中可谓是沧海一粟。

在长达四年的试点过程中，早先被纳入试点的三家商业银行，最终并没有参与其中。不得不说，这是基金投顾业务发展过程中最大的遗憾。中国财富管理市场中最大的主体、也是最需要基金投顾牌照的机构在这个过程中完全缺位，这对于我们认知基金投顾现有实践规则的有效性和适用性，都存在着极大的影响。

特别需要关注的是，无论是证券、基金还是绝大多数三方财富管理公司，在参与基金投顾试点的过程中，对于如何正确开展基金投顾依然存在着“定位不清”、“实践走形”的问题。首先，大部分试点机构偏重于“投”，缺乏对于“顾”的理解与实践，站在投资者的视角看基金投顾，和 FOF 产品并无本质的差别，这同试点机构自身客户数量有限有较大关系；其次，对于“顾问式服务流程”的认知存在缺陷，在投前的客户风险测评、用户画像以及服务匹配上，也存在简单化的倾向，距离成熟金融市场“千人千面”的投顾产品特征，还有较大差距；最后，基金投顾服务在试点过程中只能配置公募基金，与财富管理市场多资产、多赛道并行的现状不匹配，基金投顾覆盖的底层资产缺乏更广泛的普适性。

2023 年 6 月的《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》中，监管部门针对试点过程中暴露出来的各种问题进行了积极的修正，无论是将私募基金纳入到基金投顾的范围中，还是把 KYC 强制于投顾组合业绩展示前，都是对试点过程中暴露出来问题进行的有益修正。但基金投顾距离真正意义地践行“买方投顾”以引领金融行业的变革，甚至是走向全口径的“财富管理买方投顾”还有很长的路要走。特别是以成熟金融市场中的买方投顾（RIA）作为参照对象，在基金投顾体系不断完善的过程中，还需要持续在以下四个方面不断施加努力：

首先，基金投顾应该跳出公募基金的藩篱，真正具备全市场选品的能力。将私募证券基金纳入基金投顾是制度不断完善的第一步，后续将其他具有资管属性的银行理财、券商资管和信托资管等产品纳入投顾服务的体系是“基金投顾”走向广义化的重要一跃。这个趋势背后不仅是基金投顾服务的变化，更是监管机构对于“资管产品”统一监管的重大变化，需要不同监管机构的有机协调，任重道远。

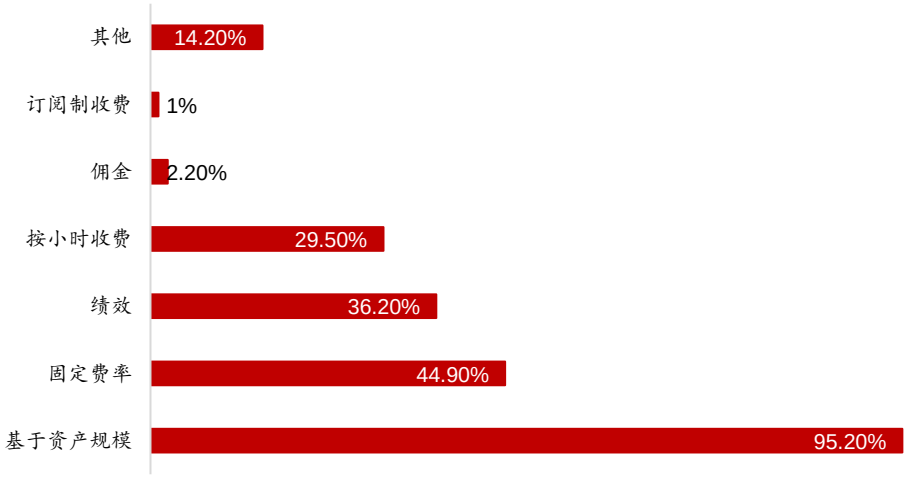
第二，基金投顾需要真正把“顾问式服务”落到实处，形成从 KYC 到资产配置再到投后管理的系统化闭环服务。在这个过程中，需要基金投顾严格落实 KYC，并依托信息系统和投研模型形成千人千面的资产配置服务；同时也需要基金投顾部门在提升自己狭义“顾”（通过内容进行陪伴式服务）的能力时，更加注重广义“顾”的能力，在投后绩效分析、资产配置再平衡、客户资产定期检视等“规定动作”中不断完善，实现真正意义的“投顾”。

第三，我国目前的基金投顾牌照发放集中在传统证券类金融机构上，不仅商业银行无法直接参与，也缺乏类似美国财富管理生态中 RIA 的有限合伙形式，过高的准入门槛降低了参与主体的多样性，对于“买方投顾”在更大范围的实现构成了制约。

以美国买方投顾市场为例，有超过 70.2%的 RIA 机构属于管理规模在 10 亿美元以内的小型机构，组织形式也多为有限合伙的形式，这类机构的存在不仅是对财富管理买方投顾生态的一种丰富，因其小机构的身份，商业目的也变得更加纯粹，为客户在财富管理市场中选择服务机构时提供了更丰富的选择。根据 IAA 数据显示，截至 2022 年底，美国 RIA 机构累计服务客户资产规模超过 114.1 万亿美元，其在美国的财富管理市场中已经成为一股不可小觑的力量。从这个角度看，基金投顾在完成本轮征求意见后，可以尽快转常态，并推动相应牌照在财富管理机构的广泛发放；将牌照发放给那些能够真实接触到客户、真正在做客户服务和管理的财富管理机构。特别优先向商业银行、第三方财富管理公司发放牌照，在后续条件成熟的情况下，增加有限合伙等模式，允许有专业能力且有一定资金实力的个人参与到这个牌照的系统化建设中来，实现“百花齐放”。

最后，基金投顾的收费方式可以进一步多元化。目前试点中基金投顾的收费方式为根据资产管理规模收取一个固定比例的“投顾费”，对比成熟金融市场的经验，我们认为可以进一步强化投资顾问与委托人之间的利益关联，考虑在目前的收费模式下增加“根据组合表现收取业绩分成”、“年度订阅费”等方式，甚至可以允许多种收费方式在一个投顾服务中并存，弱化投资者对于“额外付费”的不好体验；投顾服务的“隐性”收费可以在降低基金管理费和尾随佣金的大趋势下，实现“重赏之下必有勇夫”的效果，在不影响投资者收益和体验的前提下，鼓励更多金融机构尽快完成向基金投顾服务的转型。

图 246　美国注册投资顾问不同收费模式占比（2022 年）



资料来源：IAA，华宝证券研究创新部

注：表中仅统计单种模式出现的比例，由于同一家 RIA 机构会采用多种收费方式，该项数据加总可能会超过 100%

1.2.2.在“家族办公室”业务中，私募证券基金被理财师作为发展家办业务的实践载体，与其投资的专业属性相冲突

资管新规后，我国财富管理市场呈现出一定的“碎片化”趋势，部分理财师从传统的头部财富管理机构中走出，以“家族办公室”为名义，开设了自己的财富管理服务机构。在这个趋势中，有三点需要关注：第一，所谓的“家族办公室”侧重于投资管理和资产配置，对于传承、保障等家族事务能够提供的服务相对有限；第二，这些“家族办公室”多以私募证券基金为载体，理财师通过自己成立

或“挂靠”其他私募基金，设立自己的私募基金产品，以 FOF 的方式帮助客户下投各类资产（底层资产又以私募证券基金居多）；第三，相比于境外面向超高净值客户的家办，境内的“家办”更聚焦在 5000 万以内的财富管理客户，以“家办”的外壳行财富管理投资顾问之实。（在这个章节中，我们讨论的“家族办公室”不包含超高净值客户家族自己所设立的内化家办）

“家办”业务的发展带动了财富管理行业的多元化，但我们也应该看到这个模式背后的问题，特别是这些“家办”通过私募基金来实现客户资产的委托投资，这种牌照错位带来的监管风险是亟需关注的。我们认为“堵不如疏”，应该客观认知独立理财师存在的合理性，并通过赋予对应牌照的方法予以监管和引导。

随着 2023 年 7 月《私募投资基金监督管理条例》的发布，私募基金第一次被纳入中国证监会的监管体系中来，但私募基金高达 2 万多家的管理人、多达 15 万只的私募基金产品，都让监管机构面临着巨大的监管压力。站在资产管理生态的角度看，私募基金需要进行“供给侧改革”，大幅度降低无效或低效供应。可以预见的是一方面大量专业能力不足、投资能力不强、存续规模不大的私募基金管理人将会退出这个市场；另一方面那些不恰当使用私募基金牌照的行为（如借用私募基金牌照行财富管理之实）将会被纠正，从而让私募基金回归投资的本源。

在这两种力量的推动下，广义的财富管理投资顾问牌照势在必行，这既会对财富管理生态多元化形成积极的贡献，也会让从属于私募基金这个赛道的非必要功能（例如“家办”）剥离，从而达到正本清源的效果。

从生态构建的角度看，我们认为金融生态的制度构建应具备体系性和前瞻性，上述提及的财富管理投资顾问绝不是一个独立的树木，如何平衡灵活与专业，让这些机构在获得合法化的身份后，同样具备足够的专业性，是需要生态构建提前布局的。在这个变化中，类似于境外成熟金融市场的全托资产管理服务平台（Turn-key Asset Management Platform，简称 TAMP）将会脱颖而出，值得关注的是，部分境内机构已开始进行前瞻性布局，如盈米成立了啟明事业条线明确专注 TAMP 业务。在具备更强能力的专业加持下，“家办”有望在未来的财富管理生态中获得更快的增长速度。

1.2.3.定融销售：非金融机构行金融之实，监管缺位，风险暴露

2023 年是资管新规发布后的第五年，但金融产品的各类风险依然在持续暴露，中植和海银的暴雷让我们意识到虽然资管新规的过渡期已经结束，但非标年代所积存下来的风险并没有真正完成释放。金融产品的净值化转型基本完成，但财富管理生态是一个庞大的森林，在阳光没有照射到的地方，依然有一些不合理的现象在发生。

中植和海银案件对于财富管理行业最重要的启示是，法无禁止皆可为的粗放式经营时代彻底结束，财富管理全面进入持牌经营、合规经营的新阶段，持有不同牌照的财富管理公司在何种范围中开展经营，而理财师该选择什么样的机构服务自己的客户，成为了财富管理行业内需要思考的新课题。在这个过程中，部分不适格的财富管理机构将会快速出清，而后续监管部门对于持牌机构在资本侧、经营侧的监管力度也会进一步加强。

中植和海银案件对于高净值客户的财富管理或许是一道难以愈合的伤疤，这两起案件涉案金额之大、涉及投资者之多，超过了过去几年信托非标资金池暴雷金额的总和，由于这两家资金池底层涉及不少坏账和低效率资产，后续清偿的难度预计不小。无论如何，这两个案件最终的处理，对于高净值客户继续投资风险资产，预计会形成一定心理阴影。

在这个时间点，站在宏观财富管理的视角，更应该用积极的态度去看待这两个案件，特别是风险事件发生后的一段时间，往往是最好的投资者教育时机，监管机构可以考虑联合财富管理机构抓住这个时点，构建一套宏观（监管）、中观（财富管理机构）和微观（理财师）“三位一体”的投资者教

育体系，在情绪最低潮的时候帮助投资者建立正确的理念，既是对微观情绪的有效疏解，也是营建财富管理行业长期正确理念的必要动作。

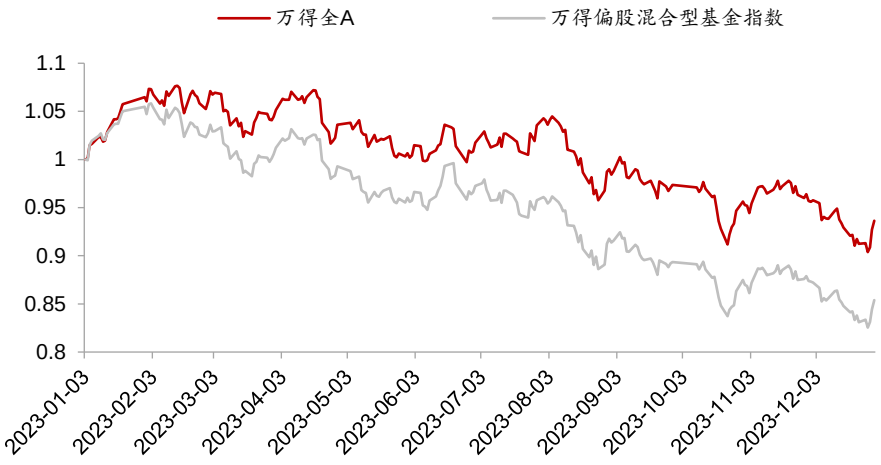
1.3.资产遴选逻辑：机构资产荒与产品遴选逻辑的变化

站在广义财富管理更宏观的视角，我们会发现国内金融产品的逻辑也在发生着快速的变化，非标转标是表象，但转标背后的居民财富管理资金流向，也正在深刻的改变着财富管理市场的“经营逻辑”。

非标转标后，部分财富管理资金从非标溢出，流入到以资本市场为主的净值化产品中来。从静态看，流入的巨量资金会间接提升资本市场估值；但动态看，资金的流入却加剧了资产管理行业的内卷，造成了超额收益的下滑。从 2021 年以来，伴随着 A 股市场走出震荡态势，以公私募基金为代表的金融产品出现了普遍意义的超额收益回落。

以公募基金为例，代表着公募基金平均水平的万得偏股混合型基金指数相对于代表全市场的万得全 A 指数的超额收益率持续下滑，在市场缺乏明显主线且快速轮动的趋势下，公募基金经理很难找到稳定的超额收益来源。截至 2023 年 12 月 31 日，万得偏股混合型基金指数跑输万得全 A 指数 8.25 个百分点，我们在 2023 年 9 年 5 日发布的报告《为何主动权益基金会跑输被动指数？兼论基于低抱团视角的基金遴选策略》中，对主动权益基金跑输被动指数的现象进行了细致的解读，总的来看，主动权益基金跑输的原因主要在于其持仓结构、持股特征和当下市场主基调有所偏离造成的。从公募基金持股行业的角度来看，公募基金重仓板块如食饮、医药表现不佳，而公募基金低筹码板块如传媒、通信等有显著超额收益；从公募基金持股特征的角度来看，主动权益基金超额暴露的高成长、高盈利因子在 2023 年以来表现不佳；另外，在“弱现实”的背景下，A 股历次抱团行情所依赖的业绩爆发难以形成，主题行情较为盛行。

图 247　2023 年万得全 A 与万得偏股混合型基金指数变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在货币持续宽松的背景下，保险产品的预定利率、非标信托预期收益率的中枢都在过去一段时间快速下滑，在金融产品的低风险投资谱系中，这些产品相对于基准利率的超额收益同样在快速回落。

2023 年，我们保持同商业银行财富管理部门、保险资管产品遴选部门的高频次沟通，发现在超额收益不断下滑的大背景中，越来越多的机构陷入了产品遴选的困惑。“产品荒”是许多机构反复提及的，过去被证明有效的、以收益率为主的基金遴选因子失去了往日的效果，“明星基金经理”的效应不断衰减甚至呈现了翻转的态势。

超额收益衰减是金融产品侧的变化，但它却改变了财富管理机构或部门的生态。在过去，财富管理机构习惯于通过引入具备超额收益的资管单品（比如非标），将其定位为“爆款”进行重点推荐，在产品销售的同时实现高净值客户的引入和培育，这个模式简单易行，但其本质依然是典型的“卖方销售”。谁拥有了“爆款产品”，谁就站在了财富管理的制高点。但当超额收益消失后，财富管理的经营也必然向客户体验聚焦，“买方投顾”将成为越来越多财富管理机构的选择，选择以指数基金或 ETF 为主的策略性产品，在资产配置的基础上帮助投资者定制属于自己的资产配置方案将成为重要的服务手段，从 KYC 到资产配置到再平衡，财富管理经营的精细化也必然会提上日程。

从“卖方”走向“买方”，金融产品市场也在发生着颠覆式变化。一方面是在金融服务实体的政策主线下，监管引导公募基金主动下调各类费用，从管理费、交易佣金到认申购费，为投资者留存更多的收益；另一方面，金融产品也在进行着从主动管理向被动管理的迁移，以指数基金和 ETF 为代表的低成本金融工具逆势崛起，在公募主动权益基金规模萎缩背景下，2023 年 ETF 规模一举突破 2 万亿，相比 2022 增速超过 30%。

表 158　公募基金降费三阶段

阶段	参考文件	重点内容	改革成效
阶段一	《公募基金行业费率改革工作方案》	1、降低主动权益类基金管理费率至 1.2%以下； 2、降低主动权益类基金托管费率至 0.2%以下； 3、探索浮动费率公募产品。	1、除了部分 QDII 产品外，现存公募基金管理费率、托管费基本在 1.2%、0.2%以下 2、首批 20 只浮动费率基金正式成立
阶段二	《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定(征求意见稿)》	1、合理降低公募基金交易佣金费率水平； 2、降低证券交易佣金分配比例上限； 3、强化基金管理人、证券公司、基金托管人内部制度要求； 4、明确基金管理人层面信息披露内容和要求。	进行中
阶段三	/	规范公募基金销售环节收费	文件尚未发布

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

全球范围的投资经验表明，机构投资者获得收益的主要来源是资产配置，而低成本的 ETF 和指数基金是较好的资产配置工具之一。我们有理由相信，在即将全面开展的资产配置时代，国内指数基金和 ETF 或将迎来规模的快速扩张。随着 2023 年 7 月 8 日证监会发布公募基金费率改革工作安排，各家公募基金也响应号召主动降费，主动管理类基金费率的下调也将会使得公募基金更加关注以 ETF 为代表的指数基金产品开发。而还需关注的是，根据成熟金融市场的经验，在公募基金费率整体下降的背景下，越来越多的基金公司会选择在投顾业务上发力，从而形成财富管理端新的供应。从这个角度看，国内的公募基金在 A 股市场相对低位时大力布局投顾业务，多元化丰富收入来源，也是应对未来市场和监管变化，持续做大做强的一条重要路线。

在这些因素的共同驱动下，财富管理机构的产品遴选逻辑经历了从“看业绩”到“看基金经理”再到“看策略”的缓慢变化，特别是随着明星基金经理效应的不断衰减，财富管理机构的产品遴选逻辑被颠覆。

在这里，我们针对“明星基金经理效应”做一个简单的数量化研究。我们以年度收益排名和基金规模作为界定明星基金经理的标准，对 2019 年以来明星基金经理的历年表现进行了统计。结果表明，在市场风格延续时，前一年的明星基金经理往往在当年表现仍然较优，而当市场风格发生剧烈变化或者投资范式被颠覆时，前一年的明星基金经理往往在当年表现靠后。

回顾2019年以来的权益市场，我们不难发现，A股的投资范式发生了颠覆性的变化。在2019-2020年，核心资产一路上涨，不论是消费、医药还是新能源都保持了稳定的成长，造就了大量的百亿明星基金经理，我们筛选出的明星基金经理中有67%的基金在2020年的表现处于前40%的水平，明星基金经理的业绩具有较好的持续性。2021年，A股市场行情一改此前多年核心资产占优的风格，低估值周期股进入市场的视野，景气投资初现峥嵘，在这一年部分看重估值的价值风格的基金经理同样表现不俗，明星基金经理业绩持续占比不足50%。2022年在多变的国际局势和宏观背景下，周期板块再度站上了风口，价值风格的基金经理凭借其防御属性表现相对较优，景气投资逐渐走向失效，市场风格的变化使得不少明星基金经理的投资风格无法匹配当年市场，明星基金经理业绩持续占比下降到了29%，业绩反转占比提高到了44%。截止2023年上半年，在较弱的宏观经济环境下，以TMT为代表的产业主题投资、小微盘投资、防御性的红利低波策略成为了股市中位数不多的亮点，但自2022年以来的防御策略仍然有效，明星基金经理业绩延续性的指标有所改善。

表159　明星绩优基金业绩延续性

	业绩持续占比	业绩反转占比	业绩变异度
2020年	67%	10%	0.26
2021年	41%	35%	0.32
2022年	29%	44%	0.29
2023年（截至2023/06/30）	39%	28%	0.28

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：明星基金定义为在主动权益型基金中年初规模大于5亿元且年度收益率排名市场前10%的公募基金。业绩持续占比为前一年绩优基金当年业绩落入前40%区间占比，业绩反转占比为前一年绩优基金当年业绩落入后30%区间占比，业绩排名变异度为前一年绩优基金当年业绩排名分位数标准差。

具体数据测算来自于华宝证券研究团队2023年10月23日发布的报告《暗潮汹涌下积蓄的力量》

明星基金经理效应随着市场主线的调整而出现起伏，这个现象背后依然是金融变革深化后，金融产品市场超额收益不稳定的一种正常表现。当非标转标后，超额收益全面衰减，资产优选的逻辑不可避免要让位于资产配置和资产轮动，财富管理机构也从“向α要收益”走向“管理β获取必需的收益”进行过渡。

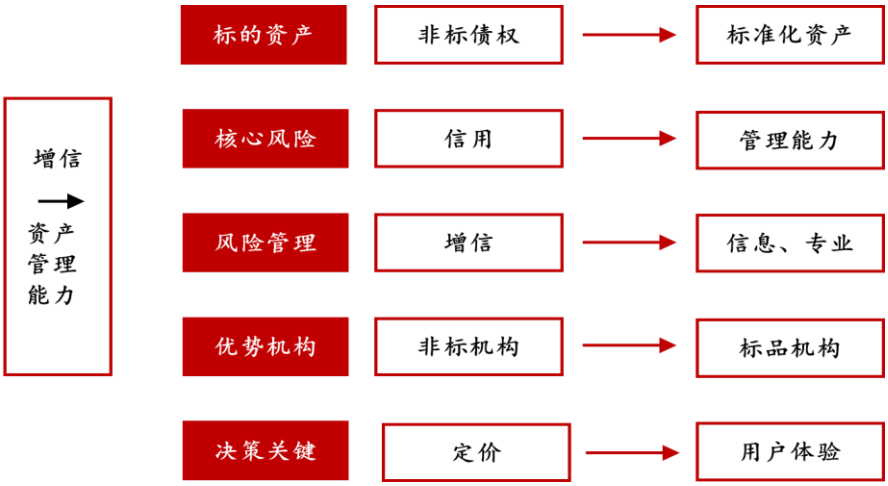
在这个模式迁移的过程中，财富管理机构经营理念必须要顺应趋势，放弃“产品为王”或“收益为王”的旧式思维，全面走向搭建从宏观、策略再到产品策略匹配的经营范式，“选基金经理”让位于“选策略”，公募基金乃至整个金融产品的工具属性大幅度提升。这不仅对产品创设机构提出了新的课题，更将对财富管理机构专业的投研和配置能力提出更高的要求，要求财富管理机构加强专业投研框架和能力的建设，而更重要的是强化财富管理机构对于专业研究的重视，专业将成为财富管理市场决胜的关键以及财富管理机构的门面。

