

金融机构买基攻略

——中国机构配置手册（2026版）之机构合作篇

行业研究 · 深度报告

金融

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥

证券分析师：王剑

证券分析师：陈俊良

证券分析师：田维韦

证券分析师：王德坤

证券分析师：王文静

021-60375452

021-60875165

021-60875161

021-60875161

021-61761035

0755-81981648

kongxiang@guosen.com.cn

wangjian@guosen.com.cn

chenjunliang@guosen.com.cn

tianweiwei@guosen.com.cn

wangdekun@guosen.com.cn

wangwenjing@guosen.com.cn

S0980523060004

S0980518070002

S0980519010001

S0980520030002

S0980524070008

S0980526050001

- **机构业务养成：**截至2026年6月末，公募基金净值接近40万亿元，其中债券型基金绝大部分由机构持有。机构投基驱动力主要在三方面：一是税收规避，公募债券买卖价差免征增值税与所得税，分红依财税〔2008〕1号文暂不征企业所得税；二是流动性增强，ETF与货基可作流动性“蓄水池”；三是杠杆优化，公募杠杆上限较银行自营更宽松。低利率与“资产荒”并行下，机构业务战略地位日趋重要。
- **银行如何买基：**银行投基由金融市场条线主导，受信贷需求、净息差与资本新规三重影响。2026年一季度末上市银行总资产同比增长9.3%，高于约6%的资本内生增速，叠加净息差持续收窄，金融市场条线收入贡献度持续提升。结构上，大行以配置盘为主，股份行与城商行FVTPL占比较高。受“资产荒”驱动，中小银行债券投资占比持续提升、基金投资占比回落。资本新规通过穿透法、授权基础法与1250%风险权重三档计量，引导银行优化金融投资结构，被动指数债基因资本占用低、底层透明成为新趋势。
- **理财如何买基：**资管新规后理财子全面承接委外增量，2025年末32家理财子获批成立，固收类产品存续32.32万亿元，占比97.09%。2025年理财对公募配置比例由2.9%升至7.0%，持仓由0.9万亿元增至2.3万亿元，结构上以中长期纯债基金、指数型债基与货基为主，权益类占比不足1.9%且继续收缩。净值化与低利率双重压力下，“固收+”策略成为实现收益稳定的核心路径，通过公募基金、标品信托等方式增厚收益，但监管套利空间正逐步收窄。
- **保险如何买基：**保险资管规模稳步扩容，低利率环境下权益投资成为破解利差损的“必答题”，2020—2024年险资基金投资余额由1.1万亿元增至1.7万亿元，2025年配置占比升至5.4%，ETF成为增量配置工具。配置策略上哑铃型框架逐步成型：一端以中证红利等高股息资产筑牢收益底仓，年化约8%对标历史非标收益区间；另一端以行业主题ETF与FVTPL个股增厚弹性收益。FOF作为险资最早参与权益投资的形式，向行业输出标准。
- **机构如何选基：**机构选基已建立“投资业绩—业绩归因—投资体系—投资理念”四维评价框架：维度一基于五因子量化历史业绩；维度二通过Brinson模型改良，将超额收益拆解为择时、行业配置、择股与交易四层级；维度三从选股四要素量化经理暴露度与赋权偏好；维度四从赔率、胜率、下注大小、下注频率四决策因子识别经理决策体系。落地路径上，To B代销机构差异化竞争——银行系销售网络广、三方系数字化平台投入大、券商系研究服务强，并辅以MOM系统与经理画像库等电子化平台，为机构客户提供全流程解决方案。
- **风险提示：**长端利率下行、投资者风险偏好变化、经济下行超预期、监管政策变化等。

[01] 机构业务养成

[02] 银行如何买基

[03] 理财如何买基

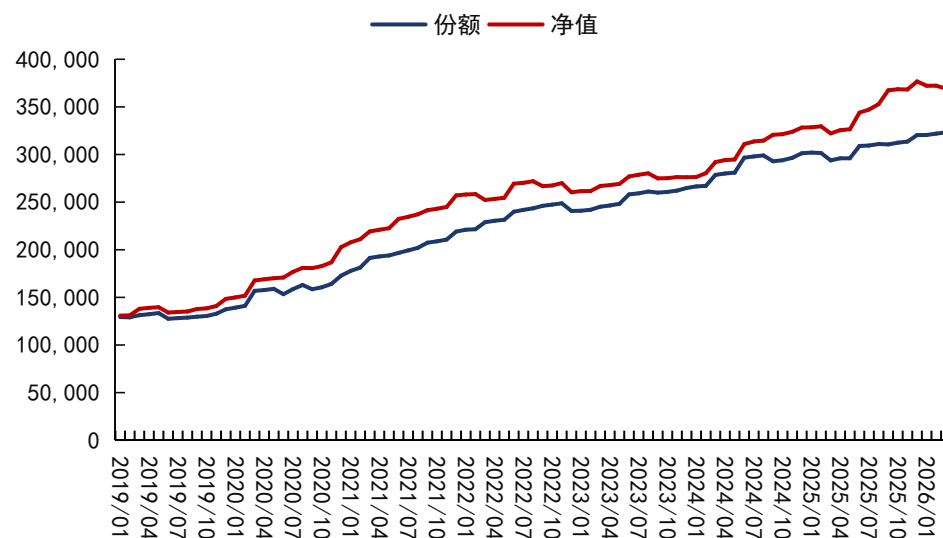
[04] 保险如何买基

[05] 机构如何选基

公募产品结构：机构客户占比稳定，结构趋于丰富

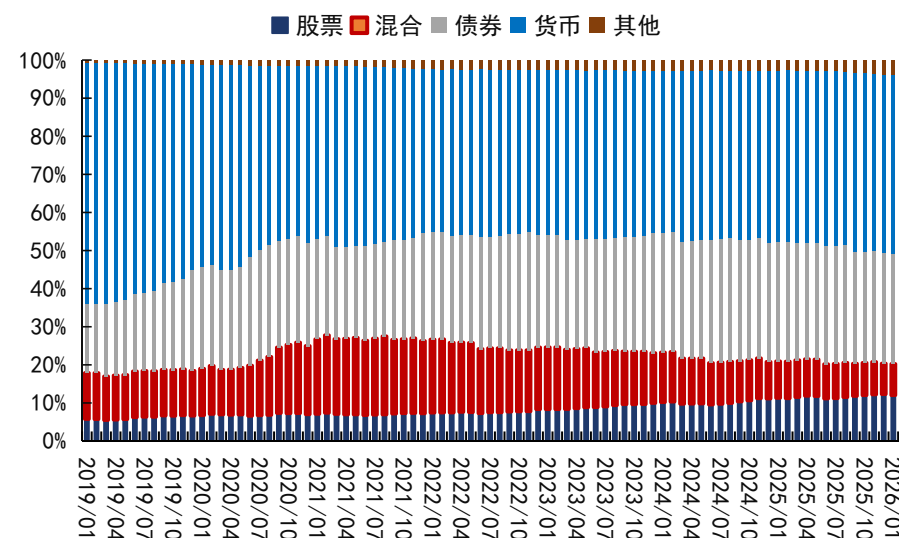
- 截至2026年6月末，公募基金份额达33.05万亿份、净值达39.67万亿元，规模已逼近40万亿元关口，连续三个月创历史新高。
- 现有近40万亿元公募基金规模中，相对比例规模由银行、理财、保险、养老金等机构配置，尤其债券基金、“固收+”基金，同时机构也加大了权益、ETF类相关产品的构建，机构业务在公募业务中占比日趋重要。

图：公募基金份额及净值（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

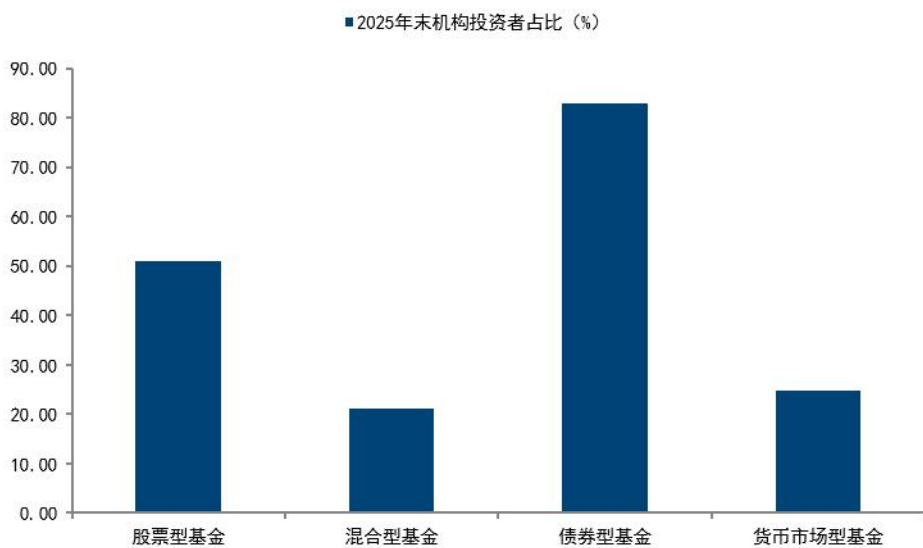
图：公募基金各品类净值占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

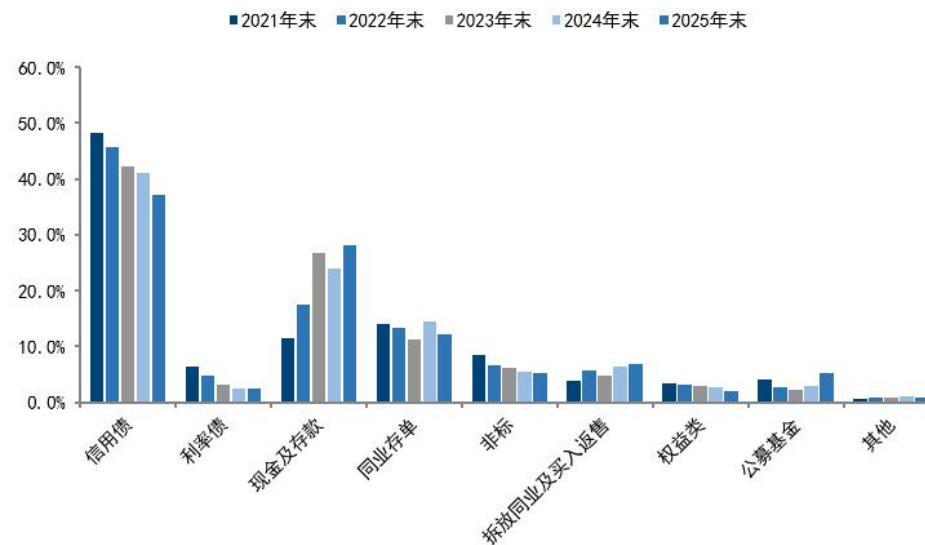
- 公募基金是机构委外的重要合作方。
- 从公募基金的持有人结构来看，债券型基金大部分由机构持有，货币基金也有相当一部分由机构持有，其中银行是重要资金方。除公募基金外，银行也可以投资公募基金发行的专户产品。
- 除自营资金外，银行表外理财也有一部分资金投向基金。2025年末银行理财投资的公募基金规模约1.8万亿元。

图：公募债基大部分由机构持有，货基有一部分由机构持有



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

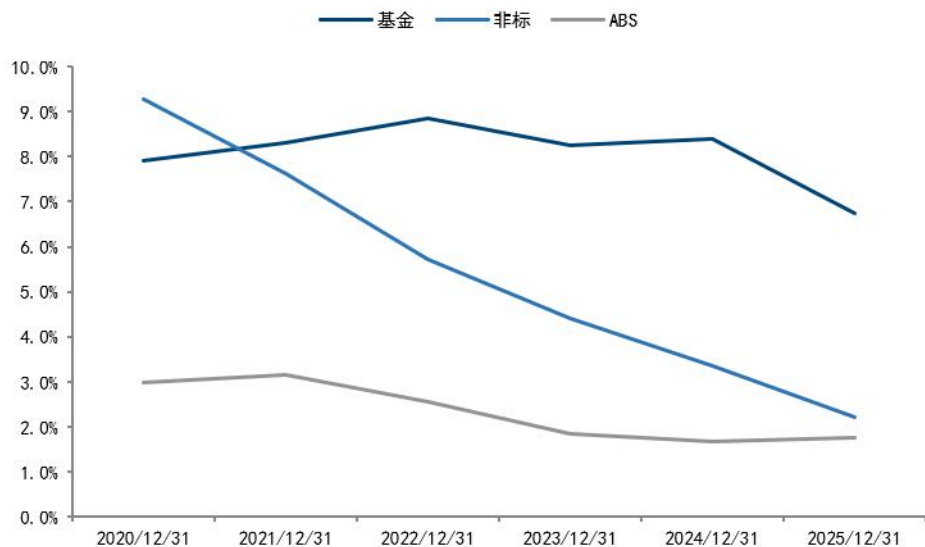
图：银行理财资产配置情况



资料来源：理财年度报告，国信证券经济研究所整理

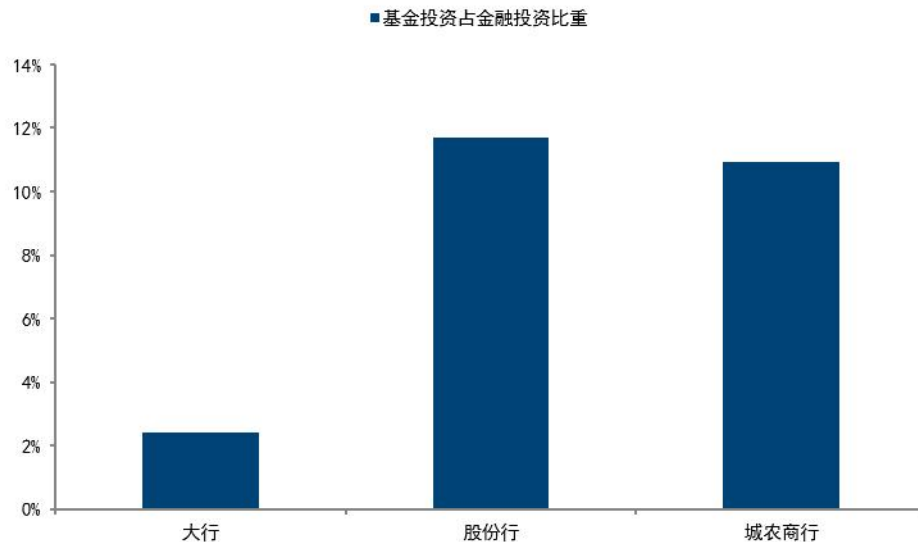
- 近几年随着监管加强，银行表内投资的信托及资管计划投资减少，更多将资金配置到基金上面。目前基金已经是银行最主要的结构化主体投资标的。
- 从基金投资占比来看，股份行和城农商行是基金投资主力，大行基金投资占比相对较少。

图：银行各类结构化主体投资占金融投资比重

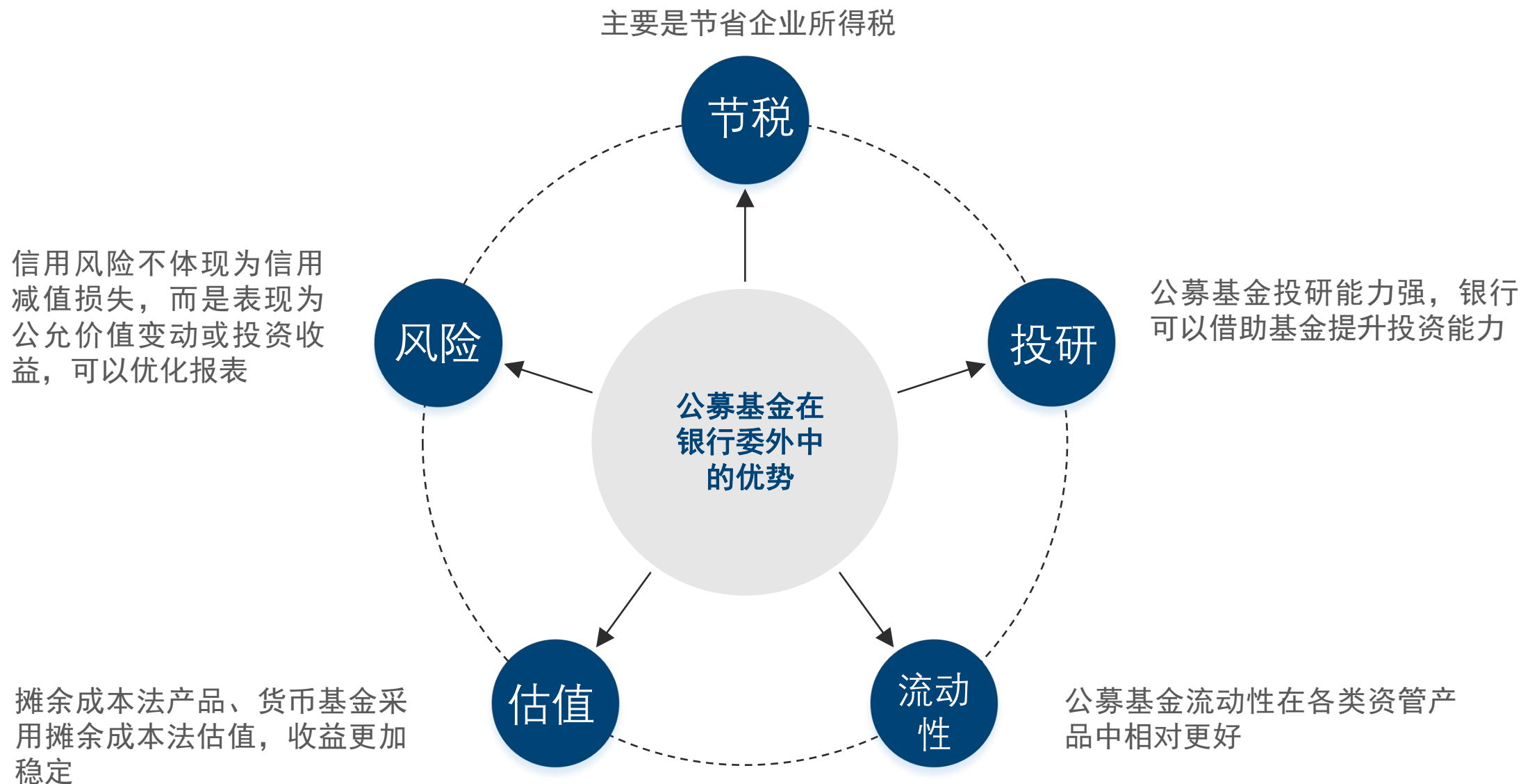


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年上市银行投资的公募基金占金融投资资产比重



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



以税收为例看公募基金优势

➤ 以债券类资产投资为例，公募基金具备显著的税收优势。其中，公募所投资债券的买卖价差收入免征增值税及所得税，仅有部分券种的利息收入需征收增值税。基金分红免税主要包括两个层面，一是公募基金层面，基于《财政部国家税务总局关于企业所得税若干优惠政策的通知》（财税〔2008〕1号），“对证券投资基金从证券市场中取得的收入，包括买卖股票、债券的差价收入，股权的股息、红利收入，债券的利息收入及其他收入，暂不征收企业所得税。”；二是机构投资者层面，即投资者从公募基金获得的分红收益，需要并入应纳税所得额缴纳企业所得税根据（财税〔2008〕“暂不征收”。

表：银行自营债券投资税率

资产类型	价差收入		利息收入	
	增值税	所得税	增值税	所得税
国债及政府债	6%	25%	6%	免税
金融债	6%	25%	6%	25%
同业存单	6%	25%	免税	25%
铁道债	6%	25%	6%	12.5%
信用债	6%	25%	6%	25%

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

表：公募基金债券投资税率

资产类型	价差收入		利息收入	
	增值税	所得税	增值税	所得税
国债及政府债	免税	免税	免税	免税
金融债	免税	免税	免税	免税
同业存单	免税	免税	免税	免税
铁道债	免税	免税	3%	免税
信用债	免税	免税	3%	免税

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

注：2025年8月8日起，对于银行自营端，新发行的国债、地方政府债、金融债（含政策性）利息收入恢复征收6%增值税；而对于公募基金端，税收优惠将。整体延续。

表：公募基金杠杆上限要求及对应政策

基金种类	杠杆上限要求	对应政策要求
开放式基金	140%	《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十二条，基金总资产不得超过基金净资产的140%。
定期开放式基金	200%	关于实施《公开募集证券投资基金运作管理办法》有关问题的规定，封闭运作的基金的总资产不得超过基金净资产的200%。
货币型基金	110%	《货币市场基金监督管理办法》第八条：投资组合的杠杆比例不得超过110%。

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

【 01 】 机构业务养成

【 02 】 银行如何买基

【 03 】 理财如何买基

【 04 】 保险如何买基

【 05 】 机构如何选基

近年来银行传统信贷需求收缩

- 近几年实体融资需求增长放缓，社融增速回落
- 银行信贷增速回落更加显著

图：银行信贷增速回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

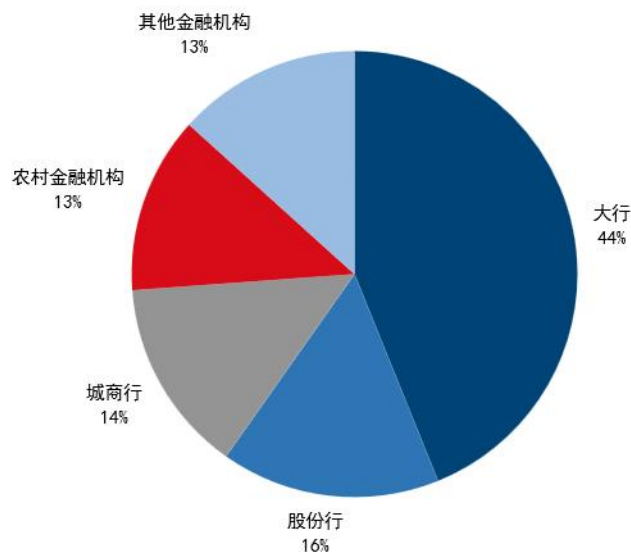
图：银行信贷增速回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

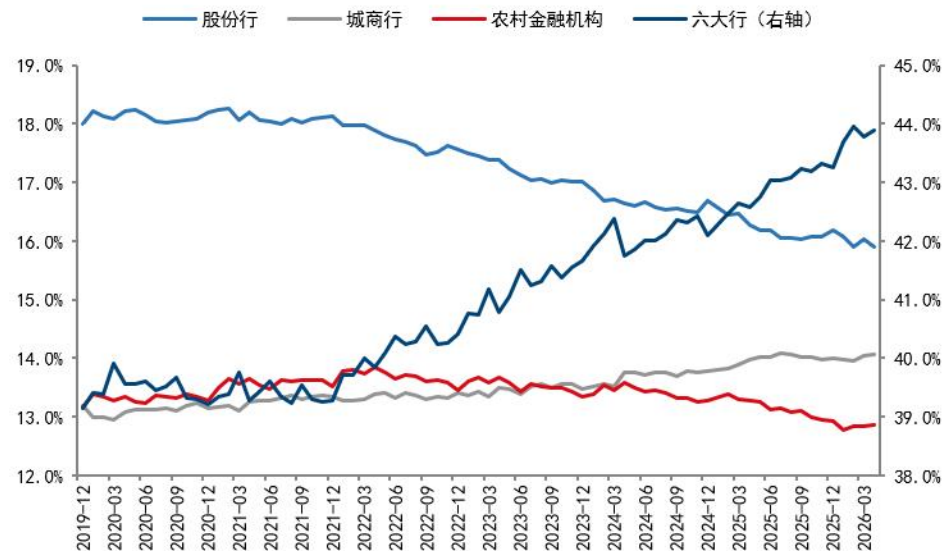
- 2026年4月末六大行总资产占据银行业金融机构的44%，股份行、城商行、农村金融机构、其他金融机构占比分布则较为均匀；
- 纵向来看，近几年六大行资产占比明显提升，股份行回落明显，农村金融机构占比略有回落，城商行占比略有上升。

图：2026年4月末不同类型银行业金融机构资产占比（境内口径）



资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

图：不同类型银行业金融机构资产占比变化（境内口径）

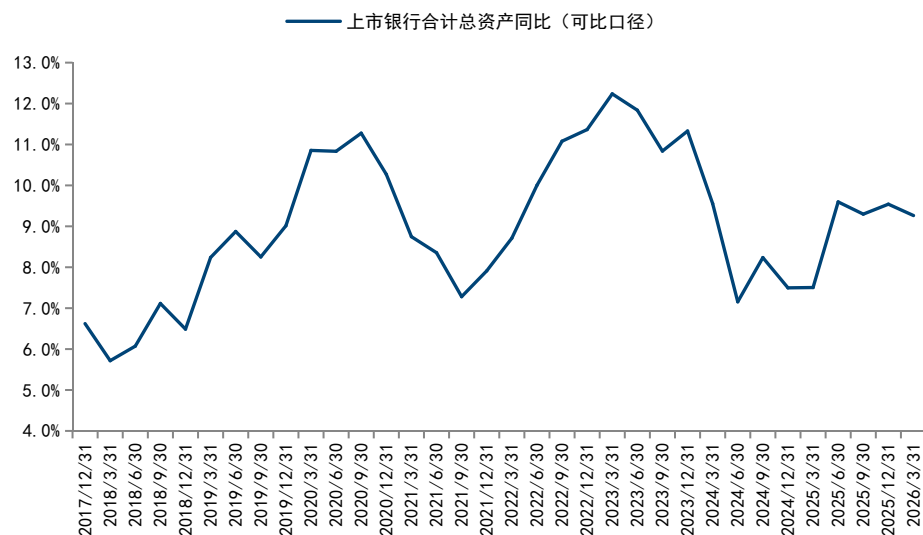


资料来源：国家金融监督管理总局，Wind，国信证券经济研究所整理

与信贷需求不足相比，银行仍保持扩张资产负债表

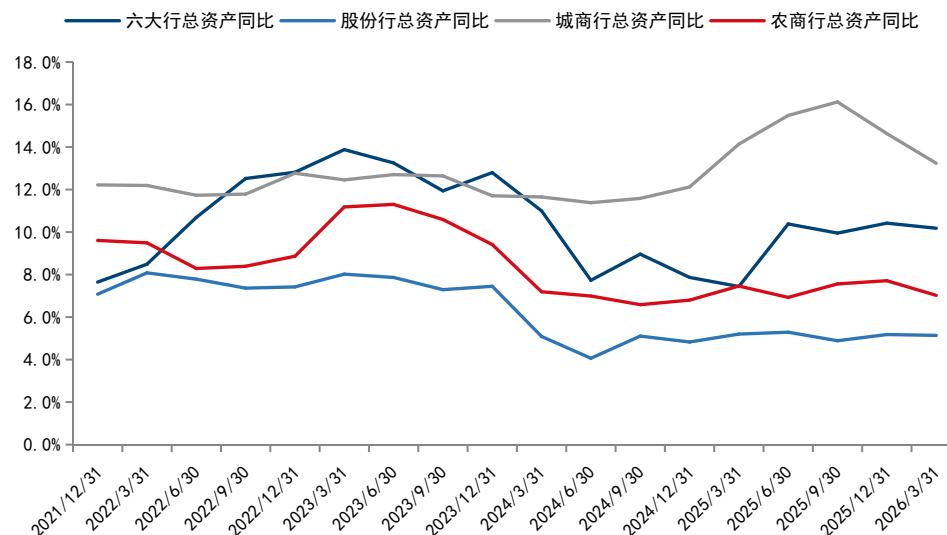
- 2026年一季度末上市银行合计总资产为343万亿元，同比增长9.3%，处于近几年中间水平。目前行业ROE为8.8%、分红率约30%，对应的资本内生增速约6%，当前资产增速相对资本内生增速仍然较快
- 分类型来看，目前主要是城商行、六大行资产增速较高。

图：上市银行总资产增速



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分类型上市银行总资产增速



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 除传统的流动性管理之外，金融市场条线对银行的收入贡献也在增加。尤其是近几年银行业净息差持续收窄，与净息差相关性相对较低的交易类业务，成为银行获取收入的重要来源

图：银行净息差持续收窄



资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

图：上市银行公允价值变动、投资收益等对收入贡献度持续增加



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

金融市场条线具有资本消耗低、批发属性强、中收潜力大等特点

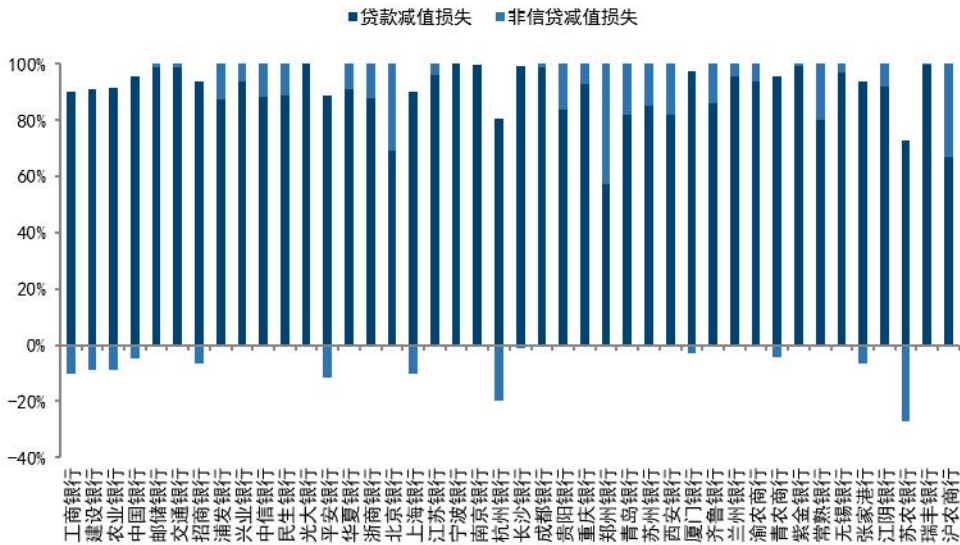


- 与传统存贷款业务相比，金融市场业务也有其独特价值：
- 一是金融市场条线的投资以利率债、同业资产为主，资本消耗少；
- 二是金融市场业务的信用风险相对较低。上市银行信用风险中约96%是贷款减值损失；
- 三是金融市场业务往往单笔规模较大，操作成本相对较低。

图：上市银行信用风险主要来自贷款

表：主要资产类别的风险权重

	风险权重（第一档）	风险权重（第二档）
国债	0%	0%
地方政府债	10-20%	10-20%
政策性金融债	0%	0%
银行同业	20-40%（A级以上商业银行）	20-40%
非银同业	75-100%	100%
对公贷款	75-100%（大部分情形）	75-100%（大部分情形）
个人住房贷款	20-40%（大部分情形）	75%（大部分情形）
其他零售贷款	45-75%（大部分情形）	45-75%（大部分情形）
次级债权	150%	150%



资料来源：《商业银行资本管理办法》，国信证券经济研究所整理

资料来源：上市银行年报，国信证券经济研究所整理

- 银行从业务条线划分来讲，一般按客群分为三个条线，即针对企事业单位的公司金融条线、针对个人的零售金融条线、针对金融机构的金融市场条线，再辅之以一些行政支持部门。
- 金融市场条线的划分则根据产品不同，一般分为金融市场部、金融同业部、资产管理部、资产托管部、投资银行部等。

表：金融市场条线的主要部门

	部门职能
金融市场部	货币市场拆借与回购，自营债券投资与交易，存单发行，代客交易（包括外汇、衍生品、贵金属、大宗商品等），做市业务等
金融同业部	同业投资、同业存款、票据业务等。其中少数银行会将票据业务单独设置一个部门
资产管理部	理财产品创设和理财资金投资。其中部分银行通过理财子公司从事该业务
资产托管部	各类金融资产的托管业务
投资银行部	通过资本市场手段为企业提供融资

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

金融市场条线的组织架构：上市银行统计

表：上市银行金融市场条线组织架构

	金融市场部	金融同业部	资产管理部	资产托管部	投资银行部	其他部门
工商银行	√		√	√	√	贵金属业务部、票据营业部
建设银行	√	√		√	√	贵金属及大宗商品业务部
农业银行	√			√	√	
中国银行	√	√		√	√	
邮储银行	√	√	√	√	√	
交通银行	√	√		√	√	
招商银行	√	√	√	√	√	票据业务部
中信银行	√			√	√	
平安银行	√	√		√	√	
华夏银行	√		√	√	√	
浙商银行	√	√	√	√	√	票据业务部
北京银行	√			√	√	同业票据管理部
江苏银行	√	√	√	√	√	票据经纪业务部；投行与资产管理总部
宁波银行	√		√	√	√	票据业务部
南京银行	√	√	√	√	√	
杭州银行	√		√	√	√	
长沙银行	√		√	√	√	
成都银行	√		√	√	√	
贵阳银行	√		√		√	
重庆银行	√		√	√	√	
郑州银行	√		√		√	
青岛银行	√			√	√	票据业务部
苏州银行	√	√	√	√		
西安银行	√		√		√	
厦门银行	√			√	√	
齐鲁银行	√		√		√	
兰州银行	√		√			
渝农商行	√			√	√	
青农商行	√	√	√		√	
无锡银行	√		√			
沪农商行	√		√	√	√	

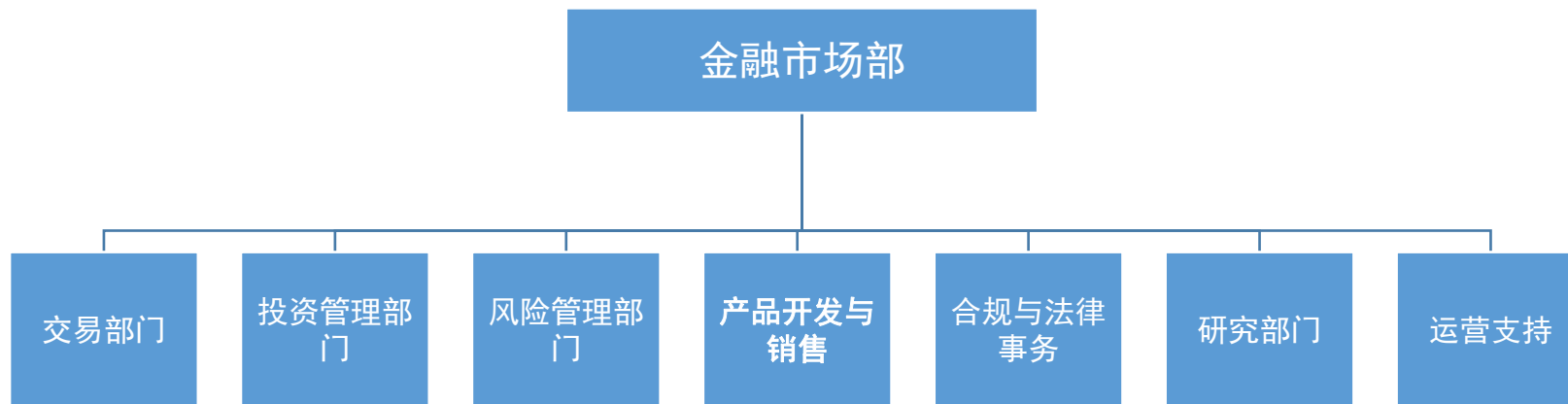
- 不同银行的金融市场条线部门设置大同小异。我们汇总了部分在年报当中披露组织架构信息的上市银行组织架构情况

资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

部门内部组织架构拆分：以金融市场部为例

- 商业银行的金融市场部通常具有综合性职能，其架构设计旨在覆盖广泛的金融市场活动，确保高效运作和风险管理。虽然不同银行的具体架构可能有所差异，但一般而言可以概括为几个核心部分

