

该报告由 陈皓7031 于2025年08月30日自南财智库下载
获取更多报告请访问21财经App智库频道



破局与重构 ——大资管再造竞争力

2025 中国资产管理发展趋势报告



【指导单位】南方财经全媒体集团
【主办单位】21 世纪经济报道
【智库支持】21 世纪资管研究院
【数据支持】南财金融终端 南财理财通
【特别学术支持】浦发银行

破局与重构

——大资管再造竞争力

2025 中国资产管理发展趋势报告

出品：胡智勇 邓红辉

统筹：王芳艳 耿雁冰

策划：方海平

编稿：方海平 周炎炎 杨希 家俊辉 姜诗蕾

撰稿：周炎炎 吴霜 李览青 唐曜华 余纪昕 孙诗卉 张欣 边万莉 庞华伟

审校：陈晶晶 辛灵 魏雯静 强燕

设计统筹：林军明 廖苑妮

封面 / 版式：陈国丽

数据图表：黎旭廷



前言 PREFACE

从2004年银行理财横空出世到2018年“资管新规”重磅推出再到如今迈上高质量发展新征程，我国大资管行业已经历了多轮创新、发展、转型、升级的道路，如今在全新的市场环境和发展背景下，仍持续面临种种挑战，发展充满变数。

这一年，资管行业高质量发展迈出了更坚实的一步。多项行业及机构发展的重磅政策相继出台，为各子行业的新发展奠定了基调和标准。《推动公募基金高质量发展行动方案》推出、信托公司管理办法18年来首次修订、银行理财的合规性一如既往地受到严监管。

这一年，资产管理和财富管理开始更深融合。金融产品代销管理、适当性管理、信息披露管理三大重要文件同步出台，金融产品销售受到全流程规范管理，财富管理发展路线图明晰，资管机构开始更进一步推进资产端和财富端的深度融合。

这一年，市场风云起舞，低利率形势来得更加严峻。债券市场在经历过往数年的牛市后，波动回调；权益市场终结多年的疲软态势活跃度大为提高。全球金融市场呈现出高波动、低收益、不确定的特征，惯于依赖债市的资管机构正面临新的能力挑战。

《中国资产管理发展趋势报告》持续跟踪关注大资管行业当下最新最热的课题，已经伴随行业走过了10年转型发展路，记录了每一年的行业发展特征，并为将来的行业发展趋势和机构的能力建设提供方向参考。2025年的报告聚焦主题“大资管再造竞争力”，期待一个更强大的资管行业，为实体经济提供更有力的支持，为广大投资者创造更多财富。

目录 CONTENT

02 前言

04 第一部分 回首大资管

05 150 万亿大资管扫描：险资、公募破 30 万亿，信托规模大增

20 一年十大资管重磅事件全梳理

28 第二部分 再造竞争力

29 资管业发展呈现新特征 如何再造竞争力？

34 财富管理转型关键之年，渠道端求新求变

40 银行理财估值整改行至半程，有理财子已提前“交卷”

43 公募改革启动：回到投资者利益为王，要从“重规模”转向“重回报”

48 信托业交三分类后首份完整年答卷：规模增超 23% 结构持续优化

52 以智为翼，深耕投研能力建设，深化多元策略布局——浦银理财实践与思考

57 第三部分 资配新风向

58 调研 | 当前环境下资管机构对各类资产走势的预判和投资策略之变

70 资管行业的“第四消费时代”——公募 FOF 引领资产配置再出发

78 需求引致供给：低利率环境下居民资产配置的五大趋势与财富管理机构的三大应对策略

83 第四部分 银行理财半年报

97 第五部分 专访对话

98 宁银理财董事长杨丽：应对低利率，加速推进主动管理策略

103 中国平安谢永林：积极担当耐心资本，关注并支持半导体、新能源、AI 科技等产业发展

106 交银施罗德基金董事长张宏良：卸下“超能力”的包袱，共建共生方能行稳致远

111 工行私银部总经理李宝权：看“领军行”如何构筑中国式私行新范式

118 山证资管总经理李宏宇：在 150 万亿大生态里重新定义资管目标



CHAPTER 1 回首大资管

150 万亿大资管扫描： 险资、公募破 30 万亿，信托规模大增

2024 年末，中国大资管总规模站上 150 万亿元的高峰。

150 万亿元是各个资管子行业的加总，其中包含资管子行业中的交叉金融部分，可能高于实际资管规模。但在银行存款利率走低、禁止银行“手工补息”、规范同业存款的背景下，2024 年确实是“金融脱媒”迹象较为明显的一年，包括银行理财、信托、公募基金、保险这四个资管子行业均呈现规模两位数增长。

翻开资管行业的历史卷轴：2004 年银行理财“横空出世”，这是中国资管业划时代的变化；2011 年开始银信合作兴起，信托业迈入大发展时期；2012 年证监会发布《证券公司客户资产管理业务管理办法》，券商资管、基金子公司规模激增；2013 年天弘基金联手支付宝推出余额宝，互联网公司倒逼传统金融机构布局线上渠道；2015 年的“股灾”暴露了场外配资、结构化资管计划加剧市场波动等乱象，“伞形信托”被叫停；2018 年多部门联合发布“资管新规”——《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，行业清理影子银行、正本清源，打破刚兑、禁止资金池、限制期限错配，大资管回归同一起跑线；2019 年起至今理财子公司陆续呱呱落地，清洁起步，构成资管行业合规发展新势力；到 2024 年末，银行理财净值化率 98%，非标资产基本出清，大资管行业从野蛮生长逐步走向规范、透明、合规。

但资管新规之前银行理财“资金池”“资产池”的做法仍有一定的惯性，作为与行业共同成长的观察者，21 世纪资管研究院也发现，银行理财自 2022 年两轮股债大跌导致规模萎缩以来，屡次通过多种渠道来扭曲资管新规的初衷甚至“伪造净值曲线”，也就是所谓的“魔法”：例如通过保险资管获得高息存款、通过信托收盘价打造私募债稳定净值、通过不断新发小产品做高收益“打榜”

募集资金、通过选择性披露产品过往业绩误导投资者、自建估值模型套用在不能使用摊余成本法的资产上以平滑净值……监管在发现此类迹象后均要求行业进行整改，但根源尚未去除——资管机构“规模情结”根深蒂固，已成思维定势，一时间难以切换成以客户为中心的产品策略和机构管理模式。

呼吁“反内卷”，呼唤“高质量发展”，应当是 2025 年银行理财乃至大资管行业的主基调。在高质量发展方面，证监会走在前面。2024 年起，证监会已经发布多份监管文件以加强资本市场监管、推动高质量发展，并促进市场稳定，比如去年推动“国九条”落地、规范证券交易佣金收取行为，2025 年 5 月推出《推动公募基金高质量发展行动方案》，督促基金行业机构牢固树立以投资者最佳利益为核心的经营理念，并贯穿于公司治理、产品发行、投资运作、考核机制等基金运营管理全链条、各环节。金监总局于 2025 年 3 月发布《商业银行代理销售业务管理办法》，要求代销机构严格落实 KYC（了解你的客户），防范代销业务风险；总局也于同年 5 月起草《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法》，旨在统一信托、理财、保险资管产品的信披标准，提升透明度，保护投资者权益。

再看资管业目前的市场主体。截至 2025 年 6 月末，开展银行理财业务的银行有 194 家，理财子公司 32 家，保险资管公司 36 家，信托公司 65 家，开展券商资管业务的公司 147 家，公募基金公司 149 家，社会私募 19756 家。

本文选择规模与份额、资产配置、报酬及收益率三大维度，将各类资管机构的数据进行综合对比，试图勾勒出近十年大资管生态变迁图谱。

一、规模和份额

截至 2024 年末，中国资管行业总体规模达 157.04 万亿元（部分资管产品系嵌套产品，含重复计算）。这一数据较上一年增长了 13.09%，创资管新规发布之后最高增幅，而 2022 年末、2023 年末的增幅分别是 -0.10%、4.79%。这说明 2024 年“存款搬家”效应明显，在存款降息、禁止银行“手工补息”、规范同业存款的背景下，叠加去年 9 月末的股市行情，居民和机构存款涌向理财、保险、公募基金。

从增幅来看，信托规模增幅最高，达 23.58%，其规模也逐步逼近银行理财，与后者的规模仅相差 0.39 万亿元。增幅第二、第三的分别是公募基金和保险，分别为 20.39% 和 15.08%。此外，银行理财也实现了 11.75% 的规模增长。



主要资管业务参与主体规模和增速统计

单位：万亿元

		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
银行理财	规模	7.95	10.24	15.02	23.50	29.05	29.54	22.04	23.40	25.86	29.00	27.65	26.80	29.95
	增速	73.20%	28.81%	46.68%	56.46%	23.62%	1.69%	-25.39%	6.17%	10.51%	12.14%	-4.66%	-3.07%	11.75%
信托	规模	7.47	10.91	13.98	16.30	20.22	26.25	22.70	21.60	20.49	20.55	21.14	23.92	29.56
	增速	55.30%	46.05%	28.14%	16.60%	24.05%	29.82%	-13.52%	-4.85%	-5.14%	0.29%	2.87%	13.15%	23.58%
公募基金	规模	2.87	3.00	4.47	8.40	9.16	11.60	13.03	14.76	19.89	25.56	26.03	27.27	32.83
	增速	30.99%	4.53%	49.00%	87.92%	9.05%	26.64%	12.33%	13.28%	34.76%	28.51%	1.84%	4.76%	20.39%
私募基金	规模			0.40	5.21	10.24	11.10	12.71	13.74	16.96	20.27	20.28	20.58	19.91
	增速				1202.50%	96.55%	8.40%	14.50%	8.10%	23.44%	19.52%	0.05%	1.48%	-3.26%
公募基金专户	规模		0.47	1.22	4.16	6.38	6.43	6.04	4.34	4.67	5.07	5.20	4.98	4.66
	增速			159.57%	240.98%	53.37%	0.78%	-6.07%	-28.14%	7.60%	8.57%	2.56%	-4.23%	-6.43%
基金公司子公司专户	规模	0.25	0.97	3.74	8.57	10.50	7.31	5.25	4.19	3.39	2.32	1.92	1.44	1.09
	增速		288.8%	285.57%	129.14%	22.52%	-30.40%	-28.18%	-20.19%	-19.09%	-31.56%	-17.24%	-25.00%	-24.31%
证券公司资管	规模	1.89	5.20	7.97	11.89	17.58	16.88	13.36	10.83	8.55	8.24	6.87	5.93	5.47
	增速		175.13%	53.27%	49.18%	47.86%	-3.98%	-20.85%	-18.94%	-21.05%	-3.63%	-16.63%	-13.68%	-7.76%
期货资管	规模				0.11	0.28	0.25	0.13	0.14	0.21	0.35	0.31	0.27	0.31
	增速					154.55%	-10.71%	-48.00%	7.69%	50.00%	66.67%	-11.43%	-12.90%	14.81%
保险	规模			9.33	11.18	13.39	14.92	16.41	18.53	21.68	23.23	25.05	27.67	33.26
	增速				19.81%	19.78%	11.42%	9.97%	12.91%	17.02%	7.14%	7.85%	10.47%	15.08%
总量	规模	20.43	30.79	56.13	89.32	116.80	124.28	111.67	111.53	121.70	134.59	134.45	138.86	157.04
	增速		50.71%	82.30%	59.13%	30.77%	6.40%	-10.15%	-0.13%	9.12%	10.59%	-0.10%	4.79%	13.09%

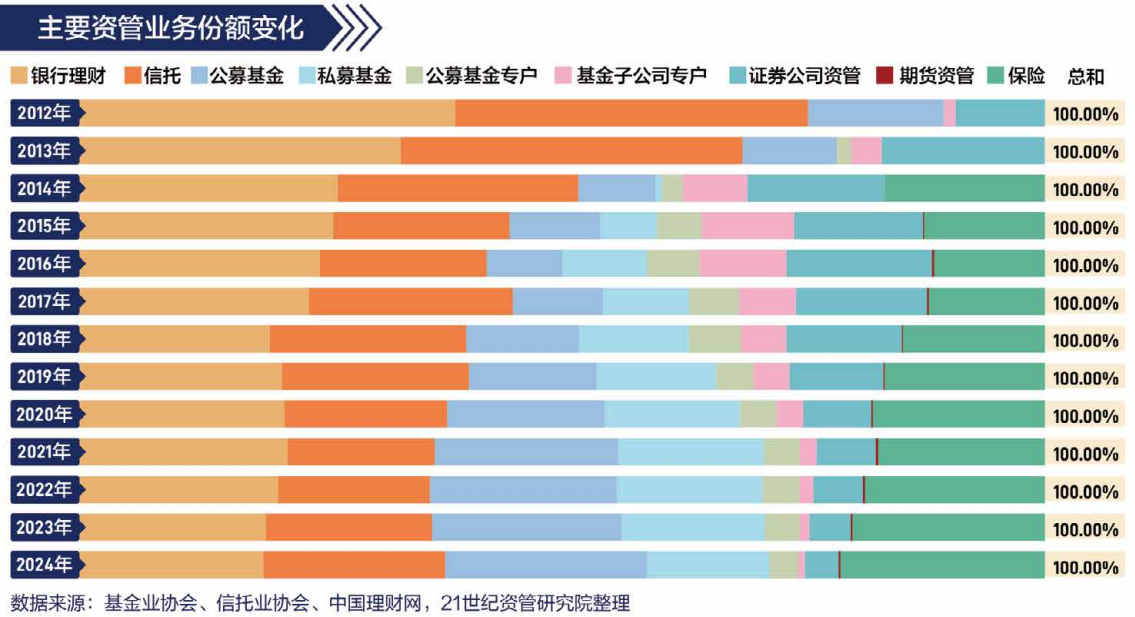
数据来源：基金业协会、信托业协会、中国理财网、wind数据、21世纪资管研究院整理基金业协会、信托业协会、中国理财网、wind数据、21世纪资管研究院整理

截至 2024 年末，各项资管规模如下：保险规模 33.26 万亿元，在大资管中占比 21.18%；公募基金规模 32.83 万亿元，占比 20.91%；银行理财规模 29.95 万亿元，占比 19.07%；信托规模 29.56 万亿元，占比 18.82%；私募基金规模 19.91 万亿元，占比 12.68%；证券公司资管 5.47 万亿元，占比 3.48%；公募基金专户规模 4.66 万亿元，占比 2.97%；基金公司子公司专户 1.09 万亿元，占比 0.69%；期货资管 0.31 万亿元，占比 0.20%。

总体来说，银保资管机构（包括银行理财、信托、保险）整体资管规模为 92.77 万亿元，占比 59.07%；证券业资管（包括公募基金、私募基金、券商资管、期货资管、基金公司专户、基金公司子公司专户）整体资管规模为 64.27 万亿元，占比 40.93%。

从纵向变化上看，这十年间（从 2014 年到 2024 年）资管规模总体呈现增长，以 2016 年为分

界线，由于基数已经较高，叠加资管新规及各个子行业监管规定逐步落地，2017 年开始增幅减缓，甚至在 2018、2019、2022 这三年出现了负增长。其中，2018-2019 年出现负增长是因为资管新规落地，对行业形成规范性约束的效应，而 2022 年的下降是因为两轮股市、债市的波动导致权益资产和固收资产估值缩水，资管产品整体风险提升而收益率下滑，“性价比”低过银行存款，因此资金涌向银行定期存款，高成本的定期存款在银行负债占比提升，客观上导致了银行整体负债成本爬升，在 LPR 屡次下调的情形下，2023 年到 2025 年上半年国有大行领头，连续 6 次下调存款利率。在存款利率下调后，由于 2023 年债券牛市开启，一直到 2024 年末，十年期国债收益率一路下行，再加上保险“炒停售”效应明显，2024 年 9 月起权益市场回温，因此居民资产回流至银行理财、保险、公募基金等资管行业。



从各子行业发展进程看来，2023 年保险资管、公募基金规模都超越了银行理财，成为资管行业的“大哥”“二哥”，银行理财屈居第三，2024 年末依旧维持这样的格局，座次未变。

而较为依赖通道业务的资管子行业，包括券商资管、公募基金专户、基金子公司专户在监管控制嵌套和通道业务的态势下，近年来基本处于规模不断萎缩的趋势。信托规模变化较为特殊，曾经作为通道业务较多的资管类型，在 2018-2020 年这三年规模不断下滑，但 2021 年规模又开始攀升，且增幅逐年扩大。这意味着信托行业在持续出清后，特别是在实施信托业“三分类”业务转型后重回积极扩张趋势，这当中也有信托在银信合作的价值和作用不断被再发现的缘故。

1. 银行理财

事实上，除 2018、2022、2023 这三年外，银行理财在此前十余年的发展中，一直保持着规模增长，2024 年末规模再度逼近 30 万亿元，增长 11.75%，此增幅也是 2018 年以来第二高。2018 年后因资管新规将银行理财规模统计口径由含保本理财的全口径变更为非保本理财存续规模，因此出现了规模骤然缩减，至 2021 年末数据已达到与 2017 年全口径统计时接近的规模。

经历了此前的野蛮增长后，在“资管新规元年”的 2018 年，银行理财在管理机构和产品方面同时出现变化，银行理财子公司的成立和银行理财产品的净值化转型同步进行，推进推动行业的深化变革和转型。

2022 年对银行理财来说是不平凡的一年。受股债行情影响，银行理财经历至少两轮明显波动，出现大面积“破净”，市场规模萎缩至 27.65 万亿元，较年初下降 4.66%。2023 年是银行理财“恢复元气”的一年，在债券市场逐步恢复平静并走牛的时间段，年末规模仍出现小幅下滑。而 2024 年在债牛行情下，居民和机构对理财的信心有所恢复，规模在低基数的情况下大涨。而根据中国理财网最新数据，截至 2025 年 6 月末，银行理财规模已经达到 30.67 万亿元，突破 30 万亿元大关。

拉长时间段看，2012 年银行理财占整体大资管的比重是 38.91%，12 年后下降至 19.07%。主要是因为公募基金、私募基金和保险资管起到了“金融脱媒”的过程中一个分流的作用，居民和机构部分风险偏好提升，选择公募基金，部分寻找到另外的存款替代品，比如保险产品。

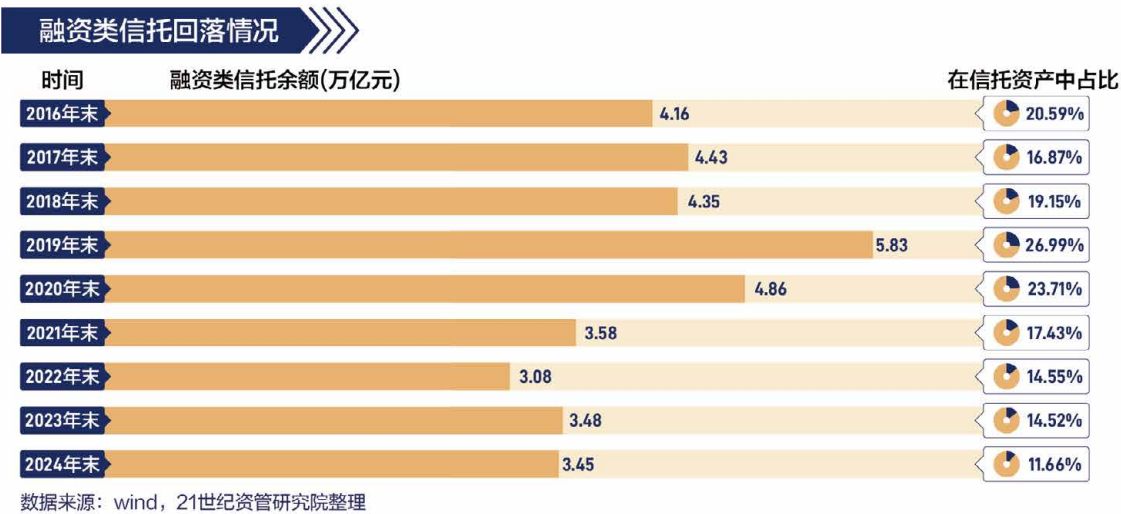
根据中国理财网数据，截至 2025 年 6 月末，银行理财市场存续规模 30.67 万亿元，较年初增长 2.38%，同比增幅 7.53%。

21 世纪资管研究院分析认为，2024 年以来理财规模增长较快的主要原因包括两方面：一是 2024 年 4 月禁止手工补息导致存款搬家、流向理财；二是债市走高之下固收类理财产品业绩表现较好，吸引资金进入；三是理财通过不断新发高收益小产品吸引新资金买入；四是虽然去年 9 月开始资本市场回温，部分客户风险偏好有所抬升，但主流的存款替代产品仍旧以银行理财为首选。

2. 信托

在主要资管业务参与主体中，信托在 2018 至 2020 年这三年中规模缩减最为明显，2020 年较巅峰时期下降了 5.76 万亿元。但从更长的时间维度看，早在 2013 年信托规模增速就已放缓。究其原因，信托公司的业务高度依赖其作为银行理财的通道，后由于券商资管、基金子公司等其他通道的崛起而

大受影响，并且从 2010 年下半年开始，原银监会就出台了一系列规范银信理财合作业务的监管文件，使银信理财合作业务的“野蛮式”增长势头得到了有效遏制。



总体而言，2008-2017 年对信托行业而言都属于高速发展期，之后随着“资管新规”和“两压一降”监管政策的出台，自 2018 年起进入负增长的下行发展周期。在 2017 年的资管新规出台前夕，整个资管行业发展明显放缓的情况下，信托保持了近 30% 的增长，增速位于所有类型资管机构之首。

此后，随着“资管新规”和“两压一降”监管政策的出台，信托规模自 2018 年起进入负增长的下行发展周期，低谷在 2020 年末，下降到 20.49 万亿元，但随后连年上涨，到 2024 年末已连续 4 年规模企稳回升。虽然规模上已经排在资管子行业第四位，但与第三位的银行理财规模差距逐年缩小，并且创信托业资管规模历年新高。

在“三分类”格局下，信托业正从传统的非标融资业务向更加多元化和专业化的资产服务信托以及资产管理信托并重的业务模式转型。信托业具有规模经济和网络经济特点，信托资产规模增长为提高资产配置效率和更好地服务客户群体提供了规模经济效应，金融资源配置效率和收益率提升成为信托资产规模持续增长的客观基础。在近年来的严监管下，信托公司普遍注重主动管理能力培养，投向证券市场（含股票、基金、债券）的资金规模快速上升，已成为权重比例较高的信托资金投向。此外，财产权信托尤其是资产证券化等事务管理类信托业务较快发展，融资类信托占比显著下降，行业转型初见成效。

不过 21 世纪资管研究院认为，信托业近年来还有很多改进空间：一是存量投向非标债权、股权业务的产品退出问题尚未完全妥善解决，投资者到期赎回不顺畅，负面事件导致投资者对行业的信心

有所动摇；二是依赖银信业务带动规模增长，对信托来说虽然能快速做大规模但是回报较低，且有一定的合规风险；三是新业务尚未形成支柱，尽管部分公司布局绿色信托、家族信托等，但短期内难以弥补传统非标业务下滑的营收缺口。

3. 公募基金

自1998年3月份中国第一批公募基金落地生根以来，2025年中国公募基金发展进入第27个年头。最早诞生的公募基金为封闭式基金，随着我国第一只开放式证券投资基金公募基金于2001年诞生，开放式基金随后迎来超常规式大发展，公募基金也因此进入快速发展的阶段。

二十余年间，市场规模从2000年末的846亿元增长至2024年末的32.83万亿元，规模增长了近400倍。公募基金发展一方面与资本市场表现密切相关，另一方面2018年后资管行业的净值化转型也为本身即高度净值化的公募基金带来发展利好。

2020年经历一轮回暖发展后，至2021年末，公募基金规模已超过信托，成为资管子行业中排名第二的子行业。而2023年公募基金又超越银行理财，但由于保险资管也在快速崛起，仍位于所有资管子行业规模第二位。到2024年，公募基金规模突破30万亿元，但仍位居所有资管子业务的“榜眼”。

2024年公募基金越过30万亿门槛的原因，21世纪资管研究院认为有三：一是2024年9月24日，当天中国金融监管部门发布了多项重磅增量政策，被称为“924新政”，比如明确中央汇金“类平准基金”定位，通过大规模增持ETF（如沪深300、中证500等）稳定市场，这成为资本市场的一个重要转折点，A股市场经历了显著变化，上证指数从低点一度大幅反弹至3674点高位；二是被动投资爆发式增长，新“国九条”建立ETF快速审批通道，社保基金将ETF纳入投资范围，2024年境内交易所挂牌ETF总规模超过3.7万亿元，较2023年末增长81%；三是低利率环境下，债基、货基虽收益率下滑，但由于其申赎方便仍旧成为客户的优质流动性管理工具，此外“固收”产品也满足了客户平衡风险收益的需求。

4. 保险资管

从保险资管的历年增速来看，增长一贯较为平稳，从未出现过数量级的暴增，自2014年至今均维持在7%-20%的年增速，但在其他资管子行业出现波动之时，保险仍在巩固和加强自身的优势，2024年末保险资金运用余额达到超30万亿元的历史最好水平，折射出保险资管在应对全球经济波动中的韧性和适应能力，也说明了在面对不确定性时居民财富的避险需求暴增。自2016年以来，保险资管在整体资管行业中的份额也在稳步提升，从2016年的11.46%逐步上升至2024年末的21.18%，位居资管子行业中的第一位，且强劲增长趋势仍在延续。

2024 年保险业的核心特征是：人身险结构优化、财产险动能切换、科技重塑服务生态。行业在资产规模创新高的同时，通过产品转型（由人身险主导逐步过渡到分红险主导）、渠道提质（代理人“清虚”和产能提升）及科技赋能（线上购险率逐步提升至 78%）夯实了内生增长基础。

在保险资管领域，营收上已经出现了“马太效应”。国寿资产、泰康资产 2024 年营收继续领跑行业，分别实现 67.03 亿元、62.82 亿元，分别同比增长 27.5%、23%，国寿投资排在第三，揽入 42.33 亿元，同比增长 28%。平安资产以 40.45 亿元、太保资产 22.47 亿元分列第四、第五，其余 23 家保险资管公司 2024 年营收均不足 10 亿元，其中，建信保险资产、中再资产等 5 家公司营收介于 5 亿 -10 亿元，另有 10 家保险资管公司营收不足 3 亿元，明显分化。

5. 证券业资管

在统一监管下，券商资管、公募基金专户、基金子公司专户等原先主要作为银行理财通道成长起来的业务，其规模曾经在数年间翻倍成长，但 2018-2024 年大多处于急剧萎缩状态。

券商资管从 2012 年到 2016 年 5 年间从不到 2 万亿元增长到超过 17 万亿元；公募基金专户 2013 年到 2016 年 4 年间规模从 0.47 万亿元增长到 6.38 万亿元，最高年增幅超过 240%；基金子公司从 2012 年的 0.25 万亿元到 2016 年突破 10 万亿元。这些都是资管新规后最容易受到影响的主体。

2018 年 -2023 年，券商资管每年规模跌幅两成左右，2024 年再跌 7.76% 到 5.47 万亿元；公募基金专户 2018 年下滑超过 6%，2019 年加速跌了 28.14%，2020 年至 2022 年止跌回稳，2023、

券商资管通道业务变化					
时间	定向资管计划只数	定向资管计划数量占比	定向资管计划发行总额(万亿元)	定向资管计划发行额度占比	规模增量(万亿元)
2014年	10312	82.60%	7.25	91.29%	2.42
2015年	14830	81.36%	10.16	85.40%	2.91
2016年	20196	81.49%	14.69	83.54%	4.53
2017年	18298	80.45%	14.39	85.25%	-0.30
2018年	15229	77.15%	10.99	82.31%	-3.40
2019年	11688	68.84%	8.38	77.40%	-2.61
2020年	11406	63.92%	5.92	69.22%	-2.46
2021年	10633	59.50%	4.04	49.03%	-1.88
2022年	10102	54.86%	3.10	45.17%	-0.93
2023年	10307	51.16%	2.71	45.77%	0.39
2024年	10323	47.68%	2.57	42.13%	-0.14

数据来源：wind，21世纪资管研究院整理

2024 年继续下降 4.23%、6.43%；基金子公司专户 2017 年就已经下滑了超过 30%，连续 8 年急剧萎缩下，至 2024 年末总量已降至 1.09 万亿元，为巅峰时期的十分之一左右。

此前的券商资管定向资管计划多数为通



道非标业务。从存量产品数量来看，经历过 2014 年到 2016 年的井喷，在 2016 年监管一系列降杠杆、去通道政策下，到 2024 年末已经萎缩至 2.57 万亿元，为巅峰时期五分之一不到的水平。定向资管计划发行额度占所有券商资管产品(包括集合计划、定向资管计划、专项资管计划、直投子公司的直投基金)的比重由 2014 年的超过九成降至 42.13%。近年来券商资管计划也频繁踩雷，暗藏风险隐患，目前是一个防范化解风险的阶段。

二、资产配置情况

股市的波动性增加、债券市场的利率上升以及货币政策的不确定性都让投资者感到不安。此外，地缘政治风险、金融监管政策的变化等都会对风险 w 偏好产生影响。近年来，资管从业者普遍感觉到企业、居民投资理财更为保守、风险偏好更低趋势，这也极大地影响了各个资管子行业的资产配置。不过去年的“924”行情也为权益市场注入了信心，部分客户的风险偏好有所抬升。

1. 银行理财: 同业存单占比提升

根据银行业理财登记托管中心数据，截至 2025 年 6 月末，持有理财产品的投资者数量达 1.36 亿个，其中超过 98% 都是个人投资者。个人投资者数量最多的仍是风险偏好为二级(稳健型)的投资者，占比 33.56%。风险偏好为一级(保守型)和五级(进取型)的个人投资者数量占比较去年同期有所增加，分别增加 1.03 和 1.25 个百分点。这说明，大部分理财投资者依旧将理财产品视为“存款替代”，权益类、衍生品类等创新产品难以在银行渠道进行快速拓展。因而推出理财的机构只能不断加大低波稳健产品的供给，对权益市场投研能力的成长一定程度上被限制。不过相较于往年，五级(进取型)个人投资者比重略有增加，说明在权益市场回暖的情况下部分投资者风险偏好提升。

银行理财（非保本）资产配置情况										
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
债券	50.99%	43.76%	42.19%	53.35%	59.72%	64.26%	54.50%	50.40%	45.30%	43.50%
现金及银行存款	22.38%	17.49%	16.22%	17.23%	15.63%	10.89%	13.90%	17.50%	26.70%	23.90%
同业存单	15.73%	16.62%	13.91%	9.92%	7.56%	9.05%	11.40%	13.30%	11.30%	14.40%
拆放同业及债券买入返售	7.84%	13.14%	9.47%	6.59%	6.57%	6.62%	8.40%	6.50%	6.20%	6.40%
非标债权				5.75%	12.03%	4.75%	4.00%	5.70%	4.70%	5.40%
公募基金				3.43%		2.81%	3.90%	3.10%	2.90%	2.90%
权益类资产							3.30%	2.70%	2.10%	2.60%
代客境外理财投资QDII							0.54%	0.60%	0.80%	0.90%
金融衍生品及另类资产								0.10%	0.10%	0.04%

数据来源：中国理财网，21世纪资管研究院整理

债券依旧是银行理财的第一资产来源，2024 年债券配置占比为 43.5%，但相较往年已经有所下滑，2023 年末是 45.30%，近 10 年最高点出现在 2020 年，为 64.26%。由于 2024 年 4 月，央行通过市场利率定价自律机制发布了《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，银行整改“手工补息”，叠加年底监管整顿同业高息存款，理财资产投向中“现金及银行存款”一项占比较往年下滑较大，从 2023 年的 26.70% 滑落到 2024 年的 23.90%。不过正是由于同业存款限价，理财资金转而抢配同业存单，2024 年末同业存单配置占比达到 14.40%，远高于上一年同期的 11.30%，配置占比为近 5 年最高值。非标债权占比进一步下滑至 5.40%，而 2018 年末资管新规实施初期此项为 17.23%，连年下滑，影子银行风险逐步化解。投向公募基金的资金占比较上一年提高了 0.8 个百分点，但投向权益资产占比较上一年下滑 0.3 个百分点，为近年最低水平。值得注意的是，由于美国等市场维持较高利率水平，美元理财等产品颇受市场欢迎，代客境外理财投资 QDII 占比连续三年抬升，2024 年末达到 0.90%。

2. 信托: 证券投资信托占比大幅提升

资管新规实施以来，信托公司根据“业务三分类”的通知要求，大力发展标品信托，培育金融市场投资能力，投向证券市场、金融机构的规模和占比持续提升。同时，多数信托公司致力于培育专业化的资产管理能力，大力开拓资产管理信托业务。

信托资金运用方式							
	2024年末		2023年末		2022年末		2021年末
	规模(万元)	同比增减	规模(万元)	同比增减	规模(万元)	同比增减	规模(万元)
买入返售信托	347,098	0.00%	347,098	0.00%	347,098	0.00%	347,098
融资租赁信托	68,684	21.20%	56,669	0.00%	56,669	0.00%	56,669
组合投资信托	8,355,821	-0.22%	8,374,554	-2.73%	8,609,533	-15.46%	10,184,391
债权投资信托	17,380,344	0.39%	17,312,524	6.03%	16,327,225	11.57%	14,633,774
贷款类信托	32,991,080	2.01%	32,341,812	-5.70%	34,296,317	-9.13%	37,741,393
权益投资信托	84,866,989	0.69%	84,285,087	0.66%	83,732,507	25.68%	66,624,222
股权投资信托	13,300,956	-4.88%	13,983,296	-4.23%	14,601,001	-1.42%	14,811,837
其他投资信托	195,956,657	20.56%	162,540,537	5.33%	154,314,368	3.71%	148,794,454
证券投资信托	78,495,521	16.99%	67,098,777	6.89%	62,771,087	18.28%	53,068,436

数据来源：Wind，21世纪资管研究院整理

根据信托业协会统计，2024 年信托资金投向有这样几个特点：

一是投向证券市场的资金信托占比大幅提升，2024 年资金信托投向证券市场（含股票、基金、债券）规模合计为 10.27 万亿元，比 2023 年末 6.60 万亿元增长 55.61%，新增 3.67 万亿元。去年“924”期间，监管将“提振资本市场”列为第一增量政策，鼓励各类“耐心资本”进入资本市场，为资本市



场发展注入了信心。截至 2024 年末，资金信托投向证券市场占比为 46.17%，成为资金信托投向最大占比领域，其中投向股票和基金的资金数额为 1.12 万亿元，占资金信托的 5.04%，信托业正在为实现“打通中长期资金入市的卡点堵点”政策目标采取积极有力有效行动。

二是投向金融机构的资金信托占比基本保持稳定。2024 年末，投向金融机构的资金信托规模为 3.26 万亿元，比 2023 年末的 2.37 万亿元增长 37.55%，新增 0.89 万亿元；其占比从 2023 年末 13.64% 上升到 14.65%，增加 1 个百分点。此外，2022—2024 年间，金融机构资金信托占比稳定在 13.39% ~ 14.83% 之间。

三是投向工商企业、基础产业和房地产业的资金信托占比均呈下降趋势。其一，2024 年末投向工商企业资金信托规模为 3.97 万亿元，比 2023 年末的 3.79 万亿元增长 4.75%；占资金信托比率从 2023 年末的 21.80% 下降为 17.83%，净减幅为 3.97 个百分点。其二，2024 年末投向基础产业资金信托规模为 1.60 万亿元，仅比 2023 年末 1.52 万亿元增加 0.08 万亿元；占比从 2023 年末的 8.73% 下降至 7.20%，减幅为 1.53 个百分点。其三，2024 年末投向房地产业资金信托规模为 8402 亿元，比 2023 年末的 9739 亿元减少 1337 亿元；占比从 2023 年末 5.60% 下降为 3.78%，这也与房地产销售遇冷的下行周期相吻合。不过 2024 年 12 月中央经济工作会议指出：持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房潜力。因此，政策重大变化下，

资金信托投向情况		工商企业	金融机构	基础产业	房地产	证券市场	其他
2016年	规模(万亿)	4.33	3.62	2.73	1.43	2.83	1.34
	占比	24.82%	20.71%	15.64%	8.19%	16.21%	7.67%
2017年	规模(万亿)	6.10	4.11	3.17	2.28	3.10	1.25
	占比	27.84%	18.76%	14.49%	10.42%	14.15%	5.70%
2018年	规模(万亿)	5.67	3.03	2.76	2.69	2.20	1.03
	占比	29.90%	15.99%	14.59%	14.18%	11.59%	5.43%
2019年	规模(万亿)	5.49	2.50	2.82	2.70	1.96	1.08
	占比	30.60%	13.96%	15.72%	15.07%	10.92%	5.00%
2020年	规模(万亿)	4.96	1.98	2.47	2.28	2.26	2.36
	占比	30.41%	12.17%	15.13%	13.97%	13.87%	14.45%
2021年	规模(万亿)	4.16	1.87	1.69	1.76	3.36	2.17
	占比	27.73%	12.44%	11.25%	11.74%	22.36%	14.47%
2022年	规模(万亿)	3.91	2.01	1.59	1.22	4.36	1.94
	占比	26%	13.39%	10.60%	8.14%	28.99%	12.88%
2023年	规模(万亿)	3.78	2.37	1.52	0.97	6.60	2.12
	占比	21.80%	13.64%	8.73%	5.60%	38.00%	12.21%
2024年	规模(万亿)	3.97	3.26	1.60	0.84	10.28	2.31
	占比	17.83%	14.65%	7.20%	3.78%	46.17%	10.38%