而另一方面，由于自建投研的成本相对较高，出于成本层面的考量，部分中小型财富管理机构在未来可以将投研服务外包。以成熟金融市场为例，在财富管理生态中存在着大量TAMP机构（如嘉信、ENVESTNET等）为中小型机构输出投研、系统（估值、清算）等服务，通过赋能的方式助力中小型财富管理机构达成低成本的优质运营，实现双方的合作共赢。在未来财富管理演变的路径中，TAMP机构也将成为未来财富管理专业经营过程中的许多机构的必然选择。

回到财富管理和金融产品生态的大视角看，金融产品超额收益的衰减，不仅带来了财富管理机构遴选逻辑的变化，更是财富管理机构经营“强弱势态”的更迭。在非标时代中，大型金融机构凭借着资本、品牌和销售能力的优势，以锁定“优质资产额度”的方式，在“得产品得天下”的财富管理生态中获得了更多的竞争优势；但当超额收益的下降变成一种普遍现象，任何机构都无法从产品遴选中获取优势地位后，财富管理行业必将呈现“扁平化”的趋势，财富管理机构的因为“体型”问题而带

来的竞争差异将会越来越小，小而美的财富管理机构将会以更高的几率出现在财富管理行业中，财富管理百花齐放的格局将不再是梦想。

图 248　财富管理机构经营势态变化



资料来源：华宝证券研究创新部

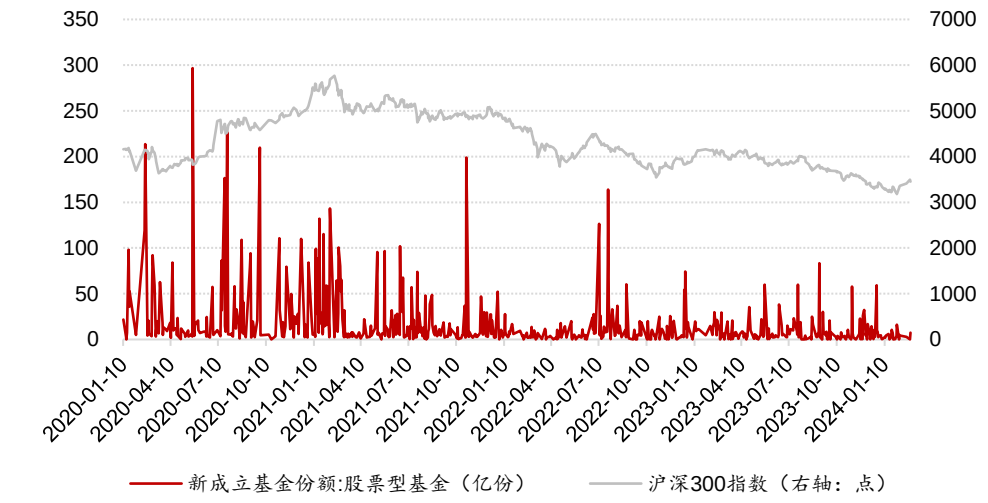
1.4.财富管理销售侧：投资者投资体验不佳与资本市场缺乏新资金的冲突

2021 年，当大盘成长股的快速上涨趋势陷入停滞后，高位入场的公募基金投资者就开始了漫漫的等待，在过去三年的时间里由于缺乏赚钱效应，投资者投资体验严重不佳；而这个事情的另一面，是信心受挫的投资者不愿在资本市场继续新增资金，导致转型期亟需资金支持的资本市场缺乏新的活水，市场持续震荡。

收益不佳是表象，这个冲突背后的真正根源还是财富管理“卖方模式”盛行所派生的各种问题。通过数据可以看到，公募基金的首发规模和资本市场表现高度相关，一方面说明投资者追涨杀跌的情形广泛存在，资本市场的赚钱效应是激发投资者热情的最主要方式；另一方面则是财富管理机构通过极致的“卖方模式”在积极顺应投资者的人性，助长了投资者的追高行为。

财富管理的行为模式也引致了国内资本市场资金筹码的高度集中，在高位堆集的大量资金，在后续市场震荡的环境中，造成了投资体验感差的现实；而较差的投资体验则影响了本应流入资本市场的新资金，使得资本市场的后续资金持续处于疲软态势。从这个角度我们再来审视，可以看到财富管理行业之于资本市场乃至整个金融市场的重要性进一步提升，如果无法捋顺财富管理的各种问题，甚至纵容财富管理的各种问题被进一步放大，将会对金融行业的变革与发展构成负面冲击。

图 249 新成立公募基金份额（股票型）与沪深 300 指数（2020.1-2024.2）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部，数据截至 2024 年 2 月 28 日

要改变“卖方销售”模式，需要对其深度了解。我们认为，在财富管理行业中长期居于主导地位的卖方销售模式，具有以下的典型特征：

（1） 在生态模式上：财富管理机构和理财师的收入，同产品销售行为产生交易佣金高度相关，客户同财富管理机构的利益背离。

（2） 在产品遴选上：财富管理机构擅长通过“首发”和“爆款”产品吸引投资者。这个模式背后是对于追涨杀跌的放任，财富管理机构充分迎合投资者的情绪价值，进而实现销量和收入的最大化，而情绪的高点通常会迎来快速的行业翻转，投资者赚钱的概率较低，投资体验不佳。

（3） 在人员建制上：财富管理机构习惯通过广泛招聘的方式来扩张产能，在高净值客户存在于理财师“私域”（即高净值客户同理财师保持较高频的联系，财富管理部门很难在短期内直接获取客户）的大背景下，这个模式可以带来客户和销量的快速增长，从早年的三方财富、信托到证券公司，莫不如此。

但伴随着卖方销售模式带来的问题反噬财富管理机构，在产品模式变革等多种力量的驱使下，越来越多的财富管理机构也在进行主动的变革，买方投顾等概念成为不少财富管理机构乃至资管机构对外宣传的重要口号。这是一个积极的信号，依托于新模式新方法来对既有的财富管理模式进行变革，将会在不同程度改善投资者的投资体验，最终推动资本市场乃至金融生态更大的发展。但财富管理销售模式的变革不应该只停留在口号或者噱头上，“新瓶装旧酒”对行业有损无益，不论是基金投顾还是其他具有买方投顾特征的服务模式都具有其特定的内涵和方法，在第二章节的第一部分我们会进行展开，来具体分析下买方投顾如何在中国财富管理市场中落地实现。

上面千条线、下面一根针，这是研究财富管理最大的难题，各种相互关联的事情看似独立，但却又在各种情景的推动下交织在一起，对我们提出财富管理行业改善优化的方案造成了极大的困难。第一章节提出的各种问题，在背后都有同样一个重要的线索在发挥着作用，我们认为对于我国的财富管理行业，目前最大的根本性问题在于金融变革的长期问题叠加非标转标带来的短期冲击，这种相互交缠让所有的问题都非常复杂。

正是基于上述思考，我们认为对于财富管理行业的变革，需要同时兼顾长期治本和短期治标，两者相辅相成，不可偏废。

2.中国财富管理的未来之路

2.1.全方位重塑财富管理生态，打造适合未来、具有中国特色的财富管理新模式

从全球财富管理发展情况来看，尽管真正意义上的财富管理最早起源于欧洲，其发展壮大却在美国，而美国的财富管理市场中重要的一环则是投资顾问制度。自 1940 年诞生以来，美国的投资顾问行业不断成长完善，也形成了具有特色的买方模式，助推财富管理行业进一步发展。

随着《私募投资基金监督管理条例》的发布，游离在监管视野外的金融产品越来越少，越来越多的规则被对齐，套利空间消失殆尽，财富管理行业营造新生态的“基本盘”已经初步奠定。

2.1.1.正本清源：参与财富管理服务的机构落实持牌经营

重塑财富管理行业生态，最重要的第一步就是落实持牌经营，专业的金融机构对应专业的牌照，避免不同性质的机构套用牌照从事其他性质的金融服务（例如前述提及的“家办”利用私募基金牌照进行财富管理类相关工作），金融机构回归本源属性，也将有助于不同行业内部经营的专业度持续提升。持牌经营还应包含对于牌照资格的严格管理，在新的金融生态中，“劣币”一定要及时被驱逐，通过牌照禁止和破产等手段，对劣质机构进行出清，让金融机构和财富管理行业形成“气正风清”的格局，从顶层设计上控制资本玩家、套利者的进入。值得关注的是，部分金融行业中已经出现了供给远大于需求的现实，以私募基金行业为例，无论是私募证券基金还是私募股权基金，都呈现了管理人数量多，尤其是小管理人、低效管理人数量多的特征，新一轮金融行业的“供给侧改革”可以在特定领域及时展开，抓大控小，把每个赛道的头部公司视为系统性重要机构，进行重点监管，而针对行业中的长尾则需要不断提高存续管理的标准，提升行业的保有标准，逐渐出清。

此外，针对牌照管理，更应该构建不同监管部门的横向联动，特别是财富管理领域的各种问题，往往呈现跨界跨行业的特征，对监管的协同提出了更高的要求，或设立专属的协同部门，或高频联动，及早发现、从严治理、杜绝金融乱象，为财富管理行业长期的稳健发展提供保驾护航。

2.1.2.专业先行：财富管理从业者的持证经营势在必行

财富管理从卖方销售向买方模式转型，不仅需要财富管理机构在产品遴选、激励方式等方面进行积极变革，更需要理财师提高自身能力，以适合未来财富管理需求的视角躬身入局，财富管理的具体执行和服务体验才能得到更好的落地。

早在 2010 年前，AFP/CFP 的考试认证体系就已经得到了众多银行机构财富管理部门的关注，部分财富管理机构将 AFP/CFP 资格作为对外招聘和人员晋升的重要资格，甚至部分机构会通过内部补贴的方式来鼓励理财师完成对应的资格认证。但在财富管理全面进入非标年代后，财富管理逐渐呈现了销售为王的结果导向，导致财富管理行业对于专业资格认证的热情逐渐消散，直到目前，我国金融体系中有证券从业资格、基金从业资格等官方认证资格体系，但财富管理行业依然缺乏一个有公信力、被大多数机构所采纳的资格准入考试和认证，对于关注度不断提高的财富管理行业来说，不得不说这是一个很大的遗憾。

我们认为不应该过分教条地看待资格认证带来的效果，它无法通过一门考试一劳永逸地解决财富管理行业的各种问题和冲突，但资格考试和持续认证背后对于专业的认知和追求，会在一定程度上改善资源为上、销售为上的格局。回首过去几年的各类产品暴雷事件，不仅有部分资本玩家长袖善舞的力量，更有基层的理财师们缺乏对于专业的敬畏和理解，“奋不顾身”地火中取栗，从这个角度看，理财师的职业理想和知识体系是中国财富管理行业走向正规的必然之路，他既是财富管理机构发展新模式的重要立足点，也是帮助投资者们建立正确认知的重要一环。

因此，我们建议在现有官方从业规范（《金融从业规范 财富管理》中国人民银行，2021.12.29）的基础上，进一步完善，尽快形成官方的财富管理从业考试和认证体系，让财富管理行业的准入具备一个相对合适的门槛，淘汰一批能力显著不足的从业者，同时强化财富管理持证人员的再教育和日常管理，让资格认证考试不再流于形式。

2.1.3.财富管理行业呼唤新的理念和模式：买方投顾

在 2023 年 9 月发布的研究报告《从美国注册投资顾问的过去、现在看中国财富管理买方投顾的未来》中我们提到，买方投顾是财富管理行业走向成熟的重要标志，目前构建全新的、符合市场未来方向的买方投顾新生态，是重构财富管理生态的重要契机，一方面是传统的财富管理机构，急于同过去的卖方模式进行切割，希冀以新模式来改善同投资者之间的关系并形成新的客户信任，另一方面是旧有的卖方模式财富管理将会面临着超额收益和交易费用的下滑，卖方模式能够获得的经营空间被不断收窄，从交易佣金向投顾费转型，势在必行。

值得关注的是，越来越多的财富管理机构提出买方投顾的远景目标，但买方投顾究竟该如何实现，却并没有统一的官方或公认的观点。在 2023 年 10 月发布的报告《财富管理中的买方投顾模式该如何落地？》中，我们将“买方投顾”拆解为“买方视角”和“投顾服务”，并从这两个不同的角度中提炼出 7 个基本要素，其中前四条从“买方视角”出发，后三条侧重于对“投顾服务”进行定义，供关注财富管理和买方投顾的机构和从业者比对与探讨。

第一，收费方式与收入结构的变化：向买方收费才能真正实践“买方投顾”，在这个变化中可以借鉴美国买方投顾的部分理念，重点发展“按照资产管理规模收费”、“固定费率”、“按照绩效收费”和“按小时收费”四种模式。

第二，理财经理激励方式的变革：“买方投顾”追求投资者、理财经理和财富管理机构三者的利益统一。

第三，打造开放式的产品货架：“买方投顾”应实现全球化、全品类或全策略的产品覆盖。

第四，产品遴选的客观性：不回避自有产品，但内部资管部门的产品费率（代销费率和理财经理的激励水平）不应存在与其他代销产品的显著差别。

第五，做好认识投资者的前期准备工作：充分的、前置的 KYC 是买方投顾服务开始的重要前提。

第六，“投顾式服务”应该是是一个闭环：能够实现从咨询到配置落地和检视跟踪等一套完整的流程体系。

第七，做好“投顾”需要坚持专业先行：专业的投研能力和资产配置系统非常重要。

2.1.4.财富管理转型路线图：在“重要”和“紧急”两个维度中规划出未来的路线图

财富管理不是一个独立的行业，财富管理的功能横跨不同的金融行业和金融产品，进而相互影响相互交织，任何一次针对财富管理行业的变革都是牵一发而动全身。站在机构的角度看，向更深层次的财富管理模式迈进，需要做的事情很多，如何在相对有限的时间和资源中，更有效的做出变化，用较小的投入换来立竿见影的效果？我们建议从“重要”和“紧急”两个维度中寻找平衡和未来的方向。

在“重要”和“紧急”两个维度中，毋庸置疑的，“重要且紧急”是所有财富管理机构最高优先级投入的战略方向，我们认为通过服务模式变革来形成牵引效果是最佳方案，在这个逻辑体系中，通过引入基金投顾或具有买方投顾特征的服务系统来改善客户体验、改善机构理财师和客户之间的生态，对于机构建设来说具有很高的性价比。

在“重要且紧急”的问题被落实后，我们建议财富管理机构将重点放在“重要但不紧急”的事情而不是“紧急但不重要”，关注财富管理部门长期能力的建设，而不是把精力过度投入到其他方面（诸如客户投诉等），在这个方向上，财富管理团队的专业性培训是重中之重，一方面在市场低位时逆势加强相关专业培训提升理财师的专业能力会起到事半功倍的效果；另一方面也可以通过投研服务外包的方式，选择具有 TAMP 属性的机构定制专属的投研、策略和输出内容，更快捷地提高财富团队的服务能力。

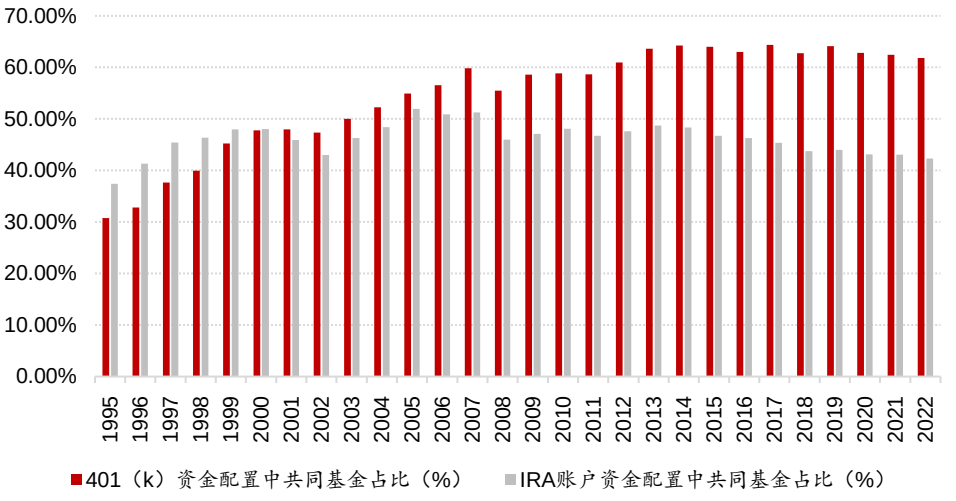
2.2.合理引导普通投资者的长期资金进入资本市场，是财富管理生态的另一条重要战线

在前面我们提到了我国金融行业存在的“三大错配”，其中影响最大的错配就是资金结构供需不匹配，财富管理的资金供给多为短期性、投机性，但金融市场资金需求多为长期性、价值性。尽管近年来我国监管部门一直致力于推进资本市场生态结构不断优化，积极引导中长期资金入市，但目前我国中长期资金在资本市场占比仍有不足。根据 2023 年 8 月证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问中表示，目前，中长期资金持股占比不足 6%，远低于境外成熟市场普遍超过 20%的水平。

以金融市场发展较为成熟的美国为例，近 15 年来，其核心的长期金融资产代表养老基金位于股票机构投资者之首，占总市值 20%以上，已成为核心金融资本之一。目前，美国养老基金计划的主要形式包括以 401（K）为代表的企业年金计划及个人退休金计划（IRAs）。

401（K）计划源自美国 1978 年《国内税收法》新增的第 401 条 K 条款，是一种由雇员、雇主共同缴费建立起来的完全基金式的新型养老保险制度。与我国企业年金类似，401（K）由企业自主发起并选择账户可投资的金融资产，员工可以根据自身情况自愿决定是否参加，并依据自身风险偏好等自由决定账户内金额的投向。企业和雇员的缴费以及由投资所产生的收益均免税，只在领取时征收个人所得税。目前，401（K）计划可投资于股票、基金、年金保险、债券、专项定期存款等多种金融产品，雇员可以自主选择养老金的投资方式。

图 250　1995-2002 年美国 401（K）与 IRA 账户资金配置中共同基金占比

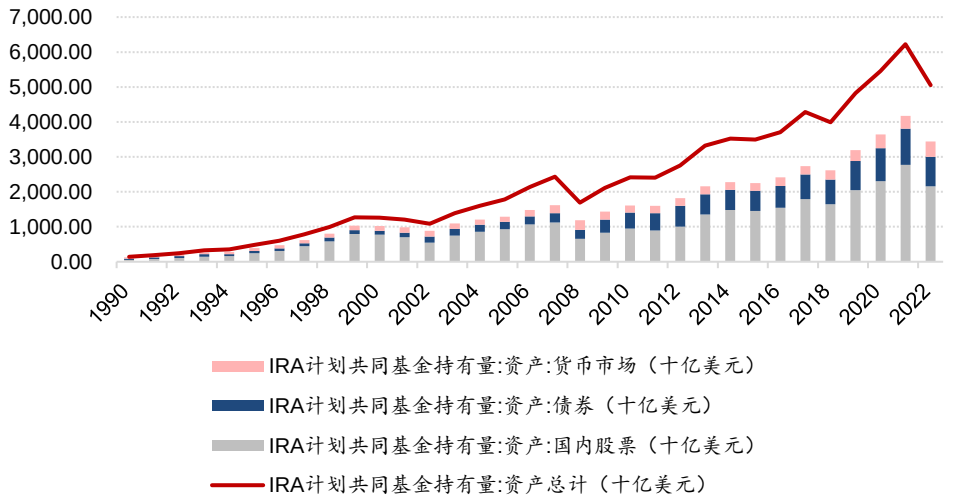


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

IRAs 账户则起源于 1974 年美国国会颁布的《雇员退休收入保障法案》，该法案允许个人在金融机构建立个人退休账户，缴费部分及账户收益全部延迟纳税，开启了传统型 IRAs。而随后 1978 年颁布的《纳税法案》、1986 年颁布的《税收改革法案》和 1996 年颁布的《小企业工作保护法案》，分

别规定了简易员工养老计划（SEP IRAs）、工薪减税简易雇员养老计划（SRA-SEP IRAs）和员工储蓄激励匹配计划等三种不同类型的 IRAs。1997 年颁布《税赋缓解法案》，启动建立罗斯 IRAs（Roth IRAs），实行 TEE 的税收优惠模式，即在缴费环节缴纳个税（T），在投资收益及领取环节免个税（EE）。

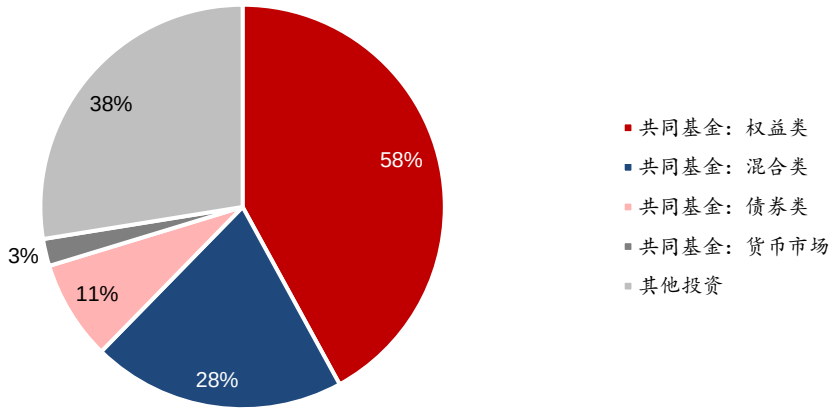
图 251　1990-2022 年美国 IRA 账户不同类型共同基金持有量情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在优惠税收政策的吸引下，401（K）和 IRAs 逐步发展推广，私人养老金资产规模的大幅增长也为美国共同基金和资本市场提供了长期的资金来源，成为了资本市场的压舱石，推动着美国股市的稳定良性发展。

图 252　2022 年美国 401（K）账户投向占比



资料来源：ICI，华宝证券研究创新部

近年来，为优化资本市场资金结构，我国各监管部门也在持续推出各项政策。自 2018 年以来，国内便开始积极为推进个人养老金制度发展做铺垫，如开展税延商业养老保险及养老理财产品试点等。2022 年 4 月 21 日《关于推动个人养老金发展的意见》的发布，标志着我国个人养老金制度正式落地；6 月 24 日《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》征求意见，个人养老金政策体系进一步完善。伴随监管的推动，我国中长期资金入市情况也有所改善。根据人社部数据显示，截至 2023 年第三季度末，养老基金委托投资合同规模超过 1.64 万亿元，较 2020 年同期 1.1 万亿元增长 49%。根据国家金融监督管理总局公布信息，截至 2023 年第三季度，保险资金运用余额 27.18 万亿元，同比增长 10.8%。其中，投资股票和证券投资基金为 3.48 万亿元，占比 12.80%。

