

2021年5月25日

金融产品年度报告

大迁徙

2021 中国金融产品年度报告

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：张青

执业证书编号：S0890516100001

分析师：李真

执业证书编号：S0890513110002

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890517120001

分析师：卫以诺

执业证书编号：S0890518120001

分析师：王方鸣

执业证书编号：S0890520010001

分析师：张菁

执业证书编号：S0890519080001

分析师：杨思奇

执业证书编号：S0890519060003

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

分析师：侯黎

执业证书编号：S0890520010003

分析师：李亭函

执业证书编号：S0890519080001

分析师：余景辉

执业证书编号：S0890519120001

分析师：贾依廷

执业证书编号：S0890520010004

分析师：程靖斐

执业证书编号：S0890517060001

分析师：徐丰羽

执业证书编号：S0890517110001

分析师：樊彬彬

执业证书编号：S0890520030001

研究助理：程秉哲 石一玮

特别鸣谢：孙廷志 甘龙华 王丰莹 张维东
何珊 田钟泽 刘儒 何珂馨 宋逸菲

销售服务电话：

021-20515355

◎摘要：

◆ 2020 年无论对资产管理行业还是泛财富管理行业而言，都是充满变化与机遇挑战的一年，尤其是在全新的宏观审慎监管框架下，双循环发展格局成为资本市场主旋律。与此同时，资管新规过渡期延期、存量业务平稳整改、公募基金行业大爆发、私募以及场内场外衍生品发展迅猛、互联网金融供给侧改革催生线上财富管理，市场热点纷呈，转型趋势凸显。关注变化、把握趋势、洞察未来，在这场资产与财富管理市场的“大迁徙”中，不同类型的机构因时而变，随事而制，资产管理行业与财富管理行业间相互融合彼此影响。伴随着监管脉络逐渐清晰、大资管规模提升、财富市场蓬勃发展，金融科技持续赋能、买方投顾试点放开，市场正如生态系统进化一般，我们迎来了加速进化的金融产品时代。

◆ 深耕金融产品领域，紧密跟踪资管行业及各类财富管理机构行为，在 2021 金融产品年度报告中，我们延续了对中国金融产品研究的广度，围绕资产管理和财富管理市场联动的主线，重点论述了公募基金、银行理财、保险资管、衍生品、私募、互联网金融等涵盖 13 个金融市场及金融产品在 2020 年发展概况、运行特征以及发展趋势。我们详尽描述了 2020 年公募基金市场的发展情况，提出公募基金九大悬疑并对未来发展进行了深入思考；全面分析了银行理财的新变化，并对今后产品布局与投资策略提出了看法；系统性梳理了保险资金的运用和保险资管在 2020 年的发展情况；总结了信托行业的发展环境以及不同类型产品的运作和结构；具体分析了券商资管转型的情况并对数据进行了全面统计与分析；详尽对场内基金进行了解读，对各类国内 ETP 产品业绩进行了回顾，并梳理总结海外 ETP 产品；全面梳理了互联网金融发展的业态，提出了新互联网财富时代来临；尽可能全面描写私募基金、投连险、场内衍生品、场外衍生品以及中证报价市场发展情况。在大迁徙的背景下，资产管理行业需要构建以产品选择和产品配置为核心的专业能力，而财富管理机构需要通过专业的金融科技工具，实现客户与需求、产品与服务的匹配。为此，我们通过金融科技、金融量化等手段，进行基金指数、不同产品策略组合以及基于因子的 CTA 策略等模型构建，推动行业探索与发展。

◆ 十年专注研究，续写全新篇章。当下资产管理与财富管理市场已经身处百舸争流、千帆竞渡的大浪潮中，作为专注于金融产品领域研究已经有十年时间的机构，我们的研究咨询服务将一如既往的为市场投资者、金融机构、监管部门以及学者提供全新的大资管行业视角，用专业创造价值的同时，我们仍不忘初心，发挥专长，在投资、研究、销售、咨询、战略、金融科技建设等各个环节提供全市场最为贴心的全流程配套服务。善弈者谋势，善治者谋全局，我们希望携手诸位，与行业共同迎接加速变化的未来，续写新的华章。

◆ 风险提示：本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，市场有风险，投资需谨慎！

目 录

第一部分——2020 年我国资产管理行业背景	1
一、2020 年中国资产管理行业大事记	1
1. 理财产品净值破 1，投教工作任重道远	1
2. 人民银行法修订草案公布，明确“双支柱”调控框架	2
3. 公募基金规模扩容，投资行为同质化加大市场共振风险	3
4. 公募产品深入寻常百姓家，行业生态圈再升级	4
5. 资管新规延期后收官，市场博弈依旧存在	6
6. 扩大金融业高水平开放，建设优质金融营商环境	7
7. 互联网巨头市值快速增长，反垄断成为全球共识	10
8. 金融行业新业态，直播与短视频时代来临	11
9. 收益凭证规模破万亿，雪球结构备受追捧	13
10. 严厉整治金融违法违规行为，顶层制度建设保护投资者权益	14
二、2020 年资产管理行业时代背景	16
1. 收益率的锚——投资者的认知变化	16
2. 资管管理与财富管理的逐步融合	18
第二部分——各类金融产品跨市场回顾与展望	21
一、2020 年公募基金年度报告	21
1. 2020 年公募基金市场回顾	21
2. 2020 年公募基金九大悬疑	26
3. 基金行业发展展望与思考	99
4. 数据集：2020 年公募基金产品收益回顾	111
二、2020 年场内基金年度报告	116
1. ETF 年度专栏	116
2. ETP 年度专栏	128
3. ETP 产品现状	135
4. 附录：各类 ETP 产品 2020 业绩回顾	138
三、2020 年银行理财年度报告	141
1. 市场与政策回顾	141
2. 银行理财市场 2020 年变化	145
3. 银行理财市场概况	148

4. 结构性理财	154
5. 理财子公司产品布局与投资策略	155
6. 发展展望	166
四、2020 年保险资产管理年度报告	169
1. 保险行业规模持续扩张，资金运用收益稳健	169
2. 2020 年保险资金运用监管回顾	173
3. 2020 年保险资产管理行业发展	178
4. 2021 年保险资产管理展望	207
五、2020 年信托市场年度报告	208
1. 信托行业环境分析	208
2. 信托产品市场发展分析	213
3. 信托投向结构分析	219
4. 信托市场发展展望	224
六、2020 年券商资管产品年度报告	225
1. 业态：券商资管主动管理转型几何？	225
2. 现状：2020 年券商资管数据统计	230
3. 展望：券商资管拥抱财富管理大时代	234
七、2020 年投连险年度报告	240
1. 华宝证券分类体系	240
2. 纳入统计的投连险账户规模情况	241
3. 2020 年中国投连险账户收益情况总览	242
4. 2020 年中国投连险账户市场表现分类点评	244
八、2020 年海外 ETP 年度报告	250
1. 2020 年海外 ETP 产品创新研究	250
九、2020 年互联网金融年度报告	259
1. 互联网金融市场发展概述：大分化与强监管	259
2. 行业变革：新互联网财富时代的来临	263
3. 2020 年全球互联网金融行业：数字货币与 SPAC	266
4. 互联网金融商业模式：传统机构数字化与互联网财富管理新时代	271
5. 总结	286
十、2020 年中证报价系统年度报告	289
1. 2020 年中证报价新进展：中证易签代销业务功能上线，助力证券行业数字化转型	289

2. 2020 年报价系统运营回顾	289
3. 精品业务发展情况	290
十一、2020 年私募基金年度报告	298
1. 全球对冲基金 2020 回眸：曲折前行，量价同升	298
2. 中国私募基金 2020	302
3. 私募股票量化策略梳理、分析与展望	318
十二、2020 年场内衍生品年度报告	323
1. 场内期权：商品期权市场大扩容	323
2. 股指期货：成交持续上升	333
十三、2020 年场外衍生品年度报告	336
1. 2020 年场外期权运行情况	336
2. 内嵌期权的收益凭证：雪球结构收益凭证	341
第三部分—— 买方时代 构建组合	345
一、 基金组合：买方投顾体系的新突破	345
二、 一站式配置：基金指数简介及策略构建	345
1. 基金指数策略意义：为投资者提供一站式配置工具	346
2. 业内主要基金指数介绍	348
3. 基金指数策略构建	356
三、 不同时间框架下绝对收益视角的基金组合策略构建	361
1. 基金投顾组合中的时间框架维度设定：现状梳理	362
2. 不同类型基金产品的收益风险特征：绝对收益的视角	364
3. 基金组合：资产配置与标的遴选策略构建	365
4. 不同时间框架下的绝对收益型基金组合策略构建	369
四、 CTA 策略，该如何配置？——基于因子的视角	375
1. CTA 策略配置的意义	375
2. CTA 策略的择时因子构建及测评	377
3. 基于因子视角的 CTA 基金遴选策略	380
4. 结论	383

图表目录

图 1	2020 年公募基金突破 19 万亿	3
图 2	历年公募基金产品发行情况（单位：亿份）	3
图 3	主动权益基金抱团集中度提升	4
图 4	公募基金投资集中度近两年明显提升（行业维度）	4
图 5	公募基金权益持仓在 A 流通市值中的占比	5
图 6	美股 7 家互联网与科技公司占比纳斯达克（NASDAQ）市值前 100 公司的比重（截止日期：2020 年 12 月 31 日）	10
图 7	腾讯、美团、阿里巴巴三只港股 2020 年全年走势表现情况（单位：港元）	10
图 8	支付宝直播页面（左）与金融机构主播排行榜（右）	12
图 9	Bilibili 搜索基金关键词显示页面	12
图 10	1997 年以来房地产投资累计规模及增速	17
图 11	代表一线城市土地成交价走势	17
图 12	历年公募基金总规模与总份额	21
图 13	历年公募基金产品类型规模占比	21
图 14	历年公募基金产品发行情况（单位：亿份）	22
图 15	2020 年全年产品发行情况	22
图 16	高仓位混合基金超额收益（2015-2019）	23
图 17	高仓位混合型基金超额收益（2015-2019）	23
图 18	2020 年 1-3 月疫情回调期间及前、后两个月不同风格主动权益基金收益率中位数	23
图 19	2020 年 1-3 月疫情回调期间及前、后两个月不同指数收益率	23
图 20	截至 2020/12/31，所有在任非行业主题型主动管理权益基金经理管理年限分布图	26
图 21	成长风格为长期主流，2018 熊市末价值风格占比快速增长	27
图 22	主动权益基金中成长/价值风格的占比与风格指数的相对强弱有较强的相关性	27
图 23	均衡、价值风格的基金经理占比也随市场风格的变化而增减	28
图 24	成长风格强烈的基金经理在 2021 年的风格切换中回撤较大	29
图 25	筛选出的成长风格产品数量受对成长风格区间的占比要求影响	30
图 26	筛选出的成长风格产品数量受筛选时间起点的影响	30
图 27	价值风格的基金产品在 2021 年的风格切换中相比成长风格表现较优	31
图 28	同一基金经理的不同产品，短期风格也有可能不同；价值风格在 2021 年表现领先	31
图 29	筛选出的价值风格产品数量受对价值风格区间的占比要求影响	32
图 30	筛选出的价值风格产品数量受筛选时间起点的影响	32
图 31	筛选出的均衡风格产品数量受对均衡风格区间的占比要求影响	32
图 32	筛选出的均衡风格产品数量受筛选时间起点的影响	32
图 33	11 位历经两轮成长行情，每轮中均有领先同类表现的基金经理	33
图 34	26 位基金经理两轮成长行情中的收益率分位数在统计意义上具有相关性	34
图 35	成长风格各组合净值曲线	35
图 36	长期表现组合 1 占优，短期存在反转	36
图 37	价值风格各组合净值曲线	37
图 38	在价值风格上指标的持续性与稳定性不如成长风格稳定	37
图 39	相对与价值指数，价值组合 1 的超额收益持续且稳定	38
图 40	科技主题基金主被动收益对比	40

图 41 医药主题基金主被动收益对比.....	40
图 42 消费主题基金主被动收益对比.....	40
图 43 新能源主题基金主被动收益对比.....	40
图 44 主动行业主题基金超额收益中位数.....	41
图 45 主动行业主题基金超额收益为正的的概率.....	41
图 46 主动行业主题基金超额收益最大值.....	41
图 47 主动行业主题基金超额收益标准差.....	41
图 48 主被动行业主题基金产品运作维度差异.....	42
图 49 科技细分板块行情差异较大.....	43
图 50 医药产业链细分赛道较多.....	43
图 51 消费行业前 n 大股票市值合计占比.....	44
图 52 “固收+”基金 2020 年新发情况.....	45
图 53 “固收+”基金 2020 年数量与规模显著增长.....	45
图 54 2020 年末基金公司“固收+”基金规模分布.....	46
图 55 “固收+”基金整体业绩表现.....	47
图 56 三类基金各年度平均收益.....	47
图 57 三类基金各年度平均最大回撤.....	47
图 58 固收+基金 2020 年收益-回撤散点图.....	48
图 59 固定比例股债组合 2020 年表现.....	48
图 60 “固收+”基金各半年度各项收益中位数.....	49
图 61 固收+基金滚动一年收益为正的的概率分布.....	50
图 62 固收+基金滚动一年收益大于 5%的概率分布.....	50
图 63 主动权益型基金不同的行业配置模式与相应的投资理念.....	52
图 64 不同分组样本数量（选股超额一般）.....	54
图 65 不同分组样本数量（选股超额较高）.....	54
图 66 不同行业配置模式代表基金经理.....	54
图 67 2018-2020 年中信一级行业指数月度收益率秩相关系数.....	55
图 68 两种选股水平四类行业配置模式的等权组合业绩指标.....	56
图 69 两种选股水平四类行业配置模式的基金长期收益率分布.....	58
图 70 8 组分类基金在 2018-2020 年期间共 6 个半年度的组合收益率表现、收益波动率情况.....	59
图 71 两种选股水平内范围内四类行业配置模式的基金 2019-2020 年震荡市半年度收益波动率分布.....	60
图 72 8 组分类基金在 2019-2020 年期间各个组内基金品种的平均相关系数.....	61
图 73 基金投资思维指引——应对不同行业配置模式.....	61
图 74 2020 年公募基金市场存在较为明显的“赎旧买新”行为.....	63
图 75 个人投资者在基金投资体现出较为明显的“恐高”特征.....	65
图 76 各年度明星基金经理数量.....	67
图 77 2020 年明星基金经理分布.....	67
图 78 明星基金经理业绩的波动情况.....	68
图 79 明星和非明星基金经理的行业集中度对比（均值）.....	69
图 80 明星和非明星基金经理的行业集中度对比（中位数）.....	70
图 81 明星与非明星基金经理的行业配置比例变化幅度对比（均值）.....	70
图 82 明星与非明星基金经理的行业配置比例变化幅度对比（中位数）.....	70
图 83 明星基金经理和非明星基金经理从业年限对比.....	72
图 84 明星基金经理和非明星基金经理从业年限差额.....	72

图 85 明星基金经理组合与非明星基金组合的次年业绩对比	73
图 86 明星基金经理组合与非明星基金组合的 3 年业绩对比	74
图 87 2020 年和过去三年均位于市场前 1/2 的基金公司	79
图 88 2020 年和过去三年均位于市场后 1/2 的基金公司	79
图 89 不同策略组合的收益率、波动率分布特征不同	86
图 90 动态管理风险的股债组合能在相同波动率水平下获得更高的收益	86
图 91 相同投资目的的公募基金其业绩表现也会有很大差异	88
图 92 FOF 组合价值/成长风格选基超额收益及风格选择相对超额收益	89
图 93 FOF 组合大盘/小盘风格选基超额收益及风格选择相对超额收益	90
图 94 短期存在震荡，长期战胜比较基准，净值曲线稳定向上	94
图 95 2018 年之前超配权益，2018 年之后保持稳健权益比例低于比较基准	94
图 96 2020Q4 高仓位主动权益基金抱团得分 top10 个股	95
图 97 2015 年 4 月以来抱团股指数相较于 wind 全 A 累积超额收益	96
图 98 2021 年 2 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金模拟与真实收益率对比	97
图 99 2021 年 2 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金真实收益率与模拟收益率之差	97
图 100 2018 年 9 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金模拟与真实收益率对比	98
图 101 2018 年 9 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金真实收益率与模拟收益率之差	98
图 102 2018 年 9 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金模拟与真实收益率对比	99
图 103 各渠道公募基金销售保有规模占比	100
图 104 2021Q1 销售机构非货币市场公募基金保有规模占比	100
图 105 2020Q1 销售机构股票+混合公募基金保有规模占比	100
图 106 公募基金侧袋机制主要内容	103
图 107 公募基金针对流动性缺失资产调整估值法改进历程	104
图 108 近 5 年债券违约金额及同比	105
图 109 近 5 年债券违约数量及同比	105
图 110 新退市机制更加高效规范，加速不良资产清出	105
图 111 不同机构实现规模增量的途径有差异	108
图 112 2003 年以来公募基金 A 流通市值中的占比变化及上市公司总数变化	111
图 113 2020 年非货基 ETF 规模扩张放缓	116
图 114 2020 年行业主题类 ETF 募集规模 TOP10	117
图 115 2020 年宽基类 ETF 募集规模 TOP5	117
图 116 2018 年以来权益 ETF 发行规模	117
图 117 2018 年以来权益 ETF 发行数量	117
图 118 2020 年权益 ETF 资金流向体现出较为明显的“低买高卖”特征	118
图 119 2020 年中报非货基 ETF 持有人结构	119
图 120 2020 年中个人投资者持有 ETF 类别	120
图 121 2020 年中机构投资者持有 ETF 类别	120
图 122 2020 年中个人投资者权益 ETF 标的配置	120
图 123 2020 年中机构投资者权益 ETF 标的配置	120
图 124 2020 年中个人投资者宽基 ETF 配置情况	121
图 125 2020 年中个人投资者行业主题 ETF 配置情况	121

图 126	2020 年中机构投资者宽基 ETF 配置情况.....	121
图 127	2020 年中机构投资者行业主题 ETF 配置情况.....	121
图 128	2020 年中不同费率水平宽基 ETF 投资者结构对比	121
图 129	2020 年中个人和机构在不同净值水平上的宽基 ETF 配置情况.....	122
图 130	300ETF 累计份额变动及累计资金流向变动	124
图 131	公募 FOF 对指数基金的配置情况	128
图 132	2020 年存量分级基金整改进度.....	128
图 133	2020 年原油价格与油气股票指数先后两次出现分歧	130
图 134	2020 年油气股票基金业绩表现.....	130
图 135	2020 年原油 FOF 基金业绩表现	131
图 136	首批科创封基 2020 年业绩表现.....	133
图 137	科创主题封基成立以来权益配置情况（剔除前 3 个月建仓期）	134
图 138	科创主题封基权益换手率对比.....	134
图 139	科创主题封基重仓股业绩拆分.....	135
图 140	ETP 按产品形式划分（20201231）	135
图 141	ETP 按资产类别划分（20201231）	135
图 142	ETP 按管理方式划分（20201231）	136
图 143	2020 年各基金公司非货币 ETP 产品市占率：前十大管理人合计占比 62.21%.....	137
图 144	2020 年宽基类 ETF 收益情况	138
图 145	2020 年行业主题类 ETF 收益情况.....	139
图 146	2020 年策略风格类 ETF 收益情况.....	139
图 147	银行理财大事回顾与理财产品规模变化（2017-2020 年）	142
图 148	债券市场走势与破净产品数关系	146
图 149	理财产品规模（万亿元）与同比增速情况（%）（2016-2020 年）	148
图 150	金融同业理财产品规模与占比（2017-2020 年）	149
图 151	理财产品投向各类资管产品余额及占比情况（2018-2020 年）	149
图 152	理财产品兑付客户平均收益情况（2013-2020 年）	150
图 153	新发行理财产品收益率走势图（2017-2020）	150
图 154	理财子公司产品月末存续余额及占比走势（2019-2020 年）	150
图 155	不同产品类型净值型理财产品的发行数量趋势	152
图 156	混合类产品发行数量占比有所提升	152
图 157	各期限净值型银行理财产品发行占比趋势	153
图 158	2020 年净值型产品发行期限分布	153
图 159	不同类型净值型产品收益趋势.....	153
图 160	现金管理类产品和货基年化收益率比较（%）	153
图 161	结构性理财产品发行收益走势（3-6 个月）	154
图 162	个人结构性理财发行数量趋势（个）	154
图 163	工银理财体系图景	156
图 164	农银理财体系图景	156
图 165	建信理财体系图景	156
图 166	交银理财体系图景	156
图 167	中银理财体系图景	157
图 168	中邮理财体系图景	157
图 169	招银理财体系图景	157
图 170	光大理财体系图景	157
图 171	平安理财体系图景	157

图 172	信银理财体系图景	157
图 173	兴银理财体系图景	158
图 174	2005-2020 年保险行业总资产规模情况 (万亿)	169
图 175	2005-2020 年保险行业总资产增速情况	169
图 176	2013-2020 年保费收入 (亿元) 及同比增速 (%)	170
图 177	投连险及万能险规模变动情况	170
图 178	2004-2020 年保险资金余额 (万亿元)	170
图 179	2004-2020 年保险资金资产配置趋势	171
图 180	过去 20 年保险资金运用投资收益率 (%)	172
图 181	2020 年保险资金运用收益分解	172
图 182	各保险公司 2020 年认购债权计划情况	181
图 183	各保险集团 2020 年认购债权计划情况	181
图 184	各管理人纳入统计的保险资产管理产品数量情况	191
图 185	不同类型保险资产管理产品的数量分布	191
图 186	历年全国企业年金基本情况柱状图	197
图 187	历年全国企业年金基金投资收益率情况	197
图 188	2019 年投资管理人管理的组合资产规模	199
图 189	2020 年投资管理人管理的组合资产规模	199
图 190	2020 年国内经济走势呈“V 型”	208
图 191	社融增速 VS 信托贷款增速	208
图 192	2021 年国内经济情况展望	209
图 193	国内宏观杠杆率与政策导向的变化	209
图 194	信托资产规模变化情况	213
图 195	信托资金来源结构变化 (2012-2020)	214
图 196	信托公司功能结构变化 (2012-2020)	215
图 197	信托平均年化综合信托报酬率变化情况	216
图 198	集合信托的平均期限和预期年化收益率走势	217
图 199	不同期限的集合信托产品的预期年化收益率	217
图 200	不同投向的集合信托收益率走势	218
图 201	信托产品不良率在 2019 年出现大幅攀升	218
图 202	不同投向集合信托发行规模情况	219
图 203	投向房地产的集合信托发行情况变化	220
图 204	房企融资的“三条红线”	221
图 205	投向基础设施领域的集合信托发行情况	222
图 206	全国财政支出情况	222
图 207	政府宏观杠杆率变化情况	223
图 208	券商资管业务收入占比	226
图 209	券商资管业务规模占比	226
图 210	券商资管大集合发展历程	228
图 211	2020 年末券商资管数量 (只)	230
图 212	2020 年末券商资管规模 (亿)	230
图 213	券商资管业务规模分类统计 (亿元)	231
图 214	2020 年券商集合理财发行份额和数量	232
图 215	券商资管新发产品规模占比	232
图 216	2020 年各类集合理财新发规模 (亿份)	232
图 217	历年券商集合理财发行份额和数量	233

图 218	券商资管集合计划投资者分布（2018 年末）	239
图 219	券商资管定向计划投资者分布（2018 年末）	239
图 220	投连险分类账户 2020 年累计收益率情况	243
图 221	指数型投连账户与权益指数型基金收益对比	244
图 222	激进型投连账户与普通股票型基金收益对比	244
图 223	混合激进型投连账户与偏股混合型基金收益对比	245
图 224	混合保守型投连账户与偏债混合型基金收益对比	246
图 225	增强债券型投连账户与混合二级债基收益对比	247
图 226	全债型投连账户与中长期纯债基金收益对比	248
图 227	货币型投连账户与货币基金收益对比	249
图 228	2020 年全球 ETF 规模增速减缓，数量增速提升	251
图 229	2020 年美国 ETF 规模增速减缓，占全球 ETF 规模比重下降	252
图 230	美国新发 ETP 标的布局：权益及商品 ETP 为主	252
图 231	美国新发 ETP 区域布局：美国为主	252
图 232	新发权益 ETP 费率：高费率产品占比增加	253
图 233	新发固收 ETP 费率：费率水平整体上移	253
图 234	新发商品 ETP 费率：分布集中于 0.3%~1.0%	253
图 235	新发资产配置 ETP 费率：低费率产品占比提升	253
图 236	新发主动权益类 ETP 费率：0.3%~0.6% 区间占比提升	254
图 237	新发主动固收类 ETP 费率：高费率产品占比提升	254
图 238	新发权益类 ETP：集中在主动、Options Collar 及 Fundamental 策略	255
图 239	新发固收类 ETP：主动管理与 Bullet Maturity 策略为主	256
图 240	2020 年新发 ETP 规模最大的前十大发行人	257
图 241	2020 年新发 ETP 数量最多的前十大发行人	257
图 242	2020 年互联网金融的两种分化	259
图 243	蚂蚁集团发展的三阶段关系	261
图 244	2013-2020 GDP 总量与居民人均可支配收入	264
图 245	中国个人可投资金融资产总量（万元）	264
图 246	银行理财平均收益率（%）	265
图 247	天弘余额宝七天年化收益率（%）	265
图 248	2016-2020 年网民规模及互联网普及率	265
图 249	2016-2020 年手机网民规模及普及率	265
图 250	截至 2020 年底我国网民年龄结构	266
图 251	截至 2020 年底我国网民收入结构	266
图 252	正积极探索 CBDC 的样本国家占比（%）	266
图 253	两种研究类型结果样本国家比例（%）	266
图 254	2020 年比特币价格走势（美元/枚）	268
图 255	2017-2020 年比特币年交易量（单位：十亿美元）	268
图 256	SPAC 发展历程与三阶段	269
图 257	2009-2021 年 2 月美国 SPAC 的 IPO 数量以及平均规模（右轴，单位：百万美元）	269
图 258	2010 至 2021 年 2 月美国 SPAC 公司发行状态最终情况	269
图 259	2020 年美国 SPAC 公司募集资金规模（单位：%）	270
图 260	2020 年美国投行机构承销 SPAC 公司数量（右轴，单位：家）以及承销规模（左轴，单位：百万美元）	270
图 261	支付宝（左）与滴滴金融（右）互联网存款产品	274

图 262	互联网存款的宣传亮点（2020 年 11 月）	274
图 263	世界主要各国居民杠杆率水平（%）	276
图 264	中国居民部门杠杆率（%）	276
图 265	P2P 机构数量（单位：家）	278
图 266	小额贷公司数量（左）与贷款余额（右）	278
图 267	2015-2020 年公募基金数量与净值	280
图 268	2020 年公募基金产品按份额分布情况	280
图 269	公募基金产品销售四大渠道	280
图 270	2015-2020 年基金销售保有量比例（%）	280
图 271	蚂蚁财富年龄结构	281
图 272	蚂蚁财富客群职业分布	281
图 273	天天基金年龄结构	282
图 274	天天基金 APP 月均安装量	282
图 275	哔哩哔哩 APP 基金搜索视频页面展示	282
图 276	虎扑股票热度（访问日期：2021-2-22）	282
图 277	2017-2020 年蚂蚁财富号上金融机构数量（家）	283
图 278	蚂蚁财富号粉丝数量排名前十基金公司（万人）	283
图 279	支付宝直播宣传与页面展示	284
图 280	基金公司短视频领域粉丝数量和短视频数量（右）	284
图 281	2020 年底报价系统参与人结构（单位：家）	289
图 282	2015~2020 年收益凭证分月发行情况	291
图 283	收益凭证期限统计	292
图 284	ABS 历年发行统计（单位：亿元）	292
图 285	各类资产证券化业务发行规模（单位：亿元）	293
图 286	非公开发行公司债月度备案情况	293
图 287	非公开发行公司债月度发行行业分布情况	294
图 288	报价系统场外衍生品月度累计交易情况	295
图 289	场外衍生品月增量分开展场所情况	295
图 290	场外衍生品月增量情况	296
图 291	报价系统平台上收益互换开展情况	296
图 292	证券公司开展收益互换情况（单位：亿元）	296
图 293	报价系统平台上场外期权开展情况	297
图 294	证券公司开展场外期权情况	297
图 295	证券公司每月新增期权合约交易对手情况	297
图 296	证券公司 2020 年新增期权合约交易对手情况图名称资料来源	298
图 297	报价系统中证众创平台项目上线情况	298
图 298	全球对冲基金管理资产规模（单位：十亿美元）	299
图 299	全球对冲基金投资策略分布（2020 年）	300
图 300	全球对冲基金投资策略分布（2019 年）	300
图 301	备案私募证券投资基金市场规模情况	303
图 302	2020 私募各策略发行情况	309
图 303	2020 私募各策略清盘情况	309
图 304	股票策略区间业绩	312
图 305	相对价值策略区间业绩	314
图 306	三大股指期货升贴水率	314
图 307	管理期货区间业绩	315

图 308	宏观对冲和组合基金区间业绩.....	317
图 309	债券策略区间业绩	318
图 310	量化风格因子 2020 年累计收益率	323
图 311	2020 年 50ETF 期权日成交量	325
图 312	2020 年沪深 300 指数挂钩期权产品日成交额对比（万元）	325
图 313	2020 年 50ETF 期权日持仓量.....	325
图 314	2020 年沪深 300 指数挂钩期权日持仓量.....	326
图 315	2020 年 50ETF 期权行权交收信息	326
图 316	2020 年动态 ATM 波动率（认购期权）	327
图 317	2020 年动态 ATM 波动率（认沽期权）	327
图 318	豆粕期权 2020 年度成交持仓情况	328
图 319	白糖期权 2020 年度成交持仓情况	328
图 320	铜期权 2020 年度成交持仓情况.....	329
图 321	玉米期权 2020 年度成交持仓情况	329
图 322	棉花期权 2020 年度成交持仓情况	329
图 323	橡胶期权 2020 年度成交持仓情况	330
图 324	铁矿石期权 2020 年度成交持仓情况.....	330
图 325	PTA 期权 2020 年度成交持仓情况.....	331
图 326	甲醇期权 2020 年度成交持仓情况	331
图 327	黄金期权 2020 年度成交持仓情况	332
图 328	2020 年股指期货成交量（张）	333
图 329	2020 年股指期货成交量分布.....	333
图 330	2020 年股指期货成交金额（亿）	334
图 331	2020 年股指期货持仓量（张）	334
图 332	2020 年三大股指期货基差走势.....	335
图 333	证券公司场外期权变化情况	339
图 334	证券公司场外期权标的(名义本金).....	339
图 335	2020 年以来证券公司新增期权合约标的情况(名义金额).....	340
图 336	2020 年以来证券公司新增期权合约交易对手情况(名义金额).....	340
图 337	证券公司场外期权新增规模集中度(CR5).....	341
图 338	雪球结构收益图解.....	342
图 339	公募基金数量分布情况.....	346
图 340	金牛混合指数净值走势.....	349
图 341	金牛混合指数历年收益.....	349
图 342	金牛股票指数净值走势.....	349
图 343	金牛股票指数历年收益.....	349
图 344	工银股混指数净值走势.....	351
图 345	工银股混指数历年收益.....	351
图 346	工银配置指数净值走势.....	351
图 347	工银配置指数历年收益.....	351
图 348	易方达目标风险基金指数净值走势	352
图 349	易方达目标风险基金指数历年收益	352
图 350	易方达目标日期基金指数净值走势	353
图 351	易方达目标日期基金指数历年收益	353
图 352	银华货基和银华债基指数净值走势	354
图 353	银华货基和银华债基指数历年收益	354

图 354	银华股基和银华配置指数净值走势	355
图 355	银华股基和银华配置指数历年收益	355
图 356	中邮理财稳健策略指数净值走势	356
图 357	中邮理财稳健策略指数历年收益	356
图 358	中邮理财平衡策略指数净值走势	356
图 359	中邮理财平衡策略指数历年收益	356
图 360	策略净值走势（基于金牛混合基金）	358
图 361	策略历年收益（基于金牛混合基金）	358
图 362	策略净值走势（基于金牛股票基金）	358
图 363	策略历年收益（基于金牛股票基金）	358
图 364	沪深 300 指数增强策略净值走势与超额收益	360
图 365	沪深 300 指数增强策略历年收益	360
图 366	中证 500 指数增强策略净值走势与超额收益	361
图 367	中证 500 指数增强策略历年收益	361
图 368	股票型基金筛选回测净值	369
图 369	中长期纯债型基金筛选回测净值	369
图 370	组合净值（持有期 1 个月）	370
图 371	历年收益（持有期 1 个月）	370
图 372	组合净值（持有期 3 个月）	371
图 373	历年收益（持有期 3 个月）	371
图 374	组合净值（持有期 6 个月）	372
图 375	历年收益（持有期 6 个月）	372
图 376	组合净值（持有期 1 年）	373
图 377	历年收益（持有期 1 年）	373
图 378	组合净值（持有期 2 年）	374
图 379	历年收益（持有期 2 年）	374
图 380	组合净值（持有期 3 年）	375
图 381	历年收益（持有期 3 年）	375
图 382	CTA 历年发行数量统计	376
图 383	融智管理期货策略指数走势	378
图 384	综合信号多空区间年化收益率	379
图 385	CTA 风格因子历史表现	381
图 386	Alpha 筛选策略历史回测曲线	383

表 1	《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》新增宏观审慎监管和防范系统性风险的内容	2
表 2	2020 年涉及金融业对外开放的部分讲话	7
表 3	2020 年涉及金融业对外开放的相关政策	8
表 4	2020 年监管取消外资股比限制举措	9
表 5	2020 年外资金融机构进入国内金融市场概览	9
表 6	互联网公司互联网金融方面的监管人物讲话/政策/制度/事件	10
表 7	雪球结构产品举例	14
表 8	2020 年银保监会处罚金额较大的案例	14
表 9	2020 年投资者保护相关政策	15
表 10	2020 年 12 月公募基金市场数据	21
表 11	2020 年成立的投资于越南、法国的 QDII 基金	25

表 12	2020 年首批可投新三板精选层公募基金	25
表 13	2020 年首批主投科创板公募基金	26
表 14	回归结果	33
表 15	成长风格中，组合 1 取得了最高的收益率与 Sharpe 比率，并战胜了成长指数	35
表 16	价值风格中，组合 1 取得了最高的收益率与 Sharpe 比率，并战胜了价值指数	36
表 17	主动型行业主题基金 2020 年数量及规模增长	39
表 18	被动型行业主题基金 2020 年数量及规模增长	39
表 19	主被动产品业绩表现分化情况及主被动整体收益比较	40
表 20	主被动基金最大回撤比较	42
表 21	科技主题基金牛熊行情超额收益	44
表 22	医药主题基金牛熊行情超额收益	45
表 23	2020 年“固收+”基金发行规模 TOP10	46
表 24	20%权益中枢“固收+”基金与 2 股 8 债组合 2020 年业绩对比	48
表 25	10%权益中枢“固收+”基金与 1 股 9 债组合 2020 年业绩对比	48
表 26	低仓位混合基金打新收益	49
表 27	长期收益率指标回测	50
表 28	长期最大回撤指标回测	51
表 29	长期年化波动率指标回测	51
表 30	长期 sharp 比率指标回测	51
表 31	长期 calmar 比率指标回测	51
表 32	定量刻画指标区分不同选股能力层级中的行业配置模式组	53
表 33	2018-2020 年每年收益率 Top3 行业板块	56
表 34	关于不同行业配置模式基金的特征及对基金经理、基金投资者应用结论	62
表 35	2020 年首发规模在百亿及以上的基金多数在成立后遭遇净赎回	64
表 36	2020 年和 2013 年规模排名前十的基金经理	66
表 37	曾经有过跳槽的明星基金经理	68
表 38	2020 年明星基金经理行业集中度特征举例	71
表 39	2020 年明星基金经理分类举例	72
表 40	2020 年明星基金经理年龄层	73
表 41	以 2009-2020 年作为样本的收益率指标组合的转移矩阵	75
表 42	ROE 指标、PE 指标累计净值表	76
表 43	FOF 组合表现	76
表 44	FOF 组合表现	77
表 45	2020 年和 2019 年高权益仓位混合型基金收益得分均超过 75 分的基金公司	78
表 46	2020 年和 2019 年业绩差异较大的基金公司	79
表 47	2019-2020 年基金公司高权益仓位混合型基金收益得分超过 30 分的情况分析	79
表 48	2017-2019 位于市场前 1/2 的基金公司收益分布	80
表 49	2017-2019 位于市场后 1/2 的基金公司收益分布	80
表 50	目标日期与权益中枢约束的目标风险型 FOF 占公募 FOF 中的大部分	82
表 51	持有期为三年的 FOF 组合数量最多，持有期为一年的 FOF 组合规模最大	82
表 52	低风险 FOF 产品规模最大、中风险 FOF 产品数量最多	83
表 53	每半年度 FOF 产品发行数量和当前规模（亿元）	83
表 54	2019 年 FOF 产品收益情况	83
表 55	2020 年 FOF 产品收益情况	84
表 56	FOF 组合各种类公募基金平均配置比例表	84
表 57	不同权益比例组合长期风险特征及同风险公募产品	85

表 58	FOF 组合资产配置能力分析	87
表 59	穿透计算下, 低、中、高风险 FOF 组合超越配置中枢收益最高产品	91
表 60	低、中、高风险 FOF 组合同期产品夏普排名最高产品	91
表 61	获得基金投顾业务资质机构一览表	92
表 62	投顾组合风险调整后收益突出	93
表 63	波动率控制优秀, 2018 年取得正收益	94
表 64	销售机构公募基金销售保有规模	100
表 65	侧袋机制优缺点比较	106
表 66	2020 年成功实现破局的公司	107
表 67	汇添富基金固收类产品实现大额增长	108
表 68	2020 年主动权益产品规模变化和过去三年业绩的关系	110
表 69	2020 年主动权益产品规模变化和 2019 年业绩的关系	110
表 70	权益基金收益表现	112
表 71	2020 年表现较好的主动权益类基金 (非行业主题)	112
表 72	主动行业主题基金 2020 年数量、规模、投资者结构与业绩表现	112
表 73	2020 年指数增强产品业绩表现	113
表 74	大固收类基金 2020 年数量、规模、投资者结构与业绩表现	114
表 75	QDII 基金 2020 年业绩统计	114
表 76	2020 年量化对冲产品业绩表现	115
表 77	基金公司非货基 ETF 产品线特色 (2020.12)	118
表 78	易方达沪深 300ETF 与华泰柏瑞沪深 300ETF 历史业绩对比	124
表 79	编制方案对比: 中华半导体芯片 VS 国证芯片	125
表 80	不同芯片指数前十大重仓股对比	126
表 81	不同芯片指数历史涨跌对比	126
表 82	不同芯片 ETF 份额变动	127
表 83	2020 年原油市场高波动导致 USO 基金持仓方案调整	132
表 84	首批科创主题基金	132
表 85	ETP 数量/规模明细 (截至 2020.12.31)	136
表 86	基金公司 ETP 产品线特色	137
表 87	2020 年黄金 ETP 业绩表现	140
表 88	2020 年油气 ETP 业绩表现	140
表 89	2020 年跨境权益 ETP 业绩表现	141
表 90	跨境债券 ETP 业绩表现	141
表 91	2018 年以来与银行理财业务相关的重要政策汇总	143
表 92	部分银行代销他行理财子公司产品一览	147
表 93	各家理财子公司不同类型理财产品发行数量一览 (201906-202012)	151
表 94	不同投资类型、不同发行期限的理财子公司产品发行数量占比 (201906-202012)	152
表 95	不同投资类型、不同发行期限的理财子公司产品发行平均业绩比较基准 (201906-202012)	152
表 96	银行理财子权益类 (公募) 产品要素	159
表 97	银行理财子 ESG 主题产品要素	165
表 98	2020 年保费收入情况	169
表 99	2020 年 12 月末保险公司资金运用情况表	171
表 100	保险另类投资产品累计登记 (注册) 情况 (截至 2020 年底)	173
表 101	债权计划及股权计划注册情况	173

表 102	偿付能力监管的三支柱框架体系	174
表 103	2017-2020 年保险业偿付能力状况表（年度）	174
表 104	2020 年保险产品与服务监管通知（不完全列示）	175
表 105	2020 年保险资金投资相关规定	177
表 106	目前保险资产管理公司主要业务一览	179
表 107	2020 年另类投资业务相关规范文件	179
表 108	2020 年保险资管绿色通道注册债权投资计划	181
表 109	2020 年保险公司认购棚改债权投资计划情况	182
表 110	2020 年保险资管注册的股权投资计划（不完全列示）	183
表 111	2020 年保险公司认购股权类投资项目情况	184
表 112	中保投资 2020 年投资项目列表	185
表 113	2020 年中保登出具注册通知书的资产支持计划	187
表 114	2020 年保险公司认购资产支持计划情况	188
表 115	保险资管产品按投资性质不同的分类	190
表 116	股票型保险资管产品 2020 年收益前二十	192
表 117	量化类保险资管产品 2020 年收益前五	193
表 118	债券型保险资管产品 2020 年收益前二十	193
表 119	混合型保险资管产品 2019 年收益前二十	194
表 120	流动性管理类保险资产管理产品七日年化收益率前十位	195
表 121	FOF/MOM 类保险资产管理产品收益情况	195
表 122	全国企业年金基金历年基本情况	196
表 123	企业年金基金管理机构	198
表 124	当前保险机构企业年金牌照分布及管理情况	198
表 125	2020 年度企业年金养老金产品分类汇总情况表	199
表 126	养老金产品收益情况分析	200
表 127	个人税延养老保险产品分类	202
表 128	保险公司获批发行的个人税延养老保险产品类型	202
表 129	太平养老 2020 年度养老保障管理业务情况	203
表 130	腾讯理财通平台销售的个人养老保障产品情况	203
表 131	保险系基金公司规模（2020 年）	205
表 132	保险系基金管理公司部分产品收益率情况	205
表 133	2020 年以来与信托相关的重要监管信息	211
表 134	新发行的集合类信托的投向结构分布	219
表 135	2020 年末券商资管私募主动管理规模及占比变化（按 2020 年末主动管理占比排序）	227
表 136	券商资管大集合公募化改造进程	228
表 137	《资管细则》（征）与《资管细则》的对比	229
表 138	2020 年集合理财产品业绩分类统计	233
表 139	2020 年集合理财产品收益率较高的产品	234
表 140	总资产前 30 位的证券公司参/控股公募基金情况	237
表 141	公募基金部分相关政策	237
表 142	获得公募牌照的证券公司管理公募基金情况（截至 2020 年 12 月 31 日）	238
表 143	华宝证券分类标准	240
表 144	投连险账户规模排名前十的保险公司	241
表 145	各类别投连险账户最新规模汇总	242
表 146	各分类投连险账户规模之首	242

表 147	2020 年证券市场主要指数收益	242
表 148	2020 年投连险二级账户回报统计	243
表 149	2020 年投连险账户收益及可比指数基金产品收益	243
表 150	指数型投连险账户 2020 年累计收益率排名	244
表 151	激进型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 10 名	245
表 152	混合激进型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 10 名	246
表 153	混合保守型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 10 名	247
表 154	增强债券型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 10 名	248
表 155	全债型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 5 名	249
表 156	货币型投连险 2020 年累计收益率排名前 10 名	249
表 157	类固定收益投连险 2020 年累计收益率排名前 10 名	250
表 158	2020 年至今国内互联网金融行业相关政策文件/讲话/指导/标志性事件	260
表 159	蚂蚁集团的金融牌照梳理（2020 年 12 月）	262
表 160	蚂蚁集团发展三阶段	263
表 161	北上广深一线城市购房条件	264
表 162	2020 年全球部分国家或地区央行数字货币的发行状态	267
表 163	2020 年中国数字货币相关大事件	271
表 164	数字支付业务的再分类	273
表 165	蚂蚁集团数字支付与商家服务子公司基本数据（单位：亿元，1 美元=6.8 人民币）	273
表 166	互联网存款的基本概念	275
表 167	互联网贷款的基本概念	277
表 168	网络小贷、互联网贷款（商业银行）、助贷和联合贷三者模式差异	278
表 169	天天基金、蚂蚁财富、蛋卷基金对比	281
表 170	2020 年 1 月支付宝理财直播基金直播观看量 TOP10	285
表 171	报价系统产品发行情况表（2019~2020 年）	290
表 172	收益凭证转让情况	291
表 173	全球对冲基金管理资产规模排行榜 Top 20（截至 2020/9）	300
表 174	全球对冲基金收益表现（近四年）	301
表 175	百亿私募投资机构明细（按时间先后和投资策略分类）	304
表 176	2020 年私募分策略量化指标	310
表 177	2020 年收益表现较好的股票多头产品	312
表 178	2020 年收益表现较好的股票多空产品	312
表 179	2020 年收益表现较好的股票市场中性产品	314
表 180	2020 年收益表现较好的 CTA 程序化产品	316
表 181	2020 年收益表现较好的宏观对冲产品	317
表 182	2020 年场内期权新品种上市时间	324
表 183	2020 年新上市商品期权品种	332
表 184	2020 年三大股指期货基差统计	335
表 185	2020 年股指期货套利机会回顾	336
表 186	证券公司场外期权交易商	336
表 187	期货风险管理子公司场外期权交易商	337
表 188	近几年场外期权相关规定	338
表 189	雪球结构收益凭证举例	342
表 190	股票指数与主动管理型基金收益情况对比	346
表 191	公募基金的业绩持续性情况	347

表 192	基金指数的基本情况	348
表 193	金牛基金指数收益情况.....	348
表 194	工银基金指数收益情况.....	350
表 195	易方达目标风险基金指数收益情况	352
表 196	易方达目标日期基金指数收益情况	352
表 197	银华基金指数收益情况.....	353
表 198	中邮理财基金指数收益情况	355
表 199	策略回测情况（基于金牛混合基金）	357
表 200	策略回测情况（基于金牛股票基金）	358
表 201	沪深 300 指数增强策略回测结果	360
表 202	中证 500 指数增强策略回测结果	361
表 203	五家基金公司基金投顾产品线代表产品	362
表 204	不同类型基金指数收益风险特征	364
表 205	不同类型基金指数滚动胜率与收益情况	365
表 206	股票型基金不同基准下组合回测指标.....	366
表 207	股票型基金不同基准下组合滚动胜率与盈亏比	366
表 208	持有期为 3 个月和 1 个月基金指数回测结果	367
表 209	不同持有期产品权益仓位配置比例	368
表 210	股票型与债券型基金筛选组合回测指标	369
表 211	组合回测指标（持有期 1 个月）	370
表 212	组合回测指标（持有期 3 个月）	371
表 213	组合回测指标（持有期 6 个月）	371
表 214	组合回测指标（持有期 1 年）	372
表 215	组合回测指标（持有期 2 年）	373
表 216	组合回测指标（持有期 3 年）	374
表 217	CTA 指数与主动股基、普通债基的相关系数.....	376
表 218	技术面因子不同状态下区间年化收益率中位数	378
表 219	宏观基本面因子不同状态下区间年化收益率中位数	378
表 220	综合信号多空区间测试结果	379
表 221	各信号均看空下的区间测试结果	380
表 222	CTA 风格因子相关性统计	382
表 223	2020 年底前推 3 年回归系数均值	382
表 224	历史回测统计结果	383

第一部分——2020 年我国资产管理行业背景

一、2020 年中国资产管理行业大事记

1. 理财产品净值破 1，投教工作任重道远

2020 年 5 月开始，多家银行公告显示旗下理财产品净值破 1，根据《中国银行业理财市场年度报告（2020 年）》统计，2020 年全年新发行的产品中，有 2164 只产品曾发生过跌破初始净值的现象，约占全部产品总数的 3%，到 2020 年底，428 只产品仍低于初始净值，占当年发行产品总数的 0.6%。

短期市场扰动不改银行理财产品稳健属性

破净产品绝大多数为 2020 年新发行的、刚成立不久的固收类理财，风险等级多在 R2 及以下。这是由于 2020 年初随着复产复工加快、货币政策宽松节奏有所放缓，市场宽松预期遇冷，导致债券市场大幅波动、债券市场价格下跌，从而资本利得受损，而新发产品由于成立时间较短，累积的票息不足，净值就会出现回撤、破净。本次冲击较大的是在破净期开放的短期产品，赎回压力较大，而新发的大部分封闭式、较长期限的理财产品即使净值回撤，但短期内没有赎回压力，后续随着债市进入平稳期，资本利得开始回稳，加上整体债券票息收益，使得产品组合能够抵抗短暂的冲击，最终获得正收益。

重塑投资者经验认识，理财产品破净并非坏事

基于银行保本保收益等历史原因，对于稳健型理财产品人们逐渐形成了一种经验认知，即可以放心购买，不会亏损，但 2020 年经历的事实正在重塑人们的认知。打破刚兑不是口号，尽管距离资管新规发布已经快 2 年的时间，投资者也从不同的渠道接收到理财产品需要自负盈亏不再保本保收益的讯息，但在面对真实的净值波动时，也难以避免情绪恐慌，从而给银行零售渠道造成短期安抚压力。

理财产品净值破 1 作为偶发群体性事件，虽然对投资者造成了一定冲击，但并非一件坏事，变相给广大投资者上了一节生动的投教课。目前对银行理财来说，最大的困难不在于产品端，而在于客户的投资者教育。过去长期的预期收益型产品给客户带来的保本保收益的影响是净值化转型中最大的障碍。然而，随着投资者金融知识水平的提升，投资能力不断进步，在大的市场变化环境下，包括货基收益率的下行，取消保险年金产品 4.025 的预定利率下限，各类资管产品的收益变化和资管机构持续输出的投资者教育，客户保本收益的习惯迁移难度或许不如想象的那么艰难，会有一个逐步转化的时间，而这个转化时间是银行加强投资管理能力的窗口。

投资者心智有待进化，加强投资者教育任重道远

一方面，银行需要进一步加强投资者教育，普及净值型理财知识，充分揭示产品风险，明确告知产品的收益属性，不直接或变相承诺保本保息。主动提示投资者业绩比较基准并非真实兑付收益，在产品收益低于预期或预判市场波动将对产品净值造成较大程度影响时，提前做好投资者情绪安抚和产品净值波动的解释说明，做好应对措施。在与同业的交流中，我们发现一个普遍共识，国内大量购买不同风险等级的投资者其本质上应属于 R1 风险偏好，即谨慎型产品的客群，但这部分投资者却大多选择购买 R2 或更高风险等级的理财产品，高于自身的风险承受力，潜意识里仍然抱有银行理财刚性兑付、保本保收益的幻想，其投资心态并未因产品净值化而发生本质转变。

另一方面，银行需要进一步识别投资者风险偏好，分层客户管理与分阶段客户引导。这两者相辅相成，互为补充。分层客户管理的核心在于精准识别投资者真实风险偏好和波动容忍，针对不同客群

的特点，基于投资者生命周期进行产品设计，匹配适合投资者的理财产品。特别是在存量客户迁移方面，从预期收益型产品到净值型产品的接受不能急于求成。相对来说，波动容忍度高的客户更容易接受净值型产品，而对于低风险偏好波动容忍度低的保守型投资者来说，可先引导其降低投资收益要求，转化为存款、现金管理类产品或结构性理财，随着净值型产品的不断发行和市场预期收益型产品的绝版到期，投资者也将面临选择，此时再适时过渡至净值型产品，减少投资过程中的风险事件摩擦。分阶段客户引导则是要做好售前规划、售中讲解、售后持续建议，从全业务链条出发做好投资者教育和客户服务。

2. 人民银行法修订草案公布，明确“双支柱”调控框架

2020年10月23日，中国人民银行发布了《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见的通知（下称意见稿）。人民银行法于1995年首次制定，2003年修改后，此次为时隔17年后再次修订。其通过新增27条新法条，从8个方面对其做了修订。这8个方面包括：金融服务实体经济和金融宏观调控、人民银行新职责、货币政策和宏观审慎监管双支柱调控框架、新纳入监管主体、防范系统性风险、人民币管理、货币政策独立性、央行的履职和金融违法处罚。

主要修改内容包括：

1) 强调金融服务实体经济，将“促进金融服务实体经济”写入立法目的，引导金融体系回归服务实体经济的根本定位。

2) 建立货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。意见稿增加了宏观审慎目标作为央行两大核心政策目标之一，明确了央行货币政策和宏观审慎政策双支柱的调控框架，并从法律上明确了宏观审慎调控框架的具体内容，包括宏观审慎政策目标和宏观审慎政策工具。

3) 健全系统重要性金融机构、金融控股公司和重要金融基础设施的统筹监管制度。

4) 明确系统性金融风险处置机制，维护金融稳定。

5) 确立了数字人民币的法律地位。

6) 健全人民银行的履职手段，加大对金融违法行为的处罚力度。

本次修订，从法律层面明确经营定位、框定监管边界、加强违法处罚力度。同时也反映出了强化防范化解系统性金融风险的监管精神。是建设完善现代中央银行制度重要组成部分。

现代中央银行制度与传统中央银行制度相比，一个突出的特征是更加强调中央银行的系统性风险防控职能和金融监管职能。对比《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》和现行的《中华人民共和国中国人民银行法》可以发现，《意见稿》增加了较多关于系统性风险防控和宏观审慎监管的内容，这是建设现代中央银行制度的重要方向。

表1 《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》新增宏观审慎监管和防范系统性风险的内容

条目	关键词	《意见稿》新增内容
第四条(宏观审慎政策目标)	宏观审慎政策	宏观审慎政策目标是防范系统性金融风险的顺周期积累，以及跨机构、跨行业和跨市场传染，以维护金融体系的健康与稳定。
第五条（主要职责）	宏观审慎、系统性风险防范	拟定金融业重大法律法规草案，制定审慎监管基本制度，发布与履行职责有关的命令、规章；负责宏观审慎管理；牵头负责系统性金融风险防范和处理。
第三十四条(宏观审慎管理)	宏观审慎管理	中国人民银行牵头建立宏观审慎政策框架，制定和执行宏观审慎政策，可以运用下列宏观审慎政策工具：金融机构逆周期资本缓冲、系统重要性附

		加资本、动态拨备计提等。
第三十五条(系统重要性金融机构监管)	系统重要性金融机构监管	中国人民银行牵头评估和识别系统重要性金融机构,组织制定实施系统重要性金融机构实施监测分析和并表监管。
第三十六条(金融控股公司许可及监管)	金融控股公司许可及监管	中国人民银行负责建立健全金融控股公司监管制度,依法对金融控股公司实施监管,审批金融控股公司的设立、变更、合并、分立、解散、破产及业务范围。
第三十七条(金融稳定)	金融稳定、系统性金融风险、金融安全	中国人民银行监测评估金融体系整体的稳健性状况,牵头提出防范和化解系统性金融风险的政策建议、处置方案并组织实施,实施国家金融安全审查。
第三十七条(金融基础设施监管)	金融基础设施监管	中国人民银行负责制定重要金融基础设施建设规划并统筹组织实施,推进金融基础设施互联互通并拟定相关业务规则,统筹建立覆盖全市场的交易报告制度,建设并运营总交易报告库。
第五十五条(系统性金融风险处置)	处置系统性金融风险	中国人民银行会同相关部门处置系统性金融风险,可以采取下列措施:监督问题机构实施自救等。

资料来源:中国人民银行,华宝证券研究创新部

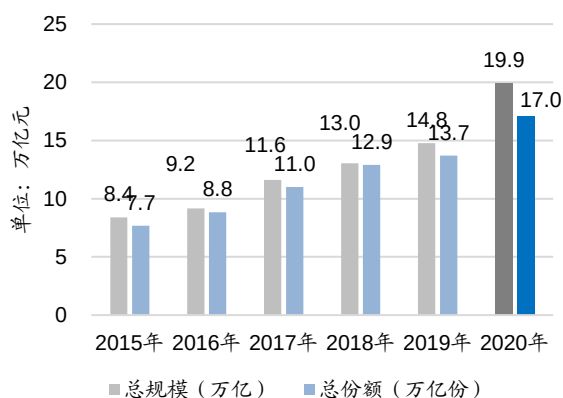
《意见稿》明确央行制定和执行宏观审慎政策的职责定位,有助于强化中央银行在加强宏观审慎管理、维护金融稳定中的职能,突出中央银行防范和化解系统性金融风险的作用。拓展央行职能,为后续宏观调控、风险防范及其他监管职能发挥提供依据。建立货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,提升货币政策灵活性,填补宏观审慎政策的制度空白。明确系统性金融风险处置机制,维护金融稳定。

总之,此次人民银行法修订有利于推进现代中央银行制度建设,完善央行职能,促进经济增长和金融体系稳定健康运行,为银行高质量发展创造良好环境,提升服务实体经济质效。

3.公募基金规模扩容,投资行为同质化加大市场共振风险

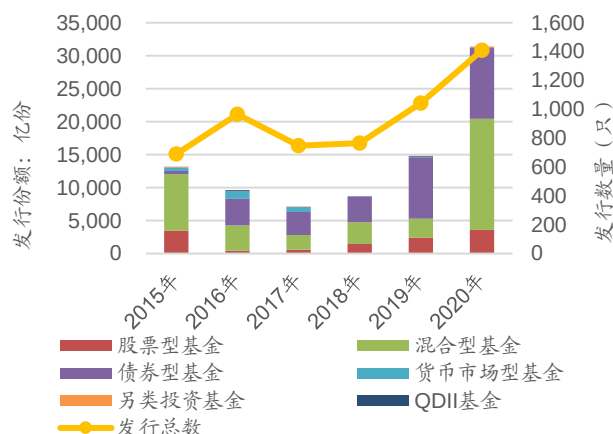
2020年公募基金行业迎来发展战略机遇期,截止2020年底资产管理规模达19.89万亿元,相对于2019年新增34.66%(5.12万亿);全市场基金份额17.03万亿份,相对于2018年新增24.4%(3.34万亿)。全年发行基金产品1432只,合计规模31535.74亿份。其中,主动偏股型基金(普通股票型+偏股混合型+平衡混合型基金)合计发行规模15191亿份,占发行规模的48.17%,此外,固收+基金产品发行3978.34亿份。

图1 2020年公募基金突破19万亿



资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

图2 历年公募基金产品发行情况(单位:亿份)



资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

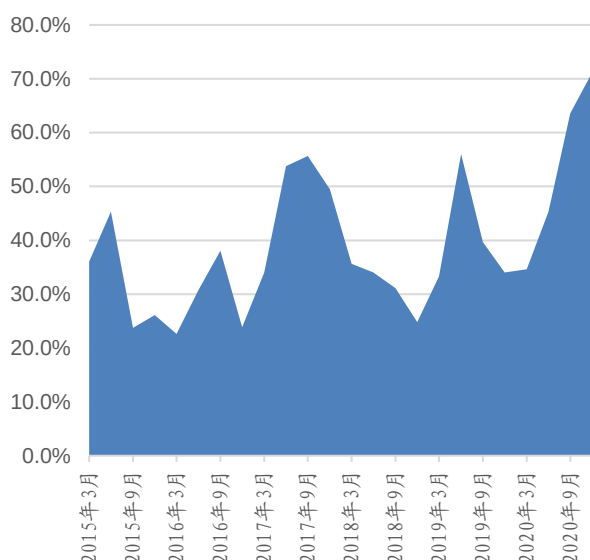
注:统计类型均为开放式基金

公募基金产品被追捧的背后，一方面来自于后资管新规时代下传统银行理财资金净值化转型，居民理财更倾向于净值化程度高和投研实力雄厚的公募基金行业，另一方面也来自于 2019 年以来公募基金产品的良好赚钱效应。由于结构性市场行情以及市场非有效性的广泛存在，主动权益基金产品大幅跑赢 wind 全 A 全收益指数和沪深 300 全收益指数，2010 年-2020 年年底，中证主动股基指数上涨 163.32%，wind 全 A 指数上涨 84.44%，沪深 300 全收益指数上涨 81.56%。

其中，值得关注的是明星基金经理的募集效应热度持续，全年，募集规模超百亿的基金产品 40 只（含一只指数基金）。明星基金经理受到追逐的背后，一定程度也体现出居民理财过程中对于理财经理的依赖和对于品牌的认可。随着基金行业马太效应的持续提升，加之公募基金考核相对排名的现实压力，基金的行业偏好和持股的投资集中度明显提升。

从行业前四大行业占比看，2017 年以来公募行业投资中的行业集中度持续提升，至 2020 年中报，持有的前 4 大行业合计占比达到 51.63%，说明公募基金投资方向更加集中，特别是 2019 年以来，第 2 大和第 3 大行业的持有比例明显上升，当然也与近些年食品饮料、医药行业增长的稳定性预期，自主可控和国产替代带动电子行业成长性突出有关。自 2014 年以来，医药生物、食品饮料一直是公募基金最为青睐的行业，长期超配。

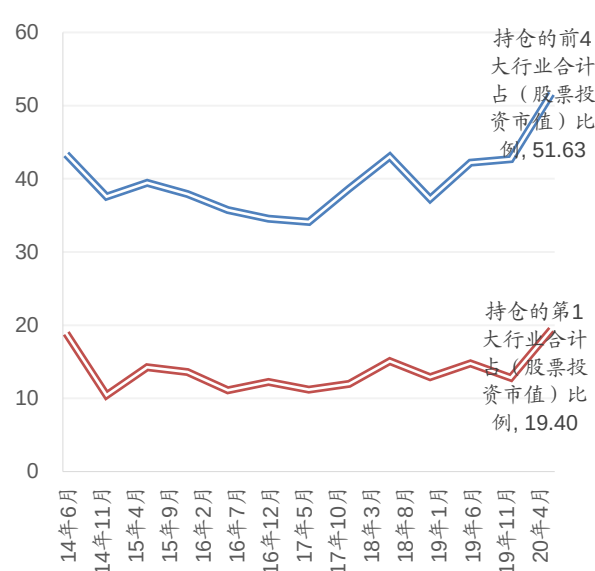
图 3 主动权益基金抱团集中度提升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：面积图为抱团股占高仓位主动基金股票投资市值比

图 4 公募基金投资集中度近两年明显提升（行业维度）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：统计类型均为开放式基金

公募基金行业（剔除指数）绝对持有比例

需要关注的是，过于极致的投资模式并不能一直持续创造更高的收益，当宏观经济和市场行情逻辑发生变化后，交易拥挤也会成为净值回撤的原因，2021 年 2 月 18 日以来，前期持有比例最高的个股出现大幅下跌，也导致了集中持股的基金产品净值出现明显回撤。2021 年 2 月 18 日至 3 月 6 日，沪深 300 下跌 9.38%，而食品饮料下跌 19.84%，医药下跌 12.94%，对基金产品的净值带来了较大的影响。事实上，公募基金早期投资中也存在交易拥挤问题，风险来自于持仓标的因流通市值过小而卖出时流动性不足导致的踩踏，2020 年基金发行热度空前的同时，也为基金经理投资带来了压力，基金经理更多选择自己熟悉的行业以及前期市场一致认可的行业和领域配置，导致了投资行为的趋同，埋下了风险隐患，未来，持仓趋同导致交易拥挤的问题值得投资者持续关注。

4.公募产品深入寻常百姓家，行业生态圈再升级

随着基金产品丰富度的提升和基金产品赚钱效应逐渐凸显，公募基金在居民财富管理和资本市场的重要性也在显著提升。

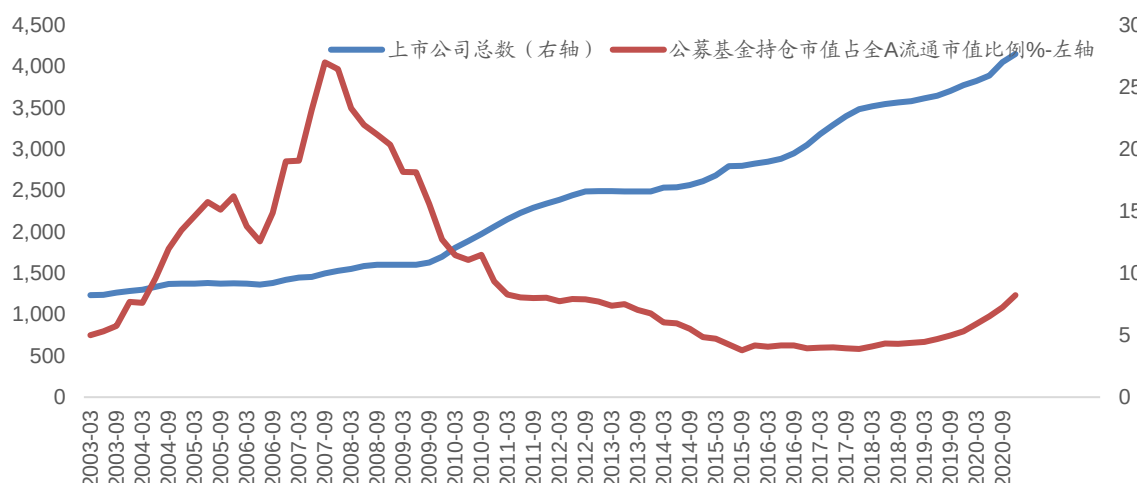
2020 年，基金及基金经理相关关键词频上微博热搜，打造金融 IP 也成为同质化严重的基金行业中具有时代感的营销方式，2020 年在微博上张坤被称为“基金界的爱豆”，配有“坤坤勇敢飞，ikun 永相随，坤坤不老，蓝筹到老”字样的张坤图片在微博传播，甚至有网友注册了“易方达张坤全球后援会”账号。这样的现象虽然体现出基金产品已经深入投资者的日常生活，但更值得深思的是，广泛出现在娱乐行业的“饭圈”氛围其实并不适合专业性极强的金融行业。实际上，基金投资人需要具备投资基础储备，而依据历史业绩选择自己的财富管理“偶像”并不专业，当市场环境发生变化时，缺乏对基金经理专业能力的分析，往往可能由于投资结果与预期相差较大而产生投资的行为偏差，最终导致损害投资收益，同时，这样的氛围对基金行业投资者教育的推进带来了隐患。

在营销生态方面，2020 年新冠疫情的冲击再次颠覆了基金行业的营销模式，以直播及线上路演为代表的云模式成为基金首发和持营的主要方式。不少基金公司与新浪财经、蚂蚁财富、天天基金等平台合作开设了专门的栏目跟投资者互动，不定期会有直播，邀请基金经理就普通投资者感兴趣的投资话题进行直播，同时也会根据情况邀请行业知名的券商首席分析师连线对话，不仅达到了传播公司品牌的目的，同时做到了投资者教育和陪伴。同时，随着基民线上化现象明显提升，代销平台加大在大 V 组合跟投、自建组合、直播、基金公司财富号、基金诊断、持仓分析等多样化基金投资服务的设计，促进了行业内其他机构的发展和变革，也进而促进了客户投资习惯发生变化。

不断升级的基金线上营销模式，一方面使得投资者获取信息的方式愈加便捷和多样化，另一方面也将大量庞杂的信息一起推送给客户，大大增加了投资者进行信息筛查和噪音过滤的难度。在这一背景下，以大 V 组合为代表的基金投顾业务应运而生，天天基金、且慢、蛋卷基金等多家第三方平台推出线上大 V 组合，受制于互联网记忆约束的基金大 V 在进行基金组合构建和标的推介时更为谨慎，同时线上信息的即时传递也使得大 V 与投资者之间的沟通更为紧密、反馈更为及时，极大程度上改善了投资者的基金持有体验，为公募基金在财富管理中发挥更大作用提供有益支持。

同时，近年来公募基金行业在支持资本市场建设方面的重要性也在提升，2020 年 10 月，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，从六大方面部署了重点举措，其中，“完善上市公司融资制度”一项，在关于“加强资本市场融资端和投资端的协调平衡，引导上市公司兼顾发展需要和市场状况优化融资安排”的具体举措中，要求“大力发展权益类基金”、“探索建立对机构投资者的长周期考核机制，吸引更多中长期资金入市”，再一次明确了权益基金在资本市场建设中的重要作用。随着公募基金产品持续扩容，目前公募基金在 A 股流通市值的占比也在提升，截至 2020 年底，公募基金全行业持股市值 530,03.5 亿元，占 A 股流通股比例为 8.235%，较 2018 年底的 4.38% 提升了 3.85 个百分点。在公募基金行业内，业务创新的方向也与资本市场息息相关，如科创主题基金，战略配售基金，新三板精选层产品等，包括即将推出的公募 REITS 基金，可以预见，公募基金行业为居民财富管理与资本市场搭建联系，将成为国民经济和金融体系中的 MVP。

图 5 公募基金权益持仓在 A 流通市值中的占比



资料来源：华宝证券研究创新部

5. 资管新规延期后收官，市场博弈依旧存在

2020年7月31日，中国人民银行发布通知：经国务院同意，人民银行会同发展改革委、财政部、银保监会、证监会、外汇局等部门，充分考虑今年以来疫情影响的实际情况，在坚持资管新规政策框架和监管要求的前提下，审慎研究决定，延长《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，以下简称“资管新规”）过渡期至2021年底，同时建立健全激励约束机制，完善配套政策安排，平稳有序推进资管行业规范发展。

通知明确过渡期延长不涉及资管新规相关监管标准的变动和调整，也不意味着改革方向出现变化。2020年12月市场关于“资管新规再次延长”的消息快速被证实是误读，不过关于资管新规的市场博弈确实长期存在。

我们认为，资管新规的延期，是考虑到金融机构尤其是商业银行的现实情况，以及疫情对经济的负面影响的双重因素下，做出的选择。这一次延期，我们更倾向于将其定义为“留足时间，压缩空间”的张弛有度。

从政策意愿上看，过渡期结束时，希望绝大部分金融机构的存量资产可以通过自然到期、转回表内、市场化交易等方式完成处置，且2022年开始，不再新发“老产品”；那些确实存在资产处置困难且其困难的强行处置可能会对系统重要金融机构或金融市场稳定造成负面影响的金融机构，可以一事一议，申请个案处理。针对个案处理，也设置了一定的操作门槛以避免机构的道德风险和监管博弈，具体的：申请个案处理的机构需说明具体原因，锁定存量资产，列清资产明细及处置方式，并经金融管理部门同意后方可进行个案处理。

从现实情况上看，2021年的存量资产处置可能仍旧有一定的难度，年底前让绝大部分金融机构可以完成处置还存在不确定性：

首先考虑对市场有较大影响力的国有银行和股份制银行。截至2020年12月，国有银行母行产品的净值化率最高不超过40%，产品总的存量规模高达6万亿左右；股份行母行产品的净值化率相比国有行更高一些，最高的招行达到90%以上，平安、中信也达到70%以上，股份行母行产品总量仍有8万亿左右。其中，部分银行已经将大部分产品都转到了子公司，母行存量规模较小；还有一些银行虽然仍留有资产在母行，但非标规模较小，债券等可交易性资产较多；这两类银行都大概率可以在年底基本完成整改，遗留待解决问题较小。但其中也有部分银行母行存量规模大、净值化率低、非标规模占比较大，基本上不太可能在2021年底前完成全部整改。

成农商行虽然个体的待整改体量相比全国性银行较小，但是有一批银行的历史遗留问题相当严重，尤其是以往理财产品以非标投资为主的银行，很多持有的资产都已经出现了问题，如果强行阳光化，则银行的稳定运行可能存在问题。

除了存量资产处置的问题，转型过程中也存在一些问题。目前净值型产品中的现金管理类产品占比过大是监管会比较担心的，如果高流动性的负债占比过高，即使资产端已经做了久期约束，但规模的积累也会造成市场的结构失衡，提升产品净值对资产价格的敏感性和脆弱性：比如，现金管理类产品的资产大多集中在短久期的债券，巨量资金涌入这个市场，会大幅推升资产价格，一旦出现资产违约或资产价格下跌，现金管理类产品的净值也会出现下跌，集中赎回就会引发踩踏。如此，转型过程也变成了积累新风险的过程。

综上，我们认为，由于一行一策的明确，资管新规不再存在继续延期的可能，但是个案处理的范围，会因为整改的困难而比此前预计的要更广泛一些。与此同时，过渡期收官过程，不会造成群体性的资产抛售，进而也不会带来较大的市场波动影响，而收官的结束，则意味着监管的重点将逐步从存量资产的处置转向转型后产品的管理上。

6. 扩大金融业高水平开放，建设优质金融营商环境

2020年11月15日，由东盟牵头的15个经济体签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），形成世界最大的自贸区之一，中国经济在深度融入全球经贸体系。12月30日，中欧投资协定谈判宣布完成，涉及领域远超传统双边投资协定，中方纳入了金融等领域的自主开放举措，进一步扩大开放，争取实现高质量“引进来”，助推中国的“双循环”格局的形成。国内外经贸与金融往来在日益密切，扩大金融业开放已经成为构建新发展格局的必然要求。

2020年，在全球经济受疫情所累经历衰退、资本市场动荡的大背景下，中国经济依然稳健发展，金融市场开放节奏不减。3月30日，中共中央、国务院在《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中明确指出，要推进资本要素市场化配置，主动有序扩大金融业对外开放，包括：稳步推进人民币国际化和人民币资本项目可兑换；逐步推进证券、基金行业对内对外双向开放，有序推进期货市场对外开放；逐步放宽外资金融机构准入条件；推进境内金融机构参与国际金融市场交易等。

表2 2020年涉及金融业对外开放的部分讲话

时间	场合	相关内容
2020年10月14日	深圳经济特区建立40周年庆祝大会	习近平总书记指出，要锐意开拓，全面扩大开放，在内外贸、投融资、财政税务、金融创新、出入境等方面，探索更加灵活的政策体系，率先建设更高水平开放型经济新体制。
2020年10月21日	金融街论坛	中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清提出，在坚守国家金融安全和稳定前提下，坚定不移扩大金融服务业开放，持续优化金融市场制度安排，深化国际经济金融合作，在扩大开放中持续提升金融体系竞争力。
2020年10月24日	第二届外滩金融峰会	中国人民银行行长易纲在会上表示，过去两年中国金融业开放迈出了里程碑式的步伐，集中宣布了50余条开放措施，包括彻底取消外资股比限制、不断扩大外资金融机构业务范围、持续提高资本市场双向开放程度等。下一步，要全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度，推动开放理念和模式的转变；统筹推进金融服务业开放、人民币汇率形成机制改革和人民币国际化；在加快开放的同时防范风险。

资料来源：中国银保监会，中国人民银行，中国证监会，华宝证券研究创新部

近年来，中国人民银行、银保监会、证监会通过不断完善高水平对外开放的制度环境和基础设施建设，进一步完善金融市场体系，营造更加市场化、法治化、国际化的营商环境，加速将金融业对外开放向纵深推进。这既有利于促进国内国际双循环新发展格局，也为外资企业更好地服务中国人民所需提供了巨大机遇。

表 3 2020 年涉及金融业对外开放的相关政策

发布时间	发布主体	制度政策	涉及内容
2020 年 1 月 3 日	中国银保监会	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	深化银行业和保险业对外开放。 实施准入前国民待遇和负面清单管理模式 ，按照内外一致原则，公平对待境内外各主体。 引进先进国际专业机构 。吸引财富管理、不良资产处置、专业保理、消费金融、养老保险、健康保险等领域的外资金融机构进入境内市场。鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司，允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。支持外资银行保险机构根据业务需求合理布设子行、分行、子公司等分支机构，拓宽业务范围。
2020 年 2 月 14 日	中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局、上海市政府	《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》	从积极推进临港新片区金融先行先试、 在更高水平上加快上海金融业对外开放 和金融支持长三角一体化发展等方面提出 30 条具体措施。 其中，在更高水平上加快上海金融业对外开放： 1.“试点外资机构与大型银行在上海合资设立理财公司”、“支持外资机构设立或控股证券经营机构、基金管理公司在上海落地。推进人身险外资股比限制从 51%提高至 100%在上海率先落地”、“对境外金融机构在上海投资设立、参股养老金管理公司的申请，成熟一家、批准一家”； 2.促进人民币金融资产配置和风险管理中心建设； 3.建设与国际接轨的优质金融营商环境。
2020 年 4 月 24 日	中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局	《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》	扩大金融业对外开放，深化内地与港澳金融合作。 分别就银行业、证券业、保险业扩大开放做出安排 ，支持境外金融机构在粤港澳大湾区内设立法人或分支机构及展业等。
2020 年 5 月 7 日	中国人民银行、国家外汇管理局	《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》	落实 取消合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者(以下简称合格投资者)境内证券投资额度管理要求 ； 取消托管人数量限制 ，允许单家合格投资者委托多家境内托管人，并实施主报告人制度等。
2020 年 7 月 10 日	中国银保监会、中国证监会	《证券投资基金托管业务管理办法》	允许外国银行在华分行 申请证券投资基金托管业务资格 ，净资产等财务指标可按境外总行计算，并明确境外总行应承担的责任，强化配套风险管控安排。执行中，外国银行在华子行一体适用。
2020 年 11 月	中国银保监会	《中国银保监会信托公司行政许可事项实施办法》	取消 外资金融机构入股 信托公司 10 亿美元总资产要求 。
2020 年 12 月 31 日	中国银保监会	《关于修改〈中华人民共和国外资保险管理条例实施细则〉的决定（征求意见稿）》	明确外国保险集团公司和境外金融机构准入条件 ，遵循内外资一致原则使中外资保险机构在同一规则下开展业务； 外国保险公司或者外国保险集团公司作为外资保险公司股东，其持股比例可达 100%。

资料来源：中国银保监会，华宝证券研究创新部

2020 年，中国银保监会、证监会先后取消了银行、证券、基金管理、期货、人身险等机构的外资股比限制，逐步放宽外资银行保险等外资金金融机构的市场准入条件，扩大外资金金融机构业务范围，降低对外资资产规模、经营年限以及股东资质等方面的限制，拓宽中外金融市场合作领域。

表 4 2020 年监管取消外资股比限制举措

时间	事件
2020 年 1 月 1 日	银保监会正式取消合资人身险公司的外资比例限制，外资最高持股比例可达 100%；放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求等
2020 年 1 月 1 日	证监会取消期货公司外资股比限制
2020 年 4 月 1 日	证监会取消基金管理公司的外资股比限制
2020 年 12 月 1 日	证监会取消证券公司的外资股比限制

资料来源：中国银保监会，中国证监会，华宝证券研究创新部

在引进先进国际专业机构方面，更多专业化、高水平的外资金金融机构在进入国内市场。2020 年，贝莱德建信理财获批筹建、汇华理财获批开业，境外金融机构在相继参与设立、投资入股商业银行理财子公司；首家外资独资保险控股公司安联（中国）保险控股有限公司开业、首家外资独资的人身保险公司友邦人寿获批成立、首家外资养老保险公司恒安标准养老保险获批开业。随着外资金金融机构不断地参与国内金融市场，国际上成熟的投资理念、经营策略、激励机制和合规风控体系等正进一步促进国内资产管理行业和财富管理行业的发展。中外机构在产品、股权、管理和人才等方面合作，大力扩展开放的广度和深度。

表 5 2020 年外资金金融机构进入国内金融市场概览

时间	事件
2020 年 1 月 16 日	首家外资独资保险控股公司安联（中国）保险控股有限公司开业，隶属德国安联保险集团
2020 年 6 月 9 日	证监会核准摩根大通期货有限公司变更股权，变更后由 J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LIMITED 100%控股，成为首家外资金全资控股期货公司
2020 年 6 月	首家外资独资人身保险公司：友邦人寿保险有限公司获批成立，由友邦保险上海分公司改建而来
2020 年 8 月 11 日	银保监会批复同意贝莱德建信理财有限责任公司筹建，贝莱德金融管理公司出资比例为 50.1%，建信理财有限责任公司出资比例为 40%，富登管理私人有限公司（Fullerton Management Pte Ltd）出资比例为 9.9%
2020 年 8 月 21 日	证监会核准设立大和证券（中国）有限责任公司，株式会社大和证券集团总公司持股 51%
2020 年 8 月 21 日	证监会核准设立贝莱德基金管理有限公司，是国内首家外资独资公募基金
2020 年 8 月 27 日	证监会核准设立星展证券（中国）有限公司，星展银行有限公司持股 51%
2020 年 9 月 24 日	汇华理财有限公司获中国银保监会批准开业。东方汇理资产管理公司出资比例为 55%，中银理财有限责任公司出资比例为 45%，是首家由外方控股的理财公司，是银行理财转型新范式的探索
2020 年 10 月	银保监会关于友邦人寿保险有限公司筹建四川分公司的批复，是友邦人寿的首家区域分公司
2020 年 12 月 5 日	证监会核准德意志银行（中国）有限公司证券投资基金托管资格
2020 年 12 月 31 日	银保监会批复同意中英合资的恒安标准养老保险有限责任公司开业

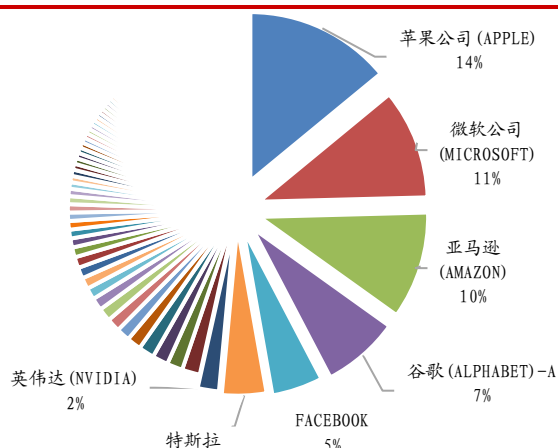
资料来源：中国银保监会，中国证监会，华宝证券研究创新部

2020 年 10 月，“十四五”规划中明确坚持实施更大范围、更宽领域、更深层次的对外开放，将更高水平开放型经济新体制基本形成作为主要目标，提出推进金融双向开放。与此同时，中国在全球金融体系中的权重和影响力在持续扩大，中国市场已经成为全球范围重要的战略性市场。随着中国市场的不断开放、营商环境的不断优化，国际投资者和市场参与者将会更加积极地布局中国市场，从而促进中国金融市场的加速成熟和完善，为市场参与者带来更多机遇。

7.互联网巨头市值快速增长，反垄断成为全球共识

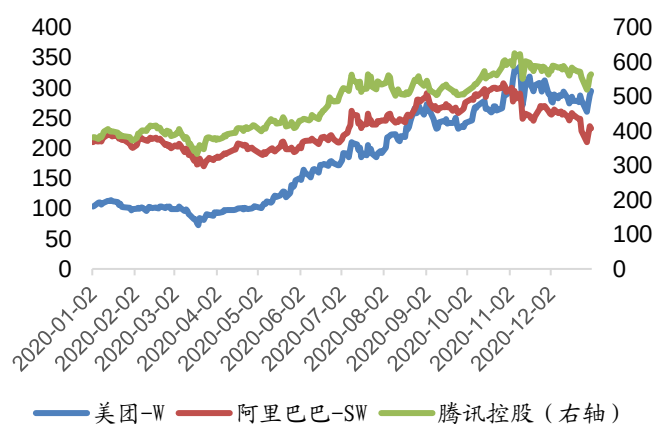
回顾过去的十年时间，无论是国内还是国外，都可以称之为互联网巨头发展的黄金十年。面对2020年的大变局之年，美国七家互联网与科技公司：苹果（Apple）、微软（Microsoft）、亚马逊（Amazon）、谷歌（Alphabet）、脸书（Facebook）、特斯拉（Tesla）和英伟达（Nvidia）市值屡创新高。截止到2020年底，7家公司总市值合计约8.5万亿美元，在资本市场的热捧与追逐下，2020年一年时间市值就新增了近3.4万亿美元。这也导致了在美国，互联网科技巨头的聚焦效应明显增加，7家公司占比纳斯达克（NASDAQ）市值前100公司的比重高达51%。2020年初，国内疫情形势严峻，用户线上服务需求大大提升，国内的腾讯、美团、小米、京东、拼多多、阿里等互联网巨头受到疫情线上化趋势加速等影响，股价也纷纷创出历史新高。其中，美团全年涨幅为189%，腾讯也有近50%的涨幅。在资本市场的快速增长是2020年全球互联网与科技公司的共性！

图6 美股7家互联网与科技公司占比纳斯达克（NASDAQ）市值前100公司的比重（截止日期：2020年12月31日）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图7 腾讯、美团、阿里巴巴三只港股2020年全年走势表现情况（单位：港元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

但与此同时，包括中国在内的全球各国监管部门，2020年开启了对互联网巨头前所未有的监管。国内比较有代表的就是平台经济反垄断调查与金融科技巨头监管，海外的则是对互联网巨头开展数字税监管。在互联网金融领域，各国监管部门对于互联网巨头布局涉猎金融的态度普遍转为谨慎中性，加强对互联网平台公司金融活动的审慎监管成为了全球各国政府的统一行动目标。总体而言，2020年是互联网巨头公司的小问题，却是互联网行业的大问题。2020年，泛金融类互联网产品遭遇到了强力监管一年，关于互联网公司的新政与领导人窗口讲话不断，互联网金融的大监管时代已经来临。

表6 互联网公司与互联网金融方面的监管人物讲话/政策/制度/事件

时间	领域	讲话、政策、制度、事件	具体内容
2020-3	数字税	英国征收数字税	对全球销售额超过5亿英镑、其中至少2500万英镑来自英国用户的科技巨头征收2%的数字服务税
2020-6	个人信息安全	《民法典》	《民法典》明确了个人信息受法律保护
2020-7	互联网反垄断	美国国会反垄断听证会	脸书、谷歌、亚马逊和苹果这四家科技巨头的首席执行官首次同时亮相，参与国会举行的反垄断听证会
2020-7	互联网贷款	银保监会	《商业银行互联网贷款管理暂行办法》
2020-9	金控管理	央行	《金融控股公司监督管理试行办法》
2020-10	互联网社区团购	厮杀到监管	美团、滴滴、阿里、京东等互联网巨头们厮杀的新战场——社区团购。2020年12月互联网平台企业要严格规范社区团购经营行为，严格遵守“九个不得”

2020-11	互联网金融 IPO	蚂蚁集团上市暂缓	蚂蚁集团从宣布上市计划、到 IPO 申请、到证监会同意注册、再到申购中签，最后到暂缓上市，全部时间约用时 3 个月（7 月 20 日—11 月 3 日总计 106 天）
2020-11	P2P	银保监会主席郭树清	11 月中旬实际运营的 P2P 网贷机构已经全部归零
2020-11	国内平台经济 反垄断	市场监管总局	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》 面向社会公开征求意见
2020-11	网络小贷	中国人民银行、银保监会	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》 意见反馈截止时间为 2020 年 12 月 2 日
2020-12	互联网存款	中国人民银行金融稳定局局长孙天琦在第四届中国互联网金融论坛	《第三方互联网平台存款：数字金融和金融监管的一个产品案例（续）》：互联网金融平台开展互联网存款类金融业务，属“无照驾驶”的非法金融活动，也应纳入金融监管范围

资料来源：Wind，央行，银保监会，上交所，华宝证券研究创新部

2020 年，中国的互联网金融领域大事不断，无论是互联网公司在金融领域中的各类大动作、大新闻，还是互联网金融监管政策的落地，互联网金融行业经历了其前所未有的且最为跌宕起伏的一年。2020 年互联网金融行业中，有不少细分领域在强监管的作用下泥沙俱下，速生速死。

大事件 1：互联网金融曾经的明星 P2P 正式落幕。2007 年开始兴起的中国 P2P 网贷（2007 年中国第一家 P2P--拍拍贷成立），经历了野蛮无序的发展后，2015 年 P2P 开启了全面整治规范之路，在 2020 年 11 月，全中国的 P2P 网贷机构数量最终清零，中国发展 13 年历史的 P2P 在 2020 年正式退出了历史舞台；

大事件 2：蚂蚁集团的 IPO 快速过会以及上市日前紧急叫停暂缓。蚂蚁集团的 IPO 进程可谓是 2020 年互联网金融最火热的话题，尤其是花呗、借呗背后的助贷、联合贷成为监管关注重点，并导致了京东金融、度小满等一系列互联网公司在未来能否顺利 IPO 上市成为疑问；

大事件 3：互联网存款创新产品止于 2020 年。2018 年，互联网存款产品正式诞生。当年，京东金融上线了富民银行的存款产品“富民宝”被认为是互联网存款的开端，2020 年京东金融也在招股书中明确提到公司为金融客户推荐了 200 万存款用户，2020 年 12 月，蚂蚁集团、京东金融、度小满、陆金所等多家互联网金融平台下架了全部互联网存款产品，仅诞生 2 年的互联网存款戛然而止；

大事件 4：平台反垄断成为了行业出现频率最高的关键词。2020 年 1 月，国家市场监督管理总局发布《〈反垄断法〉修订草案(公开征求意见稿)》，实施 11 年多的《反垄断法》迎来首次“大修”。2020 年 11 月，《关于平台经济领域的反垄断指南(征求意见稿)》公布（2021 年 2 月 7 日，国家市场监督管理总局网站正式《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》）。2020 年 12 月 24 日，国家市场监督管理总局发布了一句简短公告：近日，市场监管总局根据举报，依法对阿里巴巴集团控股有限公司实施“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查，平台反垄断是 2020 年所有互联网公司头上的达摩克利斯之剑。

此外，互联网长租公寓平台纷纷暴雷、金交所与类私募产品再次被监管通报、类金融机构与产品纳入统一监管、网络小贷征求意见发布、个人金融信息保护技术规范发布等都是互联网金融行业大监管的例证。

8.金融行业新业态，直播与短视频时代来临

2020 年受到疫情的影响，包括银行、证券、保险等金融机构在内的传统线下网点销售模式受到限制，而线上的直播则渗透到了各行各业，“万事皆可播”时代悄然来临，众多金融机构开始尝试这一新的业态形式。与传统的电商直播带货不同，金融机构的直播不局限于抢红包、卖金融产品，直播的

内容还包括市场宏观分析、微观个股点评、新闻热点事件解读、投资经理介绍、投资方法论宣传以及投资理念介绍等内容。

与此同时，各互联网平台纷纷提供了直播渠道。传统的门户平台如新浪财经提供了各类财经大 V 与金融机构路演，内容多以财经博主讲解为主要类型；支付宝、天天基金、京东金融等互联网机构纷纷在 APP 中主推财经直播板块。以支付宝为例，在其理财频道中添加了专门的理财直播栏目，公募基金入驻数量占据半壁江山，保险、券商资管等机构热度靠前（诸如：截止到 2021 年 3 月 5 日，财通资管的主播热度高达 2.7 亿，位列第一）。互联网平台更注重内容传播与客户流量的吸引，仍以支付宝为例，其平台每天直播的金融机构数量超过 20 家，部门热门话题或头部金融机构直播的观看量可超过 20 万人（诸如：2021 年 3 月 11 日下午，支付宝就有 25 家金融机构在不同时间段进行直播，明星基金经理例如中欧基金的曹名长，当天有超过 40 万人的观看数量）。

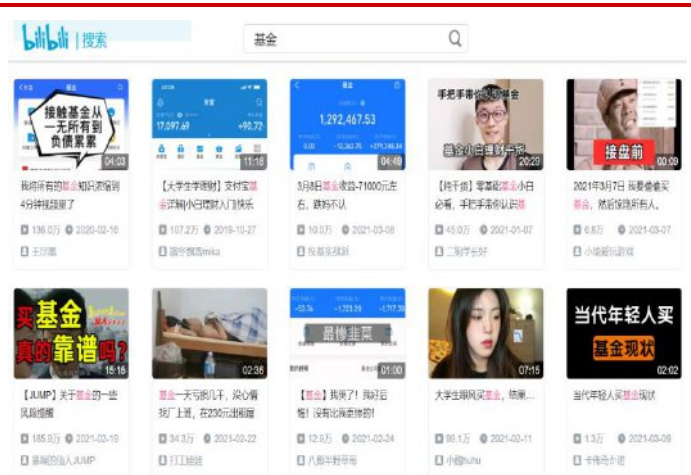
除了传统门户与互联网机构外，一些新兴的互联网平台诸如抖音、快手、小红书、Bilibili（哔哩哔哩）也纷纷加入财经直播与短视频领域。根据 Bilibili 官方公布的数据，相比 2019 年，2020 年投资理财类视频播放量同比增长 464%。此外，银行、证券公司等金融机构自身也加大力度投入直播板块的建设。以证券公司为例，2020 年券商 618 理财节，券商 APP 纷纷上线直播频道。部分头部券商如华泰证券、海通证券等在原有直播频道的基础上，增加送会员、送理财加息券等活动，内容和玩法更加多样，实现获客和流量的转化。

图 8 支付宝直播页面（左）与金融机构主播排行榜（右）



资料来源：支付宝 APP，华宝证券研究创新部

图 9 Bilibili 搜索基金关键词显示页面



资料来源：Bilibili 官网，华宝证券研究创新部

当然，面对全面直播和短视频时代的来临，金融机构与互联网平台不管是在产品宣传、大 V 推荐还是 UP 主投顾讲解等方面，依旧存在众多的风险与问题。首先，是大 V 或 UP 主金融从业适当性与资格资质问题。诸如在 B 站搜索基金类视频，一些短视频播放量高达百万，UP 主的粉丝也有近 20 万人，这些大 V 或 UP 主还会在视频里晒出基金实盘或投资建议以吸引人观看，然而这些来自 B 站、小红书、抖音等平台的理财博主，是否有专业的证券投资咨询资格、基金从业资格或者诸如 CPA、CFA 等资质证书，现阶段暂无统一要求。其次，业务宣传与介绍的适当性问题。诸如在 B 站、小红书上“靠基金一年能赚百万”、“提高睡后收入，分享基金赚钱的三个要诀”、“教你 10 块钱买第一支基金”、“我最看好的基金，无需操作躺赚”、“新手买基金保姆级教程”等各类基金理财标题内容极其夸大，讲解内容也没有出任何信息披露、风险告知等内容。第三，一些无资质主体的平台与机构擅自开展金融产品直播营销，诸如在某些付费知识平台上，大肆宣传某些基金理财产品，而这些平台并未拥有销售业务资格。

不规范的直播、夸大的宣传讲解、投资者利益的忽视、无资格大 V 带货等风险与隐患已引起监管部门注意。2020 年 9 月，央行发布《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》，金融消费者权

益保护得到高度重视；2020年10月，中国银保监会发布《关于防范金融直播营销有关风险的提示》，向投资者提示金融直播应注意甄别金融直播营销广告主体资质，选择正规金融机构和渠道购买金融产品，并认真了解金融产品或服务重要信息和风险等级，防范直播营销中可能隐藏的销售误导等风险。除了消费者利益保护，各类地方监管部门也积极引导金融机构合理开展金融直播。诸如在2020年4月，深圳证监局针对金融机构直播“带货”发布的证券期货机构监管通讯中，就提出了5点要求，比如提出要加强员工通过微信、网络直播平台等自媒体宣传推介基金的合规管控；对经公司合规审查的基金宣传推介材料采取不可修改或增加水印等防篡改措施。无独有偶，在2021年1月，天津银保监局发布《关于防范金融直播营销有关风险的提示》，提示社会部分金融产品相关的直播营销行为存在风险隐患，包括无资质主体擅自开展金融产品直播营销，涉嫌非法或超范围开展金融营销宣传活动；虚假或夸大宣传；信息披露、风险告知或提示不到位等风险。

但不可否认的是，金融直播和短视频等营销新业态在2020年已经开启，作为金融营销方式的一种创新，在互联网平台和金融机构的共同推动下，产品销售内容方式更加多样，投资者教育和投资者陪伴的形式越发多样化，线上推广和投资者交流互动，已经成为了金融机构客户拓展、客户维护、客户服务的新模式。但金融直播和短视频的快速发展背后，关于销售与服务的边界界定、直播与短视频人员资质管理、互联网平台业务许可范围等仍存在一定的灰色空间，在互联网平台经济强监管的趋势下，部分机构已经提前开始进行内部整顿。诸如近期，小红书平台表示：“平台会严格审核，严禁出现荐股荐基、私募产品不得公开宣传等法律法规明令禁止的内容”；B站从2021年3月开始，在基金等金融关键词搜索页面增加了“投资有风险，入市需谨慎”等提示。我们相信，规范金融直播和短视频会成为今后一段时期的主旋律，而作为新业态的直播与大V风口，也将迎来全新的发展阶段。

9. 收益凭证规模破万亿，雪球结构备受追捧

2020年券商收益凭证迎来了井喷的一年，发行规模首次突破万亿，根据中国证券业协会统计数据显示，2020年全年证券公司累计发行收益凭证36541支，发行规模11259.93亿元，较去年增长3929.13亿元，增长了53.60%。2020年12月证券公司发行收益凭证3891支，发行规模1066.82亿元，较上期增长249.94亿元，环比增长30.60%。

收益凭证分两种，一种是按照合同约定支付固定收益的“固定收益凭证”，另一种是与特定标的资产表现挂钩的浮动收益的“浮动收益凭证”，浮动收益型的收益凭证是将基础产品与衍生产品相结合，构造出固定+浮动、浮动、二元等收益结构，具有一定衍生产品的收益特性。在2020年，雪球结构是浮动收益型收益凭证中发行最热门的产品结构，在低利率、流动性宽松的市场环境中，雪球结构收益凭证的年化收益相比同期限理财产品更有竞争力。

作为证券公司向合格投资者发行的一种新型融资工具，只有获得场外期权交易商资质的证券公司才可以发行雪球结构收益凭证（截止2021年3月底，证券公司合计有8家一级交易商和33家二级交易商）。证券公司向投资者发行雪球结构收益凭证后，会通过动态买卖挂钩标的合约的方式来复制浮动挂钩收益，从而对浮动挂钩收益部分进行风险对冲，保持风险中性，在动态对冲的过程中，证券公司一直在对标的合约进行低买高卖，赚取其中的价差收益，这也间接稳定了标的合约市场价格，从而为资本市场提供了稳定器的作用。

雪球结构产品期限一般为12个月，挂钩标的一般为指数，产品设置敲入价格和敲出价格，敲入事件一般对标的收盘价每天观察一次，敲出事件一般对标的收盘价每月观察一次，雪球结构仅在产品（提前）终止时支付一次现金流，由于支付的是年化收益率结算的票息，越晚触发敲出，结算时累计的息票金额将越大。在低利率、流动性宽松的市场环境中，如果标的合约处于低估值区间，继续下跌可能性不大，或者即使下跌，幅度也不会很大，或者处于箱体震荡或震荡上扬的趋势时，投资者虽然需要承担可能的下跌风险（风险不会大于持有标的本身的风险），却能收取远高于现金管理的收益。

表 7 雪球结构产品举例

	产品条款
产品期限	一般为 12 个月
挂钩标的	一般为指数
敲入价格	比如期初价格的 60%
敲出价格	比如期初价格的 105%
敲入事件	对标的收盘价每个交易日观察一次, 挂钩标的收盘价低于敲入价格
敲出事件	对标的收盘价每月观察一次, 挂钩标的收盘价高于敲出价格
收益率区间	本金全部亏损至获得约定的年化收益 (比如 16%)

资料来源: 华宝证券研究创新部

投资者购买雪球结构产品, 相当于卖出一个行权价为敲入价格的看跌期权给证券公司, 并获得证券公司根据标的合约价格的波动率来设定的“期权费”, 即证券公司给投资者的年化收益, 证券公司按标的合约波动率给投资者定价, 赚的是波动率的钱, 标的合约波动率越高证券公司越喜欢, 因为可以通过不断的高抛低吸赚取价差收益, 从投资者的角度, 如果波动率高了就很容易发生敲入事件, 于是需要更高的年化收益 (期权费), 相反, 如果标的合约波动率降低, 价差收益的机会就少了, 产品的年化收益也会降低。

对客户而言, 在箱体震荡的行情中, 标的合约大幅下跌的概率不大, 但直接持仓标的合约的动力又不足, 这时候可以通过持有雪球结构收益凭证, 放弃上端收益来换取条件式的下跌保护, 通过承担一定的风险来获取远高于现金管理的利息收入, 实现了财富管理的需求, 丰富了投资的途径。证券公司发行雪球产品, 也极大地丰富了自身的产品线, 在满足客户需求的同时, 也平衡了自身的多空头寸, 让不同风险偏好的投资者都能参与到衍生品市场中。

雪球结构在海外及东南亚已经非常流行, 当下, 信托机构及私人银行的客户风险偏好和雪球结构收益凭证的收益风险特征有很高的契合度, 在各类理财产品净值化管理以及信托产品打破刚兑的背景下, 作为证券公司的表内资产, 这类浮动收益型收益凭证在资管新规下将会有更大的发展空间, 在信托公司开展房地产、融资类业务受限的背景下, 雪球结构收益凭证也是在谋求产品转型过程中的有力突破口, 越来越多的金融机构和券商合作开展类似于雪球结构收益凭证的业务。

10. 严厉整治金融违法违规行, 顶层制度建设保护投资者权益

2020 年是三大攻坚战的收官之年, 习近平总书记强调指出, “打好防范化解重大风险攻坚战, 重点是防控金融风险”。守住不发生系统性风险是底线, 风险的防范与处置是当前乃至未来几年内金融体系重要的任务。伴随着互联网金融风险大幅压降、包商银行及“明天系”核心金融机构被接管遏制风险蔓延、房地产金融化泡沫化势头得到遏制、地方政府隐性债务风险初步控制, 金融风险攻坚战取得了重要阶段性成果。在防范化解金融风险的过程中, 构建现代金融监管体系, 严厉整治金融违法违规行为是重要的构成部分。2020 年, “原油宝”事件引发了市场的广泛关注与讨论, 银保监会坚决表态, 将督促银行进一步加强账户类产品风险管控, 依法依规严肃查处违规行为。2021 年 3 月 2 日, 银保监会主席郭树清在推动银行业保险业高质量发展新闻发布会上指出, 2020 年处罚违法违规银行保险机构 3178 家次, 罚没金额合计 22.8 亿元; 清退、赔付消费者 177 亿元, 切实保护金融消费者合法权益。

表 8 2020 年银保监会处罚金额较大的案例

机构名称	违规事项	罚款
中国工商银行股份有限公司	未按规定将案件风险事件确认为案件并报送案件信息确认报告; 关键岗位未进行实质性轮岗; 法人账户日间透支业务存在资金用途管理的风险漏洞; 为同业投资业务提供隐性担保等	5470 万元
中国农业银行股份有限公司	向关系人发放信用贷款; 批量处置不良资产未公告; 批量处置不良资产未向监管部门报告; 违规转让正常类贷款; 个人住房贷款首付比例违规等	5315.6 万元

敬请参阅报告结尾处免责声明

中国银行股份有限公司	“原油宝”产品风险事件涉及相关违法行为：产品管理不规范；风险管理不审慎；内控管理不健全；销售管理不合规等	5050 万元，另外四名员工被罚合计 180 万
国家开发银行	为违规的政府购买服务项目提供融资；项目资本金管理不到位，棚改贷款项目存在资本金违规抽回情况；违规变相发放土地储备贷款；设置不合理存款考核要求，以贷转存，虚增存款等	4880 万元
中国长城资产管理股份有限公司	对附属法人机构管理失职；违反财务制度超支管理费；向监管部门报告的内部交易信息不实等	4690 万元
中国邮政储蓄银行股份有限公司	同业投资业务接受第三方金融机构信用担保；买入返售项下的金融资产不符合监管规定；信贷资产收益权转让业务接受交易对手兜底承诺等	4550 万元
中国信达资产管理股份有限公司	资产收购不审慎；违规收购非金融机构正常资产；通过内部交易掩盖风险。	910 万元

资料来源：银保监会，华宝证券研究创新部

早在 2013 年，国务院办公厅发布了《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，将保护中小投资者利益提升到新高度。近年来，监管层不断完善法律制度，致力于稳步推进金融基础立法，强化权力监管，构建现代金融监管体系。2020 年，新《证券法》落地，不仅新设了“投资者保护”和“信息披露”专章，还加大资本市场违法违规的惩处力度，在顶层制度设计上为重塑规范、透明的资本市场生态环境及保护投资者权益提供了可靠的法律保障。10 月，央行就《中华人民共和国中国人民银行法》公开征求意见，健全金融法治顶层设计，进一步发挥央行防范稳定金融风险、处置信用性金融风险的作用，加大了对金融违法行为的处罚力度；银保监会《中国银保监会行政处罚办法》正式稿也在 2020 年施行，旨在进一步提升金融违法违规成本，保护投资者权益。监管层从顶层制度出发，重拳出击，打击金融市场乱象，使得保护投资者权益有法可依、依法可行。

表 9 2020 年投资者保护相关政策

时间	事项	内容
3 月 1 日	新《证券法》正式落地	提高违法违规成本，新增“投资者保护”和“信息披露”两个章节，实现了我国投资者保护证券立法集中规定从无到有的进步
6 月 24 日	《中国银保监会行政处罚办法》	对银行业保险业行政处罚程序作了全面规范，完善行政处罚工作流程，依法加大行政处罚力度，充分保障当事人合法权益
7 月 31 日	最高人民法院正式发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》；证监会发布实施《关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》	《规定》对新《证券法》相关章节进行了解释细化，提高投资者提起和参加诉讼的便利性，大大降低了投资者维权成本，切实做到保护投资者合法权益，有利于有效惩戒资本市场违法违规行为，营造健康活力的资本市场环境
8 月 28 日	证监会颁布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》	进一步完善基金销售行为规范，推进公募基金销售机构提高专业服务能力，提升内部控制和风险管理水平，强化投资者权益保护
10 月 24 日	中国人民银行关于《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见	健全金融法治顶层设计，支持金融业稳健发展，提高违法违规成本，保护投资者权益
10 月 30 日	中国基金业协会发布《证券投资基金侧袋机制操作细则》	基金踩雷时后赎回投资人承担损失的可能性变大，侧袋机制有助于化解上述难题，还强调单独进行信息披露等，有助于保护投资者利益
11 月 21 日	国务院金融稳定发展委员会召开金融委第四十三次会议	研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作，充分展现了监管机构对投资者合法权益保护的高度重视、对欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为的“零容忍”态度
12 月 26 日	第十三届全国人大常委会第二十四次会议审议通过了刑法修正案（十一）	大幅提高了欺诈发行、信息披露造假、中介机构提供虚假证明文件和操纵市场等证券期货犯罪的刑事惩戒力度，压实保荐人等中介机

敬请参阅报告结尾处免责声明

		构的“看门人”职责，为打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场提供了坚实的法治保障
12月28日	银保监会发布《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法》（征求意见稿）	补足理财产品销售管理制度空白，明确银行理财子公司和代销机构的主要责任，强调两者“责任共担”，加强理财产品销售人员管理，切实保护投资者利益
12月31日	沪深交易所正式发布新修订的《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》以及《上海证券交易所科创板股票上市规则》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》等多项配套规则(合并简称“退市新规”)	本次退市新规的修改主要集中于完善退市指标、简化退市程序、加强风险警示三个方面，此次退市新规有利于加速垃圾股出清，推动资源向头部优质企业倾斜，加速行业优胜劣汰。对于个人投资者而言，退市新规提升了风险警示力度，有利于保障个人投资者的利益，引导理性投资。对于行业而言，新规有助于降低股票质押风险，提高整体上市公司质量，助力A股“健康牛”，从而吸引长期资金入市。

资料来源：国务院，中国人民银行，银保监会，证监会，沪深交易所，网页资料，华宝证券研究创新部

加强金融消费者教育和保护是防范化解金融风险的重要组成部分，同时也是金融机构应尽的责任与义务。金融机构不仅应当严格按照法律法规的规定，在合规的范围内拓展业务，还应当加强金融知识普及，做好投资者教育工作。金融机构在展业的过程中，应当让投资者懂得风险与收益的匹配性，准确识别金融诈骗类型，帮助客户树立“卖者尽责，买者自负”的正确投资意识；强化信息披露工作，加强对金融机构和从业人员的监管，制定明确的查处和惩罚制度。金融机构应该在监管部门的指引下，做好投资者教育工作，营造良好的环境生态，维护我国资本市场健康、稳定的发展。

二、2020 年资产管理行业时代背景

1. 收益率的锚——投资者的认知变化

市场是由人组成的，所以人的想法促成交易行为，交易行为再形成资产价格。如果大家都认为一个物品值 1 元，它就只会被交易成 1 元，但也许这个物品的使用价值或者价值创造并不是 1 元。

在投资时，从个体来看，每个人心中都会形成主观的收益率“参考点”，这个点，可能是投资标的的“历史业绩”，可能是自己投入的“成本”，更有甚者，可能是某个朋友或对手的“投资收益率”。从群体来看，普通投资者投资收益的锚，来自于市场主流投资品种的综合平均收益率，这一点，与机构从业者常探讨的货币政策的“锚”有所不同。

此“综合平均收益率”的锚的变动，会极大地影响投资者的集体决策结果。而锚的变动，来自于两个方面，一个是锚定的投资品的收益率的变化；一个是锚定的投资品种的变化。

存款时代——锚定一年期定存

进入 20 世纪 90 年代之前，中国还很少有可以被称为“投资者”的群体，国民闲置的资金，基本都会存入银行。只有少数有一定存款储备、思想先进的信息敏锐者，在 1981 年“国库券”发行后通过转让获取信息不对称的收益，或在 1983 年国有企业“原始股”问世后攒了不少家底。

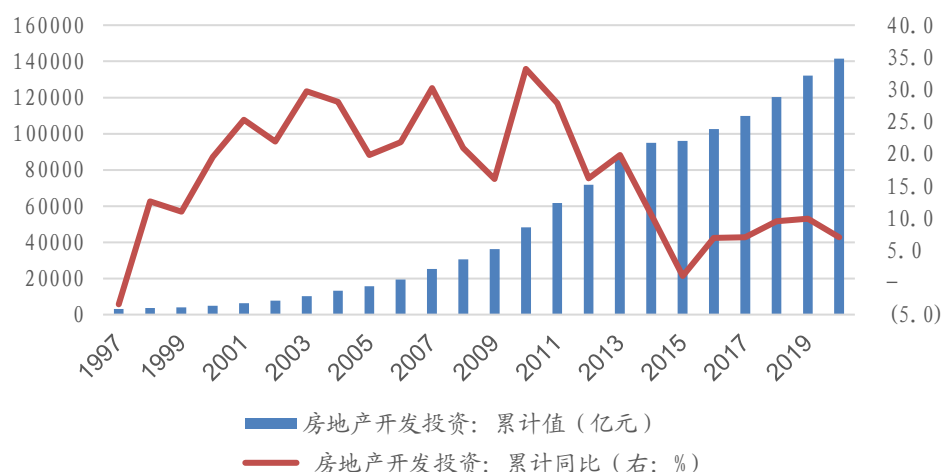
1990 年，随着沪深交易所的开业，股票投资正式走上历史舞台，国内的“投资者”人群也真正的开始积累。但在这个阶段，股票投资收益率还不能称之为投资收益的“锚”，因为主流的国民还是将存款当作核心的资产储备手段，鲜少有闲置资金去大量购置股票，虽然 90 年代掀起过炒股热潮，很多家庭会参与，但只会定额的拿出很小一部分资金去“炒股”，1994 年股指大幅下挫之后，居民用于股票投资的资产占比更小了。

在这个时期，一年期定存利率可以被视为“综合平均收益率”的锚，“存折”是当时家庭中比较普遍的资产凭证。

买房时代——锚定房价涨幅

1998年7月，国务院出台《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，“分房”一词淡出历史舞台，取而代之的是房地产“市场化”发展。1998年以来，房地产开发投资累计同比增速持续提升，到2000年达到20%以上，并一直维持到2013年才走下20%的增速台阶。同期，年房地产开发投资完成额，从1998年的3580亿元提升至2012年底的7.18万亿，翻了整整20倍。

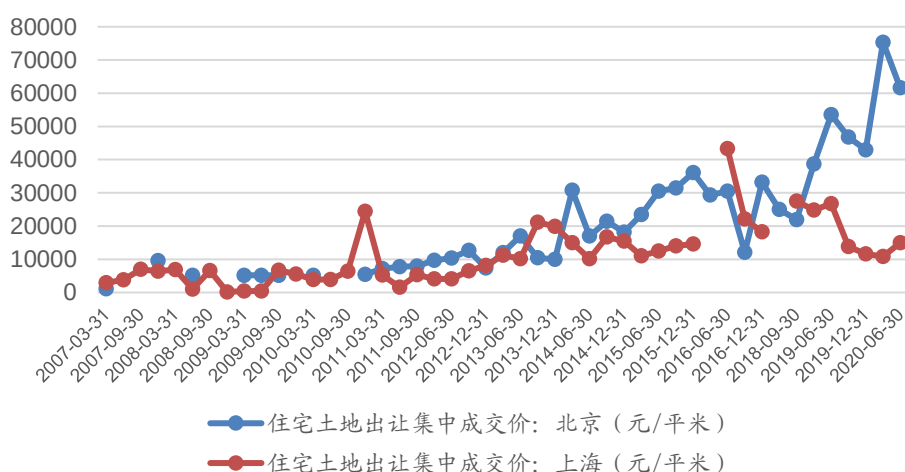
图10 1997年以来房地产投资累计规模及增速



资料来源：Datayes，华宝证券研究创新部

在此期间，一面是房地产投资的扩张，另一面是房价的高速上涨。2004年以前，由于土地的协议转让形式，房价相对可控，我国居民收入水平有限，能够有实力进行房产投资的人数有限。2004年以后，土地协议出让改为公开竞价出让，资本实力成为开发商获取土地的重要因素，土地价格水涨船高，带动房地产价格进入高速上涨通道。

图11 代表一线城市土地成交价走势



资料来源：Datayes，华宝证券研究创新部

2007年金融危机造成了各类资产的短暂风险和价格波动，投资者深刻认识到“投资有风险”，房产的“无风险”属性受到短暂的质疑。但很快，四万亿计划的启动，带动了固定资产投资的再次腾飞，随之应运而生的，还有“房地产信托”产品。

在这个时期，房产投资收益（包括房价涨幅和地产信托收益率）被视为“综合平均收益”的锚，没有资金实力，无法参与房产投资和房地产信托投资的投资者，仍旧以银行存款、股票投资等投资方式

敬请参阅报告结尾处免责声明

为主，有能力的投资者则都依靠地产赚足了身家。事实上，在那一段监管缺位的年代，信托大拆小的方式非常普遍，帮助大量资金实力有限的投资者简介实现了地产投资收益。

理财时代——银行理财预期收益率

2013 年到 2018 年，我们称之为理财时代，并不是因为理财产品此时才诞生，事实上，1997 年，中国第一批基金管理公司就诞生了；2004 年，第一只人民币银行理财产品就发行了。但在 2013 年以前，银行理财和公募基金的体量都都很有限。

随着 2013 年余额宝的横空出世，居民存款开始向宝宝类产品和货币基金腾挪，与此同时，银行理财产品进入高速发展通道。彼时，货币基金可以通过期限错配提升收益率，使其成为新的“活期存款”的锚。银行理财因为可以通过非标投资和期限错配大幅提升收益水平，且银行理财在银行的信用背书下实现了完全的“刚性兑付”，使其预期收益率成为投资者心目中“无风险收益率”的锚。

直到 2017 年 10 月，《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》的实施结束了货币基金的高收益时代，2018 年 4 月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的发布，结束了银行理财的高收益时代。

在此期间，虽然股票投资、债券投资等始终是居民投资的选择，但是由于我国居民对于“无风险”的极度偏好，此类市场化程度高且价格波动频繁的资产投资收益，并不会成为我国大部分投资者对于市场资产定价的主要参考。

投资时代——起于权益基金

2019 年是资管新规实施以后的第一个自然年，也是资管业务重整旗鼓，以相对规范的态度再出发的第一年。这一年，很多事情都处于过渡状态：理财子公司刚开始设立，产品还不成熟；券商资管、信托资管等刚开始谋求转型，方向还不清晰；净值型产品刚开始逐步宣传，投资者接受度还不够高；私募基金刚开始探索投资顾问服务，模式还不稳定……

2020 年一切开始步入正轨，我们也更加清晰地看到了财富管理时代的开启，以及这条道路向前的不可逆性。新冠疫情成为了这场开幕式上的插曲，也创造了一个更加难忘的开端：股票和权益型基金的快速发展。

在之前的三个时代，居民核心的资产主要配置于三个地方：以存款和货币基金为代表的高流动性资产；以银行理财为代表的中等流动性资产；以房地产为代表的低流动性资产（资产的流动性以持有期、变现的难度和周期为评估标准）。2019 年以来，三类资产的收益率都已经下降到足够低，以至于投资者需要将资金腾挪至其他类资产的地步。而股票市场在疫情冲击下大幅下挫后，从卫星资产转而走入居民资金配置的中心地带。

沪深 300 指数在 2019 年和 2020 年的涨幅分别为 36.07% 和 27.21%；中证主动式股票型基金指数在 2019 年和 2020 年的年涨幅则更是达到 48.5% 和 61.78%。连续两年的高涨幅事实上误导了一些新手投资者对投资的“综合平均收益率”的锚的定位，使得部分投资者对股票市场长期平均投资收益率的高估。

以权益基金为代表的净值型资产管理产品将会成为投资时代的主流产品，在这个时代，未来投资者心中的“综合平均收益率”的锚还没有真正形成，还在大家不断尝试的过程中酝酿，但是“无风险收益率”的锚却非常确定了，就是已经越来越市场化的存款利率，而作为替代的货币基金和现金管理类银行理财产品的市场规模不会无限大，也或者只会成为存款利率市场化终极形态前的过渡品。

2. 资管管理与财富管理的逐步融合

以上，我们都在谈投资的事情，聚焦在一个比较微观的点上，即投资者对投资收益率的锚。以下，我们会谈论更宏观一点的话题，关于投资的角色和定位，关于资产管理和财富管理。

在很长的时间里，很多人对财富管理和资产管理的概念都是比较模糊的，有些人认为是一个意思两个不同的词语而已。事实并非如此，但对概念的混淆代表了居民甚至是大量金融从业者的广泛认知。

什么是资产管理？按照资管新规的定义，资产管理是一种业务形式，是金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。很明确，资产管理的对象是物质财产——现金、房产、股票等等，资产管理的业务模式是投资管理与运作，核心是投资能力。什么是财富管理？同样作为金融服务，财富管理的范畴更大，指对一个人或家庭的全生命周期的有形财产和无形财富全面的规划、配置、投资、传承等一系列服务。财富管理的业务模式包括了财务规划、税收规划、资产配置、投资管理、财富传承等等。从这个角度看，资产管理只是财富管理中投资和传承的环节中所使用到的服务和工具。财富管理以人中心，而资产管理以物（资产）为中心。

2013 年以前我国金融市场上，针对普通投资者可以说是没有财富管理服务的，即使是私人银行、信托及三方理财等针对高净值客户的财富管理服务也并不完善和成熟。主要的服务都集中在资产管理上。2012 年之前，资产管理机构发行的正规的资产管理产品主要包括公募的银行理财和公募基金，以及私募的基金专户和信托。

2013 年开始，随着余额宝的问世，居民存款开始逐步搬家，随之而来的是资产管理行业的黄金发展期。2012 年证监会的一系列监管办法出台，资产管理产品家族成员大幅扩充，彼时，私募资产管理产品已经涵盖了基金专户、私募基金（全国人大通过新修订《证券投资基金法》，增加“非公开募集基金”章节，对私募基金做出相关规定）、券商资管，基金子公司资管计划、信托计划、期货资产管理计划等多类机构发行的多类产品。与此同时，居民将存款腾挪进各类资产管理产品的过程，激发了居民的财富管理意识，带动了财富管理行业的起步，但那时的财富管理仍旧以投资活动为主，比较零散、不系统，银行理财经理为代表的投资顾问群体主要以销售资产产品为导向，并不具备财务规划、资产配置等全方位的能力。

随着资管新规后，理财时代向投资时代过渡，我们逐渐看到了财富管理行业大发展的迹象。这种发展的核心驱动力，来自于净值化转型后各类资产管理产品的去通道化，以及产品的同质化竞争。以前资产管理机构着眼于如何通过产品形式、结构的包装以及风险的延后去提升当下的产品收益率，达到非良性竞争的目的；以后资产管理机构被迫规范净值化投资后，则开始着眼于如何通过提升专业的投资管理能力提供具备同类竞争力的产品，以达到良性竞争的目的。

然而产品的同质化也带来的收益率的趋同，因此，在以物为中心的资产管理环节很难做出明显的差异化竞争力了，于是，金融机构也逐步将目光投向了以人为中心的财富管理综合服务上，期待通过其他财富管理服务的专业性吸引投资者目光。这个转换的过程大概会体现出以下几个主要的变化：

1、专业的资产配置环节逐步前置于资产管理

在普通投资者无法简单获取到资产配置建议的时期，资产配置的实施者主要是两类：投资者自己和资产管理机构。投资者通过对自己风险承受能力的评估和有限的金融知识，决定将多少钱用于存款，多少钱拿来买理财，多少钱拿去买股票或者基金。但是这种粗略的配置既不会考虑资产之间的相关关系，也不会考虑投资组合的合理性，更多的是考虑流动性需求。另外有一部分对于风险分散和资产配置有比较明确认知的投资者，会选择一些具备资产配置策略的资产管理产品，将专业的资产配置的工作交给投资经理来完成。

未来，财富管理的发展过程，会形成基础配置服务智能化、高净值配置服务专业化以及金融专业大 V 普及化的局面：如果投资者要求不高，也不具备专业的学习能力，则使用智能化的资产配置服务；如果投资者有一定的学习和进步的诉求和能力，可以通过向专业大 V 的学习增强个人的配置能力；高

净值客户则可以选择一对一的投资顾问来获取更加定制化专业化的配置服务。相比以前专业的资产配置服务通过配置型资产管理产品实现的方法，专业的资产配置环节将被大幅前置。

2、金融产品的设计从投资端导向转为需求端与投资端的融合

资产配置的前置所带来的系列变化，也包括金融产品设计逻辑的转变。当资产配置在金融产品选择之前完成时，资产管理产品的功能则会进一步工具化，即提供有明确的投资策略以及风险收益特征的产品给投资者和投资顾问进行选择，以完成他们相对有效的资产配置工作。

以前金融产品的投资以投资经理个人风格为主——有什么产品投资者买什么产品；以后，金融产品的投资则需要满足不同的配置需求——产品投资策略需要精细化。当然，具有极强的投资能力和判断力的投资经理依旧可以成为投资者们热衷的选择，但最终会头部化明星化，而更多的产品则需要工具化。

3、金融产品的选择专业化精细化

随着财富管理服务的普及，金融产品的选择会逐渐从投资者自己决策转向投资顾问建议（智能化或个性化），过往的销售手段和宣传导向会逐步面临失效——如信息轰炸或信息误导等。大家不会再简单根据过往一段时间的历史业绩或者名气就做出投资决策，而是会对投资经理做更清晰的画像——能力、策略、风格、团队甚至性格特点，并以此为基础选择当下最适合投资者的金融产品。

4、投资者教育及投资者行为大发展：机构与投资者的双向约束

在资产管理为主的时代，投资者其实是弱势的：他们专业知识不足，信息获取有限。资产管理机构一方面在迎合投资者的非理性需求，一方面也在引导投资者的非理性需求，最终目标就是实现资产管理产品最大程度的销售。

销售是买定离手的交易，而财富管理则是细水长流的合作。在一个长期的合作关系中，非理性需求的引导和迎合最终会带来投资管理工作实施的巨大障碍，最终阻断可持续发展的道路，因此，为了维持长期的合作，做正确的投资者教育和理性的投资者引导，显得尤为重要。

长期的合作也会带来机构和投资者的相互需要和双向约束：不好的财富管理服务会带来客户的流失，而不理性的投资者也会提升财富管理服务的难度甚至影响机构品牌形象和口碑。投资者教育将成为全体金融从业人员的共同任务，而投资者行为分析与改善也会成为从监管到机构的研究重点。

第二部分——各类金融产品跨市场回顾与展望

一、2020 年公募基金年度报告

1.2020 年公募基金市场回顾

1.1.基金市场规模与发行及创新产品

1.1.1.基金市场规模与份额变化：规模与份额增长迅猛

根据基金业协会数据，2020 年，全市场公募基金规模 19.89 万亿元，相对于 2019 年新增 34.66%（5.12 万亿）；全市场基金份额 17.03 万亿份，相对于 2018 年新增 24.4%（3.34 万亿）。无论是规模还是份额均增长迅猛，其中规模增长为过去五年来最高，贡献主要来自于混合型基金；份额增长速度仅次于 2017 年的 24.6%，但不同的是 2017 年的份额增长主要来自于货币型基金，而 2020 年的份额增长主要来自于混合型基金，混合型基金份额增长率达 88.4%。

表 10 2020 年 12 月公募基金市场数据

类型	数量（只）	份额（亿份）	规模（亿元）	规模占比
封闭式	1,143	23,967.66	25,609.21	12.87%
开放式	6,770	146,378.86	173,305.70	87.13%
其中：股票型	1,362	11,930.28	20,607.94	10.36%
其中：混合型	3,195	27,857.78	43,600.75	21.92%
其中：货币型	332	80,915.99	80,521.47	40.48%
其中：债券型	1,713	24,660.60	27,286.59	13.72%
其中：QDII	168	1,014.21	1,288.94	0.65%
总计	7,913	170,346.52	198,914.91	100.00%

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

从历年公募基金的产品类型规模占比变化看，货币市场型基金由 2018 年的占比高位 62.8%逐年下滑，至 2020 年占比为 46.5%；股票型、混合型基金的占比自 2018 年以来逐年提升，分别由 6.8%提升至 11.9%、11.2%提升至 25.2%。混合型基金提升最明显，占比翻倍增长。

图 12 历年公募基金总规模与总份额

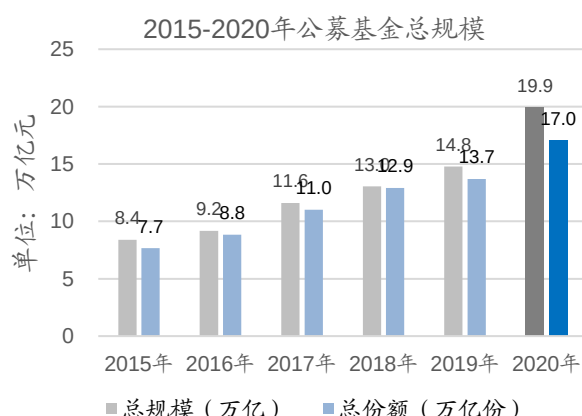
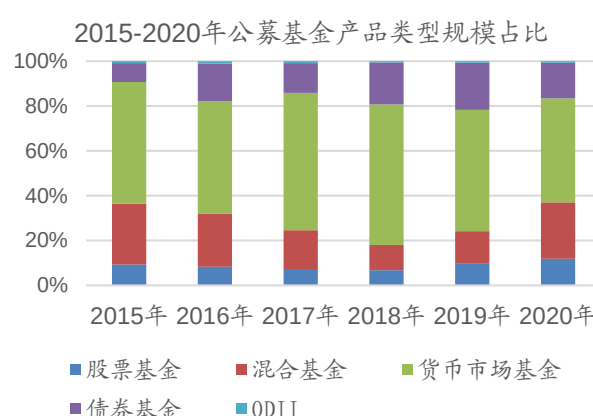


图 13 历年公募基金产品类型规模占比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：统计类型均为开放式基金

1.1.2.2020 年市场产品发行情况：权益类产品大爆发

2020 年全年发行产品 31372.5 亿份，其中发行规模从大到小排序为混合型基金、债券型基金、股票型基金、另类投资基金、国际（QDII）基金和货币市场型基金，上述产品全年分别发行的份额和占总发行规模的比例为：16799.37 亿份（53.5%）、10754.30 亿份（34.3%）、3613.09 亿份（11.5%）、156.79 亿份（0.5%）、48.97 亿份（0.2%）、0 亿份（0.0%）。其中：债券型基金中主要为中长期纯债型基金（占债券型基金 73.1%），混合型基金中主要是偏股混合型基金（占混合型基金 72.2%），股票型基金则主要是普通股票型基金（占股票型基金 64%）。可以看出，混合型基金贡献了最大的发行比例，而偏股混合型基金又是其中最主要的力量，公募基金权益型产品在 2020 年迎来大爆发。

图 14 历年公募基金产品发行情况（单位：亿份）

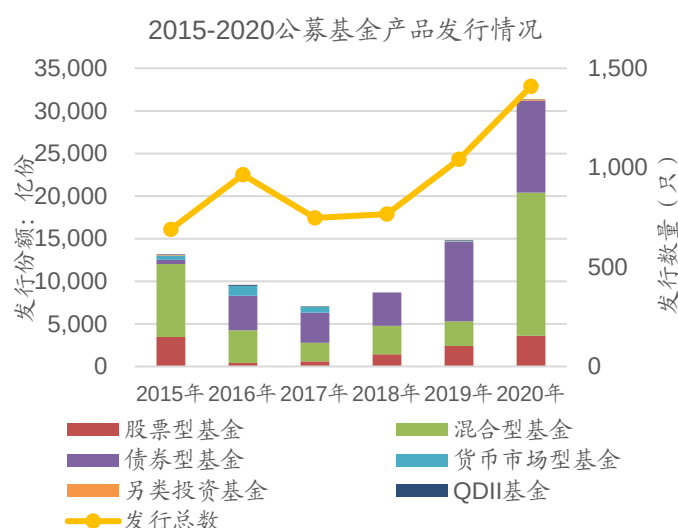
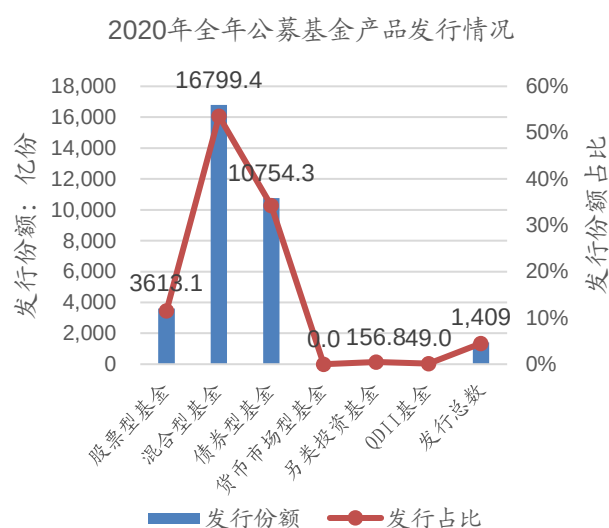


图 15 2020 年全年产品发行情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.主动权益基金表现回顾

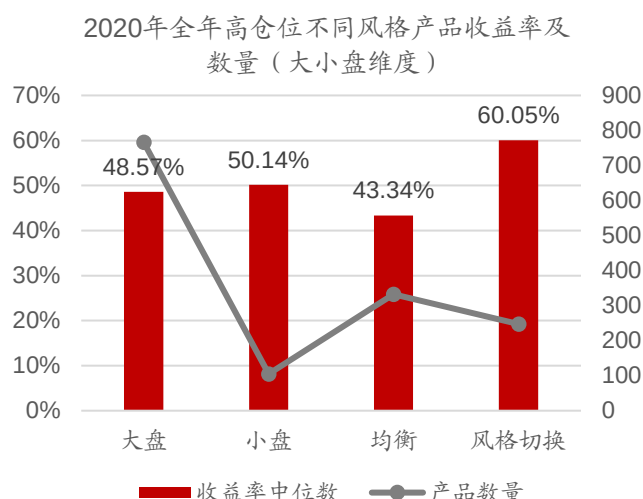
2020 年 A 股市场取得亮眼表现，沪深 300 上涨 27.21%，创业板指上涨 64.96%，万得全 A 上涨 25.62%。纳入统计的 1470 只仓位在 50% 以上的主动权益基金（包括 Wind 分类的普通股票型基金、平衡混合基金、灵活配置型基金、偏股混合型基金）中，收益率最大值达 166.56%，中位数 58.08%，最小值 -3.74%。高仓位偏股混合型基金收益率中位数最高，达 59.32%。1356 只基金收益率高于沪深 300、1375 只基金高于 wind 全 A，超越两只指数的产品占比分别达到 92.2%、93.5%；超越创业板指数的比例则明显较低，38% 的统计产品超越创业板。平均仓位高于 80% 的基金产品收益率中位数更高，超越创业板指数的占比也更高，达 40.3%。

1.2.1.2020 年不同风格主动权益基金表现

将高仓位主动权益类基金（2020 年四个季度平均仓位高于 70%）按照其投资风格进行划分，在大/小盘维度上形成大盘、小盘、均衡、风格切换产品；在价值/成长维度上形成价值、成长、均衡、风格切换产品。2020 年大小盘风格差异较小，价值成长风格差异较大，成长风格收益亮眼，价值风格落后明显。如下所示：

敬请参阅报告结尾处免责声明

图 16 高仓位混合基金超额收益 (2015-2019)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 高仓位基金要求 2020 年 4 个披露期平均仓位大于 70%

图 17 高仓位混合型基金超额收益 (2015-2019)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 高仓位基金要求 2020 年 4 个披露期平均仓位大于 70%

2020 年,主动选股权益基金中(非行业主题型)表现较好的农银汇理工业 4.0、农银汇理研究精选在 2020 年收益率分别达到 166.56%、154.88%, 均被基金经理赵诣包揽, 成为 2020 年冠军基金经理。

1.2.2.2020 年疫情期间主动权益基金及市场表现

2019 年 12 月以来,新冠肺炎疫情爆发,从开始到 2021 年至今给全球带来的影响仍未完全消除。在本次持续 1 年以上之久的全球大流行疫情中, A 股却仅仅受到了 2 个月左右的影响和波动,并且在疫情的影响削弱后继续上攻。流动性充裕、市场估值扩张是 2020 年全年 A 股的主要逻辑。

从 2020 年 1 月-3 月疫情回调期以及前、后两个月不同风格主动权益基金收益率看, 成长风格基金在三个阶段内均领先, 2020 年 1 月至 3 月疫情影响期间收益率中位数-7.6%, 跌幅远低于同期价值风格产品, 并且在 3 月疫情影响消退后进攻最佳。指数之间的表现在疫情期间差异更大, 创业板跌幅仅-5.6%, 而沪深 300 跌幅达-16%。创业板表现强势, 疫情回调期及疫情回调之前的 2 个月期间, 成长风格主动权益收益率中位数均跑输创业板。

图 18 2020 年 1-3 月疫情回调期间及前、后两个月不同风格主动权益基金收益率中位数

	2019/11/15- 2020/1/14	2020/1/14-2020/3/23 (疫情回调期)	2020/3/23- 2020/5/22
成长	10.1%	-7.6%	8.6%
价值	10.0%	-12.8%	3.9%
均衡	9.2%	-11.3%	6.3%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 19 2020 年 1-3 月疫情回调期间及前、后两个月不同指数收益率

	2019/11/15- 2020/1/14	2020/1/14-2020/3/23 (疫情回调期)	2020/3/23- 2020/5/22
创业板	13.6%	-5.6%	6.9%
沪深300	7.3%	-16.0%	4.7%
wind全A	9.9%	-12.7%	2.7%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.2020 年的创新产品

2020 年公募基金产品线持续丰富，新三板精选层产品、海外主题基金、科创板基金等新产品诞生，还有的创新产品虽然未正式发行落地，但是渐行渐近正待起航，如公募 REITS。

①公募 REITS 开闸：

REITS(Real Estate Investment Trusts)通过发行权益性证券的方式，将募集资金投资于流动性较低的不动产，并将不动产经营产生的收益分配给投资者。2020 年 4 月 30 日，国家发改委和证监会联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称《通知》）。在《通知》发布之前，我国 REITS 产品以私募类 REITS 为主，底层资产已涵盖高速公路、租赁住房仓储物流等多种不动产。而此次《通知》标志着我国基础设施公募 REITS 试点正式开启，未来 REITS 的大门将以低投资门槛的便利向个人投资者敞开。

在公募 REITS 试点的投资方向上，本次《通知》中有高度明确的政策支持：1、地域方面主要聚焦于京津冀、长江三角等重点区域；2、行业方面主要聚焦重点行业，优先支持基础设施，包括仓储物流、高速公路、生态环保、产业园区等，未包括商业地产和住宅；3、项目方面筛选严格，试点项目应为权属清晰、经营模式和市场化成熟、有稳定现金流、原始权益人及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全的优质项目。在项目运作方式上，《通知》规定公募 REITS 采取封闭式运作，交易结构以公募基金+ABS 的框架运行，公募基金负责 REITS 产品的管理，不直接持有底层资产，聘请专业机构进行底层资产的运营管理。《通知》还规定基金年度可分配收益中分配给投资者的比例不得低于 90%，充分借鉴了海外成熟 REITS 的经验。

公募 REITS 开启试点，是我国金融产品的重大创新。站在投资人的视角，REITS 产品的风险收益特征兼具股性和债性，与股票、债券均有较低的相关度，是一种可分散组合风险、丰富组合收益来源的一种另类产品。普通个人投资者也能够以低成本资金通过 REITS 分享基建、不动产发展带来的成果。从国家基础设施建设的角度，公募 REITS 开辟了社会公众资金参与基建投资的新渠道，可以盘活优质的存量基建资产，有利于补充基础设施的短板、降低地方政府债务风险。

②海外配置工具添稀缺品种，越南主题股票基金与法国 CAC40ETF 发行：

继投资于日本、印度的 QDII 基金成立后，亚洲地区主题基金再添新国家。2020 年 1 月 20 日，境内首只专门投资越南权益市场的主题基金——天弘越南市场股票型基金（QDII）正式成立，发行份额 2 亿份。该基金为主动管理型发起式基金，限售 2 亿元，基金管理人认购金额不低于 1000 万元，持有期限不低于 3 年。根据《招募说明书》，天弘越南市场比较基准为越南 VN30 指数收益率（使用估值汇率折算）*90%+人民币活期存款利率（税后）*10%。越南 VN30 指数的成分股从越南全指（VNAIshare Index）中选择市值排名靠前且流动性较好的 30 只股票组成，代表了越南大盘股的表现。截至 2021 年 1 月 20 日，基金自成立起一年期间总收益率 20.57%，最大回撤-25.56%。基金在 2020Q1-Q4 期间投资于越南地区占股票市值比均达到 100%，纯度高，工具属性强。

除亚洲地区外，投资于欧洲地区的 QDII 基金也添重要标的。2020 年 5 月 29 日，华安法国 CA

C40ETF 登录上交所，发行份额 2.57 亿份。根据《招募说明书》，基金主要采取完全复制法，紧密跟踪法国 CAC40 指数，投资标的指数成份股、备选成份股的资产不低于基金资产净值的 90%。法国 CAC40 指数是法国市场最早、使用最广泛的股票指数，由流动性好的法国 40 只蓝筹股组成，覆盖行业 30+，包括空客、雷诺等高端制造业以及爱马仕、LV 等高端奢侈品行业。截至 2020 年 12 月 31 日，基金自上市以来收益率 13.37%，最大回撤-12.95%。

表 11 2020 年成立的投资于越南、法国的 QDII 基金

产品代码	产品名称	基金经理	产品成立日	首发合计募集份额 (亿份)	2020Q4 规模 (亿元)
008763.OF	天弘越南市场 A	胡超	2020/01/20	2.00	6.81
513080.SH	华安法国 CAC40ETF	倪斌	2020/05/29	2.57	0.53

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

③公募基金投资新三板试水：

2019 年 10 月 25 日，证监会在新三板市场原有的基础层、创新层基础上设立精选层。在精选层挂牌一定期限，且符合交易所上市条件和相关规定企业，可以直接转板上市。新三板精选层大部分公司估值低于 A 股，有可挖掘的投资机会，但是未转板的股票有较高的流动性风险。2020 年 4 月 17 日，证监会正式发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》（以下简称《指引》），明确股票型基金、混合型基金以及证监会认定的其他公募基金可投资新三板精选层股票，标志着新三板改革措施的进一步落地，个人投资者也可借道公募基金低门槛参与新三板投资。《指引》中要求管理人在机构内控、产品设计、投资限制等多方面加强流动性管理，以公允估值法估值，并依照证监会规定在法定情形下启用侧袋机制。

2020 年 6 月 3 日，6 只首批可投资于新三板精选层的公募基金正式得到证监会批复，招商、华夏、汇添富、富国、万家、南方共 6 家基金公司率先破冰。从 6 只基金的《招募说明书》看，绝大多数基金规定配置投资于新三板精选层股票的比例不超过基金净资产的 20%。同时，基金也可根据投资策略需要或市场环境的变化，选择投与不投资新三板精选层，新三板精选层股票并非基金的必要投资标的。首批可投新三板精选层的公募基金实际参与投资新三板的比例较低。

表 12 2020 年首批可投新三板精选层公募基金

基金代码	基金简称	基金经理	基金成立日	2020Q4 基金规模 (亿元)
009681.OF	南方创新精选一年定期 A	罗安安,雷嘉源	2020-07-21	29.66
009683.OF	汇添富创新增长一年定开 A	马翔	2020-06-22	27.49
009688.OF	万家鑫动力	高源	2020-06-18	14.60
009693.OF	富国积极成长一年	杨栋	2020-06-15	21.41
009695.OF	招商成长精选一年定开 A	郭锐,万亿	2020-06-19	11.26
009697.OF	华夏成长精选 6 个月定开 A	林晶,顾鑫峰	2020-06-12	22.54

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

④主投科创板公募基金诞生：

2020 年 5 月，南方、博时、富国和万家 4 家基金公司上报了科创板封闭运作基金。值得注意的是，此批基金名称中包含的字眼均为“科创板”，与此前发行的“科创主题”基金有所不同：科创主题基金的投资范围较为宽泛，对于科创主题的界定主要以行业划分，并非严格限定在科创板上市股票中，还包括创业板、中小板等；而科创板基金均要求基金有较高比例的资产投资于科创板上市股票。随着越来越多的公司在科创板上市以及基金公司逐渐累积科创板的投资经验，基金公司也从谨慎布局到看好，更多聚焦于参与科创板的投资机会。

表 13 2020 年首批主投科创板公募基金

基金代码	基金简称	基金经理	基金成立日	2020Q4 基金规模 (亿元)
506005.OF	博时科创板三年定开	肖瑞瑾	2020-07-29	28.94
506000.OF	南方科创板 3 年定开	茅炜,王博	2020-07-28	31.40
506003.OF	富国科创板两年定开	李元博	2020-07-29	32.98
506001.OF	万家科创板 2 年定开	李文宾	2020-08-03	14.09

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2.2020 年公募基金九大悬疑

2.1.基金经理投资风格是否与市场同步切换?

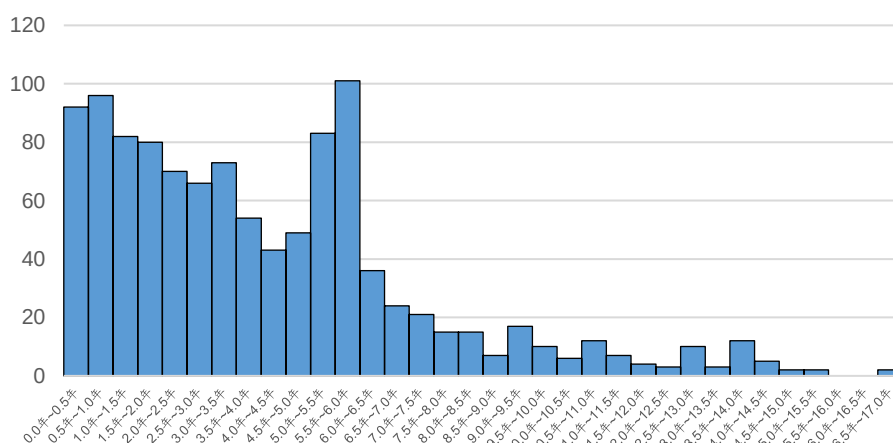
2.1.1.过去五年主动权益公募基金成长/价值风格偏好

2020 年的权益市场延续 2019 年成长风格的强势,成长风格的基金产品取得了良好的业绩表现。在 2021 年,市场却遭遇了一轮剧烈的风格切换,价值风格的产品成为了新的领跑者。我们对过去基金产品与基金经理们的风格偏好做出一个总结,并尝试构建指标帮助投资者建立对基金经理特定风格中投资能力的认知。

2.1.1.1.基金经理任职年限分布

截至 2020 年 12 月 31 日,所有在任非行业主题型主动管理基金经理的管理年限分布图。1102 位基金经理管理年限均值为 4.08 年,中值为 3.43 年,最大值为 16.65 年。具体分布如下图 20 所示:

图 20 截至 2020/12/31,所有在任非行业主题型主动管理权益基金经理管理年限分布图

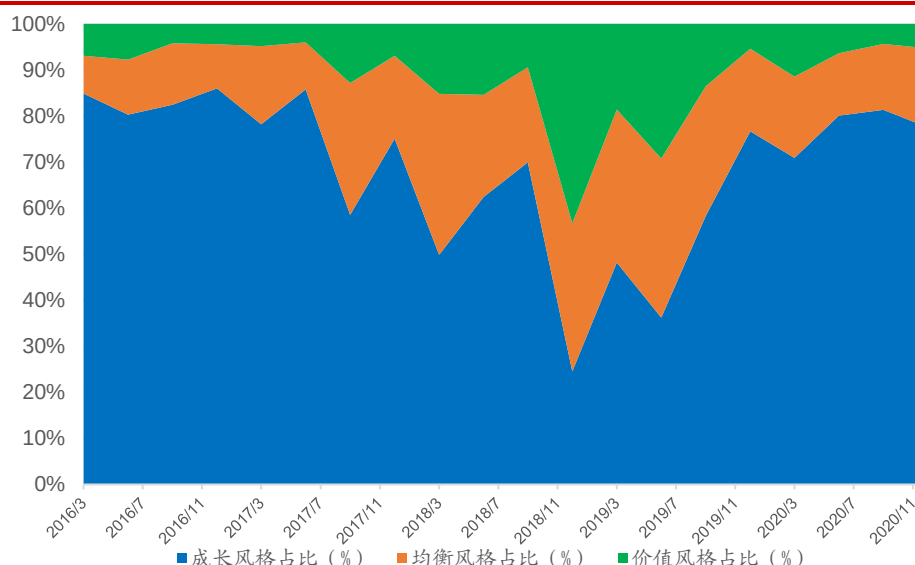


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部。时间截至 2020/12/31。

2.1.1.2.过去五年主动权益公募基金产品投资风格占比: 成长为主流, 与市场同步

以 2016 年初至 2020 年末的五年为考察区间,对全市场(非行业主题型)主动管理权益基金每季度使用 Sharpe 模型进行风格刻画,统计各风格占比,如下图 21 所示,可以看出,自 2016 年初来的五年中,基金经理保持成长风格是长期主流。

图 21 成长风格为长期主流，2018 熊市末价值风格占比快速增长



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

同时我们也注意到，主动权益基金中成长/价值风格的占比与成长指数相对于价值指数的强势程度有较强的相关性，我们将这种相关性展示在下图 22 中，自 2016 年初至 2018 年末的区间中，价值风格相对于成长风格持续强势，主动权益基金中的价值风格占比也持续增加，并在 2018 年末达到过去五年中的最大值。在近两年中，成长风格则持续保持强势，因此成长风格的产品数量也随之回升。在过去五年中，如果我们将所有主动权益基金看作一个整体，这个整体表现出对市场强势风格的同步追逐。

图 22 主动权益基金中成长/价值风格的占比与风格指数的相对强弱有较强的相关性



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。注：相对强弱曲线由成长指数除以价格指数计算得出。

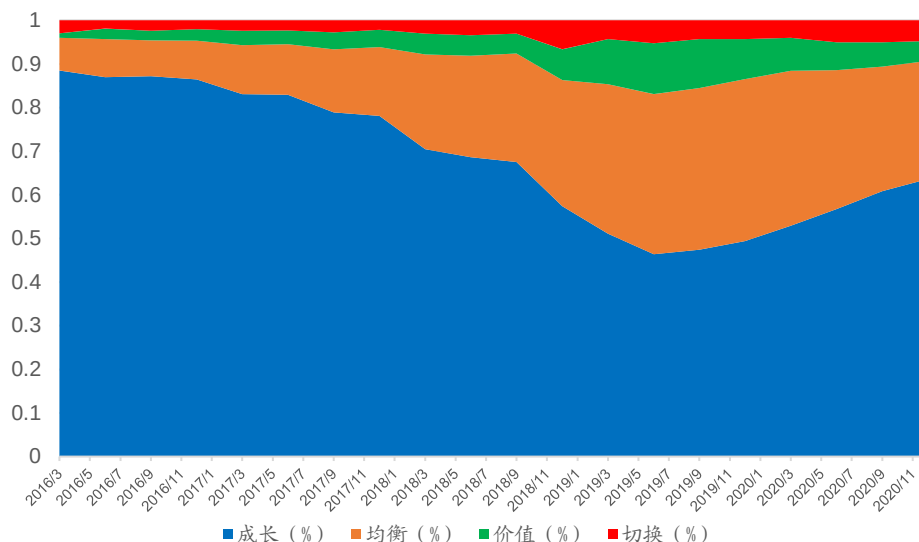
2.1.1.3.过去五年主动权益公募基金经理各风格占比：成长均衡为主

以自 2016 年初至 2020 年末的五年为考察区间，对全市场非行业主题型主动管理基金经理的风格做出刻画。(在每季度末对基金经理风格做出判断时，使用基金经理过去管理产品的所有管理历史，每三个月一区间通过 Sharpe 模型计算区间中基金经理的风格，根据各风格有效区间的占比将基金经理分为成长、均衡、价值、切换四个风格)，计算结果如下图 23 所示。

综合到基金经理的投资风格历史特点看，呈现切换风格的基金经理数量占比是四类中最少的，最敬请参阅报告结尾处免责声明

高时只有 5.3%，主动在管理风格上做出切换轮动的基金经理仍占少数。其他三类风格的基金经理占比则与基金产品风格占比基本相似：呈现价值、均衡风格的基金经理数量占比随 2018 年熊市的发展逐渐达到近五年的最高，然后随近两年成长风格的走强占比再度下降；整体上专注于价值风格的基金经理数量较少，成长与均衡风格构成了主体。

图 23 均衡、价值风格的基金经理占比也随市场风格的变化而增减



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：如基金经理所有管理历史中的有效区间（Sharpe 模型 $R^2 \geq 0.5$ ）数量不足 3 个，将不对基金经理的风格做出判断。

注：在使用 Sharpe 模型时，我们通过风格指数的回归系数来对产品的风格做出判断。同时也需要注意的是，基金产品的收益率中不可避免地含有不可被任意风格所解释的、属于基金经理风格选择外的能力的部分。如果收益率中不可被风格因素解释的部分过多，基于 Sharpe 回归系数的风格判断将失去准确性，因此本文中我们舍弃 $R^2 \geq 0.5$ 的回归结果。

2.1.2. 坚持特定风格的基金经理

在上图中可以观察到，在过去五年的权益市场环境中发生了一次价值成长风格的大轮动。在这样的环境中能长期坚持一种风格不做切换是比较难得的。

下文我们将从基金经理任职早于 2016 年 1 月 1 日的非行业主题主动管理权益基金中（共 334 只产品，261 位基金经理），筛选在过去五年每季度一个时间区间共 20 个区间中能坚持同一风格的基金经理。

2.1.2.1. 坚持成长风格的基金经理

我们按以下标准筛选五年来坚持成长风格的非行业主题型的主动管理基金产品及管理它们的基金经理：

- 基金经理任职早于 2016 年 1 月 1 日
- 在 2015 年 12 月 31 日至 2020 年 12 月 31 日的 20 个季度区间样本中，有效区间（ $R^2 \geq 0.5$ ）占比在 75%及以上
- 所有有效区间（季度）内均呈现成长风格

图 24 展示了按以上标准所筛选出的全部基金经理, 和管理的基金产品自 2016 年、2021 年以来的业绩表现、基金经理最偏好配置的行业及配置比例。27 只产品中 12 只自 2016 年以来取得了 10% 以上的几何年化收益率, 但在风格切换的 2021 年中, 截至 3 月 16 日所有的产品均没能取得正收益。行业配置上电子行业几乎出现在了所有 27 只产品的前三大重仓行业中, 除此之外计算机、医药也是成长型产品配置较多的行业。

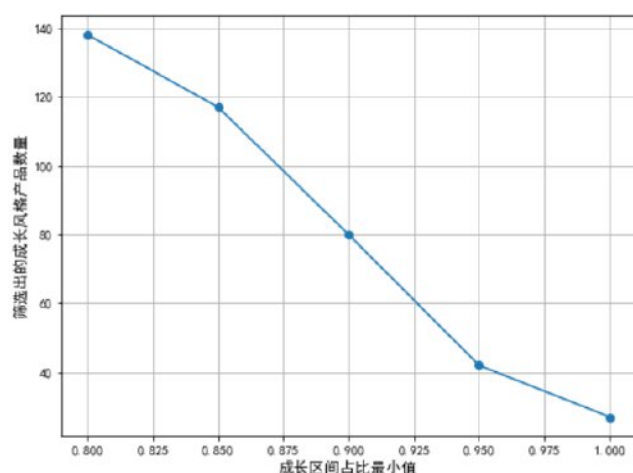
图 24 成长风格强烈的基金经理在 2021 年的风格切换中回撤较大

基金经理	基金简称	基金经理上任日期	2016年以来 年化 收益率	2016年 以来 最大回撤	2016年以 来Sharpe	2021年以 来收益率	2021年 以来 最大回撤	任职以来平均 配置比例第一 的行业	任职以来平均 配置比例第二 的行业	任职以来平均 配置比例第三 的行业
陈皓	易方达科翔	2014/5/10	14.56%	-32.14%	0.51	-4.09%	-16.58%	电子-27.47%	计算机-14.12%	医药-9.38%
	易方达新经济	2015/2/12	17.51%	-31.71%	0.63	-3.28%	-16.36%	电子-30.26%	计算机-11.85%	医药-7.73%
陈启明	华富价值增长	2014/9/26	15.72%	-30.11%	0.56	-1.43%	-13.92%	医药-29.89%	电子-15.87%	计算机-13.9%
杜猛	上投摩根新兴动力	2011/7/13	15.73%	-46.12%	0.46	-4.46%	-21.07%	电子-29.36%	电新-12.79%	医药-11.69%
郭晨	上投摩根中小盘	2015/1/30	8.42%	-44.50%	0.22	-8.99%	-24.43%	电子-18.69%	有色金属-13.57%	医药-12.0%
	上投摩根智慧互联	2015/6/9	5.75%	-46.21%	0.12	-9.19%	-24.36%	电子-19.37%	有色金属-13.26%	医药-12.16%
黄安乐	工银瑞信主题策略	2011/11/23	8.14%	-51.99%	0.21	-16.10%	-24.41%	机械-10.28%	医药-9.57%	电子-9.36%
蒋璐	华安动态灵活配置	2015/6/16	11.38%	-31.47%	0.35	-14.51%	-20.16%	计算机-22.62%	电子-12.46%	电新-11.44%
李孟海	景顺长城创业板	2015/3/3	2.04%	-41.60%	—	-10.57%	-14.54%	计算机-19.55%	国防军工-12.68%	电新-12.24%
吕慧建	华泰柏瑞行业领先	2009/11/18	14.38%	-35.62%	0.45	-10.91%	-20.77%	食品饮料-17.55%	医药-13.2%	电子-8.61%
	华泰柏瑞健康生活	2015/6/18	12.12%	-38.20%	0.37	-10.62%	-20.57%	农林牧渔-14.58%	食品饮料-13.74%	电子-10.88%
潘明	国联安优选行业	2014/2/15	4.88%	-52.90%	0.08	-14.62%	-26.22%	电子-27.69%	计算机-23.58%	传媒-20.12%
曲扬	前海开源国家比较优势	2015/5/8	29.00%	-34.44%	1.16	-4.90%	-23.59%	医药-26.03%	电子-20.28%	食品饮料-14.32%
申坤	国泰成长优选	2015/6/4	13.44%	-49.42%	0.47	-5.15%	-13.22%	电子-25.24%	医药-16.5%	电新-9.71%
孙芳	上投摩根行业轮动	2014/12/19	10.54%	-40.65%	0.31	-6.21%	-18.88%	电子-17.34%	医药-16.61%	电新-14.54%
翁启森	华安大国新经济	2014/4/15	7.59%	-38.81%	0.20	-6.60%	-12.53%	计算机-18.01%	电子-15.43%	传媒-9.53%
	华安物联网主题	2015/3/17	3.81%	-45.93%	0.06	-7.41%	-13.15%	计算机-18.89%	电子-14.62%	机械-8.97%
夏林峰	华宝生态中国	2015/2/17	8.37%	-36.81%	0.25	-7.35%	-12.05%	电新-25.47%	电子-15.52%	建材-7.67%
杨栋	富国低碳新经济	2015/12/18	23.31%	-30.45%	0.87	-9.25%	-19.04%	基础化工-19.11%	电新-11.52%	医药-11.43%
杨飞	国泰估值优势	2015/3/26	9.63%	-51.14%	0.27	-12.57%	-25.06%	电子-30.85%	医药-19.8%	计算机-12.01%
	国泰中小盘成长	2015/5/11	9.54%	-52.82%	0.27	-11.91%	-21.17%	电子-32.71%	医药-19.39%	计算机-10.81%
曾鹏	博时新兴成长	2013/1/18	4.84%	-48.11%	0.10	-15.44%	-24.93%	医药-17.45%	电新-13.57%	计算机-11.66%
张琦	国寿安保智慧生活	2015/9/23	9.61%	-35.82%	0.33	-5.85%	-13.78%	电子-28.79%	电新-15.82%	轻工制造-11.32%
	国寿安保成长优选	2015/12/11	11.34%	-39.03%	0.40	-1.61%	-13.19%	电子-28.47%	建材-12.55%	机械-12.42%
郑伟	信诚中小盘	2014/4/23	9.40%	-48.10%	0.25	-8.12%	-23.08%	电子-19.75%	机械-14.66%	计算机-11.75%
郑晓辉	华夏优势增长	2013/5/10	6.70%	-35.54%	0.19	-11.02%	-20.49%	电子-19.16%	食品饮料-14.12%	医药-10.61%
周战海	上投摩根文体休闲	2015/12/23	3.27%	-47.89%	0.04	-9.23%	-20.40%	电子-24.37%	计算机-17.59%	通信-10.89%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部。基金净值时间区间: 2015/12/31 至 2021/3/16。任职以来行业平均配置比例由前十大重仓股中中信一级行业占比计算, 取基金经理任职以来 (剔除三个月建仓期) 每季度披露数据的均值。注: 如基金产品有多位基金经理同时管理, 表中只保留任职早于 2016 年 1 月 1 日的那位; 基金经理按姓氏首字母排序。

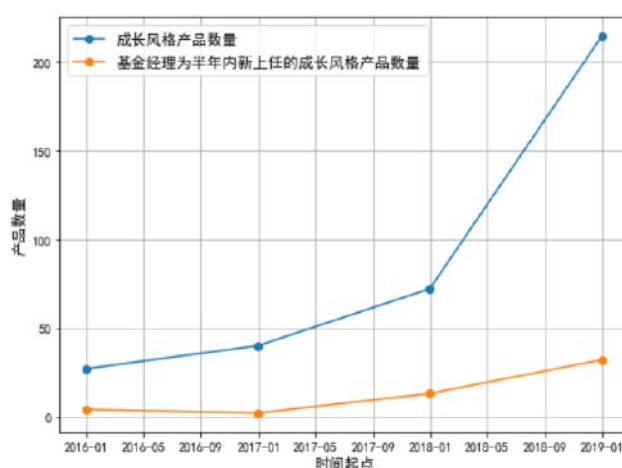
按以上标准继续基金产品/基金经理的筛选时, 选择不同的时间起点或不同的对成长风格区间的占比的要求, 会带来基金经理人数的变化。如下图 25 和图 26 所示。对于老产品来说, 成长风格在基金经理的偏好中占比一直较高, 因此小幅下降对成长区间占比的要求, 就能额外筛选出相当数量的基金经理, 这些基金经理在保持成长为主要风格的情况下, 也会适时进行风格的调整; 对于新基金经理来说, 受市场投资风格影响, 选择成长风格的新上任基金经理的数量逐年增加。

图 25 筛选出的成长风格产品数量受对成长风格区间的占比要求影响



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 26 筛选出的成长风格产品数量受筛选时间起点的影响



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.2.2. 坚持价值风格的基金经理

严格的价值风格并不是近五年主动管理型基金产品的主流，因此在筛选坚持价值的基金经理时，条件设置得更为宽松。我们按以下标准筛选五年来坚持价值风格的非行业主题型的主动管理基金产品及管理它们的基金经理：

- 基金经理任职早于 2016 年 1 月 1 日
- 在 2015 年 12 月 31 日至 2020 年 12 月 31 日的 20 个季度区间样本中，有效区间（ $R^2 \geq 0.5$ ）占比在 70%及以上，
- 所有有效区间（季度）中非成长风格的占比在 80%以上

下图 27 展示了按以上标准筛选出的基金产品，7 只产品自 2016 年以来截至 2021 年 3 月 16 日均取得了年化 10%以上的收益率；特别是发生了切换的 2021 年，表现相较成长风格要更优。

与坚持成长风格的基金经理能达到 100%的成长风格区间占比不同，在所筛选出的坚持价值风格的基金经理中，价值风格区间占比最高为 70%，大部分基金经理呈现价值与均衡混合的风格，同时也有几位基金经理在 2019 年之后有顺应趋势小幅提升成长风格的占比。

图 27 价值风格的基金产品在 2021 年的风格切换中相比成长风格表现较优

基金经理	基金简称	基金经理上任日期	价值风格占比	非成长风格占比	2019年后成长风格占比	2016年以来年化收益率	2016年以来最大回撤	2016年以来 Sharpe	2021年以来收益率	2021年以来最大回撤	任职以来平均配置比例第一的行业	任职以来平均配置比例第二的行业	任职以来平均配置比例第三的行业
曹名长	中欧价值发现	2015/11/20	50%	95%	0%	13.05%	-25.94%	0.56	10.06%	-5.84%	食品饮料 17.9%	汽车 17.84%	非银行金融 15.19%
	中欧潜力价值	2015/11/20	40%	100%	0%	14.13%	-24.93%	0.61	9.27%	-4.97%	汽车 20.06%	食品饮料 18.52%	医药 13.89%
黄春逢 张原	南方成份精选	2015/12/30	35%	85%	38%	14.69%	-36.80%	0.66	-2.21%	-17.68%	电子 22.15%	银行 16.77%	有色金属 11.57%
王筱苓	工银瑞信大盘蓝筹	2012/12/5	70%	90%	25%	17.53%	-23.53%	0.84	1.20%	-12.76%	银行 24.07%	食品饮料 15.66%	非银行金融 10.57%
	工银瑞信新蓝筹	2015/8/6	55%	90%	25%	20.91%	-26.36%	1.03	1.11%	-12.78%	食品饮料 21.95%	银行 21.37%	非银行金融 11.19%
吴昊	中信保诚盛世蓝筹	2015/11/18	40%	85%	0%	12.13%	-30.28%	0.51	-0.33%	-13.36%	银行 27.27%	食品饮料 17.07%	非银行金融 16.32%
张钟玉	大成核心双动力	2015/2/28	25%	90%	0%	10.19%	-29.78%	0.46	-1.99%	-11.94%	银行 43.38%	非银行金融 26.3%	食品饮料 12.6%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。基金净值时间区间：2015/12/31 至 2021/3/16。任职以来行业平均配置比例由前十大重仓股中中信一级行业占比计算，取基金经理任职以来（剔除三个月建仓期）每季度披露数据的均值。注：如基金产品有多位基金经理同时管理，表中只保留任职早于 2016 年 1 月 1 日的那位；基金经理按姓氏首字母排序。

上文所筛选出的 6 位基金经理，均管理有在过去五年中持续偏向价值风格的产品。在 2021 年（截止 2021 年 3 月 16 日报告撰写截止日）的市场行情中，价值风格相对成长风格的领先较为明显，因此我们需要关注在他们所管理的所有产品中，是否还有其他价值风格突出、2021 年以来表现优秀的产品。

下图 28 列示了上述六位基金经理所有剔除三个月建仓期管理已满两年的非行业主题型主动管理权益基金。在 2020Q4（2020/10/1 - 2020/12/31）区间内，曹名长所管理的产品呈现出价值风格，在 2021 年中的表现也相对领先；其他基金经理则是以平衡风格为主。

图 28 同一基金经理的不同产品，短期风格也有可能不同；价值风格在 2021 年表现领先

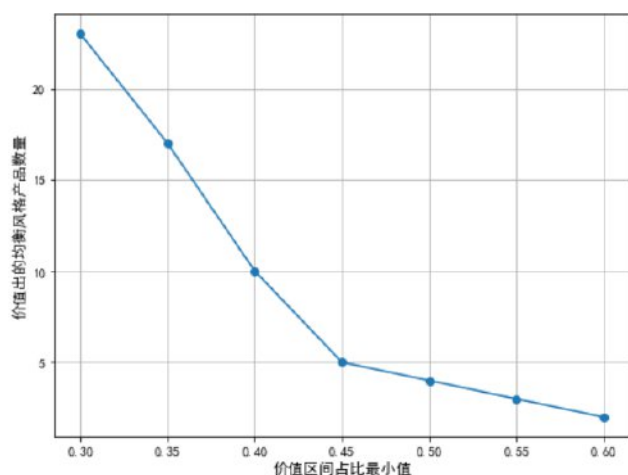
基金经理	基金简称	基金经理上任日期	2021年以来收益率	2021年以来最大回撤	2020Q4区间风格	2020Q4配置比例第一的行业	2020Q4配置比例第二的行业	2020Q4配置比例第三的行业
曹名长	中欧价值发现	2015/11/20	10.06%	-5.84%	价值	汽车-36.05%	非银行金融-22.61%	家电-15.83%
	中欧潜力价值	2015/11/20	9.27%	-4.97%	价值	汽车-36.96%	非银行金融-14.07%	房地产-14.0%
	中欧恒利三年定开	2017/11/1	10.07%	-5.92%	价值	汽车-42.49%	房地产-28.85%	轻工制造-13.31%
	中欧成长优选回报	2017/11/30	10.39%	-6.14%	价值	汽车-33.15%	房地产-25.62%	非银行金融-11.96%
	中欧红利优享	2018/4/19	14.62%	-6.77%	价值	家电-23.15%	银行-18.29%	非银行金融-17.12%
黄春逢	南方成份精选	2015/12/30	-2.21%	-17.68%	均衡	银行-29.74%	电新-18.14%	有色金属-14.77%
	南方平衡配置	2017/7/15	-7.07%	-16.80%	成长	食品饮料-29.93%	计算机-16.31%	银行-16.13%
王筱苓	工银瑞信大盘蓝筹	2012/12/5	1.20%	-12.76%	均衡	食品饮料-26.3%	汽车-21.39%	交通运输-11.59%
	工银瑞信新蓝筹	2015/8/6	1.11%	-12.78%	均衡	食品饮料-33.08%	交通运输-11.26%	传媒-10.55%
	工银瑞信聚焦30	2018/1/23	-10.33%	-20.39%	成长	食品饮料-28.64%	医药-28.08%	传媒-26.87%
吴昊	中信保诚盛世蓝筹	2015/11/18	-0.33%	-13.36%	均衡	银行-27.96%	食品饮料-26.93%	医药-16.94%
	信诚新机遇	2015/11/18	0.16%	-13.17%	均衡	银行-27.71%	食品饮料-27.14%	医药-16.97%
	中信保诚新蓝筹	2018/9/4	-4.73%	-15.01%	成长	电子-26.34%	电新-24.04%	通信-11.45%
张原	南方高增长	2011/2/17	-4.46%	-15.63%	成长	机械-36.68%	传媒-17.19%	电新-12.11%
	南方成份精选	2015/12/30	-2.21%	-17.68%	均衡	银行-29.74%	电新-18.14%	有色金属-14.77%
张钟玉	大成核心双动力	2015/2/28	-1.99%	-11.94%	均衡	食品饮料-31.55%	非银行金融-26.51%	家电-13.93%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。基金净值时间区间：2015/12/31 至 2021/3/16。2020Q4 行业配置比例由前十大重仓股中中信一级行业占比计算。注：只展示基金经理任职早于 2019 年 1 月 1 日的产品；如基金产品有多位基金经理同时管理，表中只保留按上文筛选标准入选的那位；基金经理按姓氏首字母排序。

与筛选专注于成长风格的产品时相类似，我们将价值与均衡风格区分开，并考察设置不同的风格区间占比要求或不同的筛选时间起点后，是否能够带来基金经理人数的提升。

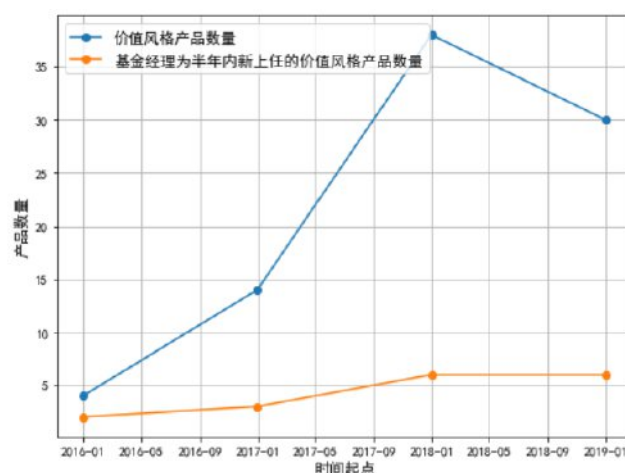
由于严格的价值风格稀缺，即使将价值区间占比最小值降低到 40%，所能筛选出的产品数量也相当有限，同时注意到能选出的价值风格产品的数量从 2018 年初向 2019 年初递减，这是由于一些价值风格区间占比较高的产品在 2019 年后向均衡、成长风格做出了切换，使得产品数量下降。均衡风格的产品则比价值风格要丰富一些，随时间起点的后推，数量也逐渐增加。

图 29 筛选出的价值风格产品数量受对价值风格区间的占比要求影响



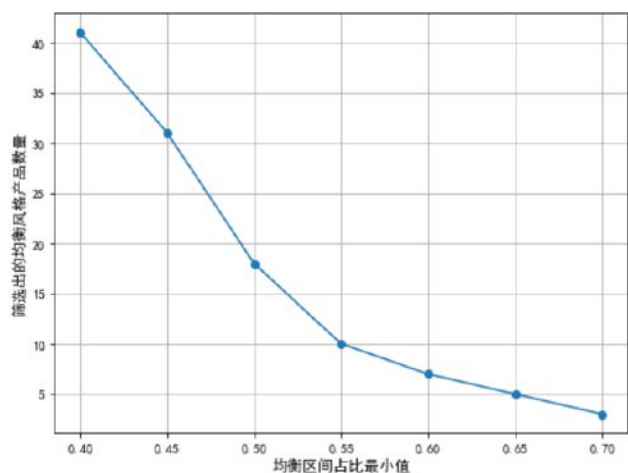
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 30 筛选出的价值风格产品数量受筛选时间起点的影响



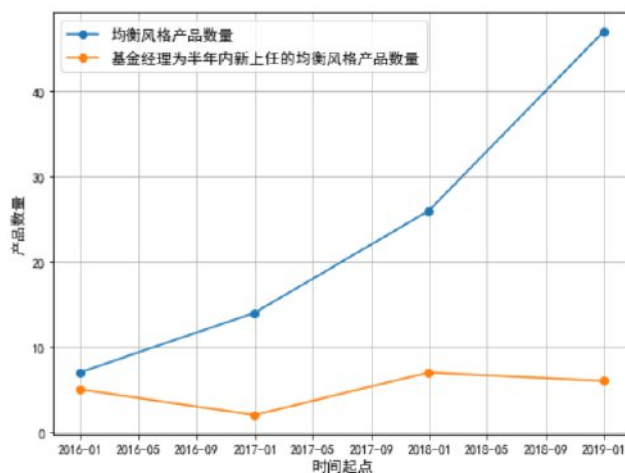
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 31 筛选出的均衡风格产品数量受对均衡风格区间的占比要求影响



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 32 筛选出的均衡风格产品数量受筛选时间起点的影响



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.3.成长风格对比：2015 上半年 vs 2019-2020

回顾 A 股历史，市场在 2015 年上半年也走出过一轮鲜明的成长行情，在 6 年前的行情中表现较好并留存到现在的基金经理，在近两年的成长行情中表现如何？市场显著成长风格时，成长类型的基金经理业绩是否有持续性？下文将就此展开。

2.1.3.1. 在两轮行情中均领先同类的基金经理

我们以半年度为一个时间区间通过 Sharpe 模型对基金产品的成长/价值风格做出刻画。共考察自 2014/12/31、2018/12/31、2019/6/30、2019/12/31、2020/6/30 起的五个半年度区间。在 2014 年 12 月 31 日，有 505 位非行业主题型主动管理权益基金经理在任，其中 92 位任职至今。在他们之中，共 26 位基金经理在这五个区间中全部呈现成长风格。在每个区间中我们会计算基金经理的区间收益率相对于区间中其他呈现成长风格的非行业主题型主动管理权益基金的排名分位数（ $\in [0,1]$ ，0.90 表示超过 90% 同类）。取近两年四个区间的分位数均值作为基金产品近两年表现的综合指标。

下图 33 列示了 26 位基金经理中，在 2015 年上半年、2019 至 2020 的两轮行情中，收益率分位数均大于 0.5 的 11 位基金经理。

图 33 11 位历经两轮成长行情，每轮中均有领先同类表现的基金经理

基金经理	基金简称	基金经理上任日期	2014/12/31至2015/6/30 收益率分位数	2018/12/31至2019/6/30 收益率分位数	2019/6/30至2019/12/31 收益率分位数	2019/12/31至2020/6/30 收益率分位数	2020/6/30至2020/12/31 收益率分位数	近两年平均收益率 分位数	2021年 以来 收益率	2021年以来 最大回撤
陈皓	易方达科翔	2014/5/10	1.000	0.543	0.891	0.875	0.240	0.710	-4.09%	-16.58%
陈立	金鹰主题优势	2013/8/15	0.705	1.000	0.073	0.625	0.227	0.526	-10.15%	-21.41%
杜猛	上投摩根新兴动力	2011/7/13	0.859	0.743	0.927	0.931	0.307	0.753	-4.46%	-21.07%
黄安乐	工银瑞信主题策略	2011/11/23	0.923	0.857	0.382	0.833	1.000	0.799	-16.10%	-24.41%
李巍	广发制造业精选	2011/9/20	0.885	0.600	0.982	0.903	0.787	0.831	-12.91%	-19.56%
梁浩	鹏华新兴产业	2011/7/14	0.897	0.457	0.418	0.972	0.053	0.560	-10.61%	-16.31%
史博	南方绩优成长	2011/2/17	0.795	0.686	0.564	0.250	0.293	0.518	-5.87%	-20.10%
孙芳	上投摩根核心优选	2012/11/28	0.808	0.714	0.818	0.861	0.493	0.739	-4.06%	-20.03%
陶灿	建信改革红利	2014/5/14	0.641	0.629	0.836	0.597	0.987	0.738	-7.70%	-19.60%
谢治宇	兴全合润	2013/1/29	0.603	0.971	0.127	0.569	0.880	0.630	1.23%	-11.69%
周蔚文	中欧新趋势	2011/8/16	0.692	0.914	0.200	0.333	0.667	0.561	1.15%	-15.74%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。基金净值时间区间：2014/12/31 至 2021/3/16。注：区间收益率分位数为与所有在区间中呈现成长风格的非行业主题型主动管理权益基金相比较的分位数；基金经理按姓氏首字母排序。

2.1.3.2. 基金经理在 2015 年行情中相对同类的表现，在近两年有一定的延续性

我们以上述 26 位基金经理近两年平均收益率分位数作为因变量，2015 年上半年的收益率分位数作为自变量，通过回归检验两者的相关性。

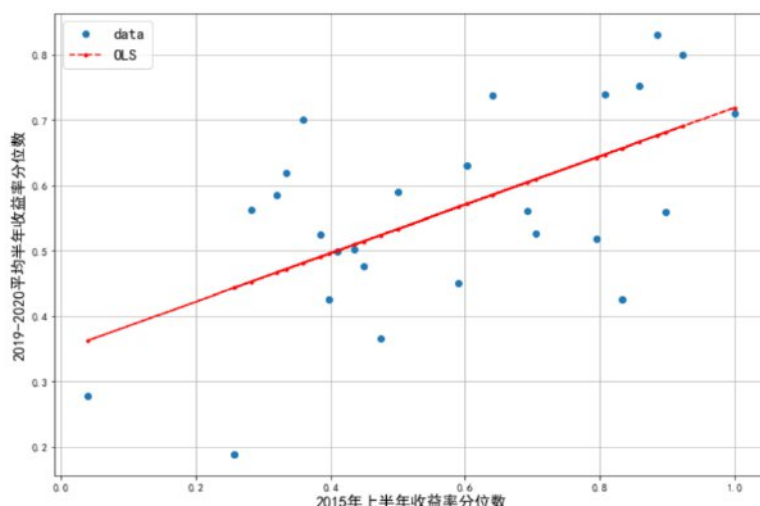
回归结果如下表 14 和下图 34 所示（ $R^2 = 0.359$ ）。经历两轮成长行情、并在两轮行情中均呈现成长风格的基金经理，其相对同类获取超额收益的能力，具有一定的延续性。但是也需要强调，2014 年底在任的 505 位非行业主题主动管理权益基金经理中，只有 92 位到今天仍在任职，存在基金经理离职所造成的可能的幸存者偏差；同时 92 位中也有基金经理并没有保持他们的风格。因此在下文中我们将尝试通过系统性的回测对基金经理在同风格竞争对手中的超额收益持续能力做出测试。

表 14 回归结果

	系数	T 值	P 值
近两年平均收益率分位数	0.3711	3.664	0.001
截距项	0.3476	5.511	0.000

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 34 26 位基金经理两轮成长行情中的收益率分位数在统计意义上具有相关性



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.1.4. 基于基金经理特定风格下超额收益的基金筛选指标

在上文中，通过对比两轮成长行情中基金经理相对于同风格同类产品的收益率分位数，经回归检验发现在保持相同风格的情况下，两轮行情中基金经理创造超额收益的能力在统计意义上有一定的可持续性。这给予我们启发，在限定基金经理的风格的情况下，是否可以通过基金经理相对于同风格竞争对手的收益率排名分位数来构建筛选指标，从而在一定程度上回避基金筛选时常见的业绩反转的现象，实现长期的超额表现。

2.1.4.1. 构建组合回测检测同风格下基金经理超额收益能力的可持续性

核心指标——特定风格下基金经理收益率排名分位数均值

对于每位基金经理，结合所有管理历史中的区间风格以及区间中相对同类基金经理的收益率分位数，对基金经理的管理风格做出判断，并取该管理风格下所有切片的收益率分位数作为基金经理在该风格中超额能力的测算指标。