数据来源：wind，21世纪资管研究院整理

2025 年房地产业投资机会将逐渐显露，并为投资基础产业和工商企业创造新的机遇。

从证券投资信托的合作方式来看，私募基金（特别是私募债券基金）和银信合作是信托公司开展外部合作最重要的两类渠道。银信合作一般有多种模式，近期比较火热的一是通过设立信托计划成为银行理财产品的资金“蓄水池”，从而起到平抑产品净值波动作用，不过这种模式已经受到监管约束，2024 年以来监管要求理财公司、信托公司自查“平滑信托”使用情况并严控增量；二是私募产品一般不能由商业银行直销，往往嵌套一层信托计划（或券商资管计划）包装成阳光私募，由商业银行代销，而 2024 年年中，监管开始要求商业银行不得代销不得代理销售私募投资基金或通过借道其他持牌金融产品的方式变相代理销售私募投资基金，这种模式可能会受到影响。

3. 券商集合理财基金配置占比回升

券商资管业务积极向主动管理转型，券商集合理财近年来大幅提高了投资债券的比例，由 2019 年的 56.6% 上升至 2022 年末的 84.28%，2023 年微降至 83.81%，2024 年继续下降到 81.08%，但仍处于历年高位。现金类资产投资比例从 2019 年末的 11.57% 降至 2024 年末的 2.09%。

资金信托投向情况		股票	债券	基金	现金	其他资产	资产总值
2016年	规模(万亿)	554	10247	855	1926	3173	16876
	占比	3.28%	60.72%	5.07%	11.41%	18.80%	100%
2017年	规模(万亿)	829	10183	553	1122	3090	16067
	占比	5.16%	63.38%	3.44%	6.98%	19.23%	100%
2018年	规模(万亿)	575	8255	620	758	2387	13117
	占比	4.39%	62.93%	4.72%	5.78%	18.20%	100%
2019年	规模(万亿)	778	4923	326	1006	1412	8698
	占比	8.94%	56.60%	3.75%	11.57%	16.24%	100.00%
2020年	规模(万亿)	488	3232	240	669	693	5429
	占比	8.99%	59.54%	4.41%	12.33%	12.76%	100%
2021年	规模(万亿)	261	3640	426	232	300	4860
	占比	5.36%	74.88%	8.77%	4.77%	6.17%	100%
2022年	规模(万亿)	254.63	3142.39	161.13	80.59	89.94	3728.68
	占比	6.83%	84.28%	4.32%	2.16%	2.41%	100%
2023年	规模(万亿)	145.75	4795.59	432.64	114.59	233.72	5722.3
	占比	2.55%	83.81%	7.56%	2.00%	4.08%	100%
2024年	规模(万亿)	101.02	3845.17	427.41	99.30	269.20	4742.31
	占比	2.13%	81.08%	9.01%	2.09%	5.68%	100%

数据来源：wind，21世纪资管研究院整理

投资股票的比例近十年来经历了先上升后下降再上升的“波浪型”变化过程，2020 年前投资股票比例呈上升趋势，2021 年有所下降，2022 年股票投资比例再次提高至 6.83%，但随着 2023 年开

始的权益市场疲软，投资股票占比下降至 2024 年末的 2.13%。不过 2024 年下半年以来权益市场持续回暖，券商集合理财预计会在 2025 年增加股票配置。此外，券商集合理财倾向于用 FOF 方式配置资产，比如基金配置从 2023 年末的 7.56% 回升至 2024 年末的 9.01%。

三、报酬及收益率

1. 资管机构收入部分回升

由于银行理财行业没有完整的资管业务收入统计，只能从部分上市银行公布的年报中理财子公司净利润数据中窥斑见豹。

净利润方面，不同于 2023 年的普遍下滑，多数理财子公司在 2024 年实现了正增长，目前净利润高的依旧是招银理财和兴银理财，净利润分别为 27.39 亿元和 26.94 亿元。不过，招银理财的净利润同比下滑了 14.14%，另外两家净利润缩水的是民生理财和青银理财，分别下滑 11.46% 和 0.67%。净利润增幅最大的是浦银理财，同比增长 158.57% 至 11.61 亿元。此外，渝农商理财的净利润增幅也有 44.12%，达到了 2.45 亿元。农银理财、中银理财、中邮理财净利润增幅也较大，分别为 22.48%、20.58%、22.47%。

信托方面，由于资产管理规模扩大逾 23%，信托收入也有所增长，2024 年增至 940.36 亿元，较上一年增幅为 8.89%，不过其收入水平较 2021 年之前仍有差距，并且收入增幅远低于规模增幅。信托业 2024 年净利润为 230.87 亿元，比 2023 年大幅下跌 45.52%，减少 192.87 亿元，几近腰斩。而此前 2023 年净利润还有小幅增长。目前，基于资产服务信托低收费特点，信托业整体利润收入必然会受影响，信托公司要凝聚共识，根据资源禀赋错位发展，突出特色，积极推动提高信托业务收益率，解决利润增长不及预期的紧迫性问题。

公募基金管理费方面，2024 年收入较 2023 年下滑了超 8%。这一方面是因为主动管理权益类基金缩水，另一方面更应归结为费改。基金降费过程中，有两股力量发挥作用：其一，自上而下引导行业机构降低主动管理型产品的相关费用；其二，在市场化机制作用下，机构迎合普遍降费趋势，利用降费等手段营销同质化的指数基金与 ETF 等。整体上，公募基金的综合费率出现较大程度下降，比如偏股型产品的管理费从平均 1.5% 左右降低至 1.2% 左右，为投资者节约了成本。同时，在基金产品的结构上，被动权益类基金出现较大发展，公募基金的工具属性进一步提升。

此前由于券商资管的资管规模严重缩水，其 2023 年收入也相应下跌至 224.79 亿元，2024 年这项收入变化不大，为 239.47 亿元。

各类资管机构收入

		银行理财	信托业务	证券公司资管	基金子公司专户	基金公司专户	公募基金管理费
2024年	收入		940.36	239.47			1246.70
	体量	29.95	29.56	5.47	1.09	4.66	32.83
2023年	收入		863.61	224.79			1356.15
	体量	26.8	23.92	5.93	1.44	4.77	27.27
2022年	收入		838.79	270.95		23.05	1458.26
	体量	27.65	21.14	6.87	1.92	5.2	26.03
2021年	收入		1207.98	283.93			1416.39
	体量	29	20.55	8.24	2.32	5.07	25.56
2020年	收入	9932.5	1228.05	299.6			929.63
	体量	25.96	20.49	8.55	3.39	4.67	19.89
2019年	收入	9255.8	1200.12	275.16			632.14
	体量	23.40	21.60	10.83	4.00	4.34	14.76
2018年	收入	10566	1140.63	275.00			610.94
	体量	32.10	22.70	13.36	5.25	6.04	13.03
2017年	收入		1190.69	310.21	88.71	109.98	552.25
	体量	29.54	26.25	16.88	7.31	6.43	11.6
2016年	收入	9772.7	749.61	296.46	113.79	112	498
	体量	29.05	20.22	17.58	10.5	6.38	9.16

数据来源：基金业协会、信托业协会、中国理财网，21世纪资管研究院整理

收入单位：亿元 体量单位：万亿元

2. 收益呈现“固收走低，权益走高”格局

2020 年疫情以来，中国央行不断降息，在净息差缩减的情况下，各家大行多轮降低定期存款收益率，十年期国债收益率也不断下行。低利率环境下，理财、保险产品的低利率趋势仍旧持续，金融机构需要进一步做好投资者预期管理。

从银行理财的历年收益来看，由于 2022 年遭遇两轮破净，2023 年的成绩单明显好于前一年，兑付年化收益达到了 2.94%，但由于持续的降息和“优质资产荒”，2024 年兑付年化收益率至 2.65%，如果银行理财仍不加强含权投资，预计 2025 年这一数据还将进一步降低，减弱“存款搬家”中银行理财对客户的吸引力。

部分资管产品收益率情况

A 银行理财收益情况

	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
兑付年化收益率	2.65%	2.94%	2.09%	3.55%	3.89%	4.44%	4.97%	4.06%	3.79%

各月度理财产品平均收益率

数据来源：中国理财网



公募基金在 2024 年表现喜人。这不仅表现在债基在这一年的净值增长率平均数和中位数都超过 4%，远超银行理财，还表现在资本市场得到提振的情形下，股票型基金、混合型基金一改往年颓势，不但收益率回正而且赚钱效应突出，股票型基金全年净值增长率中位数站上 10%， “基金赚钱而基民不赚钱” 的魔咒在这一年被打破。此外，QDII 产品 2024 年平均收益率高达 12.57%，中位数也有 12.53%，在所有基金产品中处于最高水位，居民和机构进行海外资产布局的盼望热切。

B 公募基金收益情况（复权单位净值增长率）

		股票型基金	混合型基金	债券型基金	货币型基金	QDII型基金	封闭式基金
2024年	平均值	8.92%	3.76%	4.51%	1.71%	12.57%	0.59%
	中位数	10.03%	4.32%	4.41%	1.75%	12.53%	2.14%
2023年	平均值	-9.49%	-10.00%	2.88%	1.94%	6.82%	1.34%
	中位数	-9.53%	-9.88%	3.17%	1.98%	2.74%	2.51%
2022年	平均值	-20.04%	-15.92%	0.63%	1.78%	-11.62%	1.07%
	中位数	-20.11%	-16.76%	2.11%	1.82%	-14.48%	1.63%
2021年	平均值	7.91%	8.63%	4.97%	2.19%	3.27%	7.87%
	中位数	5.08%	6.31%	4.12%	2.23%	-1.81%	6.90%
2020年	平均值	41.15%	43.13%	4.18%	2.05%	15.39%	56.87%
	中位数	37.87%	40.84%	2.91%	2.09%	7.77%	54.79%
2019年	平均值	39.26%	34.03%	5.97%	2.46%	21.41%	8.89%
	中位数	38.17%	33.59%	4.56%	2.48%	20.80%	5.00%
2018年	平均值	-24.87%	-15.79%	4.45%	3.50%	-8.05%	2.73%
	中位数	-24.83%	-18.00%	6.03%	3.52%	-8.07%	5.73%

数据来源：wind，21世纪资管研究院整理

信托业 2024 年产品收益情况未有官方机构披露。根据 YY 评级以及 wind 数据统计，信托规模大于 1 万亿的机构信托资产平均收益率在 1.97%–4.35% 之间，信托规模在 5000 亿–1 万亿的机构平均资产收益率略高，在 2.98%–7.80% 之间，信托规模小于 5000 亿的机构平均资产收益率在 3.06%–4.43% 之间。

C 信托产品收益情况

平均年化综合	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
实际收益率	6.53%	6.87%	6.50%	7.18%	7.67%	7.56%	6.68%	6.79%	8.20%	8.41%

数据来源：wind，普益标准，21世纪资管研究院整理

当前信托兑付风险高发期已过，此前主要投向为房地产、城投债、未上市公司股权等产品风险较高，引发数次舆情，现在已经处于风险化解阶段，信托机构也在减少此类风险资产配置。

（作者 / 周炎炎 编辑 / 方海平）

一年十大资管重磅事件全梳理

最近一年来，大资管一如转型以来的每一年，充满了种种变化，发展过程中不断出现新的变量因素。

政策层面，一方面，各种促进消费、提振经济、支持资本市场发展的措施持续出台，另一方面，规范行业的政策也越来越具体和明确；市场层面，相关提振措施之下，股债市场迎来一波显著轮动，尤其资本市场一改多年态势活跃度大为提高；行业发展层面，资管行业在合规、普惠、减费让利方面的具体举措进一步推开，高质量发展进入新阶段，行业暗流涌动，迎接新的变革。

一年一度的“资产管理年会”召开之际，21世纪资管研究院梳理了最近一年以来大资管行业发生的十大重磅事件。

1. “9·24”推出一揽子金融组合拳，股债走势迎来转折点

2024年9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，会议公布的货币总量、房地产支持、资本市场系列支持等多项重磅政策，力度和时点均超市场预期，导致去年股市和债市的走势出现转折点。

具体来看，去年的“9·24”新政涵盖了七大政策要点，包括：第一，央行的政策考量主要聚焦增长、物价、银行息差、汇率、财政政策协同等五大考量因素；第二，总量宽松政策降准降息齐发；第三，地产领域发布五项金融支持新政策；第四，加大力度支持资本市场，修复风险偏好；第五，关注长债利率水平，尊重市场但也防范系统性风险；第六，人民币汇率贬值压力缓解，不过依旧强调防止单边预期；第七，债券市场短期关注风险偏好回暖的风险，但也需把握政策利率下调后的重定价机会。

受此影响，上证综指在 9 月 24 日当日放量大涨 4.2%，创 2020 年 7 月以来最大单日涨幅，两市成交骤增至 9713 亿元；至 10 月末沪深 300 累计上涨 21%，完成“股熊到股牛”切换。同时，宽松预期兑现后，利率快速下行，10 年期国债收益率一度跌破 2.5%；但 9 月下旬起资金由债向股转移，中证全债指数 10 月小幅回落 0.8%，出现“股债跷跷板”。

2024 年下半年，在短期内疯狂上涨至 3700 点以上后，10 月、11 月市场逐渐开始降温，指数在 3300 点上下剧烈波动，单日振幅多次超过 3%。春节过后，市场由“政策驱动”逐步转向“基本面 + 流动性”双轮驱动，逐步开启慢牛之路，行业风格也从普涨转为轮动，具体来看，从高股息红利，如银行、电力，到科技成长，如 AI、机器人、智能驾驶，到高端制造，如家电、汽车出海等。

近期，受流动性宽松环境、资本市场环境优化等因素影响，上证 A 股指数出现回暖迹象，重新登上 3600，慢牛行情或将开启。

而在债市，9 月 24 日之后，债券开始出现回调，同时，央行多次提示债券投资风险。2024 年 12 月金监总局出台《债券借贷管理办法》，限制非银机构杠杆上限，从原来的 200% 降至 120%。

进入今年一季度，债市继续波动趋势。从走势节奏来看，3 月 17 日成为上半年债市的分水岭。年初至 3 月中旬，受经济数据超预期、政策预期修正以及资金面收敛等多因素共振影响，债市收益率出现一波明显上行。自 3 月中旬起，债市迎来阶段性修复，收益率震荡下行。

2. 涉及代销、信披、适当性管理等，多项重磅政策出台，财富管理行业合规发展路线明确

2025 年以来，国家金融监督管理总局围绕消费者权益保护相继出台了多个政策，包括《金融机构产品适当性管理办法》《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法（征求意见稿）》《商业银行代理销售业务管理办法》等。

其中，7 月 11 日国家金融监督管理总局发布的《金融机构产品适当性管理办法》（以下简称《办法》），自 2026 年 2 月 1 日起施行。《办法》首次系统性构建了“产品 - 客户 - 销售行为”三维监管框架，从根本上要求金融机构摒弃粗放式销售模式，向精细化、合规化、客户适配化方向转型。其中对于不具备适当性的情况和对金融机构销售产品时的禁止行为，明确了机构行为的合法边界。

5 月 23 日，国家金融监督管理总局就《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，对资产管理信托产品、理财产品、保险资管产品的信息披露行为进行了系统

规范，全面覆盖产品募集、存续、终止各环节，督促机构严格履行信义义务，充分保障投资者的知情权和选择权。

3月21日，国家金融监督管理总局发布《商业银行代理销售业务管理办法》，主要包括强化商业银行对合作机构和产品准入的管理责任，明确合作机构准入审查和产品尽职调查要求；规范商业银行代理销售行为，对销售渠道、销售人员管理、产品展示、适当性管理、风险提示等作出具体规定；强化商业银行在代销产品存续期应尽的义务。

以上三个政策的出台将使得金融机构需要重新考量其原有业务流程和规范，将产品的适当性原则融入业务开展的全流程，从开始的精准匹配投资者，到风险提示，信息披露等事前、事中、事后的各个服务环节进行流程再造。

3. 多项政策集中出台，护航长期资金入市

1月22日，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，为以后的大型资管机构的资产配置方向奠定了主基调，并相应制定了考核方案。

具体来看，主要举措包括：一是提升商业保险资金A股投资比例与稳定性；二是优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制；三是提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平；四是提高权益类基金的规模和占比；五是优化资本市场投资生态。

以此为基础，相应的配套政策也陆续出台。4月3日，国家金融监督管理总局发布《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》，要求保险机构明确重大股权投资的概念；立足“五篇大文章”，促进保险公司专注主业，调整可投资行业范围；规范治理约束和内部管控；明确“新老划断”要求。

4月8日，国家金融监督管理总局继续发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，优化保险资金比例监管政策，加大对资本市场和实体经济的支持力度。主要内容为：一是上调权益资产配置比例上限；二是提高投资创业投资基金的集中度比例；三是放宽税延养老比例监管要求。

多个引领性政策出台后效果立竿见影。险企公告及交易所披露文件显示，截至7月30日，2025年以来险企已完成21次举牌，创近五年新高；险资已出现在37单A/H股IPO的基石/战略

投资者名单中。银行理财方面，《2025 年上半年理财市场半年报》显示，截至 6 月底，权益类及混合类产品余额 4.1 万亿元，占比首次突破 15%。

4.《推动公募基金高质量发展行动方案》重磅推出

2025 年 5 月 7 日，中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，旨在落实新“国九条”关于“稳步推进公募基金改革、推动证券基金机构高质量发展、支持中长期资金入市”的决策部署，致力于解决公募基金行业经营理念有偏差、功能发挥不充分、发展结构不均衡、投资者获得感不强等问题。其核心内容包括：

第一，建立与基金业绩表现挂钩的浮动管理费收取机制，直指基金行业长期以来“基金赚钱、基民不赚钱”的问题。对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式。在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的 60%。

第二，改革基金公司绩效考核机制、薪酬管理制度。对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于 80%。对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于 80%。其中投资收益指标涵盖了基金产品业绩和投资者盈亏两方面指标。

第三，进一步提出更深层次的基金费率改革方案，引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。

出台之后，基金行业在制度、产品、考核、销售、组织五大维度迅速作出反应。比如，嘉实、易方达、博时等头部公募已将基金经理考核权重的 80% 锁定“三年以上滚动收益”，并同步推出“绩效递延 + 跟投强制”组合方案。上半年，全行业累计上报浮动费率主动权益基金 186 只，占同期新报产品的 42%，其中头部公司上报数量占比 70%。此外，沪深 300、中证 A500 等宽基指数 ETF 管理费统一下调至 0.15%/ 年；货币基金托管费同步下调 5 - 10bp。

除了公募基金外，银行理财也在跟进减费让利的大趋势。从投资类别来看，现金管理类、纯债日开、固收 + “微含权”、短债持有期等主流产品几乎无遗漏；从收费类型来看，固定管理费、托管费、销售服务费全面下调，部分产品阶段性“0 费率”。

5. 信托公司管理办法 18 年来首次修订, 多项业务范围调整

4月11日，国家金融监督管理总局发布关于《信托公司管理办法（修订征求意见稿）》（以下简称《办法》）公开征求意见的公告，这也是该《办法》2007年实施后，首次修订。

《办法》的出台背景是，原来的部分条款已难以满足信托公司风险防范、转型发展和有效监管的需要，与资管新规、信托业务三分类通知等近年新出台制度的衔接也有待加强。

《办法》对信托公司业务范围作出调整，修订后的业务范围共三项：一是信托业务；二是资产负债业务；三是其他业务。此外，结合实际情况取消了与信托公司主业无关联度的或与现行监管政策相冲突的“作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务”“代保管及保管箱”“居间、咨询、资信调查”“经营企业资产的重组、并购及项目融资、公司理财、财务顾问等业务”等4项中间业务。

从此次修订后的《办法》精神来看，风险的防范和化解被放在首要位置，与此前相比，在信托公司风险防控及处置等方面内容表述大幅提升，信托公司严监管提升到了史无前例的高度。

在加强风险防控方面，《办法》指出，信托公司必须建立以受托履职合规性管理和操作风险为重点的全面风险管理体系。明确信托文件要求、信托目的合法性、风险揭示、销售推介、受益权登记、信息保密、报酬费用、失责赔偿、终止清算等系列要求，加强信托业务全过程管理。

在强化信托监管层面，《办法》明确信托公司风险处置机制。信托公司最低注册资本从3亿元提高至5亿元门槛。强化信托公司资本和拨备管理。从受托履职和股权管理两个方面加强行为监管和穿透监管。落实分级分类监管要求。提升风险处置和市场退出的约束力和操作性。

6. 理财产品“估值魔法”整改潮

去年下半年以来，金融监管机构开始重点整改银行理财调节收益的行为。2024年6月，某地金融监管局向辖内信托公司发布《关于进一步加强信托公司与理财公司合作业务合规管理的通知》（以下简称《通知》）。

《通知》指出了信托公司与理财公司合作时的四大问题：一是配合理财公司违规使用平滑机制调节产品收益；二是配合理财公司在不同理财产品间交易风险资产；三是为现金管理类理财违规投资低评级债券、违规嵌套投资存款提供通道；四是配合理财产品不当使用估值方法。

除了通过信托的通道业务以外，另一大整改的目标是“收盘价估值”。2024年12月，监管部门明确要求理财公司不得违规使用收盘价调整、平滑估值、自建估值模型等方式平滑产品净值波动，并

要求 2025 年 6 月底前完成一半整改任务，年底全部整改完毕。

整改核心在于债券资产估值方式改变，摒弃交易所收盘价估值（如私募债、资产支持证券等），转而采用中证估值（交易所债券）和中债估值（银行间债券），以反映市场公允价值，推动资产估值全面转向市值法。

整改后，理财产品净值波动将更真实，投资者需直面净值涨跌，理财公司需通过优化资产配置策略，如缩短债券久期、布局多资产多策略产品和提升投研能力应对波动。

7. 私募机构数量收缩，监管加强

2025 年，私募行业上演“减量提质”大洗牌。今年以来，上海、广东、浙江等地证监局陆续下发私募自查自纠工作通知，部分地区明确提出将通过走访调研、现场检查等方式，对私募基金管理人的学习自评工作进行抽查。从各地通报情况来看，私募违规行为主要包括：从事与私募基金管理相冲突或无关的业务、向投资者承诺保本保收益、挪用基金财产、未按合同约定向投资者披露可能影响其合法权益的重大信息等。

中基协数据显示，今年上半年已注销私募基金管理人 568 家，远超去年同期水平；仅 5 月单月就注销 63 家，而新登记仅 4 家，管理人总数因此净减 59 家。从存量数据来看，截至 6 月底，存续私募基金管理人 19756 家，管理基金规模 20.26 万亿元。而在今年初，存续私募基金管理人共计 20289 家，管理基金规模 19.91 万亿元。

在监管处罚方面，据不完全统计，截至 7 月 30 日，今年以来各地证监局已通报上百家私募机构的违规行为。

8. 被动投资大爆发，被动权益基金规模超越主动

近日，证券投资基金业协会披露了最新的基金规模。截至 6 月底，我国公募基金资产净值合计 34.39 万亿元，创历史新高。其中，债券型基金增长近 5100 亿元，股票型和混合型基金均增长超 1200 亿元，货币型基金则下降超 1600 亿元。

中信建投证券研究显示，二季度，公募基金总体规模增加 6.57%，非货规模增加 6.54%；混合型基金规模小幅下降，其他各类型均有一定增长。被动基金规模延续增长趋势，且增速再度回升，最新季度末规模占比约 30%；权益类基金中被动投资规模占比达到 50% 以上。ETF 规模同样加速增长，

在被动基金中占比提升至 72%。

促进被动投资的基调也在今年年初就已经奠定。今年 1 月，中国证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》。《行动方案》的主要目标是，推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升，加快构建公募基金行业主动投资与被动投资协同发展、互促共进的新发展格局；强化指数基金资产配置功能，稳步提升投资者长期回报，为中长期资金入市提供更加便利的渠道，助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量。

随着去年 9 月以来权益市场逐渐回暖，基金公司也抓住机遇开始跑马圈地。今年，华夏基金、富国基金和易方达等大型基金公司均积极布局新产品，非货币 ETF 规模均显著增长。富国基金和华夏基金分别新发 13 只和 11 只 ETF，主要集中在科创板及港股市场。海富通基金凭借 3 只债券 ETF，上半年实现规模增长超过 400 亿元。在费率方面，大多基金公司选择“薄利多销”的策略，今年主流股票型 ETF 的管理费率仍为 0.5%，但已有超过四分之一的 ETF 将管理费率下调至 0.15%。

9. 黄金投资受热捧，保险资管开启黄金投资试点

黄金的“牛市”在今年延续，本轮黄金牛市起始于 2018 年下半年，当时伦敦现货金价约 1178 美元/盎司；七年后的 2025 年 6 月底，价格已升至约 3280 美元/盎司，累计上涨约 178%，其间先后经历了 2018-2020 年 74% 的拉升、2022-2024 年 44% 的反弹，以及 2025 年上半年 25% 的加速冲刺，不断刷新历史新高。

从全球来看，2025 年上半年黄金 ETF 市场表现强劲，创下多项纪录。世界黄金协会 7 月 11 日发布数据显示，受 6 月资金大幅流入推动，上半年全球实物黄金 ETF 累计净流入达 380 亿美元，创 2020 年以来最佳半年度表现。

在黄金价格持续攀升的带动下，截至 6 月末，全球黄金 ETF 资产管理总规模（AUM）达到 3830 亿美元的历史高位，较年初大幅增长 41%。同时，总持仓量增加 397 吨至 3616 吨，创下自 2022 年 8 月以来的最高月末持仓水平。

今年的黄金投资者里面，又增加一个大型机构投资者类别。2 月 7 日，国家金融监督管理总局发布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》确定了包括中国人民财产保险股份有限公司、中国人寿保险股份有限公司等在内的 10 家试点保险公司。投资范围包括，在上海黄金交易所主板上市或交易的黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约、上海金集中定价合约、黄金询价即期合约、黄金询价掉期合约和黄金租借业务。



10. 债券 ETF 步入快车道, 科创债 ETF 横空出世

截至 2025 年 7 月 30 日, 债券 ETF 产品数量已达 39 只, 总规模突破 5000 亿元大关, 达到 5122.40 亿元, 其中, 转债 ETF 2 只, 利率债 ETF 16 只, 信用债 ETF 21 只。今年以来, 债券 ETF 步入发展“快车道”, 品类日益丰富、规模持续攀升、旗舰产品涌现。

此外, 今年债券 ETF 还增加了新的品种。今年 5 月份, 债券市场“科技板”推出后, 科创债发行主体扩围至金融机构、募集资金用途更加灵活、发行交易做市等配套机制更加完善。6 月 18 日, 中国证监会主席吴清在出席 2025 陆家嘴论坛时提出, 加快推出科创债 ETF。7 月 17 日, 首批 10 只科创债 ETF 集体上市, 从成立到上市, 仅用一个月。

7 月 26 日, 首批 10 只科创债 ETF 在上市第 5 个交易日总规模突破千亿元, 达 1010.86 亿元。随着债券 ETF 市场不断创新, 整体规模已突破 5000 亿元。

在投资方面, 银行理财、保险、年金等长线资金成为科创债的主力买家, 工银理财等明确将科创债纳入固收 + 组合, 险资亦将金融类科创债配仓比例提升至 60% 以上。

(作者 / 吴霜)



The background of the entire page is a warm, golden-yellow color. It features several sets of thin, wavy lines that flow across the frame, creating a sense of movement and depth. A bright, glowing light source is positioned in the upper left quadrant, casting a soft, diffused light across the scene and creating a lens flare effect. The overall aesthetic is modern and professional.

CHAPTER 2

再造竞争力

资管业发展呈现新特征 如何再造竞争力？

放眼全球，资产管理行业从 1774 年荷兰首只共同基金成立到现在已经发展了两百余年，而在中国，资管行业诞生于 1997 年《证券投资基金管理暂行办法》的发布，并随着保险资管、银行理财、券商资管的加入而不断发展壮大，至今已经走过 20 余年的时间。随后，以“资管新规”出台为节点开启的大资管全面净值化，则又标志着我国资产管理行业进入一个新的阶段。

相较于海外市场，中国大资管的发展更像是一个刚刚开始成长的青少年，即使是进入“后新规”时代的这近 8 年时间里，资管行业的发展也面临着不同的问题，呈现出不同的特征。随着时间的推移和严监管持续，合规、标准、透明成为行业的底色，资管机构面临能力重塑和竞争力再造的问题。

日前，21 世纪资管研究院发起了资管机构竞争力评价课题，从业绩竞争力、产品竞争力、合规、舆情等维度对银行理财、公募基金、券商资管、保险资管、信托 5 类资管机构进行了整体评价。

一、产品表现上部分中小机构“异军突起”，但短板仍需补足

从产品表现上看，中小理财公司凭借固收类产品异军突起，大放异彩，近三年收益表现前十中有 7 家理财公司为城商行理财公司或农商行理财公司，其中城商行理财公司 6 家，农商行理财公司 1 家。这些中小理财公司主要靠固收类产品收益表现较为靠前而整体收益表现得分高，但部分中小理财公司权益类产品、混合类产品较弱的短板比较突出，部分中小理财公司甚至没有推权益类产品，需要补足短板、提升权益类投资能力。

部分中小公募基金也凭借纯债型基金表现较佳拉高整体收益得分，比如国海富兰克林基金、中航基金、蜂巢基金等。但中航基金、蜂巢基金等主动权益类基金表现则不尽如人意，尤其中航基金近五年、

近三年主动权益类基金表现较弱。

也有部分大中型基金公司在近五年、近三年、近一年收益表现进行加权后，无论是主动权益类还是纯债类得分均不低，比如易方达基金、景顺长城等，表现相对均衡。

二、机构经营上，头部机构“虹吸效应”加剧，中小机构盈利承压

资管机构盈利集中度持续提升。比如保险资管机构三大巨头国寿资产、泰康资产、平安资管 2024 年分别实现归母净利润 37.8 亿元、28.35 亿元、24.16 亿元，占行业总额的 50.74%。

券商资管有 3 家公司 2024 年净利润超过 4 亿元，华泰证券（上海）资产管理有限公司、财通证券资产管理有限公司、中信证券资产管理有限公司 2024 年分别实现净利润 8.82 亿元、5.2 亿元、4.09 亿元，合计 18.1 亿元，占行业总额的 50.31%。

公募基金盈利能力分化也比较明显，有 4 家头部基金公司 2024 年净利润超过 20 亿元，但也有 10 家基金公司出现亏损。头部公司通过规模优势摊薄运营成本，亏损公司普遍规模不足 500 亿元，难以摊薄高昂的投研和合规成本，再加上行业降费导致管理费收入锐减，加剧了经营压力。

信托行业由于遭遇地产行业风险传导、行业转型阵痛等，行业整体盈利情况不乐观，2024 年行业利润为 230.87 亿元，比 2023 年大幅下跌 45.52%，有 27 家信托公司 2024 年净利润出现下滑，占比接近一半。因风险处置成本高企、低费率业务占比提升等原因，“增规模不增利润”成行业共性。

头部资管机构凭借规模优势、品牌优势等，保持较强的盈利能力。中小型资管机构则生存压力加大。

三、合规要求愈发严格

近年来舆情风险、合规风险管控越来越受资管机构重视，舆情风险若控制不当可能导致品牌价值折损、客户信任崩塌引发恐慌性赎回等，对资管机构经营造成较大影响。近年来监管部门对资管机构的监管趋严，合规风险管控也越来越重要。其中理财公司监管趋于常态化，券商资管、信托公司等机构则罚单不少。

信托公司为 2024 年负面舆情数量最多的资管机构，55 家信托公司负面舆情达 1564 条，主要涉及底层资产“踩雷”与经营风险暴露等。合规方面，去年有 15 家信托公司领 20 张罚单，违规展业相关成被罚“重灾区”。其中既包括违规开展通道业务或为银行、保险等机构违规提供通道，也包括违规刚性兑付或变相刚兑，此外还涉及展业过程中未承担主动管理责任、违规开展政信业务、违规汇集资金设立虚假家族信托等。

券商资管则呈现“高舆情、高罚单”并存的特点，30 家机构负面舆情共 907 条。券商资管机构去年的负面报道主要以部分资管产品业绩掉队、期间业绩低迷为主。合规方面，券商资管机构被罚次数略高于其他类型资管机构，有 6 家机构合计领 29 张罚单。

相比之下，银行理财与保险资管处罚相对较少。去年有 8 家银行理财公司领罚单，处罚的违规行为主要包括未能有效穿透识别底层资产、信息披露不规范等；保险资管仅 2 家机构被罚，罚单数量相对较少。

而较多的正面舆情宣传以及曝光率较高可强化资管机构的优势。舆情声量数据显示，头部公募基金在舆情总数和发声规模方面体量惊人。券商资管机构也显示出头尾分化效应，头部机构曝光率十分可观。因此加强正面宣传、提高曝光率对资管机构的重要性不言而喻。

四、投研能力重要性凸显

近年来全球宏观环境趋于复杂多变（如通胀、利率波动、地缘政治等），而国内经济处于转型升级阶段，新旧动能转换过程中把握投资机会的难度加大，股市行业分化明显，个股 / 个券之间的表现差异加大，对投研深度和前瞻性提出了更高要求。2025 年以来债市波动也明显加大，逐渐由单边牛市转向高波动的震荡阶段，操作难度加大。

头部资管机构凭借强大的投研能力、人才积累与科技赋能，持续拉大与中小机构的差距。投研能力成为资管机构“强者恒强”的核心壁垒。强大的投研能力有助于资管机构精准分析市场变化趋势和把握投资机会，做出科学投资决策。比如通过对行业发展趋势和公司基本面的研究，挖掘出具有成长潜力的公司，为资管产品带来超额收益。

强大的投研能力还有助于资管机构更准确地评估资产的风险收益特征，提前识别潜在风险点（如行业政策变化、公司基本面恶化、宏观波动传导等），从而优化资产配置，规避重大损失。

对理财公司而言，由于客户群体大多风险承受能力不高，期望理财产品表现更为稳健，而资管新规后理财产品净值跟随底层资产价格波动，净值波动明显加大，通过多元化配置分散风险或者借助衍生工具对冲风险成为不少理财产品采取的策略。这意味着理财公司得具备一定的大类资产配置能力，应力争在合适的时间配置最合适、风险收益比最好的资产，以优化产品整体表现，这也对理财公司投研能力提出更高要求。

五、科技深度赋能资产管理

随着技术不断进步，科技逐步赋能资管全链条，覆盖投研决策、投资、风险控制、运营等环节。

比如投研环节，借助网络爬虫、数据接口等技术，广泛收集结构化与非结构化数据，如新闻资讯、社交媒体情绪等，并整合到统一数据库，为研究提供全面数据支持。再通过智能分析文本数据挖掘重要信息，辅助研究员发现投资机会、评估投资标的价值。

投资环节，新的AI技术不断应用于量化投资，运用数学模型和算法，结合历史数据和实时市场信息，自动生成投资策略并执行交易。此外还可实现投资组合的优化，根据投资目标、风险偏好和市场情况，动态调整投资组合，实现风险和收益的平衡。

风控环节，不少机构已实现实时风险监测，通过大数据和人工智能技术，对市场风险、信用风险、流动性风险等进行实时监测和预警。设置风险指标阈值，当指标偏离正常范围时及时发出警报。

六、产品创新趋于多元化

在客户需求日益多元化、市场趋于复杂的环境下，资管产品呈现多元化创新的特点。包括在主题设计、结构优化、资产类别拓展等多维度创新。比如养老产品 / 基金、ESG 产品 / 基金、科技主题基金等主题产品创新较多。

结构优化方面，包括期限结构创新、挂钩结构创新、工具创新等。其中理财产品期限越来越趋于短期化，最短持有期产品成为最受欢迎的期限结构类型之一。部分信托公司推出日开、周开、双周现金管理产品，满足灵活赎回需求。工具创新方面，比如ETF-FOF作为一种创新型资产配置工具，2025年以来热度上升，多家基金公司有所布局。

资产类别方面，2024年以来REITs、黄金ETF等另类资产颇受青睐，2024年公募FOF配置公募REITs明显增加，黄金ETF也获得资管产品青睐。

理财产品中“固收+”产品崛起，成为“主力军”之一。低利率环境下，多资产多策略逐渐流行，通过配置固收以外的资产增加收益来源并分散风险，成为越来越多理财公司青睐的策略，不少“固收+”产品通过多资产多策略增厚收益。南财理财通数据显示，2025年6月末，存续“固收+”产品规模占比达到接近六成（占比仅供参考，部分产品未披露规模数据），相比2024年末提高超10个百分点。在多元配置热潮下，收益率更高的境外资产，以及黄金、衍生品、可转债等资产被理财产品纳入配置范围。

