

非银行金融 | 行业深度研究

证券研究报告

2025/07/06

非银行金融 行业深度研究——

高质量发展增量政策对金融行业影响解析

证券分析师： 夏聿印(分析师)

分析师登记编号： S1190523030003

研究助理： 王子钦(联系人)

一般证券业务登记编号： S1190124010010

报告摘要

➤ 总论

5月7日一揽子金融政策出台有其现实意义：1) 对内需疲软与风险蔓延的提前预防；2) 对经济碎片化外部冲击的紧急应对；3) 破解单一政策效能衰减；4) 对历史中政策时点选择的深刻借鉴。央行、金监局、证监会政策紧密协同，但亦各有侧重。**央行**：扩总量、降价格，重点更在调结构；**金监局**：化解存量风险，但更侧重于金融服务新质生产力发展；**证监会**：巩固市场向好趋势基础上，提高质量和回报。

➤ 类“平准基金”机制夯实市场底部

汇金类“平准基金”+央行再贷款+险资扩容三级缓冲，进一步夯实市场底部。稳市操作由“救急式干预”向“常态化机制”转型，推动资本市场由“政策市”向“制度市”转变。海外充分的实践案例已证明平准基金有效性，各国平准基金形式和资金来源各异，但从政策效用来看都能在短期内应对突发性冲击。

➤ 重大资产重组新规打开并购重组蓝海

重大资产重组新规是对“并购六条”的配套和完善，四个“首次”打开业务蓝海。1) **首次提出分期支付机制**：提高交易灵活性，降低估值风险；2) **首次建立简易审核程序**：扩大简易审核适用面，极大简化审核流程；3) **首次调整发行股份购买资产要求**：从限定性要求转向底线性要求，提高监管容忍度；4) **首次提出私募基金“反向挂钩”**：优化退出机制，提高资金使用效率。

➤ 公募基金高质量发展意见推动行业回归本源

公募基金行业纲领性文件出台，强调核心要以在“投资收益”，考核上突出重回报、长周期。考虑到主动权益性基金对金融股的持仓缺口最大，短期来看增配情绪或不显著，但随着考核周期进入后半程，中期维度有望形成金融股增配行情。**对公募基金**，浮动费率机制、考核机制重塑短期内或加剧公募基金行业的分化；**对券商机构**，第三阶段费改对代销业务短期或形成一定压制，但服务付费转向下投顾业务发展有望加速。

➤ 扩大股权投资服务新质生产力

继续推动险资入市，提升权益投资比例上限，调降股票投资风险因子，中长期内有望带来近7000亿的权益投资增量资金。**AIC**试点持续扩围，**AIC**设立主体由国有大型银行扩展至全国股份制银行，体现加大银行服务科技创新的政策导向。

目录

- 1、总论：一揽子金融政策出台的背景与解析
- 2、类“平准基金”的意义
- 3、资产重组新规：打开并购重组蓝海
- 4、公募高质量发展意见：受影响最大的回归本源
- 5、扩大股权投资：金融服务新质生产力

1.1 为何选在这个时间点出台一揽子金融政策？

一、内部因素：内需疲软与风险预防

1) 基本面动力不足

2025年4月制造业PMI回落至49.0%（跌破荣枯线），反映企业投资意愿萎缩，居民消费动能不足，符合“资产负债表衰退”的一些初期特征——私营部门主动去杠杆，货币乘数效应衰减。

政策选择在数据发布后一周内出手（5月7日），旨在阻断预期自我强化。

2) 政策传导的时滞约束

货币政策见效通常需3-6个月（如降息对信贷的刺激），若延迟至6月出台，政策红利将错过二季度经济筑底窗口，无法对冲三季度外需回落压力。

二、外部冲击：全球“经济碎片化”的紧急应对

1) 贸易壁垒的即时风险

美国宣布对华商品加征关税，冲击出口依赖型产业链（如机电、纺织），企业营收预期恶化倒逼资本开支收缩。政策在关税生效前推出，通过三重对冲机制缓解冲击：

流动性对冲：降准1万亿+降息0.1%降低融资成本

产业对冲：3000亿科创再贷款定向支持受影响企业技术升级

预期对冲：类平准基金稳定股市估值

2) 国际资本流动逆转压力

美联储加息周期延长推动美元回流，新兴市场面临资本外流。中国4月外资持股占比下降0.8%，政策选择在汇率承压初期释放“稳预期”信号，防止跨境资本异动引发金融市场共振风险。

1.1 为何选在这个时间点出台一揽子金融政策？

三、政策协同：破解单一政策效能衰减

1) 财政-货币-监管的周期匹配

4月25日政治局会议要求“加紧实施积极政策”，但地方专项债发行滞后。因此央行率先降准降息，为后续财政发力创造流动性条件，避免政策彼此“踩踏”。

2) 结构性工具替代传统刺激

区别于2008/2015年“全面宽松”，本次政策通过**定向再贷款**（5000亿养老消费+8000亿科创），将资源导入新质生产力领域，契合“被追赶阶段”的转型逻辑——避免低效投资加剧已经动力不足的落后产能过剩。

四、历史镜鉴：政策时点选择的代价

在时间窗口关闭前出台政策的意义：政策时点选择体现了“相机抉择”的艺术，在资产负债表衰退迹象初显但尚未固化、外部冲击将发未发、政策传导时滞尚可覆盖经济底部的三重时间窗口交汇点，通过先导性干预从而避免进一步的悲观预期。如延迟至6月行动则可能面临三大风险：企业偿债优先行为固化、关税冲击与资本外流共振、政策传导错过Q3增长窗口，以防止被动。

图表1：海外历史案例借鉴

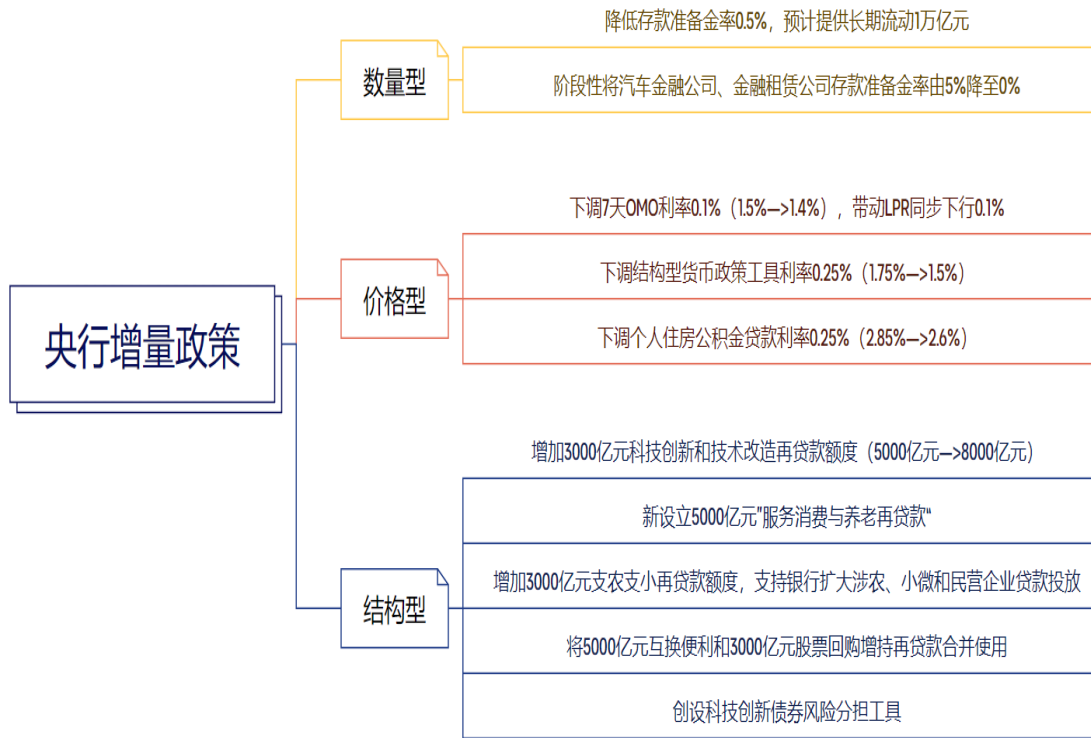
历史案例	政策延迟代价	5.7政策启示
日本1997年财政紧缩	桥本龙太郎政府削减赤字导致经济二次探底	避免在衰退初期紧缩
美联储2023年犹豫	过度关注通胀致经济硬着陆风险上升	平衡防通缩与稳增长