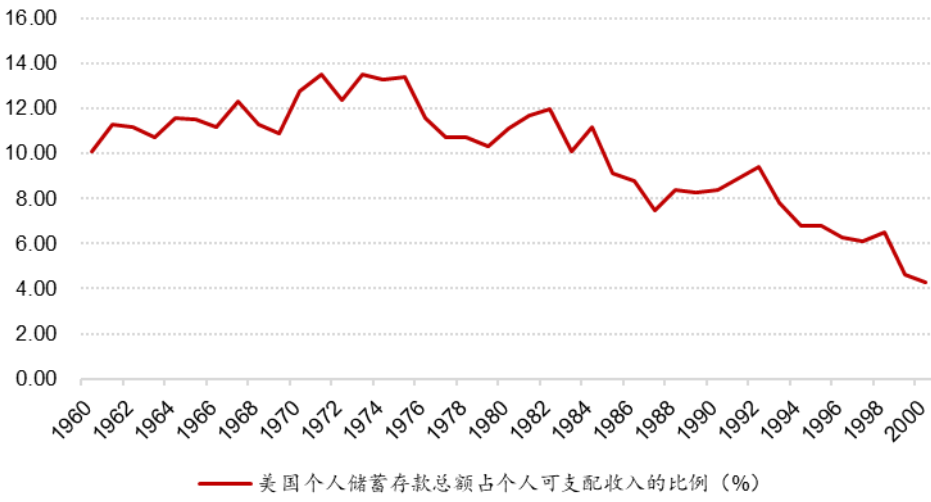
然而，相比美国等成熟金融体系的中长期资金占比，我国长期资金入市比例仍有不足，资本市场结构有待优化。根据中国证券登记结算公司 2023 年 8 月的统计数据显示，我国证券市场投资者人数量合计 22,141 万户，其中 99%为自然人，资金规模的结构虽然相比于过去有所改善，但自然人投资者规模占比依然偏高。而过多的自然人投资者，难免会带来市场资金的短视化，从而引发不理智的“追涨杀跌”行为等现象，加剧了资本市场的波动。另一方面，保险资金配置股票和基金的比例仅有 12.91%，大量企业年金由于委托期限越来越短也更加短期化，长期投资占比较低，虽然商业化个人养老金体系已经全面启动，但相较于美国，我国对于个人养老金税收激励优惠政策的力度还有待提升，基于账户的配套投顾类服务也仍需进一步健全，以更好的鼓励养老金、保险等中长期资金入市。

在 1978 年美国 401（K）计划大规模推动之后，其不断累积的规模给股票市场注入了大量新增资金，并迅速与股市形成良性循环，道琼斯和纳斯达克综指均迎来了大幅上涨，为美股带来了长期的牛市。除了直接增量资金外，美国社会保障制度的不断完善，尤其是 401（K）及 IRAs 账户的繁荣发展，也加速了美国居民储蓄率的下降，进一步将资金引导至资本市场。

图 253　1971-2023 年美国纳斯达克及道琼斯指数

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 254　1960-2000 年美国个人储蓄存款率变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

401K 和 IRAs 账户的成功经验告诉我们，财富管理绝不是狭义的产品销售，在监管部门和财富管理机构的共同努力下，改善资金的供给结构，优化财富管理资金的投资期限，也是财富管理行业中非常值得关注的一个方向，而对于刚刚从“高收益、高流动性和低风险”的非标资产走出来的境内投资者和财富管理市场，这个方向则具有更强的现实意义。

同样值得我们深思的是，401K 和 IRAs 账户的成功更说明财富管理乃至整个金融行业顶层制度建设的必要性。相比于基层的努力，变革期的中国财富管理市场更需要全面的制度建设。特别是许多政策都带有“长期经济、短期不经济”的特征，如果没有监管或者官方的强制推动，很难在追逐短期利益的商业机构间进行推广，也正是因为此，无论是这个章节所提到的商业化个人养老金，还是后面提到三次分配下的慈善信托，都需要在监管部门的协调下，通过税后优惠引导或强制推动的方式来实现，方能迅速完成非标被推到后的“破而后立”。

2.3.构建中国特色的投资者教育体系，快速更新投资者对财富管理与金融产品的认知体系

非标转标背后是金融逻辑和生态的颠覆式重构，对于财富管理从业者来说仍需要时间来消化，对于专业知识储备相对更加薄弱的投资者而言，这个过程就更加艰难。从非标暴雷、私募基金风险事件再到大批投资者在以雪球为代表的衍生品上出现亏损，这些案例昭示了我国财富管理行业中销售的适当性问题依然需要完善，在金融产品不断推陈出新的步伐中，什么样的产品适合什么样的投资者，监管部门和财富管理机构需要随着时代的演进而更新认知，迅速建立行之有效的产品适当性销售规则；另一方面更说明大量投资者对金融产品风险的淡漠，还是用非标年代所形成的“收益率论英雄”的思维来进行产品配置，较强的自主性和较弱的知识体系，从主观上导致财富管理风险事件的频发。

参考欧美一些先进国家金融发展历程，大众在每一轮股市暴跌及金融危机中对风险收益的理解逐渐深刻，在一次次试错中形成正确认知。损失就是财富管理行为中最真实的投资者教育。正因为此，我们的投资者教育也需要考虑进程和节奏，利用好时间窗口，在投资者损失之后加强投资者教育将会起到事半功倍的效果。

但中国财富管理市场的投资者教育现状，特别是机构输出的投资者教育，呈现出几个特点：

首先，机构内部组织架构复杂且具有盈利导向，易造成“投教悖论”。传统持牌金融机构自身组织架构相对复杂，自上而下的工作传导链条较长，任何一项工作的调整通常涉及多个不同部门或领导，往往会导致机构创新和转型具有滞后性。投资者教育作为一项受众广泛且与市场紧密相关的活动，为了达到最优效果，需要机构能够在形式和内容上都做到不断紧跟市场进行创新与探索，这种对时效性的要求和机构较长决策流程构成了直接的冲突，也是机构投教活动难以顺利高效展开的根源。除此之外，投教活动所自带的公共产品属性也与部分机构的盈利导向及经营考核压力相背离，导致投教活动短期内得不到充分的重视，机构只是被动的“响应”监管指标。这些机构与投资者教育活动出发点及本质特性的差异共同造成了“投资者教育悖论”。

其次，不同机构的合规把控尺度有差异，投教形式难以及时进行创新。我们认为合理的监管与合规限制能够从根本上保护投资者权益，然而，各家机构合规理解的把控尺度不同却导致了投资者教育的创新受到了遏抑，有些机构在落实监管要求方面重形式而忽实质，对于创新性业务内部审核与沟通流程过长，甚至直接限制。在追求时效性的互联网时代，这种过于谨慎的合规理解大大局限了投教形式的创新。如何调整现有的合规理解尺度、流程，使之在金融机构创新投教形式与投资者保护之间达到平衡是未来要解决的重要问题。

再次，从业人员易受“知识的桎梏”，投教内容缺少用户视角。金融机构负责投教工作的投资顾问、理财经理等金融从业人员本身具有金融知识，且在工作中积累了丰富的经验。然而这也使得投教

人员易受到专业知识的“桎梏”，在用语和表达上形成专业壁垒，所输出的投教内容难以具备用户视角。

最后，机构端在投资者教育方面的专业人才短缺，投教的深度开展需要配合有效的激励手段。金融机构从事投资者教育的人员不足，在传播投资者教育时，投教人员与公司利益存在分歧，缺少适当的激励措施促使投教人员高质量地完成投资者教育。一方面，从事投资者教育的专职人员比较少，2023年3月社科院金融研究所、贝塔研究院发布的《中国财富管理行业投资者教育研究报告》显示，金融机构中开展投教工作的专职投教人员仅占4.21%。另一方面，为了顺应时代趋势，金融机构在短视频平台、社交媒体开通账号传播投资者教育，然而平台账号的最终归属权在金融机构，有才能的运营人员无法直接受益于平台账号日益扩大的影响力，因而他们在输出投教内容时缺乏激励，从而影响最终的投教效果。从组织建设层面看，需要金融机构组建专门从事投教的部门或团队，并持续增加专职人员数量，专业的人做专业的事，这是投教发展的根本前提。在人员激励上，需要考虑将个人影响力扩大带来的效益在机构和个人之间作出合理分配，让投教工作人员在收入层面可以同投教行为直接关联，构建起合理的机构生态机制，才能留住人才让投教工作越做越好。

从行为金融学的视角看，投资者行为出现各种偏差并非财富管理市场独有的现实，受限于人性，在不被外力干预的前提下，投资行为出现偏差是必然的。这个现实揭示了投资者教育的艰难，同样也为当下投资者教育的重要意义做出了背书。

在金融变革已至中局的时刻，构建中国特色的投资者教育非常重要，我们认为做好未来的投资者教育，不仅在于个体层面的努力，更重要的是顶层框架的构建。从高处着手，建立投资者教育的宏观、中观和微观协作体系，形成投资者教育的正面反馈和自驱机制，才能让投资者教育摆脱简单的、条线式的发展，真正实现行稳致远。

在这个框架体系下，我们认为需要优先建设投资者教育的宏观部分。在我们长期以国有成分为主导的经济金融环境中，投资者内心深处对于官方层面的建议和指引具有更深的认可和信赖，原银保监会主席郭树清的发言就是一个极好的案例，其在2018年第十届陆家嘴论坛上告诫投资者要特别警惕非法集资，意识到高收益意味着高风险，收益率超过6%的就要打问号，超过8%的就很危险，10%以上就要准备损失全部本金，这句话虽然只是郭树清主席全部发言的一小部分，但经过媒体的发酵与传播，成为了广大投资者在“非标转标”后判断产品的重要标尺，让众多投资者免于不法机构的庞氏骗局，避免了投资损失。

因此，建议投资者教育的宏观部分由官方牵头，由金融监督管理总局安排相关机构进行统一主题的投教活动，并针对市场变动进行相机调整，在财富管理市场中形成有效的合力，提升投教的效率和成果。

在中观层面，监管部门可以考虑通过“监管评级”这个看得见的手，对相关机构的投资者教育进行落实，考虑将金融机构在投资者教育的投入人力和金额、活动次数等进行定量评价，纳入监管评级，引导金融机构对投教工作的持续投入。

在微观层面，理财师作为金融机构同投资者沟通的基层窗口，长期以来发挥着重要的投资者教育作用，做好理财师的投教培训，对于投资者教育整体水平将会有直接的促进作用。从这个角度出发，监管部门可以考虑增加财富管理领域的专业从业资格考试，从而在投教的源头上，做好服务质量和内容的严格把关。如果无法在短期内完成财富管理从业资格考试体系的搭建，也可考虑在现有的证券、基金从业资格考试中增加和投资者教育有关的内容，增加不同金融行业从业者对投资者教育的重视，将投资者教育的具体工作真正落到实处。

中国经济模式的变化也必然带来金融生态的剧变，在这个信息爆炸、政策调整纷繁复杂的时间点，投资者相比于过去任何一个时间点都更需要投资者教育。而这样的变化，也绝不是一个机构、一类机构甚至是一个金融子行业可以独立负担的，此刻的投资者教育需要的是对未来复杂形势的清晰认知。

宏观、中观和微观三者的有机合力以及从业者扎扎实实的落地，才能让中国金融在这样一轮经济变革中发挥最重要的先锋军作用，为经济长期的转型贡献自己的力量。

2.4.财富管理的国际化：走出去、引进来，关于 ESG 标准的思考延伸

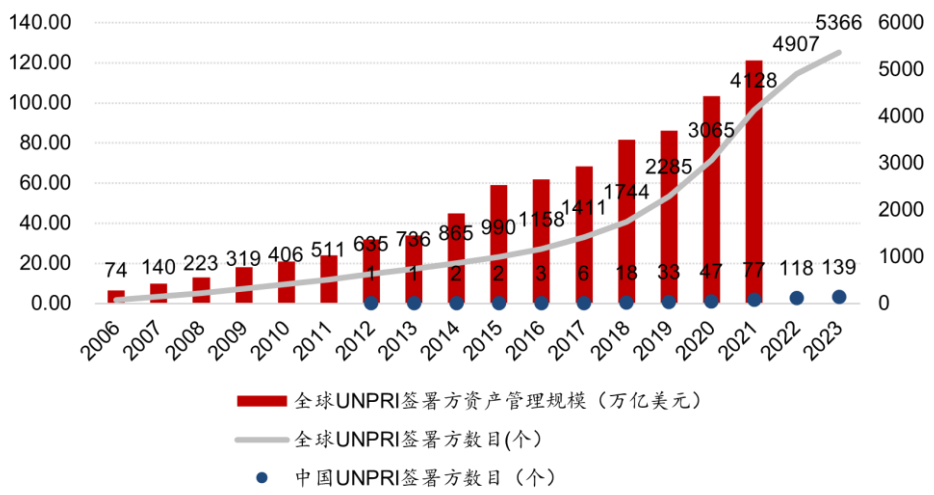
2006 年，由联合国责任投资原则组织（UNPRI）、联合国环境规划署金融行动机构（UNEPFI）和联合国全球契约组织共同提倡发布了联合国责任投资原则（PRI），提出将 ESG 三要素的投资理念纳入到政策和实践中，以降低风险、提高投资收益并创造长期价值，最终实现高效并具有可持续性的全球金融体系。自此，ESG 投资理念被作为一个整体正式推出。

随着 ESG 理念在全球范围的不断深入，我国的公募基金行业也在引入 ESG 理念对现有的底层选股逻辑进行优化，目前境内和 ESG 有关的公募基金主要分为固定收益类和权益类，其中权益类又分为 ESG 主题基金和泛 ESG 主题基金。ESG 主题基金的投资策略需要同时覆盖 E（环境）、S（社会责任）和 G（公司治理）三方面因素，而泛 ESG 主题基金的投资标的只需覆盖 E、S、G 中的任意一到两个因素。截至 2024 年 1 月，我国全市场 ESG 基金共 201 只，包括主动型 120 只和被动型 81 只。

对于 ESG 投资能否获得超额收益的争议由来已久，虽然越来越多机构将 ESG 因素纳入投资决策中，以期在长期回报上有所帮助，但在现有的研究中，并未有足够的证据证明投资于 ESG 指标表现好的公司的基金能获得显著的超额回报。尽管大众对于 ESG 实践对企业绩效以及 ESG 投资与超额收益的影响仍有争议，但近年来，随着环境保护、反垄断、疫情等问题不断被提出，ESG 主流化的趋势愈发凸显，也逐步成为全球投资界共同的话语体系。

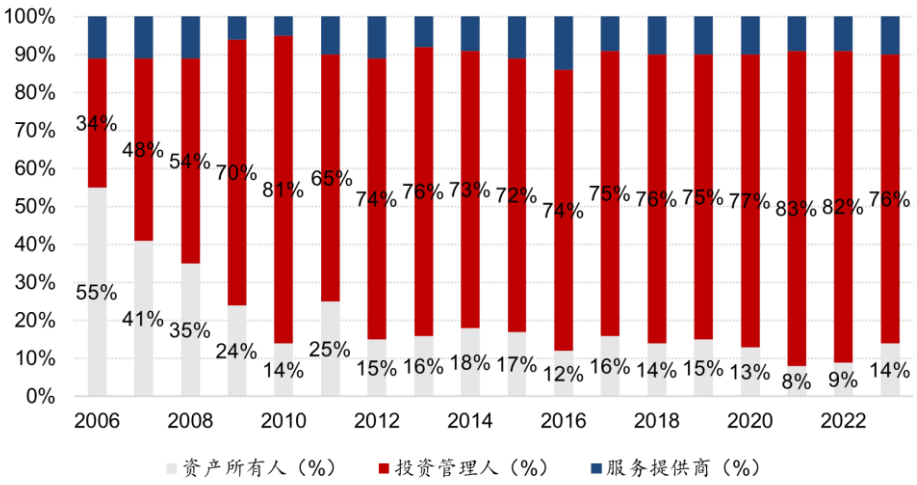
我们不能简单地认为 ESG 是一组选品因子，自 ESG 概念提出以来便得到了各国政府、资本市场、企业及三方机构等的普遍参与与推广，国内外投资机构也不断地将 ESG 因素融入投资与分析框架之中，ESG 投资逐渐成为主流投资发展趋势。从 ESG 投资市场来看，自 2006 年联合国负责任投资原则组织（UNPRI）成立以来，签署 PRI 的机构数量便持续稳定增长。截至 2023 年末，全球已有 5366 家机构签约 UNPRI，承诺将 ESG 纳入投资决策，管理资产规模超过了 120 万亿美元。从签署机构类型的分布情况来看，投资管理人总量最多，达到 4103 家，占比 76%，其次是资产所有者，占比 14%，服务提供商占比 10%。

图 255　2006-2023 年全球 PRI 签署机构数量及资产管理规模



资料来源：UNPRI，华宝证券研究创新部

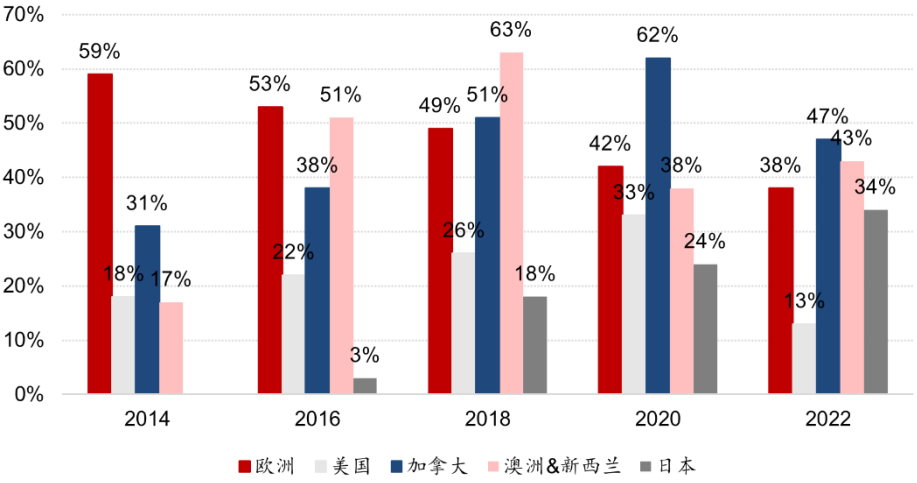
图 256　2006-2023 年全球 PRI 签署机构类型分布情况



资料来源：UNPRI，华宝证券研究创新部

除了参与 ESG 投资的主体不断增长外，可持续投资在各地区资产管理总规模的占比也日益提高。根据 GSIA 数据显示，截至 2022 年，全球可持续投资规模占总体资产规模约 24.4%，其中欧洲仍是最大的可持续投资市场，占全球整体规模的 46%。从全球五大市场可持续投资占总资管规模比例来看，尽管由于 ESG 相关新政策的出台收紧了可持续投资标准范围，并带来了占比下降，但主要发达国家的可持续投资资产规模基本超过了三分之一，具有相当重要的分量。

图 257　2014-2022 年全球五大市场可持续投资规模占总管理资产规模比重（%）



资料来源：GSIA《Global Sustainable Investment Review 2022》，华宝证券研究创新部

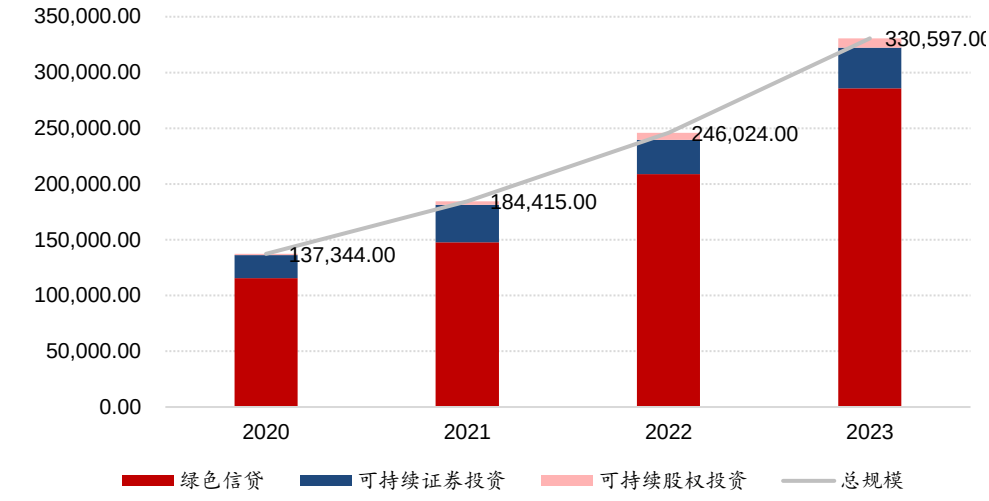
随着 ESG 投资理念越来越被资产所有人、投资管理机构的认可，全球多数投资机构的投资策略已逐步向 ESG 投资所倾斜，ESG 投资的参与机构、资产管理规模都持续增加。而如美国、欧洲等一些发展较早的发达国家市场在经历了第一轮高速增长后，对 ESG 投资也有了更深刻的认知，并开始不断完善投资体系的规范和监管建设。从全球发展历程来看，亚洲等新兴市场也会紧跟其上，迎来快速增长和制度建设。

因此，尽管对于 ESG 与投资回报、估值等方面的影响还存在着争议，ESG 投资走向主流化、常态化，并成为国际资本市场的一项新“语言体系”是发展的大势所趋。于我国而言，不管是宏观经济、投资层面，还是企业层面，积极拥抱 ESG 理念，强化本土 ESG 投资体系都应被提上日程。尤其是随着国际社会对 ESG，尤其是绿色低碳环保的重视程度的提升，以及各地区对于 ESG 披露要求逐渐严

格的趋势下，如果国内企业或投资策略不满足 ESG 标准，可能会导致对应标的与全球投资资本失之交臂。

相较海外，我国 ESG 虽起步相对较晚，但近年来伴随气候变化、疫情等因素的影响以及我国“双碳”战略的推动，ESG 投资迅速普及发展，规模不断扩大。根据《中国责任投资年度报告 2023》及 UNPRI 的数据显示，截至 2023 年第三季度，我国责任投资市场规模合计 33.06 万亿人民币，PRI 签署机构也从 2012 年的 1 家达到了 139 家。

图 258　2020-2023 年中国责任投资市场规模变化



资料来源：商道融绿《2023 中国责任投资年度报告》，华宝证券研究创新部

除了 ESG 投资实践，在制度体系方面，我国近几年也一直在不断完善建设中，并已逐步建立上市公司 ESG 信息披露政策体系。2022 年 4 月，证监会发布《上市公司投资者关系管理工作指引》，要求在沟通内容中增加上市公司 ESG 信息；2023 年上交所、深交所分别在上市规则中明确强化了对 ESG 信息披露的需求。作为社会、经济发展过程中的必然产物，ESG 走向主流是伴随经济从高速度到高质量发展过程的必然趋势。虽然我国在监管政策和资本市场层面都积极跟进国际市场的发展步伐，但现阶段在规模和规范性上仍有一定差距。

2023 年，随着全球资本市场的全面走好，全球化投资已经成为了我国财富管理市场上炙手可热的词汇，但全球化并不是狭义的“投出去”，也包含了“引进来”这个重要的动作。在引进优质的外资机构和资金进入中国市场后，不仅国内的资本市场需要建设健全自己的规则，与国际市场保持一致，以获得国际认可度，引导更多资金流入市场；对于财富管理中的企业家客群，也必须要按照 ESG 的标准对于企业进行有针对性的调整，才能在全面全球化的未来，获得更多资金的关注，获得更多机构的认可；对于财富管理机构来说，应顺势而为，主动参与建设中国绿色金融体系，加强自身核心 ESG 研究和投资能力，以更专业化的方式助力我国 ESG 建设，帮助企业家客户在传统的“家办”业务以外实现更大的价值增长。