回测框架

分成长风格、价值风格两类，分别构建五个组合：在每个季度末，对全市场现任基金经理从业满三年的非行业主题型主动管理基金未来一季度的风格做出推演；在呈现成长（或价值）风格的基金产品中，按基金经理对应风格的能力指标从高到低排序，在组合 1 中配置排名前 20% 的基金产品、组合 2 中配置排名 20% 至 40% 的产品，以此类推。每季度一次对全市场基金的风格做出预判，对基金经理的能力指标做计算，并对每个组合调仓，回测时间从 2014 年初至 2020 年末共六年，比较每种风格五个组合的收益表现。

由于市场上呈现严格价值的风格产品数量较少，当无法找出严格价值风格的基金经理时，选择配置均衡风格的基金产品作为替代。

2.1.4.2. 回测结果

成长风格回测结果

在整体回测结果上，配置风格超配收益分位数均值前 20% 的基金经理的组合 1 取得了五个组合中最高收益率与最低的年化波动率，因此在 Sharpe 比率上也领先其他对照组合；在最大回撤上组合敬请参阅报告结尾处免责声明

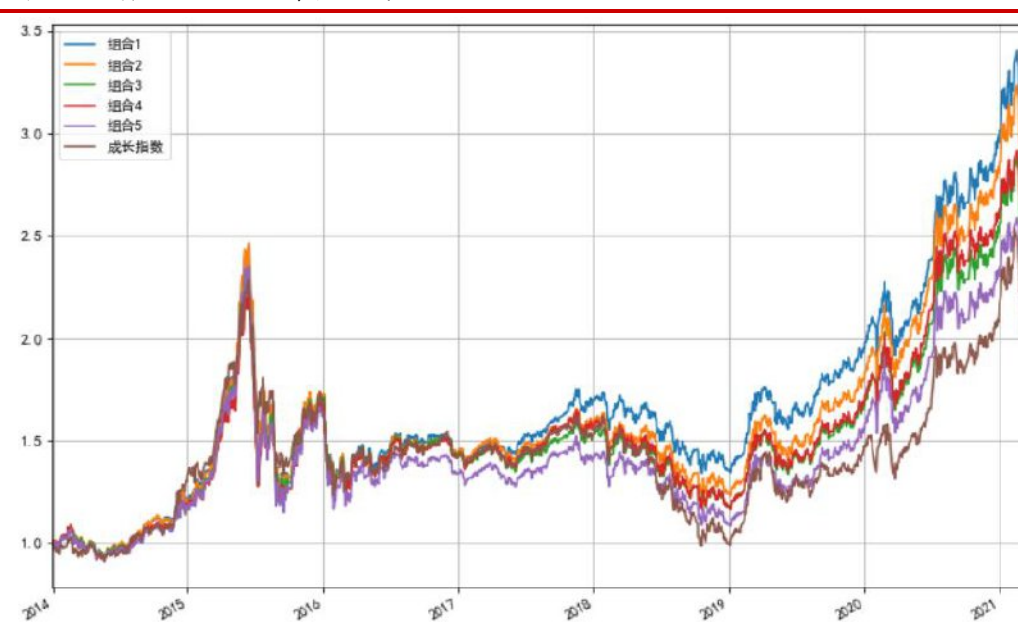
1 不是最优，五个组合最大回撤基本接近，且均优于成长指数。

表 15 成长风格中，组合 1 取得了最高的收益率与 Sharpe 比率，并战胜了成长指数

	年化收益率	年化波动率	最大回撤	Sharpe	Calmar
组合 1	15.53%	23.94%	50.38%	0.555	0.308
组合 2	15.00%	24.49%	51.36%	0.521	0.292
组合 3	12.80%	24.50%	49.84%	0.430	0.257
组合 4	13.52%	24.15%	48.03%	0.467	0.281
组合 5	11.46%	24.86%	54.01%	0.371	0.212
成长指数	10.68%	24.47%	56.94%	0.344	0.188

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。时间区间：2014/1/1 至 2021/3/16。注：表中成长指数为 399370.SZ。

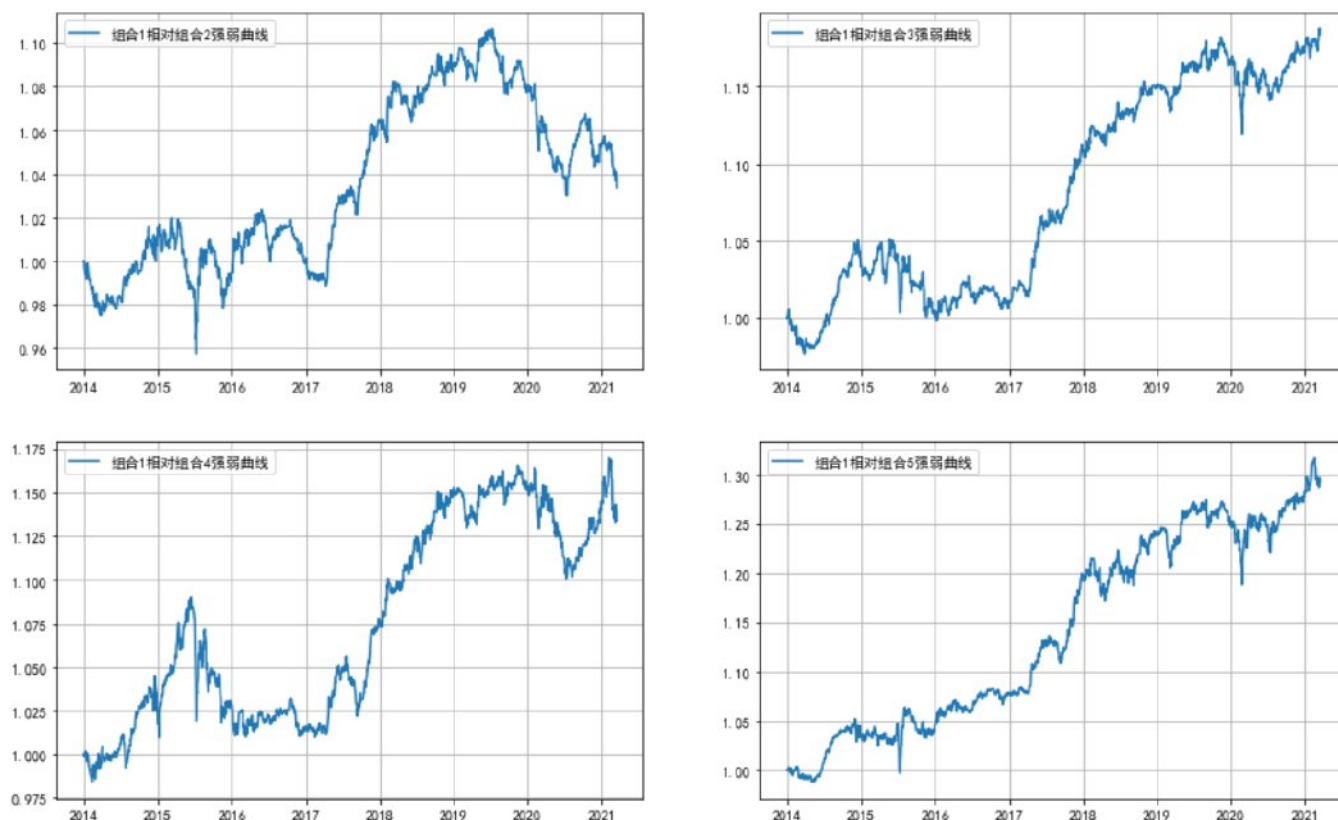
图 35 成长风格各组合净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。时间区间：2014/1/1 至 2021/3/16。注：图中成长指数为 399370.SZ。

通过组合 1 相对其他对照组合的相对强弱曲线来考察，基金经理风格超额收益率分位数均值指标在筛选基金产品时的稳定性和持续性：站在长期表现的角度，组合 1 均能战胜其他对照组；但在短期角度，只有相对组合 5 的强弱曲线保持了相对平滑的长期向上，在与其他组合的对比时，仍会出现短期的反转。

图 36 长期表现组合 1 占优，短期存在反转



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。时间区间：2014/1/1 至 2021/3/16。

价值风格回测结果

在整体回测结果上，与成长风格相类似，配置风格超配收益分位数均值前 20% 的基金经理的组合 1 取得了五个组合中最高的收益率与最低的年化波动率，并在 Sharpe 比率上同样领先；此外在最大回撤上也更优，并在各项参数上均能战胜价值指数。

表 16 价值风格中，组合 1 取得了最高的收益率与 Sharpe 比率，并战胜了价值指数

	年化收益率	年化波动率	最大回撤	Sharpe	Calmar
组合 1	21.23%	18.57%	35.95%	1.022	0.591
组合 2	11.35%	20.43%	41.16%	0.445	0.276
组合 3	16.22%	20.76%	42.37%	0.673	0.383
组合 4	16.95%	21.59%	42.37%	0.681	0.400
组合 5	11.60%	20.96%	42.37%	0.446	0.274
价值指数	11.09%	22.26%	43.87%	0.397	0.253

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。时间区间：2014/1/1 至 2021/3/16。注：表中价值指数为 399371.SZ。

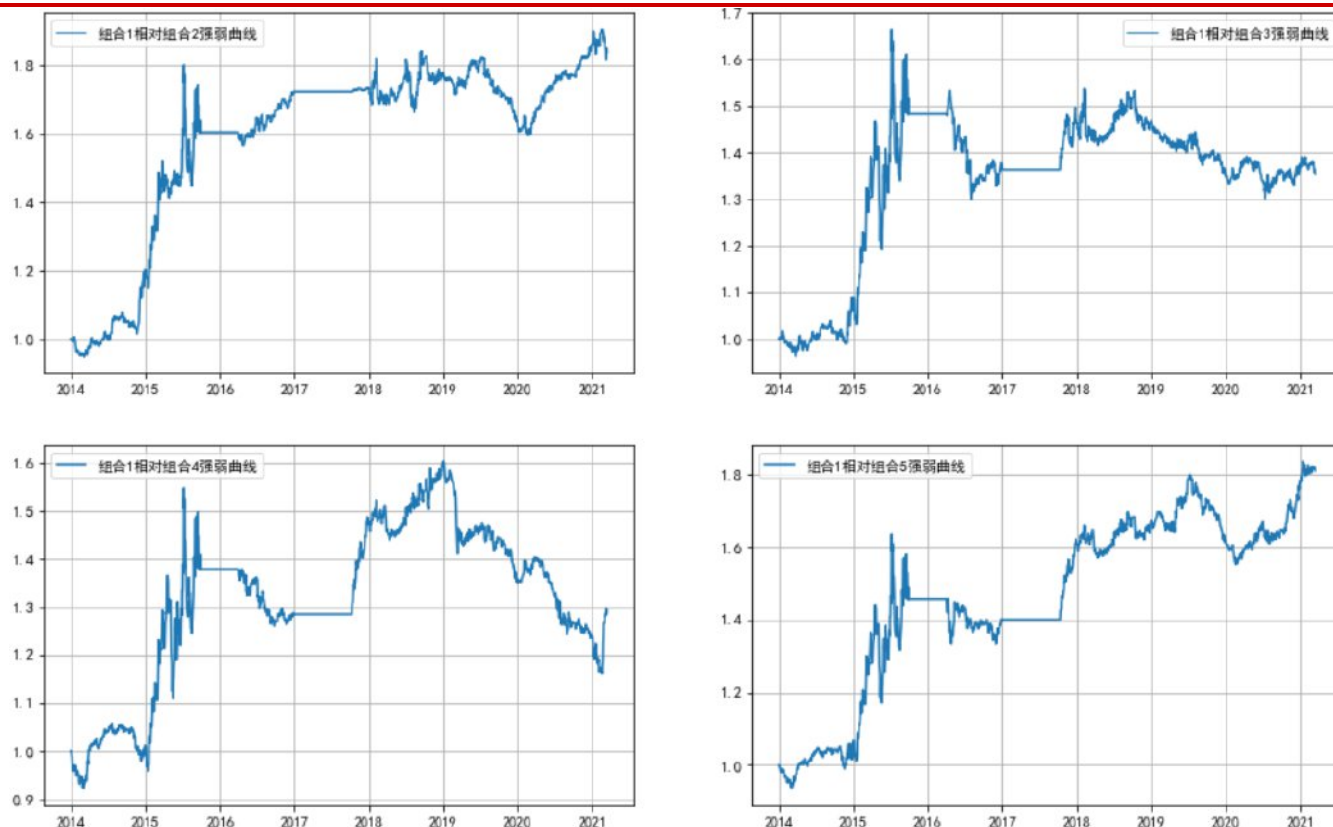
图 37 价值风格各组合净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。时间区间：2014/1/1 至 2021/3/16。注：图中价值指数为 399371.SZ。

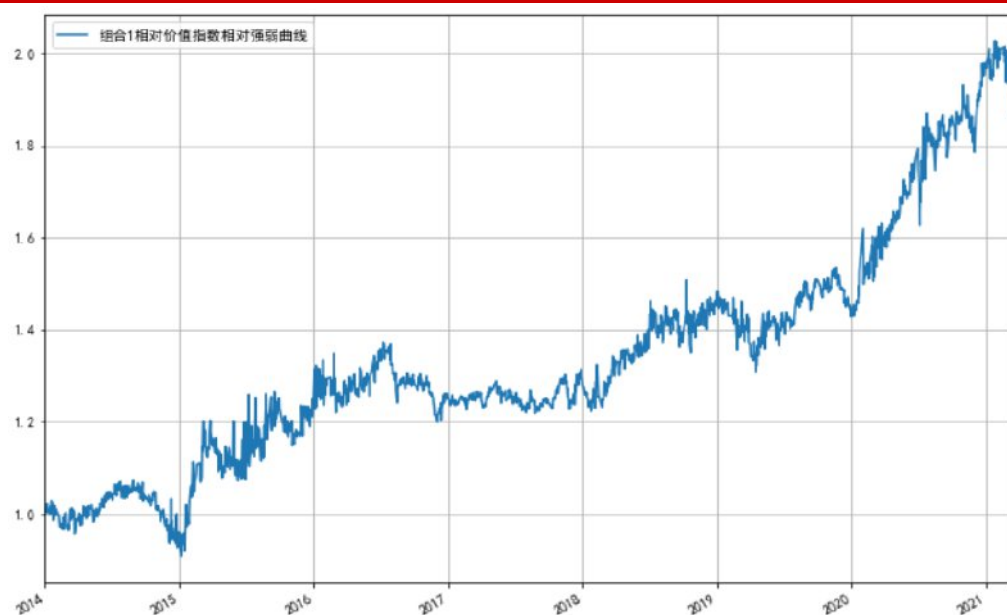
基金经理风格超额收益率分位数均值指标在筛选价值风格基金产品时的稳定性不如在成长风格时稳定。价值风格产品数量较少，在回测模型的计算中，呈现价值风格的产品的数量最多一期只有 34 只，在 2015/9/30、2015/12/31、2016/12/31 至 2017/6/30 等五期中，只能选出一位严格价值风格的基金经理，这使得下图 38 相对强弱曲线中存在两段横线，与之对应的，严格成长风格的基金产品数量最少时也有 98 只，因此在回测时更不容易受到单个产品表现的干扰。价值组合 1 相对与价值组合 5 的强弱曲线仍体现出较好的长期向上，但是相对于组合 3、4 则在近年发生较大反转。

图 38 在价值风格上指标的持续性与稳定性不如成长风格稳定



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。时间区间：2014/1/1 至 2021/3/16。

图 39 相对与价值指数，价值组合 1 的超额收益持续且稳定



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。时间区间：2014/1/1 至 2021/3/16。注：图中价值指数为 399371.SZ。

2.1.4.3. 指标的应用建议

为了检验基金经理在特定的风格中的超额收益能力能否持续，我们设计了“特定风格中的基金经理超额收益排名分位数”这一指标。并在成长/价值两个风格分类中，每季度先筛选呈现该风格的产品，随后在风格类中按指标排序，构建五个组合，每季度调仓。

通过自 2014/12/31 至 2021/3/16 六年的回测，在回测结果上，两种风格中的组合 1 在长期均能战胜其他对照组合以及风格指数；在短期相对于组合 2、3、4 存在反转，不能做到完全克服，但组合 5 的弱势基本持续，风格中收益能力较弱的基金经理，其弱势往往难以翻身。

这一指标在使用上，依赖于对基金产品风格的准确判断，更适合用于稳定风格的基金经理；同时如果某一风格类的产品数量不足，也会使指标的表现受到个别基金产品表现的影响，造成价值风格的回测结果相较于成长风格存在更多的短期不稳定。但整体来看，这一指标能够帮助我们在众多的风格基金经理中取其精华，去除糟粕。

2.2.行业主题基金主被动该如何选择？

2.2.1.行业主题型产品新发火爆，工具型产品市场关注度提升

近年来，区别于传统的行业均衡配置的主动基金和宽基指数基金，行业主题基金凭借鲜明特征、工具型属性，逐步成为备受市场关注的投资品种。其中可以进一步划分为主动型产品和被动型产品（即指数基金）。

2020 年主动型行业主题基金规模由 6687.52 亿元增长至 14767.03 亿元，提升幅度达 120.8%。其中，科技、消费、医药主题基金规模及数量位居前三，占比分别为 48%、21%、13%，医药和科技 2020 年新发数量和规模更大，规模显著增长；高端制造和新能源主题基金规模也相对较大，其中新

敬请参阅报告结尾处免责声明

能源主题基金规模增长超过 9 倍，增长幅度居首；环保、金融地产、农业、军工主题规模相对较小，但军工、农业主题规模有较大提升。

同期被动型行业主题基金规模由 959.59 亿元增长至 2893.85 亿元，增长超过 2 倍，但相较主动型行业主题基金规模仍较小。分主题来看，科技指数基金新发 22 只，发行规模达 347.35 亿元，远超过其他主题指数基金，同时老产品规模也明显增长，合计规模增长幅度超过 3 倍；同样主流的医药和消费主题中，医药指数基金期末规模和增长幅度较大，消费指数基金则规模平平；军工指数基金规模较大，但增长幅度不太突出；新能源和农业主题指数基金基本于 2020 年开始新发，且规模呈现显著增长；金融地产和环保指数基金数量和规模无明显变化。

综合来看，无论是主动还是被动产品中，乘成长之风的科技主题基金规模均占比近半，主动型绝对规模更大，被动型增长幅度更显著；医药主题基金在疫情背景下规模增长较快，主动型产品规模显著超越被动产品；消费主题基金则呈现出主动型规模远超被动型的局面；2020 年的强势板块新能源在主被动产品中均有大幅增长；高端制造主题目前仅有主动型产品，军工、农业主题主被动基金规模增长均显著，环保、金融地产规模增长一般。

表 17 主动型行业主题基金 2020 年数量及规模增长

	新发数量(只)	新发规模(亿元)	2019 年数量(只)	2020 年数量(只)	2019 年规模(亿元)	2020 年规模(亿元)	规模增长率%
消费	8	281.58	113	121	1734.57	3095.58	78.46%
医药	16	421.02	85	101	746.02	1892.32	153.66%
科技	20	630.69	363	383	3413.63	7083.74	107.51%
高端制造	3	113.02	43	46	275.23	640.93	132.87%
新能源	2	20.81	16	18	61.64	626.50	916.38%
环保	/	/	14	14	99.31	278.19	180.12%
金融地产	/	/	10	10	81.11	155.62	91.88%
军工	/	/	9	9	67.81	285.14	320.52%
农业	/	/	6	6	20.33	70.01	244.31%
汇总	49	1467.12	659	708	6687.52	14767.03	120.81%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 18 被动型行业主题基金 2020 年数量及规模增长

	新发数量(只)	新发规模(亿元)	2019 年数量(只)	2020 年数量(只)	2019 年规模(亿元)	2020 年规模(亿元)	规模增长率%
消费	9	57.09	16	25	87.87	190.31	116.58%
医药	7	78.2	27	34	144.09	433.78	201.05%
科技	22	347.35	53	75	388.07	1654.83	326.42%
高端制造	/	/	/	/	/	/	/
新能源	3	24.79	/	3	/	104.67	/
环保	/	/	5	5	37.38	28.16	-24.66%
金融地产	2	8.28	12	14	96.28	112.45	16.80%
军工	/	/	14	14	204.80	342.88	67.42%
农业	2	21.9	1	3	1.11	26.77	2314.16%
汇总	45	537.61	128	173	959.59	2893.85	201.57%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.2.各行业主被动产品业绩对比

主被动产品各年度收益表现整体对比

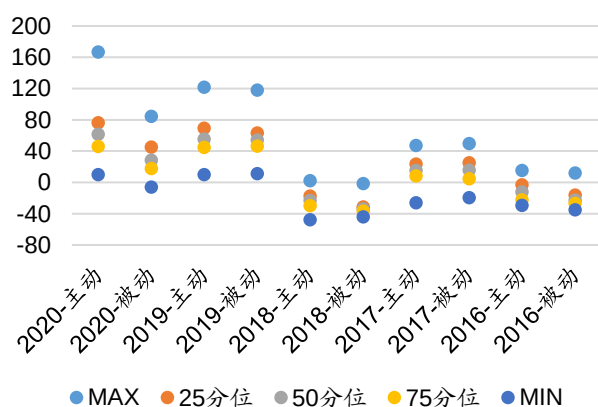
通过统计主被动行业主题基金各年度不同分位收益数据，可以对比看出各行业主题产品业绩表现集中还是分化，以及主动产品整体收益是否超越被动，具体如下图 40 至图 43 所示。

表 19 主被动产品业绩表现分化情况及主被动整体收益比较

行业主题	产品业绩表现集中 or 分化	主动产品整体收益是否超越被动
科技	无论是主动还是被动产品均存在业绩表现的分化，近两年尤为显著	除 2017 年两者较为接近外，其他年份主动基金整体超越指数基金
医药	主动基金业绩分化相对指数基金较为显著	整体表现超越医药指数基金
消费	主被动基金业绩表现分化均不太显著	两者整体表现较为接近，2020 年主动基金超越被动基金收益
高端制造	主动基金业绩存在分化	平均水平超越指数基金表现
新能源	2020 年主动基金存在收益分化	主被动产品收益中位数较为接近
环保	主被动产品收益均分化不大	主动产品整体跑赢被动指数产品
金融地产	主被动产品收益均分化不大	主被动产品整体收益较为接近
农业	主动产品收益存在分化情况	主动产品整体收益领先于被动产品
军工	主被动产品收益均分化不大	主动产品整体收益领先于被动产品

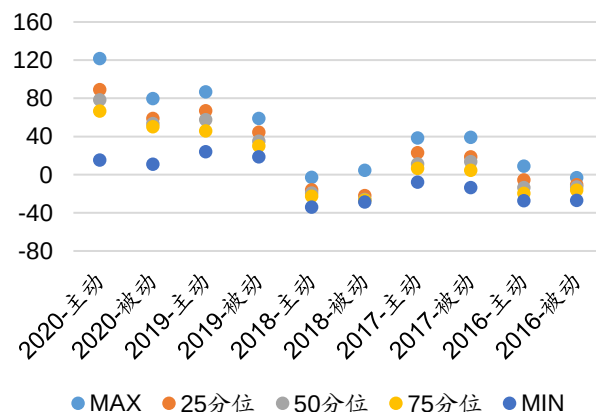
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 40 科技主题基金主被动收益对比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

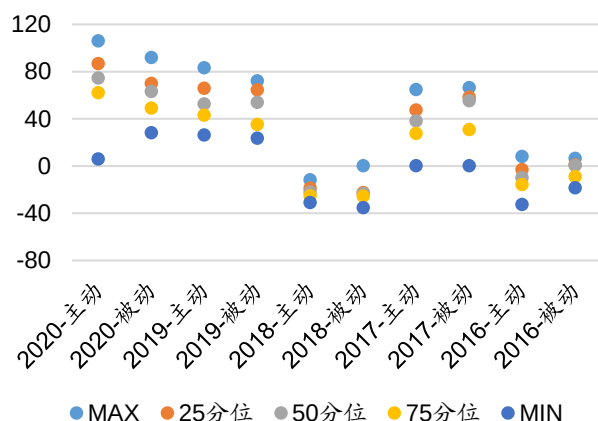
图 41 医药主题基金主被动收益对比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 42 消费主题基金主被动收益对比

图 43 新能源主题基金主被动收益对比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

主动型行业主题基金超额收益幅度、正超额概率、向上弹性及能力差异

在对比主被动基金整体表现的基础上，为进一步观察主动基金获取超额收益的**整体幅度、正超额概率、向上弹性和能力差异**情况，统一计算各行业主题主动基金相对中证行业指数的超额，并进行分析。

2020 年跑赢被动指数最多的品种是科技类，环保类行业主题基金，医药和新能源主题基金也有不错表现，消费类主题基金跑赢难度较大。从历史表现来看，环保行业主题、金融地产、军工的行业主题基金各个年度获得正超额收益的概率更大。而高端制造、消费、环保行业主题基金年化超额水平更高。

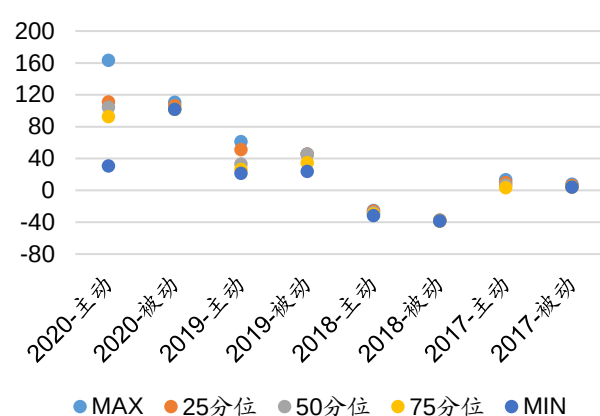
图 44 主动行业主题基金超额收益中位数

行业	当前产品数量	相对中证指数的超额收益中位数					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
消费	121	0.37	(8.75)	(19.08)	1.35	(11.92)	4.68
医药	101	0.33	(1.40)	(2.33)	6.67	27.49	27.64
科技	383	(16.14)	14.24	21.72	11.57	(0.11)	47.34
高端制造	46	10.68	9.68	9.20	9.07	11.83	22.29
新能源	18			8.96	6.49	10.90	29.15
环保	14		4.15	5.54	14.97	26.79	48.63
金融地产	10		3.86	3.37	3.87	5.77	14.22
军工	9			5.58	3.13	6.35	27.76
农业	6				4.00	32.47	24.32

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

消费行业、医药行业、体育文化主题基金的向上超额收益弹性更大，科技行业基金收益弹性在行业到来的年份也较大，但在不利于行情的时间段超额收益弹性弱，如 2016 年。而消费及医药主题基金向上弹性均较其他主题基金更高，这种特征在各个年度呈现出较稳定的特征。说明通过精选消费、医药、体育文化行业主题基金能够为投资者带来非常可观的超额收益。随着主题类基金产品数量的提升，产品筛选的难度也在加大，2020 年各品类产品的超额收益更为分散，其中，高端制造、新能源以及金融地产行业主题基金尤为明显。

图 46 主动行业主题基金超额收益最大值



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 45 主动行业主题基金超额收益为正的的概率

行业	当前产品数量	相对中证指数的超额收益为正的的概率					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
消费	121	50%	17%	8%	54%	25%	58%
医药	101	50%	39%	46%	90%	95%	86%
科技	383	23%	88%	95%	91%	50%	99%
高端制造	46	75%	73%	92%	84%	68%	79%
新能源	18			100%	100%	83%	88%
环保	14		100%	67%	100%	100%	100%
金融地产	10		100%	50%	100%	70%	90%
军工	9		100%	100%	100%	67%	100%
农业	6				100%	100%	75%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 47 主动行业主题基金超额收益标准差

行业	当前产品数量	相对中证指数的超额收益最大值					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
消费	121	33.78	7.66	8.99	11.56	18.76	36.06
医药	101	36.08	21.22	24.86	23.28	56.83	70.74
科技	383	33.09	41.68	53.77	36.71	66.48	152.53
高端制造	46	25.33	30.07	32.33	21.90	39.30	86.38
新能源	18			15.64	9.19	39.12	88.46
环保	14		5.46	34.49	24.95	40.62	80.69
金融地产	10		4.86	10.47	6.49	21.58	103.69
军工	9		15.76	7.77	5.37	16.67	36.42
农业	6				13.48	38.66	40.78

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

行业	当前产品数量	相对中证指数的超额收益标准差					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
消费	121	17.58	11.36	18.45	5.00	14.03	20.87
医药	101	27.16	9.64	11.93	6.09	15.55	19.50
科技	383	22.92	11.47	13.98	9.62	18.84	23.32
高端制造	46	28.25	13.45	9.78	7.43	15.04	29.00
新能源	18			6.68	2.21	14.50	27.84
环保	14		1.31	18.87	5.62	13.07	24.88
金融地产	10		0.99	7.10	2.10	8.64	28.48
军工	9		0.00	2.20	2.14	7.77	8.84
农业	6				5.12	10.95	18.59

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

主被动行业主题基金回撤控制比较

从风险指标表现来看，主动型行业主题基金整体回撤控制优于相应指数。具体而言，主动型科技、军工主题基金各年度回撤控制均优于相应指数，科技主题基金在 2018 年熊市行情下最大回撤明显小于指数；消费、高端制造、新能源、环保、金融地产基金则仅少数年份回撤控制不及指数，且差异整体不大；医药主题基金 2015-2017 年最大回撤均大于指数，2018 年开始稳定实现更优的回撤控制，农业主题基金则在 2017、2019 年回撤显著大于指数表现。

表 20 主被动基金最大回撤比较

	主动基金最大回撤中位数%						主动基金最大回撤中位数-中证指数最大回撤(%)					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
消费	-38.75	-20.89	-8.73	-30.13	-10.42	-15.20	0.46	(2.42)	1.45	7.05	0.47	2.14
医药	-55.54	-22.80	-7.57	-32.45	-11.46	-15.60	(14.20)	(2.04)	(0.54)	6.24	9.86	3.07
科技	-49.73	-21.86	-10.53	-30.81	-15.25	-19.75	4.86	3.97	3.10	10.29	8.32	5.42
高端制造	-55.07	-23.27	-8.48	-29.98	-14.66	-19.63	(4.03)	1.13	2.11	7.89	4.75	1.07
新能源			-10.22	-36.50	-18.54	-24.62			7.93	6.02	4.06	(4.27)
环保		-23.58	-9.06	-31.89	-13.40	-18.98		1.91	4.59	12.84	8.06	(0.54)
金融地产	-40.48	-20.14	-7.74	-26.04	-11.96	-17.96	3.19	(2.37)	(0.40)	5.00	0.74	1.22
军工		-20.81	-22.93	-28.26	-17.93	-16.40		7.80	4.25	3.92	1.62	0.99
农业		-20.81	-22.93	-28.26	-17.93	-16.40		0.44	(6.89)	1.31	(4.80)	0.49

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.3.主被动行业主题基金差异探讨

①产品运作维度

主被动基金在选股范围、选股标准、个股集中度、调仓节奏、选股视角等方面存在显著差异。具体来说：1) **选股范围**：主动型>指数型。主动型主题基金可全市场选股，而指数型选股范围一般有所限制，主动型基金可以一定比例配置风险对冲属性的板块从而平滑组合波动；2) **选股标准**：指数型主题基金一般根据简单的基本面指标和流动性指标进行选股，而主动型基金更为丰富，可运用行业壁垒与商业模式、公司治理与高管能力、行业发展趋势等难以量化的指标进行个股选择；3) **个股集中度**：主动型基金不受加权方式限制，更为灵活；4) **调仓节奏**：指数型基金每半年调仓一次，而主动型基金可灵活调仓；5) **选股视角**：指数型主题基金更基于历史，而主动型基金更着眼于未来。

图 48 主被动行业主题基金产品运作维度差异

	对比维度	指数型主题基金	主动型主题基金
主动型基金选股范围更广，可以选择具有风险对冲属性的板块配置平滑组合波动。	选股范围	沪深A股/中证全指/中证800/中证500	全市场选股，因此需要特别关注基金行业纯度
指数基金难以运用公司治理与高管能力、行业壁垒与商业模式、行业景气预测等较难量化的指标进行筛选。并且，指数基金的超额多来源于个股选择，部分主动型基金在中观行业轮动策略下获取较高细分行业超额。	选股标准	流动性：总市值/流动市值/成交额 基本面：譬如科技指数关注研发投入指标	行业维度：行业景气度。 个股维度：ROE、杠杆等财务指标，行业壁垒及企业竞争优势，公司治理与高管能力等。
主动基金不同于指数基金受加权方式限制，在个股权重配置上相对灵活。	个股集中度	个股集中度受加权方式限制	相对灵活
主动型基金可灵活调仓，指数基金则一般半年调一次，无法随时应对市场变化，但优势在于具有高透明度。	调仓节奏	每半年调一次仓，一般在6、12月	灵活调仓
被动投资大多基于历史，主动基金经理更看未来。不同产业阶段下企业投资逻辑不同，筛选标准的固定可能难以适应新环境。	选股视角	作为工具产品，大多基于历史	更看重未来，会判断未来行业格局。

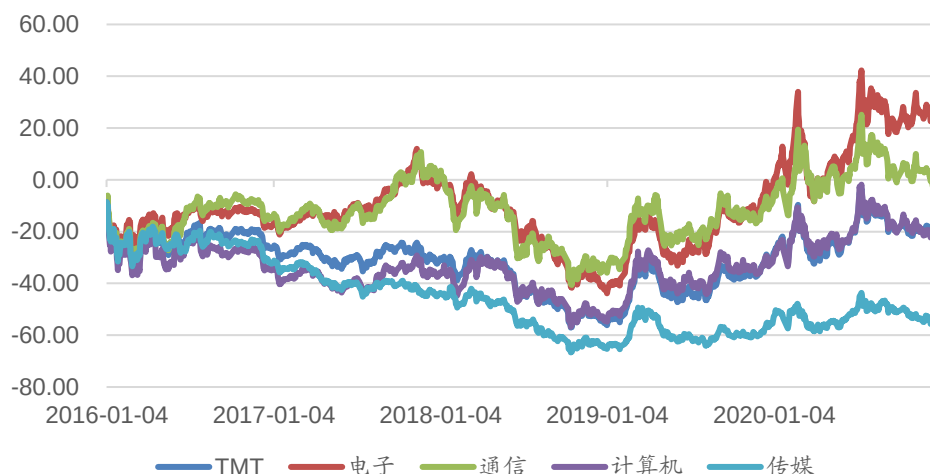
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

②行业模式维度

具体到各个行业，行业格局、业务模式等方面的特征，成为主被动基金运作表现的影响因素。以主流的科技、医药、消费行业为例，进行分析。

科技行业：细分赛道众多，譬如 TMT 中电子、通信、计算机、传媒板块业务模式与驱动因素有较大差异，板块走势也出现明显分化。通信板块具有一定公共属性，格局相对稳定，电子板块商业模式较为清晰，近年来在 5G 驱动、自主可控概念下盈利有所提升，计算机板块中传统硬件格局稳定，云计算发展对产业有带动作用，传媒则呈现明显的龙头独大现象。科技行业基金经理可通过跟踪细分行业景气度等方式寻找未来投资主线，同时由于科技企业存在因技术革新等引起的业绩爆发，深度研究与跟踪有望获取较高的选股超额。

图 49 科技细分板块行情差异较大



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

医药行业：专业壁垒较高，细分赛道错杂，企业之间业务模式差异较大，具有医药背景的基金经理主动投资能够较优把握细分机会；医药行业易出现黑天鹅事件，踩雷风险相对较大，同时受医改等政策影响较大，主动基金经理可以较及时地规避个股风险，以及根据政策变动调整持仓方向。值得关注的是，创新药 ETF、医疗 ETF 等新产品开始更为聚焦细分赛道。

图 50 医药产业链细分赛道较多

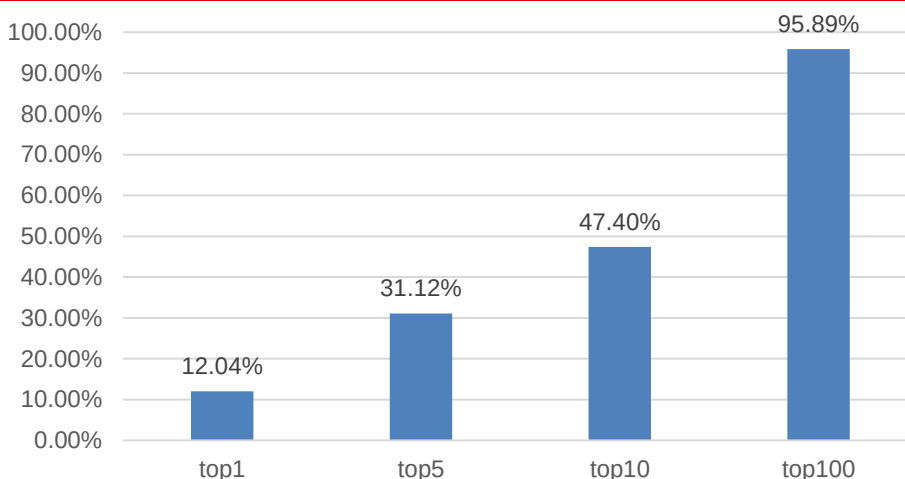
医药产业链



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

消费行业：消费行业中，龙头企业具备低成本与高定价的规模优势、好渠道与好客户的周转优势、溢出效应明显的品牌价值，马太效应明显，行业格局相对稳定。消费行业前5大股票流通市值合计占比超过30%，而前10大股票流通市值合计占比接近50%。而指数编制中具有高市占率、高品牌认可度等竞争优势的行业龙头权重较高，同时这些龙头股往往集中于必选消费中，主动基金经理，尤其是能力圈相对长期聚焦于可选消费领域的基金经理，跑赢消费指数难度较大。

图 51 消费行业前 n 大股票市值合计占比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

行情适应维度

从不同行业牛熊行情适应角度来看，主动基金熊市和震荡市大概率跑赢指数，而在牛市行情下多数跑输指数。熊市和震荡市下往往面临着多数股票的回撤或股票之间的分化，主动基金经理的管理能力发挥了显著作用，实现了一定回撤控制。而在牛市行情下，主动基金往往由于集中度等的限制和仓位限制等因素弹性不及指数，但也可以发现，在一些驱动因素的牛市主动基金也会跑赢指数，譬如2020年上半年医药牛市机会更多的集中于创新药，较多基金经理主动调整到相应板块，从而整体超越了指数表现。

表 21 科技主题基金牛熊行情超额收益

起始时间	2016/1	2017/1	2019/1	2019/4	2019/6	2020/2	2020/3	2020/7
结束时间	2017/1	2019/1	2019/4	2019/6	2020/2	2020/3	2020/7	2021/2

敬请参阅报告结尾处免责声明

行情走势	震荡	熊	牛	熊	牛	熊	牛	熊
主动科技主题基金中位数	5.31	-15.66	35.30	-11.14	65.80	-17.28	42.62	6.94
科技指数涨跌幅	-5.95	-39.60	52.01	-18.90	67.05	-24.37	35.48	-20.94
超额收益中位数	11.26	23.95	-16.71	7.76	-1.25	7.09	7.14	27.87

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 22 医药主题基金牛熊行情超额收益

起始时间	2016/1	2017/8	2018/5	2019/1	2019/4	2019/6	2020/8	2020/11
结束时间	2017/8	2018/5	2019/1	2019/4	2019/6	2020/8	2020/11	2021/2/
行情走势	震荡	牛	熊	牛	熊	牛	熊	牛
主动医药主题基金中位数	9.32	26.49	-31.89	36.55	-9.68	130.78	-14.39	14.79
医药指数涨跌幅	10.84	33.44	-40.48	40.89	-20.04	93.13	-18.66	12.99
超额收益中位数	-1.52	-6.95	8.60	-4.33	10.36	37.65	4.28	1.80

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3.“固收+”产品主流化，如何多维度筛选？

2.3.1.“固收+”产品 2020 年规模翻番，逐步主流化

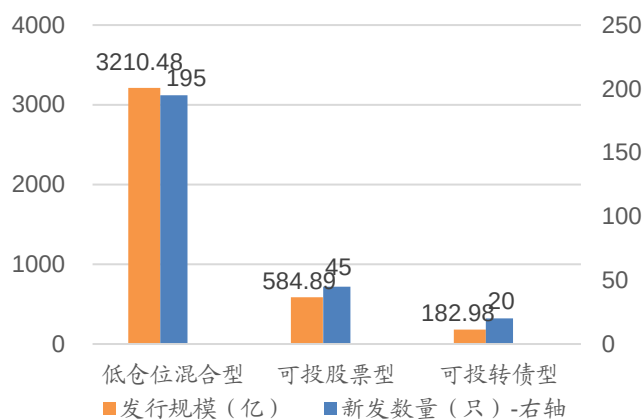
随着市场无风险利率下行、金融产品净值化转型推进，“固收+”基金作为长期稳健回报定位的产品，契合亟待满足的居民理财需求，产品数量与规模都有较大增长，呈现出主流化趋势。对于“固收+”基金范围进行如下界定：1）可投转债型基金：中长期纯债型基金、混合债券型一级基金中近一年披露季报包含可转债资产的基金（不主动投资股票资产）；2）可投股票型基金：混合二级债基中剔除可转债平均仓位超过 50% 的基金（股票持仓比例低于 20%）；3）低仓位混合基金：偏债混合型基金与灵活配置基金中符合股票平均仓位低于 30% 的基金。

2020 年，“固收+”基金共新发 260 只，发行规模合计 3978.34 亿元，其中低仓位混合型基金占比较大，达合计发行规模的 80.7%，其次为可投股票型基金，占比 14.7%，可投转债型基金占比相对较低。低仓位混合型基金可以参与打新，在科创板推出和创业板涨跌幅限制扩大背景下打新收益较为可观，成为这类产品的优势。

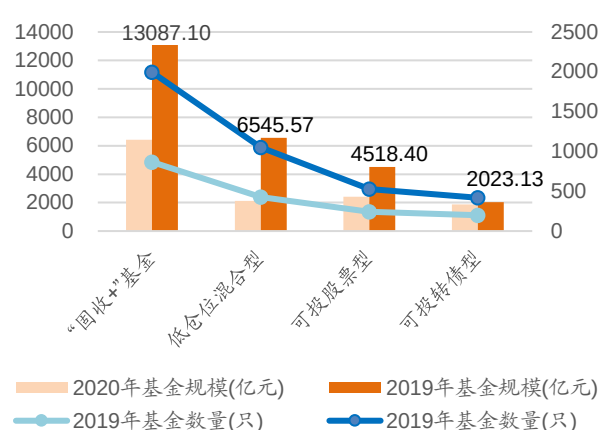
“固收+”基金新发火爆的同时，长期表现优异、获得市场认可的老产品规模也显著增长，增量达 2626.83 亿元，尤其是可投股票型基金增长幅度较大。2020 年底“固收+”基金规模达到 1.31 万亿，较 2019 年底实现翻番，其中低仓位混合型基金规模增长幅度超过 200%，可投股票型基金增长 97%，可投转债型基金增长 7%。

图 52 “固收+”基金 2020 年新发情况

图 53 “固收+”基金 2020 年数量与规模显著增长



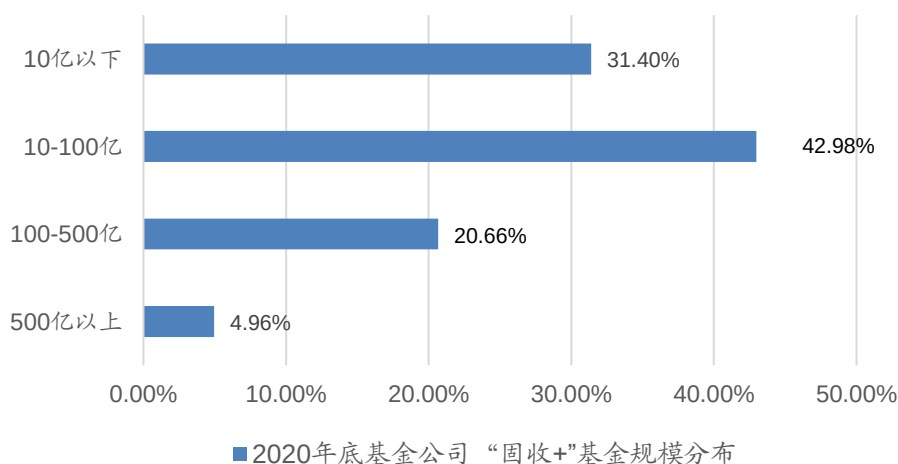
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

从基金公司维度看, 2020 年新发行“固收+”基金中, 汇添富发行的 4 只产品以 558.47 亿元规模位居首位, 易方达基金发行 11 只新基金, 以 498.97 亿元规模紧随其后, 招商、南方、嘉实、鹏扬、博时、东方红、华夏、兴全、中欧、平安基金发行规模均在 100-200 亿元之间。而截至 2020 年底“固收+”基金总规模来看, 易方达基金以 1629.56 亿元遥遥领先, 汇添富、广发、工银瑞信总规模分别为 756.02、550.76、531.84 亿元。

图 54 2020 年末基金公司“固收+”基金规模分布



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 23 2020 年“固收+”基金发行规模 TOP10

代码	名称	基金经理	投资类型	基金成立日	发行规模 (亿元)
009736.OF	汇添富稳健收益 A	赵鹏飞,徐一恒	低仓位混合基金	2020-07-23	216.34
009812.OF	易方达悦兴一年持有 A	张清华	低仓位混合基金	2020-11-27	198.51
010439.OF	汇添富稳健汇盈一年持有	杨靖,李云鑫	低仓位混合基金	2020-11-04	170.86
009820.OF	嘉实浦惠 6 个月持有 A	胡永青	低仓位混合基金	2020-10-14	145.60
010045.OF	汇添富稳健添盈一年	刘江,徐一恒	低仓位混合基金	2020-09-10	140.03
010014.OF	华夏鼎清 A	柳万军	可投股票型债基	2020-12-03	106.42
009902.OF	易方达悦享一年持有 A	王成	低仓位混合基金	2020-09-18	90.16
009900.OF	易方达磐固六个月持有 A	张清华	低仓位混合基金	2020-09-03	78.77

敬请参阅报告结尾处免责声明

009247.OF	易方达磐恒九个月持有 A	张雅君	低仓位混合基金	2020-08-07	72.11
010018.OF	招商瑞泽一年持有 A	马龙,王景	低仓位混合基金	2020-08-27	72.00

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2.3.2.“固收+”基金策略梳理与业绩表现分析

“固收+”基金 2020 年绝对收益目标达成效果良好

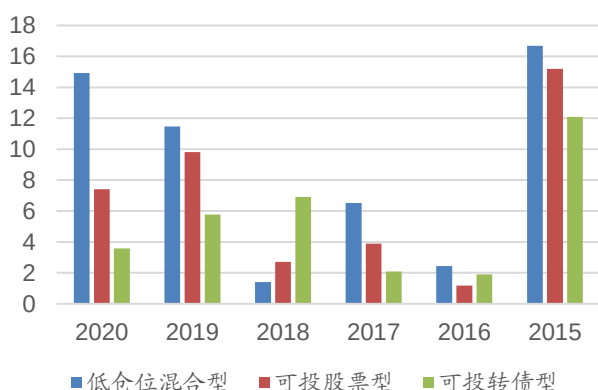
“固收+”基金 2020 年收益率中位数为 9.66%，75 分位达 4.60%，绝对收益目标达成效果较优；最大回撤中位数 3.28%，在股票、债券市场均呈现高波动的走势下体现良好的回撤控制能力。而回顾历史表现，可以看到，2015-2020 年各年收益率中位数平均值为 7.02%，75 分位各年均均获取了正收益；从最大回撤中位数上看，除 2015 年最大回撤略超 5%，各年均未超过 3.5%，回撤控制效果较好。

图 55 “固收+”基金整体业绩表现

	指标	15-20年平均值	2020	2019	2018	2017	2016	2015
收益率%	25分位	10.21	15.67	12.79	5.76	7.20	3.38	16.47
	50分位	7.02	9.66	9.73	2.78	4.51	2.11	13.31
	75分位	4.19	4.60	6.19	0.10	2.25	0.70	11.33
	沪深300	9.01	27.21	36.07	-25.31	21.78	-11.28	5.58
	中债综合财富指数	4.34	2.98	4.59	8.22	0.24	1.85	8.15
最大回撤%	25分位	-1.49	-2.25	-0.91	-0.92	-0.82	-1.88	-2.17
	50分位	-2.75	-3.28	-1.88	-2.09	-1.28	-2.79	-5.15
	75分位	-4.38	-4.57	-2.99	-4.10	-2.02	-3.82	-8.79
	沪深300	-21.73	-16.08	-13.49	-31.88	-6.07	-19.38	-43.48
	中债综合财富指数	-1.66	-2.43	-0.72	-0.71	-1.57	-3.27	-1.24

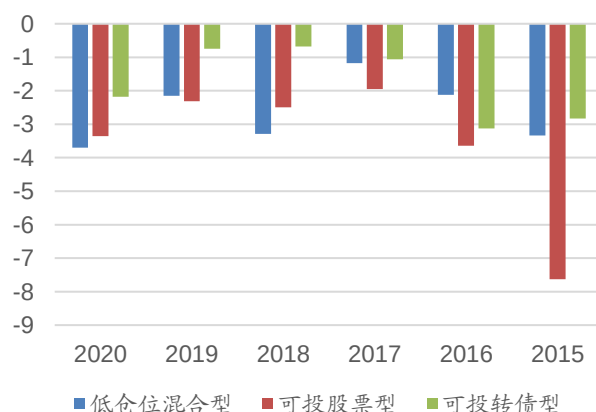
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 56 三类基金各年度平均收益



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 57 三类基金各年度平均最大回撤



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

不同权益中枢产品与固定比例股债组合对比

“固收+”基金经理策略多样，依靠其资产配置、个股选择、利率波段操作、信用挖掘能力、打新增强等途径力求获得长期稳健收益。其中权益中枢是产品风险收益特征的较大影响因素，我们将权益中

敬请参阅报告结尾处免责声明

枢为 20%和 10%的基金进行 2020 年业绩表现的分析,并与固定配置比例股债组合进行对比,考察“固收+”基金经理是否能够取得较优的表现。

收益方面,20%、10%权益中枢的“固收+”基金 2020 年平均收益分别达到 14.29%与 8.5%;在风险指标上,20%权益中枢的基金最大回撤和年化波动率中位数分别为 4.07%、6.22%,10%权益中枢基金中位数则分别为 2.71%、4.46%;而在风险收益比方面,20%权益中枢的“固收+”基金夏普和卡玛比率中位数超越 10%“固收+”基金。

我们将“固收+”基金与固定配置比例股债组合进行对比:20%权益中枢基金收益以及风险调整后收益中位数水平均超越“20%中证 800+80%债”组合,而对标“20%主动股基指数+80%债”组合,“固收+”基金收益率中位数接近其水平,风险调整后收益 25 分位超越其表现;10%权益中枢基金收益以及风险调整后收益中位数水平均超越“10%中证 800+90%债”组合,而对标“10%主动股基指数+90%债”组合,“固收+”基金收益率中位数接近其水平,风险调整后收益 25 分位水平接近其表现。可以看出,存在相当一部分“固收+”基金业绩表现能够超越固定配置比例股债组合。

表 24 20%权益中枢“固收+”基金与 2 股 8 债组合 2020 年业绩对比

	MAX	25 分位	50 分位	75 分位	MIN	20%中证 800+80%债组合
收益率	62.64%	18.45%	14.29%	9.64%	-0.86%	7.57%
最大回撤	0.89%	3.20%	4.07%	5.23%	22.90%	2.95%
年化波动率	1.45%	5.20%	6.22%	7.62%	28.58%	4.41%
夏普比率	4.42	2.74	2.01	1.32	-0.78	1.38
calmar 比率	12.58	4.84	3.37	2.35	-0.35	2.56

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 25 10%权益中枢“固收+”基金与 1 股 9 债组合 2020 年业绩对比

	MAX	25 分位	50 分位	75 分位	MIN	10%中证 800+90%债组合
收益率	32.60%	13.57%	8.50%	5.38%	-3.55%	5.28%
最大回撤	0.53%	1.96%	2.71%	3.78%	13.61%	1.37%
年化波动率	0.59%	3.21%	4.46%	5.73%	18.70%	2.25%
夏普比率	4.53	2.58	1.70	1.03	-2.46	1.68
calmar 比率	14.13	4.91	3.29	2.14	-0.51	3.86

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 58 固收+基金 2020 年收益-回撤散点图

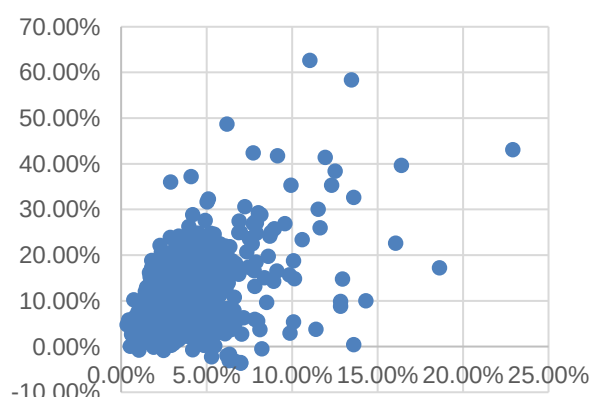
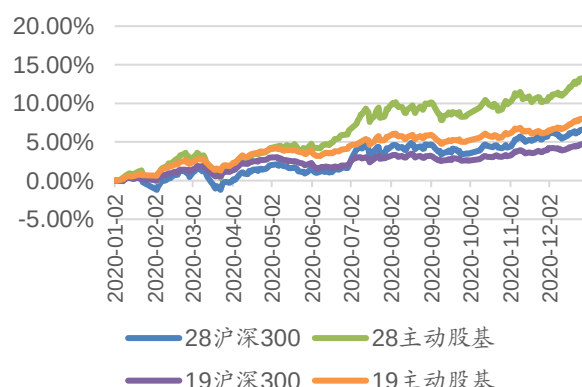


图 59 固定比例股债组合 2020 年表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3.3.“固收+”基金筛选

①“固收+”基金收益来源

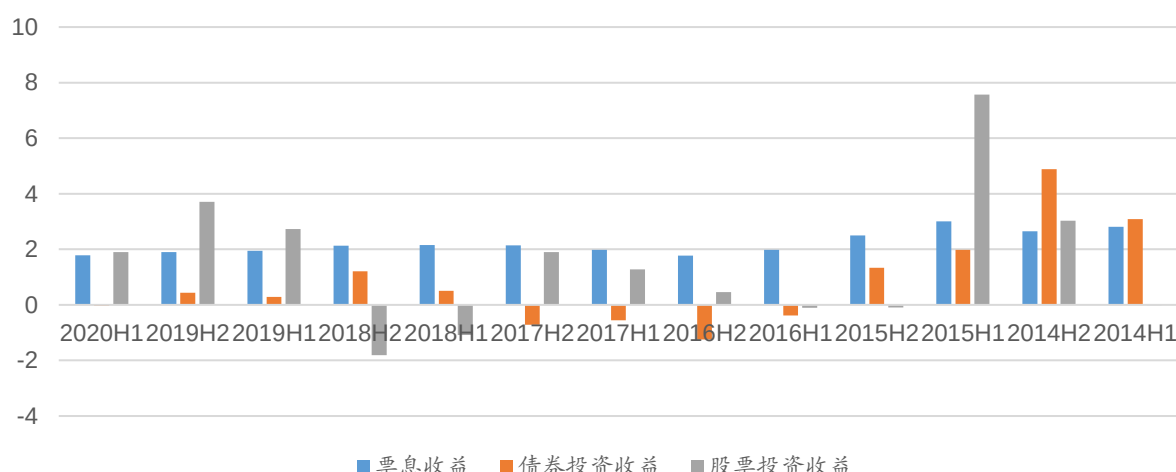
“固收+”基金的收益来源主要来源于三个方面，分别为票息收益、债券投资收益、股票投资收益。基于基金财务报告的收益分解模型，将“固收+”基金 2015 年以来各半年度收益进行拆解，并计算各项收益中位数，可以看出：

1) “固收+”基金票息收益中位数各半年度差异不大，基本在 2%附近，但可以看到 2019 年以来票息收益显著降低，体现“固收+”基金趋于不进行信用下沉；

2) 债券投资收益历年变动较大，这一方面由于这其中既包含纯债利率波段操作带来的收益，也包含可转债的投资收益，另一方面利率波段机会在不同时期存在差异。从各年度情况来看，2018 年下半年债券投资收益显著，考虑到可转债当时处于熊市，主要由利率波动操作带来；

3) 股票投资收益同样各年度差异较大，其中 2016H2-2017H2 获取正收益，有一定增强效果；2018 年股票投资收益显著为负，拖累了产品收益；而 2019H1-2020H1 股票投资收益成为基金的主要收益来源，实现了显著的收益增强。另外，从各半年度股票投资收益不同分位值比较可以看出，基金在股票部分的获取能力存在显著差异。

图 60 “固收+”基金各半年度各项收益中位数



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2020 年，科创板开板以及创业板开启注册制的背景下，打新收益为低仓位混合基金带来了较高的收益增强。全年平均获配个股数量 113 只，平均获配金额 2185.85 万元，平均打新收益率 6.39%，占低仓位混合基金全年平均收益率的 42.80%。

表 26 低仓位混合基金打新收益

	获配个股数量（只）	获配金额（万元）	全部打新收益（%）
25 分位	138	2744.211	8.20%
50 分位	113	2185.847	6.39%
70 分位	80	1194.189	3.41%

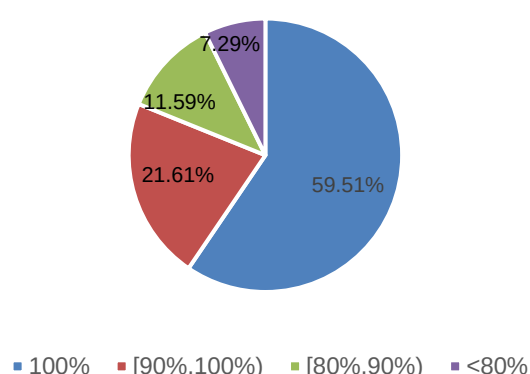
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

②滚动收益率指标在绝对收益目标产品选择中的应用

不同于权益基金，投资者配置“固收+”基金的目标更多是为获取绝对收益，因此在基金评价中引入滚动收益率指标，即任一交易日买入基金持有一年获取的收益，具体来说可以计算出滚动一年收益率为正的概率、平均收益率等指标。滚动一年收益大于固定值的概率这个指标也常用于与银行理财产品投资结果进行比对。

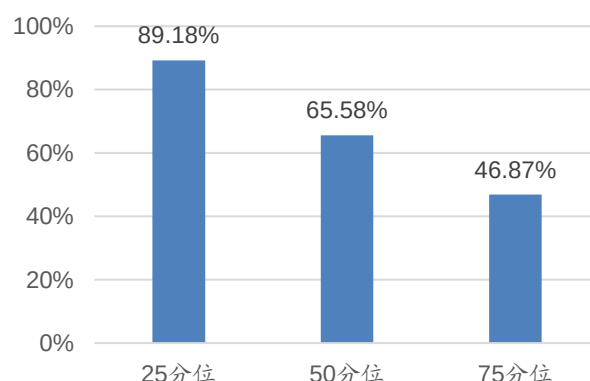
从“固收+”基金全样本来看，截至 2020 年底基金滚动平均收益率中位数为 7%，25 分位和 75 分位值分别为 9.5%、5.2%；而从滚动收益率为正概率来看，768 个样本中共 60% 的基金滚动正收益概率为 100%，22% 的基金滚动正收益概率介于 90% 和 100% 之间，12% 基金介于 80% 和 90% 之间，仅 7% 的基金正收益概率低于 80%，体现出整体绝对收益目标实现效果较优。另外，由于“固收+”基金常被用于银行理财产品替代定位，我们进一步观测它们滚动一年收益率大于 5% 的概率，发现中位数为 66%，25 分位和 75 分位分别为 89%、47%，约 18% 的基金该概率为 100%。

图 61 固收+基金滚动一年收益为正的的概率分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 62 固收+基金滚动一年收益大于 5% 的概率分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

③业绩指标筛选有效性检验

基金常用筛选指标包括收益、风险、风险调整后收益等业绩指标，为检验在“固收+”基金中这些指标是否具有有效性，我们运用分档法进行指标回测。其中：1）回测频率：每年；2）回测样本选择：回测时点，基金经理任职满 2 年，且基金最新规模超过 2 亿。

从回测结果来看，长期回撤和波动率指标的有效性较强，其次为 sharp 比率和 calmar 比率，长期收益指标的有效性最弱。具体来看：

1) 长期收益排名得分指标：有效性较弱，选择长期收益排名得分较高的基金进行配置的组合收益较低，另外最大回撤和波动率较高，风险调整后收益较低；

2) 长期回撤排名得分指标：具备有效性，选择长期回撤排名得分较高的基金进行配置的组合最大回撤和波动率较低，另外，收益较为落后、风险调整后收益领先；

3) 长期年化波动率排名得分指标：具备有效性，选择长期年化波动率排名较高的基金进行配置的组合波动率和最大回撤较低，另外，收益较为落后、风险调整后收益领先；

4) 长期 sharp 排名得分指标：有一定有效性，选择长期 sharp 排名得分较高的基金进行配置的组合 sharp 较高（但并不呈现线性），同时，波动率和回撤较低，收益往往较低（不呈现线性关系）；

5) 长期 calmar 排名得分指标：有效性不强，选择长期 calmar 排名得分较高的基金进行配置的组合 calmar 较低（但并不呈现线性），另外，波动率和回撤较低，收益往往较低（不呈现线性关系）。

表 27 长期收益率指标回测

指标	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档
区间收益率	24.65%	28.12%	28.51%	32.00%	30.45%
年化收益率	4.53%	5.11%	5.17%	5.74%	5.49%
最大回撤	4.13%	3.42%	3.47%	2.40%	2.62%
年化波动率	3.66%	3.18%	2.51%	2.42%	2.59%
sharp 比率	0.83	0.01	1.46	1.75	1.53
calmar 比率	0.01	0.01	1.49	2.39	2.09

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 28 长期最大回撤指标回测

指标	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档
区间收益率	25.32%	24.17%	29.59%	33.18%	31.14%
年化收益率	4.65%	4.45%	5.35%	5.93%	5.60%
最大回撤	2.82%	2.72%	3.06%	3.78%	4.01%
年化波动率	1.74%	2.33%	2.75%	3.30%	4.12%
sharp 比率	1.81	1.26	1.40	1.34	0.99
calmar 比率	1.64	1.63	1.75	1.57	1.40

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 29 长期年化波动率指标回测

指标	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档
区间收益率	21.74%	28.60%	28.80%	31.37%	32.55%
年化收益率	4.04%	5.19%	5.22%	5.64%	5.83%
最大回撤	2.64%	2.88%	3.59%	3.56%	4.49%
年化波动率	1.20%	2.14%	3.01%	3.49%	4.52%
sharp 比率	2.11	1.72	1.24	1.18	0.96
calmar 比率	1.53	1.80	1.45	1.59	1.28

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 30 长期 sharp 比率指标回测

指标	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档
区间收益率	21.70%	25.95%	29.05%	34.00%	33.04%
年化收益率	4.03%	4.75%	5.26%	6.06%	5.91%
最大回撤	3.01%	3.01%	3.27%	3.65%	3.82%
年化波动率	1.59%	2.56%	2.98%	3.28%	3.91%
sharp 比率	1.59	1.27	1.25	1.39	1.13
calmar 比率	1.34	1.58	1.60	1.66	1.55

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 31 长期 calmar 比率指标回测

指标	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档
区间收益率	23.69%	25.32%	28.18%	34.40%	32.20%

敬请参阅报告结尾处免责声明

年化收益率	4.39%	4.64%	5.12%	6.13%	5.78%
最大回撤	2.99%	3.05%	3.15%	3.46%	3.54%
年化波动率	2.05%	2.63%	2.62%	3.21%	3.75%
sharp 比率	1.40	1.19	1.38	1.44	1.14
calmar 比率	1.46	1.52	1.63	1.77	1.63

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

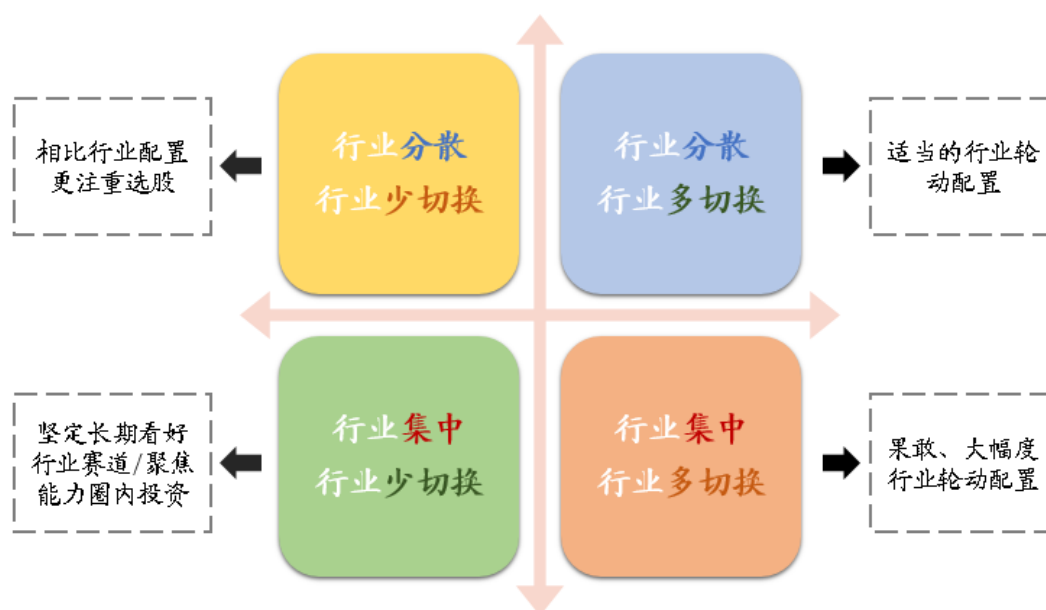
2.4.基金经理的行业配置标签如何使用？

2.4.1.基金经理的行业配置模式及研究意义

2.4.1.1.行业配置模式四象限分类：分散/集中；轮动/少动

行业配置是基金经理在中观层面的投资特征体现，是基金经理投资画像中的重要组成部分。基金经理在具体的行业配置比例上会随着时间的推移、行情的演变而变化，但是**基金经理的行业配置模式**往往是持续的、相对稳定的，因为行业配置模式是基金经理投资习惯和投资理念的反映，而不同的行业配置模式也将给基金产品带来不同的风险收益特征。从行业轮动的维度上，我们将基金经理的行业配置模式分为图 1 所示的四个象限，每个象限代表了不同的行业配置理念：

图 63 主动权益型基金不同的行业配置模式与相应的投资理念



资料来源：华宝证券研究创新部

2.4.1.2.研究意义

①采用定量刻画的手段，将上述四种类型的基金产品分组，为基金产品及基金经理提供更详细的定量标签，并以此维度将不同的基金经理归类为特征相似的可比类别；

②探讨以上四类不同行业配置模式的基金经理及其产品的长期风险收益特征。帮助基金投资者理解基金经理行业配置特征对投资组合的影响、以及对于不同类型基金经理的重点观测维度，从而遴选到适合自己预期的基金产品；

③通过探讨四类基金产品的特征并结合 A 股的运行情况，帮助基金管理人结合自身的能力圈、期
敬请参阅报告结尾处免责声明

望达到的投资目标等情况，更有参考性的决定自身的行业配置方式。

2.4.2.研究样本及定量分类方法

2.4.2.1.研究样本

本篇报告我们旨在探讨主动权益型基金经理的行业配置模式，因此我们选取高仓位宽基、基金经理在统计观察期末变更的基金产品。统计观察期为 2017Q4-2020Q4。最终符合条件的研究样本为 318 只主动权益宽基。

2.4.2.2.定量分类方法

如前文所述，我们从行业集中/行业分散、有切换/少切换两个方面来刻画基金经理的行业配置模式。在这两个方面，均采用构建定量指标为基金产品进行分类。基金经理的行业配置模式是一个长期的、较为稳定的特征，因此刻画观察期也为三年长期，以 2017Q4-2020Q2 期间年报、半年报的全部持仓作为基础数据。行业以中信一级 30 个行业作为分类标准。

① 行业集中度方面，采用有效成分数量 ENC 指标。以基金单个披露期行业配置权重向量计算单期有效成分数量 ENC_t ，然后将各个披露期的 ENC_t 值取算术平均，得到 2017Q4-2020Q2 整个观察期内的平均有效成分数量 ENC_T 。ENC 值越高，代表基金产品有效配置的行业成分越多，行业配置越分散，反之代表行业配置越集中。以实际观察的结果，最终定义 $ENC_T \geq 7$ 为行业配置分散类， $ENC_T < 7$ 为行业配置集中类。

② 行业切换程度方面，采用行业变动度指标 C。以基金在 t_0 和 t_1 两个时点披露的行业配置权重变化计算单期行业变动度 C_t ，然后将各个披露期之间的 C_t 值取算术平均，得到 2017Q4-2020Q2 整个观察期内的平均行业变动度 C_T 。行业变动度越大，基金经理在各个持仓披露期间的行业配置换手越大。以实际观察的结果，最终定义 $C_T \geq 35\%$ 为行业多切换类， $C_T < 35\%$ 为行业少切换类。

③ 以选股超额成绩分层：在样本筛选的过程中，我们去除了仓位选择对产品收益的影响，但是基金经理的选股水平仍然是重要的基金业绩影响因素。因此，在前两步刻画行业配置模式的基础上，再通过 2017Q4-2020Q2 期间不同的选股超额水平将每个行业配置模式类别分为两个组，更加方便后续的比较。以考察统计期季度平均选股超额 0-5%（含）、5-10%（含）分层，最终形成 4 组×2 层共 8 个小组，如表 1 所示：

表 32 定量刻画指标区分不同选股能力层级中的行业配置模式组

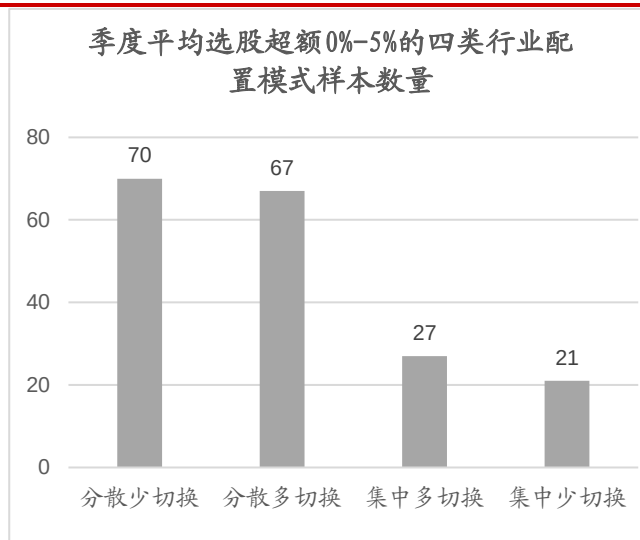
分组类别/定量指标		季度平均 选股超额	行业集中度 ENC_T	行业变动度 C_T
选股超额 较高组	行业分散+行业少切换	5%-10% (含)	$ENC_T \geq 7$	$C_T < 35\%$
	行业分散+行业多切换		$ENC_T \geq 7$	$C_T \geq 35\%$
	行业集中+行业多切换		$ENC_T < 7$	$C_T \geq 35\%$
	行业集中+行业少切换		$ENC_T < 7$	$C_T < 35\%$
选股超额 一般组	行业分散+行业少切换	0%-5% (含)	$ENC_T \geq 7$	$C_T < 35\%$
	行业分散+行业多切换		$ENC_T \geq 7$	$C_T \geq 35\%$
	行业集中+行业多切换		$ENC_T < 7$	$C_T \geq 35\%$
	行业集中+行业少切换		$ENC_T < 7$	$C_T < 35\%$

资料来源：华宝证券研究创新部

4 类行业配置模式的基金，对应两个选股超额水平组，数量分布如图 2 所示：

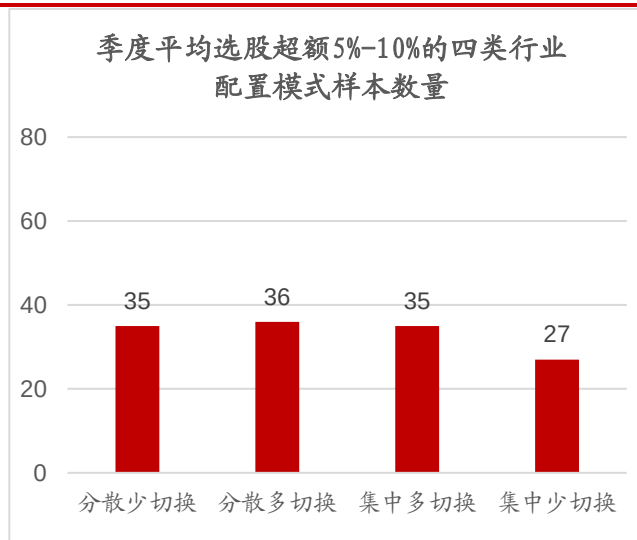
敬请参阅报告结尾处免责声明

图 64 不同分组样本数量（选股超额一般）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 65 不同分组样本数量（选股超额较高）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.4.3.代表基金经理及产品举例

上述四种行业配置模式中，每一种都能找到对应代表的典型基金经理。在以下展示的案例中，每一位基金经理的行业配置数据与其个人的投资理念也基本吻合：

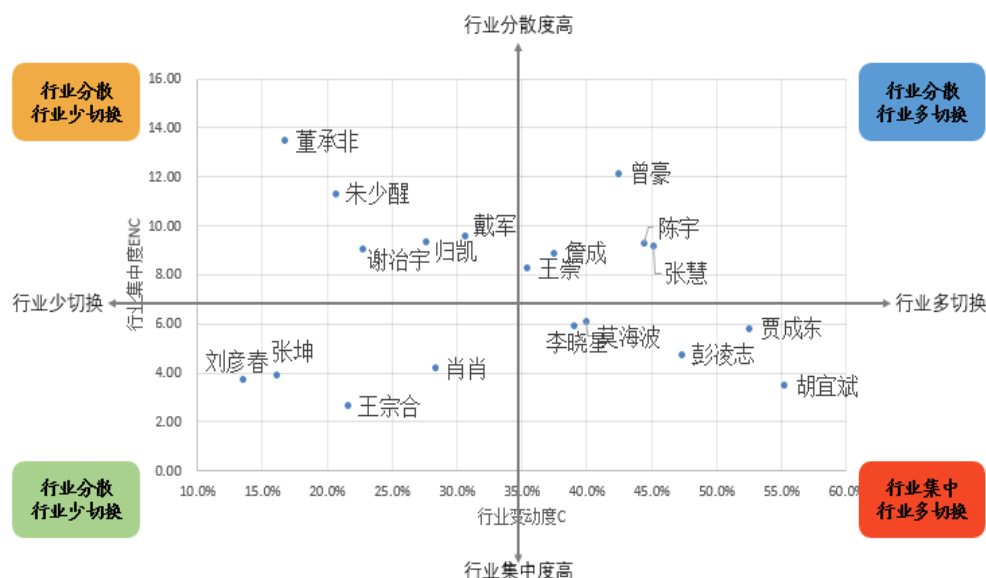
① **行业分散+行业少切换型**：董承非（兴全趋势投资，163402.OF）平均行业集中度 13.47，平均行业变动度 16.8%。

② **行业分散+行业多切换型**：张慧（华泰柏瑞创新动力，000967.OF）平均行业集中度 9.3，平均行业变动度 44.2%。

③ **行业集中+行业多切换型**：胡宜斌（华安媒体互联网，001071.OF）平均行业集中度 3.49，平均行业变动度 55.2%。

④ **行业集中+行业少切换型**：刘彦春（景顺长城鼎益，162605.OF）平均行业集中度 3.47，平均行业变动度 13.5%。

图 66 不同行业配置模式代表基金经理



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.4.4. 不同行业配置模式的收益与风险特征

2.4.4.1. 2018-2020 年 A 股市场特征：行业板块轮动明显，消费长牛

虽然基金经理操作风格呈现出的业绩特征有一定的长期规律，但是基金的表现也受到行情运行特征的影响。梳理历史的市场运行情况更有利于投资者理解和跟踪基金的业绩表现。2018-2020 年的行业板块行情呈现如下的特征：

近三年 A 股市场运行情况：行业轮动节奏明显，行业分化明显，食品饮料板块长牛。在以上的分析中，近三年在行业配置方面有一定切换的基金经理有较明显的增强，这与同时期 A 股的市场运行情况也密不可分。从 2018-2020 年每年中信一级行业指数月度收益率的秩相关系数看，仅 2018 年有较多的行业月收益率秩相关系数为正，而 2019、2020 年多数行业的月收益率秩相关系数为负。这意味着在 2019、2020 年两年的震荡市中，行业板块之间的轮动非常明显，前期涨幅较高的行业很有可能接下来收益率落后。在这样的行情中，有行业配置能力的基金经理去做行业的切换选择是可以获取更多超额收益的。

图 67 2018-2020 年中信一级行业指数月度收益率秩相关系数

行业指数近三年 月度收益率秩相 关系数	2018年	2019年	2020年	行业指数近三年 月度收益率秩相 关系数	2018年	2019年	2020年
消费者服务	-0.03	0.52	-0.13	纺织服装	0.55	-0.21	-0.14
综合金融	0.03	-0.67	-0.01	建材	-0.04	0.11	-0.06
电子	-0.22	0.36	-0.38	建筑	-0.03	0.48	0.18
计算机	0.11	-0.04	-0.19	非银行金融	0.42	-0.45	-0.12
医药	0.30	-0.10	0.09	交通运输	-0.27	-0.12	0.14
传媒	0.21	0.47	0.19	房地产	-0.23	-0.28	-0.53
轻工制造	0.12	0.16	-0.60	钢铁	-0.41	0.08	0.27
家电	0.06	-0.26	0.36	电力及公用事业	-0.69	0.43	-0.08
电力设备及新能源	0.48	-0.54	-0.58	食品饮料	-0.16	-0.30	-0.20
通信	-0.02	-0.56	-0.11	石油石化	0.49	-0.09	0.19
商贸零售	-0.29	-0.41	-0.02	银行	0.17	0.03	0.41
基础化工	0.53	0.00	-0.08	煤炭	-0.11	-0.46	-0.20
有色金属	-0.32	-0.18	0.15	农林牧渔	-0.02	-0.13	0.10
国防军工	0.04	-0.13	-0.15	机械	0.18	-0.60	0.12
综合	-0.11	-0.16	0.19	平均	0.01	-0.14	-0.02
汽车	-0.36	-0.12	0.50				

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部（观察统计期 2018/1/1-2020/12/31）

表 33 2018-2020 年每年收益率 Top3 行业板块

	2018	2019	2020
涨幅 No.1 板块及收益率	消费者服务：-8.7%	食品饮料：72.8%	电力设备新能源：88.3%
涨幅 No.2 板块及收益率	银行：-10.9%	电子：72.2%	食品饮料：88.1%
涨幅 No.3 板块及收益率	石油石化：-18.8%	家电：60.5%	消费者服务：81.1%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

同时，在 2018-2020 年整整三年的行业板块表现情况看，不同的行业分化差距巨大，其中消费、医药板块收益率业绩居前。食品饮料指数统计期内总收益率达 158.8%，远远高于其他行业指数的收益率。在本文的行业集中+少切换类型中，也有较多的基金长期重仓配置食品饮料，印证了这些基金经理的长期眼光，也成就了这些基金的长期业绩。尽管食品饮料在这 3 年内的收益率名列前茅，但是 2018-2020 内每年的秩相关系数仍为负数，呈现一定的反转和波折，也导致了此类型的基金承受更高的业绩波动率。

2.4.4.2. 长期收益与风险特征

在下文中，每一类行业配置特征内的品种将按照等权重构建基金组合，从而可以观察在同样的选股水平范围内不同的行业配置模式的收益与风险特征。基金组合层面的表现与个基的表现可能存在一定差距，因此本文在每个小节中会从基金组合、个基表现分布两个方面进行讨论。

①基金组合层面的长期收益与风险特征

从 2018-2020 年三年观察期的长期数据看，选股超额 0%-5% 内四类与选股超额 5%-10% 内四类的等权组合净值曲线、各项业绩指标结果如下图 68。从收益指标、风险指标两个方面分析各个分类的情况：

图 68 两种选股水平四类行业配置模式的等权组合业绩指标

季度平均选股超额 0%-5%					季度平均选股超额 5%-10%				
	行业分散 少切换	行业分散 多切换	行业集中 多切换	行业集中 少切换		行业分散 少切换	行业分散 多切换	行业集中 多切换	行业集中 少切换
总收益率	65.5%	79.0%	84.5%	89.4%	总收益率	95.2%	98.8%	102.5%	111.1%
年化收益率	18.2%	21.4%	22.6%	23.7%	年化收益率	24.9%	25.7%	26.4%	28.2%
年化波动率	9.4%	9.8%	10.3%	9.6%	年化波动率	9.5%	10.2%	10.8%	10.3%
最大回撤	29.0%	30.2%	31.9%	30.6%	最大回撤	26.6%	28.3%	28.7%	29.3%
夏普比率	1.78	2.03	2.05	2.31	夏普比率	2.46	2.38	2.30	2.58
卡玛比率	0.63	0.71	0.71	0.77	卡玛比率	0.94	0.91	0.92	0.96

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部 (观察统计期 2018/1/1-2020/12/31)

②从收益方面看

行业切换、高集中度均带来长期收益增强: 在同样选股水平的组群内, 四种行业配置模式的长期收益率顺序一致。

A. 行业分散降低了组合收益率: 行业分散类收益率整体低于行业集中类, 其中行业分散+少切换类型长期收益率均为同选股水平组内最低, 意味着无鲜明行业观点偏好的基金经理在行业选择的超额收益来源较低, 削弱了收益水平。

B. 行业切换带来一定的收益增强: 切换明显的两组排在 2、3 位的中间位置, 分散+切换类强于分散+少切换类。尽管通过行业配置的选择获取超额收益有一定的难度, 但是从过往三年的实际结果看, 行业切换配置为基金经理带来了一定的长期收益增强。而更加果敢、大幅行业选择的类型 (集中+切换类) 比较小幅做行业选择的类别 (分散+切换类) 收益率更高, 基金经理鲜明的行业配置观点进一步增强了收益。

C. 行业集中+少切换类型收益最高, 与基金经理选择的行业和过往行情高度相关: 有鲜明观点、长期坚定看好少数行业赛道并长期持有的组收益率最高。这也一定程度得益于过去三年医药、消费的长牛行情, 因为过往三年此类品种多数选择的赛道集中在医药、消费领域。

D. 选股方面的能力可显著增强收益, 对行业分散少切换类型增强效果最高, 并能够弥补行业配置超额方面的差距。 其中, 高选股超额组的行业分散+少切换类别比低选股超额组的同等类别长期收益率高近 30%, 远大于其他同类别不同选股水平之间 20% 左右的差值。这也侧面印证了均衡分散、少做行业选择的基金经理多数为自下而上选股的基金经理, 因而此类基金经理的选股能力更为关键。在同等选股水平、不同行业配置类型之间的比较看, 高选股超额组内的分散+少切换类与其他各类别的差距显著缩小, 基金经理的强选股能力可以有效弥补在行业配置方面的缺失。

③从风险方面看

行业高集中度、行业切换均带来风险指标的上升: 在同样选股水平的组群内, 四种行业配置模式的长期回撤、波动率指标大体呈现集中>分散、切换>少切换的规律。

A. 行业分散能够有效降低组合风险: 从两个选股水平组的结果看, 行业分散类的长期年化波动率、最大回撤水平均低于行业集中类型, 意味着充分分散, 少行业偏离、少做行业选择可以有效降低下行风险。尽管牺牲了收益率, 但是风险方面却更优。

B. 行业切换增加了组合风险: 在同等选股水平内比较, 无论是同等分散还是同等集中的, 带行业切换的类型在波动率、最大回撤指标上整体均比非切换类高。这一点在选股超额 0%-5% 的组内尤其明显, 行业集中+切换类占据了行业集中、切换两个增加风险的操作, 成为波动率、最大回撤最高的组合。

敬请参阅报告结尾处免责声明

C. 好的选股能力能够有效降低组合回撤风险，对于不同类别均有较明显的效果：在不同选股水平组、同样行业配置类型之间的比较看，选股较强的组在最大回撤方面的控制均优于同类别、选股较弱的组。好的选股能力可以有效降低回撤风险，但是在波动率方面的控制并不显著。

● 基金经理投资建议

① 行业分散可降低风险，但是也牺牲了提高收益率的可能性，行业分散+不切换类基金经理最需要充分发挥自身的选股能力；

② 如果基金经理有较好的中观视角，可进行行业切换操作以增强收益，但是也有增加风险水平的副作用；

③ 基金经理依据自身的中观分析集中行业配置，长期有一定的增强收益效果，但同样也有增强风险水平的副作用，并且较为明显；

④ 2018-2020 期间个别行业表现出长牛，基金经理通过非常长期的投资视角，看准并坚定持有特定行业，可取得亮眼的超额收益。

个基金品种层面的长期收益分布

以上为不同行业配置模式的组合长期收益、风险情况，但是每个类型内的各个基金仍然是有差别的，而投资者进行投资时仍要以单个基金产品为落脚点。因此，各个类别内的长期收益率分布可以帮助投资者进一步了解不同行业配置类别内可以选择到高、低收益品种的概率情况，如下图 69 所示：

图 69 两种选股水平四类行业配置模式的基金长期收益率分布

总收益率分布	季度平均选股超额 0%-5%				总收益率分布	季度平均选股超额 5%-10%			
	行业分散 少切换	行业分散 多切换	行业集中 多切换	行业集中 少切换		行业分散 少切换	行业分散 多切换	行业集中 多切换	行业集中 少切换
25分位数	82.2%	102.2%	98.1%	112.6%	25分位数	111.9%	113.2%	117.4%	131.4%
50分位数	64.9%	82.0%	84.3%	98.4%	50分位数	93.1%	99.8%	99.4%	104.5%
75分位数	42.9%	58.6%	58.1%	60.4%	75分位数	78.4%	84.6%	77.5%	92.6%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部（观察统计期 2018/1/1-2020/12/31）

注 1：（降序排列，25%分位指数收益率从大到小排列 top25%分位数）

从结果可以看出：

① 对于选股水平一般的组，分散+少切换类全面落后，其他类别内的低收益率品种水平接近：前述分析中，行业分散+少切换类型的选股能力是最为关键的，因此选股能力较弱的此类别，在 25 分位-75 分位均全面落后同选股水平的其他类别。而其他三种类别中，集中+少切换类的 25 分位数水平最高，是最可能获得高上限收益率的类别；在 75 分位低收益率方面，其他三类水平也较为接近。

② 对于选股水平较高的组，行业分散+少切换的劣势淡化，行业集中+多切换内品种的不确定性增加：在前述分析中，好的选股能力可以有效增强弥补行业配置方面的差距，在收益率分布上也可以看出选股水平较高的分散+少切换类型在 25 分位—75 分位各档次与其他各类别较为接近。另一方面，虽然行业切换可以增强收益，但是也增加了个别品种收益率掉队的概率：选股水平较高的集中+切换类型的 75 分位数在所有类别中最低。如果基金经理在行业配置方面偏差较大又恰逢看错，会对收益率有明显的损耗。

● 基金选择建议

① 行业分散类型更适合风险承受能力较低、求稳妥的投资者，行业集中类型更适合有一定风险承受能力、对收益增强要求更高的投资者；

② 对于行业分散+少切换类型，基金经理的选股能力是核心观测指标；

③ 如果投资者希望既兼顾风险控制，又要求有一定的收益增强，分散+切换类型是不错的选择；

④ 选择行业集中属性的品种需要投资人的中观分析能力予以配合。其中，行业集中+少切换类需要投资者从长期的视角分析基金经理重仓的行业前景；行业集中+多切换类型需要对基金经理紧密的跟踪调研，把握基金经理未来行业配置的观点和动向，同时配合投资者对中短期行业景气度的判断；

⑤ 行业集中+多切换类型个股选择难度较大，如果出现跟踪不紧密或者判断错误，更容易出现收益率落后的情况，需要加强精力甄选。

2.4.4.3. 基金组合层面的业绩稳定性与不同阶段表现：切换属性可在震荡市中增强稳定性

作为基金投资者和基金经理人，在不同的市场环境、行情区间内，需要选择到更适合的品种及策略，也需要考虑在不同市场环境中策略表现的稳定性。本小节将对以上的各类别小组进行不同市场行情区间内的特征分析，以及跨越行情区间业绩稳定性的观察。下图 70 展示了不同小组类型的基金在以半年度为观察区间内的收益率变化，揭示不同类型的行业适应能力：

图 70 8 组分类基金在 2018-2020 年期间共 6 个半年度的组合收益率表现、收益波动率情况

季度平均选股超额 0%-5%	熊市		震荡市				2018-2020 半年度波动率	2019-2020半 年度波动率
	2018/1/1	2018/7/1	2019/1/1	2019/7/1	2020/1/1	2020/7/1		
	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31		
行业分散少切换	-8.7%	-16.3%	24.0%	15.4%	16.8%	29.7%	18.4%	6.7%
行业分散多切换	-10.4%	-17.2%	23.7%	21.1%	24.9%	28.9%	20.1%	3.2%
行业集中多切换	-8.8%	-20.2%	28.6%	21.3%	25.2%	29.7%	21.5%	3.8%
行业集中少切换	-6.0%	-19.2%	34.5%	12.8%	18.8%	38.4%	22.6%	12.3%

季度平均选股超额 5%-10%	熊市		震荡市				2018-2020 半年度波动率	2019-2020半 年度波动率
	2018/1/1	2018/7/1	2019/1/1	2019/7/1	2020/1/1	2020/7/1		
	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31		
行业分散少切换	-6.3%	-16.3%	28.4%	19.0%	27.4%	27.9%	19.7%	4.4%
行业分散多切换	-8.1%	-16.8%	27.5%	22.6%	29.6%	28.3%	20.7%	3.0%
行业集中多切换	-7.4%	-17.1%	27.1%	24.6%	32.2%	26.1%	20.9%	3.3%
行业集中少切换	-3.7%	-20.6%	36.9%	17.7%	31.5%	30.3%	22.8%	8.1%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部（观察统计期 2018/1/1-2020/12/31）

从图中的结果可以看出：

① 行业分散类型组合在熊市中最有利，牛熊长周期内业绩稳定性最强：在收益率方面，2018 年的熊市行情内可以明显看出带有行业分散属性的类型组合是跌幅较少、占优势的。在业绩稳定性方面，带有分散属性的两个组合半年度的收益波动率均低于行业集中类型的组合，其中分散+少切换类型长期稳定性最强。

② 在 2019-2020 年震荡市中，行业切换类型组合可增强收益+有利于业绩稳定性：收益率方面，在 2019-2020 年共 4 个半年段的观察期内，可以看到分散+切换类型组合的总收益率是高于分散+少切换类型组合的，一定的行业切换可以增强组合收益。在业绩稳定性方面，虽然带有分散属性的组合在 2018-2020 年中稳定性最高，但是如果仅统计 2019-2020 年震荡市中半年度的收益波动率，带有切换属性的组合波动率是最低的，这说明在 2019-2020 年的震荡行情中有利于基金经理做行业切换配置。

③ 高集中、少切换类型组合稳定性最低：没有分散作为均衡的手段，又没有行业切换作为适应

不同市场环境的手段，高集中、少切换类型的基金组合是四个类别里面半年度收益波动率最高的、业绩稳定性最低的。尽管长期收益率最高，但是此类型与基金经理重仓配置的行业走势高度相关，不同行情区间内业绩差别明显。

④ 好的选股能力可以增强震荡行情中的业绩稳定性，对于少做行业切换类别的基金组合效果最明显：在不同选股超额水平、同种行业配置模式的比较中，可以看到选股超额水平较高的组内各个类型组合在 2019-2020 年的震荡市中收益波动率有所降低，尤其分散+少切换和集中+少切换类型的组合，有更加显著的降低收益波动率、提高业绩稳定性的作用。

● 基金经理投资建议

① 行业分散可以帮助基金经理接近穿越牛熊周期、实现长期的业绩稳健目标；行业分散在熊市中也有更好的防御作用；

② 切换操作在熊市中可能增加风险。这可能是由于行业配置的逻辑在牛、熊市中不同：牛市中注重行业景气度更容易获得超额收益，而熊市中可能更重要的是避开潜在风险较大、估值较高的行业板块。

③ 如果基金经理有较好的行业中观思路，切换操作在震荡市中有利于收益的增强，也有利于业绩的稳定。

2.4.4.4.个基品种层面的业绩稳定性：行业集中属性降低个基业绩稳定性，可构建低相关度组合来解决

从以上的分析中可以得知，2019-2020 年带有行业切换属性的基金组合有更高的业绩稳定性。那么作为一个基金投资人在选单只产品的时候，是否跟基金组合的业绩稳定性效果近似呢？图 14 中统计了上述 8 组基金组内个基品种在 2019-2020 年期间各个分位数半年度业绩波动率的情况，揭示投资者在 2019-2020 震荡市中可选择到业绩稳定品种的概率情况：

图 71 两种选股水平内范围内四类行业配置模式的基金 2019-2020 年震荡市半年度收益波动率分布

平均季度选股超额 0%-5%					平均季度选股超额 5%-10%				
半年度收益波动率分布	行业分散少切换	行业分散多切换	行业集中多切换	行业集中少切换	半年度收益波动率分布	行业分散少切换	行业分散多切换	行业集中多切换	行业集中少切换
25分位数	7.0%	5.5%	5.1%	11.7%	25分位数	6.6%	5.8%	8.1%	10.3%
50分位数	9.3%	7.3%	9.8%	15.1%	50分位数	8.0%	6.6%	9.6%	15.0%
75分位数	11.6%	9.9%	11.6%	18.3%	75分位数	11.0%	10.1%	12.5%	17.8%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部（观察统计期 2018/1/1-2020/12/31）

注：升序排列，25%分位指波动率从大到小排列 top25%分位数

从结果中可以发现，在 2019-2020 年的震荡行情中：

① 分散+多切换类型的个基业绩稳定性打败其他三类型。无论是在选股超额一般组还是在选股超额较高组，分散+多切换类型内的 25 分位数、中位数和 75 分位数的业绩波动率均低于其他类别的同分位数水平。这与我们前述的结论一致：震荡市中切换属性可以增强业绩稳定性，分散属性在整个牛熊周期均有稳定业绩的作用。

② 集中+少切换类型个基的业绩稳定性显著较弱：此类型与其他三类相比，无论是 25 分位数、50 分位数还是 75 分位数的业绩波动率均显著高于其他三类。选股成绩较高的组虽然业绩波动率有略微下降，但是与较高的波动率基数相比，作用微弱。

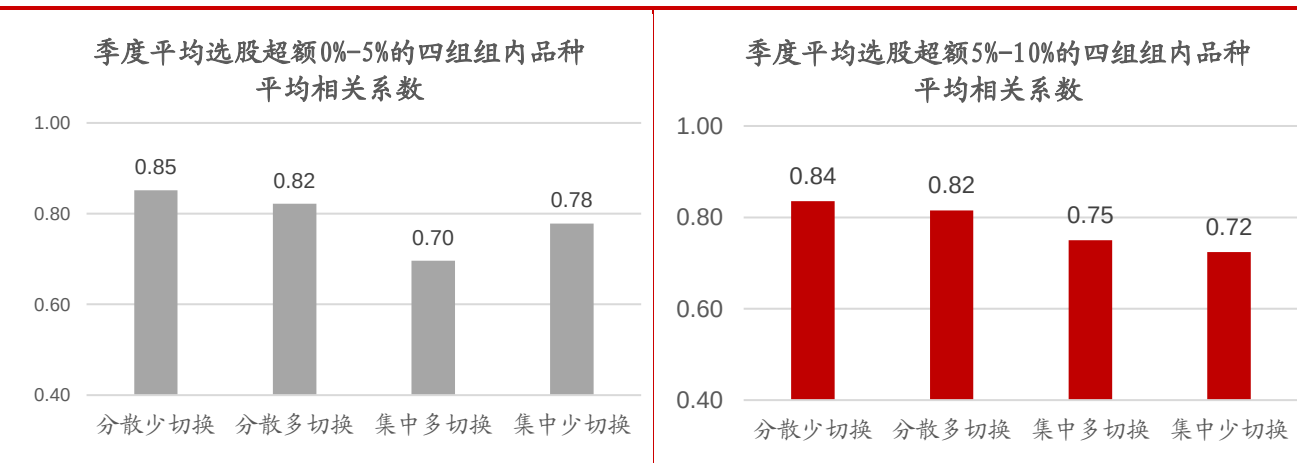
③ 集中+多切换类型的组合稳定性较高，但是个基稳定性一般：前述分析中，行业切换属性在震荡市中有利于收益的增强，也有利于业绩的稳定。

敬请参阅报告结尾处免责声明

荡行情中可以有增强业绩稳定性的效果，并且在基金组合的层面有较好的体现。而在个基层面，分散+切换类仍然体现了较好的稳定性，但是集中+切换类多个分位数水平的业绩波动率并不算低。这与组合层面的结论似乎相矛盾，图 15 的相关系数可以解释部分原因：从平均相关系数的高低看，集中+多切换组内基金品种的平均系数均属于较低的水平，其中选股超额 0%-5%的组此类别内的品种平均相关系数最低。低相关度的品种进行组合，更有利于分散风险、提高稳定性，而单只产品的稳定性却没有那么强。从基金经理的投资理念看，集中+多切换组也的确是相关度容易较低的类别：不同基金经理重点跟踪的行业不同、对行业的观点不同，同时偏离幅度也较大，更容易由于配置的行业节奏差距较大而造成较低的相关度。

④ 低相关度个基构成组合有利于提高业绩稳定程度，行业集中类型内更可能构建这样的组合：集中+切换类在两种选股水平组内的平均相关系数均较低，虽然个基业绩稳定性一般，但是组合的业绩稳定性显著提高。而在选股水平较高组内的集中+少切换类型，平均相关系数也显著较低，组内不仅有基金经理长期重仓食品饮料，也有部分基金经理长期重仓医药或者科技等。图 13 中此类基金组合在震荡市中的半年度波动率为 8.1%，而图 14 中同类型个基中位数的波动率高达 15%。尽管组合的波动率绝对值仍然较高，但是与个基的水平相比波动率已经大大降低。带有分散属性的两个类型虽然个基本身稳定性较好，但是不同个基的平均相关系数较高，构建成组合带来的稳定增强效用相对有限。

图 72 8 组分类基金在 2019-2020 年期间各个组内基金品种的平均相关系数



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

● 基金选择建议（震荡行情中选基）

① 分散+切换类型业绩稳定性较好，组合层面和个基层面均如此，选择到业绩稳定个基的难度也较小；

② 集中+多切换类型虽然作为基金组合业绩稳定性较好，但是个基业绩稳定性较为一般。如果采用相关度较低的个基品种构建基金组合，可以较好的提高此类型的业绩稳定性。

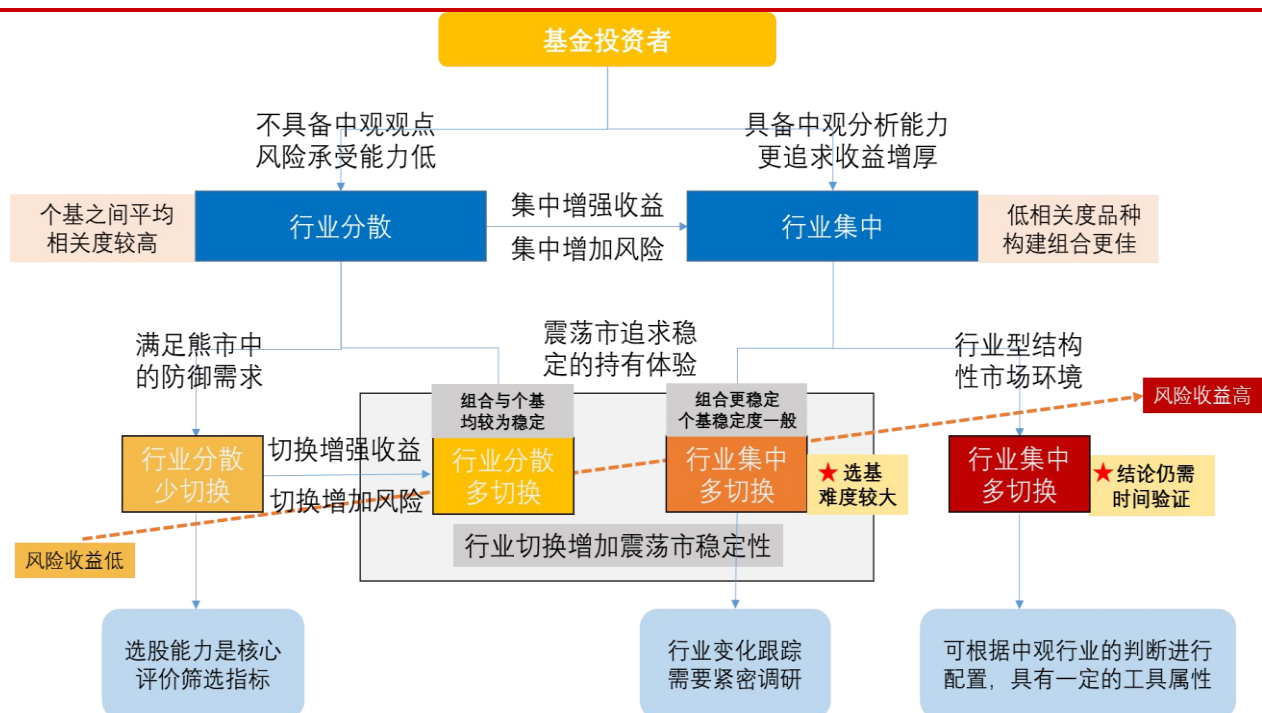
③ 分散属性的品种虽然本身业绩稳定性较高，但是类型内个基之间的相关度也较高，构建组合提高业绩稳定性的效用也比较有限。行业集中类型更有可能通过行业配置相差较大的基金经理构建低相关度的基金组合，提高业绩的稳定性。

2.4.5.应用结论

2.4.5.1. 基金投资思维指引（根据行业配置模式特征）

应对不同行业配置模式的基金，资者可参考图 16 的基金投资思维指引：

图 73 基金投资思维指引——应对不同行业配置模式



资料来源：华宝证券研究创新部

2.4.5.2. 面向积极投资者&基金经理的应用建议

以上关于基金经理不同行业配置模式的特征，对基金投资者、基金管理者均可以有所运用。应用结论可总结如下：

表 34 关于不同行业配置模式基金的特征及对基金经理、基金投资者应用结论

对于基金投资者建议	关于长期收益与风险： 1) 行业分散类型更适合风险承受能力较低、求稳妥的投资者，行业集中类型更适合有一定风险承受能力、对收益增强要求更高的投资者； 2) 对于行业分散+少切换类型，基金经理的选股能力是核心观测指标； 3) 如果投资者希望既兼顾风险控制，又要求有一定的收益增强，分散+切换类型是不错的选择； 4) 选择行业集中属性的品种需要投资人的中观分析能力予以配合。其中，行业集中+少切换类需要投资者从长期的视角分析基金经理重仓的行业前景；行业集中+多切换类型需要对基金经理紧密的跟踪调研，把握基金经理未来行业配置的观点和动向，同时配合投资者对中短期行业景气度的判断； 5) 行业集中+多切换类型个基选择难度较大，如果出现跟踪不紧密或者判断错误，更容易出现收益率落后的情况，需要加强精力甄选。 关于策略适应性与业绩稳定性（震荡市）： 1) 分散+切换类型业绩稳定性较好，组合层面和个基层面均如此，选择到业绩稳定个基的难度也较小； 2) 集中+多切换类型虽然作为基金组合业绩稳定性较好，但是个基业绩稳定性较为一般。如果采用相关度较低的个基品种构建基金组合，可以较好的提高此类型的业绩稳定性。 分散属性的品种虽然本身业绩稳定性较高，但是类型内个基之间的相关度也较高，构建组合提高业绩稳定性的效用也比较有限。行业集中类型更有可能通过行业配置相差较大的基金经理构建低相关度的

	基金组合，提高业绩的稳定性。
对基金 经理建 议	关于长期收益与风险： 1) 行业分散可降低风险，但是也牺牲了提高收益率的可能性，行业分散+不切换类基金经理最需要充分发挥自身的选股能力； 2) 如果基金经理有较好的中观视角，可进行行业切换操作以增强收益，但是也有增加风险水平的副作用； 3) 基金经理依据自身的中观分析集中行业配置，长期有一定的增强收益效果，但同样也有增强风险水平的副作用，并且较为明显； 4) 2018-2020 期间个别行业表现出长牛，基金经理通过非常长期的投资视角，看准并坚定持有特定行业，可取得亮眼的超额收益。 关于策略适应性与业绩稳定性： 1) 行业分散可以帮助基金经理接近穿越牛熊周期、实现长期的业绩稳健目标；行业分散在熊市中也有更好的防御作用； 2) 切换操作在熊市中可能增加风险。这可能是由于行业配置的逻辑在牛、熊市中不同：牛市中注重行业景气度更容易获得超额收益，而熊市中可能更重要的是避开潜在风险较大、估值较高的行业板块； 如果基金经理有较好的行业中观思路，切换操作在震荡市中有利于收益的增强，也有利于业绩的稳定。

资料来源：华宝证券研究创新部

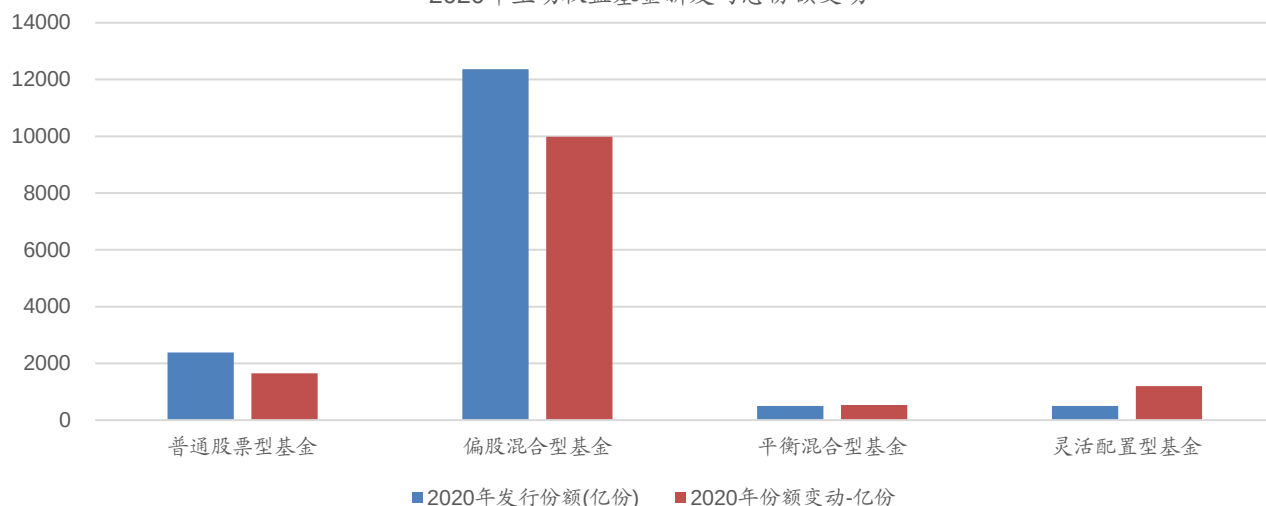
最后值得注意的是，行业配置虽然是基金经理投资的重要方面，但是影响基金经理表现的仍有基金经理选股风格、选股能力、仓位选择等其他因素。**基金投资者在运用行业配置模式标签的同时，也需要充分结合其他因素，综合甄选。**

2.5.公募基金投资者是否存在非理性行为？

2020 年公募发行市场热度不减，年初权益基金“首日售罄”、“比例配售”的场景随处可见，投资者购买基金的热情可见一斑，这一定程度上反映了居民理财意识的提升，但也可以看到在权益基金火热发行的背后，普通股票型基金与偏股混合型基金的份额增量明显低于新发份额数，**说明有相当一部分投资者在申购新基金的同时选择了赎回老基金**，这一行为在明星基金经理的新发基金上表现的尤为明显：以 2020 年首发规模在百亿以上的权益基金为例，可以看到，截至 2020 年底多数基金的份额较发行份额有明显的缩减，其中，易方达均衡成长、南方成长先锋净赎回量甚至在百亿份以上。

图 74 2020 年公募基金市场存在较为明显的“赎回买新”行为

2020年主动权益基金新发与总份额变动



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 35 2020 年首发规模在百亿及以上的基金多数在成立后遭遇净赎回

名称	基金成立日	基金经理	认购天数	认购确认比例(%)	发行份额(亿份)	2020 年底份额(亿份)	2020 年份额变动(亿份)
汇添富大盘核心资产	2020-01-08	王栩	5		113.20	35.88	-77.32
易方达研究精选	2020-02-21	冯波	1		165.89	70.08	-95.81
汇添富中盘积极成长 A	2020-03-13	郑磊	1		125.94	52.96	-72.97
易方达均衡成长	2020-05-22	陈皓	1		269.67	123.72	-145.95
汇添富优质成长 A	2020-05-25	杨瑨	4		115.24	63.58	-51.66
南方成长先锋 A	2020-06-12	茅炜,王博	1		321.15	191.91	-129.25
中银顺兴回报一年持有 A	2020-06-16	李建,刘腾	4		112.19	113.50	1.31
工银高质量成长 A	2020-06-18	袁芳,李昱	19		119.89	34.79	-85.09
交银启汇	2020-07-07	楼慧源	3		100.97	58.50	-42.47
汇添富中盘价值精选 A	2020-07-08	胡昕炜	1	43.32	297.43	233.95	-63.48
鹏华匠心精选 A	2020-07-10	王宗合	1	21.88	296.91	258.44	-38.47
华安聚优精选	2020-07-16	饶晓鹏	1		290.67	196.97	-93.70
汇添富开放视野中国优势 A	2020-07-22	劳杰男	1		169.42	172.64	3.21
富国创新趋势	2020-07-27	李元博	1		163.09	114.18	-48.91
南方景气驱动 A	2020-08-04	茅炜	3		114.98	90.85	-24.13
景顺长城竞争优势	2020-08-06	刘苏	4		111.73	96.02	-15.70
广发稳健优选六个月持有 A	2020-08-06	王明旭	12	89.55	149.06	151.14	2.08
平安低碳经济 A	2020-08-10	李化松	3		101.88	60.95	-40.93
富国成长策略	2020-08-11	许炎	2		116.64	90.21	-26.43
广发稳健回报 A	2020-08-17	傅友兴	17	43.01	148.56	138.54	-10.02
易方达信息行业精选	2020-08-24	郑希	10		106.03	91.55	-14.48
南方创新驱动 A	2020-08-28	骆帅	2		143.91	127.35	-16.56
易方达创新未来 18 个月	2020-09-29	陈皓	1	95.40	120.00	79.12	-40.88

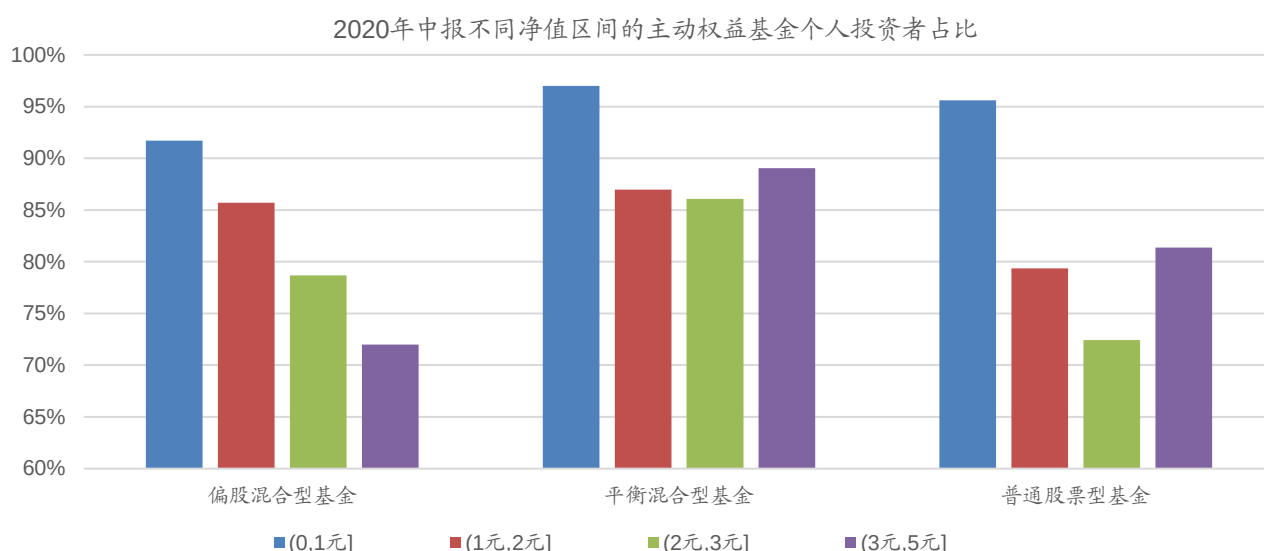
敬请参阅报告结尾处免责声明

鹏华创新未来 18 个月	2020-09-30	王宗合	2	95.89	120.00	76.44	-43.56
中欧创新未来 18 个月	2020-10-09	周应波,邵洁,刘金辉	5	94.71	120.02	91.34	-28.68
汇添富创新未来 18 个月	2020-10-13	劳杰男	11	99.60	120.04	80.06	-39.98
华夏创新未来 18 个月	2020-10-13	周克平	14	99.72	120.03	78.37	-41.66

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

回溯历史可以发现基金投资者“赎旧买新”现象一直存在,这一方面与渠道端的营销策略以及短期业绩考核压力有关,另一方面基民对新基金的喜爱也可以从行为金融学的角度找到一些解释:基民在理财意识提升的同时对于公募基金的认知相对有限,更偏好以股票的投资逻辑来买卖基金,典型的代表就是个人投资者在基金投资上具有较为显著的单价效应,即类比股票,在基金投资上个人投资者也更偏好单位价格更低的基金,认为低价基金未来的上涨空间更大,而高价格基金未来的下跌概率更大,对于多数个人投资者而言,相比已持有的单价在 1 元以上的老基金,新基金首发 1 元的价格更便宜、更具有吸引力,从而会在新基金发行时选择“赎旧买新”,对各类主动权益基金 2020 年中披露的投资者结构进行分析可以发现,个人投资者的占比随基金净值的上涨有明显下降,也侧面说明了个人投资者更偏好低净值基金。

图 75 个人投资者在基金投资体现出较为明显的“恐高”特征



资料来源: 华宝证券研究创新部

个人投资者在基金投资上的“恐高(净值)”基因由来已久,2006 年末在新发基金审批暂缓背景下,基金公司开始发力存量基金的营销,为了吸引恐高症候群,高净值基金纷纷通过大比例分红、基金分拆等实现“净值归 1”,渠道也以“便宜基金更容易上涨”作为营销卖点,这种净值归 1 的营销方式一度成为当时存量基金实现规模扩张的利器,直到 2007 年 11 月证监会监管部下发“44 号文”明确要求基金管理公司和代销机构不得诱导投资人认为低净值基金更便宜,但个人投资者对于低价基金的误解与偏爱却一直延续至今,2019 年华宝油气净值一路下跌的过程中份额却持续净增长很大程度上就得益于其低净值对于个人投资者的吸引,2019 年全年个人投资者增持华宝油气的份额高达 60.56 亿份,相比 2018 年底个人投资者对华宝油气的持有量增长 1.57 倍。华宝油气份额的持续增长一方面与其低价吸引新的投资者申购有关,一方面也与其原有投资者买入基金后持续亏损之下的处置效应有关。处置效应最初被用来形容投资者在股票投资上“卖涨不卖跌”的行为,投资者对于亏损股票的惜售心理一方面源于其认为账面浮亏不是真正的亏损而一旦卖出会将相应的损失变现,另一部分原因则在于投资

者认为赚钱的股票未来下跌的可能性较大，而亏损的股票未来大概率会触底反弹，这与基金投资者认为“便宜基金更容易上涨”的逻辑如出一辙。

2.6.明星基金经理都值得买吗？

近两年，A股市场迎来牛市，在公募基金优秀的赚钱效应，加上预期收益型银行理财产品逐步落幕，银行理财走向净值化发展，基金产品成为大众最青睐的理财产品，2020年权益基金产品发行规模继续大增，特别是明星基金经理表现出了明显“爆款”热度。这一方面体现出，基金产品作为独特的理财产品，逐步形成明显的品牌效应，但同时也引发我们深思，基金申购过程中体现的羊群效应是否理性，明星基金经理是否值得跟随购买？

2.6.1.定义明星基金经理

本文将主动权益产品的明星基金经理定义为经历过一定时间考验的成熟基金经理，且这些“明星”已经得到了市场的认可，具备较大的管理规模。以此按照以下标准筛选：1、每年年末管理总规模位于市场前10%；2、当年年末时任产品中有产品管理时间超过3年；3、满足条件1和条件2的基础上，每个基金经理，选择当年管理规模最大的产品作为代表产品。样本选择空间为华宝证券定义的普通股票型、高权益仓位混合型基金、中高权益仓位混合型基金、中权益仓位混合型基金。

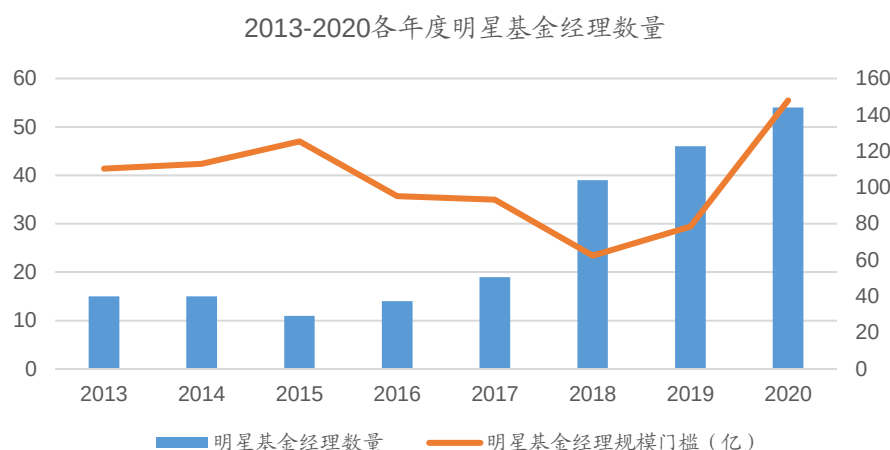
表 36 2020 年和 2013 年规模排名前十的基金经理

2020 年					2013 年				
基金经 理 2020	证券简称	规模 2020 (亿)	基金经 理管理 规模 2020 (亿)	离职 时间	基金经 理 2013	证券简称	规模 2013 (亿)	基金经 理管理 规模 2013 (亿)	离职时间
张坤	易方达中小盘	401.11	1243.80	——	杨鹏	景顺长城内需增 长贰号	99.76	205.76	2018-2-9
刘彦春	景顺长城新兴成长	393.19	783.23	——	王鹏辉	景顺长城内需增 长贰号	99.76	205.64	2015-1-22
董承非	兴全趋势投资	352.54	643.47	——	胡建平	华夏回报 A	124.62	203.75	2014-1-17
刘格菘	广发小盘成长 A	162.34	603.73	——	谭琦	华夏红利	166.64	180.83	2014-5-13
谢治宇	兴全合润	205.98	561.83	——	易阳方	广发聚丰 A	180.12	180.12	2018-2-2
归凯	嘉实泰和	72.44	561.15	——	张弢	嘉实研究精选 A	103.22	168.27	2015-4-10
王宗合	鹏华中国 50	19.89	522.84	——	潘峰	易方达价值成长	159.02	159.02	2014-12-6
劳杰男	汇添富价值精选 A	192.91	514.54	——	董承非	兴全全球视野	61.96	155.77	2015-12-31
周应波	中欧时代先锋 A	197.37	489.54	——	田明圣	华商领先企业	68.33	153.21	2015-10-30
孙伟	东方红睿满沪港深	41.88	452.74	——	冯永欢	广发策略优选	73.83	149.30	2014-12-8

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从总量数据来看，按照上述定义，2013 年-2020 年，历史上累计有 113 位“明星基金经理”。随着基金行业的发展，主动权益产品发行数量越来越大，2013-2020 年期间，明星基金经理的数量呈现稳步提升的状态。随着市场的波动，明星基金经理管理规模的门槛也在发生着变化，从 2013 年的 110 亿提升到 2015 年 125 亿，最低的时候降低到 2018 年的 62 亿，并伴随近两年的行情提升至 2020 年底的 147 亿。

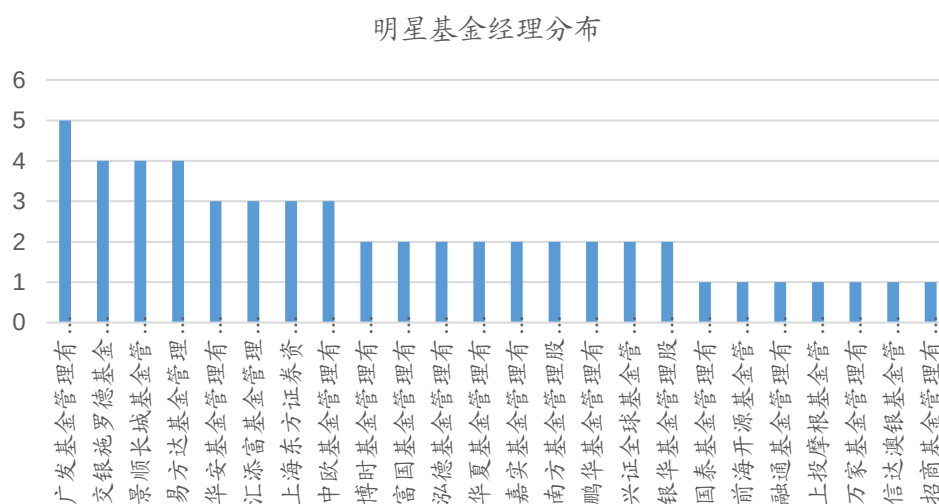
图 76 各年度明星基金经理数量



资料来源：华宝证券研究创新部

以 2020Q4 的规模数据作为终点数据，认定其管理的单只产品规模位于市场前 10%的基金经理为目前市场公认的明星基金经理。统计结果显示，截止 2020Q4，市场公认的明星基金经理共有 54 位，其中管理单个基金规模最大的基金经理为张坤（易方达）、刘彦春（景顺长城）、董承非（兴全趋势投资），管理规模最小的基金经理为杨锐文（景顺长城）、程洲（国泰）、邹曦（融通）。拥有明星基金的公司共有 24 家，其中广发、交银施罗德、景顺长城、易方达拥有明星基金经理的数量都超过 4 位，大部分明星基金经理就职于中大型公司，少数基金经理凭借个人实力实现突破，如泓德郭传雁和秦毅、信达澳银冯明远、融通邹曦等等。

图 77 2020 年明星基金经理分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.6.2.明星基金经理的成长路径和现状

如前所述，2013 年到 2020 年的 8 年时间里，共有 113 位明星基金经理，其中 82 名（72.57%）基金经理成名后依然还在原公司，31 名基金经理成名后选择了离职。在 82 名基金经理中，66 名（占比 58.41%）基金经理从未跳过槽，剩下的 16 名基金经理中，15 名基金经理曾跳过一次，1 名基金经理曾跳过 2 次。

敬请参阅报告结尾处免责声明

表 37 曾经有过跳槽的明星基金经理

基金经理	证券简称	基金公司	任职基金公司数	历任基金公司
刘格菰	广发小盘成长 A	广发基金	3	广发基金, 融通基金, 中邮创业基金
刘彦春	景顺长城新兴成长	景顺长城基金	2	景顺长城基金, 博时基金
周蔚文	中欧新蓝筹 A	中欧基金	2	中欧基金, 富国基金
王培	中欧行业成长 A	中欧基金	2	中欧基金, 银河基金
饶晓鹏	华安升级主题	华安基金	2	华安基金, 国联安基金
李元博	富国高新技术产业	富国基金	2	富国基金, 汇丰晋信基金
刘苏	景顺长城动力平衡	景顺长城基金	2	景顺长城基金, 鹏华基金
曲扬	前海开源沪港深优势精选	前海开源基金	2	前海开源基金, 南方基金
贾成东	招商行业精选	招商基金	2	招商基金, 国泰基金
曹名长	中欧价值发现 A	中欧基金	2	中欧基金, 新华基金
史博	南方绩优成长 A	南方基金	2	南方基金, 泰达宏利基金
魏伟	富国低碳环保	富国基金	2	富国基金, 农银汇理基金
赵航	华夏红利	华夏基金	2	华夏基金, 鹏华基金
桂跃强	泰康新机遇	泰康资产	2	泰康资产, 新华基金
倪明	银华核心价值优选	银华基金	2	银华基金, 大成基金
丘栋荣	中庚价值领航	中庚基金	2	中庚基金, 汇丰晋信基金
谢志华	诺安策略精选	诺安基金	2	诺安基金, 招商基金

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

在既定的认知中, 投资者对从业时间相对较长、管理规模较大的明星基金经理有一个既定印象: 业绩长期稳健, 配置相对均衡等等。下面内容我们尝试发现明星基金经理的一些主要特征:

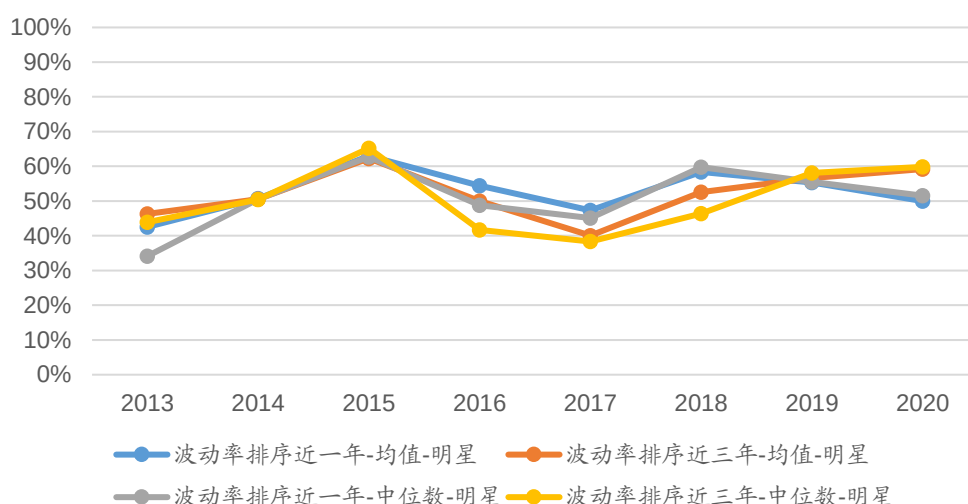
2.6.3. 明星基金经理的业绩是否稳健?

事实上, 明星基金经理业绩的波动率并不比其他基金经理低。在前述明星基金经理的定义下, 计算明星基金经理管理产品两个时间段的业绩波动率百分位 (值越小表示波动率越小), 第一个时间段为被选为明星基金经理的年份, 第二个时间段为往前倒推三年。以 2019 年明星基金经理为例, 计算各明星代表产品 (管理三年以上且规模最大) 在 2019 年的业绩波动率排名百分位, 另外计算各自在 2017-2019 年这三年里业绩波动率排名百分位的均值。以此类推, 得到 2013-2020 年每年明星基金经理业绩波动率的统计数据。

查看数据, 明星基金经理的业绩波动率整体处于市场中等水平, 大部分数据介于 40%-60% 分位之间。一年维度上看, 在 2019-2020 年典型的成长风格环境下, 明星基金经理的业绩波动率略高于市场平均水平。同样的现象适用于 2015 年, 2015 年明星基金经理的业绩波动率处于市场中高水平。在 2013 年、2017 年这两年中, 市场分别走出中小创、龙头白马的结构性行情, 明星基金经理的波动率表现略优于市场整体水平。三年维度上看, 明星基金经理在大部分年份往前倒推三年, 波动率表现依然没有跟全市场拉开明显差距, 但在 2016-2018 年这三年里, 明星基金经理三年维度波动率略低于市场平均水平。整体上看, 从基金业绩波动率角度出发, 每年被市场认可的明星基金经理们并未跟市场其他产品拉开差距, 一年和三年维度均处于市场中等水平。波动率控制能力并非明星基金经理的必要条件。

图 78 明星基金经理业绩的波动情况

明星基金经理业绩的波动情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：排名越小代表波动率越小。

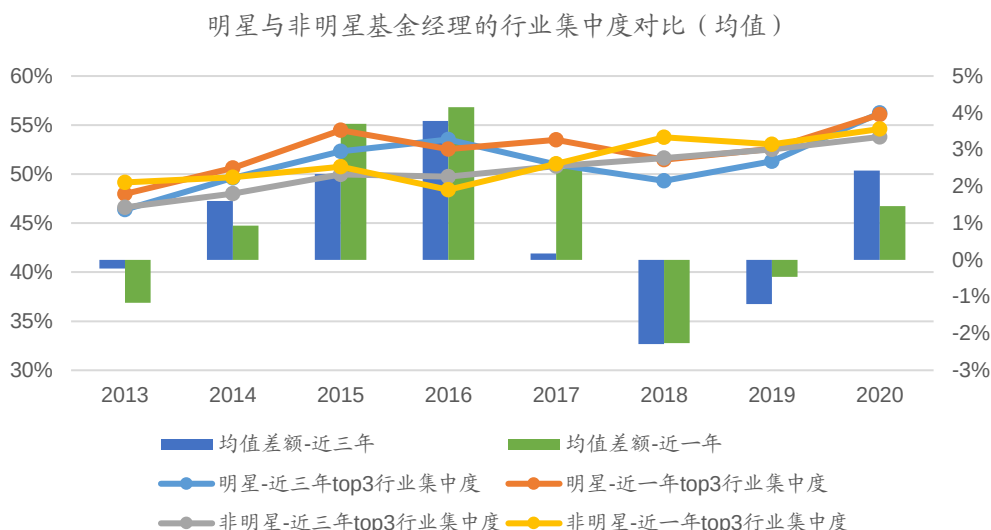
基于 2020 年数据，全市场主动权益明星基金经理共有 54 人，计算单个基金经理代表产品近三年的波动率排序的均值，用以表征基金经理相对于全市场主动权益基金经理的业绩稳定度，处于全市场前 1/4 分位到后 1/4 分位四个区间的基金经理数量和占比分别为：4 位（占比 7.41%），14 位（占比 25.93%），22 位（占比 40.74%），14 位（占比 25.93%），处于 3/4 和 4/4 区位的基金经理合计占比达 66.67%，大部分明星基金经理的业绩波动率在全市场中处于中高水平。

2.6.4. 明星基金经理的行业配置特征

以每年年初作为计算时点，挑选彼时任职时间已经超过 3 年的基金经理，对比前述定义的明星基金经理和非明星基金经理的行业配置特征，主要考察行业集中度和行业配置变化幅度。行业集中度方面，以年报和半年的前三大（Top3）行业持仓市值占比作为行业集中度的表征指标。行业配置变化幅度方面，以相邻两个年报/半年报之间不同行业的持仓变化幅度的绝对值之和，作为量化该两个时间点之间的行业配置变化幅度的指标。上述两个特征考察的时间维度均包括当年、近三年这 2 个时间维度。以 2019 年为例，基于 2019 年年报和中报的全部持仓数据，计算两个时点的 Top3 行业集中度均值；计算 2019 年年报相对于 2019 年中报、2019 年中报相对于 2018 年年报的行业配置变化幅度的均值，表征 2019 年近一年的行业配置变化幅度。同理，可以推算 2019 年近三年的表征指标。

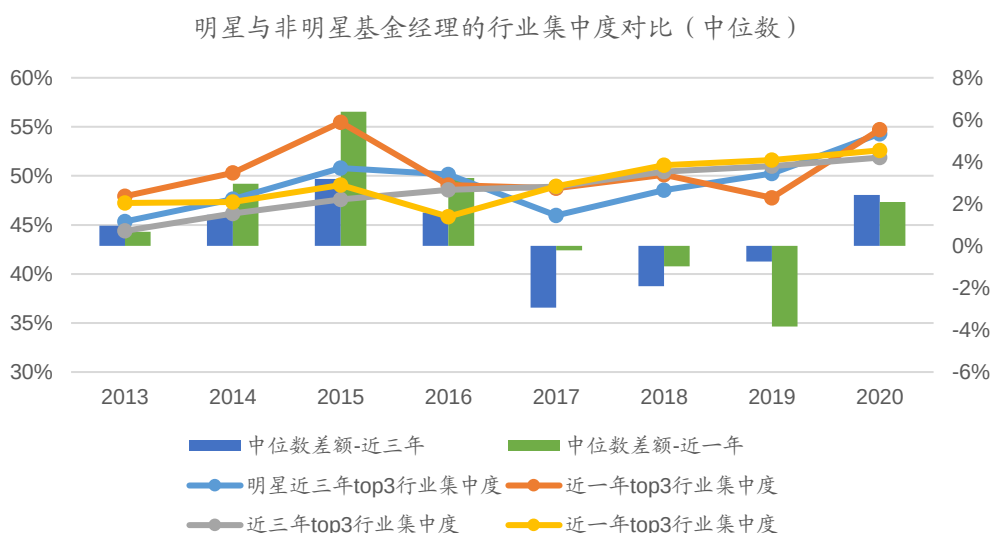
行业集中度：明星基金经理整体略高于非明星基金经理。全市场主动权益基金经理均呈现较高的 top3 行业集中度，不同年份均值超过 50%，不同年份的中位数接近或超过 50%。不同年度的中位数和均值数据表明，无论是从近三年还是近一年维度，明星基金经理持仓的行业集中度整体略高于非明星基金经理。逐一考察单一年度，观察 2013 年-2020 年的 8 年数据，可以看到，在 2014-2017 和 2020 年的这 5 年时间里，明星基金经理近一年和近三年的行业集中度均值超过非明星基金经理。而 2018、2019 年这两年时间里，明星基金经理的行业集中度的均值、中位数均略低于非明星基金经理。试图理解其中的原因，2018 年市场整体风险较大，2019 年市场波动幅度较大，行业轮动较为明显，明星基金经理通过行业分散一定程度规避市场风险；而在其他年份，如：2015 年大牛市、2016、2017 和 2020 年的结构性行情中，明星基金经理愿意通过一定程度上提高行业集中度，获得更好的收益。

图 79 明星和非明星基金经理的行业集中度对比（均值）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 80 明星和非明星基金经理的行业集中度对比（中位数）



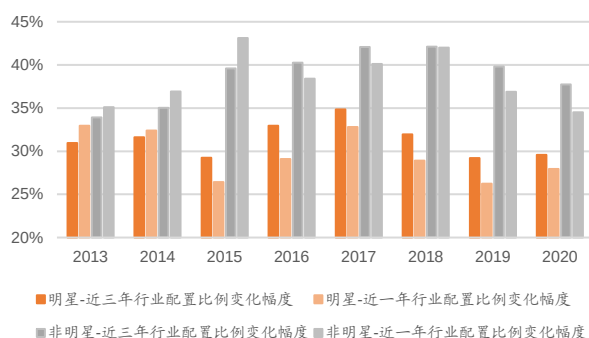
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

行业变化幅度：明星经理在调整行业配置比例方面明显更加克制。2013-2020 年 8 年统计区间内，不论是考察近一年还是近三年，统计两类基金经理各年的均值和中位数，可以看到，明星基金经理每年的行业调整幅度均明显低于非明星基金经理。一方面，可以理解为明星基金经理在行业配置方面看的时间更长，调整周期更长，短期做行业调整的概率更小。另一个方明，明星基金经理更早的发现了个人的能力圈，将精力主要集中于自己的能力圈范围内，相对而言更少参与非能力圈范围内的行业。具体数据上看，均值维度方面，明星基金经理近一年和近三年的行业配置比例变化幅度均值分别介于[26%,33%]、[29%,35%]，非明星则介于[34%,44%]、[33%,43%]。中位数方面，明星基金经理近一年和近三年的行业配置比例变化幅度分别介于[25%,31%]、[26%,35%]，非明星则介于[33%,43%]、[33%,44%]。

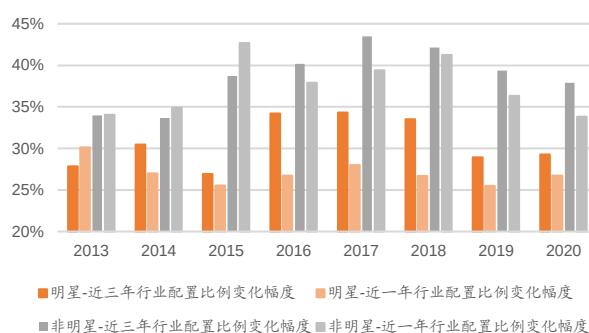
图 81 明星与非明星基金经理的行业配置比例变化幅度对比（均值）

图 82 明星与非明星基金经理的行业配置比例变化幅度对比（中位数）

明星与非明星基金经理的行业配置比例变化幅度对比（均值）



明星与非明星基金经理的行业配置比例变化幅度对比（中位数）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

以 2020 年年底规模数据和近三年的行业集中度、行业变化幅度为基础，查看 2020 年明星基金经理的一些特征。2020 年共 54 位明星基金经理，行业集中度方面，处于全市场前 1/4 分位到后 1/4 分位四个区间的基金经理数量和占比分别为：16 位（占比 29.63%），16 位（占比 29.63%），13 位（占比 24.07%），9 位（占比 16.67%），超过 59% 的明星基金经理近三年的行业集中度处于市场前 1/2，高于市场整体水平。不同区间段中，选出两位具有一定代表性的基金经理进行列示说明。整体来看，明星基金当中，出现了较多长期集中于大消费板块的基金经理，如：萧楠、王宗合、张坤、刘彦春等等，也会看到对行业集中度要求相对严格的基金经理，如：董承非、朱少醒、杨锐文、秦毅等。行业变化幅度方面，跟行业集中度则差异较明显，处于全市场前 1/4 分位到后 1/4 分位四个区间的基金经理数量和占比分别为：5 位（占比 9.26%），7 位（占比 12.96%），16 位（占比 29.63%），26 位（占比 48.15%），2020 年超过 77% 的明星基金经理在过去三年中的行业配置比例变化幅度处于中位数以下，更有接近 50% 明星基金经理的行业配置比例变化幅度处于市场后 1/4 区位。少数行业切换相对明显的基金经理有：李元博、饶晓鹏、肖瑞瑾、贾成东等，而切换很少的明星基金经理代表有：刘彦春、刚登峰、邬传雁、张坤、余广等。

表 38 2020 年明星基金经理行业集中度特征举例

所处位置	基金经理 2020	证券简称	近一年 top3 重仓 (及配置比例)	近三年行业配置比例变化幅度	近一年行业配置比例变化幅度	近三年 top3 行业集中度	近一年 top3 行业集中度
第一档	王宗合	鹏华中国 50	[('食品饮料', 0.6292), ('医药', 0.253), ('交通运输', 0.0502)]	16.43%	12.66%	86.95%	91.14%
第一档	何帅	交银阿尔法	[('房地产', 0.3003), ('计算机', 0.12), ('医药', 0.1143)]	35.19%	42.69%	68.30%	57.41%
第二档	李元博	富国高新技术产业	[('计算机', 0.2608), ('医药', 0.2322), ('电子', 0.207)]	58.21%	53.19%	59.13%	67.25%
第二档	周蔚文	中欧新蓝筹 A	[('食品饮料', 0.1901), ('医药', 0.1428), ('通信', 0.1305)]	35.83%	33.89%	55.86%	45.13%
第三档	王崇	交银新成长	[('房地产', 0.1789), ('食品饮料', 0.1531), ('建材', 0.0988)]	34.57%	37.64%	49.45%	46.32%
第三档	谢治宇	兴全合润	[('医药', 0.3025), ('电力设备及新能源', 0.1405), ('家	22.75%	22.27%	48.22%	47.99%

敬请参阅报告结尾处免责声明

			电', 0.0682)]				
第四档	朱少醒	富国天惠精选成长 A	['机械', 0.1652), ('食品饮料', 0.1543), ('基础化工', 0.1367)]	20.48%	18.82%	40.69%	42.43%
第四档	董承非	兴全趋势投资	['商贸零售', 0.1044), ('房地产', 0.1015), ('电子', 0.0913)]	16.73%	14.78%	33.87%	31.83%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 上表所指的“第一档”指的是近三年 top3 行业集中度处于市场前 1/4 分位 (即: 集中度高), 以此类推。

综合行业集中度、行业配置比例变化幅度两个维度, 对 2020 年的明星基金经理进行归类, 并挑选出了部分基金经理进行展示:

表 39 2020 年明星基金经理分类举例

	代表人物	代表产品		代表人物	代表产品
Type1: 行业集中, 且调整比例较大	1、贾成东	招商行业精选	Type3: 行业分散, 且调整比例不大	1、董承非	兴全趋势投资
	2、莫海波	万家臻选		2、朱少醒	富国天惠精选成长 A
	3、李元博	富国高新技术		3、杨锐文	景顺长城优选
	4、肖瑞瑾	博时回报灵活配置		4、劳杰男	汇添富价值精选 A
Type2: 行业集中, 但调整比例不大	1、张坤	易方达中小盘	Type4: 行业分散, 调整比例较大	1、饶晓鹏	华安升级主题
	2、刘彦春	景顺长城新兴成长		2、王培	中欧行业成长 A
	3、邹曦	融通行业景气 A		3、崔莹	华安沪港深外延增长
	4、孙伟	东方红睿满沪港深		——	——

资料来源: 华宝证券研究创新部

注: 划分标准基于 2020 年全市场主动权益基金行业集中度、行业配置比例变化幅度特征

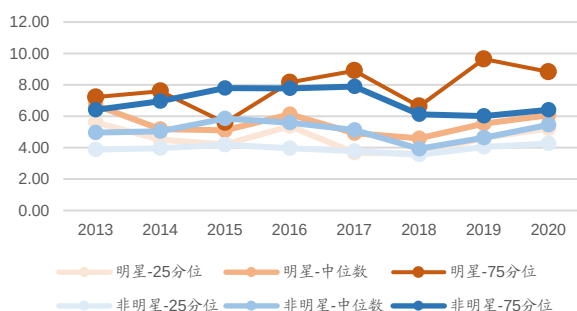
2.6.5. 明星基金经理的从业时间

明星基金经理的从业时间比非明星基金经理更长。正如前文中提到, 为了考察基金经理业绩的波动率特征和行业配置特征, 在明星基金经理的定义中, 已经就任职时间限制在三年以上, 本节内容主要探讨市场对于基金经理的认可是否与基金经理公募从业时间有关。统计明星基金经理、非明星基金经理管理公募产品以来的最早从业时间, 并计算得到单年度从业年限的 25 分位、中位数和 75 分位数, 将两类基金经理的数据做差。从数据上看, 2013-2020 年期间, 明星基金经理们比非明星基金经理的整体任职时间要长, 但 2015 年大牛市期间, 更年轻的一批基金经理得到了市场的认可。

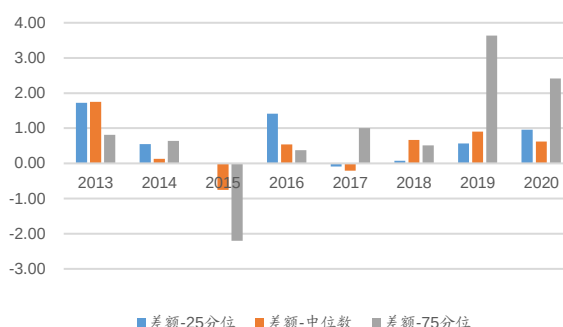
图 83 明星基金经理和非明星基金经理从业年限对比

图 84 明星基金经理和非明星基金经理从业年限差额

明星基金经理和非明星基金经理从业年限对比



明星基金经理和非明星基金从业年限差额



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

在 2020 年 54 名大规模权益明星基金经理当中, 处于全市场前 1/4 分位到后 1/4 分位四个区间的基金经理数量和占比分别为: 23 位 (占比 42.59%), 16 位 (占比 29.63%), 4 位 (占比 7.41%), 11 位 (占比 20.37%), 前 1/4 分位的这 23 位基金经理在管理公募账户的年限均高于 6.7 年, 其中 10 位基金经理的公募账户管理年限超过 10 年, 如: 朱少醒、周蔚文、董承非、邹曦等。

表 40 2020 年明星基金经理年龄层

说明	代表人物
老司机	朱少醒、周蔚文、董承非、邹曦、程洲、刘彦春、冯波、王栩、余广、王宗合、刘辉、王培、梁浩、刘苏、张坤、陈皓、谢治宇、傅友兴、杨明、刘格菰、贾成东、饶晓鹏、雷鸣等
中生代	蔡向阳、孙伟、王崇、杨锐文、王俊、曲扬、刚登峰、莫海波、骆帅、王延飞、郭传雁、崔莹、李晓星、何帅、劳杰男、罗安安、杨浩、周应波、李元博、归凯等
新锐	冯明远、李德辉、肖瑞瑾、林晶、秦毅、谭丽、费逸、郭斐、孙迪等

资料来源: 华宝证券研究创新部

说明: 截止 2020/12/31, “老司机”表示管理公募年限处于全市场前 1/4 区间, “中生代”表示管理公募年限处于全市场 2/4 或 3/4 区间, “新锐”表现管理公募年限处于全市场 4/4 区间。

2.6.6. 追逐明星基金经理的意义

短期盲目追求明星基金经理的意义不大:

伴随两年的牛市行情, 个人投资者对于明星基金经理的关注度明显提高, 明星基金经理们也逐渐开始有了自己的粉丝。但数据表明, 盲目地追逐明星基金经理对于投资结果而言没有实际意义。

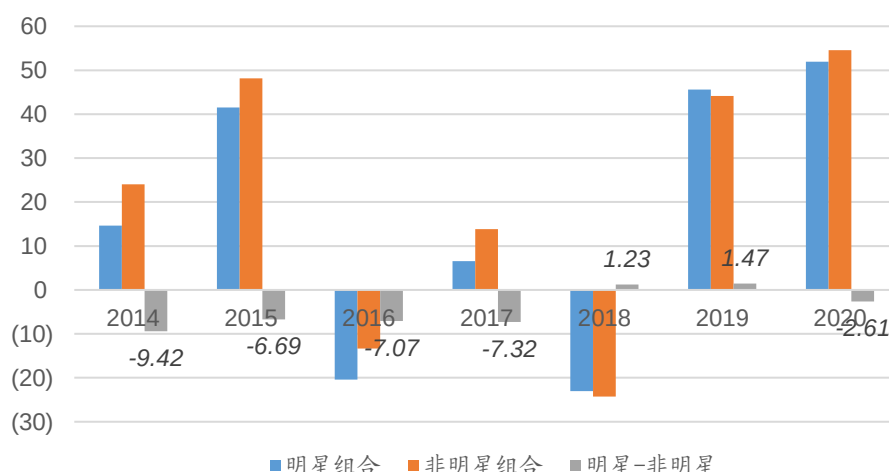
前文中已经就明星基金经理做了一个界定, 为了评测明星基金经理相对于非明星而言是否有明显的收益差距, 我们做了一个测试, 以 2019 年年初举例说明测试过程:

1) 构建基金经理组合。站在 2019 年年初, 首先筛选出 2018 年的明星基金经理, 构建明星基金经理组合, 按照等权重加权, 计算 2020 年收益。同理构建非明星基金经理组合。

2) 比较明星基金经理组合每年战胜非明星基金经理组合的胜率。

图 85 明星基金经理组合与非明星基金组合的次年业绩对比

1年考核：明星组合VS非明星组合



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

参考上图可知，以一年维度进行考察，由于市场风格的变化，明星基金经理在未来一年战胜非明星基金经理的概率较低，在回测的7年时间里，明星基金经理组合仅在2018年、2019年战胜非明星基金经理组合，胜率极低。短期盲目追逐过去受到市场认可的明星基金经理不但没有意义，反而容易弄巧成拙。在进行基金投资时，站在当下时点，结合市场的判断和风险偏好，选择特征清晰、业绩稳定的产品相对而言或更有价值，短期没有必要盲目追逐明星基金经理。

长期持有明星也要考虑市场的变化：

明星基金经理常常给人以“行稳致远”的印象，如果将考察时间拉长，中长期持有明星基金经理，是否能带来更好的投资结果？为此，我们尝试探索并进行了测试，测试过程如下：

1) 构建基金经理组合。

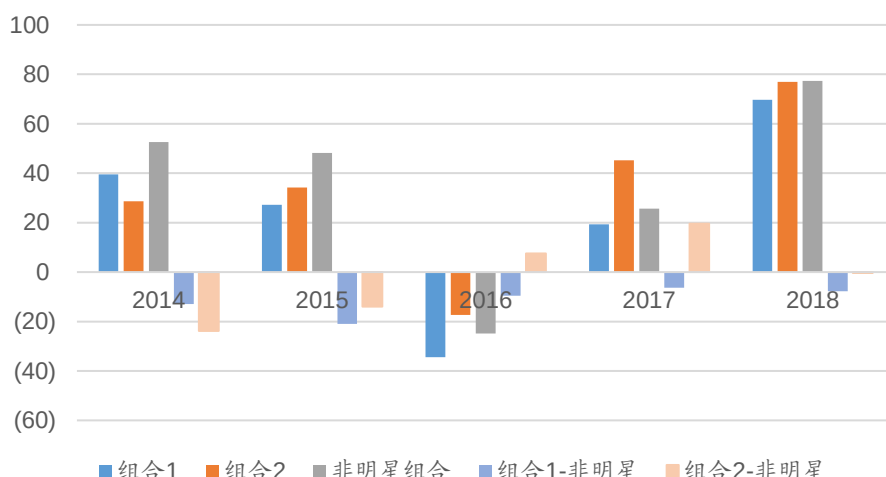
将前文中提高的业绩考察周期提高到3年，以2018年为例，站在2018年年初，基于2017年年底数据评价出来的明星基金经理和非明星基金经理各自构建等权重组合。在构建明星基金经理组合的过程中，分别考虑两种极端情况：组合1完全不考虑明星基金经理的跳槽或变更（对应产品更换基金经理）；组合2则以上帝视角，只考虑未来明星基金经理任职时间超过3年的产品。

2) 分别比较组合1和组合2三年业绩战胜非明星基金经理组合的胜率。

参考上图可知，以三年维度进行考察，在2014年和2015年年初选择两类明星基金经理组合都无法战胜非明星组合，即2014-2016、2015-2017的这两个时间段中，明星基金经理未能跑赢市场。但从2016年开始，由于基金经理的更迭，组合1依然不能跑赢非明星组合，但组合2却均能战胜市场或者持平。以上结果一方面说明选择基金就是选择基金经理，需要关注基金经理的更迭，另一方面，明星基金经理也有自己擅长的市场环境，在2016-2018、2017-2019、2018-2020这三个时间段的市場环境中，长期任职的明星基金经理通过业绩证明了自己的价值。

图 86 明星基金经理组合与非明星基金组合的3年业绩对比

3年考核：明星组合VS非明星组合



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

前面提到的明星基金经理们无疑是受到市场投资者认可的基金经理，数据提醒我们不能盲目追逐这些明星，但如何才能选好主动权益基金，或者说如何才能在选基金的过程中少走一些弯路呢？通过研究发现，基金投资人在做基金投资的过程中，至少需要做到以下几点：不盲从短期业绩、关注持仓股质量、重视基金经理的风险控制能力等。

2.6.7. 如何选择优秀的权益基金产品

仅仅以短期收益率指标筛选基金是无效的，有时候甚至会得到更差的结果。在风格多变的A股市场，上一年的表现与下一年度的表现并没有关联。上一年度表现最差的基金构成的组合，在下一年度的收益率不一定落后，反而有可能超越上一年度表现最优秀的基金构成的组合。反之，上一年表现最好的组合，在下一年有不小的概率排名靠后。

表 41 以 2009-2020 年作为样本的收益率指标组合的转移矩阵

	top1	top2	top3	top4	top5
1/5 组合	16.67%	25.00%	8.33%	8.33%	41.67%
2/5 组合	0.00%	33.33%	16.67%	25.00%	25.00%
3/5 组合	25.00%	16.67%	50.00%	8.33%	0.00%
4/5 组合	16.67%	8.33%	25.00%	41.67%	8.33%

资料来源：华宝证券研究创新部

注：第 m 行第 n 列的代表，m/5 组合下一年收益率排在五个组合第 n 名的概率，举例来说，3/5 组合和 top4 同时对应的 8.33% 表示：3/5 组合在下一年收益率排名分位处在 top4 的概率为 8.33%。详见《华宝证券：权益基金筛选需要知道的事（一）_公募基金投教系列》

重点关注基金经理的投资理念，从归因角度筛选优秀基金经理。例如不少基金经理关注上市公司的盈利能力，并且采用以合理价格买入的方式进行股票投资。而以上市公司 ROE 为参考指标，投资优质企业的基金长期来看能够取得较为优异的回报。我们基于 2 个指标构建四个组合：高 ROE 持仓股组合、低 ROE 持仓股组合、高 PE 持仓股组合、低 PE 持仓股组合。参照的基准同样为沪深 300 全收益率指数，以 2008/12/31 日为基准日，当日基准净值记为 1，基金组合净值采用基金复权单位净值，当日基金组合起始净值同样记为 1。为了弱化单个基金对组合的影响，我们将统计指标居前的 10% 组成等权重基金组合，并逐年调仓，调入基金备选池中上一年度指标领先的 10%，调出原有基金，例如：高 PE 组合中，我们每年选择 PE 指标排名靠前的 10% 构成组合。

敬请参阅报告结尾处免责声明

在 2009/01-2020/06 的时间区间，单从 FOF 组合的长期收益来看，所有基金组合均跑赢了沪深 300 全收益率指数，具体的逐年净值如下：

表 42 ROE 指标、PE 指标累计净值表

累计净值	H00300.CSI	高 ROE	低 ROE	高 PE	低 PE
2008-12-31	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
2009-12-31	1.99	1.75	1.65	1.60	1.78
2010-12-31	1.76	1.81	1.66	1.69	1.78
2011-12-30	1.33	1.37	1.22	1.23	1.39
2012-12-31	1.46	1.46	1.26	1.28	1.52
2013-12-31	1.39	1.69	1.46	1.57	1.59
2014-12-31	2.16	1.86	1.93	2.03	2.08
2015-12-31	2.32	2.57	2.98	3.17	2.80
2016-12-30	2.10	2.36	2.50	2.59	2.62
2017-12-29	2.61	3.15	2.55	2.60	3.20
2018-12-28	1.99	2.32	1.95	1.88	2.51
2019-12-31	2.78	3.58	2.83	2.93	3.50
2020-06-30	2.85	4.56	3.53	4.08	3.93

资料来源：华宝证券研究创新部

如预期的那样，高 ROE 组合的确得到了一个不错的长期收益，在 2009/01-2020/06 十一年半获得了 356.19% 的收益，远远超过沪深 300 全收益指数。持有优质的企业的股权，与企业共成长，是基金提供长期优秀业绩的保证，前面测试的 ROE 指标便是衡量企业质量的主要指标之一，也是专业基金评价中常用的业绩归因指标之一，当然，衡量企业质量的指标不仅限于 ROE 指标，基金业绩归因的指标和方法也不止于此。

此外，从基金绩效筛选的角度看，注重风险控制类指标，有助于获得更好的基金持有体验。对于投资者而言，都希望尽可能获得高收益的同时能够尽量地减小波动，获得一个稳健的、持续的增长。我们仍按照指标居前的 10% 组成等权重基金组合，并逐年调仓。

表 43 FOF 组合表现

	累计收益率	年化收益率	最大回撤	alpha	beta	sharpe	信息比率	年化波动率
H00300.CSI	185.14%	9.92%	46.06%			0.389		24.17%
高 Calmar	313.37%	13.66%	40.76%	5.00%	0.819	0.561	28.19%	21.69%
低 Calmar	275.50%	12.68%	54.46%	4.20%	0.845	0.500	19.24%	23.36%
高 ROE	356.19%	14.68%	42.20%	5.80%	0.836	0.592	37.10%	22.33%
低 ROE	253.13%	12.06%	53.22%	3.70%	0.84	0.478	14.34%	23.23%
高 PE	308.02%	13.53%	59.03%	5.30%	0.834	0.524	23.34%	24.09%
低 PE	293.17%	13.15%	42.17%	4.30%	0.826	0.551	27.96%	21.02%
低最大回撤	339.04%	14.28%	41.05%	5.80%	0.785	0.606	32.21%	20.63%
高最大回撤	248.19%	11.91%	56.83%	3.30%	0.885	0.462	15.48%	24.32%
低下行标准差	282.47%	12.87%	41.65%	4.60%	0.775	0.551	18.80%	20.28%
高下行标准差	284.72%	12.93%	58.80%	4.30%	0.89	0.492	22.37%	24.99%

资料来源：华宝证券研究创新部

注：一年按 252 个交易日计算相应指标，无风险利率定为 3%

可以看出，高 Calmar、低最大回撤、低下行标准差组合在年化收益率上明显领先沪深 300 全收益指数，且在最大回撤、年化波动率指标上比沪深 300 全收益指数明显要低，也比其他组合表现更好，证明其良好的风险控制特性有一定的延续性。于此同时，不管是什么样的基金组合，其年化收益率都跑赢了沪深 300 全收益指数，同时有着更优秀的夏普比率，这体现了基金“专家理财”的特点。

最后，值得关注的是，指标是否有效与市场风格息息相关，无法通过单一指标在任何市场阶段做出最优基金选择，选择基金时需要更关注业绩归因，如基金经理的投资理念，投资逻辑和策略适应性等。历史上，在 2014/7/18-2015/6/12 的牛市中，低 Calmar 比率、高 PE 持仓、低 ROE 持仓组合表现最为优异，这段时间，持仓风格灵活、偏成长投资的基金更占优势；在随后的 2015/6/12-2016/2/26 的熊市及 2016/2/26-2017/5/12 的震荡市中，高 Calmar 比率、低 PE 持仓、高 ROE 持仓组合表现较好，这体现了偏价值风格基金在熊市的防御特性；2017/5/12-2018/1/26 的蓝筹股牛市中，大盘价值风格占优的情况下，沪深 300 全收益指数表现最优。因此，建议投资者关注基金经理在某一时间段业绩表现亮眼的时候，一定要看看其在不同的市场环境和市场风格下，其管理的产品表现如何，策略适应性如何，也往往就体现出了基金经理的投资理念，投资逻辑和能力圈。

表 44 FOF 组合表现

startDate	endDate	type	H00300. CSI	高 Calmar	低 Calmar	高 ROE	低 ROE	高 PE	低 PE
2014/7/18	2015/6/12	牛市	148%	108%	186%	114%	172%	188%	138%
2015/6/12	2016/2/26	熊市	-44%	-37%	-46%	-38%	-45%	-47%	-37%
2016/2/26	2017/5/12	平稳震荡	18%	16%	6%	24%	5%	2%	19%
2017/5/12	2018/1/26	震荡上行	20%	10%	17%	13%	13%	15%	16%
2018/1/26	2018/11/2	熊市	-23%	-23%	-24%	-26%	-21%	-24%	-22%
2018/11/2	2019/4/19	快牛	25%	24%	23%	29%	23%	23%	22%
2019/4/19	2020/1/4	宽幅震荡	3%	13%	16%	13%	14%	21%	9%
2020/1/4	2020/6/30	宽幅震荡	2%	27%	18%	27%	22%	37%	11%

资料来源：华宝证券研究创新部

2.7. 买大基金公司的产品胜算高么？

截止 2020 年底，公募基金产品合计数量 7913 只，产品数量庞大，也给基金产品筛选带来了不小的难度，再加上基金行业品牌效应逐步凸显，从基金公司维度选择基金是否是胜算更大的方式呢。本文以不同规模基金公司旗下主动权益基金的业绩表现持续性角度回答这一问题。

对于主动管理的权益产品，华宝证券将其分为 4 类：普通股票型基金、高权益仓位混合型基金、中高权益仓位混合型基金、中权益仓位混合型基金，基于 2019 年年底数据，全市场基金公司有布局该类产品的机构数量分为有：60 家、120 家、92 家、71 家。在此，本文主要选择高权益仓位混合型基金的业绩变化进行分析。

较好适应最近两年行情的公司均为中大型机构。2020 年规模加权收益得分超过 75 分的基金公司公司主要为诺德、农银汇理、恒越、长安、嘉合、前海开源等基金公司，即排名靠前的以中小型基金公司为主，但我们同样看到了工银瑞信、招商、易方达等大型基金公司身影。筛选出连续两年牛市中高权益仓位混合型基金得分均在 75 分以上的基金公司，共有 12 家公司符合要求，按照两年的平均规模加权收益得分从高到低进行排序，分别是：招商、前海开源、长安、上投摩根、万家、景顺长城、易方达、富国、民生加银、银华、广发，这些公司在最近两年较好的适应了市场节奏，且均为中大型基金公司。

表 45 2020 年和 2019 年高权益仓位混合型基金收益得分均超过 75 分的基金公司

基金公司	高权益仓位混合型基金收益得分-2020 年	相比于 2019 年是否维持	基金公司	高权益仓位混合型基金得分-2019 年
诺德基金管理有限公司	100.00	——	长安基金管理有限公司	97.50
农银汇理基金管理有限公司	99.22	——	前海开源基金管理有限公司	75.83
恒越基金管理有限公司	98.44	——	万家基金管理有限公司	78.33
长安基金管理有限公司	97.66	维持	招商基金管理有限公司	84.17
嘉合基金管理有限公司	96.88	——	易方达基金管理有限公司	85.00
前海开源基金管理有限公司	96.09	维持	上投摩根基金管理有限公司	86.67
鹏扬基金管理有限公司	95.31	——	景顺长城基金管理有限公司	94.17
富荣基金管理有限公司	94.53	——	民生加银基金管理有限公司	82.50
万家基金管理有限公司	93.75	维持	平安基金管理有限公司	85.83
工银瑞信基金管理有限公司	92.97	——	广发基金管理有限公司	98.33
招商基金管理有限公司	92.19	维持	银华基金管理股份有限公司	92.50
中科沃土基金管理有限公司	91.41	——	富国基金管理有限公司	83.33
北信瑞丰基金管理有限公司	90.63	——	财通证券资产管理有限公司	99.17
易方达基金管理有限公司	89.84	维持	鹏华基金管理有限公司	81.67
朱雀基金管理有限公司	89.06	——	泰达宏利基金管理有限公司	80.00
上投摩根基金管理有限公司	88.28	维持	华泰保兴基金管理有限公司	91.67
景顺长城基金管理有限公司	87.50	维持	宝盈基金管理有限公司	87.50
山西证券股份有限公司	86.72	——	海富通基金管理有限公司	95.00
新华基金管理股份有限公司	85.94	——	国联安基金管理有限公司	77.50
民生加银基金管理有限公司	85.16	维持	中欧基金管理有限公司	75.00
益民基金管理有限公司	84.38	——	融通基金管理有限公司	90.83
平安基金管理有限公司	83.59	维持	华安基金管理有限公司	96.67
中融基金管理有限公司	82.81	——	交银施罗德基金管理有限公司	90.00
广发基金管理有限公司	82.03	维持	中海基金管理有限公司	76.67
东方基金管理股份有限公司	81.25	——	银河基金管理有限公司	93.33
红土创新基金管理有限公司	80.47	——	财通基金管理有限公司	80.83
银华基金管理股份有限公司	79.69	维持	信达澳银基金管理有限公司	79.17
富国基金管理有限公司	78.91	维持	国都证券股份有限公司	89.17
睿远基金管理有限公司	78.13	——	上银基金管理有限公司	88.33
建信基金管理有限责任公司	77.34	——	永赢基金管理有限公司	100.00
泓德基金管理有限公司	76.56	——	诺安基金管理有限公司	95.83
圆信永丰基金管理有限公司	75.78	——	——	——
财通证券资产管理有限公司	75.00	维持	——	——

资料来源：华宝证券研究创新部

注：“高权益仓位混合型基金”指的是过去 3 年投资权益资产市值比例的均值大于等于 70%，业绩比较基准采用宽基指数的主动管理混合型基金。

另外一个角度，同样的行情背景，筛选 2020 和 2019 年业绩表现反差较大的基金公司，具体筛选规则：a/ 2019 年评分低于 30 分且 2020 年评分高于 70 分；b/ 2019 年评分高于 70 分且 2020 年评分低于 30 分。可以看出，符合上述两个条件之一的基金公司主要以中小基金公司为主。中小基金公司旗下产品数量较少，容易因为少数几个产品业绩的变化、基金经理风格的转变或者更替等因素造成基金公司业绩出现较大的波动。

敬请参阅报告结尾处免责声明

表 46 2020 年和 2019 年业绩差异较大的基金公司

业绩明显变好的基金公司	2020-2019 高仓位权益	高权益仓位混合型基 金得分 2020	高权益仓位混合型基 金得分 2019	2019 年产品数量	业绩明显变差的基金公司	2020-2019 高仓位权益	高权益仓位混合型基 金得分 2020	高权益仓位混合型基 金得分 2019	2019 年产品数量
恒越基金	96.77	98.44	1.67	2	永赢基金	-85.16	14.84	100.00	1
嘉合基金	94.38	96.88	2.50	1	诺安基金	-84.11	11.72	95.83	10
诺德基金	89.17	100.00	10.83	8	上银基金	-71.15	17.19	88.33	2
山西证券	83.39	86.72	3.33	1	金元顺安	-66.25	6.25	72.50	3
红土创新	71.30	80.47	9.17	1	国都证券	-65.73	23.44	89.17	1
富荣基金	69.53	94.53	25.00	1	银河基金	-65.21	28.13	93.33	18
东方基金	64.58	81.25	16.67	14	财通基金	-54.27	26.56	80.83	11
北信瑞丰基金	63.13	90.63	27.50	4	信达澳银基金	-53.39	25.78	79.17	9

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从上面的数据，似乎可以看出在连续两年的牛市行情中，中大型基金公司的业绩稳定度好于小型公司。为了验证猜测，对基金公司进行分类（基于 2019 年非货规模数据），非货规模排名前 25 名的基金公司定义为“大型”，非货规模介于 26-50 名之间的定义为“中型”，非货规模介于 51-140 名之间的定义为“小型”，同时筛选出在 2019、2020 年均有高仓位权益混合型基金业绩的基金公司。此处界定的“业绩不稳定”，表示前后两年收益得分差值超过 30 分。统计结果验证了之前的猜测，中大型基金公司中 32% 的基金公司发生了较大的业绩排名变化，而在小型基金公司中，41.43% 的基金公司发生了较大的业绩排名变化。

表 47 2019-2020 年基金公司高权益仓位混合型基金收益得分超过 30 分的情况分析

基金公司类型	基金公司数量	变化超过 30 分	正向变化	负向变化
大型	25	[8, 32.00%]	[3, 12.00%]	[5, 20.00%]
中型	25	[8, 32.00%]	[3, 12.00%]	[5, 20.00%]
小型	70	[29, 41.43%]	[17, 24.29%]	[11, 15.71%]

资料来源：华宝证券研究创新部

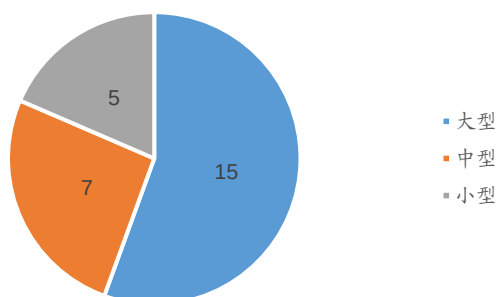
注意：格式“[a, b]”中“a”表示符合条件的基金公司数量，“b”则表示对应的占比，即上表中“[8, 32.00%]”表示在大型基金公司（25 家）中变化超过 30 分的基金公司有 8 家，占比为 32%（8/25=0.32）。

拓宽时间维度，基于高权益仓位混合型基金数据，对比 2020 年和 2017-2019 这三年之间的业绩表现，2020 年和过去三年业绩均位于市场前 1/2 的基金公司共有 27 家，其中 15 家为大型公司，7 家为中型公司，5 家为小型公司；2020 年和过去三年业绩均位于市场后 1/2 的基金公司共有 22 家，其中大部分为小型基金公司（16 家），5 家为中型公司，大型公司仅 1 家。

图 87 2020 年和过去三年均位于市场前 1/2 的基金公司

图 88 2020 年和过去三年均位于市场后 1/2 的基金公司

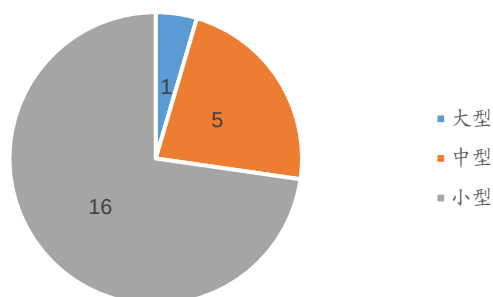
2020年和过去三年均位于市场前1/2的基金公司



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：均基于高权益仓位混合型基金数据

2020年和过去三年均位于市场后1/2的基金公司



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：均基于高权益仓位混合型基金数据

为了基金公司验证业绩的持续性，分别选择 2017-2019 这三年高权益仓位混合型基金业绩位于市场前 1/2 和后 1/2 的基金公司，验证这两类公司分别在 2020 年的表现。

分析可得，在 2017-2019 这三年当中，收益处于市场前 1/2 的基金公司共 50 家，其中大型公司达到 21 家，中型和小型公司分别有 14 家和 15 家。在 2020 年，大型公司中 71.43% 的公司继续跑进市场前 1/2，这个比例对于中型和小型公司而言的比例分别只有 50%、33.33%。收益处于后 1/2 的基金公司共 49 家，其中大型公司仅 4 家，中型和小型公司分别有 9 家和 36 家，小型公司居多。在 2020 年，大型公司中 75% 的公司业绩得到改善，跑进市场前 1/2，这个比例对于中型和小型公司而言的比例分别只有 44.44%、55.56%。

无论是站在业绩保持的角度，还是业绩改善的角度，大型公司整体优于小型公司。

表 48 2017-2019 位于市场前 1/2 的基金公司收益分布

类型	总计	0-50 名	50-100 名
大型	21	[6, 28.57%]	[15, 71.43%]
中型	14	[7, 50.00%]	[7, 50.00%]
小型	15	[10, 66.67%]	[5, 33.33%]
总计	50	23	27

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：均基于高权益仓位混合型基金数据。格式[a,b]表示符合条件的数量有 a 个，对应占比为 b。

表 49 2017-2019 位于市场后 1/2 的基金公司收益分布

类型	总计	0-50 名	50-100 名
大型	4	[1, 25.00%]	[3, 75.00%]
中型	9	[5, 55.56%]	[4, 44.44%]
小型	36	[16, 44.44%]	[20, 55.56%]
总计	49	22	27

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：均基于高权益仓位混合型基金数据

综上所述，对比 2020 和 2019 年连续两年的牛市行情，以及对比 2020 年和近三年（2017-2019

年)这两段行情,中大型基金公司的业绩稳定度优于小型基金公司。不仅如此,大型公司的改善自身业绩的能力优于小型公司。大型基金公司的优势已经不限于先发优势、产品布局等,良好的业绩稳定性和业绩改善能力,正在帮助大型基金公司塑造更好的口碑。

2.8.FOF 产品与买方投顾组合哪种好? 如何选择?