资料来源：公开信息，太平洋证券整理

1.2 央行：扩总量、降价格，重点更在调结构

- 延续适度宽松的货币政策基调，加大逆周期调节力度。
- 数量上：降准0.4%，预计释放长期流动性1万亿元，保持流动性合理充裕。
- 价格上：下调政策利率0.1%，并带动LPR下降0.1%；下调个人住房公积金贷款利率0.25%，预计每年将节省居民公积金贷款利息支出超200亿元。
- 结构上：增加科技创新和技术改造、支农支小再贷款额度各3000亿元，新设服务消费与养老再贷款5000亿元，对重点领域进行精准调控。**将互换便利工具和回购增持再贷款总额度8000亿元合并使用**，提升便利性。据潘行长介绍，互换便利工具已经开展了2次操作，**总金额1050亿元**；超过500家上市公司、主要股东公告使用贷款回购增持股票，**贷款总金额约3000亿元**。**互换便利方面**，证监会将参与机构范围由首批20家券商基金扩大到40家的备选机构池；**回购增持再贷款方面**，将贷款期限由1年延长至3年，将上市公司自有资金比例要求从30%下降到10%，将诚通和国新纳入到支持范围，两家已经宣布拟使用工具资金合计1800亿元，用于增持上市公司股票。

图表2：央行增量政策梳理

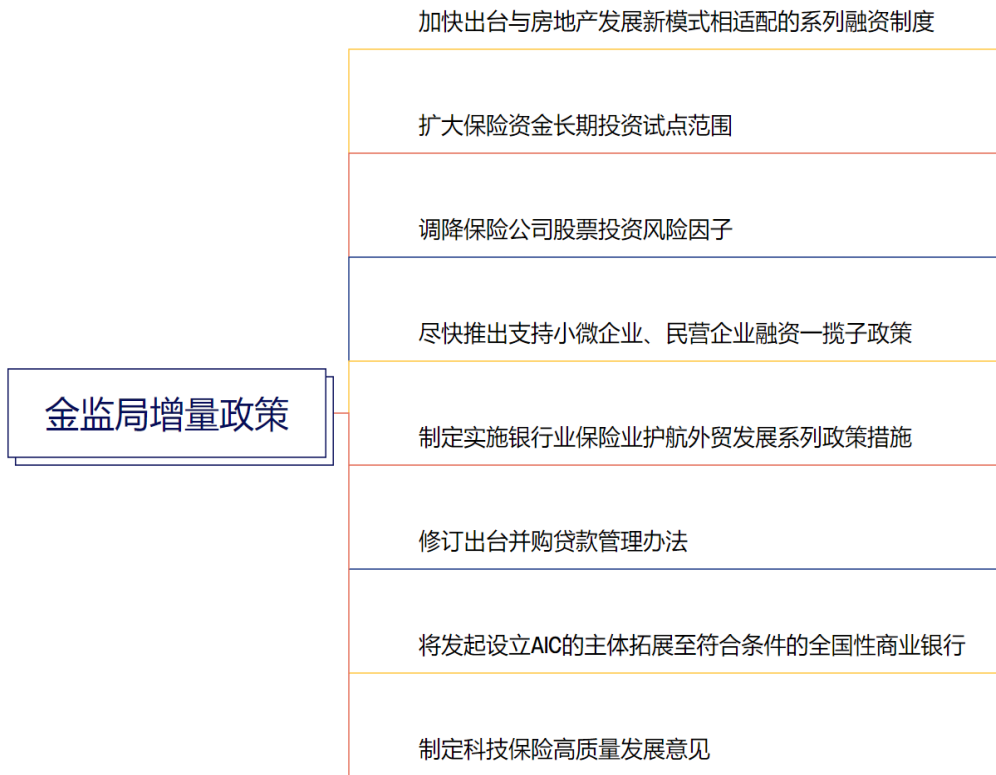


资料来源：国新办，太平洋证券整理

1.2 金监局：稳当下，也重长远

- 化解存量风险，但更侧重于金融服务新质生产力发展。
- 优化与房地产发展新模式相适配的融资制度，指导金融机构保持房地产融资稳定，稳楼市进而稳风险。
- 支持小微、民营、外贸企业发展，对于受冲击程度较大的行业给予金融政策支持，利于稳定预期。
- 稳预期，也稳市场。扩大保险资金长期投资试点范围，拟再批复600亿元，为市场注入更多资金，第三批试点投资机构类型拓展至中邮人寿、中汇人寿、农银人寿、交银人寿等多家银行系险企。调降保司股票投资风险因子，将股票投资的风险因子进一步调降10%，推动险资入市。
- 稳当下，也重长远。金监局增量政策更多侧重于支持新质生产力发展，修订出台并购贷款管理办法，扩大AIC设立主体范围，制定科技保险高质量发展意见。

图表3：金监局增量政策梳理

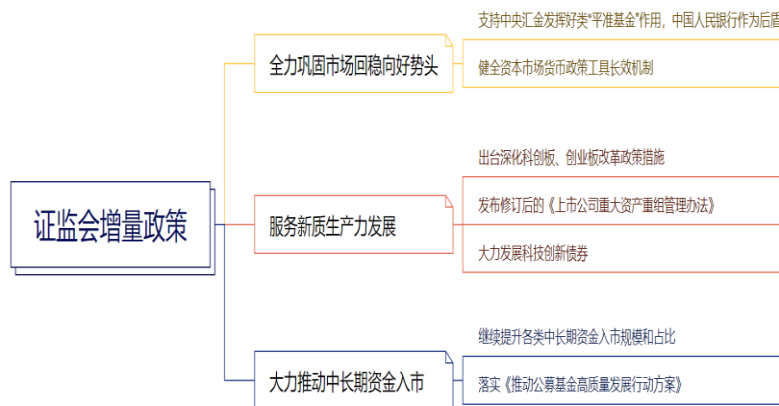


资料来源：国新办，太平洋证券整理

1.3 证监会：提质量，重回报

- 巩固市场向好趋势基础上，提高质量和回报。
- 明确中央汇金类“平准基金”作用，央行提供再贷款支持，组成汇金类“平准基金”+央行再贷款+险资扩容三级缓冲，进一步夯实市场底部，资本市场稳市机制由“应急式干预”进入制度化、常态化阶段。
- 重大资产重组新规落地。提出四个“首次”，提升交易灵活性和效益，提高监管容忍度，优化退出机制，有望打开并购重组业务蓝海市场。此外，进一步深化科创板、创业板改革，大力发展科技创新债券，服务新质生产力，提升供给侧质量。
- 推动各类中长期资金入市。落实公募基金高质量发展，推行浮动费率机制，全面将投资收益放在考核体系的核心地位，促使公募基金行业回归本源，努力形成“回报增-资金进-市场稳”的良性循环。

图表4：证监会增量政策梳理



资料来源：国新办，太平洋证券整理

图表5：国家队历次救市梳理

时间	背景	救市操作
2008年	全球金融危机	中央汇金增持四大行，释放万亿流动性
2013年	“钱荒”	中央汇金增持四大行股票，并积极申购ETF
2015年	场外配资爆仓引发流动性危机	证金公司联合21家券商出资1.23万亿直接购股，同时暂停IPO、限制减持
2018年	贸易战+股权质押危机	联合险资、地方国资成立专项基金，着力化解股权质押风险
2020年	疫情冲击	证金增持权重股
2024年	量化危机	中央汇金增持沪深300ETF，限制高频交易
2025年	对等关税冲击	中央汇金、中国诚通、中国国新等集体增持A股资产

资料来源：公开信息，太平洋证券整理

目录

- 1、总论：一揽子金融政策出台的背景与解析
- 2、类“平准基金”的意义
- 3、资产重组新规：打开并购重组蓝海
- 4、公募高质量发展意见：受影响最大的回归本源
- 5、扩大股权投资：金融服务新质生产力