与此同时，21世纪资管研究院基于长期以来对大资管行业的观察研究，并结合近期对多家资管机构的高层领导及业务负责人的调研，就资管机构再造竞争力给出了相关建议。

第一，持续加强投研能力建设

资管机构长远发展的基础是投研能力建设，其核心是组合管理能力 + 策略研发能力 + 工具加载能力，支撑是数字化应用能力 + 风险经营能力 + 运营支持能力，这构成整个投研体系的三梁三柱。

第二，以客户为中心，打通资产管理和财富管理

资产管理与财富管理需要加强融合，资管机构不仅要提供各类特点鲜明的投资工具，比如继续打造各类 ETF，也要致力于为客户提供解决方案，比如根据客户的综合情况与投资目标提供产品化或者顾问化的服务，提升客户投资体验，通过拉长投资期限获得更高的收益潜力，同时也有助于平抑资本市场波动。

从产品端来看，其创设和投资要以客户的需求为核心。对于银行理财公司来说，当务之急是打造适合零售客户的净值理财，收益高于存款，但波动要小，才能满足目前客户需要。

第三，数智化深度赋能经营管理

资管机构需要将大数据与人工智能有机结合，全面融入资管机构投资研究、产品创设、客户服务、风险管理等环节，并在不断升级迭代中促进经营效率与能级有效提升。

尤其是在客户服务方面，抓住人工智能发展的机会，培养一批适应新时代的投资顾问，为资管客户提供更加定制化的全流程服务。使其更全面地了解各类资产和策略的特点，掌握市场变动情况，综合看待投资组合的收益表现与风险情况。

第四，提升多资产配置和风险对冲能力

在资产端收益下滑的背景下，客户投资需求趋于保守，对收益的稳定性要求提高，而能够提升资管产品收益稳定性的方式之一就是多资产投资，这不仅涉及到均衡配置多种低相关性的资产类别，也包括在全球范围内寻找能够风险对冲的资产，从而为客户提供最佳的投资体验。

因此，资管机构需要通过关注不同资产相关性与大类资产轮动规律，综合运用杠杆策略、久期策略、信用策略增厚组合收益，同时，持续提升优质资产挖掘能力。

第五，提升考核能力建设

对于资管机构来说，顶层设计能力的重要组成部分之一就是对员工的考核能力。资管机构需要制定稳健的薪酬考核体系，增强公司治理的透明度和稳定性，并引导员工践行机构的投资理念，积极倡

导长期投资理念，避免短视行为，此外，在企业的合规治理层面，考核也可以引导员工防范风险。

第六，打造机构内部的敏捷反应机制。

资产荒叠加利率下行的环境下，各类机构的差别越来越小，实力的体现不在于选产品，不在于如何组合，恰恰应该在此时苦练内功。具体来说，就是资管机构的内部前中后台是否能够步调一致，协同发展。在客户需求提出的时候，在市场机会出现的时候，能够迅速捕捉到市场机会，推动资管产品内部尽快过会直至落地，才是考验资管机构真正的能力。

市场机会和空间稍纵即逝，一旦因为内部流程耽搁，直接导致市场机会的错失。所以在资管产品同质化越来越严重的今天，各资管机构应该打造自身对于市场和客户需求的敏捷落地机制流程，才能抓住稍纵即逝的市场机会，获得阶段性竞争比较优势。

（作者 / 唐曜华、吴霜 编辑 / 方海平）



财富管理转型关键之年 渠道端求新求变

2025 年对于财富管理行业而言，是重要的转型之年。

一方面，银行代销办法、金融机构适当性管理办法等一系列政策出台，监管多次强调适当性原则，细化信披要求，各类财富管理产品代销业务合规趋严；另一方面，无论是基金销售机构还是银行理财代销渠道，都面临着较大的竞争压力。

随着公募基金改革步入深水区，基金销售机构正面临着收入空间缩窄与专业服务不足的双重困境，亟需重构商业模式与服务理念；与此同时，越来越多的商业银行在净息差下行压力下，拓展中间收入需求旺盛，加入理财产品代销市场，推动存量时代行业马太效应加剧。

在这样的背景下，财富管理产品的代销渠道端，不得不正视投资者需求，加快从销售角色向服务机构的转变，通过数字化手段与精细化服务，为投资者多元化资产配置提供更多选择。

合规筑基，优化消费者保护

在今年上半年，一系列针对资管产品销售的相关政策法规密集出台，夯实了财富管理行业转型的政策基础。

首先是 3 月国家金融监督管理总局发布的《商业银行代理销售业务管理办法》（以下简称“代销办法”），将自今年 10 月 1 日起正式实施。在相关监管制度不断压实金融产品发行人、管理人责任的

基础上，代销办法进一步明确了商业银行作为代销机构的义务。

具体来说，代销办法包括强化商业银行对合作机构和产品准入的管理责任，明确合作机构准入审查和产品尽职调查要求；规范商业银行代理销售行为，对销售渠道、销售人员管理、产品展示、适当性管理、风险提示等作出具体规定；强化商业银行在代销产品存续期应尽的义务。

其中引发市场关注的重点有三个部分：一是对资管产品代销准入要求提升、流程增加，要求结合资管产品底层资产情况来确定准入流程；二是在销售管理方面强调银行开展代销业务不得依赖于其他机构渠道，不得通过外包业务流程等方式违规开展代销业务；三是强调银行代销产品时应遵循适当性原则，并限制了银行对客户风险能力测试的频率，特别是对私募产品等特定产品、老年群体等特殊人群进行代销业务时，应采取更为审慎严格的销售流程。

针对适当性管理原则，今年7月，国家金融监督管理总局又发布《金融机构产品适当性管理办法》（以下简称“适当性管理办法”），自2026年2月1日起施行。适当性管理办法将金融消费者权益保护的关口前移，帮助消费者识别风险，根据自身需求和风险承受能力选择适当的产品，减少超出自身能力的支出和风险损失，也帮助金融机构提升合规能力、优化金融服务。

特别是针对产品销售环节，监管强调金融机构应当构建科学合理的销售人员激励约束机制，考核标准应当包括但不限于销售行为和程序的合规性、客户投诉情况等，不得以销售业绩作为唯一考核指标。

事实上，从去年开始多家银行已经开始主动优化基金销售适当性管理。梳理来看，相关举措包括：上调部分代销公募基金产品风险等级，强化公募产品超风险评级销售的风险提示，甚至有银行取消全渠道超风险交易公募基金产生的机构业绩与个人业绩，从考核机制上禁止越级销售超风险产品行为。

公募改革纵深，代销行业分化加剧

随着公募基金费率改革不断推进，在过去两年内已完成管理费与托管费、交易佣金费率的下调，今年围绕销售环节费率的第三阶段改革已箭在弦上，推动公募代销行业加速变革。

中国证监会主席吴清今年1月在国新办新闻发布会上表示，要进一步降低公募基金的综合费率，在已经降低基金管理费率、托管费率、交易费率的基础上，2025年起还将进一步降低基金销售费率，预计每年可以为投资者节约大概450亿元的费用。今年5月下发的《推动公募基金高质量发展行动



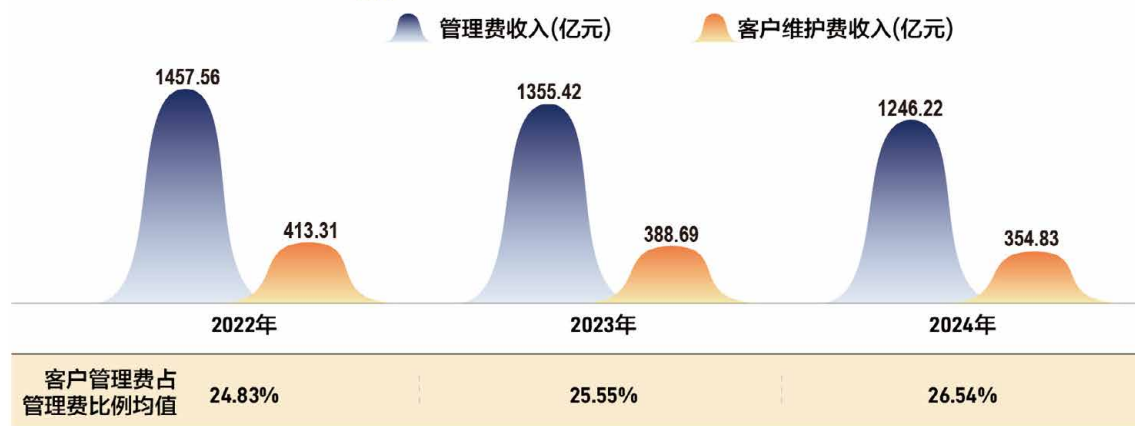
方案》也提出，稳步降低基金投资者成本，出台《公募基金销售费用管理规定》，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。

在这样的背景下，基金销售机构面临着收入空间缩窄与专业服务能力不足的双重挑战。

首当其冲的是受到公募管理费、托管费下降带来的尾随佣金收入下降。尽管今年上半年的最新数据尚未公开，但从 Wind 统计的 2024 年数据来看，作为费率改革后的首个完整年度，公募基金行业整体管理费收入为 1246.22 亿元，较 2023 年的 1355.42 亿元同比减少约 8%，其中客户维护费（尾随佣金）354.83 亿元，较 2023 年下降 8.7%。

尽管从客户管理费占管理费比例的均值来看，2022 年到 2024 年该项数据有所提升，从 2022 年末的 24.83% 逐步抬升至 26.54%。但如果将公募基金的规模差异考虑在内，筛选管理费在 5 亿元以上的基金管理人，分析尾随佣金占比最高的 10 名管理人，头部公募基金管理人的尾随佣金占比有所下降。如农银汇理基金在 2022 年到 2024 年各报告期内的尾随佣金占比数据分别为 39.99%、39.09%、37.94%。

公募基金管理费收入情况



数据来源：21世纪资管研究院据Wind数据统计

高度依赖尾随佣金的传统代销模式受到冲击。从去年上市公司年报披露的基金销售机构业绩来看，在公募“降费潮”下，“代销三巨头”招商银行、蚂蚁基金、天天基金中，仅蚂蚁基金一家出现营收与净利润增长，招行与天天基金的代销业务均出现“增销售规模不增业绩”的情况。具体来说，2024 年天天基金实现营业收入 28.53 亿元，同比减少 21.56%，实现净利润 1.51 亿元，同比减少 27.4%；招行去年代理基金收入为 41.65 亿元，同比减少 19.58%，其在财报中表示，主要是受基金降费和权益类基金保有规模下降影响。

公募代销“巨头”业绩数据

	2024年						2023年						2022年		
	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	非货币基金 保有量 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	非货币基金 保有量 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	非货币基金 保有量 (亿元)
蚂蚁基金	162.91	29.02%	4.5	28.57%	14529	14.19%	126.27	13.16%	3.5	-35.66%	12723	10.20%	111.59	5.44	11545
天天基金	28.53	-21.56%	1.51	-27.40%	5754	4.69%	36.37	-16.14%	2.08	-2.80%	5496	-5.97%	43.37	2.14	5845
招商银行	41.65	-19.58%			9504	22.87%	51.79	-21.52%			7735	2.10%	65.99		7576

数据来源：21世纪资管研究院据上市公司财报、基金业协会数据整理，招商银行相关收入为代理基金收入

面临收入萎缩冲击的不仅是巨头，今年以来公募基金代销市场分化更加显著，越来越多的中小机构被洗牌。

今年以来，多家基金公司公告，终止与民商基金销售（上海）有限公司的代销合作，而在此之前，还有多家基金公司先后与中植基金、宜信普泽基金、凯石财富等十余家基金代销机构解约。这一方面是由于部分代销机构存在合规问题，如乾道基金销售有限公司因内控不健全等问题被暂停业务，接连遭受基金公司解约；另一方面则是由于代销机构自身转型的考量，以前述被解约的民商基金为例，业内人士指出该机构在进行业务转型，放弃公募代销业务，未来或专注于私募代销业务。

理财代销扩容，规模竞争加剧

随着银行净息差水平的不断收窄，今年的理财产品代销市场竞争也相当激烈。

从整体市场格局来看，今年以来理财产品存续规模的比重在不断增加。截至 2025 年二季度末，已开业的 32 家理财公司发行的理财产品存续规模，占全市场的比例达到 89.61%，较上年末提升 1.8 个百分点。

存续产品规模的持续增长，让理财公司与代销机构“双向奔赴”，推动代销渠道的广泛扩张。

《中国银行业理财市场半年报告（2025 年上）》显示，今年上半年理财公司持续拓展母行以外的代销渠道，已开业的理财公司中，2 家理财公司的理财产品仅由母行代销，30 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。截至 2025 年 6 月末，全市场有 569 家机构代销了理财公司发行的理财产品，较年初增加 7 家，而由母行代销金额占比已由去年年末的 70% 降至



65% 左右。

从 2022 年至今披露的各项数据来看，从去年开始，理财子公司不仅加大了代销渠道拓展，也在持续发力直销业务。两组数据可以作为参考，代销方面，2025 年 6 月末的合作代销机构数量 569 家，较 2024 年初的 491 家已增加 78 家；直销业务方面，2025 年 6 月末在 32 家理财子公司中已有 22 家开展直销业务，直销金额达到 3197 亿元，而 2024 年初仅有 17 家公司开展直销业务，直销金额约 1500 亿元，在一年半的时间内直销金额规模已实现翻倍。

理财产品代销情况							
	仅由母行 代销公司数量	母行代销 金额占比	多个代销渠道 公司数量	合作代销 机构数量	开展直销业务 公司数量	直销金额 (亿元)	理财公司 总数
2025年上半年	2	65%	30	569	22	3197	32
2024年下半年	2	70%	29	562	21	2719	31
2024年上半年	3	70%	28	511	18	2331	31
2023年下半年	3	73%	28	491	17	1500	31
2023年上半年	3	75%	27	417	15	1100	30
2022年全年	4	86%	25	328	16	2600	29

数据来源：《中国银行业理财市场年度/半年度报告》

理财代销的合作机构也在不断扩容。近期，信银理财、招银理财、兴银理财、北银理财等多家股份行理财子公司发布新增代理销售合作机构的公告，越来越多的城商行、农商行甚至农信社成为银行理财产品代销方。

如北银理财近日新增浙江衢州柯城农商行为代销机构。今年以来，北银理财已与浙江上虞、诸暨、桐乡、嵊州、宁波慈溪等多地的农商行建立代销业务合作。

值得关注的是，从近期政策风向来看，券商也有望加入理财代销市场。

7 月 11 日，中证协在行业内最新发布的“证券业高质量发展 28 条”中明确提到，将加强与相关部门单位的沟通协调，稳步推动更多合规风控有效的券商取得银行理财、保险产品销售牌照，更好满足投资者多样化的投资需求。

华宝证券相关研报指出，银行理财产品营销正加速向多元化、数字化、精细化转型，在巩固原有线下渠道优势的同时，理财公司及代销机构正积极进行全渠道布局。

从卷规模到卷服务, 代销转型进行时

公募基金和银行理财产品代销格局的变化, 是近年来财富管理行业从销售导向到服务导向、从规模导向到价值导向转变阶段必须经历的“阵痛期”。

在过去很长一段时间, 公募基金行业出现的“基金经理赚钱、基民不赚钱”的问题, 一定程度上是基金代销机构发起的“榜单”与“造星运动”使得缺乏金融知识的基民追求“爆款”, 用脚投票, 这也是近年来监管持续推进公募基金改革的原因之一。

虽然有公募基金的“前车之鉴”, 但在业绩考核与规模拓展压力下, 银行理财产品销售也依然存在业绩披露不透明不规范、过度强调“打榜”“赛马”机制, 推广所谓无波动的伪估值理财产品等问题。

在这样的背景下, 资管产品代销机构亟需通过自身投研能力建设搭建起科学的选品逻辑, 告别销售导向下的流量思维与打榜思维, 为不同风险承受能力的投资者提供适合其投资需求的产品。同时, 作为链接资管机构与投资者的中间方, 代销机构也应当承担起投资者教育的职责, 引导健康投资理念, 既能与投资者“同富贵”, 也能陪伴其度过净值波动的“低谷”。

一些代销机构已经开启了代销模式的基因改造, 或针对自身客户的差异化需求提供服务。如招商银行推出的“TREE 长盈计划 - 安稳盈”项目将过往零散的基金销售, 升级为基于风险平价策略 (Risk Parity) 的资产配置解决方案。网商银行则瞄准小微客群提供理财代销服务, 在选品时强调“稳”的特性, 仅提供 R1、R2 级别中低风险产品, 底层资产主要配置存款、优质债券等固定收益类资产, 以期实现更好的抗跌表现。

(作者 / 李览青 编辑 / 方海平)

银行理财估值整改行至半程 有理财子已提前“交卷”

21 世纪经济报道记者从多家理财子人士处获悉，银行理财估值整改已有明显进展，且各不相同，呈现差异化。

去年 12 月，金融监管部门下发通知文件规范理财估值，直投或委外均不得违规使用收盘价、平滑估值、自建估值模型等估值方法，而应当采用中债、中证、外汇交易中心提供的当日估值，资管计划应穿透管理，确保资管产品与公司同类资产的估值原则、政策、技术、方法一致。

上述通知还称，开展整改，正偏离要还原产品原客户，不得用于新渠道新产品新份额的夸大宣传和打榜，一个月内报送整改报告（整改计划、措施、时限），按月反馈整改进度。

华北地区某股份行理财人士向记者透露，监管对银行理财估值整改已经设定明确的时间表，要求是 6 月底前要整改一半，年底要整改完毕，每个月都要反馈整改进度。

他进一步表示，这一要求早在 3 月份左右就已下达至各家理财子，目前大家都在按照上述进度来推进，不过各家的情况可能不太一样。

本报记者多方了解到，目前行业整改进度呈现差异化特征。例如，华南地区某股份行理财人士告诉记者，早在去年底公司就已全面完成整改，这一要求对目前业务基本不会产生影响。

华北地区某城商行理财子人士直言，按时完成没有难度，本身涉及的业务和产品量也不多。

理财产品净值波动可能加大

本轮银行理财估值整改的一大背景是，去年部分理财子为了平滑波动通过收盘价、平滑、自建估

值模型等方式调整产品净值波动，但是此举招致了资管同行的不满，被指存在不公平竞争。去年年末，监管出手叫停“通过收盘价、平滑、自建估值模型等方式调整产品净值波动”等措施。

彼时，华源证券固收首席分析师廖志明撰文表示，按照新监管要求，理财将需要像债基对债券一样全部采用第三方估值，不得平滑，存量须整改。新规则之下，理财配置长久期债券的能力受到明显约束，为了控制产品的净值波动，理财将需要适度缩短债券投资久期。此外，未来理财规模波动可能加大。

这也印证了上述华北地区某股份行理财人士所言，为了控制产品的净值波动，公司近期适度缩短了债券投资久期。一位合理理财子固收投研人士也曾向记者坦言，监管要求收盘价估值资产给他们稳定收益波动上了难度。

资深金融监管政策专家周毅钦告诉记者，从长远来看，银行理财估值整改可以起到规范市场秩序、维护公平竞争的作用。此前部分理财机构违规使用收盘价、平滑估值、自建估值模型等方式，扭曲了产品真实净值，造成“劣币驱逐良币”的现象，干扰了理财市场正常秩序，新规下回归理财净值化本源，统一采用中债、中证、外汇交易中心估值，让所有理财机构站在同一起跑线，凭投研能力和风控能力公平竞争。

周毅钦还称，银行理财估值整改也有利于保护理财投资者的合法权益。整改要求正偏离收益还原客户，防止新渠道新产品利用此夸大宣传，避免投资者被误导。整改后，理财产品净值更真实反映收益风险特征，但净值波动将更大。投资者要强化风险意识，根据自身风险承受能力选择产品，理性看待短期波动，适应理财真净值化趋势。

不过，也有城商行理财子人士向记者表示，估值整改对银行理财的长远发展来说是必要且积极的，但短期对市场还是有不小的影响。一方面，由于整改的要求，理财子均在出售收盘价估值类的资产，而这类资产在市场上很难找到交易对手；另一方面，债券市场的绝对收益水平处于历史低位，未来票息保护会越来越薄。

他进一步表示：“票息保护收窄的速度从去年开始已经在加快，再加上理财负债端的不稳定性也在上升，一旦出现一点风吹草动，大家就开始规避风险，市场上的卖盘就会增加，也会赎回基金。整体看来，市场的接连反应也会增加波动的幅度。”

廖志明也提及，由于信用债收益率处于历史低位，票息保护不足，理财收益率或难以跑赢5年定期存款。此外，随着理财估值整改进行，理财产品净值波动可能加大，对风险敏感型投资者形成压力。

还有分析人士指出，整改后产品净值波动将更加明显，投资者过去熟悉的“稳健收益”体验将发生改变，部分风险偏好低的保守型客户可能会选择赎回资金。

平衡合规要求与投资者预期

上述分析人士还称，就资管行业格局而言，估值整改落地之后，固收类银行理财产品与债券型基金的风险收益特征将更为趋近。如果银行理财无法通过提升投研能力或优化服务体验来建立差异化优势，一部分客户资金可能会流向公募债基等高收益替代产品。

事实上，在低利率的时代背景下，如何做好“存款替代”已经成为银行理财和公募基金的核心竞争力之一。记者向多家理财子人士采访了解到，估值整改后银行理财相比债券基金仍具备两大竞争优势：

一是渠道端，银行储蓄客户对银行理财产品的“天然信任感”依旧，在 5 月降息落地后进一步凸显的低利率环境下，银行存款搬家、资金向理财产品迁移的趋势明显。

二是银行理财在资产配置上更具灵活性，产品线丰富，且比同业来说投资范围更为广泛，有利于针对资本市场走势去开展品种轮动策略，涵盖衍生品、ETF 等多种投资工具，这种多元化配置能力持续成为银行理财子公司在资管行业的重要竞争力。

“而对理财子自身来说，估值整改推进也给银行理财子公司带来多重挑战。”上述分析人士解释，在负债端，机构需要投入更多资源开展投资者教育，帮助客户适应净值化产品特性，短期内可能面临规模增长放缓的压力。而在资产端，为控制净值波动，理财子公司可能需要调整投资策略，比如降低长久期债券配置比例，增加短久期资产或 ABS 等品种，但这可能会影响整体投资组合持仓收益水平。

他进一步指出，长期来看，新规或将加速行业分化进程。头部机构凭借更强的风控能力和品牌优势有望扩大市场份额，而中小机构则面临更大的核心投研能力建设压力。虽然新规客观上会推动理财子公司提升主动投资管理能力，促进产品创新，但在过渡期内，如何平衡合规要求与理财产品投资者的预期，仍是各家理财子机构今后需要面对的重要课题。

（作者 / 唐婧，吴霜，余纪昕 编辑 / 方海平）

公募改革启动： 回到投资者利益为王 要从“重规模”转向“重回报”

公募基金改革方案落地。

5月7日，中国证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》（以下简称《行动方案》）。

《行动方案》从优化基金运营模式、完善考核评价制度、大力发展权益类基金、守牢风险底线、强化监管执法、促进高质量发展等六方面提出了25条改革措施。

总体来看，《行动方案》回应市场和社会关切，探索建立适合中国国情、市情的公募基金发展新模式，着力引导行业机构努力实现从“重规模”向“重投资者回报”转型，形成行业高质量发展的“拐点”，加快建设一流投资机构。

业内认为，《行动方案》从多方面发力，在稳定市场、吸引资金、促进经济结构调整等方面有着积极意义，有望构建更健康、可持续的市场生态。

五大改革要点

《行动方案》共提出25条举措，包括五大重点内容：

一、优化主动管理权益类基金收费模式。

《行动方案》显示，对主动管理权益类基金，推行与基金业绩表现挂钩的浮动管理费率收取模式，对于符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现适用差异化的管理费率。业绩明显低于比较基准的，须少收管理费，有力扭转基金公司“旱涝保收”的现象。

值得关注的是,《行动方案》提及,在未来一年内,引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%;试行一年后,及时开展评估,并予以优化完善,逐步全面推开。

二、强化基金公司与投资者的利益绑定。

《行动方案》指出,全面建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系,将业绩比较基准对比、基金利润率等直接关乎投资者利益的指标引入考核体系,相应降低产品管理规模排名、基金公司收入利润等指标的考核权重。

《行动方案》要求,提高基金公司高管、基金经理跟投本公司管理产品的比例和锁定期要求。督促基金公司建立健全与基金投资收益挂钩的薪酬管理制度,对产品中长期业绩差的基金经理,要求其绩效薪酬应当明显下降,更好体现与投资者的“同甘共苦”。

三、提升行业服务投资者的能力。

《行动方案》提出,引导基金公司、基金销售机构围绕投资者最佳利益,全面优化投资研究、产品设计、风险管理、市场推广等资源配置,践行长期投资、价值投资、理性投资,努力给投资者带来更优回报。

《行动方案》要求,抓紧出台公募基金投资顾问管理规定,促进基金投顾业务规范发展,为投资者提供适配其特点和需求的组合投资服务。

此外,《行动方案》还提及,加快推出机构投资者直销服务平台,便利各类机构投资者参与基金投资。

四、提高公募基金权益投资的规模和稳定性。

《行动方案》显示,优化基金注册安排,推出更多场内外指数基金和中低波动含权型产品,促进权益类基金创新发展。

《行动方案》要求,强化基金产品业绩比较基准的约束力,充分发挥其体现产品定位、衡量产品业绩的作用。

此外,对基金投资业绩全面实施三年以上长周期考核,提升公募基金投资行为稳定性,促进资本市场投融资平衡发展。

五、一体推进强监管防风险促高质量发展。

《行动方案》强调，完善监管制度，丰富执法手段，将“长牙带刺”落到实处。一方面，提升基金公司治理水平，督促大股东、董事会、经营层归位尽责。另一方面，完善行业多层次流动性风险防控机制，持续提高行业合规水平。另外，提升行业声誉管理能力，唱响经济光明论，充分发挥引导和塑造预期的积极作用。此外，大力弘扬和践行“五要五不”的中国特色金融文化，加快建设一流投资机构。

推行浮动管理费率

对主动管理权益类基金大力推行浮动管理费率，是本次公募基金改革的一个积极探索。

自 2022 年以来，受基础市场波动加大等多方面因素影响，行业主动管理权益类基金收益水平不佳，很多产品都跑输了业绩比较基准，基金公司却仍按固定费率收取管理费，引发市场广泛关注，甚至出现“旱涝保收”的质疑，各方关于推出更多浮动管理费率产品的呼声较为强烈。

《行动方案》提出，对主动管理权益类基金，大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，对符合一定持有期要求的投资者，赎回产品份额时，根据持有期间的产品业绩表现，确定相应的管理费率。

业内人士举例，投资者买了一只浮动管理费的主动管理权益类基金，持有一年以后赎回产品，基金公司将会根据投资人持有期间产品的实际业绩表现，来计提不同档次的管理费，符合同期业绩比较基准的，适用基准档费率（比如说 1.2%）；明显低于业绩比较基准的，适用低档费率（比如说 0.6%）；显著超越业绩比较基准的，适用升档费率（比如说 1.5%）。

《行动方案》提到，建立与基金业绩表现挂钩的浮动管理费收取机制。对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，对符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平。

不过，在实施路径上，证监会将采取新老划断方式，对于存量产品暂不做强制要求；并区分头部机构和中小机构，分阶段推进。要求头部机构在接下来这一年里，新注册的主动权益类基金的 60% 应采取上述浮动费率安排，欢迎外资机构、中小机构积极参与。在试行一年后，证监会将根据产品运作、市场情况及时开展系统评估。

据悉，目前，已有 20 余家机构做好申报发行此类新产品的准备工作，新产品预计将会很快推出，其他行业机构也将在准备就绪后陆续上报。

对此，国泰基金指出，近年来，公募行业不断探索能“提升投资者获得感”的费率模式。2019 年首批浮动费率试点模式对基金获取绝对收益能力提出了较高的要求，同时规范了计提时点。2023 年在首批试点产品的基础上，进一步优化了与业绩挂钩模式的考核标准，同时考察绝对收益和相对收益，新增了与基金规模挂钩、与投资者持有时间挂钩的浮动费率模式。与此前浮动费率产品相比，本次收费模式更加强化业绩比较基准的约束作用。产品业绩的考核始终与业绩比较基准挂钩，对于持有期间产品实际业绩表现明显低于同期业绩比较基准的，适用低档费率；显著超越同期业绩比较基准的，适用升档费率。改革后的费率体系强化了业绩比较基准的“锚定作用”，将管理人与投资者利益深度绑定。

薪酬制度考核迎三大调整

薪酬与考核体系调整，是此番《行动方案》的重要内容之一。

《行动方案》提出，要系统完善基金公司考核评价制度，强化基金公司、高管、基金经理与投资者的利益绑定，督促行业机构牢固树立以投资者最佳利益为核心的经营理念。

具体来看，将从三个方面进行调整。

首先，全面建立以基金投资收益为核心的基金公司考核体系，是此番调整的重中之重。

《行动方案》明确，基金投资收益涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，前者包括基金净值增长率、业绩比较基准对比等指标，后者包括基金利润率、盈利投资者占比等指标。

调整后，基金公司股东和董事会对公司高管的考核，基金投资收益指标权重不低于 50%；基金公司内部对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于 80%。并且，对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于 80%。

其次，督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。

对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过 10 个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬。

再者，强化跟投要求。在现有基础上，进一步提高基金公司高管、主要业务部门负责人、基金经理对本公司管理基金产品的跟投比例，并对现行 1 年的跟投锁定期适当予以延长，以更好实现与投资者的利益绑定。

值得注意的是，此番薪酬考核体系调整只是第一步，后续证监会将指导基金业协会加快修订《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》，将监管要求嵌入基金公司内部考核制度，并在具体工作中稳步推进。

对此，格上基金研究员焦冰认为，通过将基金经理薪酬与长期业绩挂钩，强化跟投机制，实现管理人与投资者的利益深度绑定。此安排将促使基金经理更关注资产的长期增值，减少因短期考核压力导致的投机操作。

博时基金首席权益策略分析师陈显顺指出，优化收费与考核机制，有助于引导长期投资。这有利于有效改善基金公司“重规模轻回报”现状，促使基金经理更注重长期投资收益。从股票市场中长期来看，基金经理行为对于市场的波动影响减弱，有助于引导资金流向业绩优良、具备长期增长潜力的公司，提升市场资源配置效率，增强市场稳定性。

（作者 / 庞华玮 编辑 / 姜诗蕾）



信托业交三分类后首份完整年答卷： 规模增超 23% 结构持续优化

在宏观经济回升向好的背景下，中国信托业交出了《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（下称“《三分类新规》”）实施首份完整年度答卷。

6月3日，中国信托业协会发布的《2024年度中国信托业发展评析》显示，2024年末，67家信托公司管理的信托财产规模达到29.56万亿元，比2023年末增加5.6万亿元，增长23.58%。

“2024年末信托资产规模接近30万亿元，这并不是一次简单的年度性扩张，而是信托业在实施‘三分类’业务转型后资产规模的显著变化，同时也是信托业顺应市场需求变化作出的积极调整。”复旦大学信托研究中心主任殷醒民表示。

行业资产规模近30万亿元

数据显示，2024年末，67家信托公司管理的信托财产规模达到29.56万亿元，达历史最高，比2024年6月末增长9.48%，比2023年末增长23.58%。2024年末信托资产规模比2024年6月末增加2.56万亿元，比2023年末增加5.6万亿元。

而在此之前，信托行业资产规模在2017年达到前期最高，为26.25万亿元。随后，2018年开始，信托业务进入转型期，信托资产规模渐次回落。2018到2020年间，信托资产规模分别为22.70万亿元、21.60万亿元、20.49万亿元。

2020年后，行业资产规模逐步回稳，2021年较2020年微增0.29%。2022年和2023年信

托行业资产规模分别为 21.14 万亿元和 23.92 万亿元，分别增长 2.87% 和 13.15%。

2024 年末，信托行业资产规模接近 30 万亿元，较 2023 年增长超 20%。对此，殷醒民指出，信托业具有规模经济和网络经济特点，信托资产规模增长为提高资产配置效率和更好地服务客户群体提供了规模经济效应，金融资源配置效率和收益率提升成为信托资产规模持续增长的客观基础。

同时，他还表示，2024 年信托行业资产规模的增长不是一次简单的年度性扩张，而是信托业在实施“三分类”业务转型后资产规模的显著变化，同时也是信托业顺应市场需求变化作出的积极调整。

据了解，为促进信托业务回归本源、规范发展，切实防范风险，更高效服务实体经济，原中国银保监会于 2023 年 3 月颁发《三分类新规》，并于 2023 年 6 月 1 日起实施。

《三分类新规》将信托业务分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类，三大类下又分为 25 个小类业务品种。

殷醒民表示，在“三分类”格局下，信托业正从传统的非标融资业务向更加多元化和专业化的资产服务信托以及资产管理信托并重的业务模式转型。

信托业务结构逐步优化

信托资产规模增长背后也是信托业务结构的优化。

据中国信托登记公司数据，2024 年全年，信托行业累计新成立信托产品 6.74 万只，新成立产品规模 8.32 万亿元，其中资产服务信托产品 4.73 万只，规模 4.48 万亿元，分别占新成立产品个数和规模的 70.17% 和 53.84%，远超新成立资产管理信托。

中国信托登记公司副总裁刘铁峰表示，信托结构优化是规模增长的重要助力，也显示出信托业回归本源、服务实体经济和人民财富管理需求的坚定决心与扎实行动。

在资产服务信托方面，2024 年全年累计新成立财富管理服务信托 4.53 万只，规模 1.98 万亿元。新成立资产证券化服务信托 849 只，规模 0.74 万亿元。新成立行政管理服务信托 1029 只，规模 1.22 万亿元。

刘铁峰表示，家族信托、资产证券化服务信托等传统业务持续深耕，家庭服务信托、风险处置

服务信托等新兴业务更是成为信托公司的发力重点。

在资产管理信托方面，2024 年新成立资产管理信托 1.96 万只，规模 3.83 万亿元；在公益慈善信托方面，2024 年新成立公益慈善信托产品 544 只，规模 8.59 亿元。

虽然信托行业业务结构正逐步优化，但行业整体也面临着经营收入与利润的“一升一降”。

数据显示，2024 年行业信托业经营收入为 940.36 亿元，比 2023 年的 863.61 亿元增长 8.89%。2024 年行业利润为 230.87 亿元，减少 192.87 亿元，比 2023 年大幅下跌 45.52%，几近腰斩。

殷醒民分析，2024 年，信托公司从以资金融通与资产管理为主切换到以资产服务信托为先的信托业务发展模式。2021 年以来，信托业人均利润呈现下降趋势。目前，基于资产服务信托低收费特点，信托业整体利润收入必然会受影响。

他提醒到，信托业应保持高度警觉性，因为利润减少可能会侵蚀行业长期发展的动力，信托公司要凝聚共识，根据资源禀赋错位发展，突出特色，积极推动提高信托业务收益率，解决利润增长不及预期的紧迫性问题。

三分类下配套制度将陆续出台

“不难发现，信托业转型路径是清晰的，有待增强的业务重点也是明确的。”殷醒民表示，自“三分类”改革重磅出炉后，做好资产服务信托成为信托业归位“本源”业务的政策导向。

截至 2024 年年末，财富管理服务信托规模超过 1 万亿元，其中家族信托规模接近 6500 亿元，保险金信托规模为 2703.97 亿元，其他个人财富管理服务信托 1149.06 亿元。

殷醒民表示，随着中国经济的持续稳定增长和人均收入的不断提高，无论是高净值人群还是普通群众都期望通过资产配置和再配置来增加财产性收入，信托客户需求从单一的高收益诉求转向综合财富管理需求，信托公司的财富管理业务有巨大的发展空间。

资产证券化服务信托规模为 1.26 万亿元，其中信贷资产证券化服务信托规模为 6186.19 亿元，企业资产证券化服务信托 171.86 亿元，非金融企业资产支持票据服务信托 6253.41 亿元；风险处置服务信托规模为 24099.78 亿元。

在《三分类新规》下，资产管理信托共分为固定收益率信托计划、权益类信托计划、商品及金融衍生品信托计划和混合类信托计划 4 个业务品种。截至 2024 年末，58 家信托公司的资产管理信托业

务规模为 11.39 万亿元。

殷醒民指出，信托公司要挖掘信托制度适用于中国特色的资产管理功能、风险隔离功能和财富传承功能，积极拓展服务场景和服务对象。

公益慈善信托方面，截至 2024 年年末，由信托公司担任受托人的公益慈善信托存续规模为 49.65 亿元。根据今年协会第一次新闻发布会发布的数据，截至 2024 年年末，我国累计备案慈善信托 2244 单，累计备案规模 85.07 亿元，其中信托公司担任单一受托人和共同受托人的慈善信托，共计 2211 单、84.38 亿元。