2.5.财富管理与分配结构转型

2021 年 8 月 17 日，中央财经委员会召开第十次会议，研究扎实促进共同富裕问题，研究防范化解重大金融风险、做好金融稳定发展工作问题。会议指出，要坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕，正确处理效率和公平的关系，构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排，加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性，扩大中等收入群体比重，增加低收入群体收入，合理调节高收入，取缔非法收入，形成中间大、两头小的橄榄型分配结构，促进社会公平正义，促进人的全面发展，使全体人民朝着共同富裕目标扎实迈进。

“三次分配”试图解决的是国内社会层面分配结构的问题，但它之于金融的映射，可能要比我们能看到的更为深远。中国信托业协会与中国慈善联合会联合发布《2023 年度中国慈善信托发展报告》(本节简称《报告》)，《报告》显示 2023 年我国慈善信托总体呈现稳健发展态势。从备案单数和规模来看，截至 2023 年 12 月 31 日，我国慈善信托累计备案数量达 1655 单，累计备案规模为 65.20 亿元。其中，2023 年新增备案 454 单，比 2022 年多增 62 单；新增备案规模 12.77 亿元，较 2022 年增加 1.37 亿元。同比规模的快速增长，却无法掩饰慈善信托绝对规模的小，即便考虑到更广义的慈善基金会等社会组织，慈善类事业在国内财富管理行业中占比同样很小。

规模小、影响力小的原因，有对应机构（信托公司、基金会组织）不重视或发展不健全的原因，但更深层次的原因却是我们对于“先富带动后富、富而有德”这些观念的践行出现了偏差。中国的三次分配或慈善事业不能完全依靠税收优惠，更应该来源于先富者对于财富应用的正确认知，无论是传统的儒家文化，还是新时代社会主义对于三次分配的要求，把慈善事业作为财富管理未来非常重要的一个组成部分都并不为过。

在报告的最后，把慈善信托乃至更广义的慈善事业作为最后的结尾，我们认为是非常必要的，一方面我们在谈论“财富管理”时，绝不应该狭隘地把财富管理理解为“赚钱”和“投资”，如何合理地分配资产、运用资产，在实现“内部经济”的同时可以获得更多的外部性，是每一个财富管理从业者和高净值客户都需要认真思考的；另一方面 2023 年 10 月召开的中央金融工作会议强调要“深刻把握金融工作的政治性、人民性”，为后续金融具体工作的开展奠定了重要基调，作为财富管理从业者也必须要思考自己所在的行业和工具是否符合这样的特征？回顾已经走过的 2023 年，公募基金的降费、降佣，商业化个人养老金，财富管理服务家庭信托都是沿袭着“政治性和人民性”的路线在高速发展，它也昭示着我们，如果想在 2024 年乃至更长时间的财富管理生态中获得更多的优势和成长，就必须沿着这样的路径去不断完善和优化自己的工作。

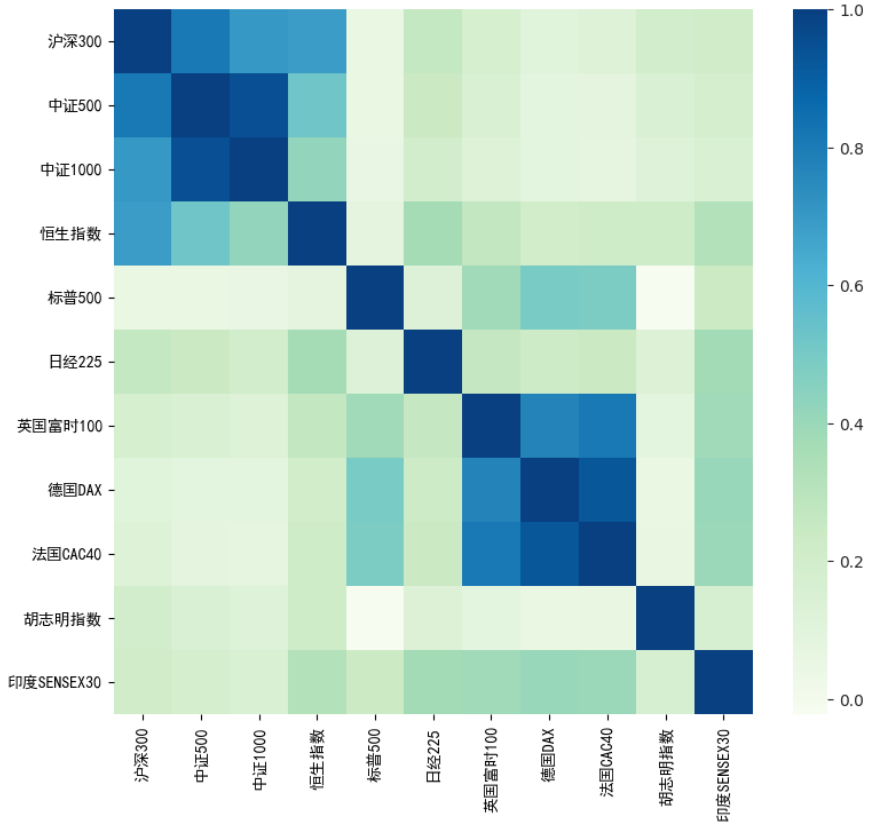
三、如何利用全球化投资，优化资产配置

1.全球化投资的意义

全球资产配置能够帮助投资者在不同地区、不同资产类别之间分散风险。不同国家和地区的经济状况、产业结构、市场发展水平各不相同。通过全球资产配置，投资者可以利用这些差异性，获取多个市场的成长机会和回报潜力。2023 年，全球市场面临着各种不确定性，如政治局势、贸易争端、货币政策等。通过将资金投资于多个国家和地区，可以降低单一市场或特定地区的风险对投资组合的影响，实现更稳定的投资回报。

全球化投资能实现分散风险、稳定投资的前提是资产之间没有显著的相关性。下图展示了全球主要股票指数 2021~2023 年的相关性热力图。青色颜色越深表示两个资产的正相关性越强，颜色越浅越接近白色表示两个资产的相关性偏弱。可以看出内地 A 股市场的 3 类主流宽基指数沪深 300、中证 500 及中证 1000 之间的相关性较强，均在 0.7 以上，最高值在中证 500 与中证 1000 之间，达 0.945。虽然沪深 300、中证 500 及中证 1000 宽基指数的成分股各不相同，但同为内地 A 股市场指数，与国内政策与经济状况等宏观因素息息相关，因此具有较高的相关性。同样，欧盟国家如德国、法国以及前欧盟国家英国的市场宽基指数之间也具有较强相关性。此外中国香港市场与中国大陆市场，欧洲市场与美国市场之间具有一定的相关性。而中国大陆及中国香港市场宽基指数与其他国家地区的市场宽基指数相关性偏低。因此，在全球不同国家与地区的市场分散投资更能有效分散风险，实现取得稳定收益的目的。

图 259　全球宽基指数相关性矩阵



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：相关性用 2021-2023 年各指数日度收益率计算而来

从全球不同国家与地区的宽基指数历年收益来看，收益存在一定的轮动效应。下表统计了中国、美国、英国、日本、巴西、中国香港、越南七个国家和地区宽基指数的历年收益率情况，并没有某个市场能在多年长期内取得稳定较高的收益，同样也没有一直负收益的市场。因此，全球化投资更具有分散组合风险的能力，在震荡市场环境中更加有吸引力。

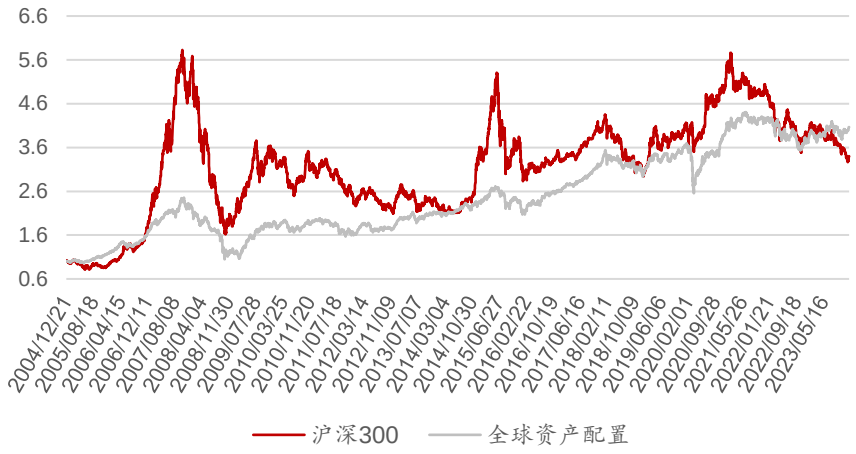
表 160　全球主要市场宽基指数历年收益率

年份	沪深 300	标普 500	英国富时 100	日经 225	巴西 IBOVESPA 指数	恒生指数	胡志明指数
2005	-7.65%	3.00%	16.71%	40.24%	27.71%	4.54%	28.51%
2006	121.02%	13.62%	10.71%	6.92%	32.93%	34.20%	144.48%
2007	161.55%	3.53%	3.80%	-11.13%	43.65%	39.31%	23.31%
2008	-65.95%	-38.49%	-31.33%	-42.12%	-41.22%	-48.27%	-65.95%
2009	96.71%	23.45%	22.07%	19.04%	82.66%	52.02%	56.76%
2010	-12.51%	12.78%	9.00%	-3.01%	1.04%	5.32%	-2.04%
2011	-25.01%	0.00%	-5.55%	-17.34%	-18.11%	-19.97%	-27.46%
2012	7.55%	13.41%	5.84%	22.94%	7.40%	22.91%	17.69%
2013	-7.65%	29.60%	14.43%	56.72%	-15.50%	2.87%	21.97%
2014	51.66%	11.39%	-2.71%	7.12%	-2.91%	1.28%	8.12%
2015	5.58%	-0.73%	-4.93%	9.07%	-13.31%	-7.16%	6.12%
2016	-11.28%	9.54%	14.43%	0.42%	38.93%	0.39%	14.82%
2017	21.78%	19.42%	7.63%	19.10%	26.86%	35.99%	48.03%
2018	-25.31%	-6.24%	-12.48%	-12.08%	15.03%	-13.61%	-9.32%
2019	36.07%	28.88%	12.10%	18.20%	31.58%	9.07%	7.67%
2020	27.21%	16.26%	-14.34%	16.01%	2.92%	-3.40%	14.87%
2021	-5.20%	26.89%	14.30%	4.91%	-11.93%	-14.08%	35.73%
2022	-21.63%	-19.44%	0.91%	-9.37%	4.69%	-15.46%	-32.78%
2023	-11.38%	24.23%	3.78%	28.24%	22.28%	-13.82%	12.20%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

下图为我们构建的两个简单的被动跟踪策略的净值走势图，观察全球化投资是否能达到分散平滑风险并实现稳健收益的目标。策略 A 为单持有沪深 300 指数，策略 B 为等权投资于沪深 300、标普 500、英国富时 100、日经 225、巴西 IBOVESPA 指数、恒生指数和胡志明指数。通过分析两个策略的绩效情况，策略 A 在滚动 1 年平均收益率高于策略 B，但滚动 1 年波动率同样高于策略 B，策略 B 在累计收益，年化收益上表现优于策略 A，且波动率也更小，收益风险比同样高于策略 A，整体表现较策略 A 更好。由此可见，全球化投资策略能达到分散化风险，并获取稳健收益的目标。

图 260　沪深 300 vs 全球资产配置策略净值

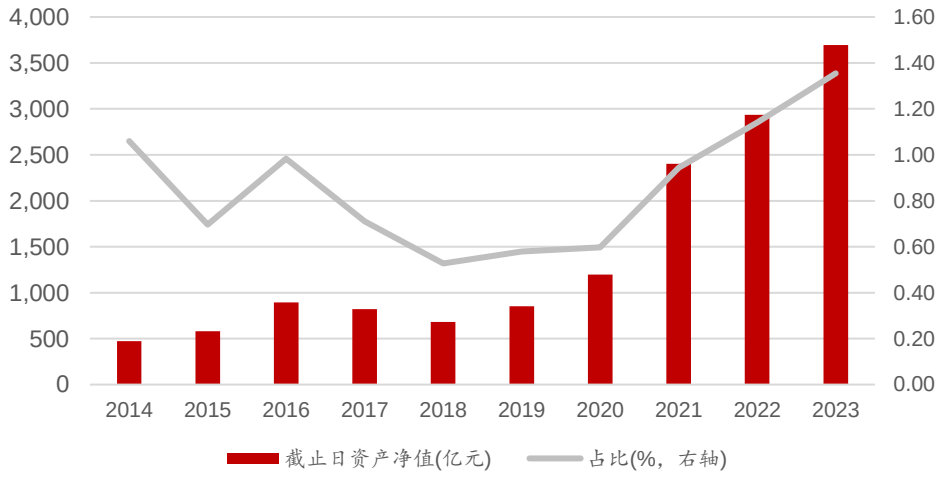


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.全球化投资的便捷途径——QDII 基金

对于境内投资者来说，QDII 基金无疑是进行全球化多元配置的重要手段。自 2019 年以来，QDII 基金发展势头迅猛，连续 5 年规模增速超 20%。截止 2023 年底，QDII 基金整体规模达到 3693.74 亿元，较去年增长 25.79%，数量达到 277 只，较去年增加了 55 只。从 QDII 基金占比上来看，2018 年 QDII 基金占所有公募基金规模的比重仅为 0.53%，截止 2023 年底这一数字已达到 1.35%。

图 261　QDII 基金规模以及占公募基金总规模的比重



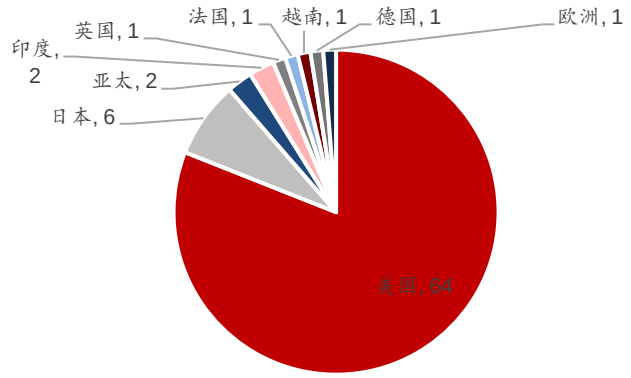
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

本文旨在分析能够和 A 股资产形成对冲效应的海外资产配置方案，而 QDII 基金中包含有不少大部分资产仍然投资于境内，或者是投资于境外上市中概股的标的。由于底层资产同样受到国内市场和政策的影响，这类基金和 A 股资产的走势相关性相对较高，因此在本文中不做讨论。本节中我们主要盘点投资于海外非中国公司并且拥有良好流动性的权益型 QDII 基金。

根据统计，截止 2023 年底，内地公募基金市场中共有 79 只主要投向为海外公司的权益型 QDII 基金产品。从数量上来看，上述产品中有 64 只投资于美股，占比超过 80%；投资于日本股市的 QDII 产品数量达到 6 只；有 2 只产品投资于印度股市；法国、英国、越南、德国各有 1 只产品覆盖。除此

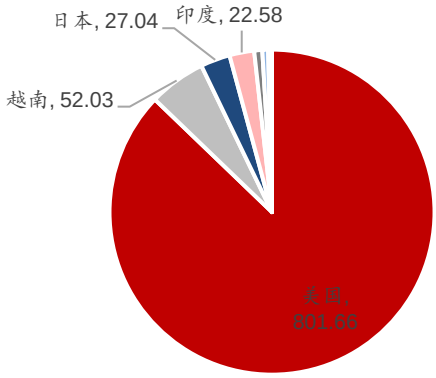
之外。从规模上来看，QDII 基金规模超过 10 亿的投向区域分别为美国、越南、日本和印度，QDII 基金规模分别达到 801.66 亿元、52.03 亿元、27.04 亿元和 22.58 亿元。

图 262　2023 年底不同投向市场的 QDII 基金数量（只）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 263　2023 年底不同投向市场的 QDII 基金规模（亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.投资于发达市场的指数型 QDII 基金盘点

2.1.1.美国

目前市场上 QDII 基金跟踪的美股宽基类指数主要包括标普 500（包括净总回报）和纳斯达克 100（包括全收益）。

编制规则

标普 500 和纳斯达克 100 指数均是大盘股代表指数。标普 500 指数发行日为 1957 年，由标准普尔公司（后来的标普道琼斯指数公司）编制，被认为是衡量美国大盘股市场的最好指标，成分股包括纽交所和纳斯达克市场的美国 500 家顶尖上市公司，占美国股市总市值约 80%。

纳斯达克 100 指数是 1985 年由纳斯达克发布的，涵盖在纳斯达克股票市场上市的最大的 100 个本地和国际非金融类上市公司的美股市场新兴科技代表指数。自 1985 年以来，纳斯达克 100 成为全球最杰出的大盘股增长指数。

这两只指数与道琼斯工业平均指数一起组成了美国最重要的股票指数。此外，纳斯达克 100 全收益反映在纳斯达克 100 基础上将分红或派息考虑在内的收益表现，标普 500 净总回报则反映在标普 500 指数基础上考虑预扣税款扣减后的净股利再投资的收益表现。

标普 500 指数筛选的主要规则是市值，但也会考虑产业代表性、对产业变动反应的敏锐程度、ROE 及行业权重等进行调整，指数采用流通市值加权；纳斯达克 100 指数筛选的规则类似，也是满足一定要求下的市值筛选，指数采用市值加权。

挂钩产品

跟踪标普 500 指数和纳斯达克 100 指数的产品中，既有 ETF 也有场外产品。截止 2023 年底，跟踪标普 500 指数的基金产品中，博时标普 500ETF（513500.SH）规模最大，规模超过 80 亿元。跟踪纳指 100 指数的基金产品中，广发纳斯达克 100ETF（159941.SZ）规模最大，超过 160 亿元。

表 161 跟踪标普 500 的 QDII 基金盘点

基金代码	基金简称	成立日期	跟踪指数名称	跟踪指数代码	规模(亿元)
513500.SH	博时标普 500ETF	2013/12/5	标普 500 净总回报	SPTR500N.SPI	84.41
007721.OF	天弘标普 500A	2019/9/24	标普 500	SPX.GI	4.46
161125.SZ	易方达标普 500A 人民币	2016/12/2	标普 500	SPX.GI	4.39
017641.OF	摩根标普 500A	2023/4/6	标普 500	SPX.GI	2.65
513650.SH	南方标普 500ETF	2023/3/23	标普 500	SPX.GI	2.54
159612.SZ	国泰标普 500ETF	2022/5/9	标普 500	SPX.GI	1.91
159655.SZ	华夏标普 500ETF	2022/10/12	标普 500	SPX.GI	1.34

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：规模截至 2023 年末

表 162 跟踪纳斯达克 100 的 QDII 基金盘点

基金代码	基金简称	成立日期	跟踪指数名称	跟踪指数代码	规模(亿元)
159941.SZ	广发纳斯达克 100ETF	2015/6/10	纳斯达克 100	NDX.GI	167.40
513100.SH	国泰纳斯达克 100ETF	2013/4/25	纳斯达克 100	NDX.GI	102.21
159632.SZ	华安纳斯达克 100ETF	2022/7/21	纳斯达克 100	NDX.GI	61.92
513300.SH	华夏纳斯达克 100ETF	2020/10/22	纳斯达克 100	NDX.GI	36.46
159513.SZ	大成纳斯达克 100ETF	2023/7/12	纳斯达克 100	NDX.GI	28.68
160213.OF	国泰纳斯达克 100	2010/4/29	纳斯达克 100 全收益	XNDX.O	19.14
159501.SZ	嘉实纳斯达克 100ETF	2023/5/31	纳斯达克 100	NDX.GI	8.16
159696.SZ	易方达纳斯达克 100ETF	2023/8/17	纳斯达克 100	NDX.GI	7.82
539001.OF	建信纳斯达克 100 人民币 A	2021/9/22	纳斯达克 100	NDX.GI	7.02
513110.SH	华泰柏瑞纳斯达克 100ETF	2023/3/1	纳斯达克 100	NDX.GI	5.18
513390.SH	博时纳斯达克 100ETF	2023/4/19	纳斯达克 100	NDX.GI	4.38
016452.OF	南方纳斯达克 100A	2022/11/29	纳斯达克 100	NDX.GI	2.34
159660.SZ	汇添富纳斯达克 100ETF	2023/3/30	纳斯达克 100	NDX.GI	2.18
018043.OF	天弘纳斯达克 100 指数 A	2023/4/11	纳斯达克 100	NDX.GI	2.09
019172.OF	摩根纳斯达克 100 指数 A	2023/9/25	纳斯达克 100	NDX.GI	1.47
159659.SZ	招商纳斯达克 100ETF	2023/4/12	纳斯达克 100	NDX.GI	1.27
513870.SH	富国纳斯达克 100ETF	2023/10/25	纳斯达克 100	NDX.GI	0.45
019441.OF	万家纳斯达克 100 指数 A	2023/9/27	纳斯达克 100	NDX.GI	0.14

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：规模截至 2023 年末

2.1.2. 日本

截至 2023 年底，市场上共有 5 只投资于日本 QDII 指数基金，所跟踪的指数均为宽基类，包括日经 225 和东证指数。

编制规则

日经 225 （N225.GI）股票指数是日本经济新闻社编制的股票价格指数，由东京证券交易所一部（相当于主板市场）流通性最好的 225 只股票组成，为日本各股价指数中历史最悠久，且投资人较为熟悉的指数。该指数于 1950 年 9 月 7 日推出，以 1949 年 5 月 16 日为基日，最早由东京证券交易

所计算并公布。1970 年东京证券交易所开始制作并发布东证指数即 TOPIX 指数后，日经 225 指数开始由日本经济新闻社计算并发布。

东证指数（Tokyo Stock Exchange Index，指数代码：TPX.GI）于 1969 年 7 月 1 日由东京证券交易所发布，是反映日本股票市场动向的市价总额型股价指数。该指数以在东京证券交易所市场一部挂牌上市的所有股票为样本，成分股广泛地涵盖日本股票市场，计算方式为浮动的市值加权方法。TOPIX 将基期 1968 年 1 月 4 日的总市值（86020 亿 5695 万 1154 日元）定为 100 点，用以反映东证上市公司证券的总体表现。单个指数成分股权重上限为 10%。

挂钩产品

根据 2023 四季报披露的数据，跟踪日经 225 指数的 QDII 基金共有 4 只，皆为 ETF 产品，规模均超过 3 亿元，其中规模最大的是华夏野村日经 225 指数，达到 6.19 亿元。有 1 只 QDII ETF 跟踪东证指数，规模不足 1 亿元。

表 163　跟踪日经 225 和东证指数的 QDII 基金盘点

基金代码	基金简称	定位	跟踪指数名称	跟踪指数代码	规模(亿元)
513520.SH	华夏野村日经 225ETF	被动	日经 225	N225.GI	6.19
159866.SZ	工银大和日经 225ETF	被动	日经 225	N225.GI	4.70
513000.SH	易方达日兴资管日经 225ETF	被动	日经 225	N225.GI	3.88
513880.SH	华安三菱日联日经 225ETF	被动	日经 225	N225.GI	3.38
513800.SH	南方东证指数 ETF	被动	东证指数	TPX.GI	0.86