图：金融市场部的子部门示例

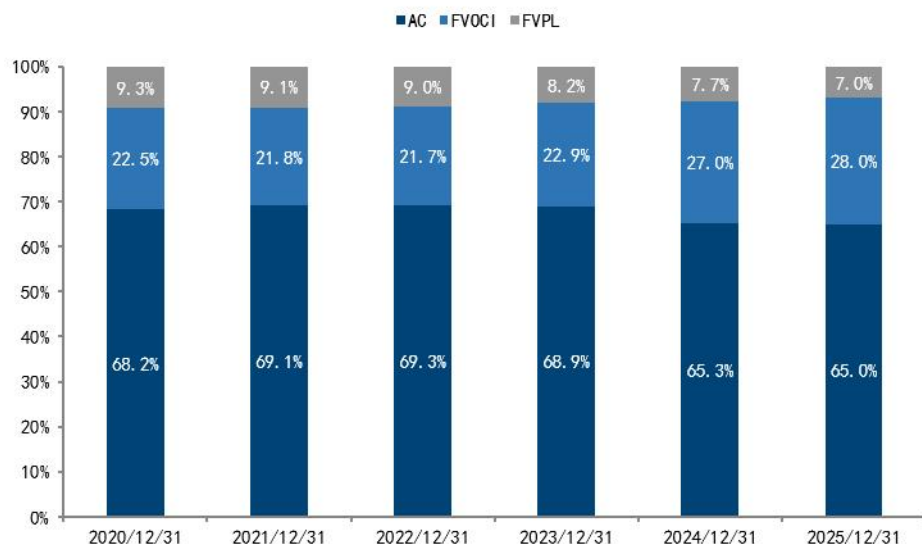


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

大行投资以配置为主，但近年来加大做市和交易要求

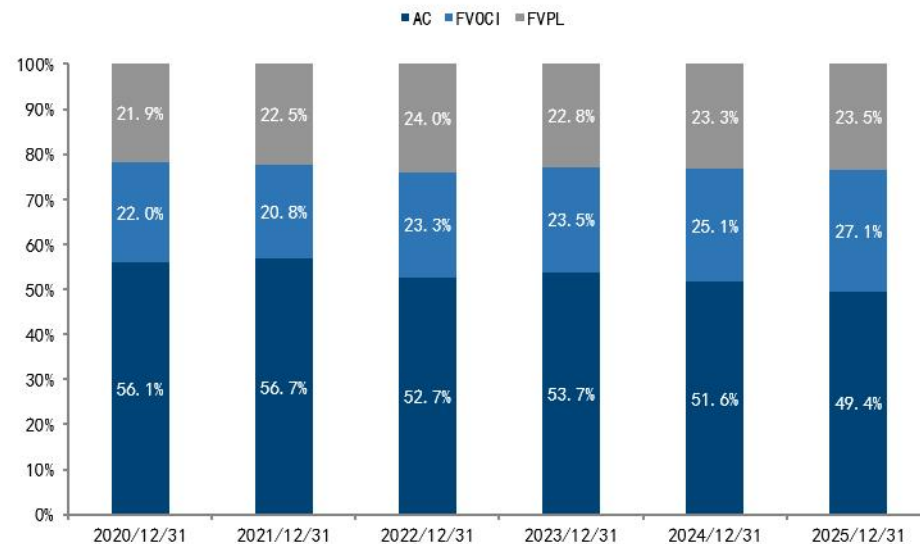
- 大行以配置盘为主，但近年来一级交易商考核要求强化市场交易，提升做市商要求。

图：国有大行金融资产结构变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：股份行金融资产结构变动

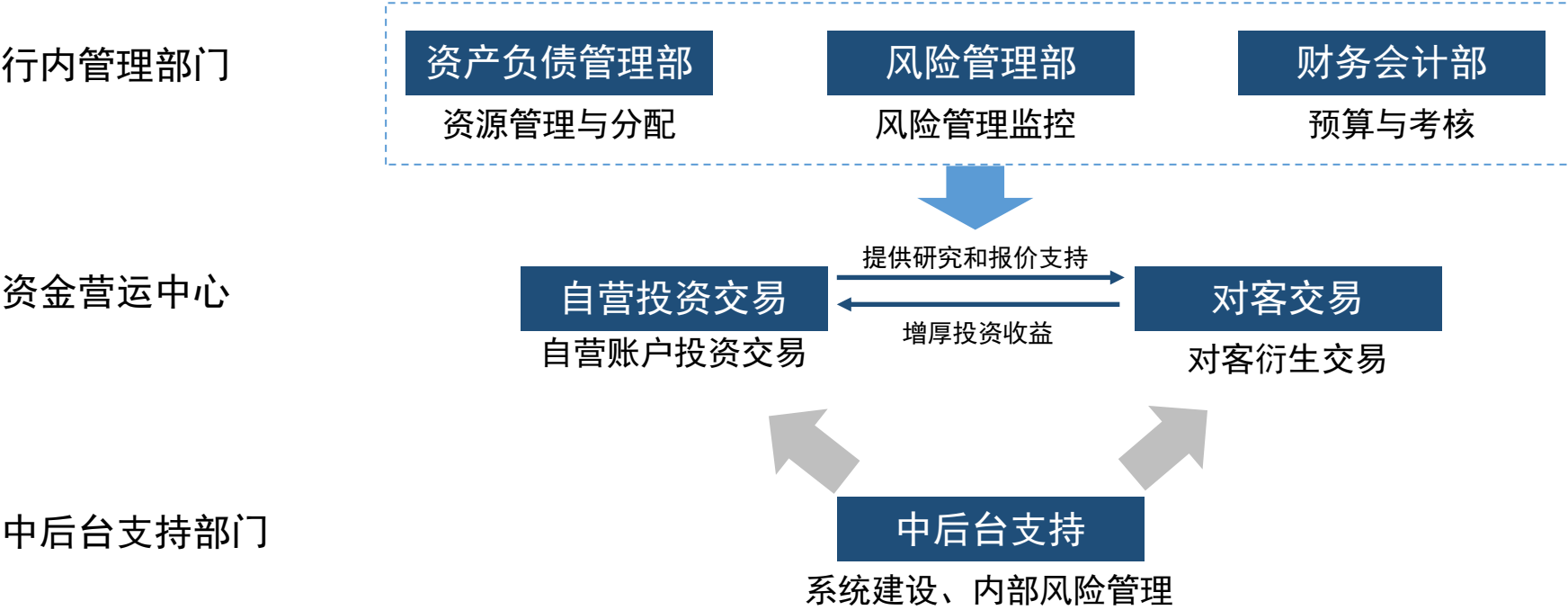


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

金市配置：大行买债汹涌，寻找曲线凸点

➤ 随着一级交易商考核模式变化，大行将通过加大交易、作市、报价、代客等方式，持续拓展金融市场部职能。

图：银行金融市场业务架构

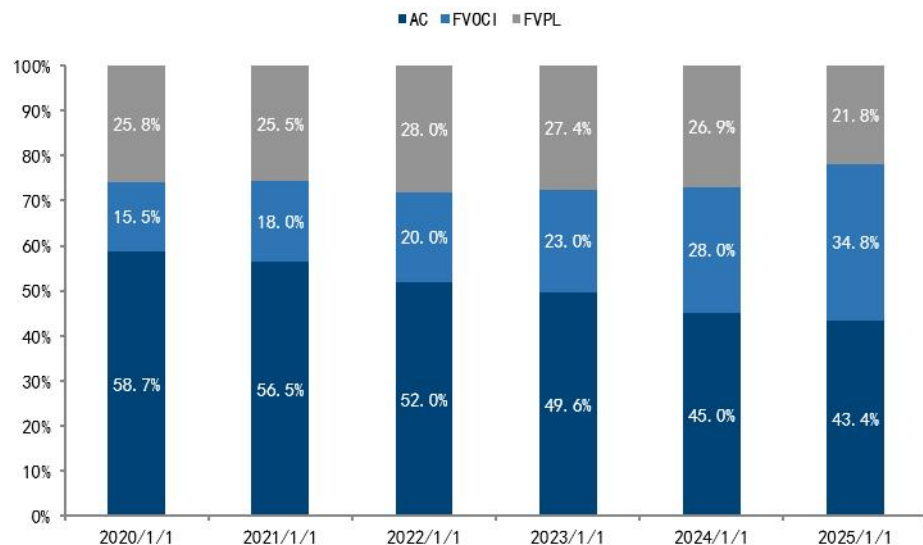


资料来源：上市银行年报，国信证券经济研究所整理

股份行和城商行FV-TPL多，交易持续活跃

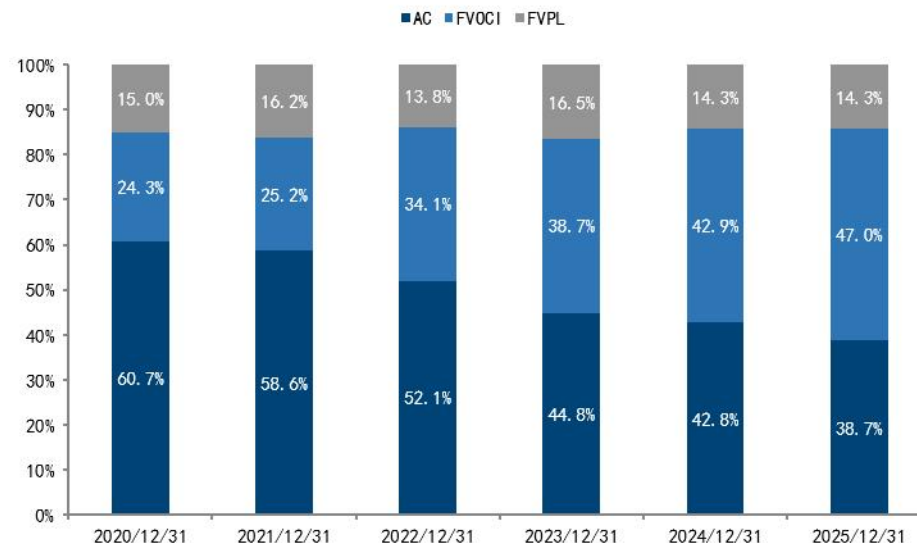
- 股份行和城商行负债成本高，交易盘（FVPL）占比高；
- 农商行FVOCI占比最高，估计大部分农商行交易能力较弱，因此把投资放在了FVOCI里面。

图：城商行金融资产结构变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

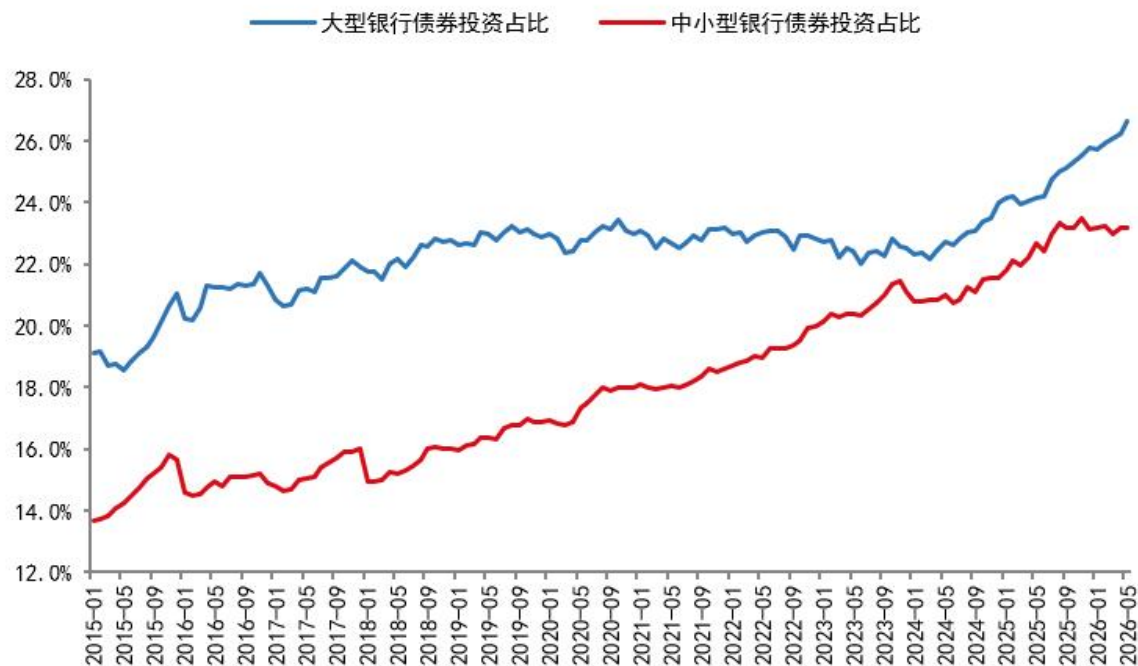
图：农商行金融资产结构变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 近几年中小银行投资债券比重提升较为明显。

图：近几年中小银行投资债券比重提升较为明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中小银行投资占比持续提升

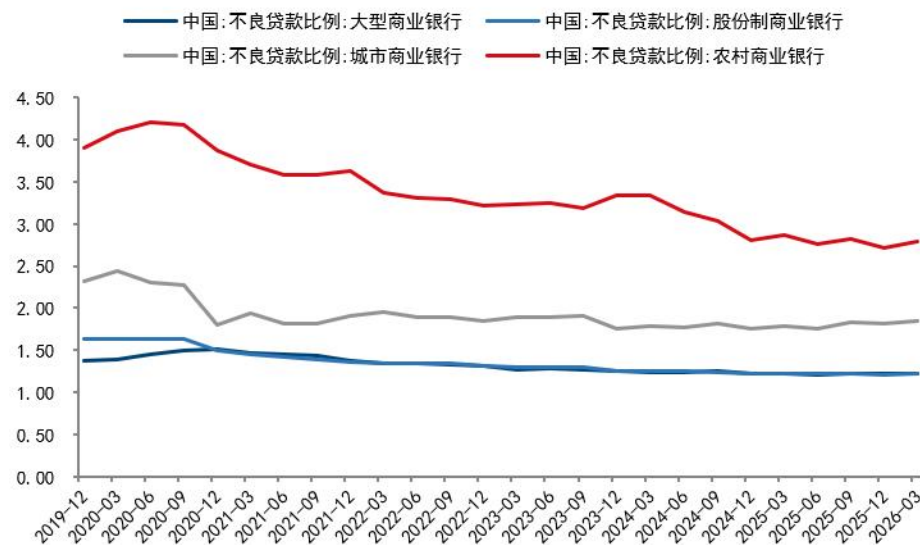
- 中小银行加大债券投资力度，有两方面原因：一是信贷需求弱，“资产荒”加剧；二是中小银行整体信用风险压力更大，而债券投资的风险相对低一些，可以一定程度上缓和资产质量压力。

图：2023年以来贷款需求指数处于较低水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中小银行不良率相对更高



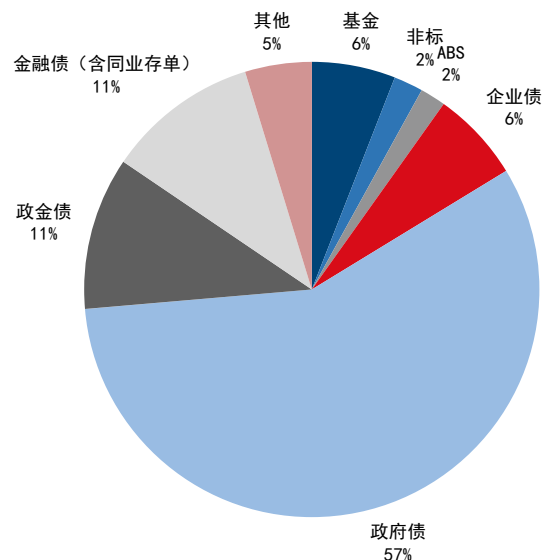
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行金市配置趋势：减少基金投资，增配政府债券

我们汇总统计了16家上市银行的金融投资细项。

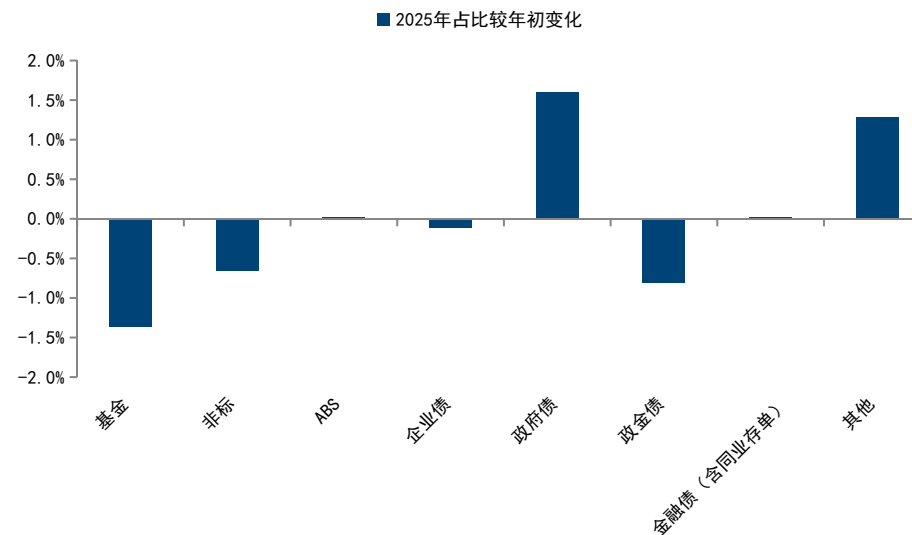
- 从2025年末金融投资结构来看，政府债、政金债、金融债及同业存单依然是配置的主流，金融投资的主要功能仍以流动性管理为主
- 从结构变化来看，非标占比下降，基金投资占比也有所回落
- 银行加大债券直接投资力度，其中政府债券配置占比明显提升，政金债占比略有回落

图：上市银行2025年末金融投资结构



资料来源：WIND，上市银行年报，国信证券经济研究所整理

图：上市银行2025年金融投资结构较年初变化



资料来源：WIND，上市银行年报，国信证券经济研究所整理

表：基金赎回费规则

序号	规则内容
1	对于投资者持续持有期限少于七日的基金份额，应当收取不低于赎回金额 1.5% 的赎回费；对于投资者持续持有期限满七日、少于三十日的基金份额，收取不低于赎回金额 1% 的赎回费；对于投资者持续持有期限满三十日、少于一百八十日的基金份额，收取不低于赎回金额 0.5% 的赎回费。
2	对于个人投资者持续持有期限满七日的指数型基金、债券型基金份额，以及对于机构投资者持续持有期限满三十日的债券型基金份额，基金管理人可以另行约定赎回费收取标准。
3	对于交易型开放式基金（ETF）、同业存单基金、货币市场基金以及中国证监会认可的其他基金或基金份额，基金管理人可以根据产品投资运作特点另行约定赎回费收取标准。

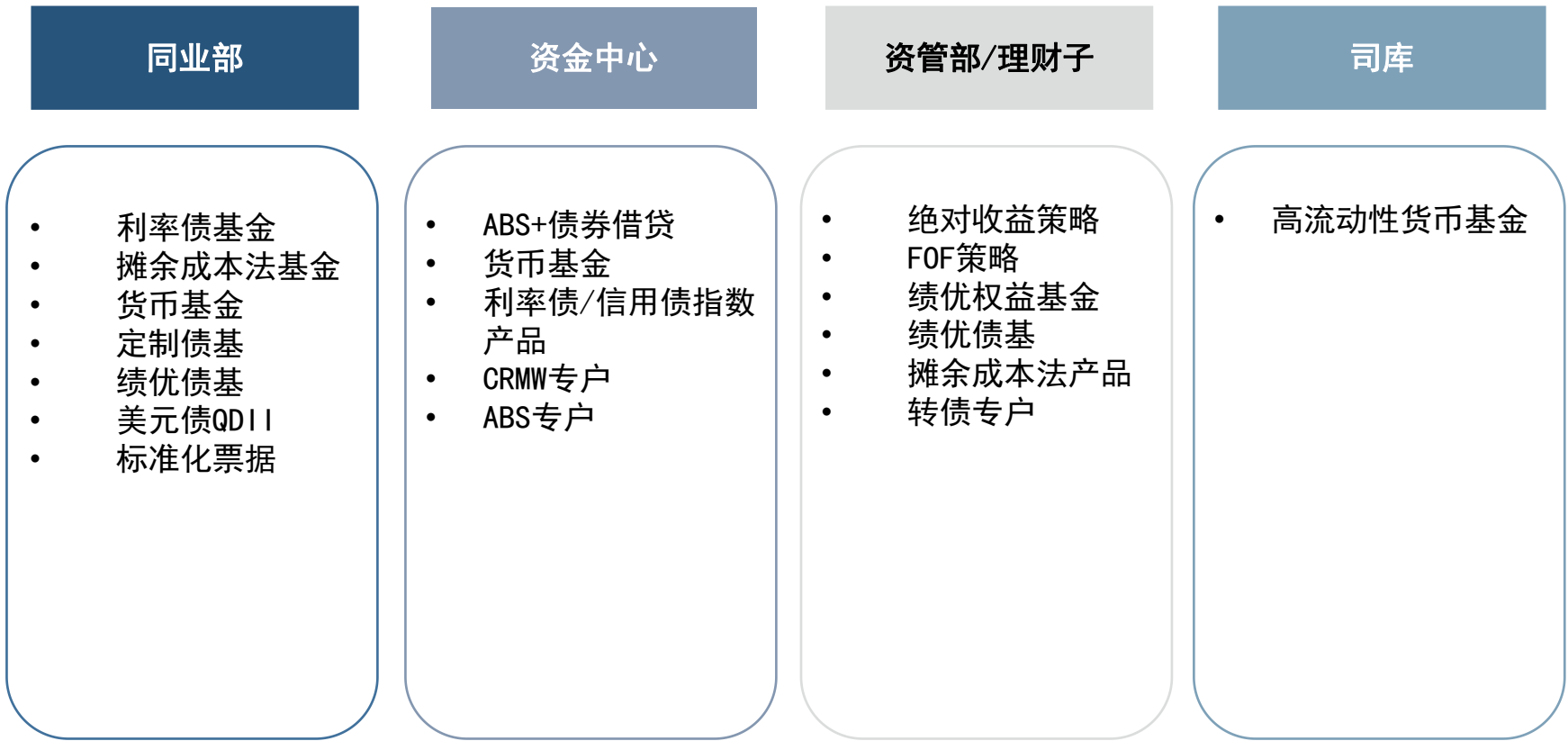
- 影响：
- 1、如果要免除赎回费，投资主动权益基金（包括股票型、偏股混、平衡混）需要最低持有180天；
- 2、债券基金基金赎回费显著优化。对于债券基金，机构投资者债基持有期 $T \geq 30$ 日；个人投资者债基持有期 $T \geq 7$ 日，基金管理人可以另行约定赎回费收取标准。这样个人满7天、机构满30天即可免赎回费，较此前满180天才能免赎回费的条款显然已显著宽松。
- 3、指数型产品也有利好。对于指数型基金（含ETF连接基金、场外指数、指数增强产品），个人满7天、机构满30天即可免赎回费，较此前满180天才能免赎回费的条款显然已明显宽松；
- 4、对于偏股型投顾业务，如果涉及主动管理类产品调仓，180内仍需要承担0.5%的赎回费用，仍有一定负面影响。

一鱼多吃：公募基金为银行提供长期资产解决方案

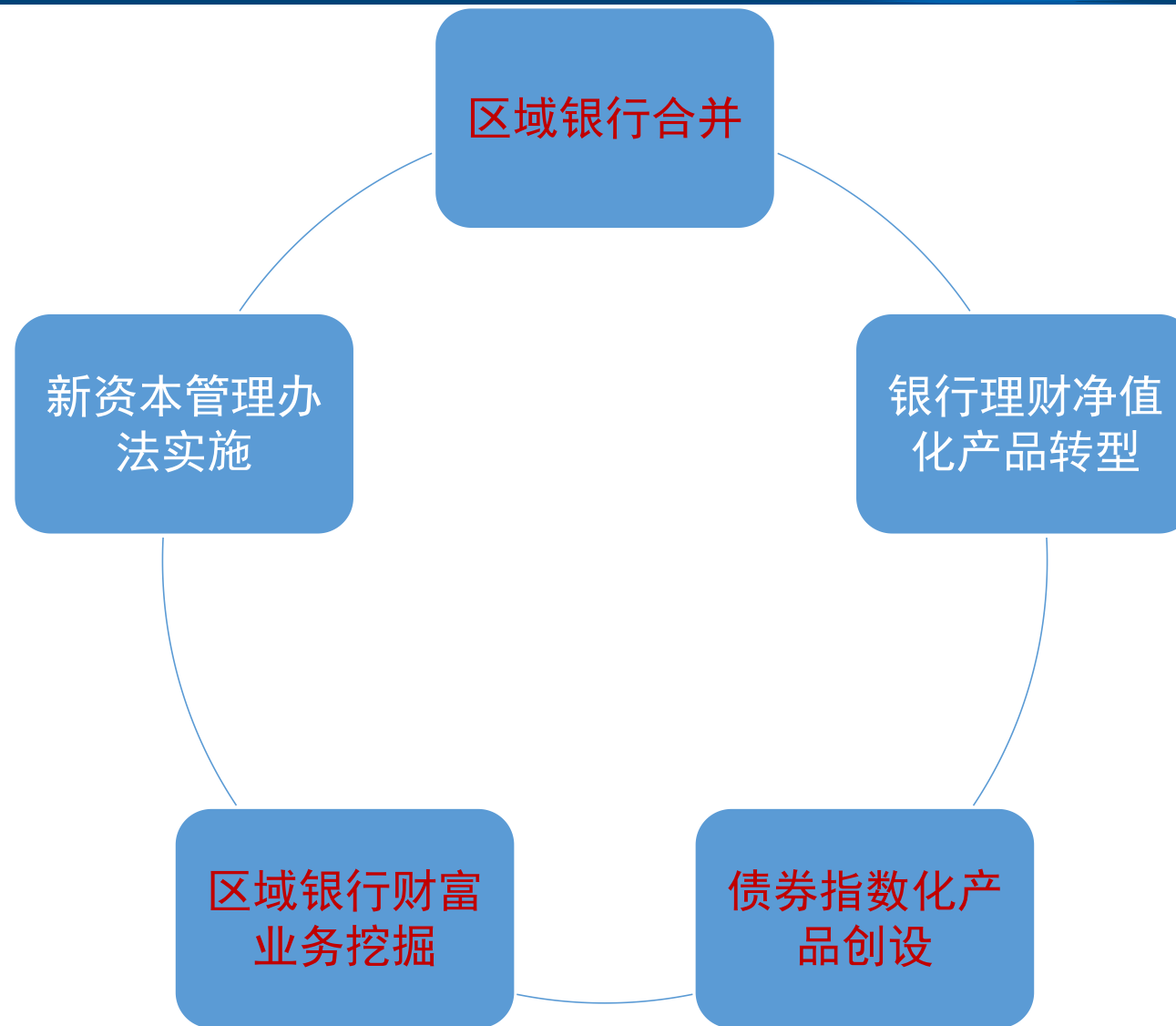


- 考虑到客户投资有试错成本，资管机构需安排设立分析团队参与委外产品选择与配置的全过程。
- 机构委外业务的发展目标应是深入理解客户需求，机构客户提供资产解决方案。

图：机构各部分产品需求具有差异性



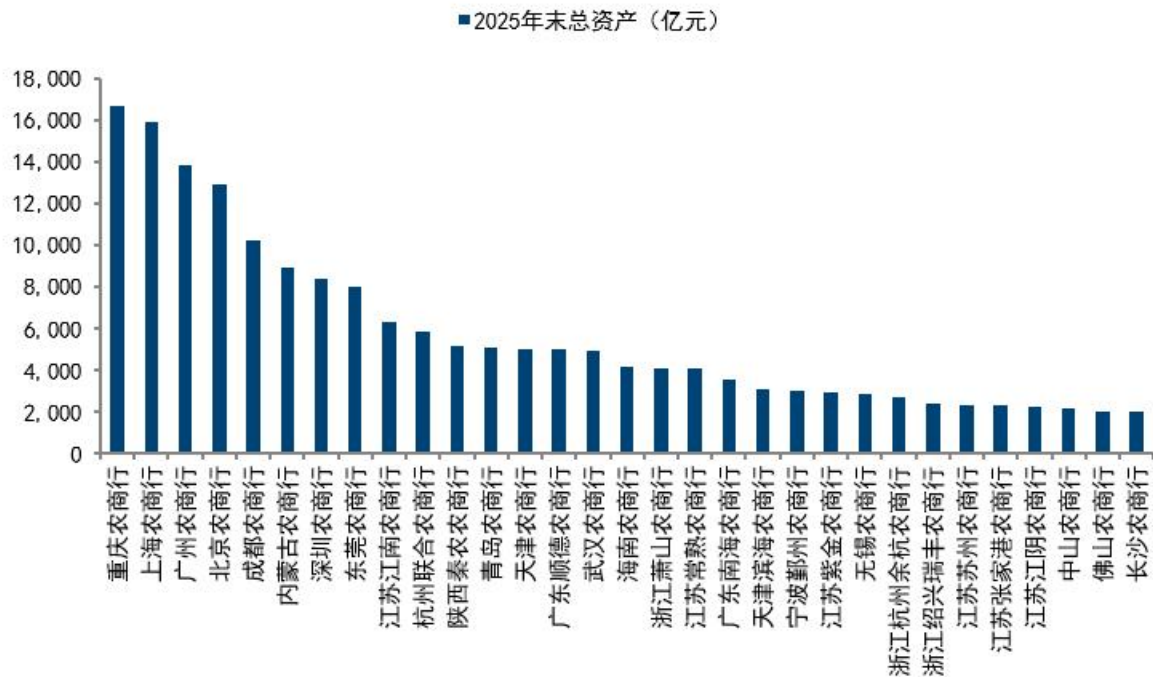
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



“超级区域银行”：改制后带来委外和财富业务想象力

- 未来随着联社改制、机构合并、资本夯实，我们判断未来有可能形成一批资产规模近万亿元的“超级农商行”，该类农商行的资产配置边界会显著高于传统农商行。
- “超级农商行”未来通过持牌更大规模参与资金业务和资管业务将是趋势。

表：2025年资产规模超过2000亿元的发债农商行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：农村合作金融机构业务监管政策梳理

监管对象	监管评级	投资范围
农村信用社、农村合作银行、农村商业银行	三级以下	(1) 开办同业存款、同业拆借、同业借款、风险权重为0以及AAA级债券投资、以债券为标的资产回购（返售）、保本和保证收益型理财投资等业务
	三级（含）以上	在（1）的基础上，增加（2）：（2）AA+级债券投资、以票据为标的的资金回购以及非保本浮动收益型理财投资。
	二级（含）以上	在（1）和（2）的基础上，增加（3）：（3）AA级（含）以下债券投资、信托产品投资、券商（基金公司、保险公司）发行的资产管理类产品投资等业务。
省联社		低风险业务品种：包括国债、央行票据、金融债、AAA企业债（含短期融资券和中期票据）及同业存单等，严禁投资信用风险高、流动性差的业务品种。

资料来源：关于加强农村合作金融机构资金业务监管的通知（银监办发2014年215号），国信证券经济研究所整理

中小银行大合并年代，“超级区域银行”将形成同业新势力



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 2023年中央一号文件中提出，要“加快农村信用社改革化险，推动村镇银行结构性重组”。深化省联社改革是新一轮农村金融改革的重点，在“一省一策”政策的推动下，多地省联社改革按下“加速键”。
- 根据企业预警通统计，2023年以来已经批复313家银行机构合并，518家银行机构解散。

表：省联社改革落地情况

序号	省份名称	省联社改革模式	改革后成立的农商行	成立时间
1	浙江省	省级农商联合银行模式	浙江农村商业联合银行	2022年
2	山西省	省级农商联合银行模式	山西农村商业联合银行	2023年
3	广西壮族自治区	省级农商联合银行模式	广西农村商业联合银行	2024年
4	四川省	省级农商联合银行模式	四川农村商业联合银行	2024年
5	江苏省	省级农商联合银行模式	江苏农村商业联合银行	2025年
6	江西省	省级农商联合银行模式	江西农村商业联合银行	2025年
7	贵州省	省级农商联合银行模式	贵州农村商业联合银行	2025年
8	河北省	省级农商联合银行模式	-	尚未成立
9	湖北省	省级农商联合银行模式	-	尚未成立
10	广东省	省级农商联合银行模式	-	尚未成立
11	陕西省	省级农商联合银行模式	-	尚未成立
12	辽宁省	省级统一法人农商行模式	辽宁农村商业银行	2023年
13	海南省	省级统一法人农商行模式	海南农村商业银行	2024年
14	内蒙古自治区	省级统一法人农商行模式	内蒙古农村商业银行	2025年
15	吉林省	省级统一法人农商行模式	吉林农村商业银行	2025年
16	河南省	省级统一法人农商行模式	河南农村商业银行	2025年
17	新疆维吾尔自治区	省级统一法人农商行模式	新疆农村商业银行	2025年
18	黑龙江省	省级统一法人农商行模式	-	尚未成立
19	湖南省	省级统一法人农商行模式	-	尚未成立
20	云南省	省级统一法人农商行模式	-	尚未成立
21	甘肃省	省级统一法人农商行模式	-	尚未成立
22	宁夏回族自治区	省级统一法人农商行模式	-	尚未成立
23	北京市	-	北京农村商业银行	2005年
24	上海市	-	上海农村商业银行	2005年
25	重庆市	-	重庆农村商业银行	2008年
26	天津市	-	天津农村商业银行	2010年
27	安徽省	-	-	-
28	福建省	-	-	-
29	山东省	-	-	-
30	西藏自治区	-	-	-
31	青海省	-	-	-

资料来源：百度新闻，国信证券经济研究所整理

专栏：新资本管理办法如何影响银行投基

资本新规影响：加零售，优企业，增标债，减投资，促分层



表：《商业银行资本管理办法》正式稿核心内容

实施维度	具体解释
实施分三类	1、表内外资产规模高于5000亿的银行全部执行；2、100亿-5000亿的简化执行；3、100亿以内的进一步简化执行。
同业资产	将所有交易对手商业银行划分为A+级（核心一级资本充足率不低于14%）、A级、B级、C级四档，与新巴3略有差异。对A+及A级银行债权的风险权重，原始期限三个月及以内为20%，跟目前一样；三个月以上则分别为30%、40%。对B及C级银行债权的风险权重明显上升。按认定标准，大多数资产规模5000亿以上的银行为A级。
债券投资	对地方政府债券的风险权重一般债为10%，专项债为20%，降低了地方一般债的风险权重。国债及政策性银行债风险权重仍为0；商业银行普通债权的风险权重由原先25%提升至40%，对银行及券商二级资本债风险权重均调整为150%，TLAC债也是150%。二级资本债风险权重提升符合预期，增量影响可控，后续关键看理财规模增长情况。对金融机构的股权投资风险权重为250%，与目前一致，银行永续债风险权重仍将为250%。
企业金融	对企业债权的规定与新巴3有较大的差异，不与外部评级挂钩。商业银行对一般公司风险暴露的风险权重为100%，与目前一致，但对投资级公司的债权风险权重为75%。投资级标准为上市公司或有存续债券的企业且同时符合近三年无债务逾期、资产负债率不高于70%、近三年盈利。
资管产品	明确了商业银行投资资产管理产品的资本计量标准，引导银行落实穿透管理要求。参照国际标准，提出三种计量方法，分别是穿透法、授权基础法和1250%权重。如能够获取底层资产详细情况，可穿透至相应底层资产，适用相应权重，穿透后的基础资产要进行账簿划分并且在穿透法下放松对独立第三方的认定；如不满足穿透计量要求，可适用授权基础法，利用产品募集说明书等信息划分底层资产大类，适用相应权重；如前述两种方法均无法适用，则适用1250%的风险权重。
风险分层	银行账簿的资产计提信用风险资本，交易账簿的计提市场风险资本。交易账簿包括以交易目的或对冲交易账簿其它项目的风险而持有的金融工具、外汇和商品头寸及经国家金融监督管理总局认定的其他工具。以交易为目的的公募基金投资可以放入交易账簿，计提市场风险资本；不以交易为目的的基金投资放入银行账簿，计提信用风险资本。

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

图：《商业银行资本管理办法》正式稿相较于“征求意见稿”的变化

信用风险加权资产计量

- 下调存在币种错配情形的个人风险暴露的风险权重
- 对房地产开发贷款的资本金比例要求有所下降
- 整体下调居住用房地产风险权重，且LTV分档更加细化
- 下调工商企业股权投资风险权重
- 下调开发性金融机构和政策性银行次级债权的风险权重
- 表外项目中，基于服务贸易的国内信用证的信用转换系数由100%下调至50%。

风险加权资产计量规则

- 在穿透法下，商业银行所获取的基础资产信息能够被独立第三方确认，其中独立第三方是指应独立于资产管理产品管理人的其他机构，特定情况下，包括资产管理产品管理人（特定情况是指商业银行投资的资产管理产品是公开募集证券投资基金）
- 商业银行需要对穿透后的基础资产进行账簿划分，并根据其风险类别分别纳入相应的风险框架计量

过渡期安排

- 对计入资本净额的损失准备设置**2年过渡期**，其间逐步提高非信贷资产损失准备最低要求，这一安排有助于银行平稳过渡
- 对信息披露设置**5年过渡期**。过渡期内商业银行根据所属档次、系统重要性程度和上市情况，适用不同的信息披露要求，稳妥开展信息披露工作，稳步提高信息透明度和市场约束力

资本新规影响：加零售，优企业，增标债，减投资，促分层



- 2023年2月出台的征求意见稿在2012年资本管理办法试行版的基础上，对信贷、金融债等多种资产的风险权重进行调整。根据企业预警通统计，2023年以来已经批复313家银行机构合并，518家银行机构解散。
- 投资端：次级债风险权重上调，地方政府一般债风险权重下调，股权投资敞口部分权重下降，或促进银行对地方政府一般债的投资，削减次级债权融资能力。此外，银行同业敞口权重显著上升，或压缩同业融资空间，引导银行回归信贷本源。

表：同业投资风险权重

7. 对境内外金融机构的风险暴露	风险权重
7. 1对境内外其他商业银行的风险暴露（不含次级债权）	
7. 1. 1对A+级商业银行的风险暴露	
7. 1. 1. 1对A+级商业银行原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内的风险暴露	20%
7. 1. 1. 2对A+级商业银行的其他风险暴露	30%
7. 1. 2对A级商业银行的风险暴露	
7. 1. 2. 1对A级商业银行原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内的风险暴露	20%
7. 1. 2. 2对A级商业银行的其他风险暴露	40%
7. 1. 3对B级商业银行的风险暴露	
7. 1. 3. 1对B级商业银行原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内的风险暴露	50%
7. 1. 3. 2对B级商业银行的其他风险暴露	75%
7. 1. 4对C级商业银行的风险暴露	150%
7. 2对境内外其他金融机构的风险暴露（不含次级债权）	
7. 2. 1对投资级其他金融机构的风险暴露	75%
7. 2. 2对一般其他金融机构的风险暴露	100%

资料来源：《商业银行资本管理办法》，国信证券经济研究所整理

表：政府债券投资风险权重

3. 对我国公共部门实体的风险暴露	风险权重
3. 1视同我国主权的公共部门实体风险暴露	
3. 1. 1对我国中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行的债券	0
3. 1. 2对省级（自治区、直辖市）及计划单列市人民政府的风险暴露	
3. 1. 2. 1一般债券	10%
3. 1. 2. 2专项债券	0. 2
3. 1. 3对除财政部和中国人民银行外，其他收入主要源于中央财政的公共部门实体的风险暴露	20%
3. 2 对经国家金融监督管理总局认定的我国一般公共部门实体风险暴露	50%

资料来源：《商业银行资本管理办法》，国信证券经济研究所整理

表：资本新规对投资债券影响

严肃监管套利行为	投资公司债	投资地方债	投资商行发行债券	风险权重调整
以债券为例，若以短期交易获利为目的归入交易账簿时，应计提市场风险资本；若以流动性管理为目的购入，需归入银行账簿并计提信用风险资本。	由于引入“投资级”要求，公司发行的债券和非银金融机构发行的债券风险权重有明显下降（75%）。对于第二档银行，不要求识别“投资级”客户。	将地方政府一般债风险权重由20%下降至10%，地方政府一般债资本占用将节约 $(20\%-10\%)*\text{目标ROE}(15\%)*\text{最低CAR要求}(10.5\%)=16\text{BP}$ 。	由于国内商业银行大多数处在A级，期限在3个月以上的业务风险权重由25%提高至40%，持有商业银行债权的资本成本将显著增加。	征求意见稿中将对开发性金融机构、政策性银行、商业银行、其他金融机构的次级债（未扣除部分）以及TLAC债务工具的风险权重均由现行的100%提高至150%，正式稿中将我国开发性金融机构和政策性银行次级债权（未扣除部分）的风险权重重新确定至100%，其他维持150%不变。