2.1 类“平准基金”落地，“政策市”向“制度市”转型

- 与此前的不同：1) 定位于常态化市场稳定机制；2) 央行提供再贷款流动性支持，资金来源更加充分；3) 制度协同，短期逆周期调节机制与长期耐心资本互补。
- 汇金类“平准基金”+央行再贷款+险资扩容三级缓冲，进一步夯实市场底部。稳市操作由“救急式干预”向“常态化机制”转型，推动资本市场由“政策市”向“制度市”转变。

图表6：汇金稳市前后对比

对比项	此前	现在
定位	临时性救市，缺乏长期制度安排	明确类“平准基金”定位，形成“ 前场操作+后盾支持 ”常态化市场稳定机制
稳市操作	直接买入个股	以 宽基指数ETF（沪深300ETF、上证50ETF、中证500ETF等） 为主要工具，不破坏价格形成机制
资金来源和政策协同	自有资金、分红、发债	增加央行再贷款支持 ，配合险资长期资金、资本市场结构性货币政策工具，形成政策协同

资料来源：太平洋证券整理

2.2 平准基金有效性已有充分案例证明

□ 海外充分的实践案例已证明平准基金有效性。各国平准基金形式和资金来源各异，但从政策效用来看，都能在短期内应对突发性冲击，平抑市场恐慌情绪，推动市场止跌回稳。

图表7：海外平准基金实践案例

国家/地区	案例	平准措施	政策效果
美国	1930年代大萧条	设立重建金融公司向银行和铁路注资	短期内减少银行倒闭
	1934年放弃金本位	设立外汇平准基金稳定美元汇率	有效抑制美元汇率剧烈波动
	2008年金融危机	1) 美联储联合十大银行成立700亿美元救市基金 2) 财政部推出7000亿美元TARP计划，购买银行和金融机 构优先股和不良资产	有效缓解市场恐慌，美股2008年开始触底 回升，进入新一轮长周期慢牛
	2020年新冠疫情	1) 美联储通过无限QE直接注入流动性 2) 外汇平准基金向运输业提供460亿美元贷款担保，并 支持美联储4540亿美元流动性计划	短期内稳定市场，美股3月底触底，进入新 一轮长周期慢牛
日本	1963年美国利息平衡税冲击	成立日本共同证券基金和日本证券保有组合基金	短期止跌
	1995年阪神大地震、股灾	成立2万亿日元股市安定基金入市	日经指数短期反弹约5000点
	2020年新冠疫情	日本央行大规模购入ETF	日经指数3月底触底反弹，全年涨幅超过 16%
韩国	1990年股市泡沫破灭	1) 5月成立4兆韩元股市稳定基金 2) 9月成立2.6兆韩元的保证股价基金	5-6月韩国综指涨幅超过10%，9-10月韩国 综指涨幅超过40%
	2003年信用卡危机	成立4000亿韩元的投资基金	2003年韩国综指涨幅达29%
	2008年金融危机	10月成立5150亿韩元的平准基金	11月股市企稳，2009年韩国综指涨幅接近 50%
	2020年新冠疫情	重启股市稳定基金，但未正式实施	韩国综指全年涨幅超过30%
中国香港	1998年金融保卫战	动用1180亿港元外汇基金买入港股和期指	击退国际炒家，止住股市单边下跌，后通 过盈富基金退出

资料来源：公开信息，太平洋证券整理

2.3 中国版类“平准基金”是对国际、历史经验的融合优化

- 中国版类“平准基金”是取多家之长的独创性制度设计。1) 资金来源上，建立市场化、多元化的资金组合；2) 操作形式上，主要以增持ETF来稳定市场，避免购买个股带来的价格机制扭曲；3) 操作机构上，汇金作为前端操作主体，避免央行直接操作带来的过度干预和资负表波动；4) 退出机制上，参考盈富基金适时进行市场化退出，减少二级市场波动。
- 汇金增持ETF较直接买个股有诸多便利。相较于买权重个股，增持ETF的好处在于：1) 效用传导更为直接，可直接作用于指数表现；2) 避免直接购买个股带来的治理机制不清晰的问题，规避成为股东后而不行使治理权的情况；3) 在后续退出中对指数和个股的影响也更可控。

图表8：中国类“平准基金”与海外经验的参考维度

参考维度	中国	海外
资金来源	自有资金+央行再贷款+险资	美国：财政+美联储联动的多元化支持
操作形式	增持ETF	日本：2010年后通过购买ETF为市场托底
操作机构	汇金前端操作	韩国：设立基金进行前端操作，避免央行直接下场
退出机制	引入ETF逆周期调节特性	中国香港：通过盈富基金市场化退出

资料来源：太平洋证券整理

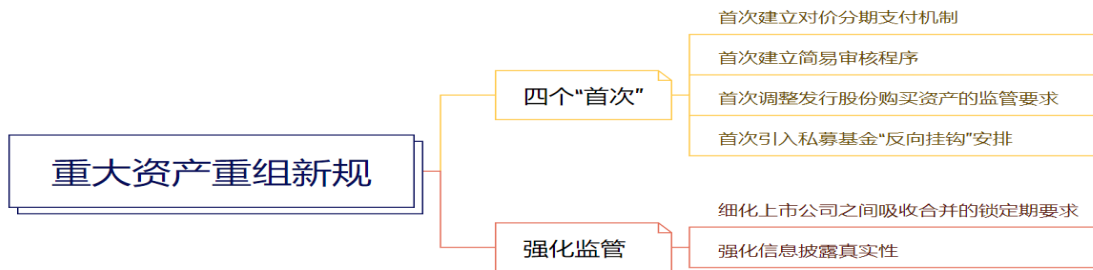
目录

- 1、总论：一揽子金融政策出台的背景与解析
- 2、类“平准基金”的意义
- 3、资产重组新规：打开并购重组蓝海
- 4、公募高质量发展意见：受影响最大的回归本源
- 5、扩大股权投资：金融服务新质生产力

3.1 重大资产重组新规出台，强监管与宽政策并行

- ❑ 完善“并购六条”配套措施，四个“首次”+两个“强化”。
- ❑ 四个“首次”：
 - ✓ 首次提出分期支付机制。将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至48个月，在强制业绩承诺情况下，上市公司与对手方可选择业绩补偿或者分期支付加业绩补偿等方式履行承诺义务。
 - ✓ 首次建立简易审核程序。对上市公司之间吸收合并，以及优质大市值上市公司发行股份购买资产，实行“2+5+5”审核机制，即2个工作日内受理、5个工作日内完成审核、5个工作日内完成注册。
 - ✓ 首次调整发行股份购买资产要求。将“有利于改善财务状况”“有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”的要求，调整为“不会导致财务状况发生重大不利变化，不会导致新增重大不利影响的同业竞争及严重影响独立性或者显失公平的关联交易”。
 - ✓ 首次提出私募基金“反向挂钩”。明确私募基金投资期限满48个月的，第三方交易中的锁定期限由12个月缩短为6个月，鼓励私募基金参与上市公司并购重组，有效缓解退出难问题。

图表9：重大资产重组新规要点



资料来源：证监会，太平洋证券整理

3.2 首次提出分期支付机制：提高交易灵活性，降低估值风险

- 对比海外Earn-out协议，交易灵活性和安全性将提高。并购交易存在天然的信息不对称，且对于科技型企业，其估值受市场周期波动的影响较大。海外常采用“Earn-out”协议分期支付对价，与此前境内多采用“一次性支付+估值调整对赌协议”形式相比，其分期支付条款具备单向支付的便利性，并且能够在更长周期内对被并购方的经营表现、商业化能力进行考核，灵活调整支付对价，从而有效降低估值风险。