2.8.1.公募 FOF 市场情况及产品分类

公募 FOF 最早成立于 2017 年 10 月,第一批成立的产品以多元资产配置为核心特征,以向投资者提供与市面上已有公募基金不同的投资体验为目标。但第一批产品适逢 2018 年熊市,难以施展拳脚,使后续同类产品的发售受到了影响。而在另一边,进入 2019 年之后,具有明确需求指向的养老 FOF 产品受到重视,得到鼓励大力发展,此后新发的 FOF 产品多为养老型 FOF。因此,形成了不以养老投资为目标的非养老型 FOF 产品和以养老投资为目标型养老型 FOF 两类。

截至 2020 年 12 月 31 日,市场上已成立公募 FOF 共 142 只,合计规模为 910 亿。其中,定位于养老目标的养老 FOF 产品占绝大比例,合计 104 只,数量占比 73.2%,规模合计 589.87 亿元,规模占比 64.8%。

FOF 定位于集大类资产配置策略、权益固收商品等各类资产细分赛道投资于一体的综合性投资产品,能够给投资者提供一整套完整基金投资方案。在分类、业绩分析上也比一般公募基金更为复杂,下文首先将就 FOF 产品的分类为出发点进行讨论:

2.8.1.1. 基于策略分类: 目标日期、目标风险、明确波动率/回撤、主观型

按照当前 FOF 产品所使用的大类资产配置策略可以将 FOF 产品分类为:目标日期型产品(类一)、通过权益中枢实现风险约束的目标风险型产品(类二)、将波动率/回撤定义为风险以实现风险管理的目标风险型产品(类三)、从宏观基本面出发的偏主观型产品(类四)。

类一:截至 2020 年底,当前市场上目标日期型 FOF 的数量为 49 只,是典型的养老 FOF 产品。目标日期型养老 FOF 以目标日期策略为资产配置核心,该类策略使用下滑曲线模型,组合中的权益类基金配置比例中枢会随着目标日期的接近而逐渐降低,使基金产品的投资风格随着投资人生命周期的延续,从“进取”转变为“稳健”,再转变为“保守”,是专门满足养老投资需求的一类策略。目标日期养老 FOF 虽然数量多,但是规模占比仅有 15.87%,投资者对使用此类产品实现养老投资的参与度尚不高。

类二:截至 2020 年底,当前市场上通过设置权益中枢来实现风险约束的目标风险型 FOF 共有 50 只,其中 47 只为养老产品。此类目标风险型 FOF 会事先设定组合的权益配置比例,即战略配置中枢,使得产品在中长期的风险特征基本确定,从而实现目标风险管理;同时,在战术上,可以相对战略中枢做出一定比例的偏离,捕获一些中短期的机会。此类 FOF 产品风险特征清晰,不但可以作为养老投资也可以作为一年至三年期的稳健投资,受到投资者的青睐,是公募 FOF 中数量最多、规模最大的一类。事实上,目标日期型 FOF 产品在下滑曲线的每个点上,均是一个风险型 FOF 产品。

类三:截至 2020 年底,当前市场上将波动率/回撤定义为组合风险并以此实现风险管理的目标风险型 FOF 共有 18 只,其中 7 只为养老产品。此类 FOF 区别于上一类目标风险 FOF 的核心特征是它们以组合、资产的波动率/回撤作为风险的衡量,然后通过风险平价、目标波动率、目标回撤、Black-Litterman 等模型来确定具体的配置比例,实现对风险的管控。此类 FOF 以资产配置模型为核心特征,对一般投资者存在理解上的门槛,整体规模占比较小。

类四:截至 2020 年底,当前市场上共有 25 只宏观基本面 FOF 产品,其中一只为养老产品。此

类产品结合宏观基本面数据来确定大类资产配置比例，依赖投资经理人的个人能力。此类产品的数量偏少，但平均每只规模却是四类中最大的，其中也有不少产品得到了投资者的认可。

表 50 目标日期与权益中枢约束的目标风险型 FOF 占公募 FOF 中的大部分

大类资产配置策略	数量（只）	合计规模（亿元）	合计规模占比（%）
目标日期	49	144.54	15.87%
目标风险-权益中枢约束	50	339.17	37.25%
明确波动率/回撤	18	156.63	17.20%
宏观基本面	25	270.20	29.68%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2021/1/22。

2.8.1.2. 基于持有期的分类：1 年期产品最受青睐

FOF 产品定位为长期投资，因此当前发行的产品多数以固定持有期为主要运作方式，按照最短固定持有时间的不同可以进一步划分。当前，**持有期为三年的 FOF 产品数量最多**，共 57 只，其中 36 只为目标日期型养老 FOF，其余为目标风险型养老 FOF，此类产品虽然数量多，但是并不是最受投资者青睐的。从规模上看，**投资者最偏好持有期为一年的 FOF 产品**，合计规模占比接近 45%。同时我们也注意到，持有期为 6 个月的产品虽然只有民生加银卓越配置一只，但是**该产品的规模达到了 101.01 亿元，占全体 FOF 产品的 11.09%，是当前规模第二大的公募 FOF**。另外，从每一类别中产品的平均规模来看，投资者对 FOF 产品的偏好在持有期一年及以内的产品上更集中。

FOF 产品大多以创造稳健的投资收益为投资目的，特别是养老型 FOF，旨在为每一位以养老投资者都带来正收益。因此，**比较基准中权益比例越高的 FOF 产品，其固定持有期往往越长，以对抗市场的短期波动**。持有期限为一年的 FOF 产品，其比较基准中的权益比例大致在 20%-25%，持有期限为三年的 FOF 产品，其权益比例大致在 40%-60%。

表 51 持有期为三年的 FOF 组合数量最多，持有期为一年的 FOF 组合规模最大

固定持有期限（月）	数量（只）	合计规模（亿元）	合计规模占比（%）
0	17	50.45	5.54%
3	19	159.36	17.50%
6	1	101.01	11.09%
12	33	403.64	44.33%
24	1	2.26	0.25%
36	57	166.28	18.26%
60	14	27.54	3.02%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2021/1/22。

2.8.1.3. 基于风险收益特征的分类：匹配客户风险偏好

FOF 产品在招募书中都进行了投资范围和投资约束的限制，并且设置了比较基准，而投资过程中在满足投资约束的前提下，进行灵活配置。值得说明的是，对于目标日期型养老 FOF 产品，投资者如果按照当前时点买入，则按照当前所处的下滑曲线的阶段确定权益投资的比例。我们将按照比较基准中权益部分的配置比例高低，将公募 FOF 划分为 0-30%，30%-60%，60%以上，分别对应着低风险、中等风险、高风险型 FOF 产品。

从产品规模的角度，**低风险 FOF 产品最受投资者青睐**，此类别中多为持有期一年的稳健型目标风险养老 FOF；从产品数量的角度，中等风险的产品数量最多，但值得一提的是，中等风险的 66 只产品中，有 34 只是目标日期型养老 FOF，其权益风险暴露会随产品的运作而不断降低；高风险 FOF

产品的规模、数量均较小，该类别的组成为目标日期为 2040、2050 的养老型 FOF 以及一些通过优选权益基金构成组合的高权益仓位进取型 FOF。

表 52 低风险 FOF 产品规模最大、中风险 FOF 产品数量最多

	比较基准中权益资产的投资范围	产品数量（只）	合计规模（亿元）
低风险	0-30%（含 30%）	50	556.15
中风险	30-60%（含 60%）	66	207.08
高风险	60%以上	24	141.25

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2021/1/22。注：有两只 FOF 产品以目标日期指数为比较基准，故无法以相同标准分类。

2.8.2.公募 FOF 产品运行情况分析

2.8.2.1. 产品发行情况与市场规模提升情况

自市场上第一只 FOF 产品运行以来，截止 2020 年 12 月 31 日，共有 142 只产品，合计规模 910.54 元，其中 59 只产品成立于 2020 年。

以半年度为周期观察，最早成立的公募 FOF 均为以非养老投资为目标的非养老型 FOF 产品，但是成立于 2018 年 6 月 30 日的这批产品，在 2018 年的熊市中业绩表现不佳，遭遇赎回，规模不断下降，直到 2019 年下半年才随着牛市的发展实现了规模的回升。成立稍晚的养老型 FOF 产品则从 2019 年开始的牛市中受益，数量与规模均加速增长。随后 2019、2020 连续两年的牛市将公募基金的热度推上了顶峰，公募 FOF 的发行也从中受益。

表 53 每半年度 FOF 产品发行数量和当前规模（亿元）

	公募 FOF 数量合计	非养老型 FOF 数量合计	养老型 FOF 数量合计	公募 FOF 规模合计	非养老型 FOF 规模合计	养老型 FOF 规模合计
2018/6/30	8	8	0	80.79	80.79	0.00
2018/12/31	24	12	12	108.07	67.00	41.07
2019/6/30	57	14	43	204.19	47.84	156.35
2019/12/31	83	19	64	382.96	119.39	263.58
2020/6/30	115	29	86	554.77	184.30	370.47
2020/12/31	142	38	104	910.54	320.68	589.87

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2021/1/22。

2.8.2.2. 产品收益及风险调整后收益表现情况：夏普比中位数接近

FOF 产品定位于满足客户的配置需求，而高中低风险偏好更容易被客户辨识。基于上述第三种分类方式，按低、中、高风险三类，统计 FOF 产品分年度收益以及风险调整后收益情况，如下所示。

得益于权益资产自 2019 年初至 2020 年底的良好表现，在 2019 年与 2020 年中不同风险水平 FOF 产品的收益率中位数与权益配置比例中位数呈明显的线性关系，同时产品整体的风险调整后收益特征也被组合中的权益部分所主导，因而不同风险水平的 FOF 产品的夏普比率中位数基本接近，这也说明了投资中风险与收益的同源关系。

表 54 2019 年 FOF 产品收益情况

	产量数量(只)	权益配置比例-中位数 (%)	收益率-中位数(%)	夏普比率-中位数
低风险类别	6	20.67%	11.16%	1.84

中风险类别	2	31.54%	17.46%	1.99
高风险类别	——	——	——	——

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部。注: 仅统计 FOF 经理任职早于 2018/10/1 的 FOF 产品在 2019/1/1 至 2019/12/31 的业绩表现。

表 55 2020 年 FOF 产品收益情况

	产量数量	权益配置比例-中位数	收益率-中位数	夏普比率-中位数
低风险类别	21	21.16%	14.93%	1.79
中风险类别	28	46.10%	26.17%	1.81
高风险类别	11	70.62%	37.12%	1.89

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部。注: 仅统计 FOF 经理任职早于 2019/10/1 的 FOF 产品在 2020/1/1 至 2020/12/31 的业绩表现。

2.8.3.公募 FOF 产品子基金配置偏好

2.8.3.1. 子基金类型: 另类资产配置有限

FOF 组合的一大优势是可以同时投资于商品、量化对冲、海外 QDII 等多样化的资产, 并利用它们之间的低相关性创造更稳健的投资体验。我们基于全市场 FOF 组合剔除三个月建仓期后每半年度披露的全部持基数据计算全市场 FOF 作为一个整体在“工具使用”上的偏好。

表 56 FOF 组合各种类公募基金平均配置比例表

基金类别	配置比例 (%)	基金类别	配置比例 (%)
普通股票型基金	8.49%	国际(QDII)债券型基金	0.36%
股票型基金	0.02%	国际(QDII)另类投资基金	0.09%
偏股混合型基金	14.92%	国际(QDII)混合型基金	0.13%
平衡混合型基金	0.77%	国际(QDII)股票型基金	1.59%
灵活配置型基金	13.42%	中长期纯债型基金	16.22%
偏债混合型基金	1.68%	短期纯债型基金	1.86%
被动指数型基金	6.36%	债券型基金	0.12%
增强指数型基金	0.73%	被动指数型债券基金	1.44%
股票多空	1.73%	混合债券型一级基金	5.69%
商品型基金	1.02%	混合债券型二级基金	7.86%
货币市场型基金	1.71%		

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 截至 2020/12/31。

注: 数据基于 FOF 组合剔除三个月建仓期后每半年度披露的全部持仓计算, 基金产品的分类依据 Wind 分类标准。

从上表的数据中可以看出, 公募 FOF 最偏爱的公募基金类型是: 中长纯债型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金。对于理论上能提供低相关性另类资产, 如商品、量化对冲、海外 QDII 等品种的配置较低, 主要原因近两年 A 股权益市场收益具有明显优势, 其他资产配置价值有限, 另一方面在于当前 FOF 产品的运作时间较短, 而资产配置策略的价值需要较长的时间周期才能得以发挥, 为此, 我们将持续关注。

目前, 整体上看, 大多数公募 FOF 所投资的底层资产类别还是落脚于股票和债券, 但 FOF 产品在中国仍然具有独特意义。在中国市场, 不同禀赋基金经理投资能力具有差异性: 大多数权益基金经

理不去择时而是自下而上选股,大多数固收基金经理无法识别个股的投资前景和股票的估值提升空间,而是从风险角度评估企业,但两者在自己的领域都能提供 α ,例如2019年,2020年主动权益基金经理提供了很好的超额收益,因此不得不需要FOF这样一个机制把他们有效地搭配起来。

2.8.3.2. 被动ETF与主动管理产品之间的选择

被动型基金产品具有透明度高的特点,因此,在海外被认为是执行资产配置策略最好的工具,但是,在我国由于市场的非有效,主动管理产品战胜被动基金产品逐步被认可,特别是在近两年的牛市中,国内公募主动产品业绩表现亮眼,公募FOF产品也希望能够通过选择优秀的主动管理产品获取资产配置(β 收益)以外的 α 收益。从当前的公募FOF投资情况看,被动指数型基金与指数增强型基金的平均配置比例之和只有7.07%,而普通股票型基金一项的平均配置比例就达到了8.49%。

2.8.4.FOF产品归因体系与能力评判

无论采用怎样策略的FOF产品,其收益来源就是资产配置、风格选择以及基金筛选。以下,我们从这三个维度考察各产品的收益来源特征。

2.8.4.1. 大类资产配置策略在FOF中的运用

① 权益配置比例中枢决定股债组合的长期风险特征

当一个多资产组合中只有权益与固收两类资产时,组合的长期风险特征将会由权益资产配置中枢所决定。目前市场上多以偏股混合型FOF基金以及固收+型FOF基金为主,其长期风险特征分别与“80%权益+20%固收组合”以及“20%权益+80%固收组合”相接近。而波动率水平在10%-12%左右,与“45%权益+55%固收组合”风险水平相接近的灵活配置型FOF类基金数量要少于前两类。

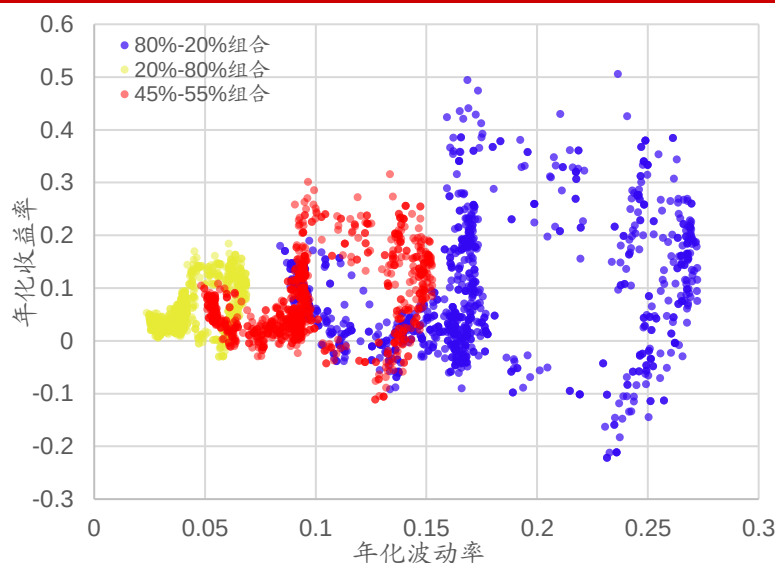
表 57 不同权益比例组合长期风险特征及同风险公募产品

不同权益中枢比例组合	长期波动率水平(年化)	风险水平相近的公募产品
80%权益+20%固收	18%-22%	偏股混合型基金
20%权益+80%固收	5%-6%	固收+型基金
45%权益+55%固收	10%-12%	40%-50%权益比例的灵活配置型基金

资料来源:华宝证券研究创新部

具体来看,我们使用沪深300指数以及中债综合财富指数从2013年1月至2020年12月31日的历史数据,随机抽取1000个交易日作为买入时点,分别使用“80%权益+20%固收”、“20%权益+80%固收”以及“45%权益+55%固收”三种策略持有两年。下图89展示了两年持有后的投资者的年化收益率、年化波动率分布。可以看出,随着固收类比例的提升,组合的波动率逐渐减小,收益率的分布也向长期均值收敛,负收益的比例逐渐下降。

图 89 不同策略组合的收益率、波动率分布特征不同



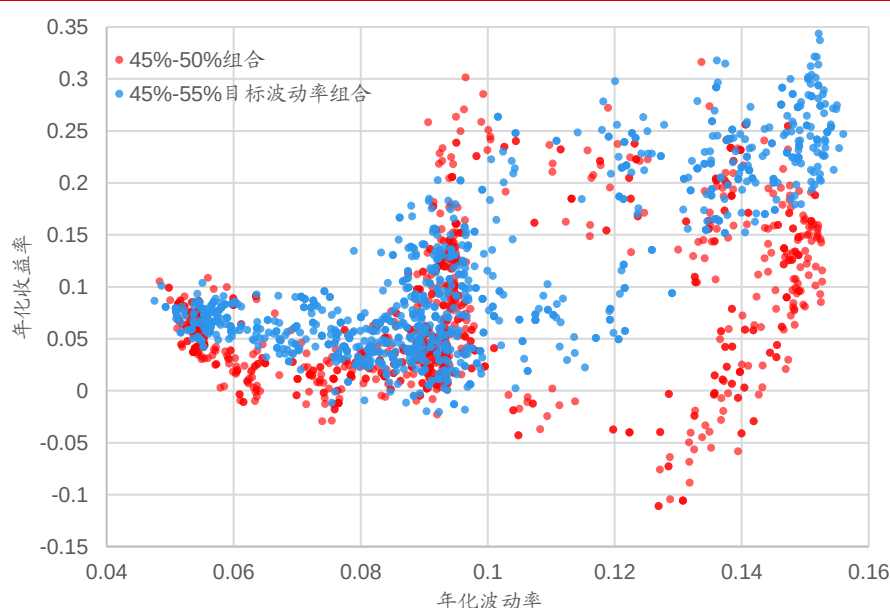
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。注：组合构建时，股债权重月度再平衡。

② 动态化的大类资产配置带来额外收益

相比于上文提到的“45%权益+55%固收”的固定比例组合，我们测试给予组合一定的资产调整空间情况下，动态风险管理组合（例如 45%-55%目标波动率组合）是否能够改善组合绩效。为保证两种策略最终的风险水平相同，我们在每个随机生成的买入时点上，将固定比例组合的年化波动率为组合构建目标，以沪深 300 和中债综合财富指数为配置资产，使用目标波动率策略在该时点买入并持有两年。如图 2 所示。

对比固定股债比例策略与动态风险管理策略的最终效果，可以看出，动态风险管理组合（青点）在权益资产波动率较大时对组合最终收益风险的优化明显，在权益资产波动率较小时也小有优化，同时整体上收益率为负的比例大幅减少。事实上，源于 A 股权益大类资产的波动率并不是正态分布，前瞻性地管理组合的风险能起到回避风险增强收益的效果。

图 90 动态管理风险的股债组合能在相同波动率水平下获得更高的收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。注：组合构建时，股债权重月度再平衡。

2.8.4.2. 资产配置能力分析框架

资产配置能力主要通过考察 FOF 组合权益配置比例与业绩比较基准中权益比例之差以及与市场环境的关系进行判断。通过对以下指标的计算，建立对 FOF 经理大类资产配置收益能力的量化衡量体系。

- **净胜次数**：每半年度考察 FOF 组合权益配置比例与业绩比较基准中权益比例的关系，若组合权益超配/低配操作方向与权益市场（中证 800）走势一致，则净胜次数+1。用以衡量基金经理正确超配/低配的次数。
- **净胜率**：净胜次数除以总考察期数，用以衡量 FOF 经理相对比较基准超配/低配的胜率。
- **平均超配低配比例**：每半年度考察 FOF 组合中权益配置比例相对业绩比较基准中权益比例的超配或者低配比例，取均值，用以衡量 FOF 经理相对业绩比较基准的积极或保守程度。
- **平均正确超配低配比例**：每半年度考察 FOF 组合中权益配置比例相对业绩比较基准中权益比例的超配或者低配比例，并与考察区间内权益市场走势对比，一致时记为正，相反则记为负。用以衡量 FOF 经理相对业绩比较基准的超配或低配比例的正确程度。
- **平均权益超配低配收益率**：每半年度考察 FOF 组合中权益配置比例相对业绩比较基准中权益比例的超配或者低配比例，与考察区间内权益市场涨跌幅相乘，并取平均。用以衡量 FOF 经理平均通过超配或低配获取的相对超额收益的多少。

下图 58 列示了所有任职早于 2019 年 10 月 1 日的 FOF 组合中，净胜次数大于 1 次且净胜率大于 50%的所有 FOF 组合的资产配置能力指标得分：

表 58 FOF 组合资产配置能力分析

产品简称	FOF 经理	FOF 经理上任日期	净胜次数(次)	净胜率	平均超配低配比例	平均正确超配低配比例	平均权益超配低配收益率
华夏聚丰稳健目标	郑铮,周桓	2018/10/23	2	67%	11.90%	11.90%	3.55%
南方合顺多资产	夏莹莹	2019/1/17	3	100%	20.07%	20.07%	2.20%
银华尊和养老 2030 三年	肖侃宁,熊侃	2019/8/16	2	100%	14.17%	14.17%	2.16%
华夏养老 2045 三年	许利明	2019/4/9	2	100%	11.81%	11.81%	1.80%
海富通聚优精选	朱贇	2019/9/9	2	100%	12.85%	12.85%	1.63%
泰达宏利全能优选	张晓龙	2017/11/2	5	100%	10.61%	12.77%	1.49%
银华养老 2040 三年	肖侃宁,熊侃	2019/8/16	2	100%	9.60%	9.60%	0.96%
前海开源裕泽定开	杨德龙,覃璇	2019/5/9	2	100%	13.11%	13.11%	0.85%
嘉实养老 2030 三年	郑科	2019/8/5	2	100%	7.37%	7.37%	0.51%
嘉实领航资产配置	张静	2017/10/27	4	80%	1.57%	5.60%	0.48%
银华养老 2035 三年	肖侃宁,熊侃	2018/12/13	3	100%	6.42%	6.42%	0.33%
万家平衡养老三年	徐朝贞	2019/4/22	2	100%	3.11%	3.11%	0.25%
广发养老 2050 五年	陆靖昶	2019/4/26	2	100%	2.09%	2.09%	0.22%
广发稳健养老目标一年	陆靖昶,金亚	2018/12/25	2	67%	0.10%	0.10%	0.20%
建信福泽安泰	梁珉,王锐,姜华	2017/11/2	3	60%	1.92%	2.32%	0.13%

工银养老 2035 三年	蒋华安	2018/10/31	2	67%	1.93%	1.93%	0.12%
嘉实养老 2040 五年	郑科	2019/3/6	2	67%	3.67%	3.67%	0.11%
建信优享稳健养老一 年	梁珉	2019/1/31	2	67%	-0.74%	-0.74%	0.07%
南方全天候策略	夏莹莹,李文 良	2017/11/10	3	60%	4.36%	1.08%	-0.05%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2020/12/31。注: 计算 FOF 组合权益配置比例时, 首先剔除三个月建仓期, 并根据持有基金季报披露的权益比例穿透到底层。

由于权益资产自 2019 年初至今保持增长, 相对于比较基准持续超配权益资产的 FOF 组合才能获得较好的资产配置成绩, 因此在上表中所展示的净胜次数较高的产品均为在权益投资上更积极的组合。

当然我们也需要强调, **FOF 组合的比较基准不一定能真实反映 FOF 经理在投资时所给自己设定的长期资产配置比例**, 以上参数均基于“比较基准能较好得反映产品长期运作情况”这一假设计算, 当 FOF 的实际投资思路与比较基准相去甚远时, 上述参数无法反映 FOF 产品真实资产配置能力。

2.8.4.3. 风格选择能力

我们发现在 FOF 组合进行基金产品筛选时, 不少产品会采用核心+卫星以及风格轮动的策略, 核心部分通常会选择长期稳健的基金产品, 而卫星部分会结合市场风格进行风格选择, 而**风格轮动策略**投资模式下, 会结合拟投资产品的风格特征进行产品选择。因此, 我们通过对持有的基金产品的风格进行判断, 计算以下指标:

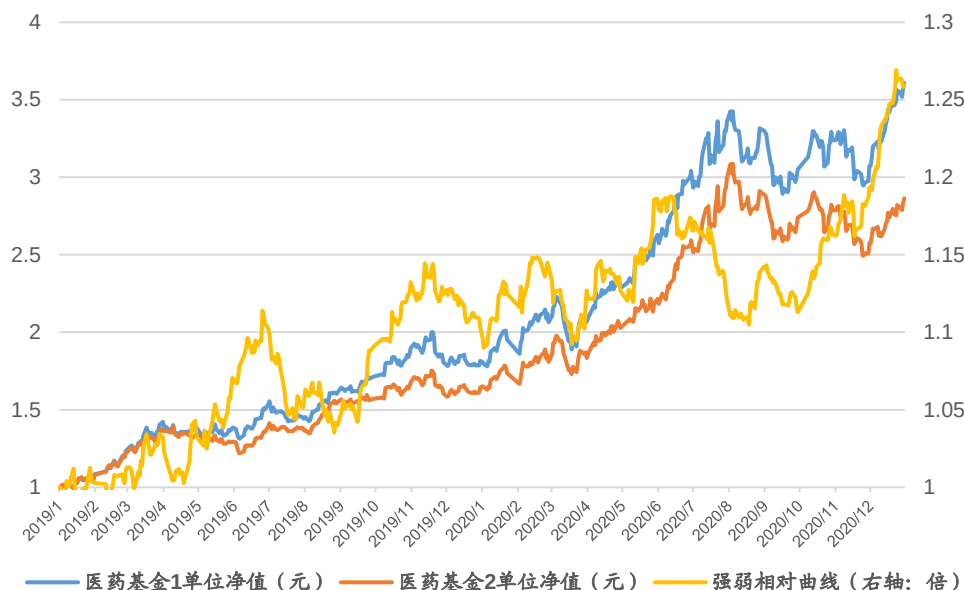
- **风格选择相对超额收益 (择时 β):** (大盘/价值配置比例-小盘/成长配置比例) $\times$ (大盘/价值指数收益 - 小盘/成长指数收益), 取半年度均值。作为基金经理通过风格选择、风格轮动创造超额收益的能力。

2.8.4.4. 基金选择收益分析

① 基金筛选能力: 挑对才是硬道理

基金筛选是 FOF 产品的重要收益来源。截至 2021 年 2 月 10 日, 目前 A 股市场上基金数量 7913 只, 远远超过了上市 A 股 4176 只的数量, 产品之间、基金经理之间存在着差异性, 并且选择难度几何级提升, 需要专业的筛选评估方式。目前市场上的医药、健康相关产品数量已达到 80 只以上, 且大多为高纯度主题基金, 以其中规模较大的两只医药基金为例, 可以看出, 两只医药基金的相关性明显, 风险水平接近, 但因为持股、投资风格、基金经理能力不同, 两年内的业绩差别达到了 74.35%。因此基金经理的选择对组合最终收益的影响不容忽视。

图 91 相同投资目的的公募基金其业绩表现也会有很大差异



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据区间: 2019/1/1 至 2020/12/31。

② 价值/成长风格维度下的基金筛选能力

我们根据每半年度的全部持基明细计算该产品在同风格基金中的收益排名情况, 采用以下指标依次判断 FOF 投资经理的基金筛选能力。

- **风格加权超额收益/风格超额收益分位数 (选基 α):** 在半年报/年报对应时点, 计算 FOF 组合中价值成长 (大小盘) 风格基金相对价值成长 (大小盘) 指数的超额收益, 以及相对同时间区间内所有价值成长 (大小盘) 风格基金的超额收益分位数, 加权后作为 FOF 经理该风格内的基金选择能力

分别使用国证价值、国证成长指数作为价值、成长风格的基准指数来计算 FOF 组合的风格加权超额收益、风格超额收益分位数、风格选择相对超额收益。选取价值风格选基、成长风格选基、风格选择超额收益最高的共 15 只产品列示在下图 92 中:

图 92 FOF 组合价值/成长风格选基超额收益及风格选择相对超额收益

证券简称	基金经理	基金经理上任日期	规模 (亿元)	分类	价值风格加权超额收益	价值风格超额收益分位数	成长风格加权超额收益	成长风格超额收益分位数	价值暴露比例	成长暴露比例	价值成长风格选择相对超额收益
华夏养老2045三年A	许利明	2019/4/9	10.76	价值选基 超额 TOP5	11.86%	0.456	6.79%	0.583	18%	82%	9.49%
国联安安享稳健养老一年	代望涛	2019/4/26	0.14		11.69%	0.538	-5.45%	0.237	25%	75%	7.69%
前海开源裕源	杨德龙, 覃璇	2019/5/9	2.48		9.83%	0.605	-2.16%	0.416	26%	74%	6.52%
汇添富养老2030三年	蔡健林	2018/12/27	5.10		9.59%	0.582	1.91%	0.447	18%	82%	10.00%
前海开源裕泽定开	杨德龙, 覃璇	2019/5/9	0.50		8.87%	0.704	-4.62%	0.214	59%	41%	-2.80%
工银养老2040三年	蒋华安	2019/9/17	0.50	成长选基 超额 TOP5	3.39%	0.410	8.96%	0.558	10%	90%	14.61%
富国鑫旺稳健养老一年	张子炎	2019/5/31	15.45		3.02%	0.366	8.63%	0.644	37%	63%	4.73%
建信优享稳健养老一年	梁珉	2019/1/31	11.61		7.92%	0.524	7.67%	0.597	13%	87%	11.78%
华夏养老2045三年A	许利明	2019/4/9	10.76		11.86%	0.456	6.79%	0.583	18%	82%	9.49%
工银养老2035三年	蒋华安	2018/10/31	5.56		3.41%	0.339	6.51%	0.427	24%	51%	4.85%
农银养老2035	杨鹏	2019/8/28	2.12	价值成长 风格轮动 TOP5	0.00%	0.000	-3.31%	0.349	0%	100%	18.78%
嘉实养老2030三年	郑科	2019/8/5	3.29		0.00%	0.000	5.41%	0.554	0%	100%	18.78%
汇添富养老2050五年	蔡健林, 李彪	2019/5/17	0.37		1.35%	0.035	3.11%	0.510	2%	98%	17.90%
富国智诚精选3个月	王登元	2019/9/6	10.63		4.76%	0.434	4.00%	0.537	4%	96%	17.20%
华夏聚丰稳健目标A	郑铮, 周恒	2018/10/23	0.34		0.44%	0.025	2.27%	0.497	8%	92%	14.69%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2020/12/31。注: 仅统计 FOF 经理任职早于 2019/10/1 的 FOF 产品。

在近两年中，成长风格表现强劲，而价值风格表现较弱，使得成长配置比例越高的产品，风格选择相对超额收益越高，这也使得风格选择变得容易，多数产品取得了正价值/成长风格选择相对超额收益；由于成长风格的强势，获取相对于成长风格的超额收益要更加困难。由于成长风格的强势，价值风格选基较为成功的产品，在价值产品上的配置比例也显著低于成长，过去的市场风格决定了即使有良好的价值 α ，也比不过成长 β 。

③ 大盘/小盘风格维度下的基金筛选能力

分别使用中证 100、中证 1000 指数作为大盘、小盘风格的基准指数来计算 FOF 组合的风格加权超额收益、风格超额收益分位数、风格选择相对超额收益。选取大盘风格选基、小盘风格选基、风格选择超额收益最高的共 15 只产品列示在下图 93 中：

图 93 FOF 组合大盘/小盘风格选基超额收益及风格选择相对超额收益

证券简称	基金经理	基金经理上任日期	规模(亿元)	分类	大盘风格加权超额收益	大盘风格超额收益分位数	小盘风格加权超额收益	小盘风格超额收益分位数	大盘暴露比例	小盘暴露比例	大小盘风格选择相对超额收益
工银养老 2040 三年	蒋华安	2019/9/17	0.50	大盘选基 超额 TOP5	18.86%	0.733	17.93%	0.526	50%	50%	-3.67%
汇添富养老 2050 五年	蔡健林, 李彪	2019/5/17	0.37		15.66%	0.815	16.73%	0.520	64%	36%	-3.72%
富国智诚精选 3 个月	王登元	2019/9/6	10.63		13.89%	0.725	20.33%	0.619	47%	53%	-9.02%
鹏华养老 2045 三年	焦文龙, 赵强	2019/4/22	0.71		12.64%	0.567	16.80%	0.485	30%	70%	-3.00%
农银养老 2035	杨鹏	2019/8/28	2.12		12.56%	0.637	8.68%	0.325	23%	77%	-3.78%
交银安享稳健养老一年	杨喆	2019/5/30	113.49	小盘选基 超额 TOP5	0.11%	0.457	24.06%	0.704	73%	27%	-2.96%
富国鑫旺稳健养老一年	张子炎	2019/5/31	15.45		4.51%	0.502	23.70%	0.740	64%	36%	-1.34%
华夏养老 2045 三年 A	许利明	2019/4/9	10.76		7.04%	0.651	23.44%	0.659	46%	54%	-5.41%
汇添富养老 2030 三年	蔡健林	2018/12/27	5.10		9.66%	0.660	21.44%	0.680	75%	25%	-7.40%
建信优享稳健养老一年	梁珉	2019/1/31	11.61		11.83%	0.671	20.69%	0.626	54%	46%	-6.32%
南方全天候策略 A	夏莹莹, 李文良	2017/11/10	16.04	大小盘 风格轮动 TOP5	1.09%	0.526	9.45%	0.487	86%	14%	4.94%
易方达汇诚养老 2038 三年	汪玲	2019/4/30	0.20		7.74%	0.568	8.85%	0.302	59%	41%	4.82%
华宝稳健养老一年	刘翀	2019/4/25	0.43		-6.13%	0.264	5.98%	0.240	85%	15%	4.65%
国联安安享稳健养老一年	代望涛	2019/4/26	0.14		4.60%	0.448	6.34%	0.223	96%	4%	3.59%
银华尊尚稳健养老一年	肖侃宁, 熊恒	2019/8/14	0.20		-4.64%	0.320	-8.60%	0.067	97%	3%	2.99%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2020/12/31。注：仅统计 FOF 经理任职早于 2019/10/1 的 FOF 产品。

在近两年中，市场的大小盘风格偏好存在一定的切换。连续准确地市场的风格偏好并不容易，选基能力突出的组合大多未能取得正风格选择相对超额收益；大盘/小盘选基超额最高的 FOF 组合，其权益部分经标准化后平均每半年能通过配置公募基金相对指数获得 20% 左右的超额收益，具有良好选基能力的基金经理能相对风格指数获得显著的业绩提升；在一种风格上选基较突出的基金经理，不少也能在另外一个风格上也能通过选基获得正超额收益。

2.8.4.5. 投资结果比较

如前文所指出，FOF 投资是一场长跑。当前大部分 FOF 产品运行时长较短，半年度披露的全部持仓数据过少，造成基于持仓的统计可能存在一定的偏差，未来，随着披露信息的不断完善，FOF 归因分析体系的效果会更凸显，基于此，进行 FOF 产品和客户需求的匹配也会更加完善。

鉴于此，基于净值的比较更能够反映当前产品的运行情况，我们分别从以下两个维度进行比较。

① 相比于实际权益中枢的超额收益

FOF 组合的长期风险特征将由其权益资产配置比例中枢所决定，而在此中枢上能创造多少超额收益是对 FOF 经理综合投资能力的一项判别指标。

在 FOF 产品实际运行过程中，FOF 经理并不一定严格遵守比较基准中的大类资产配置比例进行配置，因此我们采用实际持仓，使用穿透到底层资产的计算方法，计算 FOF 组合每半年度持仓中各

大类资产（权益、固收、黄金、货币）的配置比例，并取均值作为组合长期大类资产配置中枢。获取长期大类资产配置中枢后，使用大类资产指数（中证 800、中债综合财富、Au9999、国证货币基金）按中枢构成指数组合，计算 FOF 组合在 FOF 经理上任三个月后相对指数组合的超额收益，取年化，作为衡量 FOF 经理超越实际配置中枢超额收益的指标。需强调的是，目标日期型 FOF 的资产配置中枢会在下滑曲线模型的主导下做出调整，长期来看并不适合与其他类别一比较，但目前市场上的目标日期型 FOF 成立时间均较短，配置中枢还未发生明显偏离，故在本次比较中将它们与其他类别 FOF 产品一比较。取 FOF 经理剔除三个月建仓期管理时长满一年的产品，分低、中、高风险三类，将超额收益最高的五只列示在下表 59 中：

表 59 穿透计算下，低、中、高风险 FOF 组合超越配置中枢收益最高产品

	FOF 组合名称	FOF 经理	上任时间	长期权益配置中枢	超越资产配置中枢收益	平均自身基金公司非货币产品比例
低风险	银华尊和养老 2030	肖侃宁,熊侃	2019/8/16	41.17%	17.89%	20.92%
	华夏聚丰稳健目标	郑铮,周桓	2018/10/23	24.10%	10.51%	31.77%
	银华尊尚稳健养老	肖侃宁,熊侃	2019/8/14	21.43%	9.75%	26.27%
	招商和悦稳健养老	章鸽武	2019/4/26	2.90%	8.90%	51.82%
	华宝稳健养老	刘翀	2019/4/25	11.27%	8.70%	14.67%
中风险	华夏养老 2045	许利明	2019/4/9	41.21%	33.11%	22.33%
	银华养老 2040	肖侃宁,熊侃	2019/8/16	59.60%	21.84%	25.89%
	农银养老 2035	杨鹏	2019/8/28	33.49%	17.32%	5.84%
	南方合顺多资产	夏莹莹	2019/1/17	60.07%	17.25%	30.37%
	工银养老 2040	蒋华安	2019/9/17	48.67%	16.97%	44.08%
高风险	海富通聚优精选	朱赟	2019/9/9	82.70%	29.03%	1.44%
	富国智诚精选 3 个月	王登元	2019/9/6	76.93%	28.93%	4.91%
	工银养老 2050	黄惠宇	2019/3/28	50.76%	22.47%	31.65%
	汇添富养老 2040	蔡健林,李彪	2019/4/29	57.86%	22.16%	40.58%
	嘉实养老 2040	郑科	2019/3/6	65.67%	19.08%	3.72%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2020/12/31。计算 FOF 组合权益配置比例时，首先剔除三个月建仓期，并根据持有基金季报披露的权益比例穿透到底层。

② 风险调整后收益比较：性价比比较

用以衡量风险调整后收益的夏普比率同样是一项被设计用于跨越不同风险水平考察综合投资能力的指标。当我们考察国内市场 5-10 年的历史走势时，更高固收更低权益配置比例的组合往往会有更好的夏普表现。但得益于 2019 年年初至今权益资产的良好表现，以及多数 FOF 组合成立晚于 2019 年年初，使得这些 FOF 组合的夏普比率跨越不同风险水平具有可比性。

取 FOF 经理剔除三个月建仓期管理时长满一年的产品，分低、中、高风险三类，将与同期产品业绩夏普相比排名最高的五只 FOF 产品列示在下表 60 中。值得一提的是，FOF 产品在基金选择和配置中，往往会呈现对统一管理人旗下产品更容易沟通和配置的情况，这种策略下，母公司旗下是否具有丰富的优秀基金产品就成为 FOF 产品的投资收益来源影响因素之一，因此，表 60 中我们标注出这些 FOF 产品是否选择了本公司产品：

表 60 低、中、高风险 FOF 组合同期产品夏普排名最高产品

FOF 组合名称	FOF 经理	上任时间	任职以来夏普	任职以来夏普同期排名	平均自身基金公司非货币产品比例

				比率		
低风险	南方全天候策略	夏莹莹,李文良	2017/11/10	1.43	1.00	45.57%
	交银安享稳健养老	杨喆	2019/5/30	2.64	0.95	29.15%
	招商和悦稳健养老	章鸽武	2019/4/26	2.40	0.88	51.82%
	华夏聚惠稳健目标	郑铮,李晓易	2017/11/3	1.11	0.83	31.77%
	万家稳健养老	徐朝贞	2018/12/13	2.10	0.81	5.51%
中风险	南方养老 2035	黄俊,鲁炳良	2018/11/6	2.42	1.00	29.61%
	中欧预见养老 2035	桑磊	2018/10/10	2.41	1.00	57.72%
	易方达汇诚养老	汪玲	2018/12/26	2.15	0.90	33.59%
	华夏养老 2045	许利明	2019/4/9	2.41	0.87	22.33%
	兴全安泰平衡养老	林国怀	2019/1/25	2.11	0.79	23.75%
高风险	海富通聚优精选	朱赟	2019/9/9	2.50	0.85	1.44%
	富国智诚精选 3 个月	王登元	2019/9/6	2.47	0.81	4.91%
	中欧预见养老 2050	桑磊	2019/5/10	2.22	0.70	66.69%
	嘉实养老 2040	郑科	2019/3/6	2.22	0.68	3.72%
	汇添富养老 2040	蔡健林,李彪	2019/4/29	2.11	0.59	40.58%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 数据截至 2020/12/31。

2.8.5. 买方投顾——采用 FOF 思想的新兴业务

自 2019 年底开始试点的基金投顾业务已走过一周年, 目前已有三批共 18 家机构获得了基金投顾业务资质。该项业务以帮助非专业投资者提升基金投资体验为目标, 解决目前市场普遍存在的“基金赚钱, 基民不赚钱”的痛点。目前投顾业务主要的开展方式是在授权范围向投资者提供基金投资组合策略建议, 代客户做出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策, 并代客户执行基金产品的申购、赎回、转换等交易申请。其中以基金组合的形式来满足投资者特定投资目的形式被广泛采用, 此类基金投顾基金组合与公募 FOF 组合具有很多相通之处, 后文将从 FOF 组合分析的角度出发, 对基金投顾的运作做出解析。

2.8.5.1. 基金投顾组合与公募 FOF 的差别

如果我们选择性忽略公募 FOF 除公募基金产品之外还能少量投资于股票、债券这一差别, 基金投顾组合与公募 FOF 同样是以打造一个基金组合的形式为投资者实现投资管理。两者的核心差别在于基金投顾近似一个白盒策略, 而公募 FOF 近似一个黑盒策略。

公募 FOF 会定期对持仓进行披露, 并不是一个完全的黑盒, 但是相对于基金投顾持仓完全透明的组合, 其定期持仓披露所提供的信息量、信息有效性要低不少。特别是对于权益基金仓位不高的稳健型 FOF, 其权益基金具体配置情况在季度前十大持基中不容易浮现, 但却又是决定组合收益风险表现的核心资产。而基金投顾组合与投资者的交流要丰富不少, 投资者能完整掌握组合运作情况。同时一些基金投顾在调整组合配置时也会给予投资者是否跟调的选项, 投顾在投资中尽可能扮演一个谋划者的角色, 让投资者有更多决策者的体验。

白盒策略最大的劣势也在于其完全透明的运作情况。表现优秀的组合其投资策略、基金配置会被同业竞争者所学习而失去优势, 这使得基金投顾在提供投顾服务时可能有所保留。

表 61 获得基金投顾业务资质机构一览表

批次	类型	机构名称	投顾业务名称

敬请参阅报告结尾处免责声明

第一批 2019/10/25	基金公司及其子公司	华夏基金	查理智投
		嘉实基金	智盈慧投
		南方基金	司南智投
		易方达基金	易方达投顾
第二批 2019/12/15	第三方独立代销机构	中欧基金	水滴投顾
		蚂蚁基金	帮你投
		腾安基金	一起投
		盈米基金	且慢
		国联证券	基智投
		国泰君安	君享投
第三批 2020/2/9	券商	华泰证券	涨乐星投
		申万宏源	星基汇
		银河证券	财富星·基金管家
	银行	中金公司	A+基金投顾
		中信建投	蜻蜓管家
		工商银行	未上线
		平安银行	未上线
		招商银行	未上线

资料来源：华宝证券研究创新部，截至 2020/1/22。

2.8.5.2. 基金投顾组合运作细节

我们以盈米基金“且慢”平台上的一只基金组合为例，通过对该投顾组合的历史业绩表现、持有基金类别收益分布的计算，尝试解构一个投顾组合的各项特征，帮助投资者了解投顾组合的运作细节。

① 区间整体表现：风险调整后收益突出

我们基于该投顾组合在且慢平台上所展示的每期持仓数据，复现其自 2017 年 1 月 20 日以来的运作情况，对其业绩表现做出统计，并将其“90%中证综合债+10%沪深 300”比较基准的同期收益风险表现一并列示。

在收益端，该投顾组合显著超越了它的基准组合；在风险端，它的波动率、最大回撤比基准稍更大；Sharpe 的大幅领先表征了其在风险调整后收益上的突出表现。

表 62 投顾组合风险调整后收益突出

	投顾组合	比较基准
区间收益率	34.46%	21.40%
年化收益率	7.67%	4.96%
年化波动率	2.46%	2.04%
最大回撤	2.80%	1.47%
Sharpe 比率	2.31	1.45
Calmar 比率	2.75	3.36

资料来源：Wind，且慢，华宝证券研究创新部，时间区间 2017/1/20-2021/1/29。注：由于年化时计算方式与参数的细微不同，以及对于调仓日使用前期或后期基金配置等细微区别，本文对该投顾组合的业绩表现复现与其在且慢平台上的业绩表现数据存在极微小的差别（<0.05%），本文生成的组合业绩数据稍优于其在且慢平台上的统计数据。同时基金投资时有费率的损耗，投资者应当以自己的实际收益为准。

从下图 94 中净值曲线与相对强弱曲线中看出，长期来看该组合以稳健的增长持续领先于其比较基准；组合的净值曲线本身则保持平滑向上的增长。

图 94 短期存在震荡，长期战胜比较基准，净值曲线稳定向上



资料来源：Wind，且慢，华宝证券研究创新部，时间区间 2017/1/20-2021/1/29。

② 分年度业绩表现：每个年度都取得了正收益，波动率控制在 3% 以内

收益方面，该组合在每个年度都取得了正收益，特别是 2018 年的熊市，展现了组合优秀的稳健收益能力。在风险方面，每个年度的波动率都控制在了 3% 以内，整个组合的最大回撤 2.80% 发生在 2018 年 2 月，其他时间段内最大回撤小于 2%。在这样的收益风险基础上，组合每个年度的 Sharpe 都达到了 1 以上，风险收益比优秀。

表 63 波动率控制优秀，2018 年取得正收益

分年度	区间收益率	年化波动率	最大回撤	Sharpe	Calmar
2017 年	9.26%	2.86%	1.78%	2.75	5.53
2018 年	5.73%	2.94%	2.80%	1.29	2.07
2019 年	6.60%	1.02%	0.53%	4.51	12.57
2020 年至今	8.57%	2.53%	1.18%	2.36	6.75

资料来源：Wind，且慢，华宝证券研究创新部，时间区间 2017/1/20-2021/1/29。

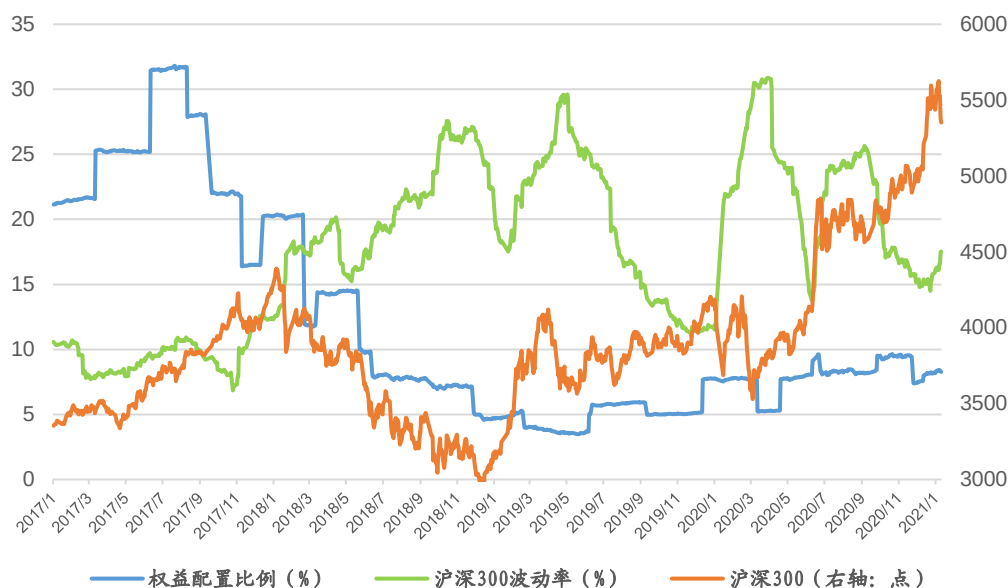
③ 权重配置比例穿透：2018 年之前仓位积极，之后仓位稳健

一个股债组合的收益风险特征很大比例上由其权益资产配置情况所决定。因此我们通过对该组合所持有基金在底层资产配置上的穿透，建立对组合整体权益配置比例的认知。通过对组合权益配置比例的变化，来观察组合的运作情况。

如下图 95 所示，在 2018 年之前，沪深 300 指数波动率长期处于低位，市场风险较小，投顾组合中的权益资产配置比例大幅高于比较基准中的 10%；从 2017 年下半年开始，投顾组合开始降低组合中的权益资产的配置比例，但在 2018 年初其配备比例依旧高于比较基准，这使得在 2018 年 2 月的回撤中投顾组合的回撤稍高于比较基准；经历 2018 熊市之后，沪深 300 指数波动率没有再走出过如 2017 年的稳定低位，投顾组合也开始降低其权益资产配置比例，将比例一直保持在 10% 以内，接近比较基准中的水平，在这之后投顾组合相对于比较基准的超额主要是由所配置的基金产品创造。

图 95 2018 年之前超配权益，2018 年之后保持稳健权益比例低于比较基准

1



资料来源：Wind，且慢，华宝证券研究创新部，时间区间 2017/1/20-2021/1/29。注：计算组合中每只基金的权益配置比例时，使用向前查找最新一期季报所披露的配置比例；图中波动率为沪深300 指数向前滚动 3 个月年化波动率。

2.9.基金经理能及时躲避“抱团股的坍塌”吗？

2.9.1.抱团现象及抱团股、抱团基金的定义

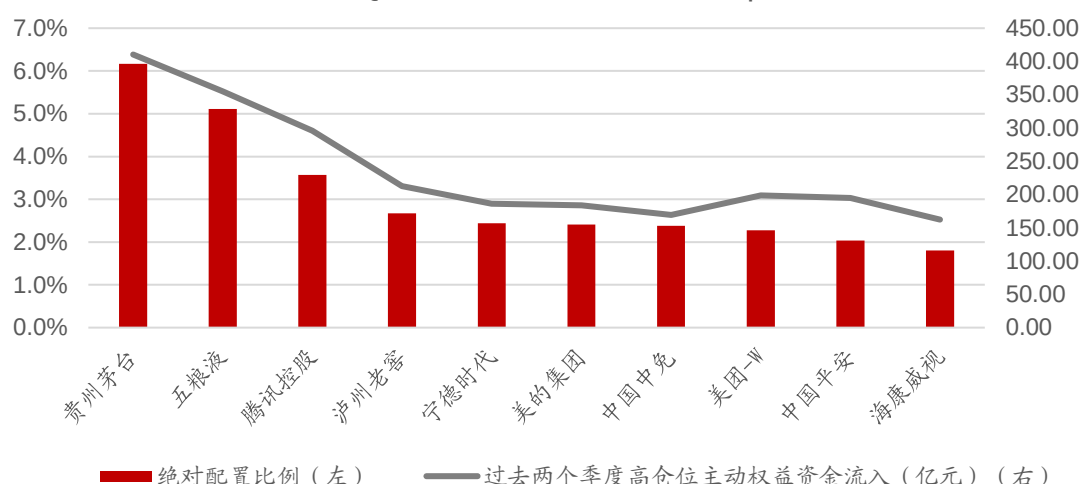
2020 年末，公募基金的抱团现象引发了市场的高度关注。自 2018 年熊市结束后，权益类公募基金迎来连续两年的超额收益大年；明星基金经理吸金效应明显，新募集资金配置在部分“核心资产”上；“核心资产”受到资金追捧后超额收益进一步上涨，越来越多的基金经理也开始转向选择“优质龙头”、“核心资产”的投资理念，公募基金持股重合度一致性显著提升，从而“抱团”被强化。

公募基金的集中持股并非是一个新现象。为追踪抱团股和抱团基金的表现，我们首先从资金的流向、权益类公募基金的持股集中度两方面对 **2015 年以来每个季度的抱团股进行了定义和抱团拥挤度的打分**：汇总高仓位主动权益基金（每个季度披露期权益仓位在 70%及以上）季度前十大持股重仓市值作为统计数据，抱团股需要同时符合以下两个定量条件：1、以高仓位主动权益基金样本在统计季度的每个持股市值除以当期全部持股的总市值，得到权益基金整体在每只持股股票上的绝对配置比例，绝对配置比例达到前 30%；2、在统计时点的过去连续两个季度内资金净流入需均为正。同时满足以上两个条件的个股为当期的抱团股，进入抱团股打分：同时考虑资金流入的额度以及绝对配置比例，两个分项均进行抱团股内的排名打分，最终各取 50%的权重作为每只抱团股的综合得分。每期非抱团股得分为 0。

经过以上定量计算，2020Q4 公募基金前十大抱团股如下：

图 96 2020Q4 高仓位主动权益基金抱团得分 top10 个股

2020Q4主动权益基金抱团得分top10个股



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

将每个季度的抱团股及得分通过基金的持仓映射到基金上，即可得到基金的抱团得分，找到抱团程度较高的基金。

2.9.2.抱团股历史表现回顾

将每个季度的抱团股按照得分不同赋予配置权重，拟合抱团股指数，可观察抱团股近 5 年的收益变化。从下图 97 的抱团股指数相较于 wind 全 A 的累积超额收益看，可以看出抱团股从 2015 年至今的几个表现阶段：

1) 平淡：2015-2017 年中旬以前市场配置相对集中的股票并未产生显著的超额收益，即使在 2015 年的牛市顶端的破灭中，抱团股超额虽然有一定下滑但是并不明显；

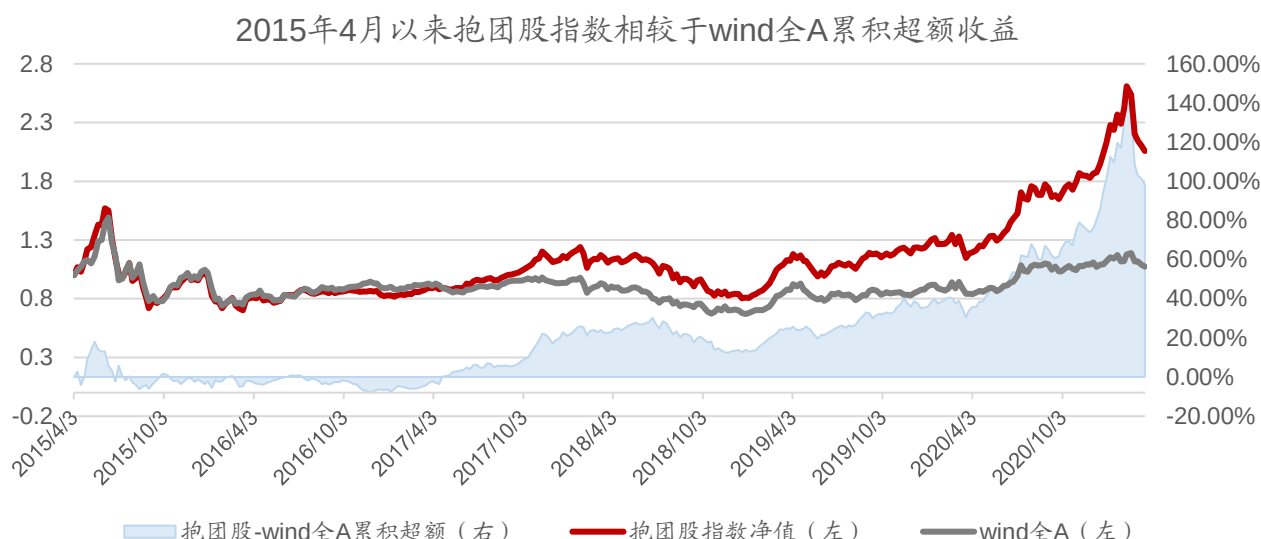
2) 崛起：2017 年后市场风格转向显著的蓝筹、价值行情，龙头股的估值开始提升，抱团股的势头开始慢慢崛起，相较于 wind 指数的累积超额开始显著提升，2017 年 1 月至 2018 年 6 月抱团股超额收益达 44.6%；

3) 阶段性下滑：2018 年熊市开始，尤其下半年跌幅显著，部分 2017 年以来表现强劲的食品饮料龙头股出现了不小的回调；2018 年的医药新政策也导致医药行业大洗牌，部分前期的白马医药股遭遇杀跌。2018 年 6 月至 2018 年 12 月抱团股指数下跌-27.2%，超跌 wind 全 A-11.79%。

4) 反攻强劲：2018 年熊市结束后，市场做多情绪恢复，造就了 2019、2020 年两年的权益公募基金超额收益大年，抱团股的累积超额收益也在此时期明显飙升，公募基金享受了近两年的抱团取暖超额回报，2018 年 12 月至 2021 年 2 月中旬抱团股超额收益达 150.81%；

5) 近期瓦解坍塌：到达 2021 年历史累积超额收益峰值后，抱团股的估值已经出现了较明显的泡沫，市场风险聚集。2021 年 2 月抱团股即出现了瓦解坍塌，累积超额收益急剧下滑，短短一个月内抱团股指数下跌-21.1%，超跌 wind 全 A-12.39%。

图 97 2015 年 4 月以来抱团股指数相较于 wind 全 A 累积超额收益



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2.9.3.抱团基金的调整能力:

从上文的总结中看出, 2015 年至今抱团股共有 2 次较明显的瓦解: 2018 年下半年以及 2021 年初。在抱团股上扬时期通过抱团充分享受了超额的主动权益基金经理, 是否能在抱团股瓦解前或者瓦解中期及时调整持仓, 躲避抱团股的坍塌? 观测 2018 年、2021 年两次抱团股明显瓦解时期的基金模拟净值表现对比真实净值表现以及持仓变化, 可以做出一定的判断:

1) 2021 年抱团股瓦解时期: 抱团基金受损严重, 多数未能及时调仓

2021 年的抱团股瓦解发生在 2 月 10 日以来。由于 2021Q1 的持仓尚未披露, 只有通过持仓模拟收益率观测调整的幅度。在样本中选择 2020Q4 披露期前十大持股集中度高于 50% 的基金, 并将前十大持股的持有比例按照 100% 等比例扩充, 假设 2020Q4 重仓股持股不变并考虑仓位, 模拟 2021 年 2 月 10 日-3 月 19 日之间的收益率情况。2020Q4 抱团得分最高 30% 与最低 30% 基金的持股模拟收益率与真实净值收益率对比情况如下图 98 和图 99。

图 98 2021 年 2 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金模拟与真实收益率对比

2021/2/10- 2021/3/19	2020Q4 抱团前 30%		2020Q4 非抱团前 30%	
	模拟净值 收益率	真实净值 收益率	模拟净值 收益率	真实净值 收益率
25 分位数	-17.3%	-16.7%	-6.6%	-6.8%
50 分位数	-21.1%	-20.0%	-12.6%	-11.4%
75 分位数	-22.6%	-21.7%	-18.6%	-17.5%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 99 2021 年 2 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金真实收益率与模拟收益率之差

	2020Q4抱团前30%	
2021/2/10- 2021/3/19	真实净值-模拟净值	真实净值-模拟净值
25分位数	2.2%	2.9%
50分位数	0.6%	1.0%
75分位数	-0.5%	-1.1%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

收益率模拟: 从持股模拟收益率可以看出, 抱团得分前 30% 的基金在此次下跌中有更明显的净值受损, 抱团前 30% 基金与非抱团前 30% 基金收益率中位数之差达 8.6%。此外, 我们也统计了两组基金的真实净值收益率与模拟收益率差, 从而可以估算基金是否较为有效的规避了抱团股的瓦解: 抱团基金、非抱团基金的真实净值整体比模拟持股净值收益率略高, 但是差距非常小, 多数基金经理并没有及时充分调整持仓躲避抱团股的下跌。从真实净值与模拟净值之差的分布上看, 非抱团股基金与抱团股基金较为接近。这意味着多数抱团基金经理并未因为自身高抱团的持股而进行更大幅度的调整, 而非抱团的基金经理可能对抱团风险也有一定的认知, 会在原先持仓的基础上进一步小幅调仓降低风险。

2) 2018 年抱团股瓦解时期: 抱团基金仍未能及时调整, 非抱团基金调整略有优势

2018 年的抱团股瓦解从 6 月以来持续了约两个季度, 其中 2018 年 9 月开始调整的幅度更明显, 因此我们以 2018 年 9 月-12 月为主要观察期。2018 整年持仓已经披露, 我们在净值模拟的基础上添加持仓抱团得分变化的观察。选取样本中 2018Q3、2018Q4 前十大持股集中度高于 50% 的基金, 首先观测以 2020Q3 前十大持股在 2018 年 9 月 28 日至 12 月 21 日期间的模拟收益率:

图 100 2018 年 9 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金模拟与真实收益率对比

	2018Q3 抱团前 30%		2018Q3 非抱团前 30%	
2018/9/28- 2018/12/21	模拟净值 收益率	真实净值 收益率	模拟净值 收益率	真实净值 收益率
25分位数	-11.7%	-11.3%	-9.3%	-7.5%
50分位数	-14.7%	-13.1%	-12.2%	-10.7%
75分位数	-17.1%	-15.7%	-15.3%	-13.0%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 101 2018 年 9 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金真实收益率与模拟收益率之差

	2018Q3 抱团前 30%	2018Q3 非抱团前 30%
2018/9/28- 2018/12/21	真实净值-模拟净值	真实净值-模拟净值
25分位数	2.5%	3.2%
50分位数	0.7%	1.8%
75分位数	-0.7%	-0.3%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

收益率模拟: 同 2021 年的结果类似, 抱团基金受损更严重, 但是程度比 2021 年较轻; 真实收益率比模拟收益率略高, 差距仍然非常微小, 2018 年的抱团基金经理也未能及时躲避抱团股的瓦解。

与 2021 年同样相似的地方还有非抱团基金的真实收益率与模拟收益率之差的表现，虽然绝对优势较小，但是比抱团基金的调整更成功。**非抱团基金经理在抱团股的坍塌时期有更好的调整能力。**

持仓抱团得分变化：在持仓上，我们统计了 2018Q3、2018Q4 的基金重仓股抱团得分，从而可以观测到抱团股瓦解的过程中及瓦解结束后基金经理持仓的变化。除了每季度抱团股得分映射到当期的基金持仓以外，我们还将 2018Q3 的抱团股得分映射到 2018Q4 基金的持仓上，从而剥离出抱团股本身的分数变化，更清晰的看出基金经理的持仓调整。**观察 2018Q3 抱团前 30% 基金的持仓变化：**对比 2018Q3 抱团得分 v.s. 2018Q4 抱团得分，2018Q4 的持仓抱团得分大幅下降，抱团基金在抱团股下跌结束后看似做出了大幅调整；但是对比 2018Q3 得分 v.s. 以 2018Q3 股票抱团得分计算的 2018Q4 基金持仓得分，会发现仅有略微的调整，变化并不大。这意味着在 2018Q4 抱团基金“看似抱团散了”，而实际上更大原因在于抱团股的标的发生了变化，**但是基金经理的持仓方向调整得并不算明显，很大程度依旧持有 2018Q3 时期的抱团股。**

图 102 2018 年 9 月抱团股瓦解时期抱团前 30%、不抱团前 30% 基金模拟与真实收益率对比

持仓抱团得分	2018Q3 抱团前 30%		
	2018Q3 持仓	2018Q4 持仓	2018Q4 持仓（以 2018Q3 抱团股得分计算）
25 分位数	0.208	0.108	0.204
50 分位数	0.182	0.057	0.161
75 分位数	0.131	0.030	0.114

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.9.4. 小结：抱团是把双刃剑，基金筛选时基金经理归因仍是关键点

当抱团可以获取明显超额收益时，公募基金经理的选股也开始趋同，造成抱团集中。尽管抱团取暖给公募带来了长期丰厚的超额，被抱团的优质龙头公司的基本面也较为坚实；但是当龙头公司估值过高时，从前的抱团获取超额收益就会转变为抱团的风险。基金经理由于相对业绩考核压力、投资能力圈、基金规模等限制，在短期内较难以及及时调整掉头；FOF 投资人一方面需要做好超额收益来源的归因，识别通过抱团获得超额收益的风险；另一方面可以通过基金经理投资标签的刻画，当抱团风险升高时寻找抱团程度低、在自身赛道内业绩较好的基金经理，降低基金组合的抱团风险。

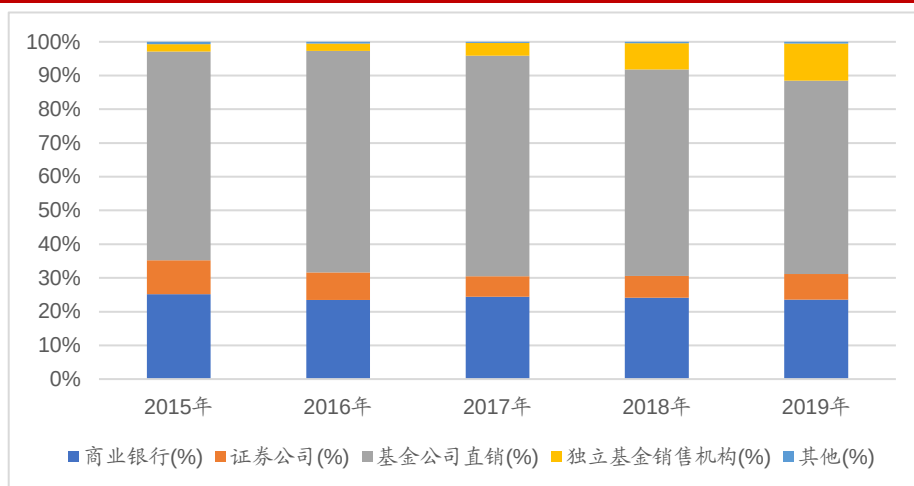
3. 基金行业发展展望与思考

3.1. 基金销售生态之变

3.1.1. 行业销售模式的变化带动基金投资习惯转变

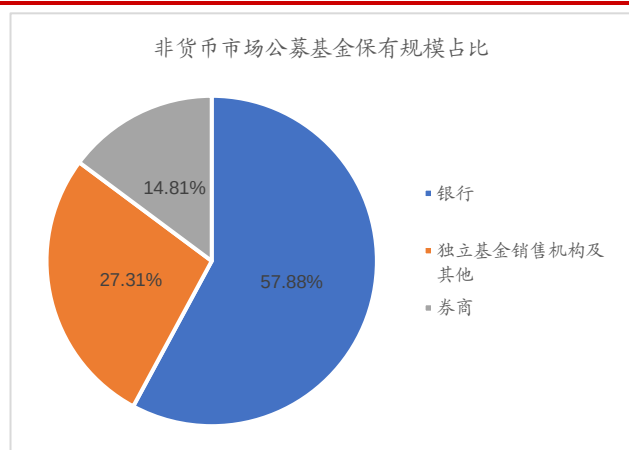
三方平台的成长。伴随 2015 年、2019 年到 2020 年的两轮牛市，第三方代销平台发展迅速，从基金销售各渠道各年度保有规模占比数据看，独立基金销售机构销量增速快，传统银行代销渠道承压。参考基金业协会官方数据，截止 2021Q1，从保有规模看，无论是非货币市场公募基金，还是股票+混合公募基金的保有规模，银行渠道依然占比过半，但从细分数据上看，以蚂蚁、天天基金为代表的互联网代销平台，已经发展到与国有大行基金销售量同水平的程度，其中蚂蚁基金非货基金保有规模已经赶超招行，天天基金的存量规模介于建行和中行之间。

图 103 各渠道公募基金销售保有规模占比



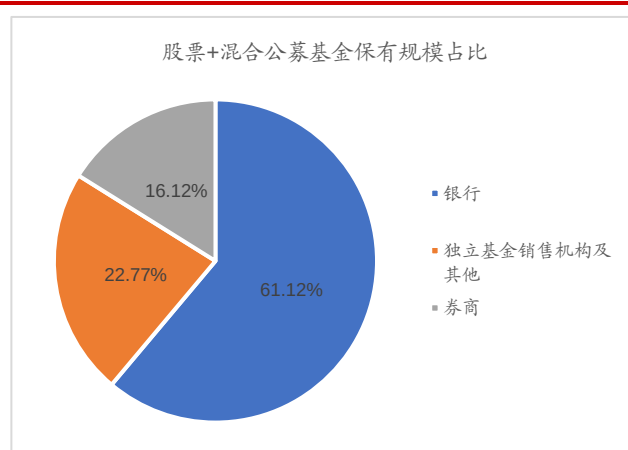
资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

图 104 2021Q1 销售机构非货币市场公募基金保有规模占比



资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

图 105 2020Q1 销售机构股票+混合公募基金保有规模占比



资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

表 64 销售机构公募基金销售保有规模

排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模(亿元)	非货币市场公募基金保有规模(亿元)	机构类型
1	招商银行股份有限公司	6711	7079	银行
2	蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	5719	8901	独立基金销售机构及其他
3	中国工商银行股份有限公司	4992	5366	银行
4	中国建设银行股份有限公司	3794	4101	银行
5	上海天天基金销售有限公司	3750	4324	独立基金销售机构及其他
6	中国银行股份有限公司	3048	4572	银行
7	交通银行股份有限公司	2381	2483	银行
8	中国农业银行股份有限公司	2268	2468	银行
9	上海浦东发展银行股份有限公司	1656	1708	银行

敬请参阅报告结尾处免责声明

	公司			
10	中国民生银行股份有限公司	1512	1566	银行
11	兴业银行股份有限公司	1380	1441	银行
12	中信证券股份有限公司	1298	1315	券商
13	中信银行股份有限公司	1030	1343	银行
14	平安银行股份有限公司	910	1039	银行
15	中国光大银行股份有限公司	793	864	银行
16	广发证券股份有限公司	741	787	券商
17	中国邮政储蓄银行股份有限公司	703	1128	银行
18	腾安基金销售（深圳）有限公司	633	1040	独立基金销售机构及其他
19	宁波银行股份有限公司	562	592	银行
20	华泰证券股份有限公司	545	594	券商

资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

注：时间截止 2021Q1

基金销售的互联网“带货”。除了提供便捷的在线交易之外，天天基金、蚂蚁财富、且慢等代销平台，已经在其平台上提供了大 V 组合跟投、自建组合、直播、基金公司财富号、基金诊断、持仓分析等多样化的基金投资服务，平台化的运作模式促进了行业内其他机构的发展和变革，也反向促进了客户投资习惯的变化。不同的客户结合自己的需求，选择不同的服务或代销平台，逐渐形成了销售机构的分层化发展。

3.1.2.投资者教育和投资者陪伴的新形式

投资者教育帮助基金公司塑造口碑。以东方红、兴全等为代表的基金公司已经在早些年率先投入精力开展范围较大的投资者教育活动，随着最近两年互联网营销基金的普及，部分公司已经着手开展线上投资者教育，推广价值投资理念。

以东方红资管为例，将投资者教育活动作为长期系统性行动源于 2015 年市场巨大波动，从 2008 年开始，东方红的投资者引导服务埋下了一些长期资金的种子，但在极端情况下投资者群体保持理性和长期视角并不容易，需要持续引导服务。2015 年 8 月 14 日，东方红资产管理公司在招商银行上海分行举办第一场万里行活动，以此为开端，真正意义上形成体系化的客户服务工作，多维度阐述价值投资逻辑，并加速触达各层次人群。从 2015 年算起，东方红万里行活动已经开展超过 6000 场，该公司数十名渠道工作者通过对过往经验、案例、数据分析，形成一整套系统性理论，同时在全国各地与投资者、客户经理进行面对面沟通。长期踏实的客户引导服务，提升了客户的持有体验，反过来也为公司后期规模的增长打下了坚实的客户基础。2018 年，原东方红总经理陈光明离职创办睿远基金，其公司官方公众号长期推出投资者教育文章，延续了东方红的投资者引导服务思想。

疫情以来，随着在线直播的兴起，线上推广和投资者交流互动，已经成为了基金公司客户维护的新模式。在代销机构和基金公司共同推动下，投资者教育和投资者陪伴的形式越发多样化。不少基金公司与互联网平台合作开设了专门的栏目，每两周会有两场固定的直播，邀请基金经理就普通投资者感兴趣的投資话题进行直播，同时也会根据情况邀请行业知名的券商首席分析师连线对话，不仅做到了投资者教育和陪伴服务，同时达到了传播公司品牌的作用。

在线平台提供了投资者陪伴服务的新方式。互联网平台作为新兴的基金代销平台，虽然没有线下渠道，但是提供了丰富的线上投资者陪伴服务和投资者教育内容，让普通老百姓也有途径感受到专属定制服务。目前较多银行渠道的网站和 app 大都还只是罗列基金产品，有少量的市场观点，但是更新

频率较低（一把季度更新），附带一些常规的基金资讯；部分银行官方网站上提供简单的理财工具，基金服务则主要为基金排行榜、净值查询、基金筛选、基金比较，基金资讯等。

相比而言，互联网平台的内容丰富程度遥遥领先，进入界面即有入门导览机器人，提供基金诊断、涨跌分析、持仓分析、市场解读等功能。天天基金手机 app 会甄别客户风险偏好，更贴近客户偏好进行定制，且可以回答一些常见问题与科普入门知识，为投资新人答疑解惑。不仅如此，为了便于客户筛选基金，天天基金提供了较为全面的基金筛选工具，提供的可选维度比银行更加多元，除了几家银行都具备的基金比较、筛选功能以外，还有虚拟账本、买卖试算等实用模块。数据也不仅是简单的净值查询、收益率排行，而是细化到更多方面：基金排行、定投排行、分红、评级、新发等。除了数据查询和基金工具之外，平台上还有种类丰富的财富号，从大 V 到投资机构，提供了从市场分析到基金分析的全方位覆盖，满足不同客户的不同需求。交易层面，目前大 V 推荐的基金可直接跟踪购买。

3.1.3. 销售领域法制建设持续完善

基金行业的健康发展，离不开行业内法制建设的不断完善，从第一家基金公司成立到国内首部基金法发布，再到基金销售管理办法的颁布，以及后续更加细致的部门规章的实施，逐渐遏制了销售领域曾经存在的不规范行为。与销售相关法规建设，最早可以追溯到 2003 年第一版基金法的颁布，2003 年 10 月 28 日，《中华人民共和国证券投资基金法》（以下简称《基金法》）正式发布，并于 2004 年 6 月开始正式实施，在《基金法》起航的半年时间内，证监会先后推出六大细则为其保驾护航，其中，2004 年 7 月 4 日颁布的《证券投资基金销售管理办法》正式规范了证券投资基金销售，包括：代销机构范围和资质认定、宣传推介材料的制作规范、基金销售费用、发售基金份额，办理基金份额申购、赎回等业务活动。

牛熊转换暴露出的问题，反向促进了法规的完善。2006 年 2008 年市场大起大落的过程中，个别基金公司或代销机构不正规，甚至带有误导性质的基金营销内容层出不穷，早期配合 2004 年版《基金法》推出的基金销售管理办法显然无法跟上行业发展的节奏。2008 年 1 月，证监会发布《关于证券投资基金宣传推介材料监管事项的补充规定》，要求基金公司在宣传中不能误导投资者；并对基金宣传资料进行了严格的规定，要求不能随意用“最大”、“最好”、“最强”等字眼，且必须有风险提示。2011 年 6 月，证监会降低了专业基金销售机构的准入资质，增加了基金销售“增值服务费”内容、基金销售适用性管理制等内容。2013 年 6 月 1 日，修订后的《基金法》正式施行，新《基金法》使行业准入门槛降低、竞争加剧，同时为解决行业激励机制提供了途径，在新法的普照下，行业发展进入新跑道。过去的 2020 年，行业的法制建设继续完善：

限制比较短期业绩，鼓励长期投资。2020 年 6 月，为了规范公募基金宣传推介行为，中国证券投资基金业协会成立了基金宣传推介行为评估专家组，并对基金管理人、基金销售机构登载基金业绩及引用业绩提出了一定的要求，主要体现在：1、任意业绩展示期间均应大于 6 个月，不得对 1 年期以下的业绩进行年化展示（货币基金除外）；2、推介指数基金时，应当注重指数基金的工具性属性以及资产配置功能，理性引导投资者；3、涉及基金业绩排名的，应当引用基金评价机构的公开数据，且应引用 1 年期以上（含 1 年）的基金业绩排名，且要求列明基金评价机构的名称及评价日期、同类基金的类型及只数等。

尾随佣金设上限，宣告通过佣金拼销量的时代结束。2020 年 8 月，为了推动构建基金销售机构长期考核机制，更好维护投资者利益，证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》以及配套规则（简称《新规》），《新规》其中明确规定：对于向个人投资者销售所形成的保有量，客户维护费占基金管理费的约定比率不得超过 50%；对于向非个人投资者销售所形成的保有量，客户维护费占基金管理费的约定比率不得超过 30%。《新规》同时对销售机构内部控制做出要求，如：不得将基金销售收入作为主要考核指标，不得实施短期激励，不得针对认购期基金实施特别的考核激励。这些规定加强了基金公司在销售机构中的话语权，促进公司将更多的精力和资源投入到产品管理中。

在过去的基金销售市场，面对强势的大型代销平台（包括银行、第三方、券商等），中小基金公司必须付出更多的佣金到代销机构获得一定的销售支持，这不仅不利于行业健康发展，也一定程度上降低了客户选择产品的范围。尾随佣金给出上限，宣告了通过佣金拼销售的时代的结束，未来基金公司的业绩和服务将是比拼的是关键。

3.2.侧袋机制政策与监管的深度思考

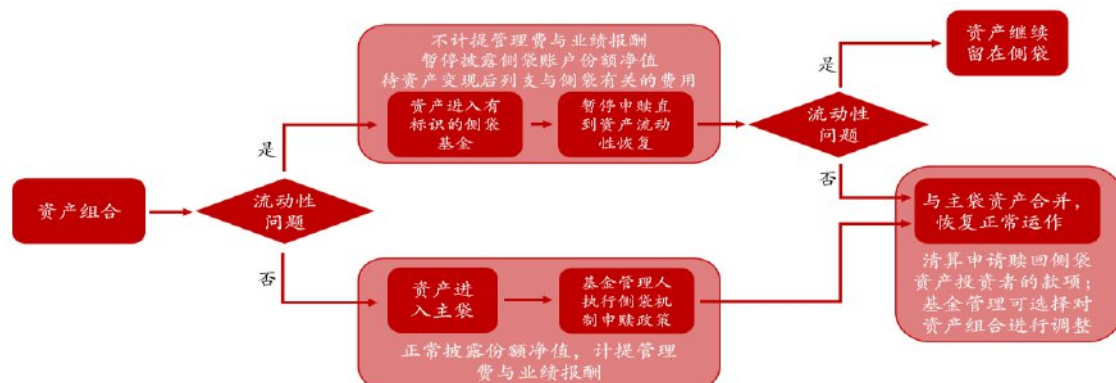
3.2.1.侧袋机制主要内容

2020年7月，证监会发布了《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(试行)》，同年10月，为规范公募基金使用侧袋机制的业务操作流程，基金业协会发布了《证券投资基金侧袋机制操作细则(试行)》，这也标志着我国金融领域正式引入“侧袋机制”。侧袋机制是一种在符合法定条件下将难以合理估值的风险资产从基金组合资产中分离出来进行处置清算，确保剩余基金资产正常运作的机制，属于流动性风险管理工具之一。

侧袋机制的**启用条件**为，当基金持有特定资产且存在或潜在大额赎回申请时，基金管理人应按照最大限度保护基金份额持有人利益的原则，经与托管人协商一致、咨询会计师事务所意见后，可以依照法律法规及基金合同的约定启用侧袋机制。其中**特定资产**包括：（1）无可参考的活跃市场价格且采用估值技术仍导致公允价值存在重大不确定性的资产；（2）按摊余成本计量且计提资产减值准备仍导致资产价值存在重大不确定性的资产；（3）其他资产价值存在重大不确定性的资产。

对于基金组合中属于上述条件的某一项或几项资产流动性缺失时，因难以有效的对这些资产估值，基金管理人可将这部分资产从基金组合资产账户中独立出来，形成侧袋账户，并锁定与其对应的客户和持有份额，直到该资产重新恢复流动性。剩余正常资产仍在主袋账户正常估值。当侧袋账户中的金融资产恢复正常，可进行正常估值或变现时，可回转主袋账户。需要注意的是，基金管理人应优先调整估值而非启用侧袋机制，强调了侧袋资产的针对性，即仅作用于“难以确定公允价值”的资产，用于预防流动性风险，含有其他类型风险的资产不能适用于侧袋机制。

图 106 公募基金侧袋机制主要内容



在启用侧袋机制、处置特定资产、终止侧袋机制以及发生其他可能对投资者利益产生重大影响的事项后及时发布临时公告。基金管理人应当在基金定期报告中披露报告期内特定资产处置进展情况，披露报告期末特定资产可变现净值或净值区间的，应同时注明不作为特定资产最终变现价格的承诺。

资料来源：华宝证券研究创新部

3.2.2.侧袋机制应用案例

根据国内外侧袋机制的实际应用案例，侧袋机制的主要应用场景有：1）长期停牌或流通受限证券；2）有违约风险或者发生实质性违约的债券；3）资产出现流动性问题的子基金。以下以债券违约

敬请参阅报告结尾处免责声明

事件为例。

康得新集团发行的“18 康得新 SCP001”于 2019 年 1 月 15 日到期日未能按期足额偿付本息，构成违约。2019 年 1 月 11 日至 15 日，中债登将估值从 103.97 元降至 54.73 元，同年 7 月 1 日，“18 康得新 SCP001”估值又从 54.62 元调低至 10 元。某基金重仓该券，2018 年三季报披露占基金资产净值的 8.61%，净值相应出现下撤。2019 年一季报披露，某基金两大机构投资者在 1-2 月份合计赎回了 1.17 亿份基金，到 6 月底，某基金的规模已经不足 3000 万元，“18 康得新 SCP001”在其资产净值的占比也被动提升至 28.6%。

若某基金能够采取侧袋机制，在债券违约事件发生时将资产放入侧袋，那么该违约事件对于不同时间赎回的投资者以及始终未赎回的投资者带来的影响就会一致，不会出现后赎回的投资者及始终未赎回的投资者承受更大损失的情况。

3.2.3.公募基金侧袋机制的意义与影响

1) 设置目的

一直以来，基金公司都致力于在对于流动性缺失的资产调整估值的课题上有所突破，公募基金的估值清算体系至今可以大致归为四个阶段。

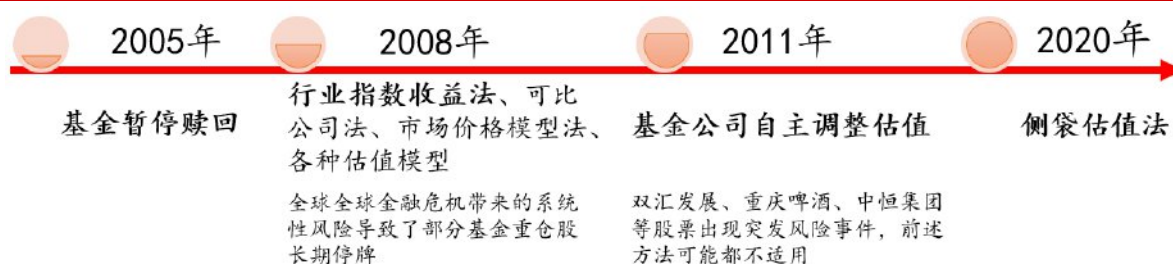
2005 年左右，当持仓资产出现流动性风险时，基金可能采取**暂停申赎**的方法防止套利，一旦有资产无法准确估值，基金公司可以暂停或延期办理整个基金份额的赎回或暂停基金估值。

2008 年全球金融危机带来的系统性风险导致许多 A 股股票停牌，为了应对大量停牌股的估值难题，证监会重新对长期停牌的部分基金重仓股估值进行了规范。大部分基金公司采用了将股票停牌期间行业指数的涨跌幅视同个股涨跌幅的估计值进行估值的**行业指数收益法**。2009 年 6 月，证券业协会与中证指数公司合作推出了可供基金估值参考的跨沪、深证券交易所的行业指数“中证协（SAC）基金行业股票估值指数”。2013 年初调整对 SAC 指数的门类划分，并将 SAC 指数重新命名为“中基协（AMAC）基金行业股票估值指数”，这也是目前对停牌股票进行估值的常用方法。

2011 年，因双汇发展、重庆啤酒、中恒集团等股票出现突发风险事件，指数收益法和可比公司法等估值法的准确性难以保证，证券业协会基金估值小组发表声明称对于个股特定风险，难以简单参考市场和行业指数变化进行估值判断，因此基金公司可在未知价原则的基础上**自主调整估值**。放开了基金公司对估值调整的自主权，使得基金公司在遇到突发事件可以在当天就调整估值，避免赎回抢跑，保护了基金持有人的整体利益。

理论上，如果调整后股票 A 估值高于市场预期，投资者可能会赎回基金份额，进一步推高股票 A 在基金中的占比；如果调整后股票 A 估值低于市场预期，投资者可能会申购基金份额，进一步稀释股票 A 在基金中的占比，这两种行为都可能会损害原基金持有人的利益。为防止持有人恐慌性赎回，管理人充分考虑资产风险，估值上可能较为保守，并且一次性调整到位，防止份额被大量赎回，对比市场对高风险权益类资产的估值普遍乐观，有退市风险的股票也常出现涨停。在这种背景下诞生了利用基金参与股票停牌套利的事件性机会，这种套利行为的本质是新基金持有人对原基金持有人的利益损害，**侧袋估值法的启动有助于基金公司走出估值调整的困境**。

图 107 公募基金针对流动性缺失资产调整估值法改进历程



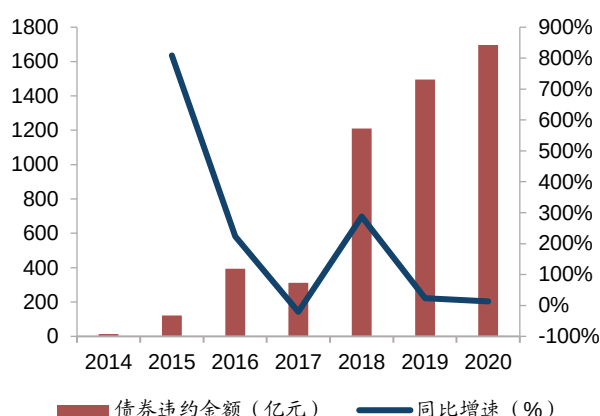
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2) 必要性：债券违约潮、股票退市机制

自2014年超日债首次违约后，我国信用债市场不断破除刚兑篱笆。2015年至2016年，信用债违约聚焦产能过剩行业，国企打破零违约，在2017至2018年，金融业推行去杠杆化，低信用等级民企普遍遭遇融资陷入困境，信用债市场大规模涌现民企违约潮；2020年，拥有AAA级信用评级具有国资背景的永煤SCP003发生实质性违约，引发新一轮违约潮。

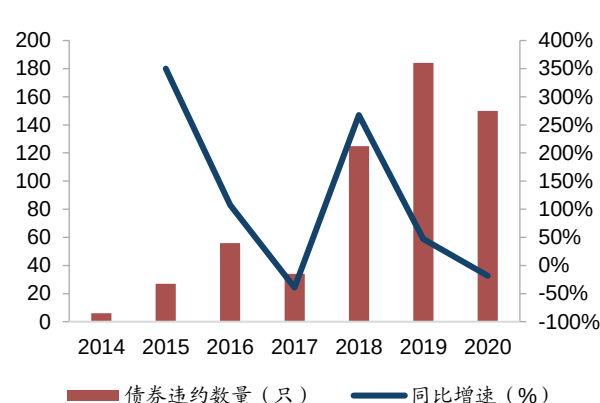
据wind，2020年全年共有150支债券发生违约事件，涉及金额高达1697.02亿元，分别是2014年数据的25倍和126.64倍，我国债务违约还是在新增数量上，还是在资金规模上都呈现出持续增长的趋势，债券违约会对基金估值带来不少麻烦，估值不当，会引起投资者利益受损，因此，当前市场环境下，引入侧袋机制具有必要性和迫切性。

图 108 近 5 年债券违约金额及同比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 109 近 5 年债券违约数量及同比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2020年12月31日，沪深交易所同时发布了全市场适用的新退市制度，并于发布之日起生效实施，以通过市场化、法治化方式提高上市公司质量，打造更具包容性和开放性的市场环境，提高退市效率，压缩人为操纵、规避空间，切实推动构建与注册制理念相适应的退市机制。2020年共有19家公司退市，新规鼓励市场竞争，清退劣质股、垃圾股的导向十分明显，同时也意味着未来市场上隐形不良资产将浮出水面，进而引发停牌、退市事件，客观上增加了对侧袋机制的需求。

图 110 新退市机制更加高效规范，加速不良资产清出



资料来源：华宝证券研究创新部

3) 侧袋机制的优缺点

在这样的背景下，侧袋机制具备确保主袋流动性、阻断基金投资人申赎套利机会以保障全体投资权益、规避由于管理人对价值存在重大不确定性的资产主观估值而造成的资产定价不合理问题等优点，同时也存在一些缺点，譬如提升了对特定资产变现的时间和变现金额不确定性、增加了投资人的机会成本、存在管理人滥用侧袋机制的道德风险等缺点。

表 65 侧袋机制优缺点比较

优点	缺点
通过分离流动性缺失的风险资产，确保了主袋账户的流动性	提升了对特定资产变现的时间和变现金额不确定性
阻断了基金投资人申赎套利的机会，最大限度地保障了全体投资人的权益	投资人资本被迫套牢在侧袋资本中，增加了投资人的机会成本
规避了由于管理人对价值存在重大不确定性的资产主观估值而造成的资产定价不合理问题	侧袋资产无法估值，导致基金披露的净值失真
有效地避免了管理人被迫以不利价格处置特定资产的情形	存在管理人滥用侧袋机制的道德风险

资料来源：华宝证券研究创新部

3.2.4.侧袋机制实操中的挑战与应对建议

虽然侧袋机制具备诸多优势，但同时在实操中存在一些挑战：1) 引入侧袋机制后的公募基金投资规则变得更加复杂，投资者易出现误解；2) 基金管理人的声誉风险或成为实施侧袋机制的阻力启用侧袋机制后，基金管理人要对问题资产进行披露，投资者可能会怀疑管理者在选择投资组合、风险规避等方面的管理能力。因此，基金管理人主动启动侧袋机制的动机较弱。3) 侧袋机制存在一定的道德风险。虽然侧袋机制有利于控制流动性风险，保护基金全体投资者的权益，但由于缺乏统一的标准要求，同时侧袋机制实行封闭管理，侧袋机制存在一定的道德风险，如挪用侧袋账户资金、将良性资产放入侧袋阻止持有人赎回等。在实践过程中，侧袋资产信息披露的透明和规范、管理约束等仍有待完善。为应对以上可能存在的问题，需要管理人首先明确内部分工和完善制度，根据《指引》要求，基金管理人应针对侧袋机制的实施条件、发起部门、决策程序、业务流程等事项制定清晰的内部制度与明确的授权分工；并更新相应系统设置，建立与基金托管人等外部机构的沟通机制；采取有效措施确保侧袋机制实施的及时、有序、透明及公平根据。其中，对侧袋机制的触发条件进行规范化管理，可以研究设定可参考的量化标准作为预警参数。最为重要的是，做好投资者沟通工作，如提醒投资者关注基金合同和招募说明书中有关侧袋机制的条款，及时采取公告等方式提示投资者侧袋机制实施结果等。

3.3.2020 年基金公司破局之道

公募基金行业 2020 年行业竞争格局出现巨大变化,我们通过比较各公司 2020 年和 2019 年非货规模和非货规模变化情况,探究其中的原因。

3.3.1.基金公司竞争格局的变化

过去一年,资本市场火热,公募基金凭借在净值化产品的先发优势,逐渐成为中国金融领域越发重要的一股力量,各大基金公司在产品业绩、产品发行、品牌塑造等战场上奋勇争先。

由于发展阶段的不同,原始基数的巨大差异,有必要在对比的时候,将基金公司进行一定的分类,评价他们的标准亦有所不同:

① 对于 2019 年非货币基金规模排名在前 30 名的公司(大型公司),对“实现破局的公司”定义是:2020 年非货规模增量超过 1000 亿,排名有提升的公司。

② 对于 2019 年非货币基金规模排名在 30 名之外的公司(中小型公司),对“实现破局的公司”定义是:2020 年非货规模增量超过 200 亿,排名提升超过 10 名的公司。

大型公司在各个方面积累深厚,希望抓住行业发展的机遇期,继续扩大与中小公司的差距,同时争取更高的江湖地位。同时也因为产品布局丰富,跟同级别公司竞争维度重叠性高,竞争尤为激烈,不进则退。2020 年,可以看到共有 8 家大型基金公司率先实现了突破,其中富国、中欧、交银施罗德和景顺长城表现尤为突出,不仅实现了超千亿的规模增长,同时实现行业地位的提升。

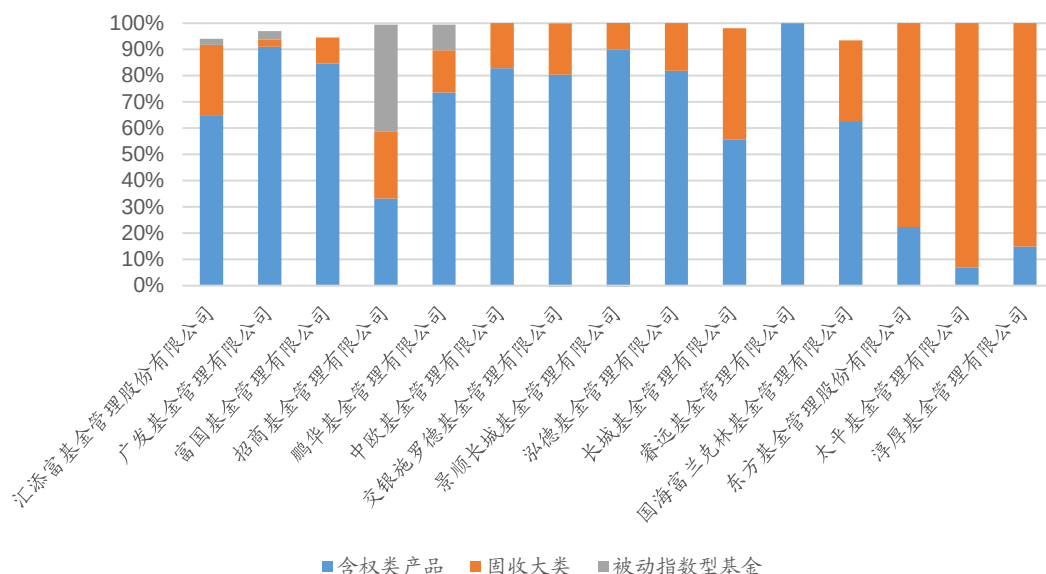
总体上看,除招商基金外,其他 7 家基金公司在 2020 年主要的规模增长来源于偏股混合型基金、平衡混合型基金、灵活配置型基金和普通股票型基金等主动权益型基金(下同),占比均超过 60%。

表 66 2020 年成功实现破局的公司

类型	基金公司	非货币型 基金规模 2020 (亿)	非货币 规模排 名 2020	非货币型规 模 2019 (亿)	非货币 规模 2019	规模-绝 对差额	名次变 化
大型	汇添富基金管理股份有限公司	5501.62	2.00	2851.41	4	2650.21	2
大型	广发基金管理有限公司	4902.67	4.00	2650.69	6	2251.98	2
大型	富国基金管理有限公司	4128.63	6.00	2363.48	9	1765.15	3
大型	招商基金管理有限公司	3522.56	9.00	2213.51	10	1309.04	1
大型	鹏华基金管理有限公司	3290.89	10.00	1775.97	12	1514.92	2
大型	中欧基金管理有限公司	3090.74	12.00	1309.60	18	1781.14	6
大型	交银施罗德基金管理有限公司	2565.64	15.00	1264.40	21	1301.24	6
大型	景顺长城基金管理有限公司	2352.64	18.00	1220.87	22	1131.77	4
中小型	泓德基金管理有限公司	1163.68	32.00	372.59	51	791.09	19
中小型	长城基金管理有限公司	847.33	38.00	379.46	49	467.86	11
中小型	睿远基金管理有限公司	441.68	56.00	119.35	79	322.33	23
中小型	国海富兰克林基金管理有限公司	440.59	57.00	183.11	69	257.48	12
中小型	东方基金管理股份有限公司	421.69	58.00	161.77	75	259.92	17
中小型	太平基金管理有限公司	306.97	73.00	82.58	86	224.39	13
中小型	淳厚基金管理有限公司	214.72	82.00	12.80	119	201.92	37

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 111 不同机构实现规模增量的途径有差异



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：图中所指“含权类产品”涵盖偏股混合型基金、平衡混合型基金、灵活配置型基金和普通股票型基金。“固收大类”涵盖所有债券型基金和偏债混合型基金。

汇添富基金的主动权益基金规模贡献占比为 64.64%，绝对数值上较比例较高，但相对于其他大型公募（如：广发、富国、中欧等均超过 80%）则并不突出。除了在主动权益上的投入之外，汇添富在固收大类中的产品布局值得其他公司借鉴，其合计增量规模贡献占比达到 27.15%（720.61 亿），具体来看，偏债混合型基金、中长期纯债型基金、二级债基各自的增量规模贡献分别为 15.59%（413.81 亿）、8.20%（217.79 亿）、6.19%（164.39 亿）。除了在摊余成本法债基上的布局外，汇添富基金一方面充分使用自身在主动权益类产品中的优势，另一方面利用公司现有明星基金经理在市场上的号召力，积极布局固收+概念基金和可转债基金。以偏债混合型基金为例，三只产品均采用“权益明星经理+固收类基金经理”的投资经理组合，杨靖、刘江、赵鹏飞均为三位基金经理均为市场上知名的权益基金经理。

表 67 汇添富基金固收类产品实现大额增长

产品类型	基金代码	基金简称	基金经理	新老产品	2020Q4 规模 (亿)	相对于去年 规模增量 (亿)
偏债混合	009736.OF	汇添富稳健收益 A	赵鹏飞,徐一恒	新产品	158.47	158.47
偏债混合	010045.OF	汇添富稳健添盈一年	刘江,徐一恒	新产品	145.28	145.28
偏债混合	010439.OF	汇添富稳健汇盈一年持有	杨靖,李云鑫	新产品	170.86	170.86
中长期纯债	470030.OF	汇添富鑫禧	温开强	新产品	122.29	122.29
中长期纯债	010482.OF	汇添富盛和 66 个月定开债	杨靖	新产品	79.90	79.90
中长期纯债	472007.OF	汇添富利率债	蒋文玲	新产品	51.88	51.88
二级债基	470058.OF	汇添富可转债 A	曾刚,吴江宏	老产品	85.69	55.75
二级债基	470018.OF	汇添富双利 A	吴江宏	老产品	110.12	101.62

资料来源：华宝证券研究创新部

招商基金分发挥了自身在固收领域和指数产品的布局优势，实现了规模增长，但权益方面提升空间，其主动权益基金规模贡献占比仅为 33.25%，被被动指数型基金、固收大类基金的占比分位为 40.64% 和 25.53%。相比于其他大型公募机构，招商基金在被动指数型产品的增长可圈可点，具体来看。主

敬请参阅报告结尾处免责声明

要产品为：a.招商中证白酒看，截止 2020Q4 规模 485.26 亿，增长 375.84 亿；b.招商国证生物医药，截止 2020Q4 规模 158.66 亿，增长 153.10 亿。究其原因，一方面 2020 年跟踪板块涨幅显著，自带吸金效应，2020 年，中信一级行业食品饮料、医药指数涨幅分别为 88.06%、50.40%，分列 2020 年行业涨幅第二名和第五名；其次，两只产品成立时间较长（均成立于 2015 年），具备一定的先发优势。固收大类基金中，增长来源于偏债混合型基金（增长 135.38 亿）、短期纯债基金（增长 161.21 亿）、中长期纯债基金（增长 74.94 亿），具体到产品上看，偏债混合型基金规模增长主要来源于公司 2020 年成立的 5 只新产品，纯债类产品的主要增长来源于摊余成本法基金（招商招利一年新增 140 亿、招商添盛 78 个月定开债、招商添泽 A、招商添锦 1 年定开债）。

剩下的大型基金公司中：鹏华基金不仅发力于权益产品，也在指数产品中实现了一定的规模增长。凭借王宗合、梁浩等知名基金经理的号召力，公司在 2020 年实现主动权益基金规模增长超千亿。被动指数方面，凭借在酒、国防指数上的早期布局和今年新发的半导体芯片 ETF，实现了有效的规模增长。**富国、中欧、交银施罗德、景顺长城**这四家公司的增长途径类似，主要都是通过主动权益产品的新发和持续营销实现了规模增长，同时摊余成本法债基、固收+类产品的发行也起到了一定的正贡献。**广发基金在主动权益产品上的集中突破给其他公司带来了不小的压力**，2020 年全年，广发基金主动权益类产品规模增长超越 2000 亿，在公司规模占比超过 90%，可以看到，从 2019 年市场开始转好以来，大部分行情阶段，广发基金都有相关的产品能够吸引市场的目光，其次无论是在主动权益产品的产品布局，还是零售全渠道覆盖的市场战略，都为该公司规模的扩张做足了准备。在权益牛市和银行理财净值化转型大背景下，居民财富逐渐搬向股市，广发基金在 2020 年实现了规模的显著增长。

在众多大型基金公司全线产品布局的夹击下，部分中小基金公司依然找到了自己的生存之道。2020 年，可以看到共有 7 家公司实现了破局，其中泓德、睿远、长城表现更为出众，均实现了 300 亿以上的绝对规模增量。中小基金公司资源禀赋有限，规模增长呈现出“单点突破”的特征，泓德、睿远主要集中于主动权益，东方、太平、淳厚则主要集中于固收，成立时间相对更长的长城、国海富兰克林在主动权益和固收方面选择了兼顾。

泓德基金 2020 年在中小基金公司中取得了亮眼的成绩，实现 790 亿的规模增量，其中主动权益基金规模贡献占比达到 81.88%，固收类规模贡献占比为 18.12%。泓德基金的核心成员均具备保险资管从业经历，过去几年良好的业绩为公司积累了口碑，在零售端、机构端都获得了客户的广大认可，部分老产品得到了较多申购，三只新发产品上泓德丰润三年持有、泓德睿泽、泓德瑞兴三年持有分别收获 126 亿、136 亿和 73 亿的年终规模。

睿远基金在 2020 年继续发力权益，旗下目前仅有两只公募产品：睿远成长价值 A、睿远均衡价值三年 A，良好的业绩为两只产品带来了持续申购，相比于 2019 年年底，两只产品分别实现了 185 亿和 137 亿的规模增长。

东方、太平、淳厚三家公司在机构业务方面发力，在中小公司中实现了名次的跃迁。中小基金公司在主动权益领域前期投入较少，权益牛市的春风并不能为公司带来太多的增长，三家公司集中发展相对擅长的固收业务，在定开债基、定制债基、理财替代等业务方向上有所斩获。东方基金主要通过零售端发力定期开放产品，如：东方永泰纯债 1 年定开 A、东方永悦 18 个月定开 A 等。太平基金将精力集中于机构业务，新发行的两个产品太平恒睿纯债、太平恒泽 63 个月定开，主要资金来源大概率为客户，除纯债外，在二级债基上有所斩获，2020 年新发太平丰和一年定开债，首募规模达到 70 亿。淳厚基金的规模增长主要来源于 2020 年新发的 2 只摊余成本法债基。

相比于前面的中小型基金公司，长城和国海富兰克林的规模贡献更加均衡，不仅实现了主动权益规模的增长，同时在机构定制债基方面有所收获。

3.3.2. 基金公司规模与产品业绩的关系：与中长期业绩有关

选择主动权益产品，以华宝证券分类，包括：普通股票型基金、高权益仓位混合型基金、中高权益仓位混合型基金。总量数据方面，2020 年主动权益产品规模绝对量的变化、规模增速与过去的业绩情况（包括：过去三年、过去一年）并没表现出较高的相关性，其中数值最高的为：大型公司高权益仓位混合型基金 2020 年规模绝对增量和过去三年业绩的相关性（0.5795），一定程度说明对于大型基金公司而言，中长期良好的业绩有助于提升公司规模。对于中小公司而言，由于公司主动权益规模基数较小，影响因素较多，导致规模和业绩的直接相关性更低。

表 68 2020 年主动权益产品规模变化和过去三年业绩的关系

产品类型	2020 年规模绝对增量和过去三年业绩相关性-大型	2020 年规模绝对增量和过去三年业绩相关性-中小型	2020 年规模增速和过去三年业绩相关性-大型	2020 年规模增速和过去三年业绩相关性-中小型
普通股票型基金	-0.1401	0.1627	0.2749	-0.2215
高权益仓位混合型基金	0.5795	0.3722	-0.4409	0.0973
中高权益仓位混合型基金	0.2233	0.0309	0.1206	0.0713
中权益仓位混合型基金	0.5129	0.2018	0.1987	0.2624

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：1、如前文所述，2019 年非货规模排名前 30 名以内的公司称之为“大型”，反之称之为“中小型”；2、分别验证了规模的绝对增量、规模增速的相关性与过去三年业绩的规模加权得分（业绩越好得分越高）的相关性。

表 69 2020 年主动权益产品规模变化和 2019 年业绩的关系

产品类型	2020 年规模绝对增量和过去一年业绩相关性-大型	2020 年规模绝对增量和过去一年业绩相关性-中小型	2020 年规模增速和过去一年业绩相关性-大型	2020 年规模增速和过去一年业绩相关性-中小型
普通股票型基金	0.2413	0.4405	0.1229	0.1267
高权益仓位混合型基金	0.3838	0.3596	-0.2041	-0.0690
中高权益仓位混合型基金	-0.2402	0.1535	-0.1914	-0.0758
中权益仓位混合型基金	0.3579	0.0839	-0.2964	0.0246

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：1、如前文所述，2019 年非货规模排名前 30 名以内的公司称之为“大型”，反之称之为“中小型”；2、分别验证了规模的绝对增量、规模增速的相关性与过去一年业绩的规模加权得分（业绩越好得分越高）的相关性。

综上所述，2020 基金公司实现排名变化的途径归纳下来包括 3 种：

① 前期的业绩积累，行情配合。在 2020 年权益市场震荡向上的背景下，大型基金公司凭借早期良好的产品业绩，丰富的产品线布局和基金经理储备实现了规模的有效增长。

② 产品布局，行情配合。受益于消费、医药等部分行业全年较好的投资机会，以招商基金为代表的部分基金公司凭借早期的产品布局，相关被动指数产品规模上涨显著。

③ 市场需求，制度红利。基金公司继续凭借摊余成本法债基、债基指数基金等产品的制度红利，为机构客户提供了良好的配置型品种。在银行理财净值化背景下，定开债基、固收+产品起到了一定的银行理财替代的作用，优秀的基金经理和产品设计得到了市场的认可。

3.4.权益类公募基金迎来更大发展，助力居民财富配置与资本市场转型

公募基金承载居民财富配置的重要角色，服务于民生：2020 年全年新发公募基金超 3.1 万亿元，其中偏股混合型基金+普通股票型基金发行量接近 1.4 万亿元，万亿资金借道公募基金涌向权益市场，

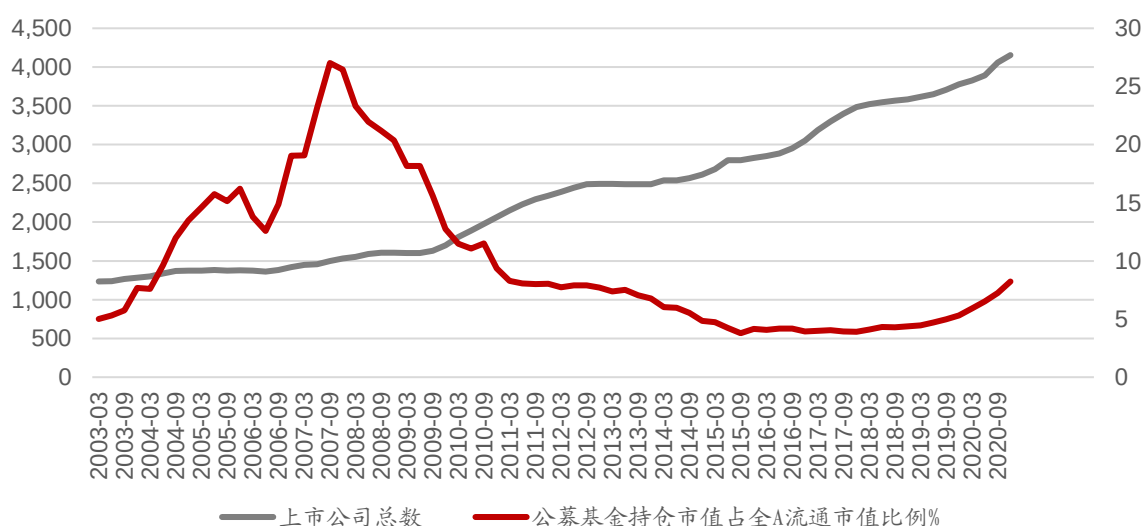
在 2020 的震荡慢牛行情中发行量超越 2015 年，意味着居民财富正通过公募基金流向资本市场，公募基金正成为居民财富配置中的重要角色。随着净值化转型的推进以及刚兑的打破，居民的财富管理需求进入转型的拐点；公募基金作为净值化资产管理专业机构的代表，未来将成为居民财富管理的主力军。

随着公募基金产品持续扩容，目前公募基金在 A 股流通市值的占比也在提升，截至 2020 年底，公募基金全行业持股市值 530,03.5 亿元，占 A 股流通股比例为 8.235%，较 2018 年底的 4.38% 提升了 3.85 个百分点。

公募基金助力资本市场转型，服务于实体经济：2020 年 10 月，国务院国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，从六大方面部署了重点举措，其中，“完善上市公司融资制度”一项，在关于“加强资本市场融资端和投资端的协调平衡，引导上市公司兼顾发展需要和市场状况优化融资安排”的具体举措中，要求“大力发展权益类基金”、“探索建立对机构投资者的长周期考核机制，吸引更多中长期资金入市”，再一次明确了权益基金在资本市场建设中的重要作用。2020 年 12 月公募基金持有 A 股市值合计 3.85 万亿元，占 A 股流通市值比突破 8%；相较于 2016 年 4% 左右的占比，公募基金在 A 股资本市场上的话语权显著增加，成为资本市场的重要参与者。公募行业不断发展壮大，为资本市场发展与转型提供源源动力，公募基金行业的业务创新也与资本市场息息相关，如科创主题基金，战略配售基金，新三板精选层产品等，包括即将推出的公募 REITS 基金，为居民财富管理与资本市场搭建联系。

2020 年底，监管层定调 A 股将在 2021 年迎来全面注册制，并建立常态化退市机制。资本市场将迎来大幅增加的新股供应，个股表现分化，选股难度也将急剧增加。公募基金作为资本市场拥有话语权的专业投资机构，在难度升级的市场中有更大的发挥空间，以专业基金经理的选股能力将居民财富配置在更有投资价值的实体企业，助力优质公司成长，同时淘汰掉竞争力不足的公司。公募基金运用资本市场领域的专业投资技能，引导更多居民资金进入资本市场，持续发挥服务资本市场和服务实体经济的使命。

图 112 2003 年以来公募基金 A 流通市值中的占比变化及上市公司总数变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.数据集：2020 年公募基金产品收益回顾

4.1.主动权益基金（宽基）

2020 年权益基金收益回顾

2020 年纳入统计的 1470 只仓位在 50%以上的主动权益基金（包括 Wind 分类的普通股票型基金、平衡混合基金、灵活配置型基金、偏股混合型基金）中，收益率最大值达 166.56%，中位数 58.08%，最小值-3.74%。

表 70 权益基金收益表现

基金类型	数量 (只)	2020 年收益情况			2020 年正超额收益覆盖率		
		收益中 位数(%)	收益最大 值(%)	收益最小 值(%)	超越沪 深 300	超越创 业板指	超越万得 全 A
普通股票型基金（仓位>50%）	190	54.52	107.00	8.76	92.6%	32.1%	94.2%
平衡混合型基金（仓位>50%）	6	53.62	68.92	15.32	83.3%	16.7%	83.3%
偏股混合型基金（仓位>50%）	625	59.32	137.53	-1.44	93.1%	39.5%	94.4%
灵活配置型基金（仓位>50%）	649	57.79	166.56	-3.74	91.4%	38.5%	92.6%
仓位高于 50%的偏股权益基金	1470	58.08	166.56	-3.74	92.2%	38.0%	93.5%
仓位高于 80%的偏股权益基金	1206	59.94	166.56	-3.74	93.1%	40.3%	94.4%

资料来源：华宝证券研究创新部

备注：统计成立日在 2019 年 6 月 30 日之前的基金，统计样本中剔除行业主题基金，FOF 基金等

2020 年收益 top 主动权益基金

表 71 2020 年表现较好的主动权益类基金（非行业主题）

基金简称	成立日	基金经理	2019Q4 规模（亿）	2019 年收益率	2019 年最大回撤
农银汇理工业 4.0	2015-08-13	赵诣	76.90	166.56%	-26.49%
农银汇理研究精选	2013-11-05	赵诣	83.67	154.88%	-25.47%
新华鑫动力 A	2016-06-08	刘彬	93.61	121.43%	-21.79%
前海开源中国稀缺资产 A	2015-09-10	曲扬	91.21	118.03%	-16.32%
华商鑫安	2017-09-06	梁皓	92.83	116.98%	-16.65%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.2.行业主题基金

2020 年科技基金新发规模最大，超额收益领先；消费基金超额收益最少，但是绝对收益较为靠前；环保、新能源行业主题 2020 收益表现亮眼，新能源基金有较大回撤。

表 72 主动行业主题基金 2020 年数量、规模、投资者结构与业绩表现

行业主题	新发数量 (只)	新发规模 (亿元)	2020 年 数量(只)	2020 年规 模(亿元)	2020 年 规模增 长率(%)	2020 年收 益率中位 数(%)	2020 年超 额收益中 位数(%)	2020 年最 大回撤中 位数(%)	最新机构投 资者占比中 位数%
消费	8	281.58	121	3095.58	78%	74.84	4.68	-15.2	9.75
医药	16	421.02	101	1892.32	154%	78.51	27.64	-15.6	3.06
科技	20	630.69	383	7083.74	108%	61.38	47.34	-19.75	8.89
高端制造	3	113.02	46	640.93	133%	69.74	22.29	-19.63	4.82
新能源	2	20.81	18	626.5	916%	104.18	29.15	-24.62	21.31

敬请参阅报告结尾处免责声明

环保	/	/	14	278.19	180%	102.35	48.63	-18.98	4.83
金融地产	/	/	10	155.62	92%	14.50	14.22	-17.96	65.45
军工	/	/	9	285.14	321%	95.67	27.76	-16.4	15.32
农业	/	/	6	70.01	244%	57.79	24.32	-16.4	2.47
汇总	49	1467.12	708	14767.03	121%				

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.3.指数增强基金

2020 年创业板指数收益率显著领先，收益均值达 72.46%；上证 50 指数涨幅相对较低；MSCI 中国 A 股收益率、超额收益均较落后。行业主题指数方面，医药、高端制造全年涨幅领先。

表 73 2020 年指数增强产品业绩表现

类别	行标签	基金数量	总规模- 亿元	2020 年收益			2020 年超额收益			2020 年跟踪误差		
				均值	MAX	MIN	均值	MAX	MIN	均值	MAX	MIN
宽基	沪深 300	41	459.10	39.05%	85.59%	0.00%	11.84%	58.38%	-27.21%	3.59%	9.98%	0.00%
	上证 50	4	281.90	29.61%	43.82%	20.95%	10.76%	24.97%	2.10%	5.66%	7.50%	3.12%
	中证 500	36	204.61	28.75%	47.18%	0.00%	7.87%	26.31%	-20.87%	6.32%	21.76%	3.44%
	深证 100	2	64.25	48.80%	49.50%	48.11%	-1.80%	-0.08%	-3.51%	2.25%	3.19%	1.32%
	MSCI 中国 A 股在岸实时	2	29.29	16.88%	33.77%	0.00%	-12.53%	4.35%	-29.42%	6.63%	10.43%	2.83%
	创业板指	3	18.77	72.46%	80.46%	64.56%	7.50%	15.49%	-0.41%	4.75%	7.42%	1.66%
	中证 100	3	11.08	38.76%	39.75%	37.77%	14.67%	15.66%	13.68%	2.54%	2.75%	2.33%
	中证 1000	5	4.27	36.89%	40.18%	33.58%	17.50%	20.79%	14.19%	5.12%	5.48%	4.76%
	创业板综	2	2.69	59.60%	59.60%	59.60%	11.75%	11.75%	11.75%	7.27%	7.27%	7.27%
	MSCI 中国 A 股国际通实时	2	2.15	40.54%	42.69%	38.38%	9.13%	11.29%	6.97%	3.39%	3.60%	3.18%
	深证 300	2	1.63	52.80%	53.80%	51.80%	10.55%	11.55%	9.55%	3.05%	3.42%	2.68%
	MSCI 中国 A 股	1	1.37	46.73%	——	——	15.32%	——	——	3.25%	——	——
	上证 380	1	0.36	31.20%	——	——	10.46%	——	——	5.35%	——	——
	中证 200	1	0.23	0.00%	——	——	-34.40%	——	——	4.26%	——	——
	中小板指	1	0.09	36.58%	——	——	-7.33%	——	——	2.30%	——	——
行业主题	道中 88 指数	1	27.60	54.91%	——	——	26.36%	——	——	10.90%	——	——
	大农业	1	8.15	47.79%	——	——	1.62%	——	——	4.79%	——	——
	CS 医药 TI	1	6.33	67.36%	——	——	16.15%	——	——	6.35%	——	——
	全指医药	1	2.19	44.11%	——	——	-6.14%	——	——	10.90%	——	——
	中证红利	1	40.68	7.55%	——	——	4.06%	——	——	2.29%	——	——
	中证国企红利	1	0.52	23.71%	——	——	26.39%	——	——	4.78%	——	——
	消费红利	1	0.45	41.44%	——	——	-4.73%	——	——	6.66%	——	——
	中华预期高股息	1	0.69	-9.89%	——	——	7.41%	——	——	9.36%	——	——
	标普中国 A 股低波红利	1	0.03	-1.15%	——	——	-6.16%	——	——	3.42%	——	——
	CS 娱乐 TI	1	0.82	17.93%	——	——	2.90%	——	——	5.09%	——	——

敬请参阅报告结尾处免责声明

CS 高端制	1	0.65	59.18%	——	——	11.73%	——	——	5.33%	——	——
精工制造	1	0.50	48.41%	——	——	9.35%	——	——	7.40%	——	——
养老产业	1	0.15	44.52%	——	——	20.24%	——	——	4.24%	——	——
绩优策略	1	1.57	0.00%	——	——	-48.73%	——	——	14.23%	——	——
中证财通 ESG100	1	2.67	36.01%	——	——	16.77%	——	——	3.38%	——	——
巨潮 100	1	10.69	42.62%	——	——	14.68%	——	——	3.08%	——	——

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.4.固收类基金

2020 年低仓位混合型、可投股票型与可转债基金规模大涨，短债型基金规模小幅降低；可转债型基金收益率中位数最高，达 19.6%。

表 74 大固收类基金 2020 年数量、规模、投资者结构与业绩表现

大固收 基金分 类	新发 数量 (只)	新发规 模(亿 元)	2020 年数 量 (只)	2020 年 规模(亿 元)	2020 年 规模增长 率(%)	2020 年 收益率中 位数(%)	2020 年收 益率 25 分 位值(%)	2020 年收 益率 75 分 位值(%)	2020 年最 大回撤中 位数(%)	最新机构投 资者占比中 位数%
短债型	39	225.7	166	2684.18	-9%	2.73	3.07	2.13	0.61	50.39
中长纯 债型	86	1075.98	1185	27982.07	13%	2.86	3.29	2.36	2.07	99.99
可投转 债型	20	182.98	219	2023.13	8%	3.57	4.98	2.42	-2.18	57.18
可投股 票型	45	584.89	286	4518.40	87%	7.42	11.06	4.61	-3.35	66.95
可转债 型	1	2.09	34	348.60	60%	19.60	22.58	13.87	-11.79	36.84
低仓位 混合型	195	3210.48	622	6545.57	208%	14.93	18.91	10.07	-3.70	86.57
汇总	386	5282.12	2512	44101.95	28%					

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.5.QDII 基金

2020 年权益型 QDII 收益率领先，原油基金全年大幅下跌；分地区看，亚洲及大中华地区收益率遥遥领先，欧洲 QDII 收跌。

表 75 QDII 基金 2020 年业绩统计

QDII 基金					权益 QDII 基金				
QDII 基金分类	样 本 数	2020 年收 益：均值	2020 年 收 益：MAX	2020 年收 益：MIN	投资区域	样 本 数	2020 年收 益：均值	2020 年收 益：MAX	2020 年收 益：MIN
权益 QDII	105	24.45%	101.68%	-39.58%	全球	41	32.27%	101.68%	-39.58%
债券 QDII	22	-1.61%	7.40%	-6.87%	美国	21	16.43%	39.83%	-30.31%
混合 QDII	3	24.55%	55.53%	6.13%	中国香港	19	14.20%	57.59%	-10.24%

敬请参阅报告结尾处免责声明

另类-原油	5	-47.09%	-30.02%	-57.49%	大中华地区	5	45.65%	63.18%	21.26%
另类-黄金	4	10.57%	14.55%	0.82%	日本	5	13.42%	18.90%	5.55%
另类-REITS	5	-18.05%	-14.03%	-28.90%	亚洲	3	59.11%	72.28%	50.00%
另类-抗通胀	2	-25.07%	-12.35%	-37.80%	德国	2	7.31%	11.78%	2.85%
另类-其他	2	0.80%	5.34%	-3.75%	金砖四国	2	2.14%	2.78%	1.50%
					亚太	2	24.70%	27.74%	21.67%
					印度	2	3.79%	5.15%	2.43%
					中国香港 &美国	2	40.78%	47.32%	34.25%
					欧洲	1	-0.27%	-0.27%	-0.27%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.6.量化对冲基金

2020 年多数量化对冲基金收益率为正，若干对冲基金全年收益率超 10%，打新增厚贡献丰厚；较多量化对冲基金裸多权益仓位上涨。

表 76 2020 年量化对冲产品业绩表现

类型	基金简称	基金经理	2020 裸多权益仓位					规模- 亿元	2020 年 规模变 动-亿元	2020 年 收益	2020 年打新 增厚	2020 年 最大回 撤
			2019Q 4	2020Q 1	2020Q 2	2020Q 3	2020Q 4					
择时 对冲	中邮绝对收 益策略	王喆	3.74%	2.82%	5.66%	3.48%	7.08%	9.90	7.72	15.57%	6.24%	-1.89%
择时 对冲	安信稳健阿 尔法定开	徐黄玮	2.58%	2.95%	5.67%	3.38%	4.27%	4.86	3.83	15.40%	12.92 %	-0.89%
择时 对冲	工银瑞信绝 对收益 A	游凛峰	10.20 %	4.43%	6.15%	6.56%	8.70%	15.46	13.67	15.31%	6.13%	-1.69%
择时 对冲	富国绝对收 益多策略	于鹏	8.13%	6.23%	6.13%	6.12%	7.03%	42.65	39.91	13.95%	3.97%	-3.21%
择时 对冲	南方绝对收 益策略	李佳亮	4.57%	7.90%	1.71%	10.37 %	10.72 %	14.59	10.99	11.94%	6.25%	-2.22%
择时 对冲	嘉实对冲套 利	金猛	2.71%	2.07%	5.08%	6.07%	7.13%	4.40	2.92	10.03%	7.35%	-1.43%
择时 对冲	嘉实绝对收 益策略	金猛	1.81%	1.74%	6.44%	6.46%	5.77%	2.24	0.62	9.88%	8.61%	-2.00%
择时 对冲	汇添富绝对 收益策略	顾耀 强， 吴江宏	4.26%	8.93%	8.22%	10.39 %	10.70 %	210.3 1	114.74	8.72%	0.23%	-2.57%
完全 对冲	华宝量化对 冲 A	徐林 明， 王正	2.54%	1.21%	1.90%	1.97%	1.66%	31.85	27.70	8.58%	4.94%	-0.85%
择时 对冲	广发对冲套 利	陈甄 璞， 陈宇庭	3.59%	3.15%	4.81%	3.83%	6.83%	23.16	16.57	6.63%	1.65%	-2.36%

择时 对冲	中金绝对收益策略	朱宝臣	7.37%	9.37%	9.06%	10.41%	10.04%	0.53	-3.26	6.60%	5.77%	-3.25%
完全 对冲	华泰柏瑞量化对冲	田汉卿, 曾鸿	1.49%	2.43%	1.64%	3.30%	-0.01%	4.87	3.54	5.69%	7.33%	-4.16%
完全 对冲	华泰柏瑞量化收益	田汉卿	2.24%	0.88%	1.35%	3.12%	0.15%	10.06	8.10	4.31%	4.19%	-4.57%
择时 对冲	海富通阿尔法对冲	杜晓海, 朱斌全	10.37%	8.81%	8.50%	6.06%	11.65%	104.12	71.13	4.05%	0.68%	-3.32%
择时 对冲	大成绝对收益 A	黎新平	4.79%	3.85%	7.59%	2.23%	0.46%	1.66	0.52	-2.87%	12.21%	-7.25%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 打新增厚收益根据新股开板日均价测算

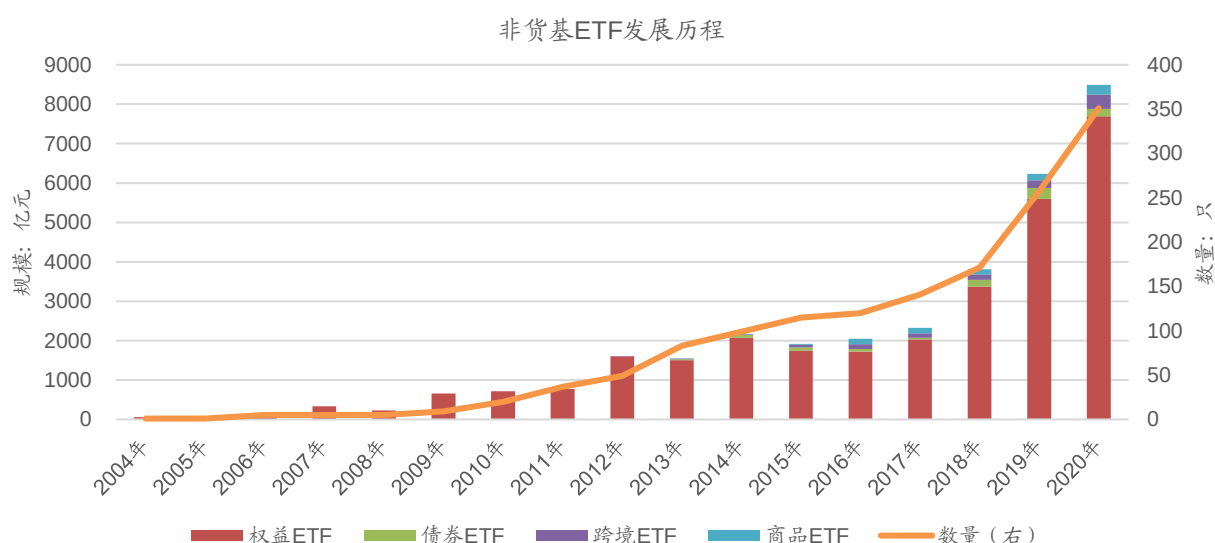
二、2020 年场内基金年度报告

1.ETF 年度专栏

1.1.ETF 规模增长放缓，细分行业主题类标的的竞争红海

截至 2020 年底，公募市场共有 351 只非货基 ETF 产品，总管理规模 8492.43 亿元，较 2019 年底的非货基 ETF 数量和规模分别增长 36.57%和 36.27%，相比 2018 年和 2019 年，规模增速有所放缓。从发行市场来看，2020 年全年共有 102 只 ETF 产品发行，总募集规模为 1152.30 亿份，2019 年全年共计发行 90 只 ETF，总募集规模 1754.59 亿份，对比来看，2020 年在发行数量继续增长的同时，ETF 的平均发行规模有所下降。整体而言，2020 年 ETF 规模扩张的步调有所放缓。

图 113 2020 年非货基 ETF 规模扩张放缓

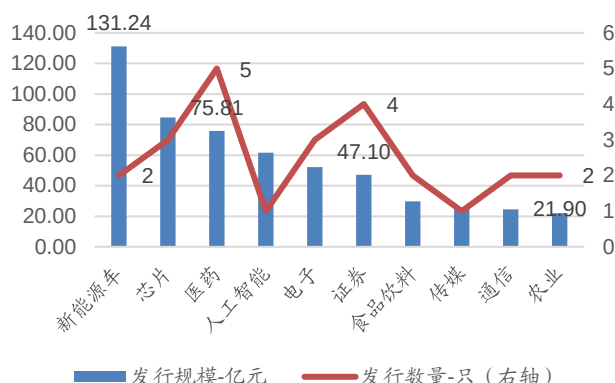


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

细分行业主题类 ETF 成为各大基金管理人的竞争焦点。进一步对 ETF 的发行数据进行分析可以发现，2019 年以来新发权益类 ETF 的布局焦点从传统宽基向行业主题类标的、尤其是细分行业主题类。敬请参阅报告结尾处免责声明

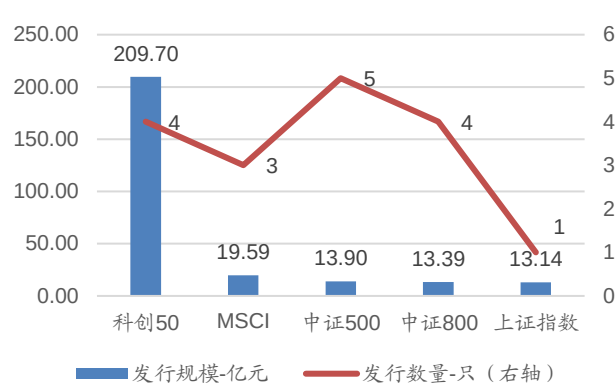
类标的迁移，这与我们在 2019 及 2020 年 ETP 年度报告中的观点一致。细分行业主题类 ETF 标的受追捧一方面与宽基 ETF 市场趋于饱和有关，另一方面也与 A 股市场的结构性行情有关，2020 年发行规模排名前 20 的 ETF 标的中，仅有 4 只对标科创 50 指数的宽基 ETF 和 1 只地方政府债 ETF，其余 16 只均为行业主题类权益 ETF，分别布局新能源车、人工智能、芯片、创新药、证券、电子、食品饮料、农业等板块。截至 2020 年底，公募市场共有 288 只权益 ETF，总规模 7691.37 亿元，其中，行业主题类权益 ETF 共计 153 只，总规模 3855.09 亿元，规模占比 50.12%，宽基类 ETF 113 只，总规模 3758.62 亿元，占比 48.87%，在权益 ETF 中，行业主题类 ETF 总管理规模超越宽基类 ETF。

图 114 2020 年行业主题类 ETF 募集规模 TOP10



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

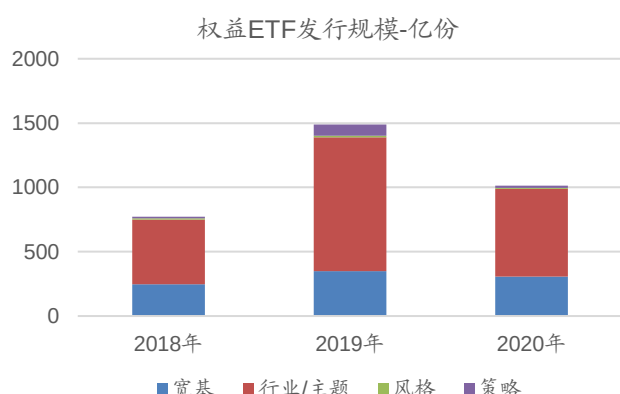
图 115 2020 年宽基类 ETF 募集规模 TOP5



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

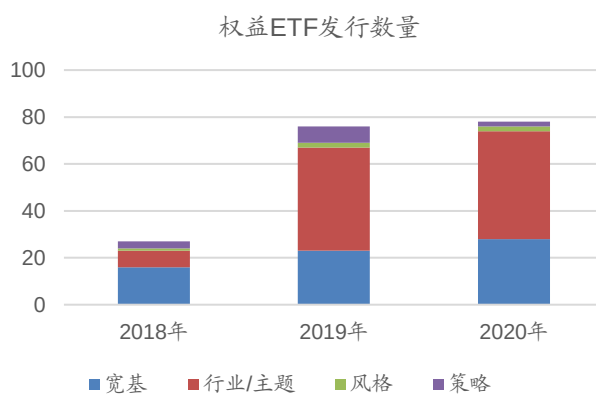
2020 年跨境 ETF、商品 ETF 和债券 ETF 进一步扩容。2020 年商品类 ETF 中新增 7 只黄金类 ETF，包括 4 只上海金 ETF。也有部分基金公司在积极研发跨境 ETF 产品线，如易方达香港证券 ETF、华夏纳斯达克 100ETF、华安法国 CAC40ETF，博时、平安、招商、海富通、兴业基金在 2020 年均有了新的债券 ETF 产品成立，主要布局地方政府债、长三角债、可转债和短融相关债券指数。2020 年 12 月 4 日，沪深交易所分别发布了 ETF 基金业务实施细则，针对跨市场 ETF 的申赎买卖规则进行了补充，同日，博时、工银瑞信、汇添富、广发和华富基金均上报了跨市场债券 ETF 产品，**2021 年跨市场债券 ETF 有望落地**，该品种推出后投资者可以直接用所持有的银行间债券申购相应的 ETF 标的，一方面有助于银行间债券市场和交易所债券市场之间的互联互通，另一方面也有助于投资者进行一二级市场间的套利交易，提升债券 ETF 的二级市场定价效率。

图 116 2018 年以来权益 ETF 发行规模



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 117 2018 年以来权益 ETF 发行数量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.基金管理人 ETF 产品线布局

目前 ETF 市场具有显著的寡头效应，截至 2020 年底，前 15 家基金公司共计管理 239 只非货基 ETF 产品，合计管理规模 7774.26 亿元，占全市场非货基 ETF 总规模的 91.54%，各家基金公司非货基 ETF 产品线如下表 77 所示：

表 77 基金公司非货基 ETF 产品线特色（2020.12）

序号	基金公司	数量 (只)	规模 (亿元)	市占率	ETF 产品线特色
1	华夏	32	1902.27	22.40%	宽基 ETF（沪深 300ETF、科创 50ETF）+细分行业主题 ETF（芯片、通信、国企改革、新能源车等）+Smartbeta（创蓝筹&创成长）+商品 ETF（豆粕期货、黄金 ETF）
2	国泰	17	860.92	10.14%	细分行业主题 ETF（证券、半导体、军工、金融、医药）+跨境 ETF（纳斯达克 100ETF）+债券 ETF（5 年国债、10 年国债）
3	易方达	23	784.62	9.24%	宽基 ETF（创业板 ETF、深证 100ETF）+跨境 ETF（H 股 ETF、中概互联、日经 225）+细分行业主题 ETF（人工智能、非银金融、医药）+商品 ETF（黄金 ETF）
4	华泰柏瑞	10	724.21	8.53%	代表性产品：沪深 300ETF，2020 年布局光伏 ETF
5	南方	20	619.43	7.29%	代表性产品：中证 500ETF
6	华安	14	480.29	5.66%	宽基 ETF（上证 180、创业板 50）+商品 ETF（黄金 ETF）+跨境 ETF（德国 DAX30、日经 225）
7	华宝	8	455.95	5.37%	行业主题 ETF：券商 ETF、银行 ETF、科技 ETF、电子 ETF、医疗 ETF
8	嘉实	19	345.39	4.07%	宽基 ETF（沪深 300ETF、中证 500ETF）+细分行业主题 ETF（央企）+Smartbeta ETF（基本面 50、基本面 120）
9	博时	17	322.32	3.80%	代表性产品：博时黄金 ETF，细分行业主题 ETF（国企改革、央企）
10	广发	21	298.00	3.51%	宽基 ETF（中证 500ETF、沪深 300ETF）+细分行业主题 ETF（医药、芯片、传媒、军工、央企、环保、金融地产、信息技术）
11	天弘	6	266.62	3.14%	宽基 ETF（沪深 300ETF、创业板指 ETF、中证 500ETF）+细分行业主题 ETF（银行、电子、计算机）
12	汇添富	11	250.13	2.95%	区域性 ETF（上海国企、长三角、一带一路）+宽基（中证 800ETF）+行业主题（中证主要消费 ETF）
13	平安	12	176.09	2.07%	债券 ETF（活跃国债、公司债）+行业主题（新能源车）+宽基 ETF（沪深 300ETF、中证 500ETF），ETF 产品费率偏低
14	富国	17	148.35	1.75%	行业主题 ETF：军工龙头、一带一路、科技 50、消费 50、农业等
15	工银瑞信	12	139.68	1.64%	宽基 ETF（科创 50、沪深 300）+行业主题 ETF（红利、大湾区、央企）
合计		239	7774.26	91.54%	——

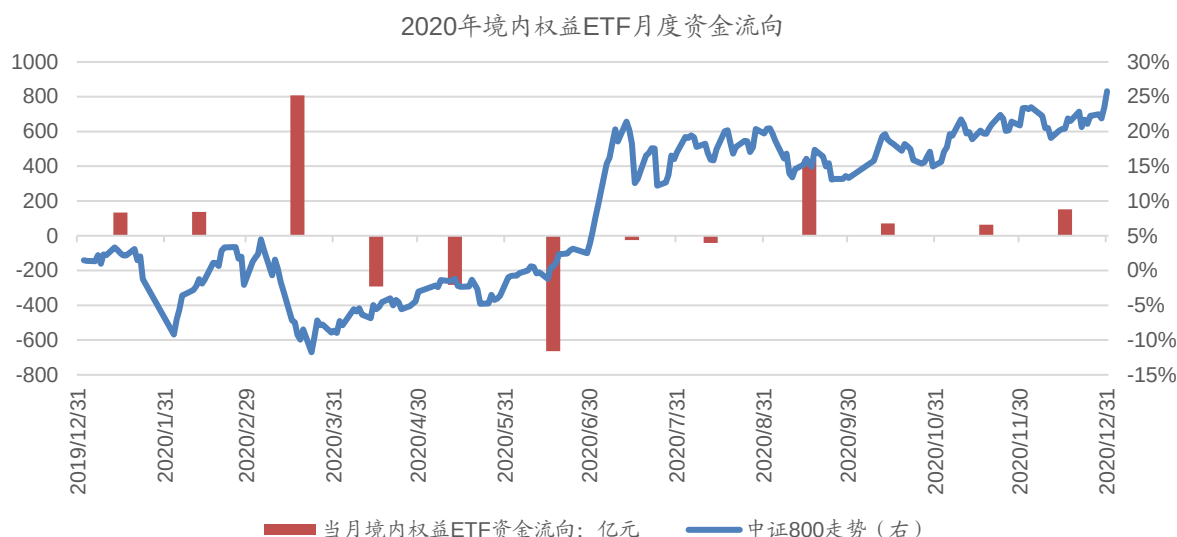
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.ETF 投资者行为分析

近年来投资者在 ETF 的配置上具有较为明显的“低买高卖”特征。以权益 ETF 为例，2018 年熊市中以创业板为主的 ETF 的规模扩张是投资者低位布局思维的一个典型例证，2020 年结构性行情中权益 ETF 的资金流向也进一步印证了这一点，可以看到在 A 股受疫情冲击大幅回调的 3 月份，权益 ETF 当月资金净流入约 800 亿元，4-6 月 A 股市场上涨过程中，权益 ETF 则呈现持续的资金净流出，9 月 A 股回调时权益 ETF 再次呈现资金净流入，投资者在 ETF 的配置上体现出较为明显的“低买高卖”特征。

图 118 2020 年权益 ETF 资金流向体现出较为明显的“低买高卖”特征

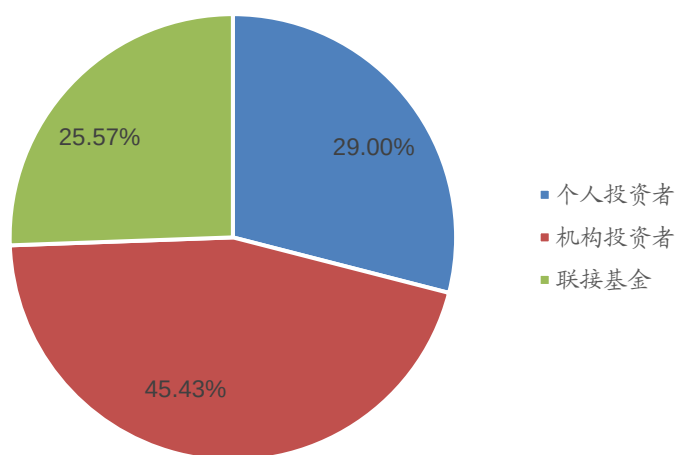
敬请参阅报告结尾处免责声明



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

根据 2020 年中报数据，对于非货基 ETF，机构投资者持有规模为 3002.62 亿元，个人投资者持有规模 1916.87 亿元，联接基金持有规模 1689.93 亿元。因为联接基金的持有人既有个人，又有机构，且部分新发联接基金的持有人信息不透明，因而在后续分析中，我们主要对剔除联接基金后的机构与个人两类持有人进行分析。

图 119 2020 年中报非货基 ETF 持有人结构



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：联接基金持有数据为 ETF 前十大持有人披露数据，对于未出现在 ETF 中报前十大持有人中的 ETF 联接基金持有份额未统计在内，机构持有数据为剔除联接基金后的机构持有规模。

1.3.1. 标的偏好：权益 ETF 是投资者的主要配置对象

权益 ETF 是机构和个人投资者的主要配置对象，根据 2020 年中报披露的持有人结构信息，在 ETF 的选择上，个人投资者和机构投资者分别有 91.06% 和 88.54% 的资金配置于权益 ETF，这一方面与当前公募 ETF 产品线以权益 ETF 标的为主有关，另一方面也与近年的 A 股市场的结构性行情有关。除权益 ETF 以外，可以看到，个人投资者和机构投资者在 2020 年中均配置了一定比例的跨境

ETF 标的，以港股 ETF 标的为主，另外，机构投资者对于债券 ETF 也有一定的配置，以地方政府债 ETF 和公司债 ETF 为主。

图 120 2020 年中个人投资者持有 ETF 类别

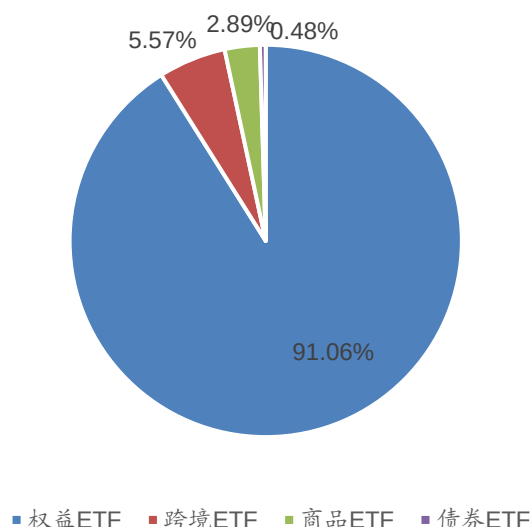
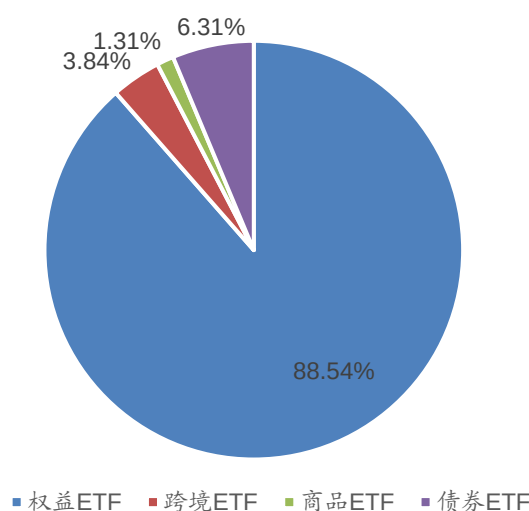


图 121 2020 年中机构投资者持有 ETF 类别



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在权益 ETF 的配置上，机构和个人投资者存在一定差异：个人投资者主要配置在行业主题类 ETF，机构投资者的持仓则以宽基类 ETF 为主。整体来看，在权益 ETF 中，宽基和行业主题类 ETF 在个人和机构的资金配置中占比均在 98% 以上，因此后文主要以宽基 ETF 与行业主题类 ETF 作为分析对象。

图 122 2020 年中个人投资者权益 ETF 标的配置

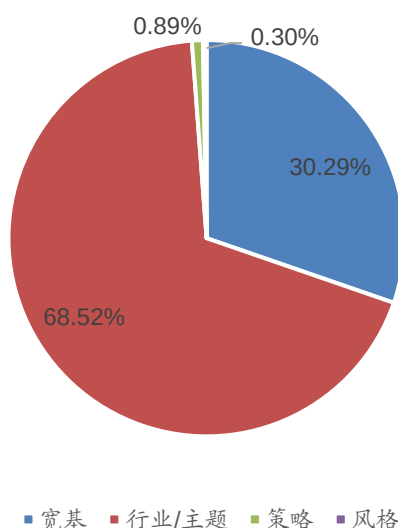
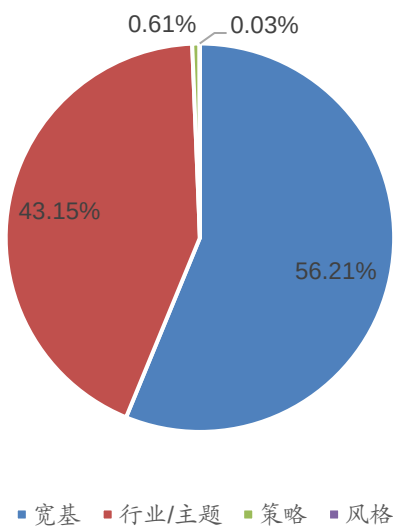


图 123 2020 年中机构投资者权益 ETF 标的配置



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

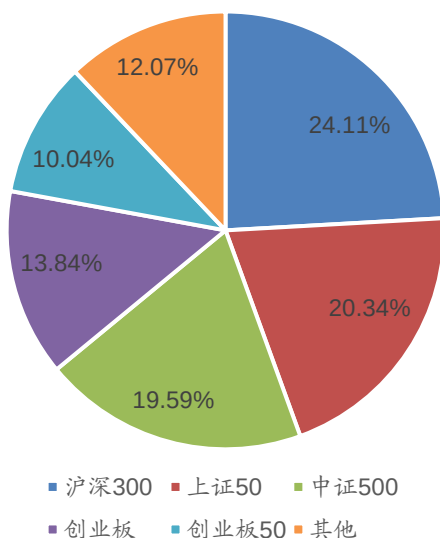
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在宽基 ETF 的配置上，个人和机构投资者显示出一定的差异性，除了经典宽基沪深 300、上证 50 和中证 500 以外，机构投资者持有了较高比例的上证 180 指数 ETF，而个人投资者则持有了较多的创业板相关 ETF。

在行业主题类 ETF 中，个人投资者主要聚焦通信、芯片、半导体、新能源等新兴细分科技类行业。机构投资者高比例持有的国企、央企、一带一路主题可能是由此前发行期的个股换购导致，除此之外机构投资者在科技板块的配置以宽基指数为主，对半导体、芯片等细分科技指数配置较少，还有

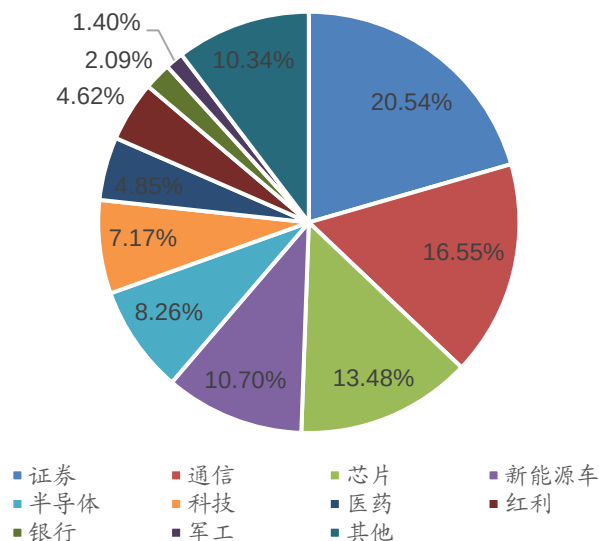
较高比例配置在军工、医药行业以及传统金融行业。相较而言，机构投资者在追逐热点的同时还注重求稳，以保证综合收益。

图 124 2020 年中个人投资者宽基 ETF 配置情况



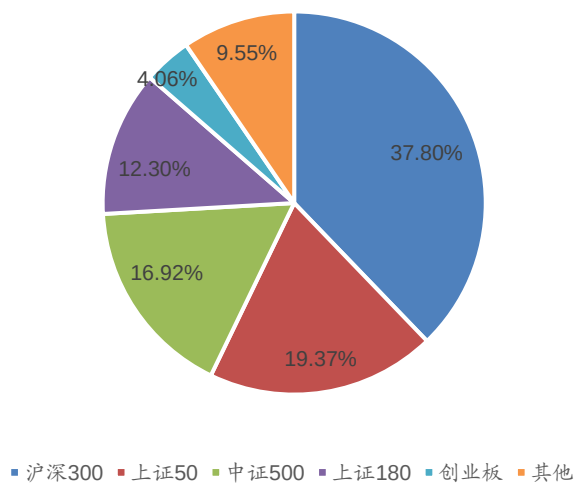
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 125 2020 年中个人投资者行业主题 ETF 配置情况



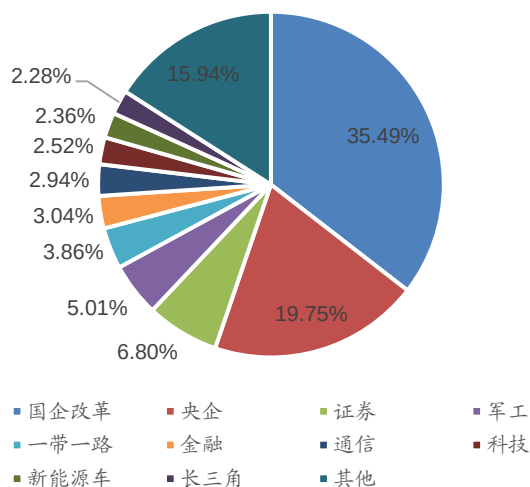
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 126 2020 年中机构投资者宽基 ETF 配置情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 127 2020 年中机构投资者行业主题 ETF 配置情况



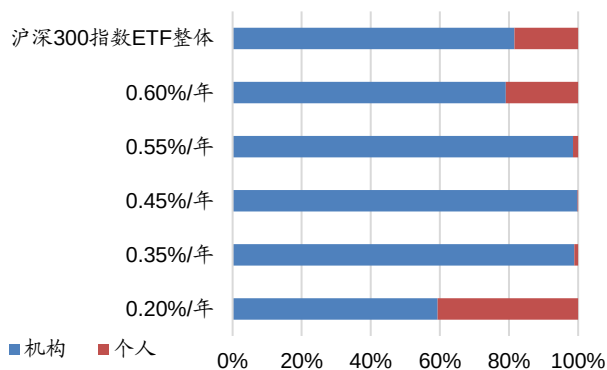
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.2.费率偏好：低费率 ETF 产品中个人投资者占比更高

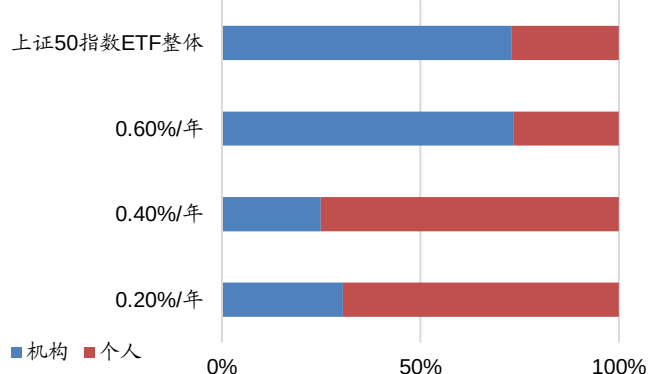
以宽基 ETF 为例，截至 2020 年中，在不同标的指数的宽基 ETF 中，低费率产品的持有者均以个人为主，随着 ETF 费率的提升，个人投资者的占比有明显的下降。对比而言，高费率宽基 ETF 产品中，机构投资者的占比更高，这一方面与高费率宽基 ETF 的先发优势有关，另一方面也说明低费率宽基 ETF 产品对机构的吸引力相对有限。

图 128 2020 年中不同费率水平宽基 ETF 投资者结构对比

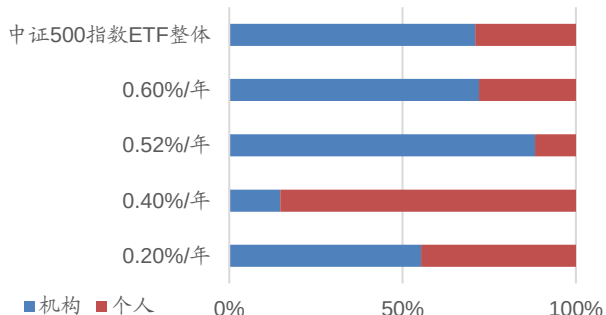
不同费率沪深300ETF投资者结构



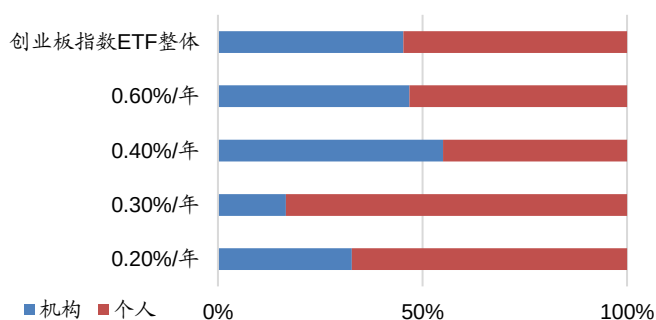
不同费率上证50ETF投资者结构



不同费率中证500ETF投资者结构



不同费率创业板ETF投资者结构



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

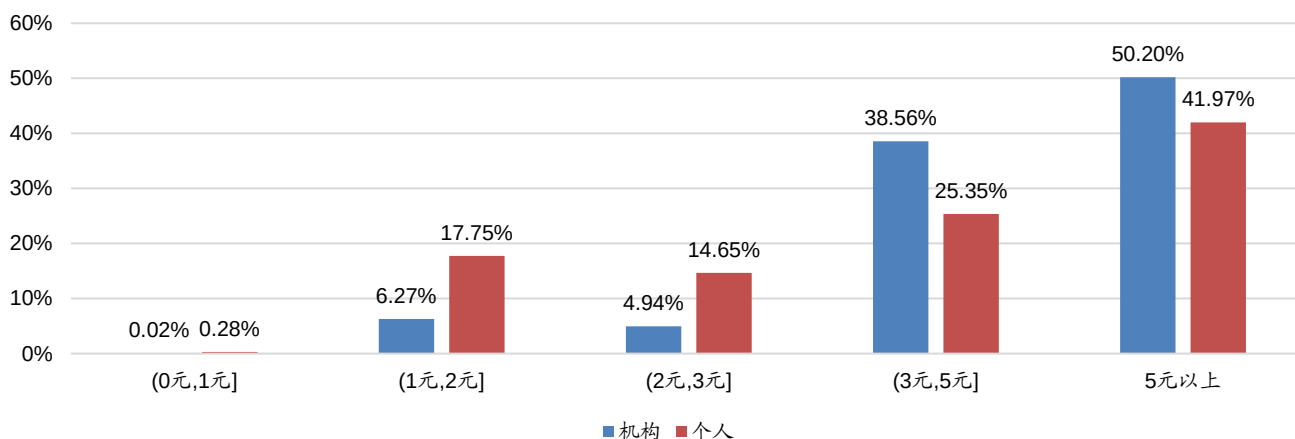
注: 此处费率指ETF的托管费和管理费总和

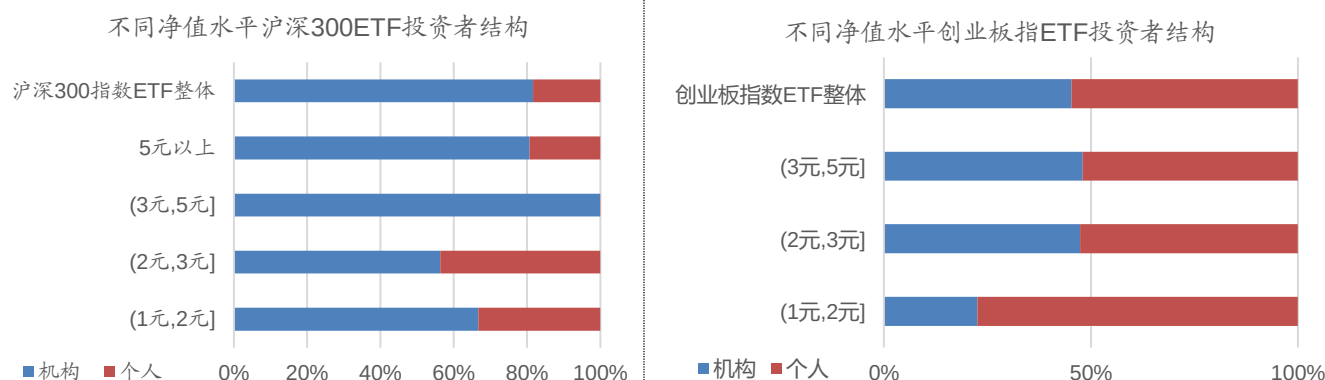
1.3.3. 净值偏好: 低净值ETF产品中个人投资者占比更高

从2020年中权益宽基ETF的前十大持有人数据来看, 相比机构投资者, 个人投资者更偏爱低净值产品, 在低净值宽基ETF上的资金配置比例更高。从资金体量大小的绝对值来看, 个人投资者在3元及以下净值宽基ETF上的资金配置体量也更大。在沪深300、中证500、创业板指、深证100等不同标的指数的宽基ETF中也可以发现, 低净值产品的个人投资者占比更高。

图 129 2020年中个人和机构在不同净值水平上的宽基ETF配置情况

2020年中个人和机构在不同净值水平上的宽基ETF配置情况





资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.4.ETF 规模扩张的影响因素分析

首先，对 ETF 发展历程进行研究可以发现 ETF 的规模扩张主要由以下影响因素：

1) 市场 beta 带动 ETF 规模扩张，典型如 2007 年、2009 年、2019 年和 2020 年的行业主题 ETF，在牛市行情下权益类 ETF 份额扩张更快，但也可以看到，2018 年以来 ETF 投资者的理性程度有明显提升，在 2018 年的市场普跌行情中，创业板 ETF 和创业板 50ETF 迎来持续净申购，2020 年权益 ETF 的月度份额变动也体现出明显的高卖低买特征，一定程度上与投资者的底部布局思维和定投操作模式有关；

2) 产品创新迎合市场需求，如 2012 年的沪深 300ETF 和 H 股 ETF；

3) 同类产品首发效应及场内简称优势，以 2019 年下半年发行的华宝科技 ETF 为例，该基金成立以来的规模扩张一方面与首发带来的知名度有关，另一方面也与其场内简称（“科技 ETF”）更简洁明了、契合投资者的使用偏好有关，同样的情况在 4 只科创板 ETF 上市后的规模变动中也有较为明显的体现，可以看到从上市到 2020 年年底，科创 50ETF 和科创板 50ETF 份额分别净增长 39.40 亿份和 6.10 亿份，两只 ETF 的场内成交也相对更为活跃，同期科创 ETF 和科创板 ETF 份额分别减少 1.10 亿份和 1.65 亿份，场内成交额也相对落后；

4) 基金公司的资源投入，典型代表如 2019 年 6 月 12 日同时上市的国联安中证全指半导体和国泰中华 CES 半导体 ETF。

除了上述因素外，在个基层面，指数选择差异、费率差异、净值高低似乎都会对 ETF 的规模变动带来影响，可以看到除了指数创新以外，目前基金公司在 ETF 市场的竞争已经蔓延至费率战，也有基金公司通过份额拆分降低产品单位净值来吸引投资者，下面我们主要对降费和份额拆分两种行为对 ETF 规模的影响进行个例分析。

1.4.1.降费是否有助于 ETF 规模扩张：以沪深 300ETF 为例

由于指数基金主要复制标的指数，在跟踪误差的限制下，同一标的指数的 ETF 基金投资业绩难有较大差异（小规模 ETF 基金的打新增厚除外），因而通常认知下，在费前收益相差不大的情况下，低费率基金对基金业绩的侵蚀较小，留给投资者的费后收益也会越高，即同一标的指数的 ETF 产品，低费率产品更容易有业绩优势，这也是基金公司降费吸引投资者的主要逻辑，那么低费率 ETF 是否业绩表现更好从而带来规模增量呢？

低费率 ETF 的典型代表是易方达沪深 300ETF，该基金在 2015 年 2 月首次将管理费由 0.50%/年降至 0.20%/年，对应联接基金的管理费率也同步调整，2019 年 5 月，易方达沪深 300ETF 及联接

基金再次将管理费由 0.20%/年下调至 0.15%/年，同时将托管费率由 0.10%/年降至 0.05%/年。目前易方达沪深 300ETF 的管理费和托管费合计为 0.20%/年，是费率最低的沪深 300ETF 基金。

我们主要对易方达沪深 300ETF 自 2015 年 2 月降费以来的各项指标与沪深 300ETF 整体以及 300ETF 的龙头产品——华泰柏瑞沪深 300ETF 进行对比，来判断降费对 ETF 的影响。

✓ 业绩层面验证：对比同类中位数而言，低费率优势难以显著影响 ETF 业绩水平

从历史来看，除 2015 年跑输华泰柏瑞沪深 300ETF 以外，2020 年易方达沪深 300ETF 相对华泰柏瑞沪深 300ETF 的超额收益约 1.47%，可能与其规模优势带来的打新收益增厚有关，按照开板日均价测算，易方达沪深 300ETF 2020 年打新收益增厚约为 0.67%，剔除打新增厚来看，其 2020 年相对华泰柏瑞沪深 300ETF 的超额收益约为 0.80%，2016 年-2020 年易方达沪深 300ETF 每年跑赢华泰柏瑞沪深 300ETF 约 0.5% 左右，与其 0.40%/年的费率优势水平相当，但相对 300ETF 基金的收益中位数而言，则并无稳定的收益优势，0.4% 左右的费率优势难以显著影响指数基金的业绩水平。

表 78 易方达沪深 300ETF 与华泰柏瑞沪深 300ETF 历史业绩对比

区间收益	易方达沪深 300ETF	华泰柏瑞沪深 300ETF	300ETF 收益中位数	沪深 300 指数	相对华泰柏瑞沪深 300ETF 超额收益	相对 300ETF 收益中位数的超额	相对沪深 300 指数超额收益
2015 年	6.42%	7.10%	6.99%	5.58%	-0.68%	-0.56%	0.84%
2016 年	-9.14%	-9.63%	-8.87%	-11.28%	0.49%	-0.27%	2.14%
2017 年	23.77%	23.14%	23.73%	21.78%	0.63%	0.04%	2.00%
2018 年	-23.55%	-23.91%	-23.89%	-25.31%	0.36%	0.34%	1.75%
2019 年	38.71%	38.02%	38.34%	36.07%	0.70%	0.37%	2.64%
2020 年	30.56%	29.09%	30.01%	27.21%	1.47%	0.55%	3.35%
2015 年-2020 年	77.85%	73.41%	77.85%	58.37%	4.43%	0.00%	19.48%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

✓ 规模增量验证：降费并未给易方达沪深 300ETF 带来明显的规模增量

从规模变动层面来看，自 2015 年 2 月首次降费后，无论是从基金份额的绝对变动水平还是相对变动水平来看，易方达沪深 300ETF 相比同类 300ETF 产品和华泰柏瑞沪深 300ETF，均未体现出明显的超额的份额增长，整体来看，降费对后发 ETF 标的的规模推动效果有限。

图 130 300ETF 累计份额变动及累计资金流向变动



敬请参阅报告结尾处免责声明

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.4.2. 份额拆分能否带来规模增量：以芯片 ETF 为例

份额拆分主要通过降低基金单位净值来吸引投资者。净值高低对 ETF 份额变动的影响主要与投资者的认知偏差有关，即投资者在进行股票和基金投资时更偏好价格更低的标的，认为低价标的的下跌空间更小，上涨空间更大。对前述对权益宽基 ETF 投资者结构的分析中可以发现，在低净值基金标的中，个人投资者的占比也确实更高。那么对于 ETF 而言，净值高低是否会对其份额变动产生影响呢？

研究净值差异对 ETF 规模影响的一个典型个例代表是国泰 CES 半导体芯片 ETF 和华夏国证半导体芯片 ETF，两只基金分别成立于 2019 年 5 月和 2020 年 1 月，国泰 CES 半导体芯片 ETF 曾于 2020 年 6 月 15 日将基金简称变为“芯片 ETF”，自此，两只基金的场内简称同为“芯片 ETF”。

表 79 编制方案对比：中华半导体芯片 VS 国证芯片

标的指数	990001.CSI	980017.CNI
指数简称	中华半导体芯片 CNY	国证芯片
发布机构	中华证券交易服务有限公司	深圳证券信息有限公司
基期	2011-12-30	2002-12-31
发布日期	2019-03-18	2015-02-17
样本空间	沪深 A 股	沪深 A 股
最新成分股数量	50	30
主要筛选指标	1、成交额&总市值 2、主营业务收入来源	成交额&总市值
选样标准	最近 1 年日均成交额前 80% 半导体行业甄选：样本股的主营业务收入须来自半导体材料、设备、设计、制造、封装或测试； 最近 1 年日均总市值前 50 只	公司业务范畴属于芯片产业中材料、设备、设计、制造、封装和测试等 最近 6 个月的 A 股日均成交额：前 80% 最近 6 个月日均总市值：前 30 只
加权方式	自由流通市值加权	自由流通市值加权
个股权重上限	10.00%	10.00%
定期调仓	6 月、12 月	6 月、12 月

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在指数层面，两只芯片 ETF 分别跟踪中华半导体芯片指数和国证芯片指数，从编制方案来看，标的指数的差异主要在于前者从主营业务的来源对样本股的主题相关性进行界定，后者从业务范畴层面对样本股的主题相关性进行界定，另外在样本股的市值及流动性的观测区间上存在一定差异，最终两只指数的成分股数量分别为 50 只和 30 只。

从截至 2020 年 12 月底的成分股构成来看，两只指数的重仓股均为芯片细分产业链龙头，但成分数量较少的国证芯片指数持股更为集中，前十大合计占比接近 70%，前四大重仓股韦尔股份、兆易创新、三安光电和紫光国微均为汽车芯片概念股。从全部持股来看，国证芯片指数成分股也更偏芯片不同板块的大中市值标的，且板块龙头股和非龙头股之间的权重差异也较大，而中华半导体指数对于不同板块标的的纳入则相对广泛，个股的权重差异相对较小。即从 2020 年年底的数据来看，在成分股层面，国证芯片持股更集中，对于龙头股分配了更多的权重，而中华半导体芯片指数在不同板块的持股则相对广泛，权重也相对分散。

表 80 不同芯片指数前十大重仓股对比

代码	简称	芯片产业链	研报资料	中华半导体芯片	国证芯片
600703.S H	三安光电	材料/制造	化合物半导体龙头、碳化硅垂直产业链布局	5.74%	8.00%
603501.S H	韦尔股份	设计板块	汽车 CIS 芯片龙头，全球 TOP2 供应商	9.46%	10.79%
300782.SZ	卓胜微	设计板块	国产射频龙头、5G 化、模组化、国产替代	4.87%	6.96%
688008.S H	澜起科技	设计板块	内存接口芯片龙头	3.55%	
603986.S H	兆易创新	设计板块	存储器龙头、MCU 芯片产业龙头	6.18%	8.91%
002049.SZ	紫光国微	设计板块	IC 设计方案龙头、智能卡、智能安全芯片	5.39%	7.21%
603160.S H	汇顶科技	设计板块	指纹识别全球领先	3.38%	4.31%
002371.SZ	北方华创	设备板块	半导体设备龙头	4.24%	5.00%
600584.S H	长电科技	封测板块	封测龙头	4.53%	5.92%
002129.SZ	中环股份	材料板块	12 英寸特色工艺硅片技术国内领先	4.40%	5.71%
600745.S H	闻泰科技	IDM 板块	功率芯片	4.68%	6.25%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，截至 2020.12.31。

从历史走势来看，持股集中的国证芯片指数波动更大，在上涨阶段的涨幅更高，但下跌时的回撤也相对更大，适合相对激进的投资者，而中华半导体芯片指数的波动水平则有所下降，在上涨时的涨幅虽然落后，但下跌时的回撤也更低。

表 81 不同芯片指数历史涨跌对比

起始日	截止日	行情特征	中华半导体芯片 CNY	国证芯片
2019/5/6	2020/2/25	上涨	156.96%	170.67%
2020/2/26	2020/3/31	下跌	-34.27%	-35.46%
2020/4/1	2020/7/31	上涨	49.11%	49.11%
2020/8/1	2020/10/23	下跌	-14.83%	-17.65%
2020/10/23	2021/1/11	上涨	12.97%	16.59%
2020/12/15	2021/1/11	上涨	6.02%	8.67%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

为了剔除基金简称对份额变动的影响，对比自国泰 CES 半导体芯片 ETF 变更场内简称以来（2020.06.15）两个 ETF 的份额变动情况。另外，根据两只产品的净值差异将考察期划分为 2020.06.15-2020.09.08（阶段 1）和 2020.09.10-2020.12.31（阶段 2）两个阶段：在阶段 1 成立较早的国泰芯片 ETF 单位净值是华夏芯片 ETF 的 2 倍左右，9 月 8 日进行份额拆分后国泰芯片 ETF 净值略低于华夏芯片 ETF。

可以看到，在阶段 1 和阶段 2，两只芯片指数的涨幅差异均不大，但在阶段 1 单位净值更高的国泰 CES 半导体芯片 ETF 的份额仅增加 2.24 亿份，增长 4.12%，同期华夏国证半导体芯片 ETF 份额净值 34.06 亿份，增长 23.57%；在阶段 2 国泰 CES 半导体芯片 ETF 的净值略低于华夏国证半导

体芯片 ETF, 前者份额增长 11.23 亿份, 增长率 9.93%, 同期后者份额仅增长 9.47 亿份, 增长率 5.08%。从国泰 CES 半导体芯片 ETF 净值调整前后的份额增长情况可以看出投资者对于低净值基金的喜爱。

表 82 不同芯片 ETF 份额变动

观测指标	指数涨幅		份额变动-亿份		份额变动百分比	
区间	中华半导体芯片	国证芯片	国泰 CES 半导体芯片 ETF	华夏国证半导体芯片 ETF	国泰 CES 半导体芯片 ETF	华夏国证半导体芯片 ETF
阶段 1	9.24%	9.40%	2.24	34.06	4.12%	23.57%
阶段 2	8.64%	8.45%	11.23	9.47	9.93%	5.08%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

1.5. 指数基金新规发布

继 2020 年 7 月发布指数基金指引征求意见稿后, 2021 年 1 月 22 日证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第 3 号——指数基金指引》正式稿(简称《指引》), 《指引》相比 2020 年 7 月发布的征求意见稿相比变动不大, 主要从基金管理人专业胜任能力、标的指数质量管理、指数基金投资运作、ETF 及联接基金监管要求四个方面对指数基金进行规范。同日沪深交易所分别发布《指数基金开发指引》正式稿, 与 2020 年 7 月发布的征求意见稿相比, 正式稿对于标的指数的上市时间要求和成分券流动性要求有所放宽, 具体规定如下:

对于在交易所上市的非宽基股票指数: 1) 指数成分券数量不低于 30 只; 2) 指数单一成分券权重不超过 15%且前 5 大成分券权重合计不超过 60%; 3) 发布时间不短于 6 个月, 中国证监会认可的指数基金, 其指数发布时间要求可适当放宽; 4) 权重占比合计 90%以上的成份证券过去 1 年的日均成交金额位于其所在证券交易所全部上市股票的前 80%。

在交易所上市的宽基股票指数: 单一标的指数成分股权重不超过 30%。

在交易所上市的债券指数基金(利率债指数基金除外): 符合 1)、2)、3) 项要求。

在交易所上市的利率债指数基金: 不适用上述要求。

新老划断: 指引施行前已经中国证监会核准或注册的指数基金不适用上述规定。

实施时间: 自发布之日起施行。

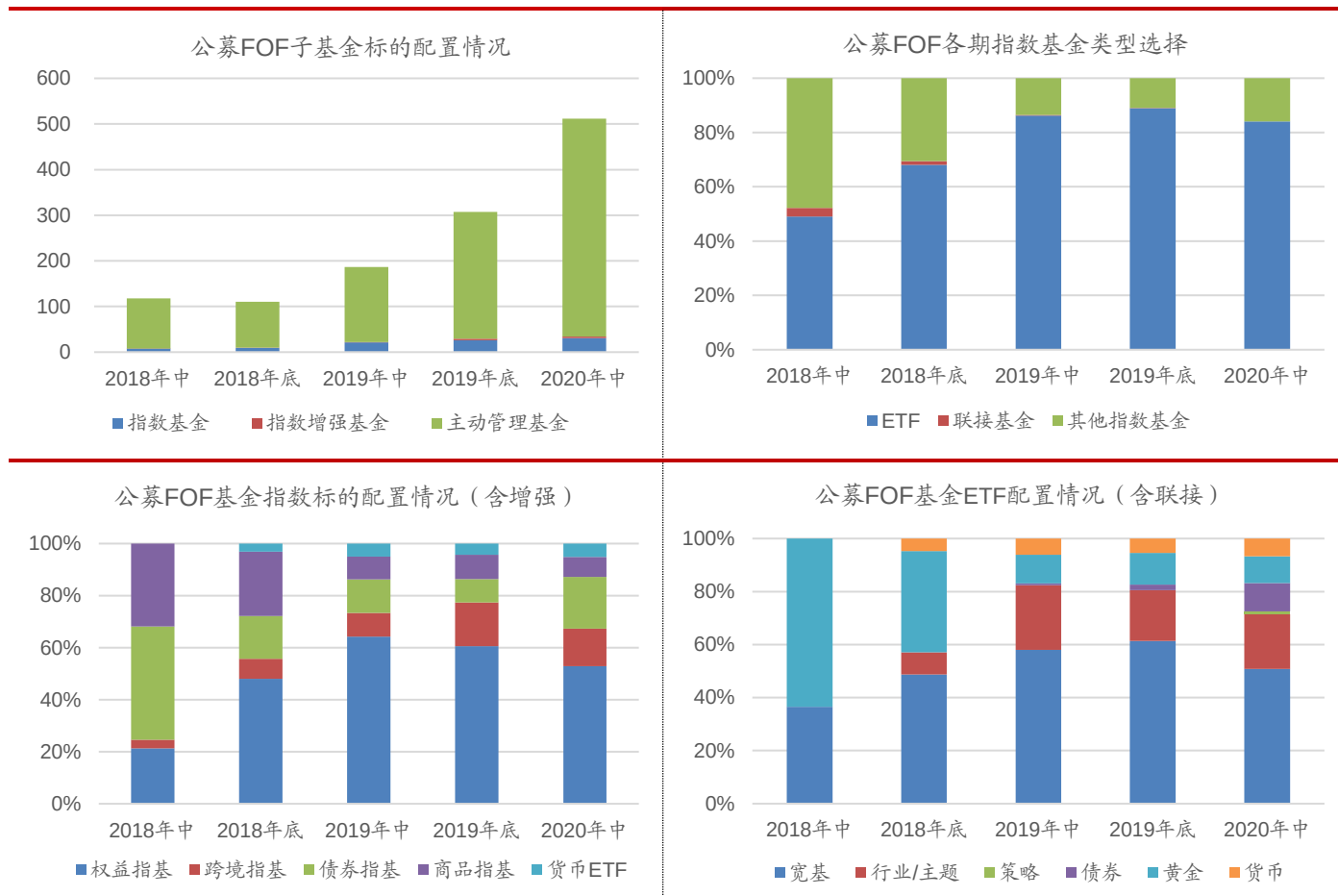
1.6. 公募 FOF 的指数基金配置

目前公募 FOF 基金配置指数基金的资金体量很小。对 2018 年以来公募基金年报和中报披露的基金明细持仓进行分析, 可以发现, 公募 FOF 基金投资标的以主动管理基金为主, 指数基金整体的持仓占比较少, 截至 2020 年年中, 公募 FOF 基金的子基金合计持有规模为 511.34 万元, 其中, 指数基金和增强基金合计持有规模仅 33.82 亿元, 占比不足公募 FOF 总基金持仓的 7%, ETF(含货基) 合计持有规模仅 25.91 亿元, 占 2020 年年中 ETF 总规模的 0.20%, 非货基 ETF 持有规模为 24.18 亿元, 占 2020 年年中非货币 ETF 总规模的 0.37%。

无论从资金的绝对体量还是配置比例来看, 对以 ETF 为首的指数基金而言, 公募 FOF 资金带来的规模增量十分有限, 主动管理基金仍是公募 FOF 的首要选择标的, 一个主要原因在于 2016 年以来 A 股市场的结构化行情较为明显, 主动管理基金相比指数基金而言更容易获取超额收益。

从资产类别来看，目前公募 FOF 资金在指数产品的配置上相对均衡，除权益类指数基金外，对于跨境产品和债券指数和黄金基金也有一定配置。在具体 ETF 品种的配置上，2019 年下半年开始公募 FOF 不再局限于权益宽基 ETF 和黄金 ETF，自 2019 年年中开始公募 FOF 对于行业主题类 ETF 产品的配置有明显增加，2020 年上半年增配了债券 ETF，对各类 ETF 均有一定配置。

图 131 公募 FOF 对指数基金的配置情况



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

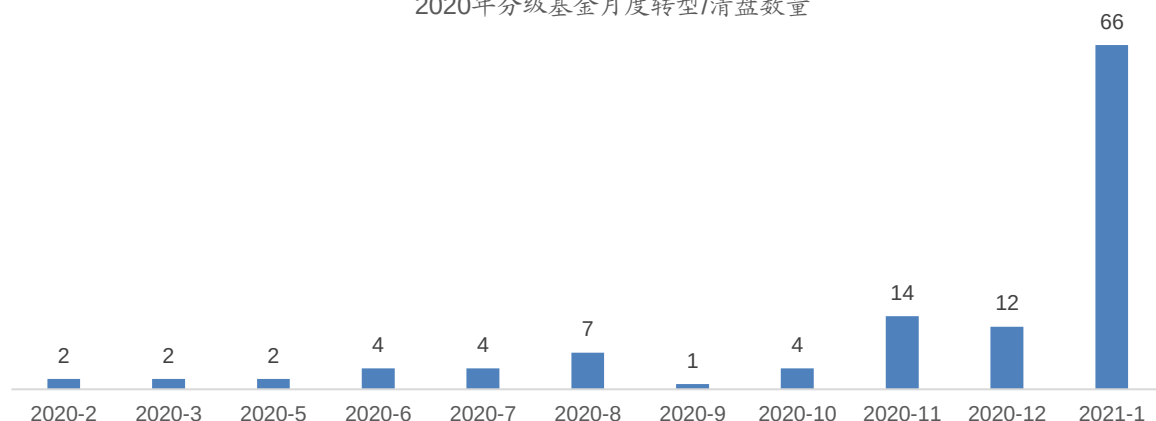
2.ETP 年度专栏

2.1.分级基金收官之年

根据资管新规的要求，2019 年留存的 118 只分级基金在 2020 年陆续通过转型或清盘的方式完成整改：15 只分级基金召开持有人会议清盘终止运作，另有 103 只分级基金取消分级机制转型为普通运作模式，其中有 66 只分级基金选择在整改期的最后一日即 2020 年底终止子份额上市取消分级运作机制并在 2021 年的开年首日完成转型，自此分级基金成为历史。

图 132 2020 年存量分级基金整改进度

2020年分级基金月度转型/清盘数量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

转型后多数分级基金维持费率不变。从转型类别来看，2020年完成转型的分级基金中，有20只分级基金在转型同时进行了降费操作，年管理费和托管费合计降费水平在0.10%/年-0.68%/年不等，如工银瑞信中证500分级转型前管理费和托管费（后文简称“综合费率”）合计为1.20%/年，转型为ETF联接基金后综合费率为0.52%/年，低于当前多数联接基金0.60%/年的综合费率水平。另有83只分级基金在转型后维持费率不变，包括78只转型后仍采取被动管理模式的指数基金，这些指数基金在转型后为非分级模式后综合费率最低为1.12%/年，最高为1.22%/年，高于当前指数基金0.60%/年的主流收费水平。

2.2.创新未来基金发行一波三折

2020年9月25日，5只创新未来基金在支付宝财富号同步发售，由于以下几点引发市场广泛关注：1）5只创新未来基金可以以最高10%的仓位参加蚂蚁集团的战略配售，因而又被市场称为“蚂蚁战配基金”；2）权益明星基金经理配置；3）5只基金仅有蚂蚁（杭州）基金销售有限公司一家代销机构，发售首日基金经理直播交流。

在蚂蚁战配加上明星基金经理的加持下，5只基金较快完成了120亿的发行目标，其中，易方达创新未来18个月在发售首日即完成募集，确认比例95.40%，最晚结束募集的华夏创新未来18个月也在14天内完成募集，最终5只创新未来基金在14天内的总认购户数达到1360万户，户均认购金额余4000元。

在火热发行的同时，创新未来基金在蚂蚁财富独家代销的模式也引发争议。一方面对于创新未来基金仅在蚂蚁平台发售且以参与蚂蚁集团战略配售作为卖点，部分市场人士认为存在一定的“IPO自销”嫌疑；另一方面全天24小时销售+基金经理直播陪伴的新颖模式以及最终14天募集600亿、超1300万人持有的火热发售结果之下，蚂蚁依托互联网线上模式的首发代销模式首次正面冲击传统基金发行中依赖度较高的银行、券商代销渠道，为后续基金行业的基金首发模式选择带来了新的思考。

蚂蚁暂缓上市，创新未来基金合同变更。11月3日晚间上交所发布蚂蚁集团暂缓上市公告，随后蚂蚁集团表示会将蚂蚁IPO打新的资金退还给投资人包括战略投资者，与此同时，5只创新未来基金的“蚂蚁配售”光环不在，部分投资者参与上述基金认购的初衷不复存在，针对投资者的退出需求，基金公司也针对性的提出了解决方案，11月20日，5家基金公司均发布“增设B份额并修订基金合同及招募说明书”的公告，根据公告内容，此前认购的投资者持有的基金份额为C类份额，基金将增设B类份额，在2020年11月23日至2020年12月22日15时，投资者可以选择将持有的C类份额转为自动赎回的B类份额，对于T日的份额转换及自动赎回申请，将按照T日净值进行计算，并在T+1日进行确认，且进一步明确，自基金成立日起至2020年12月22日，基金免收管理费、托管费和销售服务费。此外针对剩余投资者的流动性需求，5只创新未来基金在2021年1月9日再次发布“修