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

资本新规对投资资管产品的影响

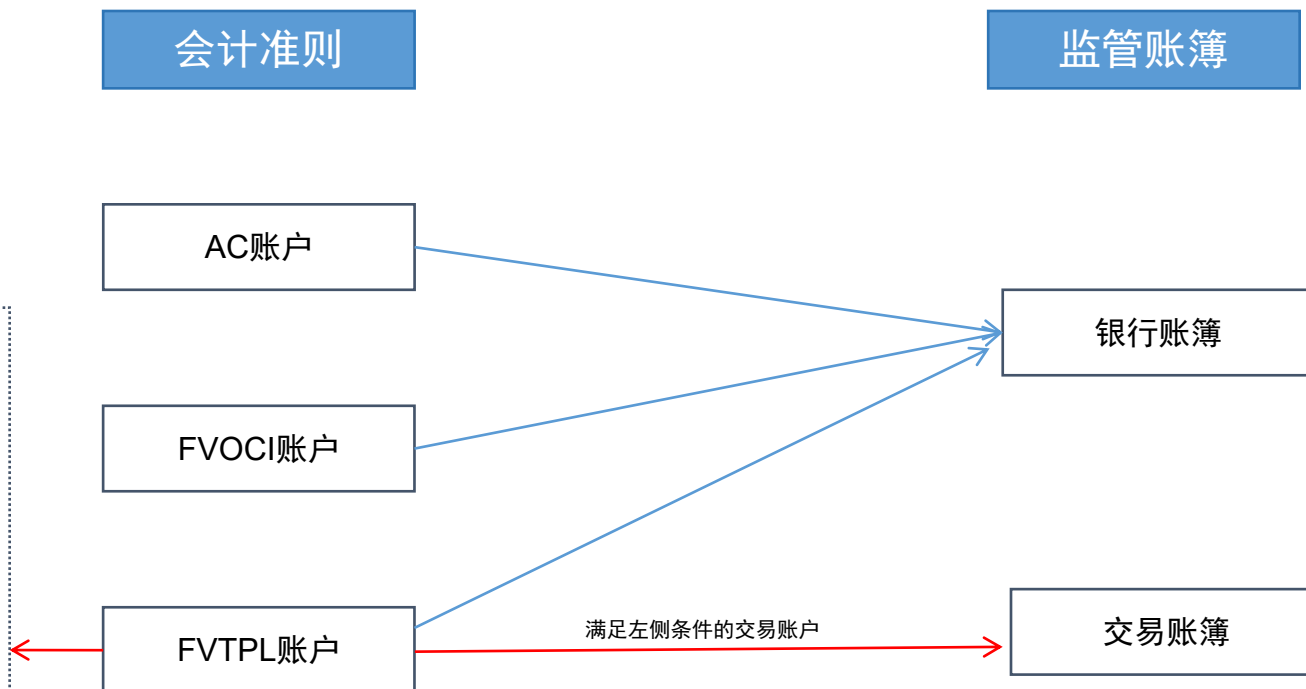
- 资本新规将“资产管理产品”单独作为一个资产大类并设定风险加权资产计量规则。
- 根据监管要求，资管产品的风险加权资产计量首先要区分账簿：如划分为交易账簿，则计量市场风险加权资产；如划分为银行账簿，则计量信用风险加权资产。
- 银行表内投资公募基金通常不以交易为目的持有，银行账簿基金投资占比通常在 90%以上，与银行日常经营相关性更高。

图：银行金融投资会计账户与监管账簿划分

满足以下条件之一：

（1）商业银行能够穿透资产管理产品的基础资产，且能充分、及时地获得由独立第三方确认并提供的资产管理产品的基础资产信息，可满足资本计量频率要求；“独立第三方”是指应独立于资产管理产品管理人的其他机构，如托管人、会计师事务所。特定情况下，包括资产管理产品管理人。

（2）商业银行能够获取资产管理产品的每日报价，且可获得资产管理产品交易说明书或监管规定的披露信息。若商业银行以非交易目的持有该类资产管理产品，可不适用推定原则，但应书面说明依据并留档备查。

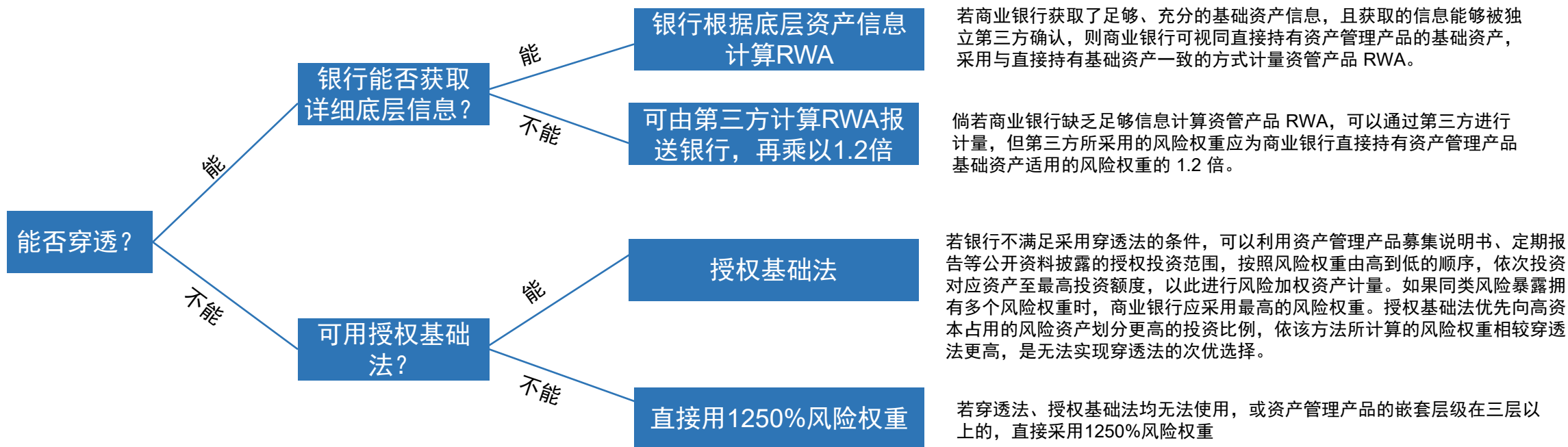


资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

➤ 在资管产品的计量规则上，资本新规鼓励商业银行“应穿透尽穿透”，尽可能获取足够、充分的基础资产信息，以便能够采用资本消耗最低的计量方法。根据信息可及程度，分为三种情况：

- 穿透法
- 授权基础法
- 直接采用1250%风险权重

图：资管产品RWA计量分三步走



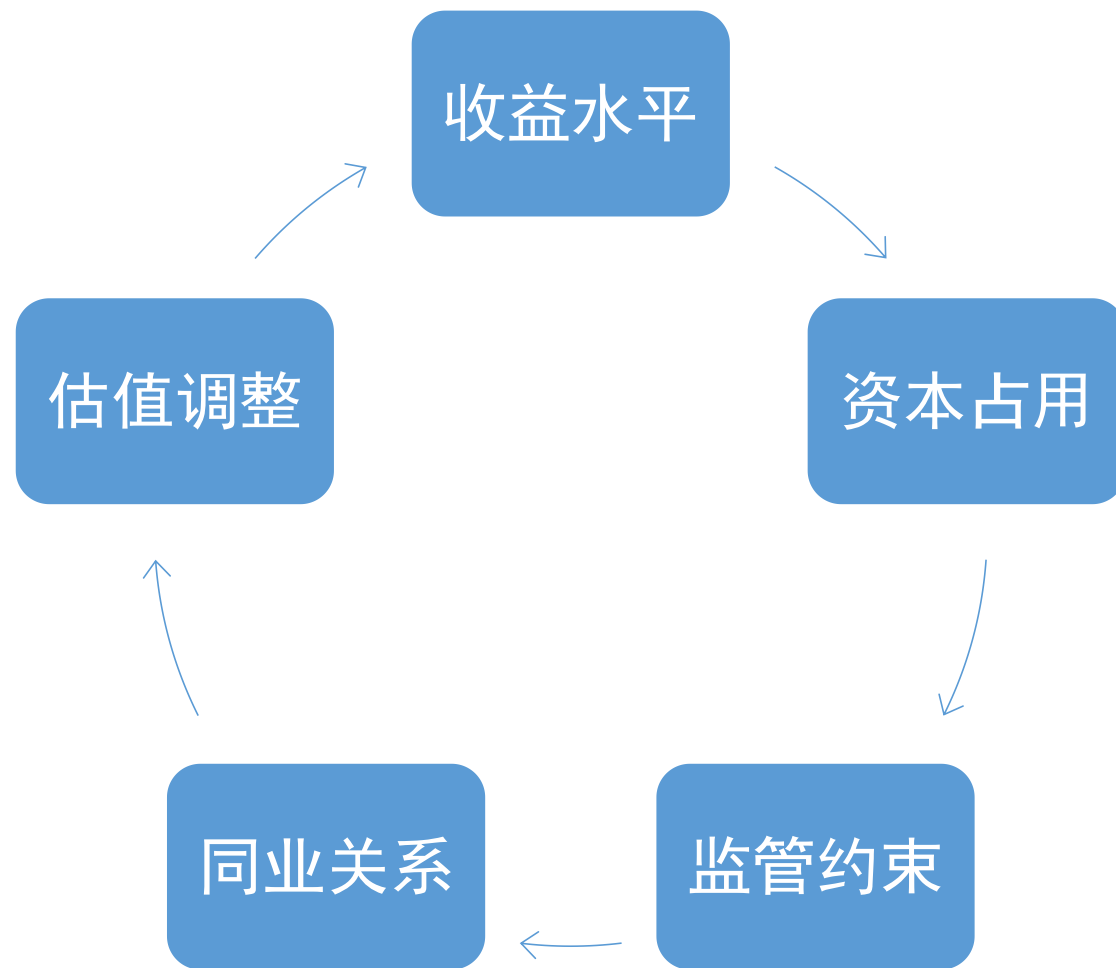
资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

表：资本新规对银行委外基金的影响总结

利率债基中性	信用债基利空	货币基金利空	基金专户利好
利率债基是以公允价值计量，进入到银行的交易性金融资产账户的资产，主要受公允价值变动影响。同时根据资本新规下公募基金计量规则可知，利率债基风险权重基本不受影响，因此在资本新规实施后，利率债基所受影响最小。	对于中长期信用债基而言，由于主力资产多是按照100%权重计提的信用债，而在新规下应采用基金管理人报送系数乘以1.2的权重进行计算，中长期信用债基利空。同时需要注意的是，若不采取穿透法，此类信用债基需要通过募集说明书等渠道限制二永债投资比例，以免买方银行按照授权基础法计算时，风险权重系数提升至150%（新规下二永债风险权重由100%提升至150%）。然而资本新规中列明商业银行对投资级公司的债权风险权重为75%，较一般公司债权而言下降25%，因此高等级信用债的持有成本是下降的。银行可能会增加高等级信用债的投资偏好。	货币基金配置底层资产，主要是银行存款、同业存单、买入返售（债券质押回购）、国债、政金债、企业债、资产支持证券，久期在397天以内，资本新规整体上使得货币基金底层资产风险资产权重显著提升，商业银行配置货基的动力减弱。	资本新规明确了三类资管产品信用风险计量规则，根据可获取的信息情况分别采用穿透法、授权基础法及1250%。基金专户原则上能实现穿透计量，或受资本新规影响较小，银行将增加基金专户等委外投资偏好。银行增加基金专户等委外投资偏好，对基础资产的配置方向和比例进行明确约定，可提高底层资产可穿透性，更好的适应资本新规的落地。

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

图：银行投资金融资产需要综合考量



总结：

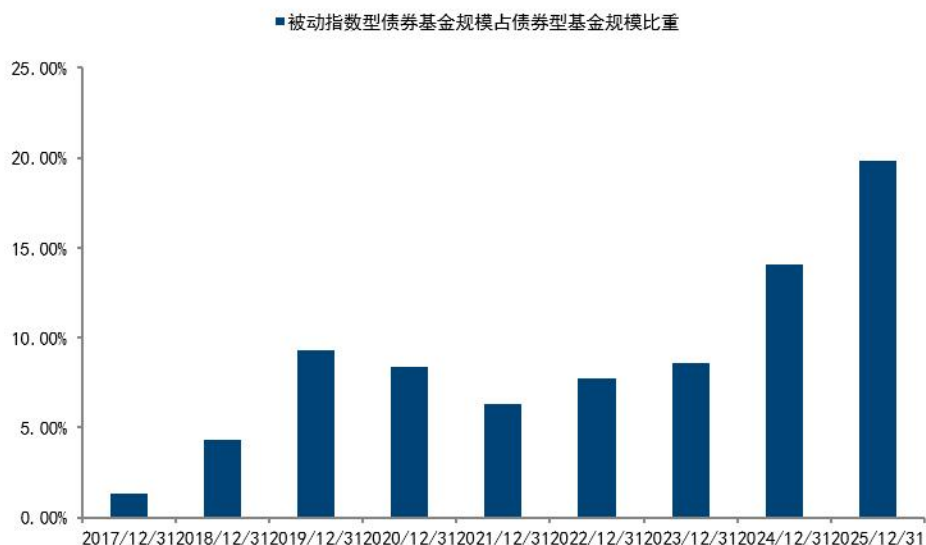
- 1、凭借摊余成本法估值优势，货币基金刚需仍强，机构会择时配置；
- 2、利率指数产品需求需培育；
- 3、定制信用债指数基金后续值得关注。

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

机会：利率和信用指数基金繁荣

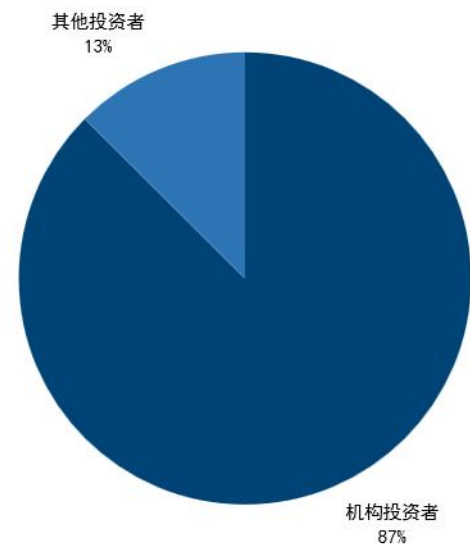
- 2018年以来，随着资管产品净值化转型，指数产品类型日渐丰富，越来越多的机构投资者参与到被动指数基金的投资中来，指数债基占债基总规模中占比从1%逐渐上升至接近20%。
- 除了同业存单指数基金以个人投资者持有为主，其他持有者结构均以机构持有为主。2023年机构投资者合计持有比例超80%。

图：被动指数债基占比持续提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：被动指数债基2025年末持有者结构



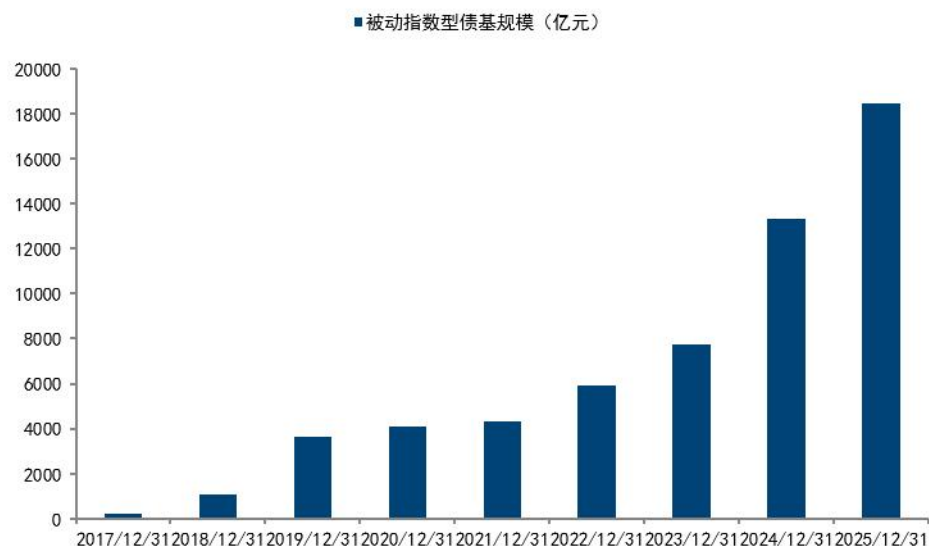
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

➤ 银行为代表的机构投资者持有债券指数型基金的优势：

- 节约资本：债券指数型基金因其编制方法公开、底层资产透明的优点，资本计量时可完全穿透，计算结果将显著低于其他方法。
- 成本优势：被动债券指数型基金的费率相较主动债基更低，且投资于公募基金相对直接购买债券存在税收优惠。

➤ 公募基金降费趋势延续，可能会进一步促进被动型基金的发展。

图：被动指数债基规模快速增长



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

信用债ETF可质押回购带来增量配置空间



- ✓ 质押融资：机构投资者（如券商自营、保险资管）可将持仓信用债ETF质押给银行/交易对手，融入低成本资金（质押回购利率通常低于信用债收益率），套息空间扩大30-50bp；
- ✓ 杠杆策略需求：私募基金通过ETF质押融资实现“买入→质押→再投资”的杠杆循环，放大收益，相较直接持有信用债的质押效率提升，过去单券质押率通常仅0.6-0.8倍；
- ✓ 信用风险转移工具：当持仓信用债出现负面舆情时，投资者可快速卖出信用债ETF（T+0交易）避免踩雷，而传统信用债通常需数日才能脱手。
- 信用债ETF质押功能实质打通了“信用风险溢价→流动性溢价→杠杆收益”的传导链，其业务机会已从单纯产品需求延伸到金融市场基础设施重构（如担保品管理、跨市场清算）。在我国信用债市场规模超40万亿元的背景下，相关业务延申价值较大，比如银行理财子就可以配置信用债ETF并质押融资，实现“持有收益+杠杆收益”双增强。

[01] 机构业务养成

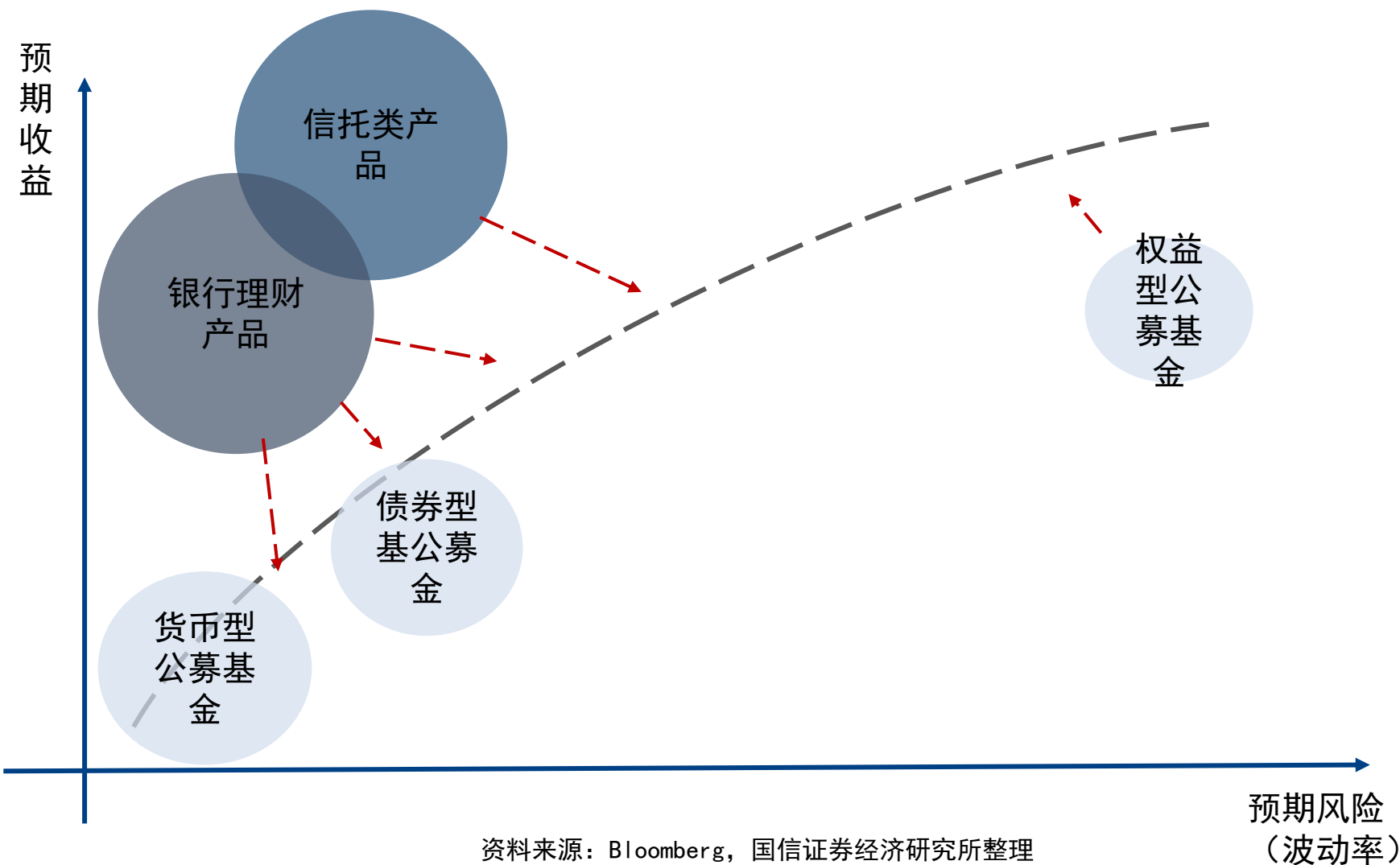
[02] 银行如何买基

[03] 理财如何买基

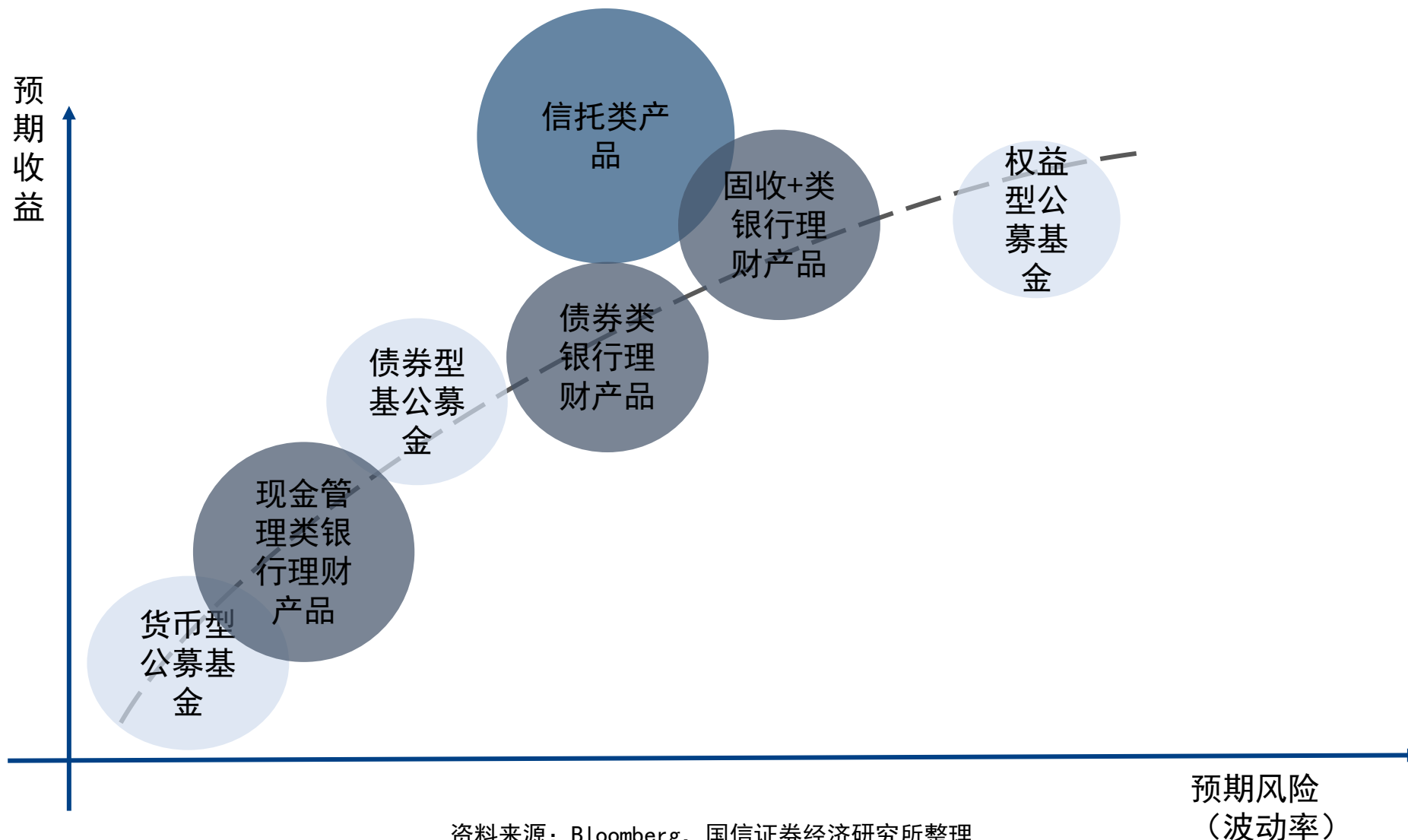
[04] 保险如何买基

[05] 机构如何选基

产品竞争：银行理财子、公募基金、信托产品比较（过去阶段）



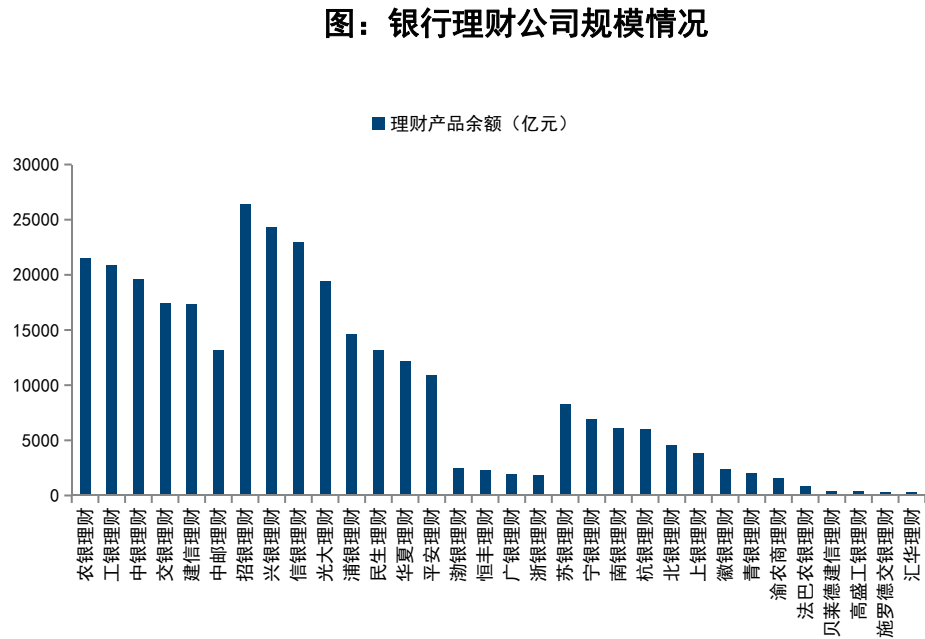
产品竞争：银行理财子、公募基金、信托产品比较（进化阶段）



银行理财：资管新规后理财子是委外新“资金方”



➤ 我国已有32家理财子公司获批成立。



资料来源：普益标准, 国信证券经济研究所整理
注：数据截至2025年末

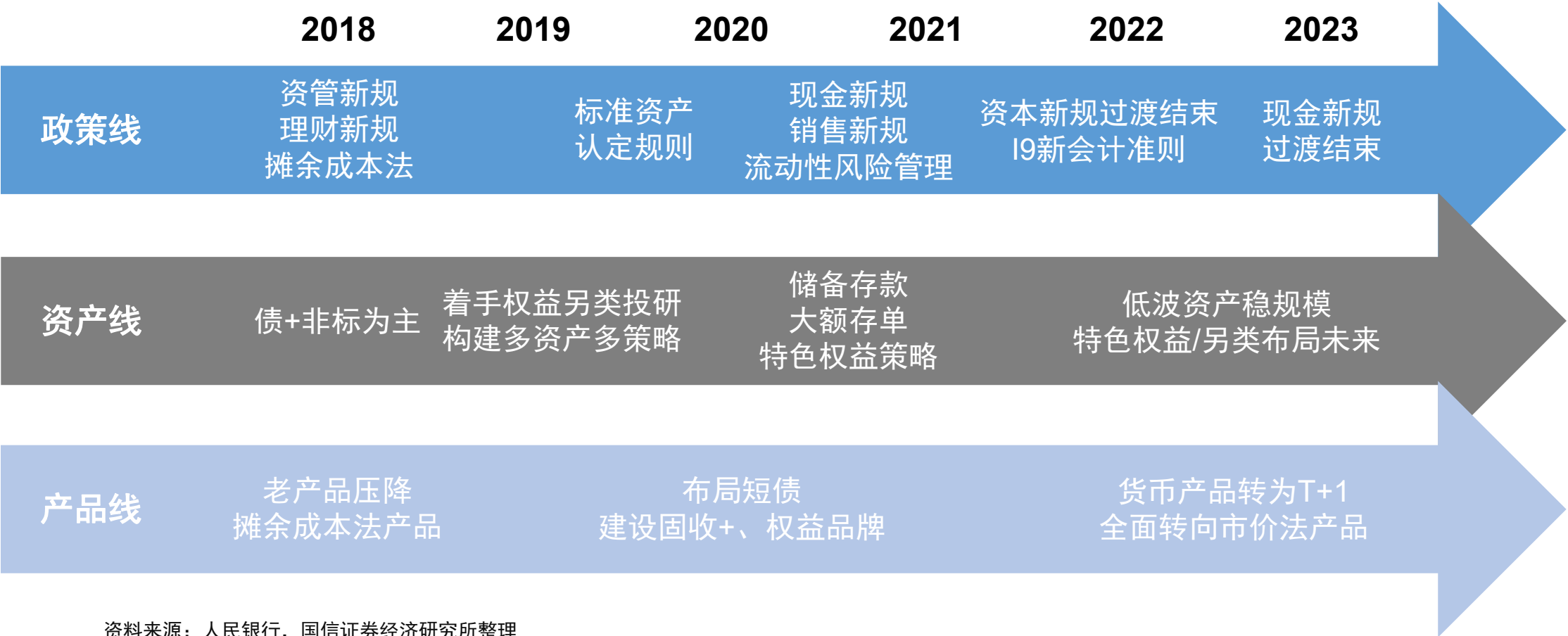
表：国内银行理财子公司信息概览

	机构名称	成立日期	注册资本（亿元）	注册地
国有理财子	建信理财	2019/5/24	150	深圳市
	工银理财	2019/5/28	160	北京市
	交银理财	2019/6/6	80	上海市
	中银理财	2019/7/1	100	北京市
	农银理财	2019/7/29	120	北京市
	中邮理财	2019/12/18	80	北京市
股份行理财子	光大理财	2019/9/25	50	青岛市
	招银理财	2019/11/1	56	深圳市
	兴银理财	2019/12/13	50	福州市
	信银理财	2020/7/1	50	上海市
	平安理财	2020/8/25	50	深圳市
	华夏理财	2020/9/17	30	北京市
	广银理财	2021/12/1	50	上海市
	浦银理财	2022/1/11	50	上海市
	民生理财	2022/6/24	50	北京市
	恒丰理财	2022/8/18	20	青岛市
	渤海理财	2022/9/6	20	天津市
	浙银理财	2025/1/27	20	杭州市
城商行理财子	杭银理财	2019/12/20	10	杭州市
	宁银理财	2019/12/24	15	宁波市
	徽银理财	2020/4/26	20	合肥市
	南银理财	2020/8/20	20	南京市
	苏银理财	2020/8/20	20	南京市
	青银理财	2020/9/16	10	青岛市
	上银理财	2022/3/15	30	上海市
	北银理财	2022/11/25	20	北京市
农商行理财子	渝农商理财	2020/6/28	20	重庆市
合资理财子	汇华理财	2020/9/27	10	上海市
	贝莱德建信理财	2021/5/13	10	上海市
	施罗德交银理财	2022/2/14	10	上海市
	高盛工银理财	2022/8/1	10	上海市
	法巴农银理财	2023/7/1	10	上海市

资料来源：WIND, 普益标准, 国信证券经济研究所整理

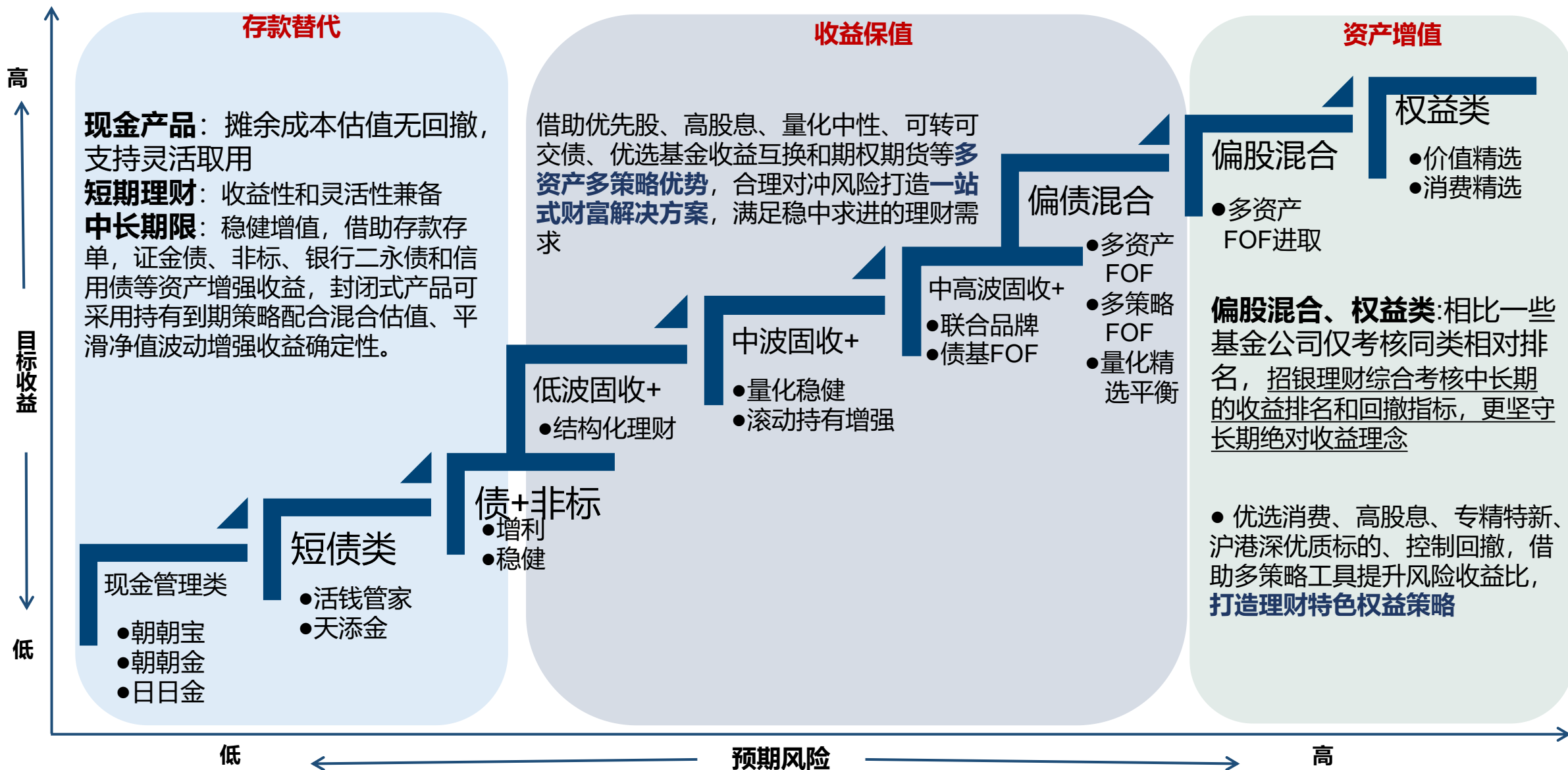
- 理财产品体系持续进化。随着资管新规落地，银行理财开启全面净值化转型。此次中央金融工作会议强调推动我国金融高质量发展，理财产品亦从“产品净值化”迈向“高质量发展”阶段。

图：理财产品体系进化进程



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

理财产品体系逐步完整，短端富余但长端缺失



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

理财产品线持续完善中，但仍以固收类与现金管理类为主



- 盘活相关资产是后续获得超额收益的主要来源，这是理财产品尤其是公募理财后续加大相关资产配置的主要方向。
- 目前理财公司固收类产品占绝对主流。

表：不同投资性质理财产品规模（单位：亿元）

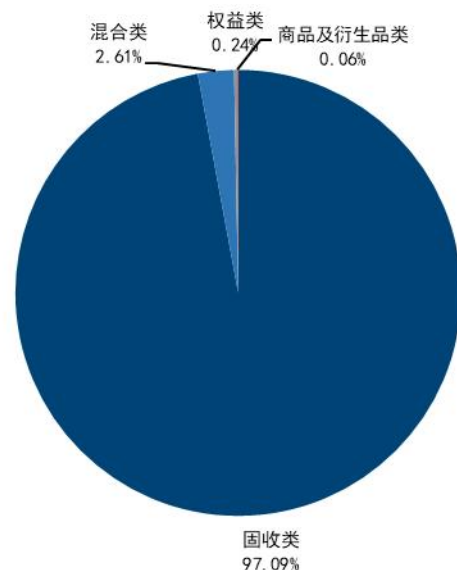
	2022年规模（万亿元）	2023年规模（万亿元）	2024年规模（万亿元）	2025年规模（万亿元）
固收类	26.13	25.82	29.15	32.32
混合类	1.41	0.86	0.73	0.87
权益类	0.09	0.08	0.06	0.08
商品及衍生品类	0.02	0.04	0.01	0.02

资料来源：理财年报，国信证券经济研究所整理

固收类产品仍是主流，多资产增量显著

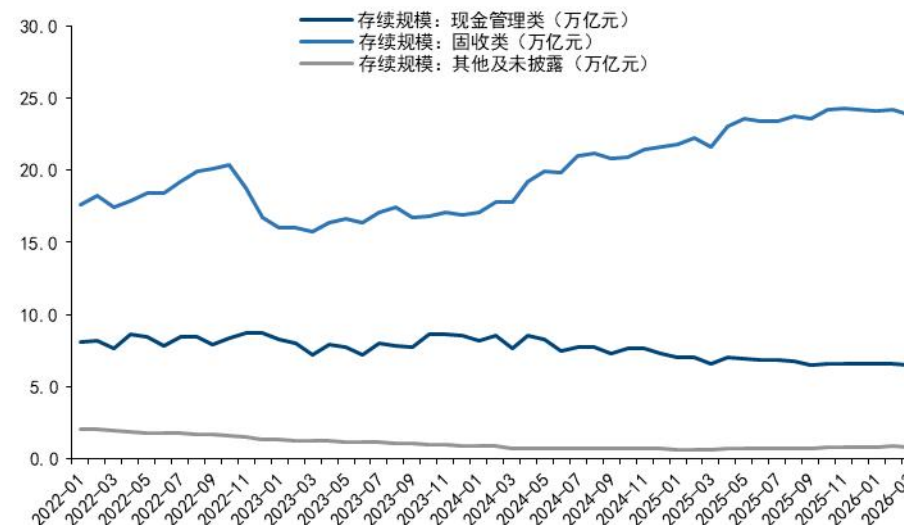
从投资性质来看，银行理财的权益类和混合类产品占比仍然很低。截至2025年末，固定收益类产品存续规模为32.32万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达97.09%；混合类、权益类、商品及金融衍生品类产品的存续规模都很小，分别为0.87万亿元、0.08万亿元、0.02万亿元。