对于《三分类新规》下，信托行业的发展，殷醒民表示，信托业按照“三分类”进行业务转型是一个长期过程，后续的配套制度和细则将会陆续出台，旨在规范业务发展、防控风险，并进一步推动信托业在服务实体经济增长过程中实现高质量发展。

据了解，在 2024 年 12 月和 2025 年 3 月北京市先后启动不动产信托财产登记试点和股权信托财产登记试点，2025 年 5 月上海市启动不动产信托财产登记试点。

截至目前，中国信托登记公司已依北京辖内信托机构申请，先后出具 2 笔不动产信托和 6 笔股权信托的信托财产登记备案证明文件，并已开始受理上海辖内信托机构申请。

刘铁峰表示，信托财产登记试点落地，为信托行业规范发展与转型升级提供了有力支持，行业发展将迎来新机遇。

（作者 / 林汉垚 编辑 / 杨希）

以智为翼，深耕投研能力建设，深化多元策略布局 ——浦银理财的实践与思考

一、宏观环境展望：经济持续温和修复

宏观经济方面，回顾 2025 年上半年，国内经济延续偏缓修复态势，总体呈现出韧性与压力并存的特征，尽管面临美国关税的巨大扰动，但外需短期支撑明显，同时政策靠前发力，积极托举内需，经济增速以 5.3% 收官，为全年增长目标打下了牢靠的基础。展望下半年，向外看中美关税政策仍有反复的不确定性，向内看经济供需的结构性矛盾依然不可忽视，中央财经委员会第六次会议强调依法依规治理企业低价无序竞争，通过破除“内卷式竞争”和劣质产能退出，打通供需错配的堵点，缓释物价低位运行的压力，将成为下半年经济基本面和行业变化主线。全年有较大概率实现 5% 左右的增长目标，助力“十四五”圆满收官。

政策环境方面，在全球需求放缓、贸易格局重塑、代际贫富分化的大背景下，货币政策预计将继续保持呵护态度，维持合意的流动性环境，且仍有配合财政发力的宽松要求与空间。

低利率环境下，企业盈利韧性与精准施策呵护为多资产投资创造了广阔的空间，科技金融投资、ESG（环境、社会和治理）投资、被动投资、养老资产管理等领域也迎来蓬勃发展机遇，多元投资机会不断涌现。对理财投资而言，在债券资产“压舱石”的基础上不断拓展投资边界，挖掘多资产投资机会、构建多策略投资体系，正成为价值创造的破局之道。

二、行业发展机遇：多元配置拉开序幕

当前，理财行业正迎来历史性的投资机遇，行业生态、产品形态与管理逻辑正发生深刻重塑，理

财投资的配置再平衡与多元化策略布局已经加速拉开序幕。

从国内市场来看，在经济、金融与资管行业高质量发展的背景下，围绕金融服务实体经济的使命，多元化投资机遇正在集中涌现。在科技金融方面，诸如债市“科技板”、科创债 ETF 等投融资创新不仅为科创类企业与科技项目融资引入活水，也为理财投资捕捉高端制造、智能装备等结构性机会提供了机遇；在绿色金融方面，新兴产业与传统产业均面临绿色发展与低碳转型的融资需求，绿色债券、绿色 ABS、绿色 REITs 等资产也日趋完善；普惠金融与养老金融方面，银行理财公司本身是普惠金融体系不断完善下的重要参与者和践行者，银发经济、乡村振兴等主题资产的诞生，对于理财公司而言既是投资的蓝海，也是承担社会责任的重要载体；与此同时，随着“反内卷”政策的持续推进，相关行业的盈利有望企稳复苏，资本市场也将迎来更多的质量投资机会。

从国际市场来看，通过海外资产、跨境资产进行全球化配置，也将成为理财投资获取多元收益、管理系统性风险的重要手段。在逆全球化提速、人口老龄化加剧、宏观债务高企、市场风险偏好降低等多重因素影响下，国内市场利率中枢持续下移，随着境内外利差走阔，诸如美元存款、美元债券、点心债等资产助力开辟资管行业“收益新空间”。与此同时，随着我国金融市场基础设施与要素的持续升级，以及与国际市场接轨加深，跨境资金流动有望迎来更加合规与安全的金融环境，在满足合法合规与风险管理的基础上，建立“从在岸到离岸，乃至到第三市场”的触角延伸，正成为资管机构未来拓宽的重点方向之一。

三、浦银理财破局之道：以智为翼与多元布局

面对全新的时代与行业命题，浦银理财以数智化战略为引领，深化多元策略布局，深耕投研能力建设，坚持“先有能力、后有规模”的发展理念，以投研能力建设为战略支点，积极开展全方位实践。

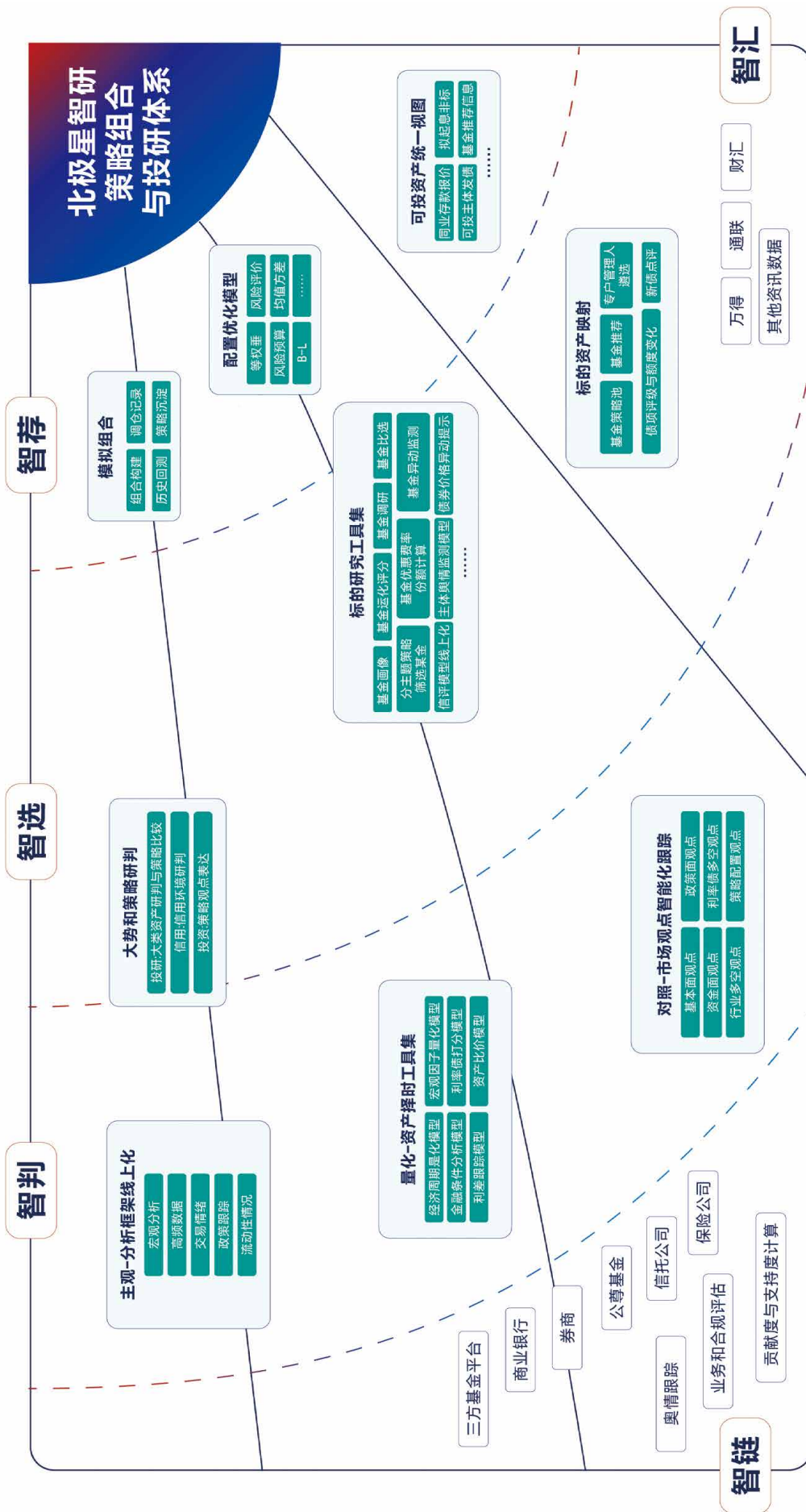
一是文化引领塑造长期导向。浦银理财将“创造客户价值、服务实体经济、助力美好生活”作为企业使命，以“长期稳健回报”为第一目标，以“安全、审慎、收益”为投资原则，坚持为投资者实现可持续的净值增长。公司确立了以绝对收益为目标、以基准达标率作为评价标准的有序的大类资产配置投研活动体系，并且高度重视人才队伍建设，持续加大投研资源投入，公司投研交人员占比 48%，硕士研究生学历占比 89%。公司积极践行金融工作的政治性和人民性，将做好金融“五篇大文章”写入公司三年行动规划，纳入公司考核体系，融入公司投研文化，以专项工程机制全面参与助力经济高质量发展。今年以来浦银理财关于做好金融五篇大文章、服务上海五个中心建设的资产余

额较年初增长 9.5%，其中科技金融、普惠金融资产余额分别较年初增长 18.6%、27.7%。

二是投研融合打通决策链条。浦银理财夯实各级投研责任，通过制度化、体系化方式提升全流程投研与管理水平，实现了从战略到战术、从研究到执行的闭环转化。公司树立了多层次、多策略投资体系，以利率研判、信用定价与大类资产配置策略为研究核心，深度挖掘信用债、非标等各类票息资产投资机会，通过策略库、基金库、机构库建设，贯通纵向择时、横向选品、全流程风控，持续提升全市场多策略收益获取能力，已沉淀出标准化的投研模型体系。战略资产配置方面，以组合安全为起点，建立科学合理、可回溯的大类资产配置框架，经过持续的策略回检，今年以来公司流动性应对能力显著提升，债券久期错配风险有效降低，多元策略开发落地实质提速，为夯实产品竞争力奠定基础。战术资产择时方面，从稳固宏观利率研判能力与深挖权益市场机会两端发力，重视债市投资的主线把握，同时强调前瞻性捕捉科技、红利、质量等结构性行情机会。公司持续加快“固收+”能力建设，重点聚焦研发量化策略模型，形成主观与量化双柱支撑的投研框架，并将模型库与模拟组合库作为策略试验田，优化研究工作的产出导向，实现了从市场研判到标的推荐、再到组合构建的融合升级。

三是策略进化服务多元需求。浦银理财投研队伍专注精益策略框架，对大体量资金的配置而言，贝塔的管理和策略体系建设，要重于对阿尔法的把握，具体到业务模式中，强调充分发挥工具化投资的优势，构建各类 Smart Beta 策略库，目前权益重点在红利、质量、成长、海外等风格因子布局，通过因子库和策略库支撑，满足产品矩阵的建设需求，服务不同客户的需求。浦银理财积极探索多元化产品创设，目前已形成“基础+进阶+特色”的“日、鑫、悦、益”产品体系，随着“功能+、债券+、项目+、权益+”的策略全面进化，公司也同步进行产品货架 2.0 升级，差异化推出可转债、科技、港股、红利、黄金、消费甄选、周期驱动等固收+产品，致力于为投资者带来更多的获得感、安全感、幸福感。

四是数智引领助力投研提升。浦银理财全面落实浦发银行集团数智化战略，与咨询公司合作推进“智浦理财”项目建设，高起点谋划“北极星智研”平台，致力于利用系统聚合投研 workflow，深入构建基于大类资产配置、资产集成视图、研究成果管理、推荐标的推送、投研高效互动的强大策略底座。近一年多项攻坚成果落地，数字赋能投研建设的成效显著：一是“智浦研道”小程序率先上线，将公司内部的数据速递、时政速评、策略研判、深度报告等投研成果全部实现线上化，实现市场研判可回溯、可沉淀、可追踪，大幅提升投研交互效率。二是定位于市场情绪捕捉的 AI+ 投研投入使用，以 AI 大模型每日捕捉近 7 天的市场情绪，全景展示全市场大类资产观点评分、凝练回答固收核心十问、总结权益看好做空标的，以高度可视化的方式在公司投研平台呈现，投研人员的信息处理时间大幅节





约。三是标的优选的基金智能投研平台顺利投产，一期覆盖六大核心功能，其中，基金策略池内嵌浦银理财内部基金分类与研究框架，基金优惠份额支持智能计算并推荐基金的最优惠份额，指数地图高效支持 ETF 投资，债基异动监控、按底层反选基金、多维筛选器等功能支持对底层基金数据库的个性化检索。与此同时，公司构建了全面的“投研交”一体化数智化体系，建设智慧组合投资管理、智能询价等系统和功能，打通投资、研究和交易的信息流通渠道，实现投资经理投前、投中、投后主要业务领域的线上化、数字化。

站在理财行业深度演进与多元变革的历史交汇点，浦银理财将顺应市场形势，谋思求变，持续推进多元化策略布局与体系化能力建设，以更开阔的投资视野重构能力边界，以更坚韧的定力穿越市场周期，在新时代资管格局中行稳致远、守正创新。

（浦银理财供稿）



CHAPTER 3

资配新风向

调研 |

当前环境下资管机构对各类资产走势的预判和投资策略之变

回顾 2025 年上半年，全球资本市场风云变幻，板块轮动更加迅速密集，投资风格切换显著。

随着投资者对收益性和安全性的双重诉求愈发强烈，资管机构更需要迅速调整投资组合配置策略，以应对市场环境的高波动性。7 月中下旬，21 世纪资管研究院向 20 位来自不同资管机构的专业投研人士发起调研，并对包括理财、险资、公募基金、券商资管的不同类型机构的相关投研负责人进行采访，呈现 2025 年中期的市场主流趋势预期和投资策略转向。

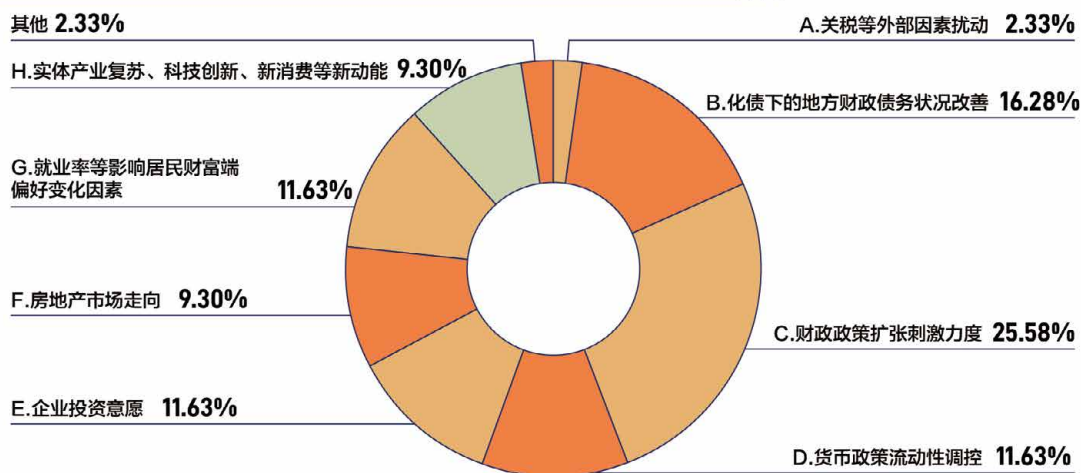
一、宏观经济：政策发力与市场信心修复将共同塑造宏观经济图景

宏观经济走势上，今年上半年国内生产总值同比增长 5.3%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。

对于下半年，21 世纪资管研究院的问卷调查显示，国内经济增长的主要驱动力或将呈现多元化特征。市场预期基建投资和政府消费仍将发挥稳增长的关键带动作用，同时科技创新和绿色发展也将成为重要引领。

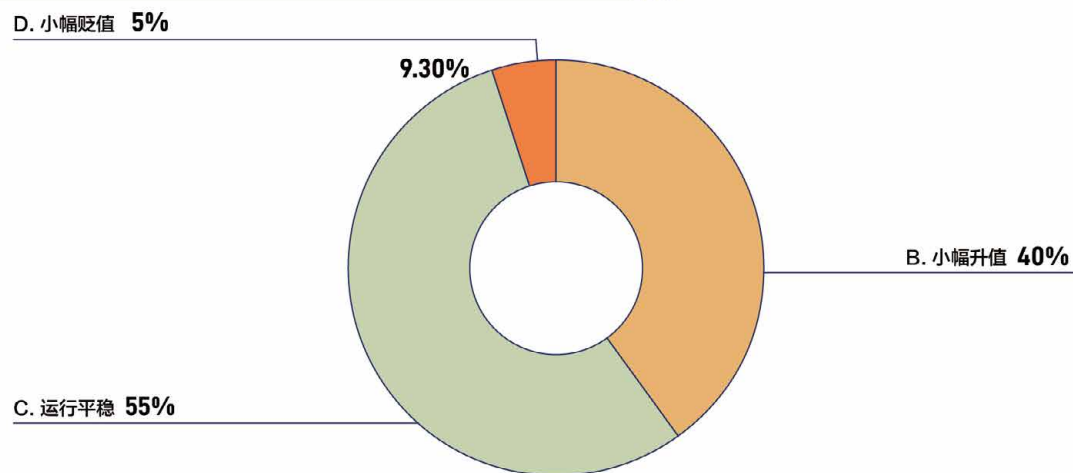
在影响宏观经济走势的因素方面，“财政政策扩张刺激力度”居于首位，稳增长力度显得尤为关键。

投资者认为2025年下半年影响我国宏观经济走势的因素为



汇率方面，市场对人民币汇率持稳中向好的整体预期占主流。

受访者为2025年下半年人民币汇率走势的看法是：



值得注意的是，在本次问卷调查中，关税等外部因素仅受 2.44% 的受访资管机构投研人士选择，在双循环格局下，内因主导成为市场共识。整体来看，政策端发力与市场主体信心修复将共同塑造下半年的宏观经济图景，而内生动能的培育仍将是长期课题。

二、权益市场：具备跃升的潜在动能

回顾今年上半年的资本市场表现，权益市场方面，A 股呈现典型的“N 型”震荡上行态势。截至 6 月 30 日，上证指数收报 3444.42 点，上半年累计上涨 2.76%；深证综指上涨 5.99%；创业板指微



涨 0.53%。市场风格分化明显，小盘成长股表现突出，北证 50 指数以 39.45% 的涨幅领跑全场。

从今年市场表现来看，受海内外多重因素交织影响，A 股 2025 年上半年走势分阶段呈现“上行—震荡回调—上行”特征，整体形成“N 型”走势。

上证指数 2025 年上半年走势图



资料来源：Wind，21 世纪经济报道

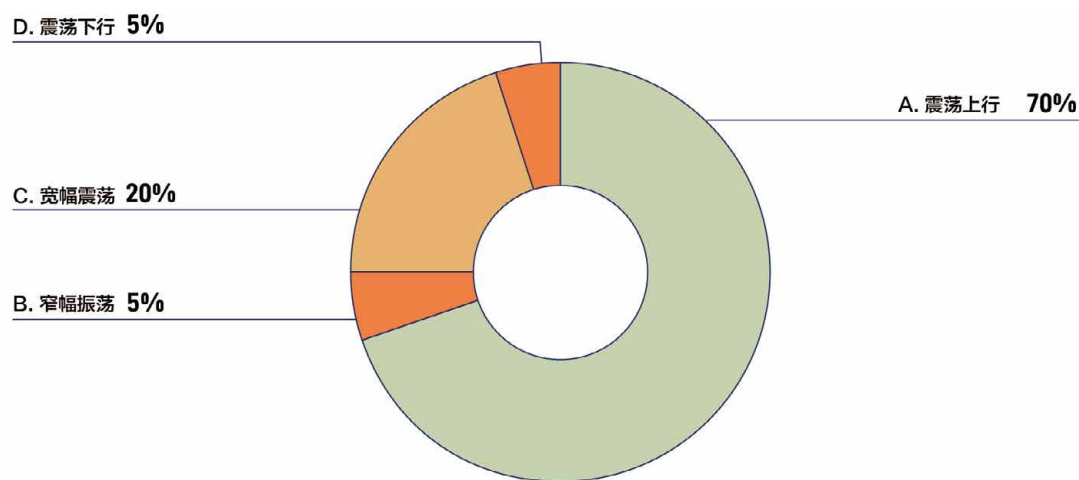
年初至 3 月中旬，在 Deepseek “横空出世” 带来的政策东风下，科技股板块强势崛起，带动 A 股市场快速拉升，上证指数从年初 3200 点附近一路攀升至 3 月 8 日的高位 3429.76 点。而后，随着特朗普宣布“对等关税”政策推出，权益市场进入震荡调整阶段，最低下探至 4 月 7 日的 3096.58 点。4 月中旬至 6 月底，随着国内政策积极发力，叠加中美贸易摩擦阶段性缓和，市场重回上行通道，返回到了 3400 点上方。

细分赛道来看，科技与消费板块表现突出，“双轮驱动”效应显著，AI 科技、智能制造、新消费等领域景气度持续提升。行业表现方面，贵金属板块上半年以 32.89% 的涨幅领跑全市场，同时高股息策略持续受到资金青睐，银行、保险等低估值、高股息板块以防御属性表现稳健。

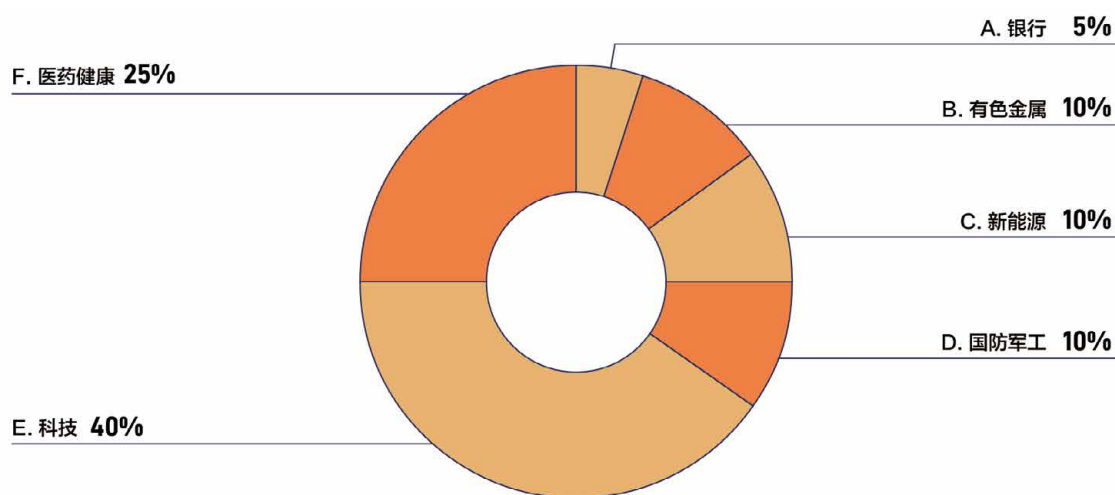
有多位受访人士认为，现阶段 A 股及港股都还处于“估值洼地”，下半年整体跃升的潜在动能仍足。

关于权益市场，问卷调查结果反映出当前市场主流观点对 A 股下半年的表现普遍看好。受访投研人士对 2025 年下半年权益市场的板块偏好具有较高的趋同性

2025年下半年，受访者对A股的整体走势判断是：>>>



2025年下半年投资者最看好哪个权益赛道板块：>>>

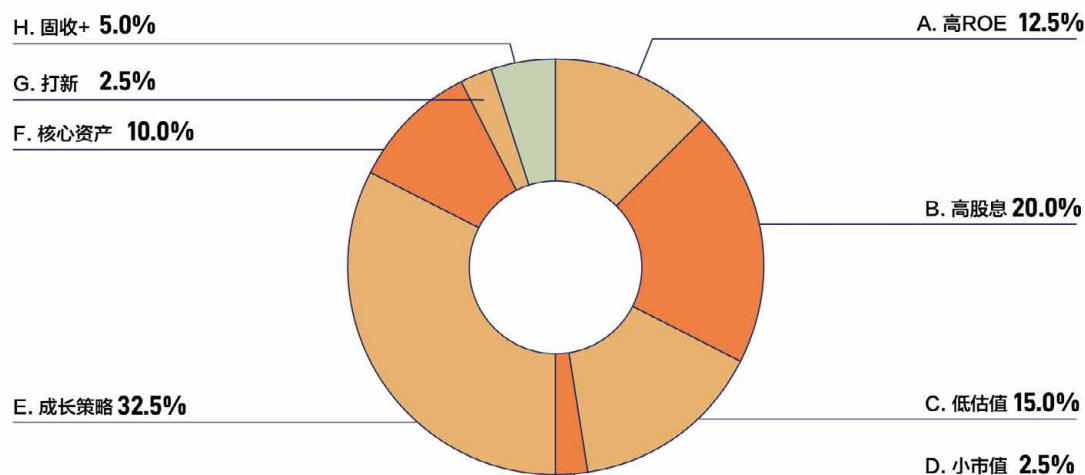


可见，尽管近期市场风格偏向高股息资产，但机构投资者对科技、医药等成长性行业的中长期前景仍保持较高信心。新能源、军工和有色金属等周期性板块的长期投资价值亦获得机构关注，而银行股在上半年的强势表现后，其下半年的合适入手点位机会在投研人士看来已相对有限。

投资策略方面，调研结果表明，尽管高股息和低估值等稳健策略仍受重视，但成长股投资重新成为机构主流预期，反映市场对经济转型下长期增长机会的持续看好。同时，核心资产与高 ROE 策略保持稳定吸引力，而传统打新和小市值风格则相对边缘化。



2025年下半年投资者最看好哪个权益赛道板块：



机构偏好上，2025 年上半年险资加仓股票趋势明显，尤其偏爱银行股，这背后既有长期资本入市的政策导向，也有债市需求部分转向股市，非标资产到期规模的扩大加剧资产再配置需求的因素。

一系列作用下，险资似乎正打破“重固收、轻权益”的传统格局。截至今年 7 月底，险企年内举牌达 21 次，超 2024 全年并创近五年新高，其中以平安人寿、中国人寿等保险机构尤为活跃。国海证券研报也称，保险一季度的新增投资中，有 44.8% 投向了权益资产，较去年的 10.4% 大幅增加。

某大型险资权益投资部负责人则对记者表示，除银行股等业绩稳定性强的高股息板块外，现阶段，他们目前对权益其他赛道其实还是保持“谨慎乐观”，下半年加仓个股时会重点把握细分赛道领域和入场时机。

行业板块方面，上半年表现抢眼的科技股在下半年能否延续火热行情？资管机构偏好何种方向的权益投资机会？

一家大型券商资管 FOF 投资部人士向记者表示，下半年权益方面，短期可能在资金风险偏好高时适当加配点科技股；如果后续 DeepSeek-R2 推理模型出了，届时会再重点看下科技板块的表现。

某国有大行理财子公司权益投资交易人士则称，股市方面，看好新消费主线的投资机会，包括国潮品牌、康养产业等领域的相关权益资产，这些新兴产业赛道正在形成新的增长极。

贝莱德基金量化及多资产投资总监王晓京此前对记者表示，“回看欧债危机，或者 20、30 年前的日本，会发现股票的逻辑变了，需要用理论的现金流价值来分析股票资产的投资方式。具体的投资方向可以分为三大类，这三类投资逻辑都与低利率环境有关，本质是在不同阶段中寻找现金流和风险

溢价的价值。”

第一类是具备绝对现金流价值的股票，比如高股息、强自由现金流企业。这类公司基本面清晰，模型可验证，适合价值投资者持有。

第二类是广义消费行业，但不局限于传统消费。比如近期汽车、电子、家电等行业在“以旧换新”等政策推动下，也显现出良好现金流能力。这一类公司通常具备成熟商业模式，能够将政策红利和消费趋势快速反映在财务报表中，适合结合量化工具或基本面分析方法来捕捉机会。

第三类是传统的高增长板块，比如 AI、医药、银发经济等，这些行业短期尚不盈利，现金流较弱，但具备远期估值预期和增长空间。这类资产受情绪影响大，需通过情绪指标、券商推荐、社交媒体分析等另类数据加以跟踪。

三、固收市场：债市“拥挤度”创新高

对于固收市场而言，去年和今年的债市之间有着比较明显的分割。2025 上半年，债券收益率演绎了一轮“倒 V 型”行情。

一季度受央行流动性投放谨慎影响，资金面持续紧平衡，非银机构交易员曾感慨隔夜资金成本高企。据本报今年 3 月报道，部分大行曾在一季度末进行抛售浮盈老券的操作，来调节报告期的投资收益账面表现。叠加央行 1 月暂停国债买卖操作，10 年期国债收益率从年初 1.6% 的低位攀升至 3 月中旬的 1.9%。二季度随着资金面改善及 5 月降准降息落地，收益率震荡回落，6 月末报 1.64%，基本回归年初水平。

十年期国债 2025 年上半年走势图



资料来源：Wind，21 世纪经济报道

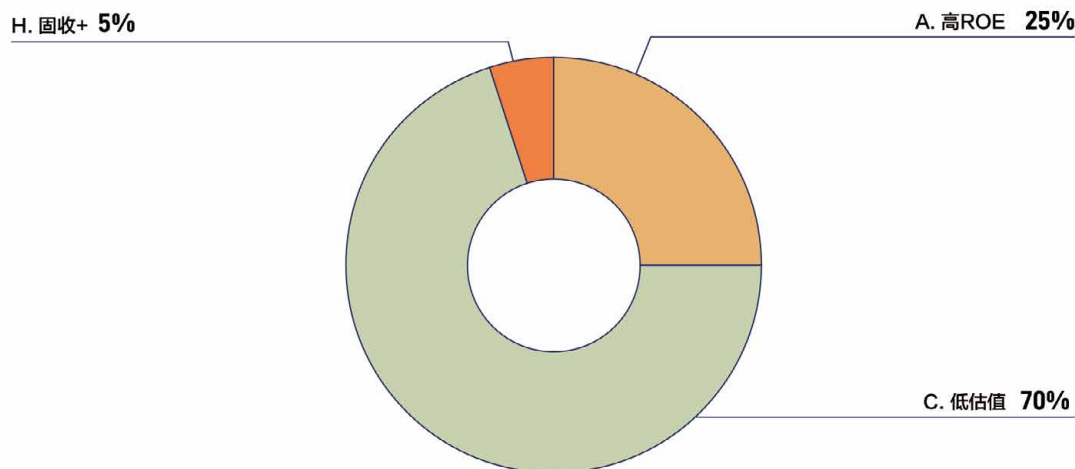


较去年而言，2025 年上半年的债市表现出“低利率、低利差、低波动”特征。10 年期国债收益率主要在 1.64%–1.8% 区间窄幅震荡，波动幅度较去年债牛行情时期明显收窄。市场走势主要受资金面和股债跷跷板效应驱动，整体缺乏突破关键上下限点位的关键催化因素，这一波动区间已基本成为市场共识。

一方面，今年债市的投资仍面临着“资产荒”延续的利空因素，在化债政策的推进下，城投债、境外债等高息债券资产的供给持续缩量。但资金面上，债市仍存在利好支撑，包括二季度央行公开市场操作的流动性投放呵护，以及银行存款搬家带来的低风险偏好资金大量涌入固收型理财产品和债基。

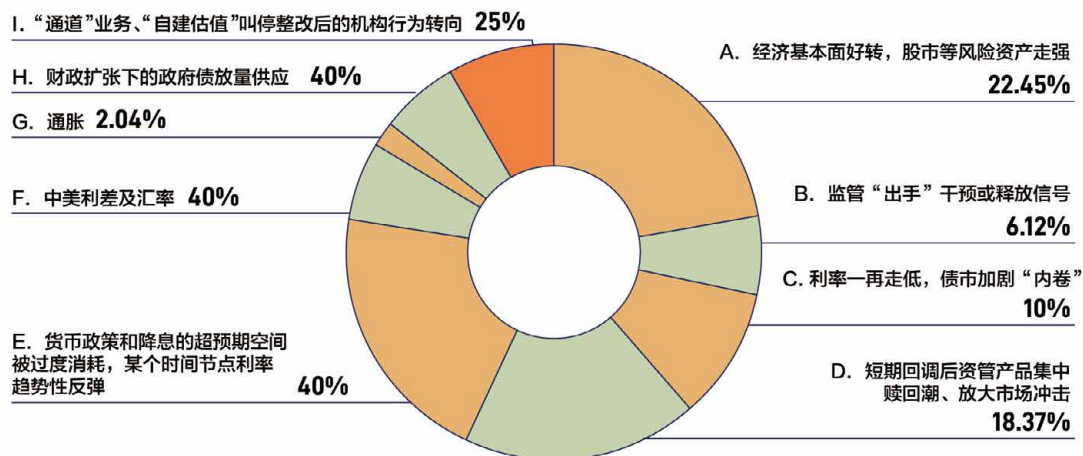
债市整体走向上，本次问卷调研数据则显示，市场对低利率环境的普遍预期延续，目前预期利率大幅反弹的可能性还较低。

投资者认为2025年下半年10年期国债收益率会更接近哪个区间：



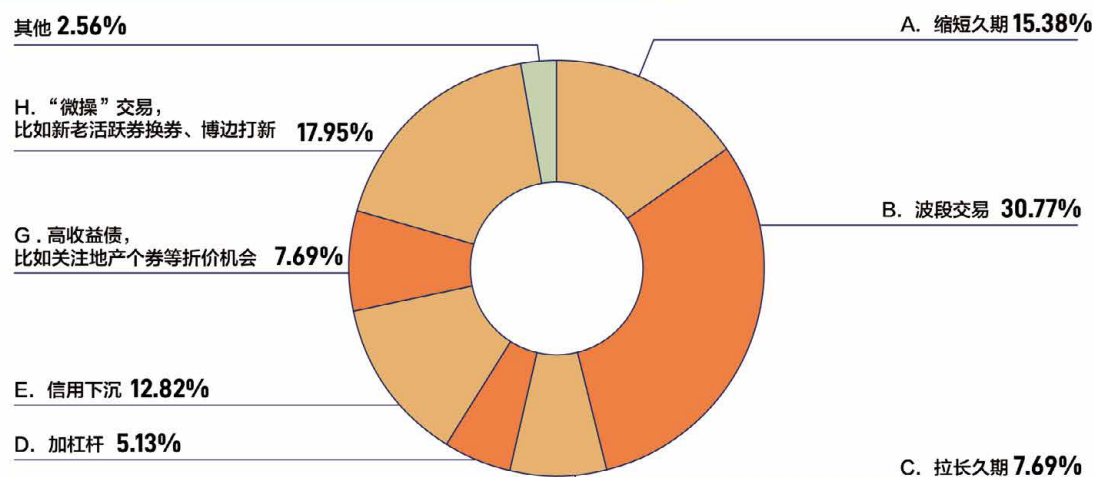
在风险层面，本次受访机构认为债市面临多重挑战。

2025年下半年投资者认为债市的风险点主要在于：



债券投资策略方面，本次受访者 2025 年下半年倾向于采用的债券投资策略中，最受青睐的是波段交易策略，而对小众高收益债所带来信用风险的持续谨慎态度。

2025年下半年投资者倾向于采用的债券投资策略是：



总体来看，机构观点下，2025 年下半年债市大概率延续低利率格局，但债券投资经理仍将在经济复苏、政策转向和流动性风险之间保持警惕，在追求收益的同时做好仓位久期和杠杆管理。机构投资者在下半年债市操作上更倾向于灵活交易与风险控制并重，对信用风险的偏好虽有回升但仍保持克制。

在机构投资配置行为方面，去年全年的债牛狂热过去后，今年上半年捉摸不定且波动不大的低迷行情对资管机构来说变得较为艰难。

具体来看，一是债市机构对利率债的高频波段交易已日趋“内卷”，多位大行金市部债券交易人员表示，现阶段更加注重把握买卖时机。

二是普遍采取拉长久期策略，专业人士指出，当前基金久期已突破新高，杠杆率接近历史高点，信用利差逼近低位，债市“拥挤度”显著提升。机构研究称，今年公募债基有两轮明显的拉长久期动作。值得关注的是，久期拉长，就意味着持仓头寸对收益率变动更加敏感，即产品抗跌能力相应减弱。

下半年，在债券性价比相对降低的背景下，机构对固收类资产的配置需求是否会更多转投权益及其他赛道？

一位保险资管固收投资经理向记者表示：“我认为债券还彻底没到熊市阶段，持券仓位拿着就行

了。我还是倾向每个品种按自己逻辑来判断吧，债券固收市场有自己的逻辑，不是这个不行就非得买另一个。”

面对利率处于低位、利率债和信用债性价比开始“走下坡路”的情形，不少资管机构都在固收投资的低利率环境下积极求变。凭借“股债双性”兼具所带来的潜力，可转债 2025 年上半年可谓风头正盛。中证转债指数在 6 月 23 日-27 日单周大涨 2.1%，创下其年内最大的单周涨幅。

