

近期基金监管政策对市场长效影响分析

强化工具化方向，短期或增风格博弈

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 孔祥 021-60375452
证券分析师： 王德坤 021-61761035

kongxiang@guosen.com.cn
wangdekun@guosen.com.cn

执证编码：S0980523060004
执证编码：S0980524070008

事项：

近期，证监会下发《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》，中基协起草制定《公开募集证券投资基金销售行为规范（征求意见稿）》，两项新规旨在推动公募基金行业进一步高质量发展。

国信非银观点：新规体现了监管在薪酬总额管理、绩效考核机制、持基回购制度、追索问责机制、中长期激励方式和基金销售等方面的全方位管理。一是延续公募基金高质量发展方向，尤其是强化公募基金工具化风格，杜绝不正当销售、不正当激励，新规着重将基金公司高管、基金经理及核心销售人员的考核与投资者利益挂钩，明确量化了投资者盈亏比例、产品业绩等指标的考核系数。二是更有利于公募被动类产品，主动产品激励效应下降，长期看促进指数增强等产品研发。2025年以来，ETF等被动产品仍保持快速发展，公募基金被动化、工具化发展趋势持续推进。三是短期或增加风格博弈，比如尤其加大抱团风格。结合公募基金2025年中报数据，相较于基准指数，公募基金对电子、医药生物、通信等行业超配比例较高，对银行、非银金融等行业则大幅欠配。公募基金监管“组合拳”立意高远，是推动公募行业高质量发展的关键一步，长期将有利于培育健康投资文化和保护投资者利益。

评论：

◆ 公募基金考核规则全面深化与细化

2025年12月6日，证监会下发《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》，本次新规构建了精细化、差异化的考核生态系统，体现了监管在薪酬总额管理、绩效考核机制、持基回购制度、追索问责机制和中长期激励方式等方面的全方位管理。

同时，中基协近期起草了《公开募集证券投资基金销售行为规范（征求意见稿）》，旨在重塑基金销售生态，推动行业从“规模驱动”转向“投资者回报驱动”。

表1：《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》考核导向变化

考核维度	2022年规定	2025年新规	重点变化
整体考核周期	提出三年以上长周期考核原则	明确三年以上指标权重≥80%	提出具体量化要求
高管考核	无具体权重要求	基金投资收益指标权重≥50%	将高管考核与投资者利益强绑定
权益基金经理	以产品业绩为主	产品业绩指标权重≥80%，其中基准对比≥30%	注重投资者利益保护，强化业绩导向
销售人员考核	无具体规定	投资者盈亏情况指标权重≥50%	将销售激励与投资者利益强绑定

资料来源：中国证监会，国信证券经济研究所整理

表2：《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》核心条款梳理

对比维度	2022年规定	2025年新规
发布时间	2022年6月10日	2025年12月6日（征求意见稿）
指标权重	三年以上长周期考核	三年以上中长期指标权重≥80%
高管考核	无具体权重要求	基金投资收益指标权重≥50%
权益基金经理考核	以产品业绩为主	产品业绩指标权重≥80%，其中基准对比≥30%

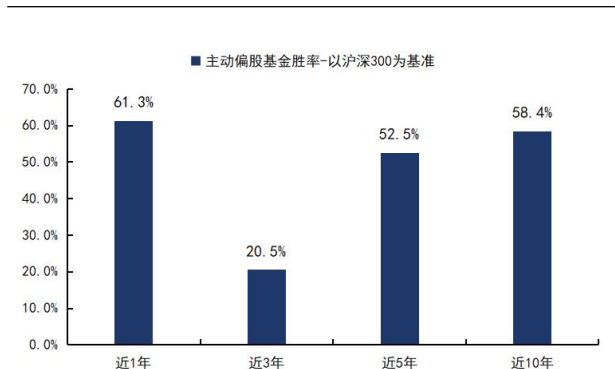
销售人员考核	无具体规定	投资者盈亏情况指标权重 $\geq 50\%$
高管回购比例	20%，其中权益类 $\geq 50\%$	30%，其中权益类 $\geq 60\%$
基金经理回购比例	30%	40%
薪酬调整机制	无具体标准	阶梯化调整，跑输基准超10%且利润为负降薪 $\geq 30\%$
递延支付人员	高管、主要部门负责人等	增加董事长、分支机构负责人
问责适用范围	未明确	明确适用于离职人员
股东分红约束	无	业绩不佳、投资者亏损大应降低分红
内部分配	无具体规定	控制高管薪酬增幅，向基层员工倾斜
中长期激励	原则性规定	明确股权、期权、限制性股权等多种工具