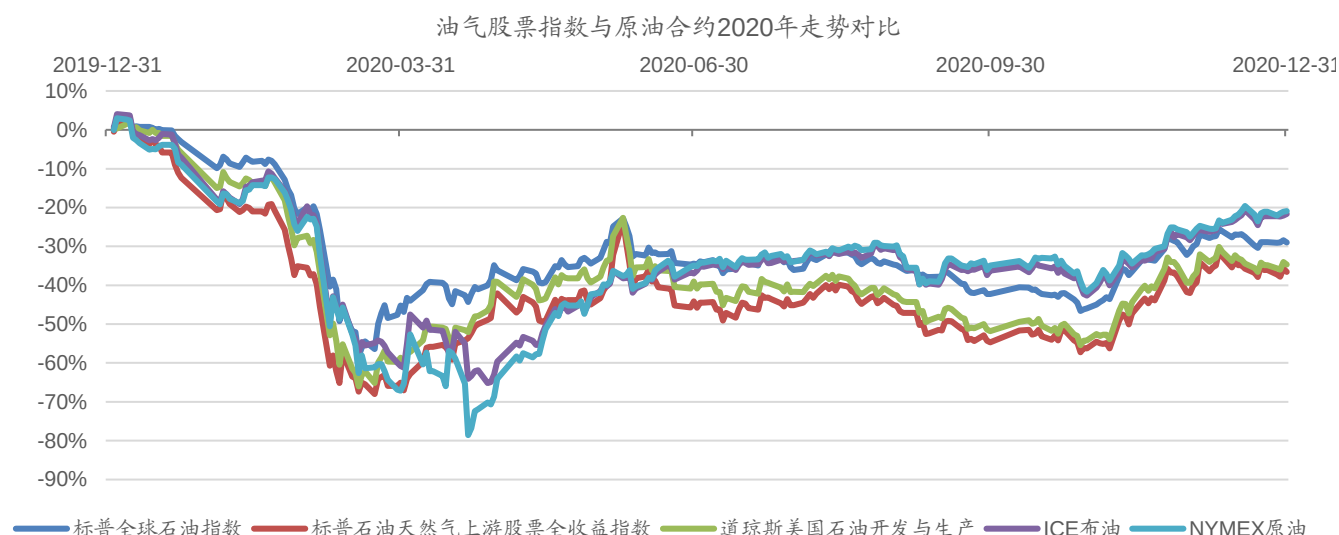
敬请参阅报告结尾处免责声明

订基金合同、开通跨系统转托管及基金份额上市相关安排的公告”，根据公告，5只创新未来基金将于2021年1月21日在上交所上市，并对基金代码进行变更，同时增加了场内简称。虽然在发行之初就带着蚂蚁战配基金的标签，但在蚂蚁暂缓上市后基金公司也根据投资者的退出需求和流动性需求的一系列应对措施较好的体现了公募基金以持有人利益为第一的原则。

2.3.疫情冲击下的油气基金：油气股票基金与油气 FOF 基金的不同表现

2020年油气股票基金与原油合约走势先后两次出现分歧。具体来看，第一次两者走势的背离出现在2020.03.24-2020.04.21，在这一阶段海外权益市场在宽松政策和财政政策的刺激中止跌回升，油气股票指数随之上涨，而在疫情冲击带来的需求萎缩中，原油价格则继续走低，4月原油存储成本的上升加剧市场抛售行为，油价继续走低，需要实物交割的WTI5月份原油期货合约甚至跌至-37.63美元；第二次背离则出现在2020.06.16-2020.07.09，6月中下旬市场对于疫情复发的担忧以及美联储对于经济前景的悲观预期打压市场风险偏好，美股回调带动油气股票指数走低，而同期OPEC+减产推升油价反弹。整体来看，油气股票的走势不仅与原油价格波动有关，也受到权益市场波动的影响，因而两者走势时有背离。全年来看，2020年油气股票基金跑输原油合约。

图 133 2020 年原油价格与油气股票指数先后两次出现分歧

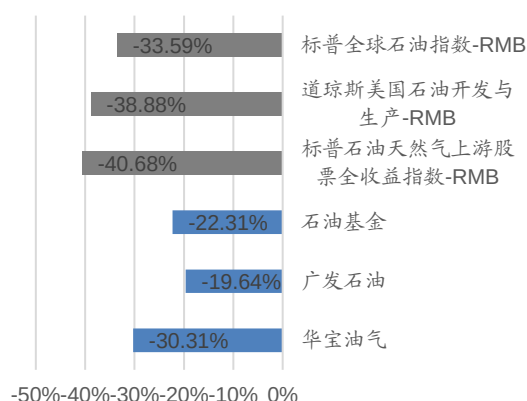


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

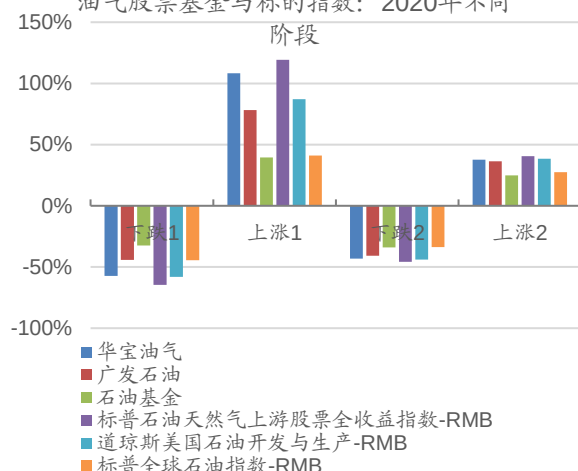
2020年油气股票基金均跑赢相应标的指数，超额收益主要源于下跌行情中的相对低回撤。如下图所示，2020年全年3只油气股票基金净值收益率在[-19.64%，-30.31%]，同期3只油气股票指数以人民币计价的区间收益率区间为[-33.59%，-40.68%]，油气股票基金大幅跑赢标的指数。分阶段来看，油气股票基金在两段下跌行情中均跑赢各自的标的指数，但在上涨阶段走势则相对落后，即2020年油气股票基金相对标的指数的超额收益主要源于下跌阶段相对低回撤带来的收益增厚。

图 134 2020 年油气股票基金业绩表现

油气股票基金与标的指数：2020年收益



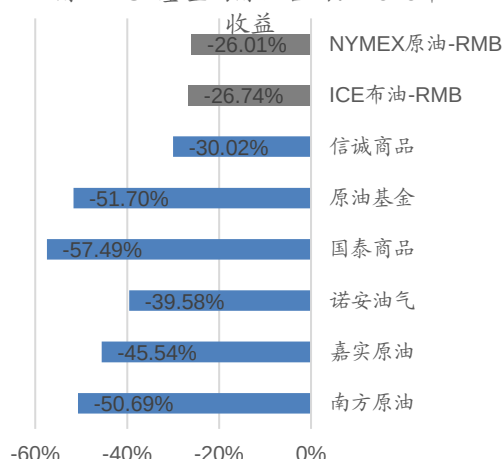
油气股票基金与标的指数：2020年不同阶段



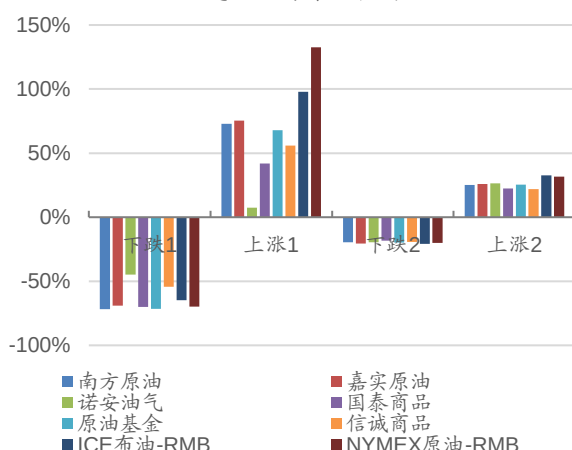
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 135 2020 年原油 FOF 基金业绩表现

原油 FOF 基金与原油合约：2020 年收益



油气 FOF 与原油合约



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

原油 FOF 基金在 2020 年大幅跑输原油合约。2020 年全年原油 FOF 基金净值收益率[-30.02%，-57.49%]，均未跑赢同期的原油期货合约。具体来看，近似等权持有 5 只境外原油 ETF 的诺安油气波动相对较小，2020 年全年收益领先。分阶段来看，**原油 FOF 基金在 2020 年表现出较为明显的跟跌不跟涨特征：**在 2020 年 1-4 月及 9-10 月的两次油价下跌行情中，原油 FOF 基金并未明显跑赢相应的原油期货合约，而在 4 月底到 8 月以及年末 11-12 月的油价上涨行情中则大幅跑输原油期货合约，这一现象很大程度上与原油基金投资期货合约的每月移仓损耗以及持仓标的有关。

2020 年 4 月在海外疫情和 OPEC 原油价格战的冲击下，原油价格大幅下跌，同时疫情对需求端的抑制导致全球原油库存激增，实物交割机制下原油存储成本上升和买方需求不足导致当时临近到期的 WTI 原油期货合约遭到抛售，4 月 20 日 WTI 原油期货收盘跌至-37.63 美元/每桶，创历史新低。

为了规避原油期货合约在临近到期时的穿仓风险，海外原油基金对原油期货合约的持仓方案进行了调整：以原油 FOF 基金的主流持仓标的 USO 为例，该基金 2020 年 4 月之前主要持有 100% 的原油期货近月合约，自 2020 年 4 月 17 日、4 月 21 日、4 月 22 日、4 月 24 日、4 月 27-30 日，USO 先后 5 次发布公告对基金的期货持仓进行调整，在调整中不断增加原油期货远月合约的比重同时减持

近月合约（具体持仓调整方案如下表 83 所示）。目前，USO 基金的原油期货持仓仍然保持了对于远月合约的配置，截至 2021 年 2 月 23 日，该基金原油期货持仓为：20%*4 月 WTI 合约+20%*5 月 WTI 合约+15%*6 月 WTI 合约+15%*7 月 WTI 合约+10%*8 月 WTI 合约+5%*9 月 WTI 合约+15%*12 月 WTI 合约。

表 83 2020 年原油市场高波动导致 USO 基金持仓方案调整

时点	USO 基金原油期货持仓方案
2020/4/16	100%* the front month contract（6 月合约），当近月合约在两周内到期时，将持仓滚动调整至 the second month contract（7 月合约）
2020/4/17	将持仓调整为 80% the front month contract（WTI 6 月合约）+ 20% in the second month contract（7 月合约），当近月合约在两周内到期时，将持仓滚动调整至 the second month contract（7 月合约）& third month contract（8 月合约）
2020/4/21	为应对原油市场的极端市场情形，将持仓调整为 40%*6 月合约+55%* 7 月合约+5%* 8 月合约，如果 6 月合约将在 2 周内到期，持仓相应调整为 7 月合约、8 月合约和 9 月合约。自 2020.04.22 开始，为应对原油市场持续的异常情况，USO 可投资于任何可得月份的期货合约以及其他允许的投资标的，也因此可能会出现较大的跟踪误差。
2020/4/22	20%*6 月合约+50%* 7 月合约+20%* 8 月合约+10%* 9 月合约
2020/4/24	20%*6 月合约+40%* 7 月合约+20%* 8 月合约+20%* 9 月合约
2020/4/27	持仓方案调整为 10%*6 月合约+30%* 7 月合约+15%* 8 月合约+15%* 9 月合约+15%* 10 月合约+15%*12 月合约，持仓变动将在 4.27-29 日 3 天内完成，每天滚动调整 33.3%。

资料来源：USCF，华宝证券研究创新部

一方面在油价高波动过程中，原油期货的近月合约相对远月合约大幅贴水增加了原油基金的展期损耗，针对这一点，USO 也在展期期限上进行了相应的调整，此前 USO 基金每月的展期期限为 4 个交易日，自 2020 年 5 月开始该基金将每月的展期期限调整为 10 个交易日，每个交易日调整持仓的 10%，以期通过拉长展期窗口平滑移仓损耗。另一方面，由于原油基金增持部分远月合约，导致在后续的反弹行情中跟不上原油期货主力合约涨幅，增加了原油基金标的的跟踪误差。

2.4.首批科创主题基金业绩回顾

目前公募市场共有 17 只科创主题场内基金，首批成立于 2019 年 6-7 月的 11 只科创主题基金已经运作 1 年以上，其中科创中金在 2020 年 12 月变更基金经理，我们主要对未变更基金经理的 10 只首批科创封基的运作情况进行分析。

表 84 首批科创主题基金

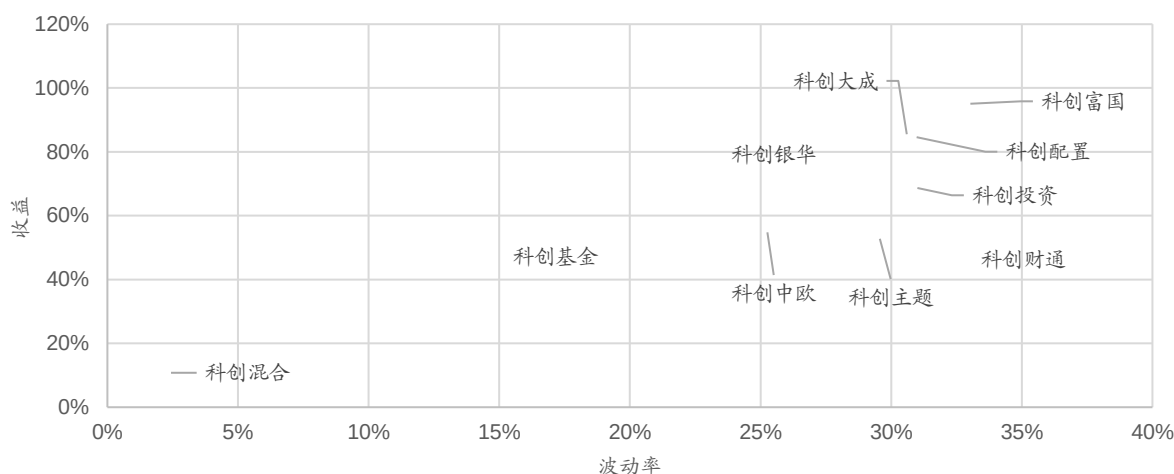
代码	场内简称	基金经理	任职日期	管理费+托管费(€/年)	到期日	2020 年底规模-亿元	2020 年日均成交额-万元	2020 年收益
501076.OF	科创基金	李韵怡,李君,金笑非	2019-06-10	1.40	2022/6/9	16.15	709.11	49.65%
501077.OF	科创富国	李元博,俞晓斌	2019-06-11	1.75	2022/6/11	23.60	1056.90	95.07%
501078.OF	科创配置	李巍	2019-06-11	1.75	2022/6/11	20.57	1425.88	84.61%
501073.OF	科创混合	胡宜斌,李欣,谢昌旭,郑如熙	2019-06-11	1.40	2022/6/10	11.26	490.47	10.80%
501075.OF	科创主题	李文宾	2019-06-12	1.75	2022/6/12	16.72	446.84	52.77%
501082.OF	科创投资	曾鹏,肖瑞瑾,黄继晨	2019-06-27	1.15	2022/6/27	19.14	696.47	68.68%
501081.OF	科创中欧	王培,张跃鹏,邵洁	2019-06-28	1.75	2022/6/28	16.95	318.05	54.79%
501083.OF	科创银华	唐能	2019-07-05	1.75	2022/7/4	19.31	1275.78	74.08%

501085.OF	科创财通	金梓才	2019-07-11	1.75	2022/7/10	11.79	1044.49	46.29%
501079.OF	科创大成	李博,谢家乐	2019-07-18	1.40	2022/7/17	18.13	1120.17	85.52%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

10只科创主题封基在2020年的业绩和场内流动性存在较大差异,业绩领先的科创富国、科创配置、科创银华和科创大成场内成交相对活跃,2020年日均成交额在千万以上,科创财通基金2020年业绩相对落后,但场内日均成交额也在千万以上。

图 136 首批科创封基 2020 年业绩表现



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 气泡大小代表最大回撤绝对值

首批科创封基权益配置存在较大差异。首先在运作模式上,首批科创封基均设置了36个月的封闭期,且均为灵活配置型产品,权益仓位的高低取决于特定指数所处的估值分位数水平。成立以来10只基金的权益仓位存在较大差异,2020年业绩领先的4只科创封基板块操作如下:

科创富国:成立以来权益仓位稳定在90%以上,接近满仓操作,该基金持股集中度保持在50%及以上,在行业上主要配置信息技术、工业、材料、可选消费板块,从四季报重仓股来看,基金增配医药保健和金融,减配工业板块,对于信息技术板块自2020年三季度持续减配。

科创配置:该基金权益建仓期较长,在2020年1月份完成建仓,仓位增至90%以上,Q3受合同约束仓位有所下降,四季度仓位再次提升至90%以上。在集中度方面,该基金前十大集中度保持在60%及以下,2020年底前十大集中度44.49%。行业方面,该基金成立以来重仓股主要配置信息技术、医疗保健和工业板块,2020年三季度以来基金持续减配信息技术板块,四季度大幅减配医药股,同时增加工业和材料板块配置。

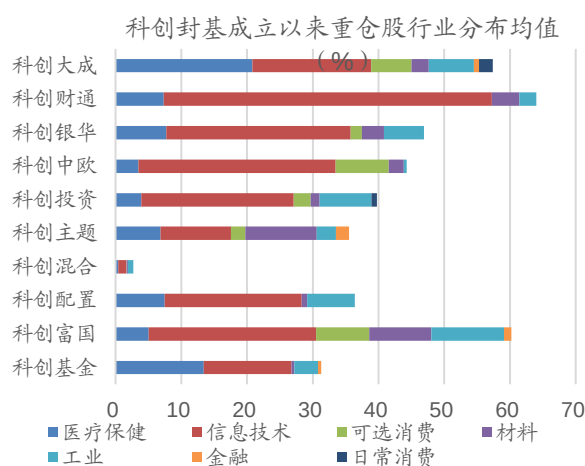
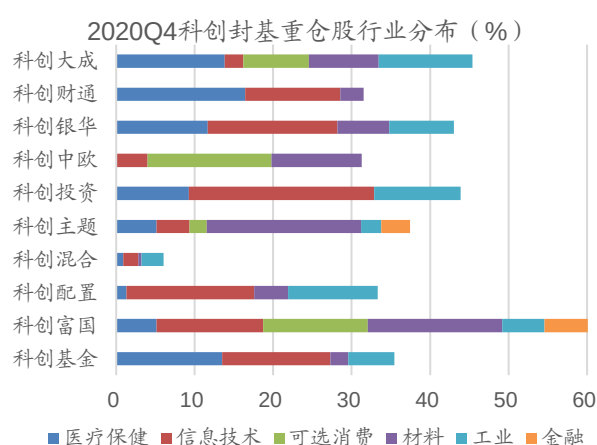
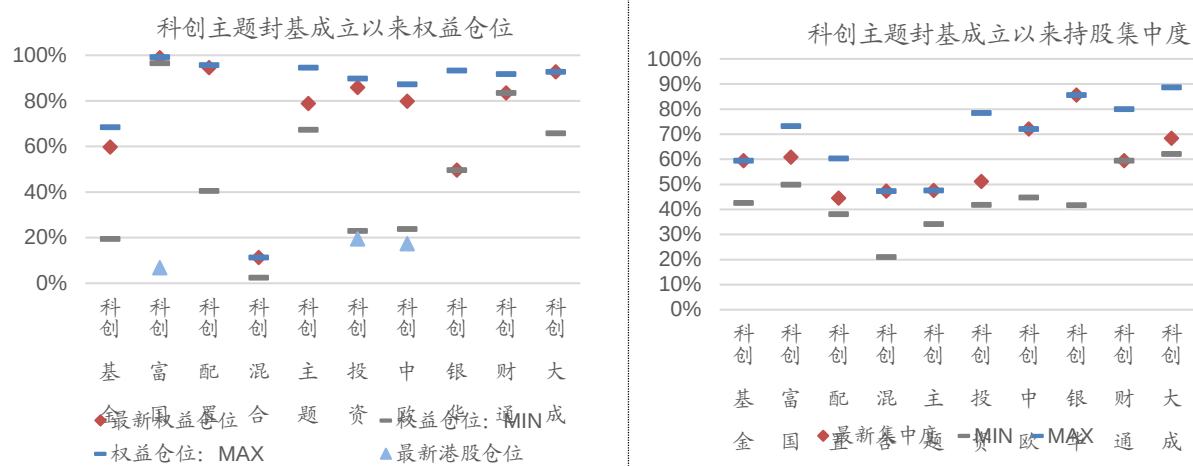
科创大成:该基金成立以来权益仓位在65%-95%之间波动,2020年底权益仓位为92.78%,同时基金持股集中度较高,前十大集中度保持在60%以上,最高接近90%。行业配置上,基金成立以来重仓股主要配置医疗保健和信息技术板块,对于可选消费、工业等板块也有一定配置,2020年底基金重仓股减配信息技术和医药,增配工业和材料板块。

科创银华:基金成立以来仓位波动较大,在2020年四季度降低权益仓位配置至49.51%,同时前十大个股集中度提升至85.58%,基金以新兴消费、科技和高端制造为主要投资方向,重仓股主要配置在信息技术、医药、材料和工业板块。

在首批科创封基中,科创混合基金相对另类,该基金权益仓位则始终保持在20%以下,以打新为主,具有明显的“固收+”属性,该基金2020年全年收益率10.80%,其中根据新股开板日均价测算的打新收益增厚约为5.44%。

敬请参阅报告结尾处免责声明

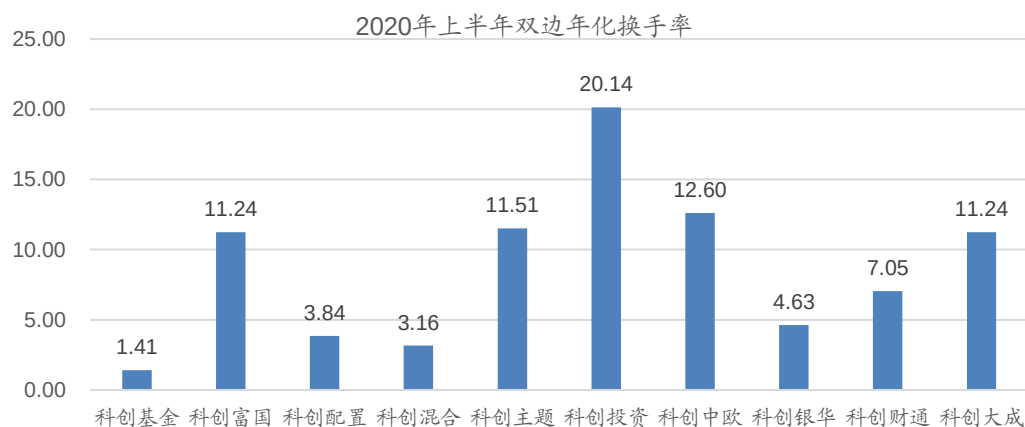
图 137 科创主题封基成立以来权益配置情况（剔除前 3 个月建仓期）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在换手率方面，根据 2020 年中报披露数据，2020 年上半年科创投资的换手率最高，双边年化换手率为 20.14 倍；科创基金换手率最低，2020 年上半年双边年化换手率为 1.41 倍；业绩领先的科创富国、科创大成 2020 年上半年双边年化换手率均为 11.24 倍，科创银华和科创配置的换手率则较低，2020 年上半年双边年化换手率在 5 倍以下。

图 138 科创主题封基权益换手率对比

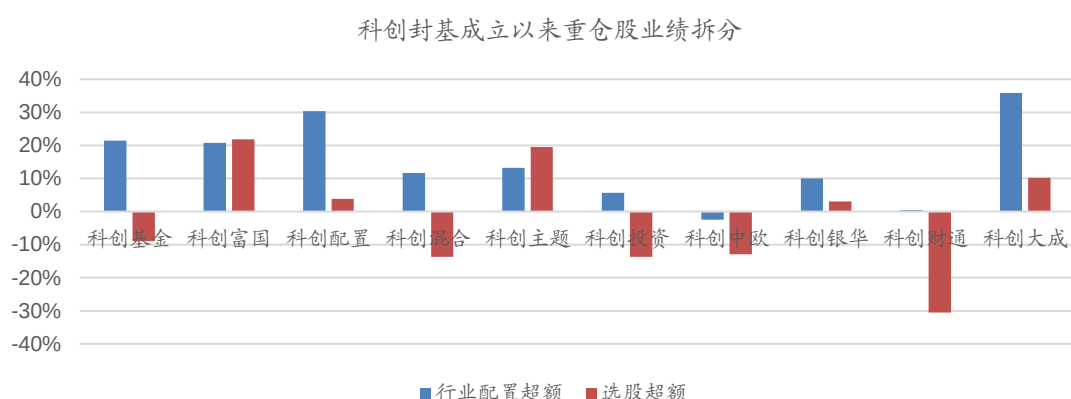


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

敬请参阅报告结尾处免责声明

首批科创封基成立以来的重仓股进行业绩拆分,可以看到,科创富国的行业配置和选股超额均较为突出,从行业细项来看,基金经理李元博在新能源、汽车、电子、医药和有色等板块的配置能力较为突出,2020 年三季度通过权益持仓的结构调整较为成功的把握了周期板块行情,在新能源、汽车、计算机、传媒、电子、医药等板块的选股贡献了较为显著的正向超额收益;科创大成和科创配置的超额收益则主要源于行业配置,其中,科创大成在医药、电子、可选消费、军工、计算机、新能源以及周期板块均有较好的行业配置能力,在电子、公用事业、新能源板块的选股则贡献了较高的超额收益,而科创配置的超额收益则主要源于电子、医药和新能源板块,基金经理李巍在上述板块的配置和选股能力较为优秀;科创银华在行业配置和个股选择层面的超额收益均为正,且两者的交互项的正向贡献较高;科创主题基金虽然在行业配置和个股选择上有较高的超额收益,但二者的交互项对组合整体超额收益造成一定拖累。

图 139 科创主题封基重仓股业绩拆分



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

3.ETP 产品现状

截至 2020 年底共有 753 只非货币 ETP 产品,合计管理规模 17654.68 亿元。非货币 ETP 产品可以从三个维度进行划分:产品形式、资产类别、运作方式。

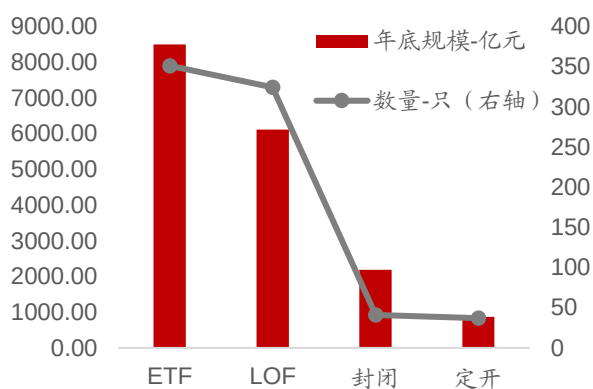
按产品形式分为: ETF、LOF、封基、定开。截至 2020 年底非货币 ETF 共 351 只,合计管理规模 8492.43 亿元;非货币 LOF 共计 324 只,合计管理规模 6111.15 亿元;封闭式 41 只,总管理规模 2185.09 亿元;定开 37 只,合计管理规模 866.00 亿元。

按资产类别分为: 权益、固收、商品、债券、跨境资产。权益类 ETP 包括权益 ETF、权益 LOF、权益封基、权益定开,截至 2020 年底共 559 只,总规模达到 14709.90 亿元;固收包括固收 LOF、固收定开、固收封基,共 77 只,规模 1899.96 亿元;商品 ETP 包括 11 只黄金 ETF、1 只白银 LOF、3 只商品期货 LOF 和 9 只主动管理型 QDII 商品 LOF,总规模 304.78 亿元;债券 ETP 有 19 只,包括 18 只 ETF 与 1 只 LOF,总规模 197.39 亿元;跨境 ETP 若包含跨境商品类 LOF 共计 83 只,总规模 592.89 亿元;若不包含跨境商品类 LOF 则共计 74 只,总规模 542.65 亿元。

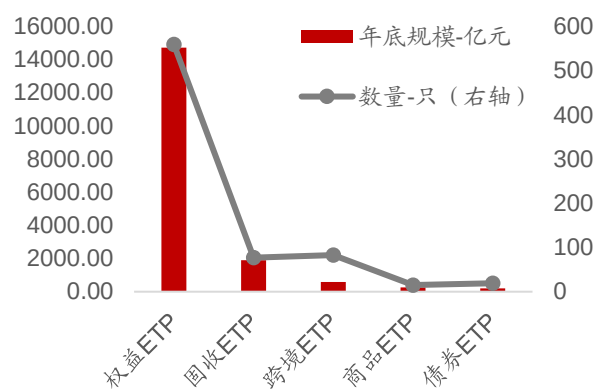
按管理方式分为: 指数型 ETP、增强指数型 ETP、主动型 ETP。指数型 ETP 共 494 只,总规模 10808.47 亿元;增强指数型 ETP 共 14 只,总规模 138.54 亿元;主动型 ETP 共 245 只,总规模 6707.67 亿元。

图 140 ETP 按产品形式划分 (20201231)

图 141 ETP 按资产类别划分 (20201231)

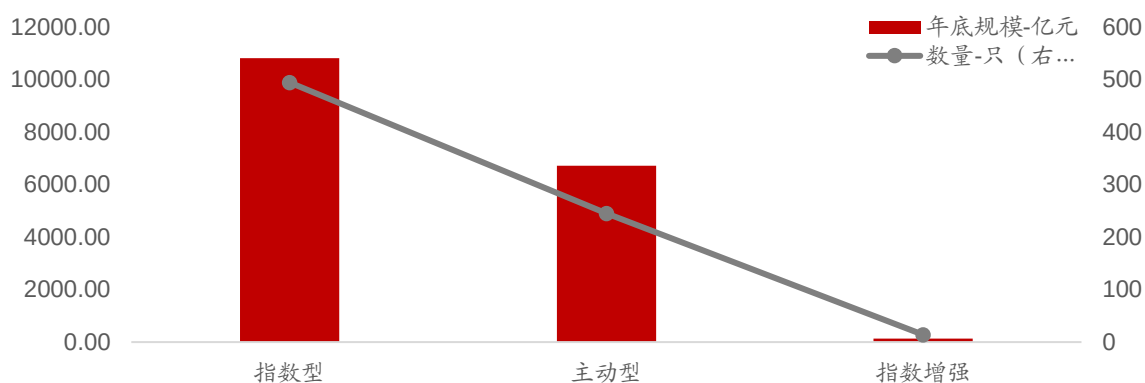


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 142 ETP 按管理方式划分 (20201231)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 85 ETP 数量/规模明细 (截至 2020.12.31)

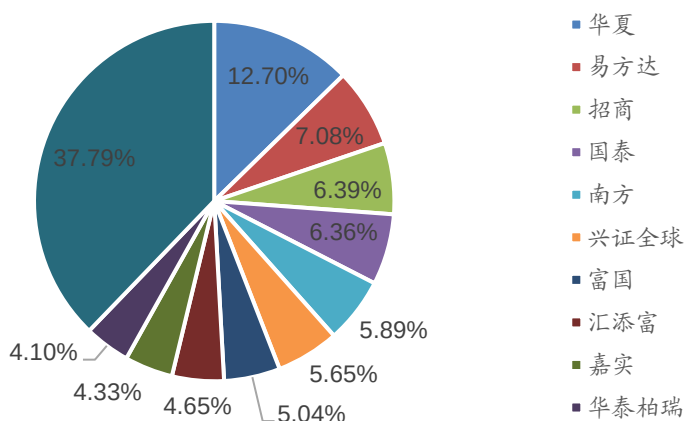
资产类别	管理方式	产品类别	产品数量-只	产品规模-亿元
权益类产品	指数型	ETF	288	7691.38
		LOF	106	2139.57
		合计	394	9830.95
	指数增强型	LOF	14	138.54
		合计	14	138.54
	主动型	LOF	95	3027.01
		定开	23	782.17
		封闭	33	931.23
		合计	151	4740.41
	权益类总体	合计	559	14709.90
固收类产品	主动型	LOF	55	562.27
		定开	14	83.83
		封闭	8	1253.86
		合计	77	1899.96
	固收类总体	合计	77	1899.96

敬请参阅报告结尾处免责声明

商品类产品	指数型	ETF	14	243.38
		LOF	1	11.15
		合计	15	254.53
	商品类总体	合计	15	254.53
债券类产品	指数型	ETF	18	192.64
		LOF	1	4.75
		合计	19	197.39
	债权类总体	合计	19	197.39
跨境类产品	指数型	ETF	31	365.03
		LOF	35	160.56
		合计	66	525.59
	主动型	LOF	17	67.30
		合计	17	67.30
	跨境类总体	合计	83	592.89
场内总体		合计	752	17653.74

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 143 2020 年各基金公司非货币 ETP 产品市占率：前十大管理人合计占比 62.21%



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，截至 2020.12.31

表 86 基金公司 ETP 产品线特色

序号	基金公司	数量 (只)	规模 (亿元)	规模占比	ETP 产品线特色
1	华夏	41	2242.54	12.70%	主要布局 ETF，规模占比 84.83%：宽基 ETF（上证 50、沪深 300）+ 细分行业主题 ETF（芯片、通信、科创等）+ 跨境 ETF（恒生） 封闭基金规模占比 9.38%（华夏 3 年战略配售、华夏创新未来 18 个月）
2	易方达	45	1250.10	7.08%	ETF 布局全面：宽基 ETF（创业板）+ 行业主题 ETF（人工智能）+ 跨境 ETF（恒生、中概股）+ 商品 ETF（黄金） 封闭型固收类基金规模占比 28.98%（易方达 3 年战略配售） 跨境 ETP 业界规模领先（194.88 亿元）
3	招商	24	1128.94	6.39%	聚焦 LOF 产品，规模占比 71.77%：行业主题 LOF（白酒、医药、证

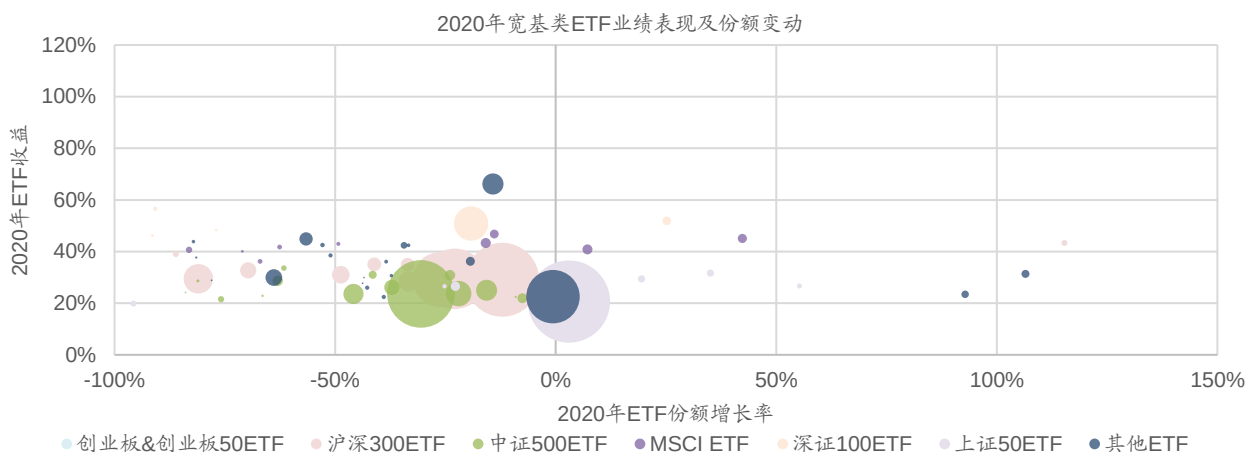
敬请参阅报告结尾处免责声明

					券)+固收 LOF (招商双债增强 C、招商信用添利 A) 封闭型固收类基金规模占比 35.75% (招商 3 年战略配售)
4	国泰	34	1123.57	6.36%	主要布局 ETF, 规模占比 76.62%: 行业主题类 ETF (证券、半导体、军工)+债券 ETF (国债)+跨境 ETF (纳斯达克 100) LOF 规模占比 22.81%: 行业主题类 LOF (食品饮料、新能源车、有色金属)
5	南方	35	1039.68	5.89%	主要布局权益 ETF, 规模占比 58.92%: 宽基 ETF (中证 500)+行业主题类 ETF (证券、有色金属) 封闭型固收类基金规模占比 19.93% (南方 3 年战略配售) LOF 规模占比 18.16% (南方中证 500ETF 联接 A)
6	兴证全球	6	998.25	5.65%	仅布局权益 LOF (兴全趋势投资、兴全合宜 A、全商业模式优选规模均超过 100 亿元)
7	富国	40	889.84	5.04%	主要布局 LOF, 规模占比 80.10%: 风格 LOF (富国天惠精选成长 A)+行业主题 LOF (新能源车、军工、国企改革)+宽基 LOF (中证 500) ETF 规模占比 16.67%: 行业主题类 ETF (军工 ETF)
8	汇添富	40	821.23	4.65%	布局均衡, LOF、封闭、ETF 规模占比均在 30%。 LOF:行业主题 LOF (新能源车、生物科技、证券)+固收 LOF (汇添富纯债) 封闭型基金: 固收封基 (汇添富 3 年战略配售)+权益封基 (汇添富创新未来 18 个月) ETF:行业主题 ETF (国企改革、消费、长三角)+宽基 ETF (中证 800)
9	嘉实	30	764.81	4.33%	核心产品为沪深 300ETF 及其联接, 所有产品中 ETF 规模占比 45.16%: 宽基 ETF (沪深 300、中证 500)+行业主题 ETF (央企)+策略 ETF (基本面) LOF 中的沪深 300ETF 联接 A 规模占比 20.34% 封闭型固收类基金规模占比 21.10% (嘉实 3 年战略配售)
10	华泰柏瑞	11	724.63	4.10%	核心产品为沪深 300ETF, 仅一项产品规模占比 63.13%。 主要布局权益 ETF, 规模占比 99.06%: 宽基 ETF (沪深 300、科创 50)+行业主题 ETF (光伏、红利)
合计		306	10983.59	62.21%	——

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 截至 2020.12

4.附录: 各类 ETP 产品 2020 业绩回顾

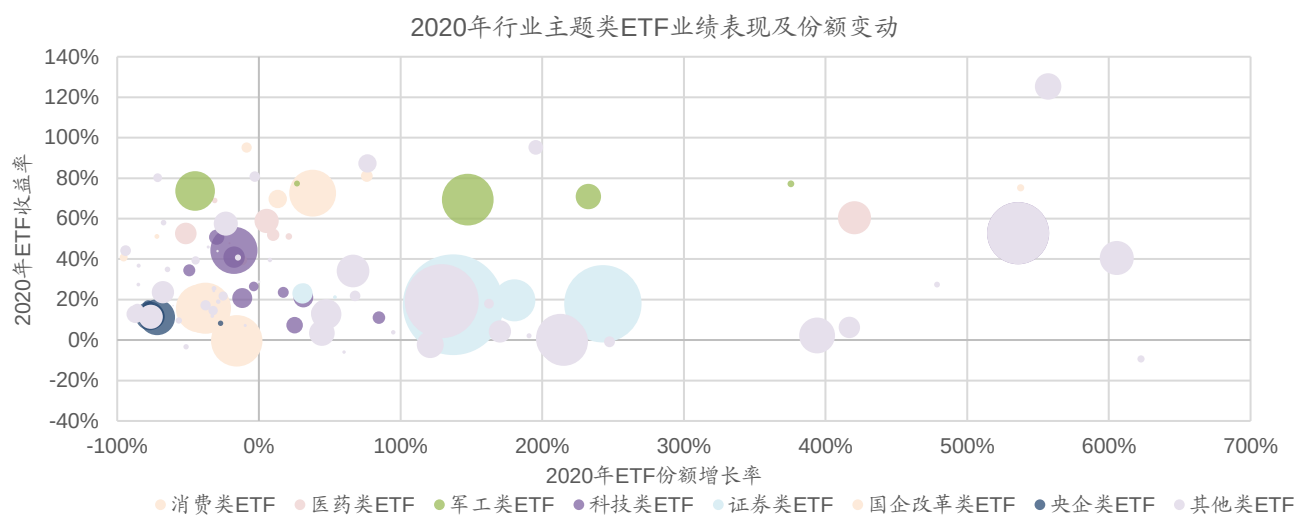
图 144 2020 年宽基类 ETF 收益情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：剔除 2020 年新成立 ETF，气泡大小代表规模

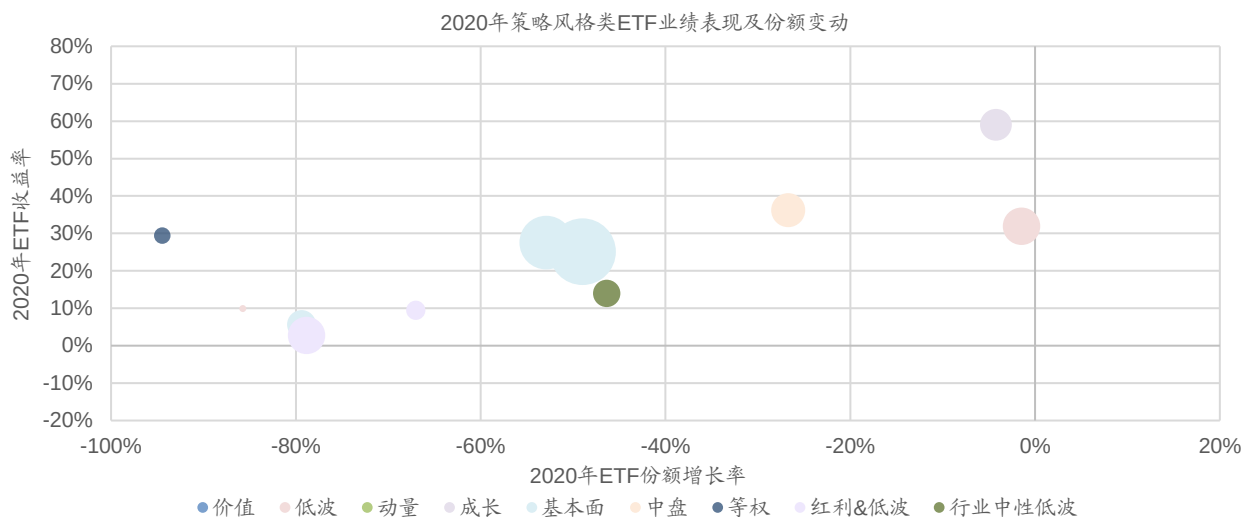
图 145 2020 年行业主题类 ETF 收益情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：剔除 2020 年新成立 ETF，气泡大小代表 2020 年底规模

图 146 2020 年策略风格类 ETF 收益情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：剔除 2020 年新成立 ETF，气泡大小代表 2020 年底规模

表 87 2020 年黄金 ETP 业绩表现

代码	名称	2020 年末份 额-亿份	2020 年末规 模-亿元	2020 年 收益-%	2020 年日均 成交额-万元	产品 形式	总费 率(%/ 年)	2020 规模 变动-亿份
161116.SZ	易方达黄金主题A人民币	2.41	2.08	0.82%	66.14	LOF	1.40	-1.90
164701.SZ	汇添富黄金及贵金属	1.72	1.41	14.55%	11.52	LOF	1.26	-0.35
160719.SZ	嘉实黄金 (QDII-FOF-LOF)	1.53	1.45	13.14%	33.72	LOF	1.26	-0.27
518880.SH	华安黄金 ETF	26.84	102.81	13.81%	169699.35	ETF	0.60	6.06
159937.SZ	博时黄金 ETF	20.78	79.54	13.76%	52535.62	ETF	0.60	5.91
159934.SZ	易方达黄金 ETF	10.13	38.46	13.76%	103307.87	ETF	0.60	3.98
518800.SH	国泰黄金 ETF	1.56	5.92	13.65%	19003.48	ETF	0.60	-1.62
518850.SH	华夏黄金 ETF	0.44	1.70		1205.16	ETF	0.60	0.44
518660.SH	工银黄金 ETF	0.27	1.04		2549.60	ETF	0.60	0.27
159812.SZ	前海开源黄金 ETF	0.21	0.80		490.47	ETF	0.60	0.21
518890.SH	富国上海金 ETF	0.34	1.33		523.95	ETF	0.60	0.62
518860.SH	广发上海金 ETF	0.25	0.97		211.16	ETF	0.60	0.62
518600.SH	中银上海金 ETF	0.62	2.42		2404.62	ETF	0.60	0.34
518680.SH	建信上海金 ETF	0.62	2.44		1464.33	ETF	0.60	0.25

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，注：总费率为管理费与托管费合计

表 88 2020 年油气 ETP 业绩表现

代码	名称	2020 年末 份额-亿份	2020 年末 规模-亿元	2020 年收 益-%	2020 年日 均成交额- 万元	产品形式	总费 率(%/ 年)	2020 规模 变动-亿份
162411.SZ	华宝标普油气 A 人民币	130.47	37.81	-30.31%	9258.31	FOF-LOF	1.28	25.47
501018.SH	南方原油 A	33.67	19.59	-50.69%	3996.84	FOF-LOF	1.28	30.40
160216.SZ	国泰大宗商品	21.28	4.53	-57.49%	777.32	FOF-LOF	1.85	15.81
160723.SZ	嘉实原油	18.05	12.10	-45.54%	2825.57	FOF-LOF	1.28	17.39

敬请参阅报告结尾处免责声明

163208.SZ	诺安油气能源	16.14	7.82	-39.58%	1329.49	FOF-LOF	1.85	15.11
160416.SZ	华安标普全球石油	15.10	12.20	-22.31%	4176.11	股票 LOF	1.28	13.11
161129.SZ	易方达原油 A 人民币	13.45	7.61	-51.70%	2691.47	股票 LOF	1.25	11.59
162719.SZ	广发道琼斯美国石油 A 人民币	5.94	4.54	-19.64%	2344.77	股票 LOF	1.30	5.05

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 注: 总费率为管理费与托管费合计

表 89 2020 年跨境权益 ETP 业绩表现

投资区域	管理方式	数量-只	年底规模-亿元	2020 年平均收益率	2020 年收益率-MAX	2020 年收益率-MIN
中国香港	总计	32	329.08	2.61%	46.22%	-17.28%
	指数型	30	324.98	0.35%	46.22%	-17.28%
	主动型	2	4.10	33.22%	45.92%	20.53%
美国	总计	12	117.58	11.77%	36.73%	-30.31%
	指数型	12	117.58	11.77%	36.73%	-30.31%
全球	总计	8	53.57	0.73%	46.71%	-39.58%
	指数型	6	43.61	12.20%	46.71%	-22.31%
	主动型	2	9.96	-10.73%	18.11%	-39.58%
境内&中国香港	总计	11	25.51	14.79%	37.58%	-14.72%
	指数型	11	25.51	14.79%	37.58%	-14.72%
德国	总计	1	10.53	2.85%	2.85%	2.85%
	指数型	1	10.53	2.85%	2.85%	2.85%
日本	总计	4	2.73	12.05%	15.01%	5.55%
	指数型	4	2.73	12.05%	15.01%	5.55%
印度	总计	1	1.32	5.15%	5.15%	5.15%
	主动型	1	1.32	5.15%	5.15%	5.15%
美国&中国香港	总计	1	1.24	47.32%	47.32%	47.32%
	主动型	1	1.24	47.32%	47.32%	47.32%
法国	总计	1	0.53			
	指数型	1	0.53			
金砖四国	总计	2	0.27	2.14%	2.78%	1.50%
	指数型	1	0.13	1.50%	1.50%	1.50%
	主动型	1	0.15	2.78%	2.78%	2.78%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 90 跨境债券 ETP 业绩表现

投资区域	管理方式	基金名称	2020 年末份额-亿份	2020 年份额变动率	2020 年底规模-亿元	2020 年日均成交额-万元	总费率(%/年)	2020 年收益率
全球	主动型	海富通美元收益人民币	0.28	-47.85%	0.29	8.19	1.15	-3.14%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 注: 总费率为管理费与托管费合计

三、2020 年银行理财年度报告

1. 市场与政策回顾

敬请参阅报告结尾处免责声明

1.1.改革与转型共进，新规前后银行理财发展历程回顾

资产管理市场作为连接资金端和资产端的重要环节，其中银行理财业务又占据中国资管市场主导地位。理财业务自 2013 年高速增长以来，伴随着同业业务的扩张与不规范，已经积累了大量风险，并为此后监管环境的变化和理财整改的困难埋下伏笔。

资管新规发布后，银保监会先后出台了十多项资管监管规则，基本构建起较为系统的资管制度框架，银行理财方面，发布了理财新规、理财子公司管理办法、理财子公司净资本管理办法、理财产品销售管理规则等等配套细则，正在制定流动性管理规则和大额风险管理办法，以银行理财公司为重点的制度体系正在加速形成。

2020 年，疫情突如其来，我国经济承受较大压力，整体经济在一季度大幅下滑后，连续两个季度修复反弹，呈现“V”型修复格局。金融市场层面，受疫情影响，利率市场出现大幅震荡，信用违约事件频现，海外市场不确定性加大，在经济压力较大的时期，政策的节奏适度放缓，通过政策时间调整给予经济恢复喘息的空间，保证不发生系统性风险，维护金融体系的稳定。7 月 31 日，央行发布《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》公告，将原本在 2020 年底结束的资管新规过渡期延长至 2021 年底，延长资管新规过渡期主要考虑疫情对经济金融的冲击，金融机构资产管理业务规范转型面临较大压力，不涉及资管新规相关监管标准的变动和调整，净值化转型定力依旧。

从增长趋势看，银行理财从 2017 年开始，收到严监管及资金面趋紧等因素影响，规模增速减缓，彼时在严监管氛围下市场倾向于严理解，但是由于缺乏业务层面的操作细则和对部分条款存在认识模糊地带，导致银行理财业务在资管新规发布后一段时间内几乎陷入“停滞”——表现在数据层面，2018 年 6 月末，非保本理财产品余额 20.88 万亿元，创下历史上最大幅度的规模收缩。随着资管新规、理财新规相继落地，有关银行理财的各类监管细则不断发布，银行理财未来的发展方向也逐步清晰。自 2019 年开始，理财规模企稳并保持稳健增长，新老产品更迭，同业理财持续缩量，非保本理财规模同比增速由负转正，截至 2019 年底达到 23.4 万亿元。2020 年以来，银行理财进入新的发展阶段，随着理财子公司的逐步开业，符合新规产品的不断推出，银行理财存量规模展示出了崭新的上扬势头。2020 年年初开始一度保持 10% 以上的同比增速，表现出可持续发展的良好态势。在产品总规模稳步增长的同时，金融机构倾向做大做精理财产品，提升理财产品品牌知名度和影响力，单只产品的平均规模从 2019 年底的 5.1 亿元上升至 2020 年底的 6.7 亿元，增长 31%。

图 147 银行理财大事回顾与理财产品规模变化（2017-2020 年）



资料来源：华宝证券研究创新部

1.2.压力与动力并行，疫情冲击不改净值化转型方向

转型的压力有即成的，也有潜在的——对理财产品的转型有核心影响的政策既有已经发布且实施的，如资管新规、理财业务及理财子公司管理办法、标准化债权资产认定办法、理财子公司净资本管理办法、金融消费者权益保护办法；也有征求意见待发布的，如现金管理类理财产品新规、理财子公司产品销售管理办法。

从转型趋势上看，尽管资管新规延期一年，但这次延期大概率不会出现二次变数，意味着理财净值化转型开弓没有回头箭，并且速度会越来越快。从结果上看，理财子公司加速开业，净值型产品占比不断提升（到2020年底已接近7成），同业理财占比已不足2%，转型速度可观；但与此同时，嵌套类产品规模（不含公募基金）仍有8.93万亿，其中主要包括非标投资和资管委外。

转型的压力一方面来自于资产端——超长期和风险资产的处置；一方面来自负债端——真净值型产品的销售压力。资产端的问题是个性化问题，家家有本难念的经：优质资产大多通过新产品承接的方式完成净值化改造，但风险资产或超长期资产的处置核心还是在于能否顺利回表。回表的障碍通常有两个：能不能回和好不好回。能不能回指的是表内监管指标是否空间充足能够承接并消化这类资产；好不好回则在于不同部门权责划分和利润分配的公平性问题。负债端的问题是共性问题，是否有持续的资产管理能力和投资者教育能力的输出，目前各个已经成立理财子公司的银行都在这两方面持续努力，但进展速度还是各有差异的，有些权益自主投资团队已经到位，有些专业投顾的培训已经如火如荼，然而有些则连子公司与母行资管部门的关系还没有理清。

转型的动力则一方面来自于经济增速下行带来的高收益低风险资产的系统性减少，另一方面则来自于部分资产风险逐步暴露所引发的对以往预期收益型产品模式的可持续性担忧。标准化资产有交易形成的价格，买者自负的投资者认知与业务形态的形成，对于整个资产管理行业的良性发展至关重要。

2019年以前，银行理财产品的转型属于纯被动的；2019年随着理财子公司的开业，进入领头羊带路的阶段；2020年先锋军们已经逐步开始进行规模和产品创新的竞争，后起之秀也跃跃欲试希望为财富管理新时代谋求一个相对高一些的起点。

表 91 2018 年以来与银行理财业务相关的重要政策汇总

时间	发布机构	政策名称	重要内容
20180427	人民银行、银保监会、证监会、外汇局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	统一法律关系，明确基本原则，统一证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司等各类证券期货经营机构私募资管业务监管规则，消除监管套利。系统界定业务形式，厘清资产类别。基本统一监管标准，强化重点风险防控，补齐制度短板。设置过渡期，整改过渡时间为2020年12月31日。
20180720	人民银行	《关于进一步明确规范金融资产管理业务指导意见有关事项的通知》	投资范围上，明确公募银行理财可以投资非标、明确可以发行老产品投资新资产。估值方法上，封闭期在半年以上的定开式理财产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍；现金管理类理财产品暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。资产处置方面，对需要回表的存量非标提供调整MPA参数、支持发

			行二级资本债补充资本；对过渡期结束后难以回表的存量非标以及未到期存量股权采取适当安排妥善处理。
20180928	银保监会、证监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	销售管理上，降低公募理财销售起点从5万至1万，拉近与公募基金距离，投资范围上，明确公募理财可以投资非标，增加10%的集中度限制，但投资上市公司股票还需另行制定，银行理财不得发行分级理财产品。
20181202	银保监会	《商业银行理财子公司管理办法》	要求理财子公司注册资本大于10亿元，一次性实缴货币资本，划分业务范围和投资范围，理财子公司可以发行分级理财产品；非标投资不得超过理财产品净资产的35%。
20190807	中国银行业协会	《商业银行理财产品估值指引（征求意见稿）》	首次明确了银行理财产品的估值方法。1.指引仅针对非保本理财产品 2.明确银行对理财产品估值时可参考本指引，但不能免除其作为估值责任人的相关责任 3.金融资产和负债坚持公允价值计量原则，若选取摊余成本法应同时具备以下条件：一是会计准则允许划分为以摊余成本计量的金融资产(AC)或其他金融负债。二是央行、银保监会等监管机构允许采用摊余成本进行估值 4.不同理财产品持有的同一种底层资产的估值原则、程序及技术应当一致。
20191018	银保监会	《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》	从产品设计、风险计量、风险控制和销售管理四方面入手，对当前业务发展中存在的突出问题和乱象进行严格规范。具体来看，一是产品设计不合规，假结构产品依然存在；二是风险计量不准确，导致资本充足率、杠杆率等关键指标计算结果出现偏差；三是业务体量与风控能力不匹配，部分不具备衍生品资格的银行依然在开展结构性存款业务；四是宣传销售不规范，部分银行强化了存款人对于结构性存款收益的“刚兑”预期。
20191129	银保监会	《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》	《净资本管理办法》是《理财子公司办法》的配套监管制度，充分借鉴了同类资管机构的净资本监管要求，并根据资管新规、理财新规提出的新要求和商业银行理财子公司特点进行了适当调整。 根据《净资本管理办法》，理财子公司净资本管理应当符合两方面标准：一是净资本不得低于5亿元人民币，且不得低于净资产的40%；二是净资本不得低于风险资本，确保理财子公司保持足够的净资本水平。自2020年3月1日起施行。
20191227	人民银行、银保监会	《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求	现金管理类理财产品迎统一规范，对投资范围、投资限制、流动性、杠杆水平、久期管理、

敬请参阅报告结尾处免责声明

		意见稿)》	估值方式、进行规范,过渡期自《通知》施行之日起至 2020 年底。
20200508	银保监会	《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》	非标投资受限,非标占比不超过 50%;明确限定投资者人数,监管强调信托私募性质;放开回购业务,促进标准化债权类信托业务发展。
20200624	人民银行、银保监会、证监会、外汇管理局	《标准化债权类资产认定规则》	对标准化债权类资产的认定条件提出要求,明确界定标准化债权的认定标准和范围,在划定“标债”范围的基础上,《认定规则》对资管新规中的 5 条标准进行进一步解释,并给予认定途径。明确界定非标准化债权类资产种类,将“非非标”认定为“非标”债权资产,厘清模糊边界,确认投资“非标”的限制范围。
20200731	人民银行	《优化资管新规过渡期安排引导资管业务平稳转型》	延长资管新规过渡期到 2021 年底,同时建立健全激励约束机制,完善配套政策安排,平稳有序推进资管行业规范发展。提出“过渡期适当延迟+个案处理”制度安排。
20200918	人民银行	《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》	建立完善有利于保护金融消费者权益的金融监管体系,保护金融消费者长远和根本利益。强调金融产品销售适当性,合理划分金融产品和服务风险等级以及金融消费者风险承受等级,将合适的金融产品或者服务提供给适当的金融消费者,并加强统筹开展金融消费者教育。
20201225	银保监会	《商业银行理财子公司产品销售管理办法(征求意见稿)》	作为《商业银行理财子公司管理办法》配套监管制度,对理财产品销售机构风、风险管理与内部控制、理财产品销售管理、销售人员管理、投资者合法权益保护、监督法律责任以及附则进行规定。具体来看:1.界定理财销售机构,理财子公司产品仅能在本公司、其他接受代销的理财子公司和银行业金融机构开展;2.坚持“卖方尽责”,保护投资者利益3.建立产品发行方和销售方的双向产品评级制度;4.加强理财销售人员管理,销售人员培训不得少于 20 小时。

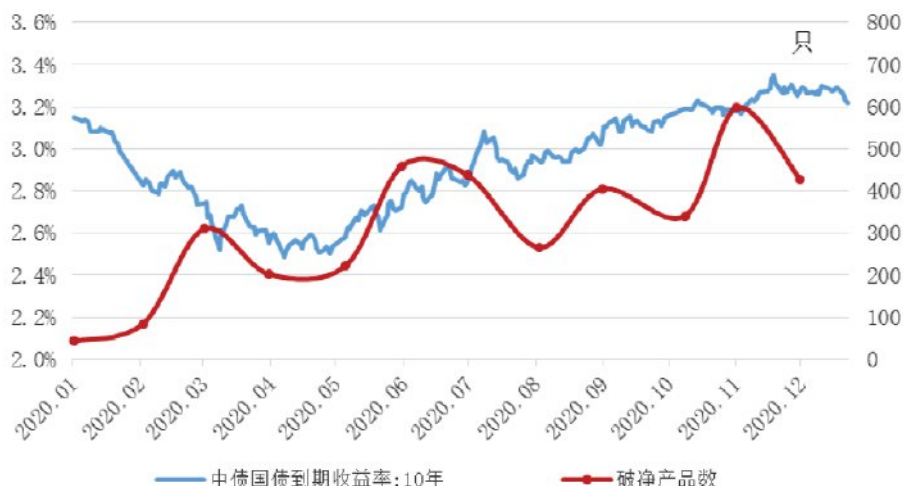
资料来源:华宝证券研究创新部

2. 银行理财市场 2020 年变化

2.1. 打破刚兑,理财产品净值破 1

2020 年 5 月,多家银行公告显示旗下理财产品净值破 1,根据《中国银行业理财市场年度报告(2020 年)》统计,2020 年全年新发行的产品中,有 2164 只产品曾发生过跌破初始净值的现象,约占全部产品总数的 3%,到 2020 年底,428 只产品仍低于初始净值,占当年发行产品总数的 0.6%。

图 148 债券市场走势与破净产品数关系



资料来源：银行业理财登记托管中心、华宝证券研究创新部

短期市场扰动不改银行理财产品稳健属性

破净产品绝大多数为刚成立不久的固收类理财，风险等级多在 R2 及以下。出现亏损的理财产品主要是 2020 年新发行的，由于成立时间较短，累积的票息不足，加之遇到年初债券市场大幅波动，随着复产复工加快、货币政策宽松节奏有所放缓，市场宽松预期遇冷，债券市场价格的下跌导致资本利得受损，净值就会出现回撤、破净。本次冲击较大的是在破净期开放的短期产品，赎回压力较大，而新发的大部分封闭式、较长期限的理财产品即使净值回撤，但短期内没有赎回压力，后续随着债市进入平稳期，资本利得开始回稳，加上整体债券票息收益，使得产品组合能够抵抗短暂的冲击，最终获得正收益。

重塑投资者经验认识，理财产品破净并非坏事

基于银行保本保收益等历史原因，对于稳健型理财产品人们逐渐形成了一种经验认知——即可以放心购买，不会亏损，但 2020 年经历的事实正在重塑人们的认知。打破刚兑不是口号，尽管距离资管新规发布已经快 2 年的时间，投资者也从不同的渠道接收到理财产品需要自负盈亏不再保本保收益的讯息，然而在面对真实的净值波动时，也难以避免因为情绪恐慌，对银行零售渠道造成短期安抚投资者情绪的压力。

目前来看，理财产品净值破 1 作为偶发群体性事件，虽然对投资者造成了一定冲击，但并非一件坏事，变相给广大投资者上了一节生动的投教课。对银行理财来说，转型的一大压力便是来自负债端，过去长期的预期收益型产品给客户带来的保本保收益的影响是净值化转型中最大的障碍，当理财产品破净事实摆在习惯于保本保收益的投资者面前时，投资者才能对“买者自负”有切身体会，真正意识到银行理财产品不再保本，预期收益仅为投资参考的现实。未来，随着投资者金融知识水平的提升，投资能力不断进步，在大的市场变化环境下，包括货基收益率的下行，取消保险年金产品 4.025 的预定利率下限，各类资管产品的收益变化和资管机构会持续输出投资者教育，客户保本保收益的习惯迁移难度或许不如想象的那么大，会有一个逐步转化的时间，而这个转化时间是银行加强投资管理能力、输出投资者教育的时间窗口。

银行理财投资者结构分化，考验银行投资者教育能力

随着理财产品净值化转型，银行理财原有投资者结构出现分化。部分风险偏好特别低的投资者因为难以接受产品净值波动而退出理财投资转向更低风险的存款，追求更高收益的投资者转移到基金投资领域。现阶段，理财投资者教育能力输出可以从分层客户管理和分阶段客户引导两个方面进行。分

层客户管理主要是在投资者结构分化的基础上，做到留住核心客户、培养重点客户、优化一般客户。分阶段客户引导则是要做好售前规划、售中讲解、售后持续建议。

2.2.交叉代销，理财子产品销售渠道多元化

早在《理财子销售办法》征求意见稿公布之前，多家理财子公司就在布局代销渠道，彼时对于代销机构的认定尚不清晰，对互联网渠道销售仍抱有期待，销售办法出台后，理财产品销售机构范围被划定为发行理财产品的银行理财子公司和代理销售机构，代理销售机构现阶段为其他银行理财子公司和吸收公众存款的银行业金融机构。

目前，理财产品的渠道主要有三大类型：一是银行母行，作为传统的销售渠道，母行仍是理财产品的最主要销售渠道；二是母行之外的其他银行，交银理财、建信理财、光大理财、兴银理财、信银理财、杭银理财、宁银理财等理财子公司均铺设了他行销售渠道；三是理财子公司，但理财子公司的建设目前仍处于初步发展阶段，自有销售渠道不足，暂未看到理财子公司之间的代销模式。

2019年5月建信理财和工银理财正式开业，标志着理财子公司正式登上资管市场的舞台，理财子公司产品也逐步走入大家的视野。银行机构与理财子公司产品同步推行，不同银行机构的理财转型出现分化，银行理财子公司的理财产品逐渐走出母行的销售渠道，已有多家银行上线了他行理财子公司的理财产品。具不完全统计，国有行中，交通银行代销中银理财、兴银理财、招银理财、中信理财产品；股份行中，招商银行、中信银行代销交银理财、兴银理财等理财子公司产品；城商行中，宁波银行、江苏银行代销多家理财子公司产品；以百信银行、微众银行为代表的互联网银行成为光大理财、交银理财等的外部销售渠道，各行之间的销售联动开始加强。

表 92 部分银行代销他行理财子公司产品一览

代销机构	代销其他理财子公司产品
交通银行	中银理财、兴银理财、招银理财、中信理财
招商银行	交银理财、建信理财、兴银理财、光大理财
中信银行	交银理财、兴银理财
兴业银行	光大理财
宁波银行	交银理财、招银理财
江苏银行	中银理财、兴银理财、宁银理财、杭银理财、光大理财
杭州银行	光大理财
百信银行	光大理财
微众银行	交银理财、兴银理财、平安理财

资料来源：华宝证券研究创新部

交叉代销模式兴起，合作打造双赢局面

原先在理财子成立初期，大部分理财子公司就制定了以母行渠道为主，互联网渠道、直销渠道、同业代销等渠道为辅的全渠道体系策略，而《理财子销售办法》的发布使得理财子公司不得不暂时下架互联网渠道上的产品推广。在母行渠道不变，互联网代销渠道暂时违规的情况下，理财子公司想要拓展新用户，只能从同业代销和直销渠道出发，因此，交叉代销模式的兴起是拓宽销售渠道的必然选择，更是理财子公司和中小银行的双赢选择。首先，从理财子公司的角度看，除了母行渠道扶持外，需要发掘新的外部渠道实现获客，通过其他银行代销理财产品，有利于拓宽销售渠道，扩大客户接触面，提升品牌影响力和知名度。其次，对于中小银行来说，由于自身产品创设能力不足，代销其他理财子公司产品能够更好完善产品线，满足自有客户需求，增强存量客户粘性，提升客户留存度。

通过直销、代销共同完善有效的销售渠道布局

敬请参阅报告结尾处免责声明

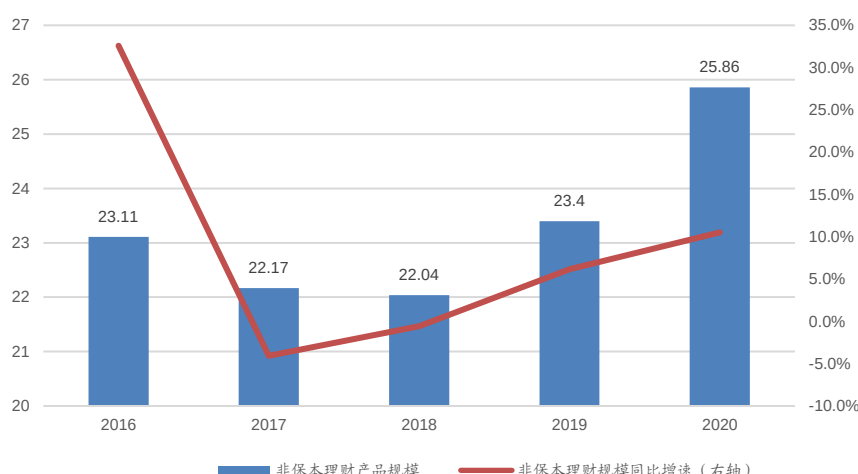
在渠道方面，需要划分区域选择理财产品的直销或代销。在具有优势储备的强势地域，更适合建立直销团队，加强对客户的把控和了解程度，更有利于在提升理财产品渗透度的同时，摸清该区域客户的理财需求，对不同场景、不同客户画像的理财产品需求进行汇总分析，从而辅助理财产品的设计进步与迭代升级。而对于没有网点覆盖但具有较大客户挖掘潜力的区域而言，可以初期以同业合作的形式，代销本行理财产品，做到区域覆盖。与此同时，在代销的同时，针对这类没有网点的区域，根据实际的零售客户挖掘难度与拓展成本，确认是否有进行自建直销渠道的必要，在重点核心区域，有选择的完善团队自建。

3. 银行理财市场概况

3.1. 全市场理财产品概况

2020 年，以净值化转型为重点，银行理财业务规范发展稳步推进。根据银行理财登记托管中心数据显示，截止 2020 年底，银行理财市场规模达到 25.86 万亿元，同比增长 6.90%。分机构类型看，银行机构与理财公司的规模占比约为 7:3，共有 331 家银行机构存续理财产品 19.19 万亿元，占全市场比例为 74.21%；20 家已正式开业的理财公司存续余额 6.67 万亿元，占全市场比例为 25.79%。银行理财公司和外资控股公司的陆续成立，为银行理财市场注入新生力量，也标志市场格局进一步向专业化方向演进。

图 149 理财产品规模（万亿元）与同比增速情况（%）（2016-2020 年）



资料来源：银行业理财登记托管中心、华宝证券研究创新部

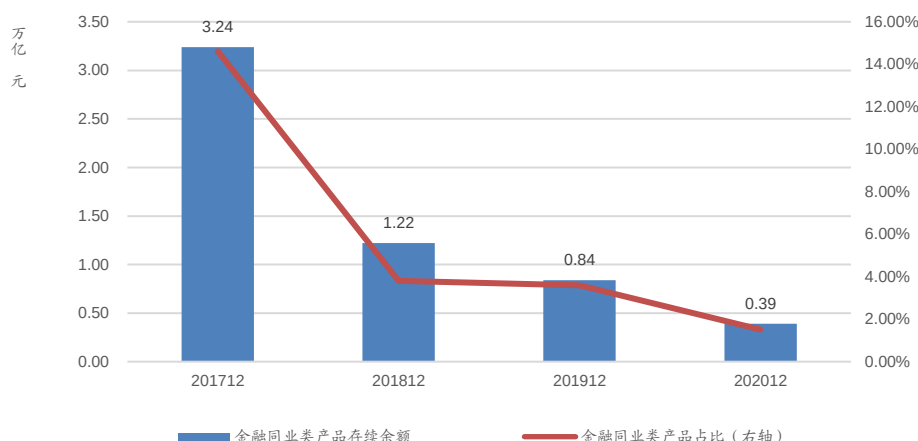
需要说明的是，资管新规和理财新规公布后，银行理财业务相关定义和口径发生了变化，银行业理财登记托管中心对非保本理财进行专项统计，不再披露保本理财产品数据，因此 25.86 万亿元仅为非保本理财规模。从存量银行理财市场结构看，呈现出保本理财逐步退场，同业理财持续压缩、嵌套投资规模缩减，净值型产品规模和占比持续提升、以开放式运作为主、投资收益维持稳定等几大特点。

保本理财逐步退场，压降幅度超 90%。2018 年，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式出台。资管新规明确资产管理业务不得承诺保本保收益，打破刚性兑付，明确了银行理财产品的非保本属性。2020 年 7 月，考虑到今年以来新冠肺炎对经济金融带来的冲击，央行发布《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》公告，将原定于 2020 年底结束的过渡期延长到 2021 年底。在资管新规和理财新规的推动下，各银行机构开始逐步压降保本理财产品，通过暂停新发保本理财、存续到期或提前赎回等形式压降保本理财规模，已有杭州银行、兴业银行在 2020 半年报中披露保本理财产品余额已压降为 0。

根据银行理财登记托管中心数据显示，资管新规发布前，保本理财产品约占全部理财（保本+非保本）产品规模的 30%，与资管新规发布前相比，目前保本理财的规模压降幅度超 90%。根据我们的估算，若以 2018 年底保本理财 22.04 万亿元规模进行推算，截止 2020 年底，存续的保本理财规模大约不到 1 万亿元，占全部理财（保本+非保本）的产品规模约为 3% 左右。

同业理财压缩之势不改，占比不足 2%。根据银行理财登记托管中心数据显示，截至 2020 年底，同业理财存续余额 0.39 万亿元，同比减少 53.86%，同业理财占全部理财产品的比例不足 2%，相较 2017 年初的高点 23% 下降超 21 个百分点，“资金空转”现象显著减少。

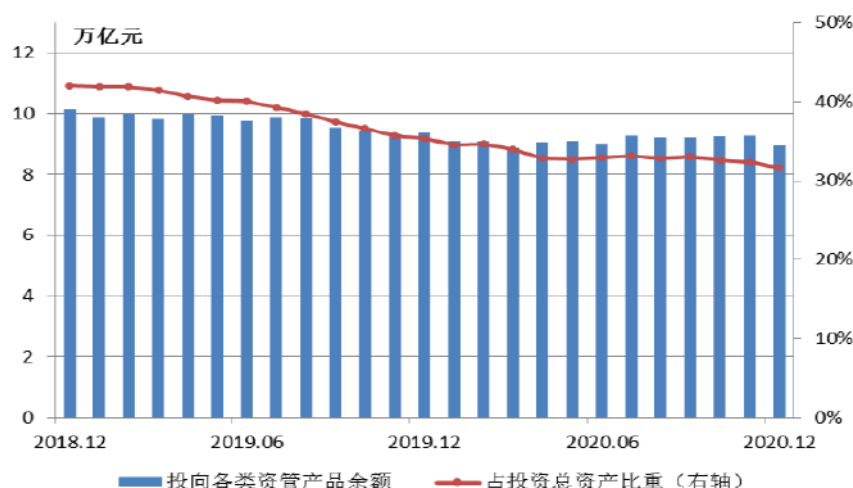
图 150 金融同业理财产品规模与占比（2017-2020 年）



资料来源：银行业理财登记托管中心、华宝证券研究创新部

嵌套投资规模持续缩减。根据银行理财登记托管中心数据显示，理财产品通过各类资管产品嵌套投资规模明显下降，截止 2020 年底，嵌套投资规模（不含公募基金）为 8.93 万亿元，同比降幅 4.7%，较资管新规发布前大幅减少 25.71%。从资产投向看，银行理财投资非标规模为 3.15 万亿元。

图 151 理财产品投向各类资管产品余额及占比情况（2018-2020 年）



资料来源：银行业理财登记托管中心、华宝证券研究创新部

净值型产品规模近 7 成。根据银行理财登记托管中心数据显示，截至 2020 年底，净值型理财产品存续余额为 17.4 万亿元，占全部理财产品存续余额的 67.28%，同比提升 59.07%，净值型产品规模和占比持续提升，其中又以开放式净值型产品为主，开放式净值型产品占全部净值型产品的 81%。

开放式理财产品占比约达 8 成。无论从资金募集方式，还是存续规模角度看，开放式运作的银行理财产品的规模和占比不断提升。根据银行理财登记托管中心数据显示，截至 2020 年底，开放式理财产品存续余额为 20.39 万亿元，占比为 78.85%，同比提升 6.27%。

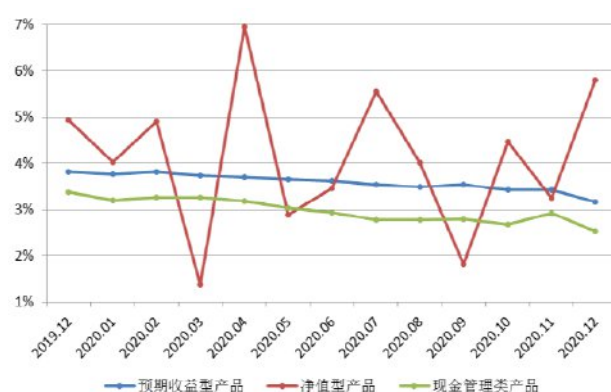
理财产品收益满足居民投资者稳健增值需求。2020 年，理财产品为投资者兑付收益 9932.5 亿元，同比增长 7.13%，全年封闭式理财产品的兑付客户平均收益率为 4.05%。从新发理财产品看，2020 年新发行封闭式产品加权收益率 3.93%，现金管理类产品的收益率保持在 3% 左右，除净值型理财收益率波动较大外，理财产品收益率相对稳定。

图 152 理财产品兑付客户平均收益情况（2013-2020）



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

图 153 新发行理财产品收益率走势图（2017-2020）



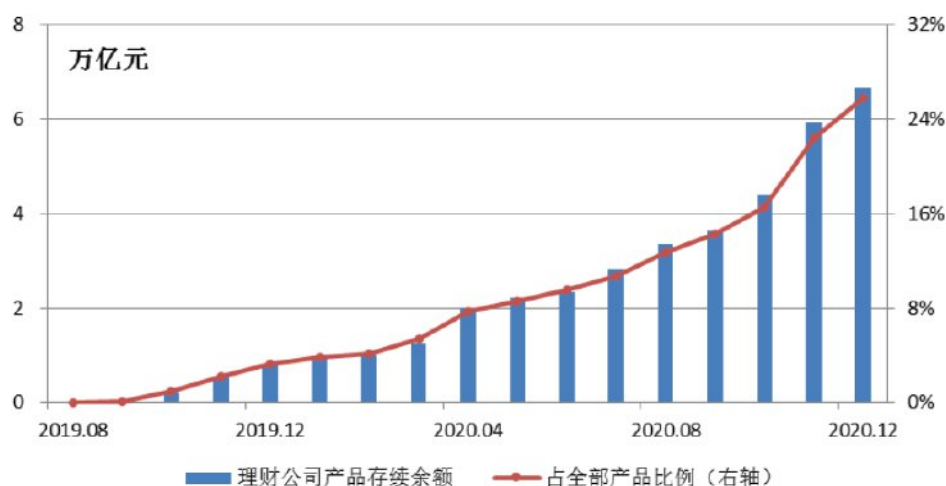
资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

3.2. 理财子公司产品概况

截至 2020 年底，共计 40 家银行公告设立理财子公司，已有 24 家理财子公司获批筹建，包括 6 家国有银行、9 家股份制银行、6 家城商行、1 家农商行和 2 家外资控股理财子公司，其中 20 家理财子公司已正式开业。

2020 年，理财子公司发行 3265 只理财产品，存续余额 6.67 万亿元，占全市场比例为 25.79%，随着具备第三方托管业务资格的理财子公司的悉数开业，理财子公司产品登上舞台，产品规模占比不断提升。

图 154 理财子公司产品月末存续余额及占比走势（2019-2020 年）



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

数量上以自主发行产品为主，规模上母行划转占比过半。根据银行理财登记托管中心数据显示，截至 2020 年底，理财子公司存续的 3627 只产品中，自主发行与母行划转的产品数量占比为 8:2，数量上以自主发行产品为主；自主发行与母行划转的规模占比为 4:6，规模上母行划转的产品占比过半，那么根据数据推导可得，理财子公司自主发行与母行划转的单只产品规模比约为 1:6。

现金管理类产品存续规模近半。理财子公司共存续 53 只现金管理类产品，存续余额 3.25 万亿元，占理财子公司全部产品的 48.70%。

理财子产品估值方式披露清晰化，以公允价值法+摊余成本法为主。2019 年 8 月银行业协会发布《商业银行理财产品估值指引（征求意见稿）》，明确银行理财产品的估值方法，对银行理财所有可投资产的估值原则和估值方法做出详细阐述。在坚持公允价值计量的核心原则下，对满足条件的金融资产允许采用摊余成本法进行估值。根据我们的统计，截至 2020 年底，理财子公司产品在产品说明书中披露估值原则中，88%以公允价值法+摊余成本法进行估值，2%的产品提到通过影子定价法对可能偏离估值的净值进行调整。理财子产品估值方式的逐步清晰化，使得产品净值生成更及时反映基础金融资产的收益和风险，有助于应对资管新规产品净值化转型要求。

3.2.1. 产品类型

按产品发行数量统计，自 2019 年 6 月理财子公司成立以来，不同投资类型的产品发行数量占比分别为：固定收益类 81.8%、混合类 16.6%、权益类产品 1.6%。

表 93 各家理财子公司不同类型理财产品发行数量一览（201906-202012）

银行类型	理财子公司名称	固定收益类	混合类	权益类	总计
国有行	工银理财	467	261	5	733
	建信理财	531	28	28	587
	交银理财	380	57		437
	农银理财	126	82		208
	中银理财	347	68		415
	中邮理财	46	16	1	63
股份行	光大理财	72	13	3	88
	平安理财	38	1		39
	信银理财	46	9	1	56
	兴银理财	117	10	3	130
	华夏理财	1			1
	招银理财	167	19	9	195
城商行	杭银理财	116	1	5	122
	徽银理财	81		1	82
	南银理财	8	1		9
	宁银理财	3			3
	苏银理财	3			3
	青银理财	42			42
农商行	渝农商理财	25	2		27
外资控股	汇华理财	1	1		2

资料来源：普益标准、华宝证券研究创新部

3.2.2. 发行期限

产品期限方面，理财子公司封闭式产品期限较长。截至 2020 年底，理财子公司存续的封闭式产品中，期限一年（不含）以上的产品的存续余额占比 78.40%，较行业平均水平高 42.20 个百分点。

不同投资类型的产品期限存在较大差异，混合类和权益类产品中一年期以上占比超八成。自理财子公司成立以来，按照不同投资类型统计理财子公司的产品期限，固定收益类产品在一年期以上的发行数量占比约为 50%，而混合类、权益类产品一年期以上发行数量占比分别为 82%和 88%，值得一提的是，权益类产品三年期以上发行数量占比 65%，远超固定收益类和混合类产品。

表 94 不同投资类型、不同发行期限的理财子公司产品发行数量占比（201906-202012）

	≤1 个月	1-3 个月	3-6 个月	6-12 个月	1-3 年	3 年以上	未公布	总计
固定收益类	4%	4%	10%	22%	52%	7%	4%	100%
混合类	2%	3%	3%	9%	66%	17%	2%	100%
权益类	8%	0%	0%	3%	23%	65%	8%	100%
总计	4%	4%	9%	20%	54%	9%	4%	100%

资料来源：普益标准、华宝证券研究创新部

3.2.3.业绩比较基准

业绩比较基准方面，理财子公司成立以来，产品发行的平均收益率 4.33%。固定收益类产品的平均发行业绩比较基准为 4.23%，混合类产品的平均发行业绩比较基准为 4.54%，权益类产品的平均发行业绩比较基准为 6.36%。

表 95 不同投资类型、不同发行期限的理财子公司产品发行平均业绩比较基准（201906-202012）

	≤1 个月	1-3 个月	3-6 个月	6-12 个月	1-3 年	3 年以上	未公布	总计
固定收益类	2.86%	3.56%	3.88%	4.08%	4.40%	4.83%	3.93%	4.23%
混合类	3.78%	3.56%	3.83%	4.19%	4.53%	4.98%	4.30%	4.54%
权益类	6.00%			4.81%	5.20%	6.86%		6.36%
总计	2.96%	3.56%	3.87%	4.10%	4.44%	5.10%	3.98%	4.33%

资料来源：普益标准、华宝证券研究创新部

3.3.净值型理财

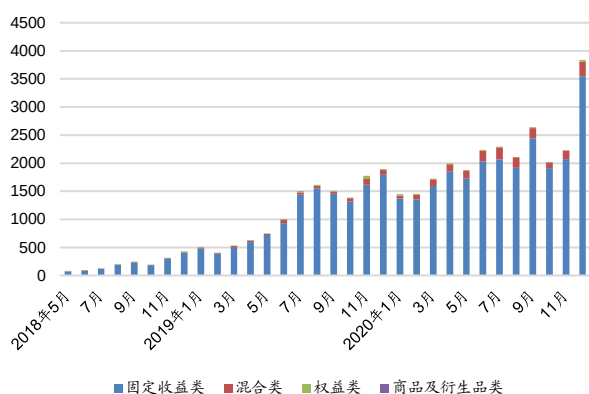
2020 年，以净值化转型为重点，净值型产品规模和占比持续提高。但官方报告对净值型理财的数据披露有限，我们通过对净值型理财的发行数据进行分析，统计净值型理财发行的产品类型、产品期限和产品收益分布情况。

3.3.1.产品类型

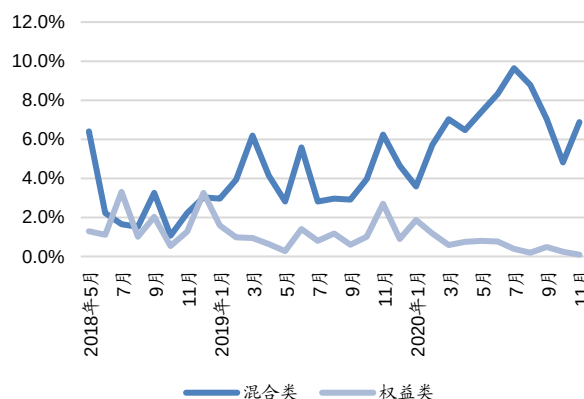
净值型理财的产品类型以固定收益类为主，混合类产品发行数量有所提升。从整体发行趋势看，除 12 月季节性因素影响外，2020 年净值型理财产品的月度发行数量维持在 2000 只左右，其中固定收益类产品仍占 90%以上的绝对比重，混合类净值型理财产品数量在 2020 年 1-7 月呈现显著增长，占比从 4%翻倍增长至 10%左右。混合类产品的发行和理财子公司的设立关系密切，2019 年底集中成立的 10 余家理财子公司正式推出新产品体系，布局和试水混合类产品，而在 2020 年 9 月后，又有近 6 家理财子公司开业运营，因此，混合类产品的发行占比再次小幅提升。

图 155 不同产品类型净值型理财产品的发行数量趋势

图 156 混合类产品发行数量占比有所提升



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

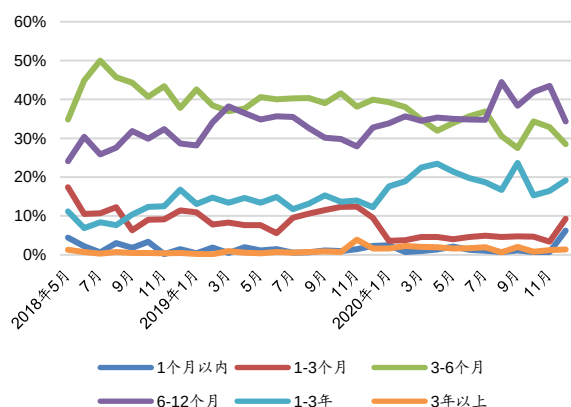


资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

3.3.2. 产品期限

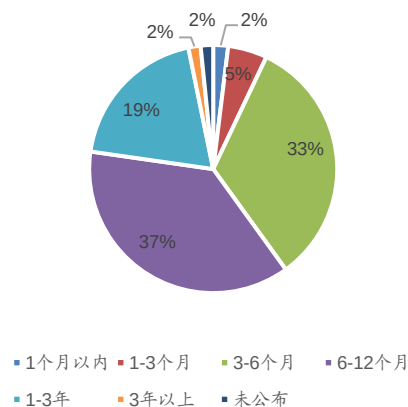
从发行期限看，净值型理财以 3 个月至 1 年期限的产品为主。3 个月以内的净值型产品发行数量占比 7%，3-6 个月净值型产品发行数量占比 33%，1-3 年净值型产品发行数量占比 19%，3 年以上净值型产品发行数量占比 2%。

图 157 各期限净值型银行理财产品发行占比趋势



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

图 158 2020 年净值型产品发行期限分布



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

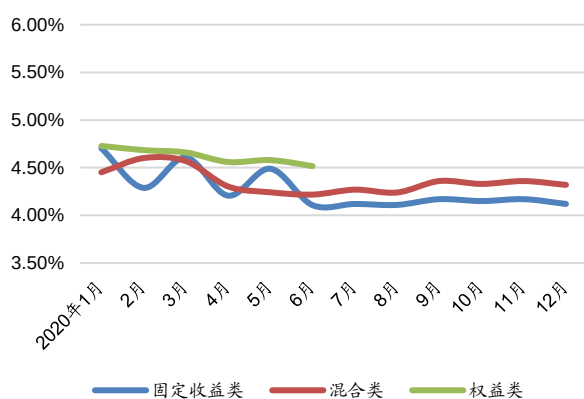
3.3.3. 产品收益

按不同产品类型看，2020 年固定收益类净值型理财产品的发行业绩比较基准 4.25%，同比下降 14bp；混合类净值型产品的发行业绩比较基准 4.34%，同比下降 26bp；权益类净值型理财产品的发行业绩比较基准 4.74%，同比下降 87bp。

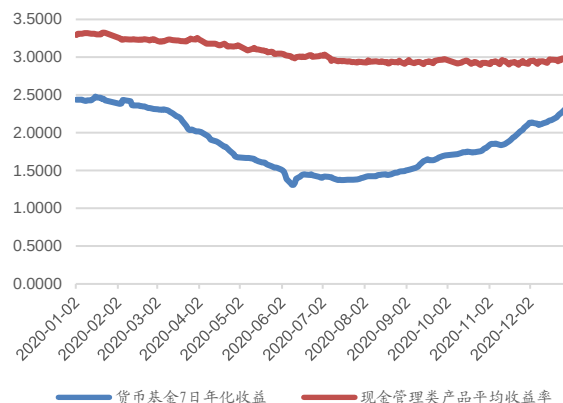
相比货基 7 日年化收益的浮动变化，银行理财现金管理类产品的收益相对刚性。目前现金管理类理财产品仍处于新老产品并行的过渡期，理财子公司现金管理类理财产品洁净起步，老现金管理类理财产品持续整改，在并行过渡期内，现金管理类理财产品年化收益从 3.5%下降至 3.05%左右，整体而言还是高于货基 7 日年化收益 50-150bp，现金管理类产品的收益优势仍较明显。

图 159 不同类型净值型产品收益趋势

图 160 现金管理类产品与货基年化收益率比较 (%)



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

4. 结构性理财

2020 年初以来，为支持疫情防控、恢复经济社会发展，央行通过降准降息、调降贷款市场报价利率（LPR）、再贷款再贴现等货币政策，满足企业融资需求，促进降低企业融资成本以渡过难关。然而，在社会需求不足、企业生产投资意愿尚未恢复的时期，容易诱发企业通过低成本资金购买结构性理财进行套利。1-4 月，结构性存款余额持续增长，并在 4 月达到 12.14 万亿的峰值水平，结构性存款规模的快速攀升引发监管部门关注。

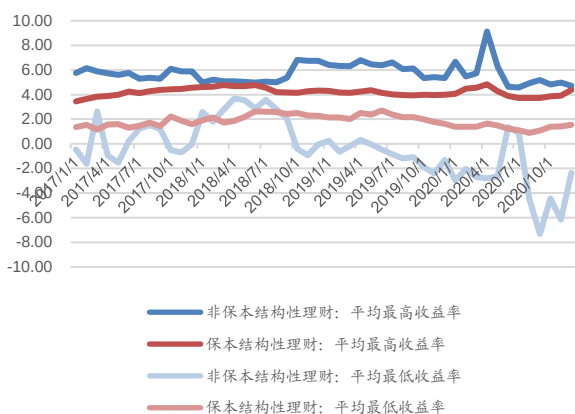
为避免资金空转套利，监管开始要求压降结构性存款规模。6 月起，银保监会对各大中型银行进行窗口指导，要求规范结构性存款管理，压降结构性存款规模，提出在 9 月底前压降至年初规模，并在年底前逐步压降至年初规模的三分之二的目标。

根据央行公布数据显示，2020 年 1 月，结构性存款规模达到 10.79 万亿，并在 4 月增长达到峰值。随后结构性存款规模连续下降 8 个月，截至 12 月末，结构性存款规模降至 6.44 万亿，低于年初规模的三分之二，完成监管要求的压降目标。

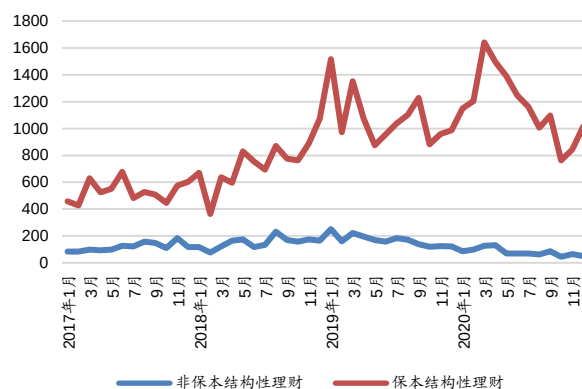
2020 年结构性理财发行 1775 只，同比骤减 66%，连续两年降幅在 50% 以上。我们统计了目前结构性理财的发行收益区间，以 3-6 个月期限的非保本结构性理财来看，非保本结构性理财的平均最高收益约在 4%-6%，平均最低收益率呈现下跌趋势，长期在负收益区间内。保本结构性理财的发行收益区间较为稳定，平均最高收益在 4.1% 左右，平均最低收益在 1.3% 左右，收益区间差微幅扩大趋势。可以看到在结构性存款压降的过程中，面向个人的保本结构性理财产品发行数量也在大幅减少，而非保本结构性理财的发行数量则保持平稳。

图 161 结构性理财产品发行收益走势 (3-6 个月)

图 162 个人结构性理财发行数量趋势 (个)



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

5. 理财子公司产品布局与投资策略

理财子公司作为未来银行理财产品的重要发行主体，除了产品的整体发行趋势、产品结构、业绩表现外，各家理财子公司真实的产品布局体系和投资策略也是市场所关注的重点。我们通过梳理不同理财子公司已发行产品的产品期限、产品类型、投资策略等产品基础要素信息，对照理财子公司官方公布的产品体系，归纳总结各家理财子公司的运营特点。需要说明的是，理财子公司的产品发行数量不是重点对标要素，这是因为我们在梳理过程中发现，各家理财子公司的产品发行运作方式差别较大，个别理财子公司的开放式产品在续期滚动发行时，会选择以新的产品代码重新发售，而非使用原有代码以打开产品开放期、允许投资者申赎的形式持续运营。我们无法从产品说明书中知晓产品如此运作的原因，倘若把发行数量纳入比较分析维度，会得出个别理财子公司发行了大量产品的结论，容易造成比较大的系统性偏差。

5.1. 理财子公司产品线布局图景与体系比较

截至 2020 年年底，已有 24 家理财公司获批筹建，其中 20 家正式开业。产品存续余额已经达到 6.67 万亿，占全市场比例超过四分之一，其中母行产品占比 60%，自主发行产品 40%。未来随着理财子公司的业务成熟度越来越高，虽然大量中小银行还是会通过银行资管部发行产品，但从规模上来看，银行理财产品的主要发行方将会是理财子公司。

经过 1-2 年的发展运作，部分理财子公司已经初具规模，并发行了多个类型、不同系列以及运作方式的产品，我们在此对已经逐步运作的理财子公司已经有发行的产品线体系做一个简单的比较（已有产品线规划但仍未有相关产品发行的，不纳入研究）。比较分为 5 个维度，分别是：产品系列数量、单系列策略丰富度、系列结构清晰度、名称策略透明度、权益产品成熟度。

1. 产品系列数量：每家理财子公司都选择了一些带有自己标签特色的字或词来进行系列的命名，如工银理财的鑫稳利/鑫尊利、睿盈/睿合；招引理财的招卓、招越等等。有些产品系列与产品的类型有关，有些与团队分工有关，总的来说，产品系列数量越多越丰富，代表该理财子公司已经在运行的产品投资团队或产品品类越丰富，成熟度越高。

2. 单系列策略丰富度：在每个系列中，以固收+为例，有些理财子公司只做了简单的固收+股票的策略，策略没有进一步细分，有些在固收的部分就做了稳健、增强的划分，或者在权益的部分做了主题投资、指数投资、量化对冲投资等一系列策略的细分。

有一些理财子公司可能在第一个维度“产品系列数量”上并不多，但是每个系列内部的策略划分是非常丰富的。因此要衡量一个理财子公司目前整体产品和策略的丰富度，需要结和产品系列数量和单系列策略丰富度共同进行衡量。

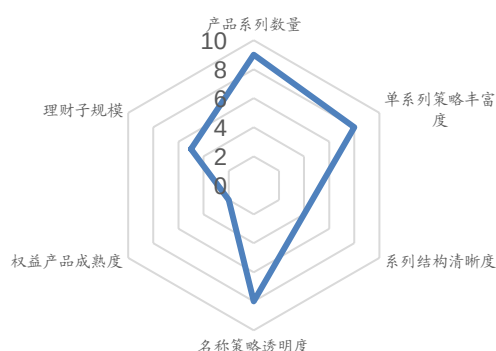
3. 系列结构清晰度：有些公司的团队分工清晰，并且在前期已经对产品系列做了全面的规划和命名，就会体现出产品的系列非常整齐，如光大理财的七彩阳光系列，通过产品的系列标识就可以清晰的得知是什么类型的产品；而有一些理财子公司的产品系列则比较交织，一级分类与二级分类较多，且有时合并有时拆分，有时会持续新增不具备命名规律的新系列，使得投资者的识别能力和公司品牌认知度较弱，结构清晰度较低。

4. 名称策略透明度：部分理财子公司产品的风险特点、主题策略等在产品名称中就会直接体现出来，易于投资者获取信息并理解，透明度较高；而部分理财子公司的产品则名称简短，不包含任何策略和风险特征的信息，很难通过产品名称直接对产品有所了解和认知，需要通过客户经理或投资顾问的进一步讲解，透明度较低。

5. 权益产品成熟度：目前部分理财子还没有发行过权益类产品，部分发行过但仅以公募基金为投资标的，部分则在此基础上增加了自主的策略构建甚至股票选择。

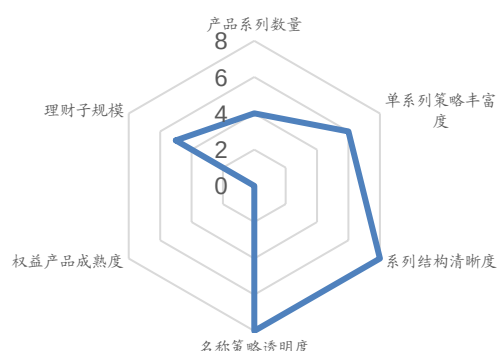
通过比较现有理财子公司的产品线体系，我们对不同理财子公司的发展程度进行赋值（分值的高低仅代表发展程度的相对位置，不代表绝对水平），制作了理财子公司的产品线体系图景的雷达图。从图形的饱满程度看，在上述6个维度表现都较为领先的理财子公司的体系图景会呈现出一个六边形，而在个别维度表现突出的理财子公司的体系图景则会呈现出较为复杂的、不规则的样子。

图 163 工银理财体系图景



资料来源：华宝证券研究创新部

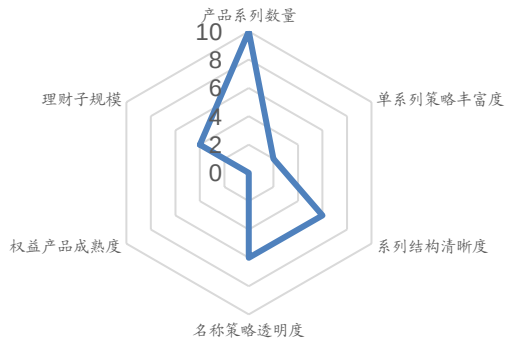
图 164 农银理财体系图景



资料来源：华宝证券研究创新部

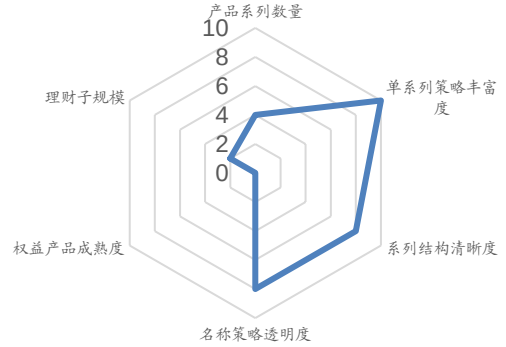
图 165 建信理财体系图景

图 166 交银理财体系图景



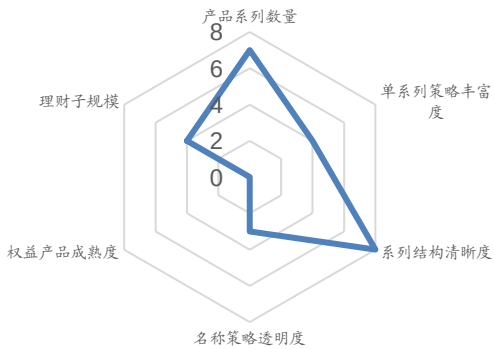
资料来源：华宝证券研究创新部

图 167 中银理财体系图景



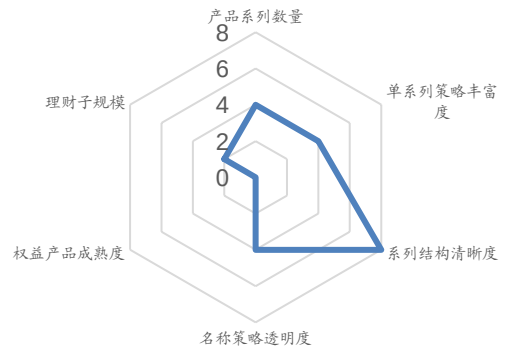
资料来源：华宝证券研究创新部

图 168 中邮理财体系图景



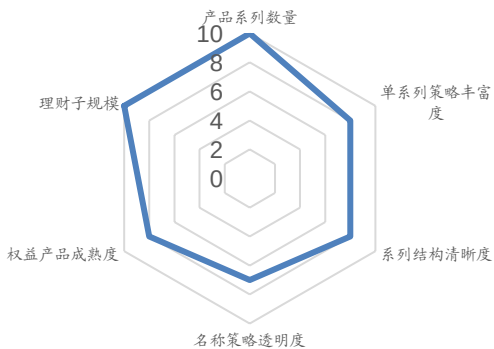
资料来源：华宝证券研究创新部

图 169 招银理财体系图景



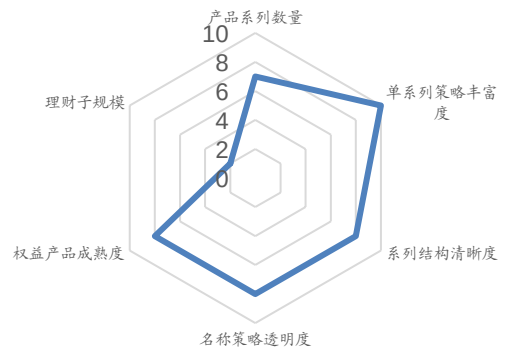
资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

图 170 光大理财体系图景



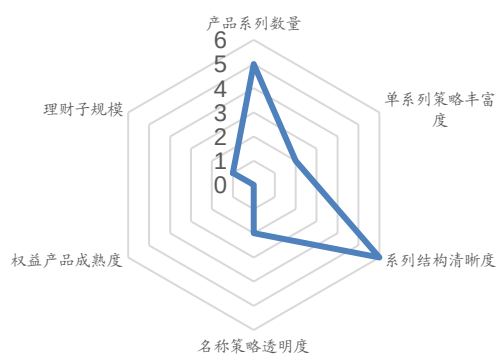
资料来源：华宝证券研究创新部

图 171 平安理财体系图景

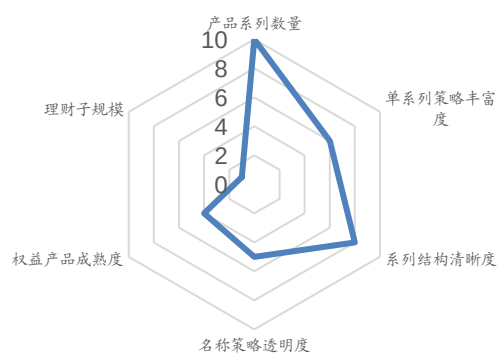


资料来源：华宝证券研究创新部

图 172 信银理财体系图景

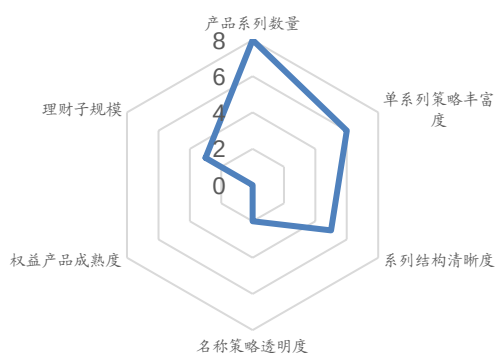


资料来源：华宝证券研究创新部



资料来源：华宝证券研究创新部

图 173 兴银理财体系图景



资料来源：华宝证券研究创新部

5.2.权益类产品

2020 年以来，监管多次表态鼓励银行理财资金提升权益类资产配置比例，2020 年 1 月 31 日，中共中央办公室和国务院联合印发《建设高标准市场体系行动方案》，在促进资本市场健康发展，推进要素资源高效配置方面提出，鼓励银行及银行理财子公司依法依规与符合条件的证券基金经营机构和创投基金、政府产业基金合作。

在“双循环”新发展格局之下，作为我国资本市场建设的重要参与者，银行理财积极通过直接或间接方式投资资本市场。目前，已有多家理财公司与公募基金等机构合作，推出 FOF/MOM 模式参与权益市场的混合类产品，部分投资能力较强的理财子公司发行直接交易股票的权益类产品和私募股权类产品。根据银行理财登记托管中心数据显示，截止 2020 年底，权益类理财产品存续余额 0.08 万亿元，银行理财投向权益类资产余额 1.37 万亿元，同比提升 10%，占总投资资产的 4.75%，投向公募基金资产余额 0.81 万亿元，占总投资资产的 2.81%。

截止 2021 年 2 月，已有工银理财、招银理财、光大理财、信银理财 4 家理财子公司发行了共 7 只公募权益类理财产品，从投资策略看，主题型投资成为理财子公司打造权益产品的重要发力点，推出沪港深板块、消费板块、卫生安全主题、ESG 行业等面向中高及高风险偏好的投资者，兼顾量化选股等投资策略。权益类理财产品主要面向银行客户中较高风险偏好的群体，以主题型投资为前期产品布局，对于客户而言理解难度较低，投资导向较明确，市场热度高，投资者教育障碍小。从理财子

敬请参阅报告结尾处免责声明

公司性质看，国有银行仅有工行发布一只权益类产品，该产品实际上是 2012 年发布的一只老产品转至子公司进行运营，其他 6 只产品均为股份制银行的理财子公司发布，能够一定程度上侧面反映出股份制银行通过多类型产品提供、权益类产品破局，在净值化时代实现弯道超车的差异化经营思路。根据我们的了解，其他国有行理财子公司也在进行权益型产品创设，但是暂未发行的原因一部分是管理团队不到位，一部分是渠道销售暂未打开，因此延缓了产品的推出，后续在理清产品运营模式后，有望适时推出。

目前，权益型产品并非银行理财的最核心的产品，但作为理财产品布局的充分不必要条件，银行理财试水权益投资，是银行理财子公司锻炼投资团队能力，改善投资管理实力，提升产品竞争力的有力尝试，越早推出越能够较长时间的跑出业绩差异，成为银行理财子公司投资管理能力的证明。

表 96 银行理财子权益类（公募）产品要素

产品名称	产品期限	业绩比较基准	风险等级	起购金额	投资策略	运作模式
招银理财沪港深精选周开一号	20 年	沪深 300 指数收益率*40%+恒生综合指数收益率*40%+上证国债指数收益率*20%	五级	100 元	策略核心是“便宜买好公司”，或者“合理价格买入长期优质的公司”	定开净值型，每周最后一个交易日开放
招银理财招卓消费精选周开一号	10 年	中证内地消费主题指数收益率×60%+中证港股通大消费主题指数收益率×25%+上证国债指数×15%	五级	100 元	价值投资理念，投资于消费行业，严选具有长期稳定成长性、定价合理的公司进行投资	定开净值型，每周最后一个交易日开放
工银量理财财-恒盛配置	无固定期限	1+1 年期定期存款利率	四级	10 万元	通过量化的择时策略和多因子选股策略灵活的控制仓位和股票池。依托工银理财自主研发的定量投资模型构建股票投资组合，包含配置模型和股票优选模型两个子模型。配置模型：跟踪监测宏观数据和各类市场数据，动态调整股票组合投资比重。对于股票投资部分；股票优选模型：对股票进行估值分析，公司成长盈利分析、资金流分析以及技术分析等，力主发现 A 股市场	定开净值型，每月第一个工作日开放

					中公司优质且具有价格低估的股票进行投资,以获得市场超额收益	
光大理财阳光红300红利增强	无固定期限	上证红利指数收益率*90%+中证国债指数收益率*10%	四级	1 元	主要投资于沪深300成分股,以红利为主因子构建股票因子评价体系。在遵循“程序化指数投资、因子化个股选择、精细化风险管理”的基础上,通过量化技术分析与个股评价精选投资标的,在组合层面进行权重调整并适度控制个风险因子暴露度,以实现目标指数的有效跟踪并力争超越	开放式净值型,首次开放日为2020年8月25日,之后为每一个交易所工作日
光大理财阳光红卫生安全主题精选	无固定期限	中证800指数收益率*80%+中证全债指数收益率*15%+银行活期存款利率*5%	四级	100 元	权益类资产在同等条件下优先投资于卫生安全主题直接或间接相关的行业。通过“自上而下”的定性分析和定量分析相结合形成对不同资产市场表现的预测和判断,确定资产在股票、债券、货币市场工具及衍生产品等各类别资产间的分配比例。采用基本分析和数量分析结合的手段,根据所选子主题当期催化剂强弱、板块当前估值水平、市场热点方向、子主题预期的风险与收益的匹配关系等因素,确定或调整所选子主题	开放式净值型,首次开放日为2020年8月26日,之后为每一个交易所工作日

					的投资比例。根据子主题投资比例，构建主题投资组合	
光大理财阳光红 ESG 行业精选	无固定期限	中证 800 指数收益率*70%+中债综合财富指数收益率*20%+恒生指数收益率*10%	四级	100 元	采取 ESG 行业精选的投资策略进行投资,通过对行业景气、行业周期判断、估值比较、社会公益贡献、环保方面、企业核心竞争力、公司治理、未来业务空间等因素分析,对股票市场上的众多子行业进行分析比较,选取光伏、电动车、汽车、电子等未来成长空间较大、估值合理行业进行重点配置	开放式净值型,首次开放日为 2020 年 1 月 15 日,之后为每一个交易所工作日
信银理财百宝象股票优选周开 1 号	无固定期限	6%	四级	10 万元	从中观产业切入,深度研究与比较产业链各环节,以合理价格买入产业中具备成长能力的优秀公司,分享公司的成长红利;注重安全边际和 Company 质量,重点投资于定量定性双维度都优秀的上市公司。同时注重结构性机会,在合适时机积极把握尚未被市场充分认知、“白马未白”的机会。把握各类套利机会。把握事件套利、主题投资等高收益风险比的机会,比如定增产品、打新、可转债等	定开净值型,首次开放日为 2021 年 3 月 8 日,之后为每周一

资料来源：华宝证券研究创新部

敬请参阅报告结尾处免责声明

5.3.特色主题产品

5.3.1.理财子积极布局养老主题产品

在人口老龄化背景下，养老保障需求迅速增长，养老金第三支柱建设迎来向上拐点。2020年初，银保监会等多部门部署，养老金第三支柱将被纳入国家重大改革内容，未来符合规定的银行理财、商业养老保险、基金、信托等有望成为第三支柱的金融产品。建立完善养老保障第三支柱，引导银行理财和信托业稳妥转型，在优化金融产品结构和机构体系的同时，为资本市场长期持续健康发展打牢基础。

已有工银理财、中银理财、建信理财、交银理财、中邮理财、招银理财、光大理财和兴银理财等多家银行理财子公司已经或计划推出养老理财系列产品，有的还将养老理财产品作为子公司开业首只产品，如招银理财的“招睿系列颐养两年定开增强型固定收益类理财计划”，中邮理财的“邮银财富养老·鸿锦三年定开1号”，光大理财的“阳光金养老1号”，中银理财稳富系列“福、禄、寿、禧”产品。

工银理财“颐合固定收益类封闭式净值型产品”，1元起购，产品期限880天，业绩比较基准4.5%，采取目标风险投资策略。

中银理财“养老‘禄’系列（封闭式）2020年01期”是混合类产品，1元起购，产品期限110天，业绩比较基准5.1%，采取价值投资理念，以权益类资产为配置主线，灵活配置各类资产比重，同时适当参与金融衍生品交易。权益类资产投资方面，采取价值投资，追求相对较高确定性收益的投资思路，遵循“幸运的行业+能干的管理层+合理的价格”进行标的筛选，获取成长红利。

建信理财“睿吉”稳健养老（3年期）封闭式理财产品2020年第1期，1元起购，业绩比较基准为5.5%。投资资产方面，产品80%以上的投资为固定收益类资产，同时配置最多20%的权益仓位，“睿吉”稳健养老严格筛选优质非标资产进行投资，产品采用目标风险策略。

交银理财“稳享养老3年封闭式1号”，为三年期封闭式，1元起购，业绩比较基准5.6-5.3%，每年度末进行现金分红。投资策略方面，采取利率策略和信用策略，通过资产组合配置实现稳健增值。

中邮理财的邮银财富养老·鸿锦三年定开1号人民币理财产品，产品期限15年，3年定开，业绩比较基准为4%-5.5%。

招银理财2020年开始聚焦客群规划养老品牌，分为颐养、安享、无忧三个系列，根据不同客群的年龄段、人生状态、财富特征分析核心养老需求，适配相应投资周期和风险收益特征的产品。以“招睿颐养丰润一年定开2号增强型固定收益类”为例，产品期限10年，1元起购，业绩比较基准4.2%，投资策略上是一款固收增强类理财产品，根据产品组合中固定收益类资产积累的安全垫情况，动态调整权益类资产的投资比例。

光大理财“阳光金养老1号”理财产品，为5年期封闭式，起购金额1万元，业绩比较基准为4.7%-6.1%。为解决投资者短期的资金需求，在产品设计上引入流动性安排：产品成立满两年后，每年将向投资者返还25%的份额，用来满足投资者支付生活费用、医养费用、旅游费用等日常开销的需求，从而实现长期投资的目标下的短期流动性安排。从投资策略来看，这是一款固收增强类理财产品，固定收益资产方面采用哑铃策略通过长久期资产获取超额收益，通过部分短久期资产满足客户自第二年起每年摊还分红的需求，同时会通过非标、可转债等品种增厚收益；权益资产方面，通过对未来经济和行业形势的把握配置个股或者权益基金，通过长期持有获取封闭期内的长期回报。

兴银理财“安愉乐享1号”，为5年期封闭式管理，1元起购，业绩基准为5%-5.5%，超过5.5%部分提取50%业绩超额报酬。投资资产方面，产品100%投资于固定收益类资产，不参与股票投资。

投资策略上，采取中长久期+杠杆策略：精选 3-5 年期优质信用债打底，匹配期限的同时获取稳定的票息收入。流动性安排上，该产品五年内将不少于三次分红，分别于第二、三、四投资年结束后分红。

从投资类型来看，理财子公司目前已披露详细信息的养老产品多数为固定收益类。其中又以固收增强型为主，即以固定收益类资产为核心，适当配置权益类及衍生品资产，通过对宏观经济周期和金融市场运行规律来调整各类资产的配置比例。其中，披露的权益类资产的投资范围较广，包括股票、股票型基金、混合型基金、股票二级市场结构化优先级、股票定向增发优先级以及投资于权益类资产的资产管理产品等。

产品存续期最长达 15 年，设置定期分红或开放期提高流动性。根据已披露详细信息的产来看，存续期最短三年，如建信理财的“睿吉”稳健养老（3 年期），最长为中邮理财的“邮银财富养老·鸿锦三年定开 1 号”，存续期为十五年，每三年开放一次。为了提高流动性，满足客户日常资金的支取需求，封闭式养老产品均设置了分红条款或定期返还条款，定期开放式养老产品每隔 2 年或 3 年向客户开放申购赎回。其中，封闭式产品——光大理的“阳光金养老 1 号”虽然有 5 年封闭期，但成立满 2 年后，每年将向投资者返还 25% 的份额，用来满足投资者支付生活费用、医养费用、旅游费用等日常开销的需求。同样为 5 年期封闭式管理的招银理财的“招睿颐养五年封闭 1 号”以高频分红的方式，向客户提供流动性支持，根据手机银行产品信息公告，产品成立 18 个月后至至少对投资者提供不少于三次的现金分红。

通过长周期或产品组合形式实现理财产品的养老功能。养老产品已成为个理财子公司的业务创新发力点，多数理财子公司通过不断拉长产品期限，布局养老业务。但 10 年以上长周期的养老理财产品客户接受难度较大，对此，可以通过产品组合的形式，发行几个 3-5 年不同目标波动率的产品，通过理财投资顾问的服务，针对不同客户的生命阶段的风险偏好，以组合目标波动率实现目标日期养老产品的效果，满足个性化、多元化的理财需要。

5.3.2. 强化绿色金融投资，ESG 理财升温

所谓“ESG”，是环境(Environment)、社会(Social)、公司治理(Corporate Governance)的缩写。该理念起源于 2006 年由联合国确立的“社会责任投资”理念，区别于传统的财务指标，ESG 指标从环境、社会、公司治理的角度来评估一家企业的经营是否具有可持续性，及其对社会价值观的影响。2020 年底，中央经济工作会议明确提出做好“碳达峰、碳中和”长期目标，绿色金融建设迎来政策窗口期，银行理财通过 ESG 主题产品，推动金融资源向 ESG 优势企业集中，助力绿色、可持续经济发展。

ESG 逐步纳入我国金融监管主流。近年来，相关监管部门、行业协会已相继发布了一系列践行 ESG 理念的指引性文件。2018 年 11 月，中国证券投资基金业协会发布《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》和《绿色投资指引(试行)》，这标志着我国 ESG 投资开启了实践新进程。2019 年 3 月，基金业协会又进一步发布了“关于提交自评估报告的通知”，将其作为《绿色投资者指引(试行)》的具体实施文件。2019 年 4 月 8 日，中国基金业协会发布了《基金管理人绿色投资自评估报告(2019)》，报告指出纳入绿色投资理念的基金管理人并不在少数，绿色投资理念多体现为公司会关注环保、清洁能源等相关产业，注重所投领域对环境的正面影响，但大多数基金管理人仍缺少完整的绿色投资事业管理架构，在发行运作绿色投资产品、规范环境风险控制和绿色投资信息披露方面普遍缺少系统的方法和深入的实践。2020 年 1 月，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，提出银行业金融机构要建立健全环境与社会风险管理体系，将环境、社会、治理要求纳入授信全流程，强化环境、社会、治理信息披露和与利益相关者的交流互动。这意味着，在建立健全绿色、低碳、循环经济体系的背景之下，我国金融业对 ESG 的重视程度全面提升。

ESG 投资产品发行增加，以固定收益类产品为主。截至 2020 年 12 月，净值型理财产品中，共有 49 只 ESG 主题产品，其中固定收益类数量占比 64%，混合类产品数量占比 34%，仅有一只权益类产品发行。从投资操作上，ESG 主要是通过构建投资白名单和“负分筛选”方式，帮助资产排雷，可

以“一票否决”的方式验证投资逻辑，需要注意的是，ESG 投资模型仍需要不断完善，相关公司的部分计量数据仍存在不易充分获取和未能及时更新等情况，这将会对投资有效性形成一定的影响。

华夏银行在 ESG 领域的发展较为突出。2019 年初，华夏银行资产管理部把 ESG 纳入核心理念和策略，通过《华夏银行理财投资业务 ESG 策略实施指引》制定了 ESG 主动和被动投资策略以及内外部评价标准，用以指导投资、投研、风控全流程，如在债券投资审批中，就纳入了对 ESG 风险的分析。在 ESG 数据研究方面，华夏银行以 ESG 因子为数据点构建知识图谱，分析范围包括供应链和参控股方，构建覆盖股票、债券、非标债权、股权等各类投资的 ESG 数据库。截止 2020 年 12 月，华夏银行发行 36 期 ESG 主题系列理财产品，主题涵盖节能环保、清洁能源、生态保护和基础设施建设等领域，累计管理规模超 110 亿元。目前华夏银行 ESG 理财产品主要包括两大系列，一个系列是以环保为主题，主要偏重于绿色清洁能源；另一个系列是社会责任为主，主要是关注民生。从规避投资风险和优化组合收益的角度，将 ESG 因素拆解为三层因子架构，在 13 项主题下设置了关键因子，以实现将行业关键 ESG 因子与盈利、资产、资本消耗等财务指标建立映射关系，通过权重组合对企业进行 ESG 评价，根据评价结果进行投资决策和产品的资产配置。目前，中证指数有限公司发布了由华夏银行定制开发的“中证华夏银行 ESG 指数”和“中证 ESG120 策略指数”，这两条指数是基于中证指数公司自主构建的“ESG 评价体系”开发的首批指数，将于 4 月 30 日正式发布上线，中证 ESG120 是从沪深 300 指数样本股中剔除 ESG 分数较低的上市公司股票，依据估值、股息、质量与市场因子分数计算综合得分，选取综合得分较高的代表性股票及综合得分较高的 120 只股票作为指数样本股，为投资者提供多样化投资标的。这两条指数都以 2017 年 6 月 30 日为基日，以 1000 点为基点，指数简称分别为“华夏银行 ESG”“ESG 120 策略”，指数代码分别为“931477”“931476”。

理财子公司 ESG 主题产品发布，与基金公司合作构建 ESG 指数。截至 2020 年 12 月，中银理财、农银理财、建信理财、光大理财、兴银理财、华夏理财发布了 ESG 策略理财产品。

中银理财在 2019 年底推出中银理财-智富中国 ESG 策略指数灵活配置（开放式）理财产品，这同时也是我国理财子公司业内首支相关产品。该产品固定收益类投资策略部分以跟踪或超越“CFETS-BOC 1-3 年期高信用等级债券交易指数（总收益）”为投资目标，通过对宏观经济指标的密切跟踪，以及货币政策、财政政策的变化，结合利率周期变化、市场利率变动趋势，以高等级信用债券为主，构建债券资产组合。在市场条件适合时，配置一定的债券型基金，作为补充和辅助策略。权益投资部分通过构建 ESG 策略，以指数化的投资思路挖掘股票市场的趋势性投资机会，构建中国 ESG 策略可持续发展主题指数，以指数化的投资策略和工具挖掘股票市场的趋势性投资机会。该指数由中银理财与汇添富基金管理有限责任公司共同开发，基于 ESG 理念，从环境、社会责任和公司治理层次进行因子选股和打分，筛选符合标准且具有竞争力的股票标的，结合企业财务指标进行多维度评价，形成指数化投资策略。

农银理财“4+2”系列产品体系，即“现金管理+固收+混合+权益”四大常规系列产品，惠农产品和绿色金融(ESG)产品两个特色系列产品。农银理财 ESG 产品的重点投资标的包括绿色债券、绿色 ABS、ESG 表现良好企业的债权类资产，覆盖了节能环保、生态保护、高质量发展、清洁能源、乡村振兴、民生领域等重点领域。

华夏理财单独设置 ESG 板块，并与中债金融估值中心有限公司共同发布了首只 ESG 策略债券指数——“中债-华夏理财 ESG 优选债券策略指数”。具体来看，该指数主要采用中债估值数据编制，成分券根据华夏理财投资策略和 ESG 评价体系、中债市场隐含评级和 ESG 评价等方面综合筛选调整，可作为我国债券市场 ESG 策略投资的业绩基准和标的指数。

光大理财的阳光红 ESG 主题行业精选是目前唯一一只权益类 ESG 主题产品，该产品采取 ESG 行业精选的投资策略进行投资，通过对行业景气、行业周期判断、估值比较、社会公益贡献、环保方面、企业核心竞争力、公司治理、未来业务空间等因素分析，对股票市场中的众多子行业进行分析比较，选取光伏、电动车、汽车电子等未来成长空间较大、估值合理行业进行重点配置。

兴银理财的“兴银 ESG 美丽中国”主要针对私行客户发售，作为中国首家赤道银行的理财子公司，该产品投资于符合 ESG 筛选标准的固定收益类资产，优先选取经过赤道原则评审的企业项下资产，行业配置上优先选择节能环保、清洁能源、绿色交通和绿色建筑等新兴绿色产业。

表 97 银行理财子 ESG 主题产品要素

产品名称	产品期限	业绩比较基准	产品类型	起购金额	费率	运作模式
中银理财-智富中国 ESG 策略指数灵活配置（开放式）理财产品	无固定存续期限	85%*CFETS-BOC1-3 年期高信用等级债券交易指数（总收益）+15%*沪深 300 指数	混合类	1 元	托管费 0.02% 固定管理费 0.5% 销售费率 0.05% 首个封闭期内产品固定管理费优惠至 0.30%	开放式净值型 封闭期 1 年， 封闭期后每月 开放 1 天
农银理财“农银安心·每年开放”（ESG 主题）第 1 期人民币理财产品	3 年以上	4.05%	固定收益类	5000 元	托管费 0.02% 投资管理费 0.2% 销售费率 0.2%	开放式净值型 封闭期 1 年， 封闭期后每月 开放 11 天
农银理财“农银安心·每年开放”（ESG 主题）第 2 期人民币理财产品	3 年以上	4%	固定收益类	5000 元	托管费 0.02% 投资管理费 0.2% 销售费率 0.25%	开放式净值型 封闭期 1 年， 封闭期后每月 开放 11 天
农银理财“农银安心·每年开放”（ESG 主题）第 3 期人民币理财产品	3 年以上	3.8%	固定收益类	5000 元	托管费 0.02% 投资管理费 0.2% 销售费率 0.35%	开放式净值型 封闭期 1 年， 封闭期后每月 开放 11 天
农银理财“农银安心·每年开放”（ESG 主题）第 4 期人民币理财产品	3 年以上	3.8%	固定收益类	5000 元	托管费 0.02% 投资管理费 0.2% 销售费率 0.4%	开放式净值型 封闭期 1 年， 封闭期后每月 开放 11 天
建信理财“睿鑫”ESG 固收类最低持有期 180 天按日开放式产品	无固定存续期限	3.6%	固定收益类	1 元	托管费 0.02% 投资管理费 0.1% 销售费率 0.2%	开放式净值型， 每日开放
华夏理财 ESG 固定收益增强型一年定开理财产品 2 号	无固定存续期限	4.3% （超额业绩报酬 50%）	固定收益类	1 元	托管费 0.03% 投资管理费 0.2% 销售费率 0.3%	开放式净值型
阳光红 ESG 行业精选	无固定存续期限	中证 800 指数*70%+ 中债综合财富（总值） 指数*20%+恒生收益 率*10%	权益类	100 元	托管费 0.05% 投资管理费 0.8% 申购费 < 10 万元，0.3%；10 万-100 万元（不含），0.2%；≥100 万元，0.00%	开放式净值型， 首个开放日后 每个交易日开放
兴银理财财智人生 ESG1 号（私行专	3 年以上	4.0%-4.6%	固定收益类	10 万元	托管费 0.02% 投资管理费 0.2%	开放式净值型

属) 净值型理财产品					销售费率 0.4%	

资料来源：华宝证券研究创新部

6. 发展展望

6.1. 重视客户产品体验，改善银行理财产品设计

从 2018 年以来，伴随着轰轰烈烈的金融供给侧改革，在资管时代大变局中，每一个从业人员都曾感受过疑惑、焦虑、迷茫，随着监管政策不断落地，银行理财转型持续推进，银行理财的新时代格局逐渐清晰，并初具雏形。在这两年多的时间里，宏观层面对于行业变化、竞争格局的讨论已经接近尾声，微观层面对于理财产品创新、策略设计、估值核算方式等细节的关注愈发旺盛。如何提升银行理财产品的市场认可度，改善客户的投资体验，我们认为可以从产品策略透明度、净值披露公开度和开放式产品开放模式这三个方面进行思考。

6.1.1. 产品策略透明度

在进行品牌建设和产品战略布局时，理财子公司会根据产品期限、产品类型、投资范围，特色投资主题进行产品命名，比如光大理财的“七彩阳光系列——阳光红、阳光橙、阳光金、阳光碧、阳光青、阳光蓝、阳光紫”、招银理财“招系列——招赢、招睿、招智、招卓、招越”、中信理财“象系列——日盈象、安盈象、固盈象、多彩象、七彩象、百宝象、全赢象”等等。通过“公司名称+系列名+产品名称”的命名方式打造具有整体感、关联性的产品线，目的是为了树立统一的品牌形象，提升理财产品的知名度和影响力。

产品系列命名的出发点，是希望投资者第一时间、直观的反应出该产品的特性，比如光大理财的“阳光红”系列对应权益类产品，招银理财的“招赢”系列对应现金管理类产品。但是面对纷繁复杂的产品体系，眼花缭乱的产品名称，产品系列的属性很难通过产品名称辨别，多数普通投资者往往缺乏耐心阅读或者完全不看产品说明书，容易想当然误解产品的投资范围和投资策略，做出与自身风险偏好不匹配或者期限要求不满足的错误投资决策。

因此，理财子公司可以考虑在产品创设时，将产品投资的关键信息在名称中显示，比如产品类型、是否开放运作、产品期限、主题投资策略等产品要素，提高产品策略透明度，便于投资者简单、直接的获取信息。

6.1.2. 净值披露公开度

根据《商业银行理财业务监督管理办法》中对信息披露的有关规定，商业银行应当至少每周向投资者披露一次封闭式公募理财产品的资产净值和份额净值，至少每季度向合格投资者披露私募理财产品的资产净值、份额净值和其他重要信息。然而，理财产品净值方面，无法及时、便捷的获取理财产品净值是困扰从业者进行理财产品研究的一大痛点。理财子公司成立后，这种情况有所好转，但是获取难度依旧较大。

目前在净值披露方面主要存在三个问题：第一，净值披露的频率较低。多数封闭式公募理财产品的净值披露频率仅以监管最低披露要求为限，以周度为单位披露净值，仍有部分不规范的、封闭式运作的产品仅在产品开放期才公布产品最新净值，部分理财产品净值无从查询或仅对购买该产品的投资者公开。第二，净值披露的连续性较差。目前多数理财子公司通过母行官网、自有官网、微信公众号、或者微信小程序对外披露净值，但是净值披露的功能不固定，一开始连续披露几个月，后面断档不再

更新的现象常有发生。第三，产品净值和净值日期的披露不匹配，部分理财产品的净值数据在中国理财网上也无法显示，有的理财产品仅显示一个数值，无法确认该净值所对应的净值日期。

净值披露公开度的提升对产品业绩跟踪研究、产品策略复制发行、产品迭代都大有裨益。通过净值数据可以回顾理财产品的历史业绩，对比分析不同产品的运作表现差异，获得关于产品风险管理能力、回撤波动率等指标信息，完善银行理财产品评价体系，帮助投资者挑选更适合自己的、表现更优异的理财产品。

由于目前净值披露公开度有限，一方面，关于产品运作的交流还停留在同业间、各理财投资团队间，与市场的沟通相对不足；另一方面，不同银行间、银行和客户之间也存在信息传递障碍，净值披露的公开度有待进一步提高。

根据中国银行业协会副会长张亮公开表态，中国银行业协会正在研究制定《理财产品信息披露指南》，完善理财产品信息披露机制，进一步强化投资者利益保护，推进净值化转型，促进理财业务规范健康发展。我们期待指南的尽快落地，有更多的理财子公司有能力、有意愿、有动力增强理财产品净值信息披露频率，更好地展示理财产品。

6.1.3. 开放式产品的开放模式

在统计理财产品的时候我们发现，不同理财公司的开放式产品运作模式存在差异。同一系列、不同期理财产品在存续滚动运作时，会以新的产品登记编码重新发行，这对投资者来说，不禁会产生一个疑问：既然是新代码、新产品，跟之前的产品有什么区别？我们通过产品说明书比对产品要素发现，同系列不同期数的产品有两种类型：第一种，不同期的产品属性存在差异，比如发行区域、产品期限、业绩比较基准、投资范围发生了改变，理所应当以新的产品代码发行不同期新的产品；第二种，不同期产品基本同质化，在较短时间内连续发行了多期产品，或是在前一期产品结束后发行了新的产品，根据统计数据显示，个别理财公司这种同质化、不同期产品的发行数量显著高于其他理财公司。

不同期产品的发行方式增加了投资者理财产品选择难度，其中最大的障碍在于难以跟踪该理财产品的历史业绩。过去，预期收益型产品的业绩比较基准等同于投资收益，投资者可以明确地知道自己的投资回报，业绩比较基准是非常重要的投资决策指标。现在，在理财产品净值化的转型趋势下，理财产品的业绩比较基准更多仅是投资参考，并非能代表和保障未来业绩，远没有真实的、持续的、可追溯的产品业绩表现重要。一方面，投资者难以辨别不同期产品的个中差异，另一方面，被分期割裂的产品运行难以提供长期、可追溯的历史业绩，导致理财产品的口碑传播效果不佳。

相比而言，公募基金的存续开放管理模式更简单、直观。对于投资者而言，可以通过市场行情切片，综合考量基金的业绩表现、风格特征和风险管理能力等，选择适合自己的产品。对于基金管理者而言，做好一只产品的持续经营，良好的历史业绩表现是做大产品规模、做出品牌的有力支撑。因此，我们建议理财产品的开放式管理模式尽量不以新的代码重新发行，行业细节规范能够进一步制定。

6.2. 关注客户成长路径，做好投资者教育

2020年9月，人民银行发布了《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》（以下简称《办法》），并于2020年11月1日起施行。《办法》进一步规范提供金融产品和服务的行为，切实保护金融消费者合法权益。在金融机构行为规范中特别提到，银行、支付机构应当将金融消费者权益保护纳入公司治理、企业文化和经营发展战略，建立健全金融知识普及和金融消费者教育制度。随着财富管理生态圈的建立，围绕此而生的包括现在已经在试点的基金买方投顾业务、不断进入中国市场的外资顶级财富管理机构、不断转型投资顾问业务的机构专业分析师和投资经理，在多方努力下，投资者教育的普遍性大大提升，投资者教育的难度得以下降。而对于仍处于净值化转型过渡期的银行

理财机构而言也需要两手抓，一手抓产品净值型管理，另一手抓投资者教育，从产品端和客户端共同推进转型进展。

6.2.1. 陪伴投资者心智进化

在与同业的交流中，我们发现一个普遍共识，国内大量购买不同风险等级的投资者其本质上应属于 R1 风险偏好，即谨慎型产品的客群，但这部分投资者却大多选择购买 R2 或更高风险等级的理财产品，高于自身的风险承受力，潜意识里仍然抱有银行理财刚性兑付、保本保收益的幻想，其投资心态并未因产品净值化而发生本质转变。

随着金融产品创新和市场的发展，投资者的心智也正在发生变化。2013 年余额宝的横空出世开启了存款搬家之路，过去两年基金投资热潮让投资者分享到投资收益的喜悦，理财新规后产品起售金额的大幅降低也使得更多的普通投资者进入了理财市场，金融产品投资在居民财富分配中的比重不断提升。过去，习惯了货币基金收益率和靠档计息存款的人，实际上都较难再接受活期存款利率。而居民的资金没有了保本保收益的理财，也总会寻求其他的投资，被动的会培养居民的投资习惯，改变固有的投资方式。

投资者心智需要经历懵懂——成长——成熟的路径，当前，大部分投资者心智仍处在懵懂阶段。在这个阶段，投资者的决策依据主要来源于热点新闻、亲朋好友推荐和各类所谓的“投资专家”，对于市场行情没有自主认知和判断能力，对于所投资产品的波动率、回撤和业绩来源的认识不清晰、逻辑思辨能力较弱、投资选择分析框架较为欠缺。

从预期收益型产品到净值型产品的接受不能急于求成，对于不同心智成熟度的投资者，可以分阶段进行用户迁移。对于心智成熟度低的投资者来说，先降低其投资收益要求，引导投资者将投资产品转化为存款、现金管理类产品或结构性理财，随着净值型产品的不断发行和预期收益型产品的绝版到期，投资者届时也将面临选择，此时再引导投资者过渡到净值型产品的投资，有利于减少投资过程中因净值波动或风险事件带来的摩擦。

6.2.2. 帮助客户认识自己，提升风险偏好识别有效性

绝大多数的金融机构产品销售过程中，会通过一个问卷来定义投资者的所谓风险偏好，对其进行分级，再进一步根据分级来匹配产品，但这些问卷的合理性我们是存在疑虑的。通常这样的问卷会涉及到投资历史、投资经验、个人对自己风险偏好的认知、收入水平等等，比如，一个有 5 年以上投资经验、可投资金融资产 100 万以上、投资目的更偏好资产快速增长的投资者往往会被识别为 R5 风险等级，即“激进”的投资者，问卷的题目其实考察的是这个投资者的风险承受能力。但实际上，风险承受能力和风险偏好其实是两个层面的概念，承受能力更多反应的是一个人的财务状况是否能够在不影响生活的前提下负担损失，而风险偏好更多反应一个人内心对于风险的容忍能力。

基于我们过去一年在行为金融学方面的调查和研究，我们将“风险偏好”这一概念深度剖析，发现风险偏好在投资过程中是从两个方面来体现的，首先，是面对波动时候的心态，即波动容忍；其次，是在不同的投资经历和所处的个人状况变化下，对于投资风险的真实决策变化，即一个人的投资性格。

波动容忍和投资性格并不是完全对应的。在调研前，我们设想一个对产品出现大幅波动容忍度高的投资者，其投资性格理所当然是比较激进的，而一个对波动极其敏感，不能接受高波动的投资者，其投资性格应该相对保守。然而调研结果显示，存在高波动容忍但投资性格谨慎保守、低波动容忍但投资性格大胆激进这两类反差较大的投资者。通过识别投资者的“波动容忍”与“投资性格”，才能更为准确的刻画投资者的真实“风险偏好”。

做好投资者教育的关键一步，便是帮助投资者清楚的认识自己，选择适合自己的产品，银行理财机构可以从以下几个方面入手识别投资者的风险偏好：首先，完善风险测评，通过在风险测试题目中，

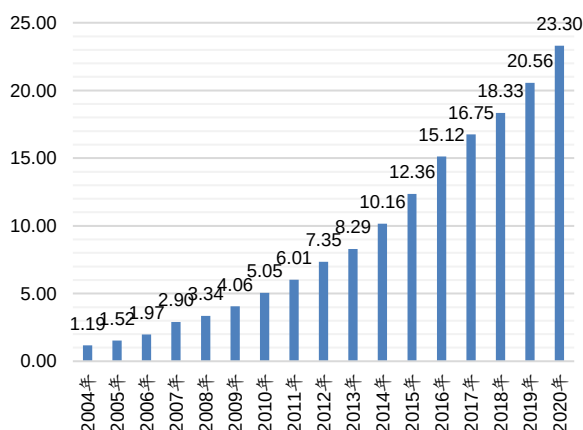
适当加入场景模拟类题目，作为风险偏好的判断依据，提升风险测评的有效性；其次，在线上渠道，通过 APP 冷启页、弹窗推送、投教版块等途径，以寓教于乐的形式导入风险科普和让投资者认识自己；最后，运用金融科技手段，通过不同业务版块间的数据串联，汇集用户的投资要素信息进行数据挖掘，主动识别投资者的投资意愿、投资范围等个人特征，生成风险偏好的参考信息。

四、2020 年保险资产管理年度报告

1. 保险行业规模持续扩张，资金运用收益稳健

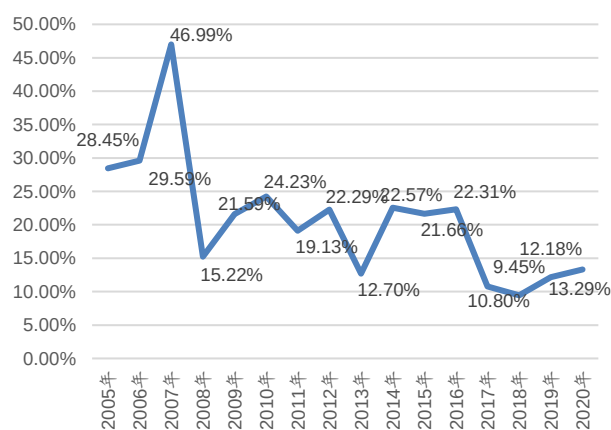
截至 2020 年底，保险行业总资产规模达 23.30 万亿元，较年初增长 13.29%，增速相比 2019 年持续上升。净资产 2.75 万亿元，较年初增长 14.58%。从整个行业趋势看，虽然 2017、2018 年保险行业总资产扩张速度明显收缩，但 2019 年、2020 年保险行业总资产规模扩张速度开始出现抬升。具体来看，2020 年财产险公司总资产 2.34 万亿元，较年初增长 2.11%；人身险公司总资产 19.98 万亿元，较年初增长 17.82%；再保险公司总资产 4956.00 亿元，较年初增长 16.31%；资产管理公司总资产 761.00 亿元，较年初增长 18.72%。

图 174 2005-2020 年保险行业总资产规模情况（万亿）



资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

图 175 2005-2020 年保险行业总资产增速情况



资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

1.1. 保费收入增速降低，寿险保费占比持续下降

2020 年保险行业原保费收入为 4.53 万亿元，同比增长 6.12%，相比 2019 年 12.17% 的增速，有了明显降低。具体分项目来看，人身险保费收入 3.33 万亿元，增速为 7.53%，较 2019 年人身险保费收入 13.76% 的增速有了大幅降低，主要由于占比最大的寿险业务保费收入在 2020 年增速仅为 5.40%（2019 年为 9.80%）。截至 2020 年底，寿险保费在整个人身险保费中的占比为 71.96%，持续下降。同时，健康险保费收入仍保持较高增速，2020 年增速为 15.67%，且健康险占整个人身险保费收入的比重从 2019 年的 22.80% 提升至 2020 年底的 24.52%，占比在持续增加。此外，财产险保费收入增速为 -0.09%，较 2019 年 9.25% 的收入增速有大幅下降，出现负增长。

原保险赔付支出方面，2020 年的赔付支出金额为 1.39 万亿，同比增长 7.86%。保单件数稳步增长，从 2019 年的 495 亿件增长至 2020 年的 526 亿件，同比增长 6.26%。

表 98 2020 年保费收入情况

类型	原保费收入（亿元）	增速	占比

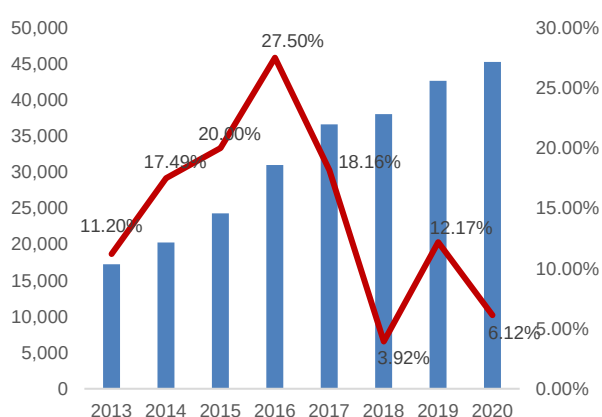
敬请参阅报告结尾处免责声明

原保费总收入	45257.00	6.12%	
1.财产险	11929.00	2.40%	
2.人身险	33329.00	7.53%	
（1）寿险	23982.00	5.40%	71.96%
（2）健康险	8173.00	15.67%	24.52%
（3）人身意外伤害险	1174.00	-0.09%	3.52%

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

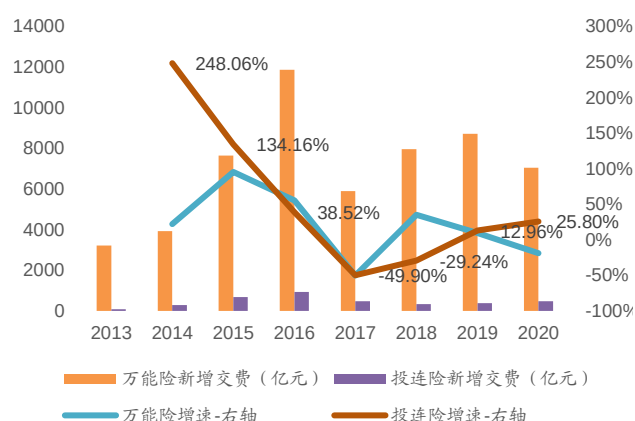
2020年投连险新增交费规模相比2019年增加25.80%，全年投连险独立账户新增交费为473亿元；万能险保费收入2020年同比下降，全年新增交费为7044亿元，相比2019年新增交费8711亿元，降幅达19.14%。

图 176 2013-2020 年保费收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

图 177 投连险及万能险规模变动情况

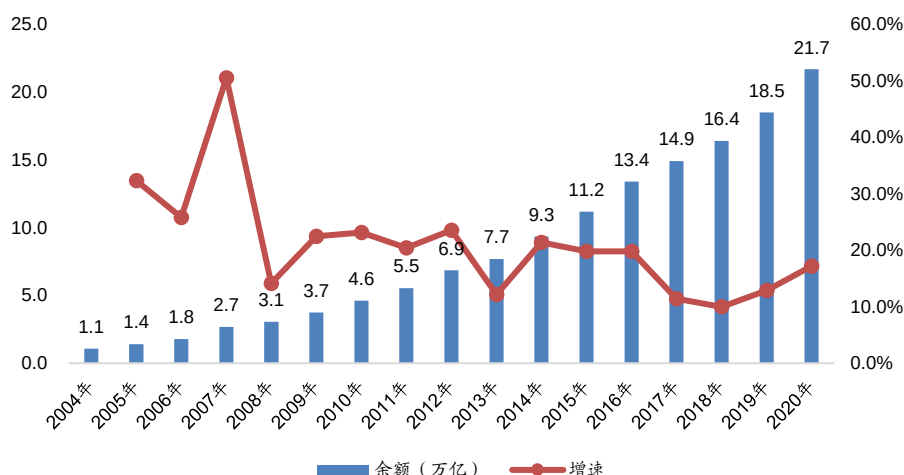


资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

1.2.资金运用余额持续提升，资产配置结构多元化

根据中国银保监会公布的数据，2020年保险资金运用余额为21.68万亿元，较年初增长17.02%。保险资金配置仍保持以固定收益类资产为主、多元化配置的结构。其中，银行存款25973.45亿元，占比11.98%，比2019年降1.64个百分点；债券79328.75亿元，占比36.59%，比2019年增加2.03个百分点；股票和证券投资基金29,821.51亿元，占比13.75%，比2019年增加0.6个百分点，其中股票投资占比8.66%，证券投资基金投资占比5.09%；包含另类投资在内的其他类资产81677.43亿元，占比37.67%，且其中保险资产管理公司产品投资9654.22亿元，占比为4.45%，长期股权投资22698.64亿元，占比10.47%。

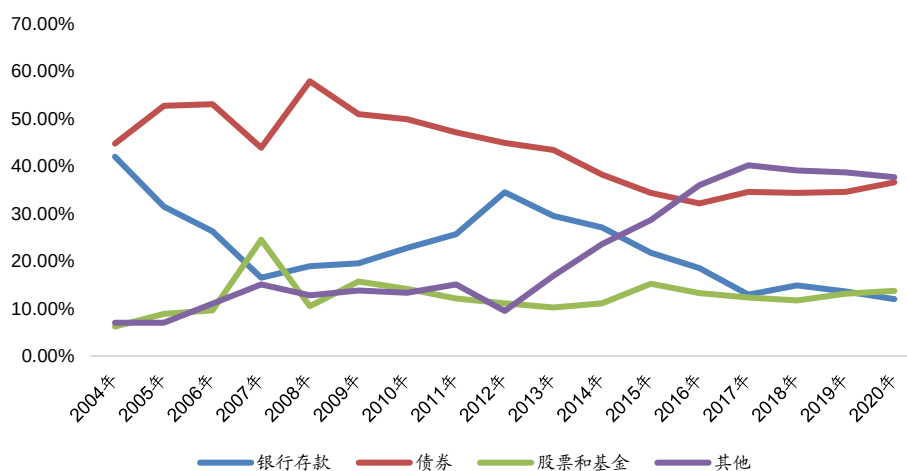
图 178 2004-2020 年保险资金余额（万亿元）



资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

2020 年保险资金运用余额相比 2019 年同期：债券投资占比仍保持较高比例，相比 2019 年同期微增 2.03%，仍是保险资金运用中占比最高的资产；股票和证券投资基金类资产占比提升 0.6 个百分点；银行存款类资产相比 2019 年同期降低了 1.64%；包含非标资产投资在内的其他类资产的占比微降，但其中保险资管产品投资规模小幅提升、长期股权投资的占比维持不变，一定程度上反映了资产结构在优化。

图 179 2004-2020 年保险资金资产配置趋势



资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

1.3.险资投资收益率提升，公募基金收益率凸显

2020 年保险资金运用收益累计实现收益 10987.22 亿元,同比增加 24.51%;投资收益率 5.41%，较 2019 年上升 0.47 个百分点。从收益结构上看，配置占比 36.59%的债券投资仍为保险资金运用收益的第一大贡献资产，收益贡献达 27.51%，但在配置占比提升的情况下，相较 2019 年的收益贡献比 30.25%却有所下滑；其次，资金运用占比 8.66%的股票，收益贡献在整个资金运用收益的占比为 17.30%，在资金配比与 2019 年基本保持不变的情况下，相较 2019 年的收益贡献比 14.86%有明显提升。此外，贷款的收益贡献占比 13.05%，长期股权投资贡献占比 12.93%。值得注意的是，投资占比仅 5.09%的证券投资基金对整体收益的贡献达 11.41%。

表 99 2020 年 12 月末保险公司资金运用情况表

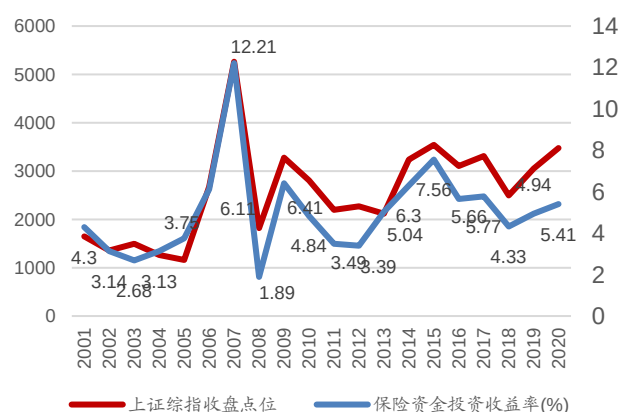
敬请参阅报告结尾处免责声明

	资金运用余额 (亿元)	较年初增长 (%)	占比 (%)	占比较年初变动 (百分点)	收益(亿元)	收益率(%)
一、银行存款	25973.45	2.96	11.98	-1.64	1009.52	3.72
二、债券	79328.75	23.89	36.59	2.03	2940.58	4.09
1.国债	32069.60	55.14	14.79	3.63	1033.08	3.89
2.金融债	20940.95	1.37	9.66	-1.49	919.54	4.45
3.企业债	23654.17	10.21	10.91	-0.67	926.93	4.08
三、证券投资基金	11040.41	17.16	5.09	0.01	1234.80	12.19
四、买入返售金融资产	1898.04	-7.29	0.88	-0.23	47.05	2.32
五、股票	18781.10	25.69	8.66	0.60	1866.45	10.87
六、长期股权投资	22698.64	15.00	10.47	-0.18	1416.89	6.72
七、投资性房地产	2101.06	10.92	0.97	-0.05	39.85	1.99
八、保险资产管理公司 产品	9654.22	20.99	4.45	0.15	442.13	4.76
九、金融衍生工具	2.28	-50.62	0	0	-11.60	-308.42
十、贷款	31484.13	7.10	14.52	-1.35	1493.90	4.89
十一、拆借资金	0.68	0	0	0	0	0.04
十二、其他投资	13838.38	30.75	6.38	0.67	507.65	4.30
合计	216801.13	17.02	100	--	10987.22	5.41

资料来源：中国保险统计年报（2020年12月），华宝证券研究创新部

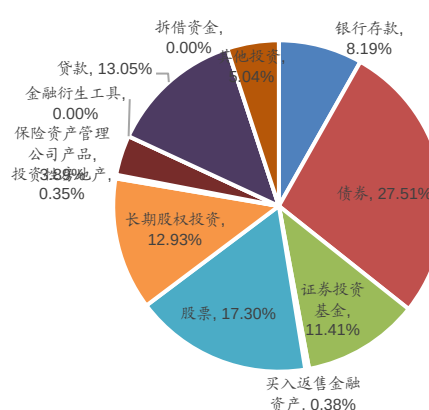
2020年权益市场在疫情影响下的调整后持续走牛，带动权益资产配置部分为保险资金运用创造了较高的收益贡献：其中，证券投资基金投资收益1234.80亿元、股票投资收益为1866.45亿元。但总体上，保险资金的权益资产配置比例还比较少，未来还有较大空间。此外，保险资金投资保险资产管理公司产品的占比为4.45%，较年初增加0.15个百分点，但是实现收益442.13亿元，同比上升47.58%。

图 180 过去 20 年保险资金运用投资收益率 (%)



资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

图 181 2020 年保险资金运用收益分解



资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

1.4.另类投资产品规模跃升，股权投资崭露头角

另类投资产品具有单笔规模大、投资周期长等特点，是保险资金投资运用的重要组成部分，也是保险资金服务国家战略和支持实体经济发展的的重要途径。根据中国保险资产管理业协会（下称“中保资管”）发布的《2020年保险资产管理行业报告》显示，2020年保险资金另类投资规模达到1.1万亿元，同比增长15.2%。其中，股权投资规模达到1.1万亿元，同比增长15.2%。股权投资在另类投资中的占比达到100%，同比增长15.2%。股权投资在保险资金运用中的占比达到10.47%，同比增长0.18个百分点。股权投资在保险资金运用中的收益贡献为1416.89亿元，同比增长6.72%。股权投资在保险资金运用中的收益率达到10.87%，同比增长0.60个百分点。股权投资在保险资金运用中的占比为10.47%，同比增长0.18个百分点。股权投资在保险资金运用中的收益贡献为1416.89亿元，同比增长6.72%。股权投资在保险资金运用中的收益率达到10.87%，同比增长0.60个百分点。

国保险资管协会”)) 数据,截至 2020 年底,31 家保险资产管理机构及 17 家保险私募基金管理人累计登记(注册)债权投资计划、股权投资计划和保险私募基金 1794 只,登记(注册)规模 41559.58 亿元。其中债权投资计划登记(注册)1685 只,规模 35017.94 亿元;股权投资计划登记(注册)72 只,规模 3339.39 亿元;保险私募基金注册 37 只,规模 3202.25 亿元。

表 100 保险另类投资产品累计登记(注册)情况(截至 2020 年底)

类型	数量-项	规模-亿元
债权投资计划	1685	35017.94
股权投资计划	72	3339.39
保险私募基金	37	3202.25
合计数	1794	41559.58

资料来源:中国银保监会网站,华宝证券研究创新部

2020 年,31 家保险资产管理机构注册债权投资计划和股权投资计划共 446 只,合计注册规模 8,419.29 亿元,规模相比 2019 年大幅增加,增幅达 81.58%。具体来看,债权投资计划 434 只,规模 8193.18 亿元,规模同比增加 78.72%;股权投资计划 12 只,规模 226.11 亿元,规模同比增加 331.51%。

2020 年,10 家保险私募基金管理机构共注册 15 只保险私募基金,合计注册规模 1339.15 亿元,规模同比增加 27.54%。虽然 2020 年保险资管机构注册的股权投资计划规模和数量相较 2019 年有显著提高,但是保险资管机构仍旧青睐于通过成立有限合伙企业或设立私募投资基金的形式进行股权投资。

保险资管机构另类投资业务 2020 年注册的产品数量和规模相比 2019 年大幅提升,保险资金的另类投资品种和领域相较以往在不断丰富,这也反映出保险资金在服务国家战略、支持实体经济发展以及支持多层次资本市场建设方面在不断发力,保险资金服务实体经济的能效也在不断提升。但是随着利率中枢的显著下行,保险资金在另类固定收益投资方面正面临可投资资产收益率下降的挑战,基础设施等领域优质项目的稀缺性也正在凸显。相比之下,股权投资将是保险资金逐步进军的重要投资领域。2020 年 11 月,中国银保监会发布的《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》,取消了保险资金财务性股权投资的行业限制。在一系列政策导向和市场环境的驱动下,保险资金股权投资的空间正进一步打开。

表 101 债权计划及股权计划注册情况

类型		2020 年	2019 年	增幅
股权投资计划	数量-项	12	4	
	规模-亿元	226.11	52.4	331.51%
债权计划合计	数量-项	434	251	
	规模-亿元	8193.18	4584.25	78.72%
保险私募基金	数量-项	15	5	
	规模-亿元	1339.15	1050.00	27.54%
合计数	数量-项	461	260	
	规模-亿元	9758.44	5634.25	71.60%

资料来源:中国保险资产管理业协会,华宝证券研究创新部

2.2020 年保险资金运用监管回顾

2.1. 负债端政策：落实主体责任，深化保险产品供给侧改革

2.1.1. 加强偿付能力监管，切实保护保险消费者利益

2020年7月，中国银保监会、中国人民银行就《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》（以下简称“管理规定（征求意见稿）”）公开征求意见。《管理规定（征求意见稿）》是对《保险公司偿付能力管理规定》（保监会令〔2008〕1号）的修订，吸收了自2016年风险导向的偿付能力监管体系（即偿二代）实施以来的成果。作为保险监管的核心，《管理规定（征求意见稿）》旨在进一步完善监管措施，加强保险公司偿付能力监管和保险消费者权益保护，激励和引导保险公司不断提升风险管理水平。

表 102 偿付能力监管的三支柱框架体系

框架构成	第一支柱	第二支柱	第三支柱
监管要点	定量监管	定性监管	市场约束机制
防范风险	保险风险 市场风险 信用风险	操作风险 战略风险 声誉风险 流动性风险	发挥市场监督约束作用， 防范常规监管工具难以防 范的风险

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

《管理规定（征求意见稿）》的修订重点包括：一是明确以风险为导向，制定定量资本要求、定性监管要求、市场约束机制相结合的偿付能力监管规则，**确立偿付能力监管的三支柱框架体系**；二是**完善偿付能力监管指标体系**，将偿付能力监管指标扩展为核心偿付能力充足率（不得低于50%）、综合偿付能力充足率（不得低于100%）、风险综合评级（不得低于B类）三个缺一不可、有机联系的指标体系；三是强化保险公司偿付能力管理的**主体责任**；四是提升偿付能力**信息透明度**，约定偿付能力信息披露机制；五是完善对偿付能力**不达标公司的监管措施**。

表 103 2017-2020 年保险业偿付能力状况表（年度）

时间	综合偿付能力充足率 (%)	核心偿付能力 (%)	风险综合评级（家）			
			A 类公司	B 类公司	C 类公司	D 类公司
2017	251	240	108	57	1	2
2018	242	231	104	69	2	2
2019	247.7	236.8	103	69	4	1
2020	246.3	234.3	100	71	3	3

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

2.1.2. 规范保险产品及业务监管，助力多层次医疗保障体系发展

2020年2月25日，中共中央、国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》（以下简称“意见”），提出到2030年全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障制度体系。

《意见》指出，为了促进多层次医疗保障体系发展，要加快发展商业健康保险，丰富健康保险产品供给，用足用好商业健康保险个人所得税政策，研究扩大保险产品范围。并加强市场行为监管，突出健康保险产品设计、销售、赔付等关键环节监管，提高健康保障服务能力。

2020 年，以中国银保监会为主的监管机构发布多项保险险种和服务的改革通知，以规范保险公司市场行为，深化保险产品的供给侧改革，消除消费者困扰，更好地保障消费者权益，以推动保险市场尤其是商业健康保险的高质量发展。

表 104 2020 年保险产品与服务监管通知（不完全统计示）

发布时间	发布主体	监管通知
2020/1/17	中国银保监会	《关于加快推进意外险改革的意见》
2020/2/11	中国银保监会	《关于进一步规范健康保障委托管理业务有关事项的通知》
2020/3/25	中国银保监会	《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》
2020/9/6	中国银保监会	《关于规范保险公司健康管理服务的通知》
2020/11/5	中国保险行业协会 中国医师协会	《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020 年修订版）》
2020/11/5	中国银保监会	《关于使用《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）》有关事项的通知》
2020/11/6	中国银保监会	《关于使用重大疾病保险的疾病定义有关事项的通知》

资料来源：中国银保监会网站，中国保险业协会，华宝证券研究创新部

2020 年 3 月，中国银保监会发布《关于加快推进意外险改革的意见》，弥补意外险市场基础薄弱、定价机制科学性不强、销售行为不够规范、功能和作用发挥不够充分等短板，强调用两年的时间扭转意外险市场乱象，计划到 2020 年底意外险费率市场化形成机制基本建立，发展环境持续优化，产品供给更加丰富；到 2021 年底，意外险费率市场化形成机制基本健全，标准化水平明显提升，市场格局更加规范有序，服务领域更加广泛，广大群众更加认可。银保监会对意外险改革各项举措的落实、对意外险市场的清理整顿，旨在彻底解决意外险价格扭曲的问题根源，建立健全意外险监管体系，以保护保险消费者的合法权益。

为了进一步支持商业保险机构参与健康中国建设，促进多层次多样化医疗保障体系建立，2020 年 2 月，中国银保监会发布《关于进一步规范健康保障委托管理业务有关事项的通知》（以下简称“健康保障委托管理业务通知”），加强对保险公司健康保障委托管理业务的监管；2020 年 9 月，中国银保监会发布《关于规范保险公司健康管理服务的通知》（以下简称“健康管理服务通知”），以满足人民持续增长的多层次、多样化、个性化的健康保障需求。具体来看，《健康保障委托管理业务通知》明确保险公司开展健康保障委托管理业务应符合《健康保险管理办法》规定的经营健康保险的条件，各项条款旨在补齐监管短板，防范保险公司以健康保障之名行委托理财之实，或者通过管理费打价格战进行恶性竞争等。《健康管理服务通知》将保险公司健康管理服务分为健康体检、健康咨询、健康促进、疾病预防、慢病管理、就医服务、康复护理等七大类型，建立保险公司健康管理业务监管框架，规范服务行为，补齐监管短板，防范潜在风险。2020 年 2 月中共中央、国务院发布的《意见》已经为未来健康险市场发展定调，未来保险产品的健康保障功能将成为重要关注点。目前，健康保险与健康管理融合发展已成为行业发展趋势，保险公司也已普遍把健康管理作为健康保险增长新动能。保险公司提供的健康管理服务对于丰富健康产品内涵、提升投保人健康水平、降低医疗费用支出、提升健康保险风险管控和专业化服务水平等方面有着重要作用。

2020 年 3 月，中国银保监会发布《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》（以下简称“长期医疗保险费率调整通知”），细化费率调整的相关规定，清除医疗保险发展的制度障碍，明确鼓励发展长期医疗保险。此前，中国银保监会在 2019 年 11 月发布的《健康保险管理办法》中已规定保险公司可以在保险产品中约定对长期医疗保险产品进行费率调整，意在引导保险公司开发销售长期医疗保险产品。医疗保险是健康保险的主要险种之一，但是从期限来看，绝大部分为 1 年期业务。《长期医疗保险费率调整通知》规定保险公司可开发设计费率可调的长期医疗保险产品，不过仅限于以自然费率定价，且保险期间超过一年，或者保险期间虽不超过一年但含有保证续保条款的医疗保险产品。费率调整以单个产品为单位进行，保险公司需制定长期医疗保险费率调整办法，明确费率调整

敬请参阅报告结尾处免责声明

的触发条件、内部决策机制和工作流程，细化保险公司不得上浮费率的“负面清单”。《长期医疗保险费率调整通知》的发布，进一步丰富了健康保险产品供给，有利于鼓励保险公司产品创新，将产品定价权和费率调整权交给市场，同时强化信息披露，坚持费率调整公开透明，有利于保护保险消费者的合法权益。

2020年11月5日，中国保险行业协会与中国医师协会联合发布《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020年修订版）》（以下简称“2020版定义”），对2007年发布的旧规范进行修订，建立重大疾病分级体系，扩展保障范围，优化疾病定义内涵。同日，中国银保监会发布《关于使用〈中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）〉有关事项的通知》，规定2020版重疾表为保险公司法定责任准备金评估基础的最低要求，明确2020版重疾表对产品定价的参考作用，并建立重大疾病经验发生率表动态修订机制；并向保险公司发布《关于使用重大疾病保险的疾病定义有关事项的通知》，明确过渡期为发文之日起至2021年1月31日，之后不得继续销售基于旧规范开发的重大疾病保险产品。通过最新修订，国内重大疾病的定义更加科学精准和规范统一，进一步扩展重疾险的保障范围，提高产品定价的科学性和公平性，使赔付条件更加合理。

此外，互联网保险业务方面，随着碎片化、小额化、触角广泛的互联网保险业务快速增长，互联网保险在改变保险销售与服务业态的同时，其中的消费者侵权问题也出现了爆发式的增长，据中国银保监会披露，仅2019年接到的互联网保险消费投诉达到了1.99万件，是2016年投诉量的7倍。为了规范互联网保险业务，推动行业持续健康发展，中国银保监会先后于2020年6月发布《关于规范互联网保险销售行为可回溯管理的通知》（以下简称“互联网保险回溯通知”）、2020年12月发布《互联网保险业务监管办法》（以下简称“互联网保险监管办法”）。《互联网保险回溯通知》的实施范围限定于投保人为自然人的商业保险产品，重点在于充分保障消费者的知情权、自主选择权和公平交易权，杜绝销售误导和变相强制搭售等问题。《互联网保险监管办法》重点在于厘清互联网保险业务本质，强化持牌经营原则，规范保险营销宣传行为，全流程规范保险售后服务，并按经营主体分类监管，明确非法经营的负面清单。互联网保险业务监管规范的发布，对于推动保险业供给侧改革、维护保险消费者合法权益、促进保险业高质量发展意义重大。

2.2.资产端政策：强化险资投资管理能力监管，拓宽保险资金运用空间

2.2.1.完善投资管理监管框架，提升自主投资决策效率

2020年9月30日，中国银保监会发布《关于优化保险机构投资管理能力监管有关事项的通知》（以下简称《投资管理能力通知》），对保险机构现有投资管理能力监管框架进行优化完善，推进保险机构持续、全面强化投资管理能力建设，激发保险资金投资活力，更好支持实体经济和资本市场发展。具体来看，《投资管理能力通知》一方面将保险机构投资管理能力明确为信用风险管理能力、股票投资管理能力、股权投资管理能力、不动产投资管理能力、衍生品运用管理能力、债权投资计划产品管理能力、股权投资计划产品管理能力7类，并列明具体标准；另一方面将保险机构投资管理能力管理方式调整为公司自评估、信息披露和持续监管相结合，取消投资管理能力备案管理，强化事中事后监管，压实机构的投资主体责任。该通知的发布，是中国银保监会持续推进简政放权，深化“放管服”改革，推动优化营商环境，深化保险资金运用市场化改革和保险投资端能力建设改革，提高保险机构自主投资决策效率的重要举措。对保险公司而言，加强完善投资管理能力建设，才能更好地拓宽投资渠道、在风险可控前提下提高投资组合的收益率。

2.2.2.丰富保险资金投资品种，提升险资服务实体经济能力

2020年，中国银保监会发布多项拓宽保险资金运用渠道、丰富保险资金投资品种的政策，以持续深化“放管服”改革，充分发挥保险资金的长期投资优势，更好的支持和服务实体经济发展，促进国

内国际双循环发展战略发展。保险资金投资范围的扩大和部分投资限制的取消，有效提高了保险机构的投资自主性，有利于保险机构投资能力建设和运营水平的持续提升。

表 105 2020 年保险资金投资相关规定

发布时间	发布主体	监管通知
2020 年 2 月	财政部、中国人民银行、中国银保监会、中国证监会	《关于商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易的公告》
2020 年 5 月	中国银保监会	《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》
2020 年 6 月	中国银保监会	《保险资金参与国债期货交易规定》
2020 年 6 月	中国银保监会	修订《保险资金参与金融衍生产品交易办法》
2020 年 6 月	中国银保监会	修订《保险资金参与股指期货交易规定》
2020 年 7 月	中国银保监会	《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》
2020 年 9 月	中国银保监会	《关于保险资金投资债转股投资计划有关事项的通知》
2020 年 11 月	中国银保监会	《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

2020 年 2 月，财政部、中国人民银行、中国银保监会、中国证监会联合发布《关于商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易的公告》（以下简称“公告”），规定具备投资管理能力的保险机构可以风险管理为目的，参与中国金融期货交易所国债期货交易。根据公告精神，中国银保监会于同年 6 月发布《保险资金参与国债期货交易规定》，并同步修订了《保险资金参与金融衍生产品交易办法》和《保险资金参与股指期货交易规定》。系列制度要点包括：保险机构参与国债期货交易，仅以对冲风险为目的，应以资产组合形式参与，且规定买卖合约限额；保险资金参与金融衍生产品，需要强化资产负债管理和偿付能力导向，新增衍生品交易的总杠杆率限制等。保险资金参与国债期货交易，丰富了保险资金运用的风险对冲工具，有利于保险公司加强资产负债管理，增强风险抵御能力。系列制度的发布，进一步完善了保险资金参与金融衍生品交易的监管规制体系，规范保险资金参与金融衍生产品交易行为，夯实保险机构风险管理能力建设，防范保险资金运用风险。

2020 年 5 月，中国银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》（以下简称“保险投资银行资本补充债券通知”），拓宽银行资本补充渠道的同时扩大保险资金运用空间。《保险投资银行资本补充债券通知》在资产规模、资本充足率、信用等级方面放宽了保险资金投资的资本补充债券发行人条件，放宽投资商业银行资本补充工具条件，取消了可投债券的外部信用等级要求，但是要求保险机构的信用风险管理能力和偿付能力充足率需达到标准，并将所投资资产纳入相应的监管比例管理。《保险投资银行资本补充债券通知》是对保险资产配置品种的丰富，有效提升了保险机构的投资自主权，由保险机构来主导所投资资产的投资价值和风险判断。

2020 年 7 月，中国银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》（以下简称“权益类资产配置监管通知”），完善保险公司权益类资产配置规则，拓宽保险资金投资的自主决策空间，设置差异化的监管比例，支持偿付能力水平充足、财务状况良好、风险承担能力较强的保险公司适度提高权益类资产配置比例，最高可占到上季末总资产的 45%。同时，强化对重点公司的监管，并增加集中度风险监管指标，规定投资单一股票不得超过其总股本的 10%。此外，鼓励保险机构根据上市和非上市权益类资产的风险特征，制定不同的配置策略，鼓励保险资产管理公司加大设立专项产品的力度，为优质上市公司提供更多的长期资金。保险资金增加权益类资产的配置是大势所趋，《权益类资产配置监管通知》的发布，将引导保险机构将更多资金配置于权益类资产，鼓励开展价值投资、长期投资和审慎投资：一方面是一级市场的股权投资，另一方面是二级市场的股票投资，将为资本市场直接融资提供稳定的中长期资金来源。

2020 年 9 月，中国银保监会发布《关于保险资金投资债转股投资计划有关事项的通知》（以下简称“保险资金投资债转股投资计划通知”），支持保险资金投资金融资产投资公司设立的债转股投资

计划，并规定债转股投资计划投资的市场化债转股资产原则上不低于债转股投资计划净资产的 60%，保险资金仅能投资份额分级的债转股投资计划的优先级，并对保险公司投资债转股投资计划设置单一公司 50%和集团合计 80%的投资比例限制。《关于保险资金投资债转股投资计划有关事项的通知》是监管层落实供给侧结构性改革要求、推进保险资金与金融资产投资公司合作、促进市场化法治化债转股业务发展的重要举措，在进一步拓宽债转股资金来源的同时，也拓宽了保险资金运用的空间，并能有效支持有较好发展前景的优质企业渡过难关，增强经济中长期发展韧性。

保险资金的长期性、负债性决定了其投资目标在于获取长期稳健的绝对收益，而股权投资具有长期性、抗经济周期能力强等特点，这与保险资金的特点相一致。为了加大保险资金对实体经济股权融资支持力度，提升保险资金服务实体经济能力，提升社会直接融资比重，中国银保监会于 2020 年 11 月发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》，核心内容是取消保险资金财务性股权投资的行业限制，不再将行业类型限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗等特定企业，但禁止保险资金投资存在十类情形的企业。通过“负面清单+正面引导”机制，允许保险机构自主选择投资行业范围，运用自有资金和责任准备金开展财务性股权投资。

此外，随着《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（2020 年 4 月，证监会、发改委发布）、《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（2020 年 8 月，证监会发布）以及沪深交易所配套规则的发布，公募 REITs 产品即将正式推出。《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》中明确保险公司可以作为网下投资者参与公募 REITs 基金份额认购，开启了险资投资公募 REITs 的业务路径。公募 REITs 具备较高的流动性、收益相对稳定、安全性较强等特点，且其长久期的产品特性与保险资金的长期投资属性相匹配，为保险资金带来新的投资品种、增加保险资金投资的灵活性，打开保险资管机构资金配置的空间。同时，也为保险资管机构带来新的业务契机：REITs 的底层资产主要是基础设施、不动产等保险资管擅长的领域，保险资管在资产遴选和投资运营方面具备丰富的资源和经验，通过公募 REITs 业务可以深度参与底层资产项目的投资管理，不过这对保险资管机构的能力建设也提出了更高要求。

2.2.3. 保险资管上位法确立，行业市场化更进一步

2020 年 3 月，中国银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”），对各类保险资管产品进行总体规范，压实产品发行人主体责任，统一保险资管产品监管标准。并按照原则导向和规则细化相结合的基本思路，于当年 9 月发布《组合类保险资产管理产品实施细则》、《股权投资计划实施细则》和《股权投资计划实施细则》三项配套规则，针对不同类别保险资管产品的特点，对保险资管产品的监管规则进行细化，整体确立保险资管产品“1+3”的制度框架。《暂行办法》及其配套规则坚持保险资管产品的私募定位，坚持严控风险的底线思维以及保险资管产品的中长期特色，是完善我国资管业务监管体系的重要举措，补齐了保险资管监管体系以往的监管短板，有利于规范保险资管产品业务发展，拓宽保险资金运用渠道和投资品种。作为金融市场中重要的中长期投资工具，对保险资管产品业务的统一规范，将保险资管与大资管市场其他资管产品拉平，既防止新的监管套利和不公平竞争，也有利于保险资管产品的行业对标和市场化发展，有利于引导保险资产管理机构强化风险控制、完善内部管理、提升投资管理能力，更好的对接和服务实体经济，服务国内国际双循环发展战略。

3. 2020 年保险资产管理行业发展

截至 2020 年底，保险资产管理公司合计 28 家（不含专业型保险资产管理机构）。2020 年获批筹备的保险资产管理公司有 1 家：国华兴益保险资产管理有限公司（2020 年 10 月 12 日）。2020 年内获批开业的保险资产管理公司有 1 家：招商信诺资产管理有限公司（2020 年 9 月 30 日），于 2020 年 10 月 18 日在北京开业，是国内第四家合资保险资产管理公司。

目前，保险资产管理公司主要从事的两大业务板块：投行业务板块和资产管理业务板块。具体涉及的业务如下表 106 所示：

表 106 目前保险资产管理公司主要业务一览

业务类型	具体内容
投行业务板块	债权投资计划
	股权投资计划
	资产支持计划
	保险私募基金
资产管理业务板块	保险资产管理计划
	企业年金业务
	养老保障
	公募业务
	第三方资产管理业务
	投连险管理

资料来源：华宝证券研究创新部

3.1. 投行业务板块

根据中国保险资管协会披露的数据，截至 2020 年 12 月底，保险资产管理机构和保险私募基金管理人累计发起设立各类债权、股权投资计划 1757 只，合计备案（注册）规模 38357.33 亿元；累计注册保险私募基金 37 只，合计规模 3202.25 亿元。

2020 年全年，中国保险资管协会批准注册债权投资计划 434 只、注册规模 8193.18 亿元；股权投资计划 12 只、注册规模 226.11 亿元；10 家保险私募基金管理机构共注册 15 只保险私募基金，合计注册规模 1339.15 亿元。根据中保保险资产登记交易系统有限公司（以下简称“中保登公司”）数据，2020 年中保登公司出具注册通知书的资产支持计划有 24 只，注册规模合计约 713 亿元。

为了引导保险机构服务国家战略和实体经济、支持多层次资本市场建设，中国银保监会鼓励保险机构通过债权投资计划、股权投资计划等保险资管产品投资于不动产、基础设施、养老等项目，并允许专业保险资管机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金、股权投资基金等直接投资于未上市企业股权。2020 年，中国银保监会一方面丰富保险资金投资品种、拓宽保险资金投资空间、取消部分投资限制，另一方面对保险资管产品进行总体规范，细化债权投资计划、股权投资计划实施细则，为保险资管另类投资业务的发展厘清规范。

表 107 2020 年另类投资业务相关规范文件

时间	发布主体	发布事项	相关内容
2020 年 9 月	中国银保监会	《债权投资计划实施细则》	明确产品登记时限为发行前 5 个工作日； 统一基础设施和非基础设施类不动产债权投资计划的资质条件及业务管理要求； 在还款保障措施完善的前提下，基础设施债权投资计划可以使用不超过 40% 的募集资金用于补充融资主体营运资金，满足更多实体企业特别是制造业融资需求； 完善信用增级等交易结构设计； 完善风险管理机制
2020 年 9 月	中国银保监会	《股权投资计划实施细则》	明确产品登记时限为发行前 5 个工作日； 拓展投资范围：可投资未上市企业股权；私募股权投资基金、创业投

			资基金；新增上市公司定向增发、大宗交易、协议转让的股票、优先股、可转债； 股权投资计划投资基金的，基金的分级比例不得超过 1:1，所投金额不得超过基金规模的 80%；股权投资计划投资于未上市企业股权等权益类资产的比例不低于 80%； 强化信息披露要求
2020 年 9 月	中国银保监会	《关于保险资金投资债转股投资计划有关事项的通知》	支持保险资金投资金融资产投资公司设立的债转股投资计划； 债转股投资计划投资的市场化债转股资产原则上不低于债转股投资计划净资产的 60%； 保险资金仅能投资份额分级的债转股投资计划的优先级，并对保险公司投资债转股投资计划设置单一公司 50%和集团合计 80%的投资比例限制； 推进保险资金与金融资产投资公司合作、促进市场化法治化债转股业务发展
2020 年 11 月	中国银保监会	《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》	允许保险机构自主选择投资行业范围； 取消保险资金财务性股权投资的行业限制，不再将行业类型限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗等特定企业； “负面清单+正面引导”机制，禁止保险资金投资存在十类情形的企业

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

3.1.1. 债权投资计划

债权投资计划是指保险资产管理机构作为受托人面向委托人发行受益凭证，募集资金以债权方式主要投资基础设施、非基础设施类不动产等符合国家政策的项目，并按照约定条件和实际投资收益情况向投资者支付收益、不保证本金支付和收益水平的保险资产管理产品。

