

强化业绩比较基准指引对投资行为有何影响？

报告日期：2025-5-15

主要观点：

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

《推动公募基金高质量发展行动方案》通过引入基金业绩与业绩基准的对比评价体系，实现了基金产品的浮动管理费率，并与基金管理人绩效薪酬相挂钩，这将对公募基金尤其是主动权益基金的投资行为产生重要影响。

● 公募主动权益基金的现有业绩比较基准综合权重主要集中在沪深300、中证800、国债及港股指数收益率上

按照基金规模权重对三大主动权益基金的业绩比较基准进行再加权，经合并基准同类项后，业绩比较基准仍有260余项，但综合权重集中程度较高，如前15项业绩比较基准的综合权重合计83.7%。具体地，整体基金综合权重主要集中在沪深300、中证800、国债及港股指数收益率上。

对业绩比较基准进一步宽泛归为6大类，分别是A股宽基指数综合权重48.5%（如包括沪深300、中证800等），债综合权重22.9%（如包括中债国债指数、中证全债指数等），行业和主题指数综合权重16.2%（如包括申万医药指数、中证军工指数等），港股综合权重8.5%（如包括恒生指数、中证港股通指数等），存款利率综合权重3.5%（如包括1年期或3年期存款利率等），固定收益率综合权重0.4%（如明确年化收益率2.5-10%不等）。

● 债市配比显著低于其基准综合权重，股市配比高于其基准综合权重

截至2025Q1，公募主动权益基金中持有债券市值占比仅不足4.5%，而其业绩比较基准的综合权重却高达22.9%。即实际仓位低于基准综合权重18.4个百分点，若按34725亿公募主动权益基金规模测算，相当于债市低配了6389亿左右。

对应地，股票总市值占公募主动权益基金总规模的84.2%，而其业绩比较基准的综合权重为73.2%。即股票实际仓位高于基准综合权重11.0个百分点，相当于股市超配了3820亿左右。

● H股现有配置比例高于其业绩基准综合权重2个百分点

截至2025Q1，公募主动权益基金中持有港股市值的占比估算为10.5%，高于其业绩比较基准综合权重8.5%。若按港股实际仓位高于基准综合权重2.0个百分点计算，相当于港股南向资金有695亿左右的资金流出压力。

● 银行、非银、公用事业、交运、建装明显低配

公募主动权益基金的业绩比较基准综合权重难以拆合到申万一级行业层面，因此不能直接比较行业持仓与对应基准综合权重的超低配情况。但可以通过行业持仓与主要宽基指数市值权重的对比来观察其超低配程度。

截至2025Q1，在剔除行业基金后，电子行业超配最多，其持仓占比高达18.8%，相比沪深300、中证800中其市值权重分别超配了8.5、7.9个百分点。此外超配较多的行业还有传媒、汽车、商贸、社服和家电。

低配最多的则是银行。银行持仓占比仅3.8%，相比沪深300、中证800中市值权重分别低配9.7、6.7个百分点。此外低配较多的行业还有非银金融、公用事业、交通运输和建筑装饰。

● 风险提示

样本数据统计结果与真实情况可能存在偏差、基于个人理解的数据处理方法也可能存在偏差、业绩比较基准大规模更改等。

正文目录

1 《推动公募基金高质量发展行动方案》强化业绩比较基准对公募基金投资行为的引导	3
2 公募主动权益基金业绩比较基准综合权重主要集中在沪深 300、中证 800、国债及港股	3
3 比较基准综合权重下，股债及 AH 股配置比例再平衡	4
3.1 债市配比显著低于其基准综合权重，股市配比高于其基准综合权重	5
3.2 公募新规对港股南向资金的流出压力有多大？	6
4 银行、非银、公用事业、交运、建装明显低配	6
5 基金业绩比较基准预计将迎来大规模变更	8
风险提示	8

图表目录

图表 1 截至 2025Q1，公募主动权益基金业绩比较基准的综合权重	4
图表 2 截至 2025Q1，基金业绩比较基准的主要大类	5
图表 3 2025Q1 剔除行业基金后公募主动权益基金行业持仓占比与主要宽基其指数行业权重对比	7

1 《推动公募基金高质量发展行动方案》强化业绩比较基准对公募基金投资行为的引导

2025年5月7日，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》（即公募新规），方案中提出了25条具体举措，主要围绕优化基金运营模式、完善考核评价制度、大力提升公募基金权益投资规模与占比、建设一流投资机构五个重点方向。其中，关于考核标准的规定将对公募基金尤其是主动权益基金的投资行为形成重要引导。具体地：①建立与基金业绩表现挂钩的浮动管理费收取机制，根据持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平，以同期业绩比较基准为指引；②进一步强化业绩比较基准的约束作用，对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管；③加大薪酬管理力度，对3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。