图：银行理财产品分布（按投资性质分）



资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

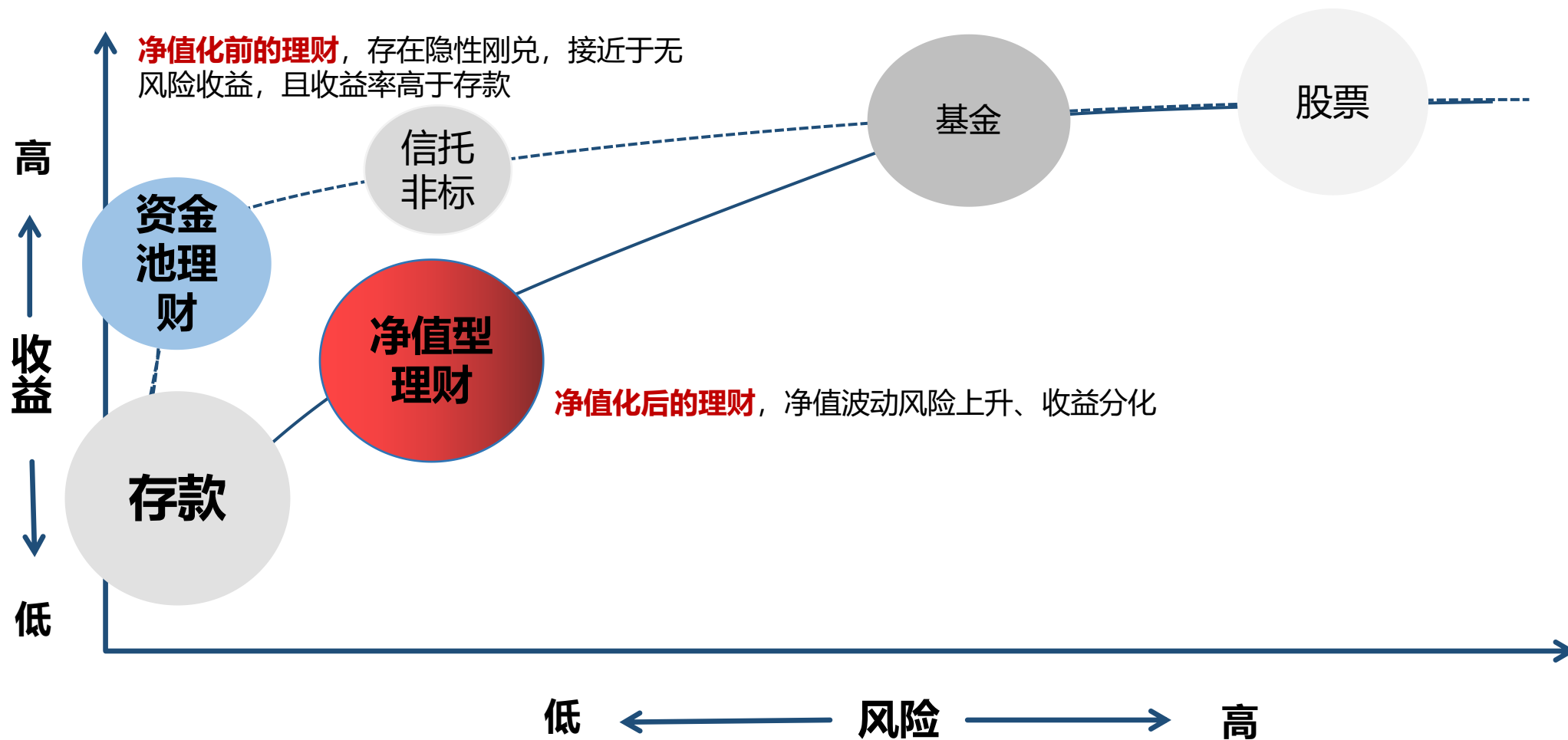
图：固收类规模持续上升



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

- 理财产品净值化促进资管产品收益曲线回归合理，收益与风险相匹配，促进客户端资产配置需求，特别是投顾需求。

图：基础资产收益和风险匹配情况

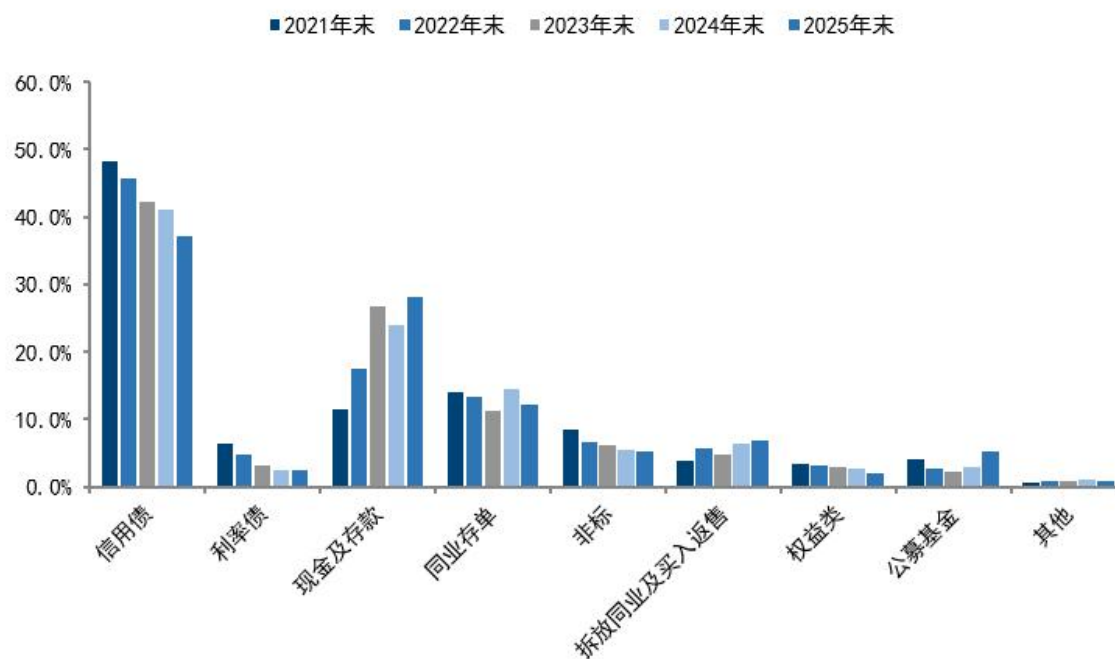


资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

理财产品配置：权益类相关的资产配置处在低位

- 当前理财产品大部分资金配置于债券、现金及银行存款、同业存单、拆放同业及债券买入返售。未来若有一部分将通过委外等方式参与股票等风险资产，或许这将带来万亿以上的委外资金。

图：银行理财产品资产配置结构



资料来源：理财报告，国信证券经济研究所整理

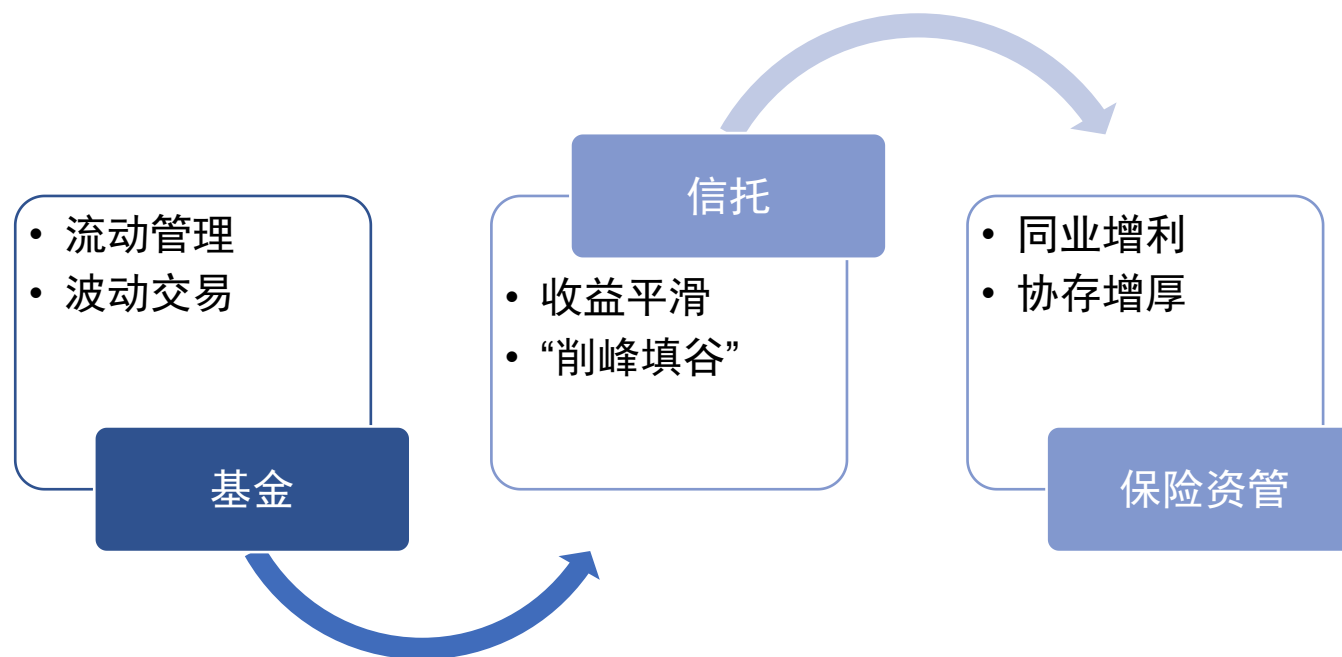
表：银行理财 “固收+” 产品体系构建

类型	权益中枢	含权方式	年化目标收益	最大回撤控制
低波固收+	<10%	优先股+转债+红利股	2.5%-3.5%	<1.0%
中波固收+	10%-20%	股票+可转债+量化对冲	3.5%-5.0%	<2.5%
高波固收+	20%-30%	偏股+行业轮动+衍生品	5.0%-8.0%	<5.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 预计理财短久期产品（如日度开放、最短持有期、定期开放产品）通过基金专户、信托平滑、保险资管嵌套等方式，一方面实现负债端稳定，另一方面实现了收益增厚，起到了“低波稳健”的效果。
- 但相关产品涉及到了同业套利行为，在压降存款成本下降环境下，相关策略的使用日渐狭窄，银行理财最终要直面资产价格的波动。

图：基金/信托/保险资管对银行理财收益平滑的作用

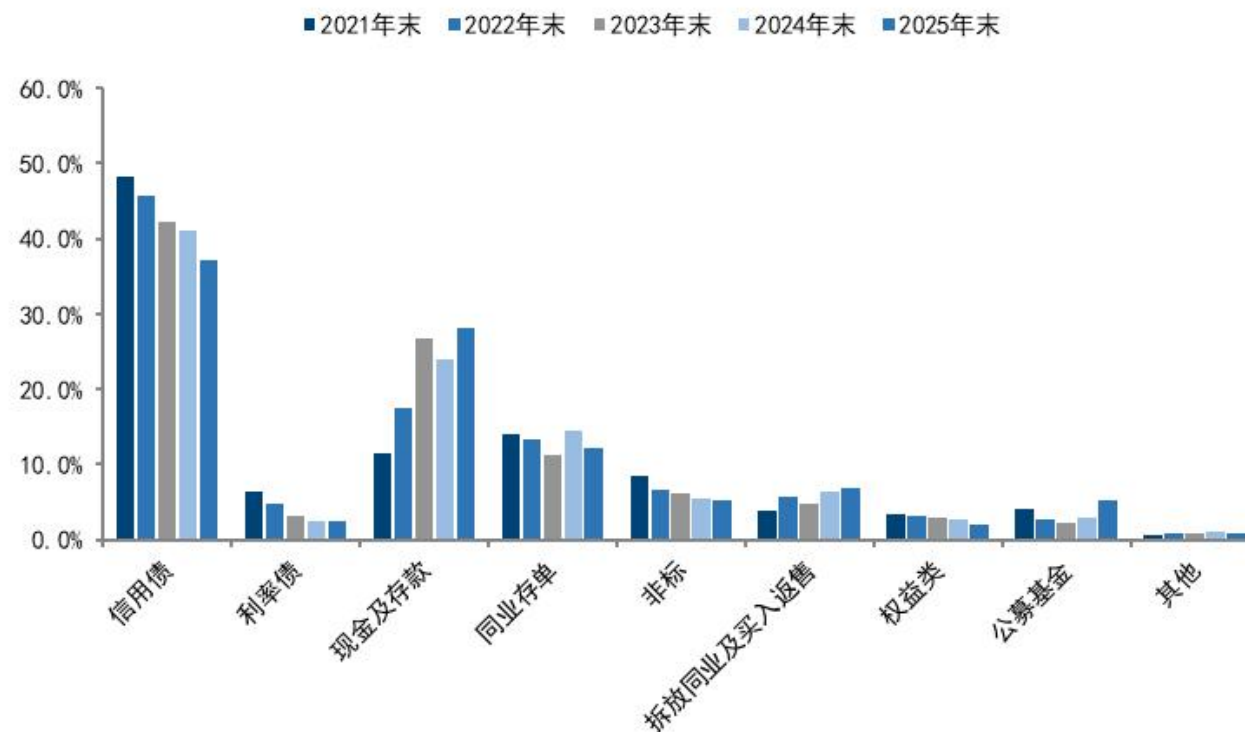


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

理财显著加大公募基金和存款配置

从资产配置情况来看，2025年银行理财进一步减少了对信用债、非标、权益类资产的配置，对公募基金、现金及存款配置比例增多。

图：银行理财产品资产配置情况



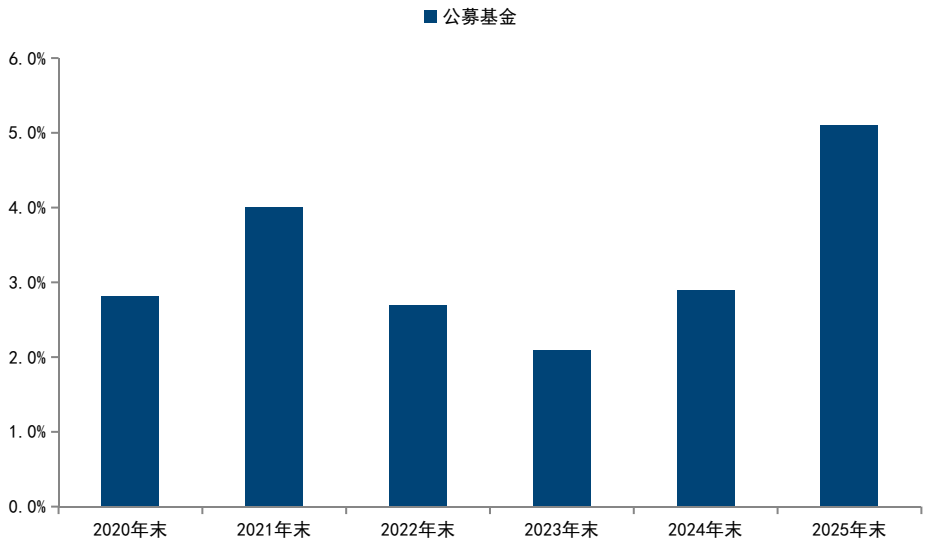
资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

理财加大基金配置，结构上偏债基

2025年上市银行对公募基金配置比例明显提升，从年初的2.9%提升至年末的5.1%，持仓规模从0.9万亿元提升至1.8万亿元，接近翻倍；

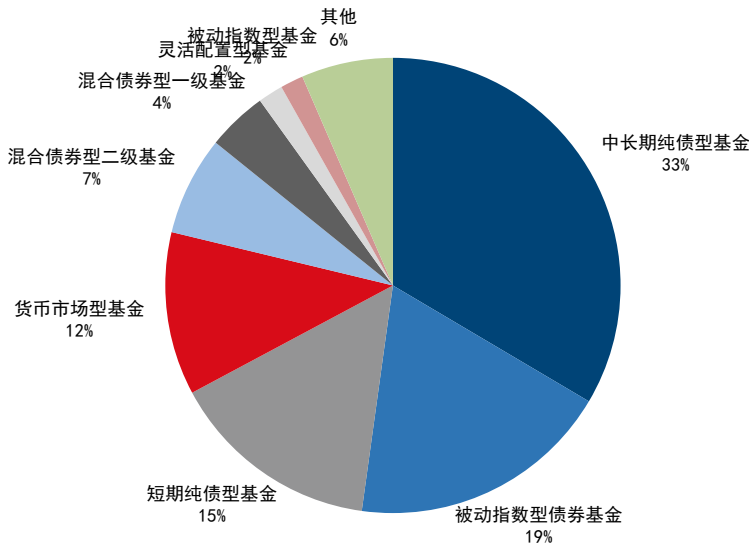
从普益标准统计的前十大持仓数据来看，债基和货基是理财配置公募基金的主流，权益类公募基金配置较少。

图：理财产品公募基金持仓在2025年明显提升，创历史新高



资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

图：理财产品前十大持仓中对公募基金的配置情况

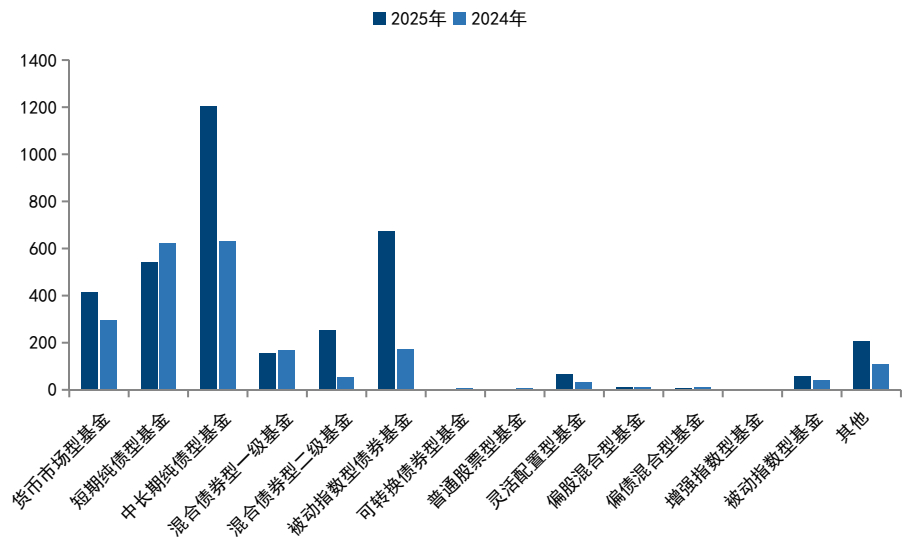


资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

同时理财基金配置工具特征明显

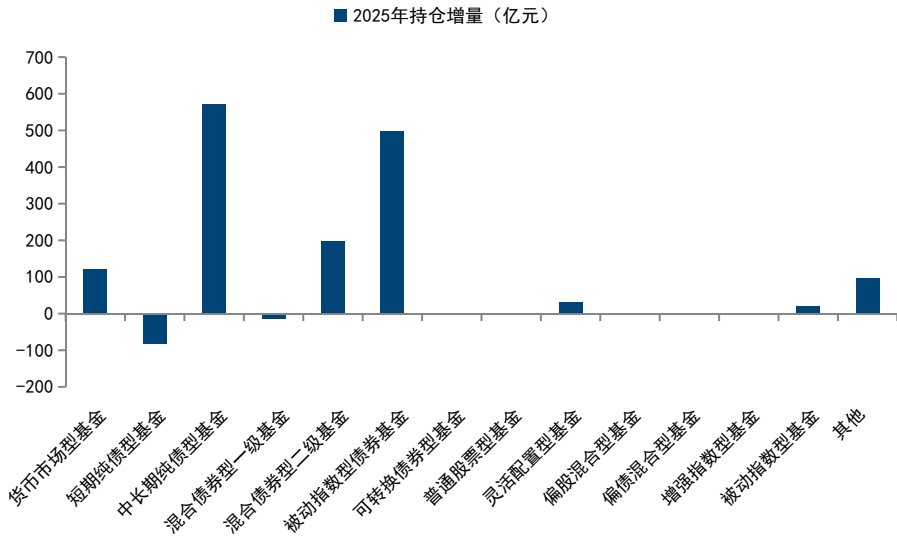
从增量来看，中长期纯债基金、指数型债券基金的持仓规模明显上升

图：理财产品前十大持仓中对公募基金的持仓量（亿元）



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：理财产品前十大持仓中对公募基金的持仓增量（亿元）

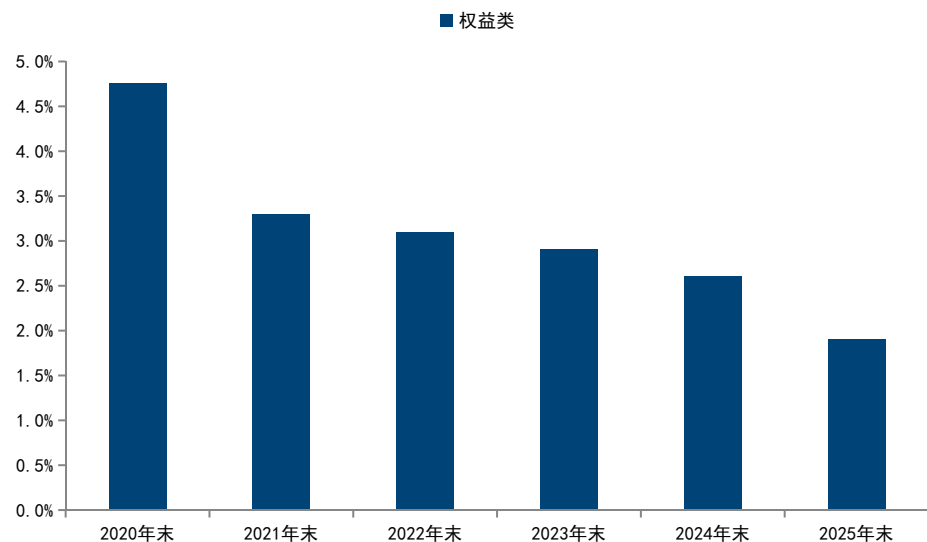


资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

理财负债端承受波动困难，持续出现“预防性赎基”

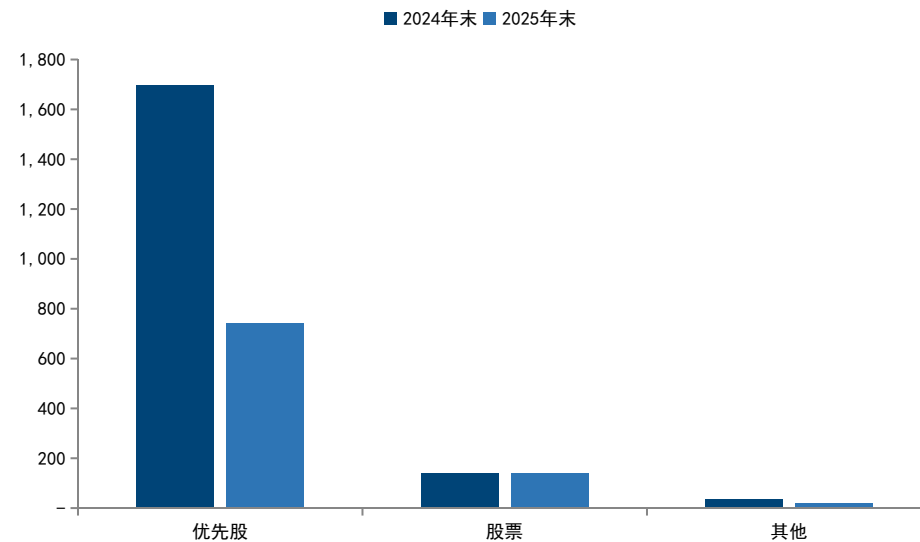
- 以权益资产为例，2025年末银行理财权益类资产投资占比仅有1.9%。结合前十大持仓数据来看，考虑剔除优先股、未上市股权等资产，实际投向股票的资产占比应该不高于0.5%；
- 理财投资基金以纯债、“固收+”（含一级债基和二级债基）为主，中等波动、多资产产品是重要增量方向。

图：理财产品权益持仓在2025年继续减少



资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

图：理财产品前十大持仓中对权益资产的持仓量（亿元）



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

不同理财公司对基金投资偏好不同

表：理财公司前十大持仓中对公募基金的持仓量（亿元）

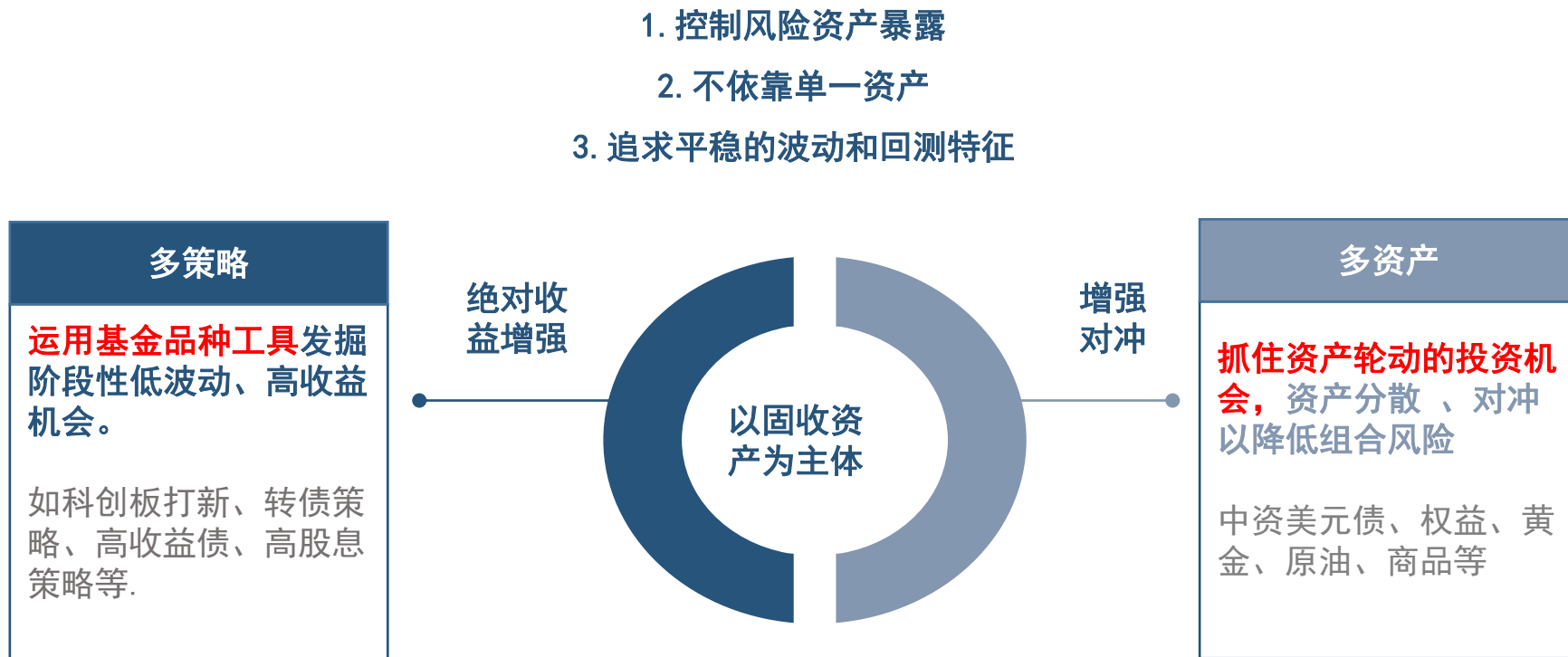
	货币市 场型基金	短期纯 债型基金	中长期 纯债型基金	混合债 券型一级 基金	混合债 券型二级 基金	被动指 数型债券 基金	可转换 债券型基 金	普通股 票型基金	灵活配 置型基金	偏股混 合型基金	偏债混 合型基金	增强指 数型基金	被动指 数型基金	国际 (QDII) 债 券型基金	国际 (QDII) 混 合型基金	国际 (QDII) 股 票型基金	商品型 基金	其他或 未披露
工银理财	-	44.0	168.9	30.6	10.7	47.5	-	0.4	0.4	0.5	0.6	0.3	2.7	6.0	0.2	8.3	7.3	34.7
建信理财	-	19.1	14.2	0.6	1.9	15.2	-	-	0.5	-	1.0	-	0.1	-	-	-	0.4	-
农银理财	4.3	-	7.3	1.6	1.3	55.7	-	0.1	5.1	0.4	0.1	0.0	22.3	-	1.6	9.9	15.7	2.6
中银理财	3.6	2.2	15.1	9.9	6.4	3.0	0.5	0.2	5.4	0.2	-	0.4	7.3	-	-	0.4	1.8	36.4
交银理财	19.3	71.4	49.3	13.9	15.1	32.2	0.0	0.0	0.1	0.3	-	-	1.2	2.0	-	3.3	1.8	3.0
中邮理财	3.2	11.3	20.5	12.8	3.1	21.8	-	0.2	0.1	0.1	0.0	-	9.2	0.1	0.0	1.4	-	6.8
招银理财	28.9	63.9	118.4	21.6	28.1	278.9	-	0.7	39.9	3.4	0.2	0.1	2.8	3.7	1.4	1.3	9.1	30.9
兴银理财	17.2	90.1	151.2	27.3	56.7	67.7	0.4	0.0	0.9	1.3	0.0	0.3	1.4	1.4	-	1.0	4.8	0.8
民生理财	36.6	77.4	154.4	32.4	24.9	31.3	0.6	0.5	3.2	1.0	3.4	0.0	7.1	2.4	0.0	1.9	0.5	16.4
浦银理财	2.0	13.1	3.4	0.1	11.1	1.1	-	0.0	0.1	0.0	-	-	0.3	-	-	-	0.0	-0.0
信银理财	4.0	21.1	7.9	0.9	3.8	5.4	0.0	0.3	3.8	0.3	-	-	0.5	3.0	-	0.7	2.7	3.5
光大理财	11.9	17.5	36.0	9.8	7.9	37.8	1.4	-	6.0	0.1	0.0	0.0	7.8	0.3	-	1.3	2.7	7.3
平安理财	25.0	1.0	5.9	1.5	1.0	9.3	-	0.1	1.3	0.0	0.7	0.0	0.9	1.8	-	0.6	1.2	0.0
华夏理财	16.9	40.7	147.0	3.6	35.9	12.8	0.0	-	-	-	0.7	0.1	3.3	0.0	-	0.0	-	41.9
浙银理财	11.7	17.7	37.5	0.2	1.1	17.8	-	-	-	-	-	-	0.3	-	-	-	0.3	-
恒丰理财	0.2	2.6	3.8	-	4.0	11.2	-	0.0	0.1	-	0.0	-	0.1	-	-	0.0	-	-
渤海理财	20.7	9.9	42.2	-	-	4.4	-	-	0.4	-	-	1.4	0.3	-	-	0.1	3.0	2.1
广银理财	0.4	2.1	10.6	-	6.2	9.8	-	0.1	-	0.1	0.1	0.0	0.7	1.8	-	0.1	0.1	0.1
北银理财	40.0	25.5	179.7	17.2	10.1	6.5	0.1	0.4	0.8	0.5	0.8	0.0	1.9	-	-	1.5	0.8	1.5
上银理财	8.7	3.2	23.2	1.3	5.1	1.0	0.1	-	-	-	-	-	0.6	-	-	0.0	0.0	0.3
苏银理财	43.0	-	45.8	-	-	34.9	-	0.0	0.0	0.0	-	-	0.5	-	-	-	4.3	-
徽银理财	28.8	3.2	9.6	-	4.7	6.7	-	0.1	-	0.1	0.1	-	0.5	1.6	-	0.2	0.2	0.9
杭银理财	19.2	17.2	20.4	0.5	2.4	27.8	-	0.0	-	-	0.0	-	2.0	-	-	0.1	1.5	3.3
宁银理财	8.5	0.4	2.4	-	-	10.7	-	0.1	0.0	0.4	-	-	1.0	-	0.1	0.0	0.4	0.0
南银理财	-	0.1	1.0	-	1.2	0.6	-	0.0	0.6	0.7	-	-	0.8	-	-	0.6	0.1	0.4
青银理财	10.4	7.9	91.9	-	0.1	13.5	-	0.3	0.9	0.2	-	-	2.8	-	-	0.0	0.0	0.1
渝农商理财	0.3	1.1	1.0	-	-	-	-	-	0.0	-	0.0	-	0.2	-	-	-	-	-
汇华理财	15.9	1.8	2.3	-	0.0	3.5	-	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-	-	-	0.1	-
贝莱德建信理财	2.7	-	0.1	0.8	0.7	-	-	-	0.1	-	-	0.0	0.6	-	-	0.1	-	0.1
法巴农银理财	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2	-	-	2.5	0.9	-
施罗德交银理财	-	0.4	0.1	-	0.1	0.9	-	-	0.0	-	-	-	-	-	-	0.0	-	0.7
高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理。注：工银理财、建信理财、农银理财、中银理财、施罗德交银理财为2025年三季度末数据，高盛工银理财数据缺失，其余为2025年末数据。

银行理财 三大诉求	公募基金	信托
旧资产消化		 代持、开户
新资产构建	 权益、FOF、指数 等产品	 限于非标转标
新渠道再造		 估值平滑

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：多策略和多资产体系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：理财产品买基金偏好排序

产品类型	增量机会	解释说明
货币基金	★★	利用申赎规则，套息业务，监管关注
主动纯债	★	综合考虑费率后性价比不高，除非有很强品牌效应
被动债基（含ETF）	★★★★	尤其偏好信用债ETF
指数权益（含量化指数增强）	★★★★	匹配多资产产品需求，尤其是低波稳健产品
主动权益	★★★	偏好赛道型产品，需要押准方向
基金专户（通道）	★★★	对申赎流动性要求较高
基金专户（主动）	★★★★	通过MOM形式，理财的控制能力较强

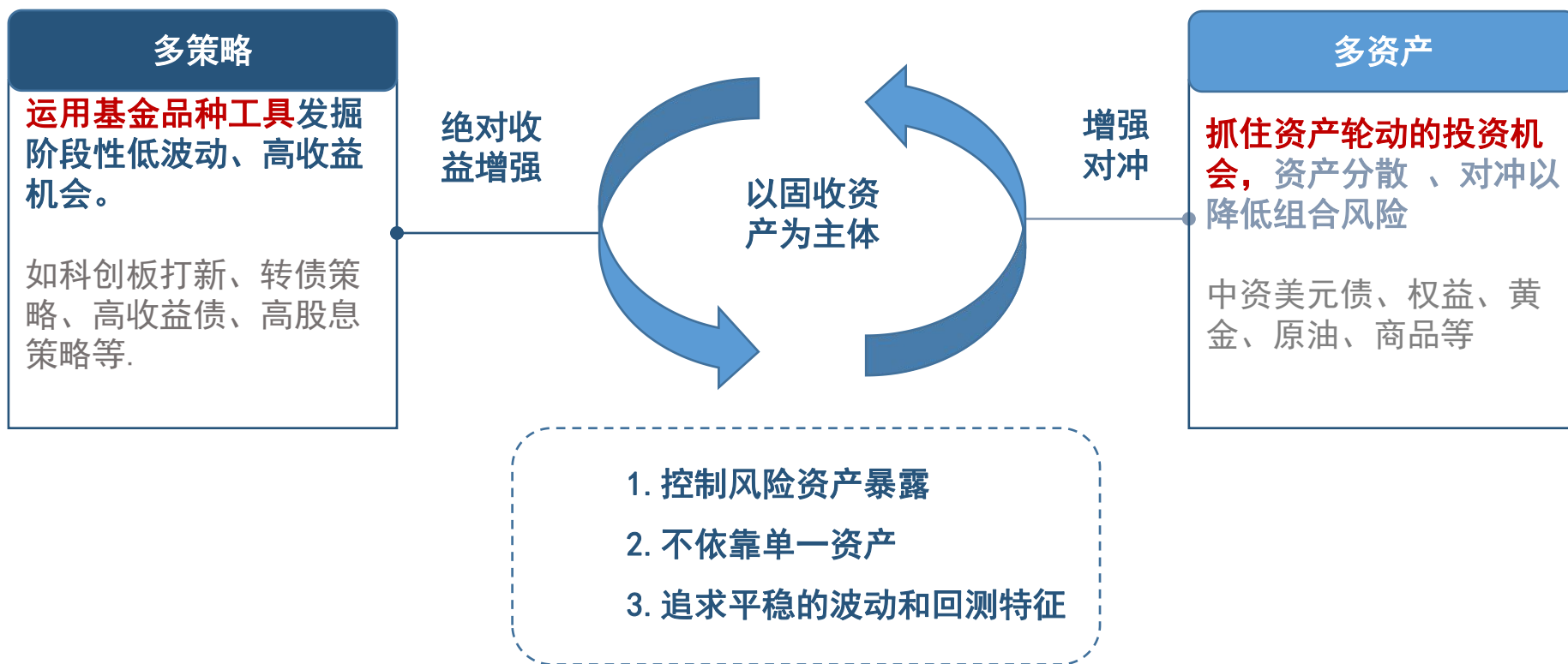
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

专栏：“固收+”产品体系构建

“固收+” 本质是对传统非标债权等资产的替代

- 资管新规的执行下，过去资金和资产错配的两方从“错配”到“正配”的过程，这体现在资产的标准化程度提升，风险收益匹配更为均衡，这种情况下“固收+”策略受到近年来资管机构青睐。

图：“固收+”的多策略与多资产



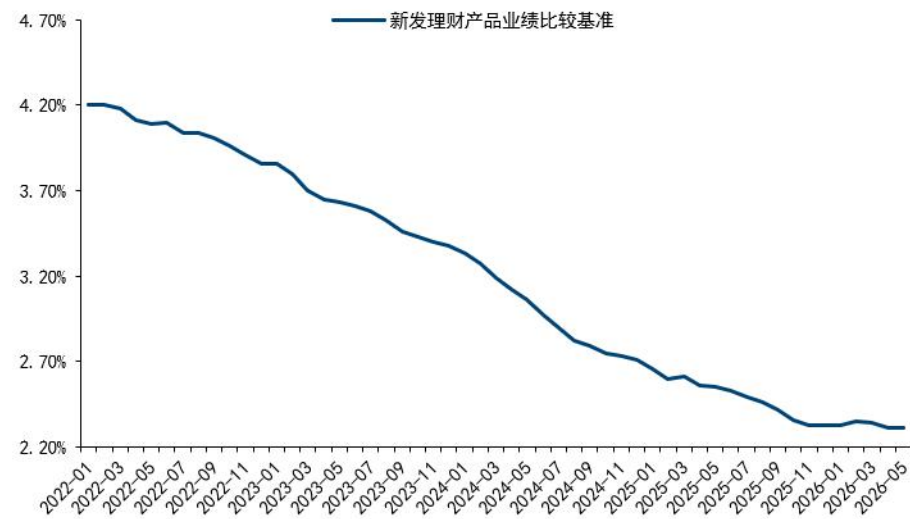
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