图表10：此前境内并购支付与海外Earn-out条款对比

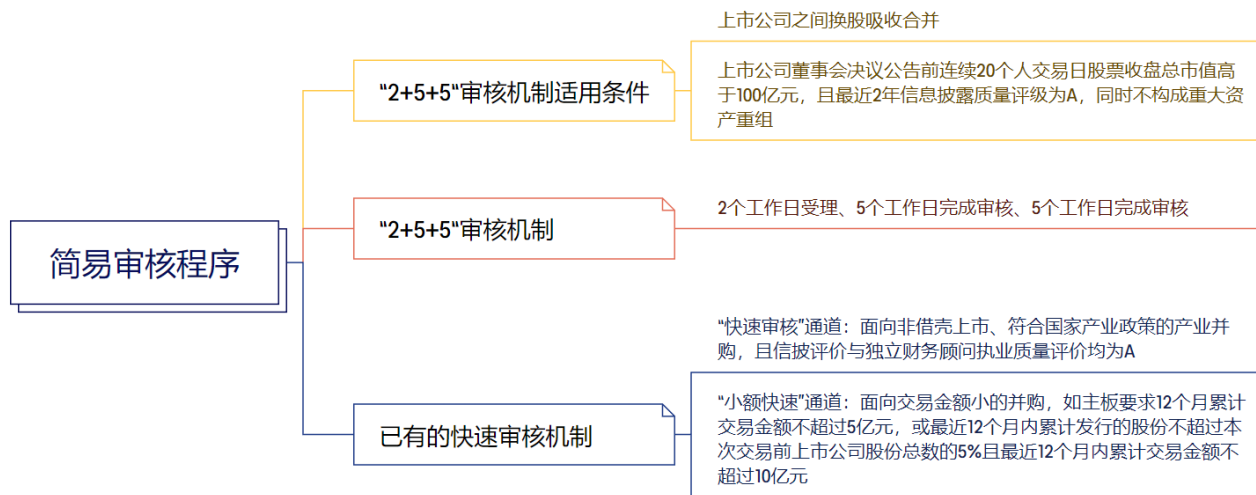
对比维度	此前	Earn-out条款
支付方式	一次性支付	分期支付对价
估值调整	签订估值调整对赌协议	支付与业绩挂钩，灵活应对估值调整
支付方向	双向支付	单向、或有
估值风险	一次性支付导致估值风险较高	拉长评价周期，根据经营表现调整支付数量，降低估值波动风险

资料来源：太平洋证券整理

3.3 首次建立简易审核程序：扩面增效

- 扩大简易审核适用面。在原有的“快速审核”通道和“小额快速”通道基础上，此次新规将简易审核机制适用范围扩充到上市公司之间的换股吸收合并，适用案例大幅度扩容。
- 极大简化审核流程。新规中的“2+5+5”简易审核机制将全流程压缩至至多12天，极大提升交易效率。

图表11：简易审核程序梳理

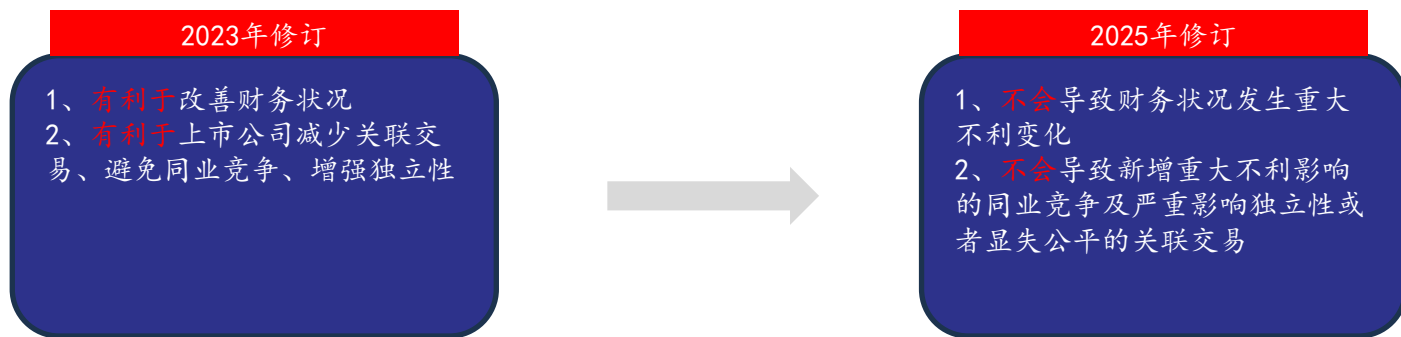


资料来源：证监会，太平洋证券整理

3.4 首次调整发行股份购买资产要求：提高监管容忍度

- “有利于”→“不会”，从限定性要求转向底线性要求。
- 此前上市公司并购重组要求利于财务状况改善，但新规将表述转为底线性要求，只要求不会导致财务状况发生重大不利变化。以科创型企业为例，其往往处于高投入、低盈利（甚至是负盈利）阶段，修订前监管政策对早期科创企业的并购具有一定限制性，而新规更看重长远布局，利于短期未盈利但具有长期发展前景的产业标的整合，有效推动产业资源整合。

图表12：资产重组监管要求变更

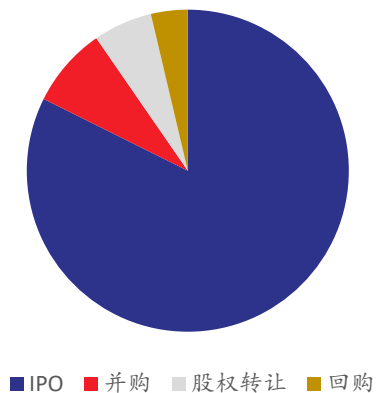


资料来源：证监会，太平洋证券整理

3.5 首次提出私募基金“反向挂钩”：优化退出机制，提高资金使用效率

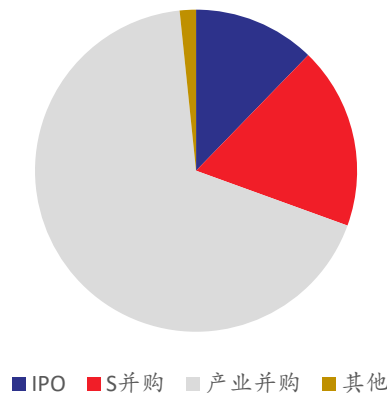
- 拓展私募基金退出渠道，以“轻松退”促“尽早投”。
- 境内私募股权基金退出结构中IPO占比超80%，而在平衡投融资两端导向和IPO收紧环境下，私募股权基金退出渠道受限。并购退出虽然回报率低于IPO，但由于交易效率和成功率高，并购退出成为全球私募股权基金的主要退出方式。
- 此次首次建立私募基金“反向挂钩”机制，锁定期限可由24个月缩短至6个月或12个月，大幅缩短退出周期。而为满足缩短锁定期限条件，私募基金可更积极布局早期项目，形成“资本注入-企业成长-并购退出”的良性循环。