2020 年保险资管债权投资计划涉及的领域仍主要集中在服务国家战略和国计民生的**重大基础设施建设、重大产业项目等**，包括电力能源、棚改安置、文化旅游、产业园区、高铁/轨交、高速公路、商业地产等领域。

3.1.1.1. 2020 年债权投资计划注册情况

根据保险资管协会披露的产品注册数据，2020 年保险资产管理机构注册债权投资计划共 434 项，合计注册规模 8193.18 亿元。

从注册主体上看，2020 年平安资产、太平洋资产、长江养老、中意资产注册的债权投资计划数量最多，分别注册债权投资计划 49 项、32 项、29 项、28 项，合计占 2020 年全年注册债权投资计划总数量的 31.80%。此外，建信保险资管、新华资产、泰康资产、平安养老、华泰资产 2020 年债权投资计划的注册数量也超过了 20 项。从保险集团维度看，2020 年平安集团注册债权投资计划的数量最多为 77 项，包括平安资产 49 项、平安养老 22 项、平安不动产 6 项；其次为太平洋集团，注册债权投资计划的数量为 61 项，包括太平洋资产 32 项、长江养老 29 项；排名第三的为中国人保集团，注册债权投资计划的数量为 26 项，包括人保资本 15 项、人保资产 8 项、人保投控 3 项。

从债权投资计划的投向来看，2020 年保险资管机构注册的债权投资计划仍以基础设施债权投资计划为主，注册数量为 232 项，占当年注册债权投资计划总数的 53.46%。基础设施债权投资计划涉及的领域包括**交通、能源、电力、物流、市政建设等**。保险资管机构中，平安资产注册 2020 年注册的基础设施债权投资计划数量最多为 23 项，投向包括轨交、铁路、高速、工业互联、文旅、物流、

城镇化建设等。其次是长江养老，其注册的基础设施债权投资计划数量为 21 项，投向包括新能源、物流、交通、市政建设等。不动产投资计划方面，2020 年保险资管机构注册发行的项目以商业不动产为主，区域和融资主体都较为分散，保利、万达、绿地、绿城、华侨城、上海金茂等地产公司作为融资主体在 2020 年与保险资管机构合作发行了多笔不动产投资计划。棚改项目方面，保险资管协会披露的数据显示，2020 年有 11 家保险资管机构共发行 17 项棚改项目相关的债权投资计划，地域涵盖范围较广，包括武汉、马鞍山、成都、商丘、温州、岳阳、襄阳、宿迁等二三线城市。

绿色通道注册方面，保险资管协会为加强对新冠疫情防控一线的金融服务支持，对募集资金用于重点疫情流行地区、抗击疫情蔓延及支持疫情流行地区建设等领域的债权投资计划开辟注册绿色通道，以满足卫生防疫、医药产品制造及采购、公共卫生基础设施建设、科研攻关、技术改造等方面的融资需求。2020 年 2 月，两只抗疫保险资金债权投资计划经保险资管协会绿色通道成功注册，分别为：平安养老-湖北交投紫云铁路基础设施债权投资计划（以下简称“紫云铁路债权计划”）、光大永明-汉江国投襄阳基础设施债权投资计划（以下简称“襄阳基建债权计划”），均投向抗击疫情主战场的湖北地区，为当地企业提供资金支持。其中，紫云铁路债权计划拟投规模 14.62 亿元，资金主要用于湖北宜昌紫云地方铁路项目建设；襄阳基建债权计划拟投规模 20 亿元，资金主要用于湖北襄阳汉江新集水电站项目建设。

2020 年经保险资管协会绿色通道快速注册的抗疫债权投资计划项目情况具体如下：

表 108 2020 年保险资管绿色通道注册债权投资计划

项目编号	发行主体	项目名称	项目类别
中资协注【2020】32 号	平安养老	湖北交投紫云铁路基础设施债权投资计划	基础设施债权
中资协注【2020】34 号	光大永明资管	汉江国投襄阳基础设施债权投资计划	基础设施债权

资料来源：中国保险资产管理业协会，华宝证券研究创新部

3.1.1.2.2020 年保险机构投资债权投资计划情况

我们根据各保险公司官网公开披露的资金运用信息，将中国人保、中国太保、中国人寿、中国太平、泰康保险、中国平安、华泰保险集团公司及其下属子公司作为分析样本，对上述公司 2020 年的债权投资计划的投资情况进行了统计：

涉及投资记录 167 笔、累计投资金额 1161.88 亿元。其中，中国太保子公司 2020 年投资的债权投资计划金额最高，为 428.86 亿元，包括太平洋财险、太平洋寿险、太保安联、长江养老、安信农保；其次为中国平安子公司，投资金额共计 331.68 亿元，包括平安人寿、平安养老。从单公司维度来看，太平洋寿险、平安人寿、国寿寿险投资金额最高，分别为 383.11 亿元、331.68 亿元、253.70 亿元，占 2020 年样本保险集团累计投资金额的 83.36%。

图 182 各保险公司 2020 年认购债权计划情况

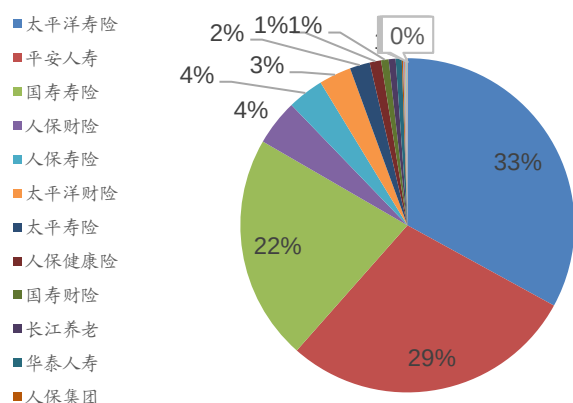
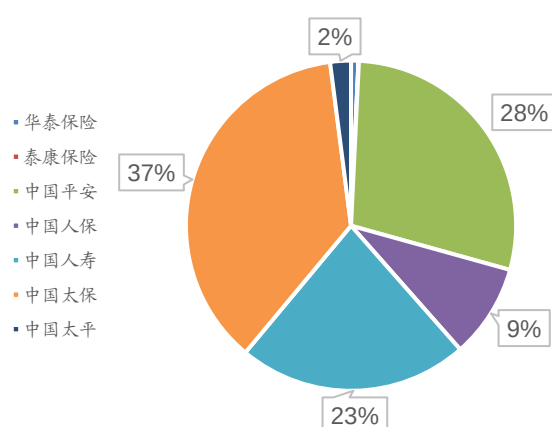


图 183 各保险集团 2020 年认购债权计划情况



资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

从各保险公司 2020 年所投资的债权计划类型来看，投资基础设施债权投资计划的金额最多，为 575.05 亿元，占 2020 年样本保险公司累计投资金额的 49.49%，其中平安人寿投资基础设施债权投资计划的金额达到 230.38 亿元，中国人寿的投资金额为 177.10 亿元，太平洋寿险投资金额为 108.85 亿元；各保险公司投资不动产债权投资计划的金额为 120.59 亿元，占 2020 年样本保险公司累计投资金额的 10.38%。

从各保险公司 2020 年所投资的债权计划投向来看，交通、电力、水利、新能源、环保、工业互联、长租公寓、商业地产、市政建设、文化旅游等领域均有涉及。棚改项目方面，2020 年仅太保寿险、太保产险、人保寿险、人保财险、平安人寿在 2020 年进行了累计 45.3 亿元的相关项目投资。

表 109 2020 保险公司认购棚改债权投资计划情况

项目名称	认购人	设立/管理人	认购时间	认购金额(亿元)	投资期限(年)	项目简介
人保投控-成都中心棚改项目债权投资计划	中国人民人寿保险股份有限公司	人保投资控股有限公司	2020/4/13	0.9	7+3	募集资金用于“成都中心”金家坝片区、东御河片区棚户区改造项目的建设和偿还投资项目前期借款。
	中国人民财产保险股份有限公司			0.9		
长江养老-赣发投棚户区改造不动产债权投资计划	中国太平洋人寿保险股份有限公司	长江养老	2020/8/11	15	3+2	募集资金将用于融资主体（赣州振兴实业有限责任公司）的赣江新城棚户区改造项目债务结构调整。
太平洋-宿迁棚改债权投资计划（一期）	中国太平洋财产保险股份有限公司	太平洋资产管理有限责任公司	2020/9/24	1	10	募集资金将由偿债主体宿迁市安华庭棚户区改造投资有限公司投资于宿迁市中心城市 2018 年市实小北校区及周边（不含永阳大厦）等两个地块棚户区改造项目的拆迁安置补偿。
	中国太平洋人寿保险股份有限公司			3		
平安不动产-西安长安棚改不动产债权投资计划（一期）	中国平安人寿保险股份有限公司	平安不动产有限公司	2020/12/23	17	5+3	募集资金将用于西安市长安区城中村改造(一期)项目。
太平洋-汉江国投 08 片区棚改债权投资计划	中国太平洋人寿保险股份有限公司	太平洋资产管理有限责任公司	2020/12/25	7.5	10	募集资金将由偿债主体襄阳新越星建设管理有限公司用于襄阳市高新区 08 片区棚户区改造项目。

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

此外，我们所选取的 7 家保险集团样本涉及的集团公司及其子公司在 2020 年投资的债权投资计划，几乎都是自身保险集团体系内保险资管机构创设的。仅泰康人寿所披露的 2 笔债权投资计划为自身所在集团体系外产品，具体为：投资太平资产发行的太平-保利地产绿色金融商业项目不动产债权投资计划 0.4 亿元、投资中保投发行的中保投-厦门建发基础设施债权投资计划（二期）0.22 亿元。

3.1.2. 股权投资计划

3.1.2.1.2020 年股权投资计划注册情况

股权投资计划是指保险资产管理机构作为管理人发起设立、向合格机构投资者募集资金、通过直接或间接方式主要投资于未上市企业股权的保险资产管理产品。

根据中国保险资管协会披露的数据，2020 年保险资产管理机构注册股权投资计划 12 项，注册规模 226.11 亿元，相比 2019 年股权投资计划（注册 4 项、注册规模 52.40 亿元）的注册项目数量和规模均大幅增加，其中规模增幅 331.51%。此外，2020 年 10 家保险私募基金管理机构注册了 15 只保险私募基金，合计注册规模 1339.15 亿元，相比 2019 年 5 家保险私募基金管理机构注册 5 只保险私募基金、注册规模 1050.00 亿元，注册机构、注册数量同比大幅增加，注册规模增幅为 27.54%。

从 2020 年注册的股权投资计划的投向来看，投资涉及的领域包括战略新兴产业、金融科技、科创、制造业升级、医疗医院等符合国家战略方向、服务国计民生的领域，具体情况如下表 110 所示：

表 110 2020 年保险资管注册的股权投资计划（不完全列示）

注册时间	项目编号	注册编号	发行主体	项目名称	规模（亿元）	投资标的
2020.6.5	中资协注【2020】121 号	0420121	人保资本	国家战略性新兴产业母基金股权投资计划	10	建信领航战略性新兴产业发展基金有限合伙份额
2020.6.15	中资协注【2020】132 号	0420132	光大永明资管	鲲鹏光远股权投资计划	6.5	深圳鲲鹏光远私募股权投资基金合伙企业有限合伙份额
2020.6.30	中资协注【2020】149 号	0420149	长江养老	国投（上海）科技成果转化基金股权投资计划	7.7	国投（上海）科技成果转化创业投资基金企业有限合伙份额
2020.7.30	中资协注【2020】181 号	0420181	建信保险资管	国家制造业转型升级基金项目股权投资计划	50	国家制造业转型升级基金股份有限公司股份
2020.8.7	中资协注【2020】199 号	0420199	中英益利	弘毅三期城市更新基金股权投资计划（一期）	10	深圳弘毅贰零壹玖企业管理中心有限合伙份额
2020.8.27	中资协注【2020】217 号	0420217	长江养老	华兴医疗产业股权投资计划	2.5	北京瑞智医疗股权投资合伙企业有限合伙份额
2020.8.27	中资协注【2020】218 号	0420218	光大永明	同创基金股权投资计划	1.5	北京同创共享医疗股权投资基金合伙企业有限合伙份额
2020.9.4	中资协注【2020】132 号	0420224	太平洋	广慈纪念医院股权投资计划	2	上海广慈纪念医院有限公司股权

资料来源：中国保险资产管理业协会，华宝证券研究创新部

3.1.2.2.2020 年保险公司投资股权投资计划情况

保险公司对股权类项目的投资形式包括投资股权投资计划、保险私募基金等。我们对中国人保、中国太保、中国人寿、中国太平、泰康保险、中国平安、华泰保险 2020 年集团公司及其下属子公司公开披露的股权类项目投资情况进行了统计，2020 年上述保险机构发生 10 笔股权类项目投资、涉及股权类项目 9 个、涉及金额 450.16 亿元，2019 年上述保险机构发生 14 笔股权项目投资、涉及股权类项目 12 个、涉及金额 427.39 亿元，2020 年投资金额同比增幅为 5.33%。

2020 年,我们所选取的样本保险公司所进行的股权类项目投资,有 8 笔通过股权投资计划形式、2 笔通过股权投资合伙企业(有限合伙)进行。从投资金额来看,单笔投资金额最大的认购为中国人寿投资“国寿投资-东航集团股权投资计划”110 亿元,该股权投资计划由国寿投资作为计划管理人,以股权增资形式将所募集的资金投资于中国东方航空集团有限公司,投资期限 10 年。

表 111 2020 保险公司认购股权类投资项目情况

项目名称	认购人	设立/管理人	认购时间	认购金额 (亿元)	投资期限 (年)	项目简介
人保资本-国家战略性新兴产业母基金股权投资计划	中国人民人寿保险股份有限公司	人保资本	2020/9/18	10	10	募集资金用于认购建信领航战略性新兴产业发展基金(有限合伙)的有限合伙人财产份额
中保投-招商局轮船股份有限公司股权投资计划	中国人寿保险股份有限公司	中保投资有限公司	2020/12/9	45.7	5+5+1+N	用于向招商局轮船增资,获取投资收益,并有助于服务落实国家重大战略部署,有效支持实体经济发展
	中国太平洋人寿保险股份有限公司			28		
国寿投资-东航集团股权投资计划	中国人寿保险股份有限公司	国寿资本投资有限公司	2020/11/25	110	10	由国寿投资作为计划管理人/受托人设立,以股权增资形式将所募集之股权计划资金投资于目标公司——中国东方航空集团有限公司
中国人寿-电投 1 号股权投资计划	中国人寿保险股份有限公司	中国人寿	2020/11/9	20	5+3+3	投资于未上市公司股权,即国电投北京公司股权,在成功摘牌且被确定为投资方的情况下,投资计划持股比例以受托人代表投资计划签署的《国家电投集团北京电力有限公司之增资协议》中的约定为准
国寿投资-睿力集成股权投资计划	中国人寿财产保险股份有限公司	国寿资本投资有限公司	2020/12/28	5.1	6+1+1	本次关联交易的标的为“国寿投资-睿力集成股权投资计划”的股权计划份额,发行主体为国寿投资公司,股权计划存续期限为 6 年,国寿投资公司有权根据股权计划退出情况适当提前终止或延期。
国寿投资-德州扒鸡股权投资计划	中国人寿财产保险股份有限公司	国寿资本投资有限公司	2020/12/28	0.79	10	交易的标的为“国寿投资-德州扒鸡股权投资计划”的股权计划份额,发行主体为国寿投资公司,股权计划存续期限为 10 年,国寿投资公司作为受托人有权根据股权计划退出情况适当提前终止或延期。
长江养老-国投(上海)科技	中国太平洋人寿保险股份有限公司	长江养老	2020/8/14	7.7	8+2	募集资金将投向国投(上海)科技成果转化创业投资基金企业

科技成果转化基金股权投资计划	司					(有限合伙)。投资标的主要投向符合国家科技成果转化创新的产业战略
国寿启航壹期(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	中国人寿保险股份有限公司	国寿置业投资管理有限公司	2020/11/20	90	6	通过对持有型不动产项目进行投资,服务实体经济,完善我公司的资产配置,实现资本增值。
人保科创股权投资基金(上海)中心(有限合伙)	中国人民财产保险股份有限公司	人保资本股权投资有限公司	2020/9/15	9.97	9	主要投资方向为生物医药、信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保等科技创新领域的项目以及其他项目,包括其他以上述相关领域为主要投资方向的股权投资基金。

资料来源:各保险公司官网,华宝证券研究创新部

3.1.2.3.典型案例跟踪——中保投资

中保投资有限责任公司(下称“中保投资”),由 27 家保险公司、15 家保险资产管理公司以及 4 家社会资本共 46 家股东单位出资、于 2015 年 12 月正式成立。

中保投资作为国家级战略性资金投资平台,在积极服务大型基础设施建设的同时,也对新型基础设施建设、战略性新兴产业及先进制造业发展、功能配套建设等重点领域提供中长期资金支持。中保投资的投资采取多种资产配置模式,即直接投资+股权投资计划+债权投资计划+资产支持计划+保险私募基金等,其中直接投资包括股权投资、债权投资、夹层投资、ABS 投资等。

中保投资公开披露的信息显示,2020 中保投资发起、参与了国家管网项目、“一带一路”项目、城市更新旧改项目、科创板战投项目、新能源电池 PE 项目、上市企业债务重整项目、光谷中交中保城市发展投资基金等。从上述投资项目来看,一方面,中保投资积极服务国家战略,整合金融资本和产业资本,为国家重点发展产业企业的稳健成长提供长期资金支持,引导长期资金参与资本市场,满足中长期资金的配置需求,发挥基石投资者的作用,支持实体经济创新发展;另一方面,在宏观经济增速下行、新冠肺炎疫情冲击等因素影响下,中保投资也积极关注各类困境资产的处置需求,投资特殊机会领域,实现困境企业的重整盘活和价值提升。此外,2020 年中保投资通过参与沪硅产业、中芯国际、孚能科技等公司的科创板战投项目,开启了其在二级市场的创新业务模式,在有力支持国家重点发展产业的同时,也进一步增强了股权投资能力,优化保险资金配置结构。中保投资 2020 年投资项目信息如下:

表 112 中保投资 2020 年投资项目列表

项目名称	资金规模	资金投向	项目简介
国家管网项目	450 亿元	国家管网公司增资扩股	贯彻“四个革命、一个合作”国家能源安全新战略,设立 450 亿元管网基础设施专项基金,参与国家管网公司增资扩股,支持国家油气体制深化改革
“一带一路”项目	400 亿元	招商局轮船境外项目	助力“一带一路”沿线经济带港口布局和业务资产整合,设立总规模 400 亿元的股权投资计划,用于招商局轮船境外项目,包括斯里兰卡科伦坡港、汉班托塔港、土耳其昆波特码头、吉布提国际自由港、巴西 TCP 码头等港口建设项目
城市更新旧改项目	70 亿元	投资钟宅畬族社区在城市	推进城市治理,设立 70 亿元债权投资计划,投资钟

敬请参阅报告结尾处免责声明

		化发展进程中的改造升级	宅畲族社区在城市化发展进程中的改造升级，保护并延续钟宅的传统风貌与历史文脉
孚能科技科创板 IPO 项目	1232.43 万股	战略投资科创企业孚能科技	中保投资占孚能科技 IPO 股票数量的比例约为 5.8%，孚能科技是新能源汽车动力电池系统整体技术方案提供商，是全球三元软包动力电池的领军企业之一
中芯国际科创板 IPO 项目	5462.5 万股	战略投资科创企业中芯国际	中保投资占中芯国际 IPO 股票数量的比例约为 3%，投资中国内地规模最大、制程最先进的晶圆代工企业，解决本土晶圆代工市场供需严重不平衡问题
新能源电池 PE 项目	10.8 亿元	投资动力电池企业中航锂电	投资本土动力电池企业中航锂电 10.8 亿元，支持企业加大对无钴电池、固态电池等新型电池及电池材料、设备的研发，服务新能源汽车产业高质量发展
上市企业债务重整项目	3 亿元	参与上市企业安通控股的债务重整项目	设立特殊机会投资基金，领投 3 亿元，参与上市公司安通控股的债务重整项目，助力我国内贸运输行业在“双循环”新发展格局下构建“港、航、货”联动协同的创新发展模式
沪硅产业科创板 IPO 项目	1.03 亿股	参与上海硅产业集团的科创板 IPO 项目	中保投资的首只科创板战略配售专项基金，开辟了中保投资在二级市场的创新业务模式，有力支持了国家重点发展产业。沪硅产业发行后中保投资持有 4.15% 股权，位列公司第七大股东
光谷中交中保城市发展投资基金	200 亿元	100 亿元投向新型基础设施建设项目； 50 亿元投向“中交光谷一带一路产业基金”； 50 亿元投向与光谷金控等合作成立的“光谷科技发展产业创新基金”	引导保险资金支持武汉市疫情过后的产业转型升级，特别是东湖高新区内的新型基础设施建设和自主创新发展项目： 100 亿元：投向光谷面板显示产业园、光谷筑芯科技产业园、亿航无人机产业园、人工智能产业园等新型基础设施建设项目； 50 亿元：投向与光大控股、武汉高科集团、东湖科技金融研究院等合作成立的“中交光谷一带一路产业基金”； 50 亿元：投向与光谷金控等合作成立的“光谷科技发展产业创新基金”，投资武汉建芯、华润微电子、硬科技加速器等科技自主创新项目及数字经济、智能制造等科技产业项目

资料来源：中保投资有限责任公司官网，华宝证券研究创新部

3.1.3. 资产支持计划

3.1.3.1. 2020 资产支持计划注册情况

资产支持计划是指保险资产管理公司作为管理人，向投资人发售标准化产品份额，募集资金，由托管机构担任资产托管人，投资于缺乏流动性但具有可预测现金流的资产或资产组合（基础资产），并以该基础资产产生的现金流作为还款支持的金融产品。

根据中保登披露的信息，2020 年共有 7 家保险资管机构在中保登注册通过 24 项资产支持计划，注册金额总计 712.77 亿元。相比 2019 年同期 8 项资产支持计划注册规模 115.01 亿元，注册项目数量和规模跃升，其中规模增幅达 520%。2020 年保险资管机构注册的资产支持计划的基础资产类型较为丰富，包括融资租赁、金融租赁、小额贷款、应收账款、供应链金融、支农支小、混改项目等。其

敬请参阅报告结尾处免责声明

中，长江养老-供应链 1 号资产支持计划”是行业内首单代理人模式的供应链金融产品，注册规模 100 亿元，是当前中保登注册的规模最大的资产支持计划。

2020 年注册的资产支持计划具体情况如下：

表 113 2020 年中保登出具注册通知书的资产支持计划

序号	时间	产品名称	注册规模 (亿元)	原始权益人	受托管理人
1	2020/1/6	平安-平安租赁租赁 资产支持计划	26	平安租赁、平安租赁天津	平安资产管理有限责任 公司
2	2020/2/20	平安-小满 1 号资产 支持计划	26	百度旗下度小满金融	平安资产管理有限责任 公司
3	2020/3/30	百年资管-财通租赁 1 号资产支持计划	12.46	财通融资租赁有限公司	百年保险资产管理有限 责任公司
4	2020/5/15	人保投控-长城国兴 金租 2 号资产支持计 划	20	长城国兴金融租赁有限公司	人保投资控股有限公司
5	2020/7/13	太平-一方供应链资 产支持计划 1 号	50	前海一方供应链管理有限公司	太平资产管理有限公司
6	2020/7/27	平安—恒和信 1 号供 应链资产支持计划	20	恒和信商业保理有限公司	平安资产管理有限责任 公司
7	2020/9/10	平安-联易融-信优 1 号资产支持计划	50	联易融数字科技集团有限公司	平安资产管理有限责任 公司
8	2020/9/14	人保投控-苏银金租 1 号资产支持计划	9.5	苏银金融租赁股份有限公司	人保投资控股有限公司
9	2020/9/18	长江养老-中和农信 支农支小资产支持 计划（二期）	4.4	康平县中和农信小额贷款有限责 任公司（康平小贷）、内蒙古中 和农信农村小额贷款有限责任公 司（内蒙古小贷）、重庆市中和 农信小 额贷款有限公司（重庆小 贷）和湖南中和农信小额贷款有 限责任公司（湖南小贷）	长江养老保险股份有限 公司
10	2020/9/25	长江养老-河钢租赁 供给侧改革资产支 持计划	20	河钢融资租赁有限公司	长江养老保险股份有限 公司
11	2020/9/30	国寿投资-中航租赁 一期资产支持计划	20.45	中航国际租赁有限公司	国寿投资控股有限公司
12	2020/10/21	华泰-弘基供应链资 产支持计划	30	弘基商业保理(深圳)有限公司	华泰资产管理有限公司
13	2020/10/21	华泰-联捷供应链资 产支持计划	30	深圳前海联捷商业保理有限公司	华泰资产管理有限公司
14	2020/10/23	平安-联易融-信福 1 号资产支持计划	50	联易融数字科技集团有限公司	平安资产管理有限责任 公司
15	2020/11/12	长江养老-供应链 1 号资产支持计划	100	-----	长江养老保险股份有限 公司
16	2020/11/20	长江养老-华融金租	29	华融金融租赁股份有限公司	长江养老保险股份有限

		1号资产支持计划			公司
17	2020/11/20	平安-联易融-安洋1号资产支持计划	50	联易融数字科技集团有限公司	平安资产管理有限责任公司
18	2020/11/24	太平-一方供应链资产支持计划2号	30	前海一方供应链管理有限公司	太平资产管理有限公司
19	2020/12/7	平安-恒和信供应链2号资产支持计划	50	恒和信商业保理有限公司	平安资产管理有限责任公司
20	2020/12/9	国寿投资-中电投租赁一期资产支持计划	24.96	中电投融和融资租赁有限公司	国寿投资控股有限公司
21	2020/12/14	华泰-华融2号资产支持计划	10	中国华融资产管理股份有限公司	华泰资产管理有限公司
22	2020/12/14	华泰-华融3号资产支持计划	10	中国华融资产管理股份有限公司	华泰资产管理有限公司
23	2020/12/24	华泰-华融4号资产支持计划	10	中国华融资产管理股份有限公司	华泰资产管理有限公司
24	2020/12/25	长江养老-兵工集团混改项目资产支持计划	30	中国兵器工业集团有限公司	长江养老保险股份有限公司

资料来源：中保保险资产登记交易系统有限公司官网、华宝证券研究创新部

3.1.3.2.2020年保险公司投资资产支持计划情况

根据中国人保、中国太保、中国人寿、中国太平、泰康保险、中国平安、华泰保险官网披露的资金运用及关联交易信息,2020年上述保险集团及其子公司共认购资产支持计划14笔、认购金额62.07亿元,同比2019年认购资产支持计划9笔、认购金额42.9亿元,认购项目数量与金额小幅增长。

从资产支持计划投向来看,2020年上述保险机构所投资的资产支持计划项目主要涉及商业保理、融资租赁、供应链金融、支农支小、不良资产处置等领域。其中,人保财险投资“信达信和2020年第一期1号资产支持专项计划”10亿元,管理人为信达证券,非保险资管机构。

2020年保险公司认购的资产支持计划具体情况如下:

表 114 2020年保险公司认购资产支持计划情况

认购人	项目名称	设立/管理人	认购时间	认购金额(亿元)	投资期限(年)	项目简介
中国人民财产保险股份有限公司	信达信和2020年第一期1号资产支持专项计划	信达证券	2020/9/29	10	2.9	投资资金全部投向用于购买保理公司应收账款债权
中国人民保险集团股份有限公司	人保投控-长城国兴金租2号资产支持计划	人保投控	2020/11/23	15	5	募集资金用于购买原始权益人长城国兴金融租赁有限公司符合基础资产合格标准的融资租赁项目对应租赁收益权
中国人民财产保险股份有限公司				8		
中国平安人寿保险股份有限公司	平安-恒和信供应链1号资产支持计划	平安资产	2020/9/16	7.3	1	投资资金全部投向用于购买保理公司应收账款债权

有限公司	(二期)					
	平安-联易融-信优 1 号资产支持计划		2020/11/13	2	1	投资资金全部投向用于购买保理公司应收账款债权
	平安-平安租赁保理资产支持计划		2020/11/26	3.75	5	投资资金全部投向用于购买保理公司应收账款债权类资产, 资产支持计划的原始权益人为平安租赁、平安租赁天津
	平安-平安租赁租赁资产支持计划		2020/11/26	13	5	投资资金全部投向用于购买保理公司应收账款债权类资产, 资产支持计划的原始权益人为平安租赁、平安租赁天津。
	平安-联易融-信福 1 号资产支持计划		2020/12/14	4.44	1	投资资金全部投向用于购买保理公司应收账款债权
	平安-联易融-安洋 1 号资产支持计划		2020/12/25	2.46	1	投资资金全部投向用于受让原始权益人持有的、符合入池标准的应收账款债权。
中国太平洋人寿保险股份有限公司	长江养老-华融金租 1 号资产支持计划	长江养老	2020/12/25	3	5	募集资金主要用于融资主体华融金融租赁股份有限公司享有的租赁债权及其附属担保权益
	长江养老-中和农信支农支小资产支持计划(二期)		2020/9/29	3.6	2	募集资金主要用于原始权益人日常经营支农支小业务形成的符合资产入池标准的小额贷款资产
	长江养老-海通恒信租赁资产支持计划		2020/4/7	0.02	3+3	募集资金全部购买的基础资产为海通恒信国际租赁股份有限公司转让的对承租人享有的租金请求权和其他权利
华泰人寿保险股份有限公司	华泰-华融 1 号资产支持计划	华泰资产	2020/1/17	1		募集资金用于向原始权益人中国华融资产管理股份有限公司购买基础资产
华泰财产保险有限公司	华泰-河钢租赁供给侧改革 1 号资产支持计划	华泰资产	2020/2/25	2	3+2	用于购买原始权益人河钢融资租赁有限公司提供的基础资产

资料来源: 各保险公司官网, 华宝证券研究创新部

3.2.资产管理板块

根据中国保险资管协会调研的数据, 截至 2019 年底(2020 年数据尚未公布), 参与调研的 35 家保险资产管理机构的资产管理规模为 18.11 万亿元, 其中 26 家保险资产管理公司资产管理规模为 15.3 万亿元, 9 家其他专业型机构资产管理规模为 2.81 万亿元。从具体的资产管理规模来看, 保险资管行业头部效应明显: 管理规模在 5000 亿元以上的机构 12 家, 占 35 家机构管理规模总额的 82.42%; 规模最大的前五家机构管理资产规模达 10 万亿元, 管理规模占比 55.23%。

从保险资管机构的资金来源上看, 系统内资金是主要资金来源。保险资管协会调研的 35 家保险资管机构在 2019 年底管理的系统内保险资金占比 73.95%、业内第三方资金 6.16%、业外资金 19.89%, 且管理规模越大的保险资管机构, 其系统内资金来源占比越高。第三方资产管理业务方面, 保险资管机构管理的业内第三方保险资金主要以专户或产品形式来管理其他保险公司的资金, 业外资金管理业务主要通过专户或保险资产管理产品等形式进行。

3.2.1.2020 年组合类保险资产管理产品

根据中国银保监会网站数据，截至 2020 年 6 月末，保险资管产品余额为 3.43 万亿元，其中保险资产管理机构发行的组合类保险资管产品的规模 1.98 万亿元、债权投资计划规模 1.32 万亿元、股权投资计划规模 0.13 万亿元，组合类产品在保险资管产品余额中占比 57.73%。

我们对中国人保、中国太保、中国人寿、中国太平、泰康保险、中国平安、华泰保险 2020 年集团公司及其下属子公司公开披露的资金运用信息进行了梳理，上述机构 2020 年投资保险资产管理产品 240 笔、投资金额总计 329.98 亿元，投资金额同比 2019 年的 298.56 亿元小幅上升。上述机构所投资的保险资管产品类型丰富，涵盖现金管理、固定收益、股票多头、量化选股、港股通、定向增发、FOF 等类型。从认购活跃度来看，中国太平洋保险集团体系内太保财险、太保寿险、太保安联、安信农保认购太保资产发行的保险资管产品的频次最高。

3.2.1.1 保险资产管理产品分类情况

2020 年 3 月，中国银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”），对各类保险资管产品进行总体规范，并于 9 月发布《暂行办法》配套规则。《暂行办法》将保险资管产品按照投资性质的不同分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。与 2018 年 4 月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中的分类一致。

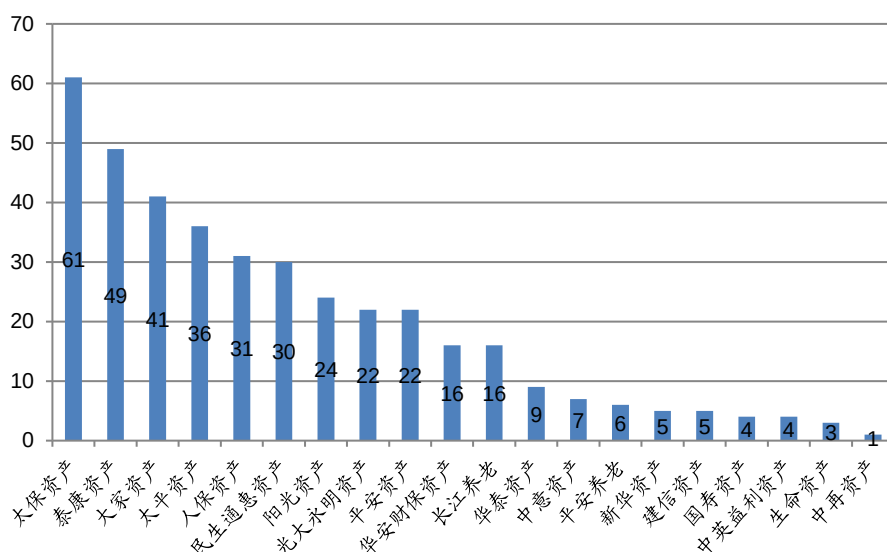
表 115 保险资管产品按投资性质不同的分类

产品类型	投资比例
固定收益类产品	投资于债权类资产的比例不低于 80%
权益类产品	投资于权益类资产的比例不低于 80%
商品及金融衍生品类产品	投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%
混合类产品	投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到 80%

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

我们根据 Wind 数据，并与部分保险资产管理公司进行沟通，汇总了 392 只保险资产管理产品数据，不同管理人纳入统计样本的保险资管产品的数量分布情况如下：

图 184 各管理人纳入统计的保险资产管理产品数量情况

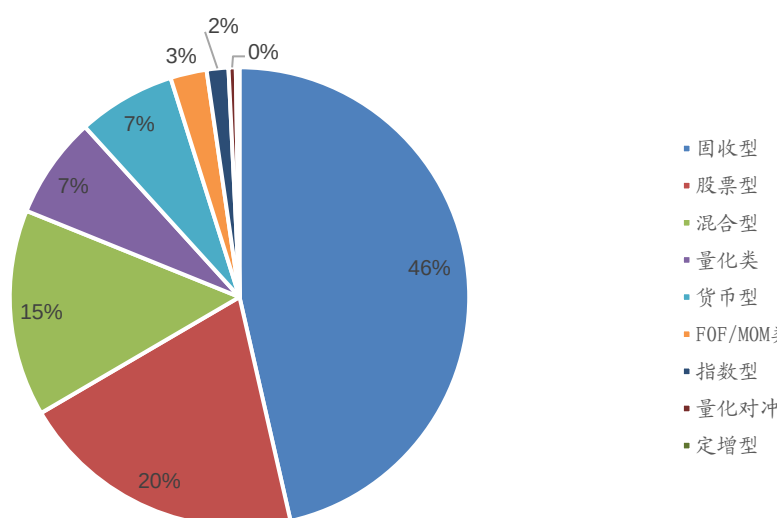


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品信息披露信息不完整，统计结果可能与真实情况存在偏差

在资管新规对资管产品的四个分类基础上，为更清晰揭示保险资产管理产品产品线情况，我们综合投资范围和策略类别进行产品数量的分布情况统计，如下图 185 所示：

图 185 不同类型保险资产管理产品的数量分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品信息披露信息不完整，统计结果可能与真实情况存在偏差

固定收益类产品数量在保险资产管理产品中占比最高；权益类产品中，保险资产管理公司开发了明确主题类产品（如港股主题产品）、明确投资风格类、绝对收益策略产品、量化策略产品、指数型产品等保险资产管理产品；混合类产品由于所投资产类别丰富，采用的策略也更加丰富。值得一提的是，保险资管产品中的货币型/现金管理类产品在投资范围、收益率等方面较有优势，除险资以外，也颇受银行资金的青睐。此外，除了传统的投资类别，定增策略、FOF/MOM 策略、打新策略等也是保险资产管理产品的特色。

我们综合分类信息，使用 Wind 中的保险资产管理产品净值及收益率数据，对各类别保险资产管理产品 2020 年的表现情况进行对标分析。需要说明的是，由于保险资产管理产品属于私募类产品，缺少信息披露，存在数据不全或者有误的问题，虽然我们采取了数据清洗以尽可能提高数据质量，但数据仍可能存在偏差，请投资者和读者谨慎使用，也欢迎保险资产管理公司对我们的数据提出修正建议。

3.2.1.2. 各类别保险资产管理产品表现情况对比

在每个类别产品内部，对同类别保险资产管理产品 2020 年的表现进行汇总分析，并将部分产品在 2019 年、2018 年的收益进行列示。

(1) 股票型保险资产管理产品收益表现

2020 年沪深 300 全年涨幅为 27.21%，我们汇总的 79 只股票型保险资产管理产品**收益率中位数为 34.84%**，收益率区间为**[-8.28%，115.94%]**，样本中有 49 只产品在 2020 年跑赢沪深 300 指数。太平资产太平之星 14 号产品在同类样本中录得的收益率最高，为 115.94%，全年超越沪深 300 指数 88.73%。除太平资产太平之星 14 号产品外，受益于 2019 年和 2020 年两年的牛市行情，2020 年排名靠前的股票型保险资管产品，在 2019 年已有突出表现。

表 116 股票型保险资管产品 2020 年收益前二十

产品简称	2020 年收益	2019 年收益	2018 年收益	管理人
太平资产太平之星 14 号	115.94%	0.75%		太平资产管理有限公司
阳光资产-成长精选	91.44%	44.86%		阳光资产管理股份有限公司
平安资管医疗主题股票精选(如意 10 号)	90.21%	64.13%	-18.22%	平安资产管理有限责任公司
大家资产-盛世精选 2 号(第二期)	89.52%			大家资产管理有限责任公司
阳光资产-周期主题精选	88.81%	34.49%	-24.47%	阳光资产管理股份有限公司
阳光资产-制造业优选	88.63%	44.00%		阳光资产管理股份有限公司
泰康资产-优势制造	73.65%	39.97%		泰康资产管理有限责任公司
太平资产太平之星 21 号	72.83%	25.18%	-22.40%	泰康资产管理有限责任公司
中意资产-优选回报	70.52%			中意资产管理有限责任公司
阳光资产-行业灵活配置	69.23%	50.23%	-17.55%	阳光资产管理股份有限公司
光大永明成长之星	68.64%	42.41%	-7.16%	光大永明资产管理股份有限公司
太平洋成长精选	66.88%	51.91%	-27.65%	太平洋资产管理有限责任公司
阳光资产-成长优选	64.79%	42.06%		阳光资产管理股份有限公司
太平洋十项全能股票型	63.31%	44.36%	-30.44%	太平洋资产管理有限责任公司
建信保险资管安享 2 号	61.24%			建信保险资产管理有限公司
太平资产太平之星 19 号	60.74%			太平资产管理有限公司
泰康资产-周期精选	60.35%	43.90%		泰康资产管理有限责任公司
阳光资产-消费优选	59.17%	49.89%		阳光资产管理股份有限公司
长江养老金色行业精选	56.71%	28.00%		长江养老保险股份有限公司
光大永明聚宝 1 号	53.85%	23.58%	-0.29%	光大永明资产管理股份有限公司

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于保险资产管理产品投资范围约束条件并不披露，因此，通过 Wind、大智慧数据终端获取的分类可能存在不恰当的情况。

(2) 量化类保险资产管理产品收益表现

敬请参阅报告结尾处免责声明

从 Wind 获取到的 28 只量化类保险资管产品样本的收益率中位数为 **27.96%**，收益率区间为 **[-8.66%，67.30%]**，27 只产品在 2020 年录得正收益，其中有 15 只在 2020 年跑赢沪深 300 指数。太平资产量化 17 号 2020 年收益率最高为 67.30%，其次是平安养老指数增强收益率 43.22%、太平资产量化 3 号收益率 42.88%。

表 117 量化类保险资管产品 2020 年收益前十五

产品简称	2020 年 收益	2019 年 收益	2018 年 收益	类型标签	管理人
太平资产量化 17 号	67.30%			量化类-混合型	太平资产管理有限公司
平安养老指数增强	43.22%	34.14%		量化类-股票型	平安养老保险股份有限公司
太平资产量化 3 号	42.88%	40.90%		量化类-股票型	太平资产管理有限公司
长江养老金色量化增强 2 号	40.49%			量化类	长江养老保险股份有限公司
泰康资产-多因子增强	37.27%	41.77%		量化类-股票型	泰康资产管理有限责任公司
平安资管多策略指数增强(如意 32 号)	36.73%	28.33%		量化类-股票型	平安资产管理有限责任公司
长江养老金色量化增强 1 号	36.41%	11.30%		量化类	长江养老保险股份有限公司
阳光资产-主动量化 2 号	35.66%	38.30%	22.40%	量化类-股票型	阳光资产管理股份有限公司
太平洋卓越财富量化精选	32.57%	33.15%	26.42%	量化类-股票型	太平洋资产管理有限责任公司
平安资管量化优选股票(如意 12 号)	32.01%	40.34%	17.99%	量化类-股票型	平安资产管理有限责任公司
太平资产量化 5 号(人工智能)	31.60%			量化类-股票型	太平资产管理有限公司
民生通惠指数增强 1 号	30.16%	34.78%		量化类-混合型	民生通惠资产管理有限公司
太平资产太平之星量化 2 号	28.59%	17.78%	-5.69%	量化类-混合型	太平资产管理有限公司
太平资产量化 9 号	27.96%	18.13%	-7.46%	量化类-混合型	太平资产管理有限公司
阳光资产-主动量化 1 号	27.71%	26.67%	28.53%	量化类-股票型	阳光资产管理股份有限公司

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

(3) 债券型保险资产管理产品收益表现

债券类保险资产管理产品是指 80%以上比例投资于债券资产的产品类型，剩余不超过 20%的比例中，保险资产管理产品可以投资于权益类资产，亦可以投资于非标类资产。通过 Wind 获取的 182 只固收型保险资管产品样本的收益率中位数为 **5.83%**，收益率区间为 **[-2.83%，68.24%]**，有 6 只产品 2020 年录得负收益。2020 年收益率最高的债券型保险资管产品为华安财保安创稳赢 1 号，其收益率 68.24%；泰康资产-稳定 2 号收益率 42.64%，排名第二。债券型保险资管产品 2020 年收益率前二十的产品中，有 13 只产品来自大家资产。

表 118 债券型保险资管产品 2020 年收益前二十

产品简称	2020 年 收益	2019 年 收益	2018 年 收益	管理人
华安财保安创稳赢 1 号	68.24%			华安财保安资产管理有限责任公司
泰康资产-稳定 2 号	42.64%			泰康资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 2 号(第十七期)	30.51%			大家资产管理有限责任公司
泰康资产-稳定 32 号	27.90%			泰康资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 2 号(第十八期)	27.74%			大家资产管理有限责任公司

泰康资产-稳定 32 号	27.90%		泰康资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 2 号(第十八期)	27.74%		大家资产管理有限责任公司
民生通惠聚鑫 10 号	16.00%		民生通惠资产管理有限公司
大家资产-稳健精选 5 号(第二期)	14.78%		大家资产管理有限责任公司
民生通惠聚鑫 11 号	14.50%	5.52%	民生通惠资产管理有限公司
华泰增利	14.48%	9.77%	华泰资产管理有限公司
大家资产-稳健精选 3 号(第二十三期)	14.42%		大家资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 2 号(第二十一期)	14.42%		大家资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 1 号(第三十二期)	14.41%		大家资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 2 号(第二十期)	14.40%		大家资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 2 号(第十九期)	14.38%		大家资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 3 号(第二十二期)	14.38%		大家资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 3 号(第四十一期)	14.37%		大家资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 2 号(第六期)	14.35%		大家资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 3 号(第三十期)	14.36%		大家资产管理有限责任公司

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

(4) 混合型保险资产管理产品收益表现

根据资管新规分类, 凡不满足 80% 投资于单一类别资产的组合品种即属于混合型产品, 区别于公募基金产品, 保险资产管理产品组合里除股票、债券、基金外, 还可以配置非标资产, 因此, 组合收益来源更多, 策略也更复杂。2020 年, 57 只混合型保险资管产品样本的**收益率中位数为 36.97%, 收益率区间为[-4.03%, 119.28%]**, 其中有 34 只产品跑赢沪深 300 指数, 收益率最高的产品为太平资产太平之星 13 号、收益率为 119.28%。2020 年收益率排名前二十的混合型保险资管产品中, 太平资产(6 只)和民生通惠资产(8 只)的产品居多。

表 119 混合型保险资管产品 2019 年收益前二十

产品简称	2020 年收益	2019 年收益	2018 年收益	管理人	备注
太平资产太平之星 13 号	119.28%			太平资产管理有限公司	
太平资产太平之星 24 号	118.62%	1.46%	-25.29%	太平资产管理有限公司	
太平资产太平之星 22 号	117.47%	1.85%	-27.82%	太平资产管理有限公司	
太平资产太平之星 10 号	117.07%	1.52%	-26.10%	太平资产管理有限公司	
太平资产太平之星安心 8 号	88.27%	3.74%	-28.04%	太平资产管理有限公司	
太平资产太平之星安心 1 号	86.88%	1.06%	-27.29%	太平资产管理有限公司	
光大永明稳健精选	79.50%			光大永明资产管理股份有限公司	
华安财保安赢 3 号	72.63%	31.62%		华安财保资产管理有限责任公司	灵活配置型
太平资产太平之星安心 6 号	67.10%			太平资产管理有限公司	
平安资管偏股型(如意 2 号)	64.62%	48.68%	-31.02%	平安资产管理有限责任公司	偏股型
民生通惠隆源稳健 1 号	61.83%			民生通惠资产管理有限公司	
中意资产-强势轮动	57.16%			中意资产管理有限责任公司	
中再锐通 1 号	54.60%			中再资产管理股份有限公司	
民生通惠通汇 9 号	50.37%	20.10%	-4.09%	民生通惠资产管理有限公司	
民生通惠通汇 4 号	48.49%	22.10%	-0.79%	民生通惠资产管理有限公司	
民生通惠惠鑫 9 号	47.43%	31.82%	-3.38%	民生通惠资产管理有限公司	

敬请参阅报告结尾处免责声明

民生通惠通汇 19 号	46.52%			民生通惠资产管理有限公司	
民生通惠通汇 7 号	44.98%	19.24%	-2.59%	民生通惠资产管理有限公司	
民生通惠通汇 18 号	44.76%			民生通惠资产管理有限公司	
民生通惠通汇 2 号	44.36%			民生通惠资产管理有限公司	

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

(5) 流动性管理类保险资产管理产品收益表现

由于保险资金与银行开展存款业务具有优势, 加上保险资管产品的私募可定制性, 相比于公募基金, 流动性管理类保险资产管理产品的收益率较有优势, 是保险资金进行流动性管理的重要工具, 也颇受银行资金的青睐。2020 年流动性管理类保险资管产品信息如下表 120 所示, 七日年化收益率较公募基金高 1 个百分点以上:

表 120 流动性管理类保险资产管理产品七日年化收益率前十位

产品简称	投资类型	收益截止日期	每万份计划收益(元)	七日年化收益率(%)	成立日期	管理人
太平洋稳健宝	货币型	2020/12/31	4.5061	2.9279	2017/08/29	太平洋资产管理有限责任公司
华安财保安源 5 号	货币型	2020/12/31	3.9640	4.4196	2019/06/20	华安财保资产管理有限责任公司
华安财保安鑫货币	货币型	2020/12/31	3.9580	4.2612	2017/02/06	华安财保资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 3 号(第一期)	货币型	2020/12/31	3.8790	4.1687	2017/04/21	大家资产管理有限责任公司
中意资产-日日增利	货币型	2020/12/31	3.8100	1.0310	2016-07-01	中意资产管理有限责任公司
大家资产-稳健精选 6 号(第五期)	货币型	2020/12/31	3.7872	4.2267	2020/12/15	大家资产管理有限责任公司
平安资管货币市场类(创赢 6 号)	货币型	2020/12/31	3.7750	0.9774	2015/02/05	平安资产管理有限责任公司
建信保险资管安盈添利 5 号	货币型	2020/12/31	3.7480	4.0072	2020/04/16	建信保险资产管理有限公司
民生通惠月月盈理财债券	货币型	2020/12/31	3.6590	3.9472	2018/04/11	民生通惠资产管理有限公司
生命资产睿智 9 号	货币型	2020/12/31	3.6360	3.7273	2016/09/23	生命保险资产管理有限公司

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

(6) FOF/MOM 型保险资产管理产品收益表现

纳入统计的全部样本中有 10 只产品采用 FOF 或 MOM 的方式进行投资, 2020 年均取得正收益, 收益率中位数为 39.41%, 收益率区间为[8.07%, 57.22%]。其中平安资管新动力 FOF(如意 11 号) 产品收益率最高为 57.22%, 其次为太平洋卓越财富优选 50 产品, 收益率为 55.46%。

表 121 FOF/MOM 类保险资产管理产品收益情况

产品简称	2020 年收益	2019 年收益	2018 年收益	FOF/MOM 类型	成立日期
平安资管新动力 FOF(如意 11 号)	57.22%	50.67%	-5.17%	混合型基金	2018/09/07
太平洋卓越财富优选 50	55.46%	35.83%	-22.95%	股票型基金	2013/11/29
平安资管基金精选 FOF(如意 9 号)	48.27%	38.53%	-20.39%	股票型基金	2014/03/19
泰康资产-FOF 进取 2 号	47.97%			股票型基金	2019/06/26
华泰基金精选二号	45.35%			偏股混合型基金	2018/04/20
平安资管主动管理 MOM(如意 30 号)	33.47%	28.90%	-11.94%	混合型基金	2016/04/08
民生通惠精选策略 FOF1 号	32.53%	13.83%	-5.99%	股票型基金	2017/05/10
太平资产 MOM2 号	27.51%			混合型基金	2019/04/25

敬请参阅报告结尾处免责声明

华泰基金精选三号	16.87%			混合型基金	2019/04/25
华泰基金精选一号	8.07%			混合型二级债基	2019/04/11

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

(7) 量化对冲型保险资产管理产品收益表现

全部样本中共有 2 只量化对冲产品，2020 年均取得正收益，其中收益率最高的产品为平安养老量化绝对收益产品，其在 2020 年的收益率为 28.10%；其次是国寿资产-绝对收益 1 期产品，2020 年的收益率为 18.80%。

3.2.2.企业年金资产管理业务

国内多层次养老保险体系包含三大支柱，其中，第一支柱基本养老保险，包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险，由政府主导，其功能是保障参保人员老年基本生活；第二支柱即企业年金和职业年金，是与职业关联、由国家政策引导、单位和职工参与、市场运营管理、政府行政监督的补充养老保险，其中企业年金制度面向企业及其职工，职业年金制度面向机关事业单位及其工作人员；第三支柱包括个人储蓄型养老保险和商业养老保险，是个人利用金融手段增加养老保障供给的有效形式。

3.2.2.1.企业年金业务市场概况

根据人力资源社会保障部社会保险基金监管局披露的数据，截至 2020 年底，全国建立企业年金的企业数量为 10.52 万个，参加企业年金的职工 2,717.53 万人，企业年金积累基金 2.25 万亿元。从待遇领取情况看，2020 年领取企业年金的人数为 225.71 万人，领取金额为 576.14 亿元。

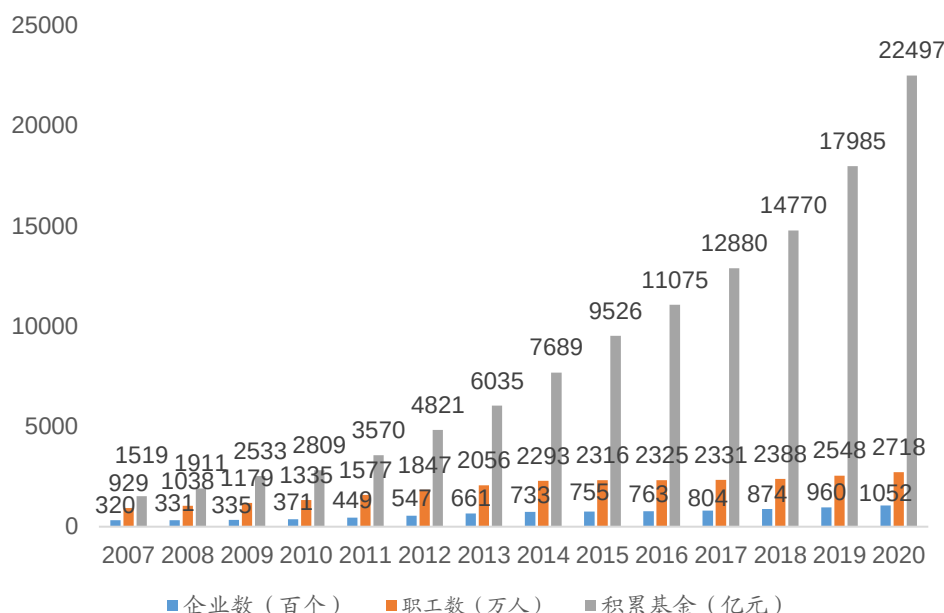
表 122 全国企业年金基金历年基本情况

时间	企业数量 (家)	企业数量增长率%	积累基金 (亿元)	积累基金增长率%	实际投资运作金额 (亿元)	参加人数 (万人)	参加人数增长率%	企业年金历年投资收益率
2008	33100		1911			1038		-1.84%
2009	33500	1.21%	2533	32.55%		1179	13.58%	7.80%
2010	37100	10.75%	2809	10.90%		1335	13.23%	3.41%
2011	44900	21.02%	3570	27.09%		1577	18.13%	-0.78%
2012	54700	21.83%	4821	35.04%		1847	17.12%	5.68%
2013	66120	20.88%	6034.71	25.18%	5783.60	2056.29	11.33%	3.67%
2014	73261	10.80%	7688.95	27.41%	7402.86	2292.78	11.50%	9.30%
2015	75454	2.99%	9525.51	23.89%	9260.30	2316.22	1.02%	9.88%
2016	76298	1.12%	11074.62	16.26%	10756.22	2324.75	0.37%	3.03%
2017	80429	5.41%	12879.67	16.30%	12537.57	2331.39	0.29%	5.00%
2018	87400	8.67%	14770.00	14.68%	14502.00	2388.00	2.43%	3.01%
2019	95963	9.80%	17985.33	21.77%	17689.96	2547.94	6.70%	8.30%
2020	105227	9.65%	22496.83	25.08%	22149.57	2717.53	6.66%	10.31%

资料来源：人力资源社会保障部社会保险基金监管局，华宝证券研究创新部

从来看,自企业年金从 2006 年下半年开始市场化投资运作以来,参与企业年金基金的企业数量、职工数量以及积累基金的规模在持续增长,尤其是积累基金的增长率一直保持在两位数。

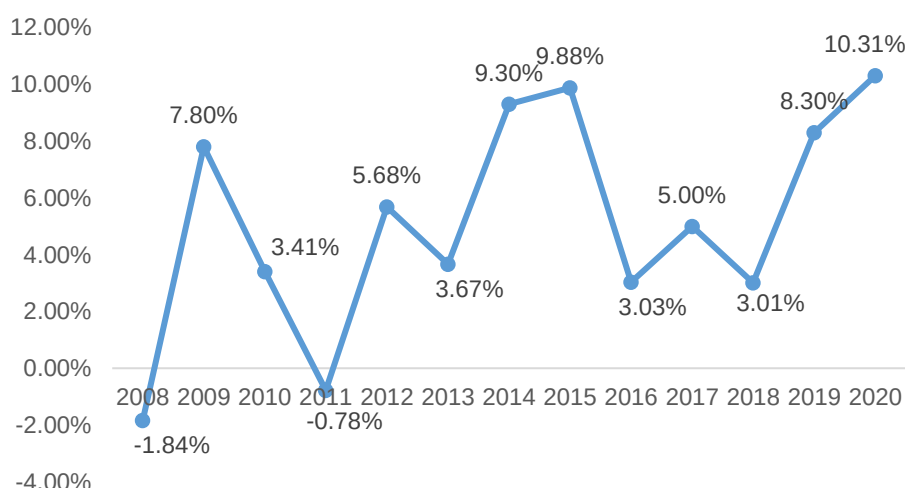
图 186 历年全国企业年金基本情况柱状图



资料来源：人力资源社会保障部社会保险基金监管局，华宝证券研究创新部

从企业年金基金的投资管理情况来看,2020 年企业年金实际运作资产金额为 2.21 万亿元,实现投资收益 1931.48 亿元,加权平均收益率 10.31%,而 2019 年同期的实际运作资产金额为 1.77 万亿元、加权平均收益率为 8.30%。2020 年的投资收益率也是自 2008 年以来企业年金基金投资收益率最高的年份。

图 187 历年全国企业年金基金投资收益率情况



资料来源：人力资源社会保障部社会保险基金监管局，华宝证券研究创新部

《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》（劳动和社会保障部令第 24 号）规定,从事企业年金基金管理业务的机构,必须取得相应的企业年金基金管理资格,包括受托人牌照、账户管理人牌照、托管人牌照、投资管理人牌照四种牌照。根据《企业年金基金管理办法》（人力资源和社会保障部令第 11 号),一个企业年金计划应当仅有一个受托人、一个账户管理人和一个托管人,可以根据资产规模大小选择适量的投资管理人。

人力资源社会保障部社会保险基金监管局发布的《全国企业年金基金业务数据摘要-2020 年度》报告显示,截至 2020 年底,共有**企业年金基金受托人 13 家**,包括 6 家养老保险公司、4 家大型银行、2 家信托公司、1 家养老金管理公司;共有**企业年金基金账户管理人 18 家**,包括大型银行 9 家、养老保险公司 7 家、养老金管理公司 1 家、信托公司 1 家;共有**企业年金基金托管人 10 家**,机构类型均为银行;共有**企业年金基金投资管理 22 家**,包括基金公司 11 家、养老保险公司 6 家、保险资管 2 家、证券公司 2 家、养老金管理公司 1 家。

表 123 企业年金基金管理机构

企业年金基金管理资格	机构
受托人 (13 家)	华宝信托、中信信托、平安养老、太平养老、工商银行、招商银行、长江养老、国寿养老、泰康养老、建信养老金、中国银行、农业银行、人保养老
账户管理人 (18 家)	工商银行、交通银行、浦发银行、招商银行、光大银行、中信银行、华宝信托、民生银行、中国银行、国寿养老、泰康养老、平安养老、长江养老、太平养老、农业银行、建信养老金、人保养老、新华养老
托管人 (10 家)	工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、光大银行、中信银行、浦发银行、农业银行、民生银行
投资管理人 (22 家)	海富通基金、华夏基金、南方基金、易方达基金、嘉实基金、招商基金、富国基金、博时基金、银华基金、中金公司、中信证券、华泰资产、平安养老、太平养老、国泰基金、工银瑞信、泰康资产、长江养老、国寿养老、建信养老金、人保养老、新华养老

资料来源:人力资源社会保障部社会保险基金监管局,华宝证券研究创新部

截至 2020 年底,保险机构所持有的企业年金基金管理业务牌照及管理情况如下表 124 所示。国寿养老在受托管理资产规模、管理的企业账户数量上遥遥领先。泰康资产、平安养老、国寿养老作为**投资管理人**所管理的组合资产规模均超过了 2000 亿元,分别为 3631.35 亿元、2814.09 亿元和 2490.28 亿元。

表 124 当前保险机构企业年金牌照分布及管理情况

企业年金牌照	保险机构									保险行业合计
受托人	国寿养老	平安养老	太平养老	建信养老	泰康养老	长江养老	中国人民养老			
受托管理资产金额(亿元)	4672.36	3457.41	1186.33	1149.21	1102.33	1089.43	7.42			12664.49
账户管理人	国寿养老	建信养老	长江养老	平安养老	泰康养老	新华养老	太平养老	中国人民养老		
企业账户数(个)	11866	9848	5764	1085	968	310	295	11		30147
个人账户数(个)	2124613	3461690	980519	385407	239521	37657	68559	1658		7299624
投资管理人	泰康资产	平安养老	国寿养老	太平养老	长江养老	中国人民养老	华泰资产	建信养老	新华养老	
组合数(个)	771	763	614	419	150	128	35	64	5	2949
组合资产金额(亿元)	3631.35	2814.09	2490.28	1292.56	951.88	490.69	259.16	152.85	7.71	12090.58

资料来源:人力资源社会保障部社会保险基金监管局,华宝证券研究创新部

敬请参阅报告结尾处免责声明

企业年金基金市场份额——投管人占比结构稳定，养老保险公司占主导

2020 年底各类投资管理人管理的组合资产规模占比结构与 2019 年底基本一致，但组合资产规模总额同比增加 25.13%。其中养老保险公司管理的组合资产规模占总规模的 38%、基金公司管理的组合资产规模占总规模的 36%。此外，保险资管机构作为投资管理人的组合资产规模为 3890.51 亿元，占全部投资管理人管理的组合资产规模的 17.94%，与 2019 年占比 17.52% 基本持平。

图 188 2019 年投资管理人管理的组合资产规模

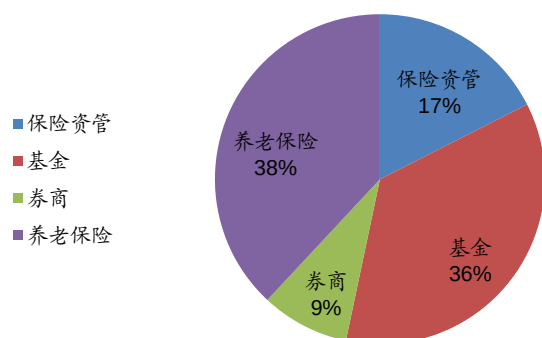
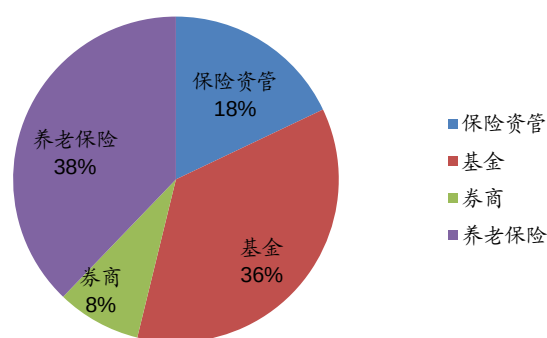


图 189 2020 年投资管理人管理的组合资产规模



资料来源：人社部社会保险基金监管局《全国企业年金基金业务数据摘要-2019 年度》，华宝证券研究创新部

资料来源：人社部社会保险基金监管局《全国企业年金基金业务数据摘要-2020 年度》，华宝证券研究创新部

3.2.2.2. 养老金产品情况

养老金产品是由企业年金基金投资管理人发行的、面向企业年金基金定向销售的企业年金基金标准投资组合。养老金产品的类型包括：股票型、混合型、固定收益型、货币型、产品显示投资方向的固定收益型养老金产品（可包括存款型、债券型、债券基金型、商业银行理财产品型、信托产品型、基础设施债权投资计划型、特定资产管理计划型、保险产品型等类型）。

截至 2020 年度末，企业年金养老金产品已备案 598 个，实际运作 546 个，期末资产净值 1.51 万亿元，相比 2019 年期末资产净值 9054.48 亿元大幅增长 67.29%。2020 年投资收益率 9.27%，比 2019 年投资收益率 7.99% 增长 1.28 个百分点，其中权益类资产部分 2020 年的投资收益率达 46.13%，2019 年权益类资产的投资收益率为 28.99%，权益类资产对养老金产品的收益贡献显著。此外，企业年金养老金产品成立以来至 2020 年度末累计投资收益率为 25.76%。

表 125 2020 年度企业年金养老金产品分类汇总情况表

资产类型	产品类型	产品数（个）		期末资产净值（亿元）	本年以来投资收益率（%）	成立以来累积投资收益率（%）
		已备案	实际运作			
权益类资产	股票型	165	157	1116.73	53.98	93.11
	股权型	3	2	61.05	1.81	20.95
	优先股型	7	3	23.28	3.37	33.66
	股票专项型	9	8	30.55	-15.13	3.17
	小计	184	170	1231.61	46.13	79.10
固定收益	混合型	124	116	2961.34	11.62	35.60
	固 普通	121	117	5027.93	5.06	20.55
	定 存款	17	14	1166.18	4.72	9.90
	收 债券	15	15	464.56	5.02	22.70

敬请参阅报告结尾处免责声明

类 资 产	益 型	债券基金	-	-	-	-	-
		商业银行理财产品	2	1	-	-	18.17
		信托产品	62	53	1534.02	6.01	19.65
		债券计划	35	26	1269.62	5.09	15.20
		特定资产管理计划	1	0	-	-	-
		保险产品	1	0	-	-	-
		其他	-	-	-	-	-
		小计	254	226	9462.30	5.17	17.67
		小计	378	342	12423.64	6.63	21.23
流动性资产		货币型	36	34	1492.25	3.30	20.03
其他投资资产		其他型	-	-	-	-	-
合计			598	546	15147.50	9.27	25.76

资料来源：人社部社会保险基金监管局《全国企业年金基金业务数据摘要-2020 年度》，华宝证券研究创新部

根据人社部社会保险基金监管局数据，截至 2020 年底各类企业年金基金投资管理人存续中的养老金产品共计 863 只，其中保险类机构共计发行养老金产品 520 只，发行机构包括平安养老、泰康资产、太平养老、长江养老、国寿养老、华泰资产、新华养老、人保养老及建信养老金。平安养老正在运行的产品数量最多，为 112 只；其次是国寿养老，产品数量为 104 只；泰康资产产品数量 100 只，在保险类机构中排名第三位。

根据 Wind 产品数据，我们分类对比了 524 只具有收益率信息的养老金产品在 2020 年的投资收益率，各类别产品中收益水平较高的产品如下所示：

表 126 养老金产品收益情况分析

产品类型		产品名称	2020 年资产 净值（万元）	2020 年投资 收益率（%）	管理人
股票型产品		工银瑞信新财富绝对收益	141053.85	117.81	工银瑞信基金管理有限公司
		平安股票优选 3 号	63937.44	95.98	平安养老保险股份有限公司
		平安中证 500 指数增强	87537.48	95.87	平安养老保险股份有限公司
		平安安跃	84696.69	93.20	平安养老保险股份有限公司
		嘉实基业长青股票型	172345.50	89.12	泰康资产管理有限责任公司
股票专项型产品		工银瑞信添安	36736.75	13.01	工银瑞信基金管理有限公司
股权型产品		招商康琪	27732.02	62.83	招商基金管理有限公司
优先股型产品		泰康资产-聚丰 4 期	54091.55	5.93	泰康资产管理有限责任公司
		泰康资产-聚丰 3 期	1.51	5.80	泰康资产管理有限责任公司
固定收益型产品	存款	太平养老金福佑 1 期	18502.26	5.69	太平养老保险股份有限公司
		平安稳固增强存款型 22 期	56940.55	5.51	平安养老保险股份有限公司
	普通	华夏基金延年益寿 7 号	12603.16	20.61	华夏基金管理有限公司
		平安稳健配置 3 号	165335.98	12.79	平安养老保险股份有限公司
		富国富益进取 2 号	13420.96	10.55	富国基金管理有限公司
		国寿养老稳健 5 号	140908.09	10.31	中国人寿养老保险股份有限公司
		信托产品	平安安心延年 4 期	42482.24	9.20
	平安安心延年 6 期		291430.92	8.37	平安养老保险股份有限公司
	债权计划	人民养老汇鑫 10 期	44038.13	6.58	中国人民养老保险有限责任公司

敬请参阅报告结尾处免责声明

债券	人民养老汇鑫 3 期	8055.06	6.45	中国人民养老保险有限责任公司
	泰康资产-稳健回报 7	17032.09	6.40	泰康资产管理有限责任公司
	泰康资产-稳健回报 9	15047.29	6.39	泰康资产管理有限责任公司
	华夏基金延年益寿 5 号	178971.28	14.21	华夏基金管理有限公司
	华泰优盛可转债	11008.07	9.75	华泰资产管理有限公司
	工银瑞信添丰可转债	189521.02	8.61	工银瑞信基金管理有限公司
混合型产品	平安多元策略	560596.37	25.04	平安养老保险股份有限公司
	平安精选增值 1 号	392062.91	20.97	平安养老保险股份有限公司
	国寿养老配置 2 号	179448.04	20.33	中国人寿养老保险股份有限公司
	易方达颐天配置	285189.34	20.00	易方达基金管理有限公司
货币型产品	博时现金增强	405010.00	4.89	博时基金管理有限公司
	华夏基金华禧 1 号	704097.86	4.64	华夏基金管理有限公司

资料来源：人社部社会保险基金监管局《全国企业年金基金业务数据摘要-2020 年度》，Wind，华宝证券研究创新部

股票型养老金产品 2020 年表现亮眼

截至 2020 年底实际运作的股票型养老金产品 157 只，其中 wind 中有收益率信息的产品 132 只，2020 年全部取得正收益，且收益率中位数为 50.46%，收益率最高的股票型养老金产品工银瑞信新财富绝对收益的投资收益率为 117.81%。

固收类产品中，固定收益型-普通型养老金产品和固定收益型-债券型养老金产品的表现较好。固定收益型-普通型养老金产品 2020 年收益率的中值为 4.90%，收益率最高的产品为华夏基金延年益寿 7 号，收益率为 20.61%。固定收益型-债券养老金产品 2020 年收益率的中值为 5.35%，收益率最高的产品为华夏基金延年益寿 5 号，收益率为 14.21%。

3.2.3.个人养老保障体系建设

基本养老保险制度作为国内养老保障体系的第一支柱，虽然基本实现全覆盖，但是总体保障水平是有限的；第二支柱企业年金和职业年金等单位补充养老保险制度的覆盖面比较窄，只能满足小部分群体的养老需求。2018 年 4 月，《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税〔2018〕22 号）发布，个人税收递延型养老保险试点开始启动，标志着我国开始运用税收优惠手段探索建立第三支柱。保险行业养老保障体系第三支柱建设方面的供给主要包括商业养老保险和养老保障产品。商业养老保险注重风险保障和长期资金管理，养老保障管理业务更注重团体和个人养老储备管理。

3.2.3.1.商业养老保险

商业养老保险产品，是商业保险机构提供的，以养老风险保障、养老金管理以及与养老需求相关的财富管理为主要内容的养老金融产品和服务，是保险业养老服务金融最主要的表现形式。

2020 年 1 月，中国银保监会、发展改革委、教育部、民政部、司法部、财政部、人力资源社会保障部、自然资源部、住房城乡建设部、商务部、卫生健康委、税务总局、医保局联合发布《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，提出要加快发展商业养老保险，强化商业养老保险的保障功能。一方面进行商业养老保险的供给侧改革：对于商业保险机构，大力发展商业养老年金保险，推动商业保险机构加快开发投保简便、交费灵活、收益稳健的个人账户式商业养老保险产品；鼓励商业保险机构发展有助于实现养老金融产品年金化领取的保险产品，满足消费者终身领取、长期领取需求；支持商业保险机构发展与养老服务相衔接的保险产品。在商业养老保险的需求端：将积极探索运用多种激励措施鼓励公众参与养老保险第三支柱，完善个人税收递延型商业养老保险试点政策。另一方面，将在安全审慎基础上，拓宽商业养老保险资金投资范围和运用方式，以优化商业养老保险资金的投资

运用，实现长期保值增值。争取在 2025 年通过商业保险为参保人积累不低于 6 万亿元养老保险责任准备金。

在个人税收递延型商业养老保险产品方面，2018 年财税〔2018〕22 号文发布后，《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》（银保监发〔2018〕20 号）、《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》（银保监发〔2018〕23 号）、《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》（银保监发〔2018〕32 号）等相关制度相继发布，为个人税收递延型商业养老保险发展奠定了制度基础。截至 2020 年底，具有税延养老保险产品经营资格的保险公司共计 23 家，2020 年中国银保监会无新发个人税收递延型商业养老保险业务经营资格。

个人税收递延型商业养老保险产品分为积累期和领取期两个阶段。积累期养老资金的收益类型分为收益确定型、收益保底型、收益浮动型，分别对应个人税延养老保险产品 A、B、C 三类产品。参保人在开始领取养老年金前，可进行产品转换，包括同一保险公司内的产品转换，或跨保险公司的产品转换。

表 127 个人税延养老保险产品分类

产品类型	收益方式	产品定义	收益结算频次
A 类	收益确定型产品	在积累期提供确定收益率(年复利)的产品	每月
B 类	收益保底型产品	在积累期提供保底收益率(年复利)，同时可根据投资情况提供额外收益的产品	每月——B1 类产品
			每季度——B2 类产品
C 类	收益浮动型产品	在积累期按照实际投资情况进行结算的产品	至少每周

资料来源：中国银保监会，华宝证券研究创新部

截至 2020 年底，共计 20 家保险公司获批发行的个人税延养老保险产品 64 款，产品类型涵盖 A、B1、B2、C 类。具体来看，A 款产品是所有公司发行的“必备款”，11 家保险公司发布了 C 款产品。具体信息如下：

表 128 保险公司获批发行的个人税延养老保险产品类型

保险公司	产品类型
利安人寿	A 款、B1 款
光大永明人寿	A 款、B1 款、B2 款、C 款
中国人寿	A 款、B1 款、B2 款、C 款
建信人寿	A 款、B1 款、B2 款
交银康联人寿	A 款、B1 款
工银安盛人寿	A 款、B1 款、B2 款、C 款
东吴人寿	A 款、B1 款、B2 款
民生人寿	A 款、B1 款
中国人民人寿	A 款、B1 款、B2 款
中意人寿	A 款、B1 款、B2 款
英大泰和人寿	A 款、B1 款、B2 款、C 款
中信保诚人寿	A 款、B1 款、B2 款、C 款
阳光人寿	A 款、B1 款、C 款
太平人寿	A 款、B1 款、C 款
泰康人寿	A 款、B1 款、B2 款、C 款
太平洋人寿	A 款、B1 款、B2 款、C 款

新华人寿	A 款、B1 款、B2 款
泰康养老	A 款、B1 款、B2 款、C 款
太平养老	A 款、B1 款
平安养老	A 款、B1 款、C 款

资料来源：中国银保监会，华宝证券研究创新部

个人税延养老保险产品的收益方面，以平安养老发行的三款平安个人税收递延型养老年金保险产品为例：

平安个人税收递延型养老年金保险 A 款（2018 版）的产品账户按照保证利率年利率 3.5% 进行增值；

平安个人税收递延型养老年金保险 B1 款（2018 版）2020 年 12 月 31 日的结算利率为 4.5%；

平安个人税收递延型养老年金保险 C 款（2018 版）2019 年 12 月 31 日的结算买入/卖出价为 1.1770，2019 年 12 月 31 日的结算买入/卖出价为 1.6088，2020 年该款产品账户资产净值收益率达 36.69%。

3.2.3.2 养老保障管理业务

养老保障管理业务是指养老保险公司作为管理人，接受政府机关、企事业单位及其他社会组织等团体委托人和个人委托人的委托，为其提供养老保障以及与养老保障相关的资金管理服务，包括团体养老保障产品和个人养老保障产品两种主要类型。团体养老保障产品主要是为不具备建立企业年金计划的企业或希望提供更多激励机制的单位定制的综合薪酬激励方案；个人养老保障产品是面向个人满足其养老财富投资增值需求的产品。

截至目前，国内专业养老保险服务机构共计 9 家：平安养老、太平养老、长江养老、国寿养老、泰康养老、安邦养老、新华养老、中国人民养老以及建信养老金。当前养老保险公司开展的养老保障管理业务并不提供保险功能，主要体现财富管理属性，且个人养老保障产品规模远超团体养老保障产品规模。

如太平养老截至 2020 年底团体养老保障管理产品的期末资产净值为 94.48 亿元，而个人养老保障管理产品的期末资产净值为 687.32 亿元，后者规模是前者的 7.28 倍。泰康养老截至 2020 年底共管理团体型（仅含集合团体型）养老保障管理产品 4 个（包含 5 个投资组合），期末资产净值 21.94 亿元；个人养老保障管理产品 4 个，2019 年底资产净值 287.44 亿元（2020 年底暂未披露）。

表 129 太平养老 2020 年度养老保障管理业务情况

产品类型	存量资产规模（亿元）	产品数量/期数
团体型	94.48	12 个（包含 31 个投资组合）
个人型-开放式	687.32	6 个（包含 17 个投资组合）

资料来源：太平养老官网，华宝证券研究创新部

2020 年，互联网平台仍然是个人养老保障产品的重要销售渠道，我们选列了腾讯理财通平台销售的个人养老保障产品（不完全列示）的具体信息如下：

表 130 腾讯理财通平台销售的个人养老保障产品情况

类型	产品名称	封闭期限（天）	投资范围	七日年化收益%-2020.12.31	成立以来年化收益%-2020.12.31
灵活可取	太平养老共享天天	灵活申赎	主要投资于债券等固收类资产		2.72

	太平养老颐养天天	灵活申赎	主要投资于流动性资产，固定收益类资产等	2.773	
	平安养老富盈 5 号	灵活申赎	主要投资于货币基金等货币类资产、央行票据等	2.46	
	泰康养老汇选悦泰	灵活申赎	主要投资于债券等固收类资产，在风险可控的前提下适当捕捉股票机会		6.14
	国寿嘉年天天盈	灵活申赎	主要投资于流动性资产，固收类资产，信用等级较高的非标准化资产等	2.917	
封闭期于 1 个月内 (含)	泰康汇选安泰 15 天	15	主要投资于流动性资产及高信用等级固定收益类资产		2.86
	太平养老颐养 30	30	主要投资于流动性资产，固定收益类资产，信用等级较高的非标准化资产等	1.763	
	平安养老金通 30 天	30	主要投资于在国内依法发行或上市的固定收益类资产		3.55
	太平养老共享太平 30	30	主要投资于流动性资产，固定收益类资产，信用等级较高的非标准化资产等		3.60
	建信养老飞益鑫	30	主要投资于流动性资产、固定收益类资产、上市权益类资产、基础设施投资计划等	2.451	
	国寿周添利	7	主要投资于固定收益类资产，		2.81
	太平养老共享周周盈	7	主要投资于债权等固收类资产		2.62
	太平养老共享月月盈	30	主要投资于债权等固收类资产		3.34
封闭期 1-3 个月	长江养老心享 31	31	主要投资于流动性资产及高信用等级固定收益类资产		3.46
	平安养老富盈 45 天	45	主要投资于货币基金等货币类资产、债券型保险产品、商业银行理财产品等	2.995	
	太平养老颐养 66	66	主要投资于流动性资产，固定收益类资产，信用等级较高的非标准化资产等	3.112	
	太平养老共享 60	60	主要投资于债券等固收类资产，在风险可控的前提下适当捕捉股票机会，严控净值波动		2.67
	太平养老共享 90	90	主要投资于债券等固收类资产，在风险可控的前提下适当捕捉股票机会，严控净值波动		2.81
	平安养老金通 90 天	90	主要投资于在国内依法发行或上市的固定收益类资产及国内市场货币市场工具		4.12
封闭期 3 个月以上	太平养老颐养 99	99	主要投资于流动性资产，固定收益类资产，信用等级较高的非标准化资产等	3.517	
	平安养老富盈 180 天	180	主要投资于货币基金等货币类资产、债券型保险产品、商业银行理财产品等	3.826	
	国寿广源 180	180	主要投资于流动性资产，固定收益类资产，信用等级较高的非标准化资产等	3.421	
	太平养老颐养 270	270	主要投资于流动性资产，固定收益类资产，信用等级较高的非标准化资产等	3.767	
	平安养老富盈 360 天	360	主要投资于货币基金等货币类资产、债券型保险产品、商业银行理财产品等	3.997	
	长江养老心享 366	366	主要投资于流动性资产，固定收益类资产，不动产类资产，其他金融资产	3.191	

平安享盈 368	368	主要投资于在国内市场上依法发行或上市的固定收益类资产及债权类资产	4.5	
平安养老金通 369 天	369	主要投资于在国内市场上依法发行或上市的固定收益类资产及债权类资产		4.54
国寿广源 366	366	主要投资于流动性资产, 固定收益类资产, 不动产类资产, 其他金融资产		3.33
平安养老金橙双年享 738 天	738	主要投资于在国内市场上依法发行或上市的固定收益类资产及债权类资产		5.08
太平养老共享太平 369	369	主要投资于流动性资产, 固定收益类资产, 信用等级较高的非标准化资产等		4.22

资料来源: 腾讯理财通, 华宝证券研究创新部

3.2.4. 保险系公募业务—规模高增速, 新发产品偏好中长期纯债

截至 2020 年底, 8 家保险系公募基金公司基金资产净值合计 9265.79 亿元, 相比 2019 年 7178.83 亿元同比提升 29.07%。资产规模的增长贡献主要来源于混合型基金, 8 家基金公司所管理的混合型基金的规模相比 2019 年增加了 242.15%, 从 2019 年底的 592.39 亿元增加至 2026.89 亿元。

除人保资产在 2020 年基金资产净值规模同比大幅下滑 43.69% 外, 其他 7 家基金公司规模均有所提升, 其中泓德基金规模同比增长幅度最大, 从 2019 年底的 379.21 亿元增长至 2020 年底 1167.75 亿元, 增幅达 207.94%。平安基金管理的资产规模在 8 家保险系基金中仍遥遥领先。国寿安保基金管理的基金资产规模在保险系基金中排在第二位。

表 131 保险系基金公司规模 (2020 年)

基金公司	2020 年基金数量 (只)	2020 年管理资产规模合计 (亿元)	2019 年管理资产规模合计 (亿元)	管理资产规模同比增长 %
平安基金管理有限公司	123	3697.08	3482.89	6.15
国寿安保基金管理有限公司	71	2226.02	1718.22	29.55
国联安基金管理有限公司	59	662.26	463.33	42.93
泰康资产管理有限责任公司	52	775.43	551.49	40.61
泓德基金管理有限公司	31	1167.75	379.21	207.94
中国人保资产管理有限公司	23	125.96	223.70	-43.69
华泰保兴基金管理有限公司	19	230.51	191.40	20.43
太平基金管理有限公司	16	380.78	168.59	125.86

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2020 年保险系基金公司新发基金 145 只, 从新发基金的产品类型来看, 中长期纯债型基金发行数量最多, 有 45 只; 其次是偏股混合型基金 32 只、偏债混合型基金 27 只。具体公司来看, 2020 年平安基金新发基金数量最多为 57 只, 其次是国寿安保基金 30 只、泰康资产 21 只。从每家新发基金的品类来看, 平安基金新发产品以中长期纯债型基金 (18 只)、偏股混合型基金 (12 只) 居多。国寿安保基金新发产品以中长期纯债型基金 (10 只)、偏债混合型基金 (7 只) 居多。

表 132 保险系基金管理公司部分产品收益率情况

基金公司	投资类型 (二级分类)	证券简称	2020 年收益 %	同类基金区间收益排名 (二级分类)	2020 年底基金规模 (合计) (亿元)	2019 年底基金规模 (合计) (亿元)
太平基金	灵活配置型基金	太平改革红利精选	64.31	1059/8432	2.34	1.42
	货币市场型基金	太平日日鑫 B	2.26	7011/8432	57.82	64.52

敬请参阅报告结尾处免责声明

	偏债混合型基金	太平睿盈 A	18.92	3741/8432	5.86	3.76
	中长期纯债型基金	太平恒安三个月定开	4.86	5164/8432	10.13	1.01
人保资产	灵活配置型基金	人保转型新动力 A	66.27	971/8432	2.21	1.16
	偏股混合型基金	人保研究精选 A	50.76	1715/8432	1.45	1.47
	混合债券型二级基金	人保鑫裕增强 A	7.01	4899/8432	2.36	2.32
	偏债混合型基金	人保双利 A	5.82	5044/8432	0.56	0.75
	中长期纯债型基金	人保安惠三个月定开	2.85	6186/8432	2.12	40.53
	被动指数型基金	平安中证新能源汽车产业 ETF	108.16	59/8432	47.73	2.89
平安基金	偏股混合型基金	平安高端制造 A	90.72	234/8432	13.93	2.32
	灵活配置型基金	平安医疗健康	85.54	349/8432	2.28	0.57
	增强指数型基金	平安深证 300 指数增强	53.80	1576/8432	1.08	0.83
	混合债券型二级基金	平安可转债 A	12.99	4333/8432	0.31	3.78
	中长期纯债型基金	平安双债添益 A	9.76	4623/8432	1.02	0.52
	偏股混合型基金	泰康产业升级 A	73.39	687/8432	12.51	2.44
泰康资产	灵活配置型基金	泰康策略优选	69.79	837/8432	24.54	8.83
	被动指数型基金	泰康中证港股通大消费主题 A	48.54	1830/8432	0.52	0.18
	偏债混合型基金	泰康景泰回报 A	29.09	2996/8432	8.36	6.00
	混合债券型二级基金	泰康裕泰 A	9.61	4638/8432	4.93	5.68
	中长期纯债型基金	泰康信用精选 A	3.61	5514/8432	6.03	5.96
	混合债券型一级基金	泰康稳健增利 C	2.77	6272/8432	11.69	20.78
	货币市场型基金	泰康现金管家货币 C	2.24	7071/8432	4.47	9.99
	偏股混合型基金	国联安行业领先	81.51	440/8432	1.69	1.81
国联安基金	灵活配置型基金	国联安鑫安	77.44	560/8432	3.34	1.61
	被动指数型基金	国联安中证全指半导体 ETF	45.83	1978/8432	105.54	7.67
	偏债混合型基金	国联安鑫隆 A	21.41	3521/8432	2.94	2.44
	混合债券型二级基金	国联安添利增长 A	9.54	4645/8432	0.39	0.21
	中长期纯债型基金	国联安恒利 63 个月定期开放 A	4.13	5325/8432	82.86	82.29
	混合债券型一级基金	国联安信心增益	2.71	6348/8432	0.41	0.53
	货币市场型基金	国联安货币 B	2.08	7352/8432	58.11	88.75
	灵活配置型基金	泓德泓华	102.89	87/8432	8.18	8.05
泓德基金	偏股混合型基金	泓德量化精选	76.17	595/8432	6.33	3.75
	偏债混合型基金	泓德致远 A	43.99	2060/8432	59.97	20.57
	混合债券型二级基金	泓德裕祥 A	17.93	3813/8432	22.60	6.18
	中长期纯债型基金	泓德裕鑫纯债 A	4.57	5215/8432	8.54	4.14
	普通股票型基金	华泰保兴多策略三个月	86.04%	335/8432	2.4	1.19
华泰保兴基金	灵活配置型基金	华泰保兴研究智选 A	76.22	592/8432	3.24	1.73
	偏股混合型基金	华泰保兴成长优选 A	70.53	815/8432	4.38	2.33
	偏债混合型基金	华泰保兴安盈三个月	15.59	4043/8432	5.30	2.83
	中长期纯债型基金	华泰保兴尊诚	4.15	5317/8432	18.69	38.61
	货币市场型基金	华泰保兴货币 B	2.21	7104/8432	71.20	69.51
	灵活配置型基金	国寿安保策略精选	98.17	127/8432	9.68	0.81
国寿						

敬请参阅报告结尾处免责声明

安 保 基 金	偏股混合型基金	国寿安保健康科学 A	65.42	1012/8432	1.09	0.51
	增强指数型基金	国寿安保养老指数增强	44.52	2030/8432	0.15	0.61
	偏债混合型基金	国寿安保稳瑞 A	24.75	3280/8432	6.84	2.88
	混合债券型二级基金	国寿安保尊利增强回报 A	9.47	4654/8432	3.17	0.91
	中长期纯债型基金	国寿安保尊益信用纯债	5.49	5083/8432	2.17	6.49
	被动指数型债券基金	国寿安保 1-3 年国开债 A	2.91	6093/8432	179.42	156.00

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：所取产品为每家基金公司该类产品中表现较好者

4.2021 年保险资产管理展望

自 2006 年保险资产管理业务试点至今，保险资管行业迎来了 15 周年，此间保险资管行业规模持续扩张，保险资管产品种类不断丰富，保险资管机构的投资管理能力、项目挖掘能力、业务创新能力也在不断扩展。保险资管行业发展至今，在优化保险资金配置、服务国家战略和实体经济、丰富大资管行业金融产品供给方面发挥了重要作用。

至 2020 年底，保险行业总资产规模达 23.30 万亿元，保险资金运用余额达 21.68 万亿元，保险行业规模在持续扩张，一方面为保险资产管理行业提供了稳固的资金来源，另一方面也对保险资产管理机构带来了更大的挑战。

目前，保险资管机构在市场上形成了擅长大类资产配置、精于绝对收益创造、长久期资金管理经验丰富等特色标签，且在全面风险管理体系建设方面相比其他类资管机构颇具优势。但是，保险资管行业也面临行业痛点：巨大体量保险资金的投资运用、保险资管机构投资管理能力建设、泛资产管理行业业务抢滩、创新产品和策略布局等。展望未来，我们认为保险资产管理行业和机构应重点关注以下方面：

4.1.服务保险主业，打好保险资金投资管理牌

保险资金始终是保险资管行业的主要资金来源，服务保险主业、做好保险资金的投资运用、在稳健前提下提升保险资金投资收益是保险资管机构的首要职能。保险资管基于保险资金的管理，已经积累了较强的长期投资能力、绝对收益创造能力，在固收投资、权益投资上均积累了丰富的经验，项目挖掘和风险控制能力也非常突出。但是，面临保险资金运用规模持续扩张、国内外宏观经济环境愈发复杂、境内外资管机构竞争压力剧增的格局，内部建设中，保险资管机构应进一步做好投资管理能力建设，克服投研能力短板，提升投研专业化程度；业务拓展中，保险资管机构应：积极开拓股权投资资源和业务，增加对企业直接融资的资金支持，提升服务实体经济质效；与银行、信托、券商等通力合作，开发长久期优质资产，在低利率环境下为巨量保险资金投资探索解决方案；坚持价值投资理念，完善信用风险管理，切实实现保险资金的保值增值。

4.2.立足大资管行业，抢滩第三方资金市场

产品标签化，打造并突出保险资管特色。保险资管产品在市场上缺少标签。而只有标签化凸显特色，才能更好的成为各类机构投资者的投资选项。保险资管机构在产品线布局时，应该注重产品的工具属性，以更好地匹配客户的投资诉求。如保险资管的权益投资更注重基本面、重视价值投资，是保险资管权益类产品的重要标签之一；保险资管在 FOF 产品的布局中，可以充分利用大类资产配置和绝对收益创造方面的优势，进行差异化的 FOF 投资；在公募 REITS 业务发展初期，保险资管可以利用自身在股权、债权等另类资产业务中的资源优势积极参与其中；在固收、权益、混合等各类产品画像中，寻找适当的公募产品进行对标。

敬请参阅报告结尾处免责声明

策略多样化，需求视角下灵活多样的策略谱系。相比公募基金，保险资管策略设计限制较少，比如部分保险资管指数增强产品的表现突出、打新策略产品中保险资管的规模也较为可观。以拓展银行理财客户为例，在银行理财子产品净值化的先期阶段，基于投资者的低风险偏好，保险资管可以利用丰富的保险资金管理经验，适时向银行理财输出低波动、低回撤的投资策略。而为了满足银行理财子固收+产品布局中的“加策略”需求，输出打新策略、指数增强策略、对冲套利策略等。此外，由于65%以上的权益类银行理财产品期限在三年期以上，绝对收益更被重视，这正与保险资管重视盈利、不追逐短期热点和相对收益的投资风格相匹配。总体上，保险资管可以根据客户的具体特征和需求输出灵活多样的策略。

赋能与合作，在大资管生态圈的竞合中发展。赋能方面，保险资管机构在与其他保险公司、银行理财子公司等第三方资金业务合作时，业务输出形式不仅限于产品，也可以进行管理能力和资源的输出。以银行理财子公司为例，目前正在自主投研能力的打造期，保险资管机构可以将成熟的投研经验、完善的风控手段进行输出，也可以发挥投行业务优势，运用股权、债权等另类非标类项目的资源禀赋，为银行理财子产品投资推荐丰富的项目资源。合作方面，目前保险资管在市场化突围方面的工作还比较欠缺，市场化服务意识、策略沟通意识、产品布局设计、销售体系构建等方面需要加强。市场空间的打开，除了保险资管的内部建设，还可以利用**多维资源推进市场化建设**，借力外部机构合作：获取更多市场需求信息；通过产品标签化、投资经理画像等形式促进产品业务推广；与其他机构资源互补、协同服务机构客户等。

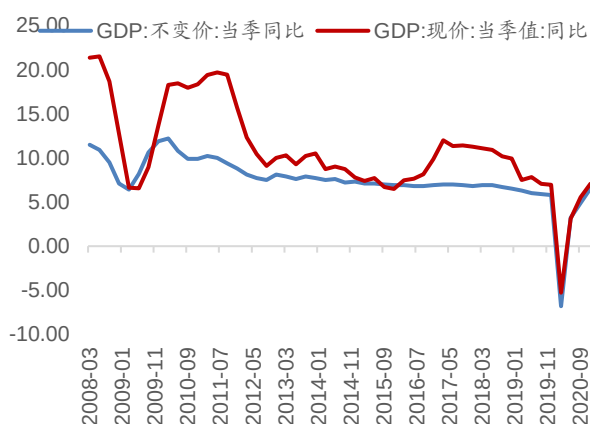
五、2020 年信托市场年度报告

1. 信托行业环境分析

1.1. 宏观经济环境

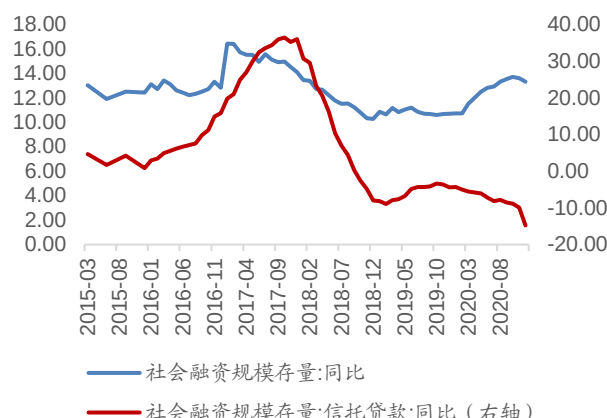
2020 年，突如其来的新冠肺炎疫情对中国乃至全球经济带来前所未有的冲击。疫情的冲击下，国内经济也出现了明显的收缩，2020 年一季度 GDP 同比-6.8%，后续随着系列政策和措施的落地，统筹推进疫情防控和经济社会发展的工作取得积极成效，国内经济从底部开始持续修复，全年经济实现正增长——2020 年 GDP 增速达到 2.3%。

图 190 2020 年国内经济走势呈“V 型”



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 191 社融增速 VS 信托贷款增速



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

展望 2021 年的宏观环境，大的主线有如下几点：一是经济将延续 2020 年持续修复的态势，之前已经修复到疫情前的板块如工业生产、房地产投资等可能会出现见顶回落的情况，而之前修复比较滞后的板块，如消费、制造业投资等将从底部加快修复。二是随着经济的逐步修复，内生动能的增强，敬请参阅报告结尾处免责声明

宽松政策将逐步退出，“稳杠杆”将成为全年宏观政策的主基调。三是构建以国内大循环为主体，国际国内双循环相互促进的新发展格局，推进改革创新，推动高质量发展将是未来较长一段时间国内经济的主要发展方向。

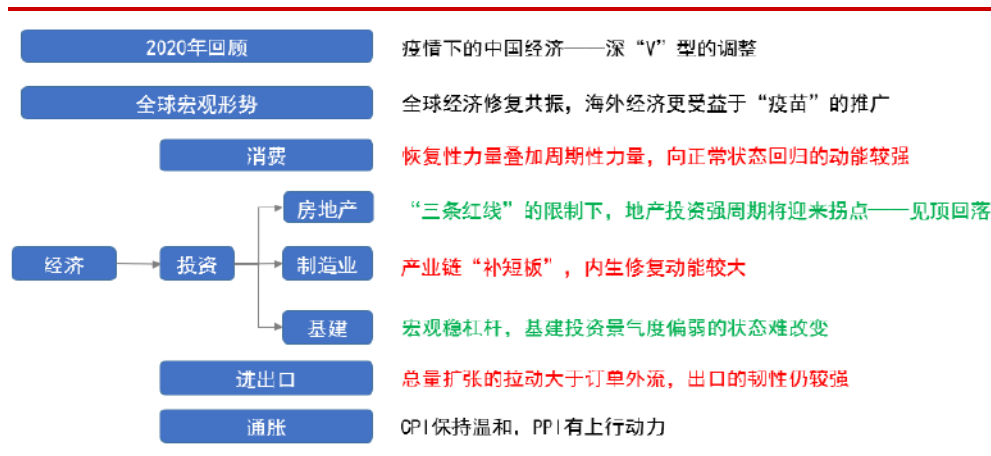
具体来看：

经济增长方面，经济继续保持向正常状态的回归，消费和制造业投资等顺周期的拉动力量增强，整体结构优化，内生动能不断增强，高质量发展的基础更加牢固。

随着疫苗的落地，海内外经济将加快修复，有望出现内外需的共振，考虑到海外产能恢复到正常水平很难一蹴而就，国内的出口仍将保持一定的韧性。工业企业的需求、盈利、库存与产能渐次修复，金融对于制造业的支持力度持续保持较高力度等有利条件支撑制造业投资的持续改善，供给端的数字化改造、产业链“补短板”及高端设备国产化的进程预计将持续推进。同时，企业生产和经营状况持续好转，带动就业市场的好转和居民收入的回升，有助于降低居民储蓄动机，提升消费意愿，同时随着常态化防疫措施的不断完善和疫苗的推出，线下消费场景受疫情影响程度逐渐减弱，部分服务业消费有望快速回升。消费向正常状态回归的动能较强。

不过，随着政策回归正常化，基建投资面临的项目缺失问题凸显，房地产面临融资政策收紧的压力加大，后续房地产投资和基建投资增速有见顶回落的压力。总体上看，经济继续向正常状态恢复，同时结构优化，内生动能不断增强。

图 192 2021 年国内经济情况展望



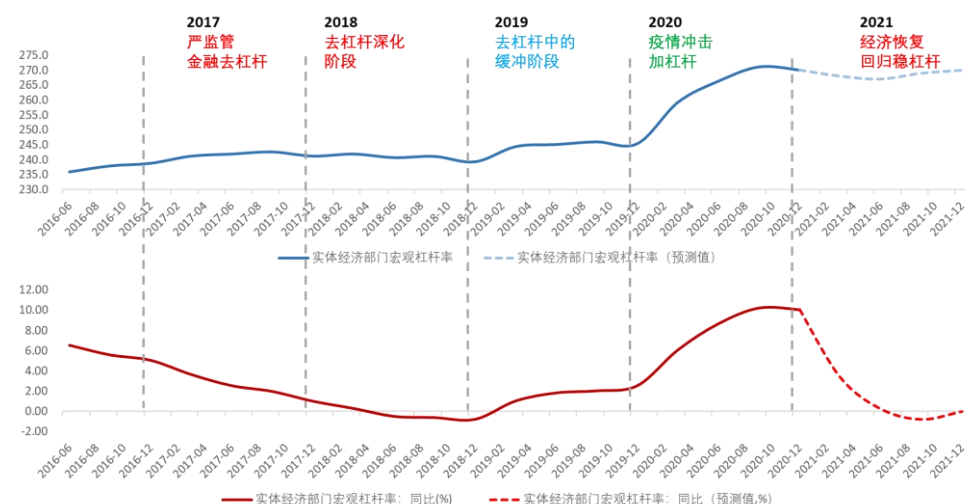
资料来源：华宝证券研究创新部

宏观政策方面，宽松政策将有序退出，政策重心逐步向“防风险”侧重，“稳杠杆”的重要性提升。

宏观审慎监管框架下，把握“稳增长”和“防风险”的平衡一直以来是我们货币政策的主要任务之一。在 2020 年的抗疫特殊时期，“经济失速”即为最大的风险，因此政策重心侧重于“稳增长”。

但伴随经济增速逐步往合理区间靠拢，政策的主基调将逐步回归到疫情之前。从政策节奏上看，三大攻坚战之一的“防风险”的收关阶段被疫情打断，预计随着疫情带来的冲击的逐步修复，“防风险”的收尾工作会加快推进。从现实情况来看，为应对疫情对于经济的冲击，上半年出台了系列宽松政策，在拉动经济快速恢复的同时，也带了宏观杠杆率阶段性地快速攀升，2020 年末，实体经济宏观杠杆率达到 270.1%，较 2019 年末大幅上行 24.7 个百分点，进一步加剧了债务风险的压力。

图 193 国内宏观杠杆率与政策导向的变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.金融监管环境

过去三年，信托行业面临的政策大环境是防范化解重大风险攻坚战的持续推进。尽管因为疫情的冲击，2020 年金融监管环境在开始有所放松，但随着国内经济的逐步好转，政策重新开始收紧，尤其在 6 月份之后，对于信托的监管则明显收紧。在 2020 年对信托行业影响比较重大的政策包括：

《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》出台，将重塑信托市场格局

为贯彻落实《资管新规》，2020 年 5 月 8 日，中国银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法》公开征求意见。

一方面，在 2018 年 4 月资管新规落地后，信托行业作为传统非标主体，转型方向明确：压降通道类与具有影子银行特征的融资类信托，推动财富管理信托、服务信托、公益（慈善）信托等本源类信托。根据信托业协会披露 2020 年末行业受托资产规模 20.5 万亿，其中融资类和事务管理类合计占比 69%，后续仍需继续压降。投资类信托对信托公司管理能力要求较高，短期内快速拓展规模的可能性低，行业受托资产规模预计将继续收缩。

另一方面，征求意见稿限制非标资产不超过全部集合资金信托合计实收信托 50%（据统计，信托实收余额一般为受托资产总额的 90%-100%）。从信托业协会披露数据看，2020 年末信托公司投资于股票、债券、基金三类传统标准化证券产品的占比合计 13.87%，投向非标投资占比在信托行业中占绝对高占比，由于此前未有非标投资上限约束，这相当于对提出了行业非标投资压降目标。

对行业内信托公司来说，若不愿被迫接受非标资产信托业务的压缩，则需要从两方面入手：一是**非标转标**，借此政策契机做大标准化类投资品信托规模，逐步实现向主动管理型业务的转型，通过做大整体规模来增加非标投资的绝对值；二是**增强资本实力**，信托公司由于受净资本管理办法及信托业保障基金约束，新设信托产品需计提一定比例的风险资本及信保基金，因此资本实力是做大做强及减弱集中度限制的核心要素之一。

此外，征求意见稿规定固定收益类证券投资信托，可以以信托财产对外提供担保，可以以卖出回购方式运用信托财产，可以融入或者变相融入资金，其中结构化信托总资产不得超过其净资产的 140%，非结构化信托总资产不得超过其净资产的 200%。期待已久的正回购终于落地，有利于信托公司向“固定收益+”业务转型。

《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》对压降信托通道业务提出了明确的要求

2020年6月，银保监会下发了《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》，明确坚持“去通道”目标不变，要继续压缩信托通道业务。对信托公司提出了“三位一体”的工作目标。重点是要求信托公司加大表内外风险资产的处置和化解工作；对压降信托通道业务提出了明确的要求；要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务。

据证券时报记者了解，监管部门2020年为信托公司制定的压降计划是，全年全行业压降1万亿元具有影子银行特征的融资类信托，在2019年末基础上继续压降2万亿通道类信托。

至2020年中，多家信托公司收到来自银保监会的窗口指导，明确各家公司压缩主动管理类融资信托的具体规模——以各公司2019年底的主动管理类融资信托规模为基础，各自压降比例在20%。

至2020年底，为了保证全年压降万亿融资类信托的目标达成，多家公司收到了来自监管部门的窗口指导，“必须完成年度压降任务”。而针对一些业务数据仍处高位、没有达到监管要求的信托公司，监管部门发出“全面暂停融资类业务”的通知。

监管人士表示，压降通道业务和融资类信托业务，不仅过去要求压，现在要求压，今后还会要求压降。监管政策不会一刀切停止信托公司开展融资类信托业务，而是逐步压缩违规融资类业务规模，促使其优化业务结构，直至信托公司能够依靠本源业务支撑其经营发展。

展望2021年，信托业严监管态势将继续保持。2021年2月份召开的2021年度信托监管工作会议上，监管人士明确表示，2021年将继续开展“两压一降”：继续压降信托通道业务规模，逐步压缩违规融资类业务规模，加大对表内外风险资产的处置。而对于今年“两压一降”的期待目标，监管人士也向各大信托公司高管作出清楚传达。值得一提的是，监管人士还在会上通报2020年信托公司压降任务完成情况，现场点名批评近20家信托公司，其中不乏央企、国企背景信托公司。监管人士要求各家信托公司认清形势，不要有侥幸或者观望心理。

监管部门层层推进规模压降工作，主要意图在于减少监管套利空间、化解信托行业风险，以及继续严控资金流向。一方面，加快表外信贷业务向表内回归，限制表外信贷业务的无序发展，减少表外信贷监管套利空间，这与打击资金空转和监管套利的基调相一致。另一方面，近年来信托产品风险有所上升，监管部门压降融资类信托业务规模，也有助于防范相关业务风险进一步扩大。

表 133 2020 年以来与信托相关的重要监管信息

发布时间	监管文件/举措	部门	主要内容	对信托业的影响
2020 年 5 月	《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》	银保监会	1) 规定非标业务占比不得超过全部集合信托规模 50%； 2) 规定全部集合投资单一主体非标不得超过净资产 30%； 3) 明确信托为非公开方式募集，不得超过 200 人，同时规定资金信托接受其他资产管理产品参与，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数； 4) 规定自有投资单只集合信托不超过实收信托规模 20%，合计不超过公司净资产 50%； 5) 明确信托业务分类，引导信托业务转型； 6) 明确服务信托、公益慈善信托不适用本办法。	将促进资金信托与各类资管产品平等竞争，对信托行业存量业务转型提出更高要求，对未来的发展方向给出了更加明确的指引。

2020 年 6 月	《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》	银保监会		巩固拓展乱象整治成果，防止信托行业违规业务“死灰复燃”，降低信托行业的系统性风险。
2020 年 6 月	《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》	银保监会	对信托公司提出了“三位一体”的工作目标 ，首先是要求信托公司加大表内外风险资产的处置和化解工作，其次对压降信托通道业务提出了明确的要求，再次为要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务。	倒逼信托行业加快压降融资类和通道类业务的步伐，更快实现转型，有利于信托行业长期健康发展。
2020 年 7 月	《优化资管新规过渡期安排引导资管业务平稳转型》公告发布，确认资管新规过渡期延长至 2021 年底	人民银行、银保监会	1) 确认资管新规过渡期延长至 2021 年底。 2) 过渡期延长不涉及资管新规相关监管标准的变动和调整。 3) 继续由金融机构自主调整整改计划，按季监测实施，切实防范道德风险。 4) 完善配套政策安排，加大创新支持力度，为存量资产处置提供更多的方式和渠道。	资管新规过渡期延长 1 年，为信托公司争取到了宝贵的转型时间。信托业面临的三个整改要求不变，即实行净值化、期限匹配、降低非标资产比例。
2020 年 8 月	新修订的《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》发布	最高人民法院	大幅降低了民间借贷利率的下限，将其定为一年期贷款市场报价利率（LPR）的 4 倍。	由于民间借贷利率上限大幅下调，很可能导致市场及用户对信托公司消费金融业务的合规性及还贷成本产生质疑。未来信托公司消费金融业务的息差可能将收窄。
2020 年 8 月	地产行业“三条红线”	人民银行、住建部	形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三条红线”。 三条红线包括： 房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；房企的净负债率不得大于 100%；房企的现金短债比小于 1。此外，拿地销售比是否过高、经营性现金流情况两个方面也将作为监管机构考察的重要指标。	传统地产类信托将进一步受到抑制，信托公司应探索与房地产企业新的业务合作模式，如房地产项目的“真股权”模式和资产证券化业务。此外，“三条红线”管控下，将有助于降低房地产企业债务风险，降低地产类信托的风险。
2020 年 12 月	2020 年中国信托业年会	银保监会	银保监会副主席黄洪： 信托业要杜绝与监管博弈的心态，不通过变通或绕开监管规定开展信托业务，更不能以此寻求相对于其他信托公司的不正当竞争优势，破坏市场秩序。今后严监管、强监管态势将进一步巩固，监管问责也将更加严格。 银保监会信托监管部主任赖秀福： 行业目前仍存在业务长期偏离本源，发展质量难以提升，风险乱象积累严重，受托行为有待继续规范，资金投向脱实向虚，社会形象依然欠佳等问题。	对于信托行业将继续保持严监管的态势。

2021 年 2 月	2021 年度信 托监管工作会 议	银保监会	2021 年将继续开展“两压一降”：继续压降信托通道业务规模,逐步压缩违规融资类业务规模,加大对表内外风险资产的处置。	减少监管套利空间、化解信托行业风险,以及继续严控资金流向。一方面,加快表外信贷业务向表内回归,限制表外信贷业务的无序发展,减少表外信贷监管套利空间,这与打击资金空转和监管套利的基调相一致。另一方面,近年来信托产品风险有所上升,监管部门压降融资类信托业务规模,也有助于防范相关业务风险进一步扩大。

资料来源：中国人民银行，中国银保监会，华宝证券研究创新部

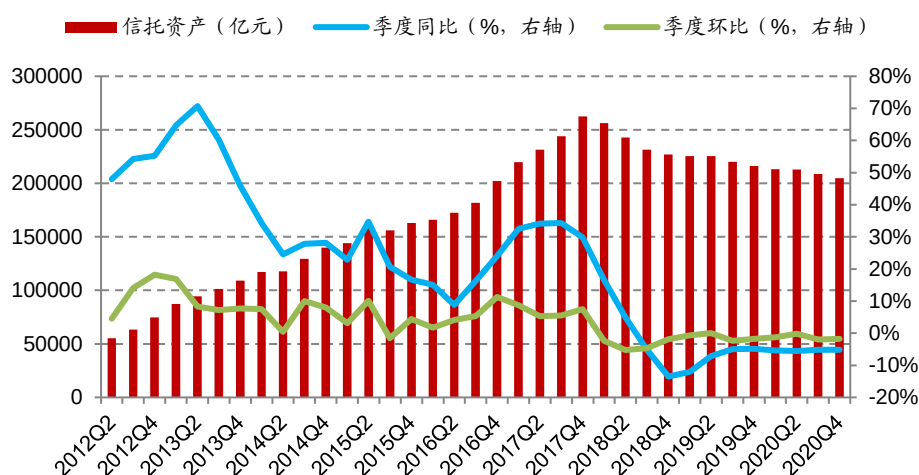
2.信托产品市场发展分析

2.1.严监管下信托规模持续压缩

根据中国信托业协会发布的数据,截止 2020 年末,全国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 20.5 万亿元,较 2019 年末下降 1.1 万亿元,连续两年规模压缩在万亿以上;较 2017 年末的历史高点位置,规模压缩 5.76 万亿,也是从 2017 年末开始,信托业管理资产规模连续 12 个季度下降。从纳入资管新规的资金信托的情况来看,截止 2020 年末,资金信托规模为 16.3 万亿元,较 2019 年末下降 1.6 万亿,同比增速-9.09%,资金信托规模压降的幅度比整体信托资产规模的压降幅度还要大。在 2020 年严监管环境下,信托业规模面临较大的压缩压力。

从信托资产规模的季度增速变化来看,2020 年四个季度,信托资产同比增长速度分别为-5.38%、-5.56%、-5.16%和-5.17%,季度同比数据持续处于负值区间;季度环比来看,2020 年四个季度环比增速分别为-1.32%、-0.23%、-2.43%和-5.36%,信托资产规模连续四个季度缩水。上半年,由于疫情的冲击,宏观政策大幅放松,信托资产规模的压降速度有所放缓,不过随着经济逐步从疫情的冲击中逐步恢复,规模压缩的节奏开始加快,6 月份银保监会下发《关于信托公司风险处置相关工作的通知》要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务,监管大幅收紧,可以看到三季度和四季度,信托规模环比回落的速度较快。

图 194 信托资产规模变化情况



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

2.2. 信托资产的资金来源结构不断优化

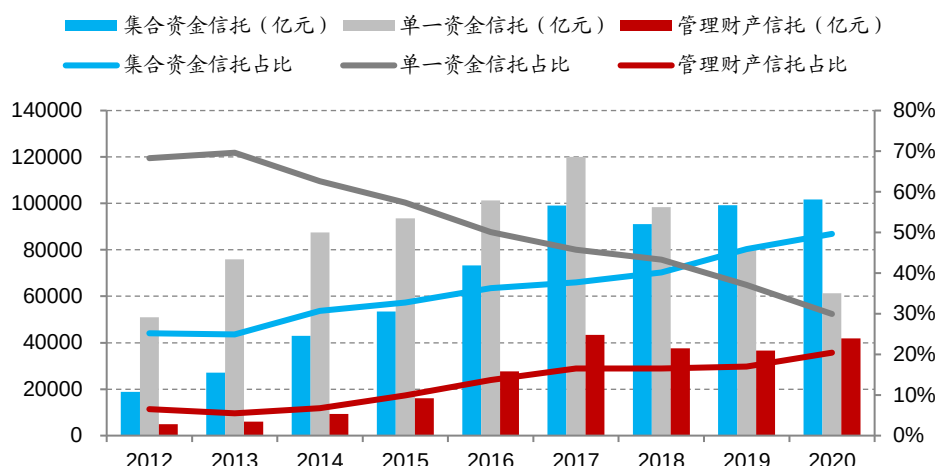
截至 2020 年末，集合信托规模为 10.17 万亿元，同比增加 2.52%，规模占比 49.65%，较 2019 年末上升 3.72 个百分点。2020 年四个季度季末的数据显示，集合信托规模占比分别为 46.99%、48.35%、49.42%、49.65%，全年持续回升。

与之形成鲜明对比的是单一信托规模则出现了明显的压缩。截至 2020 年末，单一信托规模为 6.13 万亿元，同比大幅下滑 23.46%，规模占比大幅下降 7.16 个百分点至 29.94%，不足三成。2020 年四个季度季末的数据显示，单一信托规模占比分别为 35.99%、34.63%、33.18%、29.94%，全年持续回落。

此外，之前占比不高的财产权信托的规模出现了大幅的回升。截至 2020 年末，财产权信托规模为 4.18 万亿，同比大幅增长 14.03%，规模占比上升到 20.41%，较 2019 年末增加 3.43 个百分点。

从信托资产的资金来源来看，结构不断优化，集合信托规模和财产权信托规模及规模占比均出现明显提升，而单一资金信托的规模和占比则继续保持下降的趋势，截至 2020 年四季度末，集合资金信托与管理财产信托占比达到 70.06%。可以看出信托行业正在逐步降低对于机构客户的依赖，信托业务资金来源结构进一步优化。同时，集合信托规模占比的提升，也提高了信托负债端的稳定性，有利于在资产端主动管理能力的提升。

图 195 信托资金来源结构变化（2012-2020）



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

2.3. 信托的功能结构变化显示信托行业正加速向主动管理类业务转型

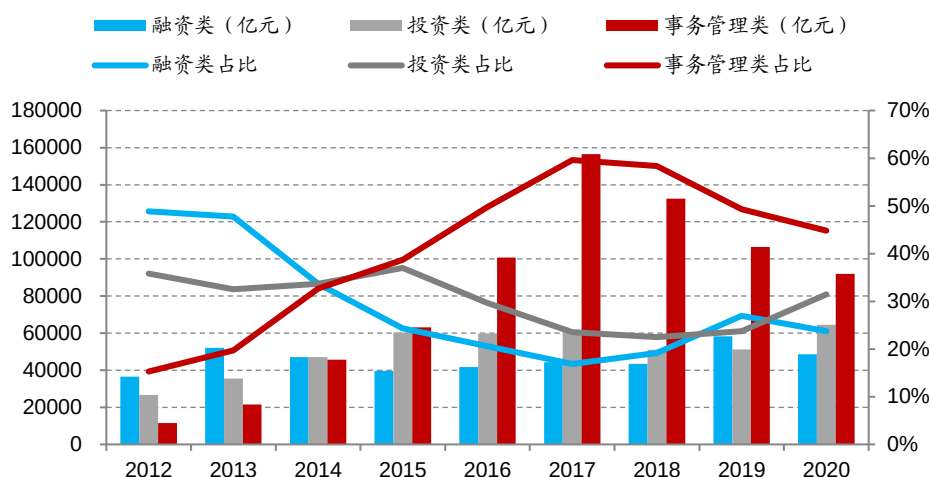
从信托的功能结构上看，2020 年信托业务结构变化较为明显，在严监管的倒逼下，信托公司在加速压缩融资类业务和以通道为主的事务管理类业务，而开始选择加速做大投资类业务，积极向主动管理类业务转型。

具体来看，截止 2020 年末，融资类信托存量规模 4.86 万亿，较 2019 年年末减少 9747 亿，降幅高达 16.71%；存量规模占比 23.71%，较 2019 年末回落 3.28 个百分点。从融资信托规模变化的节奏上看，2020 年走出了个先上再快速压缩的过程。2020 年一季度和二季度，融资信托规模存量环比分别增加 3458 亿元和 2678 亿元。随着下半年政策的收紧，融资类信托规模开始大幅压缩，2020 年三季度末融资类信托余额为 5.95 万亿元，环比二季度末减少 4966.43 亿元；四季度末融资类信托余额为 4.86 万亿元，环比三季度末减少 10916.31 亿元。三季度和四季度的两个季度合计压降 15882.74 亿元，减去 2020 年一季度和二季度新增融资类信托 6135.89 亿元，全年共压降近 1 万亿。

投资类信托规模则出现大幅回升。截至 2020 年末，投资类信托规模为 6.44 万亿元，较 2019 年末增加 13233 亿元，同比增幅高达 25.84%；规模占比 31.46%，较 2019 年末增加 7.75 个百分点。从增长节奏来看，2020 年四个季度季末的投资类信托存量规模的环比增速分别为-0.3%、2.9%、8.1%、13.46%，投资信托规模的增长有明显的加速趋势。

事务管理类信托受去通道的影响，规模出现大幅压缩。截至 2020 年末，事务管理类信托规模为 9.18 万亿元，同比下降 14646 亿元，同比降幅达到 13.75%；规模占比为 44.84%，较 2019 年末下降 4.46 个百分点。压降的事务管理类中的绝大多数是以监管套利、隐匿风险为特征的金融同业通道业务。按照监管部门要求，事务管理类业务量与占比一直不断下降，金融机构之间多层嵌套、资金空转现象明显减少。

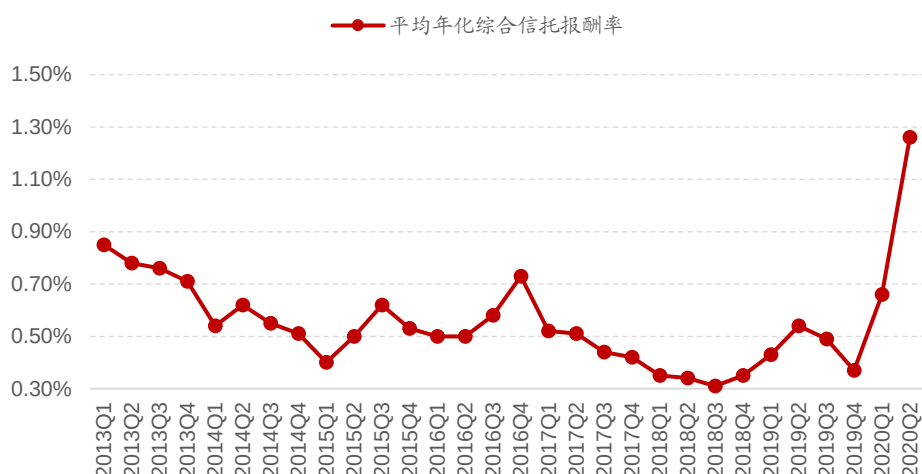
图 196 信托公司功能结构变化 (2012-2020)



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

与此同时，可以看到，随着融资类业务和通道业务的大规模压缩，而投资类业务规模的大幅提升，信托公司的业务结构中主动管理相关业务的占比有明显的提升，这在信托报酬率上有所体现。根据信托业协会公布的数据显示，信托平均年化综合报酬率从 2019 年末的 0.36% 大幅反弹至 2020 年二季度末的 1.26%，回升幅度较大。

图 197 信托平均年化综合信托报酬率变化情况



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

2.4. 产品的收益和久期分布——以集合信托为例

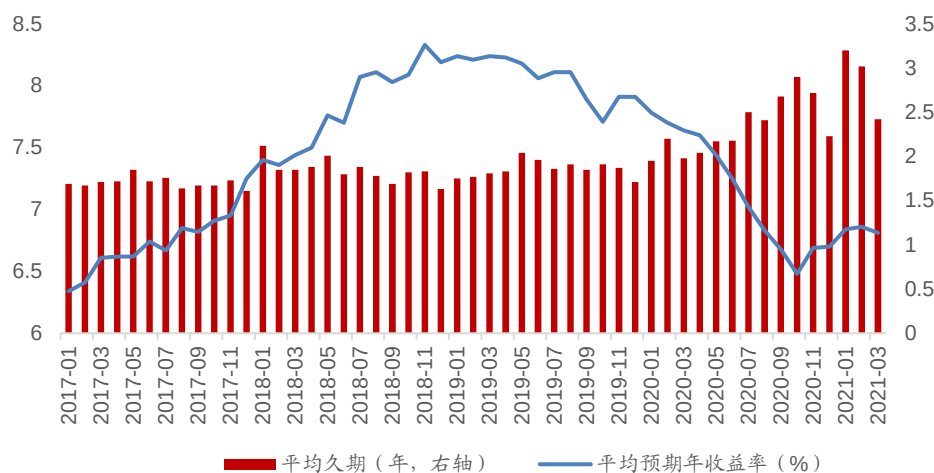
对于信托产品收益率和久期的研究，我们可以参考用益信托网提供的集合信托的数据。根据用益信托网不完全数据显示，2020 年，已公布的集合理财类信托产品的平均收益率为 8.16%，与 2019 年相比平均收益率下行 101 个 bp；其平均信托年限为 2.33 年，较 2019 年增加 0.47 年。

观察信托的平均月预期收益率，从 2018 年 11 月份开始，新成立的集合信托的平均预期收益一路下行，直到 2020 年 10 月份见底，相对于高点收益率回落幅度高达 185bp，显示实体经济通过信托进行融资的成本有了明显的回落。受疫情影响，2020 年上半年的货币政策较为宽松，因此市场整体利益下行，叠加政策引导压降融资类信托规模使得信托产品预期收益率下降。2020 年 10 月份开始，信托收益率开始探底回升，这主要是从 2020 年 5 月份开始货币收紧的滞后的反应。根据以往的经验，货币政策的变化向实体融资成本端的传导一般需要 3-6 个月的时间。

敬请参阅报告结尾处免责声明

观察信托的平均久期，可以发现，新成立信托的平均久期从 2020 年开始出现明显的抬升，此前集合信托产品的平均久期普遍在 2 年以下，而从 2020 年 4 月份开始，每月新成立的集合信托的平均久期都在 2 年以上。主要是和监管力度加大，整改过渡期越来越临近，信托公司在发行新产品时，越来越重视非标资产的久期匹配。

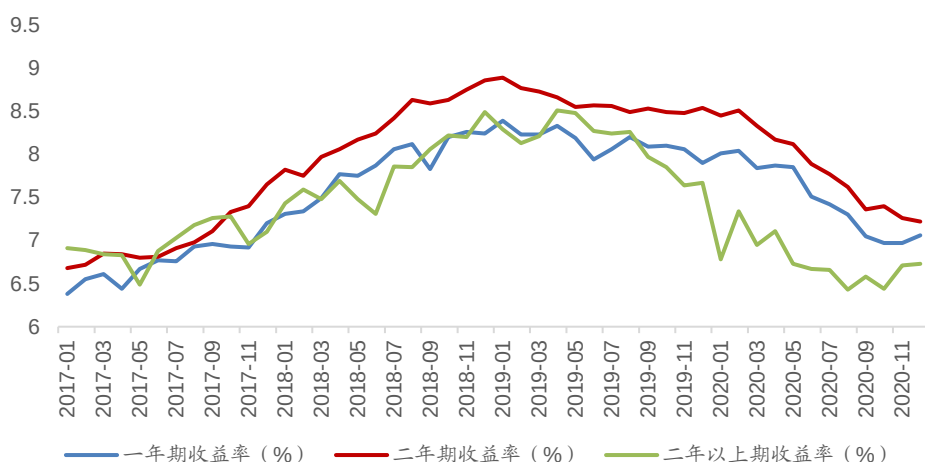
图 198 集合信托的平均期限和预期年化收益率走势



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

从不同期限的产品的预期年化收益率的趋势来看，从 2019 年四季度开始，二年以上期限的产品与一年期产品的收益率的分化开始加剧，二年期以上产品收益率下行幅度更大；而从 2020 年二季度开始，一年期产品和两年期产品的预期年化收益率则出现了一定程度上的收敛。具体来看，2020 年末，一年期产品、二年期产品、二年期以上产品的收益率分别为 7.06%、7.22%、6.73%，分别较 2019 年末下降 84bp、132bp、94bp。

图 199 不同期限的集合信托产品的预期年化收益率



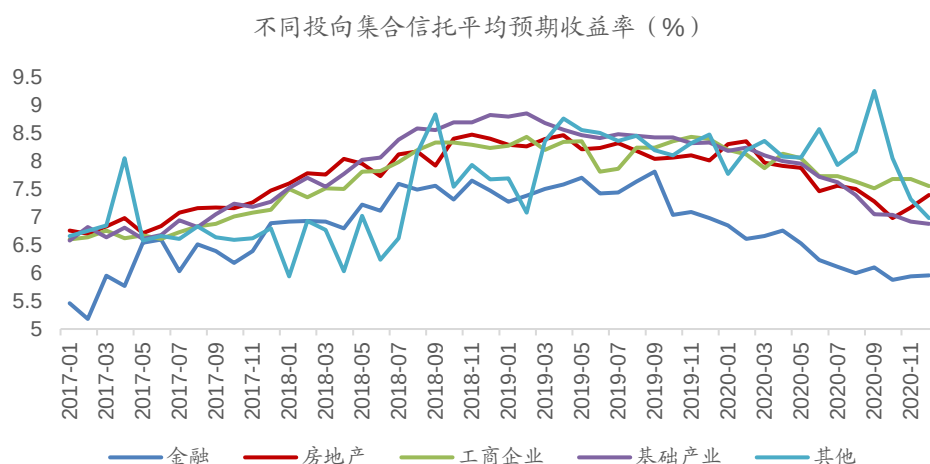
资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

不同投向的集合信托平均预期收益率呈现如下的特征：

横向来看，不同投向的集合信托的预期收益率有明显的分化，金融类信托的预期收益率明显低于其他几类。具体来看，2020 年，金融类信托的平均预期收益率为 6.3%，较 2019 年回落 121bp；房地产类信托的平均预期收益率为 7.65%，较 2019 年回落 62bp；工商企业类信托的平均预期收益率为 7.82%，较 2019 年回落 38bp；基础产业类信托的平均预期收益率为 7.59%，较 2019 年回落 24bp。

纵向来看，2019 年以来，不同投向的集合信托产品的收益率均呈现下行的趋势。不同的是，房地产类信托的收益率从 2020 年 10 月份开始出现探底回升，也反应出地产相关融资的监管收紧。

图 200 不同投向的集合信托收益率走势



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

2.5.信托产品的信用风险分析

从 2018 年开始，即金融防风险三年攻坚战启动开始，监管主动处置化解风险，信托行业风险项目和不良率持续快速攀升。

中国信托业协会此前会披露信托行业风险项目和风险资产规模的数据，通过这个数据，我们可以测算出信托产品的不良率。不过，信托业协会从 2020 年二季度开始停止更新了这个数据。

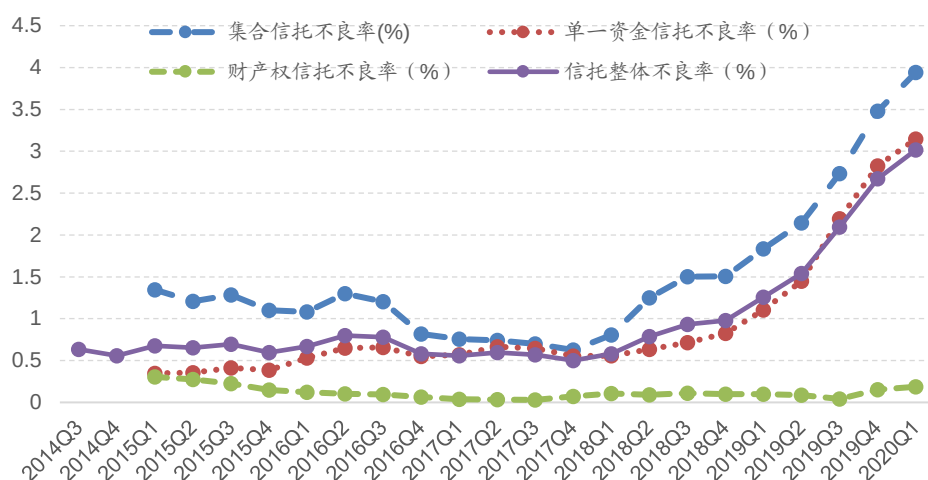
截至 2020 年一季度末，我国信托业的风险项目个数达到 1626 个，同比大幅增长 61.63%；风险项目涉及的资金规模达 6431 亿元，同比增加 127.2%。其中，集合类信托存量不良资产规模占主要部分，规模达 3949 亿元，同比增长 126.6%；单一类资金信托不良资产规模 2414 亿元，同比增长 129.3%；财产权信托不良资产规模只有 68.12 亿元，同比增长 94.98%。

不良率快速攀升。通过计算，信托整体的不良率由 2018 年末的 0.98% 上升至 2020 年一季度末的 3.02%，不良率上升 2.04 个百分点；集合信托的不良率由 2018 年末的 1.51% 上升至 2019 年末的 3.94%，上升了 2.43 个百分点；单一资金信托的不良率由 2018 年末的 0.83% 上升至 2019 年末的 3.14%，上升了 2.32 个百分点。

信托违约数据方面，据第一财经记者统计，2020 年全年，集合信托产品共发生 310 多起违约事件，涉及违约项目金额超过 1600 亿元。2021 年，信托行业的历史风险仍在加速出清。2021 年 4 月 6 日，北京商报记者从研究机构处获得的最新监测数据显示，今年一季度，信托行业共发生 65 起违约事件，虽然违约数量较 2020 年一季度进一步攀升，但违约项目金额却较去年同比下降 33.69%。

信托项目风险会集中爆发原因包括：一是宏观经济环境导致企业业绩不佳，经营风险较高；二是过去激进展业导致的风险积累和监管压力下对风险项目的排查清理加速。信托项目风险暴露的项目主要是存量项目，存量项目中通道业务和非标资金池类业务的清理是重点，但还需要时间消化。

图 201 信托产品不良率在 2019 年出现大幅攀升



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

3. 信托投向结构分析

3.1. 新发行的集合类信托的投向结构分布

信托按投向可分为五类：金融类、房地产类、基建类、工商企业类、其他类。为了更好地观察新发行的信托投向结构的变化，我们选择更高频（月度）且公布较为及时的用益信托网上披露的集合信托新发行数据作为研究的参考数据。2020年新发行的集合信托投向呈现出金融类信托规模明显回升，而地产类信托的规模则出现较大幅度的缩水的特征。具体各个投向的信托的情况见下文。

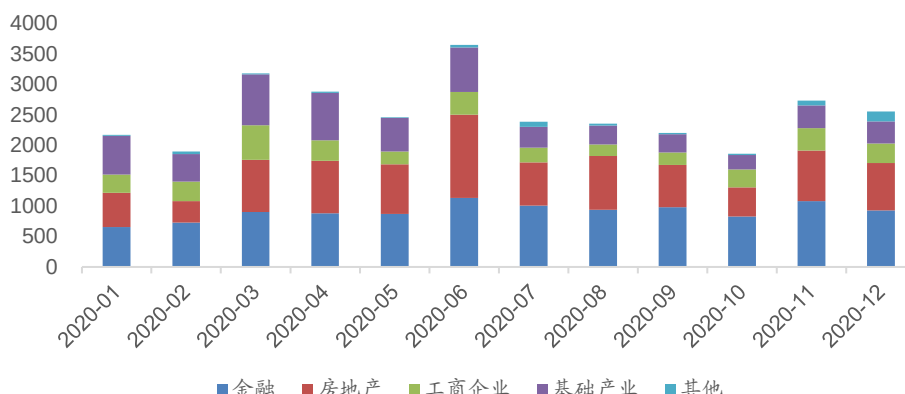
表 134 新发行的集合类信托的投向结构分布

投向	2018		2019		2020	
	规模(亿元)	规模占比(%)	规模(亿元)	规模占比(%)	规模(亿元)	规模占比(%)
金融	5992	27.8	6887	25.8	10942	36.1
房地产	9070	42.1	9965	37.4	9202	30.4
工商企业	2554	11.9	2351	8.8	3724	12.3
基础产业	3254	15.1	6236	23.4	5902	19.5
其他	664	3.1	1219	4.6	548	1.8

资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

图 202 不同投向集合信托发行规模情况

不同投向集合信托发行规模（亿元）



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

3.2.金融类信托

2020 年，新发行的集合信托中投向金融领域的规模为 10942 亿元，同比增加 58.9%；规模占比 36.1%，较 2019 年上升 10.3 个百分点。金融类信托表现异常突出。

这其中主要靠标品信托的规模的增长来拉动的。标品信托是指信托公司依据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资于公开市场发行交易的金融产品的信托业务。标品信托投资收益直接或间接由公开市场价格决定。比较典型的标品信托业务包括：投资于股票、债券、证券投资基金、房地产投资信托基金、期货、金融衍生品等的信托产品。根据信托业协会的数据显示，2020 年四季度末，标准化金融产品投资的资金信托，同比 2019 年四季度末增长 15.44%，在股票、基金、债券三大品种中，同比均是正增长，而信托资金流向金融机构余额同比 2019 年 4 季度末下降 20.76%。

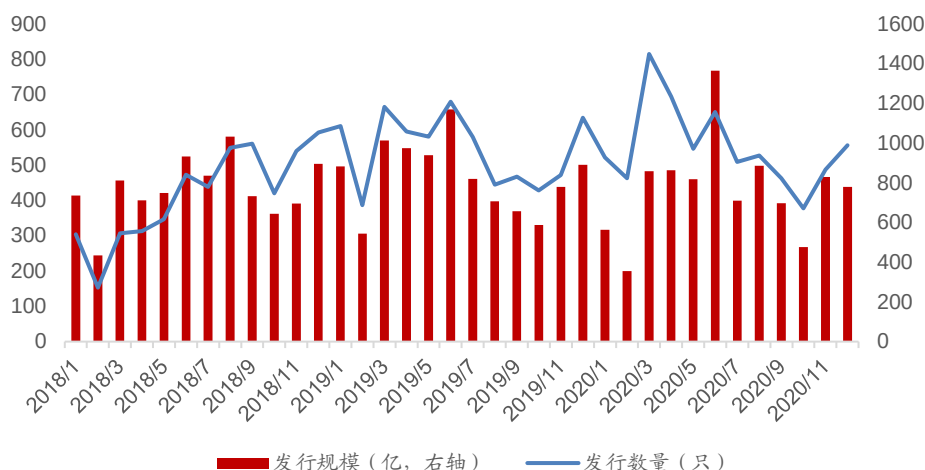
2020 年一季度，国内外新冠肺炎疫情冲击使得金融市场出现大幅波动。二至四季度，我国金融市场对宽松流动性和积极财政政策作出了正面反应，股票市场出现了结构性牛市行情，社会资金向金融资产转移。与此同时，金融监管部门鼓励发展标准化的金融产品，信托公司纷纷布局证券投资类信托，使得以证券投资类为主的金融类信托数量出现上升。

信托业将强化主动管理能力，标品信托是行业转型的普遍共识。2021 年是资管新规所给予过渡期的最后一年，且《信托公司资金信托管理暂行办法》和《信托公司资本管理办法》预计将于 2021 年出台。降杠杆、去通道和降规模依然是监管的主基调，优化业务结构，提升主动管理能力，回归信托本源是信托公司的必然选择。金融类信托产品是信托公司转型发力的重心之一，该类产品尤其是证券投资基金类标品信托产品是做大资产规模提升非标额度的重要手段。信托业围绕受托服务功能，强化主动管理能力，发展证券投资信托，通过 TOF、证券投资、定增、打新、“固收+”等业务重点布局标品信托。

3.3.房地产信托

“房住不炒”的政策方向上，2020 年房地产监管持续收紧，地产类信托受到较为明显的影响。2020 年，新发行的房地产类集合信托规模为 9202 亿元，同比回落 7.7%；规模占比 30.4%，较 2019 年回落 7 个百分点。从发行节奏上看，上半年发行规模较大，6 月份是发行高点，随后月度发行规模则有所回落，这与政策收紧的节奏大致一致。

图 203 投向房地产的集合信托发行情况变化



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

2020年7月，宏观经济部门强调：“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，以稳地价、稳房价、稳预期的“三稳”来明确“房住不炒”的发展定位。

2020年8月出台的“三条红线”限制房企融资需求，即“房企剔除预收款后的资产负债率不得大于70%、净负债率不得大于100%、现金短债比不小于1”。以“三条红线”为代表的地产融资收紧政策的出台，从房地产企业自身出发，直接限制有息债务增长，将对最近几年房地产企业的高周转经营模式有所限制。三条红线至少从两个方面限制高周转经营策略：一是对剔除预收款的资产负债率有明确的上限要求，这导致通过高周转销售期房回笼资金的空间明显受限；二是通过限制负债率增速从资金源头约束开发商通过加杠杆融资的拿地行为。

图 204 房企融资的“三条红线”



资料来源：华宝证券研究创新部

2020年10月，监管部门严格管控房地产信托额度，严禁为资金违规流入房地产市场提供便利，不断加大力度处置风险资产。

2020年最后一天，人民银行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，主要内容是对商业银行的房地产贷款设置“两条红线”：一是将银行的房地产贷款占比进行分档考核，如第一档包括六大国有大行的两个上限（房地产贷款余额占比及个人住房贷款余额占比）分别为 40%和 32.5%。二是对商业银行达标设置了过渡期，对于距离达标 2 个百分点以内的，

过渡期为两年，超过 2 个百分点以上过渡期为 4 年。这两条红线是约束金融机构信贷供应。因此，为了满足监管要求，部分商业银行必须收缩房地产贷款业务。

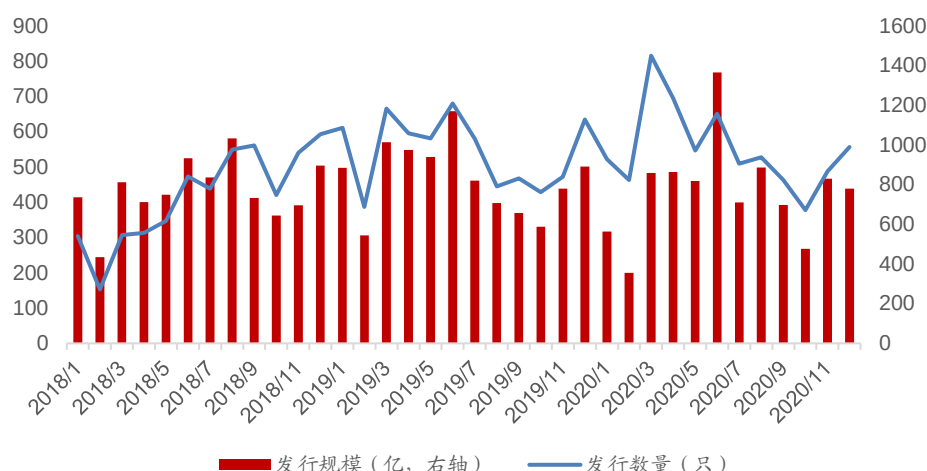
2021 年 2 月 7 日，监管人士在 2021 年信托监管工作会议上提到 2021 年将继续压降融资类信托规模 1 万亿（目前存续规模 4.86 万亿），其中股权收益权、资产收益权、永续信托等将融资类包装成投资类的信托产品遭到了监管的否定（准确来说应该是存在违规的投资类产品全部纳入融资类产品进行监管），接下来的地产信托业务走向将全面调整至股权投资及回归本源的家族信托等产品的方向。

预计后续房地产信托仍面临较大的收缩压力，主要原因有三：其一，“三道红线”政策之下，房企融资规模受限，房地产信托产品的模式需进行升级改造；其二，监管层对房地产信托的监控和限制没有放松，房地产信托产品额度困扰信托公司；其三，受华夏幸福债务逾期等负面因素影响，信托公司和投资者对于地产信托风险警惕性提高。

3.4. 基建信托

2020 年，新发行的集合信托中投向基础产业领域的规模达 5902 亿元，同比回落 5.4%；规模占比 19.5%，较 2019 年减少 3.9 个百分点。从发行节奏来看，发行规模主要集中在上半年，1-6 月份，发行规模高达 3989 亿元，占全年发行规模的 67.6%。主要原因是上半年，疫情对于国内宏观经济带来的冲击较大，地方政府财政收支承压。为应对疫情造成的影响，政府宏观逆周期调节力度明显加大，基建项目融资需求明显上升。而到了下半年，政策则有所转向，对于地产政府的债务问题和宏观杠杆率的攀升的关注加大。

图 205 投向基础设施领域的集合信托发行情况

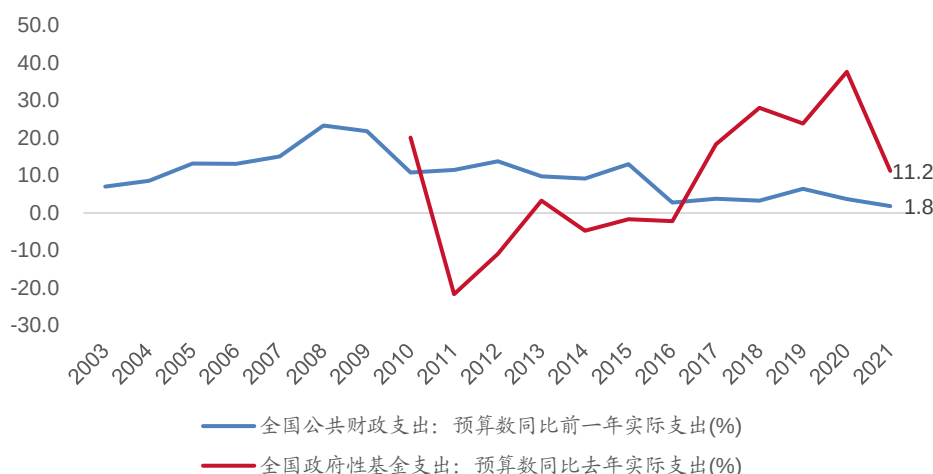


资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

当前的宏观政策导向是降低政府杠杆率。2021 年 3 月 15 日，国务院常务会议提出“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。这意味着一是降低政府显性杠杆的上升速度，二是降低地方政府隐性债务。

针对第一个目标，《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告》中数据显示，2021 年一般公共预算支出同比去年的实际支出增长 1.8%，这是 2003 年以来的新低；政府性基金预算支出同比去年实际支出增长 11.2%，2017 年以来的新低。

图 206 全国财政支出情况



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

针对第二个目标, 目前已经有比较明显的信号:

第一, 中央经济工作会议首次明确强调今年要“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”。通过梳理全国 31 个省/自治区/直辖市 2020 年预算执行情况和 2021 年预算报告发现, 绝大多数省份在部署今年财政工作时, 强调了坚决遏制隐性债务增量, 积极稳妥化解存量隐性债务。

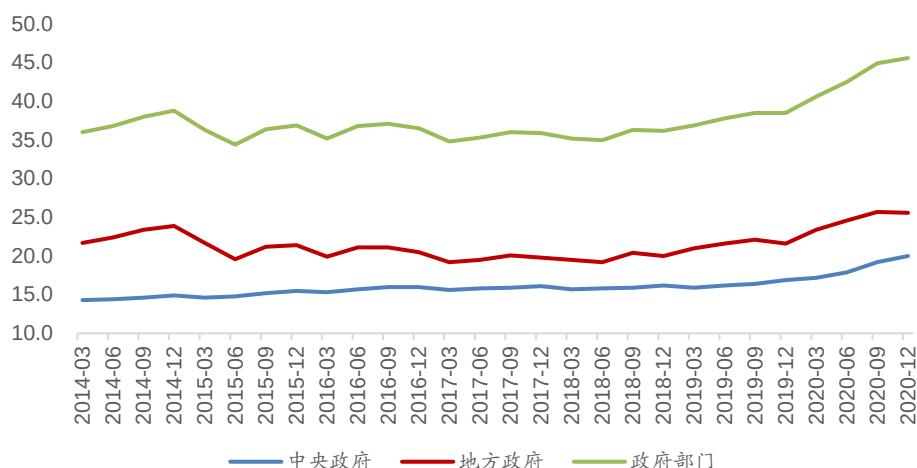
第二, 2020 年以来信托贷款和委托贷款余额持续下降, 尽管资管新规过渡期延期, 但以非标资产为代表的政府隐性债务已经进入下降通道。

第三, 2020 年年末以来, 永煤债为代表的地方国企债务违约, 多个与地方政府关系密切的民企也出现债务违约或展期, 两支中超球队解散, 表明地方政府维系债务刚兑的意愿已经大大降低。

第四, 2021 年 3 月 28 日国务院国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》, 3 月 29 日国务院办公厅公布《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》, 其中都体现了控制债务风险的导向。

在这种宏观背景下, 基建类信托的规模在 2021 年难以有较大的增长空间。新冠疫情和外部环境仍存在诸多不确定性, 但国内经济运行逐步恢复常态化是必然趋势, 加之固定资产投资和基建投资仍具有一定回升空间, 新型城镇化建设、城市更新改造等为固定资产投资重点投向, 将为城投企业投资提供一定的项目储备空间, 城投企业的重要投资主体地位仍将持续。另一方面, 受银行、债券等渠道资金涌入, 中央着力加强对地方债务风险的管控, 以及地方政府压降融资成本的影响, 信托公司开展政信类信托业务相较于以往难度提升, 政信类信托的募集规模难以有较大提升。

图 207 政府宏观杠杆率变化情况



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

3.5. 工商企业类信托

根据用益信托网数据, 2020 年新发行的集合信托中投向工商企业规模 3724 亿元, 同比大幅增长 58.4%; 规模占比 12.3%, 较 2019 年增加 3.5 个百分点。工商企业类信托规模和占比的回升, 可能和疫情之后, 监管督促金融机构强化服务实体经济有关。

近年来, 经济下行, 资管行业整顿, 工商企业类项目风险, 较其他类型更前暴露, 金融机构偏爱头部、国有企业、地方龙头, 普通工商企业很难获得金融机构稳定授信, 多重因素叠加, 单一项目风险, 极易上升到单体机构风险。自然人投资者投资偏好避险, 此类业务或将有段时间备受冷落。

4. 信托市场发展展望

展望 2021 年, 后疫情时代, 经济社会逐步回归常态, 疫情期间的宽松政策将逐步退出, 金融行业供给侧改革进一步加快推进, 资管新规过渡期剩下最后一年, 信托公司转型发展进入一个相对关键的时期。

严监管态势将持续, 通道规模和违规融资类信托规模持续压缩。从监管政策看, 2021 年, 信托监管仍面临较为严格的态势, 监管明确表示将继续开展“两压一降”: 继续压降信托通道业务规模, 逐步压缩违规融资类业务规模, 加大对表内外风险资产的处置。资金信托新规、信托公司资本管理办法有望落地, 对于非标业务的限制将会进一步得到巩固, 对信托业务和固有业务的关联交易也会受到更大约束。监管部门可能在促进发展服务信托、证券投资信托等方面提供新的鼓励政策, 提升信托公司转型发展的支撑力度。可以预见 2021 年集合信托产品非标转标将会加速, 以房地产类信托为代表的非标类产品大概率继续加速转型, 传统的贷款类业务将逐渐减少, 而投资类业务和服务信托等类型的产品逐渐开始大幅增加。

从信托公司发展来看, 在持续收紧的监管政策以及外部不确定性环境下, 信托业务仍处于结构调整的关键阶段, 加快转型的方向不变。主要业务调整方向有以下四个:

一是大力发展证券投资类信托。更能体现“受人之托、代人理财”的受托人定位, 能够发挥资金募集和资产管理优势支持资本市场发展, 能够解决融资类业务潜在的“刚性兑付”问题, 符合监管导向和市场需求。布局 TOF、固收+、打新、量化投资等产品, 提升投研能力, 抓住资本市场的发展机遇。

二是积极开展股权投资等投资类业务。信托公司由于业务的综合性、灵活性和敏锐性，在引导资本进入实业、服务实业方面具有独特优势，基于产业的主动管理业务将是信托公司在未来资管行业竞争中安身立命的“专属捕鱼区”，而基于产业的主动投资管理能力将是令信托公司在行业转型发展中脱颖而出的核心竞争能力。未来，信托公司要培养标准化产品投资团队和投资能力；努力提升资产判断和把控能力，加大股权投资业务拓展力度，逐步提升主动投资管理能力。

三是大力开展资产证券化、证券行政事务管理、以账户为核心的资产配置、家族信托等服务信托业务。服务信托被认为与资金信托、慈善信托并列的信托业务类型。2020年1月3日，《中国银保监会关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》出台，其中在培育非银行金融机构特色优势中要求，信托公司要积极发展服务信托、财富管理信托和慈善信托的本源业务，将服务信托作为支撑信托行业转型的“三驾马车”之一。2021年5月份出台的《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》中对服务信托首次给出了明确的定义：服务信托业务，是指信托公司运用其在账户管理、财产独立、风险隔离等方面的制度优势和服务能力，为委托人提供除资产管理服务以外的资产流转，资金结算，财产监督、保障、传承、分配等受托服务的信托业务。同时明确了服务信托业务和公益（慈善）信托业务不适用该办法——对于以受托服务为主要服务内容的信托业务，无论其信托财产是否为资金形式，均不再纳入资金信托，包括家族信托、资产证券化信托、企业年金信托、慈善信托及其他监管部门认可的服务信托。从未来看，资产证券化、家族信托等属于典型的已经发展起来的服务信托，需要加大拓展力度，持续深耕细作，打造为信托核心业务。与此同时，需要进一步探索信托服务功能，挖掘更多发挥服务功能的领域，如养老、消费权益等。

四是大力发展财富管理业务。伴随着高净值管理市场的快速增长以及信托公司在财富管理方面拥有自身的独特优势，财富管理将是未来信托重点发力的方向。同时财富管理业务也是信托行业的本源业务，向财富管理方向的转型也符合回归本源的监管要求。信托公司在财富管理方面拥有自身的独特优势。首先，牌照优势是信托公司的核心优势，信托是唯一可以横跨实业、货币、资本市场进行资产配置。其次，与其他私募产品相比，信托产品拥有健全完善的体系，收益回报率相对更高。再次，家族信托产品具有灵活性和特殊法律地位的制度优势。做好财富管理业务既需要大量的客户积累，也需要资产管理和资产配置能力，重点有以下几个方面：其一，进一步加强销售渠道建设，搭建线上线下一体化财富管理平台，逐步降低对商业银行渠道的依赖程度；其二，加快专业财富管理团队建设，通过专业化投顾，有效的发掘投资者需求；其三，在业务特色方面，重点将家族信托作为信托业财富管理发展的方向。

六、2020 年券商资管产品年度报告

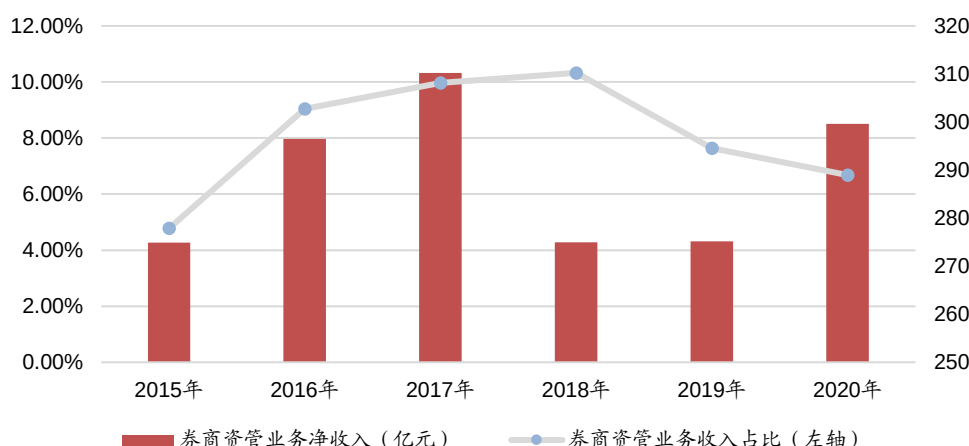
1. 业态：券商资管主动管理转型几何？

2012 年以来，资产管理行业迎来了政策放松、业务创新的浪潮，各子行业间壁垒相继打破，大资管格局逐步形成。之后 5 年间，在流动性宽松和金融创新的推动下，资管行业迎来了飞速发展时期，管理规模不断攀升。但这一时期的创新，大多是分业监管背景下金融机构在监管套利、杠杆套利方面的创新，“创新”之下多层嵌套、通道业务规模扩张导致资管规模激增，同时在资管行业体系内积聚了大量的风险：通道业务模糊底层资产，多层嵌套拉长风险链条，加上分级产品杠杆倍数聚集，导致金融脆弱性大大提高，同时对国家宏观调控和金融监管造成了巨大的干扰。

2018 年 4 月 27 日，“一行两会一局”联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，资管行业纲领性文件最终落地，100 万亿大资管行业开启“强监管”时代。《资管新规》全文 31 条，“破刚兑、去嵌套、降杠杆”的精神贯穿始终，对资管行业影响深远。各子行业开始回归投资本质，放弃依赖规模的通道业务，转而侧重机构本身的产品创设、投资管理以及销售服务能力，注重金融机构的主动管理能力。2018 年 10 月，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》《证券

期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》，进一步补齐监管拼图，券商资管全面开启主动管理转型之路。自资管新规及配套细则落地后，券商资管规模持续压降，业务结构不断优化，2020 年实现资管业务净收入 299.6 亿元，同比增加 8.88%，占营业收入比重为 6.68%，较 2019 年下降 12.48%。

图 208 券商资管业务收入占比

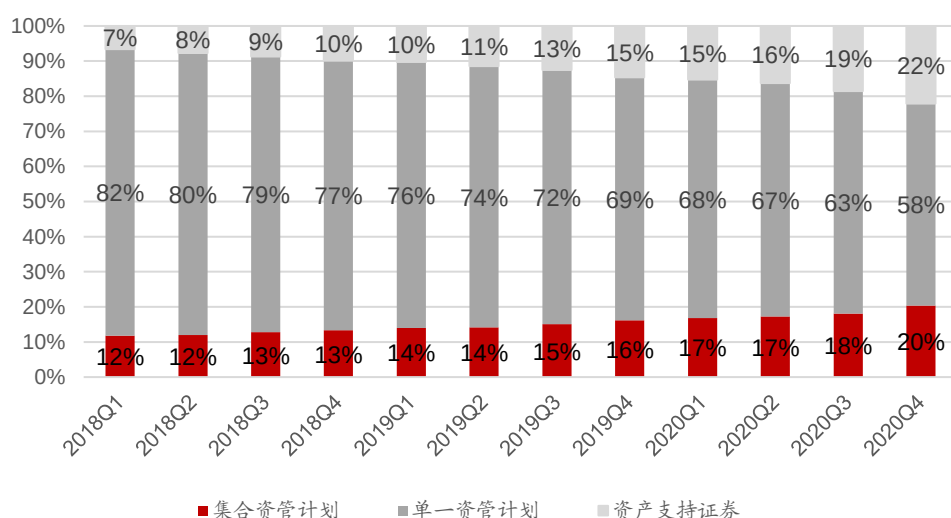


资料来源：证券业协会，华宝证券研究创新部

1.1. 私募业务：主动管理规模占比提升，结构优化

随着《资管新规》的落地及配套细则的颁布实施，券商资管规模持续压降，以通道业务为主的单一资产管理业务规模收缩明显，业务结构不断优化。截止 2020 年末，券商私募资产管理业务总规模 10.28 万亿，同比降低 15.17%，相对 2018 年末降低 28.19%。其中，单一资产管理业务规模 5.92 万亿，同比减少 2.46 万亿，同比下降 15.15%。业务结构方面，2018 年三季度末，单一资产管理业务规模占比近 80%，2020 年末这一数字已降至 58%；而集合资产管理业务占比则由 13% 上升至 20%。由此可见，在《资管新规》及配套细则的指引下，券商资管去通道效果显著，主动管理转型初见成效。

图 209 券商资管业务规模占比



资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

头部券商资管主动管理转型较快。根据基金业协会的统计，有可比数据的券商资管中，主动管理资产规模排名前 17 位的券商资管主动管理规模占比同比均有不同程度的提升。截至 2020 年年末，

券商资管私募主动管理规模占比前五分别为中金公司、东证资管、中泰资管、广发资管和华融证券，主动管理占比均超过7成；中信证券、招商资管、中信建投、海通资管、广发资管主动管理占比增速较快。2020年末，天风资管、财通资管和长江资管私募主动管理规模均在前20位，但总管理规模在20位开外，说明上述三家证券公司主动资产管理占比较高。由此可见，头部券商资管在行业内主动管理规模较高，转型较快。

表 135 2020 年末券商资管私募主动管理规模及占比变化（按 2020 年末主动管理占比排序）

	2020 年 Q4 管理规模 (亿)	2020 年 Q4 主动管理规模 (亿)	2020 年 Q4 主动管理占比	2019 年 Q4 主动管理占比	主动管理占比变化
中金公司	2670.16	2432.60	91.10%	81.00%	10.11%
东方证券资管	989.17	884.16	89.38%	80.24%	9.15%
中泰证券资管	1308.86	1023.26	78.18%	67.87%	10.31%
广发证券资管	2953.48	2306.05	78.08%	65.17%	12.91%
华融证券	1080.53	832.17	77.01%	72.52%	4.50%
国信证券	1529.94	1063.55	69.52%	——	——
国海证券	1004.31	677.19	67.43%	——	——
海通证券资管	2293.07	1522.33	66.39%	48.19%	18.20%
国泰君安资管	5119.3	3327.61	65.00%	59.62%	5.38%
中信证券	10261.29	6646.57	64.77%	40.79%	23.99%
光大证券资管	1975.74	1263.66	63.96%	53.77%	10.19%
华泰证券资管	4848.58	2647.28	54.60%	42.90%	11.70%
招商证券资管	5148.89	2760.25	53.61%	31.31%	22.30%
中信建投	3903.19	2002.43	51.30%	32.36%	18.94%
银河金汇证券资管	1617.16	722.72	44.69%	35.16%	9.53%
申万宏源	3636.67	1163.52	31.99%	25.35%	6.64%
中银证券	4086.58	814.91	19.94%	14.46%	5.48%

资料来源：基金业协会、Wind、华宝证券研究创新部

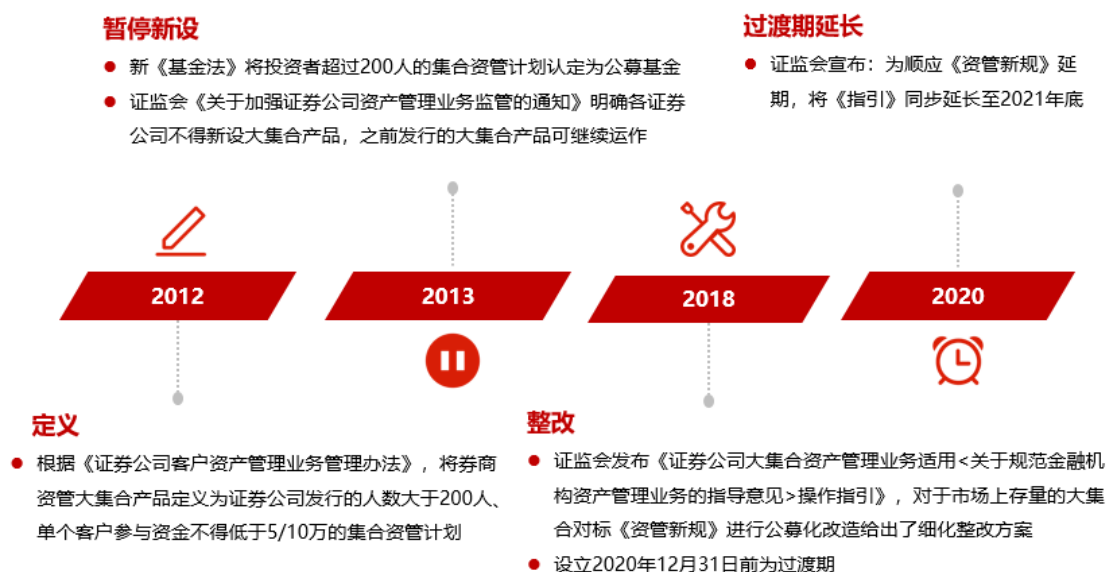
注：东证资管主动管理规模数据来自证券业协会，资管规模数据来自公司年度报告

1.2.公募业务：产品发行火热，大集合公募化转型提速

2020 年，上证综指收于 3473.07 点，全年上涨 13.87%。牛市行情助推了公募基金的蓬勃发展，券商资管发行公募基金热情同样水涨船高，全年发行规模为 1116.65 亿份，同比增长 253.49%。

券商资管大集合公募化转型过渡期延长至 2021 年底。券商资管大集合产品定义为发行人数大于 200 人的券商资产管理计划，但 2013 年新《基金法》将投资者超过 200 人的集合资管计划认定为公募基金，且证监会规定不得新设大集合产品，存量大集合便陷入了“非公非私”的尴尬境地。2018 年 11 月 30 日，作为《资管新规》的配套补充细则，证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》（以下简称《指引》），对于市场上存量的大集合对标《资管新规》进行公募化改造给出了细化整改方案：设立 2020 年 12 月 31 日前为过渡期，过渡期满后，持有公募基金牌照的券商可以将大集合转变为公募基金，未持有公募基金牌照的券商可以将大集合产品管理人更换为其控股、参股的基金管理公司并变更注册为公募基金或就该大集合产品向证监会提交合同变更申请。2020 年 7 月，证监会宣布，为顺应《资管新规》延期，将《指引》同步延长至 2021 年底。

图 210 券商资管大集合发展历程



资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

券商资管大集合公募化改造提速。2019年8月，首批3家券商东方证券、国泰君安以及中信证券的4只大集合产品获得证监会的批复，正式开启公募化改造进程。基金业协会数据显示，截至2019年年末，券商资管存量大集合规模为7810亿元。2020年，券商资管大集合公募化改造提速，中信证券、国泰君安等14家证券公司旗下35只大集合产品完成公募化改造，规模合计619亿元。2020年末，合计15家证券公司旗下42只大集合产品完成公募化改造，规模约955亿元。其中，中信证券、国泰君安资管和光大资管公募化改造进度较为超前。2020年12月，“华泰资金天天发货币市场基金”变更公募基金的材料被证监会接收，这只规模超过400亿的产品拉开了券商资管保证金产品公募化改造的序幕。

表 136 券商资管大集合公募化改造进程

证券公司	大集合转公募只数	规模（亿元）	证券公司	大集合转公募只数	规模（亿元）
中信证券	8	453.18	招商资管	1	11.12
国泰君安资管	5	180.24	华安证券	1	6.93
光大资管	8	159.37	安信证券	1	4.64
中金公司	6	40.41	中信建投	1	1.17
海通资管	1	32.31	太平洋	1	0.91
方正证券	1	25.50	天风证券	1	0.71
广发资管	5	24.77	浙商证券	1	0.53
兴证资管	1	13.04	合计	42	954.83

资料来源：证监会，Wind，华宝证券研究创新部

1.3.政策环境：《资管新规》细则拟完善，细节修补方向不变

2018年10月22日，证监会颁布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（下文统称“《资管细则》”）。《资管细则》既是对《资管新规》监管拼图的补充，也是对券商资管“一法两则”的重修。在《资管新规》及配套细则的框架下，

券商资管主动管理转型之路全面开启。2020年10月23日，证监会就《关于修改<证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法>的决定》（征求意见稿）以及《关于修改<证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定>的决定》（征求意见稿）（下文统称“《资管细则（征）》”）公开征求意见。在新《证券法》实施的大背景下，证监会发布《资管细则（征）》，旨在解决私募资管业务“堵点”，进一步完善业务体系。我们对《资管细则（征）》中重点条文进行了对比：

表 137 《资管细则》（征）与《资管细则》的对比

	《资管细则（征）》	《资管细则》
投资门槛	资产管理计划投资于规定的非标准化资产的，或者 混合类资产管理计划合同约定投资股权类资产或商品及衍生品类资产可以超过其总资产 80%的 ，其接受单个合格投资者委托资金的金额不低于 100 万元	资产管理计划投资于规定的非标准化资产的，接受单个合格投资者委托资金的金额不低于 100 万元。
负债杠杆管理	资产管理计划应当设定合理的负债比例上限，确保其投资杠杆水平与投资者风险承受能力相匹配，并保持充足的现金或者其他高流动性金融资产偿还到期债务。 资产管理计划的总资产不得超过该计划净资产的 200%，分级资产管理计划的总资产不得超过该计划净资产的 140%。	资产管理计划的总资产不得超过该计划净资产的 200%，分级资产管理计划的总资产不得超过该计划净资产的 140%。
逆回购	新增“资产管理计划参与证券逆回购交易的，证券期货经营机构应当加强流动性风险和交易对手风险的管理”相关要求	
自有资金投资	以自有资金参与单个集合资产管理计划的份额合计不得超过该计划总份额的 50%	以自有资金参与单个集合资产管理计划的份额不得超过该计划总份额的 20%。证券期货经营机构及其附属机构以自有资金参与单个集合资产管理计划的份额合计不得超过该计划总份额的 50%。
集中度限制	除以收购公司为目的设立的资产管理计划、专门投资于未上市企业股权的资产管理计划外，同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的 25%	同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的 25%
嵌套	资产管理计划接受其他资产管理产品参与，证券期货经营机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托，不得再投资除公募基金以外的其他资产管理产品。资产管理计划投资于其他资产管理产品的，应当明确约定所投资的资产管理产品不再投资除公募基金以外的其他资产管理产品。 中国证监会另有规定的除外。	资产管理计划接受其他资产管理产品参与，证券期货经营机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托，不得再投资除公募基金以外的其他资产管理产品。资产管理计划投资于其他资产管理产品的，应当明确约定所投资的资产管理产品不再投资除公募基金以外的其他资产管理产品。
期货公司	期货公司及其子公司从事私募资产管理业务，不得投资于《管理办法》第三十七条第（五）项规定资产， 最近两期分类评价为 A 类 AA 级的期货公司及其子公司以及中国证监会另有规定的除外	期货公司及其子公司从事私募资产管理业务，不得投资于《管理办法》第三十七条第（五）项规定资产，中国证监会另有规定的除外
专门投资于未上市企业股权的资产管理计划	新增“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划，是指投资于未上市企业股权的比例不低于其总资产 80%的资产管理计划；专门投资于未上市企业股权的集合资产管理计划采用资产组合的方式进行投资的，可以通过特殊目的载体间接投资于未上市企业股权”	
审计环节	集合资产管理计划年度财务会计报告应当经符合《证券法》规定的会计师事务所审计	集合资产管理计划年度财务会计报告应当经具有 证券相关业务资格 的会计师事务所审计

报送环节	出现以下情形的，机构应向中国证监会相关派出机构报告： ①因部分原因导致资产管理计划投资比例不合规且未按时调整 ②资产管理计划因委托财产流动性受限等原因延期清算的③离任审查④发现销售机构和投资顾问履职情况的监督评估机制违法违规行为的⑤检查业务制度及执行情况发现违法违规行为的⑥出现重大风险事件的⑦私募资产管理业务管理年度报告和托管年度报告	出现以下情形的，机构应向中国证监会相关派出机构和证券投资基金业协会报告： ①因部分原因导致资产管理计划投资比例不合规且未按时调整②资产管理计划因委托财产流动性受限等原因延期清算的③离任审查④发现销售机构和投资顾问履职情况的监督评估机制违法违规行为的⑤检查业务制度及执行情况发现违法违规行为的⑥出现重大风险事件的⑦私募资产管理业务管理年度报告和托管年度报告
过渡期安排	本办法实施之日起至2021年12月31日	本办法实施之日起至2020年12月31日

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

《资管细则》（征）在以下几个方面做了修改：①取消“自有资金参与单个集合资产管理计划的份额不得超过该计划总份额的 20%”的限制，有利于放宽资管产品的资金来源，同时利于证券公司跟投。但证券公司跟投比例超过红线（目前是 16%）要向监管报送，因此跟投比例限制虽然有所放松，但具体放松程度要看监管的后续要求；②放松“除以收购公司为目的设立的资产管理计划、专门投资于未上市企业股权的资产管理计划”的集中度限制，便于上述资管业务的运作；③适当放松期货公司投资限制，允许部分头部期货公司设立投资标准仓单、场外衍生品等非标资产的资管产品，从而满足实体企业风险管理需求；④新增“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划”，并规定其采用资产组合的方式进行投资的，可以通过特殊目的载体间接投资于未上市企业股权，利好私募股权业务；⑤简化报送环节，仅向中国证监会相关派出机构报告，无需向基金业协会报告，提高运作效率；⑥过渡期与资管新规同步，延长至 2021 年底。总体来看，本次征求意见稿对于券商资管业务影响不大，大多数条文是在原有基础上适当放松，整体框架并无改变，对行业影响不大。

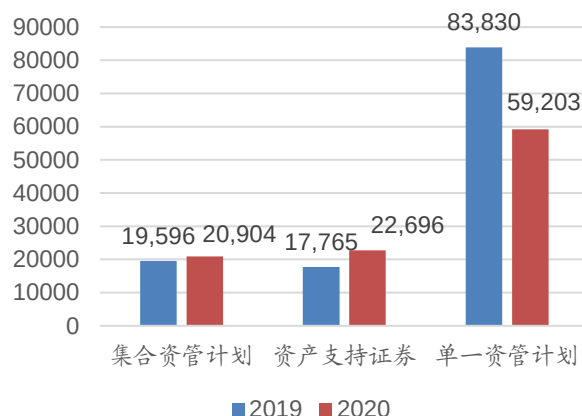
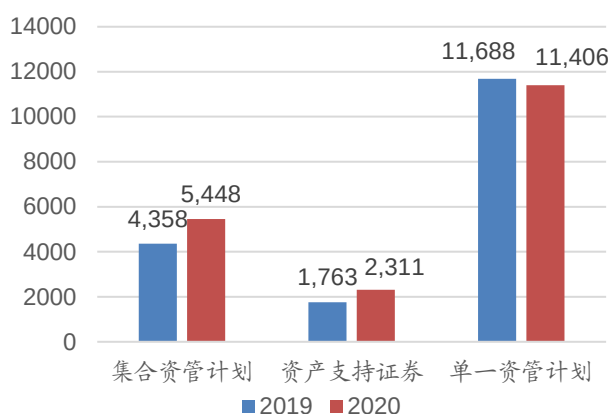
2.现状：2020 年券商资管数据统计

2.1.规模统计：单一资管计划规模持续收缩

2020 年，新冠疫情席卷全球，在《资管新规》及配套政策平稳推进和银行缩表的大背景下，券商资管“去通道、降杠杆、限非标”效果明显，通道业务规模持续下降。根据基金业协会统计，截至 2020 年末，券商资管总规模 10.28 万亿元，同比降低 15.17%。其中，集合资产管理计划 2.09 万亿，同比上升 6.67%；单一资产管理计划 5.92 万亿，同比降低 29.38%；资产支持计划规模 2.27 万亿元，同比上升 27.76%，以通道业务为主的单一资管计划规模收缩明显。由此可见，在监管高压之下，券商资管依赖通道业务野蛮生长的时代已经结束，在资管新规框架下，券商资管行业将延续从严态势，正本清源，逐渐回归投资本质。

图 211 2020 年末券商资管数量（只）

图 212 2020 年末券商资管规模（亿）



资料来源：基金业协会，Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：基金业协会，Wind，华宝证券研究创新部

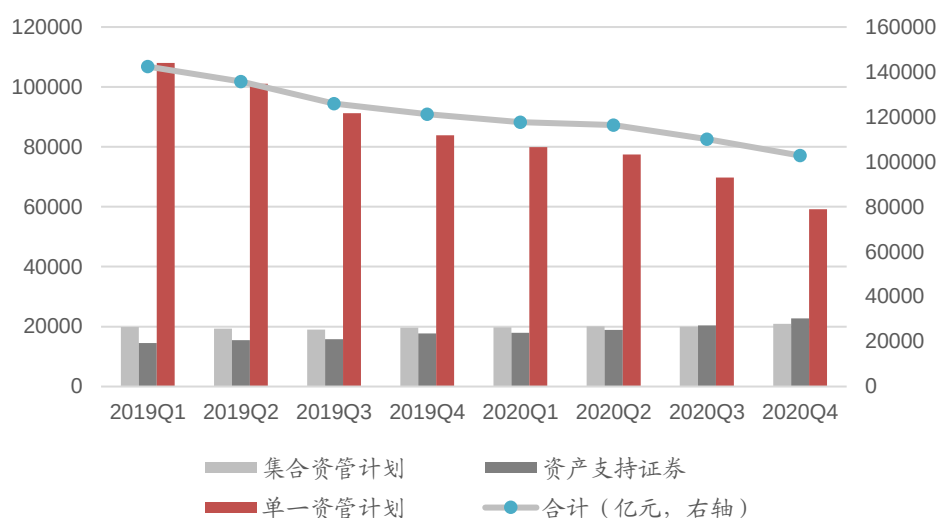
注：1. 2019 年起，基金业协会不再披露专项资管计划数据，这里我们只统计企业 ABS 规模。

2. 企业 ABS 数据来源于 Wind。

3. 券商资管规模统计不含券商直投子公司的直投基金。

从 2020 年全年存量规模来看，券商资管各季度存量规模持续下降；分业务类型来看，单一资管业务的大幅缩水导致券商资管总体规模锐减。由此可见监管导向下，单一资管计划规模下降明显，由此可见资管新规整改力度空前，去通道成为证券公司资管业务发展的趋势。

图 213 券商资管业务规模分类统计（亿元）

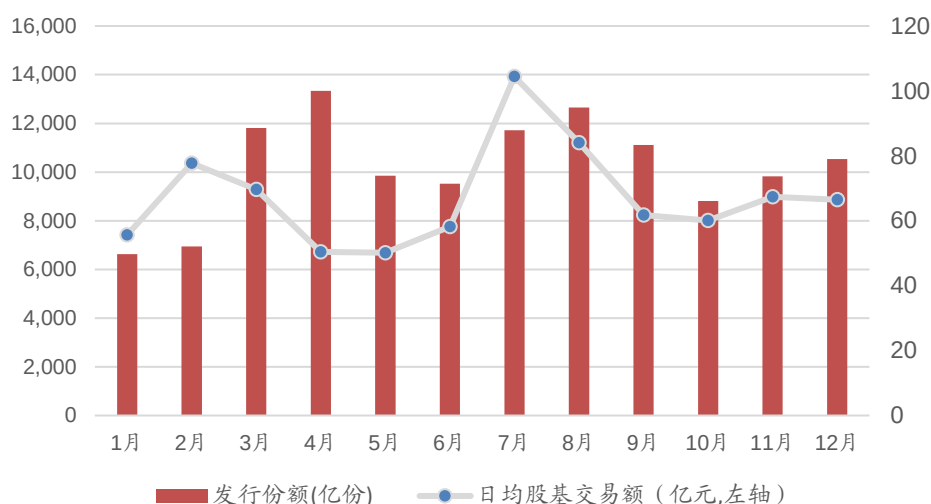


资料来源：基金业协会，Wind，华宝证券研究创新部

2.2. 发行统计：股票型基金发行提速

从 2020 年发行份额上看，在新冠疫情影响下，券商资管产品在 1 月和 2 月发行出现断崖式下跌，在 4 月和 8 月出现了发行高峰，总体而言，2020 年券商资管发行热度相对市场交易投资情绪（日均股基交易额）有一定的滞后性。

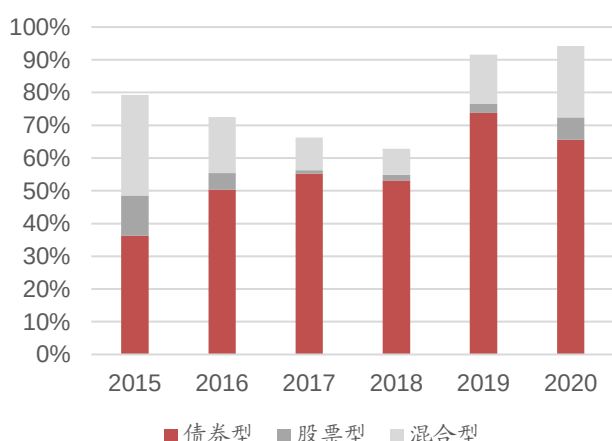
图 214 2020 年券商集合理财发行份额和数量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

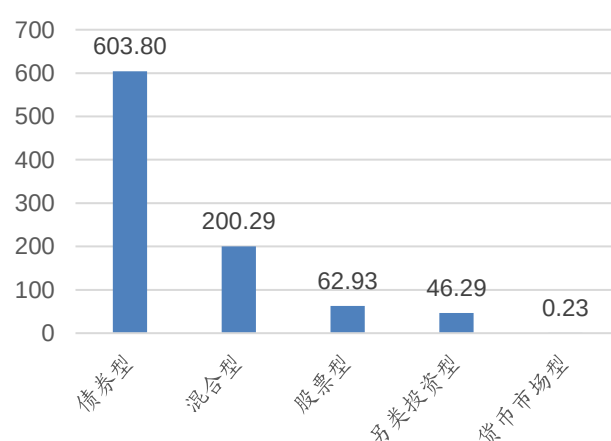
根据 Wind 分类,2020 年券商资管新发产品仍以债券型基金为主。2019 年起上证指数震荡上行,股票型和混合型基金发行提速。2020 年,券商资管新发股票型基金 62.93 亿份,同比增加 66%。