为什么“固收+”：净值化转型与资产结构调整共振



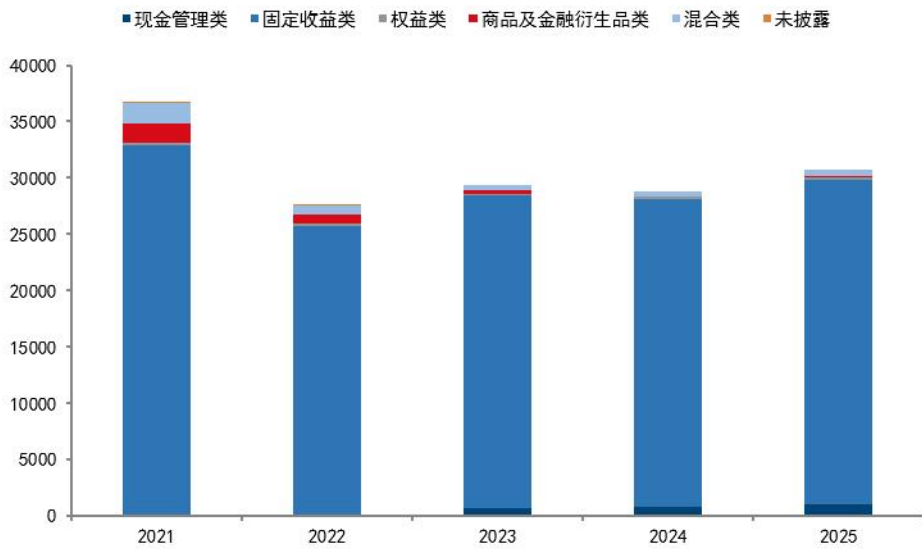
- 负债端：资管新规后急需新策略与新产品替代过去“非标+资金池”模式。监管要求下，银行理财产品越来越难以延续过去的配置模式，需要寻找新的收益增厚策略。

图：银行理财收益率下行（单位：%）



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：银行理财产品发行量（单位：只）

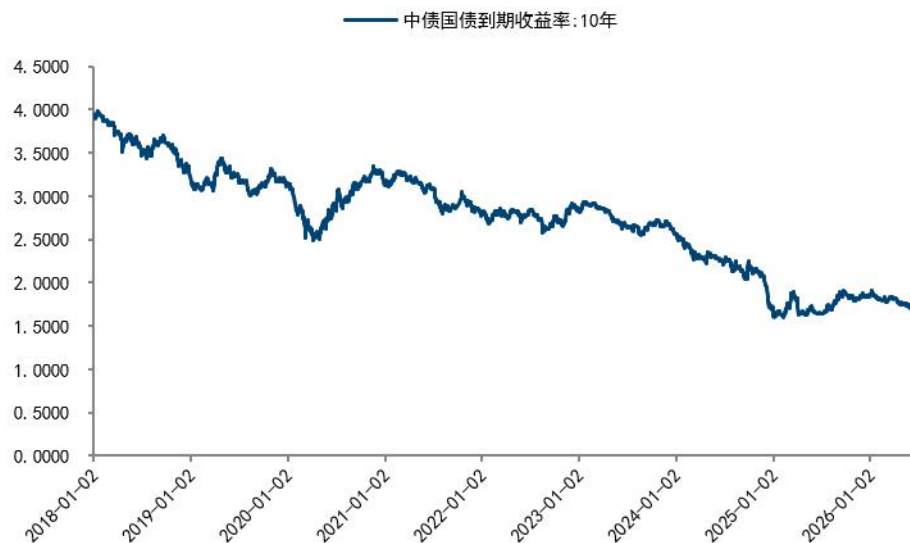


资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

为什么“固收+”：低利率环境下资产类别需要创新

- 资产端：低利率市场环境下债券资产票息空间压缩，收益波动增加，倒逼产业和资本市场转型，推动股权及另类资产的配置需求。
- 居民财富增长和人口老龄化提供了长期资金，随着注册制全面推开，直接融资等多元化融资需求在增加。

图：2018年以来债券利率回落趋势显著

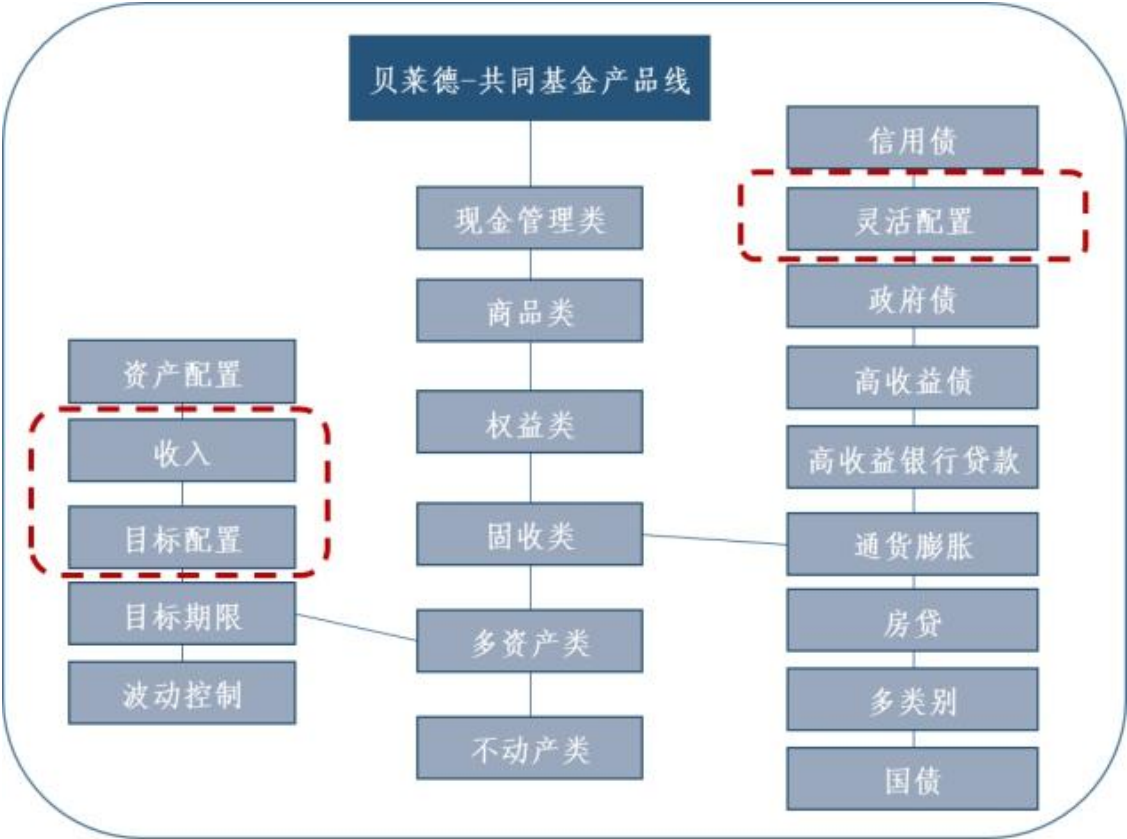


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外机构试水“固收+”：贝莱德提供多资产解决方案

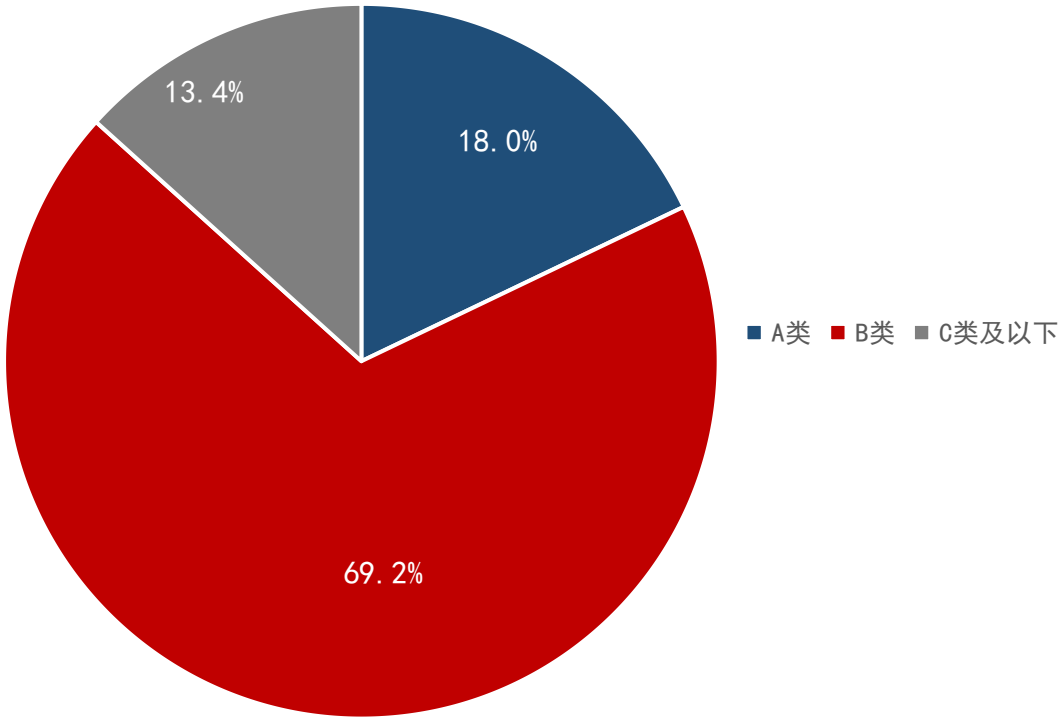
➢ 贝莱德核心产品线分为三条：共同基金、ETF和封闭式基金。根据产品特性，我们认为固收类灵活配置型（Flexible）、多资产类收入型（income）和多资产类目标配置型（Target Allocation）基金基本可以对标“固收+”产品。

图：贝莱德产品线（红色为类“固收+”产品）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：收入型债券等级分布

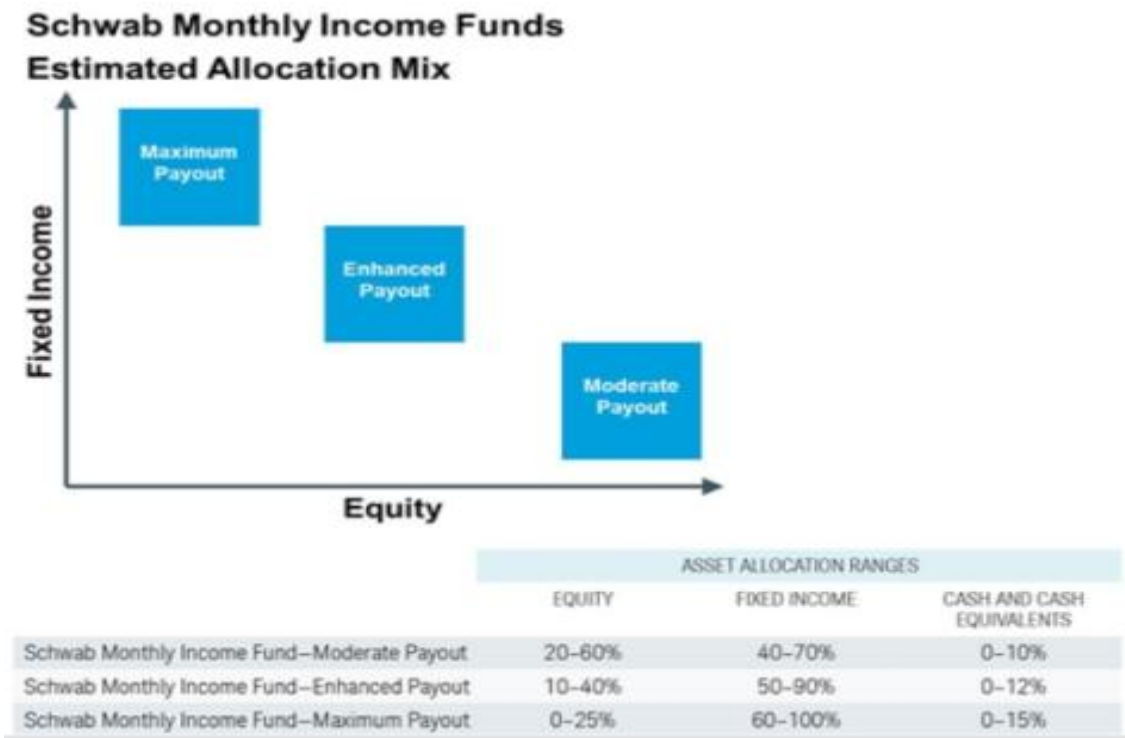


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

海外机构试水“固收+”：嘉信理财模式核心是匹配零售场景需求

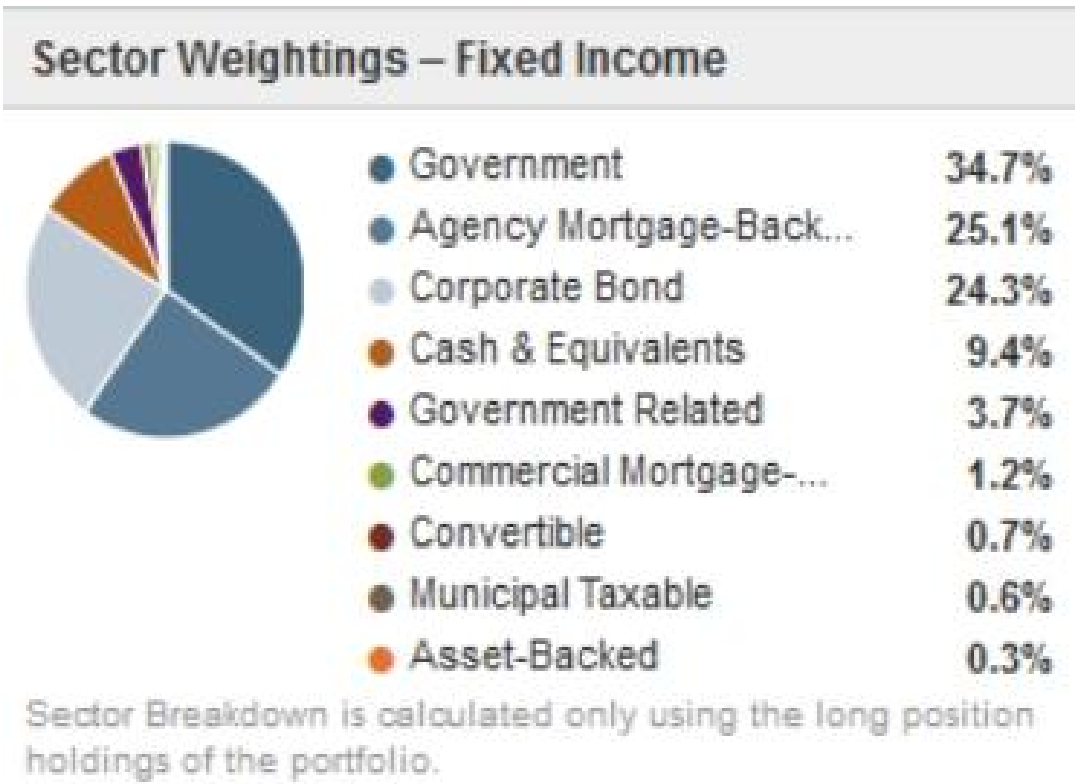
嘉信理财作为综合性金融服务机构也担任资产组合配置的职能，其核心资管产品线分为7类：Index（指数类）、Equity（权益类）、Real Estate（不动产类）、Bond（债券类）、Monthly Income（稳定收益类）、Money（现金管理类）和Asset Allocation（资产配置类）。目前运行的产品总计75只，主要以资产配置类、权益类和债券类为主。

图：嘉信理财各稳定收益类产品固收与权益配置情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：固收资产以政府债和按揭抵押债为主

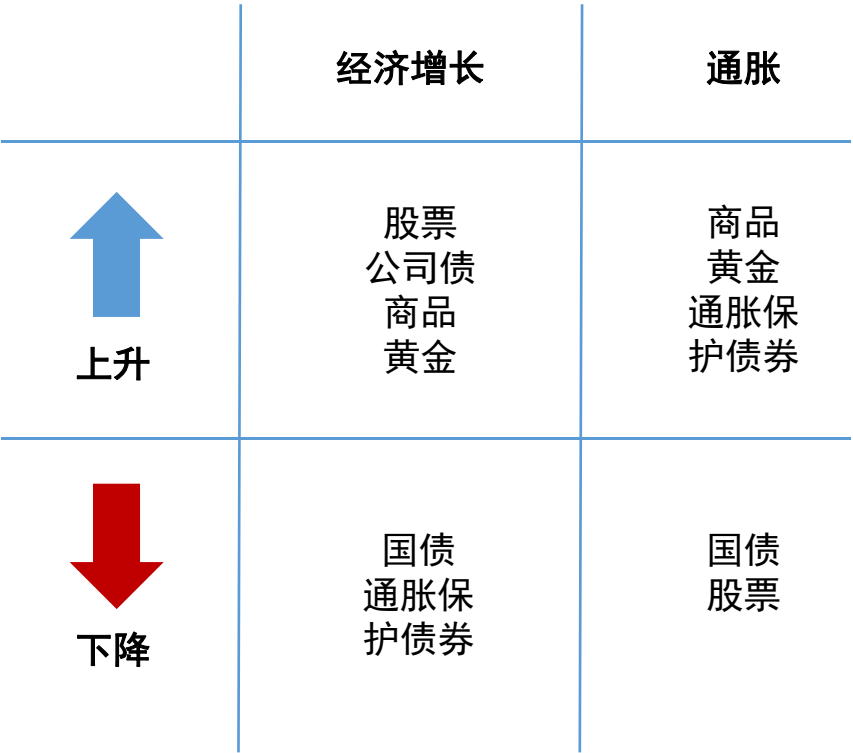


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

海外机构试水“固收+”：桥水模式挖掘大类资产轮动中超额收益

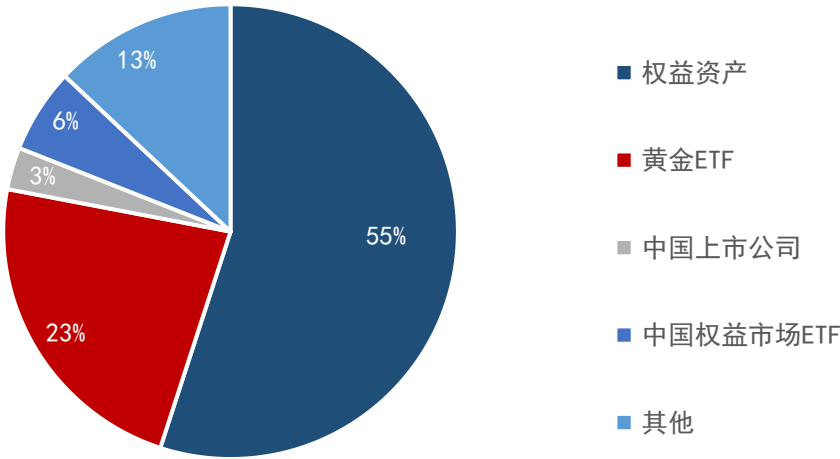
➤ 桥水基金（Bridge water）公司目前总管理规模约为1600亿美元，旗下有两大基金品种，分别是1991年成立的绝对阿尔法基金（Pure Alpha）和1995年成立的全天候基金（All Weather），规模占比分别为45%和40%。

图：全天候策略配置思路



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：全天候策略各资产配置占比多样



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

国内机构探索“固收+”：在有限资产内形成多策略解决方案

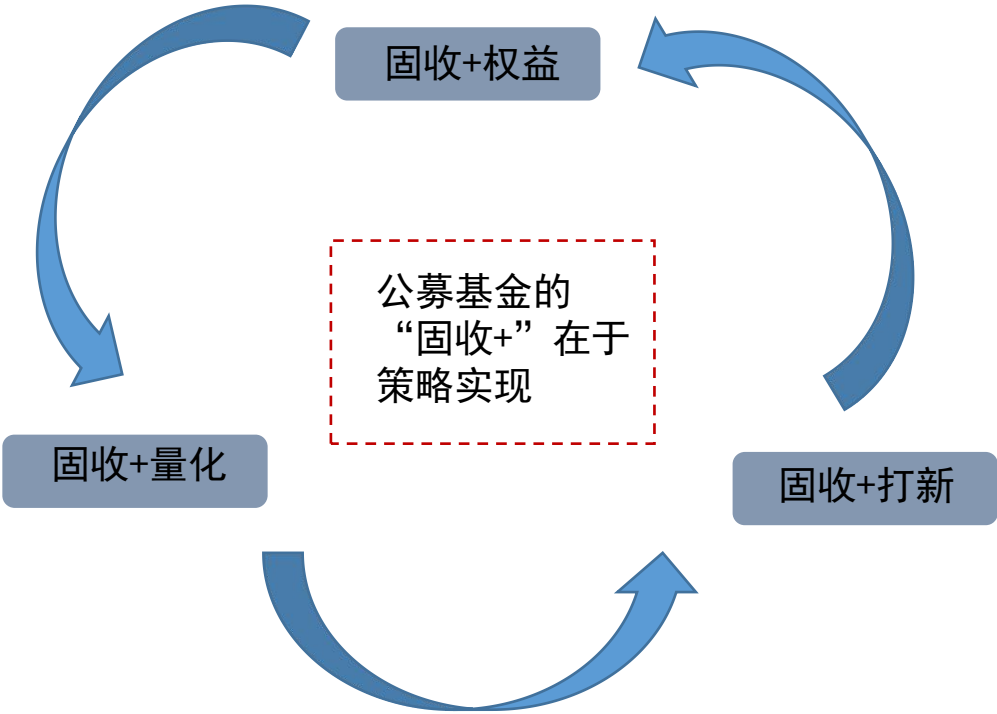
➢ 公募基金中混合债券型一级基金是“固收+”的典型代表，而混合债券型二级基金、偏债混合型基金和灵活配置型基金由于以相对收益率为考核，严格来说不能算是“固收+”产品。但从资产投资范围上看，未来这三类基金长期的风险收益特征来看也符合“固收+”的要求，仍是“固收+”策略较合适的载体。

图：理财子多元资产配置



资料来源：招银理财官网，国信证券经济研究所整理

图：公募基金“固收+”的策略思路



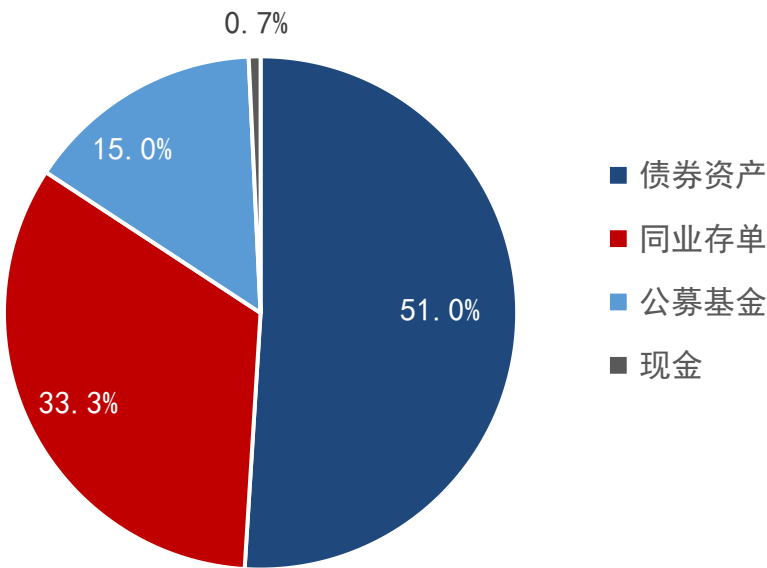
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内机构探索“固收+”：银行理财是未来“固收+”市场最大增量



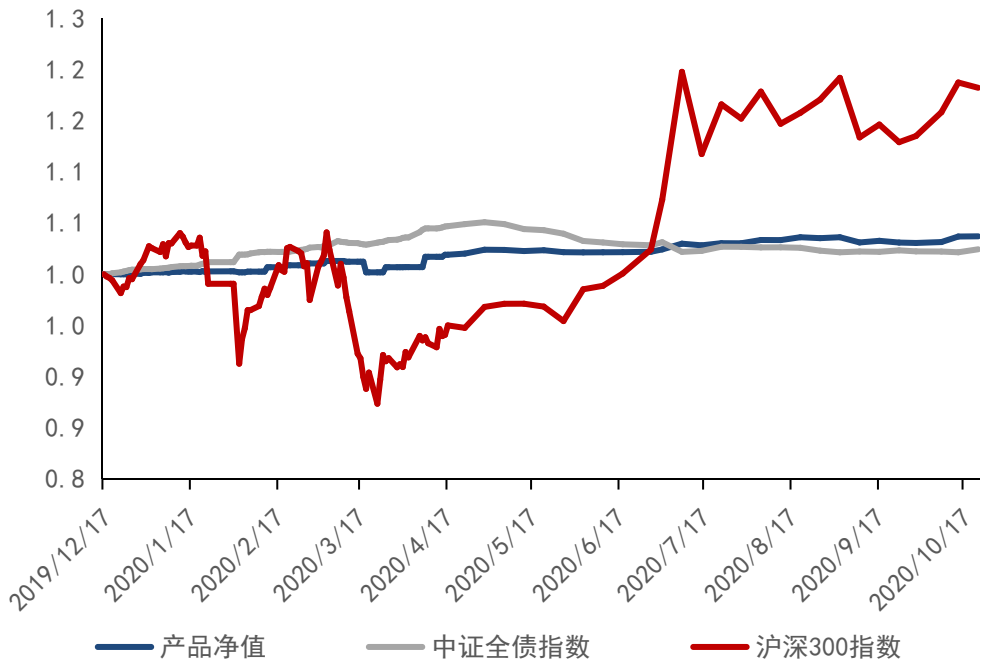
- 银行理财子公司在“固收+”策略实践中较公募基金更为保守，从投资比例来看，固收类资产占比一般高于80%，“+”的部分主要通过委外实现。

图：某理财产品固收增强资产配置情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：某理财产品固收增强净值

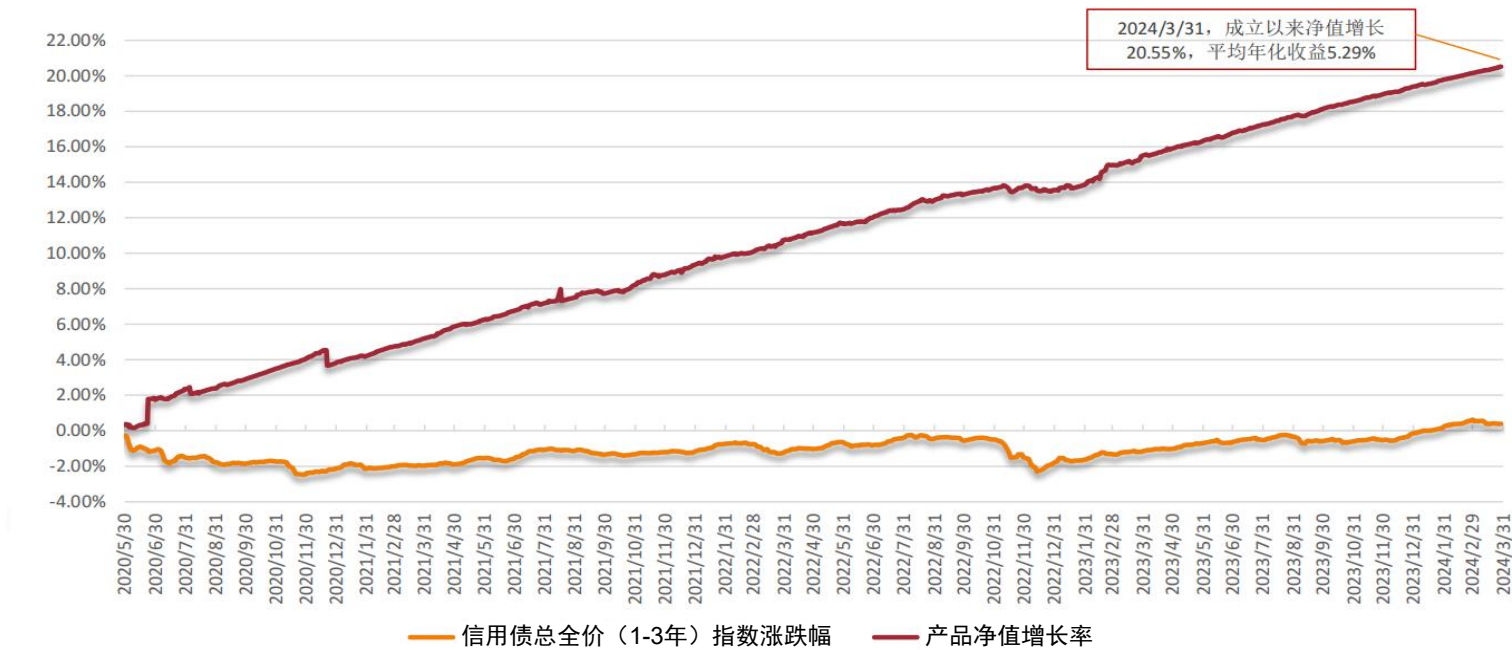


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内机构探索“固收+”：信托最大机遇在于非标转标

➤ 当前就信托公司来说，现金管理类、纯债类、“固收+”类均是转型过程中的产品创设方向。

图：某信托产品收益保持平滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：三大类型机构特征总结

机构类型	概述	优势	劣势	应对策略
公募基金	受标准化资产限制，在现有场内标准化资产范围内拓展多元策略实现“固收+”	标准化资产运作模式成熟	标准化资产类别有限，通过拓展资产实现“固收+”较困难	拓展策略，如CPPI策略、打新策略、套利策略等实现收益增厚
银行理财	资产和策略都有拓展的空间，目前匹配客户体验是关键	约4.1万亿表外非标资产在净值化转型中，需求量大；同时银行更接近固收资产端，“固收”部分管理能力成熟	目前“+”的部分多采用委外模式运作，风控、流动性等把控较弱	以委外资产增厚收益的同时加强风控管理，并通过培养和外部招聘提高自身风险资产的管理能力
信托产品	非标转标，投行化的运作模式	擅长于融资平台与地产公司方面的债权业务，产品收益率较高	标准化资产运作经验不足	发展以企业债权作为基础资产的ABS，实现非标转标

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

[01] 机构业务养成

[02] 银行如何买基

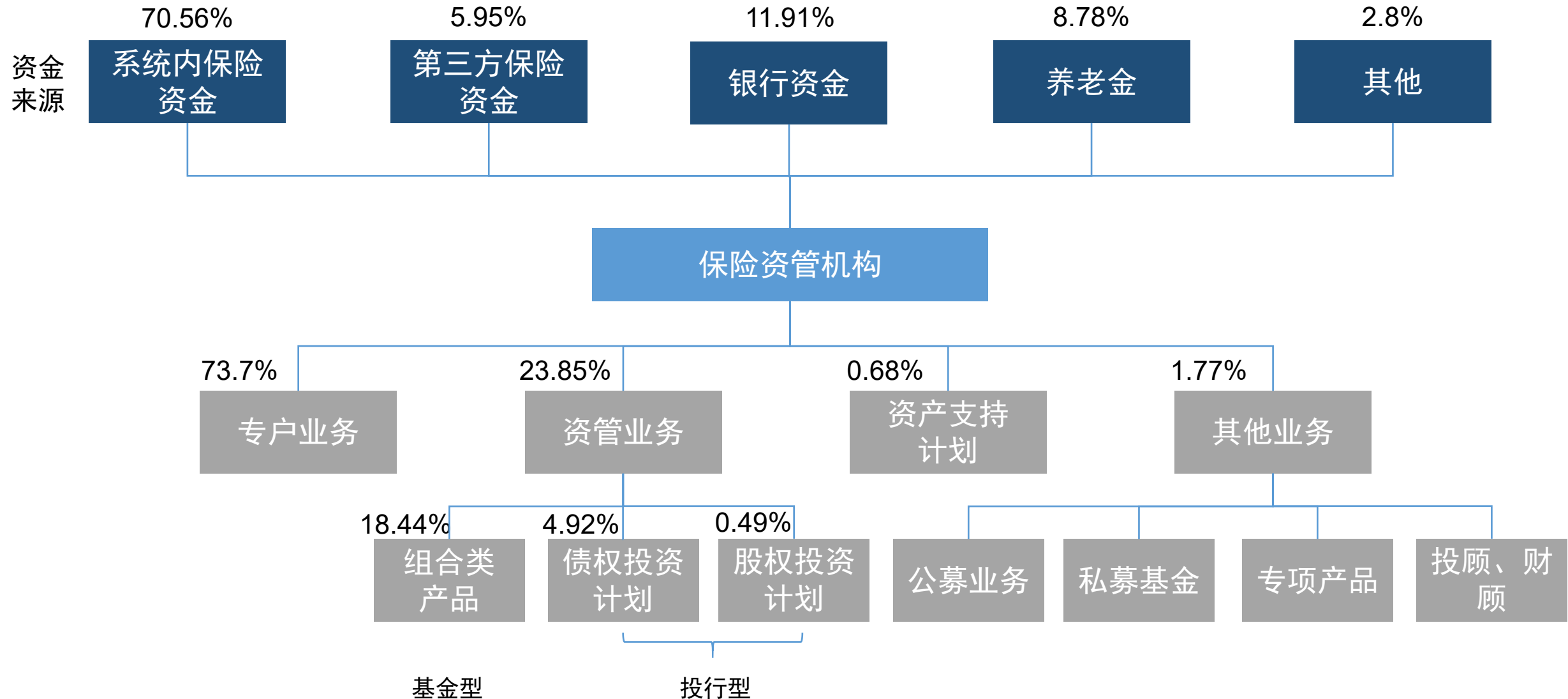
[03] 理财如何买基

[04] 保险如何买基

[05] 机构如何选基

近年来保险资管机构资金来源与业务构成

图：险资管机构资金来源与业务构成



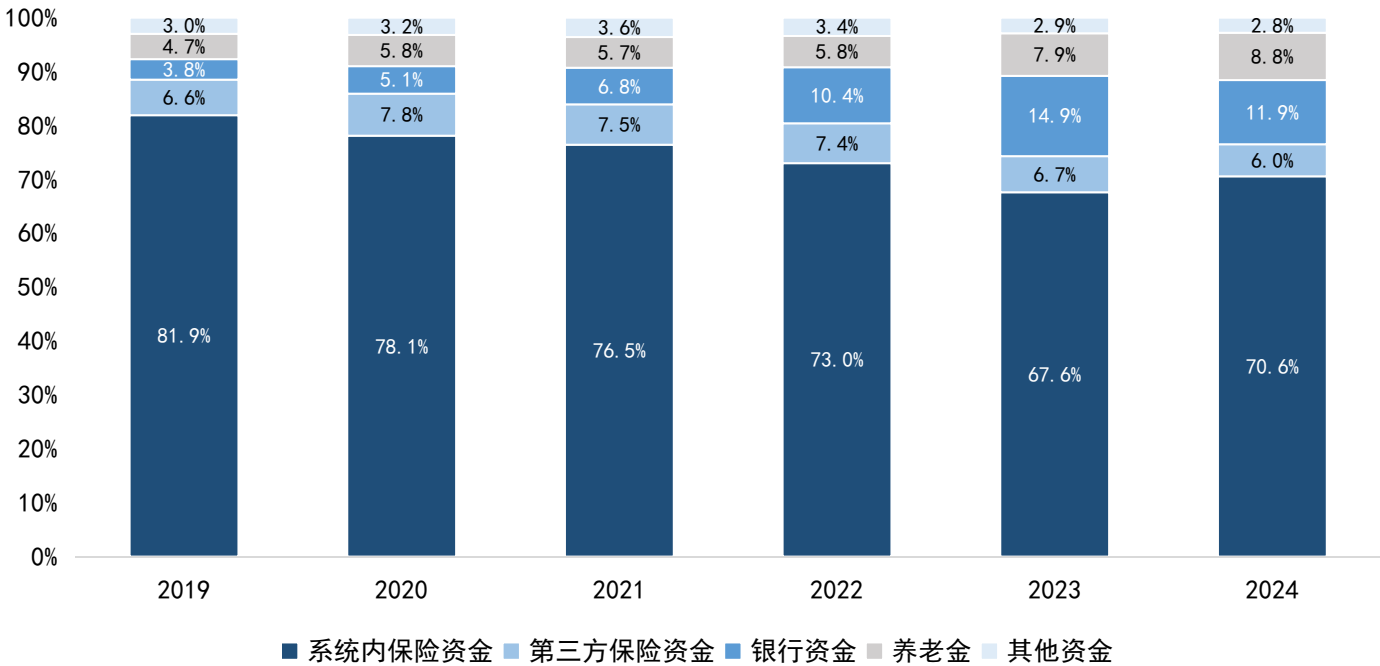
资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

保险资管总规模稳步扩容，第三方资金结构持续分化



- 我国保险资管规模不断壮大。根据中国保险资管业协会发布的数据，截至2024年末，我国34家保险资管公司资金管理规模达33.3万亿元，同比增长9.59%。保险资金方面，管理系统内保险资金23.5万亿元，占比70.56%；管理第三方保险资金1.98万亿元，占比5.95%。
- 从近三年管理各类资金占比看，管理第三方保险资金的规模占比连续两年下降，管理养老金的规模占比连续两年上升。截至2024年底，34家保险资管机构业外资金管理规模为7.81万亿元，占总管理规模的23.5%。其中，管理银行资金3.96万亿元（占比11.91%）、养老金2.93万亿元（占比8.8%）、其他资金0.92万亿元（占比2.8%）。