图表13：2023H1中国私募股权基金退出结构



资料来源：清科研究中心，太平洋证券整理

图表14：2023年全球私募股权基金的退出结构

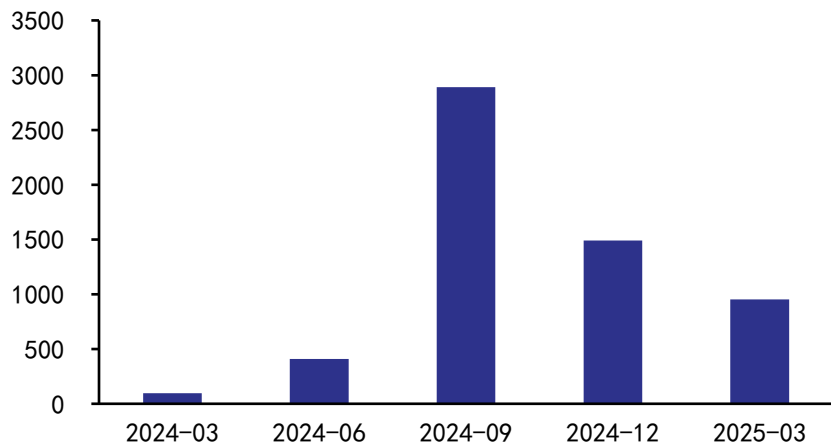


资料来源：Preqin，太平洋证券整理

3.6 政策东风频吹，并购重组市场广阔

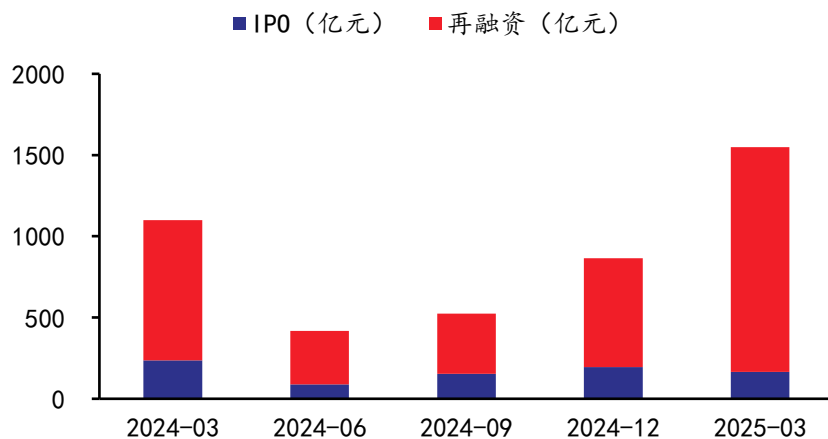
- 并购“六条”以来并购重组数量及交易额激增。并购“六条”推出后，2024年三季度上市公司重大资产重组案例环比+100%至12例，交易额环比+605.72%至2889.62亿元。政策频出下并购市场持续活跃，今年一季度案例数、交易额达27例、952.76亿元，同比+825.00%、+874.80%。
- 并购活跃拉动配套融资，“并购+承销”联动效果显现。并购市场活跃带动融资需求回暖，2024年三季度开始再融资规模迅速增长，2024年四季度、2025年一季度再融资规模分别达669.26、1383.40亿元，环比分别+80.86%、106.71%。

图表15：2024年以来上市公司重大资产重组交易金额（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券整理；注：仅统计上市公司作为竞买方的数据

图表16：2024年以来IPO和再融资规模

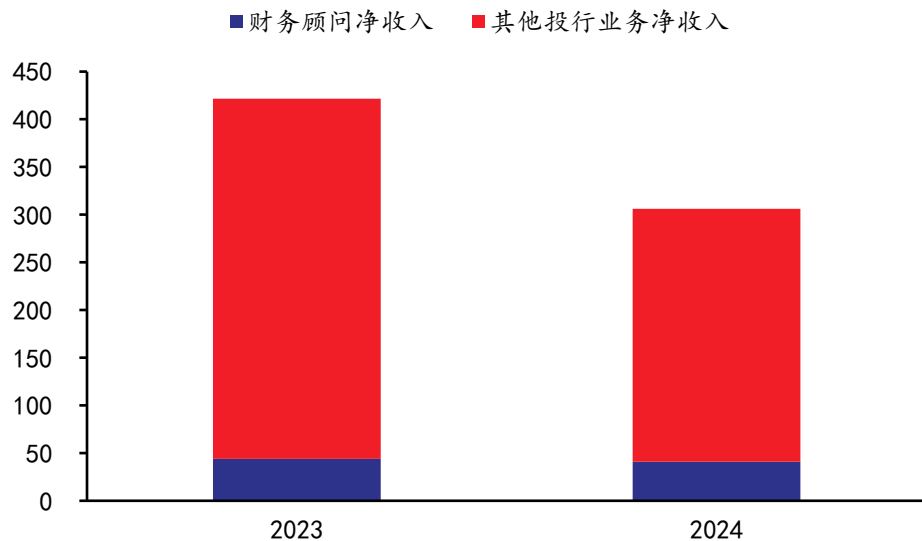


资料来源：Wind，太平洋证券整理

3.7 券商并购重组业务大有可为

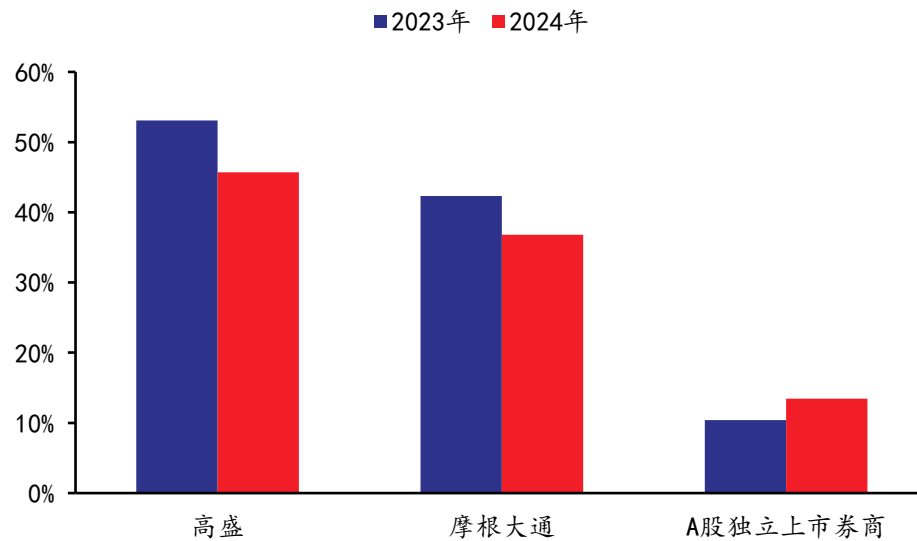
- 当前券商并购重组业务收入占比较低。在政策优化下，并购重组业务将成为国内券商突破同质化竞争和获取增量收入来源的蓝海业务。但整体来看，国内券商并购重组业务收入占比较低，2024年仅为13.43%。
- 并购重组业务收入占比有较大提升空间。国内并购重组尚处在政策驱动初级阶段，并购重组业务占比有所提升。从国际投行成熟生态来看，股承、债承、并购重组业务基本为三足鼎立，国内券商并购重组业务占比仍有较大提升空间。