但亦有机构已开始警惕可转债在市场过度追捧下带来的估值风险。某券商资管债券投资经理向记者称，银行转债估值已处于相对高位，自己所在机构上半年已逐步减持；下半年，计划在控制回撤的前提下，适当提高优质转债和行业 ETF 的配置比例，重点布局科技和新能源领域，但仍会保持行业均衡配置。

一位基金公司可转债买方研究员向记者分析指出：“上半年转债市场行情主要是被小微盘标的拉上来的，叠加纯债‘赛道’的资金溢出效应，共同推动了可转债市场的行情走牛。”但他同时强调，这都是基于看好股市的表现，从当前估值水平来看，可转债整体已经处在市场定价的高位区间。

某国有行理财子投资经理告诉记者，“还是有机会入场的，但短期确实有点过热了，长期主要还是资产荒和转债供给收缩、供需失衡的逻辑没办法逆转——很多转债转股了，所以转债本身容量收缩。”

四、全球市场：海外资产不确定性骤增

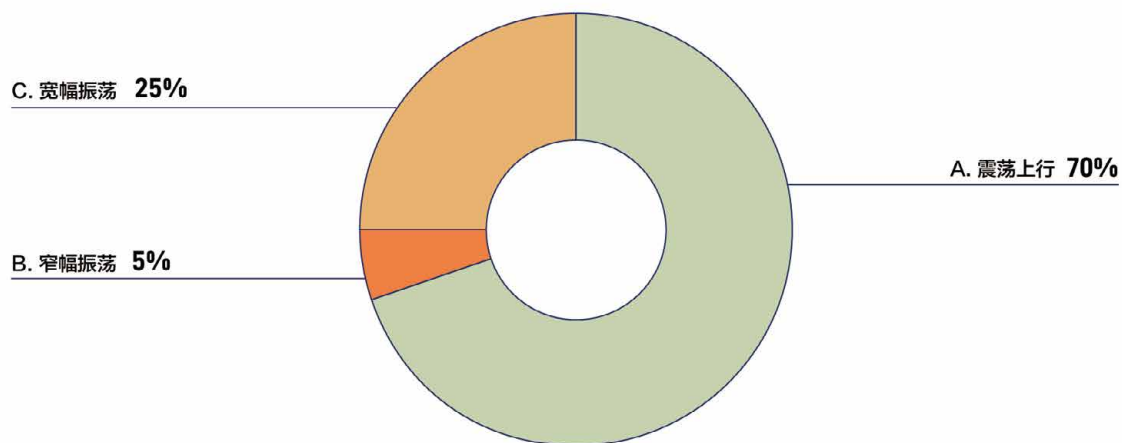
2025 年上半年中，海外资本市场投资趋势波动性骤增。美元方面，其一转往年的强劲走势，开始逐渐走弱；美股方面，此前一直波动上行的美股在一季度迎来暴击；欧股方面，长期疲弱的欧洲股市在大规模财政刺激计划和降息的双重加持下，迎来机构资金的大幅流入。

当前全球降息潮中，美国作为关键变量之一，其政策调整将影响各国资本市场。而美国的财政赤字还在持续扩大，今年通过的“大而美”财政法案并未解决核心问题，市场看不到任何财政转向的迹象。这也意味着，传统的财政周期规律不再适用，全球经济正处于一个“没有历史可借鉴”的全新阶段。其次，美联储的降息预期极为混乱，其背后反映的是通胀数据的不稳定。目前美国通胀波动幅度达到了三倍标准差，政策前景因此变得模糊，也让市场难以做出基于数据的理性判断。

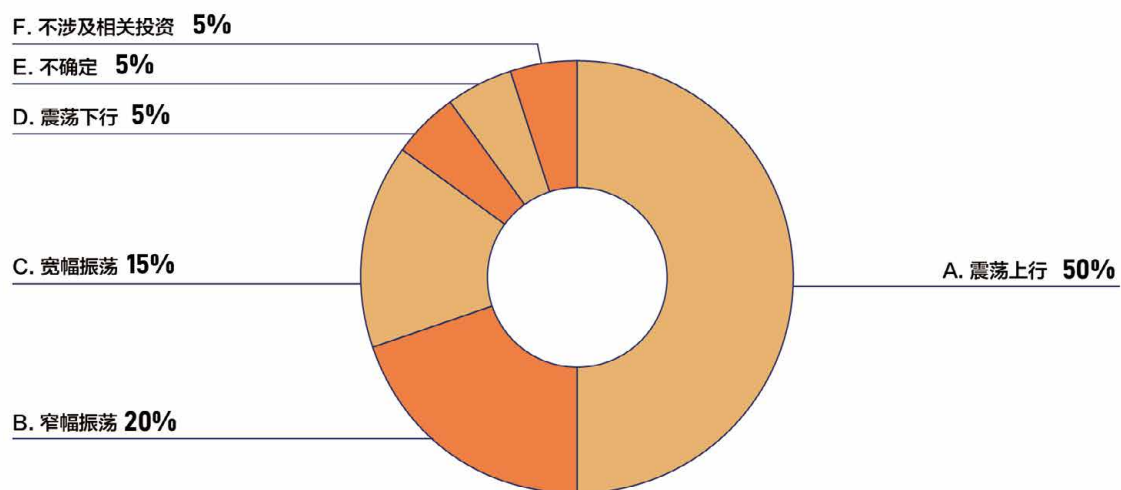
下半年“赛程”已至，资管机构对全球资本配置走向“怎么说”？

本次的问卷调查显示，整体来看，投研机构对港股的预期明显好于美股，反映出对其行情修复的高度期待。

受访者对2025年下半年港股的整体走势判断是：>>>



受访者对2025年下半年美股的整体走势判断是：>>>

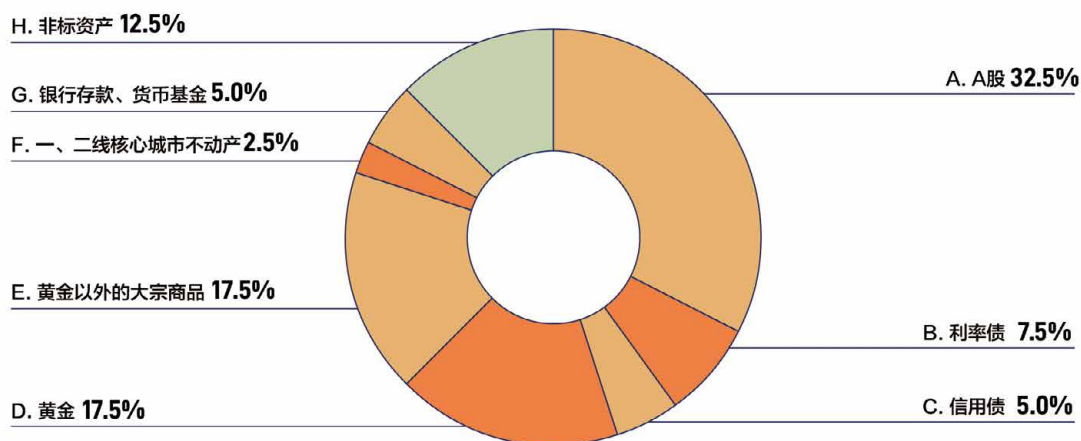


瑞银投资银行中国股票策略研究主管王宗豪认为，香港市场在短期内将面临一定压力，因为外卖和其他行业的竞争压力可能导致盈利预测下调。尽管如此，随着“反内卷”动能上升，政策变化似乎在酝酿中，而南向和国际投资者可能提供资金流入支持，因为与其他境内资产和全球股市相比，港股估值仍具有吸引力。

境内资产方面的调查结果显示，资管机构对避险资产和通胀对冲工具的配置需求。值得注意的是，一、二线核心城市不动产仅获 3% 的支持率，有持续遇冷之势。



2025年下半年，以下各品种中，投资者重点考虑加仓的境内资产为：

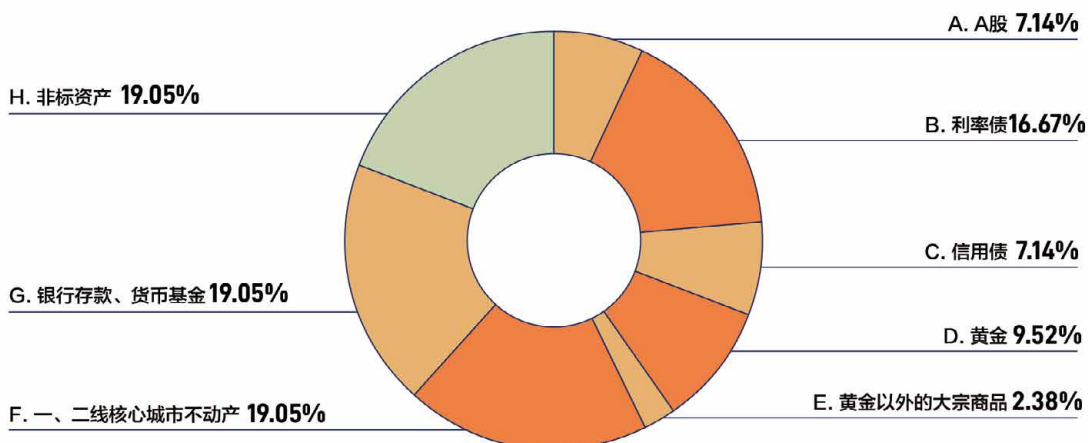


在不受推荐的资产方面，非标资产以 19.05% 的回避率高居榜首，凸显市场对其风险隐忧的持续警惕。

值得关注的是，银行存款、货币基金和一二线核心城市不动产也得到和非标资产同样高比例的回避建议，亦有 16.67% 受访者表示下阶段不看好利率债的投资价值。可见低利率环境下，现金类和地产作为传统稳健型资产的配置吸引力正在下降。

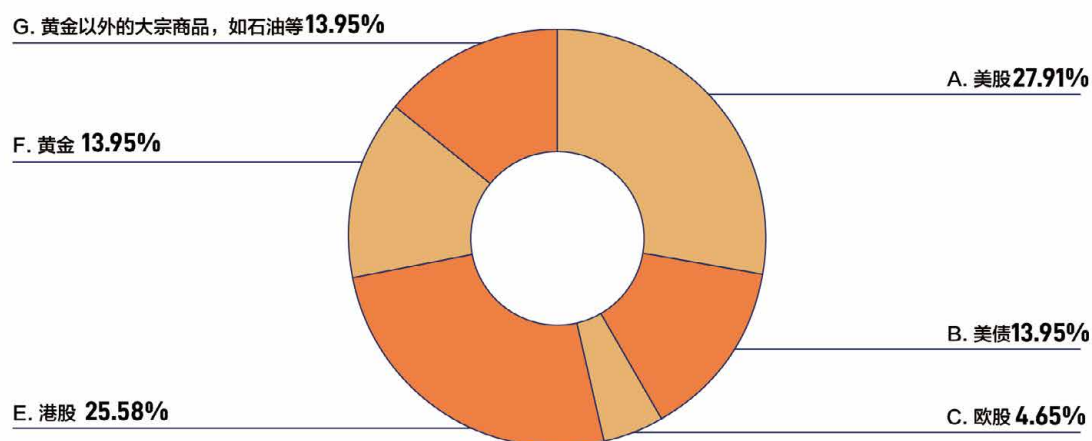
整体来看，机构投资者在境内资产配置上呈现出“向风险要收益”的明显倾向，对低息收益薄弱的利率相关品种普遍持规避态度。

投资者最不推荐配置的境内资产为：



境外资产方面，本次资产配置调查显示，受访资管机构对美股、港股配置意愿相对较高，避险资产在经历上半年的过热行情后仍保持一定吸引力。

以下各品种中，2025年下半年投资者看好哪类境外资产：



对美债市场，一家外资资管机构的固收投资负责人认为，短端收益率上行空间有限，因为降息预期限制了上行，但长端利率的不确定性较高，受到通胀、财政赤字等多因素推动，上行可能更大。因此，美债短端具有交易价值但配置价值不高，长端则风险较大。

一家大型券商资管 FOF 投资部人士则告诉记者，“我们今年计划增配黄金资产，只要持仓比例控制在 10% 以内，在我看来都算合理配置。但加仓时机需要审慎把握，尤其要密切关注海外格局动向。”

（作者 / 余纪昕、唐曜华 编辑 / 方海平）

资管行业的“第四消费时代” ——公募 FOF 引领资产配置再出发

资产配置策略对国内投资者来说并非新事物，近年来重新进入市场视野，本质上反应了投资者规避不确定性的需求。不确定性即风险，风险既是挑战，也是收益之源，对风险的平衡艺术是资管机构的立命之本。当前环境下，市场的风险偏好趋于保守，但这并不意味着投资者想要消除风险，他们只是想要冒“必要”的风险，从这个角度来看，资管行业也将迎来其“第四消费时代”。

一、宏观不确定性加剧，全天候策略卷土重来

· 市场期待抵御周期波动的稳健策略

随着全球经济增速换挡，宏观不确定性日益增强，风险资产自 2022 年起持续调整，而以债券为代表的固定收益类品种却持续走强，呈现出持续的股债跷跷板现象。除此以外，在全球贸易一体化进程受阻、美元信用屡屡受创的背景下，以黄金为代表的“硬通货”资产超预期走强。

在这样的环境下，投资者“体感”两极分化，但整体获得感不足，因而出现了风险厌恶的倾向，市场开始重新寻找更加稳健的投资策略。全天候策略凭借着其相对稳健的表现、抵御周期波动的思想卷土重来。

· “全天候”关键是风险在不同经济环境之间的平衡

全天候策略通过桥水基金的实践为国内投资者所熟悉，其思路源自于风险平价模型，核心理念在于各资产在组合中的风险贡献相等，从而表现为低配高风险资产、高配低风险资产，最终目的不仅是

资产层面的风险分散，还在于各宏观风险因子敞口上保持均衡，力求在不同的经济周期下均能实现稳健的业绩表现。

全天候策略经济环境框架

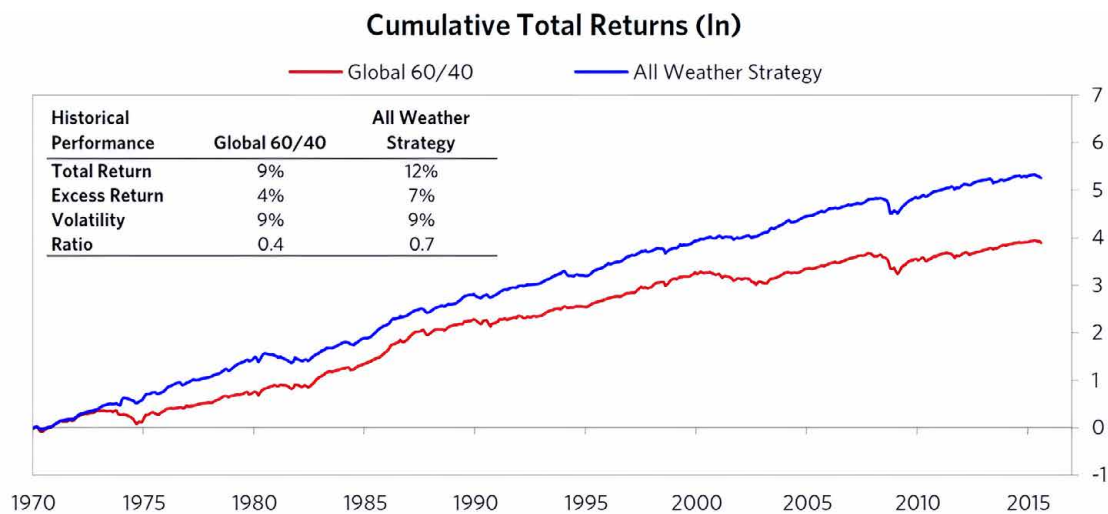


图表来源：Bridgewater，浦银安盛基金

· 跨越周期的“性价比”

桥水基金的全天候策略在实践中取得了长期稳定的历史收益。该策略放弃择时，重点关注宏观beta收益，从业绩表现来看，策略在极端市场环境之下（如2000年互联网泡沫、2008年全球金融危机等），回撤相对可控，长期夏普比明显高于权益资产，实现了较优的“性价比”。

全天候策略经济环境框架



图表来源：Bridgewater，华泰研究



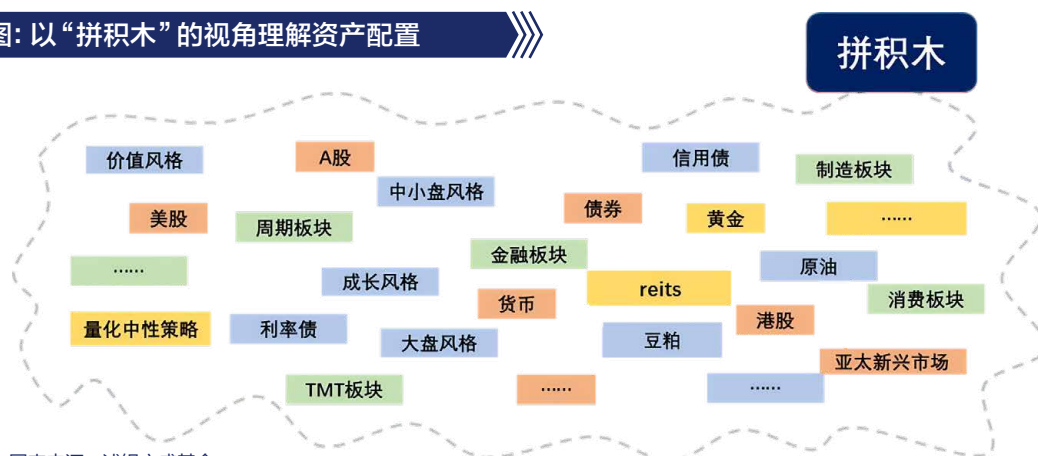
二、立足本土，资产配置不止全天候

· 以“拼积木”的视角理解资产配置

桥水的全天候生根于海外对冲基金市场，其可投工具丰富、杠杆使用环境宽松。相比之下，本土投资机构在进行资产配置时所面临的挑战更大，市场以往对于资产配置策略的期待较低，认为难以实现预期效果。

随着投资工具的日益丰富，国内也可以实现立足本土的“全天候”策略，追根溯源，最重要的是回归常识。就像把散落一地的积木，结合客户需求拼装起来，但拼装并不是简单堆叠讲故事，而是通过严谨的框架体系穿针引线，进而实现“1+1 > 2”的效果。这个过程需要两个元素：一是积木，二是图纸。

图：以“拼积木”的视角理解资产配置



图表来源：浦银安盛基金

· 三类风潮培育本土化“资产配置土壤”

国内资产管理行业自 1990 年代兴起以来，历经 30 余载的发展，逐渐进入以“传统投资指数化、主动投资系统化”为特点的资产管理工业化时代。

图：资产管理的工业化时代悄然到来



图表来源：浦银安盛基金

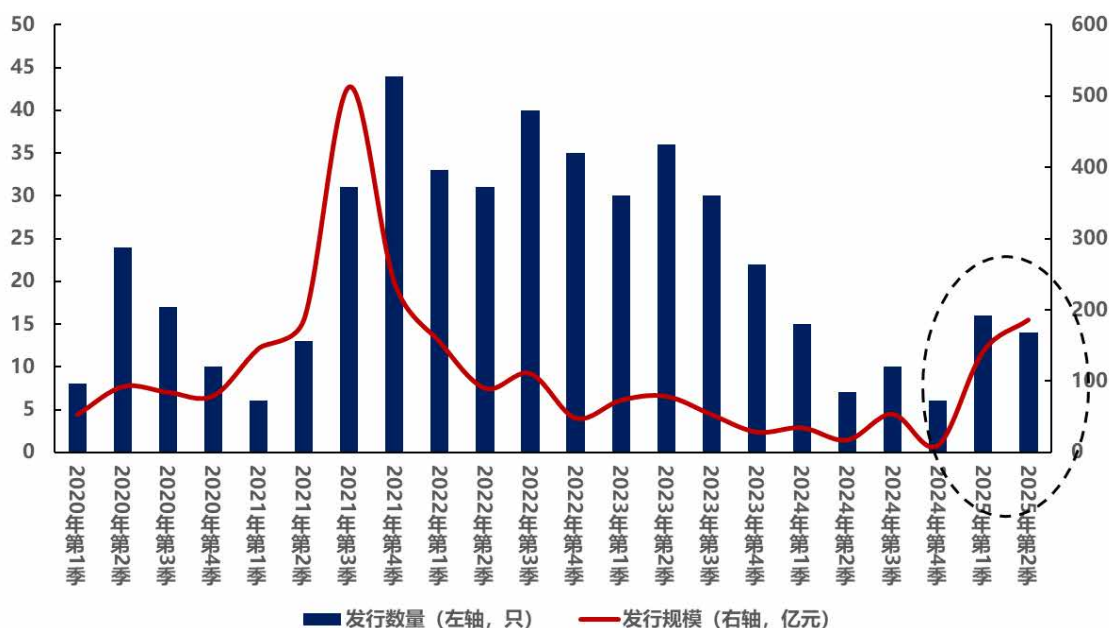
以公募基金行业为例，其近年来逐渐演化出两股风潮：一是指数化（体现为 ETF 大爆发），二是多资产化（体现为以 QDII 为代表的多资产额度趋紧）。除此之外，未来还将有可能出现第三种风潮，即系统化。多元资产的指数化为资产配置提供低成本底层工具（即“积木”）、系统化为资产配置策略搭建组合（即“图纸”），资产配置策略又反向带动更多指数化和系统化的需求，进而演化出真正本土化的“资产配置土壤”。

三、公募 FOF 引领多资产投资再出发

· 行业发展初期跟随 A 股市场起伏

2017 年底 -2018 年初 FOF 行业诞生之时，首批 FOF 便承载着资产配置的期待，但随着 2019-2021 年 A 股市场走强，FOF 主流打法转向与股票投资趋同的方式，这使得 FOF 既无法在牛市中超越底层基金，也难以在熊市中发挥风险分散的作用。2021 年下半年起，随着 A 股市场高位调整，FOF 的新发规模也逐渐降至冰点，直到 2024 年下半年，新发市场才再度回暖。

图：FOF 市场历史新发概况



图表来源：Wind，浦银安盛基金，数据统计截至 20250724

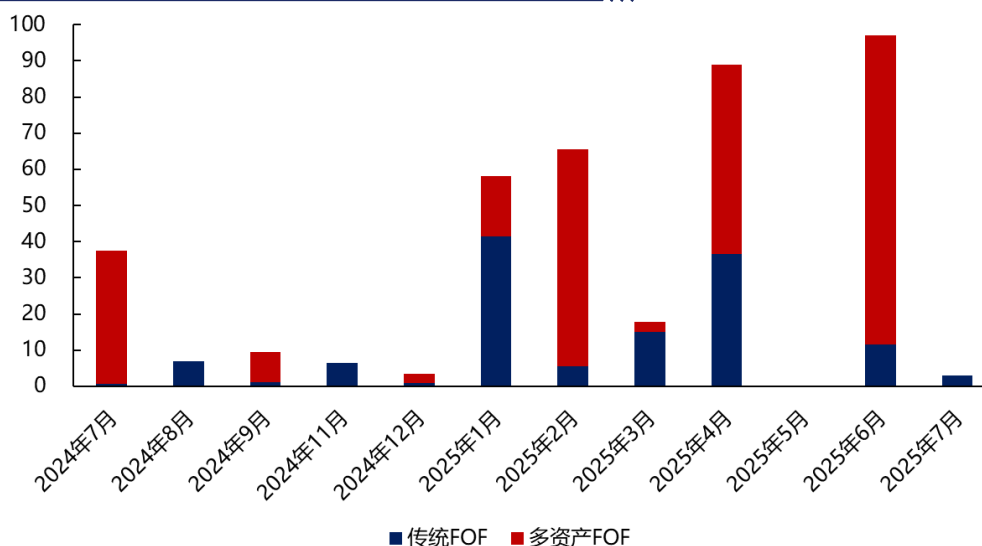
· FOF 引领“资产配置”再定义

2022-2024 三年阵痛期带来了行业的深刻反思，对于资产配置的理解也不再局限于熊市的“权



宜之计”，故当下“资产配置”的意义，相较于 2018 年已不可同日而语。自去年下半年以来，FOF 行业兴起了多资产风潮，新发产品中多资产 FOF 的规模比例逐渐占据主导，FOF 行业正在引领多资产投资再出发。

图：近一年 FOF 市场分类发行规模（单位：亿元）

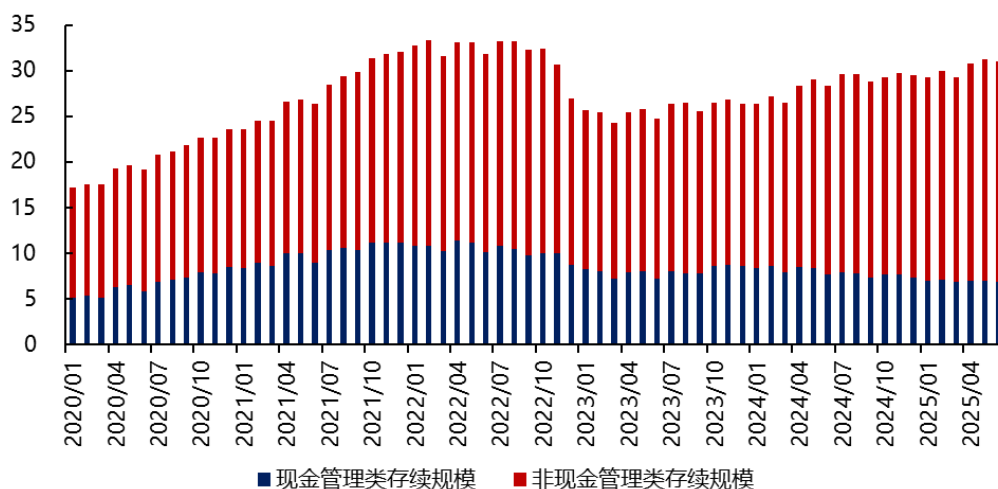


图表来源：Wind，浦银安盛基金，数据统计截至 20250724

四、资产配置未来：回归初心，为民理财

· 居民理财需求依然旺盛

图：存续理财产品规模



图表来源：中国理财网，中信建投证券，截至 2025 年 6 月末

近年来，随着我国金融市场深化发展与居民财富管理需求持续释放，理财规模保持稳健增长态势。截至 2025 年 6 月末，银行理财市场存续规模突破 31 万亿元，较 3 月末环比增长 1.7 万亿元，同比增幅达 2.7 万亿元。值得注意的是，非现金管理类理财产品存续规模已超 24 万亿元，占比提升至 77.8%，实现自 2024 年 10 月以来连续八个月占比提升。

· 低利率环境难以满足稳健理财需求

在低利率环境下，泛固收类理财产品收益持续走低，由下表可以看出，截至 2025 年 6 月，现金管理、固定收益及固收 + 类理财产品的年化收益率均不足 3%。相比之下，1 年期和 5 年期 LPR 分别为 3% 和 3.5%。由此可见，定位稳健的理财产品的收益率已难以满足居民财富配置需求。

表：低利率环境下，泛固收类理财产品收益持续走低

		现金管理类	固定收益类	纯固收类	固收+类	混合类	权益类	合计
2025-03	年化收益率(%)	1.6%	2.4%	2.6%	2.4%	3.2%	6.2%	2.4%
	较上月变动 (bp)	-3.0	140.0	123.0	146.0	114.0	-1275.0	125.0
2025-04	年化收益率(%)	1.6%	2.8%	3.1%	2.7%	1.1%	-11.1%	2.6%
	较上月变动 (bp)	-2.0	34.0	51.0	30.0	-205.0	-1732.0	14.0
2025-05	年化收益率(%)	1.5%	2.5%	2.7%	2.4%	3.8%	9.8%	2.5%
	较上月变动 (bp)	-7.0	-27.0	-47.0	-24.0	266.0	2090.0	-6.0
2025-06	年化收益率(%)	1.4%	2.6%	2.7%	2.6%	4.8%	12.2%	2.6%
	较上月变动 (bp)	-5.0	10.0	0.0	14.0	98.0	222.0	12.0

数据来源：普益标准，兴业证券，浦银安盛基金

随着资管新规持续推进非标资产有序压降，且居民财富管理需求日趋专业化、个性化，居民理财市场亦迎来转型升级关键期。理财需求增长、收益预期下行等因素共振下，居民稳健的理财需求与产品供给之间存在着巨大的缺口。

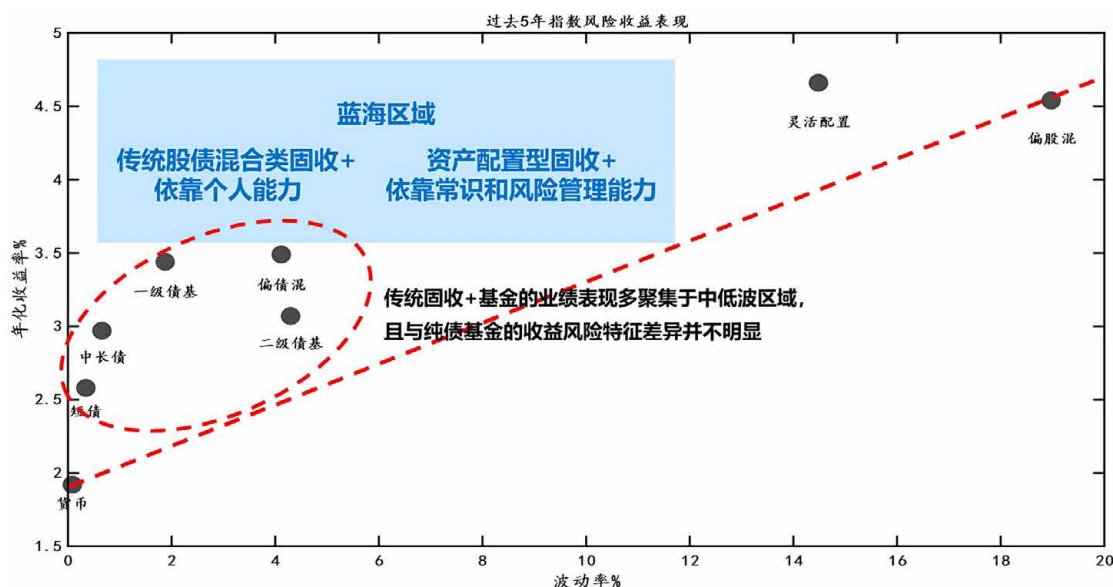
· 有效前沿的拓展是多元资产投资的未来

公募固收 + 产品的规模爆发侧面体现了居民的稳健理财需求：观察近年公募基金规模变化可见，固收 + 规模已从 2018 年不足 6000 亿元快速增长，并超过 1.5 万亿。

尽管公募基金的种类已经持续丰富，已覆盖从货币、债券、固收 +、权益等低、中、高风险品类，但对比各类型品种历史的实际表现可发现，其风险收益特征的“有效前沿”仍待拓展。对于年化收益 3.5% 以下的中、低波品类，当前还存在较大的空白区域，而这一空白区域，也对应着我们前文所提及的居民稳健理财需求。



表：公募基金指数历史表现



数据来源：Wind，浦银安盛基金

· 资产配置型 FOF 大有可为

有效前沿的拓展需要更多不同风险收益特征的底层资产支撑，仅凭传统国内股、债资产难以达到这一目的。因此，前文所提及的空白区域有可能就是未来多资产投资可以大显身手的“蓝海”方向。而针对该蓝色区域的产品布局与品牌建设，也或将成为未来资管行业高质量发展的重要方向。

落实到产品形态上，资产配置型 FOF 被认为是较可行的解决方案之一。随着指数化、多资产化、系统化的持续演进，其优势会逐步凸显。当其脱离传统股、债而走出属于自身独特的风险收益曲线时，资产配置型 FOF 也将拥有独立于其底层主流公募基金的定位。

（浦银安盛基金管理有限公司）

【风险提示】本文所提及的板块、行业及指数仅作为举例，不构成任何投资建议。基金有风险，投资需谨慎。本资料中提供的意见与评述仅供参考，并不构成对所述证券的任何操作建议或推荐，依据本资料相关信息进行投资或行事所造成的一切后果自负。本资料归我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得对所述内容进行任何有悖原意的删减或修改。基金管理人承诺将本着诚信严谨的原则，勤勉尽责地管理基金资产，但并不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩并不

预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。投资者在投资基金前，请务必认真阅读《基金合同》及《招募说明书》等法律文件。如需购买基金，请您关注投资者适当性管理相关规定，提前做好风险测评，并根据您自身的风险承受能力购买与之相匹配的风险等级的基金产品。



需求引致供给： 低利率环境下居民资产配置的五大趋势 与财富管理机构的三大应对策略

2025 年我国正式进入“低利率时代”。存款利率呈现系统性下行态势，5 月 20 日六大国有银行再次下调人民币存款利率，一年期定存利率跌破 1% 至 0.95%，三年期和五年期利率分别下调至 1.25% 和 1.30%。与此同时，国债收益率也步入“1% 时代”，截至 2025 年 8 月 5 日，中国 10 年期国债收益率为 1.72%，2025 年 3 月 13 日至 2025 年 8 月 5 日期间，10 年期国债收益率多次跌破 1.7%，1 年期国债收益率也多次跌破 1%，30 年期国债收益率也处于历史低位，2025 年 8 月 5 日为 1.95%。

低利率新常态下，居民资产配置呈现“多元化、防御性、全球化、专业化”等特征，驱动财富管理机构通过主动布局（如产品增加“固收+”、跨境配置工具等）、工具创新（如资产配置策略升级等）和数字化赋能（如智能投顾等）满足居民资产配置的核心诉求。

一、低利率时代居民资产配置的五大新趋势

（一）存款持续“搬家”，理财与基金配置稳健扩容

一是居民与企业存款增速分化。一方面，居民存款增速放缓。2025 年上半年，居民新增存款规模显著弱于季节性趋势，2025 年 6 月居民存款新增 2.47 万亿元，同比增速放缓，反映资金从储蓄账户流出。另一方面，非银存款呈激增态势。非银行业金融机构存款增加 2.55 万亿元，创下近十年同期最高纪录，其中，5 月非银金融机构存款单月增加 1.19 万亿元，同样创下近十年同期最高纪

录，印证资金流向理财、基金。二是理财与基金规模持续扩张。一方面，银行理财存续规模创历史新高、增速减缓。截至 2025 年 6 月末，存续规模达 30.67 万亿元，同比增长 7.53%，较年初增长 2.38%。其中，固收类产品占比 97.2%（29.81 万亿元），现金管理类产品规模收缩至 6.4 万亿元。另一方面，公募基金规模大增。2025 年 6 月末公募基金总规模突破 34 万亿元大关，再创历史新高。其中，债券型基金申购热情高涨，表现尤为亮眼，6 月份规模增长 5078.7 亿元，表明个人投资者对稳健收益产品的持续青睐。三是“新三金”成为年轻人资产配置标配。蚂蚁财富发布的《避险青年调研报告》显示，截至 2025 年 4 月，已有 937 万 90 后、00 后主动出击，同时配置“新三金”组合产品（即纯债基金、黄金基金和货币基金），这一组合集流动性与防御性于一身，在低利率环境中脱颖而出，被誉为“资管产品新宠”。

（二）养老金融爆发增长，税优政策驱动长期资金沉淀

人口老龄化与利率下行双重压力催生个人养老金融巨大需求。一是养老金融产品规模持续增长。养老金融产品（包括理财、基金等）呈现出快速增长的趋势。截至 2025 年 6 月末，我国个人养老金可投资产品扩容至 1061 只，其中基金、保险产品成为增量主力，产品数量分别增加了 18 只和 130 只。二是养老金融参与度稳步提升。金融机构通过创新产品和服务，积极引导居民参与养老金融。截至 2024 年 11 月底，我国个人养老金开户人数已达 7279 万人，缴存资金规模超过 470 亿元。2025 年上半年，个人养老金理财产品开户数达 143.9 万户，管理规模突破 1103.6 亿元。银行理财存续规模中，养老相关产品占比显著提升，固定收益类理财产品占比达 97.2%。

（三）防御性资产占比提升，现金与黄金成“新避险锚”

在市场波动加剧与利率下行并存的复杂环境中，居民配置更注重防御性与流动性平衡，催生防御性资产配置形成新的趋势。一是现金类资产配置激增。一方面，理财产品配置发生重大变化。Wind 数据显示，理财产品现金及银行存款占比从 2022 年末的 17.5% 升至 2025 年上半年的 25.3%，增幅达 7.8 个百分点，债券及同业存单占比则从 63.7% 降至 55.6%，反映资金向高流动性资产转移。另一方面，日开型理财崛起。2025 年 6 月末，日开型理财产品存续规模达 10.92 万亿元，平均年化收益率 1.88%，高于现金管理类产品（1.54%），成为活钱管理新选择，其灵活申赎特性契合投资者对安全性与收益平衡的需求。二是黄金配置常态化与创新化。黄金波动率较高，Wind 数据显示，2023-2025 年 SHFE 黄金期货的年化振幅分别为 17.87%、32.18%、34.47%，但其配置价值获投资者广泛认可，《胡润至尚优品报告》显示：2025 年黄金以 15.7% 占比成为中国高净值人群首选投资标的，超越 A 股（12%）和基金（11.3%）。而且，黄金的收益增强和风险缓释作用明显。世界黄金协会研究表明，传统股债组合中配置 15% 黄金，年化收益可提升 1.2 个百分点，最大回撤降低 3.5 个百分点。