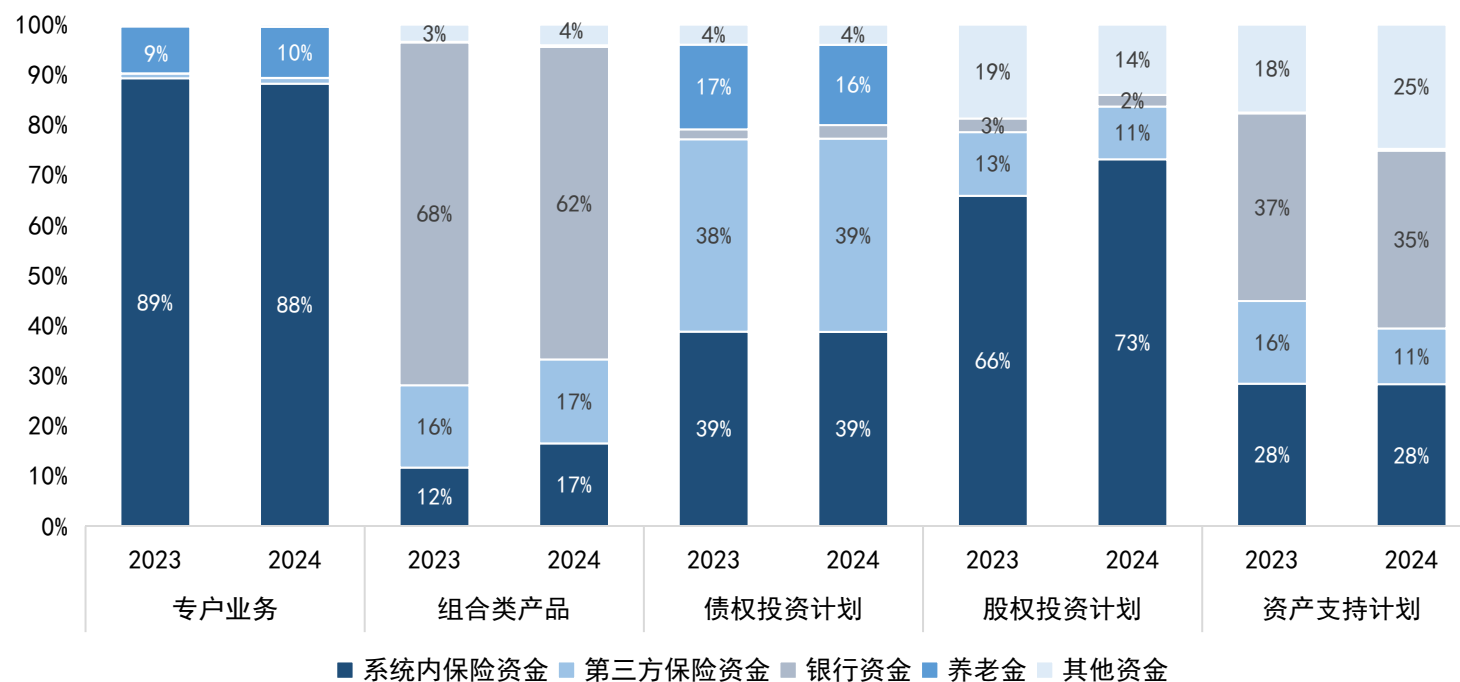
图：我国保险资管资金来源构成（单位：%）



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

- 目前，保险资管各业务类型主要包括专户管理、组合产品、债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等。从资管产品类型来看，各类产品资金构成具备显著特征。专户业务方面，主要以系统内保险资金为主，占比约90%。组合类产品主要以业外资金为主，其中包括银行、养老金、其他资金等，其中银行资金占比最为突出。债权计划、股权计划等产品则主要以保险资金（包含系统内保险资金及第三方保险资金）为主。
- 从变化趋势来看，2024年债权投资计划中第三方保险资金占比已经接近系统内保险资金；资产支持计划的资金来源较为分散，组合类产品中系统内保险资金同比增长约5个百分点，银行资金减少约6个百分点。

图：保险资管各类业务资金构成比例（单位：%）



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

养老第二支柱提质扩面，保险资管多维巩固份额

- 在扩面增量、长周期考核机制完善、参保人投资选择权放开三重政策红利共振下，企业年金、职业年金业务同步进入规模扩容与提质增效并行的发展阶段。6月17日，人社部发布《2026年一季度全国企业年金基金业务数据摘要》，截至2026年一季度，企业年金积累基金规模达到4.3万亿，近三年累计收益率为11.3%。
- 保险资管依托全品类投研、固收配置及工具化产品优势，以养老金产品为抓手，搭配差异化投资策略布局REITs、转债、私募债等特色资产，强化主动管理能力；凭借受托、投管、账户托管全链条协同优势，市场份额与定价权具备持续提升空间。

图：我国企业年金积累基金规模（单位：亿元，%）



资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

表：2025年保险系企业年金基金管理机构累计收益率（单位：亿元，%）

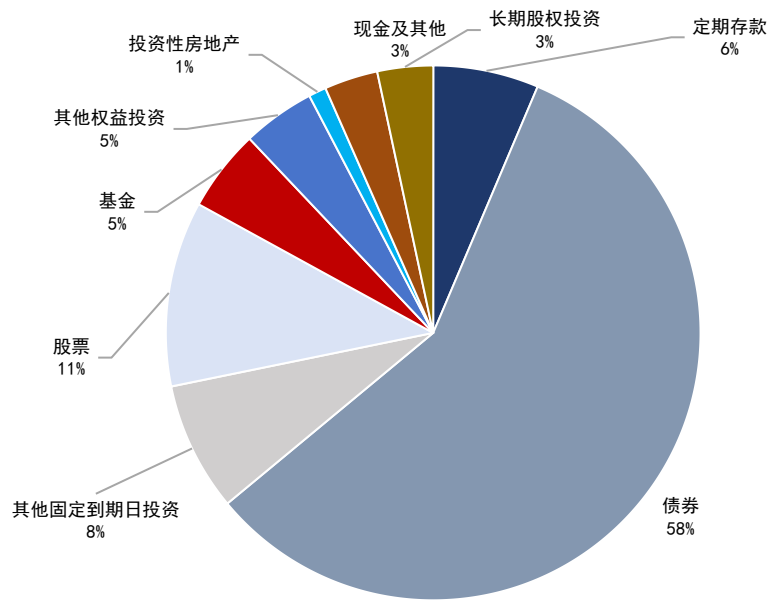
保险系企业年金基金管理机构	2025 年组合资产 金额（亿元）	单一 （固定收益类）	单一 （含权益类）	集合 （固定收益类）	集合 （含权益类）
泰康资产	7154	10.3%	15.7%	10.3%	15.7%
国寿养老	5252	11.9%	12.5%	11.9%	12.5%
平安养老	3937	10.2%	13.5%	10.2%	13.5%
长江养老	1834	12.2%	14.1%	12.2%	14.1%
人保养老	1248	10.8%	11.2%	10.8%	11.2%
华泰资管	1210	12.6%	10.5%	11.3%	8.4%
太平养老	897	10.6%	12.2%	10.6%	12.2%
新华养老	49	9.5%	11.3%	9.5%	11.3%

资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

保险总体配置：负债驱动资产模式

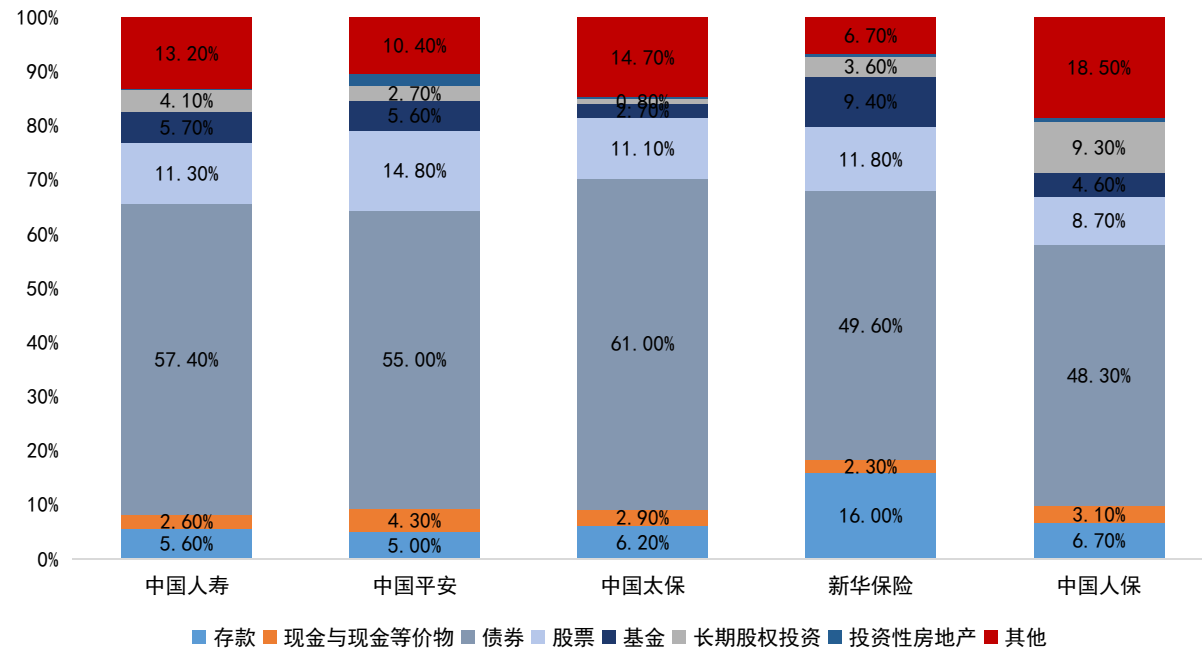
- 对保险机构而言，保费收入在扣除准备金及偿付资金后的剩余部分为自有资金。保险公司可以通过自主投资、委托投资等模式进行资金投资运作。
- 保险资管擅长大类资产配置，对于长久期和绝对收益的资产配置具有丰富经验。权益类资产方面，险资倾向于投资高股息、高分红的蓝筹股。目前，保险资金持股比例超过10%的A股上市公司已超过45家，其中以商业银行、实体经济的行业龙头企业为主。
- 《保险资金运用管理办法》规定了保险资金的运用范围包括银行存款、债券、股票、基金、不动产、股权等。

图：2025年上市险企大类资产配置以债券为主



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企2025年资产配置结构

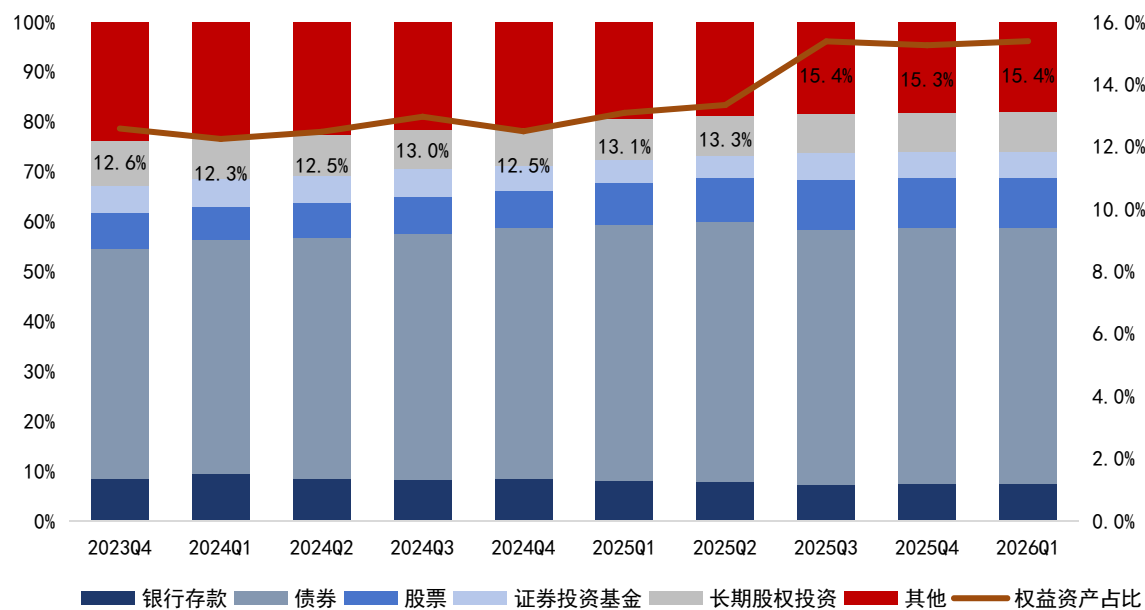


资料来源：公司公告，保险资管协会，国信证券经济研究所整理

低利率环境下险资权益投资占比提升、收益波动率上升

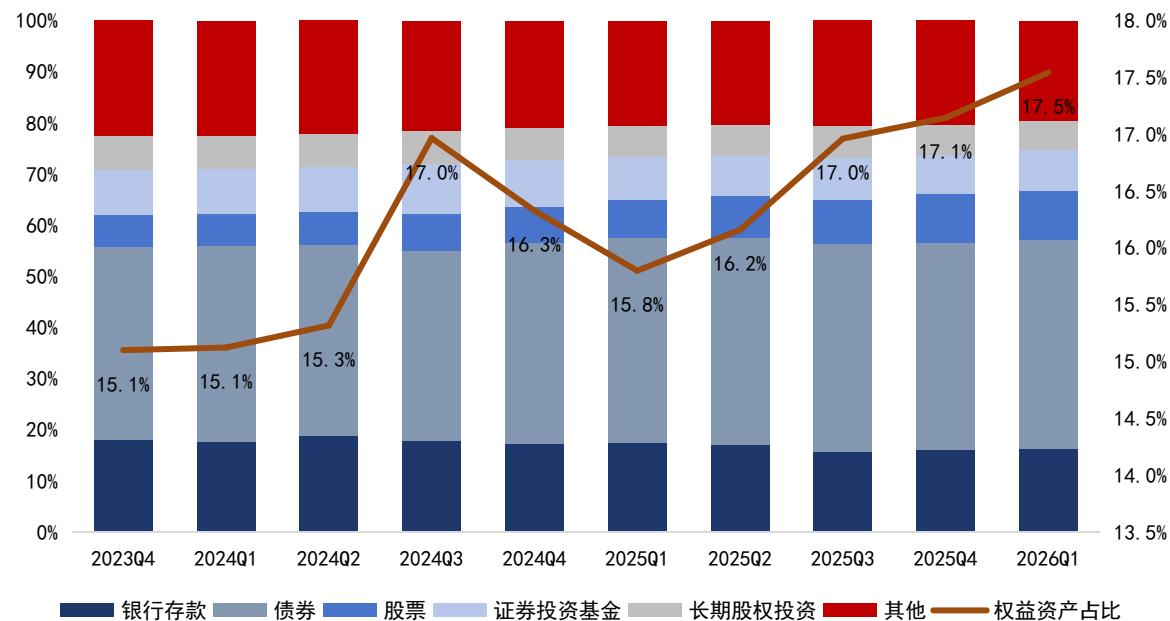
- 权益投资成为保险公司面对低利率市场环境的“必答题”。债券收益水平降低，难以覆盖高负债成本，加强权益类资产配置已成为保险机构破解利差损风险、实现资产负债良性循环的必然选择，更是提升长期投资收益的战略举措。
- 保险资金持续增配权益类资产。寿险、财险资金同步增配权益，存款及非标类资产占比持续回落。2024年起保险资金配置结构向权益倾斜的特征初步显现。结构上，财险公司因负债久期短、流动性要求高，配置基金比例显著高于人身险公司。

图：人身险公司资产配置结构（单位：%）



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

图：财产险公司资产配置结构（单位：%）

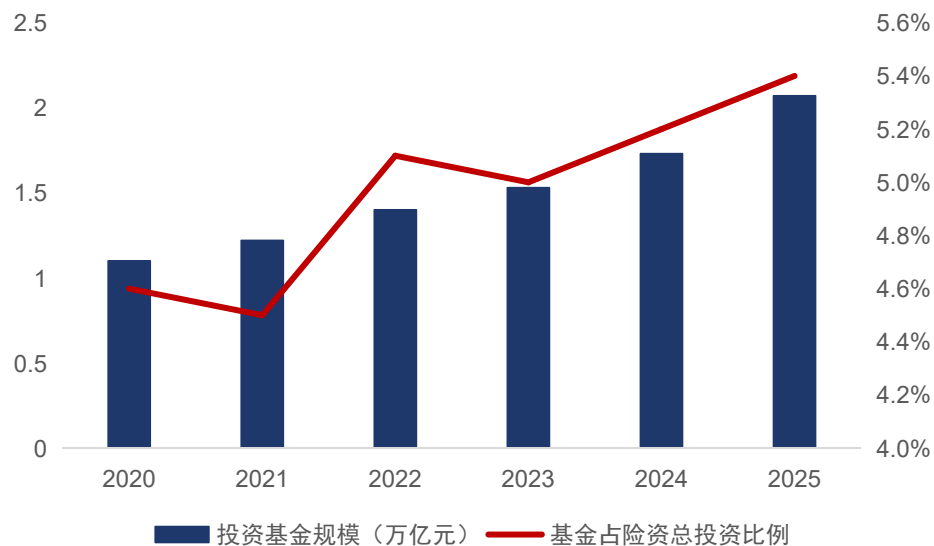


资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

保险如何买基：保持结构性扩张，ETF是新增量

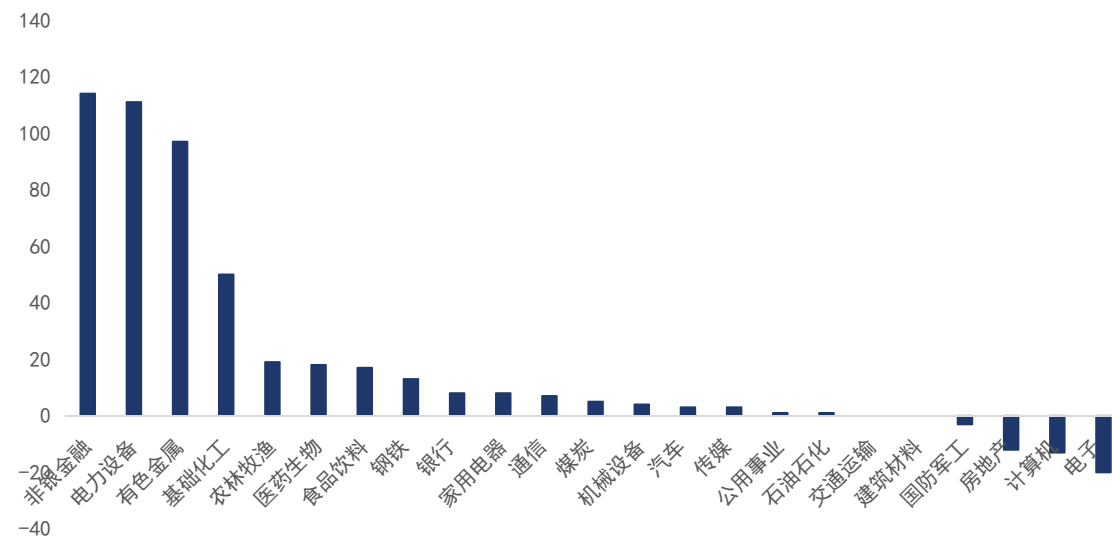
- 公募基金在险资配置中的权重持续提升。2020—2024年险资基金投资余额由1.1万亿元增至1.7万亿元，2025年基金配置占比升至5.4%，股基合计权益占比达15%，ETF成为核心配置工具。结构上，险资基金配置由传统红利主线，逐步向港股科技、高景气成长扩散。长周期考核与权益监管优化，为权益工具扩容提供制度支撑。
- 展望未来，险资基金配置将呈现三大方向：宽基ETF夯实Beta底仓、行业主题ETF承接结构性增量、REITs及固收类基金持续作为现金流与替代固收的配置抓手。

图：保险资金证券投资基金规模与占比（单位：万亿元，%）



资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

图：2025年下半年险资投资A股ETF规模变动（单位：亿元）

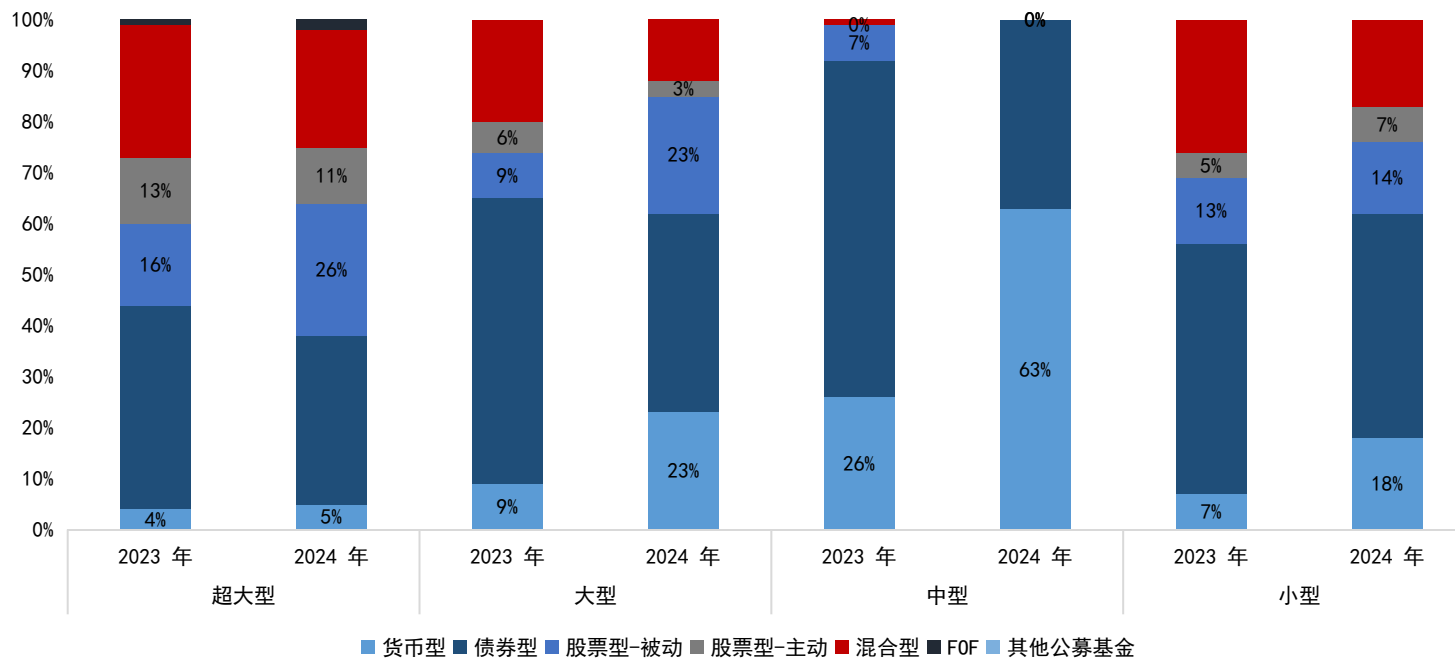


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险如何买基：持基规模与品类配置分化

- 从保险资产管理公司持有公募基金情况看，2024年，保险资产管理公司共持有136家公募基金公司产品，其中，4家公司持有公募基金规模为1000亿元以上，5家公司持有规模为500亿-1000亿元，11家公司持有规模为100亿-500亿元，13家公司持有规模在100亿元以下。
- 从不同规模机构配置各类细分产品分布看，货币型基金中，四梯队机构持有比例均有所上升；债券型基金中，四梯队机构持有比例均有所下降，以中型机构下降最为明显，降幅29%；被动股票型基金中，超大型机构持有比例同比上升10个百分点，大型机构持有比例同比上升14个百分点，中型机构持有比例同比下降7个百分点；混合型基金中，四梯队机构持有比例均有所下降。

图：2023-2024年不同规模机构持有各类公募基金分布情况（单位：%）

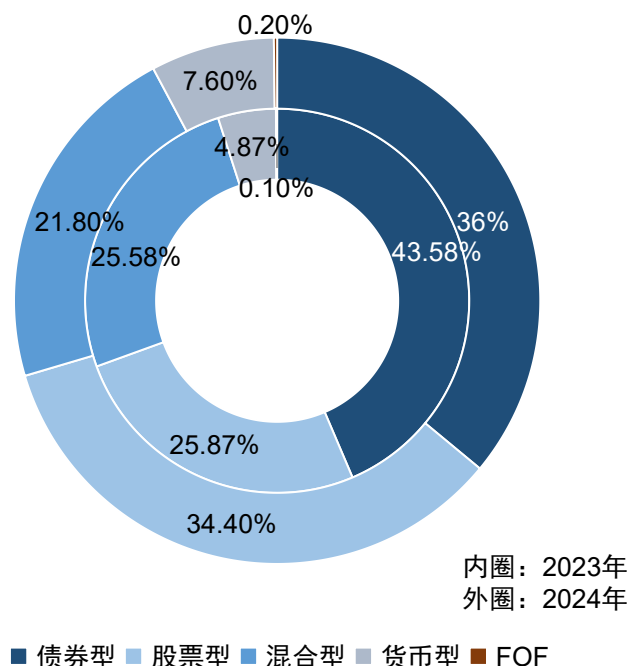


资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

保险如何买基：FOF匹配长线资金需求

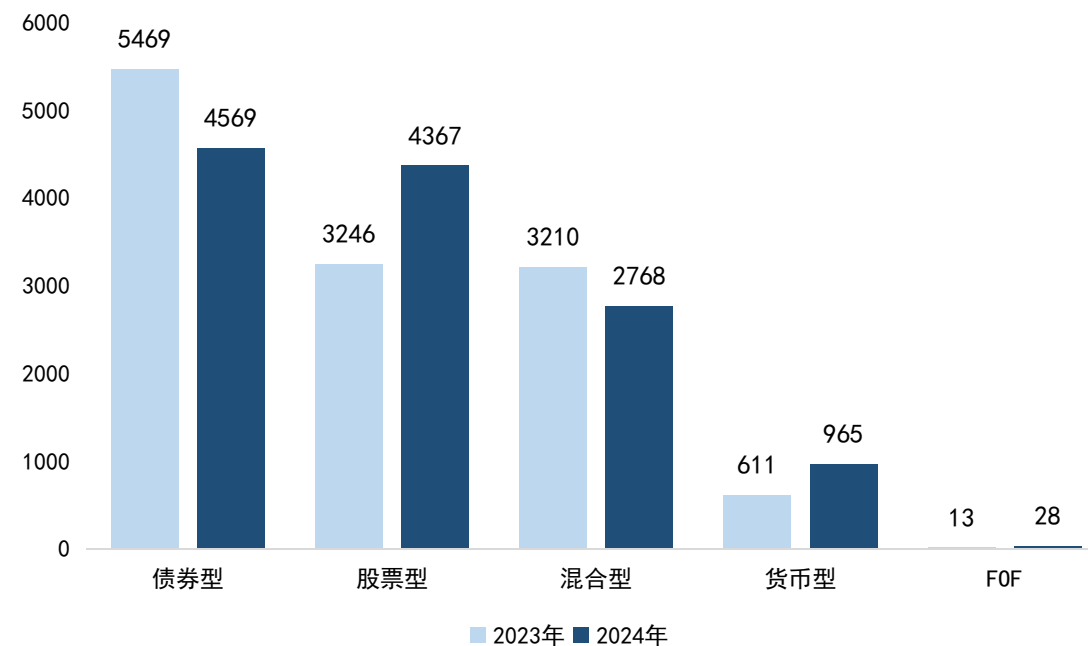
- 基金中基金（Fund of Funds, FOF）是一种以基金为主要投资对象的共同基金，通过在一个委托账户下持有多个不同基金来分散投资，技术性降低集中投资的风险。我国FOF起源于2005年，招商证券发布的创新型理财产品“基金宝”是国内首只受批的FOF类产品。2014年，证监会发布《公开募集证券投资基金运行管理办法》，首次明确了FOF的法律地位及意义。
- FOF是险资最早参与权益投资的形式。险资资金具备规模较大、久期较长、风险偏好偏低等特点，因此FOF相对匹配险资资金需求。截至2024年末，保险资管业FOF投资规模达28亿元，占基金投资规模的0.2%，同比增长116.63%，未来仍有较大增长空间。

图：险资2023年至2024年各类基金投资规模占比（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：险资2023年至2024年各类基金投资规模占比（单位：亿元）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

➤ “长钱长投”政策提供支持，内部需求驱动效率提升

图：保险机构配置公募基金核心驱动因素

01 政策引导：鼓励“长钱长投”

监管部门逐步放宽险资投资权益类资产的比例上限，并持续鼓励长期资金入市，为险资增配公募基金提供了明确的政策空间，也营造了长期价值投资的良好市场环境。

02 内部需求：优化投资组合

通过灵活配置不同风格、行业及策略的公募基金，有效分散单一资产或行业的非系统性风险，降低组合整体波动，实现保险资金投资组合的多元化配置与长期稳健增值。

03 内部需求：弥补投研短板

借助公募基金在科技、新能源、高端制造等新兴领域的专业投研与选股能力，弥补险资在细分赛道的研究盲区，提升对高成长资产的捕捉能力，优化整体投资效率。

04 内部需求：提升流动性管理

公募基金（尤其是ETF与货币基金）具备申赎灵活、交易便捷的特性，可作为险资流动性管理的“蓄水池”，在应对赔付、退保等突发资金需求时快速变现，兼顾收益与流动性安全。

资料来源：中国证券监督管理委员会，国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

➤ 根据中国保险资产管理业协会2018-2019年度资管业务专项调研，72%的保险机构在开展权益投资时采用委托模式，其中60%选择委外。

表：权益委外与公募基金的差异

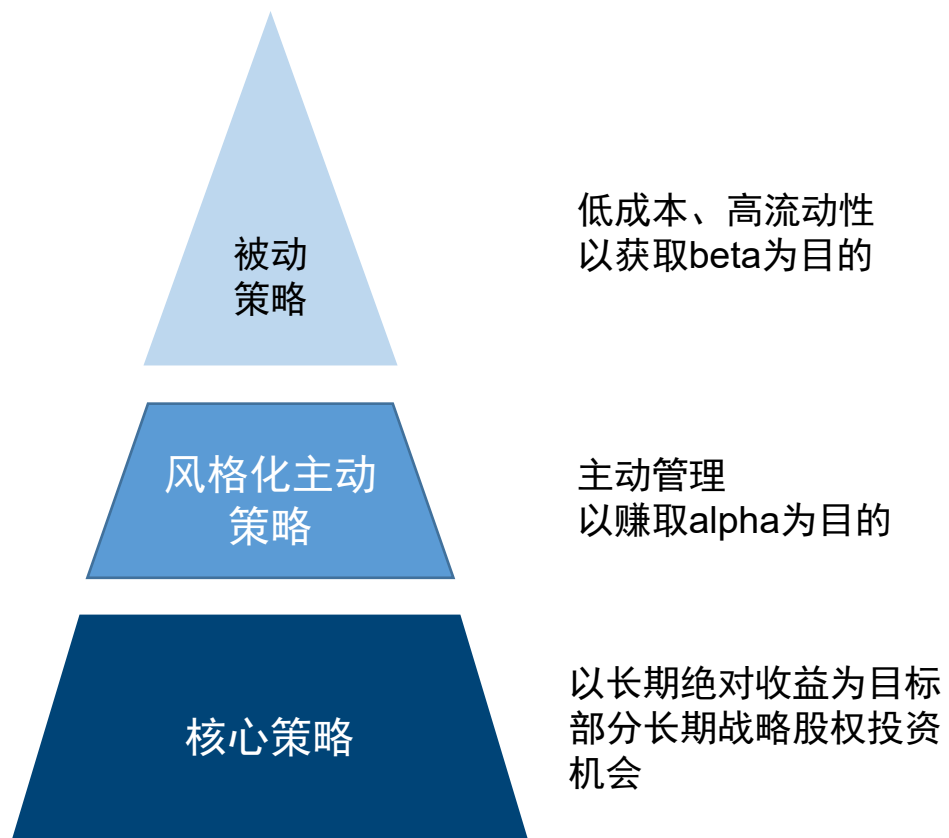
	公募基金	专户委外
产品性质	产品标准化，市场成熟，可比样本较多	非标准化程度高，需结合产品条款，选取可比样本
底层资产	资产单一，偏股型以股票为主	可投范围较广，除股债等主流品种外，股指期货、基金、定增，大宗、可转债等资产丰富了大类配置的选择
考核方式	以相对收益为主	多以绝对收益考核，满足保险公司资产负债管理需要
风险控制	基于基金经理主观意思	产品条款中设置回撤、止损线等客观约束
基金筛选	偏重大类配置，署重基金工具性	侧重优选经理和绩效评价
数据可得性	持仓数据更新频率低，质量一般，定性调研仍为主要考察方法	具有更高频且完整的持仓数据，能支撑起较完善的定量评价体系

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

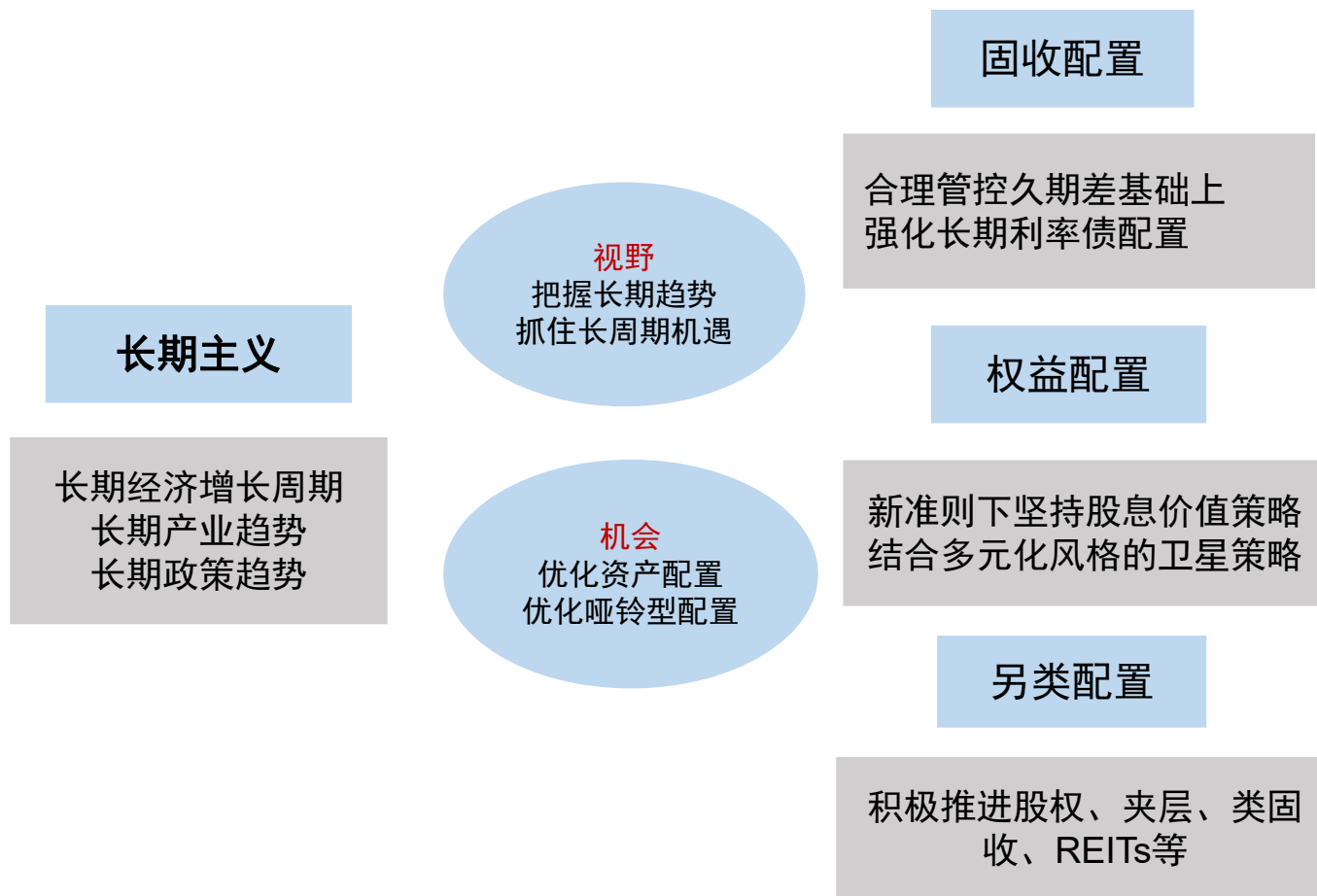
新准则下险资资产配置框架：哑铃型配置

►在低利率资产荒环境下，险资破局的核心本质是重构“类非标”属性的“收益-波动”结构。目前市场主流的哑铃型配置，一端以高红利资产筑牢收益底仓，一端以高成长新赛道资产增厚弹性收益，是“核心-卫星”组合框架的本土化落地形式。通过定期再平衡，保险公司锁定红利复利及成长期权的双重收益，避免单一风格极端暴露。

图：权益配置策略



图：资产配置长期视野与短期机会

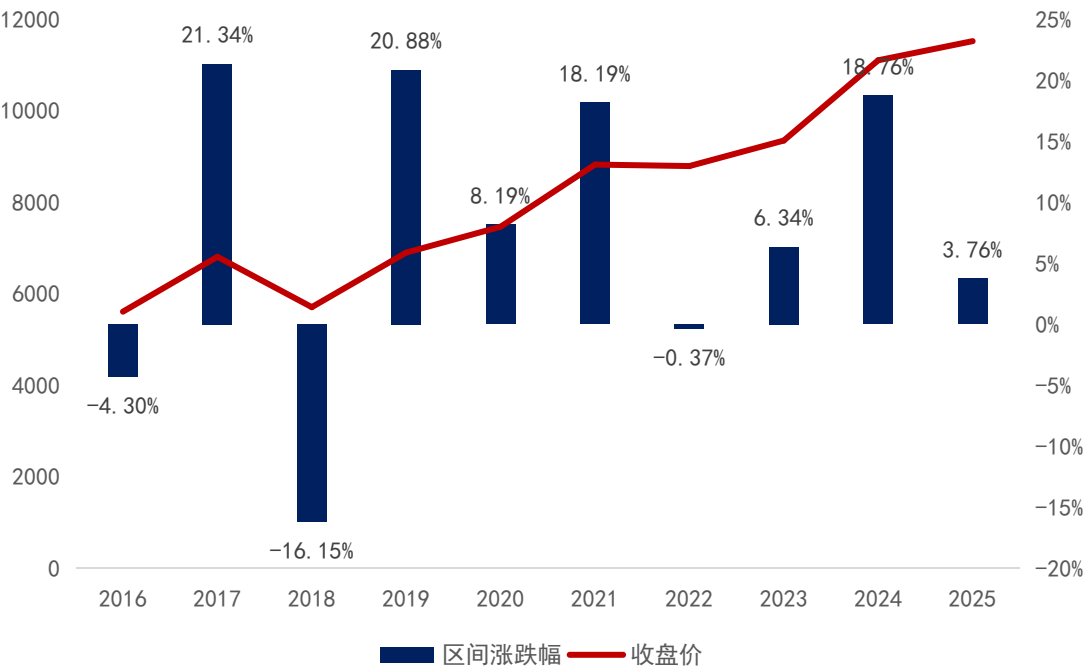


哑铃一端：红利资产是替代非标资产的“核心”