图 215 券商资管新发产品规模占比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

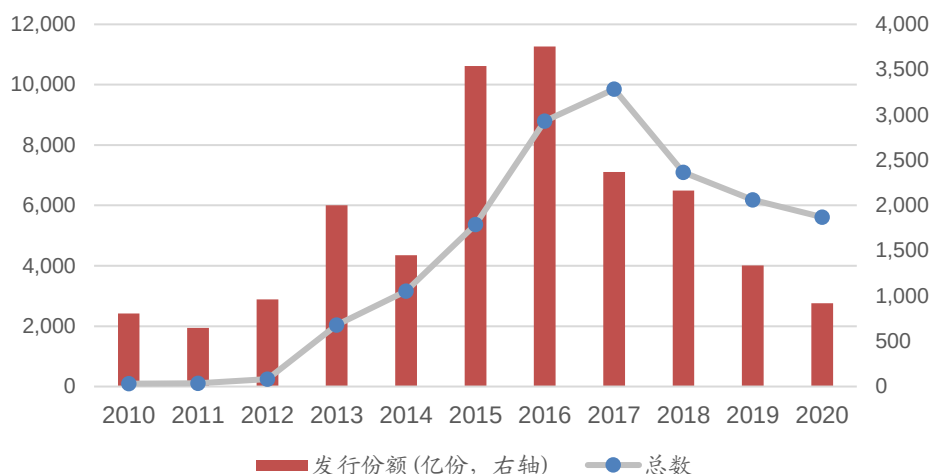
图 216 2020 年各类集合理财新发规模（亿份）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从历年发行规模来看,2020 年,在资管新规及配套政策影响下,券商发行集合资产管理产品份额持续下降,共发行了 5615 只集合理财产品,同比下降 9%;发行份额为 920 亿份,同比下降 31%,相对于《资管新规》落地前 2016 年巅峰时期下降 75%。

图 217 历年券商集合理财发行份额和数量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

回顾 2009 年以来券商集合理财产品的发行情况，2011 年以前券商集合理财还处于萌芽期，每年发行不超过 100 只，进入 2011 年券商集合理财产品发行只数首次突破了 100 大关。随后的 2012 年集合理财发行数量即呈现了飞速增长，新发数量环比 2011 年增长了 100%。2013 年，在政策红利的催化下，新发产品数量呈现“火箭式”激增，达到 2000 只。伴随着新发产品数量的提升，集合理财发行份额同样一路上扬。在经历 2011 年发行份额略微下降后，2012 年和 2013 年新发产品份额同只数出现了飞速增长。2014 年新发产品的份额经历了下降，到 2015 年又出现爆发式增长，达到 3513 亿份。2016 年-2020 年，券商集合计划发行份额连续五年下降。

2.3.业绩统计：股票型产品业绩表现亮眼

本次我们选取了 Wind 公布成立以来收益率的券商集合理财产品母基金（成立满一年）进行统计，纳入统计样本的共有 1515 只。根据 Wind 数据统计，截至 2020 年 12 月 31 日，公布收益率且成立满一年的集合理财产品在 2020 年的算数平均收益率为 14.98%，业绩表现好于上证综指全年 13.87% 的表现。由于 2020 年权益市场表现亮眼，在公布业绩的券商集合理财产品中，2020 年取得正收益的产品总共有 1420 只，占比达到 94%。负收益的共有 95 只，占比 6%，好于券商资管产品 2019 年的表现。

表 138 2020 年集合理财产品业绩分类统计

产品类型	纳入统计只数	2020 年平均收益 (%)	2019 年平均收益 (%)	2018 年平均收益 (%)
股票型产品	59	43.07	25.73	-18.10
混合型产品	408	27.55	18.73	-12.55
债券型产品	806	5.10	6.10	3.76
FOF	172	26.06	21.40	-4.85
FOT	24	6.92	6.17	6.48
QDII	7	0.05	10.62	-1.72
货币市场型	37	2.52	3.24	2.96
另类投资型	2	27.38	33.99	-25.38
合计	1515	14.98	12.57	-4.67

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：1. 券商集合理财产品数据提取时期为 2021 年 4 月 19 日

具体来看，2020 年，上证综指震荡上行，全年上涨 13.87%，牛市行情下，股票型基金和混合型基金

表现尤为亮眼，2020 年平均收益达到 43.07%和 27.55%。FOF 类产品整体业绩相对较好，174 只有数据可查的 FOF 产品（成立满一年）2020 年以来平均收益率为 26.06%。2020 年，债市表现较弱，债券型基金 2020 年平均收益率仅为 5.10%。

从集合理财产品收益率来看，2020 年收益率较高的前十只产品中有八只为股票型及混合型产品，收益率分布在 110%-560%之间。国元证券的“国元科大国盾员工参与科创板战略配售”产品表现较好，该款股票型产品收益率达到 556.18%。

表 139 2020 年集合理财产品收益率较高的产品

券商	产品名称	投资类型	成立日期	2020 年收益 (%)
华融证券	华融金三板点金 1 号	股票型	2015/4/10	128.35
国泰君安资管	国泰君安君享五粮液 1 号	股票型	2016/9/23	215.7
华融证券	华融通质押宝 36 号	债券型	2017/9/29	256.56
国泰君安资管	国泰君安君享安恒 1 号	债券型	2019/5/17	112.1
中信证券	中信证券安集科技员工参与科创板战略配售	股票型	2019/6/21	124.62
广发资管	广发原驰·美迪西战略配售 1 号	股票型	2019/8/23	203.27
国金证券	国金特宝生物高管参与科创板战略配售 1 号	股票型	2019/11/7	299.42
信达证券	信达奥特维 2 号	混合型	2019/12/3	164.39
信达证券	信达奥特维 1 号	股票型	2019/12/3	204.81
国元证券	国元科大国盾员工参与科创板战略配售	混合型	2019/12/9	556.18

资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

3.展望：券商资管拥抱财富管理大时代

3.1.财富管理行业格局重塑，券商资管迎来新发展机遇

2020 年，新冠疫情席卷全球，叠加全球地缘政治复杂化等因素，多个国家“逆全球化”趋势加强。在新冠疫情影响下，我国坚持做好统筹疫情防控，以稳健的货币政策和积极的财政政策应对，保持经济在合理区间内运行，全年 GDP 突破 100 万亿，相对上年增长 2.3%，成为 2020 年为数不多实现经济逆势增长的国家之一。近年来，伴随着我国经济的快速增长，居民财富不断积累。招商银行和贝恩公司发布的《2019 中国私人财富报告》中指出，2018 年中国高净值人群（个人可投资资产大于 1000 万人民币）达到 197 万人，全国个人持有的可投资资产达到 190 万亿。居民财富积累催生了旺盛的财富管理需求，而资管行业在蓬勃发展的同时迎来了新业态，《资管新规》的落地打破了行业既有格局，各资管子行业回归同一起跑线，资管业务逐渐回归投资本源。与此同时，伴随着以银行理财为代表的带有“保本”“刚兑”预期的资管产品净值化转型，居民投资观念正在发生深刻的变化，投资偏好从银行储蓄存款逐渐向多元化投资方式转变，权益类资管产品的吸引力明显提升，财富管理行业同样也在面临着系统性变革。

从资金端看，伴随着居民财富的不断积累，资产配置结构也在逐渐变化：我国居民资产大多数集中于实物资产（房地产），自 2016 年中央政治局会议明确提出“房住不炒”后，相关政策密集出台，房价上涨过快的情况得到一定程度的遏制。随着房地产收益率的降低，除刚需外居民配置房产意愿下降，可投资收入逐渐溢出至金融资产，直接带动了财富管理需求的提升。另一方面，政策积极鼓励更多中长期资金参与 A 股市场，并且提高权益投资比例，引导投资者进行长期理性的价值投资。2020 年，牛市行情下公募基金市场迎来大爆发，全年公募基金新发 3.13 万亿份，同比增长 111.77%，创下历史之最；股票型基金新发 3607 亿份，同比增加 48.89%，同样为发行份额最高的一年。银行理财等类固定收益产品打破刚兑预期，公募基金尤其是权益类基金的对于投资者的吸引力水涨船高。

从资产端来看，我国资本市场改革不断深化，资管行业底层优质资产不断扩容。2018年12月，中央经济工作会议首次提出，“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”。这一时期，伴随着股票质押风险的不不断暴露，金融供给侧改革背景下多项维稳政策出台，资本市场的战略地位被提升到了新高度。2019年9月，证监会颁布的深改“12”条为资本市场改革勾勒了蓝图，在深改“12”条的指引下，资本市场改革制度政策加速落地。2020年新《证券法》正式实施，为本轮改革奠定了法治保障。科创板与创业板注册制下IPO提速，全面注册制已写入“十四五”规划；再融资与并购重组要求放松，退市新规落地，新三板改革全面启动。可以预见，作为“十四五”规划的开局之年，2021年资本市场改革将以全面推进注册制为重点，继续沿着市场化改革方向前行。伴随资本市场改革的深化和基础制度建设的完善，上市公司质量不断提升，资产管理行业的底层优质资产扩容，权益投资将迎来“黄金时代”。

证券公司财富管理业务起源于零售业务，多以交易服务、两融业务、投资咨询服务为主，服务形式较为单一，产品和服务形式未能满足客户多样化、个性化的财富管理需求，尚未真正实现“以客户为中心”的财富管理模式。伴随着经纪业务佣金不断下行，牌照红利逐渐弱化，证券公司转型财富管理早已是大势所趋，各家券商都在加紧布局，积极投身财富管理变革的浪潮中。券商资管作为资产管理机构、财富管理产品创设方，能够充分发挥券商业务链的协同优势，在财富管理行业转型中抢占先机：

（1）券商资管可以承接证券公司财富管理转型中产品供应商的职能。参考美国个人金融服务市场领导者嘉信理财（Charles Schwab）的发展历程，其通过个性化财富管理平台产生客户粘性后，逐渐将基础服务费趋于0，以资产管理和财富管理服务费代替传统业务佣金作为主要收入，从而降低对于通道业务的依赖。2019年10月，基金投顾试点落地，买方投顾业务正式破冰，加速了券商财富管理业务“以销售为中心”向“以客户为中心”的转型进度。买方投顾模式下，证券公司财富管理业务收入将由销售佣金为主转变为客户服务费为主，证券公司利益与客户深度绑定，该模式下对于证券公司的资产配置能力提出了更高的要求。券商资管优势领域FOF/MOM产品具有“多元配置、分散投资”的特点，而证券公司拥有独立投研能力，在宏观经济、资产配置及子基金研究方面积累深厚；此外，券商资管投资策略更加多样，对冲工具运用具备优势；多年作为银行、信托等机构FOF产品的投资顾问，具备丰富的投资经验。此外，券商资管投资范围较广，可以为客户提供涵盖权益、固收、FOF/MOM、衍生品等多类型产品，针对客户进行分层，满足不同客户的资产管理需求。综上，券商资管可以作为财富管理转型的产品中心，助力券商财富管理转型。

（2）在资产管理行业全面标准化、净值化转型的新时代，居民权益资产配置或将提升，而券商资管在权益投资领域具有禀赋优势。权益研究是券商研究的传统优势领域，多年来证券公司通过对行业的盈利模式、产业链等深入研究，具备把握行业动向，判断个股投资价值的能力。券商资管拥有深耕投研的团队，协同研究部门发挥自身在权益投资上的优势；投行业务直接连接资本市场，券商资管可以获取一级市场主板、新三板、未上市股权的优质资源，做好私募股权投资。券商资管还可以利用自身衍生品领域的投研优势，发行创新型资管产品，满足不同风险收益偏好的投资者财富管理需求。

（3）证券公司虽然业务网点不及银行，但多年积累已构建全面的经纪业务网络，拥有相对数量的营业部，同时积累了大量高风险偏好的客户，券商资管可以协同经纪业务存量客户，提供个性化财富管理服

3.2.加速布局公募领域，推动财富管理转型

“一参一控”拟松绑，券商加速布局公募领域

2020年7月31日，证监会对公募基金行业现行的纲领性监管办法——《证券投资基金管理公司管理办法》进行修改，发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》（简称《管理办法》（征））。《证券投资基金管理公司管理办法》中有“一参一控”的规定，即“一家机构或者受同一实际控制人控制的多家公司参股基金管理公司的数量不得超过两家，其中控股基金管理公司的数量不得超过一家”。在

“一参一控”限制下，券商申请公募牌照进程缓慢。虽然各家券商针对公募基金牌照跃跃欲试，但 2013 年东证资管获得首张牌照起，目前仅 14 家券商获准开展公募基金管理业务。《管理办法》（征）将“一参一控”放松至“一参一控一牌”，证券公司可以同时控股一家基金公司及公募持牌机构，这意味着已控股基金公司的券商可以通过资管子公司来开展公募基金业务。“一参一控一牌”为券商资管获得公募牌照扫清了制度障碍，加速券商进军公募基金红海领域竞争。

证券公司是公募基金的重要股东，141 家公募基金中券商系有 58 家，占比 41%。头部证券公司大多已入股公募基金公司，二者形成战略上的深度结合，但资产管理规模较高的头部券商多数不具备公募牌照。近年来证券公司资管子公司设立加速，安信资管、甬兴资管、德邦资管和天风资管四家资管子公司相继获批；《管理办法》（征）落地后申万宏源、中信证券和中金公司相继发布公告称拟设立全资子公司，中信证券、申万宏源、中金公司、安信证券、德邦证券均公开表示后续公司将适时申请公募牌照。由此可见，政策松绑下，证券公司正加紧布局，完善公司“大资管”布局。

表 140 总资产前 30 位的证券公司参/控股公募基金情况

	控股基金公司	参股基金公司	资管子公司		控股基金公司	参股基金公司	资管子公司
中信证券	华夏基金 (62.20%)	——	中信资管(拟设)	安信证券	——	——	安信资管
国泰君安	——	华安基金(28%)	国泰君安资管	中泰证券	——	万家基金 (49%)	中泰资管
华泰证券	——	南方基金(41.16%) 华泰柏瑞(49%)	华泰资管	方正证券	方正富邦基金 (66.70%)	——	——
招商证券	——	博时基金(49%) 招商基金(45%)	招商资管	长江证券	——	长信基金 (44.55%)	长江资管
广发证券	广发基金 (54.53%)	易方达基金 (22.65%)	广发资管	东吴证券	东吴基金 (70%)	——	——
海通证券	海富通基金 (51%)	富国基金 (27.775%)	海通资管	国元证券	——	——	——
申万宏源	申万菱信 (67%)	富国基金 (27.775%)	申万宏源资管 (拟设)	东兴证券	东兴基金 (100%)	——	——
银河证券	——	——	——	华西证券	——	——	——
中信建投	中信建投基金 (55%)	——	——	东北证券	东方基金 (57.60%)	银华基金 (18.90%)	东证融汇
中金公司	中金基金 (100%)	——	中金资管(拟设)	财通证券	财通基金 (40%)	——	财通资管
东方证券	——	汇添富基金 (35.412%)	东证资管	西南证券	——	银华基金 (44.10%)	——
国信证券	——	鹏华基金 (50.00%)	——	国海证券	国海富兰克林 (51%)	——	——
光大证券	光大保德信 (55%)	——	光证资管	浙商证券	——	浙商基金 (25%)	浙商资管
平安证券	——	——	——	长城证券	——	景顺长城基金 (49%) 长城基金 (47.059%)	——
兴业证券	兴证全球基金 (51%)	南方基金 (9.15%)	兴证资管	渤海证券	——	——	渤海汇金 资管

资料来源：证券公司 2020 年年报，华宝证券研究创新部

备注：1.证券公司总资产规模按证券业协会 2019 年年末统计数据 2.底部标注灰色表示证券公司/资管子公司已取得公募牌照 3.2021 年 3 月，国泰君安持有华安基金比例由 20%上升至 28%；2021 年 4 月，中信建投称公司受让中信建投基金股权的申请正式获得证监会批复，本次股权转让完成后，中信建投证券对中信建投基金的持股比例将增至 75%

新资管格局下，标准化及透明程度最高的公募基金在业态变革中地位凸显。在本轮资本市场深化改革中，监管层释放政策红利，支持公募基金发挥在居民资产配置、财富管理、支持实体经济等领域的重要作用：

表 141 公募基金部分相关政策

时间	事项	内容

敬请参阅报告结尾处免责声明

2019年9月	深改12条	推动公募基金大力发展权益类基金; 推进公募基金管理人分类监管
2020年4月	证监会公布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》	符合条件的基金管理人可以依照规定投资新三板精选层股票
2020年7月	证监会发布《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(试行)》	有利于进一步丰富公募基金流动性管理手段, 保障投资者权益
2020年7月	证监会发布《进一步优化公募基金产品注册机制》	证券基金机构监管部大力支持基金管理人依法合规开发公募基金, 有效对接银行公募理财、养老金、保险等各类长期资金; 为更好实现上述目标, 常规基金产品注册机制实现了进一步优化
2020年	证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》	对尾佣、第三方销售机构进行规范
2020年12月	证监会部署明年资本市场重点工作	推动加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场的衔接, 继续大力发展权益类公募基金

资料来源: 证监会, 华宝证券研究创新部

监管层为公募基金的发展扫除了政策障碍, 多次提及“大力发展权益类公募基金”也为资管行业未来发展道路指明了方向。2021年2月5日, 证监会发言人公开表示: “不断壮大市场买方力量, 进一步优化基金注册制, 提升权益基金产品的供给与服务质量, 支持更多优质资产管理机构申请公募牌照。”可以预见, 在投资端、资产端及基础政策制度多重利好下, 未来公募基金, 尤其是权益类基金将继续“乘风破浪”, 政策支持下证券公司将加速布局公募领域。

表 142 获得公募牌照的证券公司管理公募基金情况 (截至 2020 年 12 月 31 日)

	获得公募牌照时间	2020 年资产净值 (亿元)	2019 年资产净值 (亿元)
上海东方证券资产管理有限公司	2013 年 8 月	2230.39	1234.12
华融证券股份有限公司	2013 年 12 月	——	——
山西证券股份有限公司	2014 年 3 月	88.70	70.83
浙江浙商证券资产管理有限公司	2014 年 8 月	140.84	80.67
国都证券有限责任公司	2014 年 8 月	0.61	3.83
渤海汇金证券资产管理有限公司	2014 年 11 月	113.77	1.65
东兴证券股份有限公司	2015 年 1 月	67.57	105.16
北京高华证券有限责任公司	2015 年 8 月	——	——
中银国际证券有限责任公司	2015 年 8 月	1118.42	1059.30
财通证券资产管理有限公司	2015 年 12 月	519.45	406.96
长江证券资产管理有限公司	2016 年 1 月	180.54	168.61
华泰证券资产管理有限公司	2016 年 7 月	240.71	227.37
中泰证券资产管理有限公司	2017 年 12 月	106.29	16.07
上海国泰君安证券资产管理有限公司	2020 年 12 月	180.24	未取得公募牌照

资料来源: 证监会, Wind, 华宝证券研究创新部

注: 1. 国泰君安公募基金为大集合公募化产品, 由于数据原因未统计“国君资管君得益”规模 2. 2020 年 12 月, 国泰君安资管收到公开募集证券投资基金管理业务资格批复, 早在 2017 年, 国泰君安出于“整合业务资源, 优化公司资管业务布局”的考虑, 以 10.45 亿元的价格将国联安 51% 的股权挂牌转让, 业内猜测是为申请公募牌照做准备。

公募牌照助力财富管理转型, 关注权益类产品

2012 年, 券商资管在银证合作模式下迎来高速发展的黄金时期; 2015 年, 券商资管在银行委外的飞速扩张下迎来新一轮爆发期。基金业协会数据显示, 2018 年年末, 机构投资者委托资产规模占集合计划

敬请参阅报告结尾处免责声明

资产规模的 36.47%，占定向资管规模的 99.37%，而在定向资管计划投资者中，银行和信托公司占比近八成。由此可见，券商资管的主要资金规模来自于机构，银行、信托构成了主要资金来源。2020 年，券商资管申请公募牌照的政策限制将被放开，未来持有公募基金牌照的券商将有更多机会承接个人投资者的财富管理需求，发掘更多零售客户，改善券商资管依赖机构客户的现状，掘金财富管理大时代。

图 218 券商资管集合计划投资者分布（2018 年末）

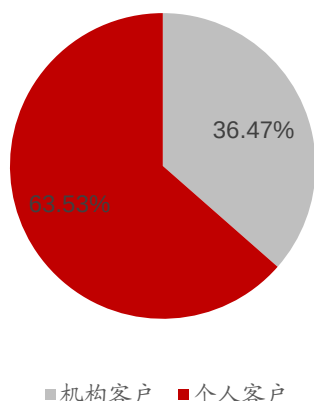
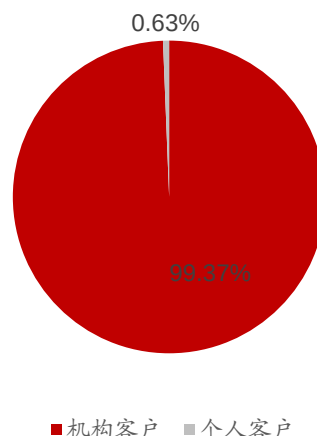


图 219 券商资管定向计划投资者分布（2018 年末）



资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

券商资管开展公募业务具备先发优势，公募业务对于券商影响深远。券商研究业务凭借多年的积累，在宏观策略、行业研究、公司估值、资产配置等领域都有很深的积淀，能为券商资管开展公募基金业务提供投研支持；作为券商最基础的业务，经纪业务多年来积累了大量的零售客户，券商资管在开展公募业务中可以优先将股票客户转化为基金客户；销售渠道方面，券商营业网点虽不及商业银行，但相对基金公司较为广泛。综上，凭借券商“全业务链”优势，券商开展公募业务具备先发优势。另一方面，公募业务的管理费、投资收益可以为券商贡献新的利润增长点，并且有助于券商将投研实力延伸到普惠金融领域，掘金财富管理市场；公募牌照降低了券商客户的投资门槛，将客户群体由原本的机构客户和高净值客户扩展至更加广泛的群体，改善客户结构，拓宽资金来源；公募牌照还将丰富券商资管的产品线，推动券商财富管理转型。

关注权益类产品。券商资管目前权益类产品占比较低，但政策推动和牛市行情下，2020 年券商资管权益型产品发行明显提速。从券商发行公募基金来看，2020 年券商资管权益型公募产品（股票型基金+偏股混合型基金）共 32 只，其中 2020 年发行 21 只，占比 66%。华泰资管、财通资管等券商资管都在发力权益产品线，预计公募牌照放开后权益类产品会迎来增长期。此外，获得公募牌照的券商资管后续可以发行 ETF 产品，由于券商发行 ETF 产品具备融资融券及渠道优势，未来券商凭借优势进入 ETF 市场与公募基金竞争，影响 ETF 市场格局。

3.3.通道价值弱化，根据自身禀赋差异化发展

在资产管理行业格局重塑的大时代，各资管机构回归同一起跑线，资管行业开始向标准化、净值化转型。券商资管虽拥有投研能力、销售渠道及全业务链的相对优势，但资管子行业的激烈竞争与产品同质化现象成为券商资管角逐大资管行业必须面临的难题。因此，券商资管如何根据自身禀赋，依据自身特长进行产品创新，形成差异化发展，不仅是券商资管在财富管理大时代突围之路，而且是转型主动管理、形成核心竞争力的必经之路。

完善产品布局，提供全业务链资产管理服务。对于综合业务能力较强、产品线相对完备的大型券商来说，更适合走全能型资管路线。大型券商传统经纪业务网点布局全面，拥有广泛的客户基础，无论相对于机构还是个人，吸收资金的能力都强于中小型机构；大型券商拥有资产管理全牌照优势，可以在企业年金、

敬请参阅报告结尾处免责声明

股指期货等领域开展业务，可以全方位满足客户的资产管理、财富管理需求；大型券商具备强大的研究能力和交易经验，在一级市场具备较多优质资源和强大的资本定价能力，在 ABS、定向增发等领域具备业务优势。对于大型券商主动管理转型，应当发挥自身各业务领域的优势，建立全风险收益的产品谱系。例如中金公司表示，“已建立了涵盖股票、债券、资产配置、量化和跨境等策略的完备产品线”，华泰资管“打造并不断完善从资产创设到资金对接的全业务链服务能力，深度挖掘海内外优质资产，资产类别覆盖了股票、债券、衍生品、实体资产、上市公司资产、跨境资产、非标资产”等。

专注主动管理，构建核心竞争力。通道业务虽然带来了券商资管的蓬勃发展，但主动管理能力是未来券商资管的立足之本，部分券商资管战略方向清晰，始终专注主动管理，其中以东证资管最为突出。东证资管作为东方证券的资管子公司，是行业内首批获准设立的资管子公司，也是首家获得公募基金牌照的资管子公司。东方证券在投资和资管业务方面优势明显，具备核心差异化竞争力，方向清晰，致力于打造并持续巩固投资业务在行业内的领先地位。凭借出色的主动管理能力，东证资管收入远超行业均值，2020 年年报显示，东证资管资产管理规模 2985.48 亿元，主动管理规模占比高达 99.51%（2020 年半年报数据），且近三年、五年权益类基金、固定收益类产品收益率均排名行业前列。多年专注主动管理的东证资管投资领域优势明显，战略目标清晰，主动管理规模不断攀升，权益类产品优势明显。

依托集团资源，实现跨越式发展。背靠集团的证券公司可以依靠集团母公司资源，充分发挥集团内子公司的协同作用，助力资管业务的发展。中国银行通过子公司中银国际持有中银证券 33.4% 的股份，中银证券是唯一一家“银行系”上市券商。中银资管在股东中国银行资金出表需求的带动下规模高速增长，通道类业务规模占比相对较高。未来中银资管将持续提升权益和多策略投资管理能力，进一步推进资产证券化业务，而银行股东则可以为中银资管提供项目资源。

聚焦优势领域，走精品资管路线。对于中小型券商，由于不具备大型券商的资金实力和业务能力的条件，因此更多选择在优势领域发力，聚焦精品资管路线。以第一创业为例，第一创业定位于“成为有固定收益特色的、以资产管理业务为核心的证券公司”，在固收领域资质齐全，以固收投研为核心竞争力，形成了独特的品牌优势。公司重点布局资管业务，围绕“以机构客户为主要服务对象，以固定收益为主要投资标的”的目标，主要服务于银行、保险等金融机构客户。2020 年半年报显示，第一创业总资产规模 356 亿元，行业排名第 55 位，资管业务管理规模 1228 亿元，排名行业第 19 位。

七、2020 年投连险年度报告

1. 华宝证券分类体系

我们根据不同的风险收益结构，将国内现有的投连险品种进行了两级分类。其中，一级分类有 6 类，分别是指数型、激进型、混合型、债券型和货币型，以及类固定收益类（2014 年 8 月期新增）。二级分类共有 8 类，将一级分类中的混合型细分为混合激进型和混合保守型，将债券型细分为增强债券型和全债型。

表 143 华宝证券分类标准

一级分类	二级分类	分类标准	
		按权益投资分	按投资股票基金比例分
指数型	指数型	采取指数化策略	指数化策略
激进型	激进型	权益配置比例在 70% 以上	80% 以上
混合型	混合激进型	权益配置比例在 40% - 70%	50%-80%
	混合保守型	权益配置比例在 40% 以下	20%-50%
债券型	增强债券型	可投债券型基金，或者少量权益类投资	20% 以下

	全债型	不投资权益，仅投资于债券和货币市场	80%债券
货币型	货币型	投资于货币市场比例在 80%以上	80%货币市场
类固定收益型	类固定收益型	投资范围包括债权计划、不动产计划以及固定收益类信托计划等非标准化资产	——

资料来源：华宝证券研究创新部

注：上述两大分类标准满足其中的一个即可

2.纳入统计的投连险账户规模情况

我们从各保险公司投连险业务披露报告（月报、季报、半年报、年报）中摘录出各投连险账户最新规模数据，并通过对摘录数据的统计分析，以及对部分缺失数据的合理估算，整理各投连险账户规模如下。

2.1.各保险机构旗下投连险账户规模情况

根据各大保险机构 2019 年年报、2020 年中报、2020 年年报披露信息，目前已纳入排名统计的 212 只投连险账户最新总规模为 1831.44 亿元。具体到各家公司看，泰康人寿旗下 18 只投连险账户纳入排名统计，总规模 589.62 亿元，排名第 1；中国平安旗下有 6 只投连险账户纳入排名统计，总规模 479.23 亿元。（注：截至 2021.04.07 未公布 2020 年底规模数据的账户以最新披露日的规模数据替代）

表 144 投连险账户规模排名前十的保险公司

公司名称	最新可得投连险账户规模 (亿元)	旗下纳入统计投连险账户数 量(只)
泰康	589.62	18
中国平安	479.23	6
弘康	206.50	10
恒大	168.82	3
中信保诚	140.05	8
光大永明	49.29	11
国华	33.66	7
汇丰	25.47	6
中德安联	24.39	12
工银安盛	22.35	3

资料来源：华宝证券研究创新部

注：统计标的为 2020 年纳入华宝投连险账户排名的 212 只投连账户，未公布 2020 年底规模数据的账户以最新披露日的规模数据替代

2.2.投连险分类账户规模情况

根据最新数据，目前已纳入统计的各类投连险账户规模从高到低排序如下表 145 所示，混合型账户 62 只，最新总规模为 671.16 亿元，占总规模的 36.65%；激进型账户共计 44 只，最新总规模 536.18 亿元，占比 29.28%；类固定收益型账户共计 28 只，最新总规模 466.89 亿元，占比 25.49%，排名第三。

表 145 各类别投连险账户最新规模汇总

投连险账户分类	最新可得投连险账户规模 (亿元)	纳入排名统计投连险账户数量 (只)
混合型	671.16	62
混合保守型	326.80	26
混合激进型	344.36	36
激进型	536.18	44
类固定收益型	466.89	28
债券型	103.90	33
全债型	33.86	15
增强债券型	70.04	18
货币型	51.48	39
指数型	1.82	6

资料来源：华宝证券研究创新部

注：统计标的为 2020 年纳入华宝投连险账户排名的 212 只投连账户，未公布 2020 年底规模数据的账户以最新披露日的规模数据替代

表 146 各分类投连险账户规模之首

账户二级分类	账户名称	最新规模时点	最新规模-亿元	投资管理人
混合保守型	平安发展投资账户	2020/12/31	262.40	中国平安人寿
混合激进型	平安基金投资账户	2020/12/31	146.62	中国平安人寿
货币型	泰康 e 理财货币避险型	2019/12/31	25.55	泰康人寿
激进型	泰康行业配置型	2020/6/30	127.15	泰康人寿
类固定收益型	恒大稳赢增值	2020/6/30	135.56	恒大
全债型	中信保诚优选全债	2020/6/30	13.47	中信保诚
增强债券型	泰康稳健收益型	2020/6/30	46.39	泰康人寿
指数型	建信指数成长型	2019/12/31	0.80	建信人寿

资料来源：华宝证券研究创新部

注：统计标的为 2020 年纳入华宝投连险账户排名的 212 只投连账户，未公布 2020 年底规模数据的账户以最新披露日的规模数据替代

3.2020 年中国投连险账户收益情况总览

3.1.2020 年中国证券市场收益回顾

2020 年年初 A 股市场受疫情冲击影响走跌，随后在流动性宽松和疫情后复工复产的推动下持续上涨，全年沪深 300 指数上涨 27.21%，中证 500 指数上涨 20.87%。而债券市场先涨后跌，全年中债总指数收益-0.42%，中债国债指数收益为-1.40%，中债企业债指数总收益-0.64%。

表 147 2020 年证券市场主要指数收益

重要指数	2020 年区间涨跌幅 (%)
沪深 300	27.21%
中证 500	20.87%
中债总指数	-0.42%

敬请参阅报告结尾处免责声明

中债国债指数	-1.40%
中债企业债指数	-0.64%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

3.2.2020 年中国投连险账户收益情况汇总

2020 年共有 212 个投连险分类账户纳入排名体系, 其中, 汇丰货币基金运作不满 1 年, 剩余 211 个投连险账户在 2020 年全年收益区间为[-3.87%, 75.71%]。各账户平均累计年度收益情况如下图 220。

表 148 2020 年投连险二级账户回报统计

一级分类	指数型	激进型	混合型		债券型		货币型	类固定收益类	总计
二级分类			混合激进型	混合保守型	增强债券型	全债型			
账户个数	6	44	36	26	18	15	38	28	211
均值(简单平均,%)	27.10	40.99	34.23	16.93	4.73	3.29	1.69	4.60	18.80
最大值(%)	48.04	75.71	55.68	33.65	9.31	6.41	3.51	14.30	75.71
最小值(%)	16.33	-3.87	7.41	4.92	0.80	-1.69	-1.53	-1.85	-3.87

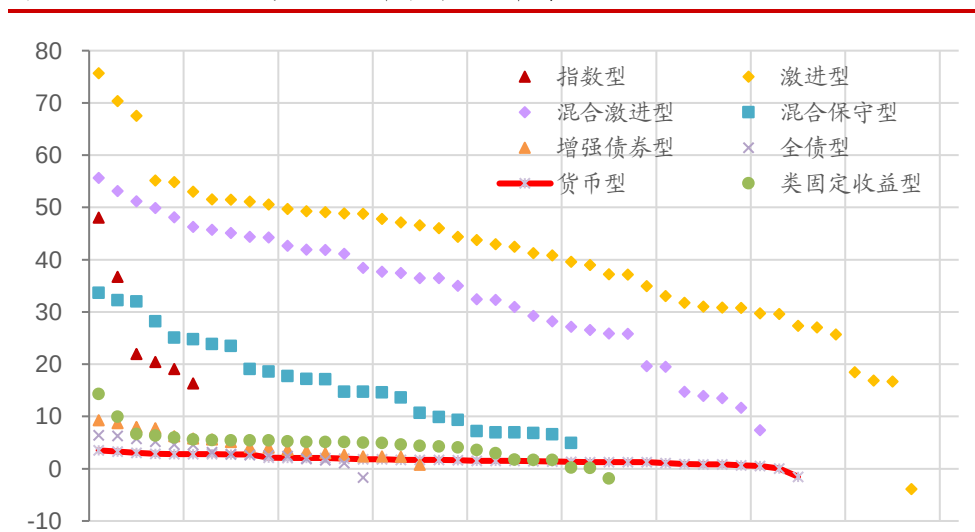
资料来源: 大智慧大数据, 华宝证券研究创新部

表 149 2020 年投连险账户收益及可比指数基金产品收益

投连险账户类型	2020 年平均收益%	基金指数类型	2020 年平均收益%
指数型	27.10	指数型基金指数	31.23
混合激进型	34.23	偏股混合型基金指数	55.91
激进型	40.99	普通股票型基金指数	57.99
混合保守型	16.93	偏债混合型基金指数	13.21
增强债券型	4.73	债券型基金指数	4.33
全债型	3.29	债券型基金指数	4.33
货币型	1.69	货币市场基金指数	2.03
类固定收益型	4.60	——	——

资料来源: 大智慧大数据, Wind, 华宝证券研究创新部

图 220 投连险分类账户 2020 年累计收益率情况



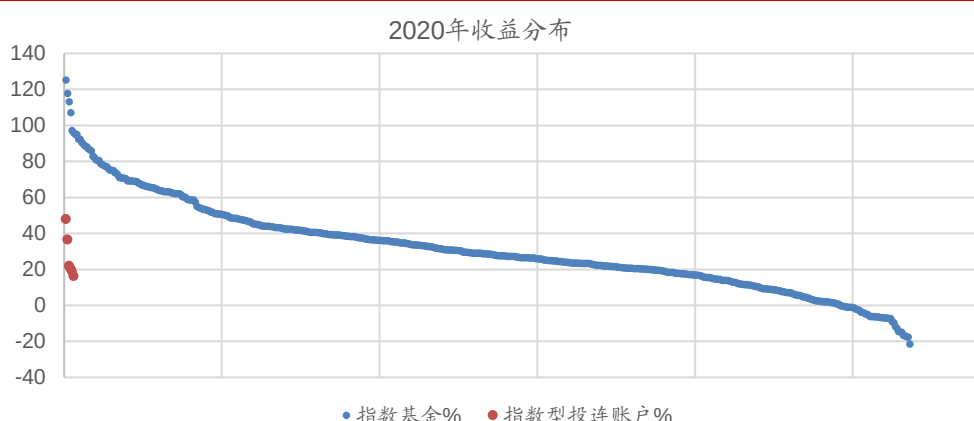
资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

4.2020 年中国投连险账户市场表现分类点评

4.1.指数型账户：平均收益 27.10%

根据华宝证券分类标准，目前共有 6 只指数型投连险账户纳入统计，年度平均累计收益率为 27.10%。指数型投连险账户 2020 年收益位于指数型基金收益率排名的[20.66%,75.65%]分位数区间内。

图 221 指数型投连账户与权益指数型基金收益对比



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 150 指数型投连险账户 2020 年累计收益率排名

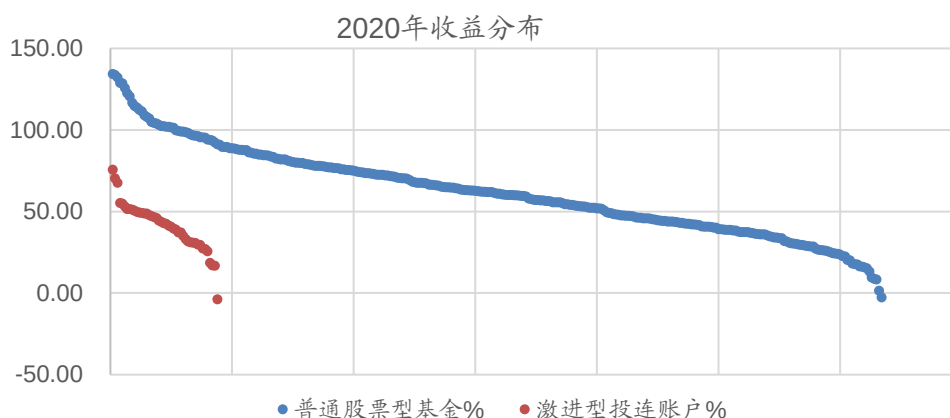
数据截止日期：2020/12/31 投资账户名称	2020 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
建信指数成长型	48.04	1/6	92.44	2/6	48.68	2/6	建信人寿
光大永明指数型	36.72	2/6	101.82	1/6	61.79	1/6	光大永明
中德安联指数优势型	21.97	3/6	63.59	3/6	23.91	5/6	中德安联
中英指数型	20.45	4/6	61.54	4/6	31.09	3/6	中英
中英指数增强型	19.08	5/6	58.63	5/6	27.78	4/6	中英
同方全球指数加强型	16.33	6/6	47.81	6/6	21.40	6/6	同方全球

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

4.2.激进型账户：平均收益 40.99%

根据华宝证券的分类标准，目前共有 44 只激进型投连险账户纳入统计，平均年度累计收益为 40.99%。激进型投连险账户 2020 年收益位于普通股票型基金收益率排名的[26.87%,100%]分位数区间内。

图 222 激进型投连账户与普通股票型基金收益对比



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 151 激进型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 10 名

数据截止日期：2020/12/31 投资账户名称	2020 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
太平策略成长型	75.71	1/44	145.72	1/44	64.66	10/44	太平
中意积极进取	70.34	2/44	142.62	2/44	111.06	1/44	中意
太平价值先锋型	67.54	3/44	136.30	4/44	42.99	27/44	太平
同方全球精彩型	55.16	4/44	119.03	7/44	66.25	8/44	同方全球
平安精选权益	54.89	5/44	130.17	5/44	68.66	6/44	中国平安人寿
汇丰汇锋进取	53.04	6/44	92.08	22/44	32.69	36/44	汇丰
泰康优选成长型	51.55	7/44	137.30	3/44	77.50	3/44	泰康人寿
瑞泰成长型	51.47	8/44	111.57	11/44	64.00	12/44	瑞泰
工银安盛进取	51.15	9/44	112.98	9/44	64.23	11/44	工银安盛
中信保诚积极成长	50.59	10/44	119.19	6/44	66.98	7/44	中信保诚

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

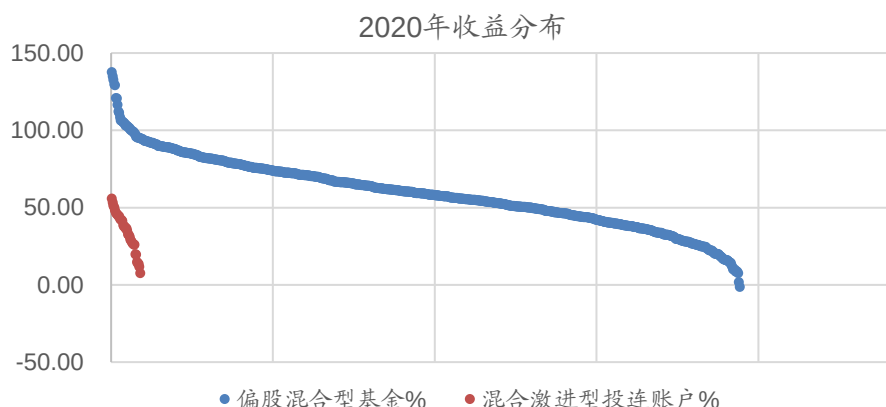
4.3. 混合型账户：平均收益 26.97%

按照华宝证券投连险分类标准，目前共有 62 只混合型投连险账户纳入统计，而该账户下设两个二级分类账户：混合激进型与混合保守型，各有 36 只和 26 只产品。混合型账户投资于权益类资产的比例约在 20%-80%。

4.4. 混合激进型账户：平均收益 34.23%

2020 年 36 只混合激进型账户整体平均年度累计收益为 34.23%，全部账户录得正收益。从混合激进型投连险账户月度收益表现与偏股混合型基金表现对比来看，混合激进型投连险账户 2020 年收益位于偏股混合型基金收益率排名的[53.38%,99.75%]分位数区间内。

图 223 混合激进型投连账户与偏股混合型基金收益对比



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 152 混合激进型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 10 名

数据截止日期: 2020/12/31 投资账户名称	2020 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
混合偏股型基金 (原中美)	55.68	1/36	108.07	1/36	61.61	2/36	中美联泰大都会
招商信诺和谐 A 型	53.17	2/36	101.94	4/36	64.36	1/36	招商信诺
中信保诚优势领航	51.18	3/36	97.33	8/36	60.74	3/36	中信保诚
太平智胜动力增长型	49.92	4/36	98.83	6/36	56.60	7/36	太平
联泰大都会混合偏股型	48.13	5/36	103.22	3/36	55.81	8/36	中美联泰大都会
中德安联安赢慧选 6 号	46.30	6/36	98.71	7/36			中德安联
中荷成长型	45.73	7/36	90.91	9/36	52.70	11/36	中荷
平安基金	45.13	8/36	104.21	2/36	57.62	5/36	中国平安人寿
瑞泰财智平衡	44.40	9/36	99.70	5/36	60.44	4/36	瑞泰
建信平衡收益型	44.26	10/36	78.88	14/36	47.53	18/36	建信人寿

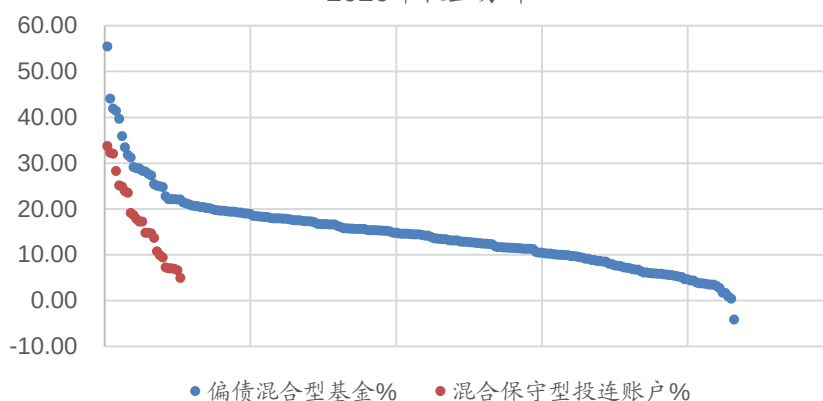
资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

4.5.混合保守型账户：平均收益 16.93%

2020 年 26 只混合保守型账户整体平均年度累计收益为 16.93%，全部录得正收益。从混合保守型投连险账户月度收益表现与偏债混合型基金表现对比来看，混合保守型投连险账户 2020 年收益位于偏债混合型基金收益率排名的[2.89%，92.56%]分位数区间内。

图 224 混合保守型投连账户与偏债混合型基金收益对比

2020年收益分布



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 153 混合保守型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 10 名

数据截止日期：2020/12/31 投资账户名称	2020 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
长生稳健增值型	33.65	1/26	66.53	1/26	34.75	4/26	长生
中宏投资管家	32.24	2/26	59.42	3/26	40.70	2/26	中宏
同方全球平衡型	32.01	3/26	54.80	4/26	30.80	8/26	同方全球
平安发展	28.24	4/26	62.35	2/26	41.65	1/26	中国平安人寿
中德安联安赢慧选 3 号	25.12	5/26	47.21	6/26	35.85	3/26	中德安联
中荷平衡型	24.79	6/26	50.02	5/26	29.61	10/26	中荷
瑞泰财智增值	23.84	7/26	46.53	7/26	34.45	6/26	瑞泰
中信保诚平衡增长	23.48	8/26	46.16	8/26	29.07	11/26	中信保诚
光大永明平衡型	19.07	9/26	31.42	14/26	34.69	5/26	光大永明
泰康平衡配置型	18.61	10/26	43.85	9/26	30.33	9/26	泰康人寿

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

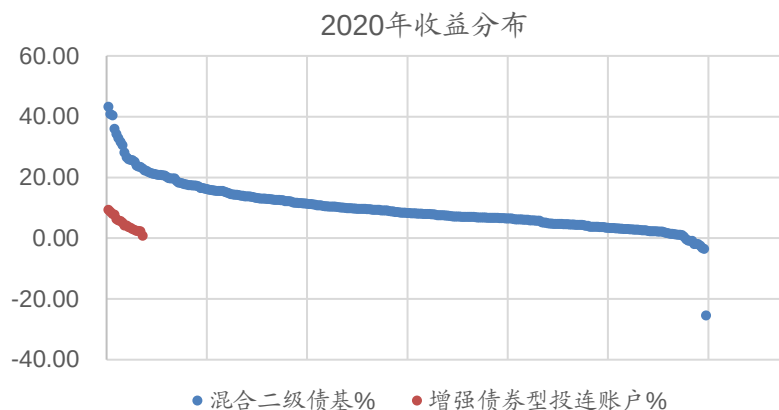
4.6. 债券型账户：平均收益 4.08%

按照华宝证券投连险分类标准，目前共有 33 只债券型投连险账户纳入统计。该账户下设两个二级分类账户：增强债券型和全债型，分别有 18 只和 15 只产品。增强债券型可投债券型基金，或者少量权益类投资，投资股票基金的比例在 20% 以下。全债型账户不投资权益，100% 投资于债券和货币市场类似于开放式基金中的中长期纯债基金。

4.7. 增强债券型账户：平均收益 4.73%

2010 年 18 只增强债券型账户整体平均年度累计收益为 4.73%。从混合债券型二级基金和增强债券型投连险账户的业绩表现比较来看，增强债券型投连险账户 2020 年收益位于混合债券型二级基金收益率排名的[42.59%，96.21%]区间内。

图 225 增强债券型投连账户与混合二级债基收益对比



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 154 增强债券型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 10 名

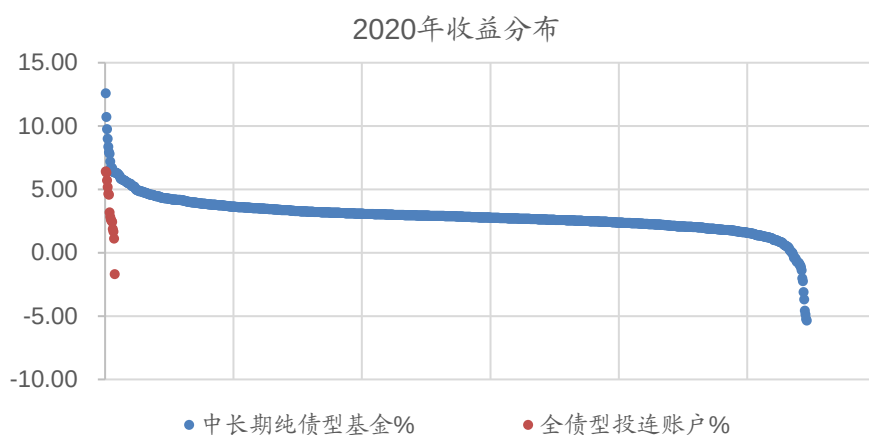
数据截止日期：2020/12/31 投资账户名称	2020 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
泰康开泰宏利	9.31	1/18	18.40	2/18	22.01	2/18	泰康人寿
泰康稳健收益型	8.73	2/18	18.32	3/18	20.95	3/18	泰康人寿
泰康开泰稳利精选	7.98	3/18	20.96	1/18	22.82	1/18	泰康人寿
建信现金增利型	7.77	4/18	13.82	4/18	13.29	8/18	建信人寿
中信保诚稳健配置	6.25	5/18	10.70	9/18	5.16	18/18	中信保诚
中宏债券型	5.80	6/18	12.33	5/18	20.69	4/18	中宏
中意安逸稳健	5.63	7/18	12.07	6/18	12.26	10/18	中意
中宏灵活配置型	5.09	8/18	10.96	7/18	12.20	11/18	中宏
债券型基金（原中美）	4.11	9/18	8.58	11/18	13.21	9/18	中美联泰大都会
联泰大都会债券型	4.10	10/18	9.23	10/18	15.27	5/18	中美联泰大都会

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

4.8.全债型账户：平均收益 3.29%

按照华宝证券分类标准，目前共有全债型投连险账户 15 只，账户资产全部用于配置固定收益类产品。全债型投连险账户 2020 年收益位于中长期纯债基金收益率排名的[1.17%，99.28%]之间。

图 226 全债型投连账户与中长期纯债基金收益对比



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 155 全债型投连险账户 2020 年累计收益率排名前 5 名

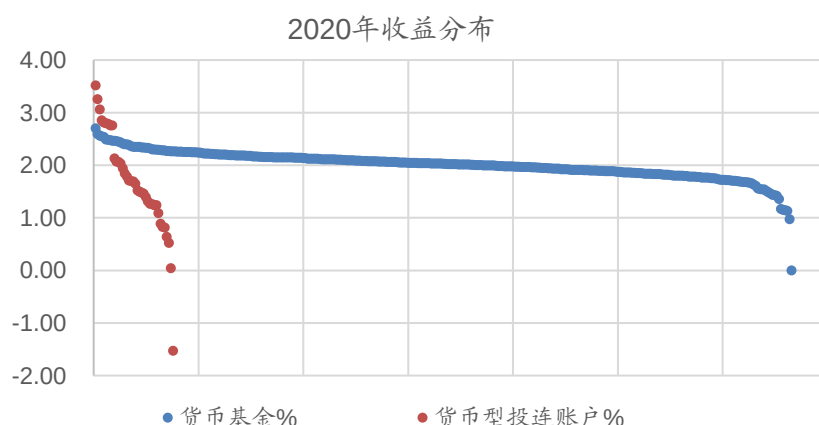
数据截止日期：2020/12/31 投资账户名称	2020 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
中荷稳健型	6.41	1/15	11.18	2/15	10.26	11/15	中荷
北大方正稳健型	6.32	2/15	10.27	3/15	13.86	6/15	北大方正
瑞泰稳定型	5.72	3/15	11.35	1/15	14.56	5/15	瑞泰
太平平衡稳定型	5.17	4/15	10.16	4/15	16.18	2/15	太平
招商信诺添利 A 型	4.64	5/15	9.95	5/15	12.99	7/15	招商信诺

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

4.9. 货币型账户：平均收益 1.69%

按照华宝证券分类标准，目前共有 38 只货币型投连险账户纳入统计，2020 年货币型投连险账户整体平均年度累计收益为 1.69%。

图 227 货币型投连账户与货币基金收益对比



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 156 货币型投连险 2020 年累计收益率排名前 10 名

敬请参阅报告结尾处免责声明

数据截止日期: 2020/12/31 投资账户名称	2020 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
平安保证收益	3.51	1/39	7.48	2/39	12.80	1/39	中国平安人寿
瑞泰安益型	3.25	2/39	8.92	1/39	10.69	6/39	瑞泰
恒大现金宝	3.06	3/39	6.48	6/39			恒大
建信稳健增值型	2.85	4/39	4.64	12/39	7.19	18/39	建信人寿
陆家嘴国泰货币型	2.81	5/39	6.30	7/39	10.14	7/39	陆家嘴国泰人寿
德华安顾货币型	2.80	6/39	6.51	5/39	10.90	5/39	德华安顾
平安货币	2.79	7/39	6.13	8/39	11.00	4/39	中国平安人寿
泰康 e 理财货币避险型	2.76	8/39	6.53	3/39	12.30	2/39	泰康人寿
泰康赢家理财货币避险型	2.76	8/39	6.53	3/39	12.29	3/39	泰康人寿
建信价值成长型	2.12	10/39	4.58	13/39	7.75	13/39	建信人寿

资料来源: 大智慧大数据, 华宝证券研究创新部

4.10.类固定收益账户: 平均收益 4.60%

类固定收益型账户主要投资于非标准化资产, 如债权投资计划、不动产投资计划、集合信托计划、保险资产管理计划等。2020 年共有 28 只类固定收益型投连险账户纳入统计, 全年平均累计收益为 4.60%。

表 157 类固定收益投连险 2020 年累计收益率排名前 10 名

数据截止日期: 2020/12/31 投资账户名称	2020 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
光大永明财富稳定收益	14.30	1/28	19.36	2/28	25.58	1/28	光大永明
恒安标准灵活配置	9.94	2/28	21.65	1/28	21.80	2/28	恒安标准
光大永明光明 2 号	6.63	3/28	11.53	10/28	18.16	10/28	光大永明
弘康弘云 3 号	6.37	4/28	12.78	3/28	12.07	16/28	弘康人寿
国华 1 号平衡型	5.97	5/28	12.78	4/28	19.25	5/28	国华人寿
弘康弘云 1 号	5.61	6/28	11.79	8/28	18.40	8/28	弘康人寿
国华 1 号稳健型	5.47	7/28	12.23	5/28	19.50	3/28	国华人寿
国华 1 号保守型	5.45	8/28	12.12	7/28	18.75	6/28	国华人寿
弘康弘云 4 号	5.42	9/28	11.73	9/28	18.42	7/28	弘康人寿
弘康稳赢 5 号	5.41	10/28	11.20	11/28	17.23	11/28	弘康人寿

资料来源: 大智慧大数据, 华宝证券研究创新部

八、2020 年海外 ETP 年度报告

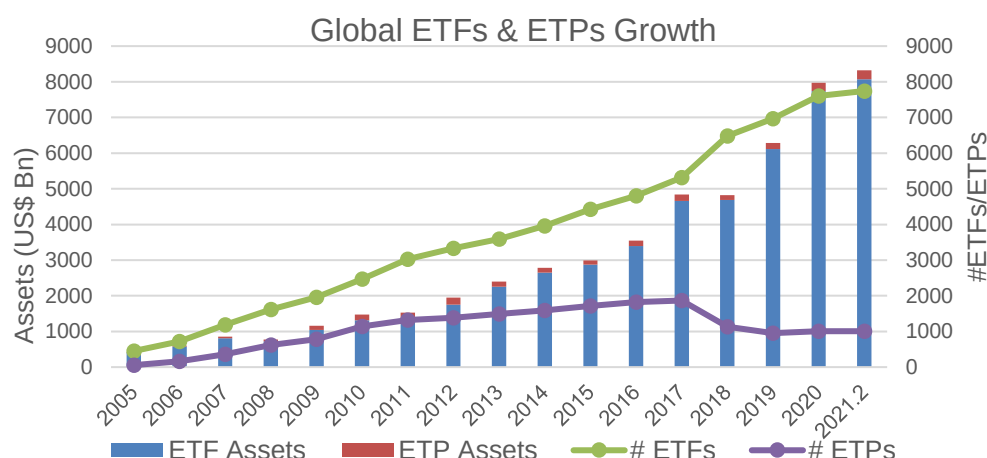
1.2020 年海外 ETP 产品创新研究

1.1.海外 ETP 概况: 2020 年全球 ETF 规模增速减缓, 数量增速提升

2020 年全球 ETF 规模增速减缓，数量增速提升：根据 etfgi.com 的统计数据，截止 2020 年底，全球 ETF 总数量为 7602 只，较 2019 年底增加了 632 只，增速有所提升；总管理规模达到 77370 亿美元，较 2019 年底增长 26.46%，但增长幅度较 2019 年减少 4.12%。同期全球 ETP（ETF 除外）数量达到 1005 只，较 2019 年底增加 48 只；总管理规模 2380 亿美元，较 2019 年底增加了 40.83%。在 2020 年，全球 ETF 数量与规模继续提升，全球 ETP（ETF 除外）则结束了 2018、2019 年两年的产品数量下滑，实现了数量与规模的提升。

2021 年以来全球 ETF、ETP 规模与数量继续提升。截至 2021 年 2 月底，全球 ETF 总数量增加至 7741 只，总规模提升至 80740 亿美元，全球 ETP（ETF 除外）总数量增加至 1008 只，总规模提升至 2480 亿美元，均在 2020 年底的基础上继续增加。

图 228 2020 年全球 ETF 规模增速减缓，数量增速提升

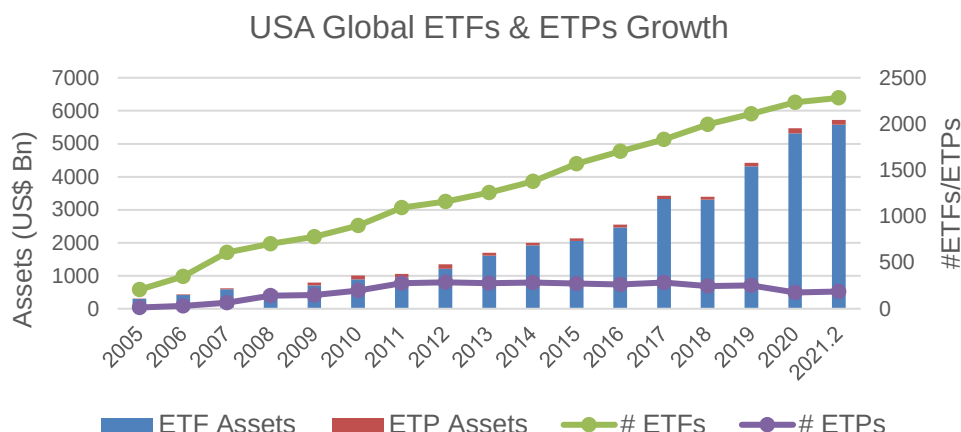


资料来源：etfgi.com，华宝证券研究创新部。截至 2021/4/12。

2020 年美国 ETF 规模增速减缓，占全球 ETF 规模比重下降：截止 2020 年底，美国 ETF 总数量 2235 只，基本维持 2019 年的增速；总规模达到了 53160 亿美元，较 2019 年增长 23.06%，增速有所减缓；美国 ETF 总规模占全球 ETF 总规模 68.71%，占比较 2019 年小幅下降 1.90%。同期美国 ETP（ETF 除外）产品数量减少到 178 只，下滑 29.08%；总规模则提升至 1510 亿美元，较 2019 年底增长 49.50%。

2021 年以来美国 ETF 规模与数量继续提升。截至 2021 年 2 月底，美国 ETF 总数量 2282 只，总规模 55760 亿美元，较 2020 年底均有所提升；美国 ETP（ETF 除外）数量 185 只，总规模 1450 亿美元，较 2020 年底数量有所上升，规模则有所下降。

图 229 2020 年美国 ETF 规模增速减缓，占全球 ETF 规模比重下降



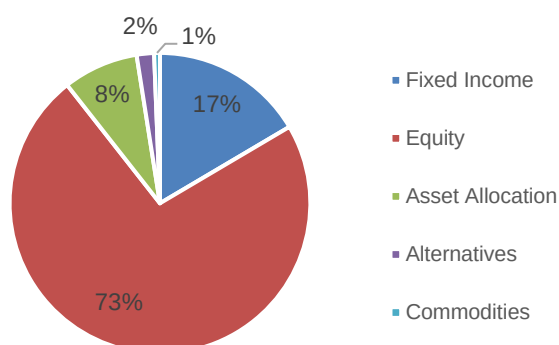
资料来源：etfgi.com，华宝证券研究创新部。截至 2021/4/12。

1.2.美国新发 ETP 产品布局概况：权益类产品的数量与占比均有增长

根据 etf.com 数据统计，自 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，美国新成立 321 只 ETP 产品。从产品形式来看，321 只产品中 ETF 的数量和 ETN 的数量分别为 312 只和 9 只，其中 ETN 产品包括 8 只权益类 ETN 和 1 只资产配置类 ETN。

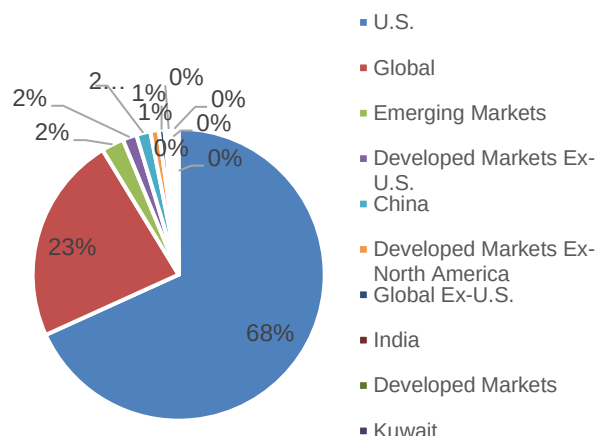
从资产类别来看，这 321 只新发的 ETP 标的中，权益和固收类 ETP 最多，分别有 234 只和 53 只，占新发产品数量的 73%和 17%，而 2019 年新发权益类产品 151 只，占 2019 年新发产品的 70%，可以看出 2020 年权益类 ETP 在数量和占比上都有所增加。从区域上看，新发 ETP 产品主要布局于美国以及全球市场，两者合计数量占比达 91%。

图 230 美国新发 ETP 标的布局：权益及商品 ETP 为主



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至 2021/4/12。

图 231 美国新发 ETP 区域布局：美国为主



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至 2021/4/12。

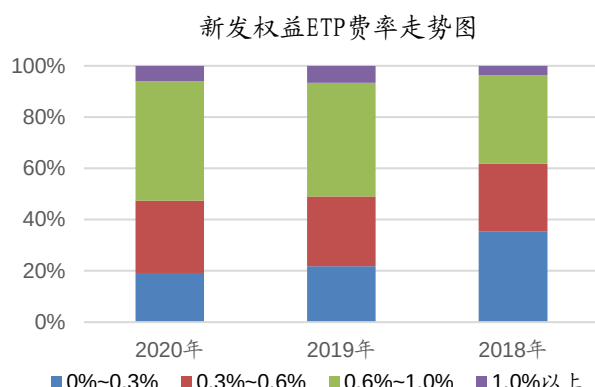
1.3.美国新发 ETP 费率趋势：不同标的费率变化趋势各不相同

2020 年新发权益类 ETP 中高费率产品占比增加。2020 年费率水平在 0.6%以上的新发权益 ETP 产品数量有 123 只，2019 年为 77 只，数量占比由 51%提升至 53%。高费率权益产品的增多主要由主动管理策略与 Options Collar 策略两类产品推动：前述 123 只产品中，主动管理策略与 Options

Collar 策略两类产品各有 44 只。2020 年新发的 234 只权益产品中，有 79 只采取主动管理策略，平均费率为 0.72%；有 55 只采取 Options Collar 策略，平均费率为 0.77%；有 26 只为 Vanilla ETF，平均费率为 0.45%。

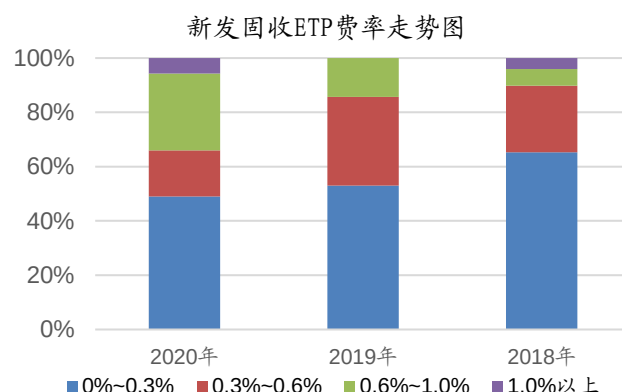
2020 年新发固收类 ETP 中高费率产品占比增加。2020 年费率水平在 0.6% 以上的新发固收 ETP 产品数量有 18 只，2019 年为 7 只，数量占比由 14.29% 提升至 33.96%。2019 年新发产品中费率在 1.0% 以上的产品，而 2020 年新发产品中有三只，其中两只采用主动管理策略，一只采用 Options Collar 策略。2020 年新发的 53 只固收产品中，有 18 只采用主动管理策略，平均费率为 0.73%；有 15 只采用 Bullet Maturity 策略，平均费率为 0.25%。

图 232 新发权益 ETP 费率：高费率产品占比增加



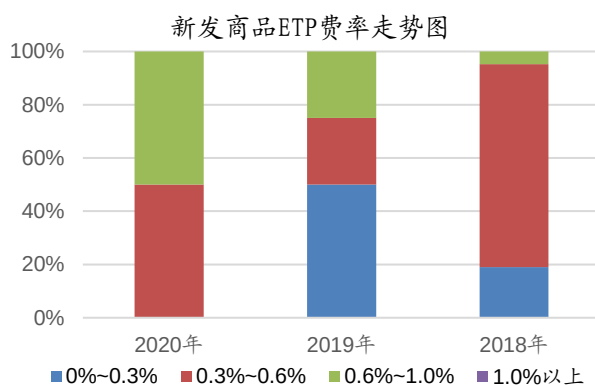
资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至 2021/4/12。

图 233 新发固收 ETP 费率：费率水平整体上移



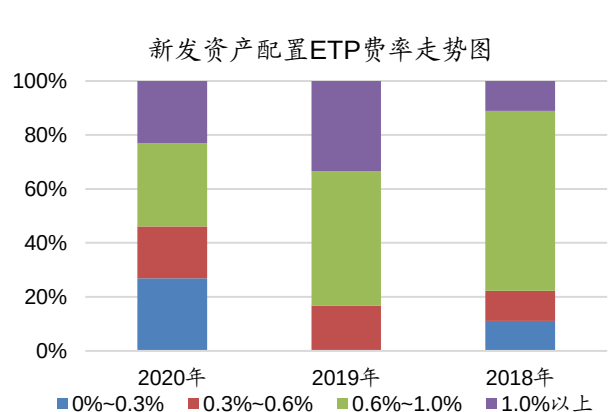
资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至 2021/4/12。

图 234 新发商品 ETP 费率：分布集中于 0.3%~1.0%



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至 2021/4/12。

图 235 新发资产配置 ETP 费率：低费率产品占比提升



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至 2021/4/12。

2020 年新发商品类 ETP 只有两只。一只为采用主动管理策略、投资于能源市场的 Global Carbon ETF，费率 0.79%；另一只为采用 Curve Carry 策略，投资于全品类商品的 ETF，费率 0.4%。

2020 年新发资产配置类 ETP 中低费率产品数量占比提升。2019 年新发资产配置类 ETP 中费率在 0.6% 以下的产品只有 1 只，2020 年这一数字上升到了 12 只，数量占比也从 16.67% 提升至 46.19%。2020 年的 26 只新发资产配置类 ETP 中，采用主动管理策略的产品占多数，数量共 17 只，平均费率 0.84%；采用 ESG 策略的产品共 4 只，平均费率 0.18%；采用动量策略的产品共 2 只，平均费率 0.89%。2020 年新发资产配置类 ETP 产品的费率变化趋势与 2019 年相反，主要原因是费率低于 0.3% 的产品数量的增加，这类产品共 7 只，其中 4 只为 ESG 策略产品，2 只为目标回撤策略产品，1 只为股债轮动策略产品。

新发主动管理类 ETP 费率分析

相比于被动类产品，主动管理型 ETP 的收益表现更多地依赖于基金经理及管理团队的择时与选股能力，因此也有更高的费率水平。此外，在以往，主动权益类的产品往往有比主动固收类产品更高的费率水平，但在 2020 年新发的主动权益、固收类 ETP 中，权益类产品的平均费率水平为 7.16%，低于固收类平均 7.29% 的费率水平；而两类主动 ETP 中费率在 0.6% 以上的产品数量占比分别为 55.69% 和 55.56%，非常接近。

图 236 新发主动权益类 ETP 费率：0.3%~0.6% 区间占比提升

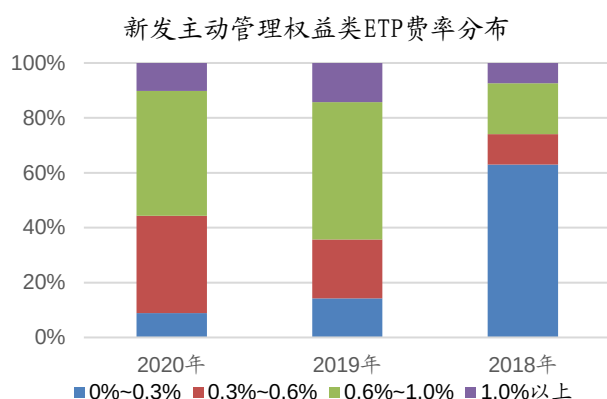
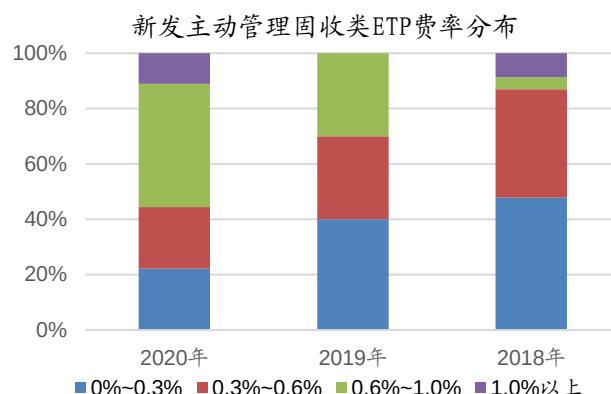


图 237 新发主动固收类 ETP 费率：高费率产品占比提升



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至 2021/4/12。

资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至 2021/4/12。

2020 年新发主动型权益 ETP 中，费率在 0.3%~0.6% 区间内的产品数量占比提升。2020 年新发主动型权益 ETP 中，费率位于 0.3%~0.6% 区间的产品数量占比从 2019 年的 21.43% 大幅提升至 35.44%，改变了自 2017 年至 2019 年主动权益 ETP 的费率水平逐渐提升的趋势。

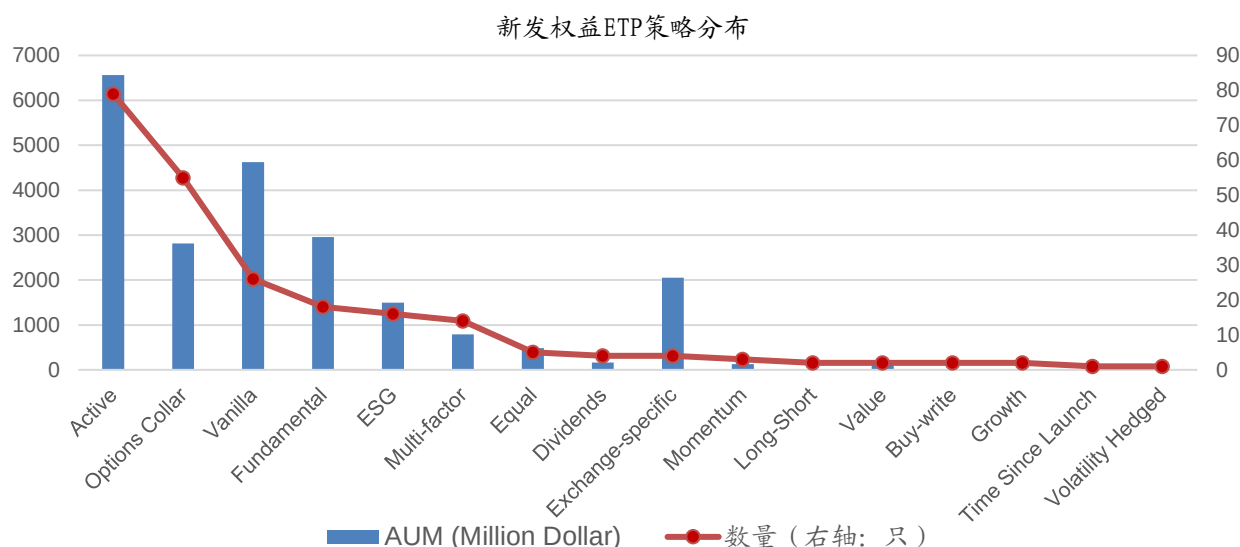
2020 年新发主动型固收 ETP 中，高费率产品占比提升。2019 年新发主动型固收类 ETP 中高费率产品的占比有所提升，但费率在 1.0% 以上的产品数量为 0；在 2020 年，高费率产品占比的提升趋势延续，费率在 0.6% 以上的产品数量占比从 2019 年的 30% 提升至 55.56%，且费率在 1.0% 以上的固收类 ETP 数量也增加到了 2 只，数量占比 11.11%。费率高于 1.0% 的两只高费率主动管理固收 ETP 分别采用了美国市政债券折溢价套利策略以及基本面与量化相结合的主动选券交易策略。

1.4. 美国新发 ETP 策略布局

1.4.1. 权益类产品策略布局：疫情冲击下 Options Collar 与 Fundamental 策略受青睐

从新发权益类产品的策略布局可以看出，基金公司在 2020 年对主动管理型产品的布局热情依然很高，发行数量最多，合计规模最大；Vanilla 类型之外，Options Collar 策略的发行数量第二多、合计规模第三大，Fundamental 策略的发行数量第三多、合计规模第二大；而 2019 年规模领先的 ESG 策略产品在 2020 年发行数量、规模均相对下降。

图 238 新发权益类 ETP：集中在主动、Options Collar 及 Fundamental 策略



资料来源：etf.com，华宝证券研究创新部，截至 2021/4/12。

主动型策略：数量持续增长，但规模难做

2019 年新发权益类产品共 151 只，其中包括 28 只主动管理型产品，占比为 18.54%；2020 年新发权益类产品共 234 只，其中包括 79 只主动管理型产品，占比为 33.76%。相比于 2019 年，新发主动管理型权益 ETP 数量和占比均得到提升。

新发主动管理型权益 ETP 的数量虽然在 2020 年成倍增长，但整体市场对主动型 ETP 的接受度仍有待提升。截至 2020 年 3 月 20 日，2019 年新发主动权益类 ETP 平均管理规模不到 0.4 亿美元，这一数字在 2021 年 4 月 12 日只增长到 0.83 亿美元。

Options Collar 策略：恐慌式下跌中获市场青睐

2019 年新发权益类产品共 151 只，其中包括 30 只 Options Collar 策略产品，占比为 19.88%；2020 年新发权益类产品共 234 只，其中包括 55 只 Options Collar 策略产品，占比为 23.50%。相比于 2019 年，新发 Options Collar 策略权益 ETP 数量和占比均得到提升。

Options Collar 策略在持有基准标的的同时，通过卖出标的看涨期权、买入标的看跌期权，放弃部分上涨时收益，实现对下行风险的对冲保护。2020 年初新冠疫情爆发，权益市场一度深陷恐慌，在上行空间上有较高的不确定性，在下行风险上则寻求保护，因此 Options Collar 策略得到投资者的青睐。

Fundamental 策略：围绕疫情受益方向布局

2019 年新发权益类产品共 151 只，其中包括 11 只 Fundamental 策略产品，占比为 7.28%；2020 年新发权益类产品共 234 只，其中包括 18 只 Fundamental 策略产品，占比为 7.69%。相比于 2019 年，新发 Options Collar 策略权益 ETP 数量和占比均小幅提升。

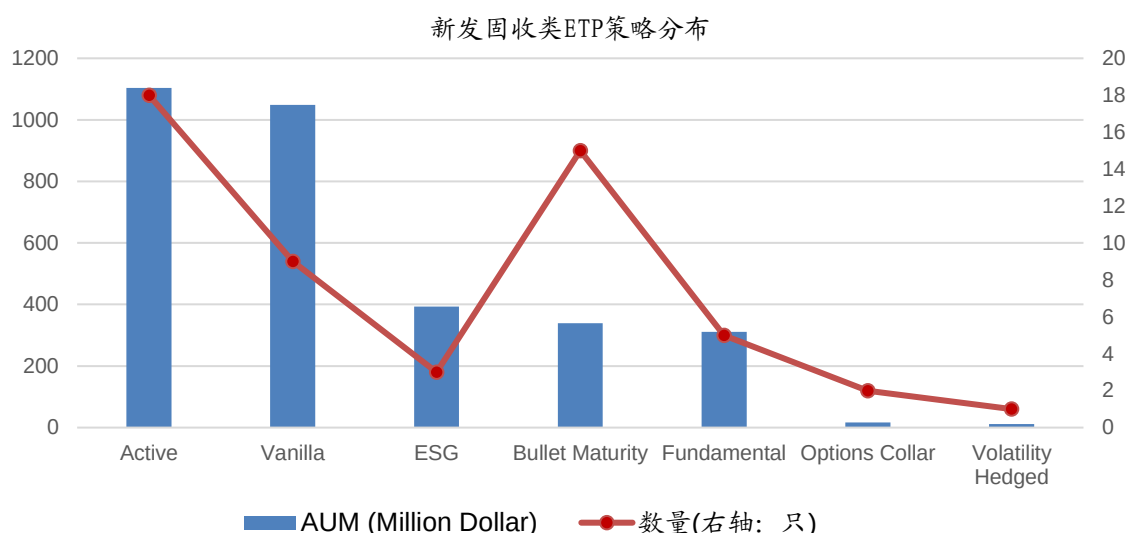
Fundamental 策略多数为主题型产品，2020 年新发主题型 ETP 涵盖高科技、航天、居家隔离、远程医疗、远程办公、生物科技等多个主题。其中 Global X Telemedicine & Digital Health ETF 产品规模最大，该产品投资于远程医疗与数字健康相关的标的，与新冠这一 2020 年核心事件相接合，收获了较高的关注度。

1.4.2. 固收类 ETP 策略布局：主动型与 Bullet Maturity 为主

2020 年以来新发的固收类 ETP 以主动管理和 Bullet Maturity 策略为主,新发的 53 只固收类 ETP 中,有 18 只采取主动管理策略,15 只采用 Bullet Maturity 策略,分别占比 33.96%、28.30%,而 2019 年新发固收类 ETP 中这两类产品各有 20 只,数量占比各 40.82%。对比来看,2020 年新发主动管理与 Bullet Maturity 策略的产品数量与占比均有所下滑。

与普通债券相比,债券类 ETP 具有多样化投资、易于交易、流动性高、价格透明等优点,但相应的也具有一些问题,比如债券类 ETP 没有到期日,因此无法像普通债券一样得到本金。Bullet Maturity 策略则能够解决上述问题,采用 Bullet Maturity 策略的固收类 ETP 具有特定的到期日,该产品将持有每只债券直到到期,并在所有债券到期后将基金资产以现金的形式发放给投资者。2019 年以来,布局 Bullet Maturity 策略的发行人只有 BlackRock 与 Invesco 两家,其中 BlackRock、Invesco 于 2020 年发行 Bullet Maturity 策略固收类 ETP 产品的数量分别为 12 只和 3 只,规模分别为 2.98 亿美元和 0.41 亿美元,合计规模 3.39 亿美元,相较于于 2019 年新发同类产品 8.27 亿的存量规模有所降低。

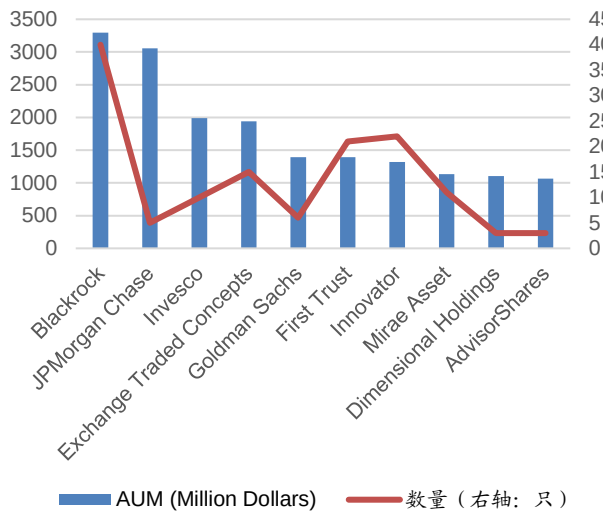
图 239 新发固收类 ETP: 主动管理与 Bullet Maturity 策略为主



资料来源: etf.com, 华宝证券研究创新部, 截至 2021/4/12。

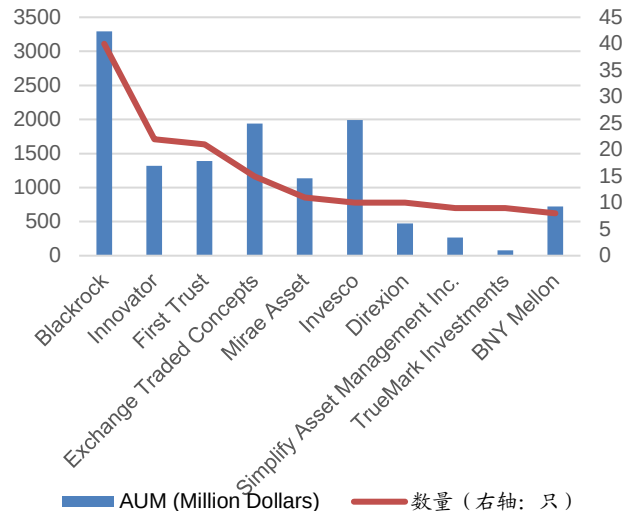
1.5.ETP 发行人: Blackrock 规模数量双领先, Innovator、First Trust 专注 Options Collar 策略

图 240 2020 年新发 ETP 规模最大的前十大发行人



资料来源: etf.com, 华宝证券研究创新部, 截至 2021/4/12。

图 241 2020 年新发 ETP 数量最多的前十大发行人



资料来源: etf.com, 华宝证券研究创新部, 截至 2021/4/12。

从规模上来看, 2020 年新发 ETP 规模最大的发行人依次为 Blackrock、JPMorgan Chase、Invesco; 而从数量上来看, 2020 年新发 ETP 数量最多的发行人依次为 Blackrock、Innovator、First Trust。Blackrock 在 2020 年发行产品 40 只, 规模合计 32.95 亿美元, 在数量与规模上均领先其他发行人。而在其他发行人中, 规模与数量并没有必然的关联, 如 JPMorgan Chase 只发行了 5 只产品, 但合计规模 30.55 亿美元, 达到了新发 ETP 存量规模的 11.01%, 排名第二; Innovator 发行了 22 只产品, 位列发行数量第二, 但合计规模只有 13.19 亿美元, 占新发 ETP 存量规模的 4.75%。

Blackrock 在 2020 年共发行产品 40 只, 布局于权益、固收、商品和资产配置等多个领域, 规模贡献最大的产品是 iShares ESG MSCI EM Leaders ETF (LDEM) 和 iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF (SGOV), 分别投资于新兴市场权益 (ESG 策略) 和短期美国国债。

JPMorgan Chase 在 2020 年共发行产品 5 只, 其在规模上的优势主要来自于三只规模过亿的权益 ETF: JPMorgan BetaBuilders U.S. Mid Cap Equity ETF (BBMC)、JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI) 和 JPMorgan BetaBuilders U.S. Small Cap Equity ETF (BBSC), 三只产品分别采用了 Vanilla、主动管理和 Vanilla 策略, 其中, JEPI 采用期权叠加策略, 通过买入美国大盘股, 卖出期权的组合在控制产品下跌波动的前提下寻求通过相关期权溢价和股票股息带来的每月收入。

Invesco 在 2020 年共发行产品 10 只, 其中规模过亿的产品只有一只: Invesco NASDAQ 100 ETF (QQQM)。这是一只追踪纳斯达克 100 指数的 ETF, 该产品为 Invesco 贡献了新发产品中绝大部分的管理规模。

Innovator 在 2020 年共发行产品 22 只, 全部采用了 Options Collar 策略。Innovator 与上述其他发行人相比选择了一条不同的道路, 深耕于 Options Collar 策略, 将这一策略应用于国债、纳斯达克 100 指数、标普 500 指数等多个资产类别标的, 虽然每只产品的规模并不特别大, 但覆盖多种类标的与不同的策略起始时间和风险水平, 布局广泛。

First Trust 在 2020 年共发行产品 21 只, 其中包含 4 只主动管理产品, 17 只 Options Collar 策略产品, 规模的主要贡献者来自三只规模过亿的 Options Collar 策略权益 ETF。与 Innovator 相类似, First Trust 也选择在 Options Collar 策略上发力。

1.6.新发代表性 ETP 产品分析

1.6.1.最大规模的 ESG 产品: iShares ESG MSCI EM Leaders ETF (LDEM)

敬请参阅报告结尾处免责声明

LDEM 是 Blackrock 在 2020 年 2 月 5 日发行的权益类 ETF，该产品采用 ESG 策略，截至 2021 年 4 月 12 日规模已达到 8.67 亿美元，是 2019 年发行的 iShares ESG MSCI USA Leaders ETF (SUSL) 的兄弟产品，SUSL 投资于美国市场而 LDEM 聚焦于新兴市场，同时 SUSL 也是发行于 2019 年的 ESG 产品中规模最大的，Blackrock 在 ESG 产品上的布局取得了较大的领先优势。

LDEM 综合环境、社会、公司治理等因素对企业进行评级，投资于具有良好 ESG 特征的大中型新兴市场股票。当前持仓中（截至 2021/4/12）配置比例最高的五个国家和地区依次是：中国、台湾、印度、韩国和南非，配置比例最大的五个行业分别是：金融、信息技术、可选消费、通信和材料。

1.6.2.Options Collar 策略产品：Innovator Buffer ETF 系列产品

Innovator 在 2020 推出了 22 只 Buffer ETF 系列产品，其中包含唯二的固收类 Options Collar 策略产品，与 20 只权益类 Options Collar 策略产品。Innovator Buffer 系列在产品线上十分齐全，在标的选择上囊括了标普 500、罗素 2000、纳斯达克 100、MSCI EAFE 指数等多个基本权益指数，以及标普 500 + 纳斯达克 100、标普 500 + 纳斯达克 100 + 罗素 2000 等多个权益指数复合而成的标的以及固收指数，在下行保护的风险等级上也包含 9%、15%、5%~35% 等多个选项，该系列的设计可以满足不同风险厌恶程度的投资者的投资需求。从规模排名来看，标的为标普 500 和罗素 2000、下行风险保护等级设置在 15% 的产品规模最大；整体上对下行风险保护 15% 产品的需求大于下行风险保护 9% 产品，对标权益资产的产品需求大于对标固收资产的产品。

1.6.3.规模最大的固收类主动投资产品：Franklin Liberty U.S. Treasury Bond ETF (FLGV)

FLGV 是一只由 Franklin Templeton 发行的主动管理固收类产品，截至 2021 年 4 月 12 日管理规模 4.22 亿美元。FLGV 采用主动管理方式投资于 1 至 30 年期的美国国债，以战胜 Bloomberg Barclays U.S. Treasury Index 为管理目标，0.09% 的管理费使它具备吸引力。

为提高基金回报率和增加流动性，FLGV 也会投资于提供美国国债敞口的衍生品以及某些利率相关的衍生品交易，主要是利率/债券期货合约和利率互换。投资经理采用基本面研究和机器学习驱动的排名系统相结合来构建投资组合，以寻找机会和发现 α 。

1.6.4.大类资产配置策略产品：Cabana Target Drawdown 10 ETF (TDSC)

TDSC 是一只由 Exchange Traded Concepts 发行，Cabana 提供策略的大类资产配置 FOF-ETF。发行于 2020 年 9 月 16 日，截至 2021 年 4 月 12 日管理规模 6.31 亿美元，位列 2020 年新发产品规模第 11，是其中规模最大的资产配置类 ETF。Cabana 是一家金融服务与资产管理公司，以风险控制为核心投资理念，TDSC 采用 Cabana 研发的多资产目标回撤策略算法，通过程序化的策略执行来进行 FOF 投资，主要投资于权益、固收、商品和 REITS 等多类 ETF。

TDSC 同时也是一个系列产品中的一只，同系列共有 TSDA、TSDB、TDSC、TSDD 和 TSDE 五只产品，分别对应了目标回撤 5%、目标回撤 7%、目标回撤 10%、目标回撤 13% 和目标回撤 16% 等五个不同的风险水平。五只产品采用统一策略框架，区别仅仅是目标风险的不同，投资者可以根据自身的风险偏好选择合适的产品。

1.6.5.主题产品：AdvisorShares Pure US Cannabis ETF (MSOS)

MSOS 是 AdvisorShares 于 2020 年 9 月 1 日发行的主动管理权益类 ETF，该产品是一只行业主题类产品，是美国第一只主动管理、投资于大麻产业链公司的 ETF 产品。

2020 年大麻消费在美国多州合法化，为资本市场带来了全新的投资机会，MSOS 作为第一只主动管理型大麻 ETF 占有先机，截至 2021 年 4 月 12 日管理规模达到了 10.2 亿美元，规模位列所有 2020 年新发 ETF 第三。

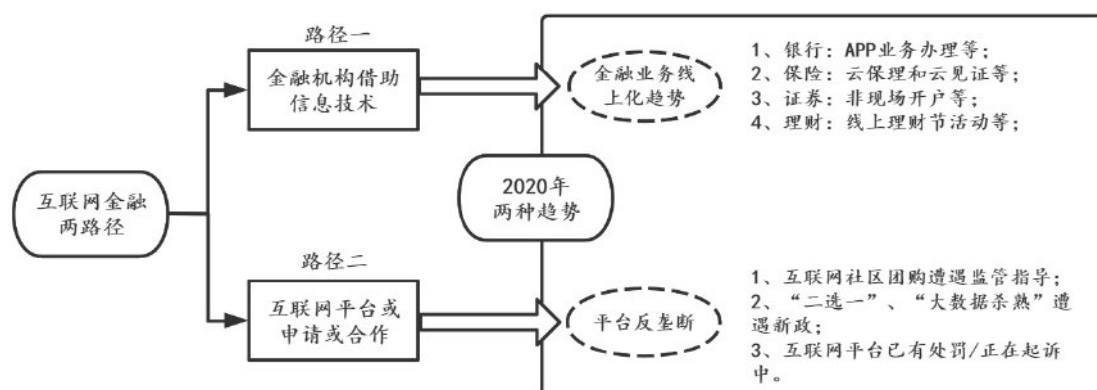
九、2020 年互联网金融年度报告

1. 互联网金融市场发展概述：大分化与强监管

1.1. 回顾整体：分化的互联网金融第二个十年

回顾二十一世纪前二十年，第一个十年（2000-2010 年）是电脑时代因特网发展飞速的十年，第二个十年（2010-2020 年）是手机时代互联网发展的黄金十年。当基础设施逐渐完备、万物互联、信息技术不断更迭和升级，金融这个年轻的行业也呈现出其融合性、技术性的一面。借助互联网、数字化和信息化技术，互联网金融发展逐渐壮大，互联网金融呈现出两种路径：**路径一是传统金融机构借助互联网技术和信息通信技术，开展各类型的线上化金融业务与服务；路径二是互联网企业利用流量优势、技术积累或申请金融业务资格或与金融机构开展合作，最终实现金融业务的覆盖。**一般意义上讲，全球各国的互联网金融大部分涵盖了资金融通、交易、支付、投资、理财、信息服务等内容，属于二十一世纪以来新型金融业务模式创新。

图 242 2020 年互联网金融的两种分化



资料来源：华宝证券研究创新部

早期，因信息化具有低成本、高效率、广覆盖、零等待、全服务等特点，互联网金融获得了快速发展：2000 年美国 PayPal 成立并完成了首笔交易、2004 年支付宝公司成立、2005 年英国诞生第一家 P2P 公司、2007 年 P2P 在中国出现、2013 年互联网货币基金余额宝诞生、2015 年东方财富收购证券牌照、2017 年中国券商开启 818 理财节、2018 年互联网存款在京东金融上架等。在经历了对互联网金融的初识、学习和掌握运用之后，2020 年一场席卷全球的疫情加深了金融业务线上化程度，“无接触”、“云”技术等金融科技业务受到高度重视。

与此同时，对互联网在金融领域创新与探索的监管也在逐渐加强，尤其是路径二下互联网平台金融活动的发展与衍变，需要各方更加审慎。一方面加强规范与治理，反垄断、统一监管成为互联网平台 2020 年的关键词，年底的中央经济工作会议明确提出了要强化反垄断和防止资本无序扩张，金融创新必须在审慎监管的前提下进行；另一方面，P2P、第三方支付、互联网借贷、互联网保险、互联网存款等具体业务纷纷在 2020 年收紧、下架、叫停。总之，在经历了二十年的发展后，2020 年的互联网金融终于来到了大江大河、波澜起伏、褪去光环的一年。

1.2.政策环境：严中有细 规范明确

2020 年，银行、证券、保险等传统金融机构开展的线上数字化业务逐步溯本正源，政策落地的同时，细则也逐渐清晰。互联网公司开展金融业务，即路径二下的金融模式，在 2020 年遭遇到了前所未有的监管风暴。无论是阿里巴巴 A/H 上市前的紧急叫停，还是对诸如网络小贷、互助保险等业务的管理日益严苛化都能有所体现。除此之外，金交所的业务在 2020 年新一轮的监管环境中也发生了根本性的变化。

表 158 2020 年至今国内互联网金融行业相关政策文件/讲话/指导/标志性事件

领域	相关业务	时间	政策文件/讲话/指导/标志性事件	主要内容
金控	金控公司	2020.9	《关于实施金融控股公司准入管理的决定》	建立指导方针，弥补了监管漏洞，进一步深化金融改革
	金控人员	2020.11	《金融控股公司董事、监事、高级管理人员任职备案管理暂行规定（征求意见稿）》	金控人员的规范与规定
银行	互联网存款	2020.12	第四届中国互联网金融论坛	《第三方互联网平台存款：数字金融和金融监管的一个产品案例（续）》
		2021.1	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务
	互联网贷款	2020.7	《商业银行互联网贷款管理暂行办法》	明晰了互联网贷款主体与定义，对联合贷款、助贷业务作出规定
		2021.2	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	进一步细化了监管要求，包括落实风险控制、明确三项定量监管指标、严控跨区域经营等
保险	互联网保险销售	2020.6	《关于规范互联网保险销售行为可回溯管理的通知》	规范互联网保险销售行为，维护消费者合法权益
	互联网保险	2020.12	《互联网保险业务监管办法》	明确互联网保险定义、强调持牌经营，对互联网保险宣传进行严格的规范
证券	信息技术行业标准	2020.7/ 2020.12	《证券期货业移动互联网应用程序安全规范》、《证券交易数据交换协议》等	证券行业信息技术规范
	非现场开户	2021.2	《证券账户非现场开户实施细则》	允许券商自主选择开户方式
支付	第三方支付	2021.1	《非银行支付机构条例(征求意见稿)》	对非银行支付机构的分类、流程、门槛、责任以及支付领域垄断作出了明确规定
		2021.1	《非银行支付机构客户备付金存管办法》	规定集中存管业务，进一步细化了备付金存放、使用、划转规定
小贷	网络小贷	2020.11	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	提高了网络小贷公司注册资本以及业务要求
交易所及产品	金融资产类交易场所	2020.9	《关于进一步做好金融资产类交易场所清理整顿和风险处置工作的通知》	清理与互联网合作的金交所产品，维持互联网金融的稳定性
	各类交易所	2020.12	清理整顿各类交易场所部际联席会议第五次会议	严控交易场所数量始终是清理整顿工作的重点之一
平台垄断	平台经济	2020.11	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》	预防和制止互联网平台经济领域垄断行为

		2021.2	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	对大型平台类科技公司加强监管与反垄断的决心
P2P	网贷机构	2020.11	中国银行保险监督管理委员会首席律师刘福寿	全国实际运营的P2P网贷机构到11月中旬完全归零
		2020.12	2020年新加坡金融科技节	中国银保监会主席郭树清再度表示，到11月中旬实际运营的P2P网贷机构已经全部归零
互助险	互助保险	2021.1	美团关闭互助业务	银保监会首席风险官兼新闻发言人肖远企表示，逆选择风险不断增加是主因

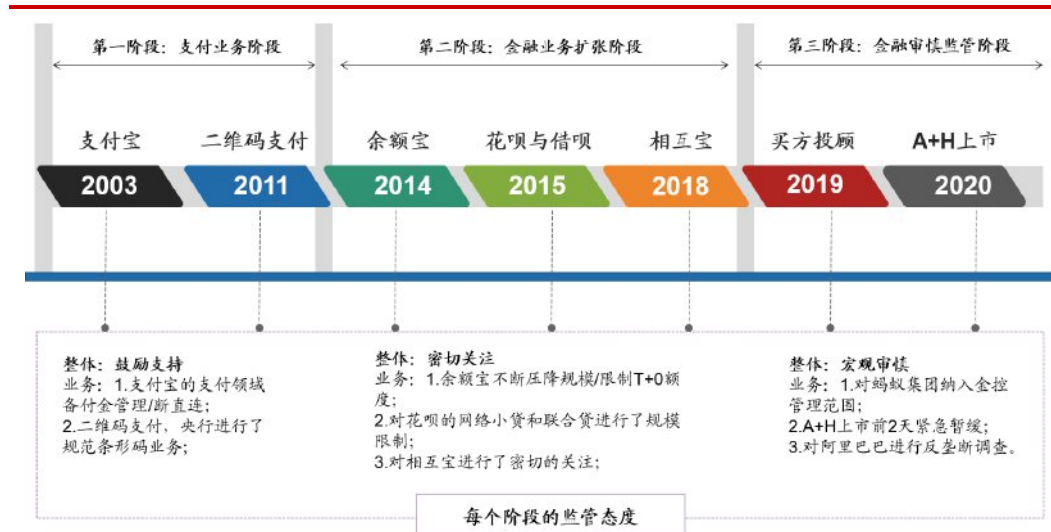
资料来源：国务院网站，证监会网站，银保监会网站，华宝证券研究创新部

1.3. 资本市场：蚂蚁集团暂缓 IPO 上市

2020 年，蚂蚁集团 IPO 事件是互联网金融乃至金融圈一大要事，尤其是上市前紧急暂缓和与之相关的监管政策的发布。2020 年 11 月 2 日晚，在蚂蚁集团临上市前 3 日，央行、银保监会就《网络小额贷款业务管理暂行办法》征求意见稿向社会公布，11 月 3 日上交所就紧急发布《关于暂缓蚂蚁科技集团股份有限公司科创板上市的决定》。此类关于蚂蚁集团 IPO 上市、互联网金融政策、普惠金融与小微贷等的讨论，是影响中国互联网金融乃至金融科技业态未来 3-5 年发展形势的大事件。有人说，蚂蚁集团的发展就是中国互联网金融发展的缩影，对蚂蚁集团 IPO 的态度即互联网金融监管的态度，因此，回顾蚂蚁集团的发展与监管政策的导向，才能真正读懂互联网金融在中国的发展趋势。

我们认为，蚂蚁集团发展有三大阶段。第一阶段：以支付宝为代表的支付业务阶段；第二阶段：以蚂蚁金服为代表的金融业务扩张阶段，以及当前的第三阶段：回归本质阶段。

图 243 蚂蚁集团发展的三阶段关系



资料来源：华宝证券研究创新部

第一阶段：支付宝支付业务阶段（2003 年-2011 年）

支付宝前身是服务淘宝网的支付结算部门。2003 年，C2C 概念的淘宝网上线后，为解决在线交易买卖双方的信任问题，第三方担保交易应运而生；2004 年，支付宝公司正式成立；2009 年，支付宝率先推出移动端支付宝 APP；2010 年，支付宝开启快捷支付，并在 2011 年推出了二维码支付，截止到 2020 年 6 月，支付宝占据第三方支付 55.6% 的市场份额，排名市场第一。

点评：第一阶段，支付业务是蚂蚁集团（支付宝母公司）重要的发展方向，期间推出的担保交易、快捷支付、二维码支付、脸部支付、声音支付、生物支付等都是在金融支付领域的创新。初期，第三方支付所在的非银支付领域属于监管真空期，直到2005年6月，央行发布的《支付清算组织管理办法（征求意见稿）》才正式向符合条件的公司颁发《支付清算业务经营许可证》。2005年11月，在央行首篇《中国金融稳定报告2005》中提到“非金融类机构在支付服务市场中的作用日渐增强，成为支付服务市场的重要补充。”因此，在2004年-2010年这6年时间，监管对于支付宝以及当时的金融创新处于鼓励支持阶段。但也需要关注，非银支付亦属于央行支付体系的重要组成部分，其规范管理一直由央行直接负责监管。2011年5月，央行正式开始颁发支付业务许可证，截至2015年共发放约300张牌照，此后央行停止颁发许可证，并开始进行强力的支付业务监管。2017年至2018年间，“强监管”、“断直连”、“备付金”纷纷落地，非银的第三方支付最终实现全面监管。

第二阶段：蚂蚁金服为主的金融扩张阶段（2011年-2018年）

2010年1月，彭蕾兼任支付宝第三任CEO，支付宝的发展思路由原来的单一支付业务为主的产品逐渐演变成涵盖商品买卖、移动支付、金融服务的生态系统，尤其是金融服务，成为这一阶段的重要方向；2013年3月，支付宝的母公司宣布将其为主体筹建小微金融服务集团，小微金融成为蚂蚁金服的前身；2014年10月，蚂蚁金融服务集团正式宣告成立，蚂蚁金服走上财富管理发展之路。根据统计，截至2020年12月，蚂蚁集团旗下拥有支付牌照、网络小贷、银行、保险、券商、基金、商业保理等众多金融/类金融业务资格牌照。

表 159 蚂蚁集团的金融牌照梳理（2020年12月）

范围	资格/牌照	获得时间	获得主体	备注
第三方支付	支付业务许可证	2011年5月	支付宝（中国）网络技术有限公司	第一批获得
公募基金	基金销售支付结算业务资格（基金第三方支付）	2011年5月	支付宝（中国）网络技术有限公司	/
	公募基金业务资格	2013年10月	天弘基金管理有限公司	蚂蚁集团为第一大股东（持股51%）
	基金代销牌照业务资格	2015年4月	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	收购杭州数米基金销售有限公司
	公募基金投资顾问业务	2019年12月	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	第二批试点获得
银行	民营银行	2015年5月	浙江网商银行	第一批试点民营银行
小贷公司	网络小贷	2013年8月	重庆市蚂蚁小微小额贷款	花呗主体
	网络小贷	2011年6月	重庆市蚂蚁商诚小额贷款	借呗主体
消费金融	消费金融	2020年9月	重庆蚂蚁消费金融有限公司	第一大股东（持股50%）
保险	财产保险业务	2016年7月	国泰财产保险有限责任公司	第一大股东（持股51%）
	互联网保险	2013年10月	众安保险	第一大股东（持股19%）
	相互保险	2017年5月	信美人寿相互保险社	第一大股东（34.5%）
	保险代理	2016年9月	蚂蚁保保险代理有限公司	/
征信	百行征信	2018年3月	芝麻信用管理有限公司	持股8%
保理	商业保理	2012年12月	商融（上海）商业保理有限公司	/

资料来源：蚂蚁集团招股说明书，华宝证券研究创新部

点评：对于2011年开启的财富管理时代，监管部门对包括蚂蚁集团在内的互联网平台公司，采取的态度是在符合监管要求的前提下有条件地允许设立。2020年9月，蚂蚁集团就与多家企业联合敬请参阅报告结尾处免责声明

获得了消费金融牌照。除了证券牌照外，蚂蚁集团囊括了大部分金融业务资格，面对互联网公司属性的金控集团，2018年5月市场传出的五家金融控股监管试点名单中，蚂蚁金服赫然在列。2020年9月，国务院印发了《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，央行也颁布了《金融控股公司监督管理试行办法》，因此在招股说明书中，蚂蚁集团表示，公司拟以全资子公司浙江融信为主体，申请设立金融控股公司并接受监管，并由浙江融信持有从事金融活动的子公司的股权。

第三阶段：金融审慎下回归本质阶段（2018年至今）

2017年，在监管趋严和竞争加剧的背景下，蚂蚁金服宣布由“FinTech”向“TechFin”转型，战略转向技术输出，为传统金融机构、互联网公司以及金融科技公司输出定制化解决方案。去金融化、去杠杆、发展技术为金融机构和政府赋能成为蚂蚁此后的主要思路。2018年5月，蚂蚁金服旗下花呗宣布向银行等金融机构开放，未来将与金融机构共同开拓更多服务场景，这也意味着蚂蚁金服的所有金融产品（财富号、车险、定损、互联网货币基金）均已实现开放。此外，在云计算、区块链等数字经济领域，以及互联网财富管理领域，蚂蚁集团顺应时代发展趋势不断探索，不断优化金融服务模式。在此阶段由于对网络借贷的强监管，蚂蚁集团也逐步重视金融产品代销尤其是公募基金为主的线上销售、服务与社区营运和直播。2020年7月，蚂蚁金服正式更名为“蚂蚁集团”，标志蚂蚁从金融服务业战略转向金融科技业务领域，即实现由金融公司向科技公司的转型。拆分金融与科技业务，是当下以及未来蚂蚁集团的主要选择。

点评：在金融供给侧结构性改革、增强金融服务实体经济能力和打好防范化解金融风险攻坚战的大趋势下，蚂蚁集团较早启动转型（2017年），体现蚂蚁集团对政策的敏感性以及监管层对蚂蚁业态的关注。但蚂蚁集团的IPO紧急暂缓以及当下互联网平台重新审视金融业务与科技业务的界限，是整个互联网金融行业的新方向。2020年伊始，对于互联网平台金融的宏观审慎管理体现了监管部门对于新一轮互联网发展的重新思考与定位。2020年公募基金行业大爆发，蚂蚁集团利用其扎实的财富业务基础和丰富的业务资源及时开启了全新的应对策略。

表 160 蚂蚁集团发展三阶段

阶段	周期	代表业务	标志事件	监管态度
第一阶段	2004年-2011年	支付宝为主的支付业务	2011年，获得国内首批第三方支付牌照	2015年前：鼓励发展； 2015年-今：支付牌照暂停发放，对支付业务纳入全面监管
第二阶段	2011年-2018年	蚂蚁金服线上借贷业务	2013年，与天弘基金推出的余额宝货币基金产品	2017年前：符合要求允许申请； 2017年-今：金融供给结构侧改革
第三阶段	2018年-今	公募财富管理的全新业务（拆分金融与科技）	2017年底，蚂蚁金服宣布由“FinTech”向“TechFin”转型	2018年-今：《金融科技发展规划（2019-2021年）》、金控集团、小微小贷管理监管办法

资料来源：华宝证券研究创新部

2.行业变革：新互联网财富时代的来临

2020年，以财富管理为主线的线上化投顾与数字化财富大时代已拉开全面竞争的序幕。2021年1月和2月，公募基金连续2个月的开门红数据足以证明大财富管理市场的宽度和深度。以公募基金、标准化产品为主线，用数字化思维去营销的互联网金融一如当初的时代浪潮，大浪淘沙方见真。站新的时间窗口下，互联网金融生态圈发生了根本性的变化。与2013年余额宝开启的第一轮财富运动不同，当下互联网财富管理面临的是更为成熟的投资市场、更为理性的宏观审慎监管以及投教更为全

面的客户群体，经历了 2020 年互联网金融监管政策的层层加码后，全新的互联网财富管理新时代是各种因素叠加的必然。

2.1.宏观因素：疫情后经济增长强力，居民可支配收入攀升

2020 年全球经济遭受到新冠疫情的重创，作为全球第二大经济体，得益于互联网以及数字化经济思维，中国的经济表现强劲，中国个人可投资金融资产总量也有显著提升，为互联网财富管理行业的发展奠定了客户需求基础。根据国家统计局公布的 2020 年经济数据：全年国内生产总值为 1015986.2 亿元，GDP 总量突破百万亿元大关，全年 GDP 同比增长 2.3%。从 2013 年到 2020 年，我国国内生产总值持续上升。截至 2020 年底，我国居民人均可支配收入达 32189 元，相比上年名义增长 4.7%，我国居民收入呈平稳增长趋势。随着个人财富的不断累积，我国个人可投资资产规模也将爆发性增长。根据 Oliver Wyman 的预测，中国个人可投资资产规模将从 2019 年的 160 万亿元以 10.3% 的年均复合增长率增长至 2025 年的 287 万亿元。正是基于当前的大环境，互联网财富管理时代成为了为居民服务、为居民财富增值保值的大时代，也是金融服务实体经济具体可实施的大时代。

图 244 2013-2020 GDP 总量与居民人均可支配收入

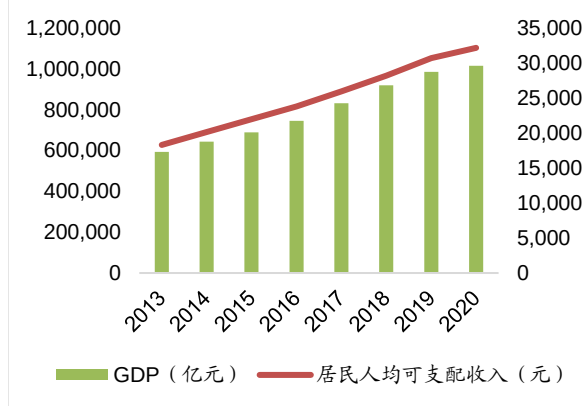
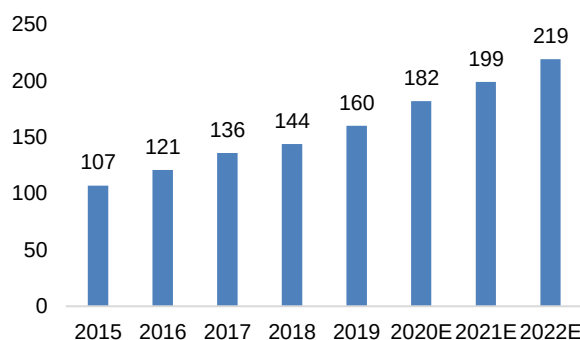


图 245 中国个人可投资金融资产总量（万元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

资料来源：Oliver Wyman，华宝证券研究创新部

2.2.配置因素：房地产限购政策持续，类固收收益率调控

2020 年以来，“房住不炒”成为稳定我国房地产市场健康运行的主旋律。以上海为例，2021 年 1 月，上海市住建委等八个部门联合发布“沪十条”，分别从土地、限购、信贷等方面调控楼市，并指出若夫妻离异，任何一方自夫妻离异之日起 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。一线城市的房地产被锁定、核心资产的需求导致居民财富需要更具有吸引力和流动性的金融产品去承担。

表 161 北上广深一线城市购房条件

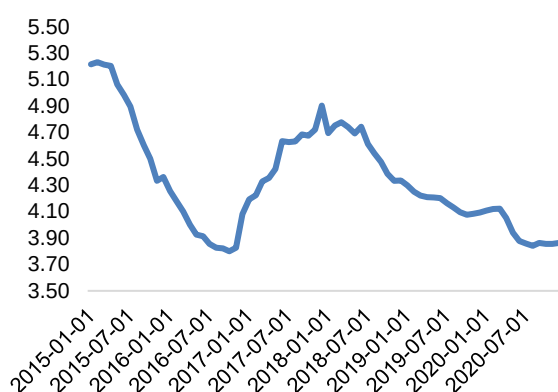
		北京	上海	广州	深圳
本地户籍限 购套数	单身	1	1	1	1
	已婚	2	2	2	2
非本地户籍 限购套数	购房 资格	有效暂住证和连续 5 年(含)以上在本市缴纳社会保险或个人所得税缴纳证明	连续 5 年及以上在本市缴纳社会保险或个人所得税	自购房之日前 5 年内在本市连续缴纳 3 年以上个人所得税缴纳证明或社会保险缴纳证明	自购房之日起计算的前 5 年及以上在本市连续缴纳个人所得税或社会保险

	单身	1	0	1	1
	已婚	1	1	1	1

资料来源：华宝证券研究创新部

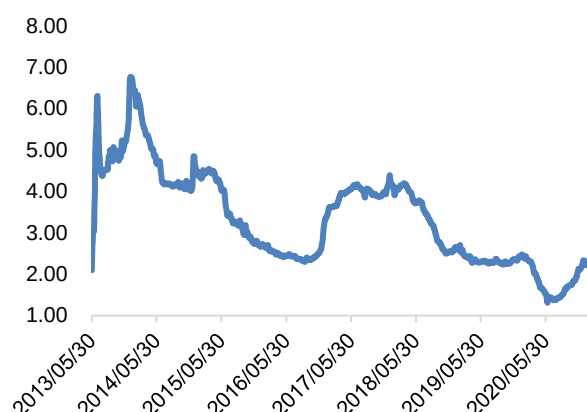
在宽松货币政策的引导下，全球市场处于资金面宽松的局面。2018 年以来，我国资管新规强调资管产品需去通道化、打破刚性兑付以及明确标准化资产，因此，银行理财及货币基金收益率大幅下降。根据 iFind 数据，2015 年初，银行理财收益率为 5.23%，到了 2020 年 12 月底，银行理财产品平均收益率为 3.85%，同比下降 1.38%。此外，红极一时的“天弘余额宝”货币基金产品七日年化收益率也逐年下降。自 2013 年 5 月该基金成立以来，其收益率最高值可达 6.76%，而截至 2020 年底，其七日年化收益率仅为 2.34%，减少近 4.42%。

图 246 银行理财平均收益率 (%)



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 247 天弘余额宝七天年化收益率 (%)

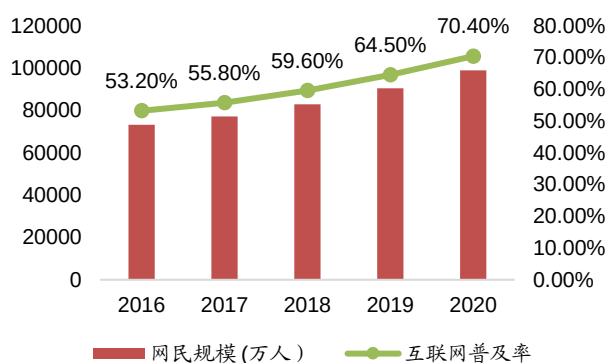


资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

2.3.客群因素：互联网广泛普及，投资人群年轻化

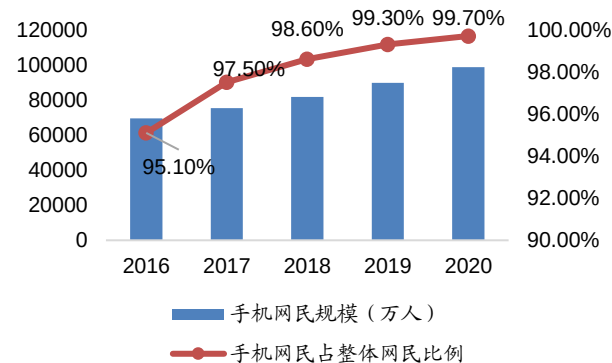
根据互联网络信息中心 2021 年发布的第 47 次《中国互联网发展状况统计报告》显示，至 2020 年 12 月底，中国网民规模达 9.89 亿人，互联网普及率达 70.4%，我国网民总体规模已占全球的五分之一左右。与 2020 年 3 月相比，仅六个月新增网民就高达 8640 万人次，互联网普及率提升 5.9%。智能手机的普及进一步提升了我国互联网的普及率，截至 2020 年底，我国手机网民达 9.86 亿人，占总体网民的 99.7%。

图 248 2016-2020 年网民规模及互联网普及率



资料来源：中国互联网络信息中心，华宝证券研究创新部

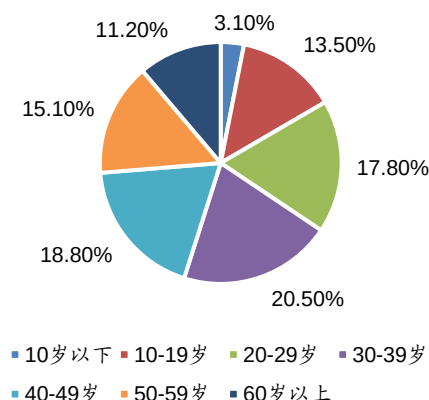
图 249 2016-2020 年手机网民规模及普及率



资料来源：中国互联网络信息中心，华宝证券研究所

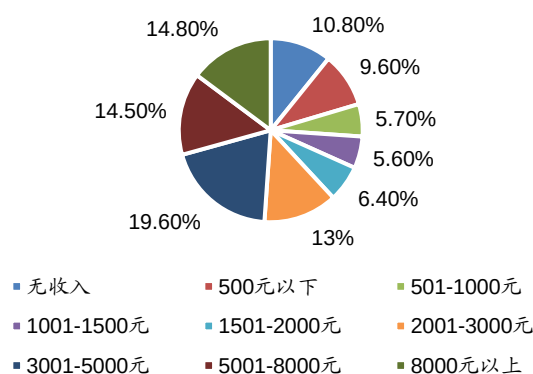
根据中国互联网络信息中心调查的数据显示,我国 20 至 60 岁的青壮年占据了我国网民规模的 72.2%。根据安永等机构的报告显示,年轻一代的客户对未来财富管理最关注的前三名为:全面数码生态系统/多渠道服务、自助投资平台、即时通信应用程序(微信、WhatsApp 等)。开展互联网财富管理业务是吸引新时代年轻人的重要方式。此外,根据中国互联网络信息中心调查的数据显示,在我国,互联网客群的收入普遍在 8000 元以下,月收入在 8000 元以上的网民仅占到整体的 14.8%。而开展互联网财富管理业务,其目标群体也足够单一即使用智能手机的互联网长尾客户。

图 250 截至 2020 年底我国网民年龄结构



资料来源:中国互联网络信息中心,华宝证券研究创新部

图 251 截至 2020 年底我国网民收入结构



资料来源:中国互联网络信息中心,华宝证券研究创新部

3.2020 年全球互联网金融行业:数字货币与 SPAC

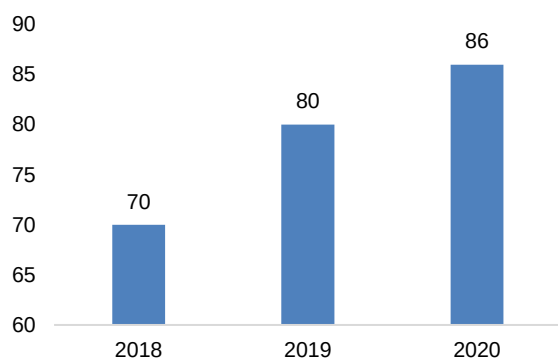
3.1.全球数字货币:2020 年加速推进

(1) 全球央行数字货币进程加速

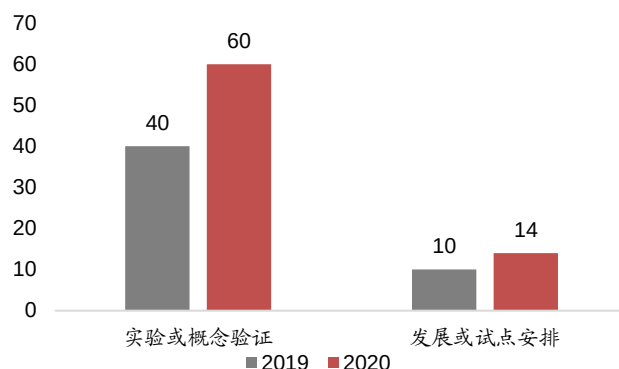
2020 年,央行数字货币成为了全球各国央行竞相关注的焦点。与 2019 年多数国家在基本概念、发行类型以及社会价值贡献等方面存在巨大分歧不同,从 2020 年开始,各国央行对数字货币形态的认可以及付之实践成为大趋势。2021 年 1 月,国际清算银行(BIS)的工作论文《Ready, steady, go? – Results of the third BIS survey on central bank digital currency》显示,目前全球有 86%的中央银行正在致力于推出自己的数字货币 CBDC(2019 年,该数据为 80%),大约 60%的中央银行在进行 CBDC 的实验或概念验证(Experiments or proofs-of-concept),这一数字相比于 2019 年增加了近 20%。而 2020 年,有近 14%的央行已经发展或试点安排(Development or pilot arrangements)。

图 252 正积极探索 CBDC 的样本国家占比(%)

图 253 两种研究类型结果样本国家比例(%)



资料来源：国际清算银行，华宝证券研究创新部



资料来源：国际清算银行，华宝证券研究创新部

2020 年，少数国家诸如巴哈马、柬埔寨等已经发行了央行数字货币，包括中国在内的一部分国家正处于测试环节。其他发达国家诸如美国和俄罗斯都已经不局限于概念与理论研究，进入高阶的准备阶段。当然，传统的欧洲地区，尤其是英国等国家，目前进程稍慢处在初期的研究阶段。

表 162 2020 年全球部分国家或地区央行数字货币的发行状态

状态	国家/地区	内容	备注
发行中	巴哈马	2020 年 10 月，巴哈马中央银行宣布 Sand Dollar 作为一种国家支持的虚拟货币现在可在全国范围内使用	成为世界上首个正式推出 CBDC 的国家
	柬埔寨	2020 年 10 月，正式推出由柬埔寨央行支持的数字货币 Bakong	Bakong 支持美元和里尔(柬埔寨货币)的交易
试点中	中国	2020 年 10 月和 12 月，深圳和苏州进行试点	中国的 DCEP 数字人民币试点
	瑞典	2020 年 2 月，宣布实行数字货币“e 克朗”试点	或将成为全球首个无现金国家
准备中	美国	2021 年 2 月，美联储主席鲍威尔认为，不需要成为开发数字货币的第一人	之前谨慎，进入 2020 年态度转变，不再仅限于研究，2021 年开始试验
	俄罗斯	2020 年 10 月，俄罗斯央行于正式发布了 CBDC 咨询报告	至少有五家俄罗斯银行，有意参与 2021 年上半年俄罗斯非公开的数字货币试点项目
研究中	欧盟	2020 年 10 月，欧洲央行发布一份关于可能发行数字货币的综合报告。欧洲央行计划于 2021 年年中就是否启动数字欧元项目做出决定。	欧洲央行于 2020 年 10 月 12 日启动公共咨询
	英国	2020 年初，英格兰银行(央行)发布的报告显示“如果英国要引入 CBDC，它将以英镑计价。但英国央行尚未决定是否引入 CBDC，并打算广泛考虑这样做的益处、风险和实用性。”	2020 年 7 月，英国央行行长贝利表示“正在研究是否应该创建英格兰银行数字货币”。

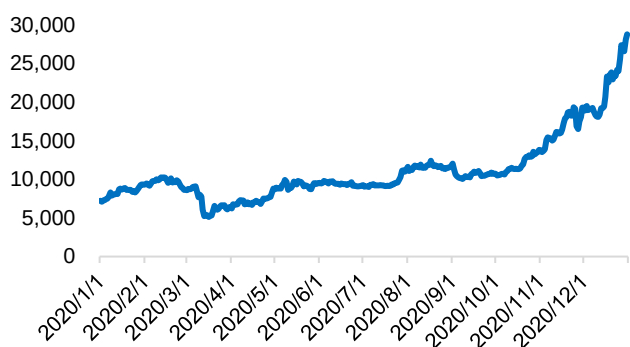
资料来源：新华社，Wind，搜狐网，华宝证券研究创新部

(2) 比特币震荡中单价屡创新高

2020 年，是比特币诞生的第 12 年，也是比特币发展历程中波动最为剧烈的一年。年初受到疫情影响比特币悬崖式跌到 3800 美元/枚，但随着夏天疫情有所好转以及比特币每四年一次的减半机制，比特币随之上涨并在 10000-12000 美元/枚附近震荡。进入 10 月份，华尔街投资机构诸如 ARK Invest 等纷纷公布比特币持仓，比特币迎来一波快速的大涨行情。2020 年最后两月，比特币接连突破关键价位，毫不费力刷新 19000 美元/枚的历史记录，并在年末突破 29000 美元/枚的大关。此外，比特币的年交易量又一次刷新记录，其加密货币的地位已经稳固。2017 年比特币仅有约 0.87 万亿美元交易

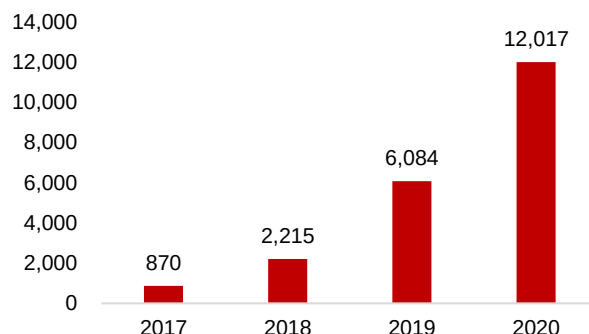
量, 2018 年翻倍为 2.21 万亿美元, 2019 年比特币全年交易量为 6.08 万亿美元, 2020 年再次翻倍达到 12.01 万亿美元, 高于前三年交易量之和。

图 254 2020 年比特币价格走势 (美元/枚)



资料来源: QKL123 官网, 华宝证券研究创新部

图 255 2017-2020 年比特币年交易量 (单位: 十亿美元)



资料来源: Bitcoinvisuals 官网, 华宝证券研究创新部

3.2. 海外互联网机构上市新模式: SPAC

2020 年, 海外证券市场 SPAC (特殊目的收购公司, Special Purpose Acquisition Company) 上市模式骤然兴起。以美国为主的资本市场通过 SPAC 上市的企业数量和募资规模皆创历史新高, 尤其是互联网类、科技类、新技术类以及新能源企业, 通过 SPAC 上市成为了它们的首选。国内的众多新业态机构, 诸如在线教育、医美等机构也通过 SPAC 形式登陆美股证券市场。

(一) SPAC 基本概述

(1) SPAC 定义: 为收购未上市公司而设的特殊形式公司

SPAC 的英文全称为 Special Purpose Acquisition Company, 译为特殊目的收购公司, 为海外 (主要是美国、加拿大) 特有的一种上市形式。根据美国证监会官网的介绍, 特殊目的收购公司被定义为一家没有具体业务的公司, 其设立目的是通过首次公开发行 (IPO) 来募集资金以收购合并另一家私有公司, 即 SPAC 并购交易 (De-SAPC Transactions) 可使得该私有公司快速上市。因此, 特殊目的收购公司也被称为空头支票公司 (Blank-Check Company)。

(2) SPAC 性质: 另类 IPO 模式

SPAC 并不完全是一种传统的 IPO, 它的性质像是一种另类的 IPO 模式。与传统的买壳上市不同, SPAC 是由发起方 (或者投资人) 自己造壳, 其自身并没有实际业务, 公司账户里只有募集的现金, 并根据上市的规则要求在一定期限内通过并购非上市公司来实现业务注入和价值增值。SPAC 募集的资金需要全数存放在托管账户, 日后用作合并或收购。寻找到合适目标后, 须聘请承销商等专业机构为合并或收购的项目进行一系列尽职调查及财务审计等, 并需要通过股东大会决议进行收购或合并。若公司在限期内成功实现并购上市, 股价和市值与其他上市公司表现并无差异, 若公司未能觅得收购目标, 则面临清盘风险。

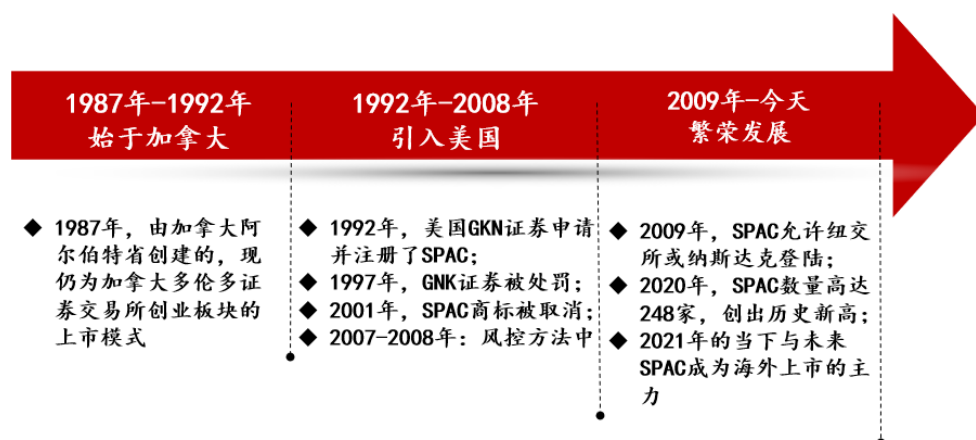
(3) SPAC 参与方: 华尔街与硅谷大佬

SPAC 发起人一般为有相关行业背景和管理经验的管理团队, 通常有以下几类: 1、能力突出的管理人员; 2、资金充沛的人员; 3、另类资产管理公司; 4、上市公司; 5、投资银行。目前美国的 SPAC 主要是由基金、著名投资人、华尔街以及硅谷公司大佬等出资作为发起人成立空白支票公司后, 于纳斯达克或纽约证券交易所上市集资, 其任务是一至两年内集中收购具前景, 但尚未上市的公司。

(4) SPAC 发展历史

SPAC 的整体发展历史可概括为始于加拿大、兴于美国。但细分来看，SPAC 整体发展有三大阶段。

图 256 SPAC 发展历程与三阶段



资料来源：华宝证券研究创新部

(二) 回顾 2020 年 SPAC 发展情况

(1) SPAC 数量：大爆发

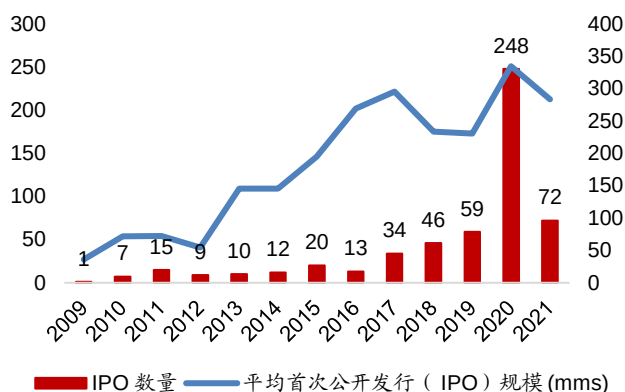
根据 SPAC Insider 数据显示，近十年来，美国 SPAC 首次公开发行（IPO）数量及平均 IPO 规模均呈上升趋势。受到 2020 年新冠疫情的冲击，市场的不确定性使得传统 IPO 表现疲软，更多企业将目光转向 SPAC 上市模式，并将 2020 年 SPAC 发行数量及规模都推至近十年新高，分别为 248 家与 3.348 亿美元。相比于 2019 年的 59 家 SPAC 公司，2020 年的 IPO 数量翻了近三倍多，平均 IPO 规模也增长了 45%，由此可见，2020 年是 SPAC 公司蓬勃发展的一年。截至 2021 年 1 月 26 日，2021 年仅前两个月的 SPAC IPO 数量已达 72 家，平均 IPO 规模达 2.839 亿美元，进而推测，2021 年 SPAC 的规模将进一步扩大。

(2) SPAC 成功上市率：仅一成

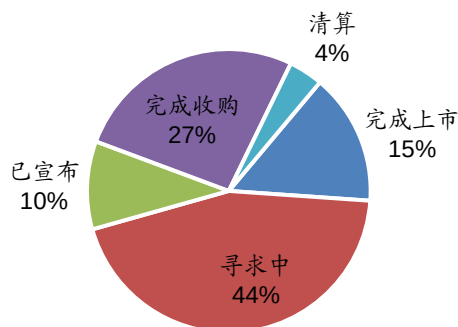
根据 SPAC Insider 的数据显示，从 2010 年至 2021 年 2 月，共有 667 家 SPAC 公司发起上市，其中约 297 家即总数的 45% 目前仍在寻求（Searching）合并目标企业；完成收购（Completed）即完成合并的 SPAC 公司数量为 177 家，占比 27%；已宣布（Announced）并购目标的企业占总数的比例为 10%；最终完成注册上市（Filed for IPO）的 SPAC 公司目前仅 100 家，占据总数的 15%。另外，26 家即约 4% 的 SPAC 公司未在规定时间内完成并购，则被清算（Liquidated）。

图 257 2009-2021 年 2 月美国 SPAC 的 IPO 数量以及平均规模（右轴，单位：百万美元）

图 258 2010 至 2021 年 2 月美国 SPAC 公司发行状态最终情况



资料来源：SPAC Insider，华宝证券研究创新部



资料来源：SPAC Insider，华宝证券研究创新部

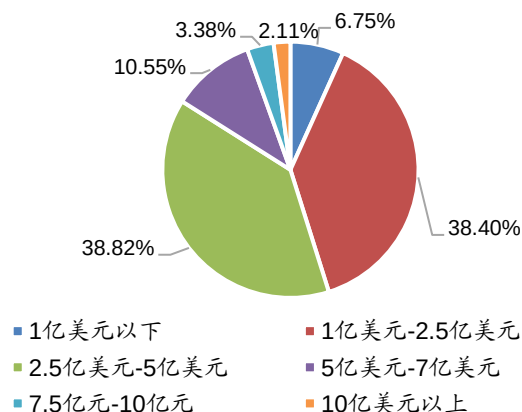
（3）SPAC 公司发行规模：5 亿美元以下

根据 SPAC Track 数据，2020 年 SPAC IPO 发行规模集中在 1 亿美元至 5 亿美元的区间，占据发行总体的 77.22%，其中发行规模在 2.5 亿美元至 5 亿美元的 SPAC 公司占总体的 38.40%，发行规模在 1 亿美元至 2.5 亿美元的 SPAC 公司占总体的 38.82%。其次，规模在 5 亿元至 7.5 亿元的公司占总体的十分之一，上市规模大于 7.5 亿美元以及小于 1 亿美元的公司则只分别占有总数的 5.49% 及 6.75%。其中，值得一提是对冲基金经理比尔阿克曼（Bill Ackman）于 2020 年 7 月创立的 SPAC 公司潘兴广场唐亭控股有限公司（Pershing Square Tontine Holding，代码 PSTH）共募集了 40 亿美元，创造了 SPAC 募集规模的新高。

（4）SPAC 市场中介：涵盖传统大部分投行

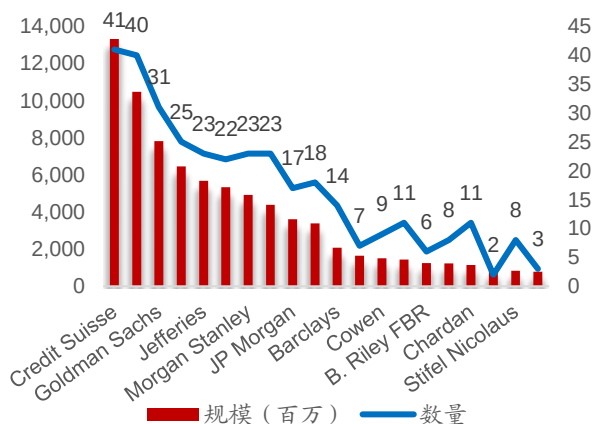
根据 SPAC Research 数据，2019 年参与 SPAC 承销的券商共 32 家，而 2020 年这一数据激增到 71 家，接近原先的一倍。2020 年，美国上市的 SPAC 公司的承销商不仅包括传统大型投行，例如瑞士信贷集团（Credit Suisse）、花旗集团（Citi group）、高盛（Goldman Sachs）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、摩根大通（JP Morgan）等，还包括 Early Bird Capital 此类主营 SPAC 上市的专业投行。从承销额和承销数量上看，瑞士信贷集团（Credit Suisse）以 41 家 SPAC 上市公司以及 133.239 亿美元的承销规模占据榜首，相比 2019 年，承销数量及承销额俱佳的康多尔（Cantor Fitzgerald）仅为 14 家及 30.76 亿美元。

图 259 2020 年美国 SPAC 公司募集资金规模（单位：%）



资料来源：SPAC Track，华宝证券研究创新部

图 260 2020 年美国投行机构承销 SPAC 公司数量（右轴，单位：家）以及承销规模（左轴，单位：百万美元）



资料来源：SPAC Research，华宝证券研究创新部

4.互联网金融商业模式：传统机构数字化与互联网财富管理新时代

4.1.传统金融机构全面数字化改革：监管落地 平稳前行

进入 2020 年，面对疫情带来的新变化，传统的金融机构加速优化手机 APP 等“非接触式”服务，提供“云”保障和线上服务，保障了基本金融业务不中断。经过前几年的摸索式发展，监管部门对于金融机构业务互联网化发展态度更为明确，那就是在统一的业务规则管理下，明确金融机构开展互联网业务、数字化业务的边界、理清机构的权利和义务、规范行业健康发展。传统的金融机构纷纷放弃“互联网金融+”概念，全面拥抱并开启数字金融。

4.1.1.数字货币：中国 E-CNY 即将到来

2020 年，中国的央行数字货币 DC/EP（中文全称“数字货币电子支付”，对应的英文名“Digital Currency/Electronic Payment”）经过 6 年多的研究、测试与顶层设计，最终于 2020 年 10 月和 12 月分别在深圳、苏州两地进行了红包试点并与世人见面。回顾 2020 年全年，中国在数字货币上位法规范制定以及领导人定调方面，发展蓝图逐渐清晰。通过对 2020 年中国数字货币重要事件的梳理，中国数字货币的发展脉络和趋势跃然纸上。

表 163 2020 年中国数字货币相关大事件

时间	事件/人物/制度	内容	意义
2020.01	央行官方微信公众号发布《盘点央行的 2019：金融科技》	内容指出：在坚持双层运营、MO 替代、可匿名的前提下，基本完成法定数字货币顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作	研发工作基本完成
2020.04	央行数字货币研究所发布	数字人民币正在稳妥推进，先在深圳、苏州、雄安新区、成都及未来的冬奥场景进行内部封闭试点测试	“4+1”试点提出
2020.05	央行行长易纲表示	数字人民币目前的试点测试，还只是研发过程中的常规性工作，并不意味着人民币正式落地发行，何时正式推出尚未有时间表	暂无推出时间表
2020.08	商务部印发《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》	在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点。人民银行制订政策保障措施；先由深圳、成都、苏州、雄安新区等地及未来冬奥场景相关部门协助推进，后续视情扩大到其他地区	再次明确 4+1 试点
2020.10	深圳试点	深圳市人民政府联合中国人民银行开展了数字人民币红包试点	国内首次试点
2020.10	《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》	规定人民币包括实物形式和数字形式，明确任何单位和个人禁止制作与发售数字代币	上位法修订
2020.10	央行行长易纲发表《建设现代中央银行制度》	指出稳妥推进数字货币研发，有序开展可控试点，健全法定数字货币法律框架	法律框架再提出
2020.10	第 21 期《求是》杂志发表习近平的重要文章《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》	文章指出，我们要乘势而上，加快数字经济、数字社会、数字政府建设，推动各领域数字化优化升级，积极参与数字货币、数字税等国际规则制定，塑造新的竞争优势	国家领导人定调
2020.11	央行行长易纲	央行数字货币仍处于初始阶段，还需复杂而完	法律和监管框

		善的法律和监管框架辅以支撑;	架
2020.11	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	建设现代中央银行制度,完善货币供应调控机制,稳妥推进数字货币研发	写入十四五
2020.11	中国金融学会会长、央行原行长周小川	DC/EP 是一个双层的研发与试点项目计划,并非一个支付产品。DC/EP 项目计划里可能包括着若干可以尝试并推广的支付产品,这些产品最后被命名为 e-CNY,即数字人民币	DC/EP 与 e-CNY 区分
2020.12	苏州试点	苏州市联合中国人民银行开展数字人民币红包试点	苏州试点

资料来源:央行网站,商务部网站,华宝证券研究创新部

通过梳理,2020 年中国央行数字货币呈现出几个明显的趋势:

第一,从代币到央行主权币:央行数字货币在中国地位逐渐提高、影响力日益变大。虽然金融从业人员以及投资者对数字货币的大部分记忆都还停留在 2017 年,央行等七部委停止了 ICO (Initial Coin Offering, 首次代币发行) 和比特币的国内交易,普通数字货币遭遇强力监管。但是,央行数字货币却成为全球各国在新一轮数字经济领域竞争的制高点,尤其是我国央行,早在 2014 年组织专家成立了专门的研究团队,2016 年成立数字货币研究所并取代纸币印制研究所,再到 2020 年全年,国家主席领导习近平关于数字货币的讲话、数字货币写进十四五规划、《中国人民银行法》的修订以及两个试点城市的推广,央行数字货币在中国地位逐渐提高、影响力日益变大。

第二,从央行数字货币到数字人民币:中国央行数字货币在名称、定义和性质等领域认知逐渐统一。从央行数字货币名称方面,可以清晰看出数字货币在中国的进化:中国央行数字货币是从加密货币/虚拟货币+区块链技术逐渐开启的,经历了海外公有链私人货币诸如比特币的发展以及 CBDC (Central Bank Digital Currencies, 央行数字货币) 的兴起,2018 年,DC/EP 也即中国版本的 CBDC 被时任央行行长周小川首次提出。2020 年 11 月,周小川再次深度解读 DC/EP 和数字人民币 e-CNY 概念,认为 DC/EP 是一个双层的研发与试点项目计划,并不是一个支付产品,而 e-CNY 是 DC/EP 最终的一个支付产品。从英文 DC/EP 到 e-CNY,再到中文央行数字货币这个专业名称逐渐变为通俗易懂的数字人民币,我国央行数字货币在名称、概念、定义和性质上逐渐明晰。

第三,从运营组织设计到法律+监管框架设计:我国数字人民币顶层设计更加宏观审慎。2020 年以来,央行行长易纲多次提到我国数字人民币设计还处于初始阶段,需要制定复杂而完整的法律和监管框架,中国央行期待与国际清算银行 (BIS) 和全球金融稳定委员会 (FSB) 展开讨论和合作,让央行数字货币稳步发展 2020 年,数字人民币更加关注法律制度的完善以及监管框架的配合,2020 年 10 月《中国人民银行法》征求意见稿中关于数字货币的描述为未来发行数字人民币提供了法律依据。

第四,从理论模型到试点城市运行:我国数字人民币即将大范围推广。2020 年 10 月和 12 月,我国的深圳市和苏州市分别开启了我国数字人民币红包试点公司。在 2020 年央行数字货币/数字人民币重要事件中,我们也多次看到,不同领导和政策文件反复强调了 4+1 试点,即深圳、成都、苏州、雄安新区等地及未来冬奥场景试点。我们有理由相信,大范围推广试点或是 2021 年的常态。

4.1.2. 数字支付: 新政欲来 后浪入场

中国数字经济之所以在全球领先,离不开中国数字支付行业,尤其是第三方支付行业的繁荣发展。2020 年 11 月,银保监会主席郭树清在 2020 年新加坡金融科技节上提到,“随着电子支付特别是移动支付普及,中国已实现基本金融服务城乡全覆盖。即使在最偏远的农村地区,每个成年人也都有自己的银行账户。中国的移动支付普及率和规模位居全球首位,存款、取款和汇款几乎都实现了实时到

账。网上消费蓬勃发展，城乡居民生活更加方便。”2021年1月，中国人民银行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，央行重新定义了支付业务，《非银支付条例》将原来的“三分法”（预付卡、银行卡收单、网络支付），变为“两分法”（储值账户运营和支付交易处理）。强化支付领域反垄断监管措施，明确界定相关市场范围以及市场支配地位认定标准，维护公平竞争市场秩序。

表 164 数字支付业务的再分类

分类			描述	机构以及产品
有清算业务和支付资格	银行等支付机构	内资机构	清算业务许可以及支付均需要有业务资格	银行支付、清算；外汇支付、清算等
		外资机构		
	非银行等支付机构	储值账户运营	根据《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	支付宝、微信、拉卡拉、随行付等
		支付交易处理		
无清算业务和支付资格	硬件以及场景支付	硬件：可穿戴设备、手机入口	依托硬件设备以及客户资源优势，提供支付入口，开展支付工具推广	苹果 ApplePay，三星 SamsungPay
		软件：各类支付软件		
	聚合支付	收单外包服务机构（备案约 61 家）	过技术手段将银行、第三方支付机构的多种支付服务整合于一体	聚合码牌、智能 POS 机、扫码枪、扫码盒子等
		非银支付机构（如美团钱袋宝）		

资料来源：华宝证券研究创新部

《非银支付条例》虽然目前只是征求意见稿，但是央行对支付行业的规范整治与管理已经日趋明确。目前，支付行业约有 200 多个支付业务牌照，2016 年至今，央行未曾发放新的支付牌照，反而却接连注销与惩罚行业中的违规第三方机构。根据统计，2020 年第三方支付机构已收到百余张罚单，罚金总额接近 3 亿元，远超 2018 年的罚金 2 亿元以及 2019 年的 1.5 亿元。数字支付业务盈利能力并未如市场预期一样好。根据蚂蚁集团在招股说明书上披露的子公司的财务数据显示，以及“蚂蚁旗下重要子公司 2020 年 1-6 月净利润合计占公司合并报表净利润的比例达到 88.45%”，我们可以推测出蚂蚁集团数字支付业务的发展情况。根据蚂蚁集团的招股说明书显示，支付宝（中国）网络技术有限公司和 Alipay Singapore 是蚂蚁集团旗下“数字支付与商家服务”的重要子公司，通过下表 165 可知，截止到 2020 年上半年，蚂蚁集团该板块总资产约为 705 亿元，净资产为 203 亿元，而净利润仅有 2.7 亿元。2019 年，蚂蚁集团数字支付业务净利润总和甚至为-0.16 亿元。

表 165 蚂蚁集团数字支付与商家服务子公司基本数据（单位：亿元，1 美元=6.8 人民币）

板块	公司	业务描述	2020 年上半年			2019 年			备注
			总资产	净资产	净利润	总资产	净资产	净利润	
数字支付与商家服务	支付宝(中国)网络技术有限公司	主要向商家和消费者提供数字支付及相关业务	558.58	127.18	3.13	476.16	118.5	1.20	人民币
	Alipay Singapore	从事国际数字支付与商家服务业务	21.6	11.29	-0.05	24.08	4.35	-0.2	美元
			146.88	76.77	-0.34	163.74	29.58	-1.36	人民币
合计			705.46	203.95	2.79	639.9	148.08	-0.16	人民币

资料来源：蚂蚁集团招股说明书，华宝证券研究创新部

尽管市场监管趋严、利润微薄，但作为互联网金融最为重要的入口，数字支付依旧是 2020 年众多互联网新兴“后浪”们都瞄准的业务方向。2020 年 1 月，拼多多收购获得“付费通”的支付牌照。2020 年 9 月，字节跳动收购合众支付、携程收购东方汇融、小米 100%控股了捷付睿通支付。2020 年 11 月，快手收购易联支付获得支付牌照。2020 年 11 月，B 站开始在其官网以及多家招聘网站上招募支

付业务相关岗位，并对“bilibipay.com”、“bilibipay.cn”等多个域名备案。除互联网公司外，科技硬件公司也纷纷入局。2021年初，曾宣称不会进入支付领域的手机硬件公司华为通过收购深圳市讯联智付网络科技有限公司获取了支付牌照，国内手机厂商中小米则是第一家获得支付牌照的公司，OPPO以及VIVO等也在互联网金融布局中有所突破。当下的小米，通过整合支付业务为入口，成立以天星金融（即原小米金融）为主体的金融业务版图，业务覆盖了小微贷、三方支付、互联网理财、虚拟银行等金融业务。无论是传统的互联网电商平台，还是硬件商、在线旅游公司甚至是视频网站，都逐步通过“支付业务”搭建自己的金融通道和差异化应用场景以获得客户流量以及全流程管控的业务闭环。这一运作模式已成为行业众多机构的金科玉律。

4.1.3 数字银行：互联网存款与互联网贷款新政落地

（1）互联网存款

互联网存款始于2018年，由国内的民营银行率先尝试。当年5月，互联网金融平台京东金融与民营银行重庆富民银行合力打造的第一款互联网存款产品“富民宝”正式上线京东金融平台。随后的一年时间，微众银行的“智慧存款+”、蓝海银行的“蓝宝宝”、三湘银行的“灵活存”、众邦银行的“众邦宝”等互联网存款产品上架各类互联网金融平台，互联网存款成为民营银行“揽储”的重要利器。当然除了民营银行外，国内的城商行、农商行、村镇银行、外资银行在最近几年纷纷开始利用各类互联网平台揽存，获客的力度不断加大，吸收存款的方式从传统的网上银行、手机银行等逐步拓宽到第三方互联网平台以及基于互联网开发平台的自营渠道（如公众号、小程序等）。互联网存款最初是由无法设立线下分支机构、负债端考核压力较大且业务较为薄弱的民营银行率先推动。银行提供产品和服务，通过第三方互联网金融平台销售存款产品，平台提供存款产品的信息展示和购买接口（债权债务关系方为存款人与银行）。通常平台会展示银行名称、产品期限、起存金额、存款利率、计息规则等信息，突出50万元内存款保险保障的信息。

图 261 支付宝（左）与滴滴金融（右）互联网存款产品



图 262 互联网存款的宣传亮点（2020 年 11 月）



资料来源：支付宝，滴滴金融，华宝证券研究创新部

资料来源：滴滴金融，华宝证券研究创新部

随着业务的发展，互联网存款的问题也日益暴露，根据央行金融稳定局局长孙天琦的报告显示，在有的第三方互联网平台存款业务中，一些强势平台介入银行产品和服务的管理，限制客户在银行渠道（如网银、手机银行等）对存款账户和产品进行查询、交易，只允许在平台操作存、取、转账、查询等，平台已成为银行网点服务的线上延伸。互联网平台合作通过发放加息券、现金奖励等方式，进一步提高存款产品利率，有些产品的实际利率早已突破央行制定的利率自律定价机制的上限，风险进一步暴露。

表 166 互联网存款的基本概念

互联网存款	内容	备注
起源时间	2018 年 5 月	京东金融与民营银行重庆富民银行合力打造的第一款互联网存款产品“富民宝”
参与主体	银行、互联网金融平台	银行：国有银行、股份制银行、城商行、农商行、村镇银行、外资银行等 100 多家 ；互联网金融平台：京东金融、苏宁金融、小米金融、度小满等外部 第三方互联网平台为主
参与方式	互联网三方合作/自主平台	主要通过互联网金融平台合作展示，少部分在自有 APP、公众号以及小程序中
参与门槛	10-100 元	大部分参与互联网存款为 100 元起
业务规模	1-2 万亿（2020 年底）	数据根据互联网金融平台数据和银行端大致测算
业务本质	一种互联网“揽储”模式	帮助部分地方中小银行、民营银行突破地域约束，其本质依旧是银行存款，借助的渠道是互联网平台
业务特征	支取灵活、利率高、门槛低	客户可以随时支取，部分银行宣传有 50 万存款保险保障
产品形式	活期存款靠档计息、定期存款提前支取靠档计息、周期付息、存单质押贷款等	互联网存款最开始产品形式主要是结构性存款，后期发展成为多类型的业务，包括最新的存单质押贷款
产品逻辑	高利率的互联网贷款覆盖存款的高利息	支取灵活主要因为互联网的存款其实是将部分定期存款进行收益权转让，即定期存款“活期化”；高利息的主要逻辑在与中小银行和民营银行参与互联网公司的小贷放款业务，即高贷款利率覆盖高存款利息
监管关注	人行窗口指导	2019 年 1 月，部分银行收到人行窗口指导整改靠档计息存款产品，诸如微众银行下降了智慧存款+产品
	央行金融稳定局局长孙天琦的讲话或者最新文章	2020 年 11 月，《线上平台存款——数字金融和金融监管的一个产品案例》
		2020 年 12 月，《第三方互联网平台存款：数字金融和金融监管的一个产品案例（续）》
		2021 年 3 月，《互联网存款业务的国内外监管新进展》
	监管制度	2020 年 3 月，央行《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》，要求整改定期存款提前支取靠档计息等不规范存款产品 2021 年 1 月，银保监会、央行《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务的通知》明确商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务

资料来源：华宝证券研究创新部

2020 年 12 月，中国人民银行金融稳定局局长孙天琦在第四届中国互联网金融论坛上发表题为《第三方互联网平台存款：数字金融和金融监管的一个产品案例（续）》的演讲，直指第三方互联网金融平台销售银行存款产品的业务属于“无照驾驶”的非法金融活动，应纳入金融监管范围，随后几天互联网金融平台纷纷下架各种存款创新产品。2021 年 1 月，银保监会、人民银行正式发布《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务的通知》，对通过第三方互联网平台开展的定期存款和定活两便存款业务予以规范，存量业务持有到期后自然结清，对其中商业银行、互联网平台及第三方支付机构涉及的各类违法违规行依法采取监管措施。2021 年 2 月初，人民银行召开加强存款管理工作电视电话会议，研究部署加强存款管理工作。会议认为，存款基准利率作为整个利率体系的“压舱石”应长期保留，各类存款利率必须遵守市场利率定价自律机制。此外，会议还要求地方法人银行应回归服务当地的本源，不得以任何方式开办异地存款，与此同时，还应继续加强对不规范存款创新产品的监测管理，维护存款市场竞争秩序。2021 年 2 月底，人民银行发布《2020 年第四季度中国货币政策执行

敬请参阅报告结尾处免责声明

报告》将存款以“专栏 1”的形式进行全面分析，报告要求加强对不规范存款创新产品、结构性存款、异地存款的管理。至此，中国发展仅 2 年时间的互联网存款产品正式成为历史，银行作为金融系统中重要的责任机构，承担了防范化解金融风险的重要作用，而存款基准利率作为我国利率体系的“压舱石”，是市场各方主体尤其是居民百姓长期关注的资产价格锚定物。互联网存款所谓的创新背后依旧是“高息揽储”、“期限错配”。一旦资产风险增加，对依赖度较高的地方银行、民营银行而言，负债偿还压力相应增加；同时高息揽储、期限错配进一步推升银行负债端资金成本，将刺激银行寻求高收益资产，将资金投向高风险领域。互联网技术本是中性的，但在未来，金融机构的任何创新都必须符合客观规律、符合监管要求，甚至是符合金融为民的初心使命。

（2）互联网贷款

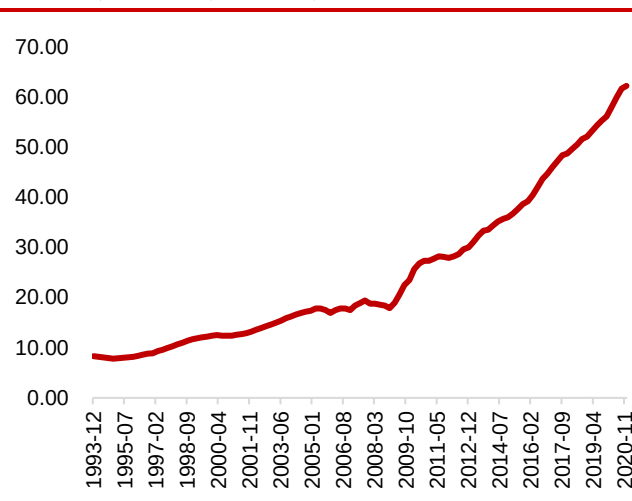
对于广义的互联网贷款业务而言，目前市场上参与者众多，传统的持牌金融机构，诸如银行、消费金融公司，往往布局消费贷款线上化转型，新兴互联网机构则多与传统金融机构展开合作，通过联合贷款或助贷模式展业。根据《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》的数据显示，2020 年上半年末，BIS 统计口径的我国居民杠杆率为 59.1%，与欧元区和日本基本相当。剔除经营性居民债务后，居民杠杆率约为 46%，我国居民整体杠杆率处于中高位水平。尤其是 2011 年至今，我国居民部门杠杆率持续走高，根据 Wind 的统计显示，2011 年 1 月至 2020 年 12 月，我国居民部门杠杆率从 27.8% 上升至 62%，上升幅度超过 30 个百分点。究其原因，除了房贷之外，这与 2010 年开始的互联网金融时代，尤其是线上借贷业务的高速发展有着较为密切的关系。

图 263 世界主要各国居民杠杆率水平（%）



资料来源：BIS，央行，华宝证券研究创新部

图 264 中国居民部门杠杆率（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

互联网贷款于中国发展的显著特征之一为商业银行借助互联网平台开展联合贷和助贷。根据蚂蚁集团的招股书显示，截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团是中国最大的线上消费信贷和小微经营者信贷科技服务商，蚂蚁集团微贷科技平台促成的信贷余额不断创新高。从 2017 年的 6475 亿元至 2018 年 1.04 万亿，2019 年末达到 2.01 万亿。截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团微贷科技平台信贷余额 2.15 万亿，其中消费信贷约 1.73 万亿，小微经营者信贷 4217 亿元。而万亿规模的信贷业务中，金融机构合作伙伴（约 100 家银行）进行实际放款或已证券化的比例合计约为 98%。也就是仅 2% 是由蚂蚁集团提供。此外，某北方地区的银行中小城商行年报显示，其消费贷接近 70% 的比例来自外部合作互联网平台。2020 年蚂蚁集团招股说明书披露的联合贷和助贷“亮眼”数据以及风险承担机制的“失位”，让互联网贷款成为新的监管风口，互联网监管风暴随之而来。

2020 年 7 月，银保监会正式发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》（以下简称《办法》），2021 年 2 月，银保监会印发《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》（以下简称《通知》）。《通知》虽然只有短短的不足 1000 字，但在政策导向、监管力度上更加明确，不仅提出了互联网贷

款指标的三条红线，还明确将信托公司、消费金融等纳入互联网贷款监管范围，进一步细化了对商业银行互联网贷款业务的审慎监管要求。然而，对于互联网贷款的政策收紧还远未结束。2021年3月，中国银保监会办公厅等5部门联合发布了《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》，通知中明确禁止小额贷款公司向大学生发放互联网消费贷款，禁止非持牌机构为大学生提供信贷服务，避免大学生过度借贷。

表 167 互联网贷款的基本概念

互联网贷款	内容	备注
定义	商业银行运用移动互联、大数据分析等 IT 新技术，基于风险数据和风险模型进行交叉验证和风险管理，线上自动受理贷款申请，实施客户信用评级和贷款风险评估，并完成授信审批、合同签订、放款支付、贷后风险管理等核心业务环节操作，为符合条件的借款人提供的用于消费或日常生产经营周转等的个人贷款以及小额的流动资金贷款	《办法》第三条，这里的互联网存款为狭义的商业银行互联网贷款业务
展业主体	《办法》仅约束商业银行；《通知》新增：外国银行分行、信托公司、消费金融公司、汽车金融公司	小贷公司的互联网贷款要求以 2020 年 11 月银保监会发布的《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》为准
合作机构	包括但不限于银行业金融机构、保险公司等金融机构和小额贷款公司、融资担保公司、电子商务公司、非银行支付机构、信息科技公司等非金融机构	《办法》第四条
贷款授信额度	单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币 20 万元	《办法》第六条
联合贷比例	商业银行与合作机构共同出资发放互联网贷款的，单笔贷款中合作方的出资比例不得低于 30%	与 2020 年 11 月发布的《征求意见稿》相一致，在单笔联合贷款中，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的出资比例不得低于 30%
集中度指标	商业银行与单一合作方发放的本行贷款余额不得超过本行一级资本净额的 25%，商业银行与合作机构共同出资发放的互联网贷款余额，不得超过本行全部贷款余额的 50%	/
跨地域经营	地方法人银行不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务；无实体经营网点、业务主要在线上开展，且符合银保监会其他规定条件的除外	《办法》第九条明确“地方法人银行应审慎开展跨注册地辖区业务”； 《通知》严控地方法人银行跨地域经营，民银银行影响较小； 《征求意见稿》“小额贷款公司不得跨省级行政区域开展网络小额贷款业务”
大学群体	1.小贷公司禁止向大学生发放贷款； 2.金融持牌机构不得针对大学生群体线上精准营，线下营销需报备； 3. 还款能力需有父母等书面担保材料	2021 年 3 月新规要求
过渡期安排	对于出资比例和跨地域经营的要求自 2022 年 1 月 1 日起执行，其他规定过渡期为《暂行办法》实施后两年，即 2022 年 7 月	/

资料来源：华宝证券研究创新部

4.2.基于互联网开展金融业务：新旧业务转型 面向新时代

4.2.1.P2P、网络小贷：穷途末路 旧时代终结

2007年，中国P2P第一家网贷公司--拍拍贷正式开展线上借贷业务，行业从此诞生。在“互联网+”、宽松的经济发展环境以及监管对创新的包容等红利因素叠加下，中国先后有1万多家P2P平台上线，高峰时同时有5000多家运营，年交易规模约3万亿元。好景不长，2015年，泛亚事件、e租宝等P2P平台跑路以及爆雷事件对全社会影响极大，P2P行业在2018年迎来爆雷大潮，大批平台爆雷、清盘，中国开启了对P2P的全面整治规范之路。近两年，监管、学者与行业专家开启了对P2P转型摸索的讨论，期间有过备案制、发放试点牌照、转型小微小贷等声音，部分机构不断申请资格希望监管予以备案合法展业，但等来的终究是一场空。2019年7月，陆金所宣布停止网贷业务，而其他一些传统巨头如拍拍贷等机构全面转型为助贷平台。2019年底监管对P2P治理思路逐渐统一，全国各省地方金融监督管理局纷纷发布《网络借贷行业风险提示函》，对辖区内的P2P网贷业务全部予以取缔。2020年11月中旬，中国实际运营的P2P网贷机构已经全部归零，历时13年的P2P最终湮灭。

除了P2P，网络小贷也成为互联网平台最喜欢的金融业务。2020年在规范互联网贷款业务的同时，规范网络小贷的《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）也在2020年11月向全社会征求意见。《征求意见稿》明确了网络小贷的监管主体、监管规则和措施，并对网络小贷公司在经营过程中的风控体系、单户上限、信息披露等问题作出详细规范，规定了限制跨省展业、联合贷款出资不低于30%的若干红线。对于蚂蚁集团这种大量依靠联合贷以及ABS等外部方式进行放贷的企业，《征求意见稿》同样也明确了网络小贷公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的1倍；通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的4倍。根据央行数据显示，截至2020年12月末，全国共有小额贷款公司7118家，贷款余额8888亿元，前四季度减少203亿元。中国的小贷公司数量也从2016年的8673家减少1645家至目前的约7100余家。

图 265 P2P 机构数量（单位：家）

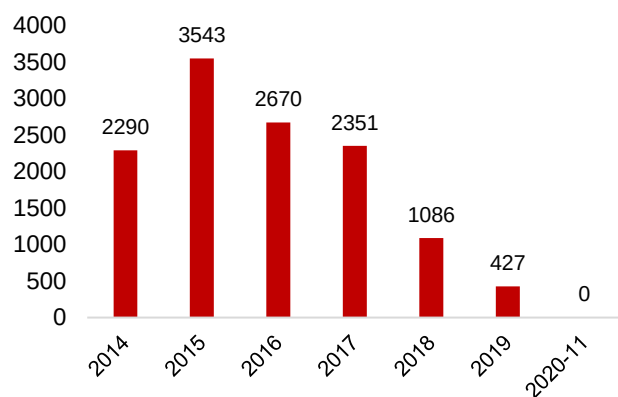
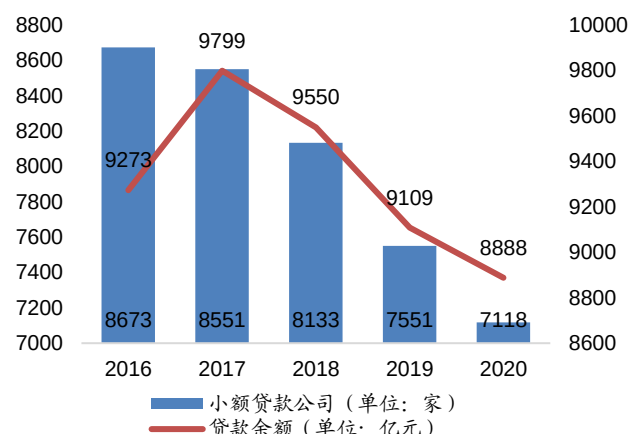


图 266 小额贷款公司数量（左）与贷款余额（右）



资料来源：网贷之家，央行，华宝证券研究创新部

资料来源：央行，华宝证券研究创新部

作为大众心中互联网金融的典型代表，P2P和高息现金贷（2016年已经被叫停）两种完全无金融牌照的业务在中国已经完全覆灭。而游离在灰色空间的网络小贷、联合贷以及助贷，分别受到《网络小额贷款业务管理暂行办法》（2020年11月发布征求意见稿）、《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》（2021年2月新规）、《征信业务管理办法（征求意见稿）》（2021年1月，央行发布征求意见稿）的约束，传统互联网借贷和资金业务落下时代帷幕。

表 168 网络小贷、互联网贷款（商业银行）、助贷和联合贷三者模式差异

内容	网络小贷	互联网贷款	助贷和联合贷

实施主体	小额贷款公司	商业银行	互联网平台机构
监管部门	金融监管部门	银保监会	/
代表机构	重庆市蚂蚁小微小额贷款（花呗）	宁波银行“白领通”等产品	信业科技（原拍拍贷转型助贷公司）
贷款余额	0.8 万亿	42.7 万亿（小微企业的贷款）	/
放款来源	自有资金/ABS/商业银行联合贷款	储户资金/自有资金	/
放款依据	平台数据（电商为主）	金融数据（央行征信）	平台数据
目标客户	个人/小微企业	个人/小微企业/其他机构	小贷公司/商业银行/线下民间借贷机构
客户来源	自身培养/ 助贷	自身培养/ 助贷+联合贷	自身平台（多数为 P2P 时期积累）
风控措施	大数据	前中后审批、抵押担保等	大数据
监管制度	《商业银行互联网贷款管理暂行办法》、《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》、《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》、《征信业务管理办法（征求意见稿）》		

资料来源：华宝证券研究创新部

P2P 和网络小贷对于中国互联网金融的发展与启示具有里程碑意义，诸如关于创新与金融的本质、普惠金融与违法借贷、资金池业务与非标规范等金融业务的厘定与分析都是围绕线上借贷业务的讨论，也有人说 P2P 引发的金融乱象与资管新规的发布也有一定的关联。总之，2020 年 P2P 产品最终湮没于时代长河，它的兴亡是对金融行业创新的一次重大警醒，P2P 和疯狂的网络小贷给全社会上了一堂重新认识金融的课程。

4.2.2. 互联网财富管理：荆棘载途 新时代格局初显

2020 年，传统的 P2P、互联网存款等产品纷纷下架，互联网金融领域似乎正面临一场动荡与危机，互联网平台与机构都在寻找新的发力点。但无论是资管新规，还是互联网平台经济反垄断治理，对于互联网机构通过线上销售公募基金产品、开展互联网财富管理却没有受到任何影响。在政策层面，监管部门一直致力于推动居民财富进入资本市场。2020 年 12 月，证监会提出的 2021 年六大工作部署中，明确提到着力加强资本市场投资端建设，增强财富管理功能，促进居民储蓄向投资转化，助力扩大内需。推动加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场的衔接，继续大力发展权益公募基金，推动健全各类专业机构投资者长周期考核机制，进一步加强投资者保护，增强投资者信心。作为一个明确的大方向，互联网理财从代销“宝宝类”货币基金、互联网存款、非标产品等到全面、净值化产品以及综合服务平台的转型正在开启中。

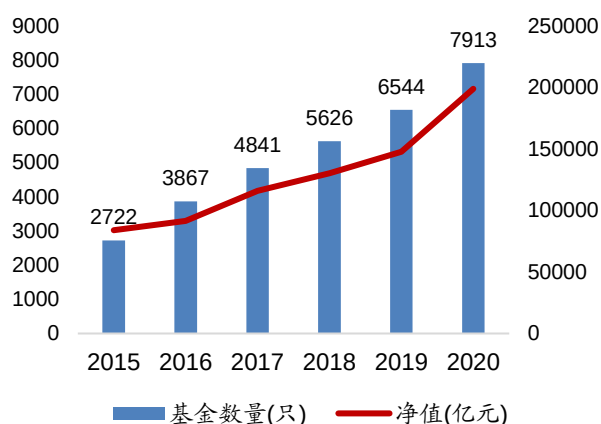
（1）互联网财富管理新方向：公募基金产品

纵观国内财富管理市场，公募基金因其突出的主动管理能力以及严格风控系统已成为财富管理市场的重要产品。互联网金融平台主推的金融产品也经历了从早期的 P2P 产品—类私募产品—互联网存款产品—银行理财产品—互联网货币基金—各类型公募基金产品的发展之路，互联网真正意义上的财富管理大时代正在来临。根据《2020 职场人年终奖真相调研》报告数据显示，有 40.58% 的职场人拿到年终奖后，最想做的是“拿去投资理财钱生钱”，面对“更倾向于用哪种理财方式让年终奖增值”的选项，有 39.09% 受访者职场人选择了基金，比例远超复合型理财、存银行、买股票。毫无疑问，以公募基金为主要产品方向的互联网财富管理将成为各家机构（无论是互联网机构还是传统金融机构）在未来几年甚至是几十年重点开拓的领域。

截至 2020 年底，我国现有 146 家基金管理人管理 7913 只公募基金，涵盖股票基金、混合基金、货币市场基金、债券基金、QDII 等主流产品。2020 年，基金总规模猛增三十五个百分点，达到 19.89 万亿元。受股市的影响，2020 年股票基金增长近 60%，净值规模达到 2.06 万亿，混合基金也达到 4.36 万亿元。此外，虽然银行理财产品在市场上拥有较高的人气，但货币基金依旧吸引银行理财、券

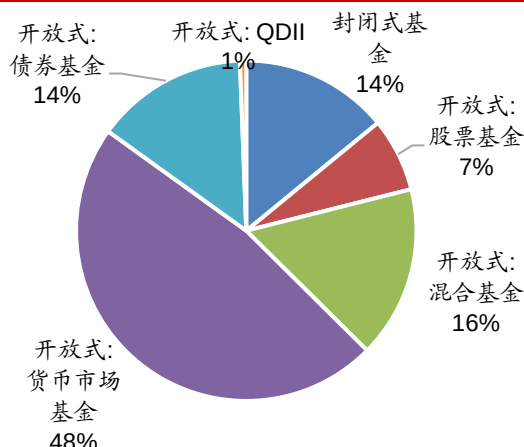
商资管计划等机构选择持有。2020年，货币基金在公募基金中占据份额最大，净值规模为8.05万亿元，占总规模的40%。

图 267 2015-2020 年公募基金数量与净值



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

图 268 2020 年公募基金产品按份额分布情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

(2) 公募基金销售新格局：独立基金销售机构正崛起

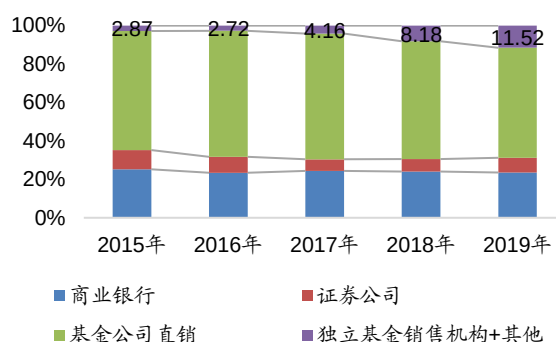
根据中国证券投资基金业协会官网的数据显示，公募基金市场上有四大主要销售群体，分别是规模最大的销售保有量渠道--基金公司的直销，银行、证券公司代销以及独立基金销售机构。其中，基金公司直销的基金销售保有量，在最近5年呈现出连续下降的趋势，从2015年的62%下降至2019年的57%，银行和证券公司代销基金保有量5年呈现出上下波动现象。而唯一呈现出上涨局面的是以互联网机构为代表的独立基金销售机构以及其他，基金销售保有量从2015年的2.87%上升至2019年的11.52%，并远超证券公司7.59%的基金销售保有量。由此可见，结构性的互联网线上销售格局转型之势已经悄然来临。

图 269 公募基金产品销售四大渠道



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

图 270 2015-2020 年基金销售保有量比例 (%)



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

(3) 互联网财富内部格局：分化明显 机构入局

我们根据客户体量与专业度两个维度细分互联网财富机构，并最终分为以下四类：

1、互联网一站式财富服务平台，例如腾讯理财通、蚂蚁集团，其特点是客户数量极多。互联网企业进入金融服务领域的门槛不高，但在服务的专业性、产品运维的深度性等方面与传统的金融机构依旧有较大的差距；

2、专业互联网金融企业平台，例如天天基金，其特点是行业专业深度高，客户数量也较多，由于其股东东方财富是综合型专业咨询机构，因此，专业性和流量方面具有双重优势；

3、类金融互联网转型新平台，例如陆金所、诺亚、恒天等，其特点是前期曾开展非标及 P2P 等业务，高净值客户数量相对较多，目前已经开展转型。但在大财富管理领域中，长尾客户以及普通客户数量少，专业程度有待考验；

4、小而美的互联网财富管理平台，例如蛋卷基金、且慢基金等，其特点是提供绝对差异化的服务，专业水平能力极强，在买方投顾领域具有一定的业务能力，但目前依旧是小而美，客户数量与天天基金、蚂蚁相比相差甚远。

表 169 天天基金、蚂蚁财富、蛋卷基金对比

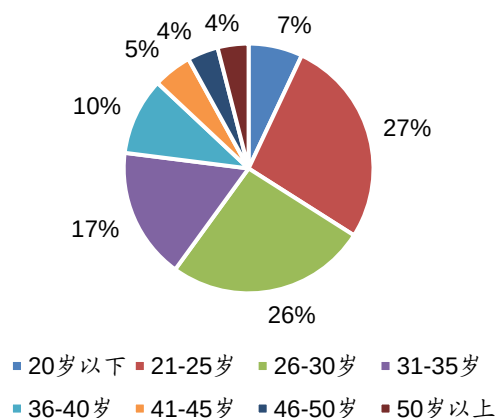
对比项目	天天基金	蚂蚁财富	蛋卷基金
代销基金只数	5,814	5301	4665
代销基金家数	150	134	110
产品分类	活期宝、稳健理财、高端理财、定投专区、指数宝、组合宝、新发基金、定开债基、黄金、保险理财、固收+、养老投资、东财基金、保险、目标盈	余额宝、理财产品、定投基金、新发基金、目标投、黄金、股票、保险、养老金、帮你投、相互宝、高端理财	现金宝、指数估值、指数选基、高端理财
咨询服务	基金学堂、财经专栏、热点专题、热门活动、直播间、资讯专栏（焦点、专注、学堂、推荐、视频、观点）、基金财富号	财富有料、基金财富号、直播广场	市场热点、大 V 咨询

资料来源：Wind，各平台 APP，华宝证券研究创新部

代表平台：蚂蚁财富

作为蚂蚁集团旗下逐渐从支付宝中分化出的独立财富管理工具，在母公司的流量与客户黏性的影响下，蚂蚁财富在互联网财富管理平台中月度活跃用户的数量较高。核心优势在于赛道选择上提前布局基金代销，产品涵盖股票、混合、QDII、债券、指数、FOF、养老等基金产品。根据蚂蚁集团招股书显示，截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团的理财平台上资管机构的交易规模达到 4.1 万亿，是国内最大的线上理财平台。截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团的理财科技平台为该公司贡献的收入为 112.83 亿，在该集团的总收入中占比为 15.6%；去年同期，该业务板块的收入在总收入中的占比为 13.7%，蚂蚁的财富管理转型已经成为其他互联网平台学习的典范。目前，蚂蚁集团的主力客户密集的分布在 30 岁以下的白领和学生，这也表明年轻群体对支付宝进行的财富管理业务的认同。

图 271 蚂蚁财富年龄结构

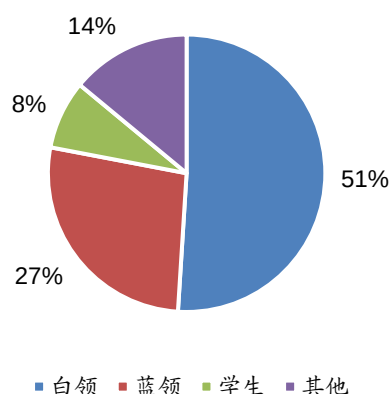


资料来源：蚂蚁集团，华宝证券研究创新部

代表平台：天天基金

敬请参阅报告结尾处免责声明

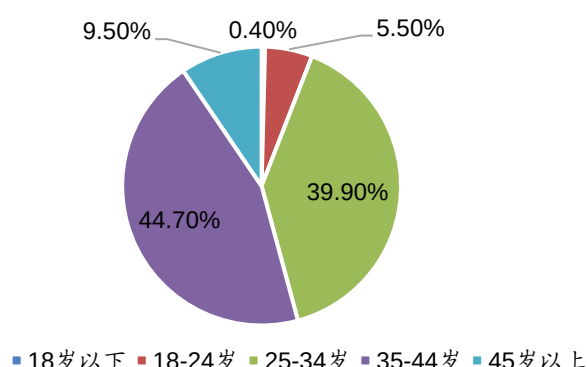
图 272 蚂蚁财富客群职业分布



资料来源：蚂蚁集团，华宝证券研究创新部

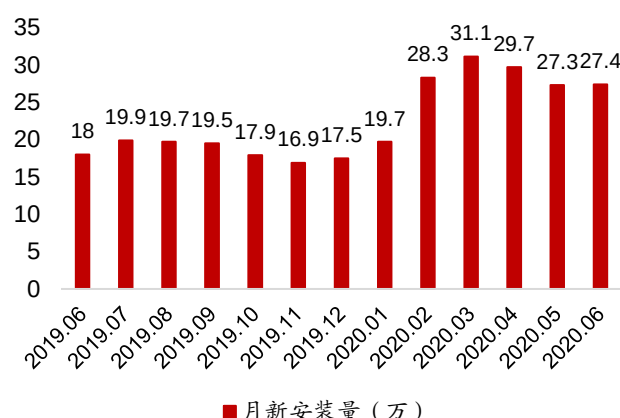
天天基金的特点是专业能力极强。由于其股东东方财富是综合型专业咨询机构，因此，专业性和流量方面具有双重优势。根据 Mob 研究所数据，2020 年上半年天天基金 APP 月均安装量为 27.25 万，相比于 2019 年下半年的 18.49 万人次，同比增加 47.41%。作为资深互联网财富管理平台，如今仍有如此迅猛的增长主要受益于东方财富财经资讯背景和用户基金互动吧的建设，相比于其他平台，天天基金网可以为用户提供更全面、有效、及时的基金资讯、披露及数据资源。相较于蚂蚁财富的客群，天天基金网的用户平均年龄偏大以 35-44 岁为主，对基金理财知识有更广泛与深入的了解。除此以外，根据深交所数据，2019 年股民中参与公募基金交易比例为 45.8%，较 2018 上涨 17.2%，可见随着投教的深入，越来越多的股民转向基民，而东方财富证券作为股票交易平台将为天天基金提供流量，进而提升用户规模。