资料来源：中国证监会，国信证券经济研究所整理

◆ 正本清源，强化工具属性与销售合规，引导行业回归“受人之托”本源

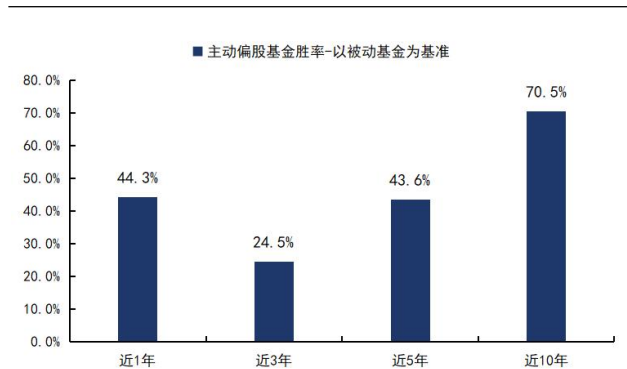
两项新规从“卖”和“管”两端共同发力，旨在根治行业积弊。销售新规通过禁用“规模冠军”、“正收益”等营销话术，并将直播等新兴渠道纳入严格管控，彻底杜绝了误导性销售和短期炒作行为，迫使销售机构必须从投资者真实需求和风险适配性出发进行推荐。绩效考核指引则将基金经理的薪酬与三年以上的长期业绩，特别是相对于业绩比较基准的超额收益紧密挂钩，并实施严格的薪酬追索，这从根源上抑制了基金经理为博取短期排名而进行风格漂移或押注式投资的冲动。政策合力之下，公募基金作为大众理财工具的属性被空前强化，行业生态有望从“营销驱动”和“明星驱动”回归到“资产配置工具”的本源。

图1：主动股基胜率-以沪深300为基准（截至2025.11.30）



资料来源：晨星基金，国信证券经济研究所整理

图2：主动股基胜率-以被动基金为基准（截至2025.11.30）

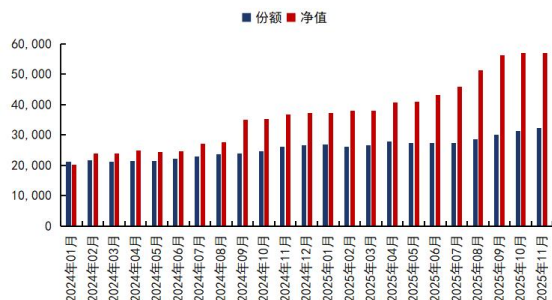


资料来源：晨星基金，国信证券经济研究所整理

◆ 激励结构巨变，被动与指数增强产品迎来战略性发展机遇

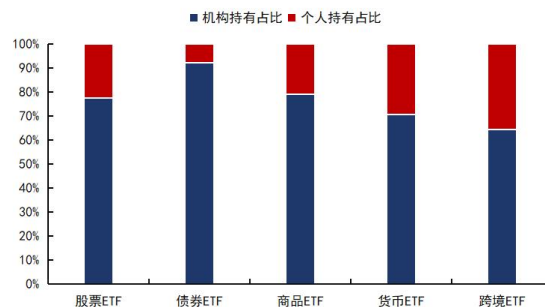
新的激励导向将显著改变公司的产品布局重心。对于主动管理产品，在“跑赢基准才可加薪，跑输则面临降薪”的非对称激励下，基金经理承担巨大个体风险以获取极致阿尔法的动力大幅减弱。相反，紧密跟踪基准、控制跟踪误差的策略变得更具性价比和安全边际。这无疑为被动指数型产品（ETF等）和指数增强型产品创造了历史性机遇。前者天然契合工具化定位，管理透明、成本低廉；后者则在严格控制偏离度的前提下追求稳健超额，完美匹配新规要求。可以预见，未来公募行业将迎来一波被动和指数增强产品的研发与创新高潮，这类产品有望成为市场主流。

图3: 股票 ETF 份额及净值增长概况 (单位: 亿份、亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: ETF 持有人分布-截至 2025H1