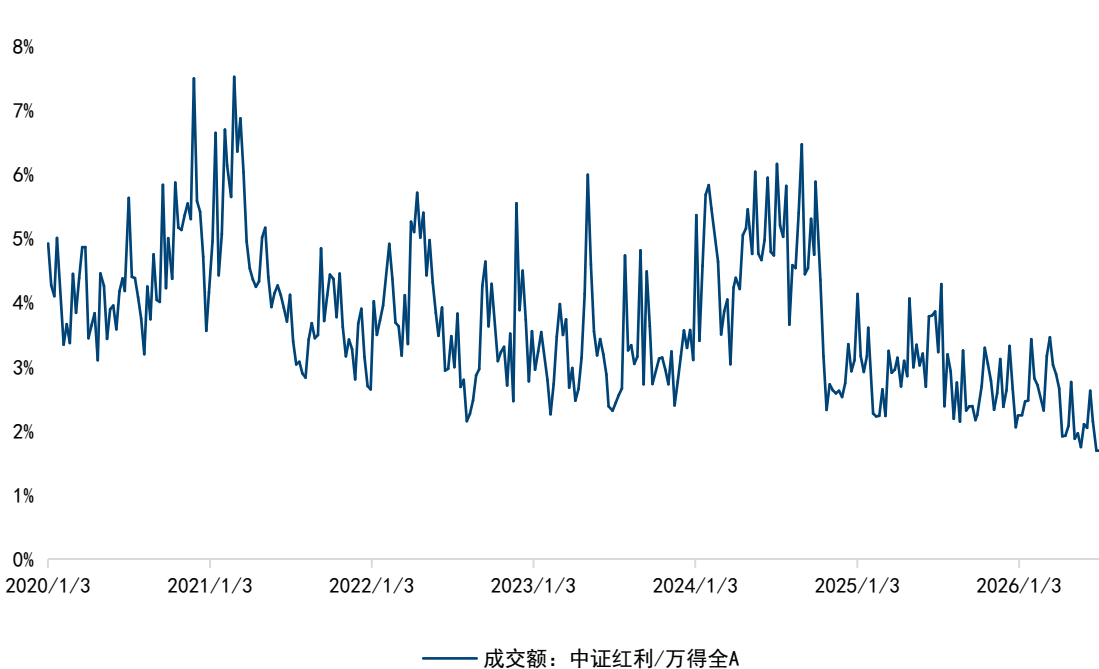
- 从风险收益特征来看，以中证红利全收益指数为参照，指数近十年年化收益率约8%，收益水平对标历史非标债权6%-8%的收益区间，同时具备更好的流动性与信息透明度，是险资替代非标资产的优质选择。
- 2025年以来科技成长行情比较明显，中证红利指数的成交额占全A的比重在3%左右震荡，拥挤度处于历史低位；随着中长期资金入市持续推进和2026年非上市险企全面实施新会计准则，高股息资产存在估值修复和交易回暖的空间。

图：中证红利全收益指数近10年涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中证红利拥挤度（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

险资还要买多少红利？

- 我们对未来5年险资红利资产增配空间进行了测算：假设保险资金运用余额按照10%以上增速增长；股票资产（包括股票和基金）占投资资产比重逐年升至17.5%，接近模型得出的合意配置比例；OCI股票占股票资产比重逐年升至44%，接近模型得出的合意配置比例。推断未来三年，险资投资OCI股票增量合计将达约1.8万亿元，未来五年合计将达3.5万亿元。

图：险资增配OCI股票规模测算（单位：亿元）

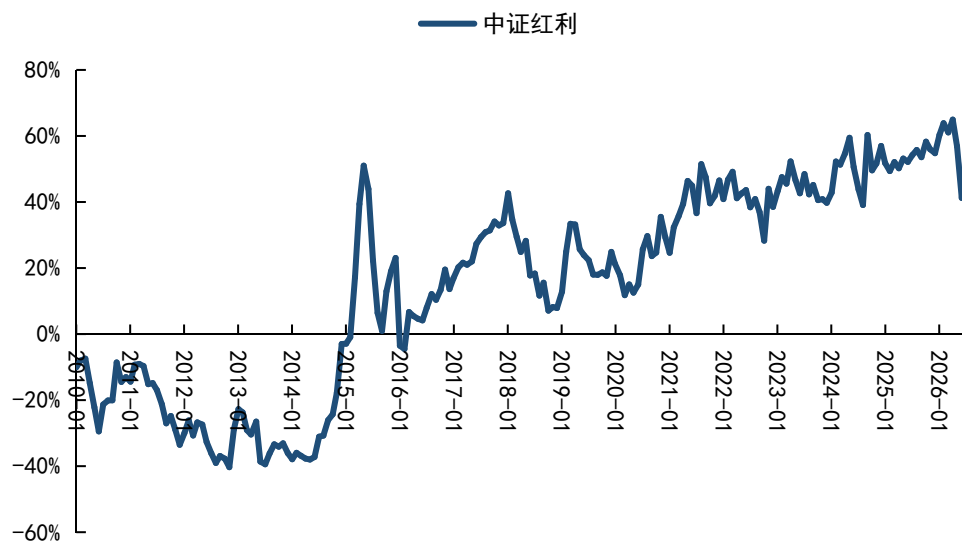
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保险资金运用余额	281,574	332,580	384,799	442,519	504,472	570,053	638,459	715,075
yoy	11.1%	18.1%	15.7%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	12.0%
权益（股票+基金）规模	34,760	41,067	57,032	68,590	80,715	94,059	108,538	125,138
占总资产比	12.3%	12.3%	14.8%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%
OCI股票规模	6,971	12,251	19,668	24,693	30,672	37,624	45,586	55,061
占股票比	20.1%	29.8%	34.5%	36.0%	38.0%	40.0%	42.0%	44.0%
增量规模	--	5,280	7,417	5,025	5,979	6,952	7,963	9,475

资料来源：Wind，公司财报，国信证券经济研究所整理。注：2023-2025年的OCI股票规模以A股五大上市险企OCI股票规模*1.5x进行估计

红利的权衡：A股还是港股红利？

- A股红利股息回报低于港股红利，但估值稳定性更强，复合投资收益率更高；
- 港股红利需要结合香港乃至全球市场流动性等宏观因素进行择时。

图：中证红利指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：恒生高股息指数走势

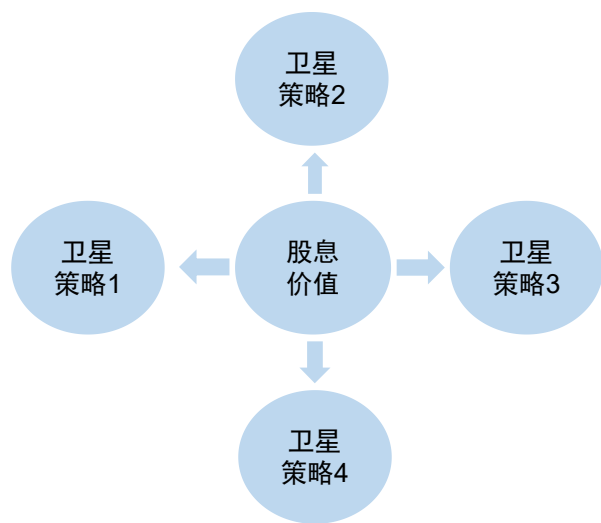


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

哑铃另一端：成长资产是博取超额收益的“卫星”

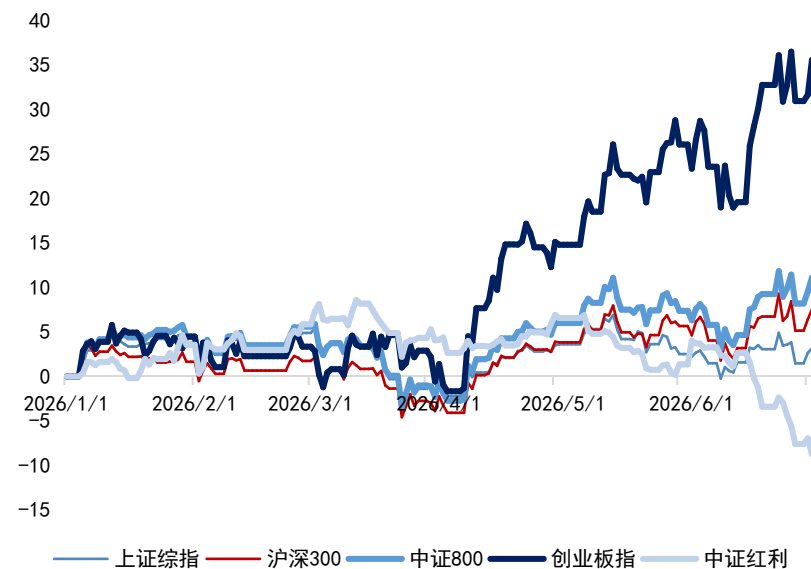
- 权益类资产成为险资收益突围的关键。保险公司围绕AI、半导体、新能源、生物医药等新质生产力赛道，依托FVTPL个股与主题ETF实施小比例卫星配置，把握产业升级带来的成长红利，对冲核心红利底仓面临的通缩风险，为组合提供向上收益弹性与长期产业期权价值。
- 我们梳理了保险资金重仓A股流通股市值数据，从前10大重仓行业来看，除房地产持仓市值同比下降6.12%外，金融、工业、公用事业、材料、信息技术、可选消费、医疗保健持仓市值均同比大幅提升。

图：股息价值+卫星策略



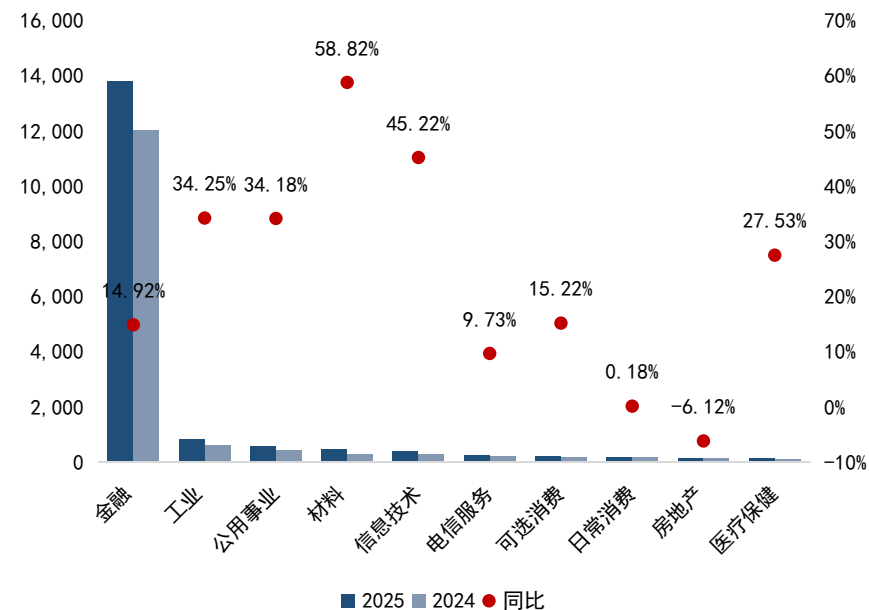
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2026H1权益市场指数涨跌幅对比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：保险公司重仓A股流通股前10大行业持仓市值（单位：亿元，%）

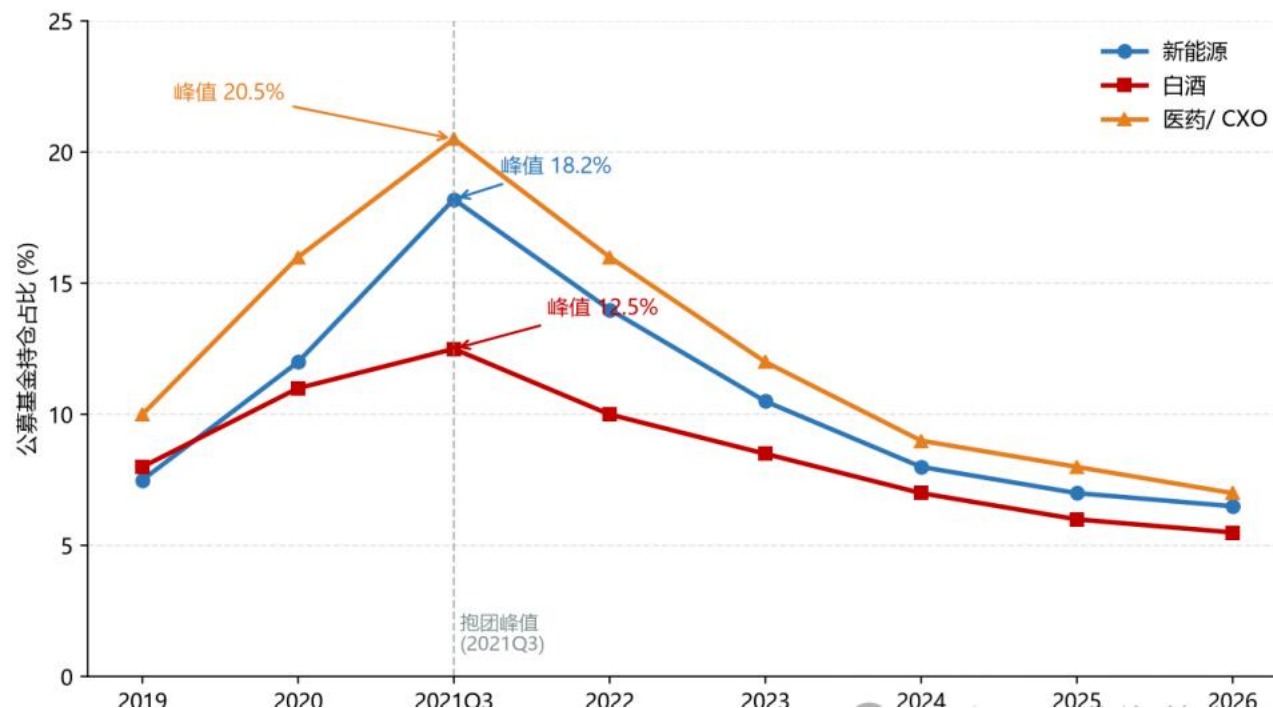


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险买基：避免拥挤赛道，强化多元化与均衡配置

- 公募基金持仓集中度变化显示，阶段性热门板块容易出现“抱团”行情：以2021年为例，阶段性抱团的瓦解可能需要几年来消化，这提示险资加大产品的多元策略配置，即使是明星资产也不要太“拥挤”。

图：A股公募基金持仓集中度变化

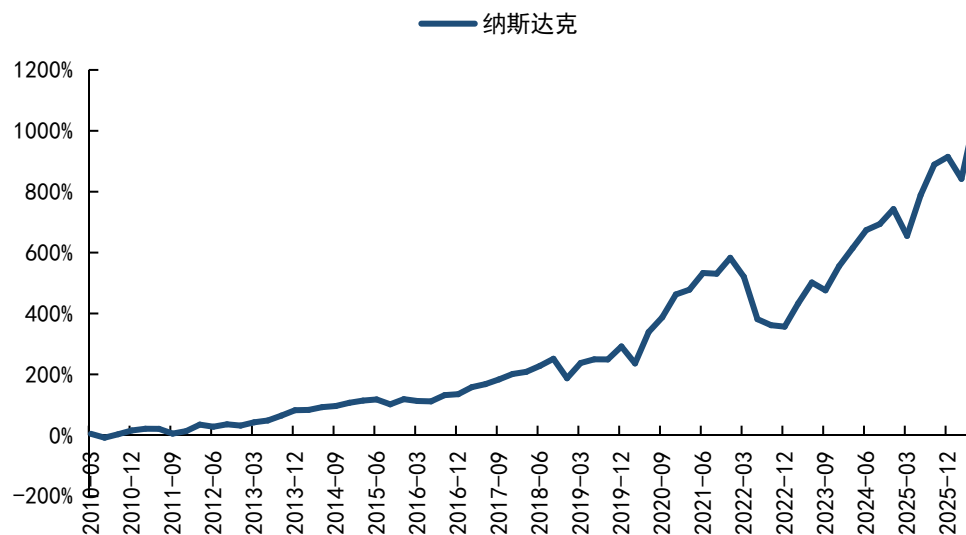


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

险资出海：美丽的“故事”，但资产容量有限

- 2010年以来，纳斯达克指数累计上涨超过10倍，强劲的企业盈利、持续的产业创新为纳斯达克成份股奠定良好的基本面，持续的高ROE是纳斯达克指数上涨的基础。
- 但除了港股通外，险资出海需要QD额度支持（硬约束）和合规要求（软约束），当下险资资金大规模出海不现实。

图：纳斯达克指数自2010年以来的累计收益率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- Smart Beta兼具被动投资透明性和主动策略超额收益潜力，规则透明、因子暴露可控，契合险资“长期持有、风险可控”的核心诉求，可代替主动基金获取长期稳定因子收益，国内A股市场中价值、红利、低波、质量、现金流因子长期有效，
- 2010年以来国信价值指数呈现总体稳健增长、低回撤的走势，低PB、高ROE是其核心选股思路。核心理念仍是：有价值的公司终将被市场发现。

图：国信价值指数自2010年以来的累计收益率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

[01] 机构业务养成

[02] 银行如何买基

[03] 理财如何买基

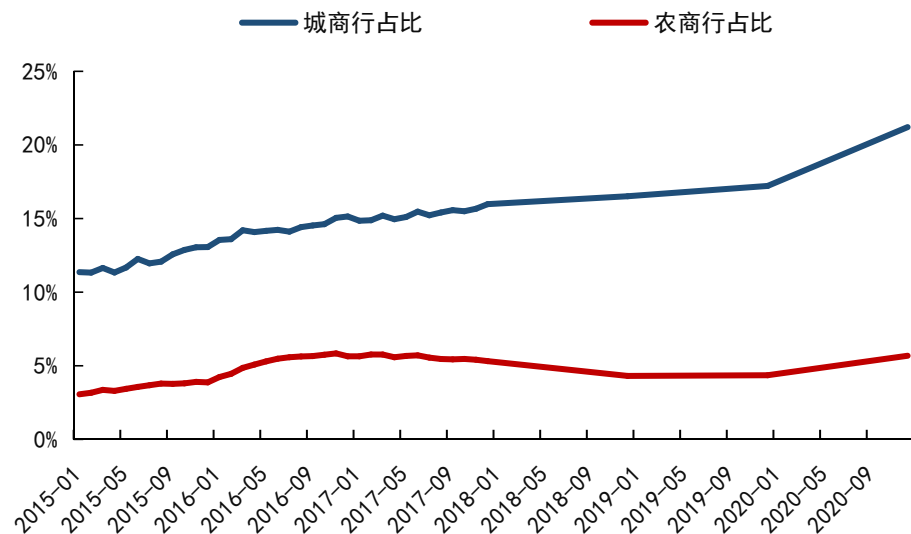
[04] 保险如何买基

[05] 机构如何选基

专栏：从银行-非银财富生态看基金产品评价

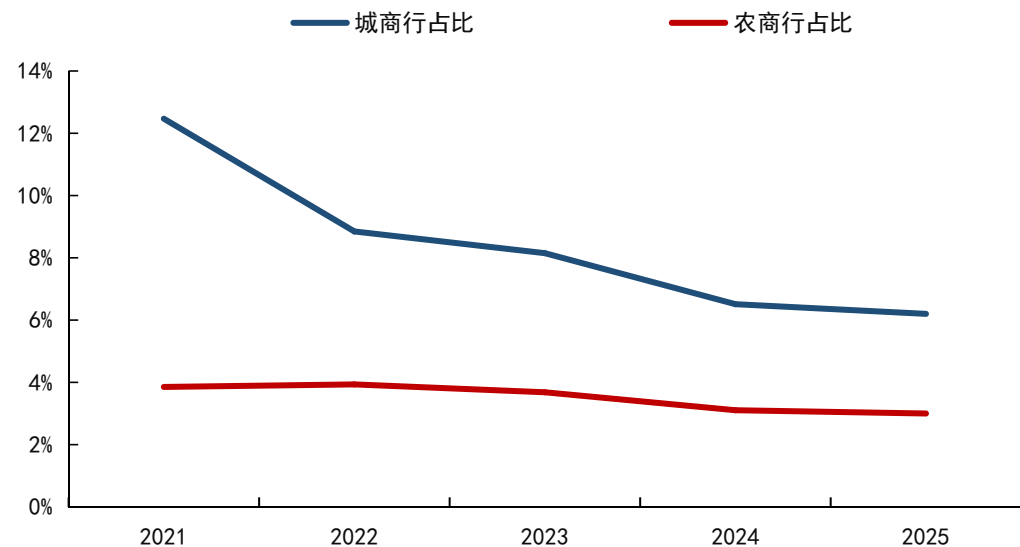
- 银行理财子大规模设立之前，城商行及农商行理财产品存续规模占比呈总体提升趋势。
- 银行理财子大规模设立之后，城商行及农商行理财产品余额占比呈总体下降趋势。2019年杭银理财、宁银理财成立，2020年苏银理财、南银理财及青银理财成立，2022年北银理财及上银理财成立，因此城商行（未设立理财子）的规模下降较多。

图：2020年及之前城商行、农商行理财产品余额占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2021年及之后城商行、农商行理财产品余额占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

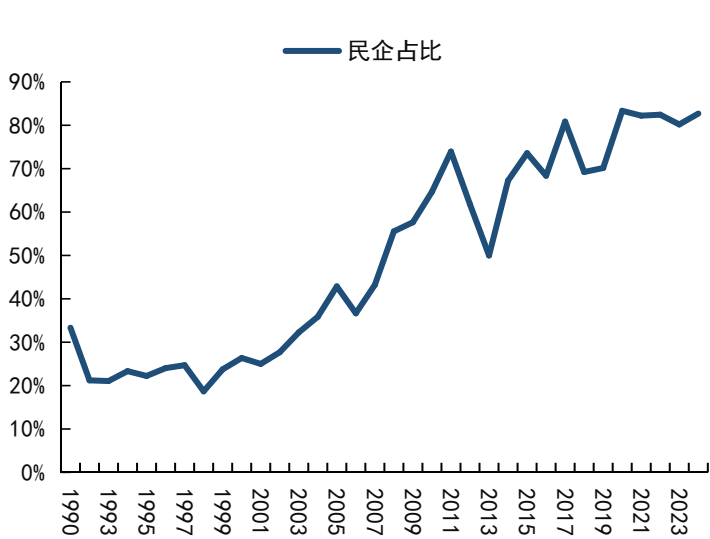
- 经营企业一直是国内高净值客户最主要的财富来源，金融市场投资和房地产对财富影响波动性较大，实业创富重要性有所提升。
- 城商行及农商行多分布于低能级城市及县域或村镇，当地居民财富主要来源于经营公司获利、房地产市场等。2015年起，棚改货币化安置推动全国房价快速上行，期间不少居民通过拆迁等方式致富，现金流较为充沛，成为当地城商行或农商行的财富客户。此外，部分城市产业密集，时代发展浪潮造就了一批先富的企业主，也是当地银行财富管理业务的座上宾。
- 2019年科创板开市以来，企业上市也成为一种重要创富方式。我们统计了各年度新上市企业中，企业属性为民企的数量占比，其上升趋势较为明显。非一线城市的企业上市为当地企业家的最重要财源之一。

图：财富管理高净值客户财富来源占比



资料来源：中国建设银行&BCG咨询，国信证券经济研究所整理

图：企业属性为民企的当年新上市公司数量占比

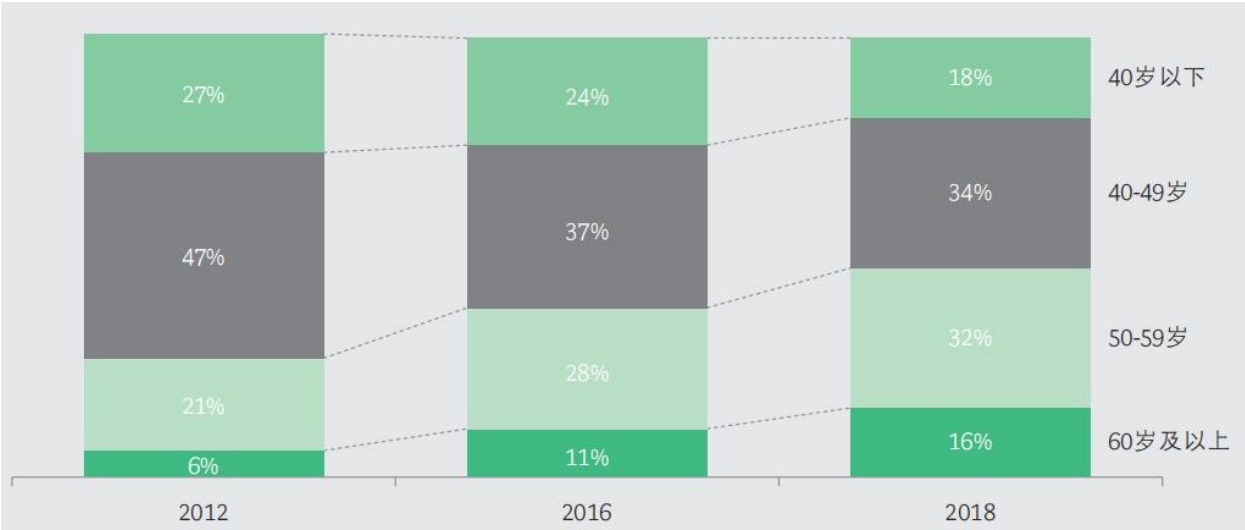


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财富画像：老年占比提升，老年客户平均学历更低

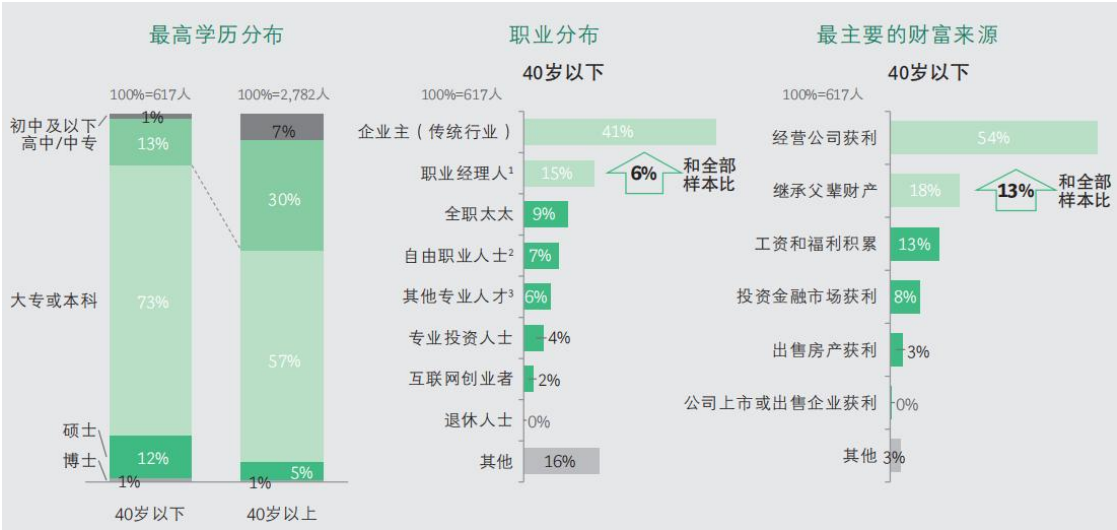
- 高净值客户中的老年客户占比呈逐步提升趋势。一方面，我国经济增速放缓使得创业成功率降低；另一方面，存量财富客户年龄正常增加。
- 年轻一代的高净值客户普遍受教育水平更高，80、90后高净值客户拥有本科或大专以上学历的比例，远远超过40岁以上的群体。年轻一代高净值人士当中既有通过新的技术、发掘新的商业机遇从而实现个人财富增长的年轻创一代，也有通过继承上一代的财富和产业而崛起的富二代客户。
- 考虑到年轻创富一代更多诞生于互联网、新兴产业领域，这些行业往往更多集中于一线城市等能级较高的城市。三、四线城市或以年龄更大、平均学历更低的传统行业财富客户为主。

图：高净值客户年龄分布中老年客户占比持续提升



资料来源：中国建设银行&BCG咨询，国信证券经济研究所整理

图：年轻的高净值客户学历更高



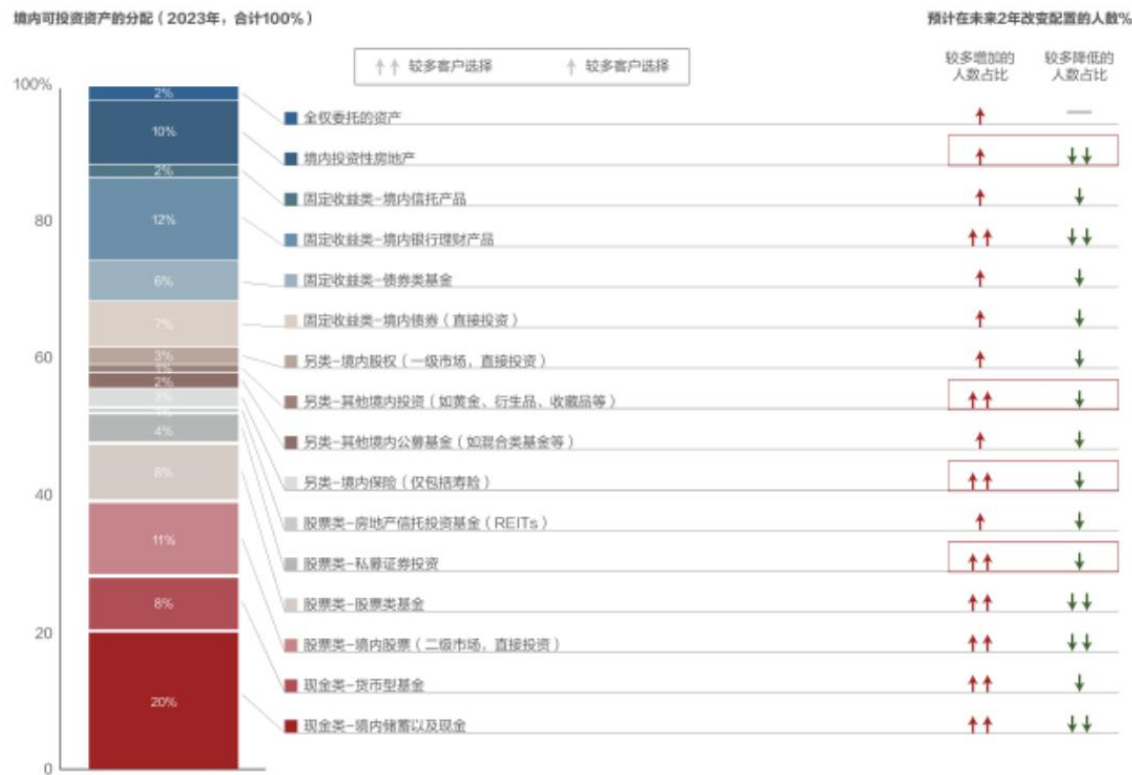
资料来源：中国建设银行&BCG咨询，国信证券经济研究所整理

财富需求转化：金融资产配置趋稳健，服务加成增粘性



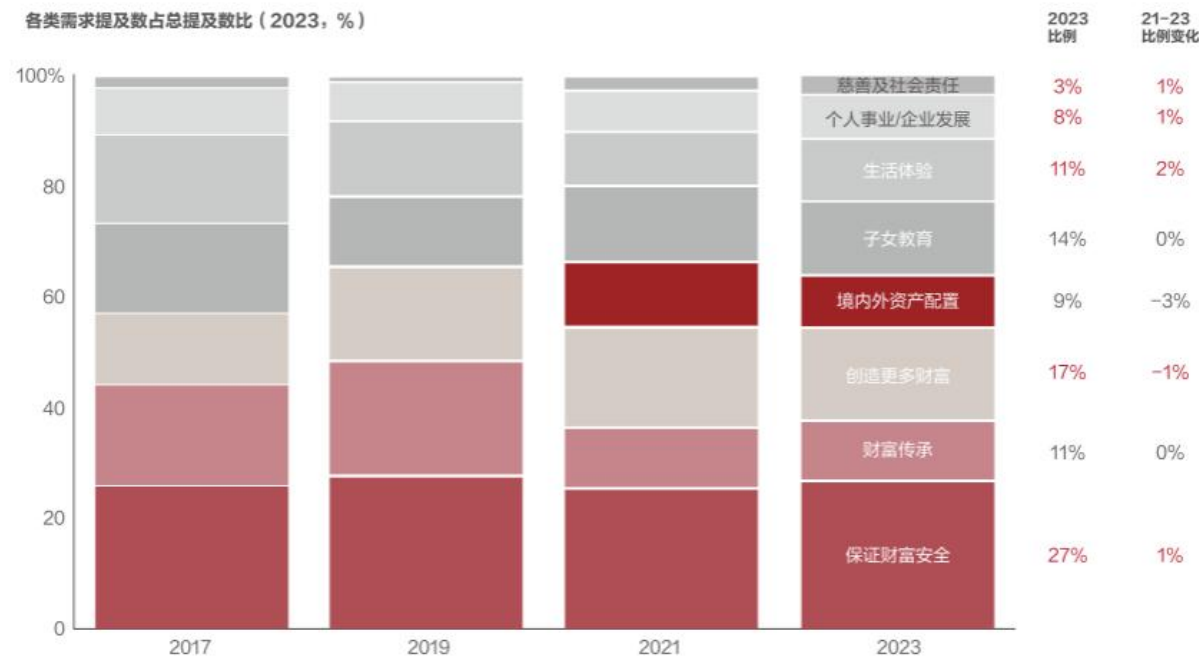
- 产品配置角度，高净值人群超过一半的境内可投资资产配置于较低风险的资产，包括现金类(28%)和固收类(27%)产品。相较2021年现金类(34%)和固收类(22%)的配置比例变化不大。高净值人群仍看重相对确定的回报，故整体配置预期变化不大。
- 高净值人群当前最主要的财富目标是保证财富安全，其提及率较2021年有所提升。相应地，创造更多财富的提及率较2021年有所降低。泛金融类/非金融类需求广泛，包括财富传承、子女教育、生活体验等需求。

图：高净值客户年龄分布中老年客户占比持续提升



资料来源：招商银行&贝恩咨询，国信证券经济研究所整理

图：客户的泛金融/非金融类需求较为广泛



资料来源：招商银行&贝恩咨询，国信证券经济研究所整理

我国三支柱养老体系

第一支柱
公共养老金
(政府主导)

第二支柱
职业养老金
(单位发起，商业运作)

第三支柱
个人养老金
(个人购买)

城镇职工基本
养老保险

7.87万亿元
5.47亿人

城乡居民基本
养老保险

1.98万亿元
5.29亿人

企业年金

4.21万亿元
3343万人

职业年金

3.78万亿元

个人养老金

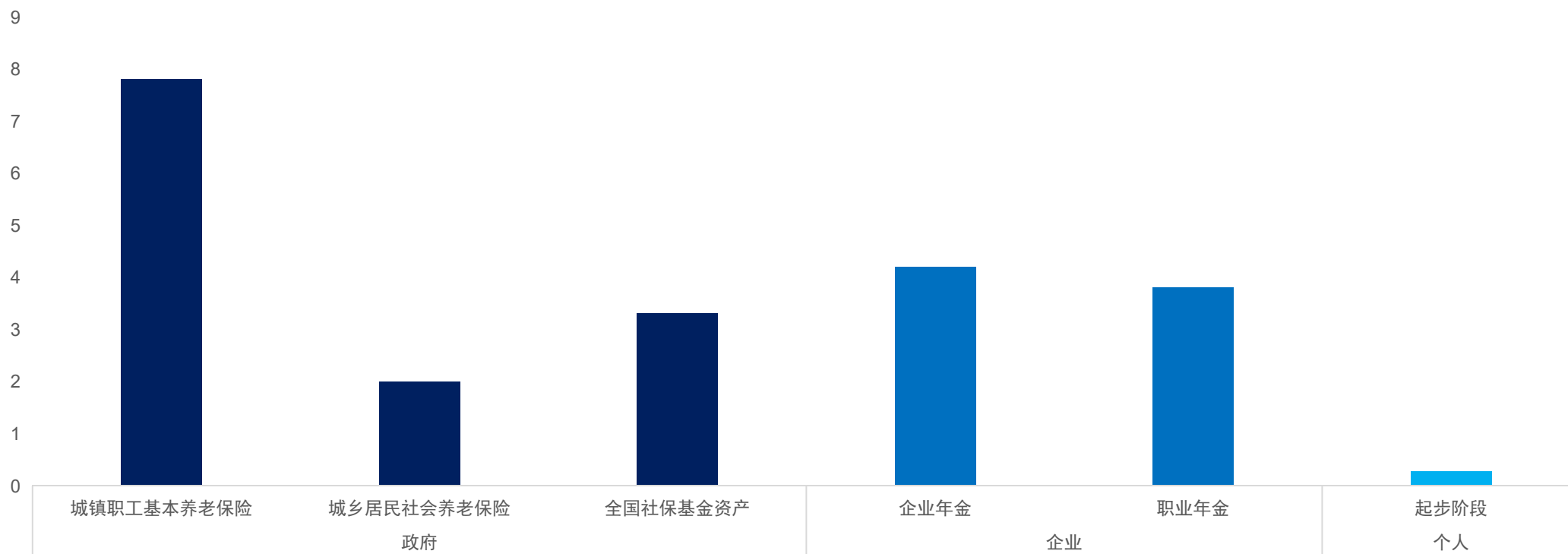
开户人数突破
1.5亿户

非税惠型
养老保险

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

- 我国当前养老金体系以基本养老金（即第一支柱）为主。截至2025年末，基本养老保险基金的累计结余9.8万亿余元，作为养老战略储备的全国社会保障基金积累权益3.34万亿元。第二支柱企业年金积累基金规模4.21万亿元、职业年金市场化投资运营规模3.78万亿元；第三支柱税惠型个人养老金累计缴存规模约2700亿元。整体看，第二支柱、第三支柱资产规模显著偏小，多层次养老保障体系发展不均衡。

图：中国的养老保障体系主要靠基本养老（单位：万亿元）



资料来源：人力资源社会保障部官网，国信证券经济研究所整理

➤ 个人养老金制度的全面推行，将带动规模的进一步提升，从而有望为银行、基金、保险等金融机构带来一定的增量资金。我们预计至2030年，个人养老金规模或将达1.47万亿元，分别为银行、银行理财子、基金、保险带来增量资金0.63万亿元、0.15万亿元、0.47万亿元、0.22万亿元。