图 273 天天基金年龄结构



资料来源：Mob 研究，华宝证券研究创新部

图 274 天天基金 APP 月均安装量



资料来源：Mob 研究，华宝证券研究创新部

除以上平台外，从 2020 年开始，短视频平台诸如快手、抖音、弹幕平台网站 B 站以及聚焦潮流的生活类平台小红书、知乎等平台虽暂无基金代销业务资格但也在大力布局财富管理业务。与此同时，京东金融、苏宁金融、度小满等已获得代销业务资格的互联网平台也正在全力挖掘大财富管理市场的业务机会，而后期的诸如字节跳动、美团等互联网“新贵”后浪也不会放弃任何一个业务机会，互联网财富管理将成为下个阶段的新风尚。此外，2020 年初，第二批和第三批基金买方投顾试点资格纷纷落入互联网平台、证券公司以及银行，互联网财富管理将极有可能代替互联网金融成为互联网公司追逐和竞争的新战场。目前，根据客户体量与专业度的双重分类方法，蚂蚁集团和天天基金毫无疑问是行业的优秀代表。

4.3. 互联网财富管理竞技大舞台：百舸争流，各显身手

4.3.1. 新互联网财富时代一：互联网平台开启财富管理新浪潮

2020 年，各互联网平台争相推出基金相关的栏目，抖音、快手和 Bilibili 平台中关于“基金讲解”、“财富课程”的短视频数量陡然增加，全职 UP 主、财富讲师与各类的理财师数量激增，虎扑 BBS 论坛关于“股票”（“基金”话题含在其中）的论坛热度高达百万，B 站、小红书、抖音、快手等平台也成为基金销售的渠道之一，新互联网财富管理时代已经来临。

图 275 哔哩哔哩 APP 基金搜索视频页面展示

图 276 虎扑股票热度（访问日期：2021-2-22）



资料来源：哔哩哔哩 APP，华宝证券研究创新部



资料来源：虎扑网站，华宝证券研究创新部

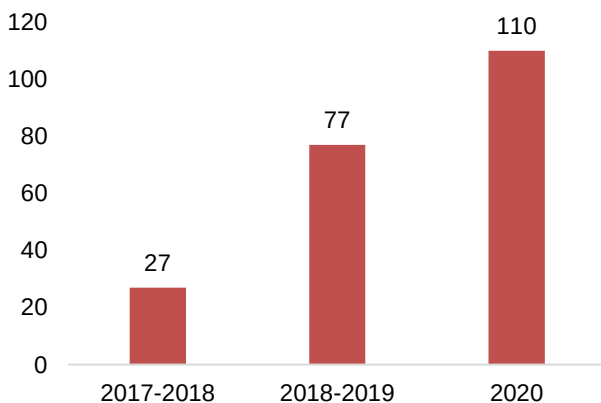
4.3.2.新互联网财富时代二：新媒体运营下的财富管理时代

目前，国内的互联网公司都将自己的金融业务转向以公募产品代销的线上财富管理业务。互联网公司运用新媒体思路，开展的各式产品与服务营销活动，或许成为今后各基金公司以及互联网平台的首选。

(1) 以蚂蚁财富号和产品讨论区为代表的新媒体运营

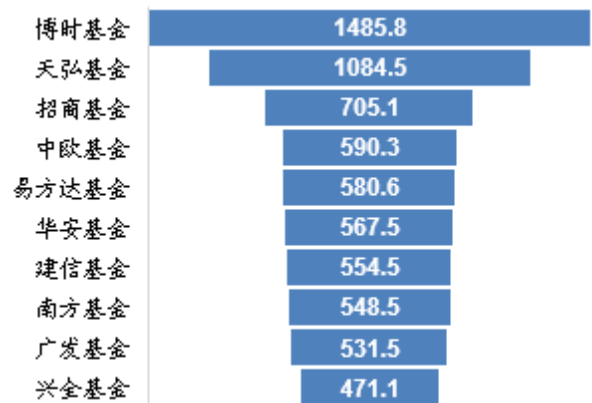
蚂蚁财富是蚂蚁集团目前在互联网金融领域中投入最多、倾斜支持力度最大的核心业务，其提供包括定投、基金、年金险、高端理财、黄金等在内的多种金融服务，其商业模式主要是为各金融机构提供销售渠道，增加金融产品的销售量。为了提升客户服务粘性，增加金融机构与平台用户的互动，2017 年，蚂蚁财富开始提供财富号平台服务，由金融机构（主要为基金、券商及其他）和金融大 V 组成并提供产品交易、展示互动、产品宣传、基金经理讲解与直播等内容。

图 277 2017-2020 年蚂蚁财富号上金融机构数量（家）



资料来源：证券时报网，道乐研究院，华宝证券研究创新部

图 278 蚂蚁财富号粉丝数量排名前十基金公司（万人）



资料来源：蚂蚁财富，道乐研究院，华宝证券研究创新部

2018 年，蚂蚁的财富号仅有 27 家基金公司入驻，但是到 2019 年，这个数字就增加到了 77 家。截止到 2021 年 2 月，已经有近 110 家金融机构入驻蚂蚁财富号。蚂蚁财富号成为连接金融机构与客户的主要平台渠道，如同之前“基金超市”、“基金淘宝店铺”的概念，投资者可以通过浏览各家的财富号获得福利和优惠券，也可以与基金经理互动留言产生较好的沟通反馈。根据统计，截止到 2021 年 2 月，博时基金和天弘基金两家公司的财富号粉丝数量已超过 1000 万人，而大部分头部基金公司也有近百万的关注人数。除了财富号，蚂蚁财富下的基金产品讨论区也成为新的“基金聊天吧”，如证券“股

吧”一样，蚂蚁基金讨论区里汇集了大量“基友”讨论投资心得。随着基金投资者的年轻化，基金社区也逐渐出现饭圈文化以及社交属性，基金话题也频频登上微博热搜榜。2021年1月27日，微博话题“基金圈饭圈化是好现象吗”登上热搜，话题阅读量高达1.8亿，讨论次数5609次。明星基金经理张坤通过微博、微信公众号等社交媒体成功成为“顶流爱豆”，更有追随的投资者打出“坤坤不老，蓝筹到老”、“坤坤勇敢飞，ikun永相随”等口号。不仅仅是投资者的狂热追捧，支付宝等平台也在为基金经理极力宣传。在“基金背后的故事”的活动中，支付宝平台通过微博推广了刘彦春、葛兰、傅友兴三位明星经理的故事，为其能走入大众视野铺设花路。

此外，基金也逐渐成为90后社交谈论最多的话题之一，春节期间由于基金休市，支付宝的理财社区发展成线上相亲角。第一批出现在招商中证白酒指数基金的热门讨论区中，随后，易方达、诺安等多个热门基金讨论区也沦陷。在晒出基金持有收益率的同时，也附加类似于“93年，坐标北京，打算买房，工科硕士，京沪，身高163，有上进心，爱好广泛”等个人基本条件。从“白酒型女友”、“诺安人只找诺安人”到“心碎基金女孩男孩”等互联网词汇可看出，新一代互联网财富管理更具娱乐性，一扫以往对财富管理严肃的刻板印象，促使理财理念更能深入人心。根据支付宝平台的数据，2020年1月，易方达基金经理张坤搜索量增长300%、中欧基金经理葛兰的搜索量增长了七倍，在少数热门基金产品的讨论区中，除了正常投资心得外，晒收益、个人相亲介绍亦成为火热话题，基金讨论区变相相亲角也为互联网金融“社区化”、“社交化”营运带来新思路。

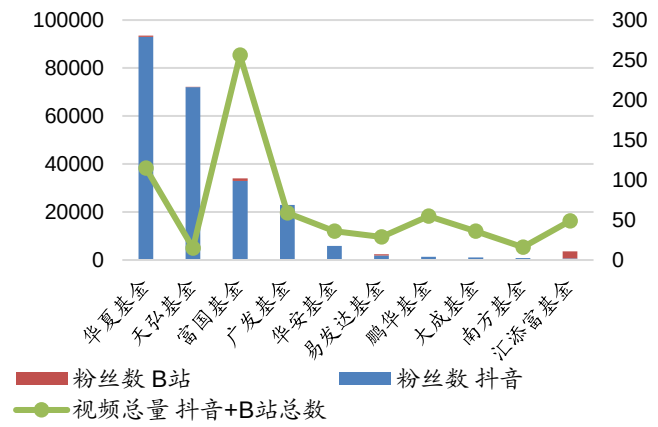
（2）以粉丝经济为主的新媒体运营

当下以及今后的很长一段时间，财富管理行业的粉丝运营成为了行业大势所趋。粉丝经济主要依靠曝光度，直播和短视频成为两大抓手。以支付宝直播为例，2021年以来，蚂蚁财富陆续推出“218”理财节、新年“讨彩头”等活动，用户完成浏览直播间一定时长或者关注直播间等任务后，即可领取随机金额的红包，红包可以提现或购买产品时减免申购费用。金融机构的直播已经不是简单的基金经理在线带货模式，大部分金融机构的电商部门和市场部门，甚至是后台的研究部门积极参与各有分工，理财直播初具规模。根据数据显示，仅2021年2月春节期间，支付宝理财直播观看人次同比上涨超10倍，其中大年三十当晚，支付宝理财直播观看人次首次超过60万。

除了直播外，短视频也成为金融机构拓展业务版图、提升影响力的重要手段。除了原有的抖音、快手外，2020年以来，哔哩哔哩、微信视频号、小红书等受到更为年轻群体喜爱的短视频平台亦成为金融机构重视的载体。这与年轻的90后、00后纷纷加入购买基金队伍密不可分。2020年6月，由蚂蚁集团研究院发布的《疫情下中国家庭的财富变动趋势-中国家庭财富指数报告》显示，中国新增基民中，30岁以下的年轻人占到一半以上，而年轻人对短视频的接受程度也远高于其他群体。统计发现，在短视频方面，部分具有特色的金融机构已经在数量上远超对手，粉丝数量也有了近万人的累积，截止到2021年2月，华夏基金的抖音和B站粉丝数量接近10万人，天弘基金排次之，在短视频数量方面，富国基金抖音和B站平台上传的视频数量超过250个，位列第一。短视频就如同当年的微信公众号、微博认证号一样，成为各金融机构宣传展示的新窗口。

图 279 支付宝直播宣传与页面展示

图 280 基金公司短视频领域粉丝数量和短视频数量（右）



资料来源：支付宝，华宝证券研究创新部

资料来源：B 站官网，抖音 APP，华宝证券研究创新部

4.3.3.新互联网财富时代三：新互联网与平台公司加速入局

2020 年，除了天天基金和 BATJ（百度、阿里、腾讯、京东）等传统互联网平台拥有早期申请的基金销售业务资格开展线上财富管理业务外，更多的互联网新兴“后浪”也在努力探寻市场结合点入场新互联网财富时代。之前，传统的第三方销售机构，诸如诺亚财富、宜信财富等公司，在 2020 年也加大资源投入从事公募基金业务的推动与销售工作，原本做 P2P 和非标业务的陆金所也在 2020 年加大对旗下陆基金的宣传与投入，上海地铁中可以看到大量的陆基金宣传广告。此外，蛋卷和且慢等具有特色的独立销售机构，在 2020 年深耕拓客与获客渠道，完善产品图谱体系。传统与新兴互联网平台毫无疑问在 2020 年都将手上的流量、资源倾斜到以公募基金为主的财富管理领域。

2020 年，互联网平台在财富管理领域中最重要事件就是腾安基金、蚂蚁基金、盈米基金（且慢）三家代销机构获得了基金投顾业务资格。虽然各家的买方投顾业务试点还在不断探索中，但新的模式必然会带来全新的财富管理生态。传统的互联网机构俨然获得了牌照带来的先发优势，后来的诸如美团、滴滴、字节跳动等机构虽然暂未获得基金销售业务资格，但是 2020 年 8 月，证监会发布了最新的《公开募集证券投资基金销售机构管理办法》及配套规则，并于 2020 年 10 月 1 日起施行，相信随着公募基金行业的赚钱效应和居民财富搬家的大趋势，不看重尾佣分成更在乎流量与客户体验的互联网新平台将会获得基金销售的入场券，新互联网财富管理机构也将重新洗牌。

4.3.4.新互联网财富时代四：财富管理玩转直播间

2021 年 2 月 18 日，支付宝在牛年开市第一天就推出 218 理财节，吸引了 33 家金融机构在财富号开展投教及理财产品的直播。根据支付宝的数据显示，春节期间，理财直播观看人数较去年春节增长近十倍。而微信方面也不甘示弱，腾讯高级副总裁、微信事业群总裁在 2021 年微信之夜上提出，时代是朝着视频化内容方向发展的。新年作为流量的黄金期，通过微信短视频和红包发送祝福已成为新热潮，基金公司通过在视频号中发送祝福、采用带有自家基金品牌的图片作为红包封面等方式为各自视频号注入流量。有理由相信，短视频及直播形式将持续助力互联网财富。财富管理机构在直播形式上大致可分为四种，包括：音频直播、实时嘉宾 PPT 直播、嘉宾主持人直播和录播内容转直播。而实时嘉宾 PPT 直播是最受财富管理机构青睐的直播形式，其原因在于互联网财富管理的营销推广与投资者教育方面需有数字与文字相结合的可视化、直观性强的输出形式。此外，小部分具有品牌效应的财富管理机构会采用“嘉宾主持人直播”的直播形式，此类嘉宾包括机构核心领导人、机构品牌代表人物及受机构邀请的行业代表人物。在直播内容方面，由于合规及风险披露等监管要求，几乎没有在直播中涉及自身产品与服务细节，主要以经济与投资类知识的分享以及高净值客户的综合服务为主。

表 170 2020 年 1 月支付宝理财直播基金直播观看量 TOP10

排序	基金公司	主题	观看量(万)
1	招商基金	如何大额定投白酒	118
2	银华基金	金牛大咖新基来了	111
3	易方达基金	答题玩游戏赢大额福利	89
4	易方达基金	冯波新发火爆进行	86
5	招商基金	白酒医药一场讲透	83
6	易方达基金	冯波新基0点开售	78
7	前海开源基金	哇!曲扬真的来了!	77
8	富国基金	如何布局春季行情?	74
9	中信保诚基金	带你入门蓝筹股	73
10	易方达基金	新基开门红!冯波来了	62

资料来源:道乐互联网金融研究,华宝证券研究创新部

不同的财富管理机构对投资者吸引力也不尽相同,各家机构依据自身竞争优势从内容与形式上各放异彩、推陈出新。根据道乐互联网金融研究数据,1月支付宝平台直播单场观看量前十的机构有招商基金、银华基金、易方达基金、前海开源基金、富国基金、中信保诚基金。其中招商基金围绕其专注度较高的招商中证白酒指数展开“如何大额定投白酒”及“白酒医药一场讲透”专题直播,紧跟市场热度。易方达基金和前海开源基金通过资深明星基金经理参与直播的方式提高基金关注度,除此以外,易方达基金此前在有关化工基金的直播中邀请到化学博士杨宗昌讲解化工行业牛基,资深专业大咖的深度讲解吸引了大量投资者的关注。

5.总结

5.1.金融科技发展未来:回归本质路漫漫

5.1.1.金融科技不是互联网金融的外衣

2019年9月,中国人民银行正式印发了《金融科技(FinTech)发展规划(2019—2021年)》(简称“三年规划”),金融科技成为互金市场的新风口,各式各样互联网企业以及平台纷纷对外声称自己是金融科技企业。2021年,是金融科技规划的最后一年,关于金融科技发展的未来,我们始终认为,金融科技不是互联网金融的外衣。2020年,金融科技这件外衣的信仰终被打破,而挑破这件外衣的事件就是蚂蚁集团IPO事件。

2020年7月20日,支付宝母公司蚂蚁集团正式对外宣布,启动在上交所科创板和港交所主板同步发行上市计划,最终的结果大家都知道,受到监管大环境的影响,蚂蚁集团已暂缓了上市计划。值得注意的是,蚂蚁集团最终的招股意向书显示,蚂蚁集团将自己上市的分属最终定为互联网和相关服务,具体的是根据证监会《上市公司行业分类指引》(2012年修订),蚂蚁集团所属行业为“信息传输、软件和信息技术服务业”中的“互联网和相关服务”。再看三年规划中,对金融科技的定义为技术驱动的金融创新,强调技术为先。通过拆分蚂蚁集团收入,数字支付与商家服务、数字金融科技平台、创新业务及技术基础设施的业务三大类收入,真正与科技、技术相关的创新业务及技术基础设施仅占总收入1%。关于蚂蚁集团是否能在再次重启上市,现阶段主流的观点是拆分金融与科技板块,实现蚂蚁集团分开上市。首先是金融板块,方向很明确就是依照规定成立金融控股公司,将现在蚂蚁集团的支付、小微贷款、保险、理财等金融牌照业务由蚂蚁金控公司统一管理。目前,金控公司有成熟的设立标准和具体监管要求,A股也有不少上市金控公司,蚂蚁金控上市并非难事。另一个板块,就是真正的科技板块,新成立或者重组科技公司成为新的方向,通过云计算、大数据、智能风控等科技业务整合,新的科技属性公司上市更符合科创板的定位。

金融科技中另一家巨头京东数科也受到了蚂蚁集团事件影响，虽然在 2020 年 9 月 11 日被上交所科创板正式受理，但目前的流程已基本处在停滞状态。2021 年 1 月，京东集团宣布，将京东的云业务与 AI 业务与京东数科整合并正式成立京东科技子集团。新成立的京东科技，与京东健康、京东物流一样，为京东系的子集团，将组成新的京东“三驾马车”，京东科技子集团名字已不见金融。

两家金融科技巨头公司在当下的大环境下纷纷剥离金融业务，回归科技服务本质，这样也印证了中国金融科技进入发展的第二阶段。在第一阶段，互联网巨头公司押注金融业务，不断向金融业务和行业渗透，出现诱导过度负债消费、“赢家通吃”垄断与不公平竞争、交叉金融业务风险传染以及过度采集客户数据等风险，而真正的数据底层支持、云服务以及算法 AI 运用等明显不足。当前，金融科技步入第二阶段，蚂蚁、京东、腾讯等规范或剥离金融业务，拆分金融归金融、拆分科技归科技成为当前这一阶段最主要的特征。

5.1.2.金融科技规范细则正落地实施中

2020 年，除了金融科技信仰外衣被打破外，规范金融科技的监管政策正逐一落地实施。首先，中国各地金融科技应用纷纷落地，特别是金融科技创新监管的试点落地即行业所说的“金融科技监管沙盒”。2020 年，央行在北京、上海、重庆、深圳、雄安新区、杭州、苏州、成都、广州等 9 个地区开展金融科技创新监管试点。

其次，金融科技更为细分领域的监管细则发布。2020 年以来，央行分别发布《金融科技创新应用测试规范》（JR/T 0198-2020）、《金融科技创新安全通用规范》（JR/T 0199-2020）、《金融科技创新风险监控规范》（JR/T 0120-2020）等多项金融行业标准，从不同的角度对金融科技创新进行管控，金融科技今后的本质化道路最终有了全面的监管顶层设计。

总之，金融科技在未来一定是服务金融的科技业务，互联网金融在本质上更强调金融借助互联网渠道，两者虽然在概念、范围有交叉与重叠，但在 2020 年去伪存真后，金融科技将真正成为提供底层技术支持、云技术以及算法相关的有力武器。

5.2.互联网财富新时代：机遇与风险并存

伴随着中国居民财富的持续积累，全市场对于规范、健康和全面丰富的财富管理的呼声不断增加，众多机构也将未来展业的方向押注在互联网财富管理的蓝海市场。同时，在资管新规打破刚兑、全市场利率下行、传统互联网金融产品纷纷下架、房地产调控的时代大背景下，居民的财富管理需求正在逐渐释放和转变，这为互联网财富管理行业的发展带来了机遇和挑战。

在新一轮互联网财富运动，获得“客户与流量”依然是各方机构展业的第一任务。随着互联网财富进程的加深，市场上依旧会有众多投资经验不足、缺乏金融知识的理财小白和新客户。除了银行、券商等传统机构线上线下的推荐外，大 V、UP 主、公众号、微博的推文以及小红书视频等依然是巨大流量的入口。互联网机构以及财富管理机构如何“留存”新客户，而不是“收割”新韭菜，就成为行业需要面临的一大课题。根据 Bilibili(B 站)公布的最新数据显示，较 2019 年，2020 年投资理财类视频播放量增长 464%，出现了大量 UP 主为网民进行基金知识的科普，更有甚者，直接指导视频观看者如何购买基金，创建付费社群和付费 QQ 群引导客户开户、跟投，导致财富管理市场信息存在误导性。此外，毫无金融背景的博主、UP 主也受到利益的驱使，跟风推荐基金。然而，基金推荐的背后可能藏有利益输送的链条，曾有小红书和 B 站 UP 主爆出有金融机构希望与其达成分销基金合作。渠道方为 UP 主提供公募基金新发上市产品的清单，UP 主可选择性推荐给粉丝，从而进行分成，如何规范与合理监管就成为行业需要解决的第一大问题。

好在 2021 年 3 月份以来权益市场的波动平抑了大部分小白理财客户的非理性需求，针对乱象，不少平台诸如知识星球、小红圈等知识付费平台以及小红书、B 站等媒体平台都已提高审核标准，严

禁出现荐股荐基等行为，以防止投资者盲目跟投，造成损失，进一步保障投资者权益。针对基金饭圈化、娱乐化现象，监管部门诸如中基协也提出了基金公司不得开展、参与娱乐性质的相关活动的要求。但可以肯定的是，新客流量依旧是各机构追逐的重点，全面规范的互联网财富管理整治浪潮也将伴随着流量竞争的日益加剧随之而来。

除了面对市场的不确定性以及未来的监管确定性，**如何长期陪伴互联网财富管理客户，为长尾以及普通客户提供符合其需求的财富管理业务**，不仅是行业的一大难题也是部分机构突出重围实现弯道超车的一大机遇。尤其是未来十年，财富管理客群以及技术发展都会呈现巨大的变化，如何顺势而为把握财富管理行业的新路径，是包括互联网机构在内的众多财富管理机构需要应对的新问题。根据麦肯锡的报告显示，未来十年，财富管理市场的客户“面貌”、客户需求、客户期望以及数据技术将发生根本性的变化，十年后财富管理行业将会是全新的面貌。**首先，是财富咨询业务方面。**第一变化是财富咨询将“网飞化”（即服务由数据驱动、具有高度个性化、持续性且既定即用的模式）；第二变化是财富咨询“健身追踪设备化”；第三变化是投资咨询“科技巨头效应”，麦肯锡认为，未来领先的大型技术生态企业已经成为财富管理行业核心的基础设施提供者，这些企业通过数据分析与云技术产品积累了大量经济效益，而其影响力只会与日俱增，但监管环境会影响科技巨头入局。**其次，是财务顾问方面。**第一，是顾问中将会有更多的“共同语言”，知道如何获取客户信任；第二，是顾问将拓展业务工作范围，从当前的“财富业务指导”变成“综合生活/财富教练”；第三是咨询服务透明化，用户评分愈加重要。

面对新一轮财富行业的大变革，财富管理机构需要做好相应的准备，明确自身发展定位，选择相应的业务模式。首先，是在人才方面，财富管理机构应当高度重视技术人才的吸收与培养；其次，是积极的成本管理措施，利用人工智能和机器人等技术优化经济效益，将行政工作减半。在这个高度透明、低费率的时代，这些措施将是保持盈利的关键。最后，是两种路径的选择，第一种是少数大型机构将尝试打通全客群，第二种则是行业中大多数机构走的“专属”路线。最后，我们还认为，买方投顾业务是今后各家从事财富管理业务的敲门砖。2021年3月，监管部门已经开启了第二批买方投顾业务资格的申请。

最后，是行业财富理念的转变，以证券公司开展互联网财富管理业务为例。以往，证券公司主要依靠佣金和代销手续费获得中间业务收入，尽管中间业务不占用资本金属于轻型业务，但各证券公司往往是以经纪业务佣金和两融息差为考核，倒逼一线员工以开户数量和交易体量获得提成收入。即便是2021年，翻看各券商公司年报，对财富管理业务和经纪业务概念介绍和发展描述基本采用融合不分家。不可否认，财富管理业务是一套综合、全面的业务统称，涵盖了客户的交易、投资以及资产配置，交易服务是其中的一个重要服务内容。但是，证券公司依旧对财富管理理解处在传统的、粗放阶段，部分机构将金融产品推广和销售，机械地以考核和中收为指标，包括银行和券商在内的大部分网点依旧靠送大米、送油的形式吸引客户购买，这与财富管理尤其是买方投顾的逻辑背道而驰。那该如何开展所谓新的财富管理业务，我们认为根据不同金融机构的资源禀赋和业务实力，侧重点和路径应有所不同，但步骤和方法论可以总结出一般结论。第一步，是从传统财富业务到投资咨询业务的转型。这需要在投资能力、投顾服务配置以及产品研究能力方面拥有积累、储备和投入，但核心是储备投资顾问员工、研究（产品）人才以及综合服务性人才；第二步，是从产品销售到产品配置的转型。这需要在投资者交易、投资、融资、资产配置、财富规划等一系列进行全面介入；第三步，是从投资指导到投资陪伴的转型。这一点，中金公司提出的理念就具有极强的代表性。中金公司基金投顾业务的四点理念为：第一，相信复利，做时间的朋友，相信复利的价值；第二，相信配置，做一定的分散投资，让整体资产在资本市场下跌的时候，尽量少跌一点，让投资者少恐惧一点；第三，相信专业，从内部分析的数据表明，买产品的客户平均来看跑赢了买股票的客户，做配置的客户平均又跑赢了买单产品的客户；第四，相信应对，中金财富根据市场的情况和客户账户中资产涨跌的情况做相应的调整，没有一招鲜，只有不断应对市场的变化，才有可能长期获得一个好的回报。**当从我给客户送米送**

油，到我为客户资产服务，再到客户与我、我与客户互相为伴，这是一条明确但又艰难，新瓶但不装旧酒，走的与原来财富管理模式不一样的路。

十、2020 年中证报价系统年度报告

1.2020 年中证报价新进展：中证易签代销业务功能上线，助力证券行业数字化转型

2020 年 9 月 7 日，中证报价系统股份有限公司于北京召开了中证易签服务证券行业暨电子签约服务证券公司代销业务座谈会，并在会上宣布中证易签服务证券公司代销业务正式上线。电子签约的方式提高了签约效率、节省了时间成本、提升了投资者购买理财产品的体验，并通过更为透明、集中化的管理保障投资者权益。方正证券、东吴证券为首批代销业务与中证易签合作的机构。

2.2020 年报价系统运营回顾

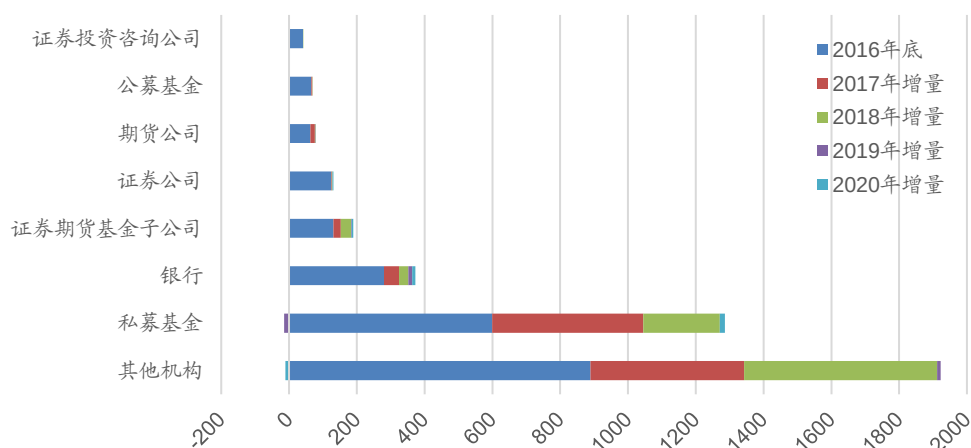
2.1. 参与人：数量接近饱和，增速较 2019 年有所回升

截至 2020 年 12 月 31 日，报价系统参与人数量为 4067 家，2019 年 12 月底为 4046 家，增长 0.52%。虽然增长幅度很小，但较 2019 年 0.25% 的增长率有所回升。

参与人构成中，除去其他机构，私募基金、银行和证券期货基金子公司为前三大参与人位置，家数分别为 1257 家、373 家、190 家，该三类参与人共占报价系统参与人总数近一半。这三类参与者 2020 年的增量也都为正。

银行作为除其他机构的第二大类参与机构，近四年增速逐年放缓，截至 2020 年底参与家数为 373 家。而对于证券公司、期货公司、公募基金等行业参与度已接近饱和的机构，近两年新增极少。

图 281 2020 年底报价系统参与人结构（单位：家）



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

2.2. 产品发行：收益凭证稳居核心，发行数量、发行金额齐升

产品发行方面，在经过 2019 年产品发行数量的缩减后，2020 年报价系统在产品发行量和发行规模上均有所增长。产品发行的增量全部来自于收益凭证，资管计划、资产支持证券等其他产品均无新增规模。

2020 年全年，报价系统共发行产品 9018 只，与 2018 年的 7199 只相比增长约 25.27%；融资规模 5289.92 亿元，同比上升 51.62%。按 366 天计算，2020 年日均发行产品 24.6 只，日均融资金额 14.5 亿元。

表 171 报价系统产品发行情况表（2019~2020 年）

产品	2019 年		2020 年	
	数量（只）	金额（亿元）	数量（只）	金额（亿元）
收益凭证	7499	3489.03	9018	5289.92
资管计划	0	0	0	0
私募基金	0	0	0	0
非公开发行公司债	0	0	0	0
资产支持证券	0	0	0	0
信托产品	0	0	0	0
私募股权	0	0	0	0
合计	7499	3489.03	9018	5289.92

资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

注：非公开发行公司债包括证券公司次级债、短期债和可交换债券

其他一二级市场交易行为方面，2020 年报价系统共发生转让交易 1331 笔，转让金额 51.85 亿元。

3.精品业务发展情况

3.1.收益凭证：发行与转让规模均有大幅增长

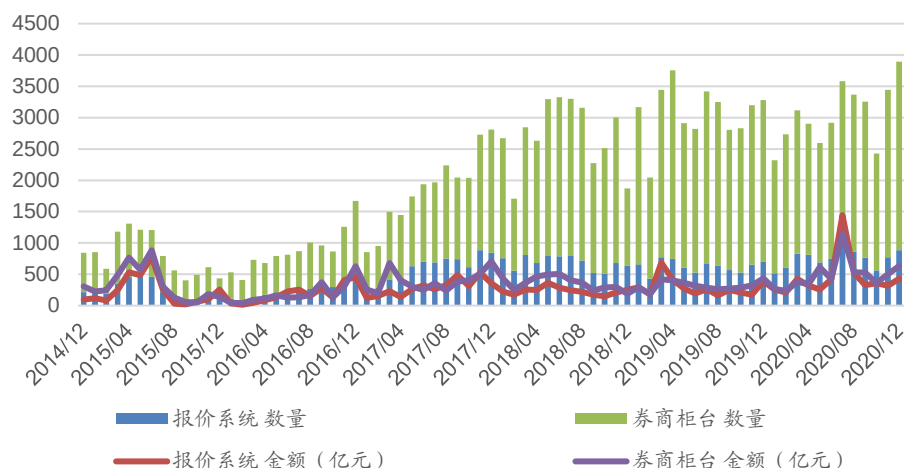
3.1.1.收益凭证发行统计

截至 2020 年 12 月 31 日，收益凭证在报价系统热销产品中依然占据首位，全年累计发行收益凭证 9018 只，较去年的 7499 增长 25.27%，规模 5289.92 亿元，较去年的 3489.03 亿元上升 51.85%。

分月发行数据显示，收益凭证发行规模紧贴市场资金需求的基本逻辑未变。2020 年全年发行规模最高点出现在 7 月，单月发行规模为 2598.14 亿元，与 2019 年的单月最高发行规模相比大幅上升。

从发行渠道看，2020 年全年报价系统发行收益凭证 9018 只，规模 5289.92 亿元，平均单只规模 0.59 亿元，较 2018 年的 0.47 亿元/只有所上升；券商柜台系统发行收益凭证 27523 只，规模 5970.01 亿元，平均单只规模 0.22 亿元，与 2018 年的 0.13 亿元/只相比明显上升。从不同渠道的发行规模看，报价系统和券商柜台系统比去年均有所增长。此外，与前两年类似，券商柜台系统发行的单只收益凭证规模较报价系统更小。（注：收益凭证发行备案过程中部分机构存在延报、漏报的现象，导致月度累计规模与经修正的年度规模存在差异）

图 282 2015~2020 年收益凭证分月发行情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

3.1.2.收益凭证转让统计

2015 年以来，报价系统着手挖掘平台的转让功能，激发市场流动性，2017 年以来，报价系统成为收益凭证的主要转让平台。2020 年，报价系统上收益凭证的转让金额延续 2019 年的趋势继续大幅增长。

2020 年全年收益凭证在报价系统上累计转让 1320 笔，金额 43.21 亿元；平均每月转让 110 笔，金额 3.6 亿元。在券商柜台市场累计转让 1643 笔，金额 9.14 亿元；平均每月转让 137 笔，金额 0.76 亿元。

表 172 收益凭证转让情况

	报价系统		柜台市场	
	笔数	金额（亿元）	产品数量	金额（亿元）
2020/01	80	0.47	148	0.42
2020/02	147	1.56	111	1.36
2020/03	128	4.26	116	0.53
2020/04	137	33.11	122	0.47
2020/05	104	0.38	98	0.49
2020/06	102	0.99	100	1.2
2020/07	172	0.77	110	0.35
2020/08	123	0.64	135	0.8
2020/09	86	0.21	140	0.46
2020/10	43	0.24	159	0.84
2020/11	105	0.32	188	1.1
2020/12	93	0.26	216	1.12

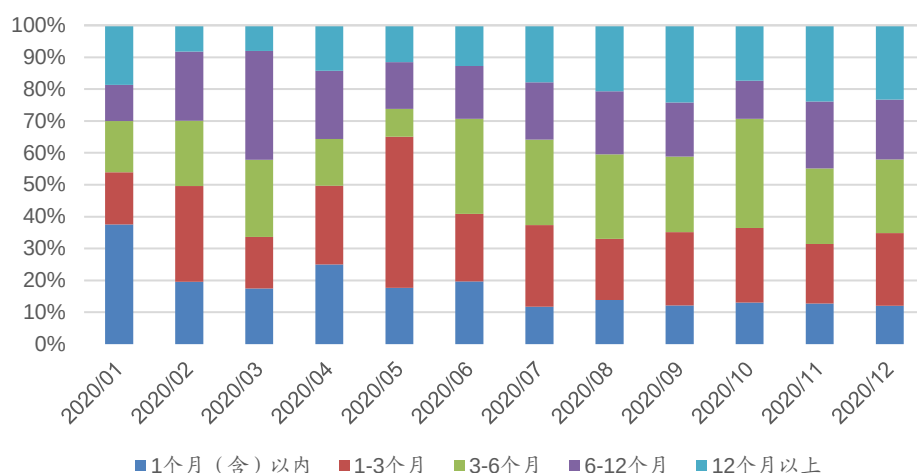
资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

3.1.3.收益凭证期限统计

从产品期限看，收益凭证发行期限以 12 个月以内的较短期限为主。期限在 12 个月以上的占比平均每月不到 20%。期限较短有利于证券公司降低融资成本。

各类期限中，1-3个月的收益凭证占比最大，占每月发行数量的比值平均为 24%，12 个月以上的收益凭证占比最小，占每月发行数量的比值平均为 16.8%。

图 283 收益凭证期限统计

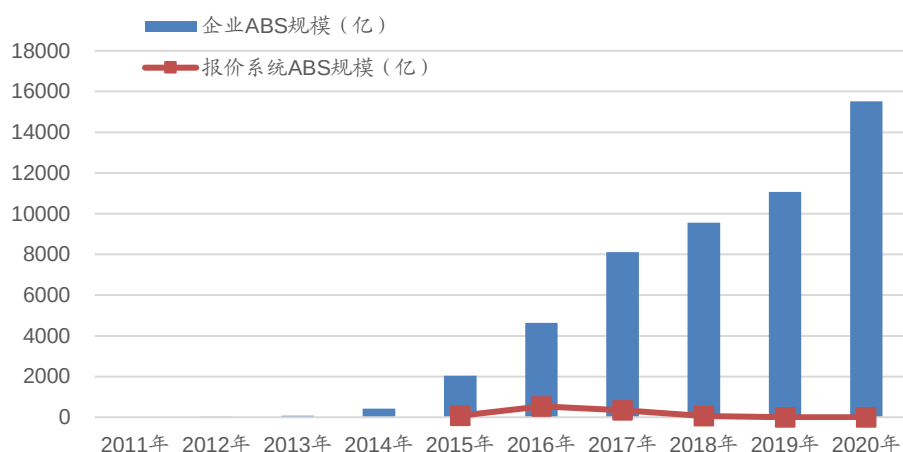


资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

3.2. 资产支持证券（ABS）：连续第二年无发行量

截至 2020 年底，资产支持证券全年在报价系统无发行量，继 2019 年以来连续第二年在报价系统无发行量。当年全市场发行量 15516.3 亿元。

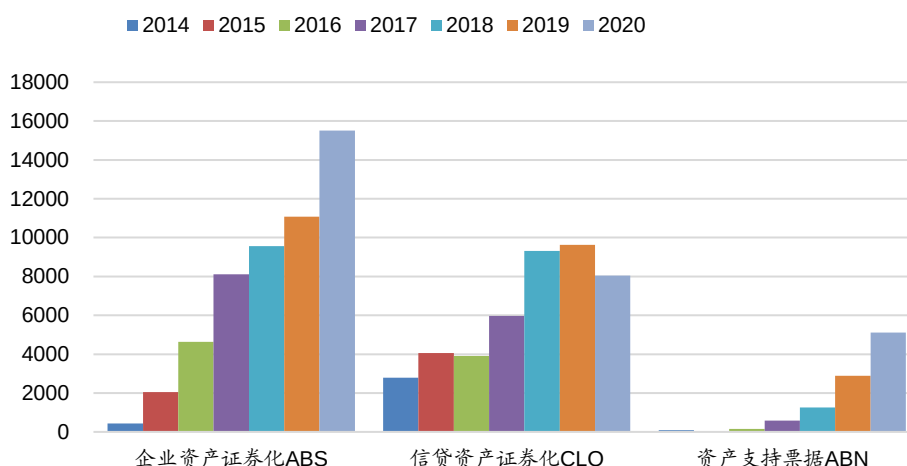
图 284 ABS 历年发行统计（单位：亿元）



资料来源：中证报价，Wind 资讯，华宝证券研究创新部

从各类资产证券化发展规模看，企业资产证券化新发规模由 2014 年的 427.12 亿元增至 2020 年的 15516.3 亿元，年复合增速 81.99%，近一年增速 40.13%；信贷资产证券化新发规模由 2014 年的 2793.50 亿元增至 2020 年的 8041.9 亿元，年复合增速 19.27%，近一年增速-16.53%；资产支持票据新发规模由 2014 年的 89.20 亿元增至 2020 年的 5105.98 亿元，年复合增速 96.31%，近一年增速 76.79%。总的来看，企业资产证券化和资产支持票据的发行规模在 2020 年均均有大幅增长，而信贷资产证券化的发行规模较 2019 年小幅下滑。

图 285 各类资产证券化业务发行规模（单位：亿元）



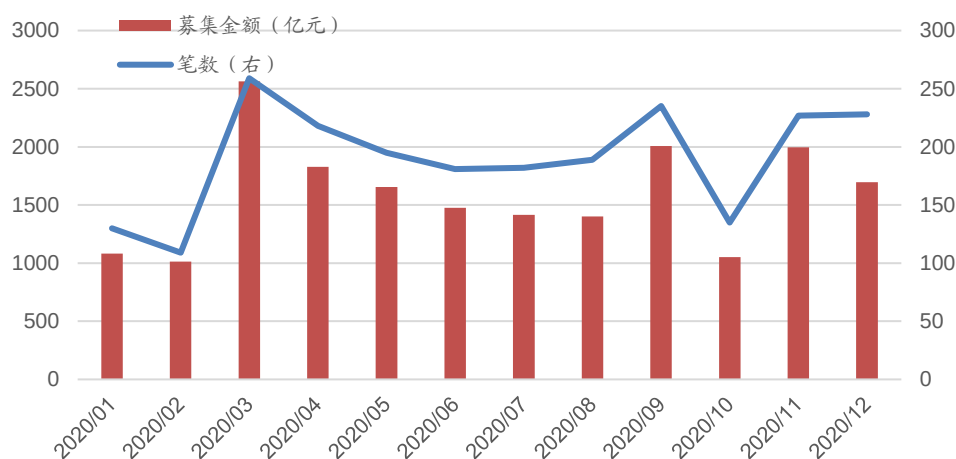
资料来源：中证报价，Wind 资讯，华宝证券研究创新部

3.3.非公开发行公司债

目前，报价系统上的非公开发行公司债券主要指证券公司次级债、证券公司短期债、可交换债。

截至 2020 年 12 月底，2020 年非公开发行公司债在报价系统上无发行量。而接收备案的非公开发行公司债 2020 年全年累计数量为 2288 只，累计金额为 18191.98 亿元，与 2019 年全年接收备案的 1201 只、12171.29 亿元相比有大幅增长。

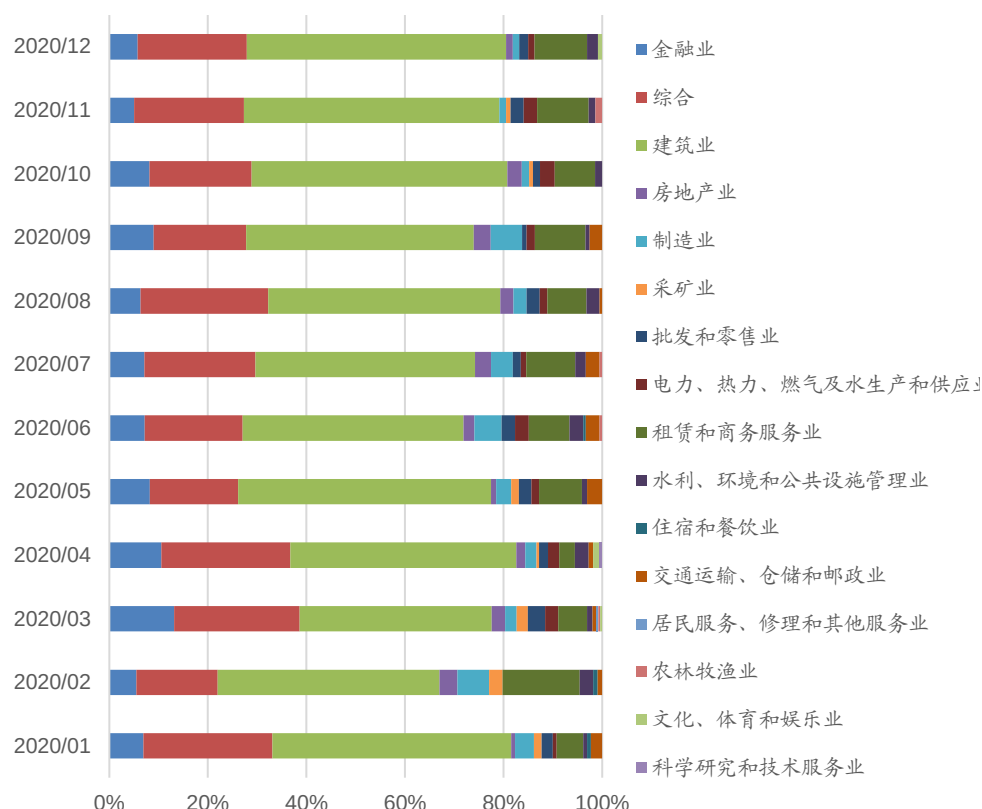
图 286 非公开发行公司债月度备案情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

从行业分布来看，非公开发行公司债发行主体的行业主要集中在金融业、综合类、建筑业以及租赁和商业服务。从月度数据看，该四类行业的发行规模总和基本占总规模的 80%以上。

图 287 非公开发行公司债月度发行行业分布情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

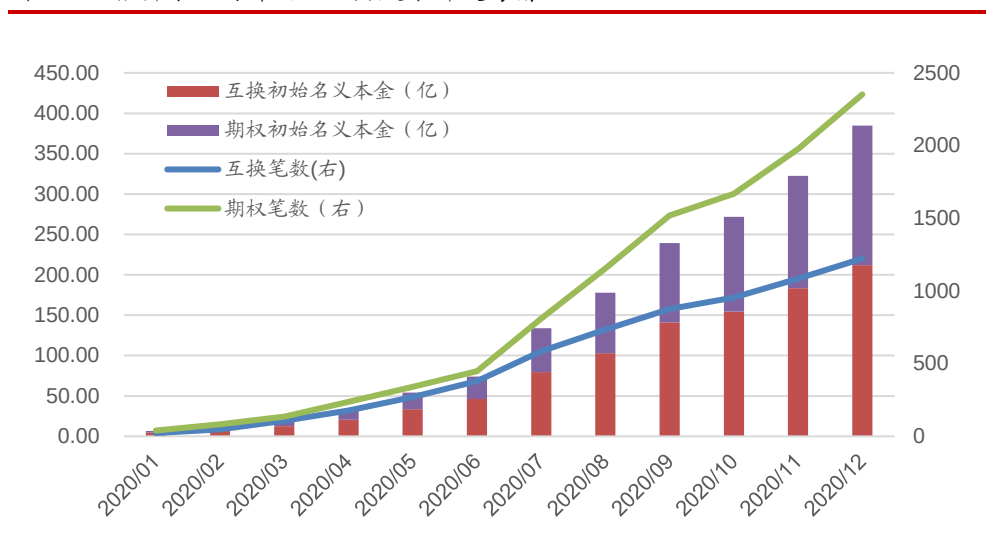
3.4.场外衍生品市场：收益互换与场外期权规模大幅反弹

报价系统场外衍生品主要包括收益互换和场外期权，两者都是 2014 年上线品种，其中，融资性质的收益互换在 2015 年去杠杆监管中被叫停。

截至 2020 年 12 月底，报价系统场外衍生品累计交易 3575 笔，对应初始名义本金 384.55 亿元，与 2019 年的 1008 笔、83.79 亿元相比，交易笔数提升 254.66%，而名义本金提升 358.94%。虽然交易笔数和名义本金都有大幅度提升，但仍未达到 2018 年的水平。

分业务类型看，2020 年报价系统收益互换业务累计交易 1223 笔，对应初始名义本金 211.92 亿元；场外期权业务累计交易 2352 笔，对应初始名义本金 172.63 亿元。与 2019 年相比，2020 年收益互换业务规模提升 477.60%，场外期权业务的交易规模提升 266.51%

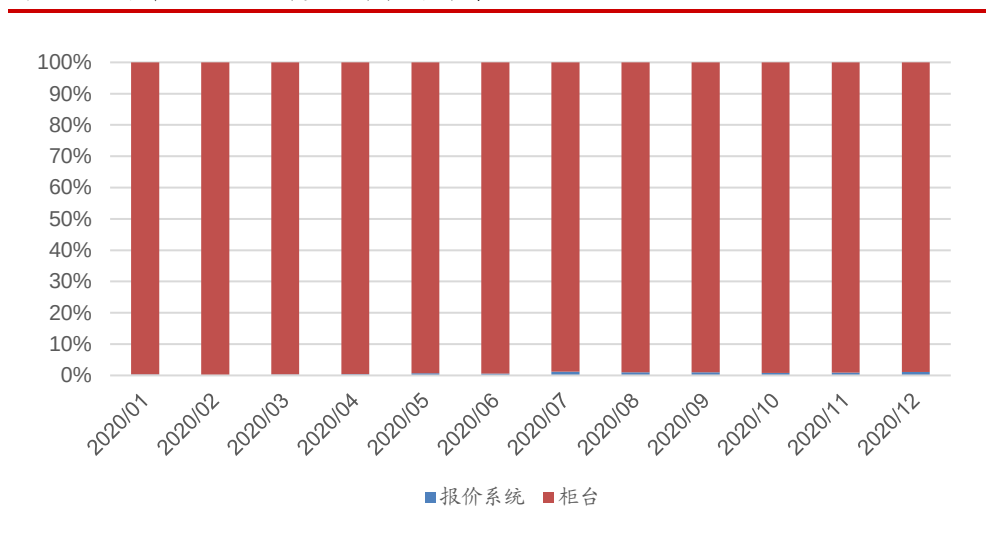
图 288 报价系统场外衍生品月度累计交易情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

对比柜台市场和报价系统在场外衍生品业务上的开展情况，2020 年报价系统场外衍生品累计初始名义本金 384.54 亿元，柜台市场累计初始名义本金 47212.53 亿元（分月增量统计与报价系统累计数据有差异），报价系统交易名义本金仅占全市场的 0.81%，较 2019 年的 0.46%有所回升，但幅度不大，报价系统与柜台市场的交易规模差距依旧很大。柜台市场起步较早的证券公司仍是场外衍生品业务的交易主力方，而报价系统上场外衍生品交易的参与人主要是未自建柜台系统的证券公司和其他机构。

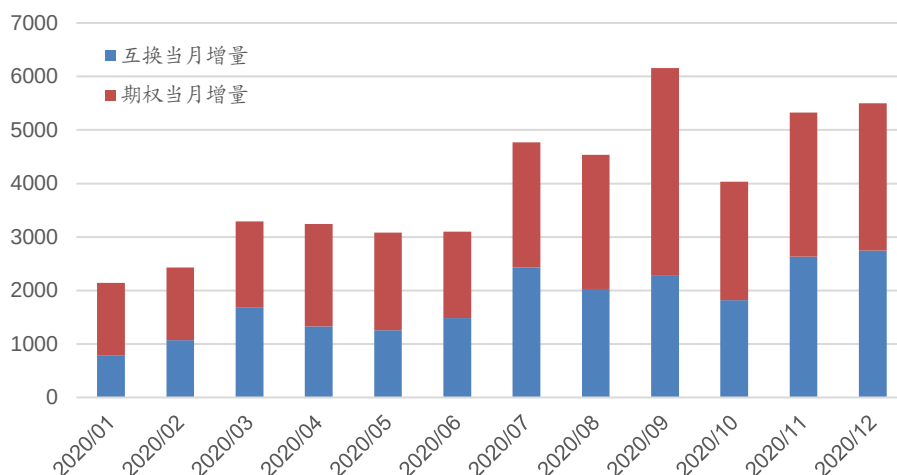
图 289 场外衍生品月增量分开展场所情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

从分月度增量数据看，2020 年下半年场外衍生品月度增量明显高于上半年。从场外期权挂钩品种看，占各月增量比重较大的为 A 股股指和黄金期现货。

图 290 场外衍生品月增量情况



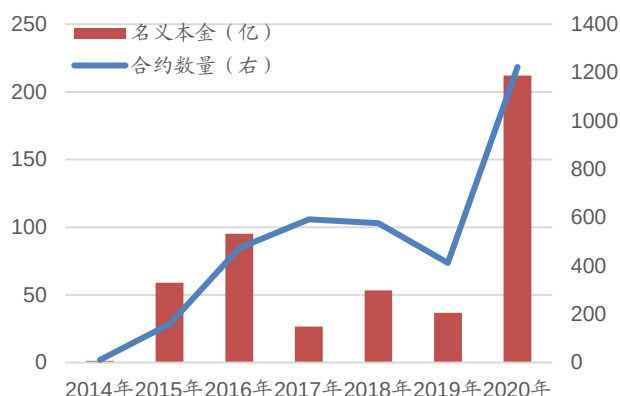
资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

3.4.1. 收益互换：规模大幅增长

2020 年报价系统收益互换业务累计交易 1223 笔，对应初始名义本金 211.92 亿元；从交易笔数看，较 2019 年的 412 笔提升了 196.84%，初始名义本金较 2018 年的 36.69 亿元提升了 477.59%。

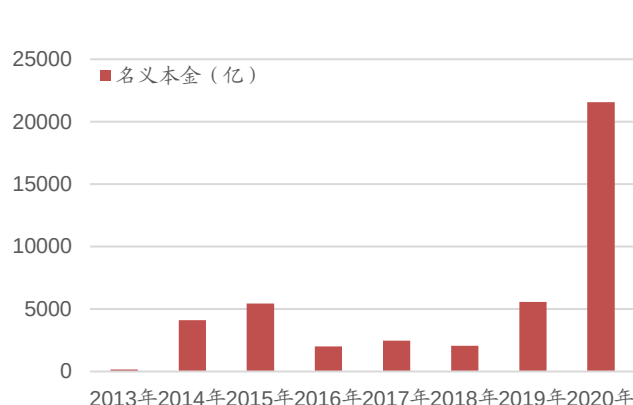
从证券公司的统计口径看（含报价系统和柜台），2019 年证券公司累计开展收益互换对应名义本金 21551.07 亿元，较 2018 年的 5582.16 亿元上升了 286.07%。

图 291 报价系统平台上收益互换开展情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

图 292 证券公司开展收益互换情况（单位：亿元）



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

3.4.2. 场外期权：全市场规模持续增长下报价系统份额再度大幅下降

对场外期权的深度分析可参见专题报告《2020 年场外期权年度报告》，此处仅做基础分析。

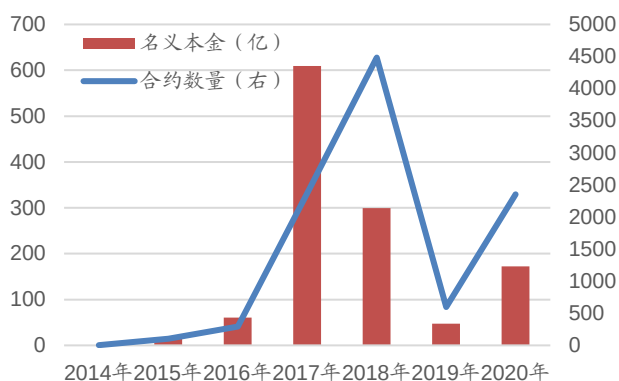
2020 年报价系统场外期权业务累计交易 2352 笔，对应初始名义本金 172.63 亿元；从交易笔数看，较 2019 年的 596 笔提升了 294.63%，对应初始名义本金较 2019 年的 47.1 亿元提升了 266.52%。

从证券公司的统计口径看（含报价系统和柜台），2020 年证券公司累计开展场外期权对应名义本金 26045.99 亿元，较 2018 年的 12556.33 亿元增长 107.43%。

2020 年报价系统场外期权交易量占证券公司统计口径的比重由 2019 年的 0.38% 升至 0.66%。

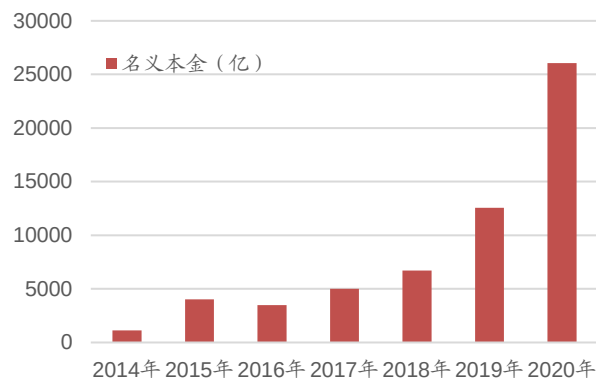
敬请参阅报告结尾处免责声明

图 293 报价系统平台上场外期权开展情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

图 294 证券公司开展场外期权情况

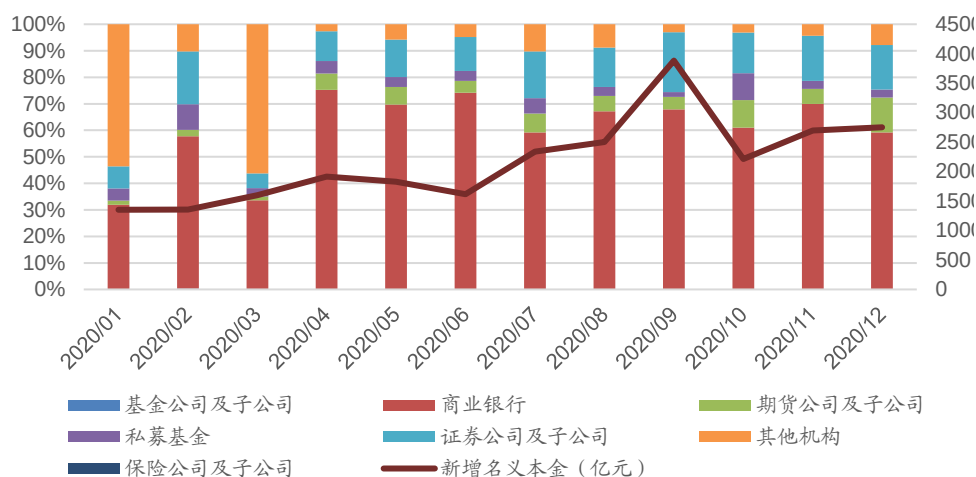


资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

场外期权交易对手情况

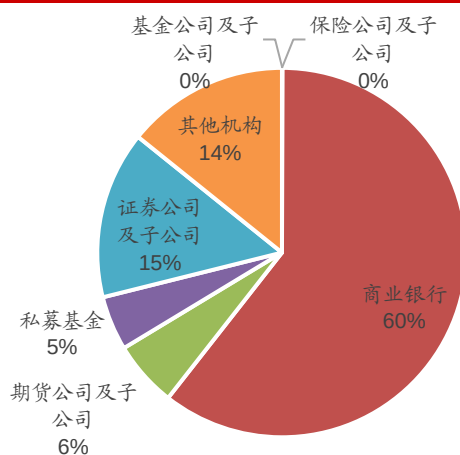
以证券公司的统计口径（含报价系统和柜台）看场外期权交易对手情况，2020 年场外期权的主要买方机构中商业银行占绝对比重，2020 年全年累计新增的 26045.99 亿元名义本金中，商业银行占比高达 60%，证券公司及子公司、期货公司及子公司和私募基金分别占比 15%、6%和 5%。

图 295 证券公司每月新增期权合约交易对手情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

图 296 证券公司 2020 年新增期权合约交易对手情况图名称资料来源



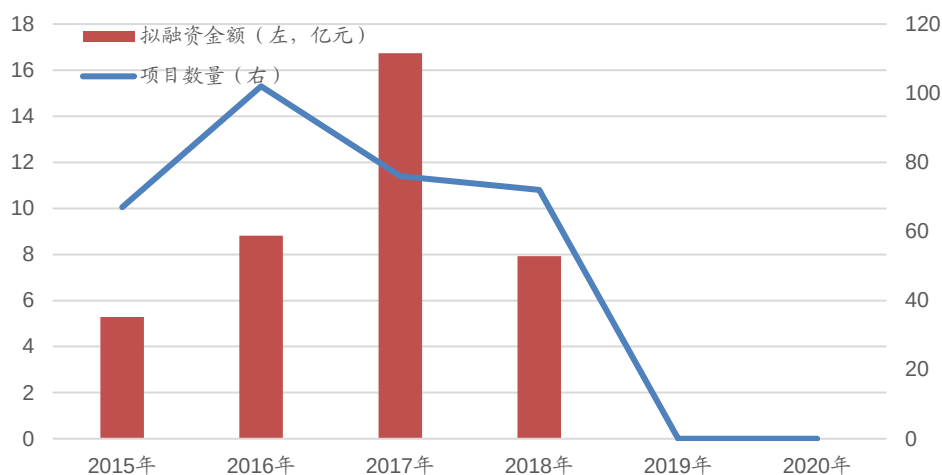
资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

3.5.私募股权市场

从项目上线情况看，2020 年中证众创无上线项目。截至 2020 年 12 月底，中证众创平台项目融资成功共计 33 个，线上线下金额合计 13.70 亿元，项目融资成功率为 13.20%。

截至 2020 年 12 月底，报价系统全年累计转让私募股权 0 笔，累计转让金额 0 亿元。

图 297 报价系统中中证众创平台项目上线情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

十一、2020 年私募基金年度报告

1.全球对冲基金 2020 回眸：曲折前行，量价同升

1.1.对冲基金规模续创新高，固定收益策略份额提升

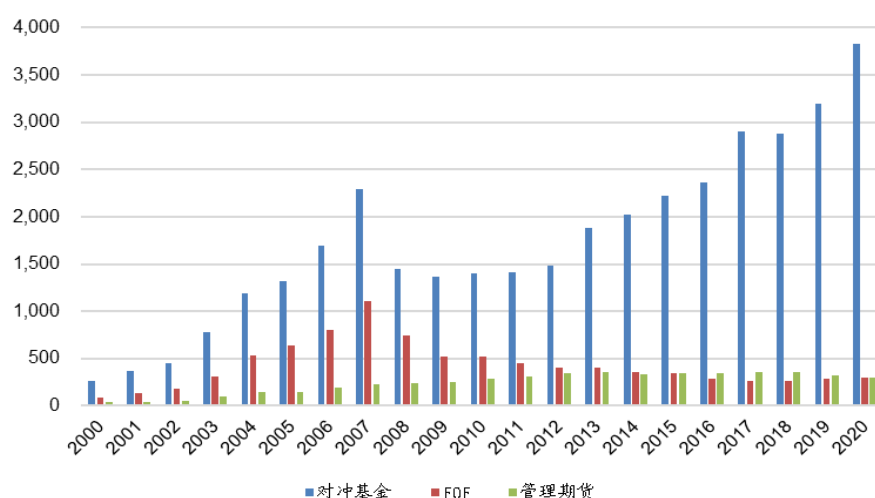
截至 2020 年底，全球对冲基金管理资产规模已从 2000 年的 2635 亿美元发展到 2020 年的

3.83 万亿美元，增长了 14.53 倍，较 2019 年的 3.19 万亿增长 20.06%，增幅较为明显。结合管理期货基金（CTA），全球量化对冲基金（对冲基金+CTA，不含 FOF）管理资产规模近 4.13 万亿美元。

从规模上来看，除了 2018 年小幅缩水外对冲基金规模都处于稳步上升的进程中，2019 年首次突破 3 万亿美元，2020 年进一步上升至 3.83 万亿。最近三年 FOF 管理规模逆转了 2017 年之前单边下行的趋势，有企稳反弹的迹象，迄今管理规模已经连续三年上涨，CTA 管理规模则有持续萎缩的趋势，2019 年和 2020 年均出现下滑。截至 2020 年底，FOF 和 CTA 管理规模分别为 2936 亿美元、3015 亿美元。

HFR（Hedge Fund Research）报告显示，2020 年虽然受疫情、政治不确定性和动荡影响，但是风险偏好仍有所回升且行业整体业绩取得不错表现，行业管理规模也继续上升。其中大型对冲基金因成立时间久，业绩稳定的优势仍受到投资者青睐。

图 298 全球对冲基金管理资产规模（单位：十亿美元）



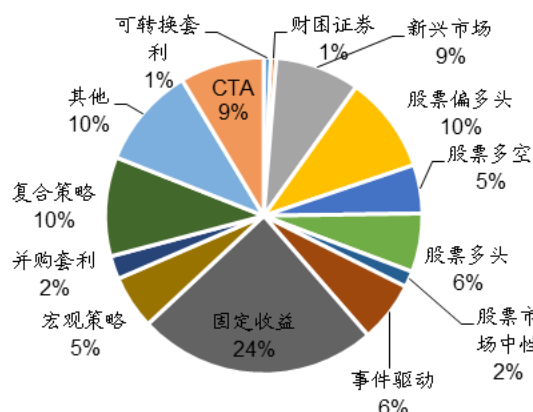
资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

注：数据在 2020 年有回溯调整

回顾 2020 年，不同策略间资金流动此起彼伏，受疫情影响，各类资产的波动有所加剧，风险类资产相关策略整体规模呈现一定的收缩，如权益类的股票偏多头由 2019 年的 11% 下降到 2020 年的 10%，宏观策略由 7% 下降到 5%，复合策略由 12% 下降到 10%，CTA 策略由 10% 下降到 9%，这些下降的市场份额主要转移到避险资产相关策略中。2020 年固定收益策略的市场份额在 2019 年的基础上进一步增长，在各子策略中占据领先地位，为 24%，2019 年底该数字为 21%，上升较为显著。

2020 年全球处于动荡时期，一方面疫情冲击全球经济，另一方面疫情发生之后各国都采取了积极财政政策和极度宽松的货币政策，推动资产价格上扬。总体来看，各类风险资产的波动较往年有所加剧，风险偏好承压，权益类策略整体份额稳中有降，固收类策略份额则连续几年增长，成为资金最青睐的策略之一。

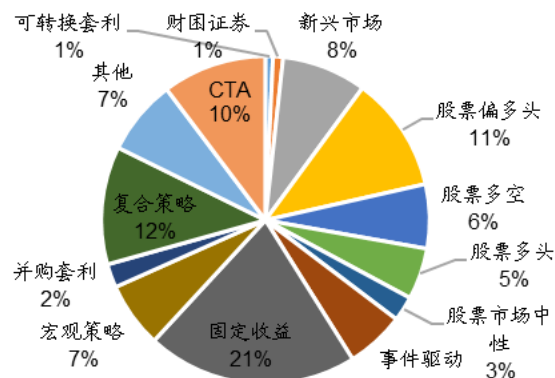
图 299 全球对冲基金投资策略分布（2020 年）



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

注：数据在 2020 年有回溯调整

图 300 全球对冲基金投资策略分布（2019 年）



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

注：数据在 2019 年有回溯调整

截至 2020 年 9 月，根据 Preqin 统计数据，Bridgewater Associates（桥水联合）、AQR Capital Management（AQR 资本管理）、Man Investments（曼氏）继续以 1401 亿美元、996 亿美元、798 亿美元的管理资产规模稳居全球对冲基金榜单的前三位，不过管理资产规模有一定程度下降。

如前所述，相比于中小型对冲基金管理人，投资者对于头部对冲基金管理人的信任度更高，规模效应明显。

表 173 全球对冲基金管理资产规模排行榜 Top 20（截至 2020/9）

管理人	国家	成立时间	管理资产规模（亿美元，2018/9）	管理资产规模（亿美元，2019/9）	管理资产规模（亿美元，2020/9）
Bridgewater Associates（桥水联合）	美国	1975	1663	1638	1401
AQR Capital Management（AQR 资本管理）	美国	1998	1176	996	996
Man Investments（曼氏）	英国	1983	761	824	798
Renaissance Technologies（文艺复兴科技）	美国	1982	575	673	698
Two Sigma Investments（双西投资）	美国	2001	388	600	600
Elliott Management（埃利奥特资本管理）	美国	1977	350	382	405
Millennium Management（千禧管理公司）	美国	1989	350	380	403
J.P. Morgan Asset Management（摩根资产管理）	美国	1974	535	366	366
Sculptor Capital Management	美国	1994	—	—	361
BlackRock Alternative Investments（贝莱德另类投资）	美国	1986	299	336	353
Marshall Wace（马歇尔伟世）	英国	1997	347	341	322
HSBC Global Asset Management	英国	1973	—	—	315
Adage Capital Management（格言资本管理）	美国	2001	324	297	314
Davidson Kempner Capital Management（戴维森·坎普纳资本管理）	美国	1990	315	310	313
Viking Global Investors（维京全球投资）	美国	1999	250	260	311
Baupost Group（宝璞集团）	美国	1982	310	274	302
Farallon Capital Management（法拉龙资本管理）	美国	1986	254	273	300
D.E. Shaw & Co（德劭基金）	美国	2008	309	311	291

Citadel Advisors (城堡投资)	美国	1990	301	322	289
The Children's Investment Fund Management (儿童投资基金)	英国	2003	—	247	280

资料来源: Preqin 官网、华宝证券研究创新部

注: 以上数据为截至 2020 年 9 月可得数据, 并非是精准节点数据

1.2. 权益领跑众策略, 业绩创近年最佳

2020 年, BarclayHedge 数据显示, 全球对冲基金整体收益率为 11.14%, 创近年来的收益新高, 延续了 2019 年 10.63% 的强势表现, 远高于 2018 年 -5.23% 的糟糕表现, 略胜 2017 年一筹。

2020 年, 全球经济遭遇新冠疫情黑天鹅的冲击, 疫情持续传播引发市场广泛担忧, 市场流动性紧缺, 引发 3 月中旬全球市场剧烈震荡, 短短两周内纽约股市经历了四次熔断, 市场情绪降到冰点。随后美联储释放流动性, 全球流动性重回宽松, 股票市场迎来持续反弹, 美国放水也导致美元受挫, 大宗商品也开启了一轮反弹行情。全球市场虽然在一季度遭遇重挫, 但后续风险偏好逐步回升, 后续随着新冠疫苗取得突破, 美国大选落地, 风险偏好进一步回升。全年来看, 虽然一度受挫, 但是宽松的流动性带动各类风险资产集体反弹, 在权益类和大宗商品相关策略的带领下, 对冲基金也获得了金融危机以来的最佳年度业绩。

分策略业绩来看, 除了股票市场中性策略之外, 其余所有子策略 2020 年全年均获得了正收益。其中, 权益类偏多头策略: 股票偏多头、新兴市场策略表现位列前三名之列, 收益率分别为 16.44%、15.15%, 延续了 2019 年这两个策略的强势表现, 而这两类子策略也是 2018 年表现最差的两个, 而 2017 年这两个策略也领跑所有策略。权益类多头敞口暴露较多的策略深受权益市场表现影响, 策略波动虽然较大, 但是长期看收益显著。

除了股票市场中性策略和复合策略之外, 其它所有策略较 2019 年均有一定程度的提升。可转换套利、财困证券、事件驱动、固定收益套利和宏观策略等策略全年收益均超过 10%, 在除了权益多头之外的众多策略中脱颖而出, 获得资金重点配置。

虽然受新冠疫情的影响, 但是 2020 年各主要经济体股票市场多数上涨, 标普 500、STOXX 欧洲 50、富时 100、法国 CAC40、德国 DAX、日经 225、韩国综合指数 2020 年度分别上涨 16.26%、7.50%、-14.34%、-7.14%、3.55%、16.01%、30.75%。疫情冲击下各国均放宽流动性, 但英国因受深陷脱欧泥塘和新冠疫情双重冲击, 市场表现在主要经济体中垫底。而东亚的韩国和日本疫情控制良好, 且受到半导体等行业需求向好的影响, 全年股市表现均十分突出。

新兴市场的整体表现同样可圈可点, 2020 年 MSCI 发达市场指数和 MSCI 新兴市场指数全年收益率分别为 14.06%、15.84%。其中, 东亚经济体普遍较早控制疫情传播, 越南、印尼等经济体表现突出; 中国虽然最早爆发疫情, 但是也是最早控制疫情的国家, 中国经济率先反弹, 且防疫物资等出口推动出口显著增长, 助力世界经济复苏, 成为 2020 年唯一 GDP 正增长的主要经济体。

表 174 全球对冲基金收益表现 (近四年)

	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
整体	11.14%	10.63%	-5.23%	10.36%
可转换套利	15.53%	8.34%	-0.02%	2.55%
财困证券	13.19%	2.13%	0.28%	4.17%
新兴市场	15.15%	12.58%	-10.89%	18.65%

股票偏多头	16.44%	15.28%	-8.83%	14.02%
股票多空	9.28%	6.61%	-3.04%	8.36%
股票市场中性	-1.29%	-0.56%	-1.70%	2.93%
事件驱动	11.12%	7.58%	-2.68%	8.09%
固定收益套利	10.53%	2.69%	0.43%	3.99%
宏观策略	10.06%	7.78%	-5.33%	3.96%
并购套利	9.18%	6.39%	0.33%	4.97%
复合策略	4.17%	5.13%	-4.92%	5.84%
CTA	5.42%	5.28%	-3.17%	0.70%
FOF	9.75%	6.99%	-4.79%	6.00%

资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

注：1、对冲基金整体表现不含 FOF 和 CTA。2、数据在 2020 年有回溯调整。

2. 中国私募基金 2020

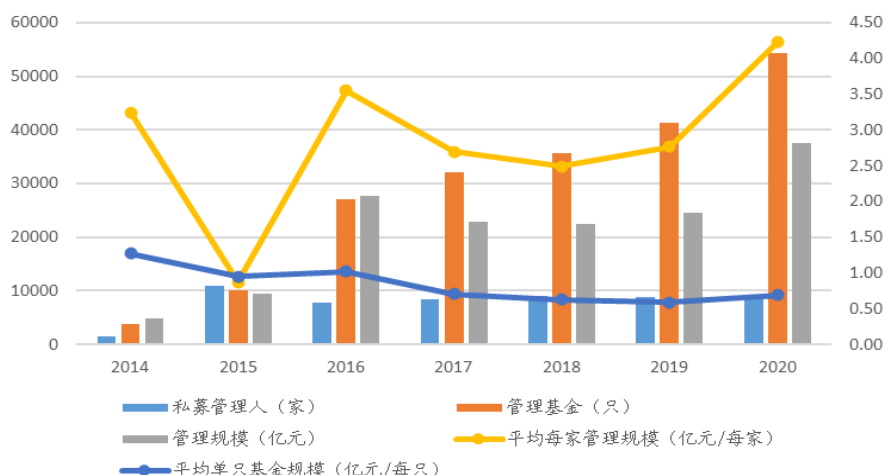
2.1. 规模：业绩突出助推行业发展，私募证券投资基金规模增长显著

截至 2020 年 12 月底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人 24561 家，去年同期为 24471 家。存续已备案私募基金 96852 只，管理基金规模 15.97 万亿元（运作中产品），较去年同期的 13.74 万亿元增加 16.23%。从管理人家数、管理产品数量看，私募基金行业发展较为平稳。

单就私募证券投资基金而言，截至 2020 年 12 月底，基金业协会已备案私募证券投资基金管理人 8908 家，已备案私募证券投资基金 54355 只，管理基金规模 37662 亿元，较去年同期的 24503 亿元增加 53.70%。平均而言，每家私募证券投资基金管理人管理产品 6.10 只，管理规模 4.23 亿元。

截至 2020 年 12 月底，共有 9 家私募资产配置类管理人备案，已备案私募资产配置基金 10 只，管理规模 9.96 亿元。2020 年私募证券行业迎来重要发展之年。私募证券投资基金管理规模在 2017、2018 连续两年的规模收缩，2019 年得益于市场行情的推动重新迎来了小幅上升，而在 2020 年，私募证券投资基金管理规模大幅增加 53.70%，以权益为主的市场表现优异，商品市场呈现趋势上涨行情，权益和商品类策略均取得不俗表现。值得一提的是，伴随整体规模大幅回升，单基金管理规模打破了近年来小型化的趋势，也出现了一定程度的回升。

图 301 备案私募证券投资基金市场规模情况



资料来源：基金业协会，华宝证券研究创新部

2.2.重要政策与事件梳理

2.2.1.头部效应集聚，百亿私募一年新增近 30 家

2020 年权益市场和量化策略表现均好于往年，市场业绩爆发下百亿私募的数量出现了较快增长。2020 年国内百亿私募数量达到了 63 家，而 2019 年底证券类百亿私募机构共有 37 家，经过一年时间数量增长了 26 家。这主要得益于 2020 年 A 股结构性牛市行情的演绎，市场表现突出助长了私募策略业绩增长，业绩增长进一步驱动资金流入，二者合力之下证券类私募基金的管理规模快速增长，百亿私募梯队得以较快扩容，甚至出现千亿规模的私募机构，如高毅、景林、明汨等机构规模均逼近千亿。

从百亿私募的分布区域来看，上海百亿私募数量最多，达到 28 家，其次是北京 16 家，深圳 8 家，其它地区合计 11 家。北上深三个城市百亿私募数量占比高达 83%，北上深三个城市人才较多，较其它城市优势明显，头部私募基金已经在三个城市形成聚集现象。

从策略分布来看，股票策略私募管理人最多达 38 家，其次量化私募则有 11 家，组合基金和宏观对冲 8 家，纯债券 6 家。得益于股票市场强劲表现，市场赚钱效应非常明显，股票类百亿私募基金数量远超其它策略，而 2020 年量化策略表现亦可圈可点，尤其是指数增强类策略，业绩较好且上规模较快，因而量化私募的管理规模增长较快。债券近两年表现均一般，债券类百亿私募数量也相对较少。量化类私募发展势头强劲，从国外的发展趋势看，量化投资将成为未来的趋势，后续国内可能继续涌现一批百亿私募。

从成立时间来看，成立时间不足五年的私募有 11 家，分别是宁波幻方量化、于翼资产、聚鸣投资、盘京投资、正心谷资本、煜德投资、宁泉资产、磐津投资、上汽顺臻资产、礼仁投资、衍复投资。尤其是衍复投资，成立仅一年就成为百亿私募。而成立时间超过十年的私募有东方港湾、彤源投资、林园投资、上海大朴资产、淡水泉、星石投资、银叶投资、鸣石投资等 8 家私募。从趋势上看，新晋百亿私募呈年轻化趋势。

从 2020 年新增百亿私募策略类型来看，以股票类私募数量为最，例如希瓦资产、石锋资产、林园投资和宁泉资产等，其中石锋资产在股票类策略中业绩领先。量化对冲类私募数量增长也较为可观，如九坤投资、鸣石投资、金锲资产、进化论资产和衍复投资等，而衍复投资成立仅一年有余便跻身百亿量化私募之列，成长速度令人刮目相看。股票和量化类百亿私募的数量增长领先

敬请参阅报告结尾处免责声明

于其它类私募,这主要得益于 2020 年权益市场和量化策略齐头并进,收益均较为可观。债券 2020 年整体表现一般,因此债券类百亿私募的数量增长也屈指可数。

总体来看,私募证券基金头部机构快速扩容,头部聚集效应正在加剧。一方面,头部机构资源禀赋优异,无论是资金、人才、数据、投研和交易 IT 系统等各方面资源都较其它私募存在显著优势,这些都为头部私募机构提供护城河,形成正向循环,导致私募头部机构越来越集中。相比于头部私募的快速发展,中小私募的处境并不乐观,有些甚至在生存线挣扎,面临被市场淘汰风险。展望未来,私募基金的头部聚集效应并不会放缓,长期来看大概率仍将持续。随着资源不断向头部倾斜,头部机构管理的优质产品可能成为市场稀缺资源,备受资金的追捧。

表 175 百亿私募投资机构明细(按时间先后和投资策略分类)

私募基金管理人	核心管理人	成立时间	主要投资策略	注册地
景林资产	蒋锦志、高云程、金美桥、蒋彤	2004 年	股票	上海
东方港湾	但斌	2004 年	股票	深圳
彤源投资	管华雨、薛凌云、庄琰	2006 年	股票	上海
林园投资	林园	2006 年	股票	深圳
大朴资产	颜克益	2007 年	股票	上海
淡水泉投资	赵军	2007 年	股票	北京
星石投资	江辉	2007 年	股票	北京
源乐晟资产	曾晓洁、吕小九、杨建海	2009 年	股票	北京
重阳投资	裘国根	2009 年	股票	上海
铂绅投资	谢红	2011 年	股票	上海
易鑫资管	栾鑫	2011 年	股票	天津
伊洛投资	许传华	2011 年	股票	郑州
千合资本	王亚伟、崔同魁	2012 年	股票	北京
汉和资本	罗晓春	2013 年	股票	北京
少藪派投资	周良	2013 年	股票	上海
高毅资产	邱国鹭	2013 年	股票	深圳
盈峰资本	蒋峰	2013 年	股票	深圳
拾贝投资	胡建平	2014 年	股票	北京
宽远资产	徐京德	2014 年	股票	上海
保银投资	王强	2014 年	股票	上海
希瓦资产	梁宏	2014 年	股票	上海
泛海投资	王君辉	2015 年	股票	北京
石锋资产	崔红建、郭锋	2015 年	股票	上海
趣时资产	章秀奇	2015 年	股票	上海
嘉恩资产	李星	2015 年	股票	上海
通怡投资	储贻波	2015 年	股票	上海
金汇荣盛	张玲	2015 年	股票	深圳
泰润海吉	刘壮波	2015 年	股票	深圳
玄元投资	杨夏	2015 年	股票	广州
盘京投资	庄涛、陈勤	2016 年	股票	北京
于翼资产	陈忠	2016 年	股票	上海

聚鸣投资	刘晓龙	2016 年	股票	上海
檀真投资	林利军	2017 年	股票	上海
煜德投资	靳天珍、蔡建军、冯超	2017 年	股票	上海
宁泉资产	杨东	2018 年	股票	上海
上汽顺臻	陆永涛	2018 年	股票	上海
磐沣投资	张健	2018 年	股票	北京
礼仁投资	许玉莲	2018 年	股票	天津
佑瑞持投资	高蕾	2010 年	债券	北京
合晟资产	胡远川	2011 年	债券	上海
千为投资	王林	2012 年	债券	北京
明毅博厚	梁文飞	2012 年	债券	北京
迎水投资	卢高文	2015 年	债券	上海
蓝石资管	朵元	2015 年	债券	北京
银叶投资	许已阳	2009 年	债券、宏观对冲	上海
乐瑞资产	唐毅亭	2011 年	债券、宏观对冲	北京
敦和资产	叶庆均	2011 年	股票、宏观对冲	杭州
凯丰投资	吴星	2011 年	宏观对冲	深圳
平安道远投资	张存相	2011 年	组合基金	上海
映雪资本	郑宇	2012 年	股票、债券	上海
双安资产	邱甲宁	2014 年	宏观对冲	南京
永安国富	肖国平	2015 年	宏观对冲	杭州
鸣石投资	李硕	2010 年	量化	上海
宁聚资产	葛鹏	2011 年	量化、债券	宁波
九坤投资	王琛	2012 年	量化	北京
金锝资产	任思泓	2012 年	量化	上海
诚奇资产	何文奇	2013 年	量化	深圳
明泓投资	裘慧明	2014 年	量化	上海
灵均投资	马志宇、蔡枚杰	2014 年	量化	北京
盛泉恒元	赵忠东	2014 年	量化	南京
进化论资产	王一平	2014 年	量化	深圳
幻方量化	徐进	2015 年	量化	宁波
衍复投资	王慕涵、顾王琴、高亢	2019 年	量化	上海

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部，截止 2020 年底。

2.2.2.私募基金监管加强，引导回归私募和投资本源

私募基金行业作为多层次资本市场的重要组成部分，近年来发展迅速，但是在发展过程中也暴露了不少问题：包括公开或者变相公开募集资金、规避合格投资者要求、不履行登记备案义务、异地经营、集团化运作、资金池运作、刚性兑付、利益输送、自融自担等，甚至出现侵占、挪用基金财产、非法集资等严重侵害投资者利益的违法犯罪行为。

针对上述问题，2020 年 9 月 11 日，中国证券监督管理委员会研究起草了《关于加强私募投

资基金监管的若干规定（征求意见稿）》。在征求意见稿发布近 4 个月后，证监会于 2021 年 1 月 9 日正式发布了《关于加强私募投资基金监管的若干规定》。该规定是在《私募投资基金监督管理暂行办法》及中国证券投资基金业协会发布的《私募基金管理人登记须知》的基础上，结合近年来私募基金行业的监管经验和实践，对加强私募投资基金监管提出了明确要求。该规定通过重申和细化私募基金监管的底线要求让私募行业真正回归“私募”和“投资”的本源，实现行业优胜劣汰的良性循环，促进行业规范可持续发展。

面对近年来私募基金行业发展的乱象以及内外环境的变化，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，可谓适逢其时。制定该规定，主要是为了规范私募投资基金业务活动，进一步加强私募投资基金监管，严厉打击各类违法违规行，严控私募基金增量风险，稳妥化解私募基金存量风险，提升行业规范发展水平，保护投资者及相关当事人合法权益。加强私募基金监管的规定，将进一步促进私募基金行业健康发展，有效防范金融风险。我们认为私募基金将进入强监管时代，规定的制定将更加完善私募基金的监管体系，为私募基金行业的行稳致远打下坚实基础。

加强私募投资基金监管的规定主要内容涉及私募基金监管的各个方面，监管内容主要包括：私募名称、经营范围和业务、私募基金管理人、私募基金募集方式、资金投向、私募基金管理人和从业人员等主体、法律责任和过渡期安排等。

例如在名称、经营范围和业务方面的规定指出，未经登记，任何单位或者个人不得使用“基金”、“基金管理”字样或者近似名称进行资金募集、基金管理等私募基金业务活动。在名称上，要求管理人统一名称规范，应当标明“私募基金”“私募基金管理”等字样。在业务范围上，要求管理人聚焦投资管理主业，围绕私募基金管理开展资金募集、投资管理、顾问服务等业务，不得管理未依法备案的私募基金，不得从事与私募基金管理存在冲突或无关的业务。该规定主要为了达到规范私募基金管理人名称、经营范围和业务的目的。

监管新规明确了私募基金从业机构及人员的 10 项禁止行为，包括向非合格投资者募集资金或者为投资者提供满足合格投资者要求的便利；通过报刊、电台、电视、互联网等途径向不特定对象宣传推介；向投资者承诺保本保收益；夸大、片面宣传私募基金等。

监管新规还发布了 13 条私募基金管理人和从业人员禁令，私募基金管理人及其从业人员从事私募基金业务，规定未对不同私募基金单独管理、单独建账、单独核算，或者将其固有财产、他人财产混同于私募基金财产，或者将不同私募基金财产混同运作，资金与资产无法明确对应等 13 条禁令。

2.2.3.部分私募再传封盘，超长锁定期私募基金问世

2020 年量化策略迎来丰收之年，量化类私募管理的基金规模也有了较大增长。截止目前，国内已经有 11 家百亿量化私募，分别是灵均投资、九坤投资、鸣石投资、金锝资产、诚奇资产、明汭投资、幻方量化、衍复投资、盛泉恒元、宁聚资产、启林投资、进化论资产。随着私募基金头部马太效应的集聚，以及资金热捧稀缺资源，部分量化私募不得不宣布封盘或者暂停部分产品线募集。

回顾过去，2019 年以来就先后有幻方量化、九坤投资、思勰投资、启林投资、进化论投资等量化机构先后宣布“封盘”。主要原因在于量化策略中部分策略如市场中性等容量有限，资金追捧超额认购将影响存续产品收益。

2020 年 10 月底，上海的量化私募千象资产发布公告，暂停旗下部分 CTA 产品线募集。2020 年商品波动较往年提升较大，CTA 策略表现整体突出，投资者对 CTA 策略青睐有加，导致资金

不断涌入市场上的优质 CTA 管理人这种稀缺资源，为了保证策略的收益不受影响，部分私募选择暂停产品募集。

2020 年 12 月，上海百亿量化私募衍复投资发布公告称，从 2020 年 12 月 1 日起，公司过往发行的代销产品将不接受任何形式的新增资金。值得一提的是，衍复投资创立仅一年多时间，其创始人之一的高亢 2019 年从锐天离职，并于 2019 年下半年建立衍复，仅仅用了 1 年时间，公司管理规模就突破了百亿。但由于管理产品容量有限，公司选择封盘。

无独有偶，权益类私募也步量化私募后尘，加入到控规模的步伐之中。石锋资产、明河投资、景林资产、彤源投资等多家主动权益的私募宣布封盘，其中石锋资产在 2020 年权益类私募中收益领先，而高毅资产多位基金经理也曾暂时封闭，控制规模。相比于尾部机构产品无人问津的境况，头部权益类私募基金备受投资者青睐，因而也加入了控规模的步伐之中。

不难发现，封盘控规模的机构均属于头部私募，相比之下，不少尾部机构还停留在生死线上，管理的产品知名度不高，资金募集困难，更谈不上控制产品规模。这也反映了私募基金行业头尾分化的现象。另一方面未来市场上优质管理产品仍是稀缺性资源，将会继续受到资金青睐，这无疑将进一步加剧头尾分化的格局。

私募封盘或控规模的原因是多方面的，仔细梳理，大致有以下几方面原因。一是相关策略容量有限，例如市场中性策略，受限于对冲端工具与容量，大量市场中性产品的发行将加剧股指期货常年贴水的情况，提升对冲端的对冲成本，进而影响策略的预期收益，因此中性策略是有一定的策略容量的。为了保证收益，私募基金控规模显得理所当然。二是引导投资者理性投资，拒绝短期因市场行情走好而涌入的追捧资金，提高投资体验。追捧资金往往参照短期业绩，短期业绩向好并不意味着未来业绩仍将持续，非理性追高资金进入时点可能在高位，后续可能会面临回撤风险，拒绝这些资金有助于保护投资者收益，改善投资体验。

头部私募封盘控规模一定程度上避免了投资者短期内盲目追高的行为，保护了投资者收益，而 2020 年出现的超长锁定期产品也同样着眼于培养长线投资习惯，保护投资者收益。

2020 年，私募首现超长锁定期基金，格雷资产在 2020 年 9 月份推出了一只封闭期为 15 年的产品，成为当前业内封闭期最长的私募产品，震惊私募基金圈。格雷资产指出推出这样的产品是为了帮助投资者培养长线投资习惯，解决其因为拿不住好基金无法实现收益最大化的问题。

从近年情况来看，无论是老牌私募还是新锐私募，管理规模较大的私募基金均选择推出长封闭期的基金，相比于公募基金多数锁定期为一年，这些私募基金封闭产品中大多数份额锁定期为三年，如汉和资本、景林资产、九坤投资、高毅资产等，还有之前的格雷资产，封闭期变长这一变化可能成为权益类私募发展的新趋势。

基金背后超长锁定期原因，主要在于权益类基金受短期市场波动影响较大，而拉长投资期限，甚至覆盖资产的整个波动周期之后，权益类资产的长期配置价值凸显。锁定期时间较长也有利于培养投资者的长线投资习惯，使投资者充分分享权益资产长期上行带来的红利，而不会因为赎回基金导致最终不赚钱或收益有限。这一措施也有效避免了基金收益较高而基金投资者不赚钱的情况，一定程度上保障了投资者的收益。

2.2.4. 外资私募管理规模破百亿，首现投顾产品、QFII 投资和外资公募基金

自 2017 年 1 月全球最大资产管理公司之一的外商独资企业富达利泰成为首家外资私募以来，越来越多的外资资管机构完成私募证券投资基金管理人（WFOE PFM）登记，成为外资私募。外资私募在 2019 年时数量有 22 家，管理产品 50 多只，管理基金规模达 60 多亿。2020 年，又有罗素投资、弘收投资、威廉欧奈尔投资、鲍尔赛嘉、迈德瑞投资、柏基投资、首奕投资、韩华投

资、润晖投资等 10 家外商独资公司完成私募证券投资基金管理人登记。迄今为止，外资私募数量已经达到 32 家，管理数量达 97 只，管理规模突破百亿人民币。

2020 年外资私募备案私募基金十分积极，备案基金数量超 30 多只。其中，瑞银资管一家私募就备案了 8 只基金，惠理投资备案了惠理中国中睿沪港深 1 号私募证券投资基金等 2 只沪港深基金，还有路博迈备案了华润信托路博迈中国股票 1 号集合资金信托计划、银河资本-路博迈信准 1 号集合资产管理计划和惠理投资备案的外贸信托-惠理沪港深证券投资集合资金信托计划等则属于外资私募首次备案的投顾类产品。

与此同时，外资私募 QFII 投资也随之落地。2020 年 9 月 QFII/RQFII 新规规定自 11 月 1 日起，QFII 和 RQFII 可以投私募证券投资基金，同时也可以委托境内私募管理人提供投资建议服务。2020 年 12 月 15 日，霸菱投资通过自有种子资金认购了国内公司发行的霸菱中国综合债券 1 号，意味着首单 QFII/RQFII 认购境内发行的私募基金落地。

2020 年除了外资私募首次备案投顾产品和 QFII/RQFII 认购国内私募基金落地之外，外资私募“私转公”进程也有了新的重大进展。2020 年 8 月 21 日，贝莱德基金获批成为首家外资全资控股的公募基金。同时由于贝莱德公募是其关联方，为防范相关利益冲突风险，贝莱德在上海的私募机构贝莱德投资逐步清理其私募业务，公司清盘了贝莱德中国 A 股机遇私募基金 1 期、2 期等，为其顺利转为公募基金铺路。

早在 2019 年底，外资申请公募牌照有了突破性进展，已经获得外商独资私募证券投资基金管理人资格的公司可以申请公募基金牌照，洋私募“私转公”的申请流程正式开闸。基金管理公司的外资股比限制自 2020 年 4 月 1 日起正式取消。公募基金股比限制提前取消，为外资申请公募基金牌照奠定了基础。外资独资私募转为公募基金的注册资本金要求为 4 亿元，且投资系统等需要做到本土化。外资私募为了公募牌照获批已经做了相关准备，例如外资私募从国内的公募基金招募相关人才。2019 年，原华夏基金总经理汤晓东也加盟最大资管公司贝莱德，担任中国区主管。而在此之前，2017 年原海富通总经理刘颂即加入路博迈中国，负责国内公司的准备工作。各家外资私募也在注册资本金和投资系统本地化方面做着相关准备，不过由于存在一定门槛，因此也提供了不小的挑战。

随着贝莱德基金获批成为首家外资公募，国内资本市场的开放力度不断加大，未来更多的外资私募有望获批公募基金牌照，外资私募深度参与国内公募基金市场的大幕正在逐步拉开。未来外资将成为中国资本市场的重要参与力量，这为国内市场的资产定价带来重大变化，外资管理的优质产品将为国内投资者提供更多资产配置选择，同时外资深度参与国内资本市场也有望分享中国改革开放释放的巨大红利。

2.3. 私募基金策略分析

2.3.1. 分策略发行与清盘

本章节中私募基金的发行和清盘数据，并不能完全准确地覆盖全市场，而且由于统计时间的关系，数据有一定的迟滞性，但其中数据的分布和趋势具有一定意义。

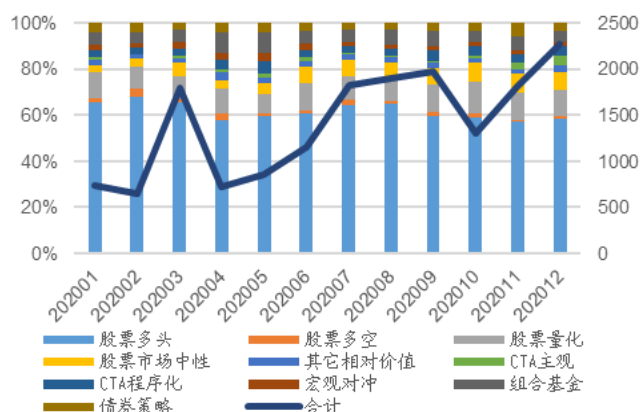
从新发基金数量来看，2017、2018 年全年分月发行量呈收缩走势，2019 年私募基金新发总量较 2018 年有一定回升，2020 年这种新发总量增长的趋势得以延续，且整体发行水平提高了不少。分月来看，年初受新冠疫情影响，1 月和 2 月的发行数量维持在低位，但是随着行情快速反弹，3 月发行数量迅速回升，而后受海外疫情失控影响，4 月发行数量再次回落。不过随着国内疫情得到控制，国外疫情也趋于稳定之后，新发基金的发行数量逐步呈现上升的态势。随着年中之后股市进入宽幅震荡整理，9 月和 10 月行情较为平淡，10 月的发行数量也随之回落，不过临

近年底，市场受权益市场消费周期等板块提振以及商品市场趋势行情走势影响，发行数量再次攀升。

股票多头策略在新发基金中占据绝对权重，股票多头策略新发基金数量变化与合计发行数量趋势变化基本一致，不过股票多头策略的发行数量更为平稳。值得一提的是，管理期货类策略和市场中性策略的发行呈整体提升的走势，主要是因为年底商品市场上行趋势明显，赚钱效应显著，新发基金数量也随之上升。其余组合基金、宏观策略等产品全年新发数量也有类似的变化趋势。

从清盘数量来看，2020 年清盘量的走势与过去几年保持了相似性，均呈前高后低，较为特殊的是，2020 年年初受疫情影响，2 月基金发行和清盘数量都比较低。而后全年清盘数量整体呈缓慢下降趋势，原因可能是全年多策略如股票、管理期货和组合基金等策略表现均较为亮眼，优秀业绩加持下管理人主动清盘情况减少。

图 302 2020 私募各策略发行情况

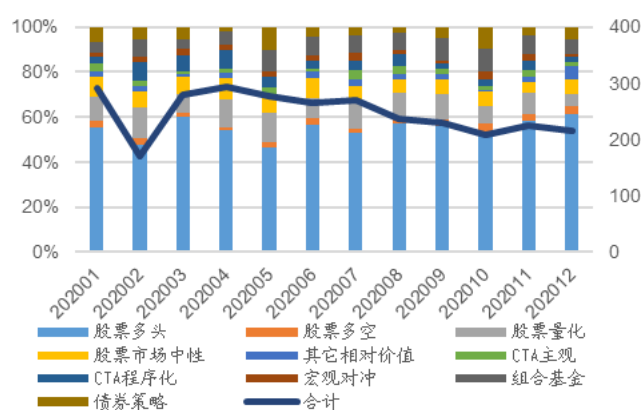


资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：剔除了单账户形式和其他不明发行通道的私募基金；剔除了分级基金中的子基金，下同。

图 303 2020 私募各策略清盘情况



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：剔除了单账户形式和其他不明发行通道的私募基金；剔除了分级基金中的子基金，下同。

2.3.2.分策略业绩

本文将目前私募证券投资基金按投资策略分为股票策略、相对价值、管理期货、宏观对冲、组合基金、债券策略等六大策略。其中股票策略再细分为股票多头、股票多空和股票量化，相对价值再细分为股票市场中性和其他相对价值，管理期货再细分为 CTA 主观和 CTA 程序化。

2020 年，各类策略业绩全年均为正。其中，A 股市场继续保持上涨势头，股票策略业绩连续两年位居各大策略之首。虽然 2020 年一季度受到疫情影响短期下挫，但是对科技医药等行业影响较小，这些板块率先开启反弹走势，而后在宽松的货币环境、财政刺激政策的出台、美国大选落地、新冠疫苗取得突破等多重利好因素推动，股票市场全年表现可圈可点，年末 A 股收于 3400 点以上，向 3500 发起冲击，全年涨幅为 13.87%。受益于结构性行情的演绎，股票多头、股票多空和股票量化策略中位涨幅高于 25%，均明显高于上证综指涨幅，股票多头策略更以 26.62% 的中位涨幅领跑各类子策略。股票量化策略与股票多头策略业绩几乎相当，而平均多头敞口相对较低于前两者的股票多空策略稍逊色。

管理期货策略 2020 年表现较为可观。2020 年商品市场的波动水平明显上升，管理期货策略逆转了 2019 年相对一般的表现，在全部策略中表现较为优异，仅次于股票策略表现。管理期货收益多源于管理人对于一季度后商品期货趋势性上涨行情及股指期货交易机会的把握，从中位数来看，CTA 程序化的表现稍强于 CTA 主观策略，全年收益为 20.47%。

敬请参阅报告结尾处免责声明

2020 年债券市场表现较为平淡。虽然一季度受疫情影响避险情绪有所上扬，债券阶段性表现尚可，但随着国内疫情逐步控制，经济复苏节奏加快，叠加股票市场的强势表现，债券市场表现平淡，外加三季度发生信用违约事件，债券市场情绪低迷，整体表现乏善可陈，全年中位数收益为 4.86%。

最大回撤方面，2020 年各类策略的最大回撤基本都控制在正常范围内，一方面是管理人的仓位管理与风险控制水平逐步成熟，另一方面市场行情整体上行，标的回撤幅度有限也助推产品业绩表现。以股票策略为例，股票多头策略虽然经历疫情下极端行情冲击，但是最大回撤仅为 -13.83%，明显低于 2018 年和 2019 年回撤水平。其他股票相关子策略回撤控制也较之前有所提升。回撤控制较好的股票市场中性策略、其他相对价值策略在 2020 年的最大回撤整体控制在 -5% 左右，和往年水平基本相当。

表 176 2020 年私募分策略量化指标

指标	策略名称	平均数	最小数	四分之一位	中位数	四分之三位	最大数
收益率	股票多头	32.38%	-86.24%	8.70%	26.62%	48.35%	463.75%
	股票多空	31.40%	-90.31%	9.25%	25.07%	46.72%	271.25%
	股票量化	27.31%	-72.19%	8.90%	26.42%	39.99%	153.87%
	股票市场中性	12.99%	-16.81%	5.32%	11.31%	18.38%	96.46%
	其他相对价值	16.79%	-30.66%	5.66%	13.12%	22.49%	241.21%
	CTA 主观	39.69%	-42.73%	9.68%	20.10%	41.20%	421.43%
	CTA 程序化	30.69%	-43.00%	8.52%	20.47%	37.54%	851.94%
	宏观对冲	33.52%	-28.42%	7.97%	23.05%	45.40%	258.24%
	组合基金	21.46%	-30.31%	8.13%	16.60%	32.07%	286.80%
	债券策略	6.90%	-29.72%	2.25%	4.86%	7.99%	295.70%
最大回撤	股票多头	-15.85%	-89.50%	-19.77%	-13.83%	-9.70%	0.00%
	股票多空	-14.17%	-91.61%	-18.63%	-11.82%	-8.31%	0.00%
	股票量化	-10.81%	-77.56%	-13.34%	-10.08%	-6.60%	0.00%
	股票市场中性	-4.89%	-37.93%	-6.07%	-3.69%	-2.21%	0.00%
	其他相对价值	-6.19%	-53.66%	-7.93%	-3.83%	-1.56%	-0.01%
	CTA 主观	-13.14%	-53.74%	-17.37%	-10.77%	-5.20%	-0.50%
	CTA 程序化	-8.86%	-63.16%	-11.21%	-6.46%	-3.30%	-0.01%
	宏观对冲	-13.39%	-78.31%	-18.07%	-11.45%	-7.00%	-0.01%
	组合基金	-6.66%	-43.20%	-9.32%	-5.67%	-2.72%	0.00%
	债券策略	-3.54%	-54.46%	-3.89%	-1.28%	-0.22%	0.00%
夏普比率	股票多头	1.38	-75.72	0.44	1.33	2.18	99.79
	股票多空	1.33	-8.18	0.48	1.31	2.18	6.43
	股票量化	1.40	-8.80	0.70	1.40	2.04	12.60
	股票市场中性	1.77	-53.66	0.77	1.56	2.55	31.82
	其他相对价值	1.99	-7.95	0.80	1.78	2.78	16.17
	CTA 主观	1.89	-1.82	0.60	1.57	2.74	10.71
	CTA 程序化	2.14	-4.05	0.90	1.86	3.05	19.96
	宏观对冲	1.50	-13.38	0.54	1.41	2.42	9.51
	组合基金	2.02	-3.89	1.26	1.97	2.67	10.53
	债券策略	2.39	-46.69	0.65	1.65	3.74	32.09

资料来源： 私募排排网，华宝证券研究创新部

时间区间：2019/12/31~2020/12/31，下同

股票策略

股票策略包含了市场上比重最大的股票多头策略，以及股票多空和股票量化策略。其中，股票多头策略主要指采取主观基本面或者技术面分析进行选股，并通过主观判断调整仓位来控制风险与收益；股票多空策略主要指采取主观基本面或者技术面分析进行选股，并通过股指期货或融资融券或期权对冲来控制风险；股票量化主要指采取量化多因子模型进行选股，并通过调整仓位来控制风险。

股票多头策略私募基金 2020 年中位数收益率为 26.62%，中位数最大回撤为-13.83%；股票多空策略私募基金 2020 年中位数收益率为 25.07%，中位数最大回撤为-11.82%；股票量化策略私募基金 2020 年中位数收益率为 26.42%，中位数最大回撤为-10.08%。

2020 年主要宽基指数均出现不同程度的上涨。其中，上证综指上涨 13.87%，中证 500 指数上涨 20.87%，沪深 300 指数上涨 27.21%，深证成指上涨 38.73%，中小板指上涨 43.91%，创业板指上涨 64.96%。回顾 2020 年，一季度受新冠疫情爆发影响，春节结束后大盘大幅下挫，但是随着国内疫情局势渐趋明朗，大盘逐步开启反弹，科技股等受疫情影响较小板块率先反弹，而医药等板块则受益于疫情推动的需求增加。随后由于欧美疫情失控，外盘剧烈波动，大盘也随之大幅波动。二季度后国内疫情基本控制，国外的货币环境较为宽松，加之众多财政刺激措施的推出，市场对经济复苏预期增强，随后大盘逐步开启慢涨之路。5G、新基建、半导体、消费等多板块轮动上涨，开启结构性上涨行情。进入三季度，金融股的上涨行情也将大盘推上了新的高度，随后权益市场进入了 3 个月左右的区间震荡行情。四季度以来，随着美国大选落地及新冠疫苗取得突破性进展，世界经济复苏预期加强，市场预期周期品的需求将得到提振，加之美国等国将推出新的基建刺激措施，周期股迎来阶段性行情，有色金属、煤炭等板块上涨较为明显，市场呈现出大市值周期股的抱团行情。综合来看，虽然一度受到疫情冲击，但是宽松的环境和复苏预期成为市场主线，推动 A 股演绎上涨行情，股票策略整体表现可圈可点。

股票私募基金仓位方面，2019 年股市行情向好的情况下，2020 年一季度股市仓位维持高位，平均仓位在七至八成左右。随着国内疫情暴发，海外疫情失控，股市波动明显增大，股市平均仓位逐渐降低至六成左右。而后随着国内疫情逐步得到控制，刺激措施的出台，股市迎来反弹行情，市场活跃度和股市平均仓位均有所提升，恢复到四五月的七成仓位，而后三个月在金融地产等板块的加持下大盘反弹加速，股市平均仓位也进一步提升至八成左右水平。而后随着行情进入宽幅震荡区间，仓位也维持在七成和八成之间波动。综合来看，全年的仓位峰值在七月份，也是 A 股一年中上涨最快和涨幅较多的时期。另外 2020 年底市场预期春季行情再现，仓位也处于逐步提升的过程中。

从细分策略来看，股票多头和股票多空策略在权益类多头部分的选股逻辑上往往具有一定相似性，传统上两者与指数的趋势也更为接近。2020 年先急速下跌后震荡反弹的行情使得全年除了一季度外收益水平均较可观，与股票多头相比，股票多空策略因通过对冲来控制风险而牺牲了部分收益，在全年整体上行的行情下股票多空策略收益要稍逊色于股票多头策略，不过幅度并不大。

股票量化策略 2020 年在所有子策略中略低于股票多头策略，反转了 2018 年以来股票量化整体优于股票主观策略的表现趋势。但是无论是股票多头还是股票量化，均未跑赢沪深 300 指数。股票量化策略不同于股票多头策略之处在于，股票量化策略以量化选股为主，通过分散持仓以降低风险，整体仓位相对主观策略往往偏高，私募主观多头策略则通过灵活变动仓位水平控制风险，在上涨行情中会损失部分收益，而多空策略由于加入了对冲头寸，多头的暴露低于股票量化策略和主观策略。另外近年来股票量化策略不断优化并迭代模型，也有不少管理人运用机器学习算法，

或者叠加 T0 策略增厚收益，策略趋于多样化且成熟度逐步提升，有助于避免策略拥挤问题。整体来看，股票量化策略在 2020 年的表现较为亮眼。

图 304 股票策略区间业绩



资料来源：私募排排网，Wind，华润信托，华宝证券研究创新部

表 177 2020 年收益表现较好的股票多头产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
财富兄弟紫时成长 1 号私募证券投资基金	财富兄弟(大连)资产管理有限公司	2017-03-09	王经宇	303.39%
方信睿熙一号私募基金	大连方信财富投资管理有限公司	2018-10-23	王蒙	303.00%
和赢天玺私募证券投资基金	广东和赢资产管理有限责任公司	2018-05-21	曾宪锋	395.36%
汇瑾豪翔进取一号私募证券投资基金	上海汇瑾资产管理有限公司	2019-06-25		353.00%
巨杉二次方 1 号基金	巨杉(上海)资产管理有限公司	2016-02-23	齐东超	305.70%
骏伟资本价值 5 期私募投资基金	深圳市骏伟资本管理有限公司	2017-05-25	徐炜哲	375.47%
骐聚旭赢多空主题 1 号私募证券投资基金	上海骐聚资产管理有限公司	2019-07-28	瞿文杰	322.63%
深圳前海华霖进取一号	深圳前海华霖合创资产管理有限公司	2015-03-31	曾以刚	307.78%
温瑞福 8 号私募证券投资基金	深圳瑞福资产管理有限公司	2018-11-30	温东平	463.75%
卓晔 1 号基金	云南卓晔投资管理有限公司	2015-06-23	张文耀	301.01%

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出在 2020 年有完整运作的产品。

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据。

表 178 2020 年收益表现较好的股票多空产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
传家堡山河优选私募基金	北京传家堡资产管理有限公司	2018-08-06	陈新宇	254.63%
富恩德仙多山基金 1 期	富恩德(北京)资产管理有限公司	2015-01-28	吴金宫	200.77%
华安合鑫稳健私募投资基金	深圳市华安合鑫资产管理有限公司	2017-09-22	彭瀚达	118.92%
瑞丰卫私募证券投资基金	珠海市瑞丰汇邦资产管理有限公司	2019-07-03	郑松有	203.04%

瑞瑞楚正进取一号基金	成都海川汇富资产管理有限公司	2016-04-14	曾正香	142.45%
盈量对冲一期私募证券投资基金	深圳市华银精治资产管理有限公司	2017-06-07		125.03%
雨山消费医疗 1 号私募投资基金	深圳前海云溪基金管理有限公司	2017-02-06	阳勇	114.27%
中睿合银策略精选权益 1 号私募投资基金	西藏中睿合银投资管理有限公司	2018-03-29	刘睿	109.84%
致远成长一号私募证券投资基金	福建致远资产管理有限公司	2018-11-06	王莉莉	123.82%
转弯溯西稳健一号私募证券投资 基金	湖南转弯创业投资有限公司	2020-04-30	周诚新	271.25%

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出在 2020 年有完整运作的产品。

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据。

相对价值

相对价值策略即从资产标的价格的相对价差中获取收益，通过发现市场的定价误差建立多空头寸，在定价恢复时获取收益。目前包含了股票市场中性和其他专注于套利的较低风险的策略，比如分级基金折溢价套利、可转债套利、国债期货套利、股指期货套利、期权套利、货币基金折溢价套利等等。其中，股票市场中性虽然标的为二级市场股票，但由于其通常采取量化多因子模型进行选股，并通过股指期货或融资融券或期权对冲，且倾向于暴露很小的相对于市场指数的风险敞口，从而具有低风险的套利的本质。其他相对价值策略往往由于策略容量较小且单策略机会出现频率不高而采取多策略的方式发行产品。

股票市场中性私募基金 2020 年中位数收益率为 11.31%，中位数最大回撤为-3.69%；其他相对价值私募基金 2020 年中位数收益率为 13.12%，中位数最大回撤为-3.83%。

2020 年股票市场中性策略表现中规中矩。一季度受疫情影响，海内外市场波动加剧，避险情绪上扬，市场情绪较为谨慎，外加分红也集中在一二季度，市场中性策略对冲端股指期货贴水加深，对市场中性策略造成不利影响。由于打新收益丰厚，因此市场上成立的对冲打新基金密集建立对冲头寸，给股指期货带来较大卖压，进一步加深了股指期货的贴水程度。二季度后 A 股市场开启连续反弹行情，赚钱效应显著，市场成交量、波动率和活跃度都有所提升，保证了个股在截面上拥有较好的区分度，供量化策略挖掘的因子类型增多，策略的收益来源更丰富，市场中性策略因而受益。八月之前市场中性策略收益总体可观，而后随着大盘进入宽幅震荡行情，赚钱效应变差，交易量下滑，在波动不大的市场行情下中性策略获取收益的难度提升。四季度开始，前期的消费、金融、科技医药等板块切换到周期性板块，市场出现一波顺周期的大市值股抱团行情，极端的行情分化对中性策略造成影响。加上动量和成长因子表现发生逆转，因此带有小市值暴露的股票中性策略集中发生收益回撤。整体看，除了年末受极端分化行情影响中性策略发生回撤外，其余时间段，伴随结构性行情和市场波动的提升，市场中性策略表现较 2019 年有所提升。

市场中性策略与市场涨跌无关，以获取绝对收益为主要目标，因而对固收策略有一定的替代作用，使其受到投资者青睐，规模得以快速提升。但是对冲端等限制使中性策略有一定的容量上限。规模的过快提升造成策略拥挤，随之而来的收益下降迫使许多量化私募控制管理规模，暂停市场中性策略产品的申购，尤其是市场上头部机构中性策略资源更为稀缺。

2020 年三大股指升贴水率维持在正常水平，大多数时期处于轻度贴水的状态。从全年来看，有几个时间点值得关注。首先是 2 月新冠疫情暴发，农历新年开盘第一天市场大幅下挫，导致三大股指贴水率均高于 2% 的水平，一方面是市场情绪极度悲观，另一方面则是短期市场下跌导致对冲需求上升，从而加剧了股指的贴水。其次在 2020 年 7 月初，市场风险偏好大幅上扬，三大股指也由贴水转为升水，提示市场情绪较为亢奋。其余时间段股指基本维持正常的贴水状态，临

近年终贴水率有所收敛。整体来看，上证 50 股指期货和沪深 300 股指期货贴水率基本相当，而中证 500 股指期货的贴水率明显高于二者，这主要是以中证 500 作为选股范围的市场中性策略多于上证 50 和沪深 300。因为中证 500 对应的股票市值中等或者偏小，股票的波动高于大市值股票，因此中证 500 较适合作为选股范围，策略的 alpha 超额收益相应更高一些，因此市场中性策略以中证 500 股指期货对冲居多。

其它相对价值策略在 2020 年全年整体收益略优于股票市场中性策略。值得一提的是，近年来，随着期权品种的扩容，为市场提供了更多套利和对冲工具。尤其是股指期权等期权新品种的推出，提升了期权相关策略容量，丰富了对冲工具的选择，为期权相关策略带来了更多可能性。期权不同于期货，其非线性收益特征为对冲提供了更多选择，而期权的定价涉及波动率维度，对波动率进行套利也丰富了市场中的套利策略。未来市场有望推出更多的期权品种，将进一步丰富其它相对价值策略。

图 305 相对价值策略区间业绩

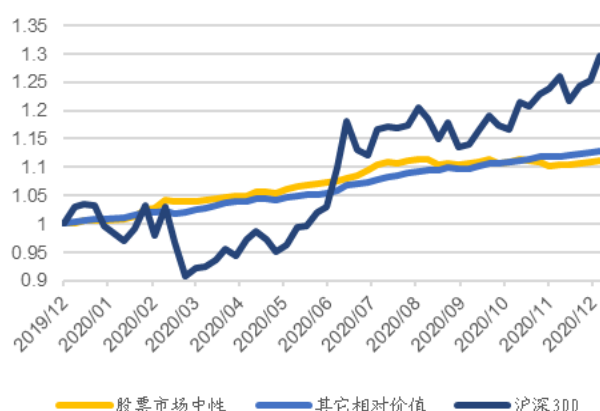


图 306 三大股指期货升贴水率



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 179 2020 年收益表现较好的股票市场中性产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
波粒二象春雨 1 号私募证券投资基金	杭州波粒二象资产管理有限公司	2019-05-07		57.05%
第一京广-京广 3 号私募证券投资基金	深圳第一京广资产管理有限公司	2019-05-31	梁翎佳	48.55%
方诚量化福杯满溢 3 号私募证券投资基金	北京方诚量化投资有限公司	2020-02-14		96.46%
领新元成 6 号基金	广东领新投资有限公司	2014-10-21		45.76%
念空灵活对冲 2 号私募证券投资基金	上海念空数据科技中心(有限合伙)	2019-07-23	王啸	63.43%
天添市场中性 1 号私募证券投资基金	平潭天添资产管理有限公司	2019-03-06	叶生伟	47.15%
泰亚二期私募投资基金	上海泰亚投资管理有限公司	2017-12-25		45.81%
注盈九号量化对冲进取型私募证券投资基金	上海注盈投资管理有限公司	2017-06-06	周伟	77.17%
源晖量化一号私募证券投资基金	北京源晖投资管理有限公司	2019-06-17		45.82%
拙愚市场中性阿尔法私募证券投资基金	上海拙愚资产管理有限公司	2019-01-09	杨典、孙艳	42.71%

敬请参阅报告结尾处免责声明

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出在 2020 年有完整运作的产品。

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据。

管理期货

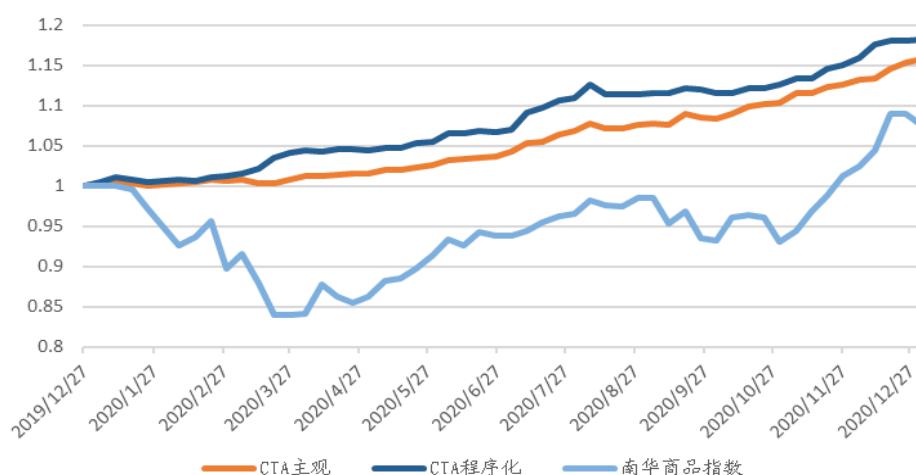
管理期货主要是指对国内商品期货进行投资的策略，广义上也包含股指期货。其中，CTA 主观主要指采用主观基本面分析和主观技术分析，对商品期货进行短中长期的投资，大部分以趋势跟踪为主。CTA 程序化主要包含利用程序化方式进行的针对商品期货的套利、多空、趋势以及高频策略。

CTA 主观私募基金 2020 年中位数收益率为 20.10%，中位数最大回撤为-10.77%；CTA 程序化私募基金 2020 年中位数收益率为 20.47%，中位数最大回撤为-6.46%。

2020 年商品市场的波动水平明显上升，管理期货策略逆转了 2019 年相对一般的表现，在全部策略中表现较为优异。回顾 2020 年商品市场行情，一季度由于新冠疫情的爆发导致市场波动加剧，商品和股指波动率急剧上升，工业品、化工和有色金属等板块大幅下挫，管理期货策略因而受益。二季度以来，随着国内外各种刺激政策的推出，以及受美联储量化宽松政策影响，美元持续下跌，需求也有边际好转等多方面影响下，商品市场出现超跌反弹行情。工业金属和黑色板块的上涨较为突出，尤其是供给扰动而需求旺盛的情况下铁矿石大幅上扬。而货币宽松也引发贵金属板块连破新高，表现亮眼。三季度以来黑色和有色板块仍持续发力，黑色系中的铁矿、煤炭、钢铁均出现趋势性上涨行情，有色金属受国内外需求回升的预期提振也大幅上涨。商品市场呈现出趋势性上涨的牛市行情，中长期趋势跟踪策略的表现较为优异。而由于商品市场的整体波动水平较往年有了较大幅度提升，短周期的管理期货策略亦有良好表现。整体看，管理期货策略在 2020 年获得不错的收益。

2020 年多数商品的趋势性反弹行情较为流畅，且涨幅可观、持续时间长，反复拉锯或震荡行情较少，这种行情特征尤其适合长周期的趋势跟踪策略，为程序化 CTA 获取丰厚收益提供了保证。相比之下，主观 CTA 更关注商品的基本面逻辑和供需边际变化，一旦发现价格偏离基本面便开仓获取收益，价格达到目标后平仓了结头寸，这种策略思路在长周期大趋势行情下容易错过一部分收益。整体看，CTA 主观策略收益略低于 CTA 程序化策略。

图 307 管理期货区间业绩



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

表 180 2020 年收益表现较好的 CTA 程序化产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
层创一号 CTA 私募基金	宁波梅山保税港区层创投资管理有限公司	2017-07-27	陈绍春	234.63%
大凡私募基金 1 号	重庆大凡投资管理有限公司	2016-08-29	李俊	851.94%
蝶威深度智能低延迟 1 号私募证券投资基金	浙江蝶威资产管理有限公司	2019-11-06	魏铭三	136.06%
灰金红利 1 号	灰金量投(北京)资产管理有限公司	2015-12-24	师纪瑞	144.87%
墨威期货 1 号私募投资基金	墨威(上海)投资管理有限公司	2018-11-12	黄新徽	269.64%
鸣熙量子二号私募基金	上海鸣熙资产管理有限公司	2018-01-08	张祥方	163.79%
匹克辛亚量化管理型 9 号私募证券投资基金	上海匹克辛亚投资管理有限公司	2017-09-29	严强	156.09%
顺然共赢 2 号私募投资基金	海宁顺然理财顾问有限公司	2018-04-10	周从良	514.65%
鲨鱼永续浅海量化私募基金	鲨鱼资产管理(珠海)有限公司	2018-04-12	余启民	132.64%
万葵稳健 11 号私募证券投资基金	东莞市万葵资产管理有限公司	2017-11-06	张俊	161.54%

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出在 2020 年有完整运作的产品。

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据。

宏观对冲和组合基金

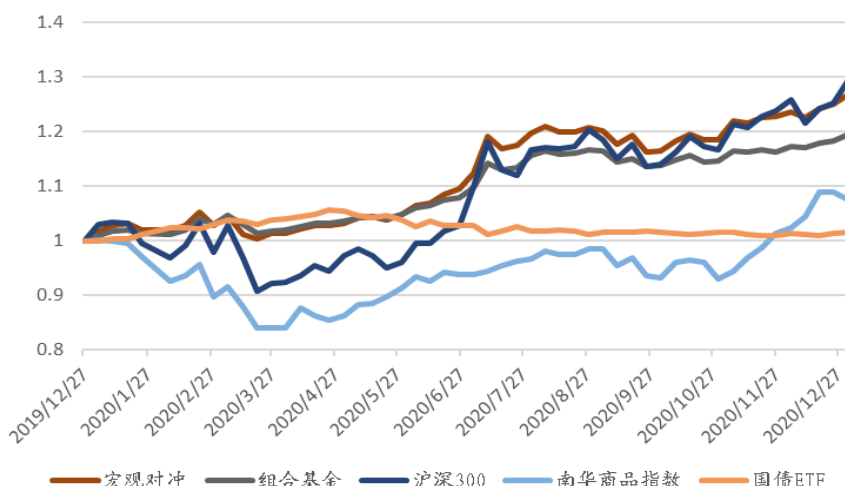
宏观对冲主要指通过主观分析或者多指标择时模型来对各大类资产在今后一段时间维度的走势作出判断，在多品种多市场进行主动投资的策略。组合基金通过 FOF 或 MOM 形式，选取基金管理人来管理母基金中一部分资金，进行分散投资。一部分组合基金是通过主观分析或者多指标择时模型来对各大类资产在今后一段时间维度的走势作出判断后，再根据各个资产大类精选基金管理人；也有一部分仅针对单一资产，精选不同风格的基金管理人。

宏观对冲私募基金 2020 年中位数收益率为 23.05%，中位数最大回撤为-11.45%；组合基金私募基金 2020 年中位数收益率为 16.60%，中位数最大回撤为-5.67%。

宏观对冲策略 2020 年收益颇丰，近年来，宏观对冲策略均配置了较高的权益类资产，2019 年受益于股市的强劲表现，不少宏观对冲策略也取得了不俗的业绩。2020 年以来权益市场继续保持强势，宏观对冲策略的良好势头得以延续。与此同时，2020 年商品市场表现也较为突出，而商品交易占用资金少，宏观对冲策略配置的商品策略也贡献了可观收益。相比于宏观对冲策略，组合策略的收益稍显逊色。

对比二者的业绩曲线，可以发现上半年走势十分相近，二者均在权益类资产上分配了较高比例的权重，但是回撤控制要好于权益资产。下半年后二者业绩曲线开始明显分化，宏观对冲策略业绩逐步与组合基金拉开差距。原因可能是组合基金通过精选基金管理人或者基金进行资产配置，配置落地或者调整均需一定的时间，策略配置的灵活度方面弱于宏观对冲策略，导致组合基金配置保持相对稳定，也就是继续维持较高比例的权益资产。而宏观对冲策略则受益于灵活的仓位调整和杠杆的使用，把握住了下半年商品市场的趋势行情机会，助推策略业绩提升。整体来看，宏观对冲策略在 2020 年表现不俗，全年分阶段业绩可圈可点，而组合基金则主要受益于前三季度的净值增长，年末表现则相对平淡。

图 308 宏观对冲和组合基金区间业绩



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

表 181 2020 年收益表现较好的宏观对冲产品

产品简称	基金管理人	成立时间	基金经理	2020 年收益率
半夏稳健混合宏观对冲私募基金	上海半夏投资管理中心(有限合伙)	2018-05-25	李蓓	258.24%
昌远玄武一号私募基金	上海昌远资产管理有限公司	2017-03-27	郑昱	132.79%
华溢冥王星投资基金	华溢之星资产管理(北京)有限公司	2015-08-26	李雯	130.26%
合治倍熠一号私募证券投资基金	合治投资(北京)有限公司	2019-10-15	张利斌	141.39%
鸿雁一期私募投资基金	北京帆贝投资管理有限公司	2018-11-05	吴清扬	146.71%
匠心全天候策略私募基金	上海亚鞅资产管理有限公司	2017-06-20	张亮	171.62%
宁水创元期货 1 号私募证券投资基金	厦门宁水投资管理有限公司	2019-09-19	范予泽	142.86%
维万投资宏观对冲二号私募证券投资基金	上海维万股权投资基金管理有限公司	2019-03-04	郝朝阳	222.24%
中安汇富-国元莲花山私募投资基金	深圳中安汇富资本管理有限公司	2018-12-10	戴春平	206.99%
紫熙宏观对冲三号私募证券投资基金	南京紫熙投资管理有限公司	2019-12-06	曹媛媛	193.20%

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：为真实反映产品收益情况，我们仅列出在 2020 年有完整运作的产品。

注：此处仅做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据。

债券策略

债券策略主要包含了传统的利率债和信用债的交易策略，以及部分高收益债券、可转（交）债、国债期货等策略。

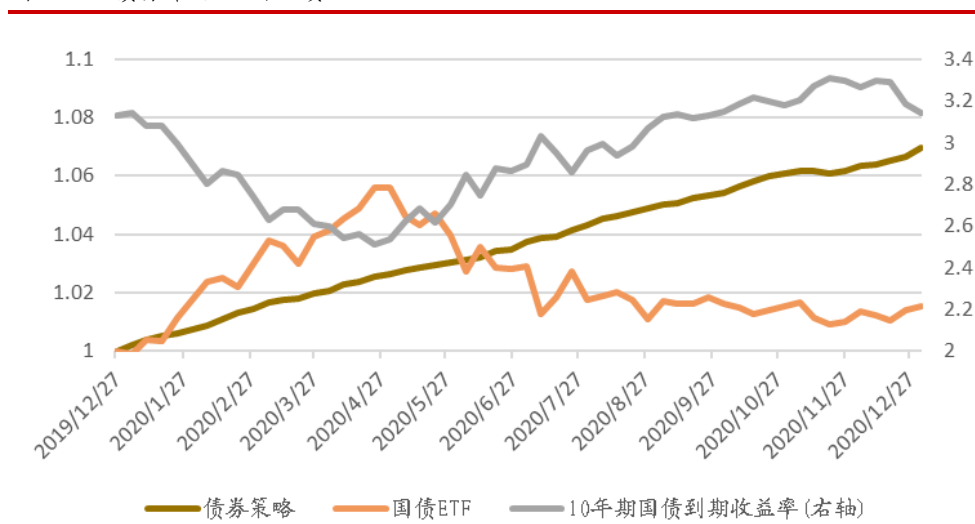
债券策略私募基金 2020 年中位数收益率为 4.86%，中位数最大回撤为-1.28%，统计样本中缺乏债券专户等大体量产品，统计结果与实际情况或存在一定偏差。

2020 年债券市场利率先跌后涨，以二季度为全年分界点。一季度，国内新冠疫情爆发，海外疫情加速扩散，流动性危机导致风险资产和避险资产均下跌，国内货币政策宽松力度明显加大，超储利率下调，十年期国债收益率最低到达 2.5%的水平。随后的二季度，国内疫情基本控制，

迎来了关键的拐点，外加财政政策开始发力，货币政策出现转向和股债跷跷板效应，十年期国债收益率不断上行，另一方面债券供给压力上升，导致债市大幅下跌。三季度以后，随着美国大选落地，风险偏好开始回升，叠加信用违约事件，永煤债券违约事件的影响，市场对逃废债产生担忧，信用债大幅下挫，大量产品面临赎回压力，流动性冲击也导致利率债受较大影响。总的来说，2020年债券策略先扬后抑，整体表现较为一般。

整体来看，利率债在一季度表现尚可，后续较为一般，而信用债在下半年受违约事件冲击影响较大，而信用债流动性冲击传导并影响利率债。信用债市场信用分化明显，债券管理人更愿意配置中高等级信用债，在资金成本较为稳定的前提下通过加杠杆、拉长久期的方式来增强收益，也有管理人通过滚动持有短久期债券，并在风险可控的前提下压低评级，获取持有至到期收益。

图 309 债券策略区间业绩



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

3. 私募股票量化策略梳理、分析与展望

3.1. 股票量化策略简介

股票量化策略按照是否加入对冲操作，一般可分为股票多头策略与相对价值策略。前者主要采用多因子选股方法构建选股体系，仅涉及多头操作，典型如指数增强策略；后者则会引入股指期货、融券等卖空手段，通过对冲方式进行运作，按照敞口的大小，相对价值策略又可进一步划分为市场中性策略与股票多空策略。前者一般采用完全对冲方法，尽量减少市值、风格、行业的敞口暴露，一般称为市场中性策略，后者的敞口暴露则相对较大，实际上是引入了主动择时操作。

下面我们主要就目前量化私募领域，策略运用广泛、规模较大的市场中性与指数增强策略为代表，做进一步的分析。

3.1.1. 代表性量化策略

市场中性策略

市场中性策略以获取阿尔法绝对收益为目标，追求的是长期收益，主要通过股指期货、融券卖空等方式对冲市场风险，实现 alpha 与 beta 的分离，专注于 alpha 的挖掘，由于对冲掉了 beta 风险，故市场中性策略的长期表现相对较为稳定，回撤幅度小。私募基金市场中性策略与公募基金市场中性策略类似，但股票现货端选股更偏向于高频的价量因子，呈现出换手率较高的特点，

收益也较公募基金更为显著。

市场中性策略的对冲手段多数采用股指期货。期货市场具有风险转移功能，这使其天然适合于市场中性策略开发。例如中证 500 股指期货，由于对冲需求的存在，有大量资金做空中证 500 股指期货，因此使其常年处于贴水状态，而贴水幅度的大小就是对冲股票多头需要付出的成本。

伴随融券业务的发展，券源的增加，越来越多的中性策略借助于融券手段实现对冲，从而实现了更低对冲成本，这为中性策略的优异回报获取提供了重要工具支持。

指数增强策略

指数增强策略以战胜基准，追求相对收益为目标。狭义的指数增强策略主要是多因子选股策略，通过构建一揽子股票跑赢基准，但从广义视角看，任何较之基准可以增厚收益的手段，都属于指数增强策略范畴。指数增强基金是指数增强策略具体运用的代表性产品。通常来说，私募基金的指数增强相比于公募基金更为灵活，具体体现为在选股范围、跟踪偏离度等方面，私募基金限制更少，自由度更高，因而相比于公募基金更容易获得超额收益。

从收益拆解与业绩归因的角度看，指数增强策略的潜在收益来源可能有以下几个途径：一是微观层面的股票组合阿尔法收益，这里的阿尔法收益是较为严格的阿尔法，即剔除了行业配置与风格配置的影响，选股方法是指数增强基金的核心竞争能力；二是中观行业配置与风格配置的收益，这主要体现在较之基准的主动行业配置与风格配置；三是宏观层面的择时收益，主要体现在于权益资产的仓位变动。除此之外，当股指期货深度贴水时，还可以采用买入股指期货的方法替代现货，获取额外的超额收益。下面我们从微观到中观，再到宏观层面分别展开对指数增强思路进行分解，分别从选股、行业轮动或者配置、择时三个角度对指数增强进行阐释。

选股是基金管理人非常注重的一个层面，是指数增强基金的核心竞争能力。选股是基于投资人在微观层面对于个股未来表现的研判。基于因子选股相当于总结归纳历史上有效的统计规律，然后对标的资产进行建模从而定价。选股包含量化模型和选股范围。多因子模型是常用的量化模型，因子涵盖基本面因子、量价因子、另类因子等。私募基金选股范围较公募基金要求低，选股范围更广，从而获取超额收益的空间也更大，但较之基准指数的偏离也会加大。

行业轮动是利用行业间相对变化趋势获利的策略。行业轮动是基于投资人在中观层面对于不同行业表现的判断。经济具有周期性，各类资产和行业也有处于周期轮回之中，选择超配未来表现好的行业，低配未来表现差的行业，这种在行业上的配置倾向以及权重的动态变化体现了行业轮动的配置思路。

择时是基于投资人在宏观层面对市场宏观环境的判断，根据未来标的走势调整仓位，在上涨时调高仓位，充分享受上涨的收益，在下跌时降低仓位，及时规避进一步下跌的风险。调整频率可以随机应变。权益走势受国际政治、国家政策、微观经济等影响，很难对其进行精准判断。指数增强策略多不进行择时操作，但有些产品会做小幅度的择时调整，尤其是当市场面临系统性风险时，以适度增厚收益。

除了选股、行业轮动和择时之外，也可以借助衍生品金融工具或其它方式进行增强。例如买入贴水的沪深 300 或中证 500 股指期货，不仅能获取基差收益还可以降低资金占用率。另外，还可借助期权、打新等进行指数增强。例如采用期权的备兑策略，即在持有现货的基础上卖出一定数量的虚值看涨期权，长期下来将获得超越基准的收益，起到指数增强的效果。近两年来，打新市场活跃，收益较为显著，通过获取打新收益也是指数增强的重要方式之一。不过伴随注册制的全面实施，新股稀缺性的下降，同时加入打新的投资者越来越多，打新收益未来或将呈现下滑趋势。

3.1.2. 量化策略的选股因子概述

敬请参阅报告结尾处免责声明

无论是市场中性还是指数增强策略，选股在两类策略中均占据核心地位。市场主流采用多因子选股策略，因子包括基本面、技术和 T0 高频因子等。这些因子的频率和构造逻辑均不相同，预测的广度和时效也各有差异，因而导致策略有很大区别。选用的因子从基本面到量价高频因子，模型也从基本面多因子模型转化为量价高频统计套利。由于传统多因子模型采用的因子大多类似且市场风格分化加剧，模型获取超额收益的难度增加。因此业内逐步将目光投向高频量价因子，从注重投资逻辑转变为注重统计规律，据此开发了统计套利模型。这种模型采用非线性组合预测的方式，提高了预测准确度，因子的有效性短期也有所提升，但是因子衰减较快，持续性有所降低。

基本面因子

基本面因子主要采用财务指标构建，其它也包括一些专利投入、业务订单、宏观经济等与基本面息息相关的指标。基本面因子投资强调模型背后的投资逻辑，往往采用线性方法合成因子，再进行选股。由于基本面指标，尤其是财务指标的披露频率偏低，因此属于低频策略，通常是周度、月度或者季度换仓，因此换手率相对较低。基本面多因子选股策略的影响因素主要是基本面的因子的衰减、失效或轮动，如何有效进行因子的配置或者因子择时对策略起重要作用，对传统的多因子选股策略起到收益增强的作用。

量价因子

量价因子更贴近于市场，相比于基本面因子在短期的预测效果更佳，但量价因子衰减和失效更快，因此持仓周期较短，一般为日内或者几天，换手率也较基本面多因子策略要高很多。量价因子基于交易量和交易价格构建，可以衍生出很多不同细分因子，故量价因子的数量通常远多于基本面因子数量。

T0 高频因子

即作为日内回转交易因子，持仓时间短，交易频率较高。因子多基于短期的价量数据，但处理方式与基本面和普通量价因子不尽相同，往往会结合机器学习的方式，采用非线性处理，对未来价格进行预测。以机器学习、大数据挖掘、模式识别为代表的现代统计及信息技术在资管行业广泛运用，使得量化策略产生意想不到的效果，尤其是高频领域，这些技术的使用会极大提升策略业绩。高频因子通常单笔收益率不会很高，但是随着交易次数的增多，累积收益还是很可观的，但高频因子对交易系统、交易速度要求较高，且市场容量相对不大。

此外，无论是市场中性还是指数增强，均会叠加 T0 策略，也就是就同一支股票在同一个交易日内各完成多次买进和卖出的行为，其目的为维持股票数量不变，通过日内高抛低吸，获取额外盈利的一种盈利模式，从而达到增厚收益的目的。

3.1.3. 量化策略的指数标的、换手率及行业分布特征

指数标的

无论是市场中性策略还是指数增强策略，选股范围基本围绕着中证 500、沪深 300 和中证 1000 等指数标的的成分股，主要以中证 500 为主。选择指数标的的考量因素主要是两方面：一方面是否容易做出超额收益，另一方面是是否有相应的对冲工具。

沪深 300 标的里面有较多金融大盘股，市值较大，波动幅度有限，且个股的同质化走势明显，较难做出超额收益。中证 500 和中证 100 对应的股票市值中等或者偏小，股票的波动高于大市值股票，因此中证 500 和中证 1000 较适合作为选股范围，策略的超额收益相应更高一些。除了超额收益的考量之外，标的选择还需要考虑是否有相应的对冲工具，目前只有上证 50、沪深 300、中证 500 股指期货，而上证 50 和沪深 300 都很难有超额收益，因此通常以中证 500 对冲为主，

这也导致了 IC 期指常年处于贴水状态。

换手率

股票量化策略采用多因子选股方式进行选股，采用的因子不同，会导致策略的换手率有较大差别，以私募量化股票策略为例，当前主流的私募基金股票量化产品的换手率从基本面因子、量价因子再到 TO 高频因子呈现换手率递增的情况，具体如下所示：

基本面多因子选股策略：属于低频策略，依据基本面因子进行选股以获得 alpha 的策略。

量价选股策略：属于中频策略，因子库中纳入了量价因子，另外还有舆情等另类因子。

TO 市场中性策略：也就是日内回转交易，属于高频策略，其换手率明显高于基本面多因子和量价选股策略的换手率。

行业分布

目前主流量化选股策略一般采用行业中性思路，即会把股票组合在各行业上的配置比例一般与所跟踪指数的行业配置比例保持一致，或者说偏离控制在较小范围内，以此实现策略的收益来源更多聚焦于 alpha 选股层面，从而确保超额收益的稳定性。不过，行业中性也并不是绝对的，为了增厚收益，当某些行业的短期投资机会较佳时，某些策略会适度加大对这部分行业的配置比例，但一般是短期偏离。

3.2.股票量化策略的影响因素及对市场的影响

3.2.1.策略影响因素分析

指数增强策略的影响因素

指数增强是多头策略，市场关心的是超额收益的高低，而不是绝对收益的大小，即指数增强只要能跑赢指数，即使绝对收益为负，实际上也不会影响基金经理的比较评价。因而影响指数增强策略的核心即 alpha 的获取，也即选股能力成为关键核心因素。因子选股的方式是基于历史统计规律进行选股，因而选股因子往往采用的是过去表现比较好的因子，多因子选股策略的假设前提是历史上表现较好的因子未来也将表现较好，从这个意义上来说，市场风格的突然切换，必然导致前期表现较好的因子产生回撤，进而影响选股端的收益。相反，持续稳定的市场风格对于多因子策略是有益的。

市场中性策略的影响因素

一是股指期货的对冲成本，二是市场风格的持续与突变，三是市场的活跃度和波动率等因素。

首先，股指期货主要影响对冲端。股指期货的贴水成本在对冲策略开仓的当时就已经基本锁定，之后的基差波动只会贡献净值波动，不会改变最终付出的对冲成本。因此股指期货的升贴水程度将影响策略的对冲成本。近年来，股指期货逐步放宽限制，降低了保证金和对冲成本，进一步提高了资金利用率。基于日内开仓手数的变动叠加保证金调整，对于产品规模扩容方面会起到显著提升作用，同时，伴随平今仓手续费的降低，在增厚产品利润，提高灵活性方面起到相应作用。对市场中性策略而言，股指期货保证金下降之后，资金使用效率提升，同时股指期货流动性改善后，股指的对冲成本将降低。

其次，市场风格的变化也会影响选股端的收益，这点和指数增强策略类似。

最后，量化股票中性策略的收益率还与市场交易活跃度和波动率密切相关。交易活跃度越高，

流动性越好，可供量化策略挖掘的因子类型越多，策略的收益来源越丰富。而波动率的提升则意味着个股在截面上有较好的区分度，有助于提升因子有效性，因子收益空间也得以打开。

3.2.2.对市场影响

量化策略对市场有较大影响，私募基金管理规模近年来不断发展壮大，尤其是量化私募管理规模的扩大，给市场带来多方面的影响。

首先，量化策略有助于改善市场的流动性。量化私募覆盖了低频、中频和高频各种频率的策略，尤其是高频策略，换手率高达 100 倍以上，交易较为频繁，量化管理规模扩大意味着交易量和交易额不断提升，这改善了市场的流动性。

其次，量化策略有助于市场定价效率的提升。套利是量化策略中的重要构成，一旦有套利机会出现，将被量化策略捕捉，从而使得市场中的不合理定价迅速消失，因此量化交易策略有利于纠正市场的错误定价，使得资产的定价更趋合理。

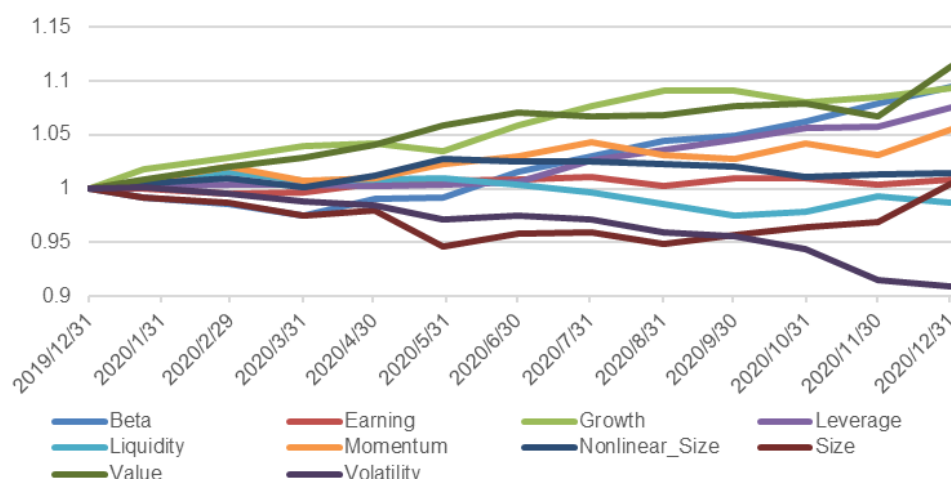
不过由于量化策略交易量较大，部分策略倾向于助涨杀跌，可能造成市场短期波动加大，不确定性增高，这是需要监管引起注意的。

3.3.2020 年业绩回顾与 2021 年股票量化策略展望

回顾 2020 年，从 2020 年量化风格因子的收益表现来看，2020 年上半年与下半年的市场风格出现了较大的反转。2020 上半年延续了 2019 年的市场风格，表现为动量因子、成长因子和 beta 因子等表现突出，即业绩弹性较大的公司表现较好；而 2020 年下半年市场开始转向反转、偏价值的行情，显示出低成长的特征。临近年底，低估值顺周期等板块也获得部分资金青睐，值得一提的是价值因子在 12 月收益较为显著，市场演绎结构性轮动上涨格局。

2020 年全年整体行情向上的情况下，指数增强策略业绩可圈可点，一方面结构性行情较为突出，多数时间成长板块的表现要好于价值，二是股票的交易量和波动率有了明显提升，更容易获得超额收益。指数增强策略收益在 2020 年整体表现突出，以公募市场数据来看，沪深 300 指数增强基金 2020 年度的平均超额收益为 14.01%，超额收益的中位数为 13.71%。中证 500 指数增强基金 2020 年度的平均超额收益为 12.11%，超额收益的中位数为 12.84%。

图 310 量化风格因子 2020 年累计收益率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

市场中性策略受对冲工具和市场风格切换的影响。2020 上半年股指贴水加深，主要是市场情绪和分红因素的影响，另外上半年科创板和创业板的打新收益丰厚，全市场成立的对冲打新基金建仓的对冲头寸给股指期货带来较大卖压。2020 下半年尤其是四季度，股指贴水得以收敛，主要是市场情绪发生转变，还有打新竞争激烈，收益逐渐衰减，打新资金买入股指期货平仓使得基差收敛。另外，板块行业之间的轮动也对中性策略造成影响，2020 四季度开始，前期的消费、金融、科技医药等板块切换到周期性板块，市场出现一波顺周期的大市值股抱团行情，加上动量和成长因子表现发生逆转，因此带有小市值暴露的股票中性策略集中发生超额收益回撤。其余时间段，伴随结构性行情和市场波动的提升，市场中性策略表现中规中矩。

展望 2021 年，对于股票市场，疫情、地缘政治等“老风险”逐步落地、全球经济修复渐见曙光，但是流动性大潮将退、通胀预期抬升等多方面的压力也会凸显。再者，从历史上来看，A 股也很难走出连续三年的牛市行情，经历连续两年的上涨后，市场自发调整的压力本身也在增加。鉴于此，我们认为 2021 年对于股市的预期回报要有所下调，市场可能整体维持震荡走势。

市场风格方面，年初以来风格轮动加快，前期机构抱团股如白酒、新能源等深度回调，而银行、钢铁以及半导体芯片等前期滞涨板块开始补涨。虽然短期内未来的市场风格较难研判，但拉长看，风格演绎的主线应是从估值驱动走向盈利渠道，我们预计以价值和成长股交错结构性行情为主。从上市公司的业绩来看，当下成长股的盈利增长模式正转向更多转向内生性增长，未来业绩的可持续在提升。这也说明了对于 2020 年以来成长股的大幅走强，并不完全来自于货币宽松刺激下的估值提升，还有内生业绩的驱动。虽然伴随货币政策的正常化，成长股的估值压力导致了近期收益的相对落后甚至出现大幅回调，但伴随估值压力的释放，在业绩的支撑下，大消费、大科技、大健康、大制造等主流赛道下的成长股投资，可能依旧是中长期的方向。

具体至量化策略方面，我们认为 2021 年需降低权益市场的整体收益预期，市场的 beta 贡献或许有限，这相应意味着指数增强类策略的收益或将低于 2020 年。市场中性策略较为受益于结构性行情下的个股 alpha 收益，且在全市场整体收益预期回报降低的情况下，市场中性策略由于较高的收益风险比特征，可能更受青睐。

十二、2020 年场内衍生品年度报告

1.场内期权：商品期权市场大扩容

1.1.2020 年场内期权市场回顾

2020 年对于国内的场内期权市场又是百花齐放、百家争鸣的一年。三大商品交易所先后推出了 8 支全新的场内商品期权，涵盖了农产品、工业品、化工品和金属板块。

郑商所在 1 月 16 日和 6 月 30 日分别上线了菜粕期权和动力煤期权；大商所在 3 月 31 日和 7 月 6 日分别上线了 LPG 期权、塑料期权、聚丙烯期权和 PVC 期权；上期所在 8 月 10 日上线了铝期权和锌期权。

金融期权方面，由于 2020 年加入了跟踪沪深 300 指数的场内期权，和 2019 年相比，50ETF 期权在 2020 年的日均成交量从 253.29 万张下降到了 213.37 万张，减少了 15.76%；日均权利金成交金额从 13.77 亿元下降到了 13.12 亿元，减少了 4.72%。截止到 2020 年底，华泰柏瑞沪深 300ETF 期权日均成交 1909427 张，日均成交额 16.38 亿元，日均持仓 1836967 张；嘉实沪深 300ETF 期权日均成交 324167 张，日均成交额 2.8 亿元，日均持仓 406109 张；沪深 300 股指期货期权日均成交 68895 张，日均成交额 5.62 亿元，日均持仓 103568 张。

化工品期权方面，截止到 2020 年底，橡胶期权日均成交 10426 张合约，日均权利金成交金额 3672 万元，日均持仓 34136 张。PTA 期权日均成交 48511 张合约，日均权利金成交金额 1672 万元，日均持仓 204989 张。甲醇期权日均成交 41827 张合约，日均权利金成交金额 1900 万元，日均持仓 116099 张。

贵金属期权方面，截止到 2020 年底，黄金期权日均成交 9660 张合约，日均权利金成交金额 6430 万元，日均持仓 31540 张。

农产品期权市场的规模稳步增长，2020 年全年豆粕期权日均成交了 123954 张合约，日均权利金成交金额 7221 万元，日均持仓 508727 张；白糖期权日均成交 25738 张合约，日均权利金成交金额 1953 万元，日均持仓 138569 张。玉米期权日均成交 42982 张合约，日均权利金成交金额 1336 万元，日均持仓 295341 张。棉花期权日均成交 20503 张合约，日均权利金成交金额 2278 万元，日均持仓 100554 张。期权价格合理有效，投资者参与理性有序，技术系统运行正常。

2020 年全年铜期权日均成交了 18941 张合约，日均权利金成交金额 5077 万元，日均持仓 37071 张。铁矿石期权日均成交 47733 张合约，日均权利金成交金额 9516 万元，日均持仓 168954 张。

表 182 2020 年场内期权新品种上市时间

时间	新上市期权品种	发布机构
2020/1/16	菜粕	郑商所
2020/3/31	LPG	大商所
2020/6/30	动力煤	郑商所
2020/7/6	塑料	大商所
2020/7/6	聚丙烯	大商所
2020/7/6	PVC	大商所
2020/8/10	沪铝	上期所
2020/8/10	沪锌	上期所

资料来源：华宝证券研究创新部

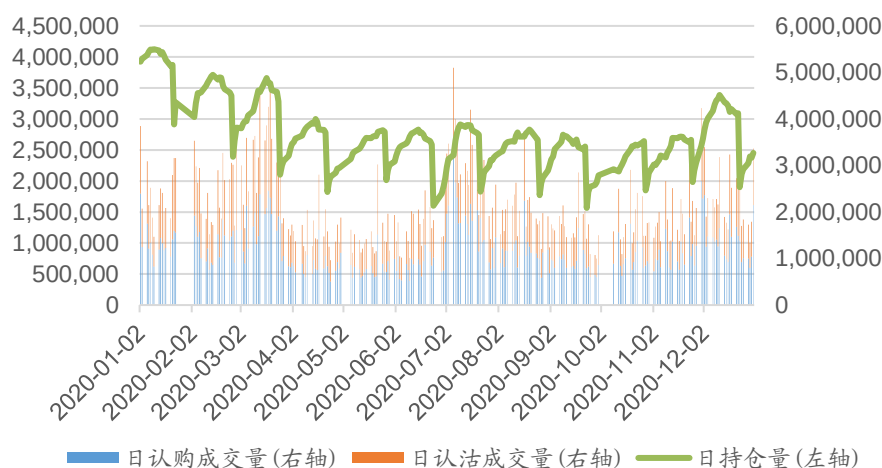
1.2.金融期权交易统计

1.2.1.成交量

敬请参阅报告结尾处免责声明

从 2020 年初开始，50ETF 期权的成交量波动增大，一季度日均成交 2683425 张，二季度日均成交 1572431 张，三季度日均成交 2206093 张，四季度日均成交 2074780 张，在 7 月 6 日当天达到了 5101203 张的历史峰值，权利金成交金额 58 亿元。从认购和认沽期权的成交占比来看，认购期权的成交量要更大一些，全年认购期权交易量占总交易量的 56%，认沽期权占 44%。

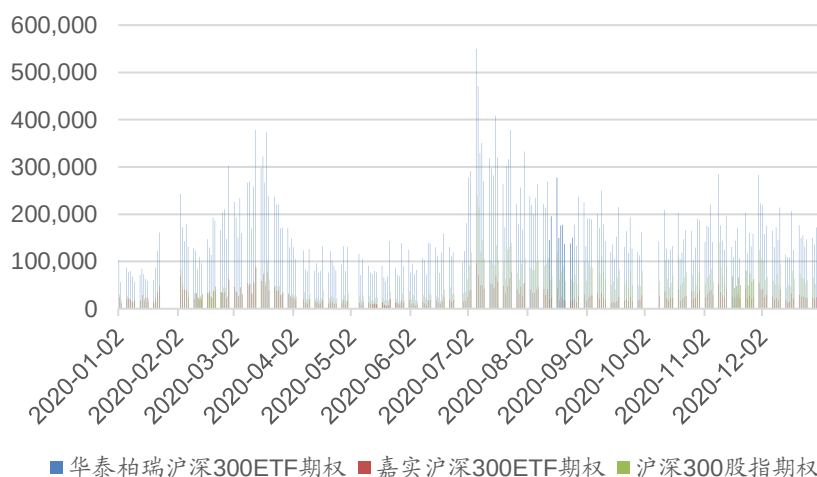
图 311 2020 年 50ETF 期权日成交量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

华泰柏瑞沪深 300ETF 期权日均成交 1909427 张，嘉实沪深 300ETF 期权日均成交 324167 张，沪深 300 股指期权日均成交 68895 张。从成交额来看，华泰柏瑞沪深 300ETF 期权最高，日均成交 163769 万元，沪深 300 股指期权日均成交 56192 万元，嘉实沪深 300ETF 期权日均成交 27966 万元。

图 312 2020 年沪深 300 指数挂钩期权产品日成交额对比（万元）

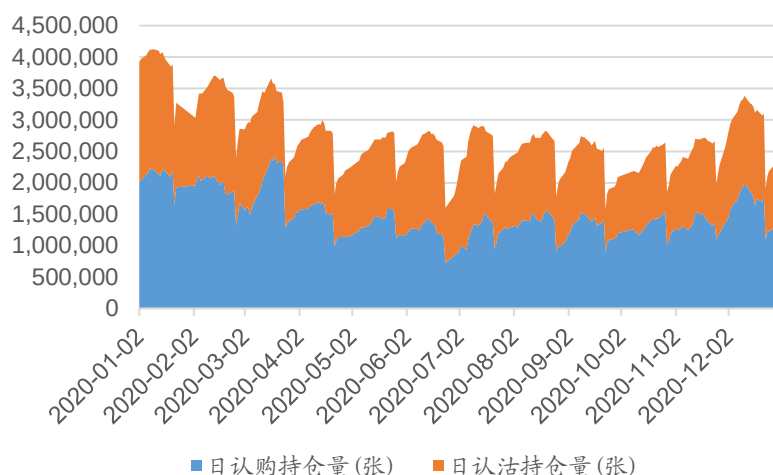


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.2.持仓量

从 50ETF 期权持仓量上来看，在每次行权之前持仓量都会达到阶段高点，2020 年日均持仓 2743072 张，最近一次的持仓在 1 月 10 日达到了 4124598 张的历史高点。认购期权的持仓意愿相对较高一些。

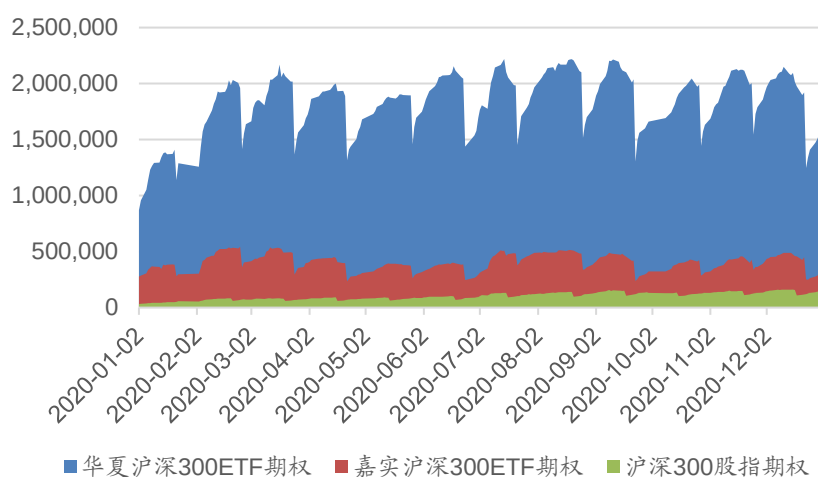
图 313 2020 年 50ETF 期权日持仓量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

三只沪深 300 指数挂钩的期权产品持仓量稳步攀升，华泰柏瑞沪深 300ETF 期权日均持仓最高，为 1836967 张，嘉实沪深 300ETF 期权日均持仓 406109 张，沪深 300 股指期权日均持仓 103568 张。

图 314 2020 年沪深 300 指数挂钩期权日持仓量

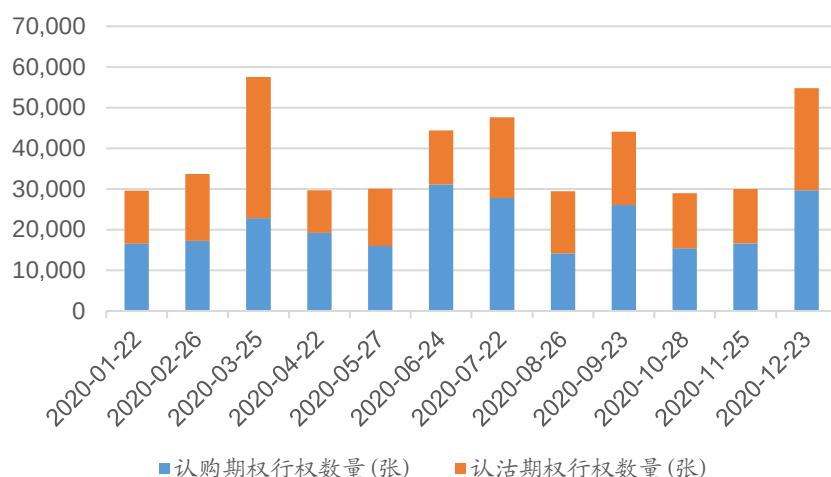


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.3.50ETF 期权月度行权约四万张

50ETF 期权从年初到年底共经历了十二个行权日，投资者参与较为理性，基本上每月会有四万张左右的合约选择行权。交易所对行权交收的监控提醒以及投资者成熟度的提升，使得行权交收风险得到了较好的控制，自 50ETF 期权上市以来未出现交收违约事件。

图 315 2020 年 50ETF 期权行权交收信息

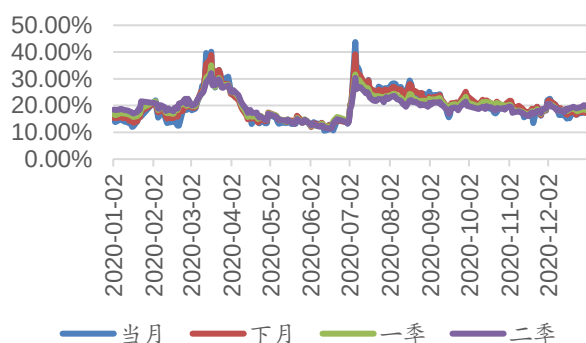


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.4.50ETF 期权隐含波动率

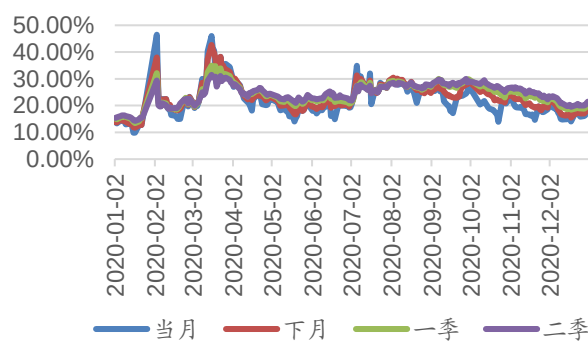
2020 年，50ETF 认购期权的隐含波动率在年内经历了两波冲高回落，从 1 月初的 15% 左右震荡上行到了 3 月中旬的 40% 左右，接下去下行到 6 月中旬的年内低点 11% 左右，随后迅速反弹到了 7 月初的年内高点 44% 左右，之后一路震荡下行到年底的 20% 左右。而认沽期权的隐含波动率在年内经历了三波冲高回落，从 1 月初的 15% 左右迅速下探至不到 10%，然后大幅攀升到 2 月初的年内高点 47% 左右，随后大幅下跌到 1 月初的位置，再震荡上行到了 3 月中旬的 46% 左右，接下去震荡下行到 6 月中旬的 15% 左右，随后反弹到了 7 月初 35% 左右，之后一路震荡下行到年底的 20% 左右。上半年，认购和认沽期权的隐含波动率宽幅震荡，进入下半年后，隐含波动率总体呈下行趋势。

图 316 2020 年动态 ATM 波动率（认购期权）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 317 2020 年动态 ATM 波动率（认沽期权）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

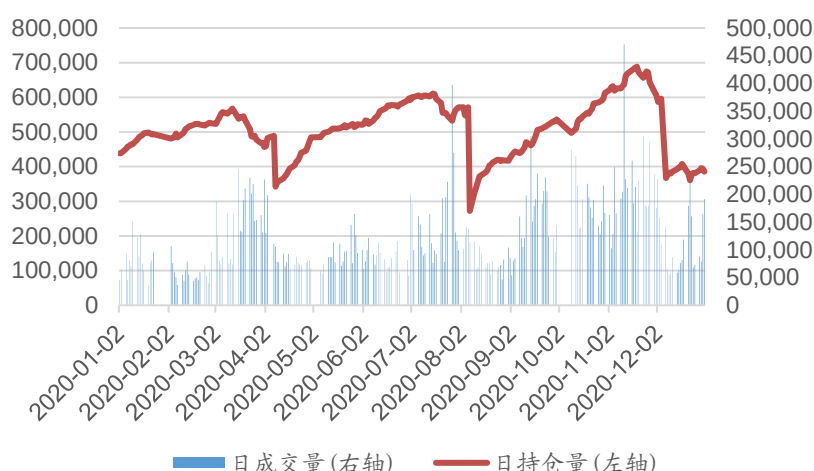
1.3.商品期权交易统计

1.3.1.豆粕期权 2020 年回顾

2020 年是豆粕期权上市第四年，成交量增速明显，一季度日均成交 99969 张，二季度日均成交 91902 张，三季度日均成交 131889 张，四季度日均成交 169930 张，在 11 月 11 日当天更是达到了

469904 张的历史峰值，权利金成交金额 23194 万元。持仓量也是稳步攀升，持仓量在 11 月 19 日达到了 688308 张的最高值。

图 318 豆粕期权 2020 年度成交持仓情况

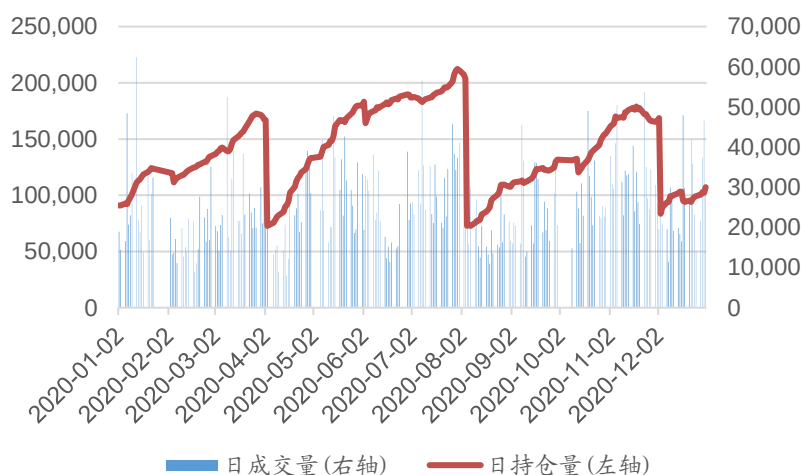


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.2. 白糖期权 2020 年回顾

2020 年也是白糖期权上市第四年，白糖期权的成交和持仓相对稳定，一季度日均成交 22996 张，二季度日均成交 25436 张，三季度日均成交 25385 张，四季度日均成交 29073 张，在 1 月 13 日当天达到了 62362 张的年内峰值，权利金成交金额 7888 万元。持仓量在 7 月 30 日达到了 212318 张的年内最高值。

图 319 白糖期权 2020 年度成交持仓情况

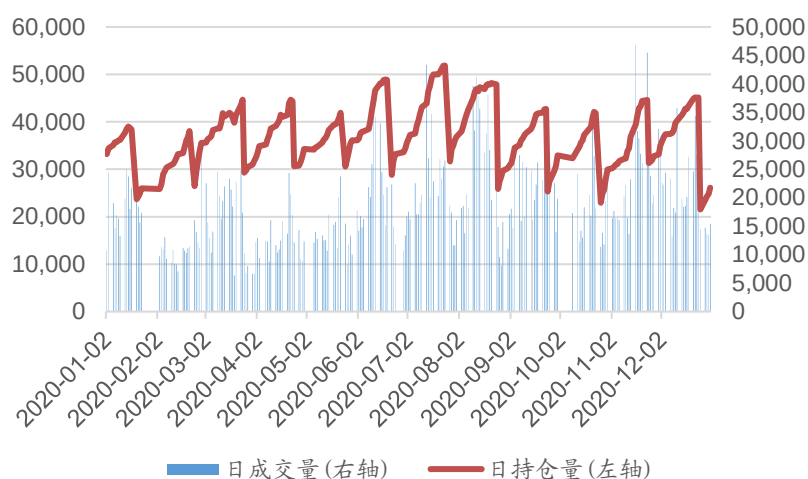


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.3. 铜期权 2020 年回顾

2020 年是铜期权上市的第三年，铜期权的成交和持仓不断攀升，一季度日均成交 15183 张，二季度日均成交 15809 张，三季度日均成交 22585 张，四季度日均成交 21645 张，在 11 月 16 日当天更是达到了 46890 张的年内峰值，权利金成交金额 10308 万元。持仓量在 7 月 24 日达到了 51860 张的最高值。

图 320 铜期权 2020 年度成交持仓情况

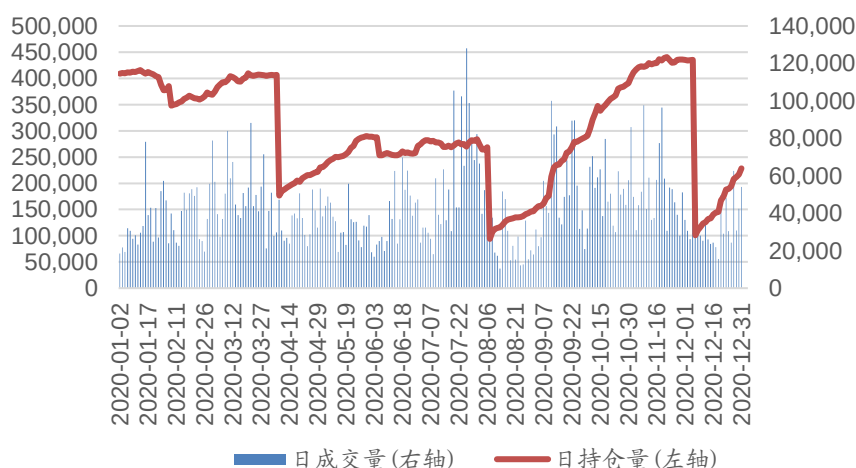


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.4. 玉米期权 2020 年回顾

2020 年是玉米期权上市的第二年，玉米期权的成交和持仓不断攀升，一季度日均成交 42397 张，二季度日均成交 36533 张，三季度日均成交 46284 张，四季度日均成交 46097 张，在 7 月 27 日当天更是达到了 168128 张的历史峰值，权利金成交金额 6363.23 万元。持仓量在 11 月 20 日达到了 440666 张的最高值。

图 321 玉米期权 2020 年度成交持仓情况

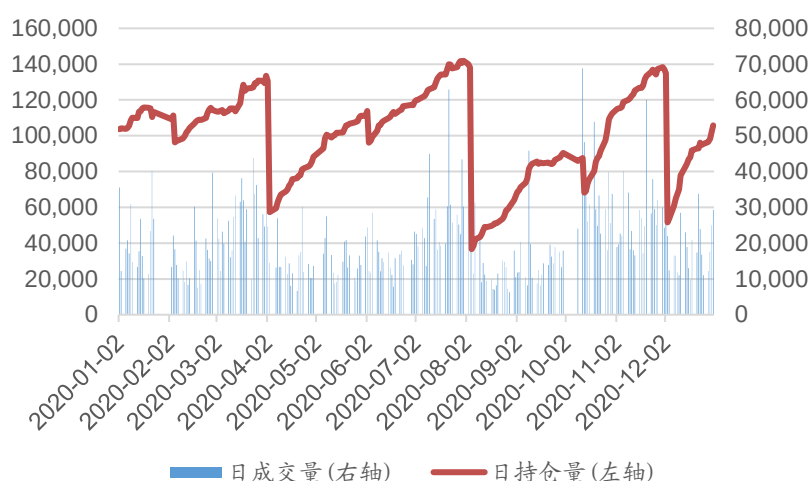


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.5. 棉花期权 2020 年回顾

2020 年是棉花期权上市的第二年，棉花期权的成交和持仓不断攀升，一季度日均成交 21233 张，二季度日均成交 15636 张，三季度日均成交 19219 张，四季度日均成交 25995 张，在 10 月 12 日当天更是达到了 68835 张的历史峰值，权利金成交金额 7852.45 万元。持仓量在 7 月 31 日达到了 141866 张的最高值。

图 322 棉花期权 2020 年度成交持仓情况

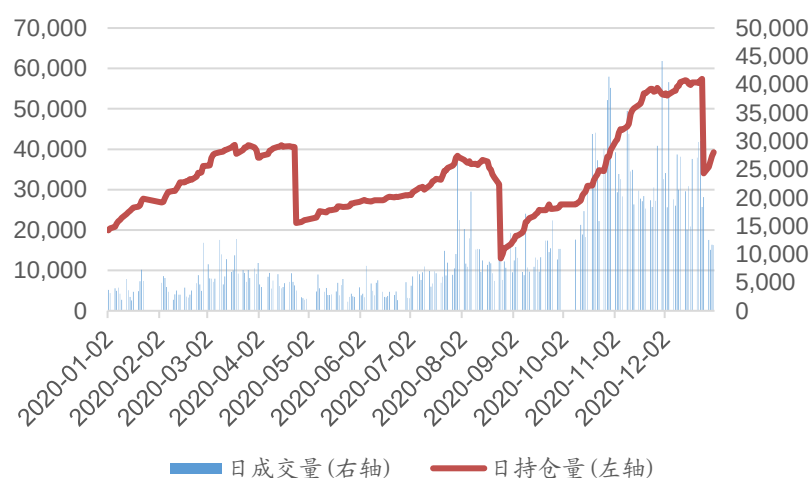


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.6. 橡胶期权 2020 年回顾

2020 年是橡胶期权上市的第二年，橡胶期权的成交和持仓在四季度大幅攀升，一季度日均成交 5326 张，二季度日均成交 3920 张，三季度日均成交 9144 张，四季度日均成交 23165 张，在 11 月 30 日当天更是达到了 44184 张的历史峰值，权利金成交金额 18429.38 万元。持仓量在 12 月 24 日达到了 57413 张的最高值。

图 323 橡胶期权 2020 年度成交持仓情况

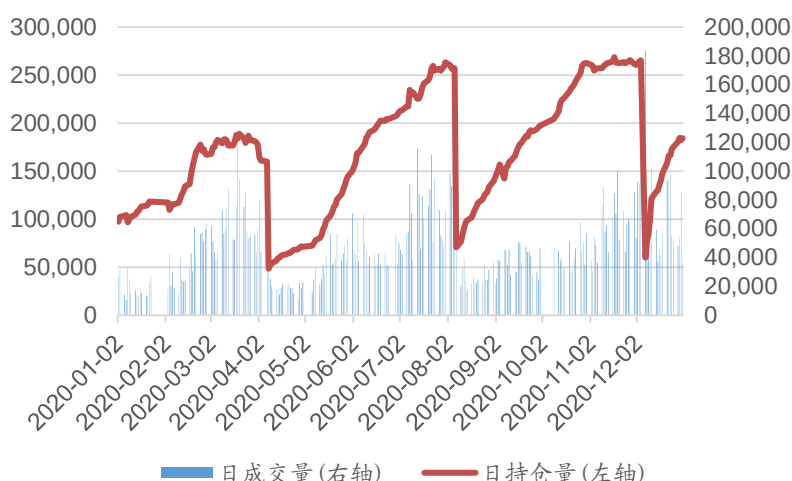


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.7. 铁矿石期权 2020 年回顾

2020 年是铁矿石期权上市的第二年，铁矿石期权的成交和持仓稳步攀升，一季度日均成交 42850 张，二季度日均成交 36536 张，三季度日均成交 49383 张，四季度日均成交 61648 张，在 12 月 7 日当天更是达到了 183324 张的历史峰值，权利金成交金额 12525 万元，持仓量也在 11 月 17 日达到了 268614 张的最高值。

图 324 铁矿石期权 2020 年度成交持仓情况

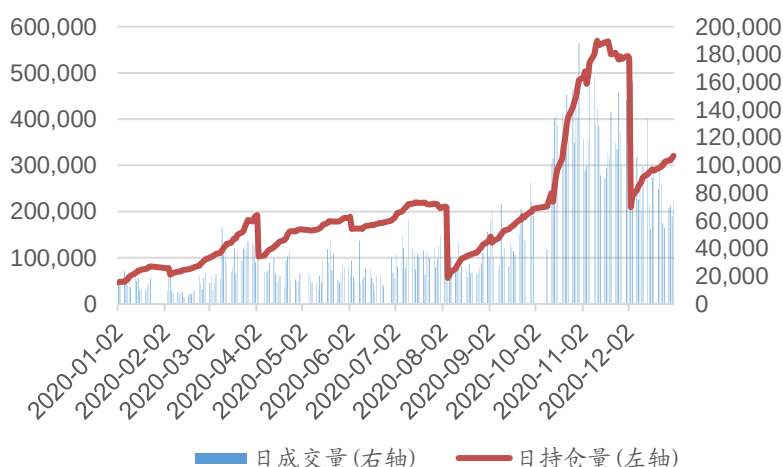


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.8.PTA 期权 2020 年回顾

2020 年是 PTA 期权上市的第二年，PTA 期权的成交和持仓在四季度大幅攀升，一季度日均成交 20481 张，二季度日均成交 23949 张，三季度日均成交 38566 张，四季度日均成交 110701 张，在 10 月 30 日当天更是达到了 188182 张的历史峰值，权利金成交金额 5001.38 万元，持仓量也在 11 月 11 日达到了 569694 张的最高值。

图 325 PTA 期权 2020 年度成交持仓情况

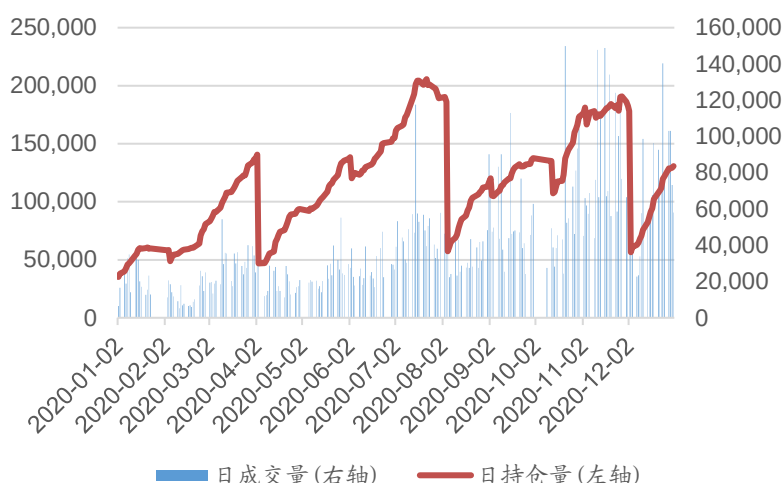


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.9.甲醇期权 2020 年回顾

2020 年是甲醇期权上市的第二年，甲醇期权的成交和持仓比较稳定，一季度日均成交 21608 张，二季度日均成交 24826 张，三季度日均成交 46373 张，四季度日均成交 73088 张，在 10 月 21 日当天更是达到了 149898 张的历史峰值，权利金成交金额 7637.16 万元，持仓量也在 7 月 22 日达到了 205648 张的最高值。