公募进行基金管理通常分为主动管理型和被动管理型。其中被动管理型基金产品如etf主要复刻对应跟踪指数的表现，与其业绩比较基准一般不会出现较大的背离。主动管理型基金产品会由于管理者熟悉领域偏好、市场风格改变等因素而出现较大的业绩基准偏离，因此公募新规主要会对主动管理型的基金产品形成较强的业绩比较基准投资行为约束和引导，尤其是公募主动权益型基金。公募主动权益型基金主要包括灵活配置型、偏股混合型和普通股票型这三类，截至2025Q1季度末，这三类主动权益型基金接近4500只，基金总规模34725亿，其中持有股票市值规模29242亿。

2 公募主动权益基金业绩比较基准综合权重主要集中在沪深300、中证800、国债及港股

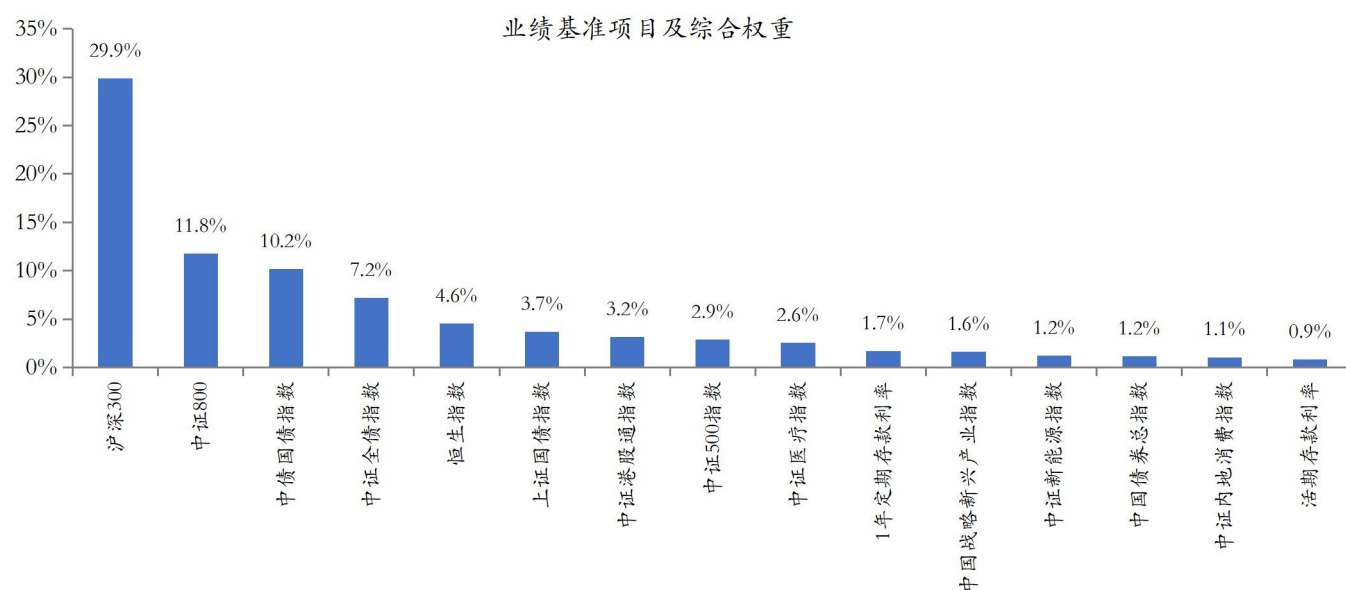
公募主动权益基金的业绩比较基准通常设定为多个指数收益率的权重组合。从基金的招募说明书以及合同中公示的业绩比较基准来看，大多数公募主动权益型基金的业绩比较基准一般在2-3个，如某只基金的业绩比较基准为：沪深300指数收益率*70%+中证港股通综合指数收益率*15%+中债总指数收益率*15%，其将三个指数赋予不同权重形成综合业绩比较基准。

按照类似原理，我们可以计算出整体公募主动权益基金的业绩比较基准综合权重。计算方式上：以2025Q1季度末近4500只三大主动权益基金的基金规模为权重对每只基金的业绩基准再加权，再加权后继续合并同类基准，最终可以得到整体公募主动权益基金一系列业绩比较基准及其对应的综合权重。如规模分别为a、b、c……