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：规模截至 2023 年末

2.1.3.欧洲

截止 2023 年底，共有 3 只被动指数型 QDII 基金投资于欧洲股市，覆盖德国、法国和英国三个国家。其中华安德国 30(DAX)ETF 规模最大，达到 5.29 亿元，华安法国 CAC40ETF 和建信富时 100 指数的规模分别为 1.3 和 1.38 亿元。

指数简介及编制规则

英国富时 100 指数（FTSE.GI）由富时集团 (FTSE)编制，成分股涵盖英国市值最大的 100 家公司，权重规则为市值加权。该指数是富时英国系列(FTSE UK Series)的一部分，旨在衡量在伦敦证交所(London Stock Exchange)上市、通过规模和流动性筛选的 100 家最大公司的表现。富时 100 指数成分股均在伦敦证券交易所的 SETS 交易系统进行交易。

法国 CAC40 指数（FCHI.GI）是一只自由流通市值加权的指数，能够反映在泛欧交易所巴黎上市的 40 支最活跃的股票行情，并且是整个巴黎股票市场的风向标。该指数挂钩结构型产品、场外指数基金、交易所交易基金、期权与期货等衍生产品，发布于 1988 年 6 月 15 日，每季度调整一次。

德国 DAX 指数(GDAXI.GI)是自由流通市值加权的指数，主要跟踪在法兰克福证券交易所上市、满足质量和盈利要求的 40 家最大公司的股价表现。德国 DAX 指数是少数将股息率纳入计算范围的主要国家指数之一，该指数发布于 1988 年 1 月 1 日，以 1987 年 12 月 30 日为基准日，基点为 1000。

表 164　跟踪欧洲市场主流股指的 QDII 基金盘点

基金代码	基金简称	区域	跟踪指数名称	跟踪指数代码	规模(亿元)
513030.SH	华安德国 30(DAX)ETF	德国	德国 DAX	GDAXI.GI	5.29
513080.SH	华安法国 CAC40ETF	法国	法国 CAC40	FCHI.GI	1.30

表 164 跟踪欧洲市场主流股指的 QDII 基金盘点

基金代码	基金简称	区域	跟踪指数名称	跟踪指数代码	规模(亿元)
539003.OF	建信富时 100 指数人民币 A	英国	英国富时 100	FTSE.GI	1.38

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：规模截止 2023 年末

2.2.投资于新兴市场的 QDII 基金盘点

投资于新兴市场的 QDII 基金以主动管理型基金为主。

2.2.1.越南

目前境内公募基金市场中，只有天弘越南市场股票(A 类份额:008763.OF，C 类份额:008764.OF)一只投资于越南市场的 QDII 基金。天弘越南市场股票是一只主动管理 QDII 基金，基金的投资目标是在严格控制风险的前提下，把握越南经济成长带来的机会，挖掘越南市场的优质公司，力争为投资者获取超越业绩比较基准的收益。基金成立规模仅有 2 亿元，但随着越南股市的走强以及海外投资热潮的兴起，截止 2023 年底，该基金的份额数量已达到 39.1 亿份，规模达 52.03 亿元。

2.2.2.印度

目前境内公募基金市场中有两只投资于印度市场的QDII基金，分别为工银印度市场和宏利印度。工银印度市场以持有印度市场的ETF为主，其前5大重仓基金权重皆超10%，占基金持仓比重达78%，且长期保持稳定，呈现出一定的被动管理特征，基金整体风格偏向大盘宽基。宏利印度股票是目前国内市场上唯一一只自下而上、主动管理的纯印度股票产品，80%以上的非现金仓位投资于印度企业，其中金融业、非日常生活消费品、工业占比较高。截至 2023 年底，工银印度市场和宏利印度的管理规模分别达到了 15.21 亿元和 7.37 亿元。

表 165 投资于新兴市场的 QDII 基金盘点

基金代码	基金简称	成立日	区域	管理公司	规模(亿元)
008763.OF	天弘越南市场 A	2020/1/20	越南	天弘基金	52.03
164824.SZ	工银印度市场人民币	2018/6/15	印度	工银瑞信基金	15.21
006105.OF	宏利印度	2019/1/30	印度	宏利基金	7.37

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：规模截至 2023 年末

3.QDII 基金投资：配置比例及汇率影响

3.1.应该在组合中配置多少 QDII 基金?

全球资产配置相对于单一资产配置更具备分散风险实现稳定收益的能力。但在 A 股与全球资产间应该如何合理分配权重呢？我们选择 2005 年后全球市场数据进行回测，A 股选择沪深 300 指数作为代表，全球资产选择美国、英国、日本、巴西、中国香港、越南六个国家和地区的宽基指数等权持仓作为代表。下表为各权重全球资产配置下的回测表现。在绝对收益上，年化收益率与全球资产的权重呈现倒 U 型关系，在 60%的权重下可以获得最高绝对收益；从风险角度看，滚动 1 年平均最大回撤也与全球资产的权重呈现倒 U 型关系，在 90%的权重左右达到最大也即风险最低；从收益风险比来看，同样也是倒 U 型关系，在 80%的权重左右达到最高收益风险比。

对于不同配置比例下的组合特点，我们总结如下：

1.从追求最小化波动目标看，90%的全球资产权重为最佳，滚动 1 年平均最大回撤幅度最小的同时，也能获得较高的年化收益率；这其实就是分散化投资的极致运用，即把 A 股与境外其他市场的权益基本同等看待。

2.从追求最优的风险收益性价比来看，当全球资产的配置权重为 80%时，夏普比率是最高的，表示单位投资风险下能取得的回报最高。

3.从追求最高收益角度看，60%的权重配置能取得最高年化收益率。

4.从把境外资产配置作为一种另类增强手段，以稳定战胜仅投资于 A 股的角度看，除了考虑风险与收益因素外，还需要考虑投资组合与 A 股的跟踪误差，若要保持 10%以内的跟踪误差，全球配置权重以 40%为最优，若要保持 5%以内的跟踪误差，权重以 20%为最优。

当然，这些测算都是在不考虑 QDII 额度情况下的理想测算，实际投资中还面临额度的限制，此外，对于机构投资者，如果组合中过多配置 QDII 基金，而 A 股资产配置过少，也存在一旦 A 股强势，大幅跑输同行的风险。综合考虑这两个因素，我们认为把 QDII 投资，作为一种收益增强的卫星策略更契合实际，20%的权重或许是一个较有实际参考价值的配置比例。

表 166　各权重下全球资产配置回测表现

全球资产配置权重	年化收益率	滚动 1 年平均最大回撤	夏普比率	超额-滚动 1 年平均最大回撤	跟踪误差
0%	12.79%	-24.06%	0.45	0.00%	0.00%
10%	13.98%	-22.58%	0.54	-2.72%	2.45%
20%	15.00%	-21.15%	0.63	-5.34%	4.90%
30%	15.82%	-19.78%	0.73	-7.88%	7.34%
40%	16.43%	-18.45%	0.83	-10.33%	9.78%
50%	16.78%	-17.26%	0.93	-12.70%	12.22%
60%	16.88%	-16.29%	1.01	-14.99%	14.65%
70%	16.72%	-15.55%	1.06	-17.21%	17.08%
80%	16.30%	-15.10%	1.07	-19.35%	19.51%
90%	15.63%	-14.92%	1.03	-21.42%	21.94%
100%	14.73%	-15.03%	0.94	-23.43%	24.37%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：回测区间：2004/12/31~2023/12/31

在静态配置策略的基础上，为使得投资组合有更优的抗风险能力或者收益风险比，本文增加了动态调整全球资产权重的策略。调整方法为：在调仓日期上，根据过去 3 个月的 A 股与全球资产表现增减当期的权重，若过去 3 个月全球资产（除 A 股）的累计收益超过 A 股 1%，增加全球资产权重，反之则减少全球资产配置。

我们就以 80%A 股资产+20%全球资产的静态组合为例，，展示动态调整策略下的组合回测表现。

下表与图分别是基准沪深 300、动态策略以及基础策略（即静态配置）的绩效统计和净值走势。整体上，基础策略以及动态策略在净值走势基本能稳定跟踪 A 股沪深 300 走势，符合作为另类增强手段的策略定位。基础策略相对于沪深 300 在策略表现上，年化收益率从 12.79%增加到 15%，夏普比率从 0.45 增加到 0.63，在风险与收益上都表现良好。在基础策略上加入动态调整权重后，年化收益率增加到 15.69%，虽然波动率有略微提升，但收益风险比也有提升，夏普比率增加到 0.65。

图 264　沪深 300、动态策略以及基础策略（20%全球资产权重）的净值走势

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：回测区间：2004/12/31~23/12/31

表 167　沪深 300、动态策略以及基础策略（20%全球资产权重）的绩效统计

	沪深 300	动态策略	基础策略
累计收益率	243.11%	298.28%	285.08%
最大回撤	-72.30%	-66.66%	-68.53%
年化收益率	12.79%	15.69%	15.00%
年化波动率	25.34%	21.71%	21.38%
滚动 1 年平均最大回撤	-24.06%	-21.49%	-21.15%
滚动 1 年平均波动率	24.05%	20.57%	20.35%
Calmar 比率	0.53	0.73	0.71
滚动 1 年平均收益率	11.20%	10.63%	10.56%
滚动 1 年最大收益率	148.42%	144.60%	125.67%
滚动 1 年最小收益率	-110.93%	-98.26%	-101.80%
滚动 1 年胜率	57.89%	60.96%	60.50%
夏普比率	0.45	0.65	0.63

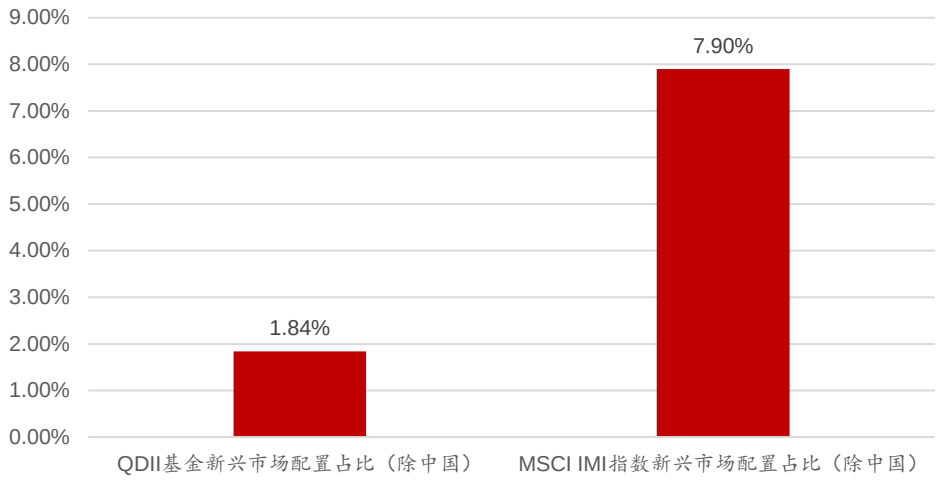
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：滚动 1 年胜率为任意持有 1 年，组合收益率大于 0 的占比。回测区间：2004/12/31~2023/12/31

3.2.新兴市场和成熟市场如何配比？

从全球市场看，投资者对新兴市场的配置较低，即使新兴市场国家占有全球 75%以上的土地，90%以上的人口以及全球国内生产总值增长的 80%。但其股票市场市值只占全球的 11.7%。观察全球股权基金数据，新兴市场的占比只有 4.4%。从国内 QDII 基金持仓情况来看，QDII 基金对于境外新兴市场的配置比例更低，仅有 1.84%的 QDII 基金规模投资于新兴市场，对比 MSCI IMI 指数中的 7.9%，有 6.06%的差距。随着近年来以越南、印度为代表的新兴市场表现突出，未来 QDII 基金中新兴市场的权重有望得以提升。

图 265　国内 QDII 基金与 MSCI IMI 指数在新兴市场投资占比



资料来源：Wind，msci.com，华宝证券研究创新部

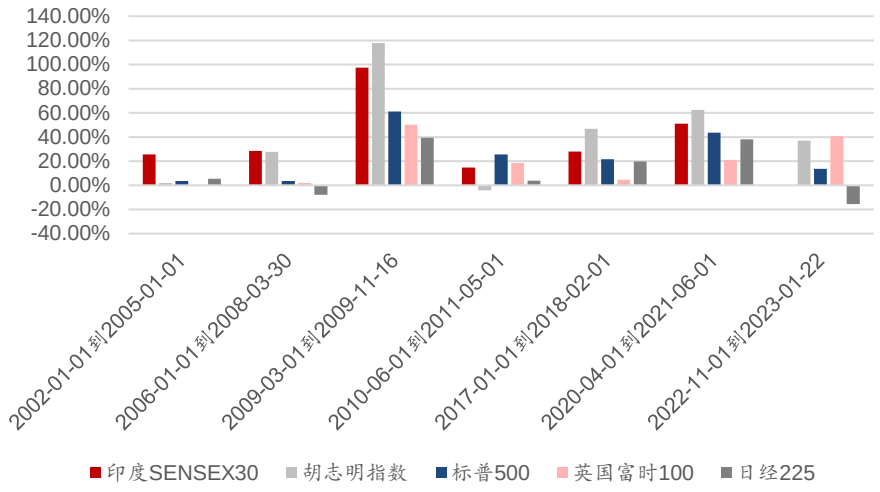
注：数据截至 2023 年底

新兴市场的股票具有较强的成长属性，短期爆发力强，但阶段性的回撤也会更加猛烈。从投资者视角来看，2024 年在自己的海外资产中新兴市场应该配置多少比重呢？本小节中，我们将结合对新兴市场的观点，采用 Black-Litterman (BL)模型给出配置建议。

我们认为，2024 年的新兴市场仍然具有投资机会：首先新兴市场目前估值并不处于高位；其次美国加息政策见顶，加息周期可能结束，此外在美国选举周期内，两位主要候选人都表现了增加财政赤字的倾向，预期未来美元会走弱。

一般而言，美元走弱是对于新兴市场股市的利好事件。美元走弱与新兴市场走强的逆向关系归因于：新兴市场国家和境内公司是通过发行美元债务进行融资，美元走弱相当于变相降低融资成本，利好于新兴市场。下图，我们统计了美元指数走弱的 7 段区间，发现在大部分区间内的，新兴市场（印度与越南市场）的年化收益是高于成熟市场（美日英市场）的。平均来看，印度市场在美元走弱区间有 34.95%年化收益，越南市场有 41.36%年化收益，美日英市场分别有 24.65%、11.85%与 19.48%的年化收益。从新兴市场相对成熟市场走势与美元指数走势图中，也能发现新兴市场相对走势与美元走势有一定的逆向关系。

图 266 美元走弱下部分市场的收益情况对比（年化收益）



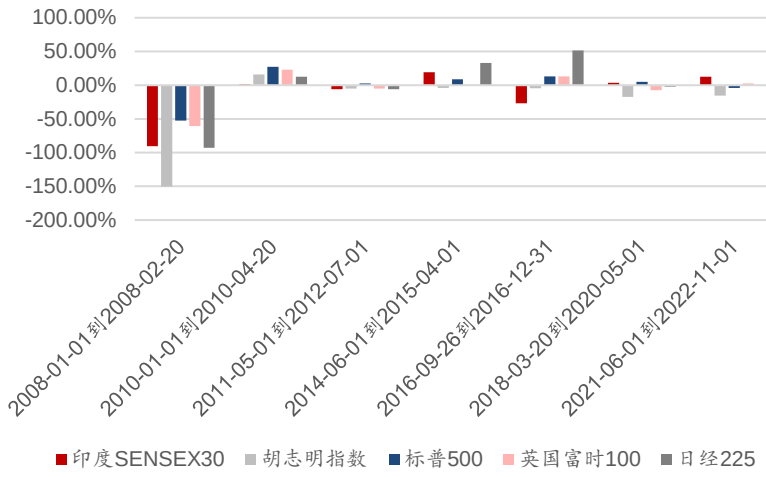
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 267 新兴市场相对成熟市场走势与美元指数走势

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

对比美元走强的情况，除去 2008 年极端金融风险的情况，平均来看，印度市场在美元走强区间为-3.09%年化收益，越南市场为-12.04%年化收益，美日英市场分别有 4.25%、5.95%与-0.22%的年化收益。平均来看，新兴市场在美元走强下为-7.57%年化收益，成熟市场平均有 3.33%年化收益，新兴市场表现不如成熟市场。

图 268 美元走强下部分市场的收益情况对比（年化收益）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

下面我们将运用 Black-Litterman (BL) 模型，基于不同情景给出建议。

BL 模型采用贝叶斯方法进行资产配置。具体来说，它将先验的回报估计(例如，市场隐含回报)与对某些资产的观点相结合，以产生预期回报的后验估计，在获得后验的收益率与后验的协方差矩阵后，重新代入 Markowitz 投资组合模型求解。这样做相对于其他资产配置模型有如下优势：可以仅提供资产子集的观点，BL 模型会同时考虑主观观点与资产的协方差；可以设置主观观点的置信度；使用 BL 模型后验收益比使用历史平均收益能产生更稳定的投资组合。Black-Litterman 公式如下：

$$E(R) = [(\tau\Sigma)^{-1} + P^T\Omega^{-1P}]^{-1}[(\tau\Sigma)^{-1}\Pi + P^T\Omega^{-1}Q]$$

$$\Omega = \tau * P\Sigma P^T$$

$$\hat{\Sigma} = \Sigma + [(\tau\Sigma)^{-1} + P^T\Omega^{-1}P]^{-1}$$

其中$E(R)$是预期收益的 Nx1 向量，其中 N 是资产数量；Q是 Kx1 观点向量；P是 KxN 观点矩阵，它将观点映射到资产范围，它告诉模型哪个观点对应于哪个资产；Ω是 KxK 观点的不确定性矩阵；Π是先验预期收益的 Nx1 向量；Σ是资产回报的 NxN 协方差矩阵；$\hat{\Sigma}$是协方差矩阵的后验估计；τ是标量调整常数。

因为国内 QDII 投资的新兴市场主要为印度与越南市场，投资的成熟市场主要为美日英市场，因此模型的资产标的选择为新兴市场（印度与越南市场）等权组合与成熟市场（美日英市场）等权组合。本文对新兴市场和成熟市场的先验回报估计是按照新兴市场和成熟市场 1：9 的配置比例（全球新兴市场和成熟市场的股票市值占比）推算而来的。

情景 1：美元走弱，新兴市场走强

假设美元走弱，未来新兴市场会有走强的预期，构建如下两个投资者观点：首先根据历史美元走弱时期年化收益率平均数据，预期新兴市场年化收益达到 20%，成熟市场年化收益率 10%；其次根据美元走弱时期，新兴市场表现会优于成熟市场，预期有 10%的超额年化收益。构建的观点矩阵 P 与观点向量 Q 如下：

$$P = \begin{bmatrix} 1 & 1 \\ 1 & -1 \end{bmatrix}, Q = \begin{bmatrix} 0.3 \\ 0.1 \end{bmatrix}$$

当观点置信度设置为 0.2，BL 模型给出的最优新兴市场权重为 44.6%，成熟市场权重为 55.4%；当观点置信度设置为 0.5，BL 模型给出的最优新兴市场权重为 60%，成熟市场权重为 40%；若我们

完全相信两个观点，置信度设置为 1，BL 模型给出的最优新兴市场权重为 72.8%，成熟市场权重为 27.2%。也就是说，如果未来美元持续走弱，对新兴市场形成利好，那么建议至少配置 40%的新兴市场股票。

情景 2：美元走强，新兴市场走弱

在美元走强的情况下，市场整体表现会弱于美元走弱的时期。我们构建如下两个投资者观点：首先根据历史美元走强时期年化收益率平均数据，预期新兴市场年化收益为-7%，成熟市场年化收益率 3%；其次根据美元走弱时期，新兴市场表现会显著弱于成熟市场，预期有-10%的超额年化。构建的观点矩阵 P 与观点向量 Q 如下：

$$P = \begin{bmatrix} 1 & 1 \\ 1 & -1 \end{bmatrix}, Q = \begin{bmatrix} -0.04 \\ -0.1 \end{bmatrix}$$

当观点置信度设置为 0.1，BL 模型给出的最优新兴市场权重为 4.9%，成熟市场权重为 95.1%；若置信度为 0.2，BL 模型给出的最优新兴市场权重为负数。也就是说，若投资者认为未来美元会走强，那么新兴市场的配置比例应当在 10%以下，如果对此观点信任度较高，可以考虑不配置新兴市场。

情景 3：对新兴市场走势无观点

在没有观点输入的情况下，当风险厌恶系数设置为 3 时，BL 模型给出的最优新兴市场权重为 19%，成熟市场权重为 81%。

3.3.汇率波动对 QDII 基金收益的影响有多大？

虽然部分 QDII 基金设置了可以直接用美元购买的美元份额，但由于换汇限制，绝大多数的 QDII 基金投资者仍然以 QDII 基金的人民币份额为主要的投资标的，人民币份额则会受到人民币兑美元汇率的影响。

QDII 基金份额分为人民币份额与美元份额，美元份额又可以划分为美元现汇份额和美元现钞份额。三者的申购赎回程序不同：

人民币基金份额：投资者申购基金份额时用人民币账户缴款，基金公司会将投资者的人民币换成美元然后进行投资，赎回人民币基金份额时，先换回人民币然后将赎回款划到投资者人民币账户。

美元现汇基金份额：投资者申购基金份额时直接用美元现汇账户缴款，赎回美元现汇基金份额时，赎回款划往投资者美元现汇账户。

美元现钞基金份额：流程同美元现汇基金份额，但投资者需要将美元资金从现钞账户转入现汇账户，并承担一定手续费。

从申购赎回程序看，人民币基金份额有两部分收益，美元升值收益与美元投资收益；美元基金份额的收益来源主要是美元投资收益。因此美元兑人民币汇率的变化会影响人民币基金份额，美元升值，人民币份额比美元基金份额额外取得美元升值收益，反之如果美元贬值，那么人民币份额将会遭受美元贬值所带来的损失。

从历史上来看，汇率波动所带来的收益对 QDII 基金人民币份额的收益影响有多大呢？下面我们对近 10 年的 QDII 基金（同时有人民币份额与美元份额）进行整体复盘，逐年统计了 QDII 基金人民币份额收益均值、QDII 基金美元份额收益均值、汇率收益以及汇率收益占 QDII 基金人民币份额收益的比重。我们观察到，2015 年、2016 年、2018 年和 2022 年，人民币相对美元贬值幅度较大，汇率波动对 QDII 基金人民币份额的收益有显著的正贡献。2017 年、2020 年和 2021 年，人民币相对美元升值，QDII 基金人民币份额受到了汇率变化的拖累，分别使得 QDII 基金人民币份额的收益相对美元