图 326 甲醇期权 2020 年度成交持仓情况

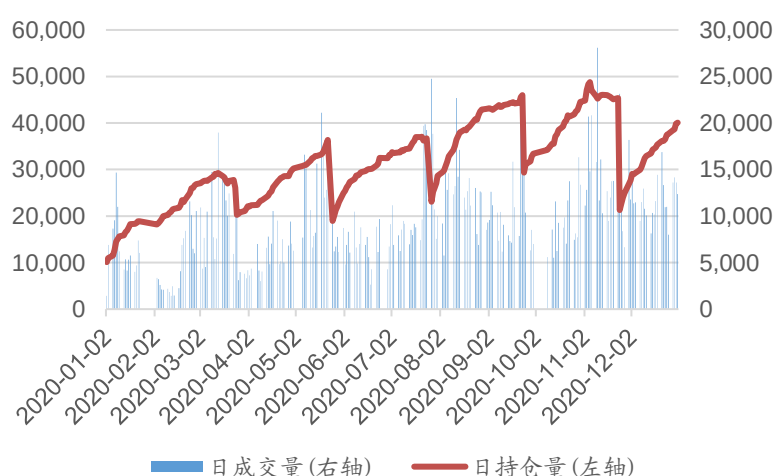


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.10. 黄金期权 2020 年回顾

2020 年是黄金期权上市的第二年，黄金期权的成交和持仓相对稳定，一季度日均成交 6911 张，二季度日均成交 7959 张，三季度日均成交 11351 张，四季度日均成交 12130 张，在 11 月 10 日当天更是达到了 28084 张的历史峰值，权利金成交金额 12085.14 万元，持仓量也在 11 月 5 日达到了 48790 张的最高值。

图 327 黄金期权 2020 年度成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.11. 2020 年新上市商品期权回顾

2020 年是能源化工大年，大商所和郑商所共上市了五支产品，其中动力煤期权成交最为活跃，日均成交 28078 张合约，日均成交额达 2599 万元。郑商所也上市了农产品期权菜粕，下半年上期所上市了铝和锌两只期权产品。

表 183 2020 年新上市商品期权品种

期权品种	上市日期	日均成交量	日均成交额(万元)	日均持仓量
菜粕	2020/1/16	14521	584	45485
LPG	2020/3/31	6960	1655	30440

动力煤	2020/6/30	28078	2599	57411
塑料	2020/7/6	7516	623	24065
聚丙烯	2020/7/6	13000	462	37547
PVC	2020/7/6	10882	830	27065
铝	2020/8/10	8636	667	13684
锌	2020/8/10	12081	1341	11969

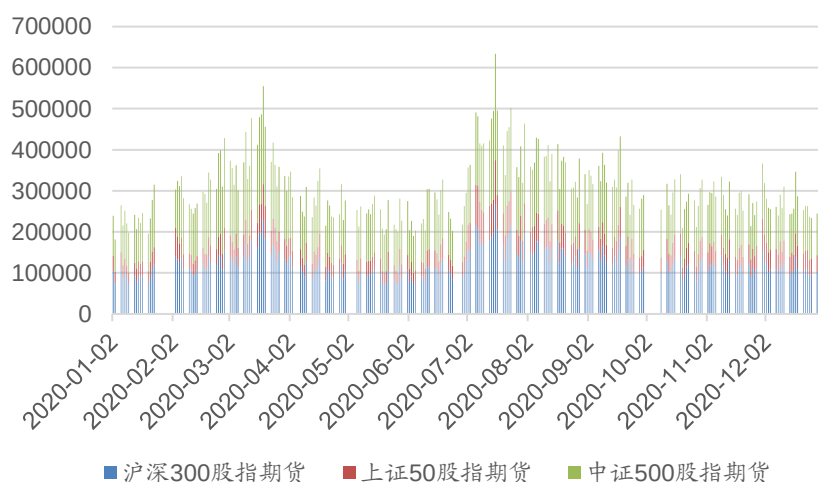
资料来源：华宝证券研究创新部

2. 股指期货：成交持续上升

2.1. 股指期货交易统计

2020 年三大股指期货的成交量持续上升，日均成交 31 万张左右。相比 2019 年，成交量方面，沪深 300 股指期货日均成交量从 96879 张上升到了 123452 张，增长了 27.43%；上证 50 股指期货日均成交量从 39627 张上升到了 48351 张，增长了 22.02%；中证 500 股指期货日均成交量从 81737 张上升到了 134796 张，增长了 64.91%；持仓量方面，沪深 300 股指期货日均持仓量从 112155 张上升到了 165038 张，增长了 47.15%；上证 50 股指期货日均持仓量从 54096 张上升到了 69508 张，增长了 28.49%；中证 500 股指期货日均持仓量从 127168 张上升到了 205116 张，增长了 61.29%。从成交和持仓数据来看，增长主要源于投资者对股指期货市场政策进一步放开并持续看好的信心。

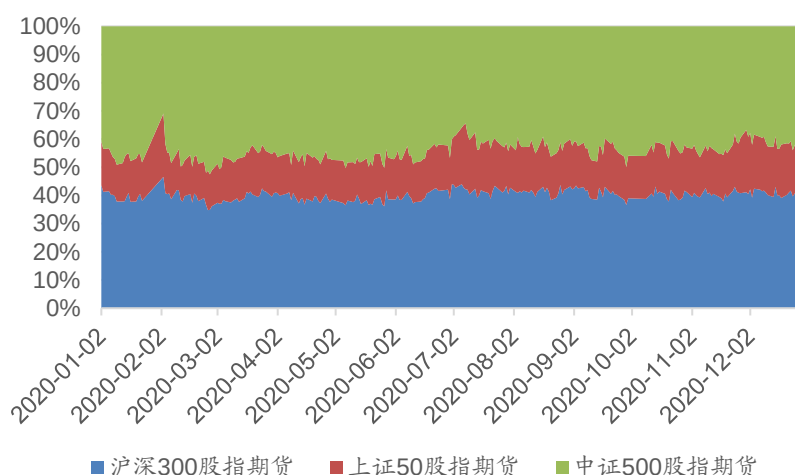
图 328 2020 年股指期货成交量（张）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从成交量分布来看，沪深 300 股指期货占了 40%左右的成交量，上证 50 股指期货占了 16%左右的成交量，而中证 500 股指期货占了 44%左右的成交量（相较 2019 年有所上升）。

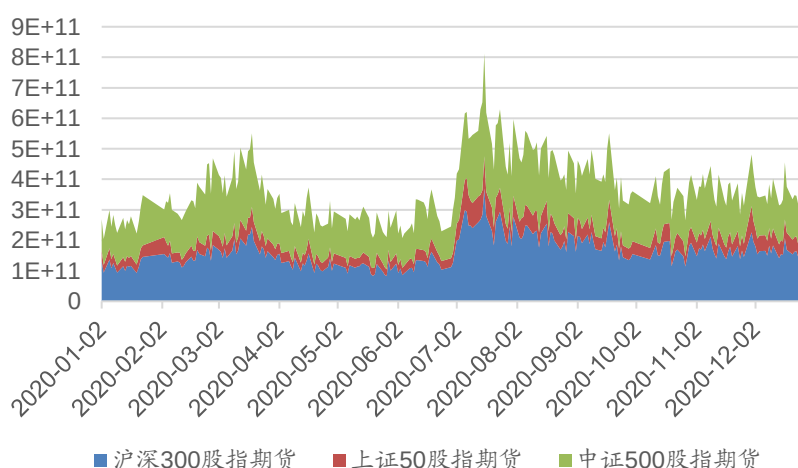
图 329 2020 年股指期货成交量分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

三大股指期货的日均成交额从年初 3000 亿左右震荡上升到年中的 8000 亿规模，全年平均 3660 亿。

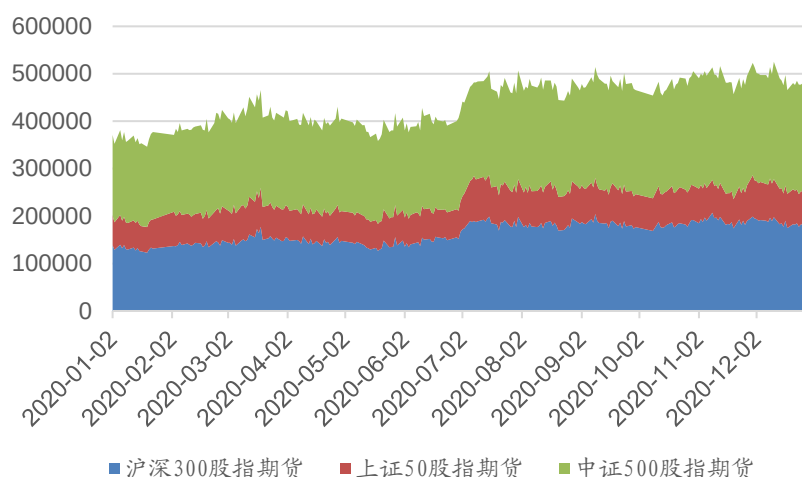
图 330 2020 年股指期货成交金额（亿）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从持仓量上可以看到，三大股指期货的持仓量一直在持续上升，年底的日均持仓在 50 万张左右，较年初增长了 50% 左右，其中中证 500 股指期货占了 47% 左右。

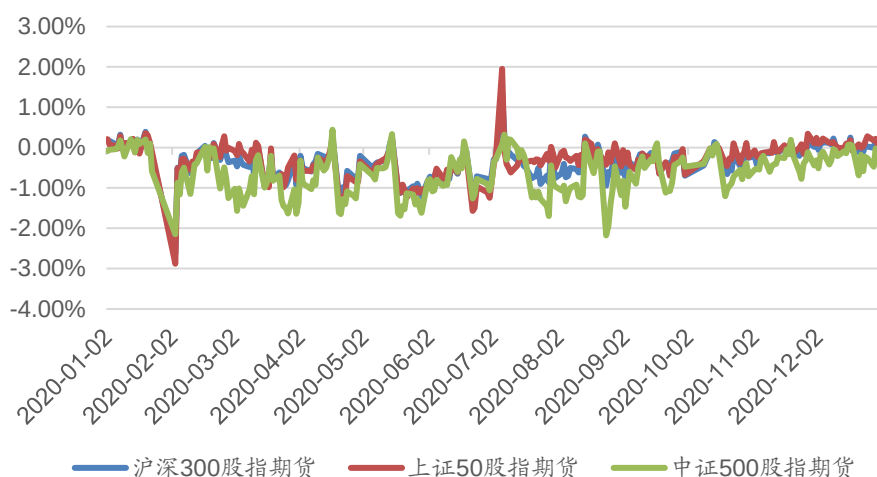
图 331 2020 年股指期货持仓量（张）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从图中看，2020 全年的基差变化比较平稳，最大的贴水幅度也只有 2.88%（上证 50 股指期货）。从贴水天数来看，沪深 300 股指期货共贴水 198 天（占比 81.48%），上证 50 股指期货共贴水 189 天（占比 77.78%），中证 500 股指期货共贴水 216 天（占比 88.89%）。

图 332 2020 年三大股指期货基差走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 184 2020 年三大股指期货基差统计

	沪深 300 股指期货	上证 50 股指期货	中证 500 股指期货
均值	-0.35%	-0.30%	-0.63%
标准差	0.41%	0.44%	0.53%
最大值	1.37%	1.95%	0.44%
最小值	-2.63%	-2.88%	-2.18%
中位数	-0.29%	-0.23%	-0.54%
贴水天数占比	81.48%	77.78%	88.89%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.股指期货套利机会回顾

2020 年股指期货大部分时间都处于贴水状态，传统的绝对收益策略很难取得正的收益，接下来本文将从期现套利和跨期套利的角度来看一下 2020 全年的套利收益情况。本文测算时仍基于先平旧仓再开新仓的原则。

套利策略：根据价差的 20 天移动平均线和 2 倍标准差来搭建布林带，当突破布林带上轨的时候，反向做空价差，当价差达到移动平均线的时候平仓；当突破布林带下轨的时候，反向做多价差，当价差达到移动平均线的时候平仓。此外，当期货合约到期的时候也会平仓。

期现套利方面，我们选取股指期货月合约及其对应的 ETF，考虑到融券成本，我们只做买入 ETF 并卖出股指期货的单边开仓交易。2020 年全年交易机会非常少，三个品种最高的只有 5 次，收益最高的是中证 500 股指期货，但也只有 2.14% 的年化收益，交易次数也只有 2 次。

跨期套利方面，我们选取股指期货的不同到期月份的合约进行操作，相比期现套利，跨期套利的交易机会更多一些，年化收益最高的也是中证 500 股指期货，达到了 3.5%。

总体来看，不管是期现套利还是跨期套利，交易次数和套利收益都偏低，较难满足投资者的需求。

表 185 2020 年股指期货套利机会回顾

	期现套利			跨期套利		
	沪深 300	上证 50	中证 500	沪深 300	上证 50	中证 500
年化收益率	2.08%	1.34%	2.14%	2.24%	0.82%	3.5%
最大回撤	0.12%	0.12%	0.4%	0.64%	0.53%	0.61%
交易笔数	4	5	2	9	8	12

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

十三、2020 年场外衍生品年度报告

1.2020 年场外期权运行情况

1.1.监管体系优化完善，场外期权市场平稳运行

证券公司场外期权业务自 2012 年开展试点以来，在服务投资者管理风险、促进证券公司创新发展和推动多层次资本市场发展发挥了重要作用。为进一步完善场外期权业务的制度供给，促进证券公司场外期权业务的健康规范发展，中国证券业协会在合并《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》（证监办发〔2018〕40 号）、《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》（中证协发〔2018〕119 号）的基础上，广泛听取行业诉求，研究制定了《证券公司场外期权业务管理办法》，经证监会备案，自 2020 年 9 月 25 日起发布实施。

证券业协会于 2018 年 8 月 1 日首次公布了一二级交易商名单，2018 年底共有 7 家一级交易商和 21 家二级交易商，2019 年增加了 6 家二级交易商，2020 年增加了 4 家二级交易商，截止到 2021 年 3 月底，2021 年一级和二级交易商分别增加了一家和二家，证券公司合计有 8 家一级交易商和 33 家二级交易商，期货风险管理子公司中一级交易商无新增。从规章制度以及运行情况看，总体而言 2020 年场外期权市场在渐趋完善的监管框架下运行较为平稳。

表 186 证券公司场外期权交易商

一级交易商		二级交易商					
2018 年	2021 年	2018 年			2019 年	2020 年	2021 年
广发证券	申万宏源	财通证券	浙商证券	东兴证券	安信证券	东北证券	华宝证券
国泰君安		东方证券	银河证券	光大证券	东莞证券	东方财富	长江证券
华泰证券		东吴证券	长城证券	国联证券	天风证券	瑞银证券	
招商证券		国信证券	方正证券	华福证券	信达证券	华鑫证券	
中金公司		海通证券	国金证券	华西证券	中泰证券		
中信建投		平安证券	华安证券	南京证券	中银国际		
中信证券		申万宏源	兴业证券	山西证券			

资料来源：证券业协会，华宝证券研究创新部

表 187 期货风险管理子公司场外期权交易商

一级交易商	
2018 年	
浙江永安资本管理有限公司	华泰长城资本管理有限公司
浙江浙期实业有限公司	银河德睿资本管理有限公司
浙江南华资本管理有限公司	国泰君安风险管理有限公司
中信中证资本管理有限公司	

资料来源：证券业协会，华宝证券研究创新部

我们对近三年的监管政策进行简单梳理和回顾。2018 年主要着力于主体监管的体系化，升级完善了场外期权监管体系，2019 年则侧重于风险管理公司业务试点指引，规定了开展个股场外衍生品业务的需要具备的条件和需禁止的行为等。2020 年则提升了自律规则层级，优化完善了部分业务标准和业务流程。

2018 年 5 月 11 日，中国证监会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》(证监办发〔2018〕40 号)，简称 40 号文，该文件涵盖交易商管理、交易对手方管理、交易标的管理、管理制度建设、禁止行为、过渡期安排、一级和二级交易商划定、规定场外期权对手方必须是符合条件的机构投资者等。

为了落实证监会 40 号文的相关要求，2018 年 5 月 28 日，证券业协会发布《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》。该通知对 2017 年 5 月 22 日证券业协会发布的《关于加强场外衍生品业务自律管理的通知》(中证协发〔2017〕123 号)文件进行了更新。该文规定涵盖了交易商管理、标的管理、投资者适当性管理、数据报送等。

同样，2018 年 8 月 2 日，期货业协会发布《关于进一步加强风险管理公司场外衍生品业务自律管理的通知》，同样的，该文也对一二级交易商制度、交易对手方管理、交易标的管理、管理制度建设、禁止行为、过渡期安排、强调个股和非个股场外衍生品的不同要求等。

2018 年 12 月 27 日，证券业协会、期货业协会、基金业协会发布关于《中国证券期货市场衍生品交易主协议》的通知。该文是将《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014 年版)》更名，文中协议内容一致。适用于除信用保护合约外的场外衍生品。

2018 年 12 月 27 日，证券业协会、期货业协会、基金业协会、上海证券交易所和深圳证券交易所发布《中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)》，该文是在 2014 年版基础上制定的，属于信用保护合约专用版。同日还发布了《中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)备案指引》的通知，对主协议备案进行明晰。

2020年9月25日,证券业协会发布了《证券公司场外期权业务管理办法》,提升了自律规则层级,优化完善了部分业务标准和业务流程。主要包括:一是灵活设置资质要求。在风险可控的前提下,适当差异化匹配分类评级情况,支持信息系统和风险管理能力通过评估的有能力、有实力、有专业优势的BBB级证券公司开展相关期权业务。二是适度扩大标的范围。挂钩个股标的范围适度扩大至融资融券融券标的范围,建立个股集中度指标公布机制,有助于证券公司拓宽业务范围、提高风险对冲能力。三是优化投资者适当性。将商品类场外期权交易对手方调整至《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业机构投资者,支持证券公司直接服务实体经济。四是稳定业务预期。对于因动态调整不再属于交易商的证券公司设置一年过渡期,确保业务平稳有序衔接。五是强化监测监控。提高数据报送的标准化、新增加负面客户管理平台,建立数据共享机制,提升证券公司场外期权业务的透明度,进一步落实“看得清、管得住”的监管要求,有效防范业务风险。此外,为做好有关证券公司信息系统和风险管理能力的评估,协会制定了相应工作规程,通过明确公司申报要求、强化参评专家责任、公开评估过程等措施保障评估工作规范透明。

表 188 近几年场外期权相关规定

时间	重要文件	发布方	文件要点
2016年11月4日	《关于进一步规范证券投资基金经营机构参与场外衍生品交易的通知》(证监办发〔2016〕81号)	证监会	规范直接/变相融资、违规非标通道等行为
2018年4月12日	《场外个股期权交易风险警示问答》	证监会	提示互联网平台非法的场外个股期权交易服务风险
2018年5月11日	《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》(证监办发〔2018〕40号)	证监会	涵盖交易商管理、交易对手方管理、交易标的管理、管理制度建设、禁止行为、过渡期安排、一二级交易商划定等
2018年5月28日	《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》(中证协发〔2018〕119号)	证券业协会	涵盖交易商管理、标的管理、投资者适当性管理、数据报送等。
2018年8月2日	《关于进一步加强风险管理公司场外衍生品业务自律管理的通知》	期货业协会	涉及一二级交易商制度、交易对手方管理、交易标的管理、管理制度建设、禁止行为、过渡期安排、强调个股和非个股场外衍生品的不同要求。
2018年12月27日	《中国证券期货市场衍生品交易主协议》	证券业协会、期货业协会、基金业协会	适用于除信用保护合约外的场外衍生品。
2018年12月27日	《中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)》	证券业协会、期货业协会、基金业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所	属于信用保护合约专用版
2018年12月27日	《中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)备案指引》	证券业协会、期货业协会、基金业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所	对主协议备案进行明晰
2019年2月15日	《期货公司风险管理公司业务试点指引》	期货业协会	规定了风险管理公司开展个股场外衍生品业务的需要具备的条件和需禁止的行为等
2020年9月25日	《证券公司场外期权业务管理办法》	证券业协会	灵活设置资质要求、适度扩大标的范围和优化投资者适当性

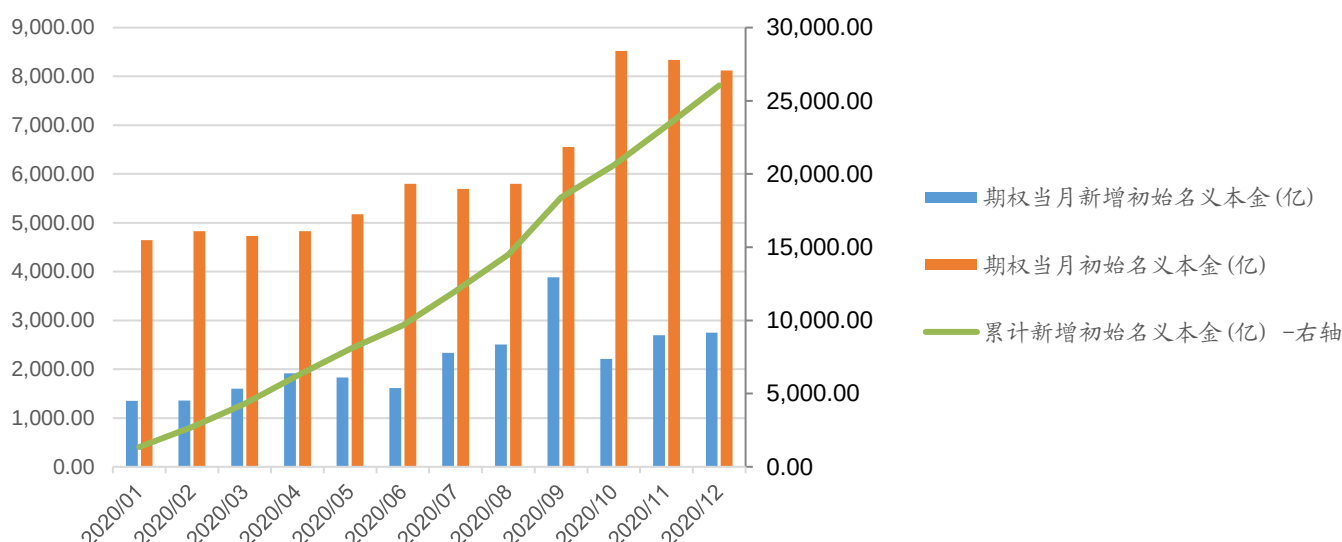
资料来源:华宝证券研究创新部

敬请参阅报告结尾处免责声明

1.2.交易规模成倍增长

2020 年，证券公司场外期权累计新增名义本金 26045.99 亿元，较 2019 年的 12556.33 亿元增长 107.43%，年末未了结名义本金为 7569.67 亿元。证券公司场外期权业务开展场所主要是柜台和报价系统，从交易场所来看，其中柜台场外期权开展量占绝对优势。

图 333 证券公司场外期权变化情况



资料来源：证券业协会，华宝证券研究创新部

1.3.结构以权益类和商品类为主

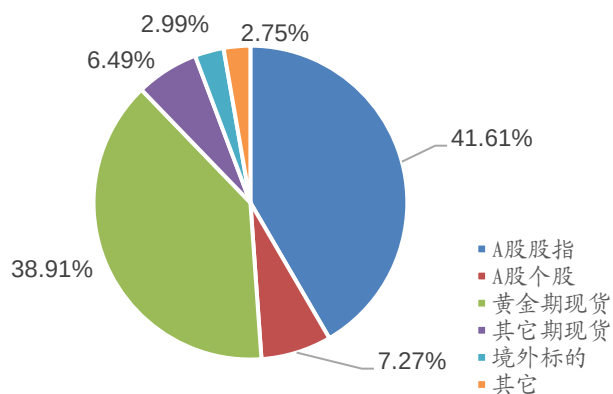
从期权的交易标的看：

2020 年底，证券公司场外期权标的主流仍是权益类和商品类。期权合约的标的构成，主要分为以沪深 300、中证 500、上证 50 为主的股指，A 股个股、黄金期现货、以及部分境外标的。从组成结构来看，A 股股指期货以名义本金为维度进行统计，占比为 41.61%；A 股个股期权以名义本金为维度进行统计，占比为 7.27%，同时证券公司商品类期权向黄金期现货倾斜，黄金期现货占比 38.91%，成为第二大品种。

从期权的交易对手看：

从证券公司场外衍生品合约的交易对手情况入手分析，商业银行、证券公司及其子公司、期货公司及子公司是场外衍生品市场的主要买方机构。在 2020 年 12 月新增期权交易中，商业银行、证券公司及其子公司占比较高，分别为 59.22%、16.76%。从全年来看，商业银行和期货公司及子公司占比上升幅度较大，分别从年初的 31.82%上升到 59.22%，以及从 1.56%上升到 13.14%。

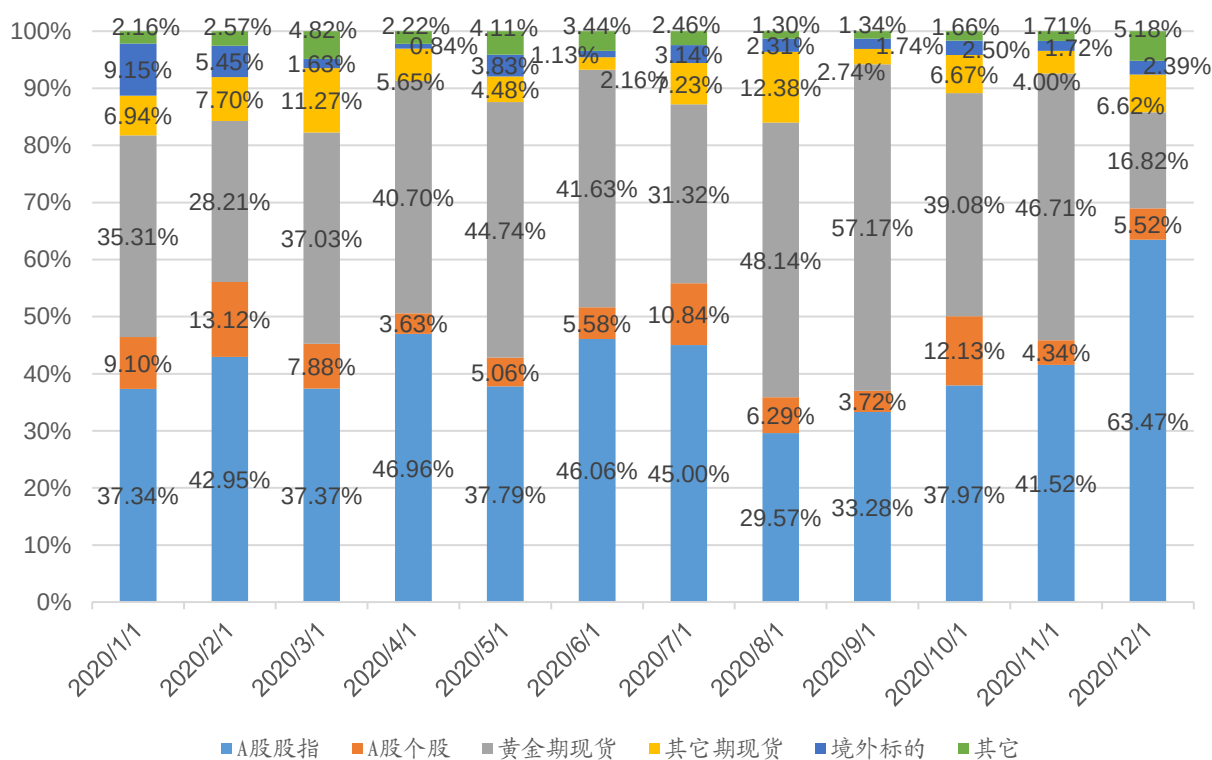
图 334 证券公司场外期权标的(名义本金)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

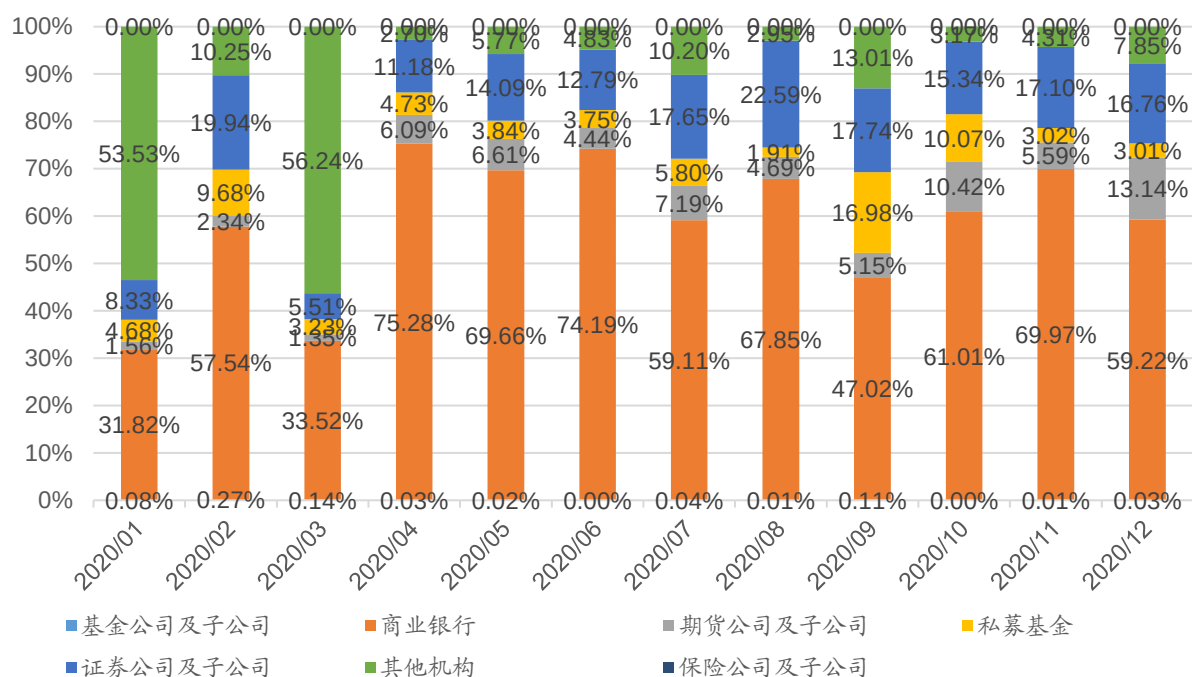
2020 年以来证券公司新增期权合约标的情况:

图 335 2020 年以来证券公司新增期权合约标的情况(名义金额)



资料来源: 证券业协会, 华宝证券研究创新部

图 336 2020 年以来证券公司新增期权合约交易对手情况(名义金额)

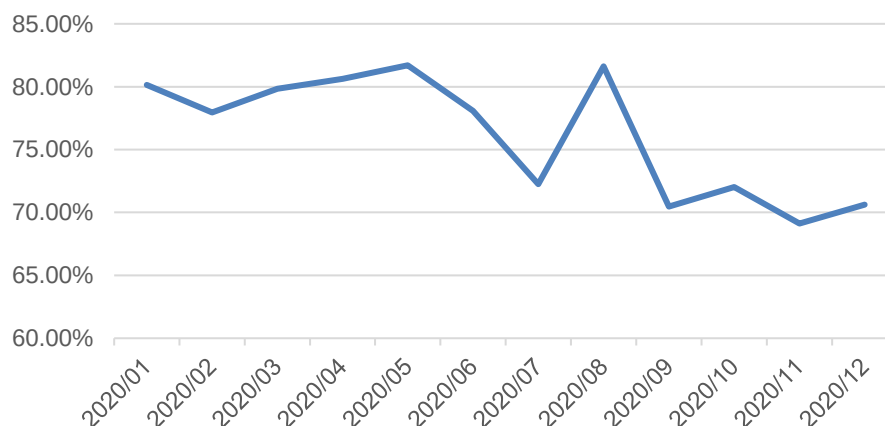


资料来源：证券业协会，华宝证券研究创新部

1.4.集中度呈下滑趋势

2020 年,场外期权月新增规模排名前五的证券公司(CR5)占当月场外期权业务新增总量的比例总体在下降,11 月份一度下跌到 69.12%。2020 年场外期权新增规模集中度的平均水平为 76.21%。

图 337 证券公司场外期权新增规模集中度(CR5)



资料来源：证券业协会，华宝证券研究创新部

2.内嵌期权的收益凭证：雪球结构收益凭证

收益凭证是证券公司以自身信用发行的,约定本金和收益的偿付与特定标的相关联的有价证券。特定标的包括但不限于货币利率、基础商品、证券或者指数。收益凭证分两种,一种是按照合同约定支付固定收益的“固定收益凭证”,另一种是按照合同约定支付与特定标的资产表现挂钩的浮动收益的“浮动收益凭证”。对投资者而言,收益凭证是一项有权获取收益的凭证。

收益凭证由证券公司在柜台市场或中证报价交易平台发行，既丰富了财富管理产品，也盘活了实体企业闲置资金。2020年12月证券公司发行收益凭证3891支，发行规模1066.82亿元。通过报价系统发行收益凭证886支，发行规模为430.65亿元，占发行总规模的40.37%；通过柜台市场发行收益凭证3005支，发行规模为636.17亿元，占发行总规模的59.63%。在兑付方面，当期兑付本金1,207.70亿元，是发行规模的113.21%。收益结构仍以固定收益型为主，非固定收益型占比为27.43%。

作为证券公司重要的融资工具，浮动收益型的收益凭证是将基础产品与衍生产品相结合，构造出固定+浮动、浮动、二元等收益结构，具有一定衍生产品的收益特性。作为证券公司向合格投资者发行的一种新型融资工具，只有获得场外期权交易商资质的证券公司才可以发行内嵌期权的非本金保障型收益凭证。

雪球结构收益凭证是目前非本金保障型收益凭证中最主要的结构，在低利率、流动性宽松的市场环境中，雪球结构收益凭证的年化收益相比同期限理财产品更有竞争力。

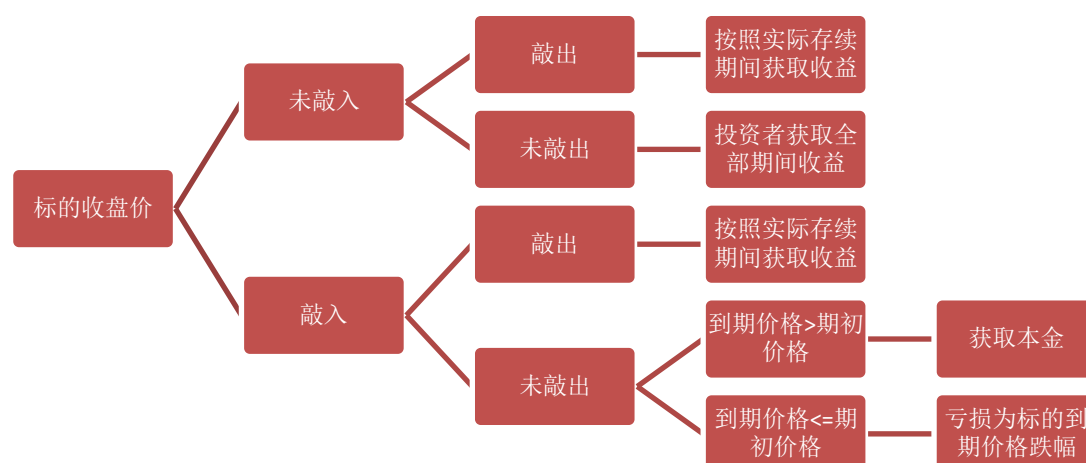
产品期限一般为12个月，挂钩标的一般为指数。产品设置敲入价格（低于挂钩标的的期初价格），一般为期初价格的60%-85%，同时设置敲出价格（高于挂钩标的的期初价格），一般不高于期初价格的105%。

敲入事件一般对标的收盘价每天观察一次，在任何一个敲入观察日，挂钩标的的收盘价低于敲入界限（比如约定为期初价格的60%），则定义为发生敲入事件。

敲出事件一般对标的收盘价每月观察一次，在任何一个月度观察日，挂钩标的的收盘价高于敲出界限（比如约定为期初价格的105%），则定义为敲出事件。

雪球结构仅在产品（提前）终止时支付一次现金流。由于支付的是年化收益率结算的票息，越晚触发敲出，结算时累计的息票金额将越大。雪球为非保本结构，适合于有一定风险承受能力的客户。

图 338 雪球结构收益图解



资料来源：华宝证券研究创新部

通过雪球结构，投资者虽然需要承担可能的下跌风险，却能产生显著高于普通债券的收益，而且在任何情况下，雪球产品的风险都不会大于持有标的本身的风险。投资者通过购买此类产品，相当于卖出一个行权价为敲入价格的看跌期权给证券公司，并获得证券公司根据标的合约价格的波动率来设定的“期权费”，即证券公司给投资者的年化收益，适合标的合约价格处于低波动率且温和上涨的态势，就像平地滚雪球，只要不出现大坑，雪球将越滚越大。但当标的合约跌幅达到一定水平时，就出现大坑了，投资者的本金可能会有损失。

表 189 雪球结构收益凭证举例

产品结构	期限	挂钩标的	敲出		敲入		年化收益
			观察频率	敲出价格	观察频率	敲入价格	
雪球	12个月	沪深300	每月最后一个交易日	105%	每日	80%	16%

资料来源：华宝证券研究创新部

情景 1：提前敲出

敬请参阅报告结尾处免责声明

如果在第 3 个月度的最后一个交易日（敲出观察日），挂钩标的合约的收盘价格 $\geq$ 敲出价格，产品提前终止，投资者拿回本金，同时获得 $16\% \times 3/12 = 4\%$ 的收益。

情景 2：未敲入也未敲出

如果挂钩标的合约的收盘价格从没低于敲入价格，而且在任一个敲出观察日都没敲出，则产品正常到期，投资者拿回本金，同时获得 16% 的收益。

情景 3：敲入后重新上涨敲出

如果挂钩标的合约的收盘价格曾经低于敲入价格，而且在第 9 个月末重新回升到敲出价格以上，则产品提前终止，投资者拿回本金，同时获得 $16\% \times 9/12 = 12\%$ 的收益。

情景 4：敲入后未敲出，到期股价上涨

如果挂钩标的合约的收盘价格曾经低于敲入价格，而且在任一个敲出观察日都没敲出，且产品到期时标的收盘价格高于期初价格，则到期日投资者拿回本金。

情景 5：敲入后未敲出，到期股价下跌

如果挂钩标的合约的收盘价格曾经低于敲入价格，而且在任一个敲出观察日都没敲出，且产品到期时标的收盘价格低于期初价格，则到期日投资者承担标的合约股价跌幅的损失。

因此只要挂钩标的合约的跌幅不超过敲入价格，投资者便可获得相对较高的固定收益，当标的合约处于低估值区间，继续下跌可能性不大，或者即使下跌，幅度也不会很大，或者处于箱体震荡或震荡上扬的趋势时，雪球结构收益凭证就特别适合，投资者可以收取远高于现金管理的收益。它为投资增加了一层缓冲空间，只有当挂钩的标的合约一路下跌，跌破安全垫又没有回头时，投资者才会发生亏损。

证券公司向投资者发行雪球结构收益凭证后，会通过动态买卖标的合约的方式来复制浮动挂钩收益，从而对浮动挂钩收益部分进行风险对冲，保持风险中性。由于证券公司相当于向投资者买入了看跌期权，因此证券公司需要在期初买入一定数量的标的合约从而保持 Δ 中性，后续如果标的合约价格上升了，那么看跌期权的 Δ 绝对值将变小，证券公司需要卖出相应数量的标的合约，后续如果标的合约价格下跌了，那么看跌期权的 Δ 绝对值将变大，证券公司需要买入相应数量的标的合约，在这样一个动态对冲的过程中，证券公司一直在对标的合约进行低买高卖，赚取其中的价差收益，这也间接稳定了标的合约市场价格，从而为资本市场提供了稳定器的作用。

证券公司赚的是波动率的钱，按标的合约波动率给投资者定价，标的合约波动率越高越喜欢，因为可以通过不断的高抛低吸赚取价差收益。从投资者的角度，如果波动率高了就很容易发生敲入事件，于是需要更高的年化收益（期权费），相反，如果标的合约波动率降低，价差收益的机会就少了，产品的年化收益也会降低。

对客户而言，在箱体震荡的行情中，标的合约大幅下跌的概率不大，但直接持仓标的合约的动力又不足，这时候可以通过持有雪球结构收益凭证，承担一定的风险获取远高于现金管理的利息收入，实现了财富管理的需求，丰富了投资的途径。证券公司发行雪球产品，也极大地丰富了自身的产品线，在满足客户需求的同时，也平衡了自身的多空头寸，让不同风险偏好的投资者都能参与到衍生品市场中。

雪球结构在海外及东南亚已经非常流行，当下，信托机构及私人银行的客户风险偏好和雪球结构收益凭证的收益风险特征有很高的契合度，在各类理财产品净值化管理以及信托产品打破刚兑的背景下，作为证券公司的表内资产，这类浮动收益型收益凭证在资管新规下将会有更大的发展空间，在信托公司开展房地产、融资类业务受限的背景下，雪球结构收益凭证也是在谋求产品转型过程中的有力

突破口，越来越多的金融机构和券商合作开展类似于雪球结构收益凭证的业务。

第三部分——买方时代 构建组合

一、基金组合：买方投顾体系的新突破

2021 年底，资管新规的过渡期即将结束，中国泛资产管理行业的净值化转型也即将进入新的时期。面对转型压力，公募 FOF、私募 FOF、信托 TOF 乃至基金投顾等各类以金融产品为标的资产的组合投资模式，正日益成为大资管时代的转型抓手，成为满足投资者差异化、多元化投资诉求的利器。

基金组合投资正日益走向科学化、流程化、纪律化的范式，基金组合的指数化投资正是其中的典型代表。基金指数策略是按照一套既定规则构建的资产配置与选基策略，具有逻辑透明、可回溯、高度纪律性等优良特性。目前，业内已有银行理财、基金公司等推出了多个版本的基金组合策略指数，虽然构建方法各异，但历史回溯及样本外跟踪均获取不错收益，说明了基金指数策略的有效性。在本书的第三部分，我们对业内几款代表性的基金指数进行剖析，以厘清指数构建的基本思路与策略。在此基础上，我们还基于金牛基金与指数增强基金构建了两款具有一定特色的基金指数策略，以此作为我们在该领域的一次尝试与探索。

基金组合投资还正成为构建完善中国买方投顾体系的一次重要尝试与突破。自 2019 年 10 月证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》以来，已有 3 批近 20 家机构获批基金投顾业务资格。基金投顾业务的推出，顺应了中国财富管理行业变革趋势，对促使公募基金行业从销售导向转向客户资产保值增值导向，促进资本市场持续稳定健康发展以及泛资管行业的净值化转型具有重要意义。基金投顾业务的有效运作，有赖于优秀的组合投资策略开发。投资者的保值增值需求，决定了买方投顾的绝对收益属性。然而，不同类型、不同风险等级的基金组合，要实现绝对收益，所依赖的时间框架不尽相同，一个低风险的货币基金组合，可能每日都可以获取正收益，但一个以权益资产为主的高风险基金组合，从历史来看，可能要持有 2 年甚至 3 年以上才能大概率获取绝对正收益。可见，把时间维度这一因素考虑到策略中，不仅是出于匹配不同资金属性客户需求的目的，更是实现绝对收益目标的应有之举。如何构建不同时间维度下的绝对收益型组合？本部分对此进行了一些粗浅探讨，以供商榷。

不仅公募市场的基金组合投资成为热潮，大资管的转型过程中，私募 FOF 投资也正被越来越多的机构所青睐。私募基金中，CTA 作为一类另类策略，与股票、债券类策略的相关性较低，且策略本身的运作手段丰富，历史净值表现优异，回撤控制较好，资产配置组合中加入 CTA 之后，可以有效改善组合的有效前沿，优化收益风险比。本部分内容中，为了拓展组合投资的边界，我们基于多因子框架，对 CTA 策略进行了详细研究。我们分析了什么样的宏观及市场环境下，CTA 策略具有较好的性价比，也即 CTA 策略的中观配置问题，同时我们还对 CTA 策略的业绩进行了拆分，并专注于 CTA 策略的管理人能力视角，构建了一个基金遴选模型，以资借鉴。

二、一站式配置：基金指数简介及策略构建

净值化时代，伴随居民端财富配置的转移，中国公募基金行业迎来大发展，基金规模突破 20 万亿，公募基金投资正日益成为居民获取财产性收入、实现资产保值增值的重要手段。然而，基金投资并不容易，“基金赚钱，基民不赚钱”的怪象不仅令投资者头痛，更令从业者困惑与心痛。基金投资，需要一种科学化、流程化、纪律化的范式，在此背景下，基金指数策略应运而生。

目前，业内已经推出多款基金指数，构建方法各异，但历史回溯及样本外跟踪均获取到不错收益，说明了基金指数策略的有效性。本文对业内几款代表性的基金指数进行剖析，以厘清指数构建的基本思路与策略。在此基础上，我们还基于金牛基金与指数增强基金构建了两款具有一定特色的基金指数策略，以此作为我们在该领域的一次尝试与探索。

1. 基金指数策略意义：为投资者提供一站式配置工具

2008 年到 2021 年的 12 年时间里，中国股市经历了几轮牛熊转换，整体收益并不光鲜。截至 2021 年 2 月底，万得全 A 指数累计上涨了 38.18%，沪深 300 指数略微下跌 0.9%，中证 500 指数上涨了 24.21%，整体宽基指数的年化收益不超过 3%，指数代表了投资股票的平均收益，因此长期来看股票市场并未给投资者带来显著的回报，仅仅略高于银行存款的收益，而投资者面临的回撤和收益的波动风险却是巨大的，最大回撤达到 70%，年化波动率接近 30%。

公募基金的投资收益较之指数有所提升，过去 12 年中证主动股基指数的累计收益达到 114.52%，偏股基金指数的累计收益达到 89.31%，年化收益在 5% 左右，而最大回撤和波动率也有所降低，收益风险比显著高于宽基指数，这说明中国市场作为新兴市场，存在显著的 alpha，而专业的机构投资者在投资上具有更多的信息优势以及专业能力，因此能够挖掘市场的 alpha 收益，使得基金的平均收益高于宽基指数。

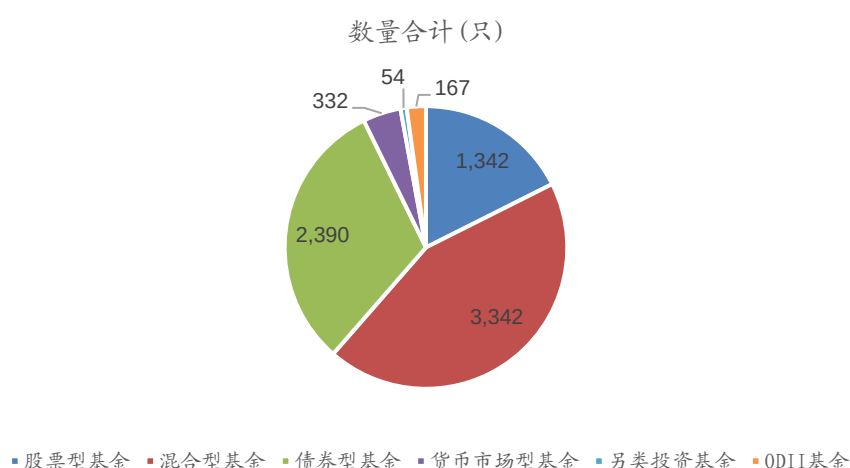
表 190 股票指数与主动管理型基金收益情况对比

	累计收益率	最大回撤	年化收益率	年化波动率	Calmar 比率	夏普比率
万得全 A	38.18%	-70.59%	2.48%	27.36%	0.12	-0.04
沪深 300	-0.90%	-71.60%	-0.07%	26.26%	0.00	-0.14
中证 500	24.21%	-72.42%	1.65%	29.94%	0.08	-0.06
主动股基	114.52%	-62.77%	5.94%	24.38%	0.35	0.10
偏股基金	89.31%	-59.19%	4.95%	23.52%	0.28	0.06

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

然而，对于投资者而言，想要获取基金市场的平均回报乃至更优的回报并非易事。截至 2021 年 2 月底，公募基金的数量达到了 7621 只，其中股票型基金、混合型基金以及债券型基金占到了 80%，数量上已经超过了 A 股股票的 4000 多只，另外，基金的细分分类也较多，每一大类基金下面仍有很多细分的分类，以混合型基金为例，下面又分为了偏股混合型、平衡混合型、偏债混合型以及灵活配置型，投资者挑选基金的难度进一步增加。

图 339 公募基金数量分布情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

而同一类基金的收益差别也较大，投资者仅仅通过收益挑选基金可能遇到去年收益好的基金今年往往表现不佳，以偏股混合型基金为例，我们以上一年收益排名前 10% 的基金为样本，统计下一年的收益排名情况，可以看到上一年排名前 10% 在下一年的收益排名很难保持，这是因为去年做的好的基金敬请参阅报告结尾处免责声明

金是在风格和仓位上都做到极致的符合行情,但是由于A股市场波动较大,风格的也存在明显的转变,到下一年行情发生变化时收益表现往往不佳。

以2014年~2015年为例,2014年市场经历了快速的上涨,并且以大盘为代表的沪深300指数表现明显优于小盘风格的中证500指数,因此2014年表现优异的基金偏向大盘风格,并且仓位较高,但是到2015年市场快速调整,风格上也转为小盘风格,2014年表现最好的前10%的基金面临仓位以及风格的冲击,2015年收益排名平均值回落到63.1%。当然也会看到风格与市场趋势性比较好时,比如2019年~2020年,市场整体维持上涨,并且大盘风格占优,2019年排名前10%的基金到2020年平均排名也达到30%。

表 191 公募基金的业绩持续性情况

	上年收益排名前 10%基金下年排名	沪深 300 指数收益率	中证 500 指数收益率
2009	52.7%	96.7%	131.3%
2010	51.8%	-12.5%	10.1%
2011	54.8%	-25.0%	-33.8%
2012	35.7%	7.6%	0.3%
2013	38.0%	-7.6%	16.9%
2014	57.1%	51.7%	39.0%
2015	63.1%	5.6%	43.1%
2016	49.0%	-11.3%	-17.8%
2017	42.8%	21.8%	-0.2%
2018	53.1%	-25.3%	-33.3%
2019	54.2%	36.1%	26.4%
2020	30.4%	27.2%	20.9%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

此外,投资者普遍存在“过度交易”的倾向,也即过于相信自身的择时能力,满足于交易的快感,对基金进行波段操作,而择时是一件十分专业的事情,实践证明大部分个人投资者实际并不具备这一能力,频繁的进场离场导致了基金投资收益的进一步下降。

可见,基金投资并非易事,需要集择时与选基为一体,更需要一以贯之,形成交易纪律。基金指数的创设正是为了解决这一问题。在我们看来,基金指数策略具有以下几个显著优势:

首先,策略具有透明性。基金指数是按照一套既定规则构建的,规则中不仅披露了样本标的范围、遴选方法,还对加权方式以及调仓日期予以披露,如下文介绍的金牛混合和金牛股票指数,选取近5年获评的年度开放式混合型金牛基金和股票型金牛基金,采用平均加权的方式进行计算,并于每年5月的第一个交易日进行指数调整。这种规则设计使得策略的透明度大幅提升,基金组合不再是黑箱运作,更便于投资者理解与接受,这对于指数发行方而言,实际上还达到了一种投资者教育的目的。

其次,策略具有可回溯性。规则一旦生成,是可以复制的,这决定了基金指数策略具有可回溯的特性,即追溯过往业绩。这使得历史数据就可以验证策略是否有效,同时表征策略的收益风险特征,大幅降低了交易的试错成本。

最后,策略具有纪律性。好的策略只是成功的开始,而成功的关键在于对一个好策略的坚定实施,不然就是纸上谈兵。然而,人是感性的,交易中往往因为贪婪、恐惧等情感因素导致既定策略的偏离,这也是为什么近年来量化机构蜂拥而起,大量投资转为纯程序化交易模式的原因所在,正是为了克服人性上的缺陷。基金指数策略其实就是一种机械化的交易系统,根据既定规则执行交易、完成调仓,不存在主观的成分,相应的减少了交易中犯错误的几率。

2.业内主要基金指数介绍

我们查阅了中证指数公司披露的基金指数，目前业内主要有 5 家机构编制了基金指数。最早是 2011 年上线的金牛基金指数，伴随着 FOF 投资的发展，基金指数也在 2017 年后陆续增加，包括纯基金筛选类的基金指数，主要为了给投资者提供可供投资的不同资产类别的优选基金组合，比如工银股混和银华股基是主动权益型基金指数，银华债基和银华货基则分别是债券型的基金指数和货币型的基金指数；也包括了涵盖动态资产配置与基金标的遴选的一站式基金指数，比如工银配置、银华配置以及中邮理财平衡策略、稳建策略指数，再如以养老为目标设计的目标风险和目标日期型基金指数，其中易方达中低是以低风险为目标构建的基金指数，易方达 2030 是养老目标日期为 2030 年的基金指数。

表 192 基金指数的基本情况

代码	名称	成立日	成分个数	基日
H11028.CSI	金牛混合	2011-11-14	47	2007-04-30
H11027.CSI	金牛股票	2011-11-14	11	2007-04-30
930995.CSI	工银配置	2017-07-12	67	2014-12-31
930994.CSI	工银股混	2017-07-12	27	2014-12-31
931185.CSI	易方达中等	2019-05-24	8	2011-12-30
931184.CSI	易方达中低	2019-05-24	9	2011-12-30
931183.CSI	易方达 2060	2019-05-24	9	2011-12-30
931182.CSI	易方达 2050	2019-05-24	9	2011-12-30
931181.CSI	易方达 2040	2019-05-24	9	2011-12-30
931180.CSI	易方达 2030	2019-05-24	9	2011-12-30
931563.CSI	银华配置	2020-08-10	71	2013-12-31
931562.CSI	银华货基	2020-08-10	26	2013-12-31
931561.CSI	银华债基	2020-08-10	27	2013-12-31
931560.CSI	银华股基	2020-08-10	44	2013-12-31

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：成分个数截至 2021 年 2 月 26 日

2.1.金牛基金指数

金牛基金指数反映的是中国基金市场中优秀基金标的整体的绩效表现，包括金牛混合和金牛股票指数，选取是近 5 年获评的年度开放式混合型金牛基金和股票型金牛基金，采用平均加权的方式进行计算，每年 4 月中国证券报对金牛基金评选结果进行调整，调整生效日为 5 月的第一个交易日。金牛基金指数的基日设定为 2007 年 4 月 30 日，截至 2021 年 2 月底，金牛混合指数有 47 只基金标的，金牛股票指数有 11 只基金标的。

接下来我们对金牛基金指数的收益情况进行了统计，主要对金牛混合指数相对于全市场偏股型基金的收益情况进行对比，以中证偏股基金指数作为代表，对金牛股票指数相对于全市场主动管理型的股票型基金的收益情况进行对比，以中证主动股基指数作为代表，由于偏股基金指数和主动股基指数基日为 2007 年 12 月 31 日，因此统计时间设定为 2007 年 12 月 31 日至 2021 年 2 月 26 日。

表 193 金牛基金指数收益情况

	累计收益率	最大回撤	年化收益率	年化波动率	Calmar 比率	夏普比率
金牛混合	139.71%	-56.50%	6.84%	20.75%	0.45	0.16

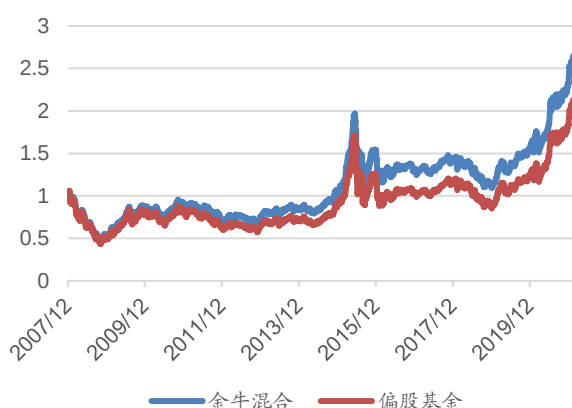
敬请参阅报告结尾处免责声明

偏股基金	90.52%	-59.19%	5.00%	23.52%	0.28	0.06
金牛股票	135.22%	-60.60%	6.68%	23.23%	0.40	0.14
主动股基	116.57%	-62.77%	6.02%	24.37%	0.36	0.10

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

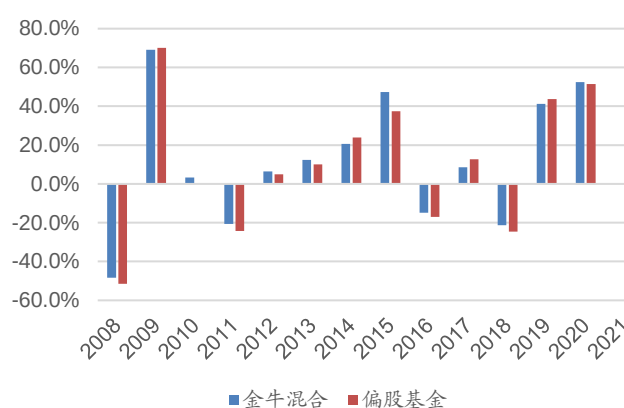
可以看到金牛基金相对于全市场同类型的基金有明显的超额收益，并且最大回撤和年化波动率均有所降低，体现为收益风险比的提高。以金牛混合基金指数为例，年化收益达到 6.84%，高于偏股基金指数 5%，而且指数的风险低于偏股基金指数，年化波动率为 20.75%，最大回撤为 56.5%，低于偏股基金指数的年化波动率 23.52%和最大回撤 59.19%，总体 Calmar 比率达到 0.45，高于偏股基金指数的 0.28。

图 340 金牛混合指数净值走势



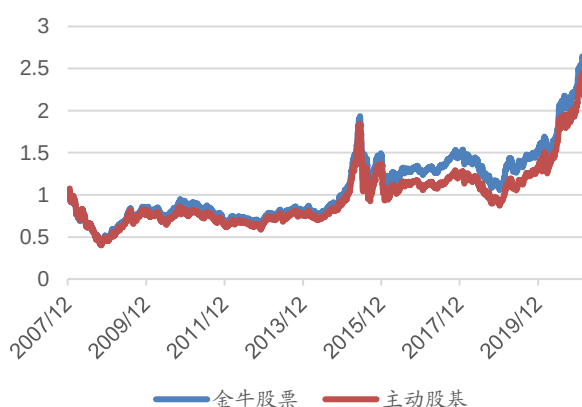
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 341 金牛混合指数历年收益



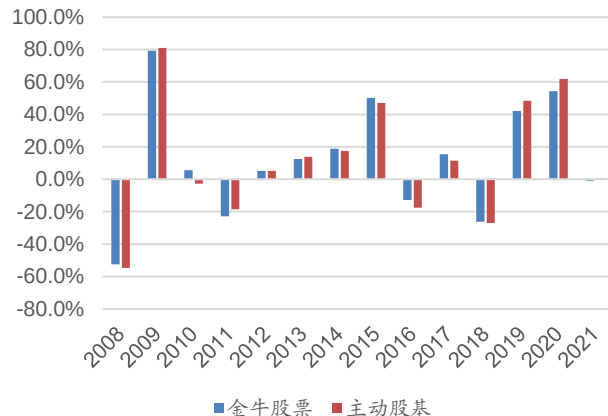
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 342 金牛股票指数净值走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 343 金牛股票指数历年收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2. 工银基金指数

工银基金指数系列，主要基于基金公司、基金产品、基金经理三个维度构建综合评价体系，选取综合得分最高的基金作为指数样本。工银系列指数包括工银股混和工银配置，工银股混以主动权益型基金为样本，为投资者提供优秀的权益型主动管理基金，而工银配置涵盖了权益型、债券型以及货币型基金，并且为投资者提供资产配置的比例，适合投资者进行从上至下的资产配置与标的选择。两只

指数的基日为 2014 年 12 月 31 日，截至 2021 年 2 月底，工银股混有 27 只基金标的，工银配置有 67 只基金标的。

具体来看，基金样本选取成立满一年，并且最新季报披露的基金净资产不低于一亿的开放式的股票型基金和混合型基金（偏债型基金和保本型基金除外）、债券型基金（定期开放型债基、短期理财型债基除外）、货币型基金，针对每一类待选样本，根据综合评估体系，计算基金公司、基金产品、基金经理三个维度的各项得分，综合得到待选样本的总分，其中选取股基组合的数量不超过 50 只，债基组合的数量不超过 50 只，短期债基组合 15 只，货基组合不超过 20 只。股基组合、债基组合以及货基组合的内部权重采用基金规模分层赋予权重因子加权合成，短债基金组合采用等权重加权。每年的 2 月、5 月、8 月和 11 月的第 11 个交易日进行样本基金的调整。

工银股混指数以股基组合中的基金作为样本。工银配置指数以股基组合、债基组合、货基组合、短债基金组合中的基金作为指数样本，四种组合之间的权重按也在定期调整时进行调整，主要基于宏观基本面、市场风险等因素对权益市场和债券市场进行判断，根据不同的情况进行股债的配比，最高的股基仓位为 30%，一般情况为 15%，最低配置 0%。截至 2021 年 2 月，工银配置指数最新一期的配置比例为股基组合 15%，债基组合 70%，货基组合 15%。

为了对比基金指数的收益情况，将工银股混指数同全市场偏股型基金的收益情况进行对比，以中证偏股基金指数作为代表，工银配置指数同 30%中证偏股型基金指数+70%中证纯债型基金指数的收益情况进行对比。统计时间从 2014 年 12 月 31 日至 2021 年 2 月 26 日。

表 194 工银基金指数收益情况

	累计收益率	最大回撤	年化收益率	年化波动率	Calmar 比率	夏普比率
工银股混	156.75%	-50.91%	16.45%	24.66%	1.01	0.53
偏股基金	112.25%	-50.43%	12.93%	24.90%	0.82	0.38
工银配置	61.54%	-9.77%	8.06%	6.03%	2.20	0.76
30%偏股基金+70%纯债债基	56.79%	-16.19%	7.54%	7.43%	1.60	0.54

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

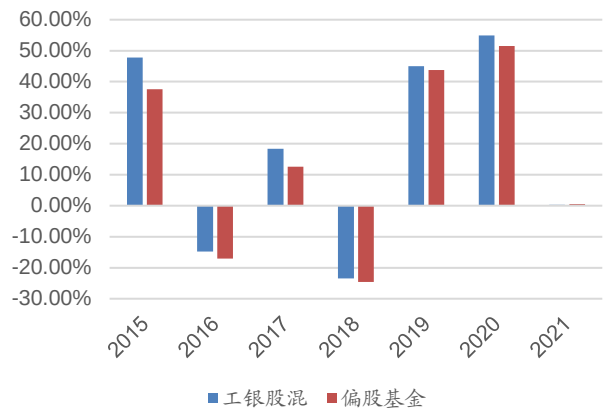
从统计结果来看，工银股混配置的主动权益型基金相对于偏股基金指数有明显的超额收益，年化收益达到 16.45%，高于偏股基金指数的 12.93%，但在风险上基本保持一致，最大回撤在 50%左右，年化波动率在 25%左右，总体 Calmar 比率达到 1.01，高于偏股基金指数的 0.82。从工银配置的收益情况来看，年化收益达到 8.06%，相较于 30%偏股基金+70%纯债债基年化收益 7.54%有所提高，但是最大回撤和年化波动率却明显降低，工银配置的最大回撤控制 10%以内，年化波动率为 6.03%，低于 30%偏股基金+70%纯债债基最大回撤 16.19%，年化波动率 7.43%，工银配置的 Calmar 比率达到 2.20，具有较高的收益风险比。

图 344 工银股混指数净值走势



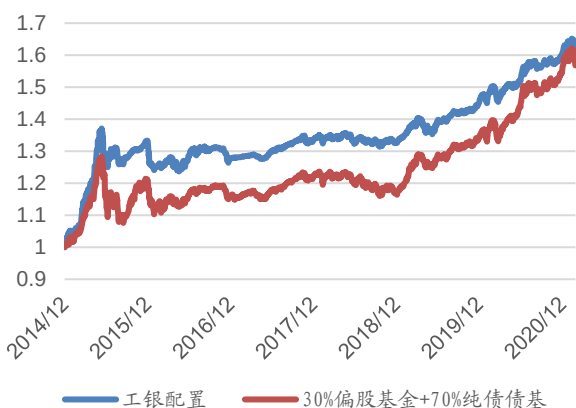
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 345 工银股混指数历年收益



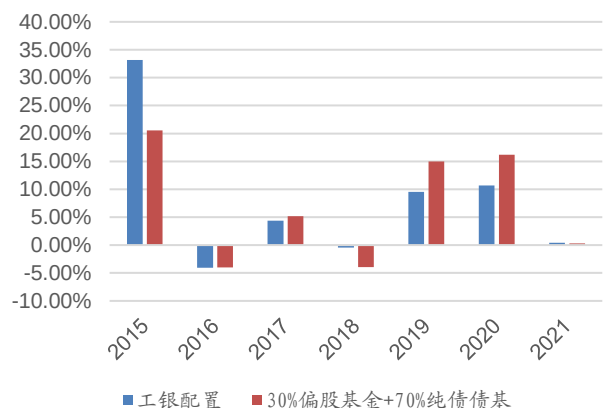
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 346 工银配置指数净值走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 347 工银配置指数历年收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.3. 易方达养老类基金指数

易方达目标风险基金指数系列采用目标波动率模型与风险平价模型以及均值方差模型相结合的方式设置风险资产组合的配置比例，从而实现对投资组合风险的控制。易方达目标风险基金指数包括中低风险目标的易方达中低指数，中等风险的易方达中等指数，指数基日为 2011 年 12 月 30 日，截至 2021 年 2 月底，易方达中低指数有 9 只基金标的，易方达中等指数有 8 只基金标的。

具体来看，基金样本选取成立满一年，且最新季报披露的基金净资产不低于一亿元，过去一个季度开放申购/开放赎回的交易日不少于 2/3，过去一年相对于跟踪指数月度跟踪误差小于 3%，跟踪指数可回溯历史数据不短于 5 年的开放式证券投资基金。对于大类资产和细类资产的分类，采用定性以及定量的基金跟踪指数聚类分析结果，在细类资产中根据年化信息比率和基金的规模对基金进行筛选，货币基金主要考虑基金的规模。基金配置比例按照等权重配置。每年调整一次资产类别，在 2 月的第 11 个交易日，样本基金的调整每季度调整一次，在每年的 2 月、5 月、8 月和 11 月的第 11 个交易日。

对于易方达中低风险指数，资产的配置主要依据风险平价模型，并在模型加入风险等于 3% 的约束，剩余资产配置于货币基金组合。对于易方达中等风险基金指数，资产配置的比例以均值方差最优

基金组合为基础,当预期波动率小于等于 6%时,持有均值方差最优基金组合,当预期波动率大于 6%时,将配置比例进行等比例缩减。

我们对易方达目标风险基金指数的收益情况进行分析,时间从 2011 年 12 月 30 日至 2021 年 2 月 26 日。

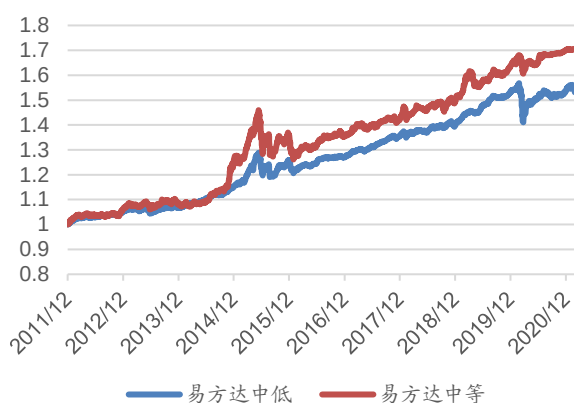
表 195 易方达目标风险基金指数收益情况

	累计收益率	最大回撤	年化收益率	年化波动率	Calmar 比率	夏普比率
易方达中低	53.19%	-10.03%	4.75%	3.39%	2.57	0.37
易方达中等	70.63%	-13.58%	5.99%	5.14%	1.64	0.48

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

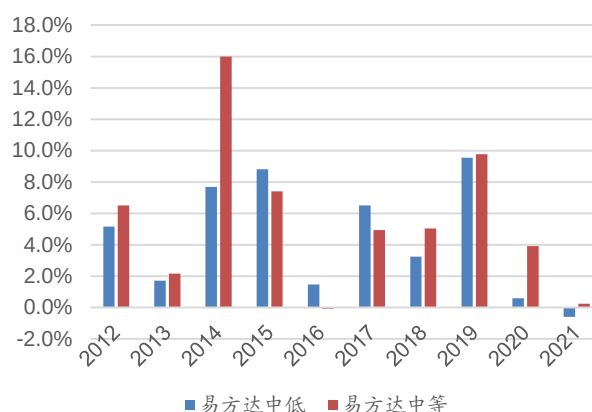
从统计的结果来看,易方达中低风险指数年化收益达到 4.75%,年化波动率达到 3.39%,符合模型的风险约束设定 3%,最大回撤达到 10.03%,总体收益风险比达到 2.57,从历年的收益来看,除了 2021 年录得负收益,其余年份均为正收益,策略的绝对收益属性较强。对于易方达中等风险基金指数,年化收益达到 5.99%,年化波动率为 5.14%,低于 6%的约束,最大回撤达到 13.58%,总体收益风险比达到 1.64,从历年的收益来看,除了 2016 年录得负收益,下跌 0.1%,其余年份均为正收益,策略的绝对收益属性较强,不过整体收益的弹性高于易方达中低风险指数。

图 348 易方达目标风险基金指数净值走势



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 349 易方达目标风险基金指数历年收益



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

易方达目标日期基金指数系列是基于人们在不同年龄段拥有的人力资本与金融财富水平设置相应的风险承受水平,并在不同资产间进行优化配置,为不同退休日期人群提供一站式养老储蓄的基准指数。目前有目标日期为 2030、2040、2050 以及 2060 的目标日期基金指数,上述指数基日为 2011 年 12 月 30 日,截至 2021 年 2 月底,易方达目标日期基金指数系列配置了 9 只基金标的。

基金样本的选择方法、基金加权方法以及定期调整时间同易方达目标风险基金指数系列,但在资产权重计算上,采用设定的下滑路径对资产权重的进行约束以及不同的风险厌恶系数,根据均方差模型计算具体的配置比例,追求在投资结束的时候,整体效用的最大化。

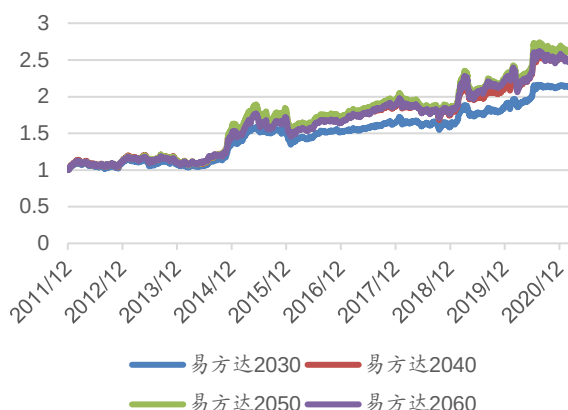
表 196 易方达目标日期基金指数收益情况

	累计收益率	最大回撤	年化收益率	年化波动率	Calmar 比率	夏普比率
易方达 2030	114.96%	-16.19%	8.68%	9.25%	1.14	0.56
易方达 2040	151.09%	-17.64%	10.54%	11.18%	1.18	0.63
易方达 2050	160.20%	-19.70%	10.97%	12.04%	0.97	0.62
易方达 2060	147.18%	-17.93%	10.35%	10.95%	1.02	0.63

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

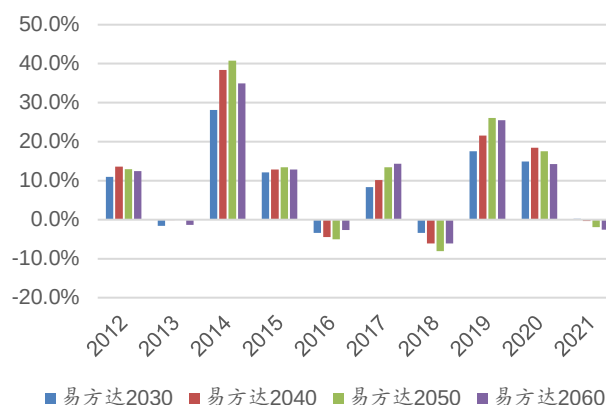
对易方达目标日期基金指数系列的收益情况进行分析，时间从 2011 年 12 月 30 日至 2021 年 2 月 26 日。从统计的结果来看，整体目标日期系列指数年化收益在 10% 左右，最大回撤低于 20%，年化波动率在 10% 左右，Calmar 比例在 1 附近。

图 350 易方达目标日期基金指数净值走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 351 易方达目标日期基金指数历年收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.4. 银华基金指数

银华基金指数系列基于基金经理的历史业绩构建评价体系，选取业绩较优的基金经理管理的开放式证券投资基金作为指数样本基金，为投资者提供丰富的基金投资标的。银华基金指数系列包括银华股基、银华债基、银华货基以及银华配置，其中银华股基、银华债基、银华货基以主动权益型基金为样本，为投资者提供优秀的主动管理基金，银华配置为投资者提供了股债的配置比例以及具体的配置标的。指数基日为 2013 年 12 月 31 日，截至至 2021 年 2 月底，银华股基、银华债基以及银华货基分别有 44 只、27 只以及 26 只基金标的，银华配置涵盖了以上品种，配置基金标的数量达到 71 只。

具体来看，样本选择成立半年，且最新季报披露的基金净资产不低于两亿元的主动型开放式证券投资基金。将基金分为权益基金、债券基金以及货币基金三类进行筛选，权益基金根据仓位进一步划分为高仓位、中仓位以及低仓位，债券型基金根据组合久期分为中短债型基金和非中短债基金。根据基金经理维度构建评估体系，权益型基金选取排名最高的 40 只基金作为银华股基指数，债券型基金选择排名最高的 30 只基金作为银华债基指数，货币型基金选择排名最高的 30 只货币基金作为银华货基指数，而银华配置指数为银华股基指数和银华债基指数共同构成。基金的权重采用等权重配置，银华配置以银华股基和银华债基按照 20% 和 80% 的权重进行组合。样本基金每季度调整一次，在每年的 2 月、5 月、8 月和 11 月的第 11 个交易日。

为了对比基金指数的收益情况，将银华货基指数与中证货币基金指数的收益情况进行对比，银华债基与中证纯债债券型基金指数对比，银华股基与中证偏股型基金指数对比，银华配置与 20% 中证偏股型基金指数+80% 中证纯债债券型基金指数对比。由于中证纯债债券型基金指数基日为 2014 年 12 月 31 日，为统一对比，将统计区间设定为 2014 年 12 月 31 日至 2021 年 2 月 26 日。

表 197 银华基金指数收益情况

	累计收益率	最大回撤	年化收益率	年化波动率	Calmar 比率	夏普比率
银华货基	22.56%	-	3.34%	0.16%	-	-
货币基金	20.56%	-	3.07%	0.15%	-	-
银华债基	33.56%	-2.39%	4.79%	1.76%	4.50	0.73

敬请参阅报告结尾处免责声明

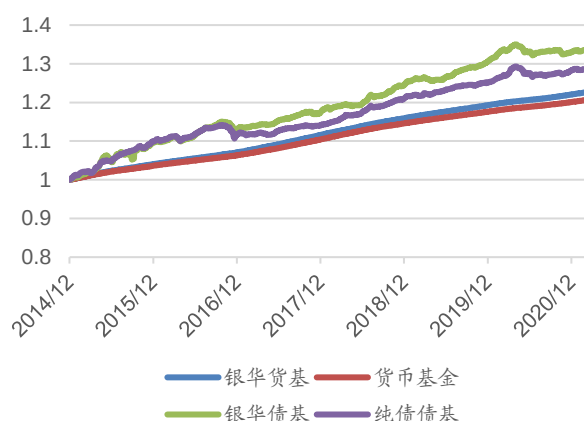
纯债债基	28.63%	-3.05%	4.15%	0.92%	6.82	0.71
银华股基	193.78%	-51.59%	19.02%	25.43%	1.03	0.61
偏股基金	112.25%	-50.43%	12.93%	24.90%	0.82	0.38
银华配置	68.90%	-13.05%	8.84%	6.71%	2.92	0.79
20%偏股基金+80%纯债债基	47.45%	-10.48%	6.47%	5.00%	2.12	0.59

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从统计结果来看，银华货基年化收益率达到 3.34%，高于中证货币基金指数的 3.07%。银华债基年化收益达到 4.79%，高于中证纯债债券型基金指数的 4.15%，并且回撤较也明显低于纯债基金指数，最大回撤为 2.39%，低于中证纯债债券型基金指数的 3.05%。银华股基年化收益达到 19.02%，显著高于中证偏股型基金指数的 12.93%，总体最大回撤和年化波动率基本没有太大的变化，因此收益风险比高于中证偏股型基金指数，夏普比率达到 0.61，高于偏股基金指数的 0.38。从不同类型的基金的收益情况来看，银华的基金指数较不经筛选的基金收益明显提高，风险却没有扩大，为投资者提供了可供配置的基金标的。

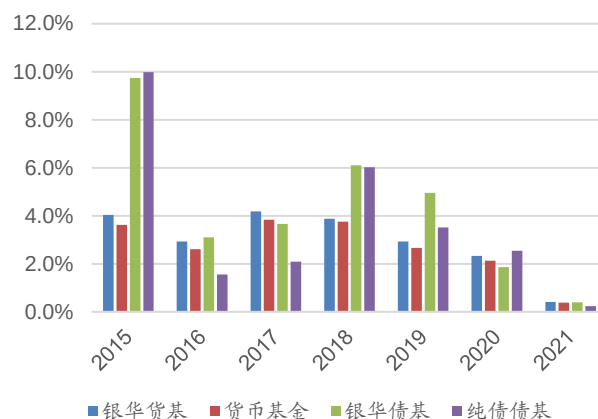
对于银华配置，采用简单的二八比例对权益和债券资产进行组合，从指数的收益来看，年化收益达到了 8.84%，年化波动率为 6.71%，最大回撤为 13.05%，收益风险比达到 2.92，为投资者提供了可行的资产配置方案。

图 352 银华货基和银华债基指数净值走势



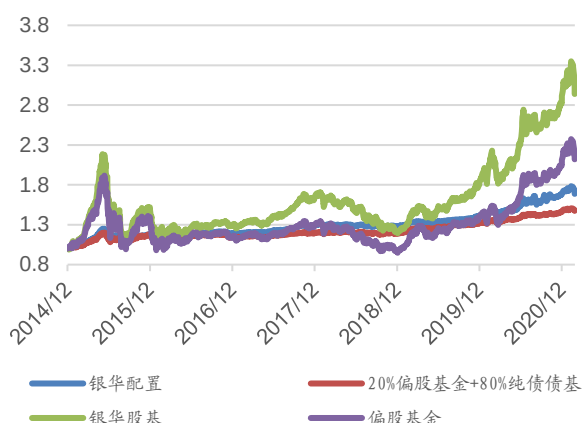
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 353 银华货基和银华债基指数历年收益



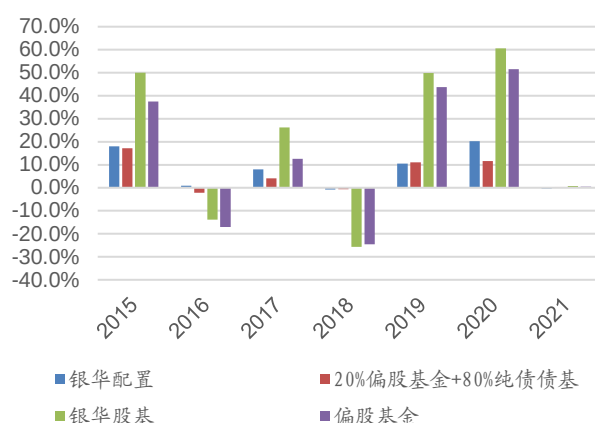
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 354 银华股基和银华配置指数净值走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 355 银华股基和银华配置指数历年收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.5. 中邮理财基金指数

中邮理财基金指数系列基于基金经理的风险收益特征和选股择时能力构建评估体系，选取业绩较优的基金经理管理的开放式证券投资基金作为指数样本基金，为市场和投资者提供更丰富的基金投资标的。中邮理财基金指数系列包括中邮理财稳健策略和中邮理财平衡策略。指数基日为 2017 年 6 月 30 日，截至 2021 年 2 月底，中邮理财基金指数有 42 只基金标的。

具体来看，样本选择为成立满一个季度，且最新季报披露的基金净资产不低于一亿元的主动型开放式证券投资基金，将样本划分为权益基金和债券基金两个类别，通过构建基金经理评估体系筛选优质的基金经理管理的产品，其中权益基金进一步划分为价值型权益基金和成长型权益基金，最终选取价值型权益基金 10 只，成长型权益基金 10 只，债券型基金 20 只。同类型的基金权重采用基金规模分层赋予权重因子加权合成。指数样本半年调整一次，在 5 月和 11 月的第 11 个交易日。

中邮理财稳健策略指数将权益基金组合和债基基金组合按照 20%:80% 的权重进行组合，中邮理财平衡策略指数将权益基金组合和债基基金组合按照 40%: 60% 的权重进行组合。

为了对比基金指数的收益情况，将中邮理财稳健策略指数同 20% 中证偏股型基金指数+80% 中证纯债债券型基金指数对比，中邮理财平衡策略指数同 40% 中证偏股型基金指数+60% 中证纯债债券型基金指数对比，统计时间设定为 2017 年 6 月 30 日至 2021 年 2 月 26 日。

表 198 中邮理财基金指数收益情况

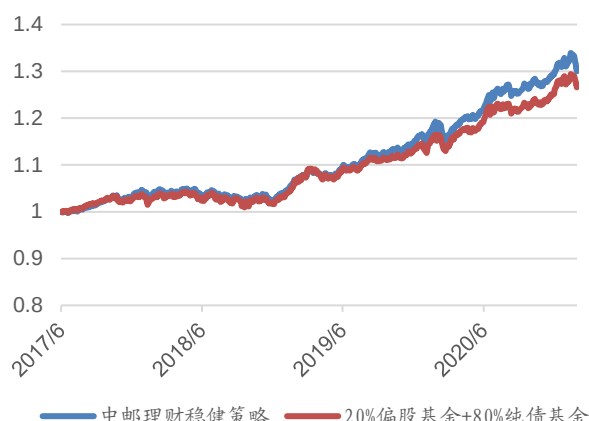
	累计收益率	最大回撤	年化收益率	年化波动率	Calmar 比率	夏普比率
中邮理财稳健策略	29.98%	-3.61%	7.38%	3.91%	2.46	0.99
20%偏股基金+80%纯债基金	26.58%	-3.26%	6.61%	4.03%	2.17	0.77
中邮理财平衡策略	47.98%	-9.32%	11.23%	7.68%	1.61	1.01
40%偏股基金+60%纯债基金	39.35%	-9.55%	9.43%	8.05%	1.48	0.74

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从统计结果来看，中邮理财稳健策略年化收益达到 7.38%，高于 20% 中证偏股型基金指数+80% 中证纯债债券型基金指数的 6.61%，而风险基本持平，年化波动率为 3.91%，最大回撤 3.61%，总体 Calmar 比率达到 2.46，高于比较组合的 2.17。因此通过基金的筛选，策略指数获得了额外的超额收益，使得整体的收益风险比提高。从历年收益来看，除了 2018 年录得-0.6% 的收益率，其余年份均取得正收益，策略的绝对收益属性较强。

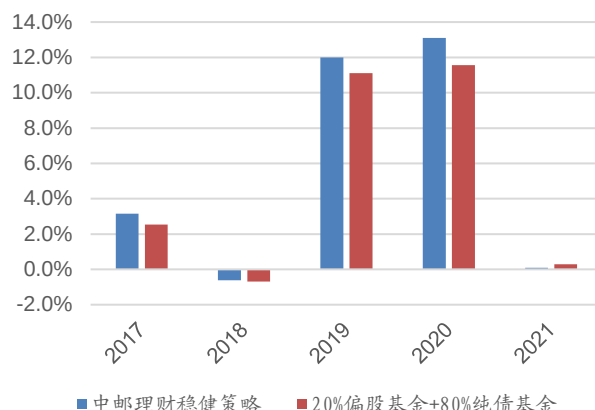
对于中邮理财平衡策略指数，权益资产的配置比例提高到了 40%，整体的年化收益也有所提高，达到 11.23%，但风险也有所扩大，最大回撤达到 9.32%，年化波动率 7.68%，Calmar 比率达到 1.61。

图 356 中邮理财稳健策略指数净值走势



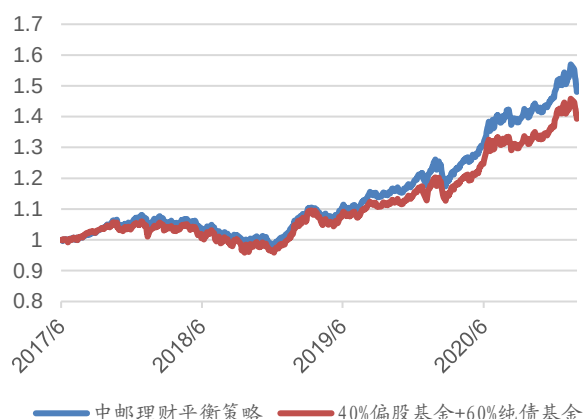
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 357 中邮理财稳健策略指数历年收益



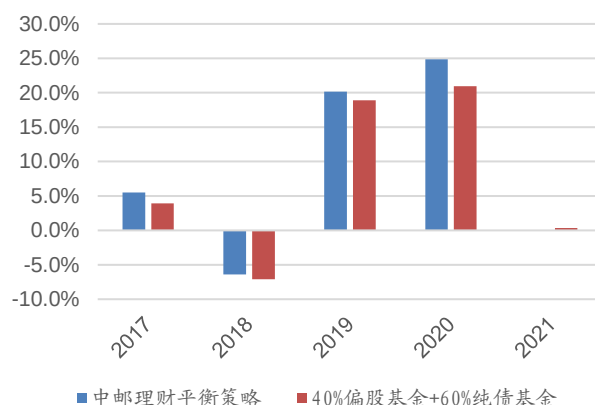
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 358 中邮理财平衡策略指数净值走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 359 中邮理财平衡策略指数历年收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 基金指数策略构建

从上述对业内基金指数构建方法的梳理，我们知道基金指数的构建其中一个关键在于基金的筛选，筛选方法多数采用的是从多个维度构建评价体系对基金生成综合打分，一般从基金公司、基金产品以及基金经理三个维度。此外，对于各类型基金的配置权重生成也是基金指数构建的另一个关键流程，配置方法中对于同类型的基金一般采用等权配置，也有基于规模加权；对于不同资产类型的基金，有简单采用固定权重配置，也有基于多维度市场的研判进行动态调整的，还有采用资产配置模型生成的。本节我们在梳理业内这些优秀基金指数策略的基础上，进行了一些策略拓展，尝试开发一些新的基金指数策略，以此作为参考。

我们主要开发权益类基金指数策略，聚焦于业内关注较多的两类基金，一是主动管理类基金，我们在金牛基金指数的样本基金基础上，采用短期动量与长期反转相结合的策略，进一步筛选表现更符合市场风格的基金，这实际上是引入了一种中观配置策略，即通过风格的研判动态遴选基金。二是指数增强基金，我们的目的是为了进一步提升指数增强基金组合持续跑赢所跟踪标的指数的能力，策略

构建中，我们除了通过多个维度打分筛选具有长期稳定超额收益的指数基金之外，还引入了一个以跟踪误差最小化为目标的权重优化技术，以期进一步提升组合相较所跟踪指数的 alpha 收益稳定性。

3.1.金牛基金动量反转策略构建

从第二节对金牛基金指数的介绍可以知道，金牛基金是历史上表现较好的基金，从之后的业绩表现来看，金牛基金相对于全市场的主动管理型基金仍具有超额收益，其实这本质上是动量策略，过去表现好的基金未来延续趋势。但是我们也可以看到，公募基金的业绩延续性其实并不强，这是由于前期表现越好的基金与市场的风格越匹配，但是当行情风格发生反转时，收益表现发生反转的可能也较大，典型性如 2021 年春节后的市场表现，杀跌动能最大的基本都是 2020 年表现最亮眼的基金。因此我们基于金牛基金指数，在此基础上构建策略，考虑市场行情发生反转的可能性，选择长期表现相对一般，但短期表现优异、更适合彼时行情特征的基金进行配置，我们姑且称之为金牛基金的动量反转策略（之所以称为姑且，是因为我们实际上并不是去选过去相对长的一个时间窗口下表现最差的基金，而是剔除表现最优的 TOP 基金，从而避免这些基金由于下一阶段的行情反转导致业绩大幅回撤）。

具体来看，为了构建可配置的基金组合，要求基金的最新季报披露的基金净资产不低于五千万元，剔除调仓日暂停申购的标的。筛选基金的规则为剔除长期表现最好的前 30% 的基金，我们以基金过去 3 年的区间收益作为排序标准。在此基础上，进一步选择短期表现较好的前 50% 的基金作为每期配置标的，我们以基金过去半年的区间收益作为排序标准。筛选出的基金进行等权重配置。基金样本每季度调整一次，在每年的 2 月、5 月、8 月和 11 月的第 1 个交易日进行调仓。

回测时间从 2012 年 1 月 30 日至 2021 年 2 月 26 日（由于金牛基金指数持仓标的最早可回溯的时间为 2011 年 11 月）。我们分别对金牛混合型基金和金牛股票型基金进行了回测。

3.1.1.金牛混合动量反转策略

以金牛混合型基金为样本，从回测结果来看，策略的年化收益达到 18.32%，高于金牛混合指数的 14.31%，但最大回撤和年化波动率略有增加（这是由于策略组合所选的基金的数量较之原指数变少，分散化效果下降所致），策略最大回撤为 47.32%，年化波动率为 21.24%，金牛混合指数最大回撤为 44.63%，年化波动率为 19.62%，但总体策略的收益风险比是提高的，Calmar 比率达到 1.39，高于金牛混合指数的 1.18。

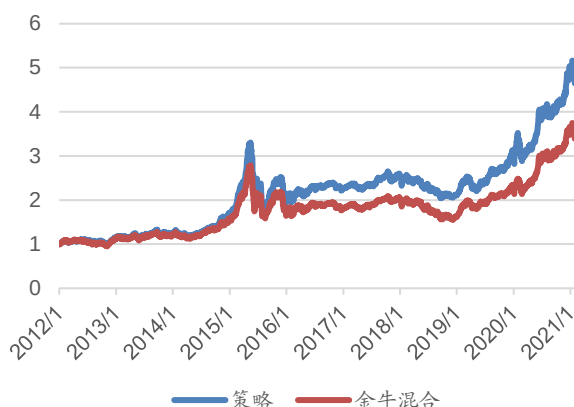
从历年的收益来看，除了 2019 年跑输金牛混合指数 3.47% 的收益率，其余年份均跑赢，平均来看，2012 年至 2021 年年度超额收益的算术平均值为 3.62%。今年来看，截至 2 月 26 日，策略的绝对收益为 1.95%，高于金牛混合指数的 0.25%。

表 199 策略回测情况（基于金牛混合基金）

	累计收益率	最大回撤	年化收益率	年化波动率	Calmar 比率	夏普比率
策略	364.59%	-47.32%	18.32%	21.24%	1.39	0.70
金牛混合	239.25%	-44.53%	14.31%	19.62%	1.18	0.55

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 360 策略净值走势（基于金牛混合基金）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 361 策略历年收益（基于金牛混合基金）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.1.2.金牛股票动量反转策略

以金牛股票型基金为样本，动量反转策略的回测结果表明，策略的年化收益率达到 20.80%，高于金牛股票指数的 14.57%，具有明显的超额收益，并且风险并未扩大，最大回撤为 42.09%，年化波动率为 22.61%，而金牛股票指数的最大回撤为 45.76%，年化波动率为 22.19%，总体策略的收益风险比提高，Calmar 比率达到 1.45，高于金牛混合指数的 1.02。

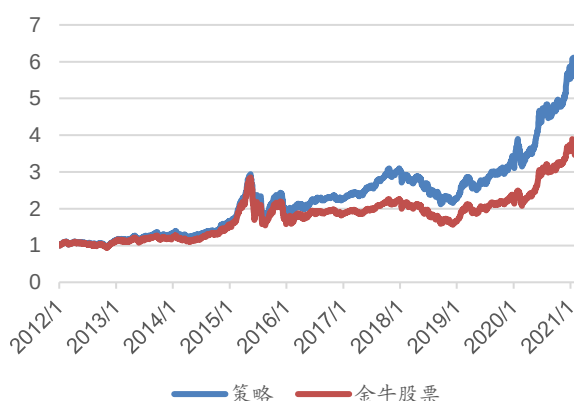
从历年的收益来看，2012 年至 2021 年每年均相对于金牛股票指数有超额收益，平均超额收益达到 5.9%，今年来看，截至 2 月 26 日，策略的绝对收益为 5.40%，高于金牛股票指数的-0.97%。

表 200 策略回测情况（基于金牛股票基金）

	累计收益率	最大回撤	年化收益率	年化波动率	Calmar 比率	夏普比率
策略	461.66%	-42.09%	20.80%	22.61%	1.45	0.77
金牛股票	246.34%	-45.76%	14.57%	22.19%	1.02	0.50

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 362 策略净值走势（基于金牛股票基金）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 363 策略历年收益（基于金牛股票基金）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.2. 指数增强基金的增强策略

指数增强基金的策略是在跟踪指数的基础上，通过主动的管理获取相对于指数的超额收益。通常指数增强基金与跟踪指数的年化跟踪误差一般要求日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.35~0.5%，年化跟踪误差不超过 7.5%~8%，成份内选股比例在 80% 以上，指数增强基金与跟踪指数的收益风格十分接近，同时通过选股、权重优化、打新、套利等策略提供额外的 alpha 收益，因此指数增强基金可作为资产配置中较好的工具性产品。本文基于指数增强基金，通过基金筛选和权重的优化构建指数增强基金的增强策略，其目的除了在于提升回测区间的整体超额收益外，还在于提升以年度单位衡量的滚动 1 年跑赢所跟踪指数的胜率。因为众多指数增强基金虽然区间超额收益显著，但超额收益的获取并不稳定，而这并不适于对短期超额收益稳定性要求较高的组合产品。（投资者往往是没有耐性的，一个三年累计超额收益达到 30%，但超额收益并不稳定的产品，其对客户的吸引力可能并不及每年均获取 7%~8% 超额收益的产品）

具体来看，基金样本要求最新季报披露的基金净资产不低于五千万元，剔除调仓日暂停申购的标的，成立时间满 2 年的基金。由于指数增强基金的目标之一是获取稳定的超额收益，因此我们基于稳定的超额收益筛选过去具有稳定收益的基金，以 250 个交易日为窗口，计算基金与跟踪标的指数的超额收益，通过每日进行滚动计算超额收益的情况，统计过去一年的基金获取正超额收益的占比，剔除获取超额收益占比未到达 70% 的基金。在此基础上，我们对样本池的基金进行评价打分，主要从过去一年区间收益、过去半年区间收益、过去一年的 Calmar 比率、夏普比率、信息比率、年化波动率、最大回撤进行打分排序，按照收益风险比、收益率、风险指标的配置比例设定为 5:3:2 的比例进行加权，选取排名前 10 的基金作为标的。

另一方面，指数增强与跟踪标的指数的偏差不能太大，因此我们基于跟踪误差对基金具体的配置权重进行优化，主要方法采用《FOF 组合构建，如何持续跑赢市场基准？——行业中性与跟踪误差技术运用》中的跟踪误差优化方法，优化目标函数为最小化跟踪误差，并且仅仅考虑负的跟踪误差，公式如下：

$$\min_x \sum_{j=1}^m (Err_j)^2$$

$$\text{其中 } Err_j = \max\left(\left(\sum_{i=1}^n r_{ij}x_i\right) - s_j, 0\right)$$

约束条件为：

$$\sum_{i=1}^n x_i = 1$$

$$b_{lower} \leq x_i \leq b_{upper}$$

模型假设有 m 天数据进行计算， n 只基金， r_{ij} 是基金 i 第 j 天的收益率， s_j 是基准第 j 天的收益率。 x_i 为基金 i 在组合中的权重，也就是该优化问题中的变量。我们采用过去半年的数据计算基金的权重，基金权重的上下限设置为等权的基础上上下调整 50%。

基金样本每季度调整一次，在每年的 2 月、5 月、8 月和 11 月的第 1 个交易日进行调仓。

本文我们对指数增强数量较多的沪深 300 指数增强基金和中证 500 指数增强基金构建策略。沪深 300 指数增强的回测时间从 2012 年 1 月 30 日至 2021 年 2 月 26 日，中证 500 指数增强由于成立时间较晚，前期数量较少，因此回测时间从 2016 年 1 月 28 日至 2021 年 2 月 26 日。

3.2.1. 沪深 300 指数增强

以沪深 300 指数增强基金为样本，从历史的回测结果来看，策略年化收益为 15.26%，高于未经筛选的沪深 300 指数增强等权组合 14.28% 的年化收益率，同时也高于所跟踪指数沪深 300 的 8.85% 年化收益率，策略风险也未明显扩大，策略最大回撤为 40.53%，低于的全样本等权组合的 42.73%，以及沪深 300 指数的 46.70%，策略年化波动率为 21.35%，略高于全样本等权组合 20.92%，但低于沪深 300 指数的 22.56%。总体策略的收益风险比高于全样本等权组合以及沪深 300 指数，Calmar 比率达到 0.95。

从策略的跟踪误差来看，回测区间内年化的跟踪误差为 2.29%，低于全样本等权组合的 2.78%，因此策略组合与跟踪指数的收益风格较好的保持一致。

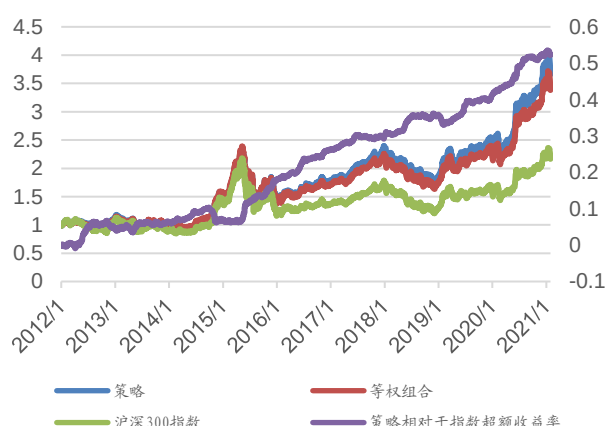
从超额收益来看，以滚动 250 个交易日（即 1 年时间）为区间段，计算策略组合较之跟踪标的指数的超额收益，按日进行滚动计算，统计历史回测区间内组合获取正超额收益的占比，策略组合相较于沪深 300 指数超额收益的占比值达到 94.7%，相对于全样本组合超额收益占比也达到了 77.4%，说明策略组合长期以来获取了较为稳定的超额收益。

表 201 沪深 300 指数增强策略回测结果

	策略	等权组合	沪深 300 指数
累计收益率	265.80%	238.48%	116.88%
最大回撤	-40.53%	-42.73%	-46.70%
年化收益率	15.26%	14.28%	8.85%
年化波动率	21.35%	20.92%	22.56%
Calmar 比率	0.95	0.94	0.52
夏普比率	0.55	0.52	0.24
年化跟踪误差	2.29%	2.78%	-

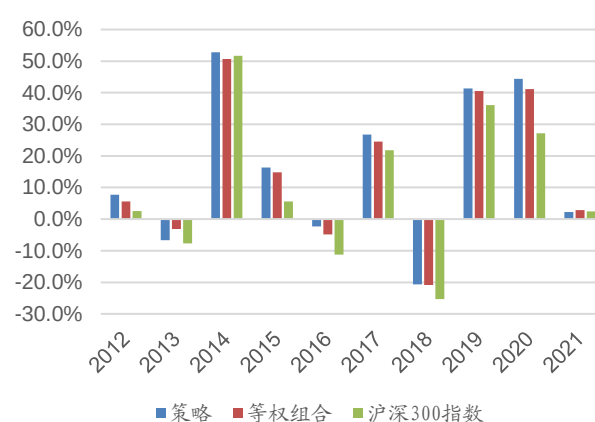
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 364 沪深 300 指数增强策略净值走势与超额收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 365 沪深 300 指数增强策略历年收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.2.2. 中证 500 指数增强

敬请参阅报告结尾处免责声明

以中证 500 指数增强基金为样本，从历史的回测结果来看，策略年化收益率为 13.24%，高于未经筛选的中证 500 指数增强基金的等权组合，年化收益率为 12.12%，以及跟踪指数中证 500 的年化收益率为 3.76%，策略风险基本与全样本的等权组合持平，最大回撤为 35.13%，年化波动率 20.92%，但整体低于中证 500 指数的最大回撤 40.11%，年化波动率 22.27%。总体策略的收益风险比高于全样本组合以及中证 500 指数，Calmar 比率达到 0.93。

从策略的跟踪误差来看，回测区间内年化的跟踪误差为 3.29%，低于全样本等权组合的 3.32%，并且低于 5%，策略组合与跟踪指数的收益风格较好的保持一致。

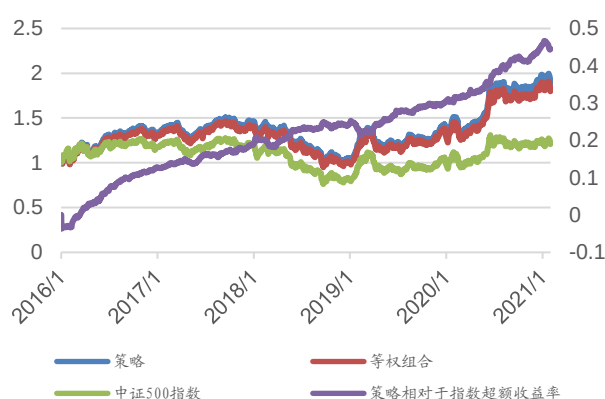
从超额收益来看，策略组合相较于中证 500 指数超额收益的占比值达到 100%，相对于全样本组合超额收益占比也达到了 71.4%，策略组合通过基金的筛选以及权重的优化，较未经筛选的组合以及跟踪指数获得了长期稳定的超额收益。

表 202 中证 500 指数增强策略回测结果

	策略	等权组合	中证 500 指数
累计收益率	88.62%	79.72%	20.74%
最大回撤	-35.13%	-35.03%	-40.11%
年化收益率	13.24%	12.17%	3.76%
年化波动率	20.92%	20.71%	22.27%
Calmar 比率	0.93	0.83	0.22
夏普比率	0.47	0.42	0.01
年化跟踪误差	3.29%	3.32%	-

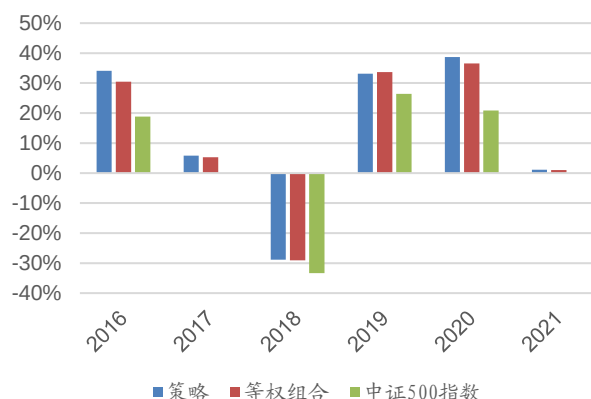
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 366 中证 500 指数增强策略净值走势与超额收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 367 中证 500 指数增强策略历年收益



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

综上，本文对业内的基金指数进行了简单的梳理，从而对于基金投资中的整个流程更加清晰，不仅涉及到基金的筛选，基金权重的加权，也有不同类型基金的如何配置，而基金指数的推出，一方面为投资者提供了配置的标的，另一方面通过复制基金指数也可以帮助减少投资者的不理性交易。我们在此基础上，尝试开发了两个基金指数策略，一是基于主动管理型基金，根据金牛基金指数构建短期动量与长期反转策略，二是基于指数增强基金，通过打分筛选具有长期稳定超额收益的指数增强基金，并引入以跟踪误差最小化为目标的权重优化技术，进一步提升组合相较所跟踪指数的 alpha 收益稳定性。

三、不同时间框架下绝对收益视角的基金组合策略构建

敬请参阅报告结尾处免责声明

2019年10月，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，国内基金投顾业务正式拉开序幕。基金投顾业务的推出顺应了中国财富管理行业变革趋势，对促使公募基金行业从销售导向转向客户资产保值增值导向，促进资本市场持续稳定健康发展以及泛资管行业的净值化转型均具有重要意义。

从个人投资者角度看，选择基金投顾业务，是为了省去基金投资中的择时与选基烦恼，通过机构投资者专业化的资产配置与基金遴选服务，实现个人财富的保值增值，这天然决定了基金组合投资、基金投顾业务是以实现绝对收益为导向的。然而，不同类型的基金产品、不同风险等级的基金组合，要实现绝对收益，所依赖的时间框架不尽相同。对于一个R1等级的流动性管理组合，或许每日都可以实现正收益，但对于一个R4的权益型基金组合，短期内是存在较大亏损可能的，绝对收益的获取，必须给予管理者足够的时间。可见，从绝对收益的视角，不同类型的基金组合策略开发，有必要考虑策略的时间框架维度。

再者，这样做也有助于让投资者更深一层的了解组合的潜在风险特征。基于投资者适当性管理的要求，基金投顾产品需要设定相应的风险等级，如R1、R2等。设定风险等级的好处是实现产品与客户风险偏好的匹配。然而，投资者的风险实际上并不容易感知，很难说一个R3风险级别的投资者与R5在风险偏好上就有显著差别；此外，风险本身也并不容易度量，橡树资本的老板霍华德马克思认为风险是一种永久性的损失。当为组合设定了一个建议持有的时间框架维度后，实际上也是让组合的风险特征显性化了，投资者就可以知道，当持有某一个组合的时间低于建议的时间维度时，亏损的可能性并不低，那么投资者就要评估是否自身的资金安排，可以达到所建议的时间维度。

可见，从绝对收益的视角考虑基金组合策略的开发，当把时间维度这一因素考虑到策略中时，十分有助于匹配不同资金属性的客户需求，也有助于绝对收益目标的实现。那么如何构建不同时间维度下的绝对收益型组合？本文对此进行一些较为粗浅的探讨，以供商榷。

1. 基金投顾组合中的时间框架维度设定：现状梳理

截止到2020年底，基金投顾业务试点开展已有一年时间，目前拥有试点资格的机构类型涵盖了公募、券商、银行和第三方销售机构等，各家机构也推出了不同类型的产品。

出于提升客户体验，让投资者对各类产品的风险特征有一个更加直观的认知，目前多家机构推出的投顾产品，均设定了一个建议持有的时间区间。

整体来看，风险等级越低的资产，如货币资产、债券资产，要实现大概率赚钱，所要求的持有时间会相对短一些，尤其是货币型产品，资金时间价值的属性决定了这类资产的累计净值几乎是每日递增的，但对于高风险等级的资产，如权益资产、商品资产，虽然逻辑上可以赚取更大的回报，但高波动的特征，相应决定了只有持续足够长的时间，如1年甚至3年以上，才能在概率上达到这类资产的期望水平——投资是一个不确定性的游戏。

目前业内推出的基金投顾产品，在建议持有时间的设定上，基本上是遵循了风险级别越低，建议持有时间越短，风险级别越高，建议持有时间越长的原则。我们以公募基金推出的基金投顾产品（当前各类机构中，公募基金推出的基金投顾产品类型更丰富些，产品线也更完善，因此我们主要对这类机构进行统计）的建议持有时间设定为例。

表 203 五家基金公司基金投顾产品线代表产品

发行方	产品名称	账户名称	策略目标	建议持有时间
中欧钱滚滚	现金增强	活钱管理	争取高于货币基金的收益	1个月以上
	季季乐稳健回报	稳健理财	追求稳健收益	3个月以上
	双季乐稳健增强	稳健理财	追求稳健收益	6个月以上

	年年乐偏债进取	稳健理财	追求稳健收益	1年以上
	经典股债均衡	财富成长	长期资产增值, 承担一定风险	1年以上
	超级股票全明星	财富成长	长期资产增值, 承担一定风险	2年以上
	65后水滴养老	人生规划	有具有长远投资目标的基金	持有到退休
华夏财富	货币优享组合	优选智投系列	争取相对银行理财获取超额收益	1年
	固收增强组合	优选智投系列	固收打底, 债基增强, 追求资产增值	1-3年
	权益优选组合	优选智投系列	精选基金, 适合一定风险承受能力, 追求长期权益市场机会	1-3年
	国内培优教育金组合	教育智投	适合希望为子女提供良好教育, 力争获取财务稳健回报的投资者	5-8年
	60后智享财富组合	养老智投	以养老金储备为目标的人群, 随着临近退休日期根据下滑轨道降低组合中权益资产配比	长期持有
嘉实财富(会员制模式)	嘉实财富货币增强	货币增强	货币打底, 精选短期和中长期纯债型基金收益增强	1个月以上
	嘉实财富固收优选	固收优选	甄选优质债基, 通过组合降低波动, 提升收益风险比	1年以上
	嘉实财富权益甄选	权益甄选	积极进取, 把握权益机会, 追求超额收益	1-3年
南方基金	月利宝	货币增强	兼具流动性和收益, 短期灵活的理财需求	1个月以上
	绝对收益策略稳健型	稳健理财	力求战胜通货膨胀, 让钱不贬值	6个月以上
	股债配置策略灵活成长	追求增值	股债配置, 追求一定的超额收益	1-2年
	司南锐进组合	司南锐进	追求长期高收益	2年以上
易方达基金	货币增强	保守理财	聚焦货币市场基金与债券基金, 流动性较好, 严控回撤与波动	1个月以上
	稳健理财	力求战胜通胀	固收为主, 适当配置权益, 力争控制波动, 追求稳健回报	6个月以上
	平衡增长	希望财富增值	权益配置偏均衡, 承担适度波动, 力争实现长期稳健增值	9个月以上
	进取投资	追求高收益	可承受较大波动与回撤, 较高权益仓位, 波动较大, 追求长期增值	1年以上
	激进投资策略	积极挖掘权益机会	可承受较大波动与回撤, 追求基金投资组合策略资产的长期稳健增值	1年半以上

资料来源: 基金公司 app, 天天基金 app, 华宝证券研究创新部

注: 表中所列为五家拥有试点资格的基金公司的部分有代表性的投顾产品, 并非全部产品, 建议持有时间来自基金公司或天天基金 app

从上表可见, 对于大部分风险极低的货币增强型组合, 以获取高于货币基金的收益为目的, 类比银行理财, 建议持有时间通常在 1 个月以上; 对于风险有所提升的稳健增值组合, 以固收资产配置为主, 通常的建议持有时间在 3-6 个月; 而风险等级为平衡型的产品, 可承受一定的波动与回撤, 追求较长时间的收益, 通常建议持有时间在 1 年左右; 对于积极型与激进型的产品, 可以承受较大的波动与回撤, 也追求更高的收益, 在权益资产上的配置更高, 通常建议持有时间在 2 年左右甚至 3 年。

此外，对于教育类和养老类比较特别的场景化产品，建议持有期更长。教育类产品的目的是为子女教育提供优质的理财保障，属于比较长期的理财计划，目前华夏理财的教育类产品分为国内培优教育金组合与常青藤教育金组合，归类为中风险产品；另一类特殊场景即养老场景，养老产品持有时间更长，一般是持有几十年直到退休，在持有期间，随着退休的临近、收入、风险厌恶程度的改变，需要逐渐改变组合承担的波动与回撤大小，即权益资产的配置比例。目前常用的有 TDF 生命周期理论，用来规划权益资产配置的下滑路径。

2. 不同类型基金产品的收益风险特征：绝对收益的视角

基金投顾的底层资产是不同类型的公募基金，要构建不同时间框架下的绝对收益组合，我们首先需要明了各类底层资产自身的收益风险特征，尤其是各类资产从历史看，大概需要持有多久才能赚钱，即获得正的收益，我们称之为胜率。

我们选择了几种不同类型的基金指数，包括 Wind 货币基金指数，Wind 短期纯债型基金指数、Wind 中长期纯债型基金指数、Wind 混合债券型二级基金指数与中证主动股基指数，分别统计了这几类基金指数的收益、回撤、波动率，以及滚动持有 3 个月、6 个月、1 年、2 年、3 年和 5 年情况下，基金指数的胜率、盈亏比等指标。

胜率是指该基金指数在对应的滚动时间区间内，获取绝对正收益的区间个数/统计区间个数。

盈亏比则指在各个统计区间内，该基金指数赚钱时的平均收益/亏钱时的平均亏损。盈亏比指标适用于衡量投资的性价比，胜率越高，盈亏比越高的资产，潜在的回报也就越大。

从统计情况来看：

Wind 货币基金指数：滚动 3 个月胜率 100%，基本没有亏损，但是收益很低，在几类基金指数中，风险最低，同时收益也最低。

Wind 短期纯债型基金指数：滚动 3 个月胜率 94%，盈亏比 2.39，但收益较低，滚动一年平均收益仅 3.69%，回撤很小，滚动一年平均最大回撤仅 0.52%（为便于不同资产间的比较，我们对每类基金均统计了滚动一年的收益及风险）。

Wind 中长期纯债型基金指数：滚动 6 月胜率 90% 以上，收益较短债更高，滚动一年平均收益达到 5.29%，但回撤扩大，滚动一年平均最大回撤为 1.22%。

Wind 混合债券型二级基金指数：可投资一定比例的权益和可转债的债券型基金指数。相比于前两类，因为加入了权益资产，收益有所提升，风险也有所扩大，滚动 1 年胜率接近 90%，滚动一年平均收益 7.52%，滚动一年最多损失 8.99%。相当于把权益资产择时交给了基金经理来做。

中证主动股基指数：风险最大的一类基金，滚动一年平均最大回撤达到 22.32%，同时滚动一年平均收益为 18.28%。滚动持有 5 年的胜率 90%。

表 204 不同类型基金指数收益风险特征

	货币基金	短期纯债型基金指数	中长期纯债型基金指数	混合债券型二级基金指数	主动股基
累计收益率	25.54%	29.45%	46.32%	71.49%	181.70%
最大回撤	-0.01%	-1.24%	-2.71%	-12.02%	-52.52%
年化收益率	3.25%	3.69%	5.49%	7.87%	15.67%
年化波动率	0.16%	0.49%	1.15%	5.65%	24.94%
滚动 1 年平均最大回撤	0.00%	-0.52%	-1.22%	-4.68%	-22.32%

滚动 1 年平均波动率	0.15%	0.46%	1.01%	5.02%	23.56%
Calmar 比率	12985.85	7.11	4.52	1.68	0.70
滚动 1 年平均收益率	3.22%	3.59%	5.29%	7.52%	18.28%
滚动 1 年最大收益率	4.48%	6.20%	15.25%	45.30%	154.97%
滚动 1 年最小收益率	2.05%	0.82%	-0.27%	-8.99%	-43.83%
滚动 1 年胜率	100.00%	100.00%	98.99%	89.66%	71.08%
夏普比率	10.79	4.51	3.48	1.13	0.57

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：统计时间为 2014 年 1 月到 2021 年 2 月底，下文统计时间均与该表格统计时间相同

表 205 不同类型基金指数滚动胜率与收益情况

	货币基金	短期纯债型基金指数	中长期纯债型基金指数	混合债券型二级基金指数	主动股基
滚动 3 个月胜率	100.00%	94.22%	89.23%	71.42%	64.98%
滚动 3 个月盈亏比		2.39	1.96	2.33	1.41
滚动 3 个月正收益均值	0.79%	0.97%	1.59%	3.35%	12.47%
滚动 3 个月负收益均值		-0.40%	-0.81%	-1.44%	-8.82%
滚动 6 个月胜率	100.00%	98.19%	91.20%	78.40%	68.54%
滚动 6 个月盈亏比		29.79	2.92	3.67	1.66
滚动 6 个月正收益均值	1.58%	1.80%	3.00%	5.49%	19.64%
滚动 6 个月负收益均值		-0.06%	-1.03%	-1.50%	-11.81%
滚动 1 年胜率	100.00%	100.00%	98.99%	89.66%	71.08%
滚动 1 年盈亏比			44.12	4.50	2.16
滚动 1 年正收益均值	3.22%	3.59%	5.35%	8.61%	31.68%
滚动 1 年负收益均值			-0.12%	-1.91%	-14.63%
滚动 2 年胜率	100.00%	100.00%	100.00%	94.51%	69.95%
滚动 2 年盈亏比				4.43	3.16
滚动 2 年正收益均值	6.57%	7.05%	9.77%	11.95%	36.20%
滚动 2 年负收益均值				-2.70%	-11.46%
滚动 3 年胜率	100.00%	100.00%	100.00%	97.09%	77.61%
滚动 3 年盈亏比				5.35	2.19
滚动 3 年正收益均值	10.21%	10.64%	13.81%	15.08%	35.37%
滚动 3 年负收益均值				-2.82%	-16.13%
滚动 5 年胜率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	91.02%
滚动 5 年盈亏比					5.98
滚动 5 年正收益均值	17.27%	18.51%	25.81%	28.62%	54.44%
滚动 5 年负收益均值					-9.10%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

上述五类为我们构建组合所用的主要基金类型，为了匹配前文所述当前主要的基金投顾类型，分别测试了滚动持有不同期限的胜率与盈亏比，可以发现中证主动股基虽然收益高，但只有在持有时间超过 5 年时，胜率才能超过 90%，而短期纯债型基金和中长期纯债型基金持有 6 个月的胜率均达到了 90% 以上，但是缺乏中间期限如持有 1 年、2 年，胜率也较高的组合。

3. 基金组合：资产配置与标的遴选策略构建

敬请参阅报告结尾处免责声明

通过对前文底层资产的收益风险以及滚动持有胜率分析，可以发现单一的类型并不能满足我们构建组合的目的，尤其是缺乏能够匹配持有时间 1 年、2 年这类时间维度的绝对收益型产品。对绝对收益的概念进行量化处理，我们希望不同期限的组合能在滚动持有对应期限的情况下亏损概率很低，即胜率达到 90% 左右，且盈亏比要大于 1。

3.1. 权益资产配置：波动率逆向策略

我们基于这一量化衡量标准设定，开发适合于不同期限的绝对收益型组合。不难发现，不同期限绝对收益导向的基金组合，核心是高风险的权益资产与固收类资产的合成，但权益资产的波动较大，需要持有较长时间才能达到绝对收益目的，而实践中，基金组合策略往往会涉及到权益资产的动态配置，这实际上就是权益资产的择时操作，通过择时，可以烫平权益资产的波动，优化权益配置的收益风险比，从而更易达到绝对收益的目的。

鉴于此，我们考虑引入一个权益资产的简单择时模型。由于要获取绝对收益，核心是对波动率与回撤的控制，故我们选用一个波动率的逆向择时策略。这一策略设计的思路类似于目标风险策略，利用的是波动率的均值回复特征，并通过对风险资产的波动率控制，来整体降低组合回撤，这样更易达到绝对收益的目的。策略的具体设计为：当波动率处于历史低位时，认为市场有较强的向上的动能，此时可以超配权益基金；而当波动率处于高位时，市场积聚了大量的风险；此时应减配权益基金，规避风险。我们考察了不同权益基准的组合，不同权益基金基准与不同时间维度产品需求的匹配情况，如当权益基金的基准设置为 10%，并根据波动率择时信号上调或下调 50%，剩余配置中长期纯债型基金的情况。

表 206 股票型基金不同基准下组合回测指标

股票型基金配置基准	10%	20%	30%	40%	50%	60%
累计收益率	64.15%	83.51%	104.60%	127.43%	152.03%	178.50%
最大回撤	-3.78%	-6.22%	-8.91%	-12.43%	-16.66%	-20.72%
年化收益率	7.21%	8.91%	10.58%	12.24%	13.87%	15.48%
年化波动率	2.64%	4.66%	6.75%	8.85%	10.96%	13.08%
滚动 1 年平均最大回撤	-2.07%	-3.65%	-5.45%	-7.36%	-9.28%	-11.17%
Calmar 比率	3.49	2.44	1.94	1.66	1.49	1.39
滚动 1 年平均收益率	7.05%	8.85%	10.72%	12.66%	14.66%	16.73%
滚动 1 年最大收益率	25.63%	37.19%	49.67%	63.16%	77.68%	93.31%
滚动 1 年最小收益率	0.44%	-3.13%	-7.31%	-11.41%	-15.37%	-19.17%
滚动 1 年胜率	100.00%	91.96%	89.32%	85.54%	83.65%	82.84%
夏普比率	2.16	1.59	1.35	1.21	1.13	1.07

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 207 股票型基金不同基准下组合滚动胜率与盈亏比

股票型基金配置基准	10%	20%	30%	40%	50%	60%
滚动 6 个月胜率	92.88%	80.46%	77.78%	76.15%	75.28%	74.91%
滚动 6 个月盈亏比	3.48	4.94	3.44	2.91	2.61	2.41
滚动 6 个月正收益均值	3.93%	5.89%	7.66%	9.48%	11.30%	13.12%
滚动 6 个月负收益均值	-1.13%	-1.19%	-2.22%	-3.26%	-4.33%	-5.45%
滚动 6 个月最高收益	15.84%	23.96%	32.54%	41.63%	51.20%	61.29%
滚动 6 个月最低收益	-2.59%	-3.12%	-5.89%	-8.62%	-11.31%	-13.94%

滚动 1 年胜率	100.00%	91.96%	89.32%	85.54%	83.65%	82.84%
滚动 1 年盈亏比		7.08	3.48	3.23	2.92	2.66
滚动 1 年正收益均值	7.05%	9.75%	12.43%	15.62%	18.79%	21.90%
滚动 1 年负收益均值		-1.38%	-3.58%	-4.84%	-6.44%	-8.24%
滚动 1 年最高收益	25.63%	37.19%	49.67%	63.16%	77.68%	93.31%
滚动 1 年最低收益	0.44%	-3.13%	-7.31%	-11.41%	-15.37%	-19.17%
滚动 2 年胜率	100.00%	98.95%	94.83%	90.63%	88.21%	86.75%
滚动 2 年盈亏比		48.81	13.01	9.28	6.88	5.67
滚动 2 年正收益均值	12.11%	14.66%	17.97%	21.77%	25.56%	29.35%
滚动 2 年负收益均值		-0.30%	-1.38%	-2.35%	-3.72%	-5.18%
滚动 2 年最高收益	30.76%	38.57%	46.69%	55.77%	66.91%	81.90%
滚动 2 年最低收益	1.89%	-0.71%	-3.28%	-5.84%	-8.41%	-10.99%
滚动 3 年胜率	100.00%	100.00%	99.70%	95.98%	93.17%	91.06%
滚动 3 年盈亏比			82.86	20.19	9.93	7.55
滚动 3 年正收益均值	16.63%	19.46%	22.42%	26.38%	30.51%	34.71%
滚动 3 年负收益均值			-0.27%	-1.31%	-3.07%	-4.60%
滚动 3 年最高收益	32.52%	41.37%	50.67%	60.35%	70.41%	81.08%
滚动 3 年最低收益	6.28%	2.91%	-0.40%	-3.69%	-6.94%	-10.14%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从股票型基金指数不同基准遍历的情况来看，对于持有期 6 个月的基金投顾产品，股票型基金围绕基准 10% 的动态配置基本就能满足需求。回撤结果显示滚动持有 6 个月的胜率接近 93%，且盈亏比 3.48，滚动持有 6 个月的最低收益为-2.59%。对于持有期 1 年的产品，股票型基金基准 20% 更符合需求，滚动持有 1 年胜率 92%，且盈亏比高达 7 倍，滚动一年的最低收益为-3.13%；对于持有期为 2 年的产品，可以将股票型基金的基准设置为 40%，股票型基金的配置上限可以达到 60%，这一组合滚动两年的胜率为 91%，盈亏比为 9.28，持有两年的最低收益为-5.84。对于持有期为 3 年的产品，可以大幅增加股票型基金的配置比例，从回测结果来看，股票型基金的基准设置为 60% 比较合适，滚动 3 年的胜率为 91%，且盈亏比为 7.55，滚动持有三年的最低收益为-10%。

3.2. 固收资产配置：动量模型

以上分别讨论了对于持有时间为 6 个月、1 年、2 年和 3 年的产品，股票型基金配置的比例情况，对于持有期为 3 个月和 1 个月的产品，并不适宜配置较多的股票型基金，因此，我们主要在债券端进行操作。对于持有期为 3 个月的产品，我们将股票端基准设置为 5%，剩余配置中长期纯债和短期纯债。在长债与短债的分配上，我们考虑引入一个基于相对强弱指数的动量模型，来确定长债与短债的配置比例。该模型的原理较为简单，就是构建长债与短债指数的价格比率，然后对这一比率序列构建趋势跟踪的动量系统，当序列上行时，意味长债的表现比短债好，此时我们的固定收益端全部配置长债，反之则将固收仓位一半配置于长债，一半配置于短债。

对于持有期为 1 个月的产品，则要保证产品的流动性，因此我们只配置货币以及短债，二者同样根据相对强弱指数择时进行配置比例的调整。

表 208 持有期为 3 个月和 1 个月基金指数回测结果

建议持有期间	3 个月	1 个月
最大回撤	-2.58%	-1.05%
年化收益率	6.14%	3.50%
滚动 1 年平均最大回撤	-1.40%	-0.44%

敬请参阅报告结尾处免责声明

华宝证券 367/384

Calmar 比率	4.4	7.9
滚动 1 年平均收益率	6.00%	3.44%
夏普比率	2.7	4.5
滚动持有期胜率 (3/1 个月)	92.48%	90.60%
滚动持有期盈亏比 (3/1 个月)	2.17	1.33
滚动持有期正收益均值 (3/1 个月)	1.70%	0.30%
滚动持有期负收益均值 (3/1 个月)	-0.80%	-0.30%
滚动 3/1 个月最高收益	7.50%	1.10%
滚动 3/1 个月最低收益	-1.90%	-0.90%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

我们将不同期限组合的资产配置权重梳理如下：

表 209 不同持有期产品权益仓位配置比例

持有期	1 个月	3 个月	6 个月	1 年	2 年	3 年
权益基金 仓位	0	5%基准 (2.5%-7.5%)	10%基准 (5%-15%)	20%基准 (10%-30%)	40%基准 (20%-60%)	60%基准 (30%-90%)
固定收益 仓位	100%	95%基准	90%基准	80%基准	60%基准	40%基准

资料来源：华宝证券研究创新部

注：固定收益产品包括中长期纯债型积极、短期纯债型基金、货币基金

最后，需要说明的是，二级债基这类资产的业绩尚可，但从自上而下的角度考虑，作为单独一类资产进行配置，似乎意义不是特别大。回测表明，二级债基指数滚动 1 年的胜率接近 90%，而以 20% 为基准的动态股票型基金配置组合做滚动一年的胜率也达到了 90%（具体为 92%），胜率表现与二级债基指数接近，但是盈亏比为 7，高于二级债基指数的 4.5，且配置组合的滚动一年最大回撤、平均收益均高于二级债基，因此我们在做自上而下的配置时，为了简化模型，本文暂不考虑二级债基的配置，但对于一些偏自下而上遴选思路的基金组合构建，建议可以将二级债基作为一类潜在的收益来源进行考虑。

3.3.基金遴选策略

上文我们利用基金指数进行回测，了解了不同时间维度下的产品大致对应的资产配置权重（尤其是高风险资产权益型基金的配置权重）。但在真实的基金组合构建中，还需要涉及对基金标的的遴选。我们考虑采用一个简单的基于基金历史净值评价指标的综合打分模型，构建基金遴选策略。基金遴选重点关注股票型基金、长期纯债型基金与短期纯债型基金。由于货币型基金筛选后的组合和货币基金指数差异不大，简便起见，配置货币基金时，我们直接采用 Wind 货币基金指数进行回测。

对于股票型基金、长期纯债型基金与短期纯债型基金的筛选，依据基金过去一年收益、风险与收益风险比三个指标进行加权打分，其中收益指标占比 30%，风险指标占比 20%，收益风险比指标占比 50%。收益指标采用区间收益率；风险指标选择年化波动率、最大回撤；收益风险比指标选择卡玛比率、夏普比率和信息比率。在基金季报披露的当月月末，选择打分最高的 5 只基金进行配置。股票型基金换仓手续费率为单边千分之三，债券型基金换仓手续费率为单边千分之一，按双边记。

依据过去一年的收益风险特征进行基金筛选，长债型基金筛选组合相对于 Wind 中长期纯债型基金指数提升并不显著，主要源于债券型基金本来收益就不高，而构建的基金组合进行换仓时，我们考虑了手续费因素以及当前限制申购与限制大额申购的情况，但 Wind 基金指数本身并不考虑手续费问题，也即并非真实可交易场景。不过，构建的债券基金组合滚动一年胜率达到了 100%，滚动一年最小收益 0.53%，略高于 Wind 中长期纯债型基金指数且夏普比率有所提升。

敬请参阅报告结尾处免责声明

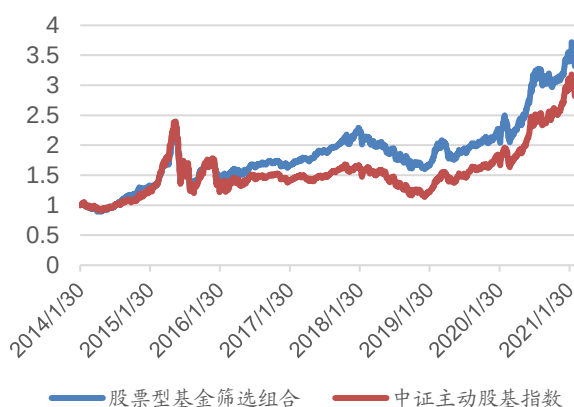
对于股票型基金，我们将普通股票型与偏股混合型基金作为初始备选池，根据绩效评价指标进行综合打分，每期优选 5 只标的。简便起见，我们并没有对权益基金进行行业、风格的划分，这可能会导致在风格切换的年份，表现不及更均衡的指数组合。相比中证主动股基指数，股票基金筛选组合在收益上有显著提升，年化收益率由 15.67% 提升至 18.36%，且最大回撤有所收敛，收益风险比有所提升。

表 210 股票型与债券型基金筛选组合回测指标

	中长期纯债型基金筛选组合	Wind 中长期纯债型基金指数	股票型基金筛选组合	中证主动股基指数
累计收益率	46.41%	46.32%	231.91%	181.70%
最大回撤	-3.15%	-2.71%	-45.02%	-52.52%
年化收益率	5.50%	5.49%	18.36%	15.67%
年化波动率	1.10%	1.15%	22.34%	24.94%
滚动 1 年平均最大回撤	-1.38%	-1.22%	-20.32%	-22.32%
滚动 1 年平均波动率	1.01%	1.01%	21.32%	23.56%
Calmar 比率	3.98	4.52	0.90	0.70
滚动 1 年平均收益率	5.28%	5.29%	20.79%	18.28%
滚动 1 年最大收益率	12.08%	15.25%	144.87%	154.97%
滚动 1 年最小收益率	0.53%	-0.27%	-32.26%	-43.83%
滚动 1 年胜率	100.00%	98.99%	78.51%	71.08%
夏普比率	3.63	3.48	0.75	0.57

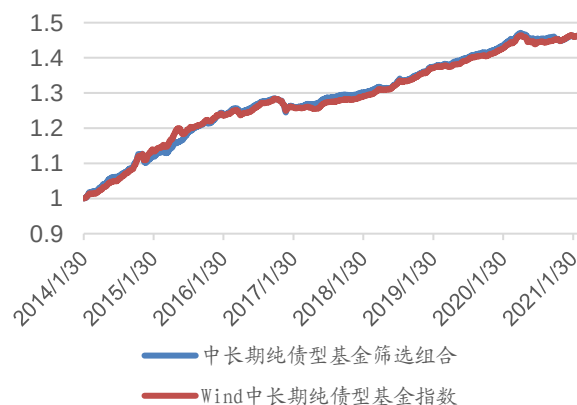
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 368 股票型基金筛选回测净值



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 369 中长期纯债型基金筛选回测净值



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 不同时间框架下的绝对收益型基金组合策略构建

基于前文的研究结果，下面我们构建适合于不同时间维度的绝对收益型策略组合。

4.1. 持有期 1 个月的产品

持有期为 1 个月的产品，重点在于对流动性的管理和波动的控制，因此主要配置货币基金与短期纯债。此外由于持有时间过短，手续费对净值的蚕食将非常大，因此，对于这类产品配置的短期纯债基金，我们选择 C 类份额。

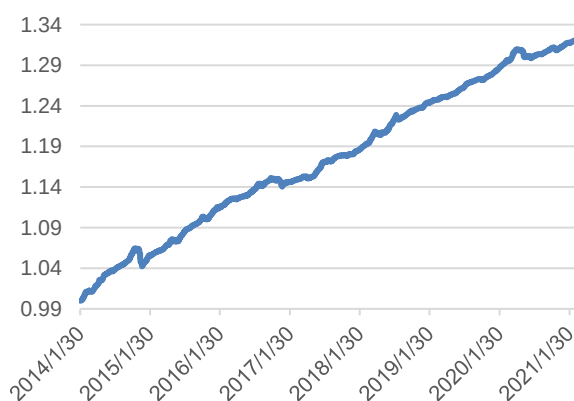
配置方法与前文采用基金指数测试时一致，根据长债与短债的久期轮动模型进行配置，当看多债券时全部配置短债，否则短债与货币各配置 50%。从回测结果来看，滚动 1 个月胜率 89.07%，盈亏比 1.11，长期来看滚动 1 年平均收益率 3.87%，滚动 1 年最小收益率 2.08%，这样的组合基本满足期限 1 个月的需求。

表 211 组合回测指标（持有期 1 个月）

指标名称	指标值	指标名称	指标值
累计收益率	32.05%	滚动 1 年最小收益率	2.08%
最大回撤	-2.07%	滚动 1 年胜率	100.00%
年化收益率	3.98%	夏普比率	3.33
年化波动率	0.75%	滚动 1 个月胜率	89.07%
滚动 1 年平均最大回撤	-0.69%	滚动 1 个月盈亏比	1.11
滚动 1 年平均波动率	0.72%	滚动 1 个月正收益均值	0.40%
Calmar 比率	5.75	滚动 1 个月负收益均值	-0.36%
滚动 1 年平均收益率	3.87%	滚动 1 个月最高收益	1.34%
滚动 1 年最大收益率	6.18%	滚动 1 个月最低收益	-1.84%

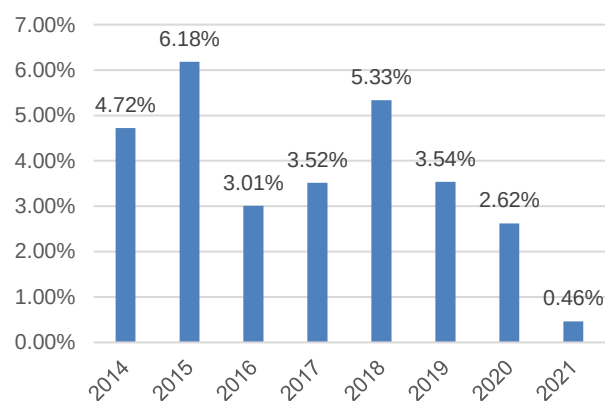
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 370 组合净值（持有期 1 个月）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 371 历年收益（持有期 1 个月）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：2021 年收益截止到 2 月底

4.2. 持有期 3 个月的产品

持有期为 3 个月的产品，控制波动仍然是比较重要的，因此在前文利用基金指数的测试中，我们将股票型基金的基准设置为 5%，并根据波动率择时信号进行调整，最高配置 7.5% 的仓位，剩余配置长债和短债基金，长债与短债基金则同样根据相对强弱指数进行择时，生成配置比例，从基金指数回测来看，滚动 3 个月的胜率为 92%，盈亏比 2.17。

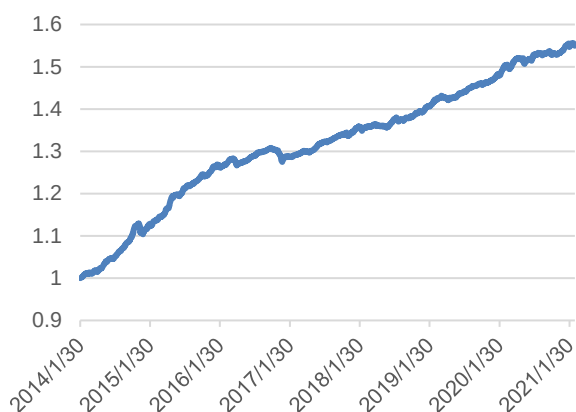
从回测结果来看, 该组合滚动 3 个月的胜率接近 94%, 且盈亏比达到了 2.28, 配置具体基金标的的结果相对于基金指数略微有提升。滚动 3 个月正收益的均值为 1.69%, 负收益均值为-0.74%。拉长时间来看, 组合滚动一年的胜率达到 100%, 且滚动一年平均收益 6.22%。

表 212 组合回测指标 (持有期 3 个月)

指标名称	指标值	指标名称	指标值
最大回撤	54.99%	滚动 1 年最小收益率	1.03%
年化收益率	-2.53%	滚动 1 年胜率	100.00%
年化波动率	6.35%	夏普比率	3.39
滚动 1 年平均最大回撤	1.43%	滚动 3 个月胜率	93.92%
滚动 1 年平均波动率	-1.28%	滚动 3 个月盈亏比	2.28
Calmar 比率	1.36%	滚动 3 个月正收益均值	1.69%
滚动 1 年平均收益率	4.98	滚动 3 个月负收益均值	-0.74%
滚动 1 年最大收益率	6.22%	滚动 3 个月最高收益	6.27%
最大回撤	16.04%	滚动 3 个月最低收益	-1.97%

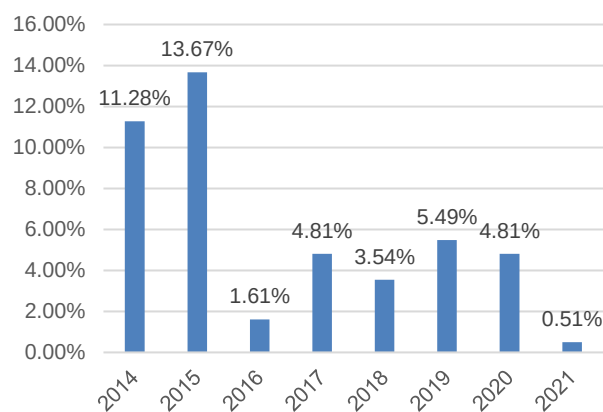
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 372 组合净值 (持有期 3 个月)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 373 历年收益 (持有期 3 个月)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 2021 年收益截止到 2 月底

4.3. 持有期 6 个月的产品

持有期 6 个月的产品, 比较适合股票型基金基准为 10% 的配置组合, 依据波动率择时, 股票型基金配置上限为 15%, 配置下限为 5%, 前文基于基金指数的回测结果显示滚动 6 个月胜率为 92.88%, 盈亏比为 3.93%, 滚动 6 个月最高收益 15.84%, 而最低收益为-2.59%。将基金指数替换为具体基金标的后, 滚动 6 个月胜率略有下降, 但盈亏比显著提升到了 9.82, 滚动持有 6 个月的正收益均值为 4.07%, 且最低收益为-1.03%。拉长时间来看, 持有 1 年的胜率为 100%。

从回测结果来看, 以 10% 作为权益基准的策略组合, 与持有期为 6 个月的产品是比较匹配的。

表 213 组合回测指标 (持有期 6 个月)

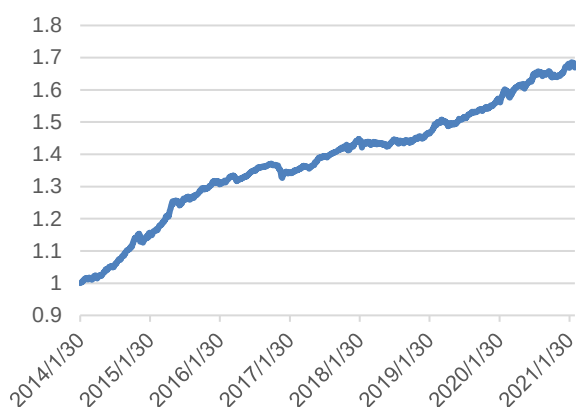
指标名称	指标值	指标名称	指标值
累计收益率	66.95%	滚动 1 年最小收益率	1.00%
最大回撤	-3.26%	滚动 1 年胜率	100.00%

敬请参阅报告结尾处免责声明

年化收益率	7.47%	夏普比率	2.58
年化波动率	2.31%	滚动 6 个月胜率	91.32%
滚动 1 年平均最大回撤	-1.87%	滚动 6 个月盈亏比	9.82
滚动 1 年平均波动率	2.22%	滚动 6 个月正收益均值	4.07%
Calmar 比率	3.99	滚动 6 个月负收益均值	-0.41%
滚动 1 年平均收益率	7.30%	滚动 6 个月最高收益	11.53%
滚动 1 年最大收益率	21.50%	滚动 6 个月最低收益	-1.03%

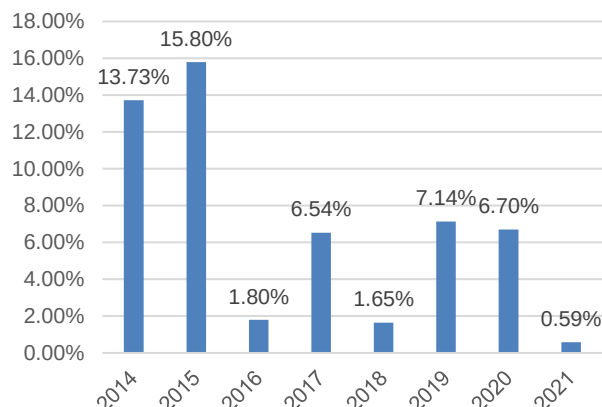
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 374 组合净值 (持有期 6 个月)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 375 历年收益 (持有期 6 个月)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 2021 年收益截止至 2 月底

4.4. 持有期 1 年的产品

持有期 1 年的产品, 我们将权益仓位基准设置为 20%, 配置上限为 40%, 配置下限为 10%, 指数组合滚动一年胜率 90.63%, 盈亏比 4.24, 持有 1 年最低收益-5.2%; 配置具体标的后, 滚动一年胜率接近 95%, 同时滚动一年的最低收益为-3.07%, 在 2018 年仅亏损-1.8%, 而滚动一年的收益均值为 9.38%。

因此, 对于持有期为 1 年的产品, 比较适合将权益仓位基准设置为 20%的水平。

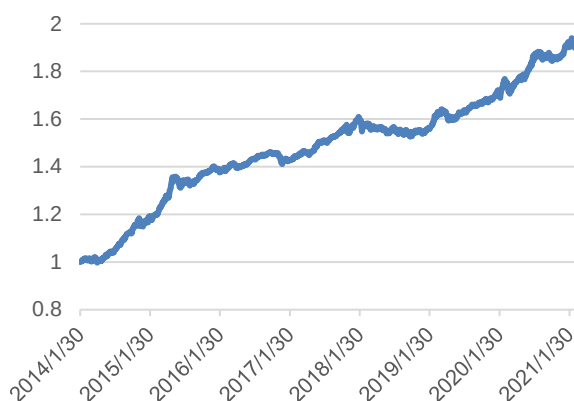
表 214 组合回测指标 (持有期 1 年)

指标名称	指标值	指标名称	指标值
累计收益率	89.81%	滚动 1 年最小收益率	-3.07%
最大回撤	-5.04%	滚动 1 年胜率	94.86%
年化收益率	9.42%	夏普比率	1.87
年化波动率	4.23%	滚动 1 年胜率	94.86%
滚动 1 年平均最大回撤	-3.28%	滚动 1 年盈亏比	6.92
滚动 1 年平均波动率	4.08%	滚动 1 年正收益均值	9.97%
Calmar 比率	2.87	滚动 1 年负收益均值	-1.44%
滚动 1 年平均收益率	9.38%	滚动 1 年最高收益	33.30%
滚动 1 年最大收益率	33.30%	滚动 1 年最低收益	-3.07%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

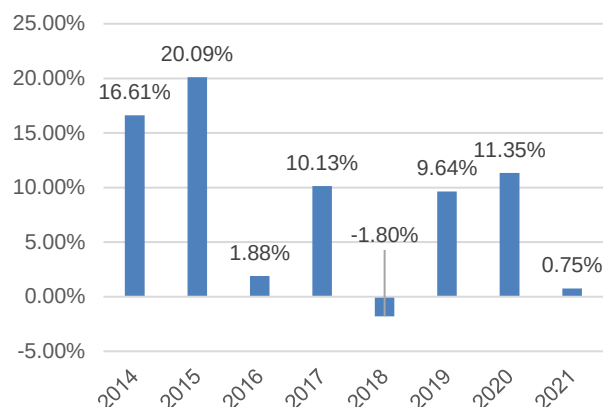
敬请参阅报告结尾处免责声明

图 376 组合净值（持有期 1 年）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 377 历年收益（持有期 1 年）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：2021 年收益截止到 2 月底

4.5. 持有期 2 年的产品

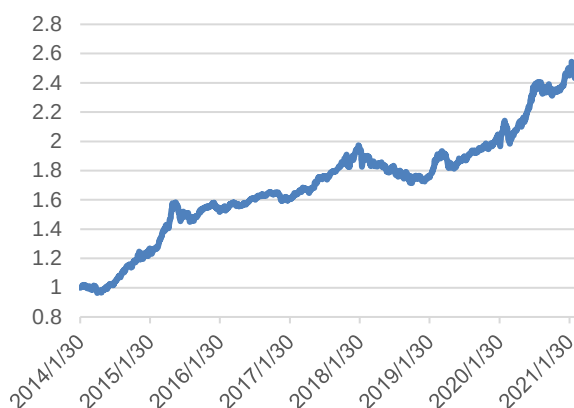
对于持有期为 2 年的产品，由于持有时间长，对波动的容忍度可以更高一些，故可以增加权益资产的配置。我们依据前文指数回测的设定，将权益仓位基准设置为 40%，配置上限为 60%，配置下限为 20%。在前文利用基金指数的测试中，滚动两年的胜率为 90.6%，收益风险比为 9.28，滚动持有两年最低收益为 -5.84%，将基金指数替换为具体标的后，滚动两年胜率达到了 100%。滚动两年的累计收益均值为 23%。

表 215 组合回测指标（持有期 2 年）

指标名称	指标值	指标名称	指标值
累计收益率	141.96%	滚动 1 年最小收益率	-11.16%
最大回撤	-13.09%	滚动 1 年胜率	89.86%
年化收益率	13.22%	夏普比率	1.42
年化波动率	8.25%	滚动 2 年胜率	100.00%
滚动 1 年平均最大回撤	-6.70%	滚动 2 年盈亏比	
滚动 1 年平均波动率	7.95%	滚动 2 年正收益均值	22.90%
Calmar 比率	1.97	滚动 2 年负收益均值	
滚动 1 年平均收益率	13.66%	滚动 2 年最高收益	62.13%
滚动 1 年最大收益率	59.76%	滚动 2 年最低收益	1.18%

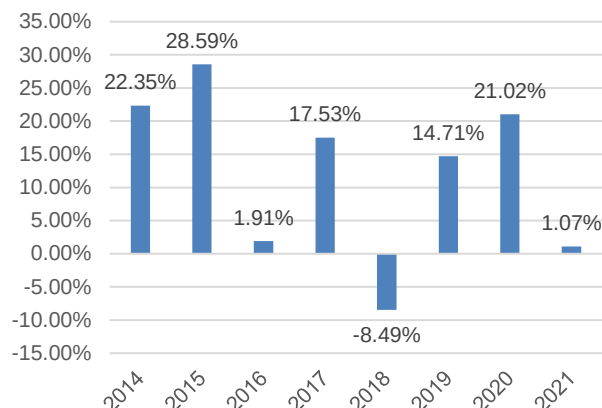
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 378 组合净值（持有期 2 年）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 379 历年收益（持有期 2 年）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：2021 年收益截止到 2 月底

4.6. 持有期 3 年的产品

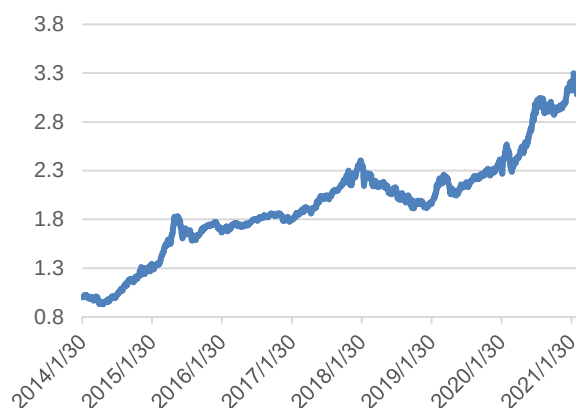
持有期为 3 年的产品，我们将权益仓位基准设置为 60%，配置上限为 90%，配置下限为 30%。在前文利用基金指数的测试中，滚动 3 年的胜率为 91.03%，收益风险比为 7.55，滚动持有三年最低收益为-10.%，将基金指数替换为具体标的后，滚动 3 年胜率为 100%，保证了持有期内不会有亏损，滚动 3 年收益均值为 43%。

表 216 组合回测指标（持有期 3 年）

指标名称	指标值	指标名称	指标值
累计收益率	208.18%	滚动 1 年最小收益率	-18.52%
最大回撤	-20.47%	滚动 1 年胜率	86.28%
年化收益率	17.14%	夏普比率	1.27
年化波动率	12.30%	滚动 3 年胜率	100.00%
滚动 1 年平均最大回撤	-10.22%	滚动 3 年盈亏比	
滚动 1 年平均波动率	11.85%	滚动 3 年正收益均值	43.39%
Calmar 比率	1.68	滚动 3 年负收益均值	
滚动 1 年平均收益率	18.38%	滚动 3 年最高收益	106.90%
滚动 1 年最大收益率	90.95%	滚动 3 年最低收益	8.80%

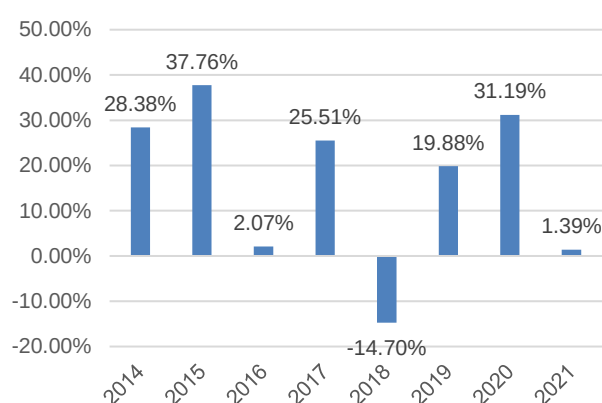
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 380 组合净值（持有期 3 年）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 381 历年收益（持有期 3 年）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：2021 年收益截止到 2 月底

综上，我们认为基于不同时间框架维度构建绝对收益型导向的基金组合，在策略上是可行的。策略构建的核心是要基于不同时间框架维度，测算策略组合在该时间维度下获取绝对正收益的概率以及盈亏比，获取绝对正收益的概率越大，盈亏比越高，策略表现就越优异，越能匹配这一持有时间框架下的投资者需求。在本文中我们也发现，实际上并不需要过于复杂的资产配置策略和基金遴选策略，就可以实现这一目的（本文回测表明所构建的各组合，在各自的持有期下的胜率都达到了 90% 以上，且多数组合的盈亏比都达到 2 倍以上）。这相应也意味着净值化时代，以基金组合投资为核心的基金投顾业务，在满足客户投资需求、实现客户资产保值增值方面，发展空间是广阔的。

四、CTA 策略，该如何配置？——基于因子的视角

净值化时代，为满足客户的绝对收益需求，多资产配置是一种必然思路。CTA 作为一类不同于股票、债券等传统资产的另类资产，策略本身的运作手段丰富，历史净值表现优异，同时众多优异的 CTA 产品回撤控制较好，收益风险比极佳。CTA 正日益被机构及高净值客户所青睐。

从多资产配置视角看，对于 CTA 策略，首先我们需要明了的是，什么样的宏观及市场环境下，CTA 策略具有较好的性价比，因为 CTA 策略也有小年和大年，当环境不利时，即使表现再好的 CTA 策略，可能收益也不及中性、股票多头等其他策略，此时从自上而下的视角看，最优的选择应该是增配其他更优的资产，而不是在 CTA 策略中“火中取栗”。这其实就是 CTA 策略的择时问题。本文中，我们构建了一套多因子体系，用于评判 CTA 策略的未来潜力。

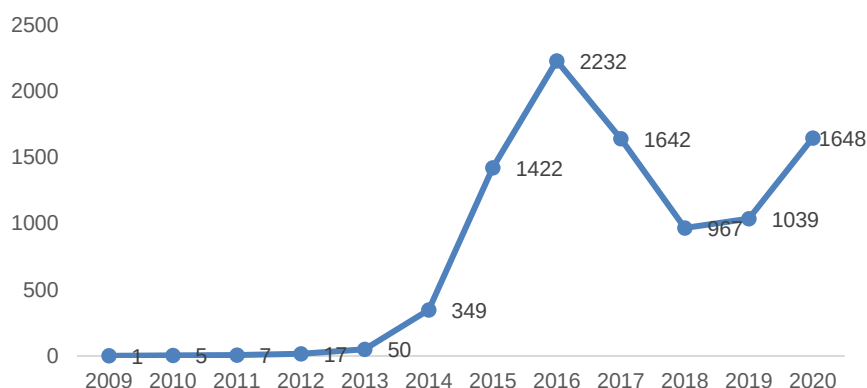
此外，CTA 策略产品众多，业绩表现也参差不齐，实际投资中必然涉及 CTA 产品的遴选。传统量化视角下 CTA 产品遴选，主要采用的是夏普比率、信息比率、收益率等绩效指标的综合打分模型，那么是否还有更契合逻辑，更好的筛选方法，我们对此也展开研究。我们依旧基于因子的视角，对 CTA 策略的业绩进行拆分，这类似于股票市场注明的 Fama 三因子、Carhart 四因子模型，最后将拆解后的 alpha 作为评价指标，因为 alpha 代表的是基金经理的能力，这十分契合“选基金就是选人”的理念。这一方法该如何实施，实际效果如何？本文也进行了研究。

1. CTA 策略配置的意义

近年来，CTA 策略发展迅猛，2010~2013 年，由于商品市场规模容量不大，且这类策略市场还不甚熟悉，发展缓慢，每年新发产品数量不足 50 只，2014 年以来，CTA 策略开始发力，每年发行

数量超过 1000 只，2016 年更是达到顶峰的 2232 只，随后，伴随资管新规的实施，2018 年发行数量有所下降，近两年又逐步回复，尤其是 2020 年，伴随期货市场火爆，CTA 发行数量远超去年水平。

图 382 CTA 历年发行数量统计



资料来源：华宝证券研究创新部

在以权益、债券等各类传统基金产品近年来发行火热的背景之下，CTA 策略有什么独到的价值？我们认为，从资产配置的角度看，CTA 策略的最大意义在于增厚了资产配置的底层资产，能够有效优化投资组合的有效边界，提升组合投资的收益风险比。

我们统计了 CTA 策略（以融智 CTA 指数为代表）与主流投资策略，即股票多头策略（以中证主动股基指数为代表）、普通纯债策略（以中证普通债基指数为代表）的相关性。可以发现，CTA 类策略与这两类策略的相关性并不高，与股票策略的长期相关系数（5 年时间周期）仅 0.24，与债券策略甚至存在微弱的负相关，为 -0.05，短时间周期看，过去半年，由于股债同涨，CTA 策略与股票策略的相关性有所提升，但也仅有 0.54。

表 217 CTA 指数与主动股基、普通债基的相关系数

	主动股基	普通债基
过去半年	0.54	-0.34
过去一年	0.37	-0.23
过去三年	0.25	-0.13
过去五年	0.24	-0.05

资料来源：华宝证券研究创新部

由于与传统资产的相关性较低，CTA 策略的加入，可以有效改善投资组合的有效边界。其内在逻辑在于：低相关性资产的加入，实际上是丰富了投资者达到预期目标的可选路径和方案。举个例子，假定某一投资者想要实现 6% 的预期收益，倘若他能投资的资产范围仅限于 A 股市场，那么唯一的方法就是买入并持有股票资产，虽然也能实现这一目标，但可能要忍受很高的净值波动，但倘若投资者可配置的资产范围不仅是 A 股，还涵盖债券、大宗商品以及境外权益市场等其他资产，那么投资者可供选择的配置方案就丰富了很多。只要一个组合中的资产不是完全相关的，那么当组合中某项资产价格下跌时，可能另一个资产刚好上涨，从而就可能抵消净值的下跌风险。正是基于这个原理，分散化投资者能够实现在相同风险条件下，提升组合的潜在获利能力，或者说在相同收益条件下，降低组合的潜在风险水平。

除了用于资产配置、优化组合边界外，CTA 策略研究的意义还在于对现货市场投资与经营活动的指导。CTA 策略构建的核心是对某一类资产或多个资产价格走势、比价关系的预测，尤其是期货市场信息反映更迅速、快捷，具有价格发现功能，这使得根据 CTA 策略的信号，指导现货投资、生产经营在逻辑上也是可行的。

2.CTA 策略的择时因子构建及测评

对于 CTA 策略的择时，类比于股票和债券的择时框架，我们使用多因子的方法构建，从技术面和基本面两个维度对 CTA 策略进行择时。这里我们用融智管理期货策略指数代表 CTA 策略。

2.1.因子构成：基本面与技术面

测试的因子包括技术面因子以及宏观基本面因子两类。技术面因子包括动量和波动率；宏观基本面因子包括 CPI、PPI、PMI、M1-M2、工业增加值、国债期限利差。

从我们实际调研情况看，大量的 CTA 策略会采用技术指标构建，因为 CTA 多数交易较为频繁，而技术指标在中高频领域的有效性更强一些，且技术指标可以较容易的实现一套交易系统向多个交易品种的复制。技术面维度，我们从市场关注度最高的动量和波动率两个角度进行择时，在这里我们使用南华工业品指数、南华农产品指数、南华金属指数以及南华能化指数这四个指数进行择时，之所以不直接使用南华商品指数，是因为单一的南华商品指数无法反映不同类别商品的特性，而不同类型商品价格走势的差异较大。

首先是动量因子，我们采用唐奇安通道线的方法，即指数创 60 日新高则认为当前该指数处于看多状态，指数创 60 日新低则认为当前该指数处于看空状态。我们分别对以上 4 个指数利用唐奇安通道线得到各个看多和看空信号，如果四个指数中有超过 2 个指数当前都处于看多状态，那么就认为 CTA 策略当前处于看多状态；同理，如果四个指数中有超过 2 个指数当前都处于看空状态，那么就认为 CTA 策略当前处于看空状态。需要说明的是，对于 CTA 策略来讲，虽然可以双向交易，做多做空都能赚钱，但做空赚钱的难度更大一些，因为当商品市场整体下跌时，往往也会伴随着交易量的萎缩，市场活跃度下降，这会导致大量日内交易策略的失效，且熊市阶段，市场往往会走出持续阴跌走势，十分磨人，虽然做空可以赚钱，但赚钱的效率下降；再者，做空的收益空间相较做多也是有限的，因为商品的上涨幅度理论上可以无限大，但下跌的幅度，由于成本的约束，不至于跌为 0（原油期货价格一度为负，属于极端情形）。鉴于此，我们认为当大宗商品市场的趋势向上，形成多头走势时，更利于 CTA 的表现。

然后是波动率因子，波动率因子构建的逻辑是，当市场波动上升时，十分有利于日内策略的表现，意味着策略的收益空间提升，而波动率的下降则相应意味着盈利空间的收缩。不过，波动率到底多少算是高，多少算作低并不容易度量。鉴于此，我们考虑采用波动率分位数的方法。我们滚动计算各个指数过去 60 日的波动率，然后求四个指数波动率的平均值，随后计算该波动率均值过去 3 年的分位数，当分位数上穿 0.6 时，则看多 CTA 策略，当分位数下穿 0.4 时，则看空 CTA 策略，其他时候延续上一期的状态。

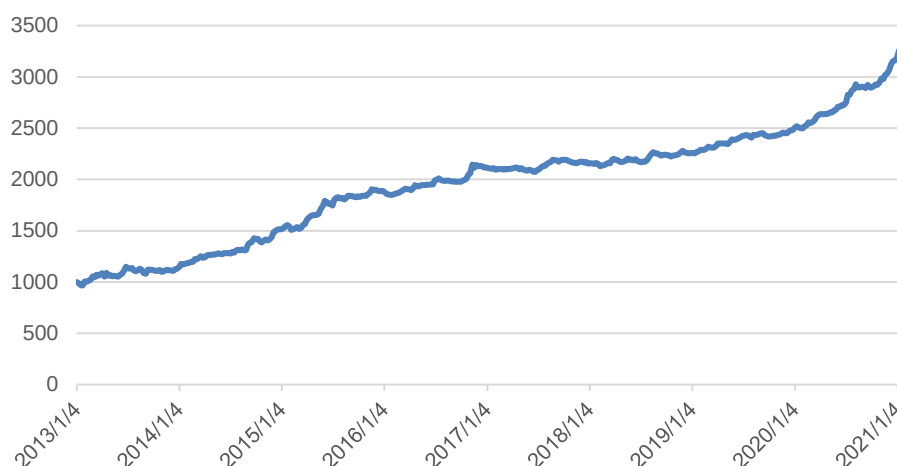
商品期货的走势，不仅可以通过技术面研判，其背后还受基本面的推动，在我们的调研中，确实有越来越多的 CTA 策略在融入基本面量化因子。不过，基本面因素众多，不同品种所受基本面因素也不尽相同，为简化研究思路，我们仅选取一些具有普遍影响的通用宏观基本面指标进行回测，重点考虑以下几个维度：经济增长、通胀、流动性。具体指标包括经济增长维度的 PMI、工业增加值，通胀维度的 CPI、PPI，流动性维度的 M1-M2、国债期限利差。通过划分趋势的方法，我们将以上宏观指标都划分成上行和下行趋势，然后测试各因子在上行期和下行期阶段 CTA 策略的表现。

2.2.因子测试：收益率比较

以上介绍了各个因子，接下来就需要对各个因子进行测试，在这里我们用私募排排的融智管理期货策略指数代表 CTA 策略的整体表现。以下是该指数的历史走势，从该指数历史走势可以看到，该

策略指数长期走势是向上的，因此如果用传统的择时模板对该指数进行测试就很难应验，因为对于这样长期走势向上的资产而言，显然长期持有总是好于波段交易，因此择时后的表现很难跑赢指数本身，但同时我们应该看到的是，该指数有时表现强势，而有时走势相对平稳，因此我们更倾向于在其表现强劲的时候增配，而在表现一般的时候将其仓位降低，配置于其他预期收益更高的资产上。因此我们更关注在因子看多状态下和看空状态下的区间年化收益率（因为是基于因子看多、看空波段划分的，而每个波段的划分时间并不相同，为了使不同波段可以比较，故将区间收益均转为年化收益率，但为了避免波段过小的年化收益计算失真，统一按照单利计算）表现是否具有显著差异，以此作为检验和筛选因子的标准。

图 383 融智管理期货策略指数走势



资料来源：华宝证券研究创新部

以下是技术面因子的测试结果。从下表 218 可以看到，动量因子和波动率因子均在看多状态下的表现好于看空状态，这也就印证了我们在上一节构建的这两个技术面因子是可行的。

表 218 技术面因子不同状态下区间年化收益率中位数

	动量因子	波动率因子
看空状态	8.15%	8.94%
看多状态	11.72%	26.67%

资料来源：华宝证券研究创新部

以下是宏观基本面因子的测试结果。对于宏观基本面因子，我们关注的不仅是因子是否具有区分度，还需要因子本身符合宏观指标的经济逻辑（若 CPI 指标具有区分度，但测试结果表明 CPI 下行期 CTA 表现好于上行期，而这本身是不符合经济逻辑的，因为作为大宗商品，CTA 策略更受益于通胀上行阶段），我们选取统计结果和逻辑相一致的因子，对于统计结果显著但是与逻辑相悖的因子也不予考虑。最终我们选取了经济增长维度的工业增加值当月同比以及流动性维度的 M1-M2。

表 219 宏观基本面因子不同状态下区间年化收益率中位数

	下行期	上行期
CPI: 当月同比	16.58%	8.89%
CPI: 环比	10.39%	9.82%
PPI: 全部工业品: 当月同比	9.69%	9.58%
PPI: 全部工业品: 环比	13.28%	8.61%
PMI	8.86%	11.88%
工业增加值: 当月同比	9.16%	13.51%

M1:同比-M2:同比	17.84%	19.80%
中债国债到期收益率:10年-中债国债到期收益率:1年	10.61%	13.93%

资料来源：华宝证券研究创新部

2.3.因子合成：择时模型构建

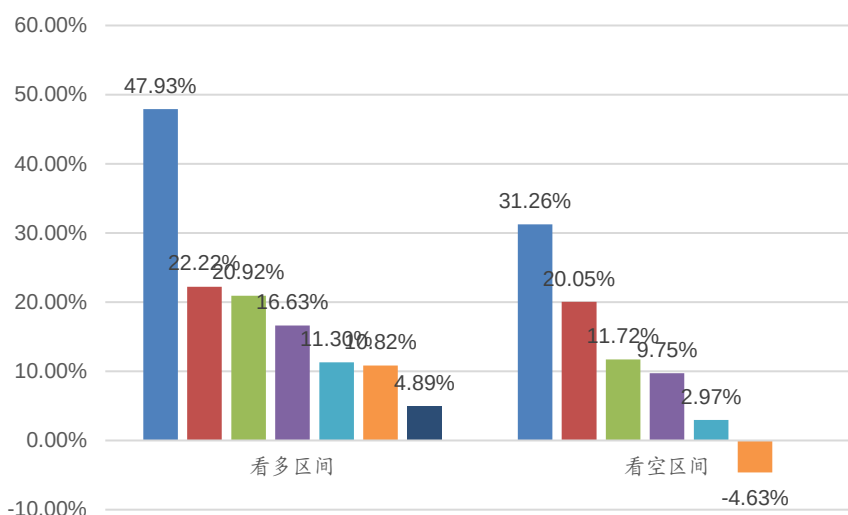
以上介绍并测试了各个因子，最终选取了以下几个因子：动量、波动率、工业增加值以及 M1-M2，接下来我们将以上几个因子进行合成，得到综合打分系统。在这里我们将技术面因子和宏观基本面因子分开合成，定义技术面的两个因子只需要满足其中一个为看多则代表技术面维度看多，宏观基本面的两个因子也只需要满足其中一个看多则为宏观基本面维度看多（这一系统的原理就是基本面与技术面的共振，同时系统天然倾向于看多 CTA，因为 CTA 策略长期是向上的），当技术面和宏观基本面维度都发出看多信号时，则看多 CTA 策略，其他时候则看空 CTA 策略。在此多因子复合信号下，我们再次进行了多空区间收益率的测试，信号值为 1 表示看多 CTA 策略，信号值为 0 表示看空 CTA 策略。

表 220 综合信号多空区间测试结果

	起始日期	结束日期	信号值	年化收益率
1	2014/12/31	2015/1/30	1	22.22%
2	2015/7/3	2015/10/30	1	16.63%
3	2016/11/4	2018/3/30	1	4.89%
4	2018/6/29	2018/11/30	1	11.30%
5	2019/2/1	2019/4/30	1	10.82%
6	2020/1/3	2020/9/30	1	20.92%
7	2020/10/30	2020/12/31	1	47.93%
8	2015/1/30	2015/7/3	0	31.26%
9	2015/10/30	2016/11/4	0	11.72%
10	2018/3/30	2018/6/29	0	-4.63%
11	2018/11/30	2019/2/1	0	2.97%
12	2019/4/30	2020/1/3	0	9.75%
13	2020/9/30	2020/10/30	0	20.05%

资料来源：华宝证券研究创新部

图 384 综合信号多空区间年化收益率



资料来源：华宝证券研究创新部

从以上图表可以看到，信号值为 1 的所有区间的年化收益率中位数为 16.63%，信号值为 0 的所有区间的年化收益率中位数为 10.73%，这表明我们通过多因子模型构建的择时系统是可行的。

对于综合因子的运用，还有一个场景，即运用于 CTA 策略的系统性风险防范。因为 CTA 策略长期收益是向上的，实战中我们更关注的是何时这类策略会发生比较明显的回撤。为此，我们设定新的信号生成机制：当基本面或技术面中存在一个维度的两个因子全部看空，且另一个维度中有至少一个因子看空时，可能意味着 CTA 策略的风险来临，我们统计后续的收益状况。

从以下统计结果可以看到，在上述情形下，CTA 策略的收益基本都出现了下降，甚至出现了负收益的情况，这说明将这个系统用于 CTA 策略配置上的风险控制，也是可行的。

表 221 各信号均看空下的区间测试结果

	起始日期	结束日期	年化收益率
1	2015/1/30	2015/2/27	-4.04%
2	2015/10/30	2016/1/29	1.90%
3	2018/11/30	2019/2/1	2.97%
4	2019/4/30	2020/1/3	9.75%

资料来源：华宝证券研究创新部

3. 基于因子视角的 CTA 基金遴选策略

前文我们站在大类资产配置层面，将 CTA 策略作为一类资产，构建了对该类资产的多因子择时框架。接下来我们将站在 CTA 基金风格归因的维度，对 CTA 基金进行因子剥离，一方面可以考察各个 CTA 基金在不同因子上的暴露度，来判断各基金的策略类型，另一方面也可以用剥离风险因子后的 alpha 进行基金的筛选，构建有别于基于绩效评价指标的基金遴选系统。

3.1. 商品期货数据处理

我们参照《Benchmarking Commodity Investments》进行 CTA 策略的微观因子构建。在该文献中，需要定义期货市场的即期与远期价格水平。对于即期价格，文献中采用的做法是采用距离当前月至少 2 个月才到期的、并且是最早到期的合约价格，这样做的好处是因子构建中不用去涉及真实的现货价格，因而数据更好处理，且因子本身是可交易的，因为用的还是期货价格。以此类推，2 月合约

敬请参阅报告结尾处免责声明

是距离当前月至少 4 个月才到期的、并且是最早到期的合约；4 月合约是距离当前月至少 6 个月才到期的、并且是最早到期的合约；6 月合约是距离当前月至少 8 个月才到期的、并且是最早到期的合约。主力合约是对应的当前持仓量最大的合约。

3.2.CTA 微观因子构建

类似于股票的多因子模型，对于 CTA 基金，我们同样试图构建若干风格因子，用于解释 CTA 基金共有的风险特征，我们参照文献做法，构建以下几个因子，动量因子、市场因子以及期限结构因子。

首先是动量因子，市场上绝大多数的 CTA 基金策略核心都是趋势策略，因此我们构建动量因子来解释 CTA 基金中趋势策略的部分。在这里我们采用时间序列动量，即过去 12 个月收益为正的期货等权组合与过去 12 个月收益为负的期货等权组合未来一个月的收益差。

$$TSMOM(t) = \frac{1}{N_{pos}} \sum_{i \in P} y_i(t) - \frac{1}{N_{neg}} \sum_{i \in L} y_i(t)$$

然后是市场因子，市场因子为所有商品期货的等权组合，N 为商品期货的个数。

$$MKT(t) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N y_i(t)$$

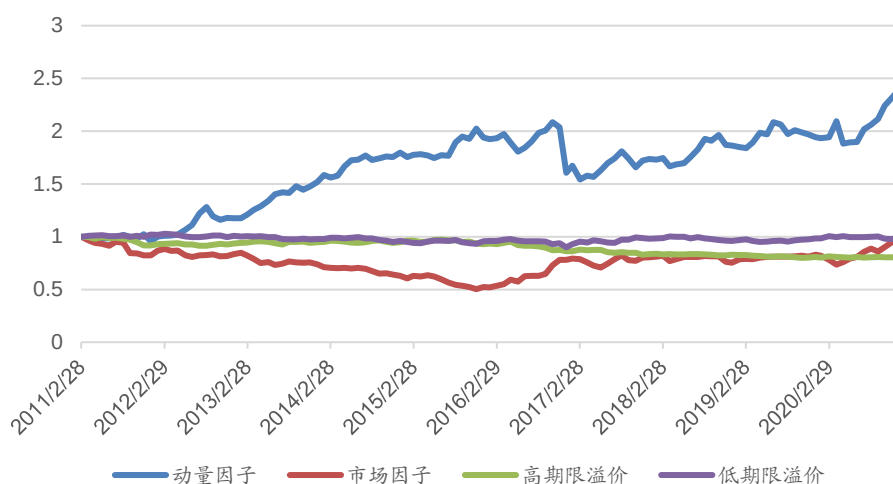
最后是期限结构因子，这里包含高期限溢价和低期限溢价这两个因子，高期限溢价为过去一段时间期限溢价排名靠前的品种未来一段时间的期限溢价，低期限溢价为过去一段时间期限溢价排名靠后的品种未来一段时间的期限溢价，在这里 n 代表几月合约，这里所说的几月合约是前面所定义的，高期限溢价表示的是以下构建的指标高于中位数的期货构成的组合，低期限溢价同理。从构建逻辑上看，期限结构因子可以用于解释商品套利策略对收益的贡献。

$$H_{term}(t) = \frac{1}{N} \sum_{i \in H} \left(\frac{1}{3} \sum_{n=2,4,6} y_i^n(t) \right)$$

$$L_{term}(t) = \frac{1}{N} \sum_{i \in L} \left(\frac{1}{3} \sum_{n=2,4,6} y_i^n(t) \right)$$

以下是这四个因子的历史表现和因子之间的相关性统计。从下表 222 可以看到，四个因子的相关性并不高，因此可以作为不同类型的公共因子进行回归。

图 385 CTA 风格因子历史表现



资料来源：华宝证券研究创新部

表 222 CTA 风格因子相关性统计

	动量因子	市场因子	高期限溢价	低期限溢价
动量因子	1.00	0.09	-0.13	-0.05
市场因子	0.09	1.00	-0.06	0.06
高期限溢价	-0.13	-0.06	1.00	0.40
低期限溢价	-0.05	0.06	0.40	1.00

资料来源：华宝证券研究创新部

3.3.CTA 策略风格归因

以上构建了几个维度的因子，接下来我们对 CTA 基金进行归因，这里我们对 2020 年底前推 3 年的样本进行回归分析，即每个基金分别对以上四因子进行回归，就可以得到各基金在以上各个因子上的暴露度，而该暴露度本身也反映了其策略的类型和收益的来源。

表 223 2020 年底前推 3 年回归系数均值

	回归系数均值
alpha	0.0126
动量因子	0.1649
市场因子	0.0605
高期限溢价	-0.0462
低期限溢价	0.2391

资料来源：华宝证券研究创新部

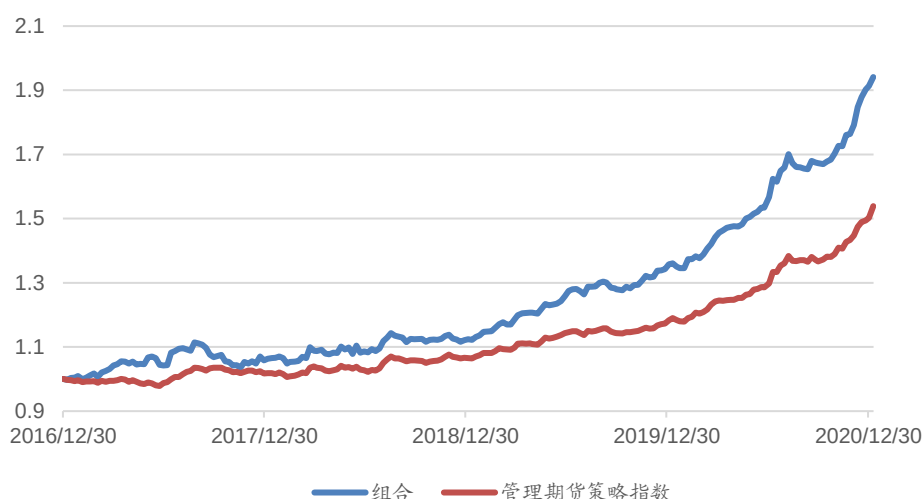
从以上回归系数均值可以看到，动量因子和低期限溢价的暴露度比较高，这也说明，市场多数策略以趋势策略和期限套利为主，其中一个经典的期限套利策略即为做多贴水品种、做空升水品种，因为期货的交割机制决定了贴水的品种，未来更易于向上收敛，靠近现货价格，而升水的品种则易于向下收敛。同时如果我们追踪历史滚动区间的回归结果可以发现，动量因子并非在所有时期都有较高的暴露度，这也反映了不同时期 CTA 基金的策略风格是会有所变化和侧重。

3.4.基于 Alpha 的 CTA 遴选策略

以上我们构建了几个维度的因子，并进行了归因分析，接下来我们将利用以上回归模型对 CTA 基金进行筛选，以区别于传统的利用绩效指标评测的方法，在这里我们按季度生成候选标的，每季度末将所有 CTA 基金对以上四个因子进行回归，回归周期为过去 3 年，然后通过回归我们可以得到剔除公共因子后各个基金的 alpha，该 alpha 反映了未被风格因子解释的部分，一定程度上也反映了基金管理人独有的能力。

我们选取 alpha 排名前 20% 的标的构建组合，并与全部基金的等权组合相比较，以此验证该方法是否能够筛选出具有超额收益的基金。回测时间为 2016 年底至 2020 年底。

图 386 Alpha 筛选策略历史回测曲线



资料来源：华宝证券研究创新部

表 224 历史回测统计结果

	组合	管理期货策略指数
累计收益率	94.11%	53.88%
最大回撤	-7.06%	-2.81%
年化收益率	18.04%	11.38%
年化波动率	7.03%	4.27%
滚动 1 年平均最大回撤	-2.47%	-1.60%
Calmar 比率	7.31	7.10
夏普比率	2.35	2.31

资料来源：华宝证券研究创新部

从以上回测结果可以看到，通过 alpha 优选出的标的构成的组合确实可以跑赢所有标的构成的管理期货策略指数。这表明通过构建风格因子，剥离风险贡献，专注于私募管理人管理能力的筛选策略是有效的，这在一定程度是对传统基于绩效指标基金遴选方法的一种补充。

4. 结论

本文从多资产配置的角度，构建了 CTA 策略的多因子择时体系，从技术面和基本面两个维度构建指标对 CTA 策略进行择时，并通过历史回测验证了 CTA 策略择时的可行性与有效性，尤其是可以用于策略的风险控制。此外，CTA 策略产品众多，CTA 产品的遴选尤为重要。我们尝试基于因子的视角，对 CTA 产品进行业绩拆分，将拆解后的 alpha 作为评价指标来筛选基金，并构建组合，从回测的结果来看该方法是可行的。

敬请参阅报告结尾处免责声明

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。