的基金，其中 a 基金的业绩比较基准为基准 A1*权重 A1+基准 A2*权重 A2，b 基金的业绩基准为基准 B1*权重 B1+基准 B2*权重 B2，以此类推。则不同业绩基准的综合权重：其中，基准 A1 的综合权重为权重（A1*a）/（主动型基金总规模）、基准 B2 的综合权重为权重（B2*b）/（主动型基金总规模），以此类推，然后将同类基准进行加总合并。

经上述过程多次合并后，公募主动权益型基金仍有 260 余个业绩比较基准，且不同基准中仍存在相互包含的情形，但较难再继续按宽基或风格行业指数再合并。如合并同类项后，沪深 300 指数收益率的综合权重为 29.9%，中证 800 指数收益率权重为 11.8%，尽管沪深 300 成份股均属于中证 800 的成份股，但此处难以继续再合并，只能根据特定需求再划分。尽管合并同类项后基金业绩比较基准仍然很多，但整体上集中度很高，其中前 15 大业绩比较基准的综合权重合计 83.7%，具备良好的代表性。整体来看，公募主动权益型基金的业绩比较基准综合权重主要集中在沪深 300、中证 800、国债、港股等指数。

图表 1 截至 2025Q1，公募主动权益基金业绩比较基准的综合权重



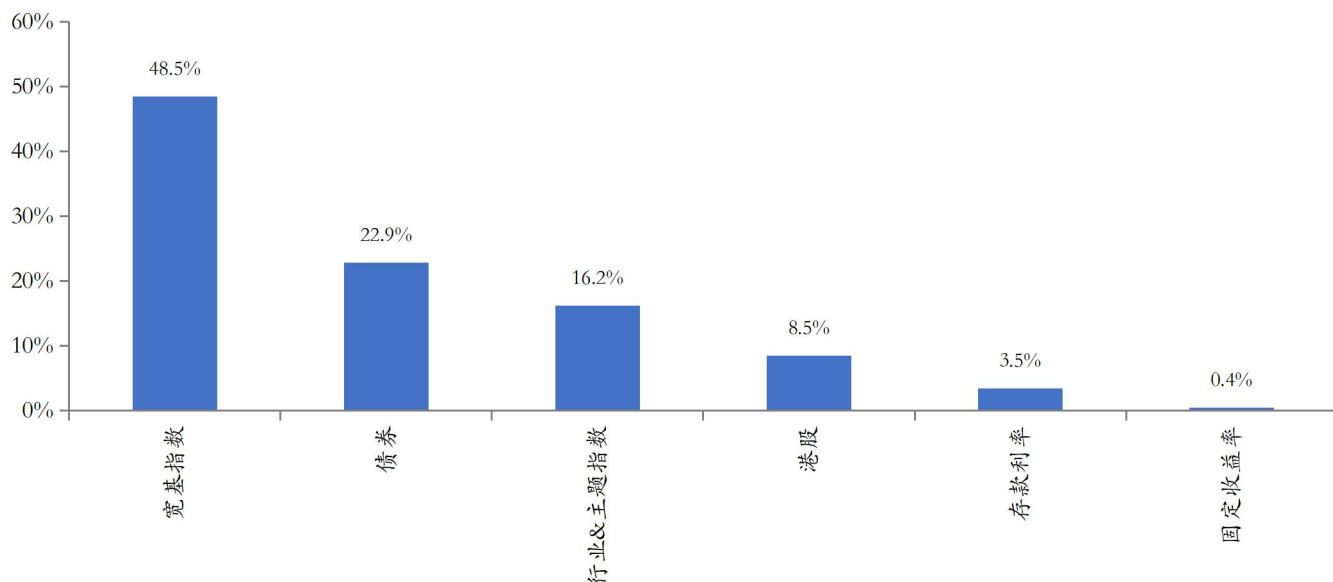
数据来源：Wind，华安证券研究所。注：已将同类业绩比较基准合并

3 比较基准综合权重下，股债及 AH 股配置比例再平衡

进一步进行更加宽泛归类，公募主动权益型基金的业绩比较基准大致分为六大类资产，分别是：A 股宽基指数综合权重 48.5%（如包括沪深 300、中证 800、中证 700 等），债综合权重 22.9%（如包括中债国债指数、中证全债指数、上证国债指数等），

行业和主题指数综合权重 16.2%（如包括申万医药指数、中证军工指数、中证全指半导体产品与设备指数等），港股综合权重 8.5%（如包括恒生指数、中证港股通指数、中证香港 300 消费指数等）、存款利率综合权重 3.5%（如包括 1 年期存款利率、3 年定期存款利率等）、固定收益率综合权重 0.4%（如明确了年化收益率在 2.5-10% 不等）。