份额减少了 5.88%、6.59%和 2.25%。在过去 10 年中，汇率对 QDII 基金人民币份额的收益影响绝对值有 5 年超过了 5%。

表 168　QDII 基金近 10 年表现复盘

年份	人民币份额收益	美元份额收益	美元兑人民币汇率变动
2014 年	11.98%	11.66%	0.36%
2015 年	4.77%	-1.18%	5.94%
2016 年	1.12%	-5.47%	6.62%
2017 年	20.66%	26.64%	-5.88%
2018 年	-8.61%	-13.45%	4.97%
2019 年	22.39%	20.68%	1.66%
2020 年	32.56%	39.10%	-6.59%
2021 年	3.13%	5.47%	-2.25%
2022 年	-12.73%	-21.52%	8.98%
2023 年	9.15%	7.54%	1.75%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

展望 2024 年，美国加息周期见顶，美元有走弱的趋势。若美元相对人民币贬值，将会对 QDII 基金投资带来一定的负面影响，但从前文分析可知，当美元处于贬值状态时，无论是新兴市场还是成熟市场的权益表现，都好于美元升值状态，这又一定程度上会弥补汇率变动对 QDII 基金收益的侵蚀，从上表统计中也发现，2017、2020 这两年，当美元贬值幅度较大时，QDII 美元份额的收益是相当靓丽的，而即使扣除了美元贬值对 QDII 投资的收益侵蚀，人民币份额的收益也很亮眼。因此我们认为，对于 QDII 投资核心还是关注境外权益市场本身表现的预期，相较于权益市场自身收益的波动，汇率的变动从绝对值上的影响是次要因素。2024 年，只要境外市场，尤其是美国市场不出现由于基本面的恶化所导致美元和权益市场的双重暴跌，那么 QDII 投资，从优化组合收益风险比，提升投资体验的角度考虑，还是值得关注的。

总之，本篇专题主要对全球化资产配置中的三个问题进行了讨论。对于权益组合中境外资产的配置比例这一问题，我们认为对不同投资目标的人来说答案是不同的：对于追求最小化波动的投资者，90%的全球资产权重为最佳；对于追求风险收益性价比的投资者，80%的权重配置最佳；对于追求绝对收益的投资者，60%的权重配置能取得最高年化收益率；对于追求密切跟踪并且稳定胜过 A 股的投资者，在 5%的年化跟踪误差下，权重以 20%为最优。同时，基于动量趋势的动态策略可以在静态策略的基础上进一步优化组合的收益风险比。

第二个问题是新兴市场和成熟市场的配置比例。我们分三个情景来回答这一问题。如果预期美元走弱，新兴市场走强的话，新兴市场的配置比例可以提升到 40%以上；如果预期美元走强，新兴市场走弱的话，新兴市场的配置比例建议在 10%以下；如果对新兴市场走势无观点，则可在海外资产中配置 20%的新兴市场股票。

第三个问题涉及到汇率波动对 QDII 基金收益的影响。通过对历史的复盘，我们发现汇率会对 QDII 基金人民币份额的收益带来一定的影响。展望 2024 年，美国加息周期见顶，我们认为美元有走弱的趋势。若美元相对人民币贬值，将会对 QDII 基金投资带来一定的负面影响，需要投资者关注。但当美元处于贬值状态时，无论是新兴市场还是成熟市场的权益表现，都好于美元升值状态，这又一定程度上会弥补汇率变动对 QDII 基金收益的侵蚀。因此，我们认为，对于 QDII 投资，核心还是关注境外权益市场本身表现的预期，相较于权益市场自身收益的波动，汇率的变动从绝对值上的影响，不是主要因素。

四、如何通过组合配置，构建收益有弹性的绝对收益策略

本文旨在深入剖析公募基金市场上优秀的绝对收益型产品（固收+）的共性特征，这类产品的目的是在控制亏损概率情况下，获取绝对正收益。长期来看，这类产品的收益表现相对稳健，能够录得比普通债基更高的收益，同时在股市行情表现好时，收益还能有一定弹性。通过对这些优秀绝对收益型产品的特性进行总结归纳，我们可以从中窥探出一些大类资产配置、股债细分品类配置的特性，这为 FOF 管理人或财富管理人士，基于股票、债券型基金做绝对收益导向的组合配置时，能够提供一点启示。

为了达成这一目标，本文首先站在事后的视角，对过往五年的历史数据进行分析。通过对这段时间内市场表现的回顾，我们筛选出了一批表现优秀的、适合持有的绝对收益型产品（事后视角，不代表未来也能维持历史优秀业绩）。这些产品不仅在过去几年中取得了优秀的收益，而且在风险控制和市场适应性方面也展现出了较好能力。接下来，本文从大类资产配置、权益行业配置、债券端配置等多个维度对这些优秀产品进行了深入分析。我们希望通过这种方式，找到它们之间的共性特征，从而归纳总结出在不同层面资产配置维度的有效方案。文中，我们还对这些经验是否有效，进行了回测验证。

1.优秀绝对收益型基金的选择

因为样本的选择直接决定了我们对特征归纳的结论，因此我们通过三层遴选，逐步找出合适的基金作为观察分析池。

1.1.第一层遴选：限定基金类型

第一层遴选主要聚焦于华宝基金分类中的低权益仓位基金与可投股票型债券基金这两大类别，即投资股票资产但是仓位相对不高的基金。这一类基金中表现优秀的可以做到在亏损较小的情况下，某些年份还具有一定弹性，是我们可以从中获取组合配置经验的主要品类。为了确保能够从更全面的视角分析绝对收益型基金的运作规律，我们特别选取了成立五年以上、具有较长运行历史的基金进入一层池。关于华宝基金分类中低权益仓位混合与可投股票型基金的定义如下：

低权益仓位混合型基金：过去 3 年（当成立时间不满足 3 年时，采用成立以来）投资权益资产市值比例的均值大于等于 0，小于 30%的主动管理混合型基金。

可投股票型债券基金：投资于债券资产的比例不低于基金资产的 80%，且过去 4 个季度（当成立时间不满足 1 年时，采用成立以来）曾投资过股票资产，但未划分为可转债基金的债券型基金。

1.2.第二层遴选：绩效指标的限定

首先，我们针对 2019 年至 2023 年这五年的每一年，对基金的区间收益进行评估。这一步中，我们采取排序的方式，将每年的收益从高到低进行排列，并依据这一排序为每只基金打出相应的分数，分数范围设定为 0 至 100 分。

接下来，我们设定了一个优秀的标准：分数高于 70 分。我们认为，在五年的时间内，股票和债券市场会经历牛熊周期的交替，而能够在这五个自然年份内多数时间保持较高打分的基金，无疑具备了较强的投资能力和风险控制能力。为避免样本过少，要求三年以上的年份能够达到这一优秀标准，即 60%以上的时间。

除此之外，我们还引入一个反向剔除指标，因为有些基金虽然正向遴选达到优秀标准，但在某些年份，由于激进的投资而出现重大失误，导致净值出现明显回撤，排名靠后，这会显著影响到投资者的体验，并不太契合绝对收益的目标导向要求。于是，我们设定了一个反向遴选条件：剔除某一年打分低于 40 分的标的。这一要求的提出，旨在确保基金在面临市场不利情况时仍能保持相对稳健的表现，更契合我们对绝对收益型产品的直观认知。

1.3.第三层遴选：基金规模及基金经理稳定性

在第二层遴选的基础上，我们还设定了一些其他条件，以确保最终筛选出的基金具备一定代表性。

首先，排除了规模极小的标的。这些标的虽然走势表现尚可，但由于其操作可能具有难以复制性比如打新等，且持仓不够清晰，使得分析它们的资产配置特征较为困难，且代表性不强。因此，为了确保分析结论具有通用价值，我们将这些标的进行剔除。

其次，我们也排除了那些在中间阶段更换过基金经理的基金。主动管理型基金，核心是基金经理的投资理念及投资能力，中间更换过基金经理的产品，再用更换前的产品净值、持仓作为其代表也不符合逻辑，于是我们也进行了剔除。

通过上述流程，我们最终筛选出了 14 只符合我们判定的属于优秀绝对收益型基金的样本。样本不算大，这其实也说明了对于绝对收益型产品，能长期达到优秀是多么得难能可贵。这些基金对应的经理基金，不仅在过去的表现中展现出了优秀的收益获取能力和风险控制能力，而且其持仓结构和操作风格也有迹可循，使我们能够从中寻找并总结出有价值的绝对收益型产品管理经验。

2.优秀绝对收益型基金的组合配置特征

2.1.优秀绝对收益型基金在大类资产配置上有什么特征？

在大类资产配置上，我们主要从权益仓位的配置比例来看其是否进行择时操作情况，也即是否进行动态的权益资产配置，至于其他资产如可转债配置情况将在债券配置层面进行考量。

2.1.1. 主要参考指标说明

（1）指标：择时与否、择时胜率、择时收益率。

谈到择时胜率，首先需要考虑的是，季度维度来看是否有择时操作，剔除市场涨跌后细微的仓位变化可能只是由于调仓换股带来的非主动择时变化。因此首先需要对每个季度的仓位变化进行判断是否为主动的择时操作，这里我们采用如下方式来观察：

- 计算观察期权益仓位的离差（整体权益仓位最大值与最小值的差值）
- 如果权益仓位单期变化小于离差值的 15%（涨跌幅调整后的变化），调整幅度过低，认为这一期没有做择时操作
- 关注有择时行为的期间择时胜率情况、平均收益情况

表 169　观察池中标的在择时维度操作情况

	择时次数	择时胜率	择时收益率
基金 1	12	75.00%	1.58%
基金 2	11	63.64%	0.12%

基金 3	8	62.50%	0.55%
基金 4	5	60.00%	0.63%
基金 5	8	50.00%	-1.62%
基金 6	6	50.00%	2.05%
基金 7	6	50.00%	0.39%
基金 8	9	44.44%	-3.88%
基金 9	5	40.00%	3.12%
基金 10	11	36.36%	-1.02%
基金 11	12	33.33%	-13.51%
基金 12	12	33.33%	-2.88%
基金 13	3	33.33%	-6.16%
基金 14	4	25.00%	-1.48%

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：择时胜率：在有择时操作的周期里，当（期末调整后仓位-期初仓位）的符号与市场（中证 800 指数）涨跌幅的符号一致时，择时判定为胜，在所有有择时操作的周期里，择时判定为胜的概率即为择时胜率。择时收益率：（期末调整后仓位-期初仓位）*市场（中证 800 指数）涨跌。计算所有有择时操作周期里择时收益率的均值即作为基金的择时收益率。

观察区间为 2019 年到 2023 年

2.1.2.大类资产配置特征一：权益资产择时频率不高

回顾 2019 年到 2023 年 5 年共 20 期的择时情况，可以发现大多数基金择时次数都在 10 次以下，并没有频繁进行择时操作。这种低频的择时操作模式反映了基金经理们在面对市场波动时，更倾向于保持冷静，避免因过度交易而增加不必要的成本和风险。他们可能更加注重对宏观经济、市场趋势以及个股基本面的深入研究和分析，以做出更为精准和稳健的投资决策。

2.1.3.大类资产配置特征二：整体来看择时操作胜率盈亏比一般

从择时的胜率角度来看，即统计仓位变化方向与当季中证 800 的涨跌是否吻合，可以发现大部分情况下，择时的胜率都处在 50%及以下。表明基金经理在尝试把握市场节奏时，成功率可能并不达预期。可见，择时不易，知易行难。

2.2.优秀绝对收益型基金在权益端配置上有什么偏好？

2.2.1.主要参考指标说明

（1）指标一：行业分散度，即在中信一级行业上的分散程度。

- 每一期将 30 个行业的配置比例由大到小进行排序，将排序后的数据进行累加；
- 观察每一期，行业配置比例达到 90%时，配置了多少个行业；
- 如果基金在多期的配置达到 90%比例的平均行业数量大于 10，则认为基金在行业上是分散配置的。

（2）指标二：行业配置率，即在历年基金的全部持仓基金中，各个行业的出现频率。

- 根据基金的股票全部持仓数据在中信一级行业上的分布，看每个行业在 5 年的观察期中配置率如何 ，配置率超过 80%的行业属于长期配置行业；

- 长期配置的行业可能是长期稳定配置也可能是长期有轮动的配置，因此还需要结合轮动度指标来看。

（3）指标三：行业轮动度，即观察在某一个行业的配置比例上属于长期稳定还是波动较大。

- 计算每个行业在 5 年的统计期间的配置均值、配置最大值、配置最小值以及离差值（最大值-非 0 最小值）；
- 离差值大于均值则认为在该行业上有一定轮动特征。

2.2.2.权益端配置特征一：行业配置分散程度高

全部样本基金中有 8 只基金倾向于在行业上做分散配置，比例超过 50%。这一数据确实表明，在优秀的绝对收益型基金中，分散配置的方式是较为普遍的行业配置策略。分散配置是一种比较有效的风险管理手段，将资金投入到多个行业中，一方面可以避免某些行业出现重大风险所带来的损失，另一方面行业间走势的差异也会相互弥补单一行业所形成的净值回撤。

2.2.3.权益端配置特征二：长期配置估值适中，高盈利质量类板块

（1）10 个标的在银行上有长期配置，平均配置率达到 98%，平均配置比例 14%，离差也比较大，虽然很多标的在银行上会长期稳定配置，但是也会根据行业进行权重的适当调整 ；

（2）9 个标的长期配置食品饮料，配置均值 13%，离差接近 13%，配置还算稳定；

（3）8 个标的长期配置医药板块，平均配置率 98.7%，平均配置比例 9%，离差 12.6%；

（4）7 个行业长期配置电子板块，平均配置率 98.4%，平均配置比例 11.2%，离差 13.86%。

综合来看，大部分基金标的在权益资产的行业配置上表现出一定的共性特征。它们倾向于在银行、食品饮料、医药等估值适中、ROE 较高的板块上进行长期配置，这些行业通常具有稳定的盈利能力和良好的市场前景，因此成为了基金配置的重点。新兴成长板块中，只有电子板块配置的较多，可能是出于中国经济转型与高质量发展阶段下，对这一行业的长期看好。

然而，需要注意的是，这些板块在权益持仓中的权重并非稳定不变的。相对于配置均值，离差值比较大，表明基金经理们会根据市场环境和个股基本面等因素的变化，适时对板块权重进行调整。

2.2.4.权益端配置特征三：非核心配置板块，呈现一定行业轮动的交易特征

（1）轮动会较多涉及的板块包括非银金融、电力设备及新能源、基础化工、机械，这些板块大部分基金的配置率不高，但仍有小部分基金会长期配置，基金在这些板块上会有一些轮动交易特征。

（2）轮动较少涉及的板块包括房地产、商贸零售、钢铁、纺织服装、消费者服务。这些板块在历史观察期配置率较低，同时配置均值也较低，不是绝对收益型基金经理普遍青睐的行业。

2.3.优秀绝对收益型基金在债券端的券种分配通常做法是什么？

2.3.1.主要参考指标说明

（1）指标一：券种配置集中情况

计算历史观察期在几个券种上的配置比例均值，如果在某个券种上配置比例超过 50%，则认为标的在券种上是集中配置的；

（2）指标二：券种长期稳定配置与轮动配置衡量

根据基金在不同券种上的分配，观察每个标的在不同券种上是否处于比较稳定的长期配置，主要通过均值与离差值的差异性来判断，如果离差值很大，则代表在不同时期配置变化很大，如果离差值相对均值比较小，则认为标的在该券种上是做比较稳定的配置；

2.3.2.债券端券种配置特征一：大部分产品在券种上做集中配置

观察池 14 个标的中，有 10 个标的在券种上会做集中配置，即长期来看，配置某一券种的均值超过 50%。即在债券端，大部分基金经理会选择在国债、金融债、企业债、可转债上选择某一个券种做长期配置，而非做分散配置。

2.3.3.债券端券种配置特征二：多集中配置在企业债上

在券种上集中配置的 10 个标的中，有 8 个标的集中在企业债上，2 个标的集中在金融债上，仅有一个标的在可转债上配置比例比较高，可见获取企业债的高票息是主流债券策略。

2.3.4.债券端券种配置特征三：大部分标的在可转债和金融债上有轮动操作

从稳定配置和轮动配置的指标来看，在观察池中的 14 个标的中，有 9 个标的在企业债上基本是处于长期、稳定配置的，而在国债和可转债上，仅有 2 个和 1 个标的来做长期的稳定配置。大部分标的在国债和可转债上的操作都会做一些波段交易。

2.4.优秀绝对收益型基金在债券端的久期配置特征如何？

2.4.1.主要参考指标说明

指标上主要看久期配置稳定性，关注久期均值与离差值的关系来判断标的是否在不同时期，对久期进行大幅调整。

表 170　观察池中标的在债券久期上的数据特征

	配置均值	最大值	最小值	离差值
基金 1	1.44	2.14	0.43	1.71
基金 2	2.52	4.46	1.64	2.82
基金 3	2.51	4.44	0.95	3.49
基金 4	0.55	0.93	0.37	0.56
基金 5	2.63	4.33	0.29	4.05
基金 6	1.06	1.70	0.17	1.53
基金 7	2.58	6.00	0.37	5.64
基金 8	4.77	9.10	1.81	7.29
基金 9	1.49	2.05	0.72	1.33
基金 10	1.76	2.31	1.32	0.99
基金 11	0.59	0.77	0.43	0.34
基金 12	2.40	3.53	1.43	2.10
基金 13	2.46	3.03	1.70	1.32
基金 14	1.78	2.32	0.81	1.51

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部　注：观察区间为 2019 年到 2023 年

2.4.2.久期配置特征一：久期上会做一定轮动

在观察池中的 14 只标的中，有 8 只会在久期上进行相对幅度较大的动态调整。这种操作模式显示出基金经理在久期管理上还是有一定灵活性的，会根据市场不同环境进行久期调整，以控制投资组合的回撤风险。其余几只标的久期仅会在均值上下有小幅度变动，相对而言久期操作风格会比较稳健。

2.4.3.久期配置特征二：大部分产品久期控制在 2 年左右

从久期均值的角度来看，样本中大部分基金经理会把久期控制在 2 年左右，体现了基金经理们在构建投资组合时对于风险与收益的平衡。将久期控制在 2 年左右，属于综合了收益风险后比较适中的选择，即使债券价格下跌损失也不会太大，而债券价格上涨也能获得一定收益，在此基础上再来做久期的调整。

3.组合配置经验有效性的实证检验

从前面的观察分析中，我们总结了优秀绝对收益型产品的一部分共性特征，那么能否将这些信息应用于自上而下的 FOF 组合构建中，但底层资产采用较为纯粹的权益型、纯债型基金，以复制甚至超越优秀绝对收益型产品呢？这样做的好处是能够确保母基金管理人对所配置资产的风格特征有清晰的把握，了然于胸，以减少不可控风险的发生。从另一个角度看，对于投资者，是否选择偏债混合型 FOF 产品，与固收+类基金产品各项绩效比较是重要的考量。

3.1.股票型基金备选池遴选

（1）基金品类：仅采用普通股票型基金，权益仓位在 80%以上，避免出现所构建的 FOF 组合中权益仓位出现大幅波动的情况；

（2）行业配置分散，风险可控，适合稳健投资目标；

（3）长期配置行业：在银行、食品饮料、医药、电子板块的配置率高，超过 80%；

（4）在房地产、商贸零售、纺织服装、钢铁、消费者服务行业上的配置比例较低；

（5）行业上有适当轮动，指标上看即大部分行业的配置均值小于离差值。

3.2.债券型基金备选池遴选

（1）基金品类：中长期纯债型基金；

（2）券种配置：以企业债为主，在金融债或可转债上有轮动特征；

（3）久期：具有久期轮动特征，均值保持在 2 附近，离差值大于均值。

3.3.测试方案一

3.3.1.方案一说明

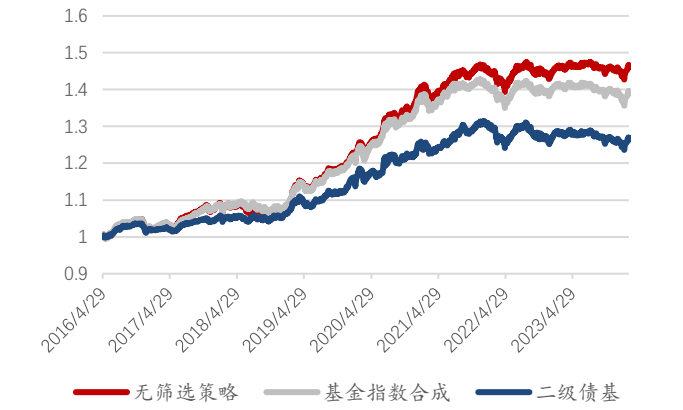
方案一仅基于上述两个备选池来构建，以初步验证采用自上而下配置思路，能否构建出具有绝对收益特征的基金组合策略。根据上述特征将所有符合要求的权益基金和债券型基金进行合并，与混合债券型二级基金指数、普通股票型基金指数+中长期纯债型基金指数合成的指数进行对比。

之前我们分析的优秀绝对收益型基金样本的权益中枢在 17%左右，考虑到我们所选用的普通股票型基金普遍仓位在 80%附近，因此我们将组合构建中的权益基金和债券基金的比例控制在 2：8，以复制绝对收益型产品的大类资产配置特征。

3.3.2.方案一表现情况

从业绩表现来看，相比于简单的将普通股票型基金指数和中长期纯债型基金指数进行加权合成，基于备选池构建出的组合策略净值明显更优。收益提升的同时最大回撤有所收敛，且波动率维持在可控范围，因此夏普比率和卡玛比率都有明显提升。

图 269　备选池基金合成策略与基金指数净值对比



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

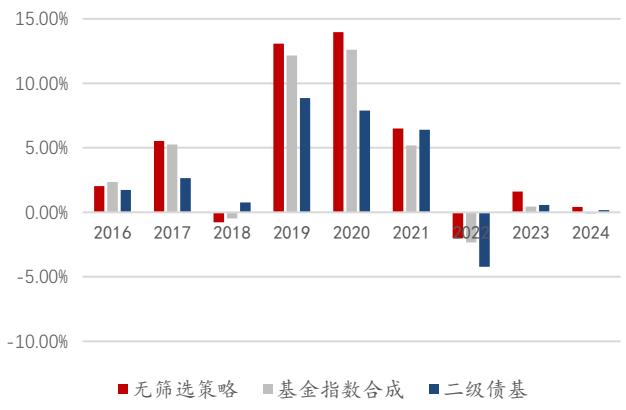
注：测试区间为 2016.4.29-2024.2.29

无筛选组合：根据备选池选择基金，做权益基金和债券基金的合成后所得净值

基金指数合成：直接采用普通股票型基金指数和中长期纯债型基金指数合成所得净值

二级债基：混合债券型二级基金指数净值

图 270　备选池基金合成策略与基金指数历年收益对比



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：测试区间为 2016.4.29-2024.2.29

无筛选组合：根据备选池选择基金，做权益基金和债券基金的合成后所得净值

基金指数合成：直接采用普通股票型基金指数和中长期纯债型基金指数合成所得净值

二级债基：混合债券型二级基金指数净值

表 171　备选基金合成策略与基金指数回测指标展示

	备选池合成策略	基金指数合成策略	二级债基
累计收益率	46.62%	39.59%	26.90%
最大回撤	-5.06%	-5.49%	-6.00%
年化收益率	4.92%	4.27%	3.03%
年化波动率	3.72%	3.63%	3.34%
滚动 1 年平均最大回撤	-3.21%	-3.07%	-2.67%
滚动 1 年平均波动率	3.70%	3.58%	3.25%
Calmar 比率	1.53	1.39	1.14
滚动 1 年平均收益率	5.28%	4.61%	3.26%
滚动 1 年最大收益率	16.70%	15.32%	11.18%
滚动 1 年最小收益率	-2.69%	-3.73%	-4.59%
滚动 1 年胜率	88.86%	82.23%	82.17%
夏普比率	0.92	0.76	0.46