图表17：2023-2024年独立上市券商投行业务净收入构成



资料来源：各公司财报，太平洋证券整理；注：口径为独立上市券商

图表18：高盛、摩根大通及A股独立上市券商并购重组业务占比



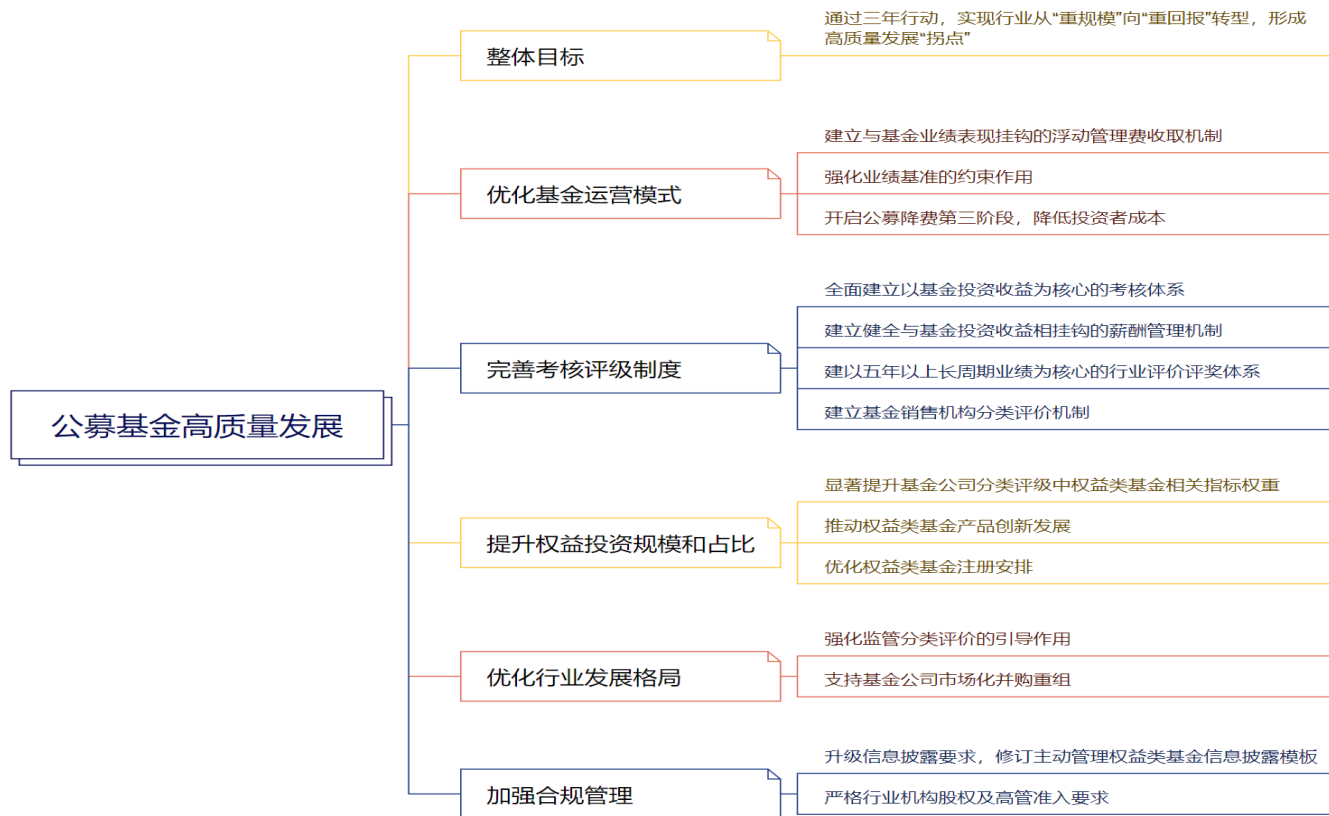
资料来源：各公司财报，太平洋证券整理

目录

- 1、总论：一揽子金融政策出台的背景与解析
- 2、类“平准基金”的意义
- 3、资产重组新规：打开并购重组蓝海
- 4、公募高质量发展意见：受影响最大的回归本源
- 5、扩大股权投资：金融服务新质生产力

4.1 公募基金行业纲领性文件出台，核心要义在“投资收益”

图表19：《推动公募基金高质量发展行动方案》重点内容梳理



资料来源：国务院，证监会，太平洋证券整理

4.2 以投资回报为核心，强化利益一致性

- ❑ 利益冲突是公募基金发展长期存在的难题。投资人的目标是实现一定的投资回报，而从基金公司或基金经理角度来看，收入、薪酬与规模高度挂钩，目标偏差从而产生利益冲突。
- ❑ 改革方向抓住“投资回报”这一核心，促行业回归本源。此次改革全面围绕投资回报和业绩表现建立系列制度细则，从经营机制和考核机制上校正目标，强化利益一致性。

图表20：相关方潜在冲突和改革办法

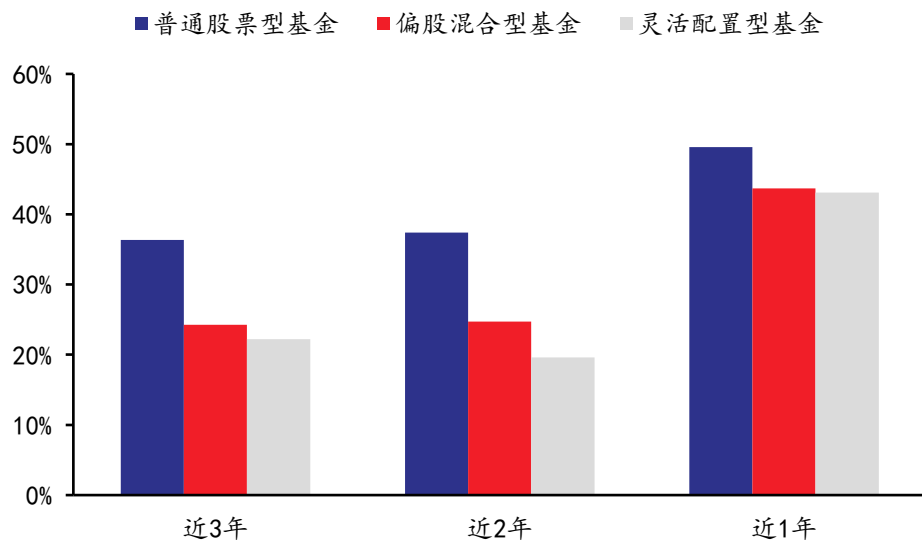
相关方	潜在冲突	改革办法
投资人VS基金公司	1) 为增加管理费收入进行扩募，导致投资分散和策略钝化 2) 固定费率下存在“旱涝保收”，而忽视业绩表现	1) 全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重。 2) 优化主动管理权益类基金收费模式。新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式；对符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费水平；业绩明显低于比较基准的，须少收管理费。
投资人VS基金经理	1) 为年度考核或个人影响追求短期收益，忽略长期风险 2) 薪酬与规模高度挂钩，有冲动通过标签	1) 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%。 2) 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。

资料来源：国务院，证监会，太平洋证券整理

4.3 业绩基准缺乏实际约束力

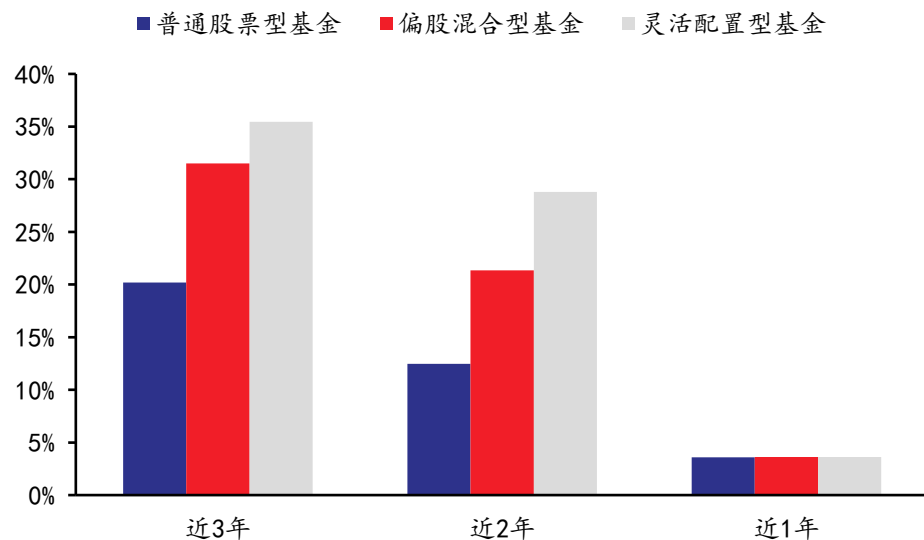
- 主动权益性基金跑赢业绩基准的占比不佳。近3年内主动权益性基金跑赢业绩基准的占比始终低于50%；从3年长周期来看，普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金跑赢业绩基准的占比仅为36.34%、37.41%、49.58%。
- 业绩基准的实际约束作用有限。一方面，部分基金存在大幅跑输业绩基准20%以上的情况；另一方面，部分基金还存在实际持仓与宣称策略匹配度不足的现象。

图表21：近3年内各类权益基金跑赢基准占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：灵活配置型基金选取权益占比60%以上

图表22：近3年内各类权益基金跑输基准20%以上占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：灵活配置型基金选取权益占比60%以上

4.4 考核机制突出重回报、长周期

- 考核机制重塑涵盖基金公司、基金高管、基金经理三个层次，长周期回报成为考核的核心。三年考核周期下，基金经理的投资习惯或发生变化，在第3年会开始注重仓位和业绩比较标准的靠拢。

图表23：新规考核层次和考核指标

考核主体	考核指标
基金公司	1) 将 投资者盈亏及占比 、业绩比较基准对比、权益类基金占比、投研能力评价情况等纳入基金公司评价指标体系 2) 将 三年以上中长期业绩 、自购旗下权益类基金规模、投资行为稳定性、权益投资增长规模等指标的加分幅度在现有基础上提升50% 3) 前述指标占“服务投资者能力”的评分权重合计不低于80% 4) 基金公司全面建立 以基金投资收益为核心的考核体系 ，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重 5) 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% 6) 建立健全 与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制
基金高管	1) 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% 2) 强化高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求
基金经理	1) 对基金经理的考核， 基金产品业绩指标权重不低于80% 2) 对 三年以上产品业绩 低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对 三年以上产品业绩 显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬

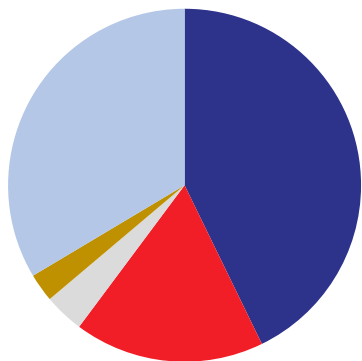
资料来源：国务院，证监会，太平洋证券整理

4.5 强化业绩基准约束或带来金融股增配

- 超4成主动权益性基金业绩基准跟踪沪深300指数。从主动权益性基金业绩基准情况来看，超3100只基金业绩基准主要跟踪沪深300指数，占比达42.78%；另外有超1200只基金业绩基准主要跟踪中证800指数，占比17.41%。
- 主动权益性基金对金融股的持仓缺口最大。截至25Q1末，公募基金重仓股中金融股占比为4.49%（银行3.41%+非银1.08%），较沪深300指数权重的欠配比例达19.71%，欠配程度位于申万一级行业中首位。在强化业绩基准约束下，金融股欠配程度有望改善，考虑到3年长周期考核，第3年基金经理会更注意仓位与业绩基准的匹配。短期来看增配情绪或不显著，但随着考核周期进入后半程，中期维度有望形成金融股增配行情。

图表24：主动权益性基金业绩基准主要跟踪指数分布情况

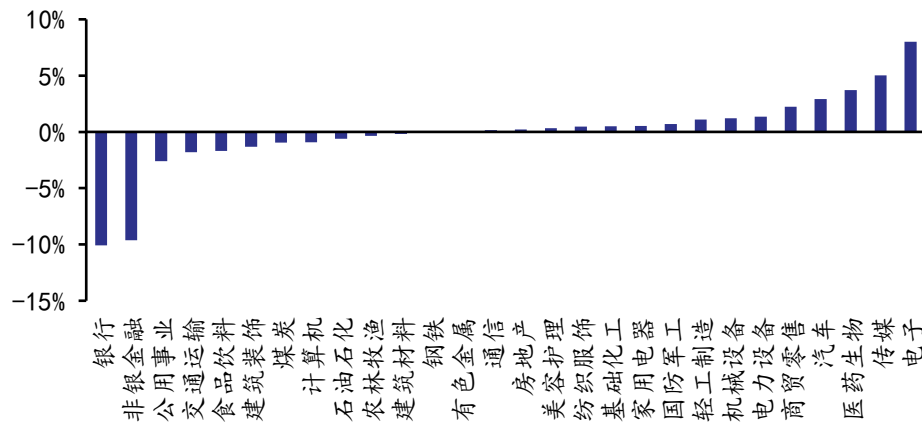
■ 沪深300指数 ■ 中证800指数 ■ 中证小盘500指数
■ 中证医药卫生指数 ■ 其他



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：灵活配置型基金选取权益占比60%以上

图表25：各行业主动权益基金欠配和超配比例

■ 沪深300权重-主动权益基金重仓占比

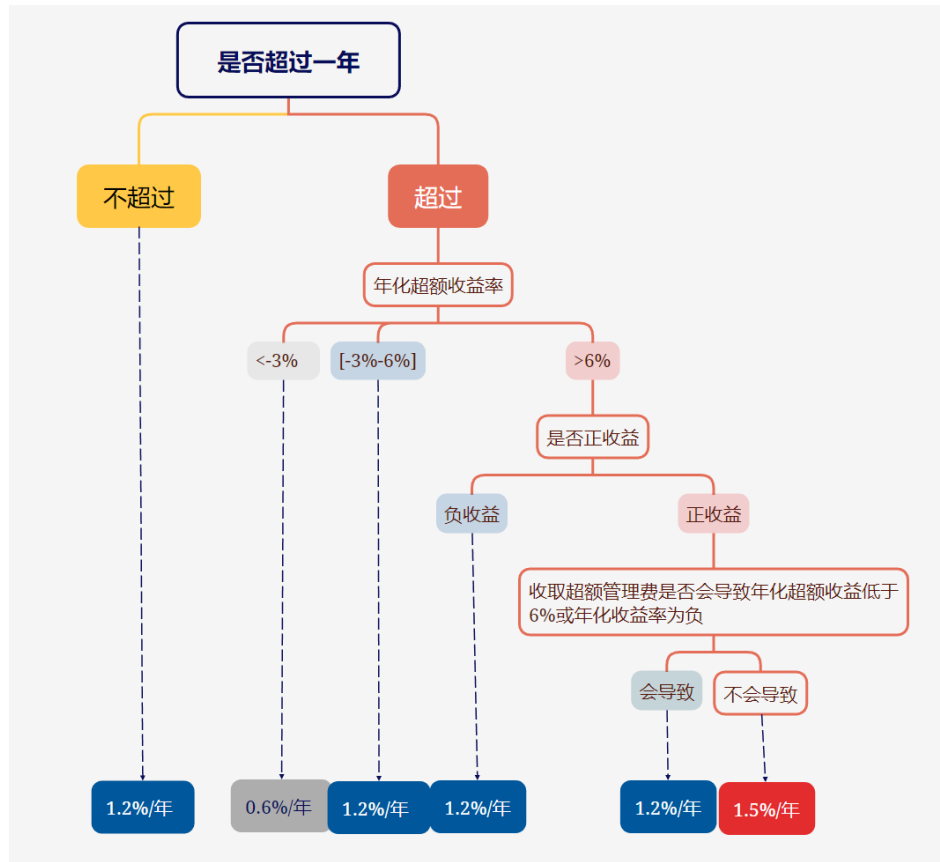


资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：灵活配置型基金选取权益占比60%以上

4.6 浮动费率机制践行长期回报导向

- 浮动费率机制与持有期和超额收益挂钩，整体范围在[0.6%，1.5%]区间浮动。参照浮动费率机制，长周期考核中超额收益表现不佳的基金经理薪酬下降幅度或达50%（1.2%→0.6%），而表现较好的基金经理薪酬上浮幅度或达25%（1.2%→1.5%）。
- 浮动费率机制关注持有期是否超过1年、年化超额收益率（年化收益-业绩基准收益）、年化收益是否为正、以及收取超额管理费对年化收益的影响这四个节点：
 - ✓ 先关注持有期，若持有期不超过1年，管理费率为基础的1.2%。
 - ✓ 若持有期超过1年，再关注年化超额收益率。若年化超额收益率小于-3%，管理费率下调至0.6%；若年化超额收益率在[-3%，6%]，管理费率为基础的1.2%。
 - ✓ 若持有期超过1年、年化超额收益率大于6%，再关注年化收益率，若为负收益，管理费率为基础的1.2%。
 - ✓ 若持有期超过1年、年化超额收益率大于6%、年化收益率为正，再关注收取超额管理费的影响，若收取后会导致年化超额收益小于6%或年化收益率为负，则管理费率为1.2%；若不会导致，则管理费率上调至1.5%。

图表26：浮动费率机制示意图

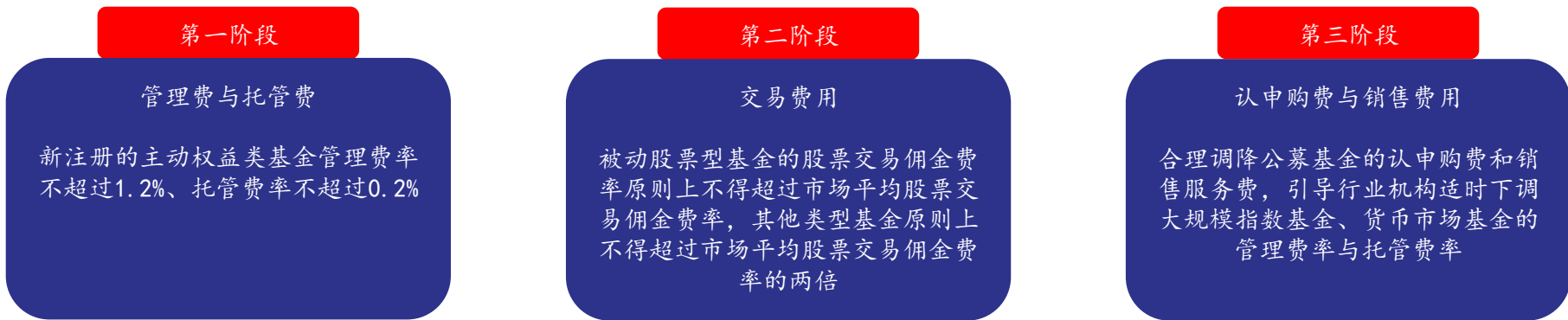


资料来源：太平洋证券整理

4.7 费改第三阶段将开启，代销业务短期或有承压

- 第三阶段销售费用调降或于7月开启。公募基金高质量发展行动方案中明确提出合理调降公募基金的认申购费和销售服务费，从前两阶段实施节奏来看（2023年7月、2024年7月），第三阶段降费正式实施或将于今年7月开启。
- 代销业务短期或有承压，长期稳健发展可期。销售费用调降或使得短期内销售渠道代销业务承压，但在新规重视投资回报导向下，叠加浮动费率可能带来的费率下调，销售资源将向长期绩优产品集中，形成回报增-规模增的良性循环。