图表 2 截至 2025Q1，基金业绩比较基准的主要大类



数据来源：Wind，华安证券研究所。

3.1 债市配比显著低于其基准综合权重，股市配比高于其基准综合权重

截至 2025Q1，公募主动权益基金中持有债券总市值为 1546 亿元，占公募主动权益基金总规模 34725 亿的仅不足 4.5% 仓位，而其在业绩比较基准中的综合权重却高达 22.9%，相当于实际仓位低于其基准综合权重 18.4 个百分点，主动权益基金持有债券比例明显低于业绩比较基准的指引。

而股票类资产的业绩基准综合权重为 73.2%（含 A 股宽基指数、行业&主题、港股）。但是截至 2025Q1，公募主动权益基金持有股票总市值为 29242 亿，占对应基金总规模 34725 亿的比例为 84.2%，高于其业绩基准综合权重 11.0 个百分点。

截至到 2025Q1，公募主动权益基金在股债上的实际配比，相比其业绩比较基准的综合权重而言，股市上超配了 3820 亿左右，而债市上则低配了 6389 亿左右。

3.2 公募新规对港股南向资金的流出压力有多大？

我们将诸多业绩基准划分为 H 股（包括港股通以及恒生相关等）和其他（包括 A 股、债以及固定收益率目标等）。截至 2025Q1，公募主动权益基金重仓股中持有港股市值为 3181 亿，占公募主动权益基金总规模 34725 亿的 9.2%。但考虑到 Q1 季度公募主动权益基金持仓报告中仅公布前十大重仓股，不公布全部持仓明细，因此港股重仓股持有市值将低于全部港股的持有市值。但我们可以根据 2024Q4 港股重仓股市值占比与港股全部市值占比的差值来大致估算这一差距。

2024Q4 公募主动权益基金持有全部港股总市值为 3674 亿，而港股重仓股总市值为 3209 亿，2024Q4 公募主动权益基金总规模为 34307 亿，即全部港股持有总市值占对应基金总规模的比例为 10.7%，港股重仓股持有市值占总规模比例为 9.4%，则全部港股和重仓港股占总规模比例的差值为 1.3 个百分点。

若按 1.3 个百分点的差值进行估值，2025Q1 全部港股占公募主动权益基金总规模可能在 10.5% 左右（9.2% 重仓股占比+1.3% 差值），而港股业绩比较基准中经测算业绩比较基准的综合权重为 8.5%，即截至 2025Q1 公募主动权益基金持仓 H 股市值占比已经大于其业绩基准的综合权重 2 个百分点左右。按 2025Q1 公募主动权益基金总规模 34725 亿，按 2.0 个百分点差距测算，在新规指引下公募主动权益基金的 H 股资金可能将有 695 亿左右资金流出。

4 银行、非银、公用事业、交运、建装明显低配

在公募主动权益基金的业绩比较基准综合权重的拆解合并过程中，难以做到申万一级行业层面的划分，因此并不能直接比较行业持仓占比与对应业绩基准综合权重的超低配情况，因此不能直观的认识这二者之间的行业配置差距。但可以通过对行业持仓与主要宽基指数中行业市值权重的对比，来观察不同申万一级行业的超低配状态和程度。

由于公募主动权益基金中存在部分类似行业 ETF 的情形，因此我们将此类基金进行剔除，以便更好地观察行业的持仓情况。剔除的标准为：基金业绩比较基准中对标某个一级行业的权重超过 50%。这类行业基金主要集中在医疗卫生、新能源（含汽车）等领域。

截至 2025Q1，剔除行业基金后，超配情况最多的是电子行业。电子行业持仓占比高达 18.8%，相比沪深 300、中证 800 中其市值权重分别超配了 8.5、7.9 个百分点。此外相对超配较多的行业还有传媒、汽车、商贸零售、社服和家电。