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：测试区间为 2016.4.29-2024.2.29

无筛选组合：根据备选池选择基金，做权益基金和债券基金的合成后所得净值

基金指数合成：直接采用普通股票型基金指数和中长期纯债型基金指数合成所得净值

二级债基：混合债券型二级基金指数净值

3.4.测试方案二

3.4.1.方案二说明

在方案一的备选池基础上，我们考虑加入简单的绩效遴选方案：采用近 3 年业绩包括收益、风险和收益风险比指标进行遴选，每个类型选择 10 只标的，站在事前角度进行遴选，换仓时间与前期的规则池遴选保持一致，为 1、4、7、10 月底公募基金季报披露后。这样做的目的就是通过优选标的，以进一步提升组合收益。

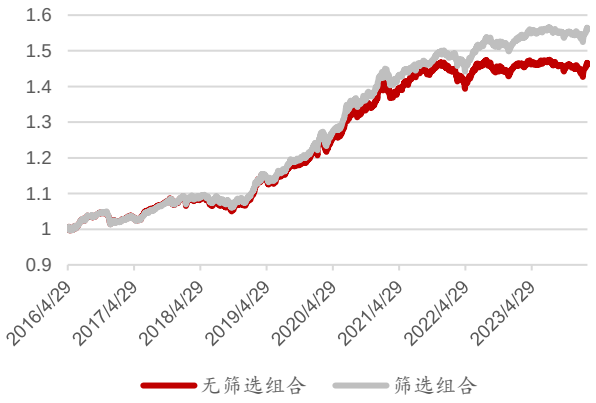
首先我们需要验证遴选方案的有效性，因此选用与方案一中无筛选组合一样的权益中枢来评估经过筛选后的合成策略表现如何，是否相对于无筛选组合有收益或者风险控制上的优化。

其次，回顾样本池中基金的权益中枢，可以发现近 5 年的权益中枢平均值在 17%左右，但是不同标的相差较大，权益配置高的接近 30%，配置低的仅有 4%，而这一部分权益仓位配置较低的标的，通常会有比较高的可转债仓位，可转债仓位配置较高的近 5 年平均值可达 40%，这类标的可转债仓位变化大，基金经理会做一些可转债的择时操作。因此在和优选标的对比时，可以根据每只标的各自的权益中枢进行合成，如有可转债仓位则将其融入到权益仓位中。对比每一组（优秀基金、同中枢股债合成策略）的表现，包括年化收益率、年化波动率、最大回撤、夏普比率指标。

3.4.2.方案二表现情况

首先在验证遴选方案有效性时，可以发现从净值走势与回测指标来看，相比于无筛选组合，筛选组合的收益有明显提升，年化收益由 4.52%提升到 5.77%，且回撤有所收敛，回撤幅度由 5.06%下降到 3.95%，因此筛选策略本身是有效的。

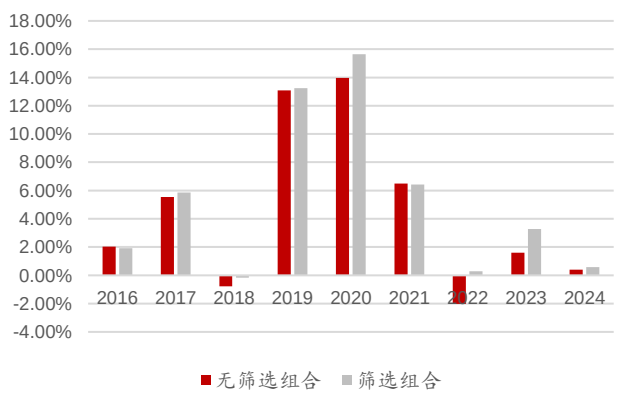
图 271　备选池基金筛选策略与无筛选策略净值对比



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：测试区间为 2016.4.29-2024.2.29

图 272　备选池基金筛选策略与无筛选策略历年收益对比



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：测试区间为 2016.4.29-2024.2.29

表 172　备选池基金筛选策略与无筛选策略回测指标展示

	无筛选组合	筛选组合
累计收益率	46.62%	56.39%
最大回撤	-5.06%	-3.95%
年化收益率	4.92%	5.77%
年化波动率	3.72%	3.55%
滚动 1 年平均最大回撤	-3.21%	-3.14%
滚动 1 年平均波动率	3.70%	3.53%
Calmar 比率	1.53	1.84
滚动 1 年平均收益率	5.28%	6.19%
滚动 1 年最大收益率	16.70%	18.02%
滚动 1 年最小收益率	-2.69%	-1.67%
滚动 1 年胜率	88.86%	96.92%
夏普比率	0.92	1.20

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：测试区间为 2016.4.29-2024.2.29

在和优选标的对比测试中，14 个标的中年化收益率方面，有 8 个合成策略的年化收益高于原基金（8/14），最大回撤有 9 个合成策略指标优于原基金（9/14），年化波动率有 7 个合成策略高于原基金（7/14），夏普比率有 6 个合成策略高于原基金（6/14），综合来看简单的复制策略是有效的，但如果要进一步提升，还需要做更加细致的分析，包括股票持仓特点的复制等。

我们从中简单拿出 2 组来做观察，首先来看一组年化收益率较高的基金 1，年化收益率 6.53%，近 5 年权益仓位占比 15.68%，可转债仓位占比 0.87%，合成收益略低于原基金，但最大回撤控制得还比较好。

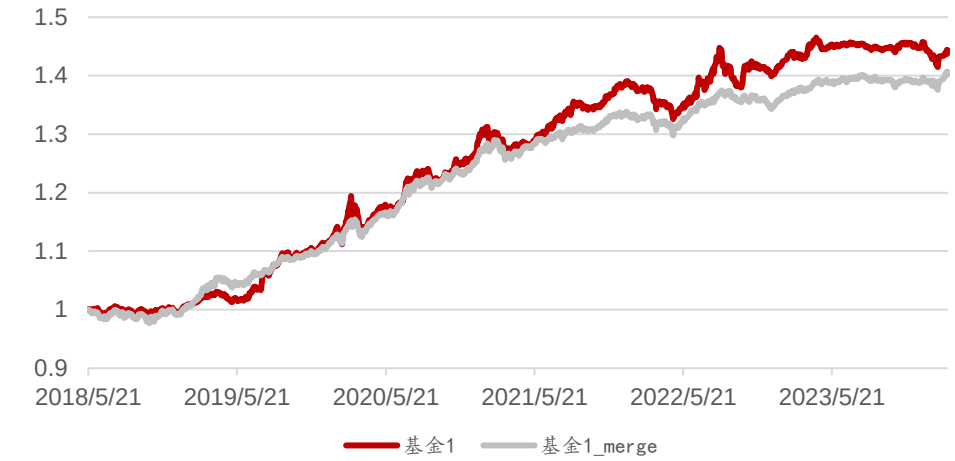
表 173　示例基金 1 与合成策略回测指标对比

	年化收益率	最大回撤	年化波动率	夏普比率
基金 1	6.53%	-5.11%	4.26%	1.18
基金 1_merge	6.05%	-3.05%	3.14%	1.45

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：基金 1_merge 代表通过合成策略所得数据；测试区间为 2018.5.21 到 2024.2.29（下同）

图 273　示例基金 1 与合成策略净值对比



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

再来看一组年化收益率相对略低的基金 2，年化收益率 6.03%，近 5 年权益仓位占比 24.10%，可转债仓位占比 0.75%，合成收益略高于原始标的。

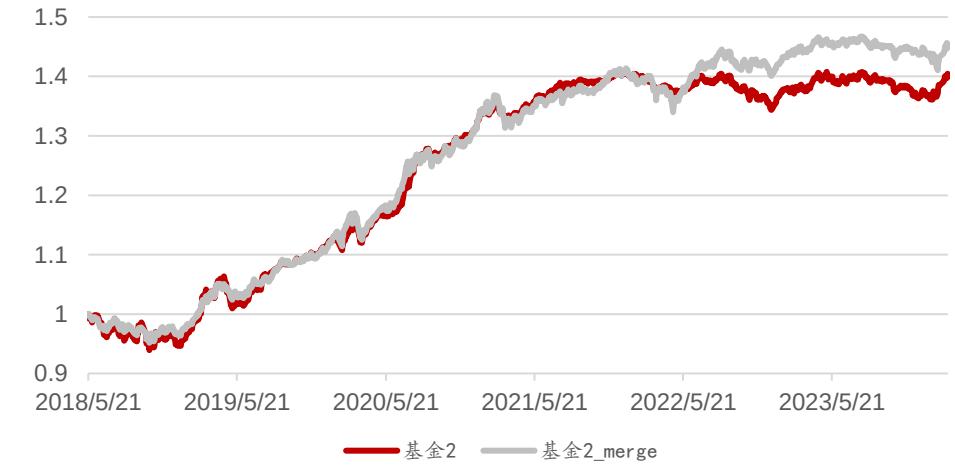
表 174　示例基金 2 与合成策略回测指标对比

	年化收益率	最大回撤	年化波动率	夏普比率
基金 2	6.03%	-6.07%	5.03%	0.90
基金 2_merge	6.67%	-5.22%	4.70%	1.10

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

注：基金 2_merge 代表通过合成策略所得数据，测试区间为 2018.5.21 到 2024.2.29（下同）

图 274　示例基金 2 与合成策略净值对比



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

从上述两个方案验证中我们可以发现，备选池采用的归纳遴选规则是有一定作用的，相比于采用基金指数，能选择出一些更适合持有的标的。在备选池上进行遴选后，相比于无筛选组合，效果是有提升的，表明遴选策略是有效的。同时在与 14 只优秀的案例分析基金对比来看，简单的组合配置复制策略也有一定效果。不过对于比较优秀的绝对收益型固收加基金，可能在内部采用了可转债择时策

略、优选股票策略等本文未进行深入探究的操作方法，虽然资产配置的复制策略有效，但如果想要有进一步的提升，还需要做更加细致的分析，包括股票持仓的风格、财务特点、债券评级配置特点等的复制，而这也是后续值得研究的地方。

4.结论：绝对收益思维下的组合构建思路

梳理总结市场上优秀的绝对收益型产品的组合配置特征，我们得出一些经验启发如下：

（1）从长期配置的角度来看，在进行资产配置时，尽量规避短期、高频对于大类资产的择时。

（2）权益端的配置尽量以分散化配置为主，分散化是一种比较有效的风险管理手段，由于我们的目标是获取绝对收益，同时也有一定弹性，从优秀产品上归纳出的方案也符合我们一般的认知，行业配置的分散化能降低单一板块亏损风险，不同板块的走势差异会一定程度抵消各自的净值回撤。行业选择上多关注估值适中、高 ROE 的板块，如银行、食品饮料、医药等，但是在板块内部也需要做一些权重的调整变化，而非长久保持不变。

（3）债券端的配置上以企业债配置为主，企业债通常票息收益较高，能够提供基础的收益。此外可以适当进行国债和可转债的操作，但这部分只是作为增厚收益的辅助手段。

（4）久期的配置中枢以 2 年为宜，这是一个综合考量收益风险后比较适中的选择。

五、收益率选基是否有效？探究基金业绩的可持续性

公募权益基金的历史收益率一直是基金投资者最为关注的指标，可以最简单直接反映基金过去一段时间的表现情况。但是，基金投资者的目标是寻找未来表现符合投资预期的基金产品，比如小回撤、低波动或者高收益等。因此，在做基金遴选时，我们判断一个指标是否有效，需要来看其特性在将来是否能得到延续。

我们在基金量化因子探析系列报告的第一篇《寻找主动权益基金中的“低波”选手》（发布时间：2023 年 8 月 9 日）中探究了最大回撤和波动率等部分基金因子的有效性，因子在主动权益基金中呈现出较好的延续性，并应用于构建特色化基金组合。本报告将聚焦于收益率指标，分析指标在主动权益基金和多种主题风格基金中的选基有效性。

1.基金量化因子测试方法：IC 测试与分组回测多维检验

在基金量化因子探析系列报告中，我们进行基金因子测试时，从基金的持仓特征、绩效特征等维度，构建因子体系，并进行单因子测试。其中持仓维度主要包括持股集中度、重仓股 ROE、重仓股分红率、重仓股 PE、基金规模等因子；绩效维度上主要考察了在 1 年、2 年与 3 年维度下的区间收益率、信息比率、夏普比率、最大回撤以及波动率等因子。

因子测试主要包括 3 个方面，指标分档组合净值回测、分组历年收益特征测试以及 IC 测试。指标分档组合回测是基于每季度或者每年基金的特征因子，根据因子值大小对基金进行分组并等权构建组合，定期换仓，对比因子值最大和因子值最小的基金组合之间收益率是否有显著差异，从而在一定程度上反映因子值与具有该因子特性的基金组合在未来的表现特征；分组历年收益特征测试是在年底根据最新的因子值进行分组，通过比较历年每个组合在未来一年获得的收益，来观察指标在哪些特定行情下出现失效的可能，以及各组之间呈现的关系。IC 测试是通过计算每个因子的 IC 值来进行指标有效性分析，IC 是当期指标值和未来收益率的相关系数，相关系数越大代表指标值与未来的收益率正相关性越高，IC 值为正的比例代表测试的历史区间里，指标值与未来收益率呈现正相关的比例，比例越高代表正相关的置信程度越高。

2.收益率指标在主动权益基金中的遴选效果

历史收益率能否用于选取主动权益基金一直是投资者最关注的问题，也是最直接影响普通基金投资者在选取基金时对产品好坏的判断。我们首先以所有主动权益基金为测试范围，探究收益率指标能否从众多主动权益基金中挑选出优秀产品。

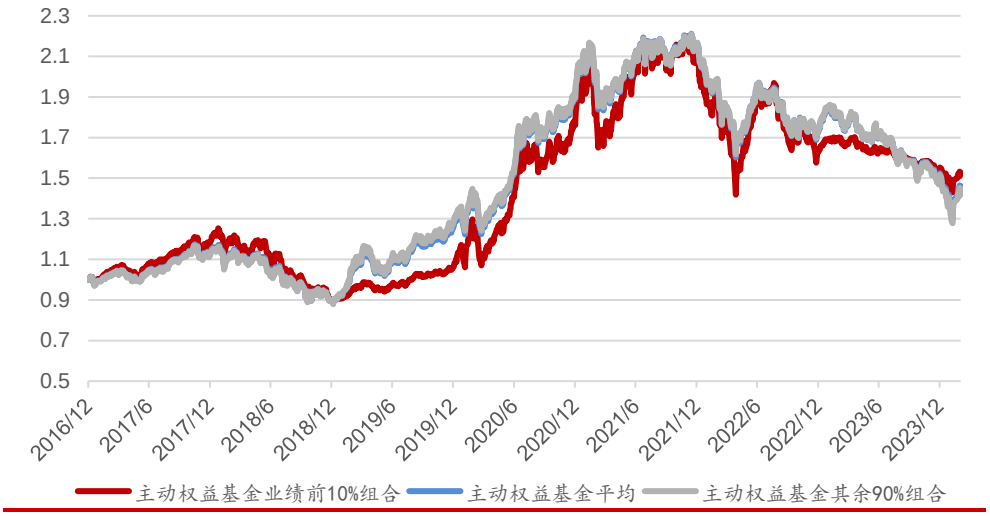
主动权益基金范围包括华宝证券基金二级分类中的普通股票型基金和高权益仓位混合型基金，涵盖过去 3 年（当成立时间不满足 3 年时，采用成立以来）投资权益资产市值比例均值大于等于 60%的主动管理型基金。

2.1.绩优基金延续性有待验证

在主动权益基金中，历史收益率指标未能展现出有效的延续性，我们对不同时间长度下的历史收益率指标进行了因子测试。IC 测试中，历史收益率指标与基金未来表现的正相关均值和正相关比例均较低；分组回测中，历史收益率高的组别并不能在较长时间维度下持续获得更优表现，无论是 IC 测试还是分组回测，测试结果均无法支撑单纯使用收益率指标选基的有效性。

下图显示了根据过去一年收益率筛选前 10%基金的年度换仓回测结果，筛选历史收益前 10%的基金组合与其他基金构建的等权组合表现接近，过去的优异业绩无法得到延续。前 10%基金组合呈现出了波动较大的态势，在反弹以及反转行情中难以跟上其他权益基金，但是在主线明确的趋势上涨行情中，表现相对较优。

图 275　过去一年收益率选基回测净值曲线

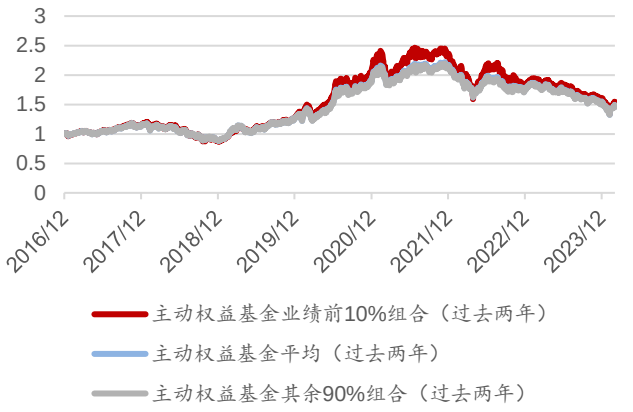


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2016.12.30－2024.02.29

拉长历史收益率计算时间长度后，依旧可以获得相近的结论，即使根据历史更长时间维度的收益率选基，也无法得到稳定跑赢等权组合的优选组合，收益率指标的无效性对时间参数的敏感性较低。

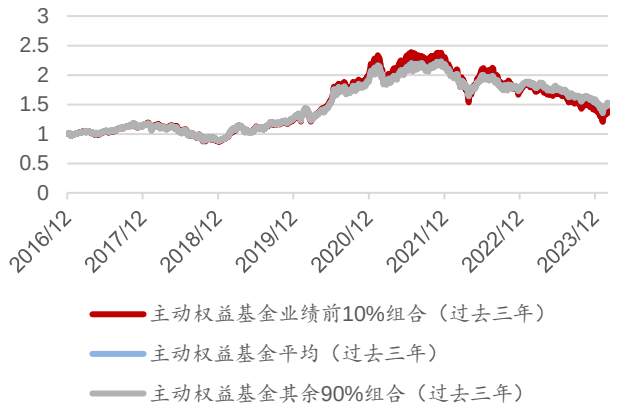
图 276　过去两年收益率选基回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2016.12.30－2024.02.29

图 277　过去三年收益率选基回测净值曲线

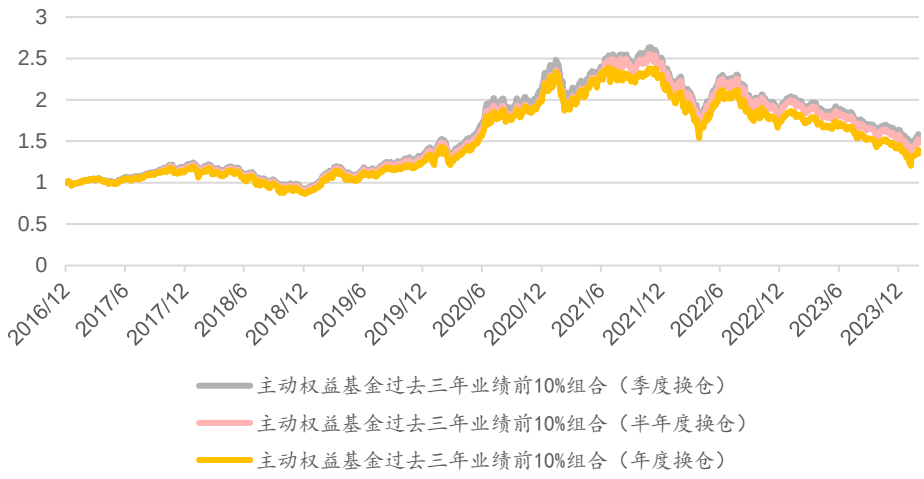


资料来源：　Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2016.12.30－2024.02.29

上述测试是基于年度换仓结果的，主要是考虑到优选组合是更适合长期持有逻辑，不宜过高频率换仓，我们测试了适当提高换仓频率后的收益率选基效果，从半年度换仓和季度换仓的组合回测净值曲线表现来看，提高换仓频率对优选组合的表现没有显著提升，收益率指标依旧未能获得较好的选基效果。

图 278　不同换仓频率下的收益率选基组合回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

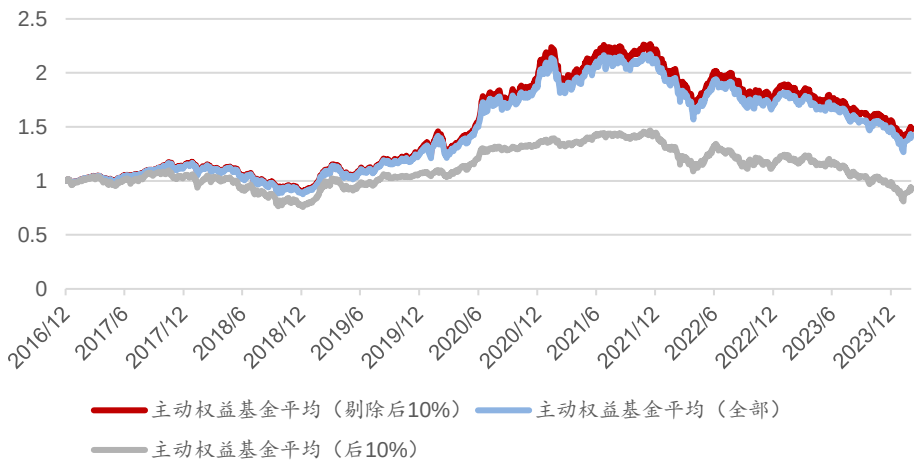
回测时间区间：2016.12.30－2024.02.29

2.2.收益指标可预警风险

虽然收益率无法在全部主动权益基金中优选基金，但是我们发现，能够应用于基金风险预警场景中。将剔除历史表现最差的基金的等权组合与所有主动权益基金的等权组合进行回测比较，可以发现剔除历史表现靠后的基金后，组合回测表现能够得到一定程度的优化，因此投资者在筛选基金时，剔除历史表现不佳的基金，能够起到有效规避风险的作用。

我们以过去一年收益率指标为例，测试不同换仓频率下剔除末尾基金的表现。下图为季度换仓的回测结果，从回测曲线中可以明显看出，剔除末尾 10%的基金后的组合持续表现优秀，同时末尾 10%基金构建的组合表现显著差于其他基金的平均水平。

图 279　末尾剔除组合回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2016.12.30－2024.02.29