图表27：公募基金费改进度



资料来源：国务院，证监会，太平洋证券整理

4.8 总结：重回价值创造，短期内分化加剧

- 总体来看，此次公募基金新规秉承当前监管周期下重价值创造导向的思路，本质是通过金融供给侧改革提高服务质量和能力，促进公募基金行业实现高质量发展。
- 对公募基金：
 - ✓ 浮动费率机制、考核机制重塑短期内或加剧公募基金行业的分化。头部机构具备较强的投研能力和完善的产品结构，对新规具有较高适应度。而特色化不明显、投研能力较弱的中小公募基金会有所承压，不排除市场化并购情况发生，推动行业集中度提升。
- 对券商机构：
 - ✓ 第三阶段费改即将落地，对代销业务短期或形成一定压制。浮动费率机制等创新制度将加强对投顾的需求，销售机构分类评价体系推动销售渠道由规模付费转向服务付费，投顾业务发展或将加速。

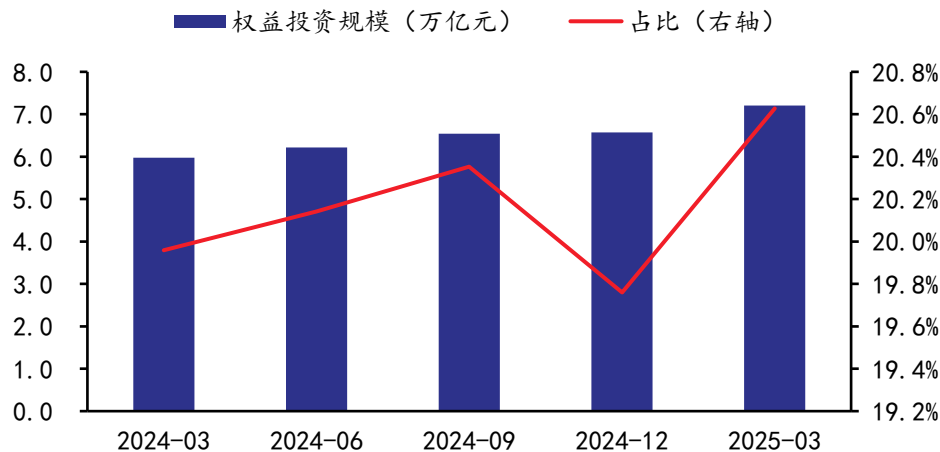
目录

- 1、总论：一揽子金融政策出台的背景与解析
- 2、类“平准基金”的意义
- 3、资产重组新规：打开并购重组蓝海
- 4、公募高质量发展意见：受影响最大的回归本源
- 5、扩大股权投资：金融服务新质生产力

5.1 继续推动险资入市，有望带来大千亿级增量资金

- 提升权益投资比例上限，调降股票投资风险因子。4月8日金监局简化保险公司权益投资标准，对部分综合偿付能力档位的权益类资产比例上调5%。此次金监局宣布将股票投资的风险因子进一步调降10%，促进保险公司加大入市力度。
- 中长期有望带来大千亿级增量资金。截至25Q1末，险资权益投资规模（含股基、股权）达7.21万亿，占比20.63%，距离监管上限（测算25Q1上限为8.79万亿元）距离较远。按提升5%测算，目前权益投资规模上限将从8.93万亿元提升至9.61万亿元，中长期内有望带来约6759亿元的权益投资增量资金，叠加上险资股票投资风险因子调降，中长期增量资金规模将会更大。

图表28：险资权益投资规模及占比



资料来源：金监局，太平洋证券整理

5.2 扩大AIC设立主体和试点范围，助力科技金融发展

- **AIC试点持续扩围。**2024年9月，AIC股权直投试点由上海扩大至18城，同时AIC表内资金进行股权投资的金额由不超过上季末总资产的4%提升至10%，投资单只私募股权投资基金的金额由不超过该基金发行规模的20%提升至30%。今年3月，金监局发布《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》，明确符合条件的商业银行均被支持设立AIC，试点范围由18城扩展至这些城市所在的14个省份。
- **新增三家AIC，为一级市场注入350亿元。**兴业银行、中信银行、招商银行拟成立全资AIC，注册资本金分别为100亿元、100亿元、150亿元。AIC设立主体由国有大型银行扩展至全国股份制银行，体现加大银行服务科技创新的政策导向。

图表29：AIC设立主体梳理

简称	设立银行	注册资本	投资进展
工银投资	工商银行	270亿元	在天津、宁波等18个试点城市完成基金布局，其中宁波通高工融基金（规模20亿元）为当地单支最大AIC基金，累计在宁波投资规模达50亿元；与交银投资联合战略投资上海宝冶，拓展建筑工程领域
农银投资	农业银行	200亿元	2024-2025年在全国设立9支AIC基金，规模近百亿元，覆盖山东、湖北、浙江等地，如湖北长江千帆企航基金（10亿元）投资芯擎科技C轮1亿元
中银投资	中国银行	145亿元	与18个试点城市全部达成基金合作意向，完成北京、苏州等8只基金设立，聚焦新质生产力相关产业
建信投资	建设银行	270亿元	在天津、杭州等地完成7只基金备案，居同业首位，如天津建源海河基金（10亿元）和杭州建源舜达基金（20亿元），重点投资人工智能、生物医药等
交银投资	交通银行	150亿元	与深圳罗湖区政府合作设立100亿元产业基金，投向人工智能、绿色低碳等领域；与工银投资共同战略投资上海宝冶
兴银投资	兴业银行	100亿元	2025年5月获批筹建，为首家股份行AIC，计划年内开业，重点支持科创企业
招银投资	招商银行	150亿元	2025年5月公告拟出资150亿元设立AIC，正待监管批复
信银投资	中信银行	100亿元	2025年6月获批筹建，为第7家AIC，注册资本100亿元

资料来源：公开信息整理，金监局，太平洋证券整理

5.3 一揽子金融政策对金融行业的深远影响与机遇

本轮金融政策的本质是“流动性宽松+结构改革”双轨驱动；

一、政策红利：行业整体受益方向

流动性改善驱动业务扩张

资金端：降准0.5%释放1万亿长期资金，叠加8000亿资本市场支持工具（互换便利+股票增持再贷款），显著降低券商融资成本，提升杠杆操作空间。

增量资金入市：保险资金长期投资试点扩大600亿元+股票风险因子下调10%，预计年内为A股引入大千亿级增量资金，直接利好券商经纪、两融及自营业务。

二、投行业务结构性机遇

并购重组松绑：新修订《上市公司重大资产重组管办法》落地，提振并购重组市场；

北交所扩容：直接IPO制度推进；券商需抢占科技型企业上市窗口，投行资源向新经济领域倾斜。

三、资管转型政策支持

公募基金考核改革（挂钩3-5年长期业绩+强制披露费用利润率），倒逼券商资管从“规模导向”转向“回报导向”，利好投研能力强的资管机构，资管子公司加速扩容（2025年新增5家至30家）；公募生态洗牌有利于券商资管替代效应形成。

风险提示

- 政策落地不及预期；
- 宏观经济表现存在预期差；
- 资本市场大幅波动；
- 长端利率大幅下行。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究所

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。