表：个人养老金规模预测

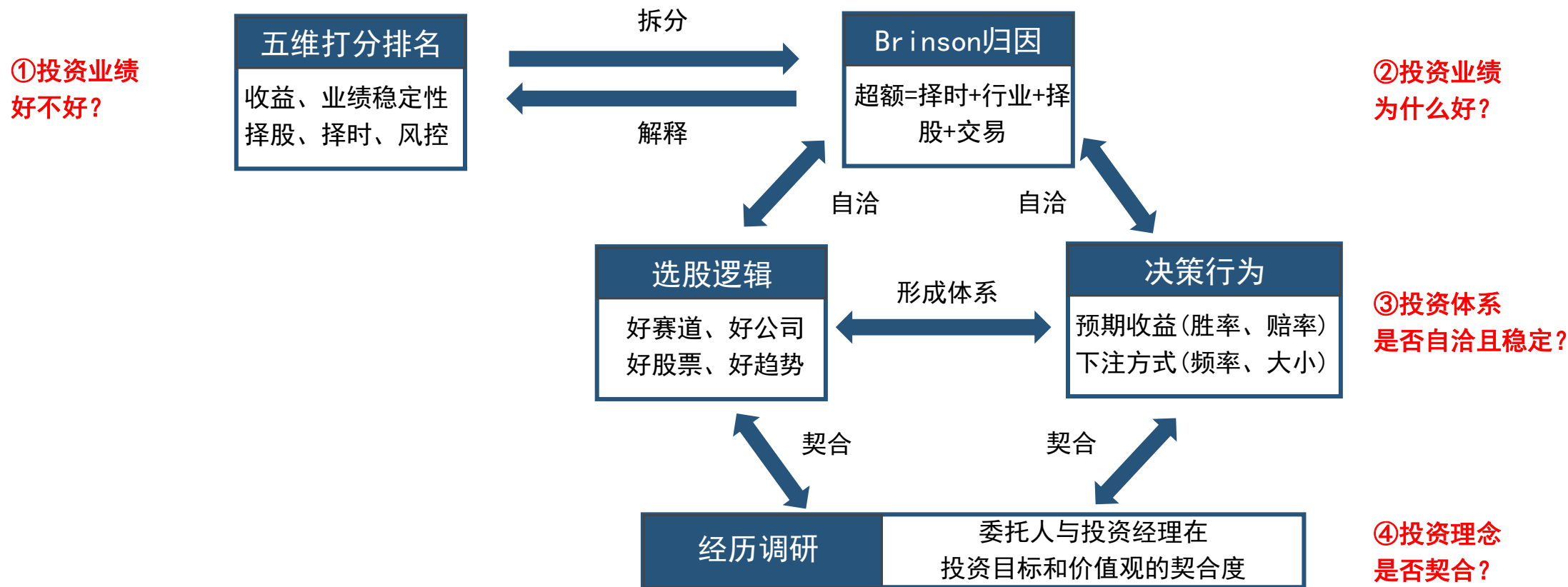
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
基本养老保险参保人数（亿人）	10.9	11	11.1	11.3	11.4	11.5
个人养老金开户率	13.00%	17.00%	21.00%	25.00%	29.00%	33.00%
个人养老金缴费率	62.00%	64.00%	66.00%	67.00%	68.00%	69.00%
年均缴费金额（元）	3064	3523	4052	4659	5358	6162
合计（亿元）	2700	3910	5742	8163	11166	14738
银行存款占比	58%	55%	52%	49%	46%	43%
基金占比	27%	28%	29%	30%	31%	32%
保险占比	10%	11%	12%	13%	14%	15%
银行理财占比	5%	6%	7%	8%	9%	10%
银行存款资金（亿元）	1566	2151	2986	4000	5136	6337
基金资金（亿元）	729	1095	1665	2449	3461	4716
保险资金（亿元）	270	430	689	1061	1563	2211
银行理财资金（亿元）	135	235	402	653	1005	1474

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测



资料来源：上市公司年报，国信证券经济研究所整理

图：权益委外评价体系全景与四个主要模型



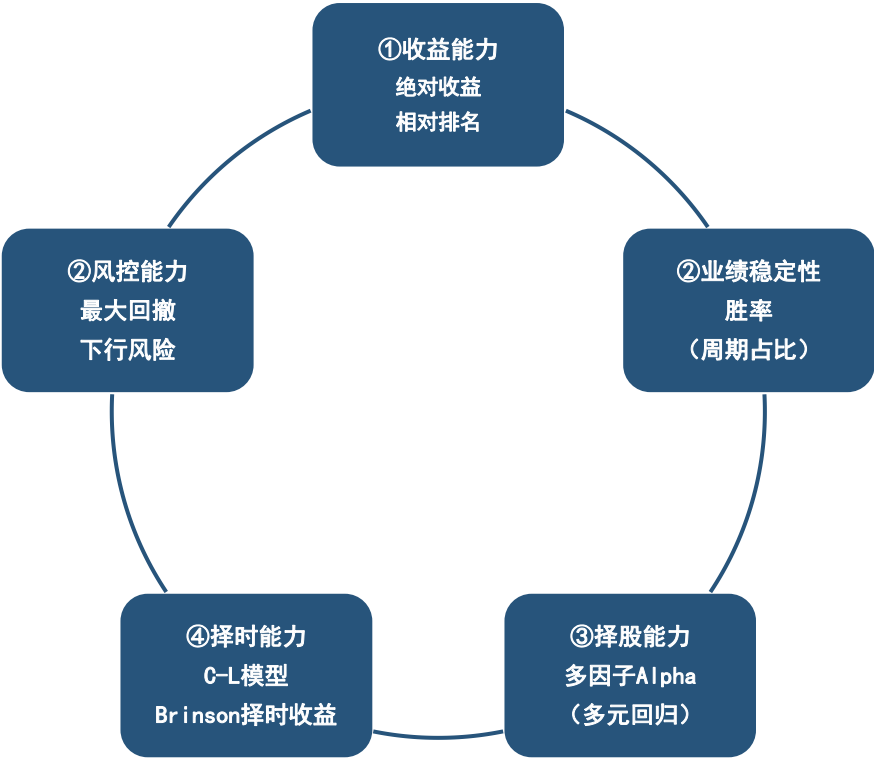
资料来源：中国保险资产业协会，国信证券经济研究所整理

表：经理打分排名五步骤

步骤	具体方法
①挑选排名样本	- 根据产品条款和实际持仓情况，适当纳入可比的公募/专户产品 - 标准化打分假设样本服从正态分布，故需适当扩大样本量以保证精度
②计算静态指标	- 从五维度挑选并计算指标，指标详见后续 - 委托人需将投资需求合理转化为可量化的考核指标
③滚动评估	静态指标易受考核所选区间影响，通过考核期内滚动评估(如日频滚动+半年窗口)，获取区间内的指标分布，了解经理的主要业绩表现
④标准化打分 (标准正态法)	- 方法消除了因子的量纲影响，使不同类型因子可比 - 打分结果有助于我们了解指标在样本中的相对表现
⑤赋权排名	- 根据委托人业绩目标和风险偏好，设置合理权重 - 排名结果解答了核心问题——经理业绩好不好

资料来源：中国保险资产业协会，国信证券经济研究所整理

图表：五维核心因子及其指标介绍



维度	指标说明
收益能力	根据考核需要，选定基准收益率和排名样本
业绩稳定性	- 通过胜率描摹经理能否持续贡献绝对收益/相对收益 - 为保证足量的考察期数，可引入滚动分析或缩短计算周期 - 长期稳定的超额收益就是绝对收益(高胜率)
择股能力	- 衡量基金承担非系统风险获得的超额收益(因子回归) - 常用回归因子有巨潮风格因子/Carhart四因子等
择时能力	- C-L模型作为T-M、H-M等模型的改良版，将市场分为上涨市场和下跌市场，对不同市场环境择时能力有较好描摹 - Brinson模型可利用持仓数据，更准确地衡量择时能力
风控能力	- 巴菲特将本金安全作为投资首要原则 - 绝对收益产品设置了回撤、上行要素、高位关注等管理指标 - 下行风险会对组合净值造成实质危舍，重要性大于波动率

资料来源：中国保险资产业协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国保险资产业协会，国信证券经济研究所整理

➤ 绩效归因是整个评价体系的核心，帮助我们解释经理的超额收益来源及核心竞争力，业界常用的归因模型有三类。

表：常用绩效归因模型

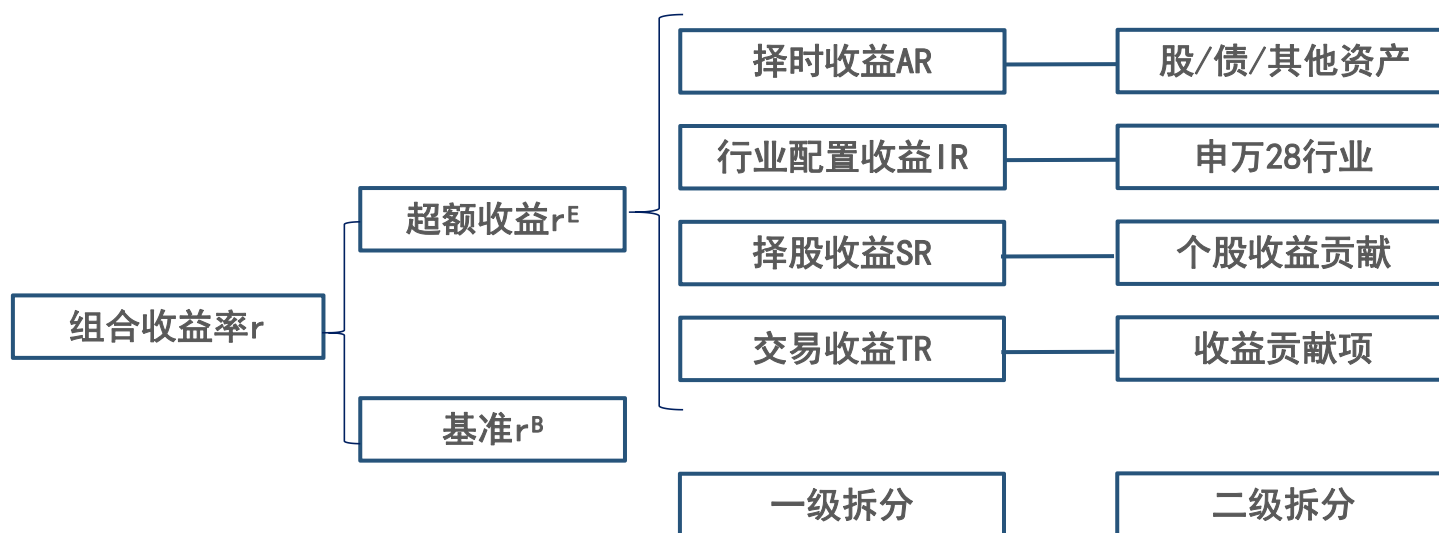
方法	介绍	常用模型	所需数据
风格回归	本质是组合与风格指数收益率的多元线性回归，用于分析经理投资风格并分离Alpha	Sharpe模型	收益率
Brison	将组合收益穿透归因到风险因子(如盈利因子)，获取因子暴露及因子	Brinson模型	收益率及权重
多因子模型	将组合收益穿透归因到风险因子(如盈利因子)，获取因子暴露及因子收益贡献	Barra模型	权重、因子暴露及收益率等

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

维度二：结合择时、交易、多资产因素对Brinson进行改良

- 传统Brinson模型只对产品的股票持仓进行归因，更适用于仓位高、择时少、资产类型单一的偏股型公募。
- 专户多为绝对收益考核，仓位调整频繁，投资范围更广。

图：Brinson模型拆分层级



$$\text{组合收益率} r = \text{基准} + \text{择时} \beta + \text{行业} \text{smart} \beta + \text{择股} \alpha + \text{交易}$$

资料来源：Brinson，国信证券经济研究所整理

维度二：更适合理财委外的归因评价体系

- Brinson在组合管理、能力圈识别等方面作用显著，能大大提升组合管理效率。
- 可进一步将超额二级细拆至大类资产、行业、甚至个股的层级，帮助我们进行全方位、深层次的分析。

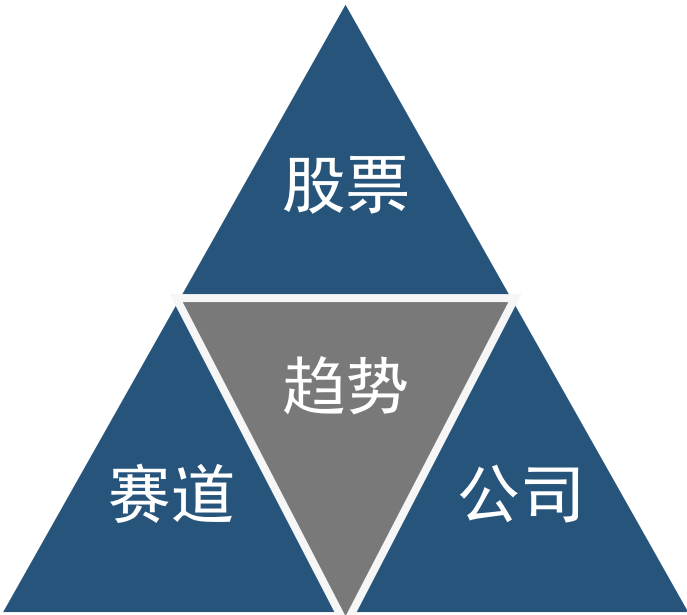
表：Brinson分析内容

分析要点	内容
(1) 分析组合业绩不佳或回撤过大的原因	仓位、某行业、或某个股拖累
(2) 了解经理行业能力圈	• 行业配置收益反映经理挑选赛道或把握行业景气的敏锐度 • 择股收益体现经理在该行业创造Alpha的能力 • 警惕经理在能力圈外进行超配，或靠运气在某些行业获取超额（归因收益不稳定），本质是经理投资逻辑的不自洽
(3) 定位主要贡献个股	通过精细到个股的收益拆分，明晰经理的收益来源特点——靠一两只高赔率股票的彩票式拉动，还是靠均衡持仓的整体发挥

资料来源：Brinson，国信证券经济研究所整理

- 将经理的选股的四要素归纳为可量化的指标，并计算出经理（相对于全市场）在各观测指标上的暴露度，借此推断经理对各要素和指标的偏好及赋权情况。

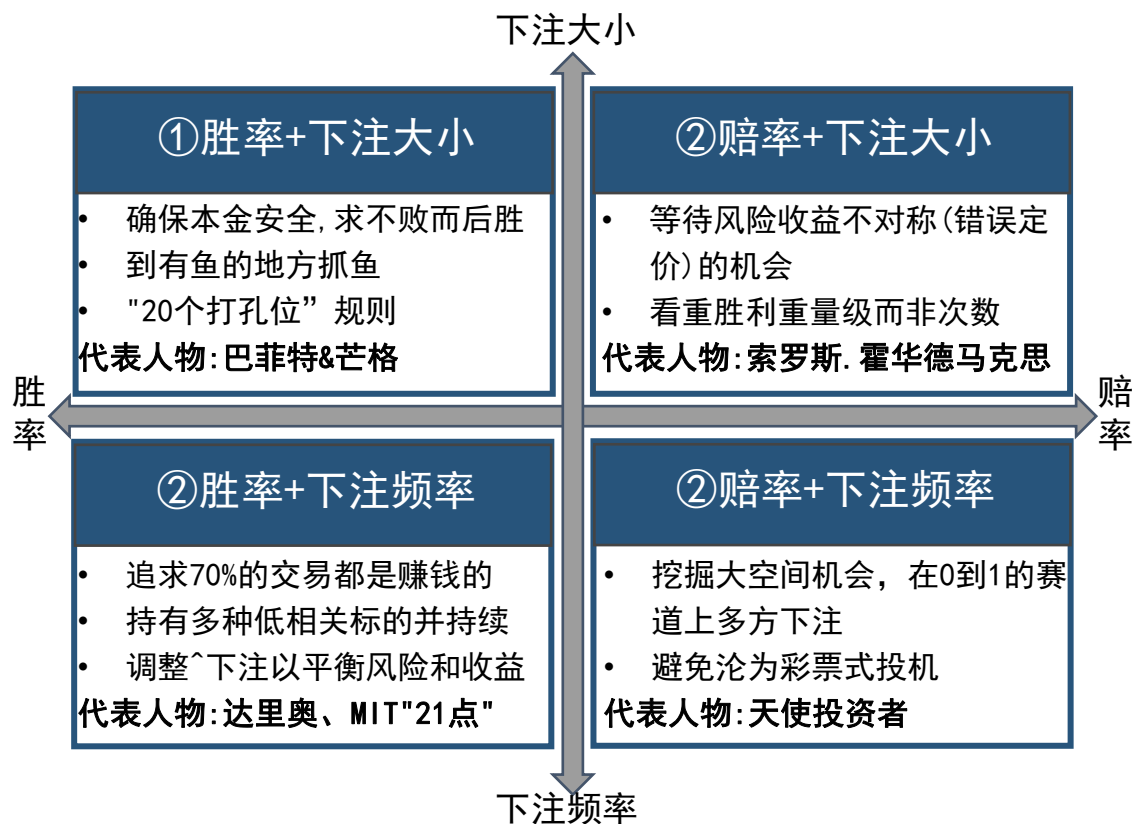
表：经理选股四要素及其量化指标



四要素	观测指标
好赛道	●商业模式、 空间、增长潜力、竞争格局
好公司	●不可能三角：ROE/ROIC、g、FCFF ●其他：管理层、轻重资产、杠杆率.
好股票	●核心：估值(价格) ●其他：红利、流动性、弹性
好趋势	●赛道/公司：短期景气度 ●股票：动量/反转股价指标

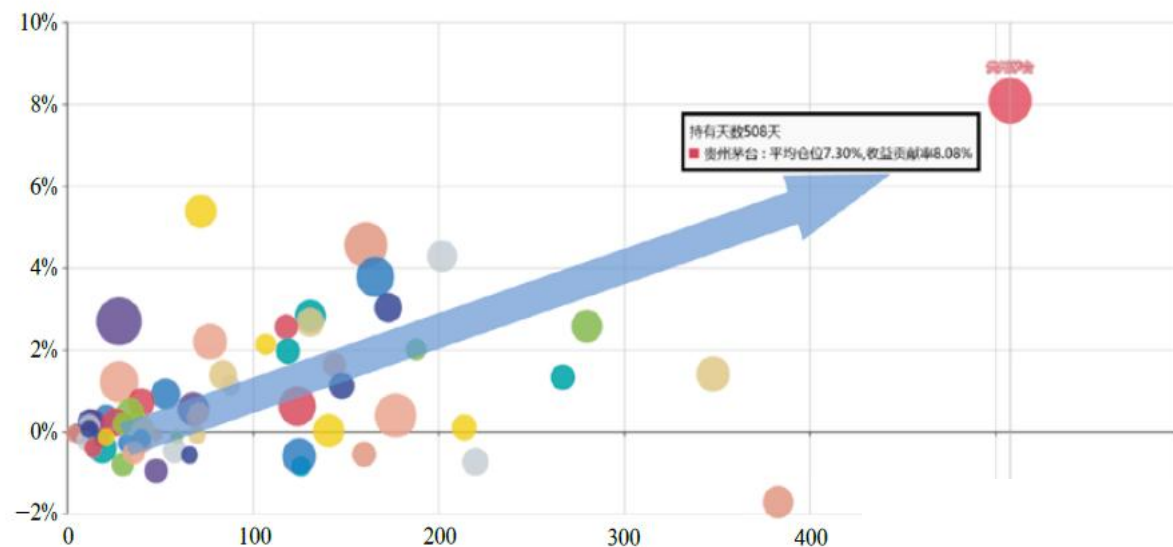
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：经理决策体系分类



资料来源: Brinson, 国信证券经济研究所整理

图：经理持仓个股分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 持股时间(横轴)-收益贡献(纵轴)-个股平均仓位(圆面积)

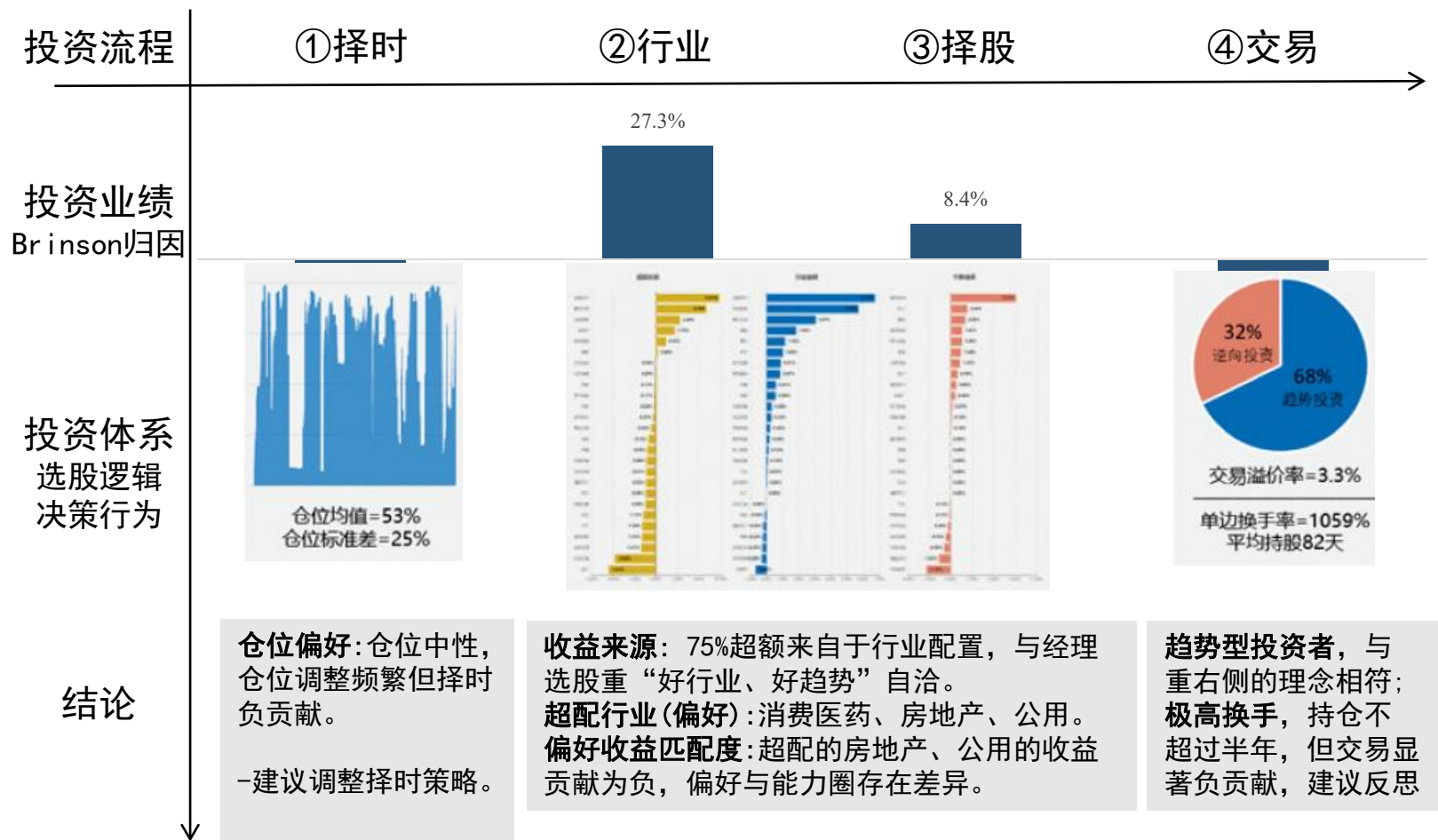
表：决策因子指标说明

决策因子	行业/个股指标	指标说明
胜率	盈利比例	指标取自Brinson+多因子模型
赔率	平均回报	由于股票买卖较为频繁，通过IRR计算个股回报较为准确
下注频率	换手率/轮动率 平均持有时间	绝对收益专户仓位变动频繁, 可能导致换手率高于相对收益产品
下注大小	权益仓位均值 权益仓位波动率	均值体现经理下注权益资产的平均大小，波动率衡量仓位调整的偏好。高均值+低波动率说明经理常将大量筹码入局
	集中度 持有个数	可对经理进行四象限分类: 行业集中/分散、个股集中/分散

资料来源：Brinson，国信证券经济研究所整理

基于四个维度评价与自身风险偏好分配比重进行综合评价

图：经历投资流程、业绩、体系交叉评估



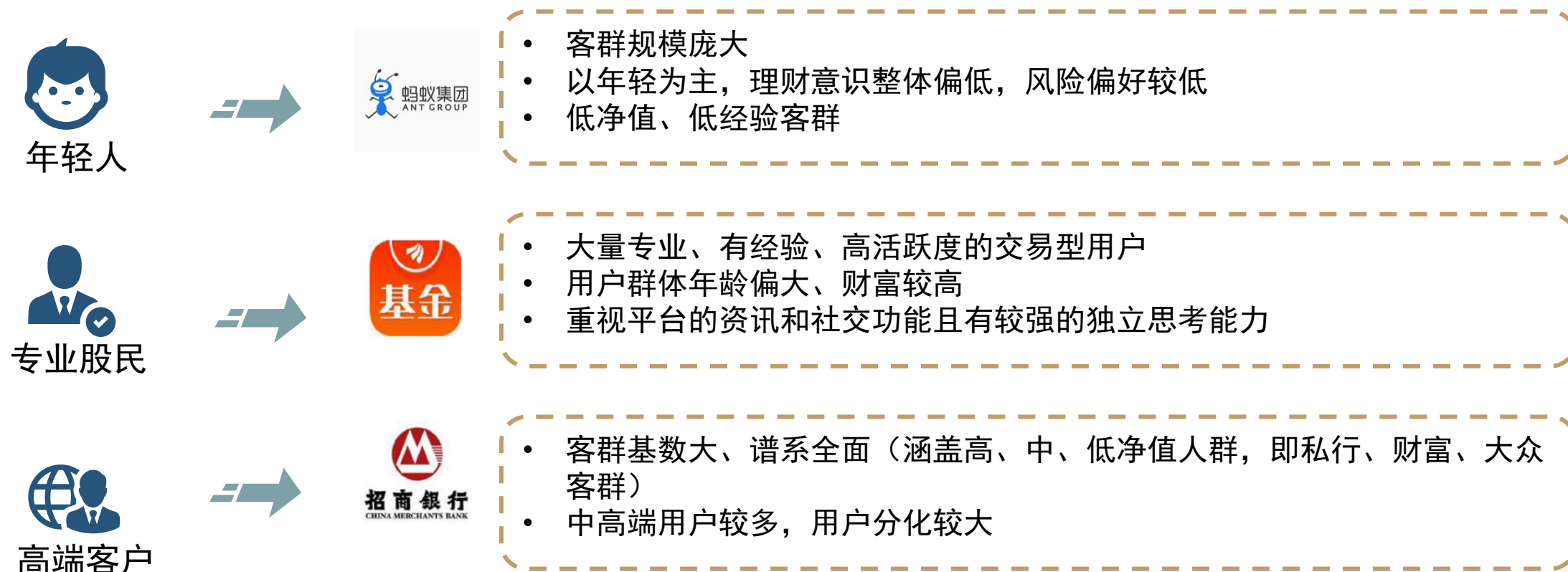
资料来源: Brinson, 国信证券经济研究所整理

表：零售客户关注体验、企业客户价值驱动

	零售客户	企业客户
驱动因素	流量驱动，关注用户体验	价值驱动，为客户解决实际问题
业务模式	免费与补贴手段吸引客户，实现规模经济，寻找场景变现	变现模式直接，主要是嵌入业务流程，提升管理效率
业务门槛	低进入门槛，高竞争壁垒	高进入门槛，但规模效应小，产品封闭，壁垒不明显
痛点解决	挖掘需求	分析需求
产品体系	核心功能加辅助功能（如“社交+游戏”）	多个功能组成一个完整流程（如供应链）
代表产品	抖音、快手、微信、QQ、高德	CRM、ERP、OA

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：蚂蚁、东财、招行客户特点各异



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

- 开户环节，提供方便快捷的开户流程：2B的基金代销机构搭建了场外基金交易系统，可实现全程电子化开户，支持一键开立全市场的基金账户，大大简化流程。
- 交易环节，通过系统极大的提升效率：基金下单环节，代销机构提供智能拆单，提高投资决策效率。也提供方便、快捷的基金认/申购、赎回、转换且等基础交易功能。除此之外，提供提前赎回札跨IA转换等服务，基金赎回和基金转换更方便。

表：代销在开户环节更为方便快捷

	代销	直销
纸质材料	免填写	30套开户材料
用印次数	用印2次	用印450次
消耗时间	最快3分钟	约10个工作日

资料来源：基煜基金，国信证券经济研究所整理

表：代销在开户环节更为方便快捷

	机构代销	直销
限额	系统显示额度	逐家沟通额度
下单方式	在线下单	纸质下单
打款方式	一键打款	分别打款

资料来源：基煜基金，国信证券经济研究所整理

➤ 代销机构为客户提供全市场基金的研究服务:以天天基金为例，公司构建了账户组合分析、个基量化分析、基金经理画像库三大系统，并可提供标准化的大类资产配置研究服务, 根据客户需求提供个性化定制服务。

表：天天基金机构通业务提供完善的研究服务

三大研究系统	特点
智能账户组合分析	可对机构投资者的持仓账户做实时分析，帮助客户全面分析持仓基金及组合合理性，为其投资策略与决策提供参考性建议。
个基量化分析系统	对基金进行定量分析，并对权益基金进行Brinson业绩归因，计算各行业超额收益等，系统会定期向客户发送市场周度、月度等投研报告。
基金经理画像库	系统自动生成基金经理打分表并每周更新数据。同时，定期向客户发送基金经理调研报告和每周观点集锦。部分数据在公开信息中较难搜集，但对机构客户投资至关重要。

资料来源：天天基金，国信证券经济研究所整理

机构独立创设强大全流程电子化平台

➤ 自研系统高效灵活，工程师队伍强大，改造效率高
重视金融科技投入，为给客户提供更为专业化的IT服务。核心个性化业务系统均为自主研发，MOM系统运作解决方案已经成功上线多只公募和专户业务。

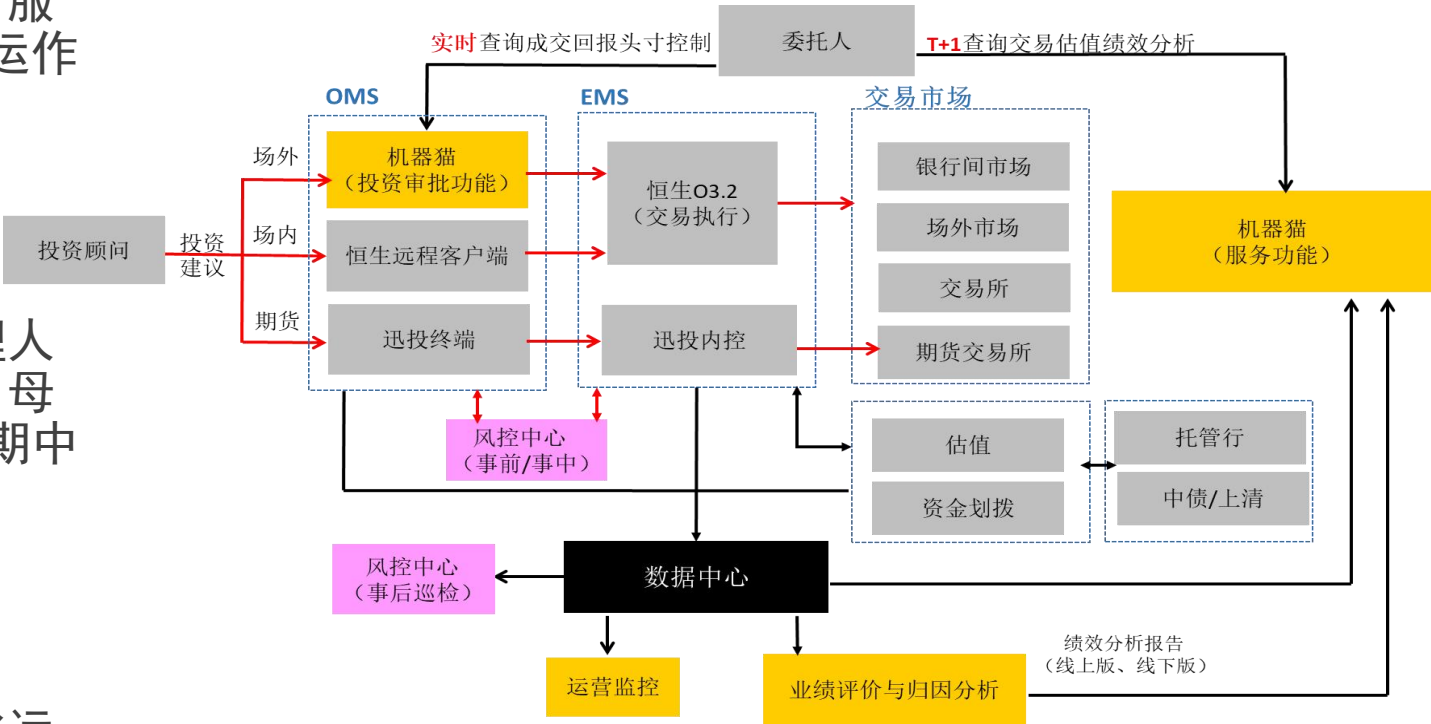
➤ MOM业务运作流程健全

由母管理人产品成立、投顾下达投资建议、母管理人指令执行、母管理人结算与交收、母管理人估值、母管理人投后六大块组成，为整个MOM业务在生命周期中的运作提供系统化的支持。

➤ 全资产、全风控、全流程的电子化系统平台

系统平台实现了全资产、全风控、全流程的电子化运作支持，针对MOM管理的投资效率提升、风险把控、透明穿透等方面具有行业领先优势。

表：资管机构面向委外方自行研发的电子化平台业务

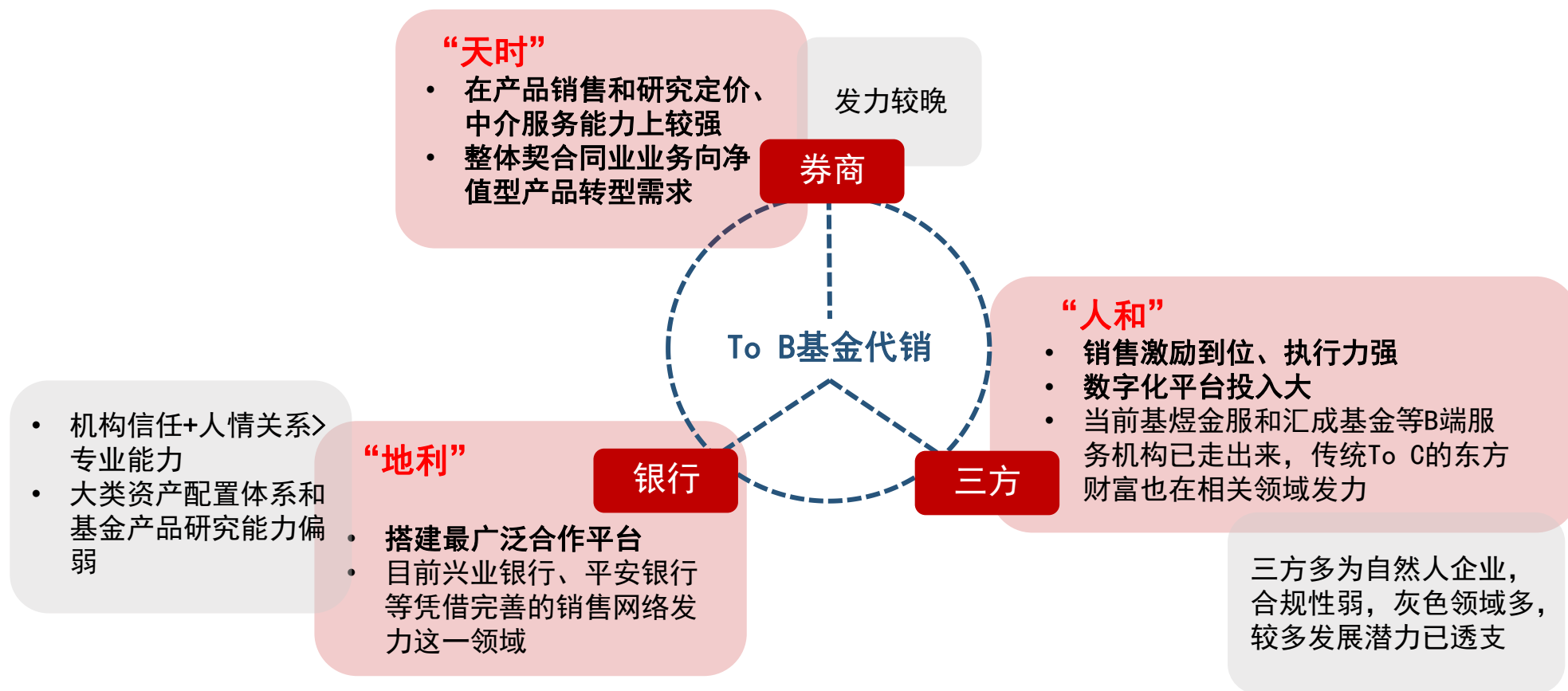


资料来源：上市公司年报，国信证券经济研究所整理

券商、银行、三方三类主体代销各占“天时、地利、人和”

- 除公募直销渠道外，To B基金代销渠道包括银行、三方、券商三类主体。
- 银行系基金的直销能力也不容小觑，整体在债基领域优势明显，而权益领域偏弱。

图：2B基金代销渠道三类主体各有优劣



资料来源：金管局，证监会，国信证券经济研究所整理

- **长端利率下行。**长端利率持续下行或将加剧当前资管行业“资产荒”的问题，如长端利率持续下行，资管业务规模将受到制约，届时银行、保险、证券等金融机构的行为可能会发生变化。
- **投资者风险偏好变化。**投资者风险偏好深受市场影响，变化速度较快。如投资者风险偏好变化，或将相应地影响资管机构的行为。
- **经济下行超预期。**稳增长政策不及预期、海外经济超预期下滑等带来下半年我国经济复苏低于预期，这会导致投资者行为与理财规模变化很有可能超出预期。
- **监管政策变化。**金融监管政策出现重大变化导致机构行为发生变化。比如在金融科技语境下，诸如区块链、大数据等技术的发展，对许多金融交易的习惯与方式进行了重构，传统的金融立法难以有效界定并进行监管。层出不穷的新型金融业态和新型金融交易行为难以在现有的法律框架内进行有效的规制，从而在一定程度上存在合规性风险。

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

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032