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 短期阵痛: 或加剧风格博弈与“抱团”惯性

新规在重塑长期生态的同时,也可能带来短期的市场适应性阵痛。最值得关注的是机构“抱团”行为可能被强化的逻辑。当所有基金经理的考核都高度聚焦于能否跑赢业绩比较基准(通常由主流宽基指数构成)时,避免“掉队”成为最理性的选择。这可能导致两种倾向:一是基金经理更倾向于高比例配置基准指数中的权重股,以确保不犯“致命错误”;二是在追求相对排名的压力下,当市场形成阶段性共识方向时,基金经理们可能更倾向于跟随主流、拥抱共识赛道,以避免特立独行带来的业绩落后风险。这种群体行为可能会在短期内加剧市场风格波动和某些赛道的交易拥挤度,直到市场建立基于长期绝对收益的新均衡。

表3: 主动股基行业配置与基准指数比较-截至 2025H1

行业名称	市值(万元)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)
银行	12,967,953	0.47	4.15	12.11	-7.96
非银金融	8,202,623	0.29	2.63	6.66	-4.03
公用事业	4,151,050	0.15	1.33	3.59	-2.26
石油石化	2,534,080	0.09	0.81	2.97	-2.15
建筑装饰	1,894,379	0.07	0.61	1.90	-1.29
计算机	11,099,136	0.40	3.55	4.83	-1.27
煤炭	1,566,375	0.06	0.50	1.68	-1.18
交通运输	6,980,373	0.25	2.24	3.37	-1.13
基础化工	9,430,021	0.34	3.02	3.92	-0.90
机械设备	13,534,843	0.49	4.33	4.88	-0.55
钢铁	1,389,720	0.05	0.45	0.89	-0.44
环保	1,564,674	0.06	0.50	0.88	-0.38
食品饮料	14,973,213	0.54	4.79	4.94	-0.15
农林牧渔	4,154,486	0.15	1.33	1.46	-0.13
房地产	3,414,386	0.12	1.09	1.19	-0.10
建筑材料	2,001,094	0.07	0.64	0.72	-0.08
综合	370,811	0.01	0.12	0.13	-0.01
纺织服饰	2,799,191	0.10	0.90	0.69	0.20
美容护理	2,147,512	0.08	0.69	0.40	0.28
轻工制造	4,582,715	0.16	1.47	1.08	0.39
国防军工	11,315,168	0.41	3.62	3.09	0.53
商贸零售	5,156,281	0.19	1.65	1.10	0.55
社会服务	3,851,915	0.14	1.23	0.54	0.70
家用电器	9,317,524	0.33	2.98	1.96	1.02
电力设备	22,952,363	0.82	7.35	6.31	1.04
汽车	18,490,463	0.66	5.92	4.55	1.37
有色金属	14,448,642	0.52	4.63	3.25	1.38
通信	13,974,794	0.50	4.47	2.91	1.56
传媒	13,967,873	0.50	4.47	1.75	2.73

医药生物	36,438,394	1.31	11.67	6.71	4.96
电子	51,134,122	1.84	16.37	9.55	6.82

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

公募基金监管“组合拳”立意高远，是推动公募行业高质量发展的关键一步，长期将有利于培育健康投资文化和保护投资者利益。但转型之路并非一蹴而就，如何平衡好长期工具化定位与短期市场波动的关系，防范新的“基准约束”带来的潜在同质化风险，将是所有市场参与者需要共同面对的新课题。

结合公募基金改革及资本市场综合改革政策落地，我们认为公募基金低配、当前估值较低、今年相对指数超额不明显的证券板块有望获得资金流入，推动板块估值提升。推荐：龙头券商、业务布局全面的中信证券、华泰证券，当前估值明显低于行业平均、ROE 有望持续改善的兴业证券、东方证券等。

◆ 风险提示:

资本市场景气度下降、公募基金改革进程低于预期、宏观经济增长低于预期、政策风险等。

相关研究报告:

- 《大央行下的资管生态——2026 年金融机构配置行为展望》——2025-12-05
- 《近期证券业并购对行业长期影响分析-券业整合 2.0 开启，行业长期格局优化》——2025-11-24
- 《新起点下的双向奔赴——“十五五”下金融发展机会暨 2026 年非银金融行业策略》——2025-11-11
- 《现代投资银行进化系列之四-掘金跨境资管：以香港为例》——2025-10-17
- 《社保基金 2024 年年度报告点评-长期投资，复利增长》——2025-09-30

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032