中金公司研究发现，配置 25% 黄金可使股债组合夏普比率从 63% 升至 75%，组合波动率也随之降低。

（四）全球多元配置兴起，居民海外资产配置破解低利率困局

全球多元资产配置已成为当前居民资产配置的重要趋势，尤其在低利率环境下，海外优质资产展现出显著的配置价值。2025 年，居民跨境资产配置迎来了“黄金窗口期”，主要体现在以下几个方面：一是美股 AI 产业链基金表现亮眼。2025 年，人工智能产业链基金在美股市场表现强劲，年内收益普遍超过 25%。科创人工智能 ETF（588730）紧密跟踪上证科创板人工智能指数，截至 2025 年 7 月 24 日，该指数上涨 0.49%，科创人工智能 ETF 上涨 0.28%。此外，人工智能 ETF（515980）自成立以来，最高单月回报达 30.38%，近一年净值增长 29.55%。这些数据表明，AI 产业链具备较高的成长性与投资吸引力。二是中资美元债价格反弹显著。2025 年，中资美元债市场整体表现强劲，价格反弹幅度超过 7%。中资美元债指数在 2025 年上半年获得 3.94% 的回报率，其中高收益板块表现更佳，回报率达 5.85%。此外，城投美元债也因政策支持和信用风险缓释，收益率单日下降幅度高达 63.19 个基点，展现出较强的配置性价比。三是港股高分红板块具备双重优势。港股市场中，高分红板块的股息率普遍较高，成为投资者关注的重点。2025 年，中证港股通央企红利指数股息率高达 5.83%，显著高于恒生综合指数的 3.17%。

（五）机构化与专业化配置成主流，FOF 工具破解择时困境

一是机构化与专业化配置趋势加速。近年来，随着“基金赚钱基民不赚钱”现象的凸显，个人投资者在资产配置方面正逐步由自主投资向机构化、专业化配置转变，对专业机构的依赖程度显著上升。中金调研数据显示，2020—2025 年期间，自主炒股的比例下降了 12 个百分点，而基金投顾用户数量增长超过 3000 万户，进一步证明居民财富管理方式逐渐向。二是个人投资者通过 FOF（基金中基金）等专业配置工具将资金委托专业机构已成趋势。FOF 作为一种多元配置工具，核心价值在于帮助投资者规避择时难题。个人投资者只需根据自身的风险偏好选择适合的 FOF 产品，将资产配置、风险控制等复杂工作交由专业机构完成，实现更高效的资产配置。数据显示，截至 2025 年 7 月 25 日，个人投资者在 FOF 基金中的持有比例普遍较高，部分基金甚至达到 100%，而且更倾向于持有混合型 FOF 基金。

二、需求引致供给

——财富管理机构有必要构建应对低利率的三大策略建议

在当前低利率新常态下，低利率是影响居民资产配置的结构变量，个人亟需通过系统性资产配

置框架提升组合的抗风险能力和收益弹性韧性。为此，驱动财富管理机构尽快构建三大核心策略（战略升级—工具创新—服务重构）以应对低利率环境，更好满足居民日益增长的资产配置新需求。

（一）战略升级——从被动防御到主动布局

从“被动防御”到“主动布局”的本质，是通过科学预测（LTCMA）、分层攻防（四层产品货架）和工具创新（跨境 FOF/REITs 等）提升资产配置能力，在低利率环境下实现收益与风险的再平衡。一是推进前瞻性配置框架应用。一方面，利用长期资本市场假设（LTCMA）体系进行动态推演。LTCMA 体系是一种基于宏观参数的前瞻性资产配置方法，它通过动态模拟未来 10 ~ 15 年的大类资产风险收益特征，帮助机构做出更科学的资产配置决策。该体系通常基于劳动人口增速、全要素生产率、通胀预期等 50 余项宏观参数，突破传统历史回溯法的局限，识别高收益资产，为战略调仓提供依据。另一方面，跨周期资产组合构建。在低利率环境下，拉长负债久期是匹配资产端收益的有效策略。机构通过增加 1 年以上封闭式产品占比，利用期限溢价抵御利率下行风险。同时，配置跨境 FOF 工具，利用全球资产之间的低相关性，降低组合波动性。二是做好负债端与资产端的协同管理。一方面，加强负债端优化。针对客户风险偏好分化，机构可构建“核心—卫星—战术—避险”四层产品货架，包括核心层（配置国债和政金债，锁定基础收益）、卫星层（配置海外资产，增厚收益）、战术层（采用量化对冲和非标转标策略，捕捉短期机会）和避险层（配置现金和黄金，占比 5%，保障流动性）。另一方面，推进资产端创新。机构通过“固收+”策略平衡收益与风险。比如采用“债券打底+海外多元资产增厚”策略配置 FOF 产品。

（二）工具创新——破解收益与风险的平衡难题

通过工具创新，将传统策略（即“固收+”等）升级，并融入全球化视野（跨境配置）、场景化思维（黄金工具）和科技驱动力（大数据风控），为破解居民资产配置的“收益—风险”平衡难题提供系统性解决方案。一是做好收益增强工具创新。一方面，升级跨境多元配置模式。将传统的“固收+”策略扩展为跨境多元配置，通过 QDII 基金投资海外高息资产，如中东主权债、东南亚基建股等，以突破单一市场的收益限制。另一方面，实现黄金工具场景化。开发“抗通胀黄金组合”，支持黄金 ETF、积存金等多形态配置。此外，将 15% 的黄金纳入传统的股票和债券组合，以提升资产组合的年化收益率，并降低波动和回撤。二是持续加强风险管理工具迭代。一方面，推行防御性资产智能化调度。利用大数据技术精准预测赎回压力，动态调整现金及存款的配置比例，以提升流动性管理效率，降低冲击成本。另一方面，做好信用风险防控三重过滤。通过三重过滤机制（即量化初筛、基本面深度研究、内部信评和投决会审议）筛选优质资产，系

统性降低“踩雷”概率，保障底层资产质量。

（三）服务重构——数字化赋能与行为引导

在财富管理行业加速数字化转型的背景下，财富管理机构可通过数字化技术手段重构服务流程，提升客户体验，同时引导客户形成更理性的投资行为。一是实现全流程数字化赋能。一方面，加强智能投顾深度应用。智能投顾系统通过动态再平衡策略可提高客户资产配置效率，而且还能提升业绩贡献度。另一方面，实施轻资本运营模式。为适应数字化趋势，有必要缩减物理网点，转向“旗舰店+线上平台”的服务枢纽。例如，2025年部分券商和银行计划撤销60家分支机构，以降低运营成本并集中资源于核心区域。渣打银行推出“一站式自主投资平台”，以1元起投门槛吸引年轻客群，通过数字资产配置工具，将获客成本降低了70%。二是客户风险认知与行为培育。一方面，用好风险适配量化工具。为帮助客户更好地理解自身风险偏好，部分机构开发了风险适配量化工具。例如，“摩根风险矩阵”等测评模型，将模糊的风险偏好转化为目标波动率参数（如5%~8%），从而避免客户因“收益追逐”误配高风险产品。这类工具通过量化分析，使客户的风险认知更加清晰，有助于做出更符合自身风险承受能力的投资决策。另一方面，构建长期投资行为引导机制。通过场景化教育，引导个人客户长期投资。例如，部分机构正在将债基收益游戏化为“收蛋文化”，提升了客户参与感，增强投资客户黏性。此外，设置季度平衡纪律，利用智能投顾执行“下跌加仓、上涨止盈”策略，有助于破解散户追涨杀跌的困局，培养客户理性投资习惯。

（作者/吴小强 中国农业银行总行 编辑/方海平）

CHAPTER 4

银行理财半年报

2025 年上半年，银行理财市场规模总体实现了稳健增长，不同理财公司暗藏结构性洗牌，规模增长两极分化。低利率环境与股市回暖推动资金再配置，监管合规下的稳净值仍是长期挑战。基于南财理财通超 5 亿银行理财大数据，课题组从新发情况、到期情况、破净情况和存续情况等多方面对银行理财行业进行了全方位透视，力求为理财市场提供一个更客观、公正、真实的全貌。

一、银行理财新发产品情况

2025 年上半年，在流动性总体较为充裕的情况下，银行降低存款利率，增加了理财的吸引力，导致部分存款资金流向理财领域，银行理财也优化策略提升收益，产品发行量稳步上升，强化规模增长动能。南财理财通数据显示，有 32 家理财公司发行了 10941 只净值型理财产品，同比 2024 年上半年的 7805 只涨超 40%。

从产品结构看，理财公司转向多资产多策略要收益，提高了混合类产品和权益类产品的发行比例，其中混合类产品发行了 223 只，权益类产品发行了 7 只。此外，为了迎合客户的风险偏好，理财公司逐渐转向发行流动性更高的开放式产品，同时产品的短期化趋势明显。

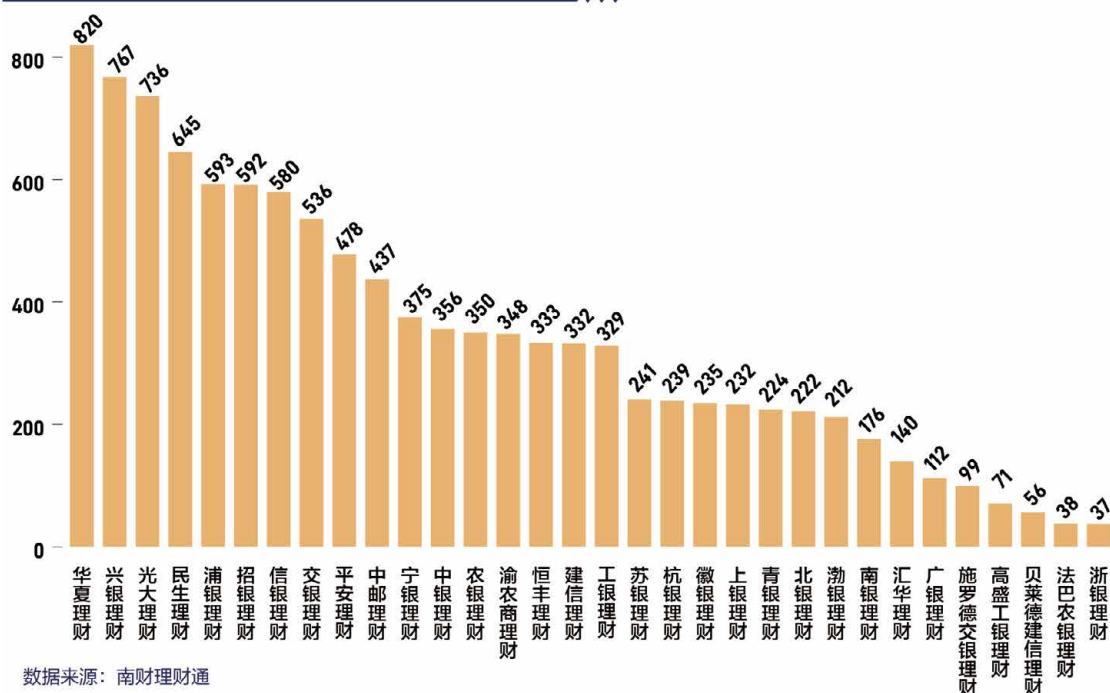
新品定价方面，业绩比较基准延续下行趋势，1 月以内期限产品定价跌破 2%。发行规模方面，2025 年上半年的产品竞争明显相比 2024 年上半年更为激烈，除信银理财、民生理财常居吸金榜前列外，光大理财、中银理财也出现了强吸金的系列单品。不过，百亿元的募集规模是一个分水岭，2025 年上半年只有一款产品募集规模超过 100 亿元，来自信银理财的安盈象固收稳利 14 个月系列。

新品结构：产品发行量同比涨超 40%，短期限开放式产品成发力方向

据南财理财通数据，2025 年上半年，32 家理财公司发行了 10941 只净值型理财产品（以产品登记编码为统计标识），同比 2024 年上半年的 7805 只涨超 40%。在流动性总体较为充裕的情况下，银行降低存款利率，增加了理财的吸引力，导致部分存款资金流向理财领域，银行理财也优化策略提升收益，产品发行量稳步上升，强化规模增长动能。

从发行机构看，股份行理财公司华夏理财新发产品数量遥遥领先，达到 820 只，兴银理财、光大理财产品发行量也超过 700 只。国有行理财公司中，交银理财发行产品数量最多，达到 536 只，城商行理财公司中，宁银理财发行数量最多，达到 375 只，合资理财公司普遍发行产品数量在 100 只以内，仅汇华理财发行了 140 只产品。

2025年上半年理财公司新发净值型产品情况



投资性质上，固收类产品占比达到 97.4%，同比下降了 0.9 个百分点，混合类产品和权益类产品占比有所提高，其中混合类产品发行了 223 只，权益类产品发行了 7 只。在债券票息收益下行的“资产荒”背景下，理财公司转向多资产多策略要收益，提高了混合类产品和权益类产品的发行比例。

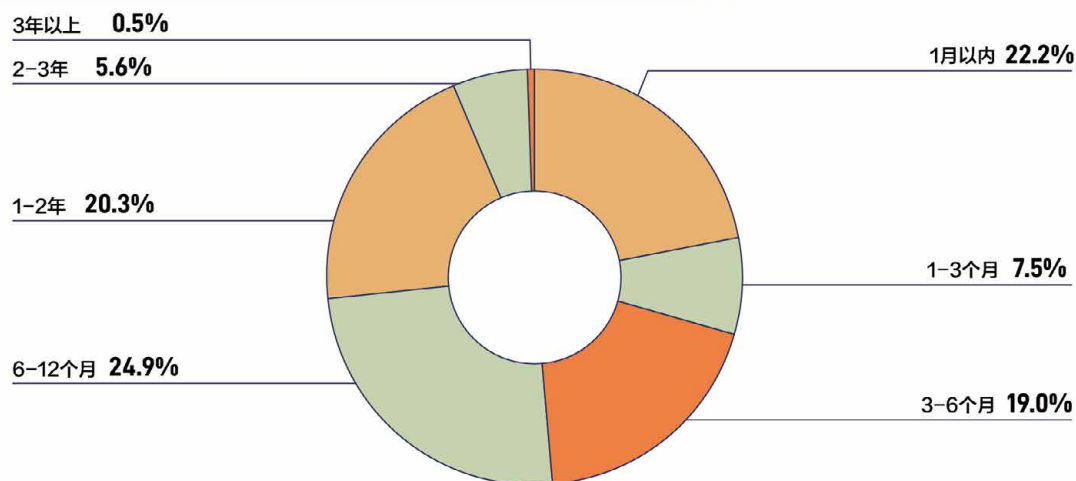
募集方式上，公募型产品占比约九成，为 90.6%，私募型产品占比 9.4%。运作模式上，封闭式净值型产品比例有明显下滑，跌至六成以下，为 59.9%，同比 2024 年上半年大幅下降了 14 个百分点，相对而言，开放式净值型产品比例提升至 40%。

为了迎合客户的风险偏好，理财公司逐渐转向发行流动性更高的开放式产品，同时产品的短期化趋势明显。从新发产品的投资期限比例看，1 月以内期限产品占比已经突破 20%，达到 22.2%，同比 2024 年上半年提高了 5.5% 的百分点，相较之下，3—6 月、6—12 月期限产品占比出现明显下滑，其中 3—6 月期限产品比例同比下降了 6.3 个百分点，其余期限产品整体变动不大。

总结来看，理财公司 2025 年上半年加大新品发行力度增加产品规模，产品发行呈现向短期限、开放式、高流动性产品转移的特点，同时理财公司也加大力度布局多资产多策略产品增厚收益，加强产品的多元化布局。



理财公司2025年上半年新发产品不同投资周期占比分布



新品定价：业绩比较基准延续下行趋势，1月以内期限产品定价跌破 2%

2024 年以来，银行理财产品业绩比较基准呈现下行走势。一方面，在底层资产收益率走低，理财产品的高收益率难以为继，另一方面，在监管趋严、理财产品估值方式受限的影响下，理财产品达到业绩比较基准下限的难度也随之提高，管理人只能不断调降业绩比较基准降低客户预期。

有理财公司向课题组坦言，随着今年估值整改结束、票息收益走低，理财公司明年面临的压力会更大，产品的净值波动也会有所加剧，现在发力的多资产配置、境外投资等都是为明年做准备。

从数据来看，各期限产品定价普遍呈逐月下降的走势，1月以内期限产品在 2025 年 6 月跌破 2%，为 1.88%。此外，6—12 月、1—2 年期限产品定价均在 2025 年 6 月份达到最低点。2 年以上期限产

2024年以来理财公司新发公募型产品业绩比较基准变化



数据来源：南财理财通

数据统计口径：固定报价型和区间报价型产品业绩比较基准算术平均值，数据结果仅供参考

品定价出现倒挂现象，2—3 年期限产品定价在 6 月末跌至 2.71%，2025 年新发的 3 年以上期限产品定价均在 2.5% 以下，2025 年 6 月末为 2.42%。

新品规模：机构单品募集规模下滑 14%，仅一款产品募集超百亿元

从“吸金”规模看，剔除部分理财公司产品募集规模未披露外，2025 年上半年理财公司新发产品整体募集规模为 17579.06 亿元，单品平均募集规模为 2.69 亿元，同比 2024 年上半年的 3.11 亿元下滑 13.5%。不过，上半年理财产品发行量涨超 40%，理财产品的募集情况仍较为可观。

从角逐募集规模榜单前十的产品看，2025 年上半年的产品竞争明显相比 2024 年上半年更为激烈，除信银理财、民生理财常居吸金榜前列外，光大理财、中银理财也出现了强吸金的系列单品，如光大理财的“阳光金丰利”系列，有三只产品上榜。此外，前十名产品的募集总规模也相较 2024 年上半年有明显增长，合计达到 823.2 亿元，同比上涨 24.88%。不过，百亿元的募集规模是一个分水岭，2025 年上半年和 2024 年上半年均只有一款产品募集规模超过 100 亿元，均来自信银理财的安盈象固收稳利 14 个月系列。从上榜产品看，中低风险、封闭式、固收类是普遍的产品特点，且大多数产品投资周期均为 1—2 年，仅排名第七的中银理财产品 and 排名第十的民生理财产品投资周期为半年。

2025年上半年理财公司新发公募产品吸金榜						实际募集规模
序号	产品简称	管理人	风险等级	运作模式	投资性质	(亿元)
1	安盈象固收稳利十四个月封闭式134号	信银理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	108.78
2	安盈象固收稳利十四个月封闭式132号	信银理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	95.16
3	安盈象固收稳利十四个月封闭式153号	信银理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	83.69
4	阳光金丰利617期	光大理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	83.66
5	富竹固收优选封闭60号	民生理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	80.12
6	阳光金丰利623期	光大理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	80.00
7	ESG优享稳健直通车封闭式2025年23期	中银理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	74.99
8	阳光金丰利685期	光大理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	74.19
9	安盈象固收稳利十四个月封闭式141号	信银理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	72.62
10	富竹固收封闭32号(专享)	民生理财	二级(中低)	封闭式净值型	固收类	70.00

二、银行理财到期产品情况

半年以内期限固定收益类理财业绩下限达标率超九成

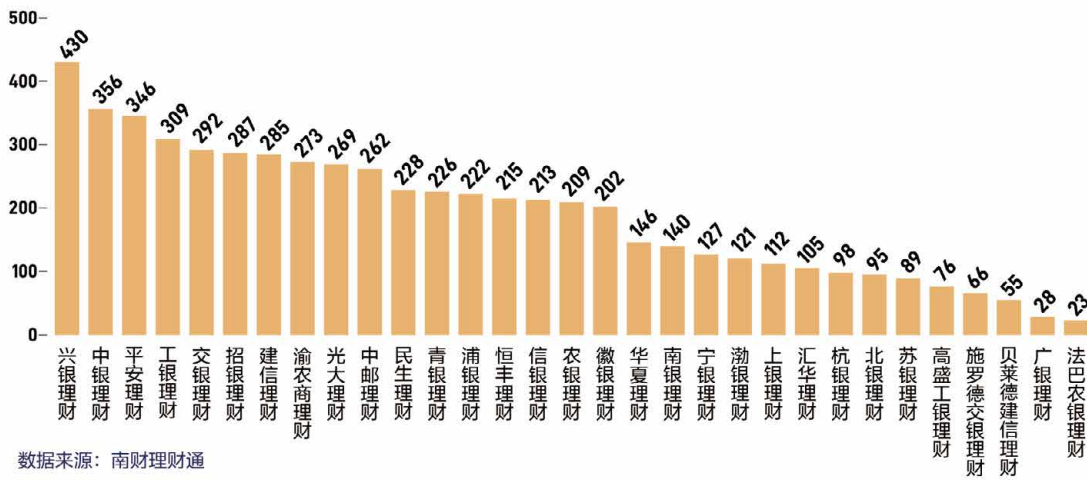
2025 年上半年 31 家理财公司合计有 5,905 款（按登记编码核算）封闭式公募产品到期，较



2024 年上半年增长 35.44%。其中，固定收益类、混合类、商品及金融衍生品理财分别到期 5,759 只、145 只和 1 只。

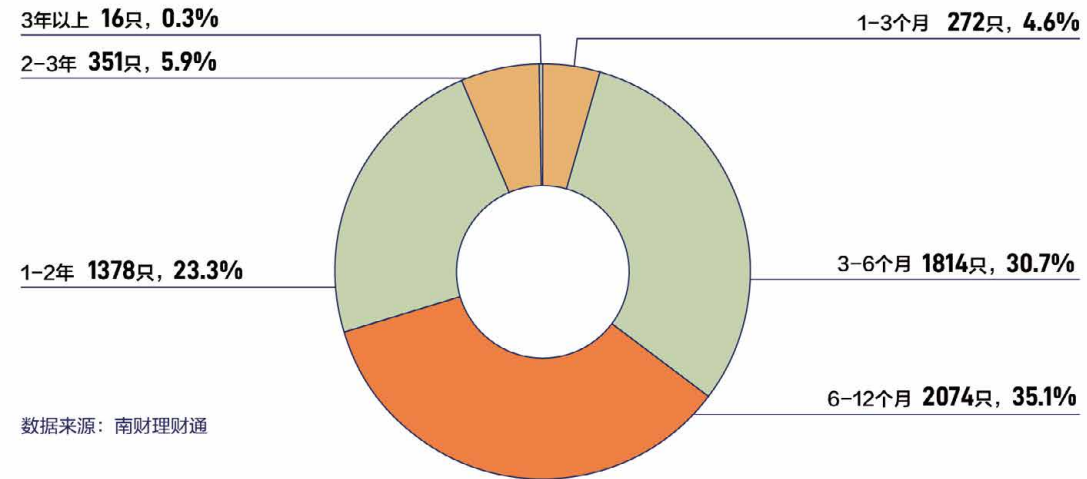
分机构来看，兴银理财、中银理财、平安理财和工银理财到期产品数量位列前四，2025 年上半年到期产品数量超 300 只。

2025 年上半年理财公司新发净值型产品情况



分投资周期来看，6—12 个月期限到期产品数量最多，达 2,074 只，占比 35.1%；其次为 3—6 个月期限产品，有 1,814 只到期，占比 30.7%；1—2 年期限的到期产品有 1,378 只，占比 23.3%；其余投资周期到期产品数量占比不足 10%。

2025 年上半年到期的理财公司封闭式公募投资周期数量分布（合并登记编码）



人民币固定收益类封闭式理财到期年化收益率跌破 3%

由于固定数值报价型产品和区间报价型产品数量较多，课题组主要对上述两类产品的达标率和到期收益水平进行分析。在剔除了因信息披露不达标导致无法计算到期年化收益率的样本后，课题组以 5,587 只（按登记编码核算）到期产品为样本进一步分析。

在 5,587 只到期产品中，固定收益类、混合类和商品及金融衍生品类理财分别有 5,446 只、140 只和 1 只。到期产品综合业绩基准中枢达标率为 49.4%，业绩基准下限达标率为 82.46%。

2025 年上半年到期的封闭式固定收益类公募产品业绩下限达标率为 83.88%，业绩中枢达标率为 50.02%。分期限看，6 个月以内期限产品业绩下限达标率在 90% 以上，3—6 个月期限产品业绩下限达标率最高，为 93.91%，其次为 1—3 个月期限产品，业绩下限达标率为 91.44%。6—12 个月期限产品达标率低于 90%，为 87.71%。因静态利率处于较低位置，且上半年股市有一定投资机会，债市表现一般，固定收益类长期产品受影响较大，2 年以上期限产品达标率较为惨淡，2—3 年期限和 3 年以上期限封闭式产品业绩下限达标率分别为 28.17% 和 6.67%。

固定收益类理财平均到期年化收益率为 3.09%。分期限看，1—2 年期限产品平均收益率最高，算术平均净值增长率为 3.42%；其次为 3 年以上期限产品，平均到期收益率为 3.38%；此外，6—12 个月期限产品算术平均净值增长率为 3.23%。从性价比角度看，6—12 个月期限固定收益类产品性价比比较高。

因无风险利率较高，主投美元存款的短期限美元理财推高了固定收益类理财的到期收益率。剔除外币理财后，人民币封闭式固定收益类公募产品平均到期年化收益率为 2.92%。

混合类产品业绩下限达标率为 27.14%，业绩中枢达标率为 25%。投资期限在一年以下的产品达标率相对较高，在 80% 及以上，不过样本总量较少，数值仅供参考。而 2—3 年期限产品和 3 年以上期限产品，由于产品期限较长，难以通过股市的阶段性行情彻底扭转整体收益，导致业绩下限达标率较低。

混合类理财平均到期年化收益率为 2.14%，跑输固定收益类产品。6—12 个月期限产品平均到期年化收益率最高，为 3.08%。其次为 1—2 年期限和 3—6 个月期限产品，到期年化收益率均值分别为 2.88% 和 2.68%。

商品及金融衍生品类封闭式公募理财到期数量较少，仅有 1 只产品达到业绩比较基准下限，该产品未达到敲出条件，对应的业绩比较基准偏低，产品实际收益率并不高。

2025年上半年理财公司封闭式公募产品到期情况

投资性质	投资周期	平均到期 年化收益率	平均业绩 比较基准下限	平均业绩 比较基准均值	业绩下限 达标率	业绩中枢 达标率
固定收益类	1-3个月	2.63%	2.52%	2.63%	91.44%	68.09%
	3-6个月	2.75%	2.60%	2.74%	93.91%	58.05%
	6-12个月	3.23%	3.12%	3.29%	87.71%	51.87%
	1-2年	3.42%	3.52%	3.72%	74.84%	38.81%
	2-3年	3.21%	4.77%	4.95%	28.17%	21.43%
	3年以上	3.38%	5.01%	5.22%	6.67%	6.67%
	行业平均	3.09%	3.11%	3.27%	83.88%	50.02%
混合类	3-6个月	2.68%	2.38%	2.42%	100.00%	100.00%
	6-12个月	3.08%	2.66%	2.86%	83.33%	75.00%
	1-2年	2.88%	3.52%	4.48%	42.86%	33.33%
	2-3年	1.71%	5.32%	5.48%	0.00%	0.00%
	3年以上	2.44%	5.10%	5.10%	0.00%	0.00%
	行业平均	2.14%	4.41%	4.68%	27.14%	25.00%
商品及金融 衍生品类	1-2年	0.14%	0.05%	0.05%	100.00%	100.00%

数据统计:仅统计业绩比较基准为固定报价型和区间报价型封闭式公募产品，按登记编码统计，数据来源:南理财财通

从机构情况看，理财公司整体达标率一定程度上体现了收益能力与客户预期管理能力。在 5,446 只封闭式到期固定收益类公募产品（按登记编码核算）中，渤海理财、高盛工银理财、广银理财和法巴农银理财到期封闭式固定收益类公募产品实现 100% 业绩下限达标。此外，还有 17 家机构 2025 年上半年业绩比较基准下限达标率也在 80% 及以上。建信理财、青银理财和汇华理财业绩下限达标率不足 60%。

固定收益类封闭式产品到期达标率不佳的机构，部分与静态利率下降过快，产品“定价”略高有关。近年来权益市场表现一般，虽然“9·24 行情”后权益市场表现出一定机遇，但对剩余期限较短的含权益产品而言业绩追赶难度较大，该类固定收益类产品到期数量较多的机构达标情况较差。

三、银行理财存续产品情况

上半年权益类产品业绩最佳，固收最“惨淡”

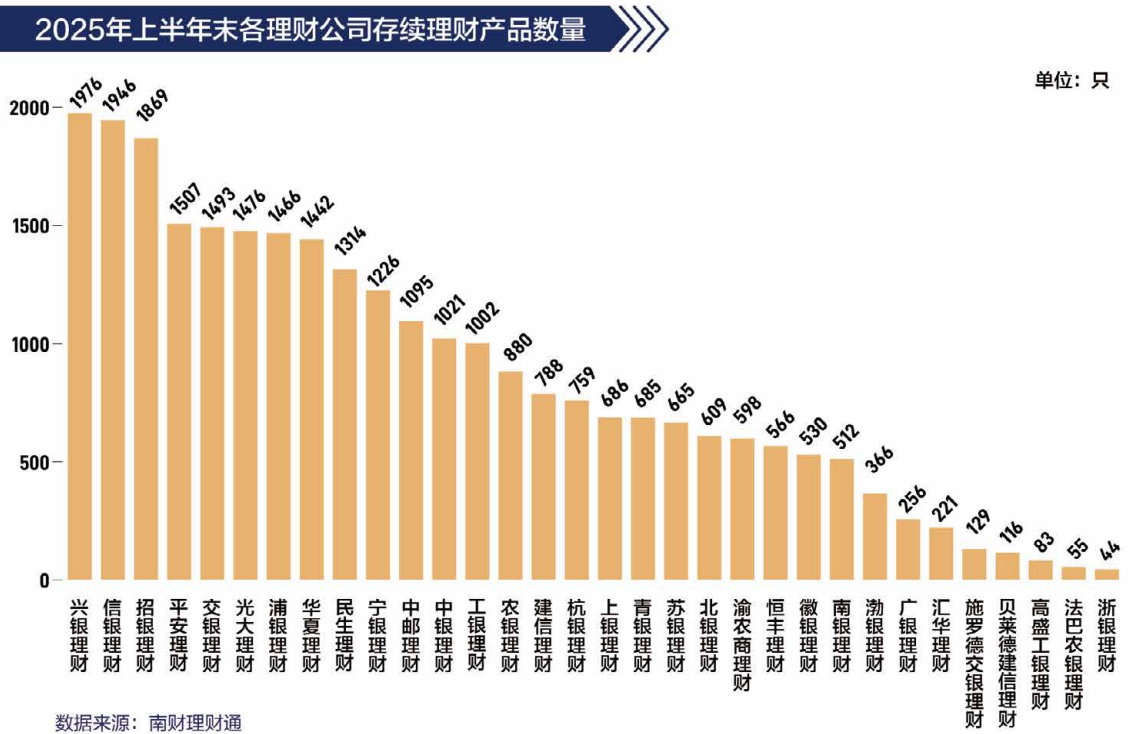
据南理财财通数据，截至 2025 年 6 月 30 日，32 家理财公司共有 27381 只存续理财产品（以产品登记编码为准，包含公募、私募产品），发行方式以公募为主。

风险等级方面，以二级（中低风险）产品数量最多，占比 72.97%，其次是三级（中风险）和一级（低风险）产品，数量占比分别为 12.22%、12.11%。二级及以下风险等级存续理财产品占比超 85%。

投资性质则以固收类占据绝对主流地位，固收类理财产品占比 92.55%，混合理财产品占比 5.28%，权益类产品占比 0.55%，商品及金融衍生品类产品占比 1.55%。

从各理财公司来看，截至 2024 年 6 月末，有 13 家理财公司存续理财产品数量超过 1000 只，兴银理财和信银理财存续产品逼近 2000 只。也有 3 家理财公司在 100 只以下，包括两家合资理财公司——高盛工银理财和法巴农银理财，2 月开业的浙银理财已有存续产品 44 只。

存续理财产品数量最多的是兴银理财，共 1976 只存续理财产品；信银理财位列第二，有 1946 只；招银理财以 1869 只排第三。共有 13 家理财公司存续产品数量在千只以上。

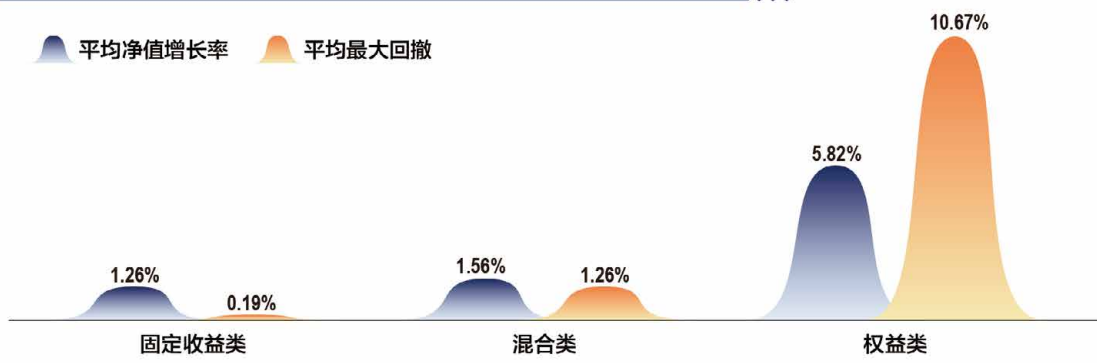


从存续产品收益来看，上半年 A 股、港股明显回暖，A 股主要指数均录得一定涨幅，股市反弹行情助力权益类理财产品表现，权益类理财产品成为今年上半年业绩表现最好的理财产品，平均净值增长率为 5.82%。不过，权益类产品的平均最大回撤达到 10.67%，高收益与高波动并行。



固收类理财产品和混合理财产品收益表现较为接近，今年上半年平均净值增长率分别为 1.26%、1.56%。固收产品收益上半年最“惨淡”，但其稳健性更优，平均最大回撤仅 0.19%，混合类产品上半年平均最大回撤为 1.26%。

理财公司不同投资性质公募理财产品2025年上半年业绩表现



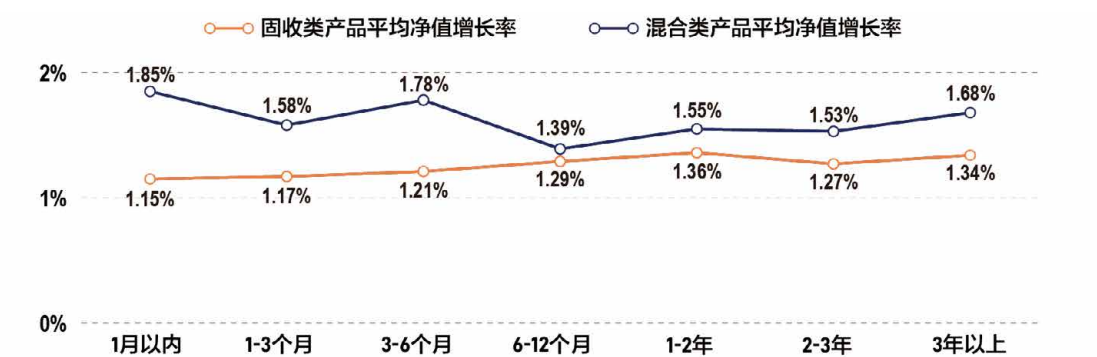
数据来源：南财理财通

从固收类和混合类理财产品两大类理财产品不同投资周期的表现来看，整体上，混合类产品在各投资周期的收益表现均优于同一期限的固收产品。

固收类产品今年上半年平均收益率最高的投资周期为 1—2 年，其次是 3 年以上投资周期。2 年以下期限的固收产品基本收益与期限长短正相关，2 年以上期限的产品收益反不及 1—2 年投资周期产品。

混合类理财产品今年上半年 6—12 个月期限的固收产品成收益谷底，而 1 月以内短期限混合类产品收益为高点，混合类产品的收益与期限未显露出正相关性。

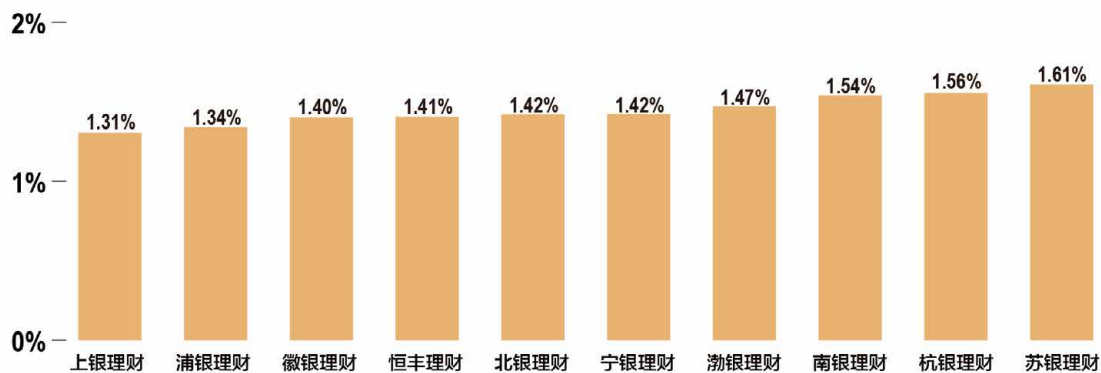
理财公司不同投资周期公募理财产品2025年上半年业绩表现



数据来源：南财理财通

具体到各机构来看，今年上半年人民币公募固收类产品收益前三均为城商行理财公司，其中苏银理财位列第一，此类产品上半年平均净值增长率为 1.61%。其次是杭银理财，上半年平均净值增长率为 1.56%。南银理财以 1.54% 位列第三。