在分年度组合收益表现统计中，同样表现出了剔除末尾基金后所起到的改善效果，且从回测开始的 2017 年至回测截止日期，均稳定每年获得相比所有主动权益基金平均收益的正超额收益，风险预警效果长期可持续。

表 175　末尾剔除组合回测年度收益率统计

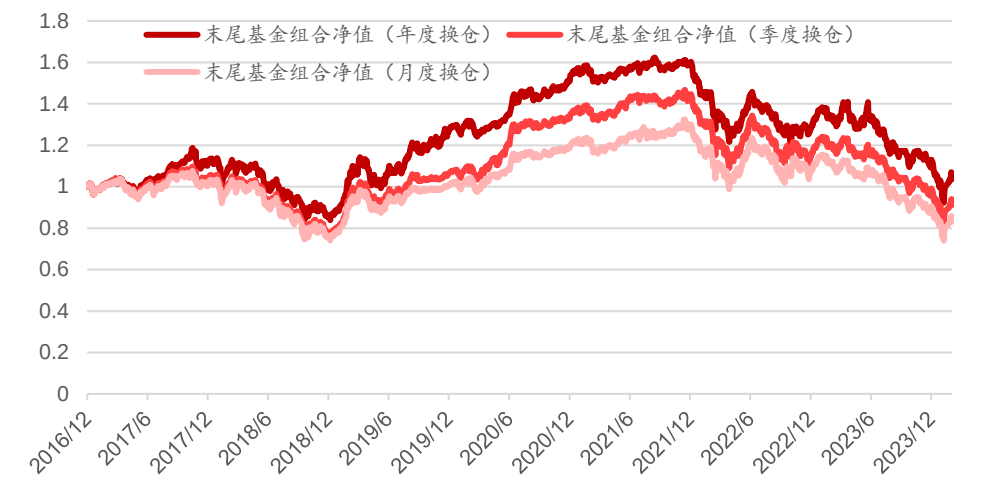
	主动权益基金平均（剔除后 10%）	主动权益基金平均（全部）
2017	13.36%	12.36%
2018	-20.20%	-20.71%
2019	41.07%	40.80%
2020	57.02%	53.77%
2021	10.68%	10.33%
2022	-20.05%	-20.11%
2023	-11.86%	-12.03%
2024	-4.30%	-4.43%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2016.12.30－2024.02.29

季度换仓回测验证了收益率指标的风险预警效果，我们进一步测试了年度和月度的末尾基金剔除效果，发现增加风险预警的频率能够更及时剔除表现相对较弱的基金。下图分别展示了年度、季度和月度换仓频率下末尾 10%基金组合的回测净值，月度组合表现最差，呈现出月度<季度<年度的情况，说明月度换仓的剔除效果最好。因此，更高频的预警能够更及时的帮助投资者进行风险规避。

图 280　不同换仓频率下的末尾基金组合回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2016.12.30－2024.02.29

3.收益率指标在行业主题基金中的遴选效果

基金经理的投资能力是影响基金产品历史表现的因素之一，但是基金历史收益表现受到风格、行业等方面的 beta 收益影响较大，因此在不考虑基金历史收益中的 beta 和 alpha 属性时，延续性具有较大不确定性。

基于此，我们尝试探究在限制基金的行业 beta 收益相近的条件下，基金经理在行业主题基金内获取超额收益的能力能否延续。在定义行业主题基金时，需要设立较严格的持仓行业纯度条件，即过去一定时间内持仓均保持较高的行业纯度，以剔除行业 beta 本身对基金遴选的影响。

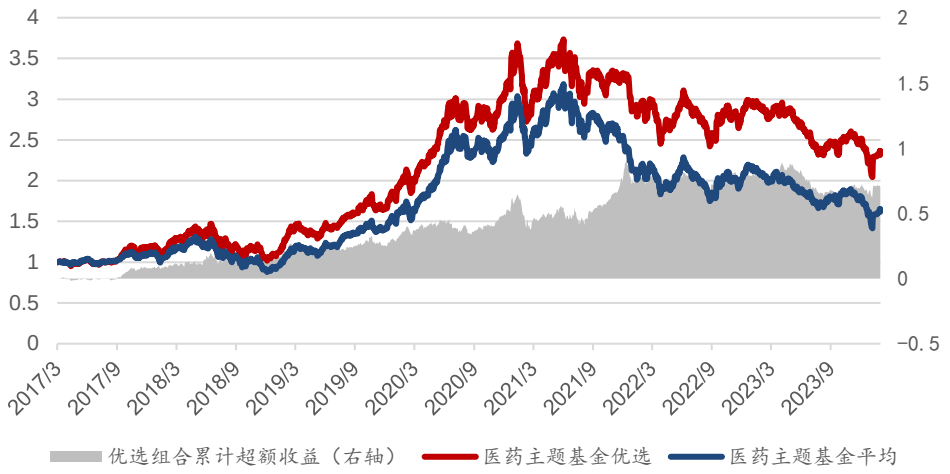
3.1.收益率指标延续性增强

在对行业主题基金有效性测试时，首先设定历史考察区间长度，选取历史考察区间长度中行业纯度均满足阈值的基金作为行业主题基金池，并计算历史考察区间中基金的收益率作为收益率指标进行基金打分，排序选取历史表现最优秀的行业主题基金。

首先测试收益率在医药行业主题基金中的有效性，以中信一级医药行业纯度为筛选条件，季度换仓，历史考察区间半年，从当期被定义为医药主题基金的产品中挑选历史收益最高的 10%作为优选组合，回测从 2017 年一季度开始的行业主题基金选基效果。

回测结果如下图所示，**医药主题基金优选组合能够持续跑赢所有医药主题基金的平均水平，超额收益能够持续累计增长，并维持在较高水平。**从下表的分年度收益统计来看，从回测开始的每个年度收益均高于当年平均水平，且无论是在行业上行还是震荡下行的年份，这说明单一历史收益率指标在行业内的选基效果是十分显著的，基金经理在行业主题基金内的 alpha 获取能力有较强延续性。

图 281　医药主题基金优选组合回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2017.03.31－2024.02.29

表 176　医药主题基金优选组合分年度收益统计

	医药主题基金优选	医药主题基金平均
2017	17.21%	9.08%
2018	-9.62%	-15.85%
2019	58.25%	54.81%
2020	83.43%	81.69%
2021	8.05%	-1.17%
2022	-15.93%	-20.94%
2023	-9.95%	-10.07%
2024	-5.97%	-9.03%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2017.03.31－2024.02.29

下表为最新一期医药主题基金优选组合中的部分持仓基金，不乏市场关注度较高的医药基金经理被选入组合中，被选入组合后持续保持不错的收益表现，领跑其他医药行业主题基金。被选入优选组合中的基金标的，包含着许多不同投资理念的医药基金经理的在管产品，有擅长于在医药行业中精选高景气度细分赛道，赛道轮动叠加赛道内个股精选的基金经理，也有基于公司基本面深入研究，自下而上选取优质公司的基金经理。优选组合中的基金经理在投资方法上有所不同，但都凭借优秀的行业内细分板块配置或选股能力在较长时间维度下获得了亮眼的 alpha 收益，测试结果也支撑了优秀的 alpha 获取能力在未来有望延续的结论。

表 177　最新一期医药主题基金优选组合部分持仓

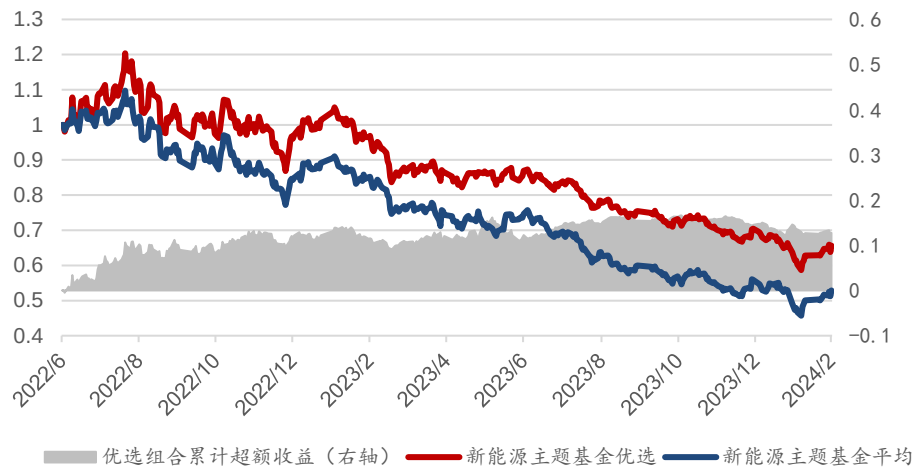
	基金全称	现任基金经理
000523.OF	国投瑞银医疗保健混合 A	吴默村,肖汉山
001230.OF	鹏华医药科技 A	金笑非
001417.OF	汇添富医疗服务灵活配置混合 A	张韡
001563.OF	华富健康文娱灵活配置混合 A	廖庆阳

002408.OF	中信建投医改 A	谢玮
005176.OF	富国精准医疗灵活配置混合 A	赵伟
005689.OF	中银医疗保健混合 A	郑宁
006881.OF	华宝大健康混合 A	齐震,张金涛
110023.OF	易方达医疗保健行业混合 A	杨桢霄

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

收益率指标在医药行业主题基金中展现了较好的选基有效性，我们对其他行业主题进行测试，以电力设备及新能源一级行业纯度定义新能源行业主题基金，因主题基金样本数量有限，样本满足一定数量后开始回测，从回测区间的主题基金优选组合表现来看，优选组合表现较优，即使在行业整体表现不佳的时间区间内，**优选组合也能够持续跑赢主题基金等权组合，累计接近 13%的超额收益，收益率指标在新能源行业主题基金中的选基有效性得到验证。**

图 282　新能源主题基金优选组合回测净值曲线

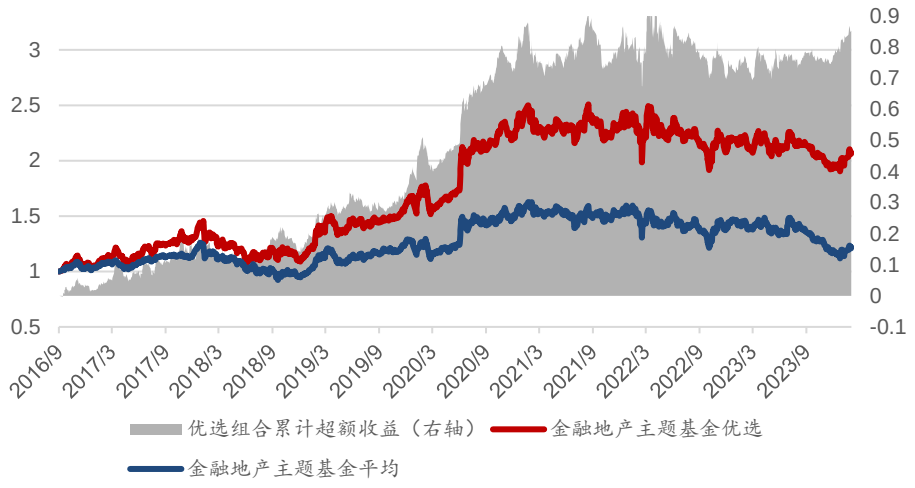


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2022.06.30－2024.02.29

金融地产主题同样作为在基金组合配置中涉及较多的行业主题，本文在定义金融地产行业纯度时，考虑了基金在建材、房地产、建筑、银行以及非银金融等一级行业的持仓占比，占比总和作为基金在金融地产主题上的纯度。从 2016 年第四季度开始的回测结果显示，单一收益率指标在金融地产行业主题基金中同样显现出了较优秀的选基效果，**优选组合在整个回测区间内持续跑赢该行业主题基金平均水平，特别是在该行业主题表现强劲的区间内，优选基金组合能够获得更高的弹性，进攻性更强。即使在震荡行情下，也能凭借优秀的行业内管理经验，保持相近的波动和回撤水平，实现攻守兼备。**从分年度收益统计结果来看，除了 2022 年小幅弱于平均水平外，其他年份均能获得可观的超额收益。

图 283　金融地产主题基金优选组合回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2016.09.30－2024.02.29

表 178　金融地产主题基金优选组合分年度收益统计

	金融地产主题基金优选	金融地产主题基金平均
2016	6.16%	2.82%
2017	21.25%	10.76%
2018	-14.54%	-16.20%
2019	46.28%	33.48%
2020	39.43%	18.39%
2021	3.80%	1.02%
2022	-10.20%	-8.83%
2023	-5.93%	-14.11%
2024	5.44%	2.22%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2016.09.30－2024.02.29

从最新一期的部分基金持仓来看，选取到的基金经理包含了长期深耕于金融地产领域投资的老将基金经理，杨景涵，兼具行业内选股能力以及银行与地产之间的行业轮动能力，使得在管期间获得了长期稳定且优秀的收益水平；以及管理国联安红利混合的徐俊，聚焦于银行及非银金融行业，深挖公司基本面，在行业内持续获得 alpha；优选组合还能选到管理时间较短但近期表现亮眼的行业主题基金，通过在主题内细分子行业较快的轮动，适应高轮动的市场环境，被选入组合后持续给组合带来正向超额收益。

表 179　最新一期金融地产主题基金优选组合部分持仓

	基金全称	现任基金经理
000423.OF	前海开源事件驱动混合 A	王达
005576.OF	华泰柏瑞新金融地产混合 A	杨景涵
012221.OF	瑞达行业轮动混合 A	袁忠伟
013490.OF	同泰金融精选股票 A	王秀

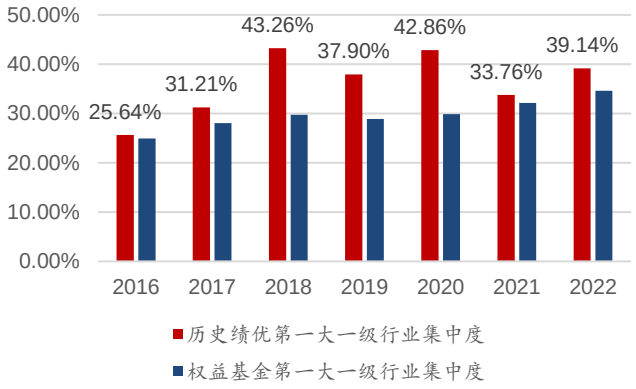
257040.OF	国联安红利混合	徐俊

资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

4.收益率指标在均衡分散风格基金中的遴选效果

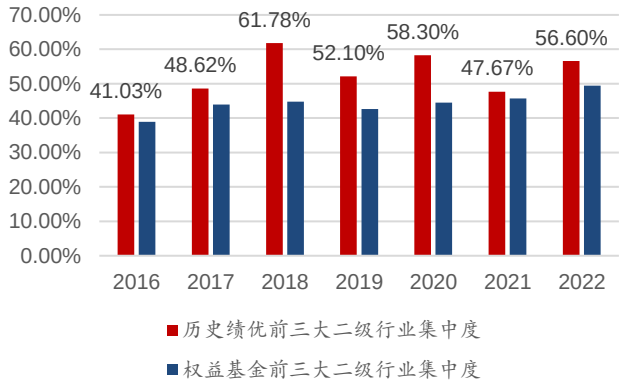
在第二章节对主动权益基金样本中历史绩优基金表现的测试中，我们发现历史绩优基金组合存在未来波动较大的情况，优秀的历史业绩很难延续。究其原因，综合在反转和趋势行情中的组合回测表现，我们发现押注于某个行业或者细分领域是基金获得亮眼收益的重要来源之一，但行业或者主题难以维持多年的主线行情，主线行情末期或者行业主线切换时，都会导致历史绩优基金组合跑输基金平均水平的情况。通过统计基金组合的平均行业集中度，我们发现历史绩优基金组合的平均集中度显著高于所有主动权益基金的平均值，对于第一大中信一级行业以及前三大中信二级行业的集中度均可以得到相似的结论。

图 284　历史绩优组合一级行业集中度统计



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 285　历史绩优组合二级行业集中度统计



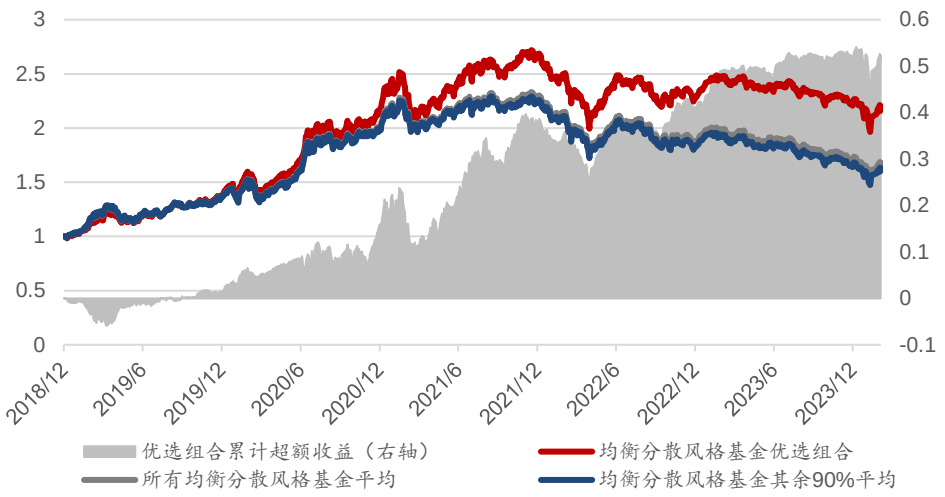
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

我们通过剔除行业或者主题过度集中的基金，探究在行业持仓分散的基金中，收益率指标的有效性能否得到改善。通过回看历史一段时间内的基金持仓行业集中度平均水平，平均集中度小于阈值则被选入均衡分散风格基金，在该风格基金中回看相同历史长度的收益率，选取前 10%的绩优基金作为均衡分散风格基金优选组合。

下图测试结果为选取全部持仓前三大二级行业集中度作为集中度衡量指标，相比一级行业涵盖的标的所涉及的主题范围较广，二级行业能够更好反映基金持仓在某类主题中的集中度；半年换仓，回看过去两年的集中度和收益率进行基金优选，均衡分散风格基金需要基金经理拥有更强的行业轮动能力和多行业内的选股能力，较长时间的历史业绩可以更全面反映基金经理在这些方面的综合能力，同时长时间下的综合超额能力有望在未来得到延续。

回测净值曲线显示，**均衡分散风格基金中，绩优基金的表现在未来得到了较好的延续，收益率指标优选的基金组合相比等权基准组合持续积累超额收益，**在趋势行情以及震荡行情中均表现显著更优；部分回落行情初期回撤较大，但是组合能够较快进行切换，在后续反弹行情中弥补超额收益的损失。分年度收益统计中绩效优选组合也表现出了稳定的胜率，**回测区间的每年收益均高于其他均衡分散风格基金的等权组合。**

图 286　均衡分散风格基金优选组合回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2018.12.31－2024.02.29

表 180　金融地产主题基金优选组合分年度收益统计

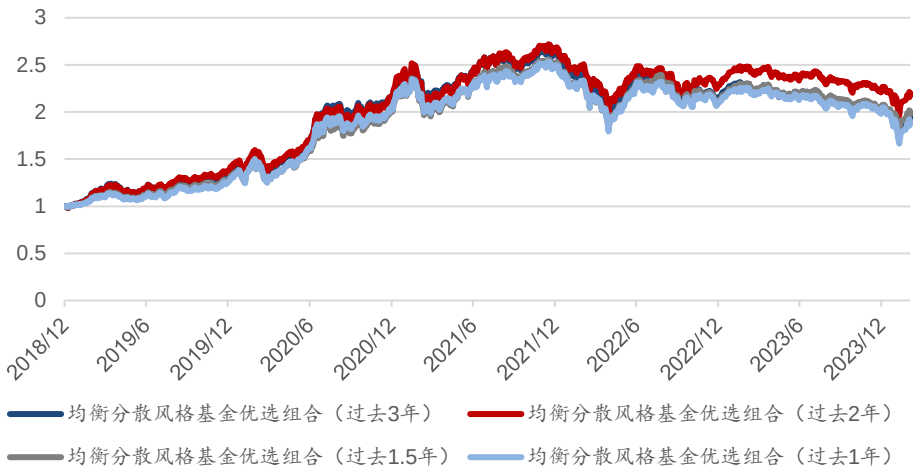
	均衡分散风格基金优选组合	所有均衡分散风格基金平均
2019	39.67%	37.87%
2020	59.51%	49.57%
2021	20.69%	11.63%
2022	-14.84%	-18.50%
2023	-1.10%	-7.47%
2024	-2.68%	-3.16%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2018.12.31－2024.02.29

对不同历史回看时间的回测结果呈现相近的结果，无论是根据过去三年还是过去一年的持仓特征和收益率进行选基，都能够选取出风格中在未来表现更优的基金，优选组合都能够获得显著超额收益。（在定义均衡分散风格基金时需要回看历史时间内的平均分散度满足特定条件，因此不同时间维度下的组合表现不能完全可比，各组测试比较基准略有差异。）

图 287　不同历史回看时间的均衡分散风格优选基金组合回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回测时间区间：2018.12.31－2024.02.29

5.总结：收益率指标可预警风险，主题、风格内选基有效性改善

通过对主动权益基金历史收益率指标的单因子测试，测试结果显示收益率指标有效性较低，筛选历史收益排名靠前的基金构建组合并不能显著跑赢所有主动权益基金的等权组合，基金历史收益的优秀排名难以在未来得到延续，仅根据历史收益率无法在全市场主动权益基金中进行绩优基金的筛选。

但是通过末尾剔除的测试方法发现，收益率指标在主动权益基金风险预警方面体现出了较强有效性，测试结果显示历史收益排名末位的基金在未来有更大概率表现弱于其他主动权益基金，通过较高频率的收益风险监测，及时剔除收益排名靠后的主动权益基金，能够起到风险防范的作用。

基金历史收益中较大部分来源于风格、行业等方面的 beta 贡献，通过限制基金的行业暴露在相近的条件下，实现 beta 与 alpha 的剥离，我们发现基金经理在行业主题基金内获取 alpha 收益的能力能够延续。以医药、新能源以及金融地产等行业为例，通过历史收益率指标筛选基金，均能够得到超额收益显著的行业主题优选基金组合。

押注于某个行业或者细分领域是主动权益基金获得亮眼收益的潜在方式之一，也能够在一定程度上解释为什么优秀的历史业绩无法延续，因为很大程度受不同市场风格或行业板块间的轮动影响。通过剔除行业或者主题过度集中的基金，发现在行业持仓分散的基金中，收益率指标的有效性得到改善。在满足持仓行业分散的条件下，基金获得优秀的表现需要基金经理有更突出的行业轮动能力和行业内选股能力，这些能力能够在未来得到延续，使得基金产品在均衡分散风格基金内持续排名靠前。

六、风险提示

本报告基于历史公开数据分析和测算，存在失效风险，产品的统计情况可能随着时间和市场的变化以及统计方法不同而有差异，不代表对金融产品未来情况的预测，不构成投资建议。本报告所提及的金融产品仅供分析使用，历史业绩不代表未来表现，不代表推荐。

本报告部分数据基于数据供应商，可能为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何意见及推测仅反映于本报告发布当日的判断。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。