低配最多的行业则是银行。银行业持仓占比仅为 3.8%，相比沪深 300、中证 800

中其市值权重分别低配了 9.7、6.7 个百分点。此外低配较多的行业还有非银金融、公用事业、交通运输和建筑装饰。

图表 3 2025Q1 剔除行业基金后公募主动权益基金行业持仓占比与主要宽基其指数行业权重对比

一级行业	剔除行业基金后 公募主动持仓	沪深300权重		中证800		全部A股	
		权重	超配程度	权重	超配程度	权重	超配程度
电子	18.8%	10.2%	8.5%	10.8%	7.9%	11.4%	7.4%
传媒	6.1%	0.7%	5.4%	1.4%	4.7%	2.1%	4.0%
汽车	7.9%	4.8%	3.1%	4.6%	3.3%	4.9%	3.0%
商贸零售	2.9%	0.5%	2.4%	0.6%	2.4%	1.1%	1.8%
社会服务	1.4%	0.0%	1.4%	0.3%	1.1%	0.6%	0.8%
机械设备	4.0%	2.6%	1.4%	3.1%	0.8%	5.6%	-1.7%
轻工制造	1.3%	0.1%	1.2%	0.3%	1.0%	0.9%	0.4%
家用电器	4.7%	3.9%	0.8%	3.3%	1.4%	2.7%	2.0%
电力设备	8.3%	7.6%	0.7%	7.7%	0.5%	7.7%	0.6%
基础化工	2.6%	2.0%	0.6%	2.8%	-0.2%	4.2%	-1.6%
纺织服饰	0.6%	0.0%	0.5%	0.2%	0.4%	0.6%	0.0%
通信	3.7%	3.3%	0.5%	2.8%	0.9%	3.1%	0.7%
有色金属	4.6%	4.2%	0.5%	4.4%	0.3%	4.0%	0.7%
国防军工	2.1%	1.6%	0.4%	2.8%	-0.7%	2.8%	-0.7%
环保	0.4%	0.0%	0.4%	0.3%	0.1%	0.9%	-0.5%
美容护理	0.5%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
房地产	1.1%	0.8%	0.3%	1.0%	0.2%	1.3%	-0.1%
钢铁	0.5%	0.6%	-0.1%	0.9%	-0.4%	0.8%	-0.3%
建筑材料	0.6%	0.7%	-0.1%	0.7%	-0.2%	0.8%	-0.2%
农林牧渔	0.9%	1.4%	-0.4%	1.2%	-0.3%	1.4%	-0.5%
石油石化	1.1%	1.6%	-0.5%	1.5%	-0.4%	1.2%	-0.2%
医药生物	5.4%	5.9%	-0.5%	7.0%	-1.7%	7.5%	-2.2%
计算机	3.1%	3.9%	-0.8%	4.7%	-1.5%	6.2%	-3.0%
煤炭	0.5%	1.4%	-0.9%	1.5%	-1.0%	1.1%	-0.6%
食品饮料	8.3%	9.3%	-1.1%	7.4%	0.8%	5.3%	2.9%
建筑装饰	0.6%	1.8%	-1.3%	1.6%	-1.0%	1.8%	-1.2%
交通运输	1.8%	3.4%	-1.6%	3.0%	-1.2%	2.7%	-0.9%
公用事业	1.0%	3.5%	-2.5%	3.3%	-2.2%	2.9%	-1.8%
非银金融	1.3%	10.7%	-9.5%	9.8%	-8.6%	6.6%	-5.3%
银行	3.8%	13.5%	-9.7%	10.5%	-6.7%	7.3%	-3.5%

数据来源：Wind，华安证券研究所整理。

5 基金业绩比较基准预计将迎来大规模变更

公募进一步严格约束基金业绩比较基准的选取和参考，并将业绩比较基准和管理费率、基金经理薪酬挂钩，业绩基准收益率水平将成为基金管理业绩评价的重要参考标准。

基金产品对业绩比较基准进行变更将会更普遍。2024年初至2025年5月期间，公募主动权益基金中有87只基金产品对业绩比较基准进行了调整。后续进行业绩比较基准变更的情形会更加广泛。

基金将在现有投资策略和业绩比较基准之间进行平衡，实现双向奔赴。将87只调整业绩比较基准的基金在调整前与调整后进行对比，我们发现部分基金将业绩比较基准调整成了和现有持仓策略相匹配的模式，如广发高股息优享A于2025年3月14日将原有业绩基准“沪深300指数收益率*45%+人民币计价的恒生指数收益率*45%+中证全债指数收益率*10%”变更为“中证红利指数收益率*80%+中证港股通高股息投资指数收益率(使用估值汇率调整)*15%+人民币活期存款利率(税后)*5%”。2025年1月初鹏扬数字经济先锋A进行业绩基准变更前，沪深300指数收益率权重达60%，调整后中证数字经济主题指数收益率权重上升至60%，而原本的沪深300基准被剔除，即业绩比较基准主动与现有投资风格相适应。

风险提示

样本数据统计结果与真实情况可能存在偏差、基于个人理解的数据处理方法也可能存在偏差、业绩比较基准大规模更改等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。