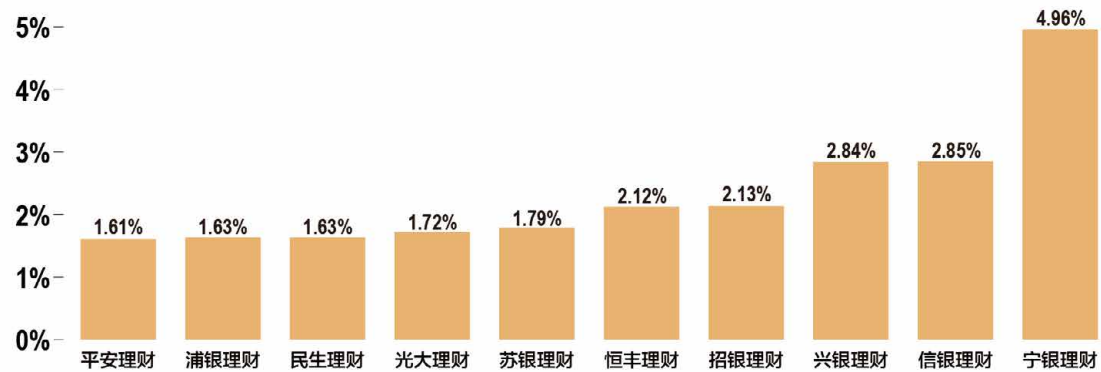
理财公司人民币公募固收类产品2025年上半年收益表现前十



数据来源：南财理财通

混合类理财产品表现方面，上半年平均回报排第一的是宁银理财，今年前 6 个月平均净值增长率为 4.96%；信银理财以 2.85% 排第二；兴银理财以 2.84% 位列第三。

理财公司混合类公募理财产品2025年上半年收益表现前十



数据来源：南财理财通

四、银行理财市场破净情况

上半年末理财破净率创新低，9 家理财公司 “0 破净”

2025 年上半年，债市整体告别单边牛市，步入高波动震荡阶段，各品种信用债收益率与利率债

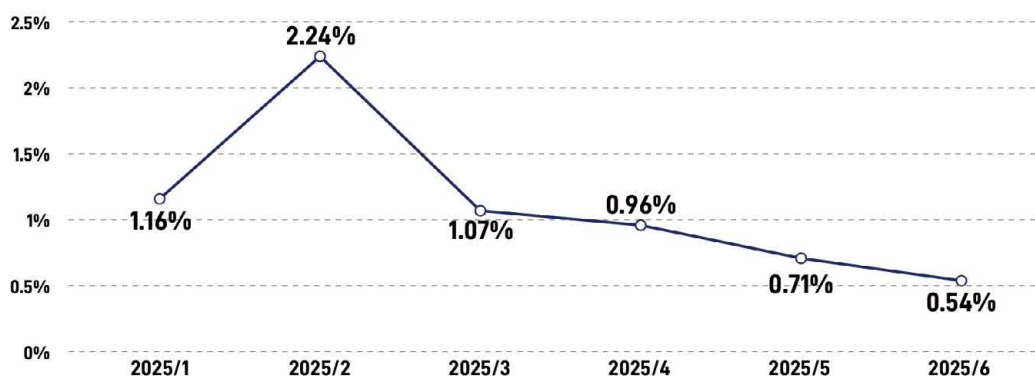


走势基本一致，信用利差波动收窄。权益市场震荡上涨，上半年 A 股主要指数均录得一定涨幅。

公募理财产品破净率方面，据南财理财通数据，除 2 月份产品破净率突增至 2.24% 外，上半年整体呈逐步下降趋势。

理财公司2025年上半年每月末公募产品破净情况

当月理财公司产品破净比例



具体来看，2 月份受股强债弱影响，固收类理财产品破净率明显上升，而混合类理财产品、权益类理财产品破净率则明显下降，但由于固收类理财产品占绝大多数，理财产品综合破净率达到上半年相对高点。

截至 2 月末，固收类理财产品破净率为 1.73%，环比上升 1.24 个百分点。混合类理财产品、权益类理财产品破净率分别为 9.03%、52.63%，环比分别下降 0.79 个百分点、5.26 个百分点。

因债市在 3 月下旬企稳回暖，3 月末理财产品破净率环比下降 1.17 个百分点，降至 1.07%。固收类理财产品破净比例再次降至 1% 以下，3 月末破净比例为 0.58%，环比 2 月末下降 1.15 个百分点。混合类理财产品破净比例 7.7%，环比下降 1.33 个百分点。权益类理财产品破净比例则维持不变。

此后，公募理财产品破净率逐月走低，截至 6 月末，32 家理财公司共有 27155 只公募理财产品，其中 146 只产品累计净值低于 1，破净比例为 0.54%，环比下降 0.17 个百分点，再创新低。

不同投资性质理财产品中，截至上半年末，固收类理财产品破净率进一步下降，低至 0.17%；混合类理财产品破净率 5.58%，环比下降 1.49 个百分点；权益类理财产品破净率降至 15.65%；此外，商品及金融衍生品类产品无破净。

具体到各机构，截至 2025 年上半年末，北银理财、法巴农银理财、高盛工银理财、恒丰理财、农银理财、青银理财、施罗德交银理财、浙银理财和中银理财这 9 家理财公司公募产品无破净。

值得一提的是，中银理财存续产品数量超千只，而 1021 只产品在上半年末无一净值“破防”。农银理财存续产品数量也有 880 只，同样无一破净。

破净率较高的前三家理财公司为工银理财、贝莱德建信理财和汇华理财，合资理财公司占据 2 个席位。这两家合资理财公司破净比例较高是由于产品总量较少，实际破净产品数量分别只有 3 只、5 只。而工银理财公募产品破净率为 3.69%，存续 1002 只公募产品中有 37 只破净，破净产品数量及破净比例在理财公司中均处于高位。

【本报告课题组成员】

执行组长：黄桂煊

金融研究员：薛茹云 陈子卉

编辑：唐曜华

数据分析：张稻方

数据来源：粤港澳大湾区（广东）财经数据中心、南财理财通

数据说明：本报告相关榜单取数范围：1. 产品成立时间在 2025.1.1 前，结束时间在 2025.6.30 后；2. 各指标的取数时间以机构官方公布的 2025 年 6 月最后一个净值日期为基准向前推算对应的指标计算区间。3. 剔除信息披露不规范或净值数据不完整的样本。如您对数据有疑问，请您与课题组联系。版权声明：本报告版权属南方财经全媒体集团，未经课题组同意，禁止对外使用。

CHAPTER 5

专访对话

宁银理财董事长杨丽： 应对低利率，加速推进主动管理策略



“自 2023 年以来，国内债券市场在货币政策宽松、经济弱复苏及结构性资产荒现象共振下，整体处在一个收益率下行通道。传统依赖票息收益的策略空间已被大幅挤压，这一现实压力正倒逼资产管理人加速推进主动管理策略的突围进程。”宁银理财董事长杨丽在谈及收益率低位时代的策略时如是说。

宁银理财成立于 2019 年 12 月，是由宁波银行出资 15 亿元设立的全资理财子公司。杨丽作为宁银理财董事长，她认为，在宏观经济增速换挡、金融市场震荡波动的当下，客户对稳健收益的追求是基于理性判断的合理诉求，也是理财公司的致力方向。优质的理财产品需要通过动态创新响应市场变化，并在风险收益平衡、客户需求适配和持续服务能力之间找到最优解。

在债市收益率下行空间有限的背景下，固收类理财产品在底层资产配置策略上要如何增厚收益？理财产品如何更加贴近市场、满足投资者期待？近期，《21 世纪经济报道》旗下《对话资管 30 人》栏目对杨丽进行了深度访谈。

债市火热行情有望持续

《21 世纪》：受债市火热表现影响，银行理财的收益较为不错。据你判断，2025 年债市行情有望持续吗？

杨丽：2025 年债市行情有望延续，银行理财固收投资依旧面临相对友好的市场环境。国内经济运行总体平稳，生产供给较快增长、消费投资稳中有升、社会信心有所提振，高质量发展扎实推进。但

面临有效需求不足、部分企业经营困难以及居民就业增收压力较大等问题，进一步回升向好的基础仍需巩固。

此外，关税政策等不确定性增加，外部环境更加复杂。针对当前内外形势，央行继续实施适度宽松的货币政策，保持流动性充裕，降低实体融资成本的目标下，降准降息预期仍在，为债市提供了友好的宏观背景。

《21 世纪》：未来哪些因素可能影响固收类理财产品市场表现？

杨丽：宏观经济形势、货币政策、风险偏好等因素都可能会影响到固收市场的表现。经济层面上，海外关税等贸易政策易反复，直接影响我国的出口表现或有波动，国内基于稳经济目标，将出台财政货币政策提振内需，全年经济走势和节奏会影响债市表现。

货币政策层面上，央行为了保障经济平稳运行，在适度宽松的政策基调下会相机抉择；如果高关税拖累出口，内需面临压力，可能实施降准降息等总量宽松政策，如果经济压力不大，央行更多使用结构性政策、比如再贷款等工具。风险偏好层面上，从大类资产维度来看，股市上涨与下跌、风险偏好也有变化，会影响债市资金。

收益率低位时代，需构建多策略共振的立体化组合

《21 世纪》：在债市收益率下行空间有限的背景下，固收类理财产品在底层资产配置策略上要如何增厚收益？

杨丽：自 2023 年以来，国内债券市场在货币政策宽松、经济弱复苏及结构性“资产荒”现象共振下，整体处在一个收益率下行通道。以 10 年国债收益率为观察点，从 2023 年初的 2.9% 附近震荡下行至当前 1.7% 以下的低位水平，传统依赖票息收益的策略空间已被大幅挤压，这一现实压力正倒逼资产管理人加速推进主动管理策略的突围进程。

以风险相对较低的高信用等级债券、同业存单、银行存款作为底仓搭建“基础收益”提供稳定票息收入，依然是产品收益的核心动力。在此基础上，固收类理财产品需通过多维度策略组合拳，在不显著提升风险敞口的前提下实现收益增厚。

一是信用债精耕。虽然传统发达地区的中短久期信用债已处于较低的历史分位点，但信用债资产依然有精细挖掘的价值。我们可以从量、价的两个维度建立观测指标体系，通过一二级市场、机构行为、供需等跟踪视角，把控不同阶段信用债相对于利率债、二永债等其他资产的优势程度，适时参与部分

中高等级中等久期信用债投资，保持一定流动性的同时以资本利得增厚收益、提升组合收益波动比。

二是杠杆套息。杠杆套息策略的核心在于低成本融资与目标收益资产的利差捕获，当前市场流动性整体宽松，资产价格回调风险可控，通过提升产品杠杆率，增配短久期或高等级资产，可以一定程度增厚产品收益。操作上需动态平衡杠杆率与资金波动风险，设定杠杆上限，避免过度依赖流动性环境。

三是波段交易。利率债波段交易的核心在于投资经理对市场趋势的主动研判，在风险约束下捕捉利率波动带来的资本利得。这一过程高度依赖投研团队的预期差捕捉能力，这里需深度挖掘宏观经济数据、货币政策信号。同时，投资经理需具备战术执行纪律和灵活的纠偏能力，在利率趋势反转时能快速调整策略，将主动研判转化为可验证的超额收益。

四是适度参与衍生工具。合理利用国债期货、TRS、CLN 等工具，灵活对冲利率风险、信用风险，降低组合波动。关键在于严格匹配底层资产敞口，避免过度投机，并通过动态调整头寸应对市场环境变化，确保策略收益与底层资产形成有效互补。

五是固收 + 资产增强。这部分通过多元资产嫁接，在风险可控前提下捕捉股债市场双重红利。以可转债为例，依托债底保护与正股弹性，可转债在权益市场反弹时通过转股价值上升获取超额收益，震荡市中则通过条款博弈创造额外收益。策略上需注重分散配置、动态平衡敞口，并严控底层资产质量，实现收益增厚的策略目标。

在收益率低位时代，单一策略的边际效用是递减的，为此需构建多策略共振的立体化组合。通过精细化管理，同时利用系统工具实现风险敞口的实时监控与动态平衡，守住收益增厚的成果。

把产品的全生命周期管理落实到“机制”中去

《21 世纪》：如何满足客户对持续稳定收益的需求？

杨丽：客户是整个理财行业发展的基石，银行理财的本质是“受人之托，代客理财”，客户的信任与资金托付构成了行业生存的底层逻辑。从微观视角看，银行理财是以服务广大普通投资者为主的，这就导致其核心诉求并未博取超额收益，而是通过资金的长期稳健增长实现投资者的长期生活目标（比如教育养老、医疗健康、家庭规划等）。

因此，在宏观经济增速换挡、金融市场震荡波动的当下，客户对稳健收益的追求是基于理性判断的合理诉求，也是我们的致力方向。为满足客户对稳定收益的长期需求，宁银理财从投资策略设计、风险管理支撑、产品形态布局、标准化管理等几个维度解决方案，实现“收益可预期、风险可解释、

客户有选择、业绩可追溯”的目标。

投资策略设计上，就像前面介绍的，在底层资产配置上打造以“低波动性 + 高稳定性”的底仓为收益引擎，通过收益增强策略和风险缓冲工具实现长期的可观收益。风险管理维度上，宁银理财把全面严谨的风险管理作为自身核心竞争力的一部分，建立起业务部门 - 风险中台 - 审计部为核心的“三道防线”内控体系。产品形态布局上，宁银理财设计了差异化期限结构、发行方式、投资性质、策略组合等多维度产品线，满足不同风险收益偏好的客户。

标准化管理方面，宁银理财将风险等级标签化，参考银行业理财登记托管中心标准，将产品划分为 R1（谨慎型）至 R5（进取型），明确每类产品的投资范围、资产期限、收益结构、风险因子目标区间。建立合同模板、投资决策、风险预警、客户服务和科技支持的标准化机制。我们坚持把产品的全生命周期管理落实到“机制”中去，以保证相似系列的产品能输出稳定可追溯的业绩表现，给客户可预期的稳健收益。

《21 世纪》：面对投资者对净值波动的敏感，宁银理财如何通过投资者教育提升客户认知？

杨丽：理财产品投资者整体上风险偏好不高，更好地帮助投资者理解和接受市场波动是宁银理财投教工作的出发点和落脚点。随着市场发展变化，公司也在不断优化打磨着投教工作：

一方面是丰富投教形式。公司通过公众号投放了形式多样的投教内容，如适合在碎片时间的情景剧《理财茶话会》，适合通勤场景的音频《投资不迷茫》，适合年轻人的小视频《小鲸情报局》，适合进阶客户的市场点评《小鲸说市场》等等。此外，公司在线下开展了诸如“理财知识进社区”、“走进宁银”、“理财策略会”等投教活动，直面客户传递理财底层逻辑与市场观点。最后，为了更高效更广泛地开展投教，公司也多次通过直播的方式同投资者互动交流，帮助大家更好地认识产品与市场。

另一方面，优化信息触达。销售渠道是直面客户的窗口，每一位客户经理是做好信息传递的最关键人员，因此优化投教信息触达首要举措就是做好投教信息向渠道的传递。宁银理财建立了微信渠道服务号，每一位客户经理注册通过后，可以通过微信服务号快捷方便地掌握产品与市场信息、获取投教素材。同时，宁银理财渠道销售人员相对下沉地同各渠道分支行建联组群，对于复杂产品也会邀请投资经理入群答疑解惑，有效赋能渠道开展投教工作。

此外，投教工作还要加强客户陪伴。我们认为，好的投教除了在内容形式上下功夫外，有时做好投资者陪伴是更加重要的。实践中我们发现很多客户即使具备一定的市场专业度，但一旦亲身遇到市场调整，还是会情绪不安。针对这样的情况，公司联动渠道加强客户拜访，或组织线上线下客户答疑会，倾听投资者声音的同时把理财公司的专业研判传递给大家，增强投资者信心。在投资者比较“脆弱”

的时候通过陪伴给予支持，度过难关后的投资者往往更加成熟理性。

通过动态创新响应市场变化

《21世纪》：在你心目中，什么样的理财产品是好的理财产品？理财产品如何更加贴近市场、满足投资者期待？

杨丽：在我看来，优质的理财产品需要通过动态创新响应市场变化，并在风险收益平衡、客户需求适配和持续服务能力之间找到最优解。

我们认为，理财产品可以通过以下方式贴近市场、满足投资者期待。

一是可针对不同风险收益特征，设计多元化、层次丰富的理财产品，将客户与产品进行精准匹配。

二是可根据对实际经济表现、资产比价及市场配置偏好的专业研判结果，对应调整理财产品的投向、资产中枢等要素，实现从静态结构到动态响应市场的转变。

三是从投资者教育与客户陪伴维度出发，升级客户体验，提高投资者与产品间的信任度，形成正向反馈。

《21世纪》：相比同行，宁银理财的产品特色在于何处？在大财富管理时代，宁银理财如何紧跟客户财富需求的变化以吸引更多投资者？

杨丽：宁银理财结合现金管理类和“欣、享、赢、耀”四条产品主线，形成了覆盖不同风险收益需求、投资策略的净值型产品体系。其中，公司中低风险宁欣固收类产品已实现低波、配置、灵活等策略细分，主流策略产品已形成全货架式供应。此外，在夯实稳健理财的基础之上，公司持续拓展产品体系深度，积极布局固收+、混合类、权益类、商品及金融衍生品类产品体系，充分挖掘个股、FOF、转债等多类投资策略，并创新发行红利精选、长三角、沪港深等主题型产品，为投资者提供参与各类市场的多元化策略工具。

在大财富管理时代，宁银理财从多维度出发，紧跟客户财富需求变化。一是精细化投资管理，提升产品抗风险能力，力争为银行理财主流客群带来满意的持有体验。二是坚守绝对收益目标核心，持续拓展多元化策略优势，不断丰富产品投资策略以及形态、期限设计，以最大程度覆盖投资者流动性及风险收益需求。三是深度洞察客户需求，构建动态客户画像，针对性推介理财方案，力争“将合适的产品销售给合适的客户”。

（作者 / 边万莉 编辑 / 周炎炎）



中国平安谢永林： 积极担当耐心资本，关注并支持半导体、 新能源、AI 科技等产业发展



近日，中国平安发布 2024 年全年业绩并举办线下发布会。会后，中国平安总经理兼联席首席执行官谢永林接受《21 世纪经济报道》记者专访并表示，中国平安积极响应中长期资金入市号召，推动险资入市。

他指出，权益对提升险资收益具有不可替代性。将适度加大配置，新质生产力成长板块和高分红价值股并重。公司密切关注科技板块，随着技术突破、应用场景加速落地，AI 产业链有望快速发展，公司高度关注，将积极做好研究，合理增加布局。

“为新质生产力提供强有力的投融资支持”

年报数据显示，2024 年，中国平安保险资金投资组合综合投资收益率 5.8%，同比上升 2.2 个百分点。权益类资产的贡献不小。截至 2024 年末，中国平安投资的股票账面值为 4373.79 亿元，环比 2023 年增长了近 50%，占投资规模的比重也从 2023 年的 6.2% 上升至 7.6%。

近年来，我国出台了一系列推动中长期资金入市的指导意见和实施方案，提出了一系列具体的、有针对性的举措，为实现“长钱长投”创造更有利的制度环境。今年政府工作报告再次强调大力推动中长期资金入市。

面对国家长期资金入市的号召，谢永林表示，险资入市将带来多方共赢，平安积极响应中长期资金入市号召，推动险资入市。权益投资是最有弹性的配置品种，在长期利率下行趋势下，通过资本市场权益投资获取优质高收益资产，能够提升险资收益、改善险资利差。长期股票投资试点政策打通了中长期资金入市的卡点堵点，为险资提供良好的投资环境，平安将积极配合国家政策，推动险资入市。

在具体的投资策略方面，谢永林表示，2025 年，公司坚持 " 战略定力、战术机动、均衡配置 "。采取均衡的固收投资策略，适度加大股票投资。同时也会合理加大海外投资，以达到良好的风险分散效果。

此外，针对日前国家金融监督管理总局发布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，明确试点保险公司可以以中长期资产配置为目的，开展投资黄金业务试点。谢永林透露，目前中国平安寿险、产险已获试点资格，将制定审慎的投资策略，稳步推进黄金投资，提升长期竞争力。

谢永林强调，中国平安将积极担当耐心资本，为新质生产力提供强有力的投融资支持。关注并支持半导体、新能源、AI 科技等产业发展。

2025 年 AI 应用场景数预计同比提升 40%

值得注意的是，此次平安的年报中提及 AI 的次数达到数十次。中国平安董事长马明哲在年报致辞中表示，中国平安通过自研金融、医养垂直领域大模型，深化行业应用、重构产业生态。需求导向开发搭建了三层大模型体系，支持语音大模型、语言大模型、视觉大模型等，场景准确率行业领先。此外，深挖业务场景，广泛应用、服务于全集团 85 个大模型场景，加速推进生态圈建设。

种种迹象表明，数字化战略，科技赋能主业发展，在平安 " 金字塔 " 核心战略中的支撑底座地位。

谈到 AI 的发展与应用，谢永林表示，科技赋能是长期战略，平安将继续坚定推进全面数字化转型战略，打造金融科技底座。据了解，目前，平安已经第一时间引入 deepseek 全套模型进行本地部署，结合平安数据训练垂直领域模型。

谢永林认为，随着 AI 赋能保险代理人，未来，一个代理人可以服务 500 到 1000 个客户，产能得到极大的提升。

此外，在 AI 应用场景方面，2024 年，平安 AI 座席服务量约 18.4 亿次，覆盖平安 80% 的客服总量。通过智能核保、智能理赔、智能续期，实现 93% 的寿险保单秒级核保，寿险保单闪赔占比达 56%。

谢永林认为，2025 年 AI 应用场景数预计同比提升 40%。

谢永林表示，金融、医疗、教育是受 AI 影响最大的三个行业，平安深耕其二，未来有望大幅受益于 AI 带来的效率提升、客户体验提升、风控提升，迎来发展机遇。

个险新单保费分红险占比超三成

值得一提的是，随着市场低利率环境持续，以及保险产品预定利率下滑，去年以来，多家保险公司宣布将产品重点转向分红险。中国平安也在去年的中期业绩发布会上表示，未来将 " 主打 " 分红险。

随着 2025 年一季度传统销售旺季的过去，面对《21 世纪经济报道》记者对于分红险销售情况的提问，谢永林表示，" 开门红 " 期间，个险新单保费中分红险占比超三成，基本符合预期，后续将持续强化分红险推动策略，提升队伍分红销售能力，规划上新分红产品、丰富产品货架，推动分红占比持续提升。

事实上，险企主推分红险的原因有许多。一方面，在去年 8 月预定利率再次下调后，普通型保险产品预定利率进一步下调至 2.5%。固定收益型保险产品吸引力进一步下降。另一方面，持续的市场低利率环境导致债券收益率下降，投资回报率降低。负债端成本相对刚性（特别是传统寿险产品），持续低利率会造成保险公司经营面临利差损风险。

分红险产品的收益分为保证利率和非保证利率两部分。保证利率是分红险产品定价时为保单设计的利率（即预定利率），可以视作保险公司为客户提供的保底收益，非保证利率部分即红利部分，红利取决于保险公司分红产品账户的经营情况。

而正是分红险这种 " 保底 + 浮动 " 的特性，让其在当前形势下吸引力进一步提升。业内曾有观点认为，2023 年起，随着资管新规打破刚兑、利率走低后，分红险将重新成为主流保险产品，未来也将是财富管理市场上主流的一类固收产品。

谢永林对《21 世纪经济报道》记者表示，随着预定利率下调和资本市场向好，分红险 " 进可攻退可守 " 的优势进一步显现，能满足客户财富管理的差异化风险和收益偏好。

对于如何进一步提升产品竞争力，他指出，中国平安将持续推动保险 + 服务。医养客户对寿险 NBV 的贡献占比约 70%，医养客户对寿险件均 FYP 的贡献提升了 3 倍，价值客户客均合同数提升 2.3 倍。此外，将在运营端持续提升精细化管理能力，降低成本，有效控制死差、费差水平。

（作者 / 孙诗卉 编辑 / 张华曦）

交银施罗德基金董事长张宏良： 卸下“超能力”的包袱 共建共生方能行稳致远

近期，首批 26 只新型浮动费率基金申报一周后火速获批面世。新费率机制下，基金公司和基金经理将告别“旱涝保收”模式，转向与基民“同甘共苦”，必须从关注自身短期利益转向切实提升投资者获得感。

这批产品的创设，源于今年 5 月证监会发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》（下文简称《方案》）。《方案》强调基金公司应强化长周期考核与激励约束机制，加快形成高质量发展“拐点”，让行业发展成果真正惠及广大投资者。

作为交通银行与施罗德集团战略合作设立的“银行系优生”基金公司，交银施罗德基金如何看待此次行业改革，近期又有哪些重点落实举措？带着以上问题，《21 世纪经济报道》记者近日专访了交银施罗德基金董事长张宏良。

张宏良曾经掌舵过交银人寿和交银理财，履历横跨保险、理财、基金三大资管领域，是位“资管老将”，去年 10 月开始担任交银施罗德基金董事长。而他对《21 世纪经济报道》记者坦言，“这次调整是挑战很大的一次”。

张宏良认为，基金公司必须要做好《方案》25 条举措逐字逐句地深入研究，但更要从“行业生态重建”的战略高度，深刻把握《方案》出台的改革背景、改革目标及改革路径，主动作为、率先转型。主动卸下“超能力”的包袱！

向内，在尊重规律的基础上拥抱变化，夯实投研内核，继续发挥好优秀基金经理的专业性，同时加快公司平台化建设尤其加强中台过程管控，让投资行为更透明、更可预期；向外，在继续加强资产端能力建设的同时，加大负债端能力建设的资源投入，重塑产品体系、再造服务逻辑。

“无论向内还是向外，基金公司都应卸下‘超能力’的包袱，重拾普惠金融初心，努力与投资者、销售渠道共建共生。”张宏良感慨道。

他表示，交银施罗德基金正积极探索产品体系转型，将分类逻辑从单一“资产构成”转向“资产构成 + 投资者风险偏好”，努力实现资产管理与财富管理的双向奔赴。“这种转型既是对《方案》要求的积极落实，也是深刻尊重市场发展阶段性及‘投资者需求第一性’的具体表现”。

基金行业亟需破解“单维逻辑下的三重困局”

《21 世纪》：你如何看待《方案》出台的背景？或者说，你认为当前基金行业面临哪些亟待解决的痛点？

张宏良：改革由问题倒逼而生，又在解决问题中深化，坚持问题导向，能让我们更深刻理解《方案》出台的现实紧迫性。

长期以来，行业总体上为广大投资者创造了良好的投资价值，这是一个毋庸置疑的基本事实。但期间“单维逻辑的不断强化即对超额收益的过度追逐”，再叠加缺乏财富管理视角牵引，当下客观上形成了基金公司、投资者与销售渠道之间的“三重困局”：一方面，无论市场冷热，不少基金公司惯用历史业绩线性外推来暗示未来收益，业绩达标时自诩“超人”，未达标时则沦为基民眼中的“恶人”，长此以往势必损害行业公信力；另一方面，投资者陷入“基金产品高收益”简单定位的认知误区，伴生追逐短期收益的非理性行为，导致牛市风险意识淡薄、熊市恐慌性赎回的恶性循环。与此同时，销售渠道深陷“牛市冲量、熊市蛰伏”的顺周期困局，造成市场亢奋时的非理性繁荣，市场低迷时则出现非适配客户投诉激增、中收锐减的双重困境。

基金行业亟需破解“基金公司单维投资逻辑 - 销售渠道单维营销模式 - 投资者单维市场认知”的三重困局，真正完成从“资产管理者”到“财富守护者”的质变。

构建“多维逻辑价值共生型”新生态，重塑投资者信任

《21 世纪》：《方案》发布后，基金公司该如何锚定目标，推动自身高质量发展？

张宏良：坚持目标导向和问题导向相结合，能让我们更深刻领会《方案》改革目标的战略深意。

我们认为，实现行业与投资者同甘共苦、共同发展、相互成就的关键，在于协同共建两大支柱体系——资产端的“资产管理能力提升”和负债端的“财富管理生态重建”。二者必须协同发力，缺一不可。

在资产端，要健康地提升资产管理能力，主动卸下“超能力”包袱。投研能力无疑是基金公司的核心竞争力，是为投资者创造持续稳定回报的基石。面对复杂多变的市场环境和深刻变革的行业格局，我们要有辩证思维：既要尊重规律，也要拥抱变化。

一是尊重规律，核心在于尊重并发挥优秀基金经理的能力与专业沉淀。聚焦投研深刻性与前瞻性，迭代投资框架与理念，深化对国家宏观战略导向、资本市场运行规律、新兴产业演进趋势和前沿技术革命影响的系统性认知与把握，提升价值发现能力及投研工作专业化水平。

二是拥抱变化，关键在于强化业绩比较基准的执行力和约束力。这有助于引导基金经理更理性投资，避免过去单一规模导向下的“风格漂移或博弈性持仓过大”等问题，使投资过程更透明，业绩表现更可预期，做到投资者“所见即所得”。要加速这一良性转变，需系统性加强公司级中台风控能力建设，与投研能力深度协同，增强基金投资行为的稳定性和抗风险韧性。

在负债端，要积极地重建财富管理生态，共建共生行稳致远。《方案》要求基金公司恪守“受人之托、忠人之事”的信义义务，核心是建立健全收入报酬与投资者回报绑定机制。本质是以投资者为本，通过强化利益绑定开启行业财富管理生态重建：破解“单维逻辑下的三重困局”，重塑以“利益深度绑定”为内核，追求长期可持续发展的“多维逻辑价值共生型”新生态。关键转变在于，基金公司需以“投资者财富管理需求”为原点，为不同风险偏好的投资者匹配多维度的投资逻辑与策略。

新生态的构建，对基金公司而言，能有效卸下“超能力”的包袱，增强产品收益风险特征的确定性和可预期性；对销售渠道而言，能有效缓解因产品表现大幅偏离预期而带来的客诉压力，驱动其销售模式从依赖市场择时、脉冲式销售升级为基于客户需求的常态化、陪伴式的专业顾问服务；对投资者而言，这有助于逐步树立合理的收益预期，理解分散配置和长期持有的价值，减少非理性投资行为。最终，形成一个正向循环——投资者长期持有体验持续向好、基金公司规模稳健持续提升、销售渠道中收稳定可预期增长。

从转变产品分类逻辑率先破局，让投资者收获“风险可控”“收益可期”新体验

《21世纪》：行业生态重建是一个循序渐进的过程，那你认为当前首先需要突破的是什么？

张宏良：改革既要循序渐进，也要敢于突破。推动《方案》落地，实现行业生态重建需要循序渐

进、稳步向前，而当前负债端最迫切需要解决的是以投资者需求为根本牵引，将产品分类逻辑从单一“资产构成”转向“资产构成 + 投资者风险偏好”。比如同样是含权产品，是否应该有对应行业主题指数基准的“高风险偏好”产品服务，也有对应宽基指数基准的“中高风险偏好”产品服务，还有股债对冲的“中低风险偏好”产品服务。“高风险偏好”就不应是基金产品的唯一标签。

以含权中低风险偏好产品为例。对中低风险偏好投资者显然不能以高收益作为服务的起点，而应以“风险可控”为起点最终实现“收益可期”，主旨是通过有效控制回撤、逐步提升获取稳健收益的胜率，最终在投资者信任的基础上构建可持续的增值能力。

具体来看，“风险可控”的保障来自公司强大的中台风控能力与投研能力的可持续协调发展，通过投资纪律约束、组合优化建议和回撤控制机制等，力求将产品波动和回撤有效控制在预设目标区间。

“收益可期”则更多源于优秀基金经理对市场长期趋势的把握及遵循成熟投资法则，追求在可控风险水平下获取合理、可持续的长期回报。

这种清晰的产品分类逻辑定位，不仅有助于化解“基金赚钱基民不赚钱”的信任危机，更能通过深度的利益绑定和精准的策略适配，实现基金公司专业价值、销售渠道服务价值和投资者保值增值价值的深度契合与共同提升。

启动三项内部改革，与投资者“双向奔赴”

《21 世纪》：近期，交银施罗德基金在落实《方案》方面有哪些重点举措？

张宏良：作为国有大行控股的基金公司，交银施罗德基金将进一步提高政治站位，强化使命担当，深入贯彻落实《方案》要求，以投资者为本，将推动资产管理能力与财富管理需求“双向奔赴”作为转型核心方向，努力实现好、维护好、发展好投资者根本利益。当前，我们正重点推进以下几项工作：

一是深化平台能力建设，锻造资产管理专业内核。在持续夯实投研基础、尊重并发挥优秀基金经理个体禀赋的同时，积极探索团队制投资管理模式，并大力加强公司级“平台式”过程化运营体系的建设与升级，精细化、科学化管理产品波动，进一步提升资产管理能力的专业性与稳定性。

二是深化需求原点布局，助力财富管理生态重建。我们正积极探索推动产品体系的转型，将产品分类逻辑转向“资产构成 + 投资者风险偏好”。目前的想法是在保持好货币、纯债、含权产品大结构相对较好的基础上，全面发力含权产品小结构的优化工作，即按照 442 的比例来管理和布局特定的含权产品服务，40% 的含权中低风险偏好基金（股债混合）、40% 的中高风险偏好权益基金（挂钩宽

基指数）、还有 20% 的高风险偏好权益基金（挂钩行业主题指数）。我们坚定地认为“客户分层与需求分类”在含权产品服务领域同样是基本规律，今后我们将继续巩固交银施罗德基金在主动权益投资领域的传统优势，并具体转化为积极落实 442 含权产品布局的扎实行动。

三是深化浮费机制改革，创新打造利益绑定纽带。《方案》提出的形成基金公司经营与投资者回报的绑定机制是行业生态重建的核心环节，而浮动费率产品改革，正是当前落地这一机制的重要突破口。我们很荣幸成为证监会首批选取的 26 家规模较大、主动权益管理能力强的浮动费率产品发行机构之一。在 2023 年公司已经参与浮动费率产品试点并积累了跑赢业绩基准的宝贵经验基础上，我们将切实做好此次浮动费率产品的发行与运作工作，进一步加强业绩基准等对基金经理投资行为的目标约束，持续强化与投资者的利益绑定。

（作者 / 周炎炎，余纪昕 编辑 / 肖嘉）





工行私银部总经理李宝权： 看“领军行”如何构筑中国式私行新范式



“私人银行是财富服务皇冠上的明珠，更应成为社会进步的纽带。”早春时节，黄浦江畔的工银大厦 44 层会客厅内，“诚信相守 稳健相传”的墨迹与满壁奖项交相辉映，工商银行私人银行部总经理李宝权在接受《21 世纪经济报道》（以下简称“《21 世纪》”）记者的专访时如是表示。

在这场近三小时的深度访谈中，李宝权对工商银行私人银行业务的发展历程、发展机遇、模式创新、策略调整以及行业未来发展态势分享了自己的深入思考。

当下，中国经济正处于转型升级的关键节点，财富管理需求如井喷般涌现。私人银行业务作为财富管理业务的塔尖明珠，已成为各大银行的必争之地。当行业陷入同质化竞争的迷局时，这家领军行正寻求破题之路——从代际传承的家业服务到民企转型的产融结合，从数字生态构建到社会价值赋能，工银私人银行的每一步战略落子，都在构筑中国式财富管理的新范式。

发展演进：从 1.0 到 3.0 模式迭代

在中国私人银行业务的发展史上，工商银行的三次战略转型折射了时代之变。从最初的产品驱动到如今的深耕细作，每一次模式的更迭都暗合经济发展周期规律。李宝权以亲历者视角，讲述了“领军行”私银业务 17 年的演进历程，而这也是中国私人银行业务从蹒跚学步到昂首领跑的缩影。

《21 世纪》：请介绍一下工商银行私人银行业务的发展历程。

李宝权：随着加入 WTO，我国经济乘势而上，迈入高速发展阶段，也为民营企业提供了广袤空间。广大民营企业紧抓全球化市场机遇，依托我国劳动力市场优势，以拼搏铸就伟业，以智慧开辟新局，助推国民财富迅猛增长，也使自身实现财富积累。与此同时，国内商业银行国际化程度不断提升，金融创新如春潮涌动，民营经济的活力迸发为财富管理开辟广阔天地，高净值人群对高端金融服务的需求日益高涨。“得天时，占地利，聚人和”，工商银行顺势而为，于 2007 年布局私人银行业务，2008 年正式启航，以持牌经营的模式，开启财富管理的新篇章。

从 2008 年到 2012 年，工银私人银行处于初创阶段，采用“总分部制”架构，总部设立在上海，并在全国北、上、广、深等地成立十家分部。服务客户的产品以代销为主，并打造起较为先进的非金融服务体系。总分部模式初步形成了工银私人银行覆盖全国的服务网络，为后续全行办私人银行打下良好的基础。

2013 年到 2018 年，工银私人银行进入 2.0 “全行办”发展阶段。将跨省区的机构还原到各一级直属分行的私人银行中心，自此，基本每个地区都有了相应的私人银行服务机构。私人银行客户数、管理资产数也都实现了快速增长。

“资管新规”后，2019 年工银私人银行进入到 3.0 改革转型阶段，我们以客户为中心，确立了“财富、家企、家业”三大主营赛道，围绕财富服务、企业服务、家业服务、品牌服务、智能服务推进“五大服务升级”，优化高质量金融供给，提升服务实体经济质效，加快打造工行企业家服务体系，推动私人银行业务高质量转型发展。近年来，通过业务范式的转型升级，工银私人银行逐步探索出一条具有中国特色、工行特点的私人银行高质量发展之路，取得初步成效。

《21 世纪》：在资管产品全面净值化和理财“破净潮”以来，私行部是否遇到一些挑战？如何应对？

李宝权：资管业态开启新篇后，投资者更加重视资产收益与投资风险的共生关系。在当前低利率、高波动的市场环境下，客户服务面临三大“再平衡”挑战，分别是客户需求端资产保值与市场常态震荡的再平衡，行业发展端差异化需求与同质化供给的再平衡，业务经营端被动投资趋势下降费与营收压力的再平衡。

工银私人银行率先从战略部署上靠前发力，由卖方立场转变为买方视角、由代客理财转变为价值创造、由产品销售转变为服务陪伴，通过配置方法论的再深化、数智系统平台的再强化、人才队伍培育的再优化，打造适应新业态、匹配新需求的买方投顾导向的服务范式。



具体而言，工银私人银行形成了以投研服务、产品生态、数智赋能、专业队伍为核心逻辑链的资产配置服务方法论。一是以市场投研驱动客户配置逻辑，通过“定性五因子判断 + 定量高频数据分析”相结合的投研体系，为客户打造个性化的资产配置建议，提供陪伴式资产配置服务。二是以产品生态丰富客户配置体验，形成覆盖“研、选、销、管”的全链路产品管理体系，搭建产品全生命周期管理逻辑。三是以数智工具赋能客户服务场景，打造覆盖全市场、全产品、全策略的“数智平台”，持续迭代“君子智投”资产配置报告终端，累计生成 100 多万份君子智投资资产配置报告，服务已覆盖 20 万多名私人银行签约客户。四是以专业队伍提升客户服务质效，打造 8000 余名专兼职财富顾问及 300 余名投资顾问两支专业队伍，构建“选、育、管、用”专业队伍培育体系，全面聚焦多元客户需求、稳健经营发展目标，提升专业服务质效。此外，工银私人银行坚持风控强基，注重投资者教育和消费者权益保护，致力于打造稳健的主财富银行。

财富管理逻辑重构：锚定三大确定性机遇

面对内外部复杂多变的形势，传统财富管理逻辑亟待升级。工银私人银行在时代的不确定性中锚定三大确定性机遇：家庭资产负债表优化需求、代际传承需求、民企转型升级需求。这三大需求，将成为中国私人银行业务，以及中国式财富管理高质量发展的重要推力。

《21 世纪》：当前私人银行业务面临的形势与机遇有哪些？

李宝权：当前，私人银行业务的发展正面临着前所未有的复杂形势。从国际视角来看，地缘政治局势错综复杂，自 20 世纪 90 年代以来持续推进的全球化进程遭遇逆流，贸易保护主义与地缘冲突给全球经济带来考验；从国内形势来看，我国正处于新发展阶段构建的关键时期，经济结构加速转型，市场环境日趋多元化且充满不确定性。在国际形势风云变幻、国内经济面临转型的双重背景下，工银私人银行凭借敏锐的战略洞察与深厚的专业积淀，在不确定性中捕捉到三大确定的市场机遇与业务突破口。

第一，家庭资产负债表的变化带来财富管理重构机遇。近年来，房产的金融属性逐渐减弱，居民家庭资产负债表中金融资产的比例大幅增加。2024 年末数据表明，境内住户存款超 150 万亿元，居民对家庭的多元化配置需求与日俱增。这一变化揭示了市场潜力，推动财富管理机构不断创新服务模式，通过精准匹配资金属性与资产特质，把握短期理财产品的流动性优势与权益类资产的长期增值空间，更好发挥金融在资金融通中的重要作用，激活存量资金的配置效能，为实体经济发展注入更多长期资本动能。可以预见，未来以买方投顾为导向的财富管理服务将迎来大发展。

第二，代际传承需求带来的家业服务范式跃迁机遇。随着一代企业家逐渐进入退休状态，一代

企业家的养老需求，以及代际传承的专业服务需求可能出现井喷式发展。《2023 年信托业专题研究报告》指出，近十年来家族信托受托规模持续增长。《2024 胡润财富报告》也指出，预计在未来 10 年内将有 20 万亿元财富传给下一代，这是一个空前的市场规模。这一趋势要求机构突破传统服务边界，构建涵盖“家财、家企、家人、家风”传承的立体化服务生态，凸显“家业永续”与“社会价值”的深度耦合。

第三，民营企业转型升级需求带来的产融协同战略机遇。实现经济高质量发展，需要大力发展新质生产力。新质生产力的发展不仅要聚焦科创企业与专精特新技术，还需要使传统行业也借助新技术全面革新。民营企业是推动新质生产力发展的重要市场主体，数据显示，民营企业贡献了全社会 70% 的技术创新成果，涵盖了 80% 的国家专精特新“小巨人”和 90% 的高新技术企业。在民营企业转型升级过程中，对公、对私多元化需求日益凸显。这就需要金融机构主动应对，整合资源加以协助解决。

《21 世纪》：面对这三大确定性需求，工银私人银行有怎样的整体规划？

李宝权：在我看来，可总结为“一横一纵一圈”，横向看客户和其家庭资产负债表的未来变化，我们升级财富管理模式，构建资产配置服务方法论，重视风控合规和消保投教，打造稳健合规的主财富银行。纵向看家族代际传承，升级家业服务范式，构建综合顾问服务模式，关注慈善与金融的有机融合，打造主传承银行。从圈层上看，构建“场景 + 智联”的企业家服务生态圈，升级集团一体响应的综合服务方案，打造企业伙伴银行。“一横一纵一圈”是站在客户角度，对三大确定性需求的另一种表达方式。通过强化“一横一纵一圈”体系化战略打法，更好发挥私人银行的桥梁纽带作用，通过工银集团“GBC”三端协同联动，共同服务好民营企业这一核心主体。

发挥纽带作用：将财富管理升维成价值共创平台

工银私人银行选择了一条更具战略意义的实践之路，通过“GBC+”生态整合、分群经营、提升服务供给、场景生态建设等多重战略部署，将传统财富管理升维为价值共创平台。

《21 世纪》：2 月 17 日民营企业座谈会上强调新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。工商银行私人银行部以打造“与企业家同行的伙伴银行”的目标是否与这一要求相呼应？

李宝权：从当前阶段看，工银私人银行应结合自身特点，将使命和任务融入助力工行集团高质量发展、更好服务实体经济、发挥领军银行作用的背景下来考量。

2025 年的政府工作报告强调，“扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施”。金融行业必须

全面支持民营经济发展，进一步深化金融供给侧结构性改革，持续优化民营企业融资环境，为企业发展提供有力保障，构建“科技－产业－金融”良性循环。民营企业座谈会后，央行也表示，要着力解决民营企业融资难融资贵问题。

工商银行始终坚持“两个毫不动摇”，深入贯彻落实中央精神，聚焦“工”与“商”主责主业，把党中央惠民举措细化为服务民营企业的具体行动。我们服务的公司客户中，98% 都是民企。

近年来，工商银行认真做好金融“五篇大文章”，积极服务新质生产力、促消费和“两重”“两新”等重点领域，强化金融资源配套与政策衔接，计划未来三年为民企提供投融资不低于 6 万亿元人民币，支持企业坚守主业、做强实业，助力经济持续回升向好，全面发挥领军银行的引领作用。2025 年 3 月 12 日，中国工商银行与全国工商联在北京联合发布赋能民营经济高质量发展行动方案。方案聚焦重点领域，推出“十大举措”，涵盖科技、制造、绿色、普惠、民生等方向，支持民企通过科技创新发展新质生产力，推动民营经济高质量发展。

工银私人银行是全行服务高净值客户的主力部门。在工行私银客群中，近 70% 为企业家客户，其中 90% 以上为民营和小微企业主，正面临转型升级挑战。为企业和企业家提供高质量金融服务，是工银私人银行融入新发展格局的重要路径。近年来，工银私人银行聚焦“国家所需、金融所能、客户所盼、工行所长”，加快实施金融供给侧结构性改革，以高质量发展为路径，以新质生产力为引擎，充分发挥私人银行的桥梁纽带作用，系统集成优质资源，构建差异化、精细化、场景化的私人银行客户服务生态，发挥财富管理市场头雁和支柱作用，受到客户的肯定。

《21 世纪》：工银私人银行在服务企业家客群、支持民营企业发展上，具体有哪些举措和措施？

李宝权：我们深刻认识到，民营企业是中国经济发展的重要微观个体，是经济运行的毛细血管，更是激活市场经济的一池春水。民营企业的转型升级，直接关系到中国实体经济高质量发展的整体大局。

工银私人银行立足助力国家产业结构升级的战略目标，聚焦民营企业中小微企业家这一核心群体，充分发挥自身处于公私一体化、投融资一体化、表内外一体化关键枢纽位置的优势，打破传统私银业务边界，围绕“人家企社”需求升级打造综合服务生态，推动“家业、企业、产业”一体化协同发展，全力提升金融供给能力，推动企业家需求与专属服务高效精准匹配，支持实体经济高质量发展。

一是服务对象上的升维：为响应国家支持民营企业发展、实现共同富裕的号召，工银私人银行更加注重建立对客端洞察能力和经营端分群机制，细分科创、上市、普惠、乡村振兴、商户企业家等客群，按群施策，形成特色服务方案。同时，我们坚持守正创新，探索将私银体验服务和邀约活动推荐给那些对社会进步作出突出贡献的杰出人士。

二是服务模式上的升维：工商银行强调“GBC+ 基础性工程”，即服务好政府（G）、企业（B）和个人（C）客户，工银私人银行以内生服务整合打通公私跨界服务，升级“全行办”服务模式，通过集团资源整合，提供广阔的展业生态。2021 年，工行首次提出“私银企业家客群”服务理念及“高层营销高端”服务方案，同业首家对外发布“企业伙伴银行”客户服务体系，通过机制化、品牌化、系统化的公私联动，满足企业家客户一体化的服务需求，全面开启私银业务高质量发展新征程。

三是服务供给上的升维：聚力做好“五篇大文章”，重点支持科技创新、绿色发展等领域，常态化供给绿债主题资管产品；完善企业家客群普惠融资贷款服务，推进“金融资产支持贷”专属普惠贷款产品创新，加快“伙伴尊享系列贷”等融资服务推广，支持“专精特新小巨人”企业融资需求。

四是服务能力上的升维：工商银行以财富顾问、投资顾问队伍为有力支撑，引入人工智能等技术，实现服务质效和体验双重升级，推出“数字财富顾问”“君子智投 3.0”等领先同业的数字化创新服务模式。我们首创“工银 e 企 +”企业家智慧服务平台，一站式集成公私一体化服务。自 2024 年推出以来，“工银 e 企 +”用户端已累计使用超过 100 万次。

五是服务场景上的升维：工商银行聚焦首发经济、冰雪经济、银发经济等新产业、新业态，持续开展“兴企万里行”跨区域企业参访“走出去”、企业家加油站“请进来”和企业家研修班“搭平台”三大场景建设，实现企业家客户生态经营和场景金融创新的全面升级。近年来，工银私人银行搭建了 2600 多家“企业家加油站”，为企业家客户提供财智、健康、文化、公益、平台等多方面赋能场景。在财智方面，举办企业家研修班、法税讲座、产业主题活动等，为企业家提供细分领域的专业知识；在健康方面，开展一对一问诊、专项筛查等，关注企业家的身心健康；在文化方面，举办文化雅集、艺术鉴赏等活动，弘扬优秀传统文化；在公益方面，开展四川定点帮扶地区捐赠及义诊、三江源生态保护等活动；在平台方面，围绕客户行业产业链上下游的关切点，搭建企业家交流平台。

未来图景：凸显中国式私行的价值

当被问及行业未来时，李宝权表示：“衡量私行业务质效的关键，在于对客端的洞察能力和整合资源的落地服务能力”这种对商业逻辑的深入洞悉，正指引着工商银行私人银行的下一个十年。

《21 世纪》：各个银行之间私人银行业务竞争的关键是什么？工商银行的优势或特点是什么？

李宝权：近年来，各大私人银行机构已在围绕客户“人家企社”的综合化服务方面形成共识。私银机构需要主动提升对客端的洞察能力和整合资源的落地服务能力，在共性中挖掘个性，围绕更多细分客群，机制化地完善服务架构，打造差异化的服务优势。



工银私人银行依托集团稳健的服务底色与深厚的资源禀赋，始终坚持专业致胜的理念，聚焦客户需求洞察这一核心，主动建设知行合一的服务落地能力，精细化客户经营，提供多元金融服务，由点及面、由面到体，全面构建买方需求导向的专业财富管理服务新范式，致力于引领行业发展迈上新台阶。

《21 世纪》：面对新形势，工商银行私人银行在战略、人才和组织架构方面进行了哪些改革？

李宝权：在战略上，落实工行集团四十年再出发高质量发展要求，强化“一横一纵一圈”体系化打法，打造领军私人银行服务范式；在组织架构上，注重中台和后台对前台的适应性，以及市场变化的响应速度，建立跨部门、跨机构快速响应的专班机制，提升项目管理能力和资源调动能力；在人才上，精细化客户分层分群分类经营水平，提升财投顾队伍专业能力，注重员工能力素质和心理素质的全方位培养。此外，随着数字技术应用，数据中台和风控中台的搭建为服务体系带来了重构和优化的机遇与挑战。在依托人工智能赋能业务场景时，也要统筹好合规与安全的关系。

（作者 / 张欣 编辑 / 张华曦）



山证资管李宏宇： 在 150 万亿大生态里重新定义资管目标



“公募基金就像是一条河流，30 万亿的体量，行业规则很透明清晰，竞争十分激烈；来到券商资管后，感觉像是进入一片汪洋大海，资管能做的东西非常广阔，现在更多的是把自己放在 150 万亿的大资管生态里面去思考问题。”

在谈到从公募基金转战券商资管后的感受时，山证（上海）资产管理有限公司（下称“山证资管”）总经理李宏宇如此表示。

山证资管注册在上海，办公在浦东黄浦江边滨江大道，作为山西证券在上海滩的重要业务布局，这家拥有公募业务和资管业务两大牌照的券商资管公司正在谋求市场化破局。李宏宇此前在浦银安盛基金工作了 17 年，从公司成立即加盟，直至 2024 年底在分管大市场板块的副总经理位置上离任。

近日，李宏宇接受《21 世纪经济报道》旗下高端对话栏目《对话资管 30 人》访谈。对于这家“新”资管机构的发展，李宏宇有着十分清晰的理解和规划。

以终为始 探寻两点间的最优解

《21 世纪》：你如何理解券商资管在当前市场环境下的发展定位，面对各类各具优势的资管机构，券商资管的特点是什么？

李宏宇：纵观中国资产管理行业近三年，从 130 万亿到 150 万亿蓬勃发展，有规模在 30 万亿级的公募基金、保险资管和银行理财；也有规模在 10-30 万亿级的信托和私募基金；还有规模在 10 万亿级以下的券商资管、期货资管等。

作为 10 万亿以下量级的资管门类，券商资管主要客群是有一定财富基础的高净值资管客户，面临的竞争优势和竞争压力是并存的。券商资管尤其有公募牌照的券商资管，可以形容为是在宽阔海洋上的舰船，一方面业务范围极为广阔，但另一方面因为广阔各个舰船的航行方向即战略方向就可能比较分散。

产品结构上，相对底层投资范围为股票、债券、非标、衍生品等基础资产的资管机构，券商资管除可投资这类基础资产外，还可以投资几乎所有 150 万亿同业中的大部分产品，因此，直接投资能力和资产配置能力两者都是券商资管的核心能力。

客群结构上，高净值资管客户可接受的风险收益特征是比较宽幅的，也是能承受较长持有期的，这给券商资管展业提供了穿越周期的基础。现实来看，券商资管标签有做主动权益的，有做 ABS 投行资管的，有做固收投资的，有做多资产多策略的，展现出各自鲜明的特色。

《21 世纪》：那山证资管未来的规划思路具体是怎样的？

李宏宇：正因为券商资管行业广阔的可展业方向，充分结合自身优势，找到未来市场广阔且当前为竞争蓝海的战略方向，是我们山证资管当前的首要任务。

为此，梳理了我们的现状与优势作为起点，确立了以“固收为基”、以“公募绝对收益与资管多资产多策略”为重点突破、以“主动权益与国际化业务”为两翼的“一二二”战略作为终点，同时，将整个战略落地的客户与产品策略放眼到 150 万亿大资管维度去寻求实现，实现过程中找到起点与终点之间的最优解路径并用追求卓越价值观的人才去实现。一句话总结就是“以终为始，追求卓越”，这是我们的工作方法论。

做客户的“知己”与第一选择

《21 世纪》：请介绍一下山证资管目前的基本情况。

李宏宇：山证资管自 2021 年作为独立法人成立以来，持续强化固收及“固收+”策略和影响力，同时加快多资产、多策略、多工具布局，截至 25 年一季末，形成了包含 20 只公募基金和 178 只资管产品的产品矩阵。

在国泰海通证券今年一季度发布的基金公司业绩排名中，山证资管纯债类产品近五年收益率排在第 40 位（40/111），今年以来的收益率排在全行业第 10 位（10/152）。

截至一季末，公司总管理规模达 573 亿元，其中公募、资管占比分别为 43% 和 57%，实现了均衡发展，山证资管也实现自成立以来连续年度的收入和净利润的正增长，为后续高质量发展奠定良好的基础。

《21 世纪》：你们的产品线和主要策略是怎样的，表现如何，未来计划重点布局何种产品或策略？

李宏宇：目前公司的公募基金和资管产品主要有五大产品线，分别是固收、绝对收益、主动权益、多策略和投行资管产品线。其中，固收产品线因其长期稳定突出的业绩受到投资者青睐而规模占比更为突出。未来，面临低利率时代，顺势而为进行战略转型势在必行。

公募基金业务发展将围绕《推动公募基金高质量发展行动方案》展开，以满足较广泛居民财富管理增值需求为出发点，做细做实“普惠金融”产品体系，清晰化固收和权益产品基准定位，加强对基金经理的投资行为量化管理和建立长效考核机制，真正践行“以义制利”的公司价值观，将投资者回报放在首位，力争为投资者取得合理的正回报。

在资管产品建设方面，一方面充分细化投资者的需求颗粒度，一方面积极寻找满足客户需求的优秀策略，不拘泥于公司自身所有投资策略，而是放眼全市场，充分利用资管投资范围广泛的优势建立 FOF 和 MOM 产品系列作为客户需求的务实解决方案。因此，除传统产品外，在多资产多策略产品领域进行战略性布局和耕耘，形成对底层基础产品的全覆盖。

在这一规划中，公司具有牌照丰富的母公司平台优势和券商风险收益特征分布广泛的丰富客户群体，假以时日，希望能在此领域有所作为。

《21 世纪》：你们如何定位自己的目标，如果要给你们贴上标签，你们希望是什么样的？

李宏宇：因为我们同时具备资产管理和公募基金两种业务资格，业务结构上，公募投资标的核心为股票、债券，因此这块业务底层逻辑是我们要为有股或债业绩优秀的基金经理以获得投资者认可，强调投资能力；而资管投资标的则广泛的多，除股债外，几乎可以是整个 150 万亿资管生态中的任何产品，更多强调全市场优秀策略的配置能力，以满足投资者更复杂的投资需求。

客户结构上，目前公司 570 多亿的规模里，机构客户有 220 多亿，其余是零售客户，客户结构均衡。作为财富管理和资产管理并重的机构，我们提的愿景就是“成为客户财富管理的长期可信赖伙伴和多资产多策略管理专家。”通过对客户需求颗粒度不断的深耕与细化，对应策略的高效丰富和迭代，帮

助客户真正的了解、认识自我，与客户成为彼此了解、相互信任的“知己”，成为客户财富管理的第一选择。

资管“开门三件事”

《21 世纪》：面对这样的行业生态和你们自己定位的目标任务，你们选择什么样的方法去实践它？

李宏宇：微观层面看，我认为其实就是做好三件事：尽可能精准化挖掘和数据化描述客户需求，自己创设或全市场寻找相应颗粒度策略，并通过工业化、数智化等方式将两者高效匹配。

挖掘并精准描述客户需求上，用不同水平的风险和收益特征来描述，每一个客户需求都是风险收益特征坐标图中一个交叉点（收益为坐标纵轴，风险为坐标横轴）的左上方最优，极端情况下找出每一个客户或每一类客户的需求优选范围才能针对性去匹配适合的投资策略。

提供相应投资策略绝不是完全靠自身实现，全市场最聪明的大脑不可能集中在一家公司中，把面子 and 商业角度放在选策略的首要位置是不可取也不必要的，要彻底抛弃这种想法。如果要满足客户千差万别的真实需求，那多资产多策略之路就是所有资管门类的进阶选择。所要注意的一点就是底层策略的稳定才能搭建稳定的收益风险输出，这一点正契合目前监管倡导的投资风格和策略的稳定可描述，多资产多策略之路开始具备成功的基础条件了。

将客户需求与投资策略高效匹配，迈向工业化、智能化发展之路。动态建立客户需求数据库而不简单是客户数据库，动态建立投资策略组装平台，降低资管机构主观建议倾向，突出客户自主选择策略组合模式并加以智能化陪伴将大大增强客户体验，向高效率高质量的资管工业化转型迈进一步。

公司目前倡导同事每天上班要思考的就是：这个决策或工作有助于做哪件事？是在扩大客户并细化客户端的需求，是在丰富相应的策略，还是在将两者高效匹配？如果上下同欲，久久为功，将极大促进业务进入高效运转的正反馈环节中。

《21 世纪》：你认为我们现在的资产管理领域是否存在一些共性的问题，这些问题会如何影响行业发展的走向。

李宏宇：在讨论行业共性问题之前，我想先聊一聊价值观层面的理解。自古以来，中国社会的主流伦理思想中“重义轻利”“舍生取义”“以义取利”，是每个中国人耳熟能详的道德准则，是我国优秀传统文化的重要内容。我司的价值观“以义制利、协作包容、追求卓越”就是秉承了这些优秀传

统文化，将相似信奉者聚集在一起共事，这样才能走的稳健长远。

基于此，我们再来聊聊行业的共性问题。过去，业内确实存在一些短期主义的现象，产品的发行节奏越来越快，重首发规模轻持营，重规模收入轻投资者回报，在激烈的行业竞争中，资产管理机构需要始终保持“受人之托、忠人之事”的本源，在利己还是利他的天平中不忘初心。

监管及有关部门也及时关注到了这一点，并积极落实“五要五不”中国特色金融文化，从《资管新规》到《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》再到如今的《推动公募基金高质量发展行动方案》，无一不体现了监管及有关部门在察觉问题、正视问题、解决问题上的态度和决心。拉动行业各参与主体回到正确的“以义制利”的道路上来，用几年时间树立资管行业由重规模向重客户回报转变的价值观，最终实现资管行业应该具备的政治性、人民性。

看好未来两类板块的机会

《21 世纪》：近年资本市场波动加剧、大类资产轮动频繁，你认为 2025 年哪些板块和细分赛道可能涌现出新的投资机会？权益资产方面怎样在不确定性中寻找收益？

李宏宇：我们认为 2025 年可能出现机会的板块，大体分为两类：一类为各家机构已挖掘、研究很深入的传统赛道，比如大消费板块，其中包括健康与悦己消费，运动健身、功能性食品、日化美容等细分领域将持续扩容；老龄化带来的银发经济，如医疗器械，养老社区等。另一类为政策驱动的具有高科技、高效能、高质量特征的科技革命、新质生产力赛道，如 AI 与机器人产业链，半导体自主可控等，此外，科技赋能生活方面，如智能辅助驾驶，智慧物流等。政策驱动类的新质生产力这块，数据要素作为新的生产要素，相关板块可以享受政策带来的制度红利。

另外还值得关注的是，随着《行动方案》落地，主流宽基指数中欠配的行业领域，将会迎来配置资金的涌入。监管在《行动方案》中提及业绩比较基准的约束作用，将产品表现、业绩基准与基金经理的考核强挂钩，促使主动权益基金经理参照业绩基准开展投资。主流宽基指数可能成为主要选择基准，国内目前以沪深 300 为基准的产品占比最高，因而此前基准中低配的行业，比如银行、非银金融、公用事业等板块，或将迎来大量配置资金。

《21 世纪》：你们认为当前选择怎样的投资策略比较合适，你们目前的资产配置策略是怎样的？如何应对市场的多变和投资者需求的升级？

李宏宇：结合 2025 年市场环境，我们目前或下一阶段的投资策略与资产配置思路可概括为“固收为基、多元战略、发展两翼”，核心在于平衡收益与风险，应对市场波动与投资者需求升级。



固收方面，在加强信用分析、调节久期和杠杆的常规策略下，增加利率期货、利率量化策略及人才的引入，由配置思路向交易思路转化，提升策略丰富度与收益积累维度。

多元战略方面，公募固收叠加转债、红利股票、ETF、FOF 等策略加强收益；资管方面则加大力度建设多资产多策略线，充分利用好资管投资范围广阔的优势，在商品、期权、量化、波动生息、私募 FOF、跨境等策略领域重点布局，应对复杂多变的市场并满足投资者需求的升级。

发展两翼方面，充分领会监管对公募权益高质量发展改革的精神，充分利用山西证券国际牌照的优势，在主动权益与国际业务方面进行精准化落地，做为公司整体战略执行的重要布局。

（作者 / 方海平 编辑 / 肖嘉）



贝莱德建信理财总经理张鹏军： 经济动能转换时 资管机构需积极拓展多资产投资和创新策略



“面临低利率环境、高波动债市、优质资产荒的大环境，如何继续为理财客户创造稳健可靠的投资回报，实现客户财富的保值增值是我们面临的最大挑战。”近日，贝莱德建信理财总经理张鹏军谈及理财行业发展 5 年来的感受时表示。

贝莱德建信理财成立于 2021 年 5 月，由两家外资股东和一家中资股东合资设立。贝莱德、建设银行和淡马锡的持股比例分别为 50.1%、40%、9.9%。去年下半年，贝莱德建信理财的管理规模增长迅速，截至年底的存续规模达到 272 亿元，较上半年底增长近 120%。

今年年初以来，债市一改往日长牛趋势，开始出现大幅波动，如何看待理财市场未来的规模变化，哪类资产是今年的投资重点，理财子该如何为客户增厚收益？

近日，《21 世纪》资管研究院旗下高端栏目《对话资管 30 人》访谈了张鹏军。

“理财市场具有三大鲜明特征”

《21 世纪》：贝莱德建信理财去年哪类产品表现突出，如何看待银行理财未来的规模变化？

张鹏军：公司去年的基本盘固收类产品和特色盘多资产类产品均表现出色，给投资者带来了非常



好的投资体验。2024 年度，封闭式产品方面，贝裕信用精选系列到期达标率 99%，贝裕稳健增利系列和贝远美元全系列到期达标率 100%。贝安心养老理财 2024 年度收益率为 12%，截至去年末成立以来年化收益率为 5.84%，在 51 支养老理财试点产品中排名第一；公司首款个人养老金理财产品贝嘉目标风险 2024 年度收益率，普通 A 份额为 5.62%，养老 L 份额为 5.98%，截至去年末成立以来年化收益率，普通 A 份额为 4.59%，养老 L 份额为 4.73%，深受渠道认可。

谈到未来的规模变化，我们需要先分析下目前银行理财市场呈现出的三个鲜明特点：根据《中国银行业理财市场 2024 年度报告》，理财市场 99% 为个人投资者，97% 为固定收益类投资，96% 为低风险（R2 及以下）产品。从这三个数据可以看出，老百姓是把理财产品当作日常活钱管理和资金保值增值的工具。投资者期望活钱也能赚钱，期望能通过承受较低的风险来获得比同期存款更高的收益。

在利率下行的环境下，一方面我们会继续看到个人存款往低波稳健理财产品“搬家”的趋势，另一方面，企业客户也开始青睐低波稳健的理财产品，期望通过投资理财产品来兼顾资金的流动性、安全性和收益性。最后，随着去年政府落实一揽子增量措施，推动经济向上结构向优的效果逐渐显现，权益市场逐步回暖，含权类理财产品也将逐步回到理财客户的持仓组合中。

因此我们认为，伴随我国居民和企业的财富积累，存款“搬家”持续，对公理财规模增加和含权产品回暖等因素都会驱动银行理财规模进一步稳定增长，我们对行业前景充满信心。

《21 世纪》：贝莱德建信理财作为一家合资理财公司，在海外资产配置方面有哪些特点，今年看好哪些海外资产类别？

张鹏军：我们在海外资产配置方面具备三大优势。首先是贝莱德集团的全球投研优势，涵盖贝莱德全球智库和各个专业投资团队的内部研究成果，我们均可分享利用；其次是贝莱德全球的产品设计和投资策略优势，只要是契合中国客户的需求，我们都能借鉴使用，比如我们的“贝安心”养老理财试点产品，“贝嘉”目标风险策略和“贝盈”系统化主动投资策略（SAE）等都是贝莱德全球成熟策略在国内市场的成功落地；最后是贝莱德集团全球的各类基金产品，都能为我们公司 QDII 投资和未来的基金互认提供丰富的选择，都可以用于构建适合国内投资者需求的理财产品。

我在 2016 年初加入贝莱德中国并担任核心领导成员，近十年一路推动贝莱德中国战略落地并见证了中国业务的发展：从最初参与上海市 QDLP 试点，到设立外商独资私募证券投资基金管理人（PFM）并成功发行私募产品，从筹备成立外商独资基金管理公司和合资理财公司，到设立贝莱德企业管理公司，直至去年初担任贝莱德建信理财总经理。在此过程中，我一直是在和 external 股东紧密合作，不

断学习了解国内市场和需求，充分利用海外资源和优势，科学借鉴全球最佳实践和经验，务实推动各项业务落地。未来，我将和团队一道继续努力，发挥好这一独特资源禀赋，丰富我们的产品和服务，满足国内客户投资和理财需求。

今年，我们较为看好三类海外资产。首先是黄金，长期美元信用走弱、逆全球化、和地缘政治不确定性等因素将支撑黄金走强；其次是短端美债，基于美联储存在继续降息的可能；最后是美股 AI 板块，在“AI 基建“已近成熟之后，市场有继续向”AI 应用”落地拓展的趋势。

“投资者需要认识权益类产品的长期性和配置性”

《21 世纪》：目前居民理财风险偏好下滑，如何定位权益类的理财产品，目前在风险管理和增厚收益方面有哪些做法？

张鹏军：我在资管行业工作超过 30 年，长期服务投资者的经验和体会让我认识到，客户在投资管理中通常有三个心理账户：首先是“要花的钱”，几乎不能承受风险，流动性要求极高，收益比活期略高即可，关键是要能随时支取；其次是“保障的钱”，即未来确定要用的钱，风险承受能力较低，期望在本金不受损失的前提下，可以获得比同期定存稍高的收益；最后才是“投资的钱”，也就是一段期间不用的钱，可以承受一定程度的投资风险来获取更高的增值收益。

权益类产品的定位就是具有高弹性的投资，可以帮助投资者获取长期资本增值的机会。从理财的角度看，投资者需要充分认识权益类产品的长期性和配置性，也就是说要真正使用“投资的钱”——一段期间不用的长钱，来配置权益资产，并作为整体投资组合的一部分。

作为专业理财机构，我们首先要根据客户风险承受水平的不同设计不同含权比例的产品，为不同风险偏好的投资者提供不同权益比重的产品。其次，我们要根据产品的设计要求，严格管理产品的风险和波动，全力实现产品说明书约定的投资目标。最后，也是最重要的，我们要确保产品信息披露充分，产品宣传简明易懂，产品销售风险适配。

《21 世纪》：近些年，居民理财收益普遍不高，你认为背后有哪些原因，在这样的市场下，机构应该如何应对？

张鹏军：记得 1994 年我担任万国证券大连营业部负责人时，我们代销的三年期国债收益率为 14%，而当年我国 GDP 增速是 13%。近些年居民理财收益普遍不高，其中一个大背景是我国经济已经从高速增长阶段转入高质量增长阶段，整体经济增速放缓，社会平均资金回报率下降；此外，我国进入了低利率周期，固定收益类产品的收益率随之降低。银行理财投资的资产中超过 97% 是固

定收益类，理财产品收益不高也就不难理解了。

我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的变革期，市场也孕育了众多的新产业、新模式和新经济动能，带来了新的投资机遇。专业理财机构需要前瞻性地根据客户需求设计对应的产品，不断增强自身的投研能力，挖掘捕捉新兴的投资机会，为投资者创造满意的收益。

我们认为资管机构应当保持专业理财的定力，扎扎实实做好投研体系建设，认认真真强化风险管理能力，在低利率环境下广泛拓展权益、衍生品、海外市场标的等多元资产和各类创新策略，积极运用资产配置、另类投资等方式，弥补传统固收资产在低利率环境下的不足。对贝莱德建信来说，充分借鉴利用好股东的资源和优势，就是要做大做强固收为主的基本盘，做新做优多资产为主的特色盘。

“渠道建设具有三大核心能力”

《21 世纪》：目前理财行业还存在哪些挑战？

张鹏军：在监管部门明确的政策引领和悉心的呵护指导下，银行理财行业正步入高质量发展的新阶段。根据麦肯锡预测，银行理财市场规模在 2030 年将增长至 50 万亿，成为居民的主流理财方式。面对这样一个年增速 9% 的市场，理财公司至少面临三个挑战，同时也是巨大的机遇。

第一个挑战，是如何构筑专业的核心投研能力，为客户创造可持续、有竞争力的投资收益。包括创新的产品设计能力、专业的投资管理体系和全面的风险管理框架等，这些能力是理财公司的立身之本；第二个挑战，是如何打造强大的客户服务能力，为客户提供专业全面、周到及时的个性化理财服务。包括数字化精准营销，智能化投顾服务，全生命周期投教陪伴等，这些服务能力是理财公司培育和增长客户，提高客户满意度和忠诚度，进而推动业务发展的保障；第三个挑战，是如何建设高效的产品运营能力，能够针对客户投资理财中的三个心理账户需求，利用新科技和新渠道，全方位、多场景、低成本地为客户提供便捷愉悦的理财和投资体验，实现理财公司业务的可持续发展。

《21 世纪》：在理财公司的渠道建设方面，你认为核心能力是什么？

张鹏军：统计数据显示，目前母行代销在理财子产品销售总量占比超过 70%。对一些理财子公司而言，拓展外行渠道是实现规模增长的有效途径。

我们认为渠道建设的核心能力包括理财公司的品牌影响力，产品竞争力和客户服务能力，而

公司品牌影响力和产品竞争力背后则是强大的产品设计能力，经得住市场考验的投资管理能力和让客户信赖的风险控制能力。在此基础上，理财公司还需要充分了解不同渠道的特点及其客户的细分需求以及风险偏好，灵活精准地向不同的客户提供适配的产品。同时，理财公司还需要建立对渠道的覆盖能力以及对客户服务的快速响应机制，确保客户在投资产品的全生命周期始终能获得满意的服务。

最近，我司已经完成了在中国银行的产品准入工作，第一只“贝远稳航”产品将就在中行渠道上正式发售，稳步启航。未来，我们还将根据客户需求和产品特色，继续按照自身节奏来拓展母行之外的渠道，让更多的投资者有机会享受到优质的理财产品和服务。

（作者 / 吴霜 编辑 / 方海平）





SFC 南方财经全媒体集团
Southern Finance Omimimedia Corp.

21世纪经济报道
21ST CENTURY BUSINESS HERALD

21 21财经
21ST CENTURY BUSINESS

21世纪资管研究院
21ST CENTURY ASSET MANAGEMENT RESEARCH INSTITUTE